

宏观 2021 年度报告

料峭春来

相关研究报告

《宏观动态跟踪报告*货币政策如何正常化？——兼评2020年三季度货币政策执行报告》
2020-11-27
《宏观深度报告*疫情下的中国经济和资产配置》 2020-11-19
《国内宏观点评*财政政策也在正常化么？》
2020-11-11
《宏观深度报告*人民币汇率是否进入了升值通道？》 2020-11-03
《宏观深度报告*央行降息的边界》
2020-10-22

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
(首席经济学家) S1060520090001

ZHONGZHENGSHENG934
@PINGAN.COM.CN

研究助理

张璐 一般从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@PINGAN.COM.CN

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



一、2021 年：风景不再独好

展望 2021 年，预计随着新冠疫苗的推出和推广，中国经济在全球“一枝独秀”的程度面临弱化。这体现了中国宏观政策的拿捏有度，也是全球经济复苏节奏的差异所致。这会带来大类资产配置方向的转变，需要前瞻预判利率由熊转牛“转折点”，以及人民币汇率波动加大（尤其向下波动）的新常态。考虑到逆周期政策过早退出可能会对实体经济造成意外冲击，2021 年中国货币和财政政策仍需保持一定力度，正常化需适时审慎推进。

前瞻“十四五”，中国经济要想更多转换成内生增长性复苏，促进更高水平的“双循环”，最关键是要充分释放资源重新配置的效应，发挥好经济转型、空间布局、对内开放、对外开放四个方面的红利。如此，我们相信未来中国经济能够行稳致远、更具韧性、更富质量！

二、中国经济：料峭春来

2021 年伴随新冠疫苗推出、推广，全球经济可能逐渐扫去疫情的阴霾，走向更全面的复苏。中国在 2020 年率先成功遏制疫情、并实现强劲复苏后，经济复苏的动能开始面临转弱。上半年中国经济数据将在很大程度上受到低基数扰动，下半年则将相对真实地展现向潜在增速的回归。全年预计不会出现明显的通胀压力，但二季度物价升高可能对货币政策操作节奏和资本市场情绪造成扰动。

三、政策展望：审慎回归

2021 年企业还本付息压力增大，会自然导致信用环境收缩，如果叠加社融增速显著下滑，则实体经济将会面临较大的信用紧缩压力。因此，货币政策节奏的精准把握，对于稳定和引导市场预期颇显重要。特别是，如果明年财政政策大概率收紧，货币政策更可能维稳，甚至在经济动能衰减时候会“率先出手”边际放松。历史上，双紧政策对经济的杀伤还是很强的，在经济修复基础还不牢靠的情况下，更是如此。

四、资产展望：转折波动

从债券利率与名义 GDP 的关系和以往信用周期的经验来看，中国债市调整尚未结束。2021 上半年 10 年国债利率可能上行至 3.5% 左右，收益率曲线趋于陡峭。下半年随着名义 GDP 回落和信用收缩的影响凸显，债市才具备熊转牛的条件。

2020 年人民币汇率急速大幅升值，是多重因素合力共振的结果。我们认为，这些因素很难持续共振。尤其是，从疫苗推广的时间线和全球经济复苏的节奏来看，上半年有可能出现美国经济相对“一枝独秀”的阶段（尤其是相对于可能面临“二次衰退”风险的欧洲来说），在 2020 年美元已经大幅下跌之后，可能会看到阶段性的回升。因此，2021 年需要注意人民币汇率波动加大的风险，美元兑人民币汇率的波动区间或在 6.3-6.9 之间。

简言之，我们期待利率的转折（熊转牛），以及汇率的波动（新常态）。

正文目录

一、2021 年：风景不再独好	6
1.1 2020 中美经济表现的“镜像”	6
1.2 2021 年美国经济的势能或将强于中国	8
1.3 十四五时期中国经济的韧性何在？	10
二、中国经济：料峭春来	13
2.1 贸易顺差趋于收窄	13
2.2 制造业资本开支周期有望启动	16
2.3 房地产投资下行中仍有一定韧性	18
2.4 关注消费刺激政策的效果	20
2.5 物价温和回升	21
三、政策展望：审慎回归	25
3.1 货币政策如何正常化？	25
3.2 财政政策的“堵点”	29
四、资产展望：转折波动	35
4.1 债券：熊转牛或在下半年	35
4.2 人民币：注意高波动风险	37

图表目录

图表 1	美国商品消费快速回升	6
图表 2	中国资本形成快速回升	6
图表 3	美国商品供给大幅落后于需求	7
图表 4	中国商品供给大幅领先于需求	7
图表 5	美国人均可支配收入迅速蹿升	7
图表 6	美国房地产销售回到金融危机以来高点	7
图表 7	美国零售商库存过低	8
图表 8	中国工业库存已经不低	8
图表 9	中美物价表现呈现分化	8
图表 10	中国工业品价格显著弱于海外	8
图表 11	在美联储的强大后盾下，美债实际利率显著为负	9
图表 12	三季度城镇居民储蓄倾向依然处于高位	9
图表 13	2020 年中国财政、货币扩张较为克制	9
图表 14	2016 年以来，中国第三产业全要素生产率增速也逐步回升	10
图表 15	美国和日本城镇化第二阶段都依赖于大城市群的发展	11
图表 16	中国上市企业投资回报率处于低位	11
图表 17	中国企业在美 IPO 数量（2020/8/25 年化值）	12
图表 18	2020 年外资配置中国债券规模大幅增加	12
图表 19	2021 年中国主要经济指标预测	13
图表 20	2020 年中国外贸呈现“出口带动进口”的节奏	14
图表 21	美欧日从中国进口的比例均创历史新高	14
图表 22	2020 年中国的供应链优势凸显	14
图表 23	美国耐用品库存处于较低水平	15
图表 24	2020 年中国进口的行业分化非常突出	16
图表 25	制造业处于新一轮产能周期的起点	17
图表 26	制造业投资有拐点意义上的滞后性	17
图表 27	2020 年装备制造业和食品饮料业利润增长较快	17
图表 28	中国民营企业出口增长“一枝独秀”	18
图表 29	经济政策不确定性过高会影响制造业投资意愿	18
图表 30	2020 年房地产投资仍受土地购置支撑	19
图表 31	2021 年土地购置费增速或较今年小幅下降	19
图表 32	房地产开发资金来源更加依赖应付工程款和自筹资金	19
图表 33	2018 年以来房屋竣工面积持续负增长	20
图表 34	2021 年房地产竣工面积增速有望上行转正	20

图表 35	商品零售增速回升放缓，且仍显著弱于疫情前	20
图表 36	失业率仍处于近年来季节性高点的位置	20
图表 37	2021 年中国消费结构呈现鲜明分化	21
图表 38	2020 年 CPI 主要受食品烟酒支撑	22
图表 39	CPI 的核心变量归结为猪价和油价	22
图表 40	石化产业链价格下挫是 PPI 的最大拖累因素	23
图表 41	2020 年能化与金属价格产生巨大分化	23
图表 42	随着生猪出栏增加，猪价还有较大下行空间	23
图表 43	PPI 与原油价格高度相关	24
图表 44	2021 年 CPI 预测值	24
图表 45	2021 年 PPI 预测值	24
图表 46	2020 年货币政策从前瞻调整转向相机调整	25
图表 47	流动性回归紧平衡并再现分层	26
图表 48	10 月结构性存款压降接近完成目标	26
图表 49	2020 年以来贷款向制造业和小微企业倾斜	27
图表 50	2020 年以来一般贷款利率下行显著	27
图表 51	2021 年宏观杠杆率上行势必放缓	28
图表 52	2021 年社融增速走势预测	28
图表 53	信用扩张领先企业财务费用扩张 1 年，需要警惕明年信用环境紧缩	28
图表 54	2020 年广义财政支出增速相比前三年有所下降	30
图表 55	广义财政累计赤字使用进度偏慢	30
图表 56	近年来专项债支持基建相关政策力度较大	30
图表 57	多数省份专项债用作项目资本金的比例不达上限	31
图表 58	交通基建相关领域专项债用于项目资本金比例偏低	31
图表 59	2020 年 5 月、8 月、10 月财政存款均超季节性增长	32
图表 60	2019 年专项债使用大量集中在棚改、土储领域	32
图表 61	2020 年 7 月开始专项债发行中棚改比例大幅提升	33
图表 62	今年基建投资主要受电热水行业支撑	33
图表 63	今年地方财政支出明显偏向六保目标	33
图表 64	2020 年 6-8 月降水量显著高于往年	34
图表 65	2020 年 6-8 月水泥指数大幅下滑	34
图表 66	2021 上半年名义 GDP 增速面临上行，债市仍将承压	35
图表 67	债券“熊”“转”“牛”往往出现在信用周期的中后段	36
图表 68	本轮债市对流动性收敛的调整已先行完成	36
图表 69	截至 11 月下旬，股债收益比已处于五年来 25% 分位数以下	37
图表 70	2018 年 6 月以来，中美博弈是主导人民币汇率的核心变量	37
图表 71	目前人民币汇率已经比较充分地反映了中美博弈局势的缓和	38

图表 72	2020 年经常项目顺差大增受疫情驱动.....	38
图表 73	证券投资对国际收支的贡献有所增强.....	38
图表 74	本轮美元大周期与欧元国际地位起落相联系.....	39
图表 75	美元指数取决于美国经济“一枝独秀”的程度.....	39
图表 76	2015 年“811”汇改以来，美元兑人民币汇率与美元指数的波动有很强相关性.....	39

一、2021 年：风景不再独好

2020 年，突如其来的新冠疫情，让中国经济和中国人民都经历了一次刻骨铭心的“压力测试”。众志成城、果断出拳、精准施策之下，中国疫情“先进先出”、中国经济“一枝独秀”、中国制造“兀自岿然”，我们在料峭寒意中守得“春”来！

展望 2021 年，预计随着新冠疫苗的推出和推广，中国经济在全球“一枝独秀”的程度面临弱化。这体现了中国宏观政策的拿捏有度，也是全球经济复苏节奏的差异所致。这会带来大类资产配置方向的转变，需要前瞻预判利率由熊转牛“转折点”，以及人民币汇率波动加大（尤其向下波动）的新常态。考虑到逆周期政策过早退出可能会对实体经济造成意外冲击，2021 年中国货币和财政政策仍需保持一定力度，正常化需适时审慎推进。

前瞻“十四五”，中国经济要想更多转换成内生增长性复苏，促进更高水平的“双循环”，最关键是要充分释放资源重新配置的效应，发挥好经济转型、空间布局、对内开放、对外开放四个方面的红利。如此，我们相信未来中国经济能够行稳致远、更具韧性、更富质量！

1.1 2020 中美经济表现的“镜像”

疫情冲击下，中美经济的结构表现大相径庭。今年以来，美国经济的拖累因素集中在服务消费，三季度服务消费对 GDP 同比的拉动为-3.3 个百分点，而商品消费对 GDP 同比的拉动达到 1.8 个百分点，显著超过疫情前水平。这与 2008 年全球金融危机主要导致私人投资大幅下挫有很大的不同（图表 1）。中国经济的拖累因素也集中在消费（特别是服务消费）领域，三季度最终消费支出对 GDP 同比的拉动仅为 1.7 个百分点，仍显著低于疫情前水平，但资本形成和出口对 GDP 同比的拉动均回到或高于疫情之前，对经济复苏产生了有力的带动（图表 2）。

图表1 美国商品消费快速回升



资料来源:wind, 平安证券研究所

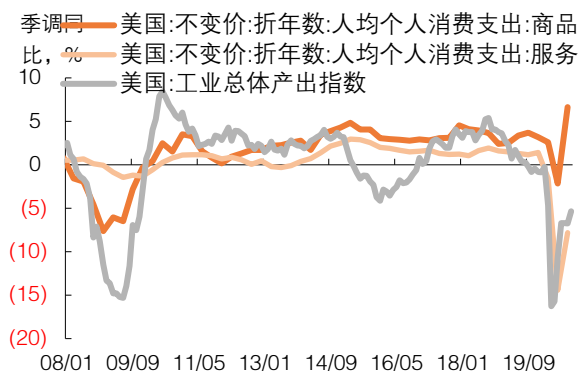
图表2 中国资本形成快速回升



资料来源:wind, 平安证券研究所

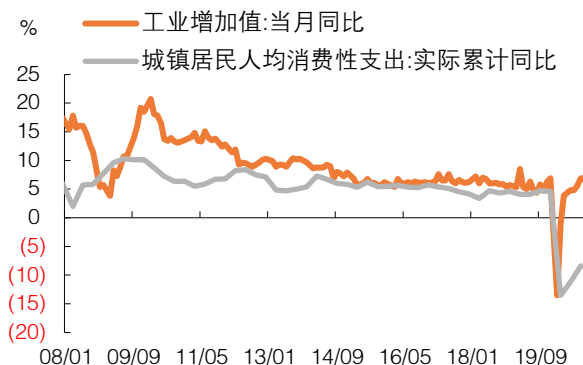
中美由于疫情应对政策的重点不同，而形成了“美国消费、中国生产”的互补格局。由于疫情持续扩散，美国复工复产持续受阻，工业产出回升极为有限，截至 10 月工业产出指数同比仍为-5.3%。与之对照，三季度人均商品消费支出同比达到 6.6%（图表 3）。中国虽然疫情得到了控制，复工复产快速推进，但居民消费支出回升仍然缓慢，三季度城镇居民人均消费性支出累计同比仅为-8.4%，而 9 月工业增加值当月同比已达 6.9%（图表 4）。这是因为在政策应对上，美国侧重于“补居民、保需求”，中国侧重于“补企业、保供给”。

图表3 美国商品供给大幅落后于需求



资料来源:wind, 平安证券研究所

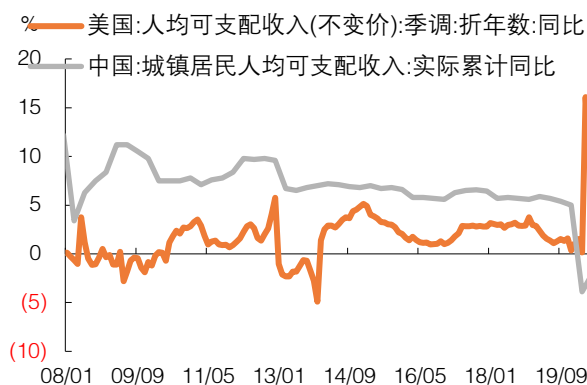
图表4 中国商品供给大幅领先于需求



资料来源:wind, 平安证券研究所

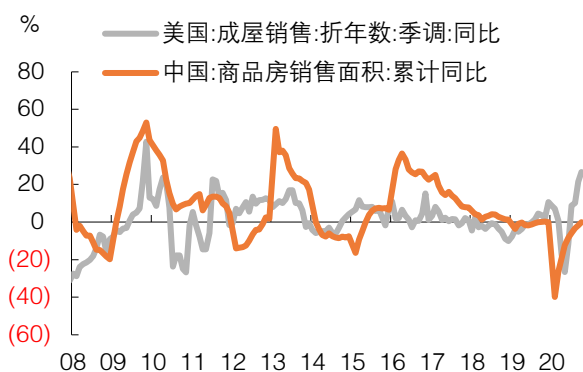
美国房地产市场景气度大幅提升，而中国秉持“房住不炒”，房地产融资监管政策进一步升级。美国尽管深陷疫情，但居民人均可支配收入却出现了超高增长，4月同比增速一度高达16.1%，为美国商品消费的稳定提供了坚实后盾（图表5）。在低利率、高收入增长的情况下，2020年美国房地产销售增速大幅攀升，截至10月已达到26.6%，触及2008年金融危机以来高位。这对美国的房地产投资及相关产业链都将具有显著带动作用。而中国坚持“房住不炒”，房地产销售累计同比仅恢复到0%附近（图表6）。

图表5 美国人均可支配收入迅速攀升



资料来源:wind, 平安证券研究所

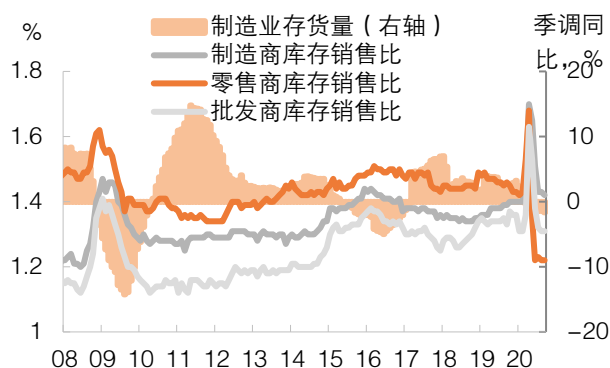
图表6 美国房地产销售回到金融危机以来高点



资料来源:wind, 平安证券研究所

美国积蓄着“补库存”的后劲，而中国进一步补库存的空间已经不大。目前，美国零售商已出现库存过低的情况，可能逐步向批发商、制造商库存传导（图表7）。这意味着一旦美国疫情好转，美国经济将存在补库存的内生动力。中国工业库存在复工复产初期便已快速累积，目前产成品存货增速趋于回落。从2008年以来库存周期高点渐次回落的趋势来看，2021年中国进一步补库存的空间已经不大（图表8）。

图表7 美国零售商库存过低



资料来源:wind, 平安证券研究所

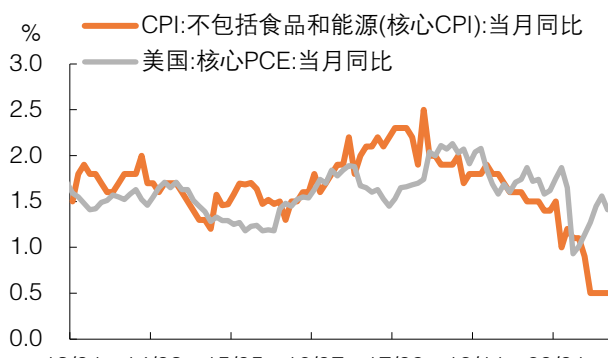
图表8 中国工业库存已经不低



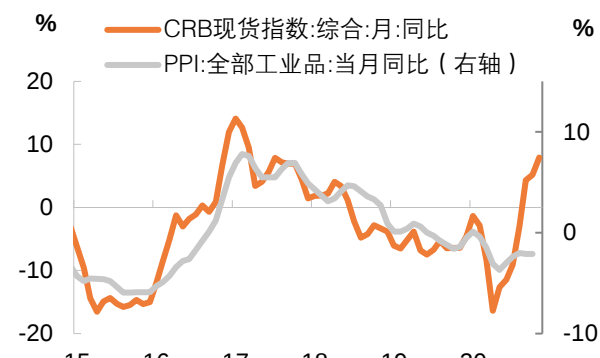
资料来源:wind, 平安证券研究所

美国积累了相对更强的通胀压力。中国由于复工复产推进远快于居民消费回升,因而总体呈现出“供给>需求”的局面,这对物价水平是个很强的压制。截至10月,中国核心CPI同比仅为0.5%,PPI同比仅为-2.1%,均保持低迷。相反,美国呈现的是“需求>供给”的局面。截至10月,其核心PCE同比已回升到1.4%(图表9)。尤其是,随着疫情在主要资源国的蔓延,多种大宗商品的供给受到了比需求更强的影响,目前国际大宗商品价格已反弹超过了疫情之前的水平(图表10)。美国在今年超高的M2增长之后,也可能面临更强的通胀上行压力。

图表9 中美物价表现呈现分化



图表10 中国工业品价格显著弱于海外



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_1024

