

众里寻他望复苏，蓦然回首恰周期

2021年中国宏观经济展望

证券研究报告

2020年12月13日

● 核心结论

2021年，全球经济将迎来衰退后的复苏周期元年，宏观经济会呈现“修复+增长”的形态。随着新冠疫苗这个全球经济的最大助推剂在2021年逐渐铺开，全球经济增速明年有望实现“前低后高”的增速轨迹。我们预测明年美国实际GDP逐季的环比年化增速为2.1%，3.4%，3.7%和4.2%。

展望2021年的中国经济，我们预测全年实际GDP增速为9.2%，四个季度同比增速分别为18.6%，8.2%，6.4%，6.2%。虽然表面上是“前高后低”，但去除基数效应之后实际上是“前低后高”。我们会从GDP两年累计同比增速、疫情影响加速衰减、全球经济复苏这三个角度来论证这个观点。

2021年的中国经济基本面将由消费、制造业投资以及出口这三架马车驱动。1) 消费是明年我国经济的主要抓手，预计社零总额增长19.1%。我们看好2021年汽车消费以及地产竣工产业链消费增长，以通讯器材、化妆品为代表的升级型消费仍将维持较好的表现。2) 制造业投资：全年有望增长11%。从产能利用率和库存周期来看，我们认为持续三年的制造业投资的下行周期已经结束，叠加外部贸易环境的改善以及企业盈利的回升，将会带动制造业投资强劲复苏。3) 地产投资：预计全年增长7.2%。供给侧，疫情影响今年开工和竣工节奏，明年将是竣工交付高峰期；土地市场将持续趋于平缓。需求侧，未来利率上行可能会抑制部分需求，但是居民收入回暖以及信心回升、就业的上行，有助于需求保持韧性，抵消部分负面影响。政策上，融资新规对开发商融资的监管趋严，但十四五规划会对整体政策基调保持平稳。4) 基建投资：全年将会增长4.2%。基建发力逆周期的作用下降，关注十四五规划下的新基建主线。宏观经济复苏带动明年财政收入开始内生增长，有利于稳定基建投资，部分抵消明年对于杠杆率控制趋严的政策取向。

全球经济共振向上对中国产生外溢效应，我们预测明年出口增长7.7%。抓住两条主线：1) 消费品的出口增长开始接棒防疫物资的出口；2) 全球贸易额的复苏接棒出口份额增加。此外，中美贸易的改善，RCEP的落地，中欧全面投资协定也会对出口形成提振，抵消汇率走强带来的影响。

再通胀归来，宽松的货币政策逐渐退出。非食品价格项随着宏观经济复苏和下游需求的回暖进入上行周期。猪价进入下行周期，对通胀水平的干扰减少。货币政策趋于常态化，但对实体经济的积极作用会具有持续性。

大类资产：1) 企业盈利提升叠加居民消费回暖将会有助于权益市场的基本面。2) 警惕经济复苏与通胀归来对国债收益率带来的上行压力，利率债趋势性机会仍需等待。3) 预计人民币汇率在2021年会升值到6.2。

风险提示：经济运行风险；疫情风险；政策风险。

分析师



雒雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人



张育浩



18548912118



zhangyuhao@research.xbmail.com.cn



陶冷



15000831636



taoling@research.xbmail.com.cn



印明



18810683986



yinming@research.xbmail.com.cn

相关研究

新冠疫苗和宏观经济研究系列之二：中国10年期国债收益率可能上行至3.9% 2020年11月26日

新冠疫苗和宏观经济研究系列之一：疫苗取得突破性进展，欧美国债收益率开始上行 2020年11月13日

通胀专题系列研究二：展望将于2021年到来的通胀周期 2020年9月29日

西部宏观自上而下研究系列之五：美元贬值将会如何影响A股？ 2020年8月4日

2020年下半年宏观经济和市场展望：从流动性危机到流动性牛市 2020年7月20日

西部宏观自上而下研究系列之四：我们正站在两个周期的起点 2020年7月6日

西部宏观自上而下研究系列之三：当下经济周期如何进行行业配置？ 2020年6月29日

西部宏观自上而下研究系列之二：全球市场的核心因素剖析以及后续的走势 2020年6月14日

西部宏观自上而下研究系列之一：ESG主题基金在全球和中国的发展 2020年5月31日

中美德三国长债收益率均已见底：长债收益率开启上行周期 2020年5月12日

全球新冠疫情研究系列之四：沉舟侧畔千帆过：疫情冲击下的全球财政政策 2020年4月21日

全球新冠疫情研究系列之三：全面解读欧洲疫情 2020年4月14日

全球新冠疫情研究系列之二：预测美国的疫情和股市拐点 2020年4月12日

全球新冠疫情研究系列之一：意大利新冠疫情的拐点出现了吗？ 2020年4月1日

索引

内容目录

一、2021年宏观经济展望框架	6
1.1 GDP 两年累计同比增速	7
1.2 疫情影响加速衰减	8
1.3 全球经济复苏对国内经济基本面的贡献	9
二、2021年消费、制造业投资以及出口三架马车驱动	11
2.1 消费	11
2.2 投资	16
(1) 制造业投资	16
(2) 地产投资	22
(3) 基建投资	26
2.3 出口	28
三、通胀压力与货币政策	33
3.1 再通胀归来	33
3.2 货币政策展望	34

图表目录

图 1: 中国实际 GDP 当季同比增速走势	6
图 2: 2018Q1 到 2019Q4 的 GDP 同比增速	7
图 3: 2013Q1 到 2015Q4 的 GDP 同比增速	7
图 4: 中国实际 GDP 两年同比增速变化 (虚线为预测值)	8
图 5: 疫情对宏观经济的负面影响逐渐衰减	8
图 6: 美国实际 GDP 环比年化增速走势 (虚线为预测值)	9
图 7: 美国 30 年期固定房贷利率走低至 2.71%	10
图 8: 10 月新建住房销量年化值达到 999 万套, 库存正在去化中	10
图 9: 10 月二手房销量年化值达到 685 万套, 库存处于低位	10
图 10: 美国新开工和获得开工批准的住宅数量上升到 2007 年水平	10
图 11: 美国商品零售恢复较快	11
图 12: 美国餐厅活动量同比仍然下降超过 50%	11
图 13: 库存周期位于底部	11
图 14: 美国产能利用率	11
图 15: 企业利润上升后有助于带动居民收入提高	12
图 16: 10 月我国工业企业利润总额当月同比增速高达 28.2%	12
图 17: 消费意愿指数逐渐回升	12

图 18: 社零累计同比尚未转正	13
图 19: 餐饮收入当月同比增速 10 月转正	13
图 20: 限额以上企业商品零售总额累计同比	13
图 21: 11 月服务类 CPI 仅同比增长 0.3%	14
图 22: 今年 11 月百城住宅价格指数同比增长 4.3%	14
图 23: 今年上证指数和创业板指数累计上涨超过 11%和 51%	14
图 24: 我国汽车制造库存在 2019 年末见底后开始进入补库存	15
图 25: 我国汽车销售连续 6 个月保持同比增速在 10%以上	15
图 26: 汽车类零售额同比增速今年 5 月转正	15
图 27: 2017-19 年新开工面积明显增长驱动 2020-22 年竣工交付	16
图 28: 10 月我国住宅竣工面积当月同比+8.5%，累计同比-7.9%	16
图 29: 家电家具和装潢材料类零售额增速缓慢修复	16
图 30: 油烟机销售增速平稳，10 月同比增长约 20%	16
图 31: 2019 年制造业投资增速出现明显下行	17
图 32: 2019 年中小企业 PMI 指数几乎全年都位于荣枯线以下	17
图 33: 中小企业投资信心指数下降	17
图 34: 今年一季度疫情导致湖北固定资产投资几乎停滞	17
图 35: 工业产能利用率目前已经提升到疫情前水平 (%)	18
图 36: 企业正处于去库存过程中	18
图 37: PMI 产成品库存指数呈现下行	18
图 38: 下游需求复苏与企业盈利回升有望带动投资增加	19
图 39: 制造业投资景气指数仍有修复空间	19
图 40: 制造业为农民工就业提供了接近 30%的就业岗位	19
图 41: 制造业提供了城镇就业的 20%以上的岗位	20
图 42: 预计 2021 年城镇新增就业人口目标将提升至 1100 万人	20
图 43: 部分行业制造业固定资产投资累计同比增速 (%)	20
图 44: 各行业制造业固定资产投资 10 月当月同比增速 (%)	21
图 45: 外需拉动出口型企业盈利回升，从而带动制造业投资	21
图 46: 2019 年多次下调 LPR 利率	23
图 47: 今年 5 月商品房销售就同比转正	23
图 48: 17 年商品房销售高增，今年房企交付压力驱动加速赶工	23
图 49: 今年 9 月美国房价指数同比上涨 6.57%	23
图 50: MBA 抵押贷款购买指数从 5 月开始保持双位数增速	24
图 51: 2020 年美国房地产市场销售火热	24
图 52: 土地购置费变动滞后于土地购置面积变动	24
图 53: 房屋竣工面积累计同比下降 9.2%	24
图 54: 土地市场趋于平缓	25
图 55: 地产投资增速连续四个月当月同比增速维持在 10%以上	25
图 56: 通胀对债券利率有上行压力	25

图 57: 个人房贷利率滞后于国债利率	25
图 58: 房贷利率上升会抑制购房需求	25
图 59: 今年 LPR 已经降息两次	25
图 60: 房企经营性现金流(按揭贷款、定金和预付款)占比逐年提高至 50%, 新规重点控制筹资现金流	26
图 61: 2019 年地方政府项目收益专项债 70% 以上用于土储和棚户区	27
图 62: 基建投资增速三季度以来出现回落	27
图 63: 5 月棚改债恢复发行	27
图 64: 政府性基金收入增速缓慢恢复	28
图 65: 政府财政赤字率目标今年上升至高位	28
图 66: 我国防疫物资出口今年维持高增速 (%)	28
图 67: 中国占美国进口国的比例明显提升	28
图 68: 政府政策应对疫情严格指数 (指数位于 0-100, 越接近 100 表示越严格)	29
图 69: 消费者信心指数与零售额同比增速正相关	29
图 70: 美国行业产能利用率 (%)	29
图 71: 美国库存处于底部	30
图 72: 我国传统物资出口同比增速 (%)	30
图 73: 中国出口金额同比增速快于大多数亚洲国家 (%)	30
图 74: 全球经济与对外贸易同步复苏	30
图 75: 海外需求正在逐渐恢复	31
图 76: 工业企业利润增加有望带动企业扩大投资	31
图 77: RCEP 是目前全球体量最大的自贸区	31
图 78: 亚太区主要贸易协定的成员国	31
图 79: 今年下半年离岸人民币快速升值	32
图 80: 美元指数进入下行通道	32
图 81: 欧元相对美元升值	32
图 82: 新兴市场货币也处于升值通道	32
图 83: 猪价见顶回落	33
图 84: 能繁母猪产能逐步恢复	33
图 85: 非食品 CPI 与 PPI 的变化比较同步	33
图 86: 今年 4 月油价跌入负数区间	33
图 87: 央行投放流动性后企业债风险溢价下降	35
图 88: 央行投放流动性后企业债风险溢价下降	35
图 89: 社融存量增速领先于社会消费品零售额增速	36
图 90: 社零增速尚未修复到 2019 年水平	36
图 91: M2 增速预计在 2021 年逐步下行	36
图 92: 实体经济部门杠杆率预测	37
图 93: 库存周期或转入上行通道	37
图 94: 近年各月新增企业贷款情况 (亿元, 21 年为预测值)	37

图 95: 房贷利率较低, 居民中长贷有望得到支撑	38
图 96: 8 月以来新建商品住宅价格指数环比增幅普降	38
图 97: 社零持续修复, 居民短贷有望延续高位	38
图 98: 近年各月新增居民贷款情况 (亿元, 21 年为预测值)	38
图 99: 近年各月新增股票融资情况 (亿元, 21 年为预测值)	39
图 100: 近年各月新增债券融资情况 (亿元, 21 年为预测值)	39
图 101: 社融增速 2021 年整体下行	39
图 102: 社融增速与 M2 增速相匹配	39
表 1: 中国宏观经济数据预测表	6
表 2: 制造业各行业的出口依赖度	22
表 3: 地产融资新规	26
表 4: 2019 年 Q4 至 2020 年 Q3 货币政策执行报告	34
表 5: 社融存量增速预测	37

一、2021年宏观经济展望框架

2021年，全球经济将迎来衰退后的复苏周期元年，宏观经济会呈现“修复+增长”的形态。随着新冠疫苗这个全球经济的最大助推剂在2021年逐渐铺开，全球经济增速明年有望实现“前低后高”的增速轨迹。我们预测美国2021年实际GDP逐季的环比年化增速为2.1%，3.4%，3.7%和4.2%。

展望我国2021年经济走势，实际上应该是“前低后高”，而不是“前高后低”。我们预计2021年全年实现9.2%的实际GDP增速，11.0%的名义GDP增速。对于2021年中国实际GDP四个季度的增速，我们目前的预测分别为18.6%（Q1），8.2%（Q2），6.4%（Q3），6.2%（Q4）。初看这个预测，增速表面上是“前高后低”，但除去基数效应之后更接近“前低后高”。我们会从GDP两年累计同比增速、环比增长，以及全球经济复苏这三个角度来论证这个观点。

图1：中国实际GDP当季同比增速走势



资料来源：WIND，西部证券研发中心

表1：中国宏观经济数据预测表

同比增速 (%)	2017年	2018年	2019年	2020年预测值	2021年预测值
名义GDP	11.2	8.9	10.1	2.7	11.0
实际GDP	6.9	6.7	6.1	2.1	9.2
社会消费品零售总额	10.2	9.0	8.0	-3.8	19.1
固定资产投资完成额	7.2	5.9	5.4	2.6	7.6
固定资产投资完成额：制造业	4.8	9.5	3.1	-3.4	11.0
固定资产投资完成额：基础设施建设投资	14.9	1.8	3.3	3.4	4.2
房地产开发投资完成额	7.0	9.5	9.9	6.8	7.2
出口增速（美元计价）	7.9	9.9	0.5	2.4	7.7
进口增速（美元计价）	16.1	15.8	-2.7	-1.4	6.8
CPI	1.6	2.1	2.9	2.5	1.7
PPI	6.3	3.5	-0.3	-1.9	2.3
M2	8.1	8.1	8.7	10.6	9.6
社会融资规模存量	14.1	10.3	10.7	13.4	11.6

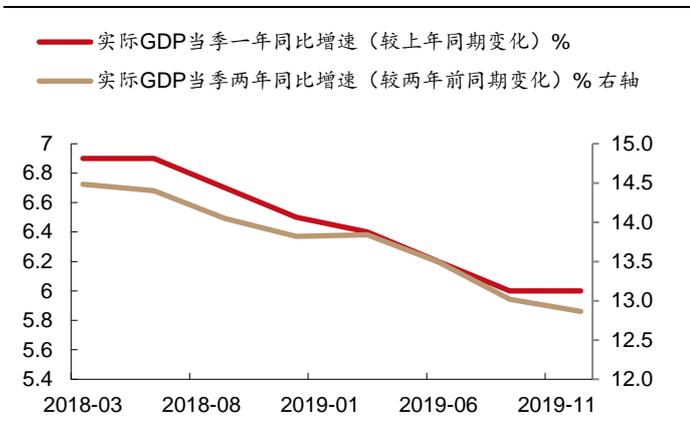
资料来源：WIND，西部证券研发中心

1.1 GDP两年累计同比增速

第一个角度，是从24个月的增速去观察这个问题，也就是两年的同比增速。因为基数效应的影响比较大，如果光看一年同比（也就是把2021Q1和2020Q1相比）的话，容易得出受到基数大幅影响的结论。但是，如果看24个月的增速（也就是把2021Q1和2019Q1相比），则可以刨去基数效应。特别是新冠疫情对宏观经济造成的冲击主要集中在2020Q1，这样的方法也更加直观。

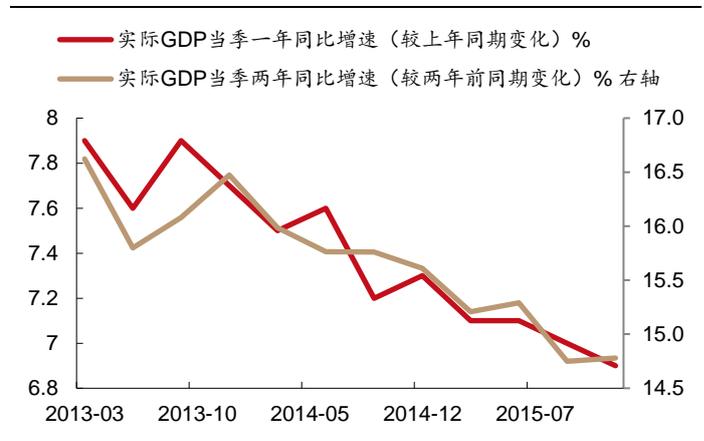
如果用同样的方法观察2018Q1到2019Q4的经济增速（2017年Q4之前的数据有基数调整的影响），我们可以看到两年同比的GDP增速从2018Q1的14.5%持续回落到2019Q4的12.9%。这和一年同比的GDP增速趋势基本吻合。同样的，如果观察2013Q1至2015Q4的经济增速，也可以看到同样的结论。换句话说，从逻辑以及历史这两个维度来看，两年同比都是一个比较好的剔除基数效应的观察指标。

图2：2018Q1到2019Q4的GDP同比增速



资料来源：WIND，西部证券研发中心

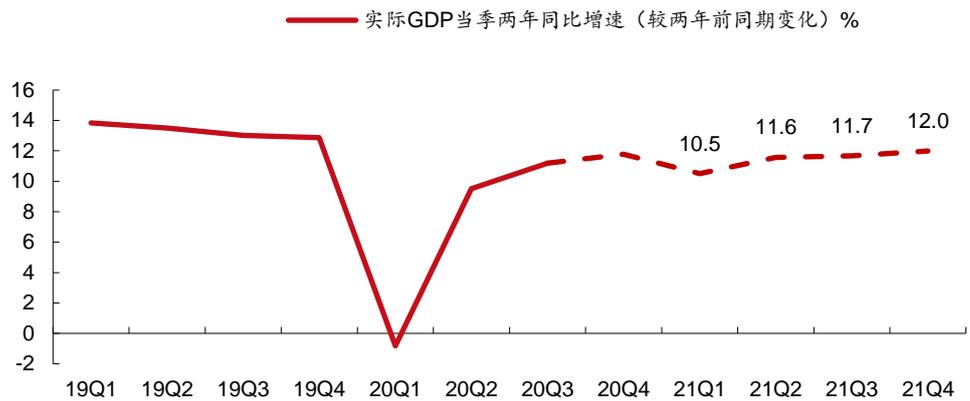
图3：2013Q1到2015Q4的GDP同比增速



资料来源：WIND，西部证券研发中心

经过两年同比的调整之后，我们预测2021年四个季度的GDP两年同比增速分别是10.5%，11.6%，11.7%以及12.0%。这也是为什么我们说明年的经济增速实际上应该是“前低后高”的原因。换句话说，剔除掉低基数的影响之后，实际上明年各季度的GDP两年累计同比增速应当是逐季改善的。此外，我们也需要指出，由于受困于旧预测模式的影响，部分经济预测者倾向于压低2021年下半年的GDP增速预测（尤其是2021Q4）。这容易对明年的经济方向产生错误的判断。

图4：中国实际GDP两年同比增速变化（虚线为预测值）



资料来源：WIND，西部证券研发中心

1.2 疫情影响加速衰减

其次是第二个角度，中国经济内在的复苏逻辑：新冠疫情的影响越来越小，而且衰减的速率在加大。也就是说，从疫情的影响来看，2021年四季度的宏观经济增长环境，要远远好于2021年一季度的环境。尤其是对于消费来说，每个月都在持续复苏。但是10月的社会消费品零售增速(4.3%)仍然离疫情之前的8%有接近一半的距离(3.7%的增速差距)。从目前的情况来看，虽然同比增速看起来会很高，但是消费在2021Q1仍然无法完全回到正常水平，这也意味着消费本身在2021年仍然有复苏以及内生增长的动力。

我们认为，疫情对于整个宏观经济的影响是在逐渐衰减的，而且衰减还在加速。如果我们把疫情发生之后的经济增速 y 拆解成 $y=Y-x(t)^2+z(t)$ 的话。其中 Y 是经济内生的增长速度， $x(t)$ 是疫情对于宏观经济的负面影响。 $z(t)$ 是政府对于经济增长的托底作用（主要通过增加基建投资和政府消费来达到），但 $z(t)$ 的效果小于 $x(t)^2$ 。

随着时间推移， $x(t)$ 逐渐衰减， $x(t)^2$ 衰减的则更加快，也就是在2020Q1时 $x(t)$ 最大。虽然 $z(t)$ 预计也会下降，但 $x(t)^2$ 下降的更快。当然，我们也需要考虑到 Y 自身在下降的情况。但经历了2018-2019年贸易争端导致的增速不断下滑之后，我们认为经济内生增速 Y 在短期之内是相对稳定的。总的来看，我们判断疫情本身对于2021年上半年仍有一些负面影响（主要集中在消费侧），但是在2021年下半年对于宏观经济的影响会趋于0。

图5：疫情对宏观经济的负面影响逐渐衰减

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_873

