



政策回归常态 创新行稳致远 — 2021 年国内宏观经济展望

2020 年 12 月 4 日

分析师:

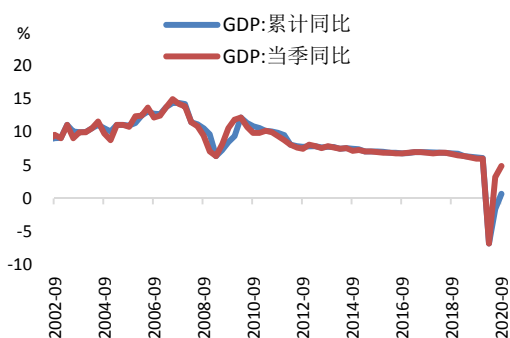
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

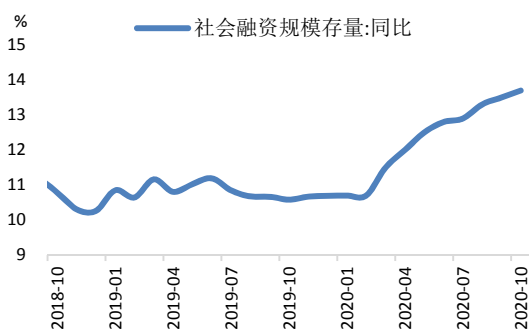
邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

GDPG



资料来源:Wind, 国开证券研究部

社融



资料来源:Wind, 国开证券研究部

相关报告

1. 《内困外患下的变与不变—2019 年国内宏观经济展望》
2. 《通胀总体温和 利润分配转移—2019 年通胀形势展望》
3. 《下行压力尚存, 积极信号累积—10 月宏观经济数据点评》
4. 《PMI 超季节性回升 持续性有待观察—11 月 PMI 数据点评》

内容提要:

疫情对 2020 年全球经济冲击严重。从 IMF 公布及预测的数据看, 如果 2020 年全球经济萎缩 4.4%, 将是近 40 年来首度负增长。为应对疫情, 各国迅速推出了大规模财政、货币和监管措施, 多国经济自二季度起陆续触底反弹, 2021 年将延续复苏态势。

国内经济率先走出低谷并修复上行。受疫情的影响, 一季度 GDP 同比减少 6.8%, 此后在疫情得到基本控制的情况下经济持续复苏。从供需层面看, 前期对经济支持力度最大的来自于供给端, 三季度起消费加速复苏, 供需缺口有所收敛。未来, 在地产投资可能高位回落、基建投资可能继续温和复苏的情况下, 经济驱动力转向制造业投资与消费复苏, 此外在海外经济回暖、需求上行的背景下出口可能还会继续有较好表现。预计今年四季度 GDP 同比增长 5.8% 左右, 全年增长 2.1%, 2021 年 GDP 继续上行至 9.1%。

改革开放以来, 中国经济取得巨大成就, 主要依赖于制度红利、人口红利、外贸红利、技术红利以及劳动者的辛勤劳动等。从中长期看, 上述红利均出现不同程度的衰减, 要素产出效率下降(人口老龄化等)引致潜在经济增速下行, 贸易(逆全球化与冷战思维)等不确定因素对中国经济产生重要影响。只要我们认清当前形势, 保持定力, 持续推进全面深化改革, 完善收入分配机制, 坚持科技创新, 相信中国必将转型成功、行稳致远, 最终迎来复兴的时代。

风险提示: 央行超预期调控, 食品价格超预期, 贸易摩擦升温, 金融市场波动加大, 经济下行压力增大, 国内外疫情超预期变化风险, 疫苗进展不及预期, 中美关系全面恶化风险, 国际经济形势急剧恶化, 海外黑天鹅事件等。

目录

一、疫情冲击下的全球经济触底反弹	5
1、疫情对全球经济冲击严重	5
2、刺激政策推动全球经济触底反弹	6
3、杠杆率大幅上升需重视	8
4、疫情反复对经济影响存在不确定性	9
5、政策或进入观望期	11
二、国内经济率先走出低谷	13
1、疫情对国内经济短期冲击严重但全年增长 2%无虞	13
2、内外需共振推动供给稳步改善	14
3、需求先抑后扬逐渐步入正轨	16
4、库存周期或显现结构性特征	26
5、杠杆率或稳中趋缓	29
6、2020 年宏观政策满而不溢，2021 年逐步回归常态化	32
三、2021 年是温和再通胀而非高通胀	38
1、2020 年 CPI 持续下行与 PPI 反弹乏力	39
2、2021 年 CPI 中枢下行与 PPI 中枢上行	42
四、以创新促转型方能行稳致远	43
1、潜在增速下行影响中长期经济增速	43
2、通过科技创新完成制造业大国向强国的转变	44
3、构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局	48
四、2021 年主要经济数据预测	51

图表目录

图 1: IMF 预计 2020 年全球 GDP 萎缩 4.4%	5
图 2: 2020 年大概率是全球经济近 40 年首度负增长	5
图 3: 二季度发达经济体 GDP 大幅下挫	5
图 4: 新兴经济体 GDP 大幅下行	5
图 5: 全球 PMI 自 5 月起大幅反弹	7
图 6: 美国与日本三季度 GDP 环比大幅扩张	7
图 7: 3 月至今美联储资产负债表扩张 73%	8
图 8: 3 月至今欧洲央行资产负债表扩张 46%	8
图 9: 3 月至今日本央行资产负债表扩张 19%	8
图 10: 中国央行审慎扩表	8
图 11: 全球杠杆率再度大幅上升	9
图 12: 一季度主要经济体中中国杠杆率上升较快	9
图 13: 海外疫情新增确诊病例仍在高位	10

图 14: 11 月美国疫情第三波加速扩散.....	10
图 15: 欧洲五国新增确诊病例高位回落	10
图 16: 新兴市场部分国家新增确诊病例高位回落	10
图 17: 5 月至今新冠肺炎死亡率高位回落	11
图 18: OECD 领先指数向正常时期水平收敛.....	11
图 19: 美欧消费者信心指数再度回落	12
图 20: 大规模刺激下的美国经济离常态时期仍有差距	12
图 21: 今年 GDP 逐季修复上行	14
图 22: 制造业 PMI 稳步向上	14
图 23: 工业增加值稳步改善	15
图 24: 供需缺口持续收敛有助于供给端走稳	15
图 25: 出口超预期对工业生产起到一定支撑作用	15
图 26: 今年 7-11 月高炉开工率持续超过去年同期	15
图 27: 今年投资成为经济增长的主要动力	16
图 28: 固定资产投资累计增速于 9 月转正	17
图 29: 房地产投资与基建投资恢复较好	17
图 30: 基建投资转正后平缓向上	18
图 31: 年末 PPP 项目落地率或同比提升 2 个百分点.....	18
图 32: 房地产投资率先恢复到疫情前水平	19
图 33: 商品房销售热度尚存	19
图 34: 融资制约下开发商加快开工进度	19
图 35: 土地购置面积累计增速已连续 20 个月为负	19
图 36: 制造业投资持续修复但全年仍负增长	21
图 37: 民间固定资产投资累计增速即将转正	21
图 38: 高技术制造业统领整体制造业投资增速	21
图 39: 企业利润逐步恢复有利于扩大制造业投资	21
图 40: 下半年消费复苏有所加快	22
图 41: 疫情冲击下的必选消费保持坚挺	22
图 42: 部分类别商品销售累计增速仍然为负	23
图 43: 餐饮收入同比增速已于 10 月转正	23
图 44: 新能源汽车销售大幅反弹	23
图 45: 5G 时代换机潮已经到来.....	23
图 46: 限额以上消费恢复情况好于限额以下及整体	24
图 47: SUV 销售复苏好于狭义乘用车整体	24
图 48: 多重因素推动今年出口超预期增长	26
图 49: 抗疫相关物资出口增速与占比高位回落	26
图 50: 人民币汇率走强对出口有一定冲击	26
图 51: 今年以来中国对欧日出口占比有所提升	26
图 52: 2000 年以来国内大约经历了 6 个相对完整的库存周期	27
图 53: 库存周期与 PPI 走势大致吻合	28
图 54: 整体制造业库存水平不低	28
图 55: PMI 产成品库存低位徘徊	28
图 56: 小型企业库存去化好于大中型企业	28

图 57: 近期钢铁库存去化较为明显	28
图 58: 部分消费品行业产成品存货低位徘徊	28
图 59: 部分中上游行业产成品存货低位徘徊	29
图 60: 汽车库存水平中等仍有一定上行空间	29
图 61: 部分战略新兴行业库存水平不低	29
图 62: 设备制造业库存处于中等水平	29
图 63: 为对冲疫情影响实体杠杆率大幅上升	30
图 64: 一季度非金融企业杠杆率再创历史新高	30
图 65: 政府部门杠杆率加快上升	31
图 66: 居民部门连续 35 个季度加杠杆	31
图 67: 工业企业资产负债率回落	32
图 68: 民企产业债信用利率仍在高位	32
图 69: 2020 年前 11 个月违约情况已超 2019 年全年	32
图 70: 经济发达地区债券违约只数与规模上升	32
图 71: 二季度后 R007 趋于上行	33
图 72: 二季度后 DR007 震荡上行	33
图 73: 6-11 月 DR007 均值趋于上行	34
图 74: 9 月后 R007-DR007 的波动性加大	34
图 75: 9-11 月 MLF 操作放量对比 4-8 月缩量	35
图 76: 今年以来公开市场操作总体处于平衡状态	35
图 77: 下半年有 3.2 万亿或更多 MLF 需要适度对冲	36
图 78: 今年全年 PSL 净回笼近 3000 亿元	36
图 79: 财政收支矛盾在今年体现的尤为突出	37
图 80: 今年财政刚性支出增加较快	37
图 81: 今年赤字率将超过 3.6%	38
图 82: 上半年专项债发行节奏加快	38
图 83: 今年 CPI 大幅回落	39
图 84: 猪肉价格同比涨幅大降减弱了对 CPI 的支撑	39
图 85: 今年以来核心 CPI 较弱	40
图 86: 剔除肉类的 CPI 同比增速有所企稳	40
图 87: CPI 中的食品价格超季节性大幅上涨	41
图 88: 美元走弱助推大宗商品价格修复	41
图 89: 今年大宗商品价格复苏一波三折	41
图 90: 大宗商品价格同比增速或继续修复	41
图 91: 2021 年 CPI 或前低后高	43
图 92: 2021 年 PPI 高点或在二季度	43
图 93: 2019 年新出生人口数量持续接近历史最低水平	44
图 94: 2016 年后人口净增量持续下降	44
图 95: 中国制造业规模在过去 15 年中增长 4 倍多	45
图 96: 中国工业增加值占全球比重已经达到 24%	45
图 97: 中国制造业占 GDP 比重自 2011 年后持续下降	45
图 98: 中国工业生产大规模数量扩张时期已经过去	45
图 99: 中国高校毛入学率已经超过 50%	46

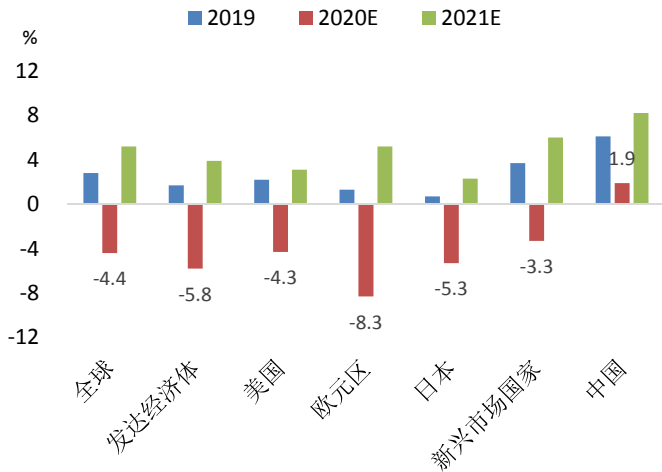
图 100: 中国人口质量红利将持续释放	46
图 101: 国内技术中坚力量日趋厚实	46
图 102: 国内重视科研经费投入 (R&D 占 GDP 比重)	46
图 103: 中国数字经济规模已经是全球第二	48
图 104: 中国数字经济发展后起直上	48
图 105: 中国数字经济规模 14 年间增长 13 倍	48
图 106: 2013-2016 年中国大数据规模增速超过全球	48
图 107: 中国出口增长中枢逐步下移	50
图 108: 全球贸易增长中枢下移	50
图 109: 中国外贸依存度高位回落	50
图 110: 我国住户部门收入占比低于 2004 年前	50
图 111: 2003-2019 年中美基尼系数对比	50
图 112: 中国高净值 (>1000 万) 人群数量快速增长	50
 表 1: IMF 与世界银行对 2020-2021 年全球经济展望 (单位: %)	6
表 2: 房企融资的“三道红线”	19
表 3: 2020 年前三季度度实体部门杠杆率变化情况 (单位: %)	30
表 4: 今年大宗商品价格均值变化 (单位: %)	41
表 5: 2019 年国内主要经济指标预测	51

一、疫情冲击下的全球经济触底反弹

1、疫情对全球经济冲击严重

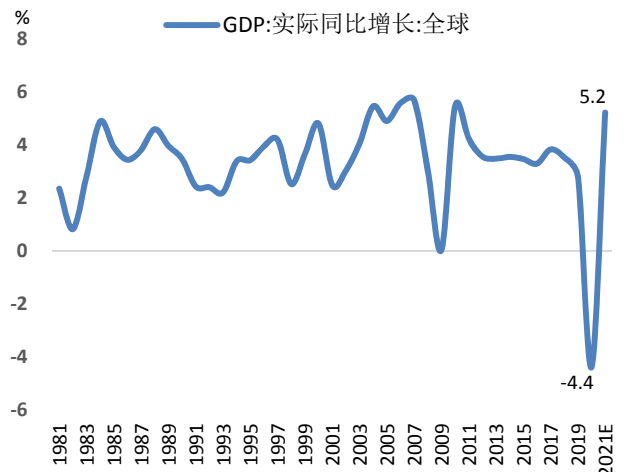
今年年初突如其来的疫情对全球经济冲击严重。从 IMF 公布及预测的数据看，如果 2020 年全球经济萎缩 4.4%，将是近 40 年来首度负增长。

图 1: IMF 预计 2020 年全球 GDP 萎缩 4.4%



资料来源: IMF, 国开证券研究部

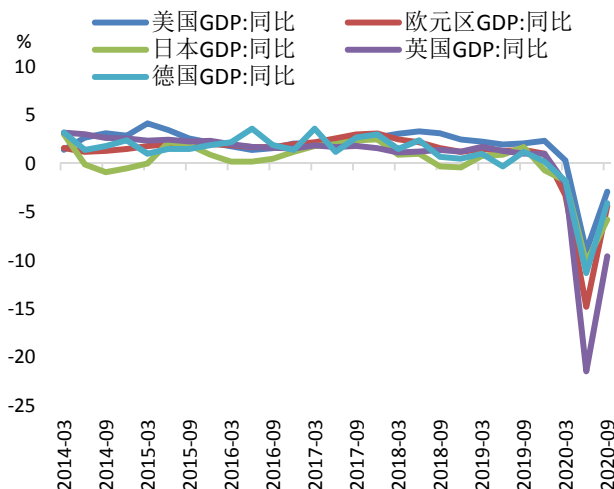
图 2: 2020 年大概率是全球经济近 40 年首度负增长



资料来源: IMF, 国开证券研究部

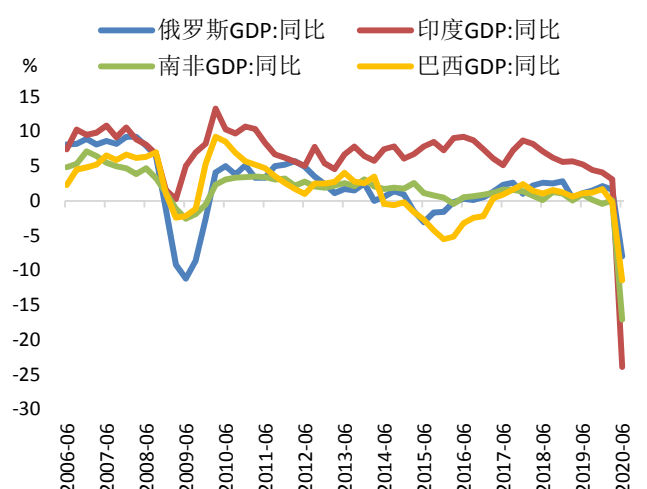
从今年前三季度主要国家 GDP 同比增速看，中国一季度大幅负增长，二季度转正，三季度继续上行；美欧日等发达经济体均在二季度出现大幅下挫，其中除美国一季度勉强保住正增长（0.3%）外，其他国家前三季度均为负增长；新兴经济体一季度多数为正增长，但二季度普遍大幅下滑 10 个百分点以上。

图 3: 二季度发达经济体 GDP 大幅下挫



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 4: 新兴经济体 GDP 大幅下行



资料来源: Wind, 国开证券研究部

对此，主要国际机构均预计今年全球 GDP 负增长。其中，世界银行在 6 月的《全球经济展望》中预测全球 GDP 萎缩 5.2%，并指出“新冠肺炎引发了数十年来程度最深的全球衰退，虽然最终结果尚不确定，但全球大流行将会导致大多数新兴市场及发展中经济体出现经济收缩，还将对劳动生产率和潜在产出造成持久损害”。经合组织（OECD）在 6 月的《世界经济在走钢丝》报告中指出，世界经济处于高度不确定中，存在两种可能情形，一是 2020 年底之前疫情得到控制，避免第二波爆发；二是 2020 年底疫情再次爆发，导致第二次封锁。在第一种情形下，报告预测 2020 年全球经济下滑 6%，OECD 国家经济下滑 7.5%；在第二种情形下，2020 年全球经济下滑 7.6%，OECD 国家经济下滑 9.3%。IMF 则分别在 4 月、6 月、10 月预计今年全球 GDP 增速为-3%、-5.2%、-4.4%，其在 10 月最新《世界经济展望》中表示与 6 月预测相比全球经济衰退程度有所缓和，是因为大型发达经济体第二季度的 GDP 负增长程度不如预期严重，中国经济复苏的力度强于预期，且有迹象显示全球三季度复苏步伐有所加快。

表 1: IMF 与世界银行对 2020-2021 年全球经济展望（单位：%）

经济体	IMF			世界银行		
	2019	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
全球	2.8	-4.4	5.2	2.4	-5.2	4.2
发达经济体	1.7	-5.8	3.9	1.6	-7	3.9
美国	2.2	-4.3	3.1	2.3	-6.1	4
欧元区	1.3	-8.3	5.2	1.2	-9.1	4.5
日本	0.7	-5.3	2.3	0.7	-6.1	2.5
新兴经济体	3.7	-3.3	6	3.5	-2.5	4.6
中国	6.1	1.9	8.2	6.1	1	6.9

资料来源：IMF，世界银行，国开证券研究部

注：世界银行最新《全球经济展望》发表于今年 6 月，所以 2019 年仍为预测数据。

2、刺激政策推动全球经济触底反弹

为应对疫情，各国迅速推出了空前的大规模财政、货币和监管措施，在维持家庭的可支配收入、保障企业的现金流、支持信贷供给方面发挥重要作用。

美国方面，3 月美联储连续 2 次降息共计 150bp，最终将联邦基金利率目标区间下调至 0-0.25%。3 月，特朗普签署了 2.2 万亿美元的《新冠病毒援助、救济和经济安全法案》（CARES 法案），为美国企业、个人和家庭制定了多项税收救济与税收优惠措施，其中包括扩大失业救济、向小企业

提供贷款、直接向每人发放 1200 美元的支票等。

欧洲方面，欧洲央行宣布了一项新的应对疫情紧急采购计划，该计划将安排 7500 亿欧元（约合 5.78 万亿元人民币）来购买私人 and 公共部门的证券，以支持欧洲经济。6 月，欧洲央行将紧急抗疫购债计划（PEPP）规模进一步扩大 6000 亿欧元，10 月表示针对紧急抗疫购债计划至少延长至 2022 年年底前，紧急抗疫购债计划总量已经达到 1.35 万亿欧元，量化宽松政策将持续到利率上升前不久。

日本方面，内阁会议 4 月通过史上最大规模经济刺激计划，总额达 108 万亿日元（约合人民币 7 万亿元）。此外，日本央行还将重点放在购买更多的 ETF 上，将年度购买目标增加 6 万亿日元，总规模达 12 万亿日元。

与此同时，其他国家亦纷纷采取宽松政策对冲经济下行。其中，巴西央行连续数次降息合计达到 250 个基点至 2%，其自去年 7 月以来连续 9 次降息，利率水平再创 1999 年以来新低；虽然印度 CPI 冲高至 7% 左右，但其央行连续下调基准回购利率 115 个基点至 4%，创 2009 年以来最低；俄罗斯央行连续 4 次下降关键利率 200 个基点至 4.25%。

正是在大规模刺激政策的推动下，多国经济自二季度起陆续触底反弹。从领先的 PMI 指数看，摩根大通全球综合 PMI、制造业 PMI、服务业 PMI 自 5 月后全线大幅反弹，7-10 月连续 4 个月保持在 50.5% 之上。从国别 PMI 走势看，发达经济体中美欧恢复较好，日本尚未恢复到疫情水平；主要新兴市场经济体中，中国、印度、巴西、南非恢复较好。多国经济自二季度起陆续触底反弹，特别是巴西，其 8-10 月制造业 PMI 均值高达 65.4%，远超疫情前 10 个百分点以上，俄罗斯则弱于疫情前水平。

图 5：全球 PMI 自 5 月起大幅反弹

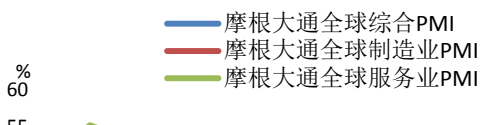
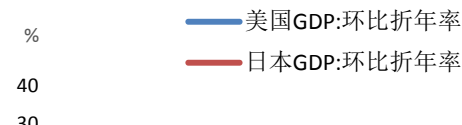


图 6：美国与日本三季度 GDP 环比大幅扩张



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_939

