

回归常态，经济发展进入新阶段

宏观经济 2021 年年度报告

核心内容:

- **欧美经济 1 季度回弹** 美国受到财政计划延迟影响 4 季度经济下滑，欧洲疫情下再次部分封闭影响经济运行，预计欧美在 2021 年 1 季度经济反弹。美联储暗示如果经济下行会考虑增加资产购买计划，但美联储的扩表仍然需要财政政策配合，美联储加息可能要至少等到 2023 年。欧央行为应对疫情已经加大资产购买计划。

- **国内经济上行至年中** 新冠疫情下我国经济增长较有韧性，主要体现在房地产投资快速上行、出口增速创出新高、消费增速持续回升以及制造业投资的缓步复苏，这些因素带动了工业生产的回暖，使得 4 季度的工业增加值增速超过历史同期水平，2021 年这些经济驱动力延续至年中。

房地产投资受到政策严厉限制，增速会逐步回落，预计全年 5% 左右。疫情下出口仍然有力，但出口订单再次大幅转移的可能性很小，出口增速预计 3.9%。消费增速仍然持续回升，疫情后的消费模式恢复需要 2-3 年，消费增速恢复至疫情前较为困难。消费增速全年预计 8.5%，但下半年预计 4.9%。制造业持续恢复因为订单带动下工业生产和工业企业利润上行。

- **2021 年经济前高后低** 2021 年我国上半年我国经济仍然处于疫情后持续恢复的阶段，但是恢复的速度逐步下滑。第一，消费会稳步回升。第二，投资增速小幅下滑。第三，出口仍然较为强势。2021 年下半年经济恢复正常运行状态，也就是我国经济增长面临的主要问题仍然是总需求不足的问题，GDP 保持中速运行，只有在改革后才会有新的增长点，在此之前经济增速中枢下移，也即是疫情后经济增速换挡前行。预计 2021 年全年 GDP 增速 7.5%，下半年经济增速在 5.7%-5.8% 左右。

- **货币的相机抉择** 货币政策方面，央行操作重回稳定，即重回相机抉择。4 季度央行的操作思路已经充分展现，重提货币供给总闸门，重提宏观经济杠杆率，社会融资增速和 M2 增速要与经济增长相匹配。货币和贷款投放总量预计要有所下行，但由于 2021 年度 GDP 增速仍然较高，社融增速和贷款增速不会出现断崖式下滑。由于 11 月份货币市场利率已经小幅上行，同时信用利差持续上行，显示货币市场仍然处于紧平衡。这种资金稍显紧张、利率小幅上行的状态可能持续至 2021 年 1 季度，持续的货币紧张也不利于经济的恢复，过紧的货币政策不会长时间持续。

资本市场的走势取决于经济周期和金融周期所处的位置，现阶段经济仍然继续增长，金融周期已经有所下滑，这种情况可能至少持续至 2021 年 1 季度。

主要风险：新冠疫情是否会二次爆发的风险、货币政府过于收紧的风险

分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编号: S0130515030003

周世一

☎: (8610) 6656 8471

✉: zhoushiyi@chinastock.com.cn

分析师登记编号: S013051107000403

目 录

一、我国增长延续至 2021 年年中	3
二、国际经济：复苏步调不一致	4
（一）拜登新政：重回常规操作	4
（二）美国：等待进一步财政刺激	6
（三）欧洲：欧洲经济好于预期	11
（四）美元：未来可能弱势震荡	13
三、国内经济：后疫情时期经济换挡前行	15
（一）疫情下的中国经济	15
（二）4 大经济增长动力持续度	20
（三）2021 年经济前高后低	26
四、央行的变与不变	27
（一）央行仍然相机抉择	27
（二）央行的与时俱进	29
五、长远的布局：十四五下的经济动能切换	31
（一）经济动能切换是内在需要	31
（二）土地是第一生产力	33
（三）国企改革是我国行政难点	33
（四）改革创新是发展的根本动力	34

一、我国增长延续至 2021 年年中

2020 年全球经济经历了新冠疫情的冲击，这是全球经济史中没有经过的危机。全球主要国家通过财政和货币政策的双放开来对冲疫情对经济的冲击，使得全球经济在疫情后缓慢恢复。

本次经济危机是公共事件带来的，加之各国应对方式快速有效，疫情没有冲击到全球的生产体系，但是对全球的需求体系产生了影响。各国的救治措施各有不同，美国以对救助消费者和企业减税为主，欧洲主要以保护就业和企业减税为主，中国主要为企业降低社会成本、增加贷款为主。由于各国不同的救助措施以及新冠疫情在各国的发展不同，全球经济恢复展现出了不同的步调。

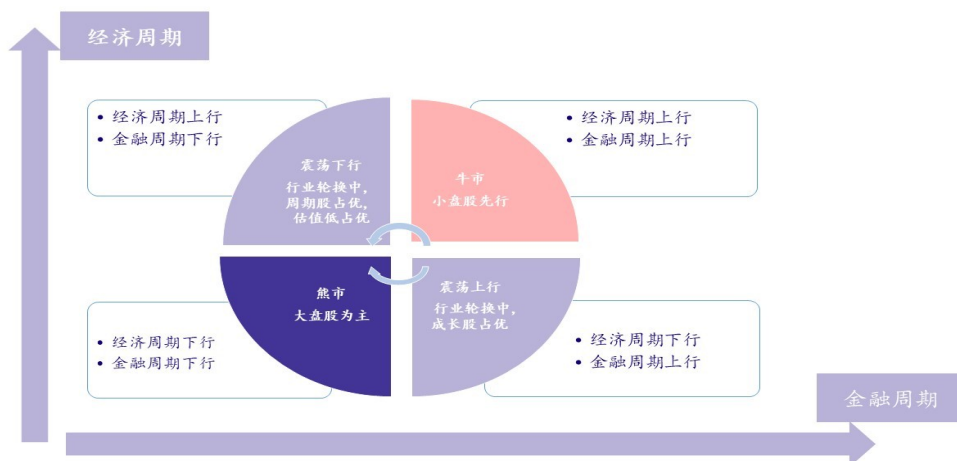
2021 年全球经济是否能恢复正常仍然需要新冠疫情得到有效控制，即至少在 2021 年上半年，全球经济运行仍然是疫情模式。

美国经济恢复速度较好，但仍然要等待后续的财政刺激计划，在新冠疫情没有平息之前，美国经济平稳需要财政支持。欧洲再次受到疫情影响，11 月份部分欧洲国家再次“封闭”，4 季度欧洲经济重新下滑，欧央行再次增加资产购买计划支持欧洲经济。

中国内部疫情控制情况较好，工业生产景气度较高，主要受到海外订单回流以及国内需求增长的影响。需求端方面，居民消费稳步回升，政府消费稍有回落。这种生产端和需求端的配合可能持续至 2021 年 2 季度。促使中国经济快速回升的增长动力在 2021 年均有一定程度的减弱，2021 年经济增长在下半年有小幅下滑。

当疫情后经济增长动力减弱，新冠疫情得到控制，那么我国仍然要面临总需求不足的问题，也即是经济增长要寻找新的增长点，经济增速中枢会继续下移直至新的均衡，经济会换挡前行。

图 1：资本市场、经济周期与金融周期的关系



资料来源：中国银河证券研究院整理

货币政策方面，央行操作重回稳定，即重回相机抉择。4 季度央行的操作思路已经充分展现，重提货币供给总闸门，重提宏观经济杠杆率，社会融资增速和 M2 增速要与经济增长相匹配。货币和贷款投放总量预计要有所下行，但由于 2021 年度 GDP 增速仍然较高，社融增速和贷款增速不会出现断崖式下滑。由于 11 月份货币市场利率已经小幅上行，同时信用利差持续

上行，显示货币市场仍然处于紧平衡。银行超额准备金率仍然处于极低的水平，银行总体资金也较为紧张，而经济仍然在恢复过程中，贷款需求仍然较为强劲，根据3季度央行货币政策报告，一般贷款平均利率上行。这种资金稍显紧张、利率小幅上行的状态可能持续至2021年1季度，持续的货币紧张也不利于经济的恢复，过紧的货币政策不会长时间持续。

但是仍然要注意到4季度央行重提稳定宏观杠杆率，而我国稳定宏观杠杆率即意味着企业杠杆率的下滑，如果过分重视杠杆率水平，2021年的货币政策可能重复2018年。

资本市场的走势取决于经济周期和金融周期所处的位置，现阶段经济仍然继续增长，金融周期已经有所下滑，这种情况可能至少持续至2021年1季度。

二、 国际经济：复苏步调不一致

(一) 拜登新政：重回常规操作

2020年第59届美国总统选举的落幕，民主党前副总统乔·拜登以7500万张的选票击败了共和党现任总统唐纳德·特朗普。全球性的新型冠状病毒型病毒引发了一场持续的重大全球经济危机，这也造成了美国经济衰退，经济压力增大，众多公司资金短缺，大量人口失业破产。IMF预计在2020年和2021年期间，全球国内生产总值（GDP）的累计损失可能达到9万亿美元左右，超过日本和德国经济的总和。拜登和特朗普所代表的美国国内两个大主要政治党派，民主党和共和党，各自的政策和经济主张都有不同。在这样的背景下，拜登将于2021年1月20日就任为美国第46任总统，届时乔·拜登将采取的各项经济政策及主张将与现任总统特朗普不尽相同。

2016年当选的总统特朗普与近20年的美国总统有所不同，所面临的全球环境也有所不同。在全球近40年的全球化过程中，几乎所有的产业都分解为全球产业链分工，而这种快速的全球贸易和生产方式的转变，使得全球贫富差距再次拉大。受加工业外移的影响，美国蓝领阶层受损较大，使得宣称能简单解决问题的特朗普当选总统。特朗普总统上任后对现有全球运行规则和贸易规则提出了挑战。4年后的2020年民主党人乔·拜登击败特朗普，这也是1992年以来现任总统第一次未能连任，也代表了特朗普代表的激进改革派的失败。

对外政策上，拜登需要与盟友重建之前的信任关系，世界政治体系再次重新回到了商讨、妥协、斗争、共存的基调上来。如何定义与中国的关系会成为拜登政府最大的对外关系难题。由于世界产业链的形成以及中国完成庞大的国内消费市场存在，任何割裂与中国之间经济行为的动作都会产生长远的影响，这是拜登政府不重启《跨太平洋伙伴关系协定》（TPP）的重要原因。鉴于中美贸易之间的新形势，RCEP贸易协议签订，这是中国和日本首次签订贸易协议，未来有助于中日韩之间进行更深层的合作。

中美之间关系随着下任总统乔·拜登上任会变得更加具有可预测性，美国在对中国的强硬立场上将实施更加冷静有效的遏制措施。未来中美经贸更多是“全球贸易规则与竞争力”的比拼，而非“关税战”。在今年发表的《外交事务》中的一篇标题为《为什么美国必须再次领导：拯救特朗普之后的美国外交政策》的文章中拜登写道“美国需要对中国强硬，如果中国如愿以偿，中国将继续掠夺美国和美国公司的技术和知识产权。中国还将继续利用补贴，为国有企业提供不公平的优势以及在未来技术和行业方面占据主导优势”；拜登也补充到“即使在

寻求合作问题上我们与中国的利益趋同，但是应对中国最有效的方式是建立美国盟友的统一战线一起抵制中国的掠夺和侵犯人权的行径”。

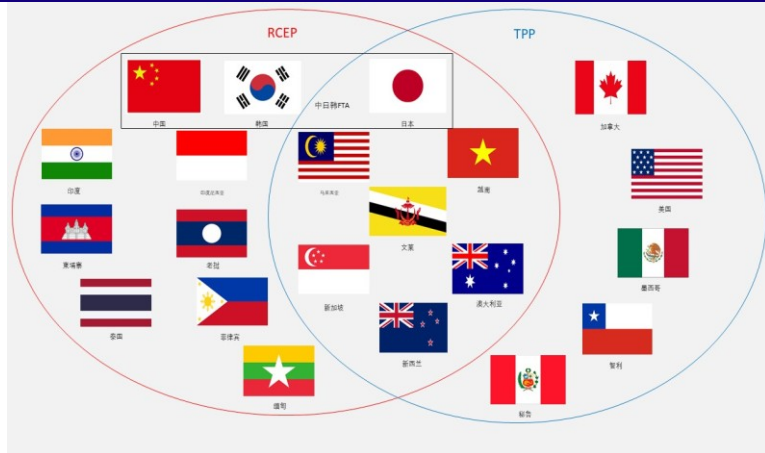
表 1: 拜登主要政策主张

主要政策主张		效果	
国内	新冠疫情	上任后的首要任务就控制新型冠状病毒带来的疫情。主张对所有人进行免费的病毒检测和治疗，并包括未来免费的疫苗注射，并为一线工作人员和患者以及需要特别救助的人员提供直接的物质支持，分发全系列个人防护装备，包括额外的口罩、手套和面罩。拜登准备在全国实施强制佩戴口罩的措施，在全美范围增设更多的病毒测试点加大测试力度，加大个人防护用品生产；对各州提供更多援助，并加大监管力度，为州和地方政府建立可再生能源基金。	新冠疫情的控制是一切经济措施见效的前提
	医疗	支持奥巴马在任时所签署的《平价医疗法案》。决定重启这个法案，在此法案的基础上制定新的措施，计划将取消400%收入上限的税收抵免资格，将保险费用的上限降低到收入的8.5%，并且将医疗保险的资格年龄从65岁降低到60岁，并为那些没有雇主医保的人提供保费补贴。	减少不必要的资金投入，减少美国家庭的生活开销，缓解美国家庭的经济压力
	新能源	拜登计划在“全美制造”计划中投资7000亿美元，全力转向清洁能源发展。拜登预计他的计划将使美国的温室气体排在2050年前达到100%零排放，拜登大力投资于新能源产业、新型产业。	产生250000个工作岗位，负责回收处理废弃的石油天然气井、废弃煤矿、重金属和铀矿
	基础设施	改造交通基础设施，包括公路和桥梁、铁路、航空、港口和内河航道，使货物和人员的运输更快、更便宜、更清洁。	产生100万工作岗位
	住宅	在住房建设上，建设150万户现代化经济适用房和住房单元，用4年的时间里升级400万幢建筑，为200万幢房屋升温，并通过提供现金回扣和低成本融资来刺激建筑改造和高效率家电制造供应链，以鼓励美国家庭升级电气化家电，安装更节能的窗户。	产生100万高新工作机会
	贸易	承诺了一项价值4,000亿美元的采购投资项目，以促进政府购买美国制造的商品，减少对进口的依赖	促进国内产业链
	税收	将最高所得税率从37%提高到39.6%，最高企业所得税率从21%提高到28%，这将在未来10年为美国增加3.4万亿美元的收入。美国公司海外子公司的利润率将提高一倍至21%。据税收政策中心称，拜登的税收提案将在2021年至2030年间增加4万亿美元的税收。	增加财政收入
	福利	计划在《护理法案》的基础上为各州提供每周提供额外600美元的失业津贴。此外，拜登还提议每月增加200美元的社会保障金额(包括退伍军人和补充保障收入受益人)，并增加15%的营养补充援助计划的福利，免除每人至少1万美元的联邦学生贷款债。联邦政府应该在流感大流行期间失业的人支付100%的保险费用，并为医护人员提供有保证的高额工资包括为医护人员提供免费住房和隔离。	继续为失业人员提供福利
	就业	基础设施计划创造数百万中产阶级就业机会，增加对新市场税收抵免、社区发展金融机构等项目的资助。并为经历大规模裁员或主要政府机构关闭社区提供税收抵免。	增加中产阶级就业机会，增加就业绿卡
	小企业	小型贷款机构和社区金融机构争取到600亿美元的拨备资金，并且强调是拨款而不是贷款	
国际	新冠病毒	修复和世界卫生组织的关系	
	环境保护	重新加入环境保护计划	
	贸易	不会重启《跨太平洋伙伴关系协定》，该协定由奥巴马政府签订，在2017年被特朗普放弃。但是他将继续美国贸易的主要政策，对全球从世界大部分地区进口的钢铁和铝、从欧洲进口的葡萄酒和奶酪以及对从中国进口的近四分之三产品征收关税。与此同时，拜登表示，他的优先任务是重建美国和盟友之前的关系，其中许多盟友十分反感特朗普征收关税，拜登可以通过谈判取消部分关税，修复关系，以建立统一经济集团，来向中国施压对抗。	
	中国	在贸易上拜登希望与国际盟友结成联盟，向中国施压。他表示，在知识产权和技术转让问题上对抗中国的最佳方式是与盟友和合作伙伴结成联盟，而不是像特朗普那样单方面征收关税。	

资料来源：中国银河证券研究院整理

拜登目前正在确定内阁人选，主要由竞选团队成员担任；最重要的财政部长可能由以前的美联储主席耶伦出任。耶伦做为温和派人士出任财长，有利于与前同事美联储主席鲍威尔合作，在财政政策方面尽早推出刺激措施。拜登此前宣布以当选总统的身份，宣布将此前特朗普总统减少到1.6万的每年难民接受数量扩大至12万。同时，主张取消特朗普减税政策，计划在2021年至2030年增加4万亿美元的收入。为增加政府收入，其税收政策增加对大企业的税收，将企业所得税率从21%提高到28%，此外还将增加高收入群体的税收。耶伦表示，美国正面临卫生事件及其经济后果带来的历史性危机。卫生事件对最需要帮助的人群造成了不同程度的影响，紧急行动至关重要。确保经济复苏将所有的人包含在内至关重要。支持政府采取刺激措施，以最大程度地增加就业、减少经济不平等并帮助妇女和少数族裔，这两类群体受到经济衰退的打击尤为严重。

图 2: TPP 协议包含国家



资料来源：中国银河证券研究院整理

(二) 美国：等待进一步财政刺激

1、经济：消费拖累 4 季度增长 明年 1 季度有望反弹

随着联邦总署通知拜登团队准备总统移交工作，美国大选尘埃落定，拜登当选新一任美国总统。民主党和共和党议员组成的小组 12 月 2 日公布了一项规模 9080 亿美元的刺激提案。其中，向小企业提供 2880 亿美元类似“薪资保护计划”的贷款援助，以及向州和地方政府提供 1600 亿美元的救助。另外，还有 1800 亿美元将用来发放 300 美元/周的补充失业救济金直至明年 3 月。计划还将在疫苗分发、病毒检测和接触者追踪方面投入 160 亿美元，在教育方面投入 820 亿美元，在运输方面投入 450 亿美元，还有部分资金将用于租金支持、儿童看护和宽带业务。因目前正处于总统权力交接的过渡期，预计两党在短期内很难就刺激方案达成并实施。正常情况下，应该会在 1 月 20 日拜登正式入主白宫后才会出台正式的刺激措施。

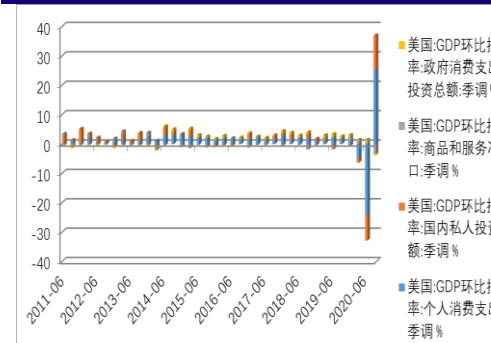
经济走势方面，三季度 GDP 确认增长 33.1%。11 月非农就业增长 24.5 万，失业率连续 7 个月下降至 6.7%，基本上已经恢复到正常水平。进出口创出半年来新高，但疫情限制人员国际流动，导致服务贸易大幅下滑；9 月订单回升，但 11 月 PMI 指数明显回落。由于供给不足，利率历史低位，加上疫情导致需求上升，房地产市场非常火爆。但内需的核心指标，个人收入支出、零售销售与消费信心有所回落。而通胀低迷，为进一步的财政和货币刺激提供了宽松的环境。随着疫苗有效性得到确认，加上大选尘埃落定，预计四季度美国经济低速增长后，明年一季度应该会加速。

美国商务部 11 月 25 日公布的第三季度美国 GDP 修正后年率计算增长 33.1%，与 10 月末发布的初次数据保持一致。消费仍是主力，占经济总量约 7 成的消费支出增长 40.6%，较初次数据下调 0.1 个百分点。企业资本支出的非住宅类固定资产投资增长 21.8%，与初次数据相比上调 1.5 个百分点。上调了住宅类固定资产投资、出口等，下调了政府支出、进口等数值。

不过，内需动力在四季度开始减弱。主要原因是疫情持续，而财政刺激计划因大选的党争而搁置。10 月个人收入支出、零售均大幅回落，而消费信心指数也有所下降。居民消费支

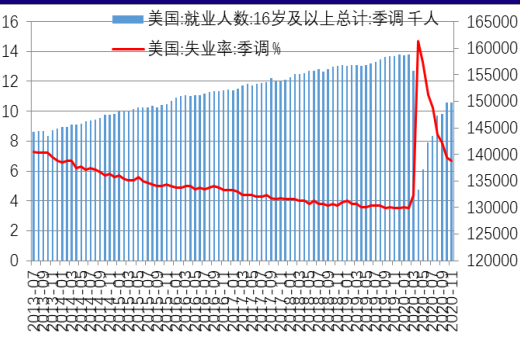
出占全部美国内需的 8 成左右，居民消费动力下降，意味着美国内需对经济的贡献在四季度会明显回落，从而拖累 GDP 增速。

图 3: 美国 GDP 增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 美国失业率 (%)



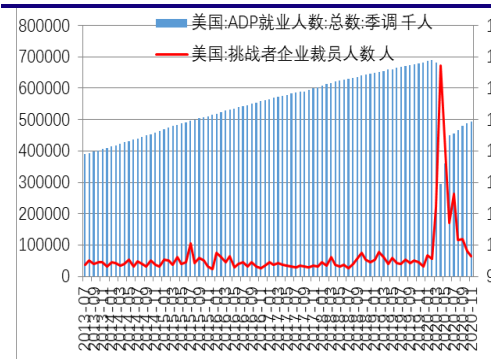
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

11 月非农就业增长 24.5 万, 失业率连续 7 个月下降至 6.7%, 基本上已经恢复到正常水平。进出口创出半年来新高, 但疫情限制人员国际流动, 导致服务贸易大幅下滑; 9 月订单回升, 但 11 月 PMI 指数明显回落。由于供给不足, 利率历史低位, 加上疫情导致需求上升, 房地产市场非常火爆。但内需的核心指标, 个人收入支出、零售销售与消费信心有所回落。而通胀低迷, 为进一步的财政和货币刺激提供了宽松的环境。随着疫苗有效性得到确认, 加上大选尘埃落定, 预计四季度美国经济低速增长后, 明年一季度应该会加速。

美国 11 月非农就业人口增加 24.5 万人, 失业率下降至 6.7%, 连续第 7 个月回落, 并创下 3 月以来新低。11 月美国劳动力总人口缩减了约 40 万人, 劳动力参与率下降到 61.5%。虽然失业率下降, 但就业增长大幅放缓, 新增岗位也低于 10 月份增加的 61 万个工作岗位。同时失业 6 个月以上失业者的比例正快速接近历史峰值。失业至少 27 周的工人数量增加了 38.5 万人, 达到 390 万人。这占所有失业工人的 37%, 高于 10 月份的三分之一和 9 月份的 19%。长期失业率此前在 2010 年 4 月大衰退后达到 45% 以上的峰值。总体上, 目前美国就业总人数仍比疫情前少近 1000 万。

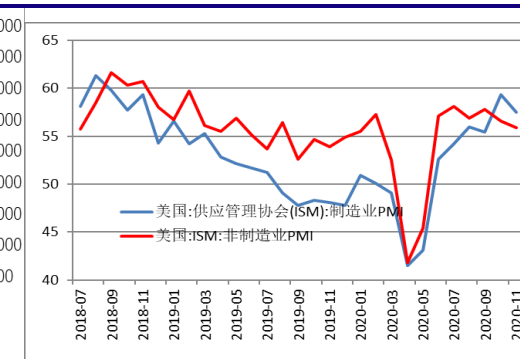
美国 11 月挑战者企业裁员人数从 8.07 万降到了 6.48 万, 连续第 3 个月回落。今年到目前为止, 已宣布裁员 222.7725 万人, 比 2019 年 11 月宣布的 55.9713 万人高出 298%, 为有记录以来最高年度总数。上个月的大部分裁员来自娱乐/休闲公司, 他们宣布裁员 11666 人。

图 5: 美国 ADP 就业人数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 6: 美国制造业 PMI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美国供应管理协会公布的美国 11 月非制造业活动指数从 10 月的 56.6 降至 55.9, 这是自 5 月经济开始复苏以来的最低位。但服务业的就业分项指数从 10 月的 50.1 升至 51.5。这表明

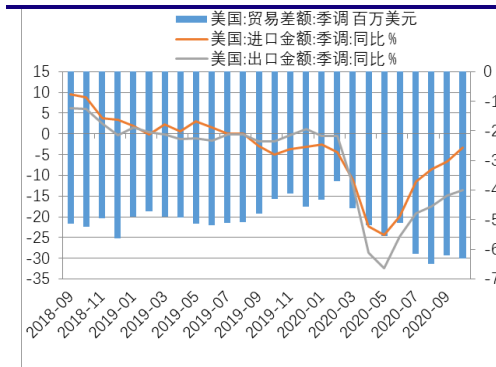
就业市场在 11 月继续复苏，不过步伐温和。11 月制造业指数下降 1.8 个点至 57.5，仍远高于 50 的荣枯分水岭。就业指数下跌 4.8 点至 48.4。

由于疫情期间订单增长放缓且企业活动受限，美国 11 月 PMI 扩张速度略有下降，但整体仍处于稳健水平。耐用品订单 10 月份增长 1.3%，9 月份增长 2.1%。消费品出货 10 月份下降 0.5%，9 月份增长 0.4%。从订单与 PMI 情况看，美国国内生产继续增长。

贸易逆差扩大，反映美国国内需求仍旺盛。美国 10 月的进出口贸易总额升至 4272 亿美元，为 2 月份以来的最高水平。商品和服务贸易逆差 10 月份扩大至 631 亿美元，9 月份修正后为 621 亿美元。美国 10 月份贸易逆差扩大，进口额超过出口额，其中进口额增长 2.1% 至 2451 亿美元，为 2 月以来的最高水平，出口额也连续第五个月升高，增长 2.2% 至 1820 亿美元。服务贸易顺差下降 2.2% 至 183 亿美元，为 2012 年 8 月以来的最低水平，商品贸易逆差增长 0.8%，至 814 亿美元。

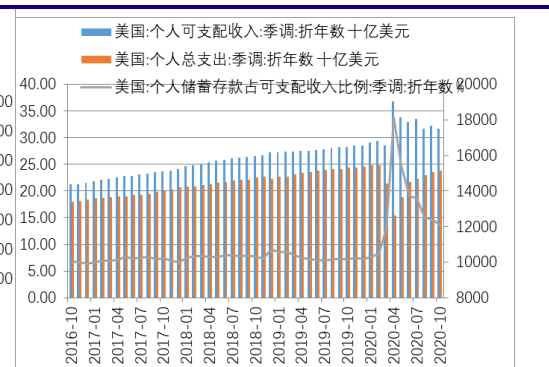
10 月美国个人消费支出环比增长 0.5%，远低于 9 月从 1.4% 下修至 1.2% 的调整后增速，为六个月来最低增速，但优于市场预期增速 0.4%，为连续第六个月环比增长。支出下降的主要原因是收入下降。10 月美国个人收入环比下降 0.7%，而市场预期下降 0.1% 或是零增长，9 月增速从 0.9% 下修至 0.7%。

图 7: 美国贸易顺差扩大 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 8: 美国个人可支配收入和支出 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

与个人收入支出下降对应的是零售增长下降。2020 年 10 月美国零售月率增长 0.3%，是半年来的最低，远低于预期的增长 0.5%。9 月份零售销售额增幅从 1.9% 向下修正 0.3 个百分点至 1.6%。不包括汽车、汽油、建筑材料和食品服务在内的核心零售额 10 月仅微升 0.1%，9 月数据则从 1.4% 下调至 0.9%，这进一步显示出消费恢复低于预期。美国零售额 10 月增速降至六个月来最低，对经济的拉动下降。

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_875

