

日期：2020 年 11 月 19 日



分析师： 陈彦利
Tel: 021-53686170
Email: chenyanli@shzq.com
SAC 证书编号：S0870517070002

报告编号：

相关报告：

重启与新生

——2021 年宏观经济展望

■ 主要观点：

2020 年是混乱衰退的一年。全球共同经历了新冠病毒的肆虐，而经济的重启与新生则成为了发展的主脉络，而且也将在 2021 年延续。但值得庆幸的是疫苗的研究取得了重大进展，对于当前反复爆发的疫情，疫苗是战胜它的根本武器。如果疫苗能在 2021 年顺利面世，并逐步开始接种的话，全球经济复苏的进度将被加快，但疫苗的接种进程也将意味着各国经济表现的差异化将更加明显。美国方面，2020 最大的悬念美国大选尘埃落地，再生变数的可能性较小。而拜登上台后或将积极抗疫，并且积极推动新一轮财政刺激计划，包括加大对新能源和传统基建的投资。货币政策方面，宽松当前还难以退出。但鉴于美国疫情的严峻形势，即使疫苗普及下疫情出清仍有个过程，美国经济的复苏或仍受到疫情的影响。值得注意的是，拜登的上台并不意味着中美的摩擦就会消失。拜登也曾表示中国是美国目前的最大的竞争对手，与特朗普的“美国优先”的原则不同，拜登反对逆全球化，表示会积极修复与传统盟友间的关系，联合盟友共同对中国施压。因此，即使中美间贸易发展较特朗普时期缓和，但对两国间投资交往仍将设诸多限制，并在两国科技竞争方面，或有新举措。我们仍然要保持危机意识，做好自己的事，加快形成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。

而中国是疫情防控最好的国家，也是恢复最快的国家。2021 年仍然是经济延续复苏的一年，并且由于基数的原因，经济增长走势会呈现出前高后低，全年的平均增速也将高于 2020 年。出口来看，海内外疫情的变化，使得中国全球制造中心的地位更加突出，并且随着海外经济的复苏，尤其疫苗方面的良好进展，出口强劲态势仍有望维持。投资方面，我们一直认为投资是中国经济第一增长动力，其增长前景如何，将直接决定中国经济增速变化。2021 年财政政策或较 2020 年边际趋降，但在基数效应下，基建仍能维持稳定。房地产投资虽然恢复最快，但仍有进一步的回升的空间。调控升级背景下，房企更倾向于赶工促销回款，也有望支撑房地产投资的稳中偏升。而制造业投资是此轮恢复中表现最慢，也意味着制造业投资上升的空间最大。货币政策将更倾向于结构化，引导金融机构加大对制造业和小微企业的贷款支持，企业中长期贷款持续增加，制造业投资或有望持续修复。消费方面，随着经济的持续复苏，居民收入的回升以及各种促进消费的政策措施下，消费仍然有望维持平稳回升。

总体而言，经济运行从扰动模式恢复为正常平稳模式。中国经济已进入了后疫情时代，结构调整和解决增长中的升级问题成为经济发展核心，培育新的经济增长点成为经济运行重点，各方面经济活动正处恢复反弹中，预计经济运行热度仍将逐渐上升，后续增长的态势也更趋明了。

风险提示：疫情再度失控，疫苗面世或是接种慢于预期

目 录

一、2020 年全球经济、金融形势.....	4
1. 2020 年世界经济形势回顾	4
2. 2021 年国际经济形势展望	10
二、中国经济、金融形势分析.....	11
1. 经济恢复态势良好	11
2. 价格加速回落	15
3. 特殊时期政策逐步退出	16
三、2021 年货币展望.....	17
1. 货币环境将回归中性	17
2. 货币效应转向积极	19
3. 宽信用逐步得到确认	19
四、2021 年宏观经济展望.....	20
1. 十四五开局，推动高质量发展为主题	20
2. 紧扣双循环	21
3. 经济增长态势明朗	22

图

图 1 新兴经济体经济增速 (GDP, %/季)	4
图 2 发达经济体经济增速 (GDP, %/季)	4
图 3 美国制造业和就业持续恢复 (月, %)	5
图 4 美国住房价格和房产市场景气有所回升 (月, %)	5
图 5 欧元区制造业产能利用率 (月, %)	6
图 6 欧元区就业市场和消费情况 (%)	6
图 7 新兴市场国家中中国率先恢复 (GDP, 当季同比/%)	6
图 8 发达经济体 CPI 表现 (当月同比, %)	7
图 9 发达经济体核心 CPI 表现 (当月同比, %)	7
图 10 新兴市场国家 CPI 表现分化 (当月同比, %)	8
图 11 美国金融市场波动率略有上升 (月度, %)	8
图 12 名义美元指数波动 (月度, 广义)	9
图 13 各国 10 年期国债利率表现 (月, %)	10
图 14 复苏进程加快.....	11
图 15 规模以上主营业务收入、产成品存货增速 (同比, %)	12
图 16 原材料库存、产成品库存、采购量指数 (%)	12
图 17 房地产、制造业、基建投资增速 (月, %)	13
图 18 社会消费品零售总额 (同比, %)	13
图 19 进口、出口增速 (同比, %)	14
图 20 进口、出口价格指数 (%)	14
图 21 工业企业利润同比增速%.....	15
图 22 当前 CPI 变动走势 (当月同比, %)	16
图 23 货币市场利率明显抬升 (%，日)	17
图 24 金融机构超储率 (%，季度)	17
图 25 中国信贷和货币增长的月度变化 (%)	18
图 26 中国信用增长的变化 (同比/月, %)	20
图 27 基建、地产发力 (%)	23
图 28 居民可支配收入 (%)	23

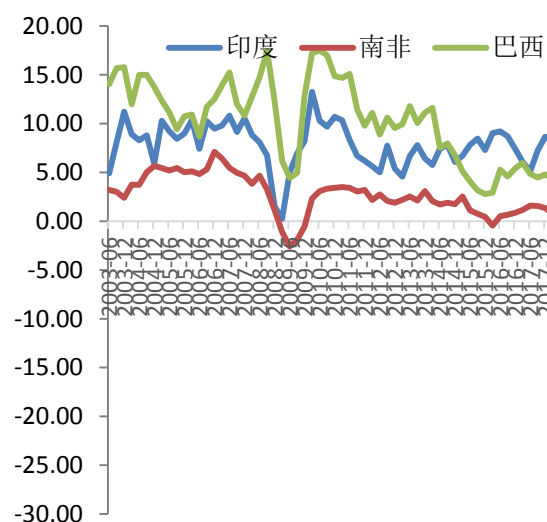
一、2020 年全球经济、金融形势

1. 2020 年世界经济形势回顾

1.1 全球经济增长：疫情后的重启

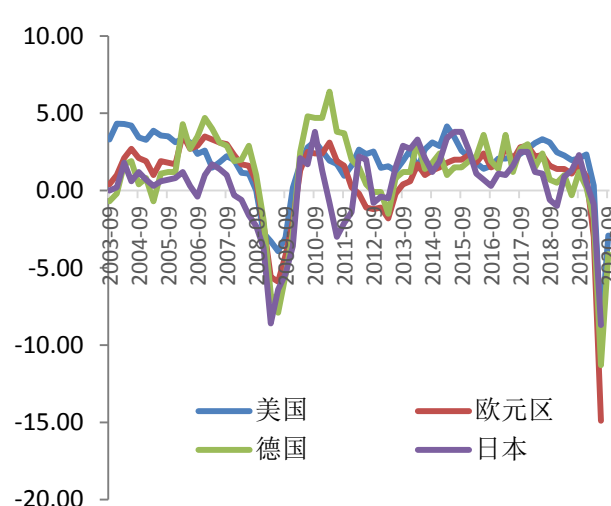
新冠病毒在全球范围的大流行引发了全球经济的停滞衰退，经济重启成为各国发展的主线路，但疫情的反复也增加了复苏的不确定性。发达经济体方面，在二季度受到的冲击低于预期，并且在 5、6 月相继解封后经济恢复也好于预期，其中美国虽然是疫情最严重的国家，但是第一大经济体的实力使得其在发达国家中恢复也最快。而新兴市场经济体二季度受到的疫情冲击明显超过发达经济体，并且由于疫情仍在持续爆发阶段，经济恢复压力也更甚发达经济体。

图 1 新兴经济体经济增速 (GDP, %/季)



数据来源: Wind、上海证券研究所

图 2 发达经济体经济增速 (GDP, %/季)



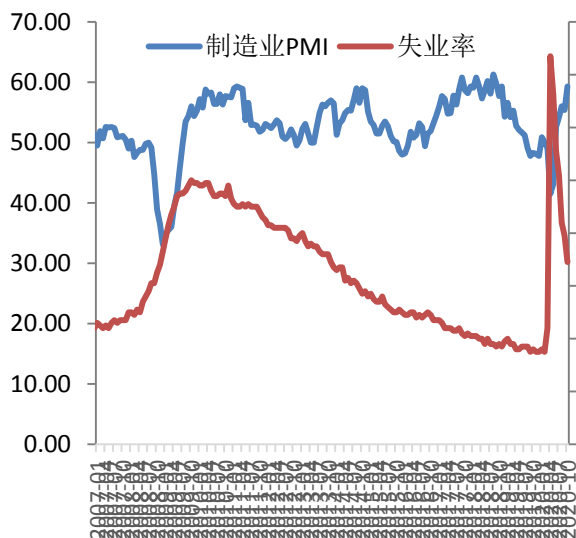
数据来源: Wind、上海证券研究所

美国制造业高景气，就业恢复较快。为对抗疫情冲击，美国也实施了 4 轮财政刺激计划，总额约为 2.6 万亿，并且也在计划新一轮的刺激，与此同时货币政策方面也实施了前所未有的宽松，不仅基准利率降至 0，还开展了不限量的量化宽松政策，美联储的资产负债表由疫情前的 4 万亿迅速膨胀至现有的超过 7 万亿的规模。美国经济的恢复离不开这些政策的支持。6 月经济解封后，制造业景气度快速回升。美国 10 月制造业 PMI 指数录得 59.3，高于预期 55.8，高于前值 55.40，为 2018 年 11 月以来新高，其中各分项指标均环比回升，且均在荣枯线以上。就业方面，自 4 月失业率达到顶点后，随着经济的解封也快速回落。美国 10 月新增非农就业 63.8 万人，高于市场预期的 58 万，其中服务业改善是就业增长的主要因素，就业市场恢复动能仍强。通胀方面，美国 10 月 CPI 同比 1.2%，不及市场预期 1.3%，环比维持不变；核心 CPI 环比持平，同比增长 1.6%。由于疫情的冲击，美国 CPI 一度大幅下跌，但随着经济解封

请务必阅读尾页重要声明

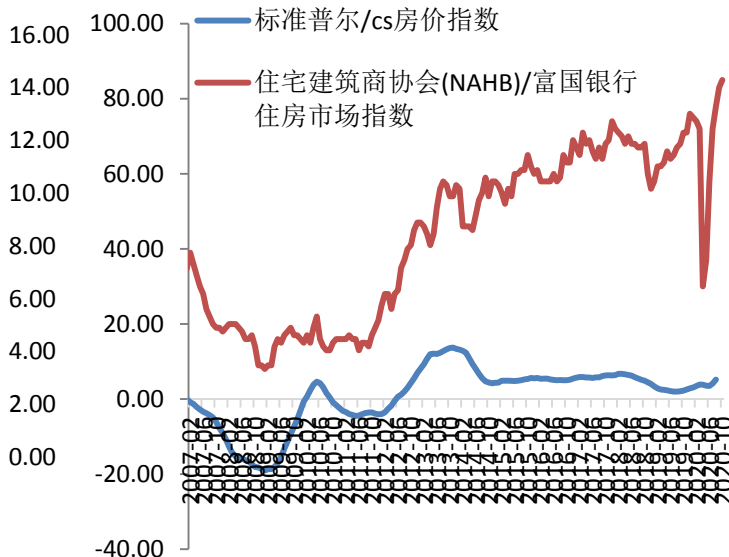
又重新回升，但仍处于低位。房地产市场方面，由于财政刺激计划以及货币宽松，美国房地产市场也得以迅速恢复，不仅景气度是超过了疫情前的水平，住房价格也有所回升。

图 3 美国制造业和就业持续恢复（月，%）



数据来源：Wind、上海证券研究所

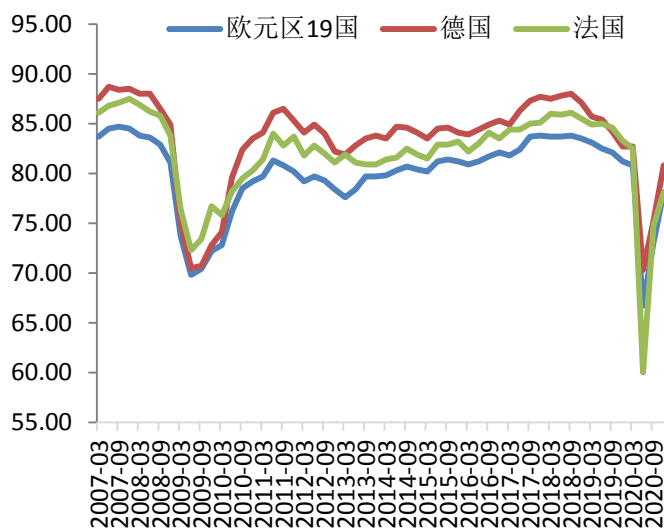
图 4 美国住房价格和房产市场景气有所回升（月，%）



数据来源：Wind、上海证券研究所

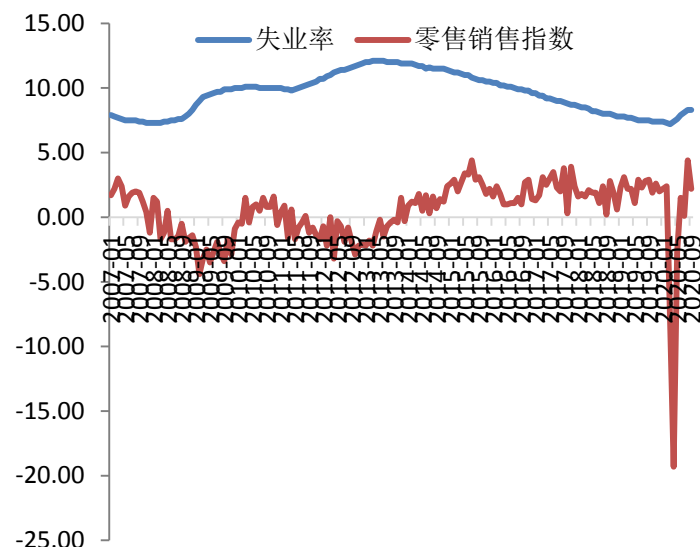
欧洲经济持续恢复，疫情二次爆发成隐患。欧元区第三季度 GDP 环比增长 12.7%，远高于 9.6 的市场预期和-11.8%的前值，同比来看，三季度 GDP 同比录得-4.3%，也超储-7%的预期值和-14.7%的前值。其中德国、法国等国家均出现了明显回升。从欧元区经济体内部的工业经营活动情况看，其制造业产能利用率也在疫情冲击后快速回升。就业市场也在逐步改善，失业率持续回落。但 9 月以来欧洲疫情的二次爆发将成为经济复苏的隐患，不少国家重新采取了封锁措施。作为消费型经济体，欧洲零售销售指数连续回升后在 9 月重新回落。

图 5 欧元区制造业产能利用率（月，%）



数据来源：Wind、上海证券研究所

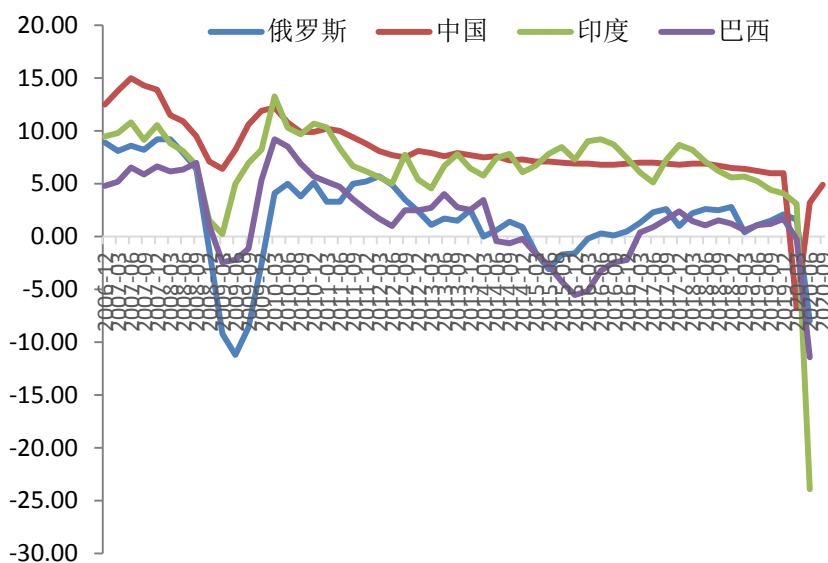
图 6 欧元区就业市场和消费情况（%）



数据来源：Wind、上海证券研究所

疫情仍在爆发，新兴国家复苏前景恶化。新兴市场国家经济遭遇的冲击较发达国家更甚。二季度，俄罗斯、印度、巴西的GDP分别为-8%、-23.9%、-11.4%。除中国外，这些国家始终没有很好地控制住疫情，甚至是仍在爆发，而且部分国家也依赖旅游业以及资源的出口，因此经济的恢复也显得相对缓慢。但所幸的是，美联储的大放水以及美元的走弱，使得新兴市场国家所面临的货币贬值以及资本外流的压力明显下降，但其自身的债务问题仍然存在风险。

图 7 新兴市场国家中中国率先恢复（GDP，当季同比/%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

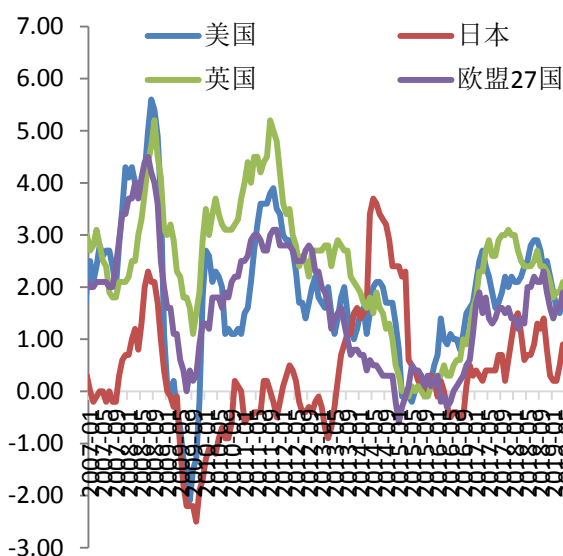
1.2 疫情下降息潮延续

2019 年下半年以来由于全球经济增长的放缓，各国先后开启了降息请务必阅读尾页重要声明

潮，而随着新冠疫情的突然来袭，降息潮上演至高潮。美国不仅将基准利率降至 0，还开启了不限量的量化宽松。欧盟、日本量化宽松进一步加码。新兴市场国家纷纷采取降息。各主要经济体还加大了流动性支持力度，推出了定向支持工具。美联储还宣布调整了货币政策框架，引入“平均通胀制”，即并不严格限定通胀目标线，实际通胀或短时搞过此前 2% 的目标，只要平均通胀在中长期不突破目标即可。这也意味着通胀为货币宽松让路，宽松政策仍将持续。持续的宽松对于疫情后经济的恢复起到了重要的作用，但也使得这些国家更加难以脱离宽松的泥沼。

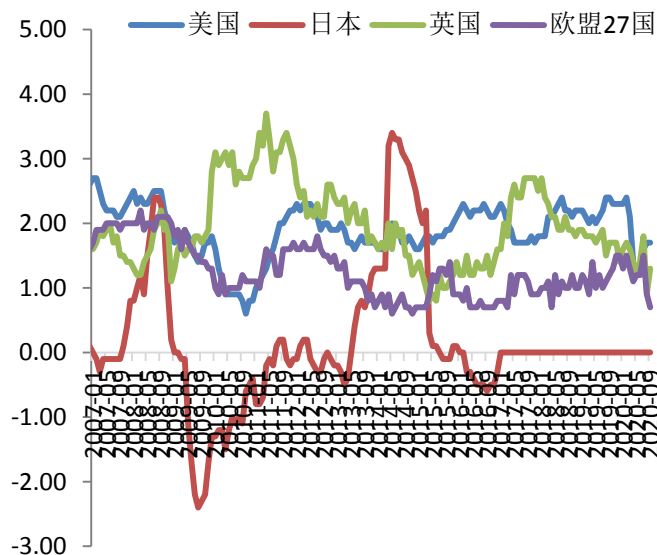
就通胀而言，疫情后随着经济的复苏，全球通胀也有所回升，但整体仍显低迷。2020 年美国 CPI 创下 0.1 的低位后逐步回升，核心 CPI 运行区间为 [1.3, 2.3]。欧盟 9 月 CPI 仅为 0.2，核心 CPI 也运行在 1 以下。英国维持在 1 以下运行，核心通胀率则在 1 以上。日本 9 月 CPI 为 0%，核心 CPI 同比下降 0.3%。

图 8 发达经济体 CPI 表现（当月同比，%）



数据来源：Wind、上海证券研究所

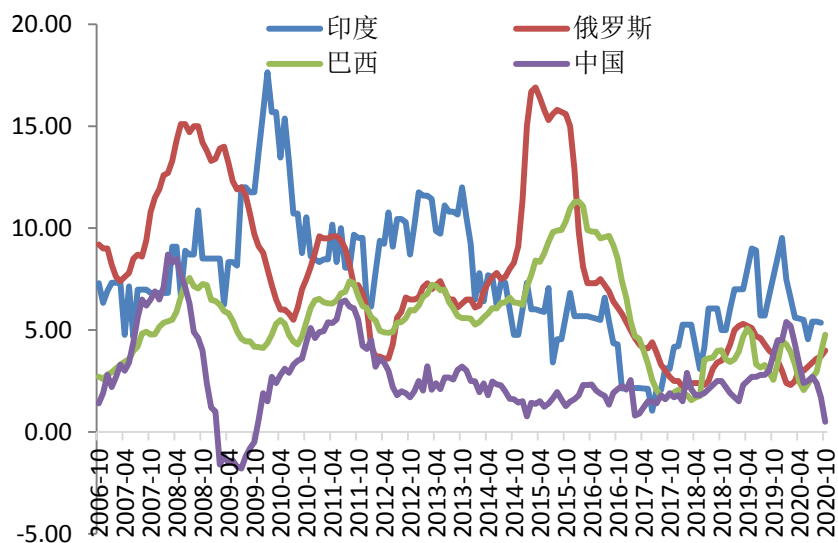
图 9 发达经济体核心 CPI 表现（当月同比，%）



数据来源：Wind、上海证券研究所

新兴市场国家通胀表现分化。从新兴市场经济体的通货膨胀走势看，表现分化，中国明显回落、俄罗斯和巴西则有所回升。具体来看，俄罗斯 CPI 的低点主要是在疫情海外扩散的初期，原油价格暴跌所引起的，随后逐步回升至 3 以上；印度目前是通胀水平最高的，但在疫情中也最低创下了 4.5 的低位，随后逐步回升至 5 以上；中国受猪通胀以及疫情双重影响，CPI 一度升至 5.4，而随着猪肉供给的大幅改善叠加去年的高基数，CPI 加速回落至 0.5；巴西 CPI 也由疫情中的低点 2.1 回升至目前的 4.8。整体来看，目前新兴市场国家通胀的恢复要快于发达国家，这主要是由于疫情前整体通胀水平也高于发达国家。

图 10 新兴市场国家 CPI 表现分化（当月同比，%）

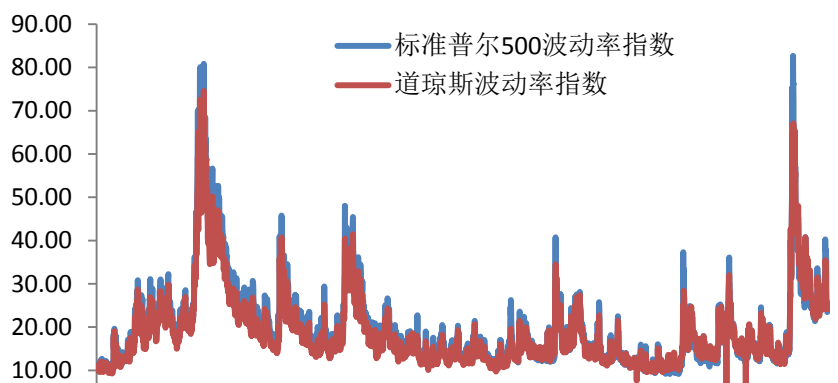


数据来源: Wind, 上海证券研究所

1.3 全球金融体系波动性上升

疫情的发生使得金融体系的波动性明显提高。从美国金融市场上的主要指数波动率变化情况看，今年受疫情冲击，标普 500 的波动率一度是超越 08 年的全球金融危机时期，并且当前整体的波动率水平也高于往年。

图 11 美国金融市场波动率略有上升（月度，%）



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_1331

