

宏观年度报告 20201210

变局下的风险与红利—新框架看 2021 年中国经济观点

2020 年 12 月 10 日

■ **展望十四五开局之年的中国经济**，本文应用杜邦分析构建了一系列 2021 年经济展望的新框架。基于当前市场对各经济变量的预期分歧，我们依次展望其在 2021 年的表现，进而给出我们对于 2021 年货币政策和财政政策的展望，以及资产配置的建议。

■ **出口：竿头日上**。2021 年全球经济和贸易低基数下的反弹毋庸置疑，出口值得特别关注的有两点：一是美元走弱、融资环境宽松很可能促进贸易活跃度提升，二是中国出口份额仍将受益于供需错配期间的转移订单和产业链及结构优势，不必担忧疫情明显好转后今年提升的份额就立刻回落。新框架下预计 2021 年出口增速 7%-10%。

■ **基建：平坦化增长**。当不再以债务驱动的经济增长去托底经济的背景下，传统的以逆周期要求和社融增长去分析基建投资的视角不再适用，我们试图从专项债视角出发构建基建投资新分析框架：基建投资由经济增速、投向基建的专项债占比、专项债的基建杠杆三维度决定。新框架下预计 2021 年基建投资增速在 1.8%-6.1% 左右。

■ **制造业：赶超基建和房地产**。2021 年稳定制造业比重将作为经济工作的一项突出任务来抓，因此制造业投资增速主要取决于名义 GDP 增速和制造业投资效率的变化，随着后者的持续提升，预计 2021 年制造业投资增速将回升至 7%-8%，从而超越基建和房地产投资增速。

■ **房地产：迟来的竣工修复**。2021 年房地产调控将更趋灵活性和差异性，过度收紧的风险不大。随着前两年大量开工后预售的项目迎来交付，竣工的持续修复将成为房地产投资的主要支撑，预计 2021 年房地产投资的增速小幅回落至 6.0% 附近。

■ **消费：后来居上**。参考历史经验 2021 年居民可支配收入增速的反弹幅度可能不及名义 GDP，但若疫情在疫苗使用下得到有效控制，居民边际消费倾向将进一步向疫情前的正常水平修复，预计 2021 年居民消费实现 11%-15.5% 的增长。

■ **通胀：关注结构性通胀风险**。在全球经济共振复苏、低基数的共同作用下，PPI 正在加速走出通缩，预计 2021 年一季度 PPI 重回正增长，年中高点有望破“5”，全年中枢抬升至 1.5% 左右。猪周期下行趋势确立的背景下，CPI 全年中枢 1.3% 左右整体无通胀，非食品消费品和服务价格共振上涨的结构性通胀特征明显。

■ **货币政策：寻找平衡**。“十四五”开局之年政策基调或谨慎偏紧，为剩下的四年留足政策空间。稳杠杆的背景下，货币市场利率整体偏紧；随着年中产出缺口逐步弥合，通胀压力渐显，须警惕央行上调逆回购利率的风险；信贷降速已成市场共识，预计 2021 年社融增速为 10.6%，上半年增速下滑会更加明显。

■ **财政政策：从危机应对模式回归常态化**。当经济增长从危机走向修复，那么 2021 年财政政策的核心逻辑就是从危机应对模式回归常态化积极财政，当然在政策退出过程中也会考虑政策的延续性与稳定性。狭义赤字率下调、专项债规模削减、抗疫特别国债退出，预计广义财政赤字规模从今年的 8.51 万亿回落至 6.8-7.1 万亿左右。

■ **资产配置：前股后债，关注产出缺口修复**。2021 年股票和商品仍有望跑赢债券和房地产，并且人民币汇率有望继续升值 3%-5%。节奏上在上半年相对债券超配股票，在年中后增持国债。大宗商品上相对基本金属更看好原油，相对黄金更看好白银。

■ **风险提示**：疫苗推广和接种的不达标，货币政策超预期紧缩，拜登政府的关税新政

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

010-66573671

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 王丹

执业证号：S0600520050003

010-66573671

wangdan@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《宏观点评 20201207：11 月出口为何如此强？》2020-12-07
- 2、《宏观专题报告 20201202：新框架看 2021 年中国消费》2020-12-02
- 3、《宏观专题报告 20201129：新框架看 2021 年中国通胀》2020-11-30
- 4、《宏观专题报告 20201124：新框架看 2021 年中国制造业投资》2020-11-24
- 5、《宏观专题报告 20201122：新框架看 2021 年中国出口》2020-11-22

内容目录

1. 出口：竿头日上	6
2. 基建投资：平坦化增长	12
3. 制造业投资：赶超基建和房地产	14
4. 消费：后来居上	18
5. 房地产投资：迟到的竣工修复	23
6. PPI：半年的再通胀	25
7. CPI：无总量“通胀”，有结构“通胀”	27
8. 货币政策：寻找平衡	29
9. 财政政策：从危机应对模式回归常态化	31
10. 资产配置：前股后债，关注产出缺口修复	32
11. 附：2021 年中国宏观经济指标预测汇总表	35
12. 风险提示	35

图表目录

图 1: 市场对明年中国经济预期的分歧程度.....	5
图 2: 各国 2020 年迄今出口累计增速.....	6
图 3: 中国出口份额提升超过其他国家.....	7
图 4: 截至 5 月, 中国是全球供需缺口最大的国家.....	7
图 5: 中国、越南、中国台湾出口同比均有大幅改善.....	8
图 6: 海外房地产繁荣对中国出口形成支撑.....	8
图 7: 全球贸易活跃度与美元表现有较强的负相关关系.....	9
图 8: 全球出口相较整体经济而言具有更高的 β	9
图 9: 中国出口相对其他国家的领先性并未随供需缺口差距缩小而消失.....	10
图 10: 过去 20 年中国出口份额提升速度最快.....	11
图 11: 中国高科技产品出口份额有望持续提升.....	11
图 12: 2030 年中国半导体制造份额有望达到 24%.....	11
图 13: 今年基建投资并未表现出逆周期特征.....	12
图 14: 基建投资与社融走势出现明显背离.....	12
图 15: 基建投资单月波动与专项债发行节奏相当一致.....	13
图 16: 专项债的基建杠杆快速下降.....	14
图 17: 近年来中国制造业投资的增速回升一直落后于基建投资和房地产投资.....	15
图 18: 中国名义 GDP 增速对制造业投资增速具有一定的牵引作用.....	16
图 19: 2015 年以来制造业投资产出率从高位回落.....	16
图 20: GDP 中制造业占比的下降拉低了制造业投资增速.....	16
图 21: 高技术和装备制造业增加值增速相对较高.....	17
图 22: 高技术和装备制造业增加值比重仍有提升空间.....	17
图 23: 高技术制造业的产值增长更多依靠 TFP 来拉动, 而非资本投入.....	18
图 24: 餐饮收入受疫情冲击比商品零售严重.....	19
图 25: 小规模企业受疫情冲击比限额以上企业严重.....	19
图 26: 今年以来可选消费拖累限额以上消费额.....	19
图 27: 中国名义 GDP 增速与居民消费增速在走势上具有高度正相关性.....	20
图 28: 2011 年前居民可支配收入占 GDP 比重是下降的.....	21
图 29: 2011 年后中国居民的边际消费倾向逐年走低.....	21
图 30: 居民可支配收入增速的波动性要小于 GDP 增速.....	22
图 31: 经济复苏时居民可支配收入占 GDP 比重是下降的.....	22
图 32: 中低收入群体对 2020 年收入预期更悲观.....	23
图 33: 前三季度边际消费倾向的修复仍然较为缓慢.....	23
图 34: 疫情后房地产投资对中国 GDP 增长的贡献显著提升.....	23
图 35: 调控收紧下地产上通过加大预售回笼资金.....	24
图 36: 当前销售、新开工、竣工的背离不可持续.....	24
图 37: 2021 年房地产竣工的持续修复有望继续支撑房地产投资回升.....	25
图 38: “供改”后伴随的产能利用率和 PPI 回升.....	26
图 39: 中国和海外经济体产能利用率修复形成明显差异.....	26
图 40: 不同情景下的 2020 年及 2021 年 PPI 同比预测.....	27
图 41: 猪价与 CPI 食品趋势高度一致.....	28

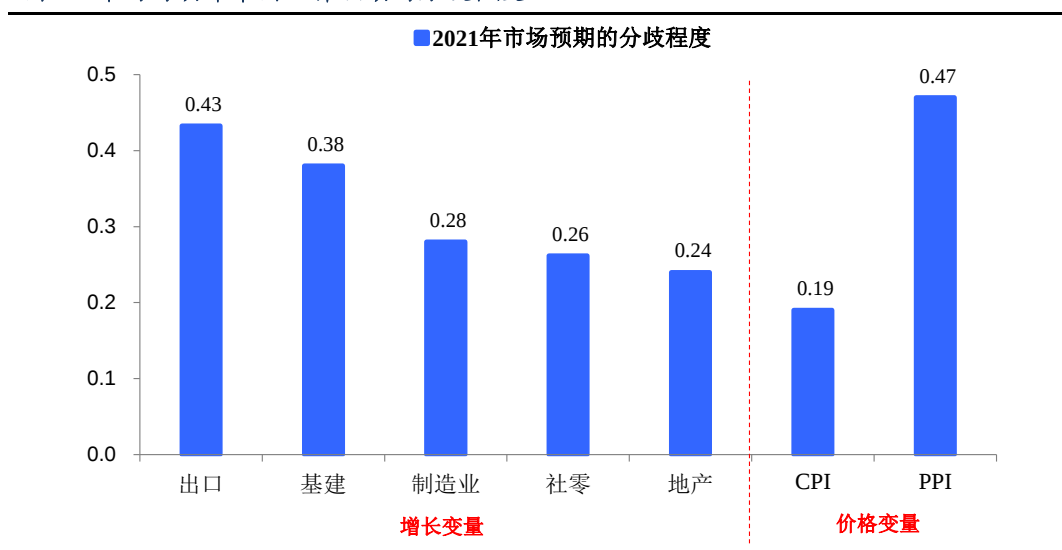
图 42: 从能繁母猪存栏看生猪出栏已经企稳.....	28
图 43: 非食品消费品与 PPI 趋势高度相关.....	28
图 44: CPI 服务项与经济景气度契合.....	28
图 45: 基于三分法预测未来 CPI 趋势及节奏.....	29
图 46: 五年规划开局不会成为央行的束缚.....	29
图 47: 稳杠杆下 Shibor 利率仍有上涨压力.....	29
图 48: 稳杠杆下回购利率中枢会上升.....	30
图 49: 回购利率将主要在利率走廊上半部波动.....	30
图 50: 通胀可能是触发加息的重要信号.....	30
图 51: 通胀可能是触发加息的重要信号.....	30
图 52: 社融和名义经济增长将决定杠杆率.....	31
图 53: 2021 年社融变化预测路径.....	31
图 54: 今年危机应对的积极财政以减收（减税降费）为主、增支为辅.....	32
图 55: 2021 年大类资产配置策略.....	33
图 56: 各行业工业增加值恢复情况及产出缺口.....	33
图 57: 各板块股票涨幅与其产出缺口负相关.....	33
图 58: 美国经济的相对表现和美元指数.....	34
图 59: 欧元有效汇率大幅升值对经济复苏不利.....	34
图 60: 人民币汇率和美国对华加征关税.....	35
图 61: 有效汇率比人民币相对美元单边汇率更重要.....	35
表 1: 中国出口增速的结构性因素变化.....	6
表 2: 两种情形下对应的中国出口 2021 年增速在 7%-10%.....	12
表 3: 基建投资增速的三因素分解.....	14
表 4: 中国制造业投资增速的三因素分解.....	17
表 5: 中国居民消费支出增速的三因素分解.....	21
表 6: 2020 年中国房地产主要指标的增速预测.....	25
表 7: 布伦特原油期货价格和 LME 铜价格未来走势的不同情景假设.....	26
表 8: 2021 年广义财政赤字规模及赤字率展望.....	32
表 9: 2021 年中国宏观经济指标预测.....	35

英国前首相丘吉尔有一句名言：“永远不要浪费一次好的危机”。这句话在 2020 年的中国经济上无疑得到了最好的应验：得益于有效的疫情防控和政策支持，中国率先在疫情冲击下转危为机；2021 年则轮到海外经济了，当然能否应验，还取决于海外国家能否在疫苗推出的背景下走出疫情。

对中国而言，2021 年无论海外经济以何种程度复苏，其对于国内经济的影响都比以往相对有限了，这是因为我们已经在“十四五”规划的指引下开始构建“双循环”了。可见新冠疫情这场“好的危机”不仅给中国经济带来了深远影响，也给宏观研究增加了新的内涵。因此，我们认为丘吉尔的这句名言对宏观分析同样适用：展望十四五开局之年的中国经济，需要有新的视角，新的框架。

鉴于此，本文通过构建一系列新的框架来展望 2021 年的中国经济。在此，我们有必要看一下当前市场对于明年中国经济在预期上的分歧，如图 1 所示，当前市场对于 2021 年中国经济增长预期上的分歧为：出口>基建>制造业>消费>房地产，通胀预期上的分歧则是：PPI>CPI。因此，基于这些变量在预期分歧上的大小，我们依次展望其在 2021 年的表现，进而给出我们对于 2021 年货币政策和财政政策的展望，以及资产配置的建议。

图 1：市场对明年中国经济预期的分歧程度

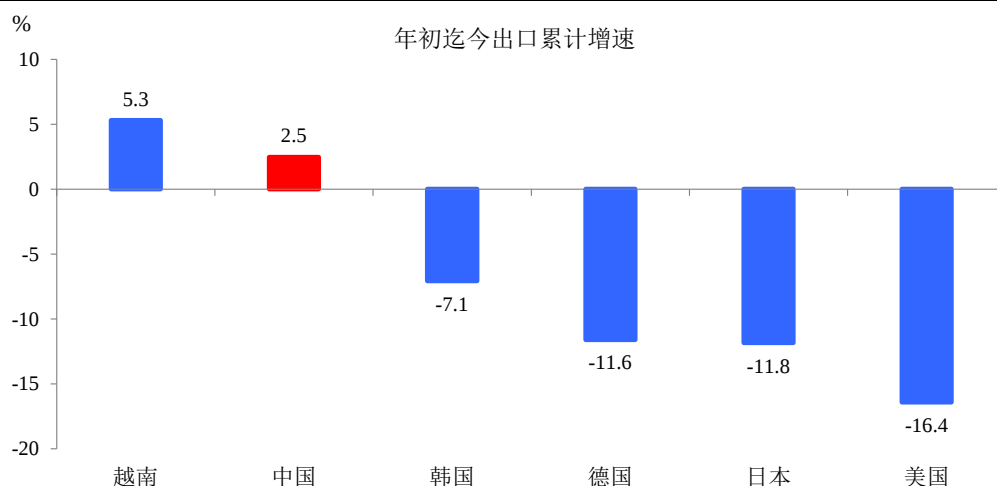


数据来源：Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所（分歧程度使用各变量市场预期值的变异系数来度量）

1. 出口：竿头日上

2020 年全球经济衰退、贸易萎缩背景下频超预期的中国出口令人印象深刻。迄今为止中国出口表现远超疫情爆发之初的预期，且在全球主要制造业大国中优势凸显（图 2）。当前市场对中国出口今年的强劲表现已经形成较为清楚的认知，但对 2021 年出口的判断仍存较大分歧。

图 2：各国 2020 年迄今出口累计增速



备注：疫情最严重的 4-8 月越南出口增速不及中国，其主要依靠第二阶段的海外需求释放拉动（参考后文详解）。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

本文采用如下新框架回顾 2020 年和展望 2021 年的中国出口，借鉴杜邦分析思想，将中国出口拆解为全球经济、全球出口强度及中国出口份额三个分项，即：

$$\text{中国出口} = \text{全球 GDP} \times \frac{\text{全球出口}}{\text{全球 GDP}} \times \frac{\text{中国出口}}{\text{全球出口}}$$

依据该式拆解近五年的中国出口，可以观察出口的结构因素变化。如表 1 所示，过去几年在全球经济稳定增长情况下，全球出口强度和中国出口份额主导了中国出口的变化。2020 年在全球经济和贸易均衰退情况下，中国出口实现正增长则完全由出口份额提升所贡献。

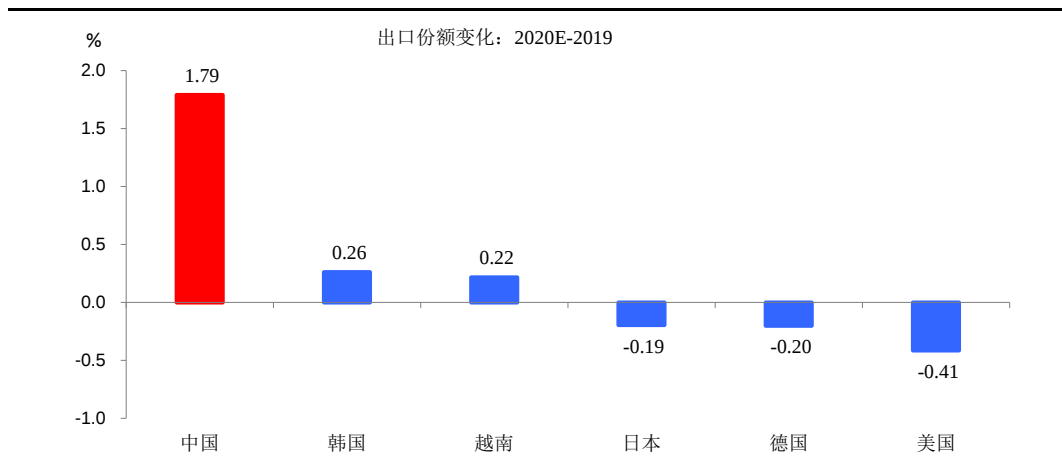
表 1：中国出口增速的结构因素变化

单位 (%)	2016	2017	2018	2019	2020E
全球 GDP 增速	2.59	3.26	3.04	2.48	-5.20
全球出口强度	20.28	21.72	23.23	22.10	21.17
Δ	-1.24	1.44	1.50	-1.13	-0.93
中国出口份额	13.28	12.95	12.92	13.32	15.10
Δ	-0.64	-0.32	-0.04	0.40	1.79
中国出口增速	-7.73	7.90	9.87	0.51	3.00

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

放眼全球，中国出口份额的提升一枝独秀。据最新彭博一致预测的 2020 年各国出口增速，今年美、日、德出口份额均有不同程度下滑（图 3）。在全球贸易萎缩背景下，一国出口负增长并不令人意外，但份额变化则体现了各国疫后出口竞争力的差距。

图 3：中国出口份额提升超过其他国家



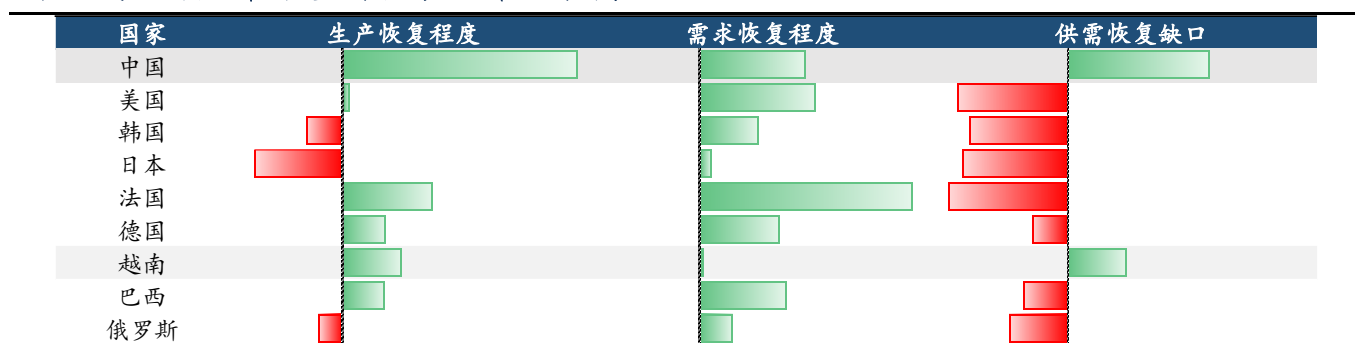
备注：2020 年中国出口增速按 3% 计算，其他国家采用彭博一致预测值

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

2020 中国出口依靠什么抢占份额？随着疫情演变，可以分两阶段对此进行理解。

第一阶段：全球供需缺口+防疫物资+产业链优势。（1）**全球供需缺口：**疫情爆发和应对的不同步导致全球供需错配，中国作为率先“爬坡”的国家较早实现了正的供需缺口，填补了其他国家负的供需缺口（图 4）。（2）**防疫物资：**疫情期间防疫物资主导中国出口，例如 6 月份中国出口增速 0.5%，但剔除防疫物资后出口仍是负增长，防疫物资对出口的拉动可见一斑。（3）**产业链优势：**中国的供应链完整度高于印度、越南等国，因此在全球化生产受阻情况下，完整的供应链支撑了国内生产体系的迅速修复。

图 4：截至 5 月，中国是全球供需缺口最大的国家



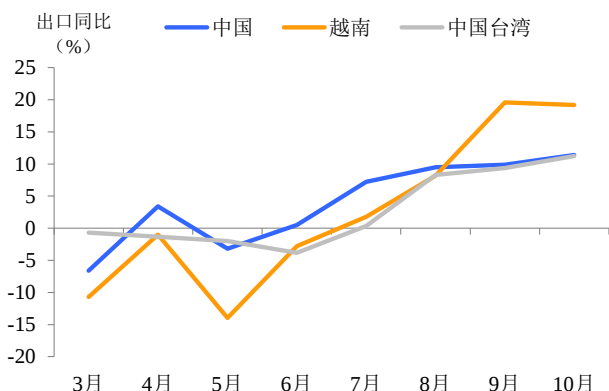
备注：生产、需求恢复程度分别指最新月度工业产值、零售销售同比与疫情以来受冲击最大月份同比之差，绿色表示差值为正，红色表示差值为负

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

第二阶段：海外经济复苏+产业链产品。随着海外经济复苏，传统外需回暖带动了中国、越南等地出口共振改善（越南年内出口增速超过中国也主要是受益于此阶段的利好）（图 5）。从结构上，疫后海外房地产市场火爆带动产业链下游产品（家具、灯具）

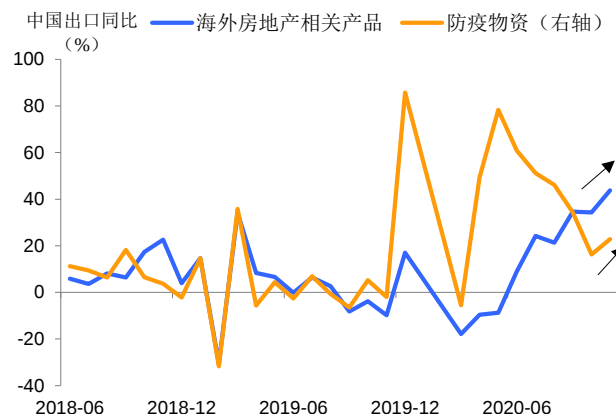
出口上升，对防疫物资出口增速的下滑形成补充（图 6）。

图 5：中国、越南、中国台湾出口同比均有大幅改善



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：海外房地产繁荣对中国出口形成支撑



数据来源：Wind，东吴证券研究所

展望 2021 年，除份额外，全球经济及出口强度的走势也很重要。

（一）全球经济增速：基数效应下的反弹

明年全球经济在低基数下的反弹已是共识，关键在于幅度。反弹幅度受疫情走势和疫苗推行进度的影响较大，如 IMF 在 4 月曾预计 2021 年全球经济增速 5.8%，但随着疫情和疫苗的情况演变，6 月下调预期至 5.4%，10 月再度下调至 5.2%。

11 月以来美、欧疫情再度恶化，同时疫苗取得实质性进展。因此我们考虑 2021 年全球经济有以下两种情形：（1）疫苗在全球范围接种后经济活动较好恢复；（2）疫苗推行进度不及预期，且接种后经济与当前相比边际改善不大。预计 2020&2021 年全球经济增速在第一种情形下分别为 -3.9%、5.2%，在第二种情形下分别为 -5.2%、4.4%。

（二）全球出口强度：国际贸易重回活跃

低基数下全球出口反弹亦是共识，关键是反弹幅度能否超过 GDP。全球出口强度实际上衡量的是全球供应链活跃度，全球化生产分工中商品库存、应收应付款项的存在决定了其高度依赖融资信贷，流动性环境越宽松，越有利于全球贸易活动的开展。

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_917

