

新格局中新动力

——十四五时期中国经济解析



证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号：S1060520090001

联系人

2021年3月15日

张璐 一般从业资格编号：S1060120100009 邮箱：ZHANGLU150@pingan.com.cn

主要观点

- **一、中国经济形势的新变化。**2021年，中国经济基本可以收复疫情影响。但中国经济增长的结构分化突出：工业产能利用率创2013年以来单季最高，但消费仍然是中国经济的薄弱环节，居民收入增长较疫情前尚有明显差距；全球经济共振复苏，中国出口加速增长，制造业成为中国经济的亮点；输入性通胀压力骤增，中小企业还需恢复元气。中国经济增长从环比意义上已接近顶部，下半年季度实际GDP或降至6%以下。
- **二、政府工作报告的新部署。**政府工作报告指出，“在区间调控基础上加强定向调控、相机调控、精准调控”，财政政策和货币政策均体现出更多结构性的特征。财政政策温和“退坡”情况下，这种相机灵活性或将更多体现在货币政策层面。
- **三、高质量发展的政策红利。**“十四五”规划提出几个相对增速目标：“全员劳动生产率增长高于国内生产总值增长”、“居民人均可支配收入增长与国内生产总值增长基本同步”、“保持制造业比重基本稳定”。围绕高质量发展的政策红利凸显、细化，将给中国经济注入行稳致远的动能。
- **四、人民币资产的长期前景。**大宗商品周期已经启动，但对超级商品周期我们持相对谨慎的观点。预计本轮美债收益率上行的高点在2.5%-3%，下一波上行最快阶段或在2021年下半年，目前依然处于美股占优于美债的状态，还没到看空股市、看多债市的拐点。但对中国而言，目前股债性价比已下降到警戒水平，下半年债券市场可能逐渐具备熊转牛的条件。2021年人民币汇率仍然是宽幅波动，波动区间在6.3-6.9；未来美元指数缺乏强势基础，在中长期我们看好人民币汇率，看好人民币资产。

目录 CONTENTS

● 中国经济形势的新变化

● 政府工作报告的新部署

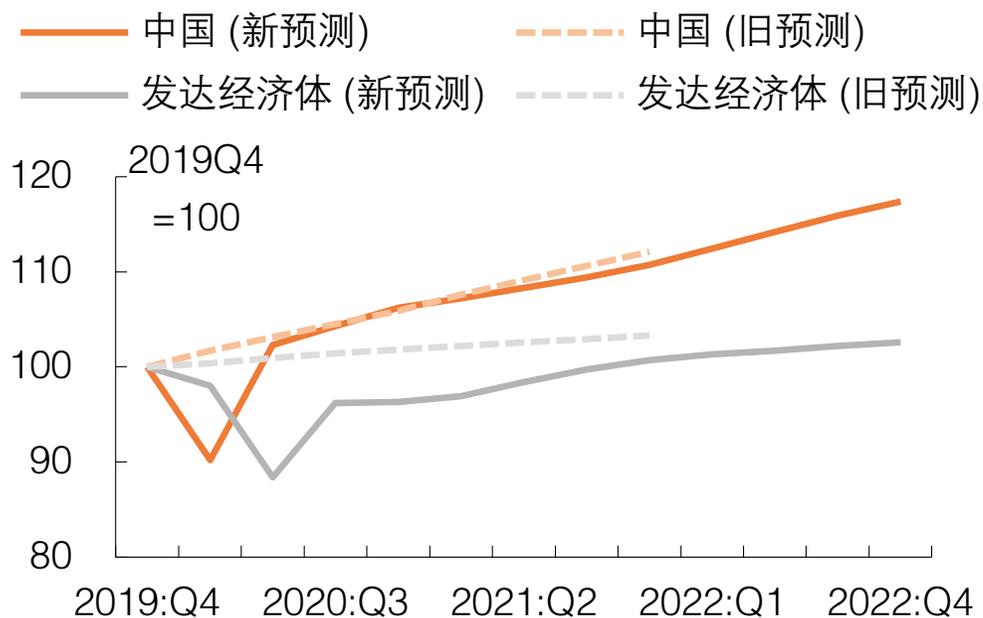
● 高质量发展的政策红利

● 人民币资产的长期前景

1.1 中国率先完成疫后经济复苏

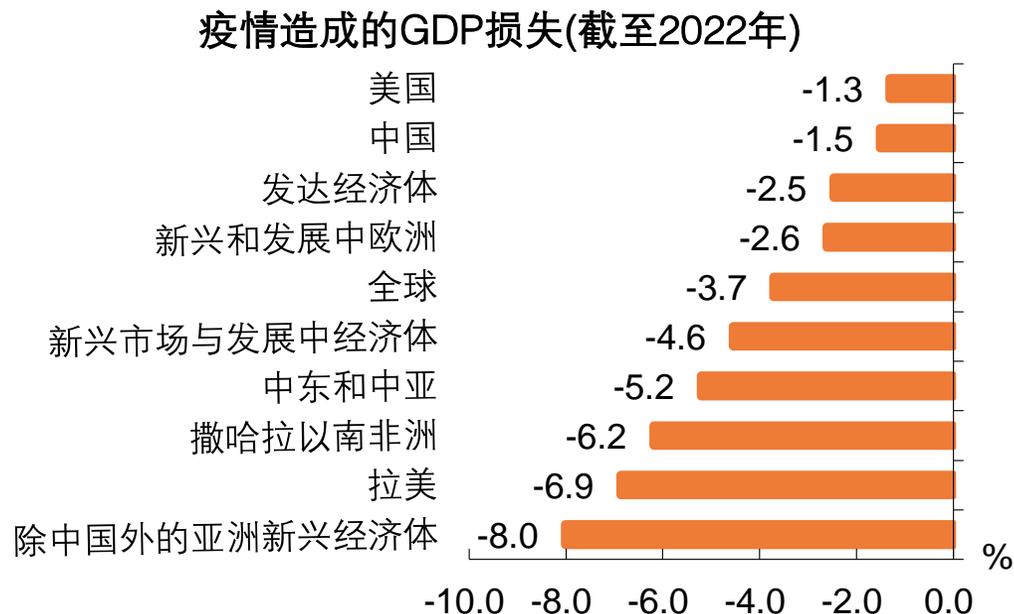
- 全球疫情蔓延之下，2020年中国经济率先实现V型反弹，实际GDP增长2.3%，远超IMF对全球GDP增速-3.5%的预测。比较IMF在2020年1月对全球经济增长的预测vs2021年1月的预测，到2022年，全球主要地区仍无法完全抚平疫情的影响，但中国和政策刺激力度最大的美国可收复大部分损失。

◎ 中国已率先完成经济的基本修复



资料来源：Wind，平安证券研究所

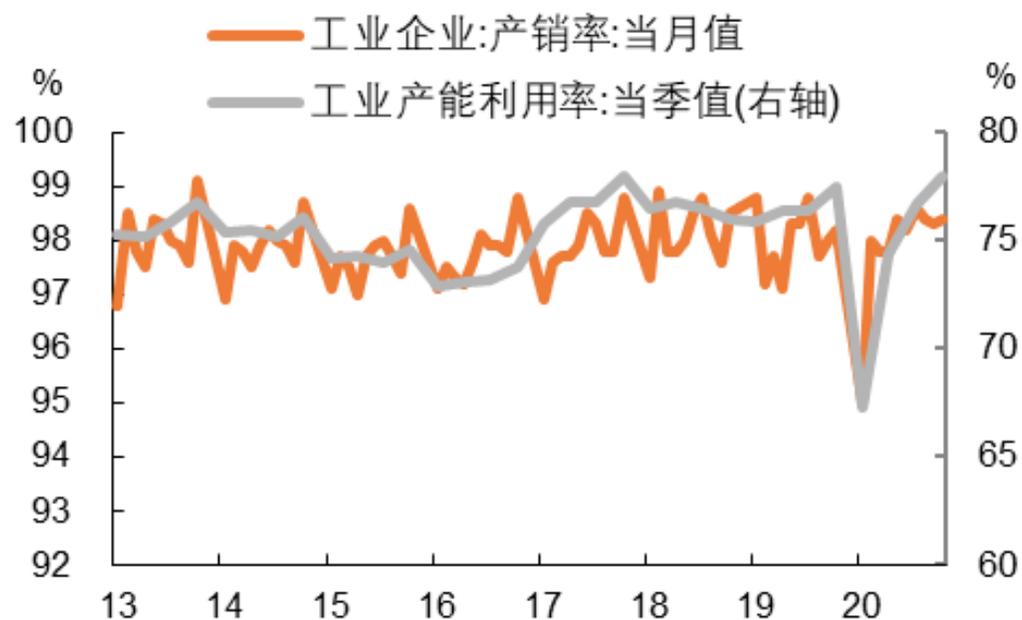
◎ 到2022年全球经济仍无法完全抚平疫情的影响



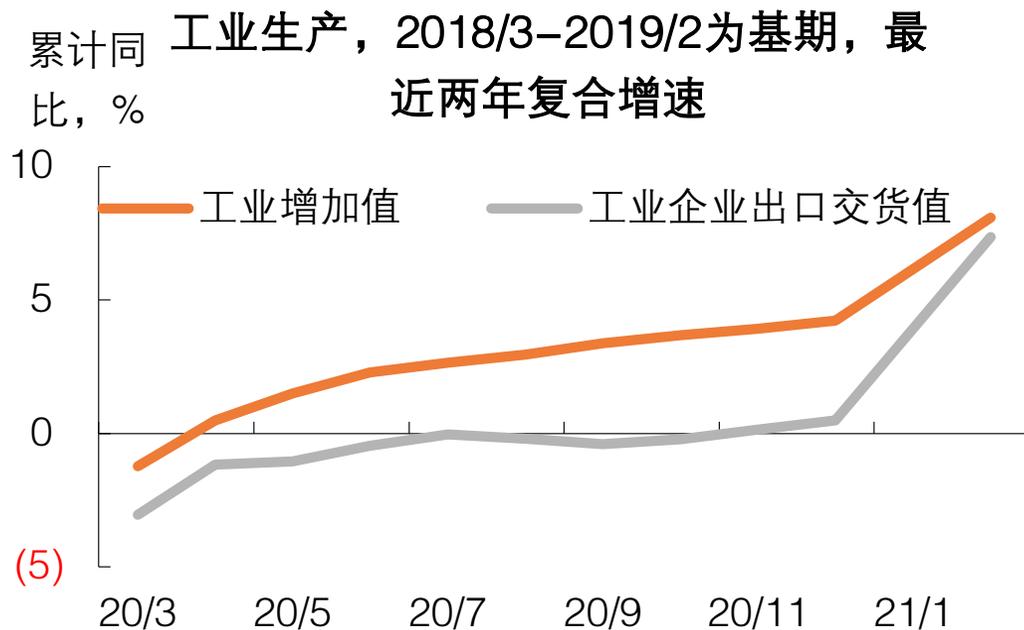
1.2 中国经济增长的结构分化突出

- ▶ 工业生产率先回补疫情损失。2020年4季度，工业产能利用率创2013年以来单季最高。2021年1-2月工业增加值相比2019年的复合年化增速达到8.1%，出口的驱动力强劲。不过，这背后也有2019年1-2月低基数的原因。

◎ 2020年4季度工业产能利用率创2013年以来新高



◎ 2021年1-2月排除去年基数效应后，工业生产仍强

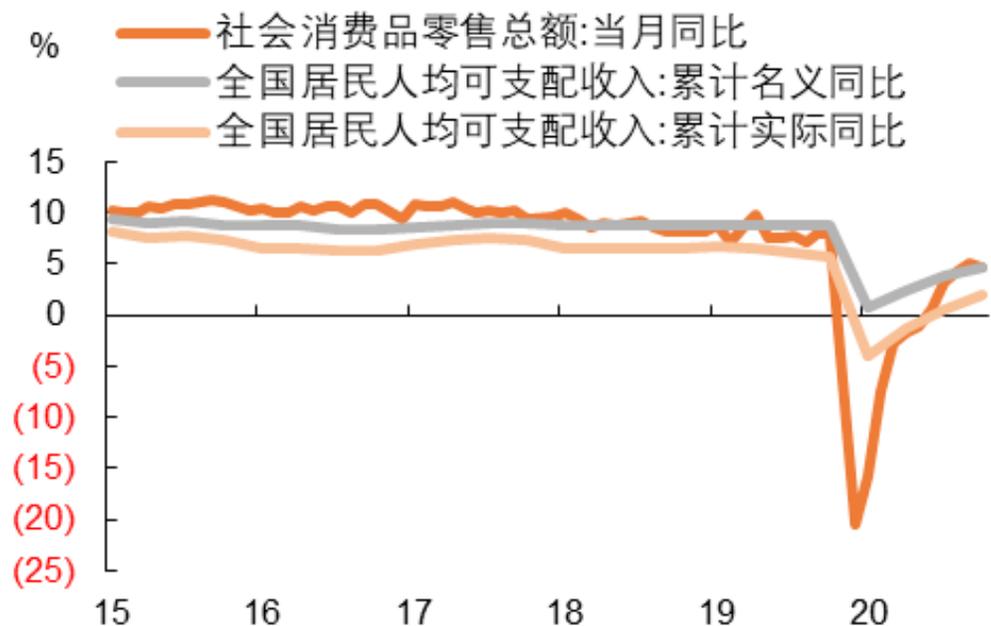


资料来源: Wind, 平安证券研究所

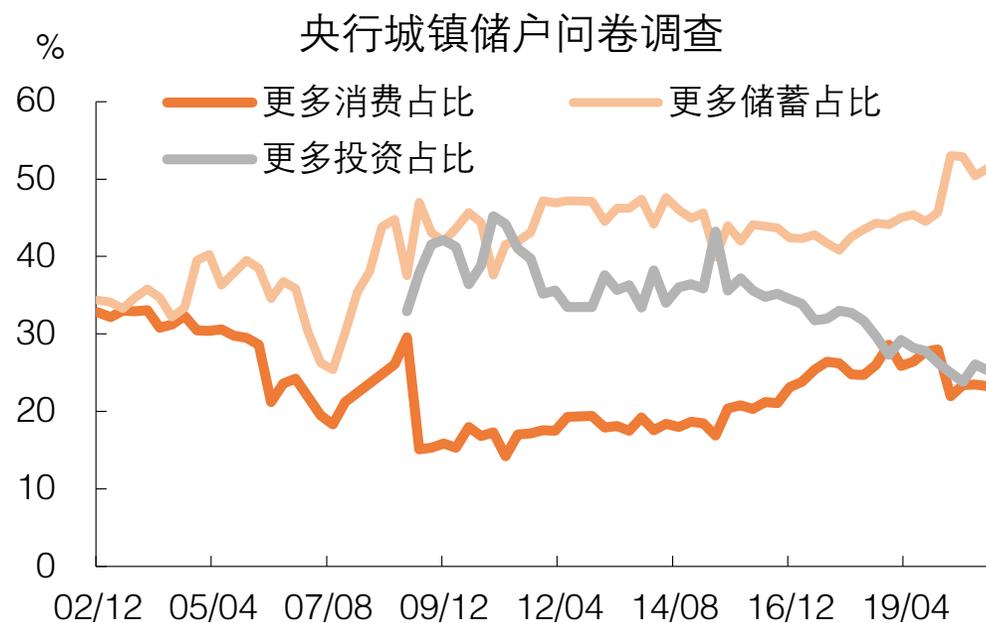
1.2 中国经济增长的结构分化突出

➤ 但消费仍然是中国经济的薄弱环节，居民收入增长较疫情前尚有明显差距。商务部数据显示，除夕至正月初六，全国重点零售和餐饮企业实现销售额比2019年春节黄金周增长4.9%，这个数字与2020年国庆黄金周的重点企业日均销售额同比是相同的，而显著低于2019年春节和国庆黄金周的8.5%。也就是说目前全国居民消费相比于去年四季度初或并无太大改善。

◎ 截至2020年四季度，消费相比疫情前仍有显著差距



◎ 截至2020年四季度居民储蓄倾向仍处高位

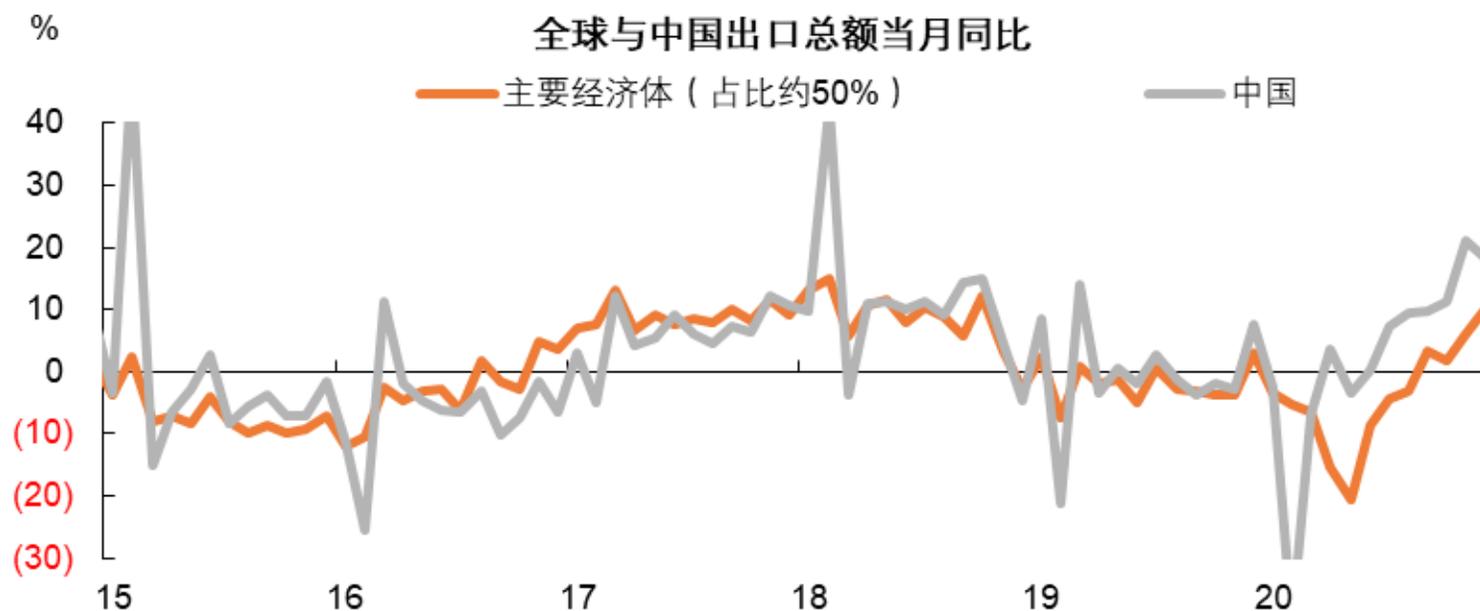


资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.3 全球经济共振复苏，中国出口加速增长

- 2020年中国出口增速从3月开始“V型”反弹并强势上攻，但上半年与下半年出口反弹的主导力量不同：上半年的主导力量是市场占有率提升；下半年则是全球经济共振复苏，外需整体扩张。

◎ 2020年6月以来全球出口共振复苏

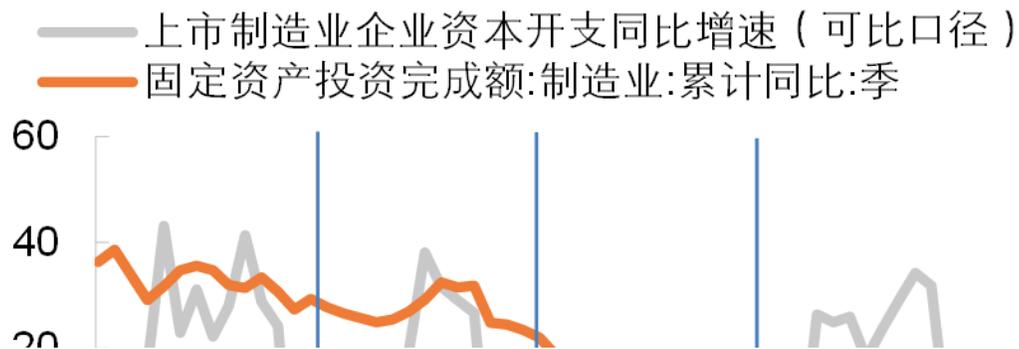


资料来源：Wind，平安证券研究所

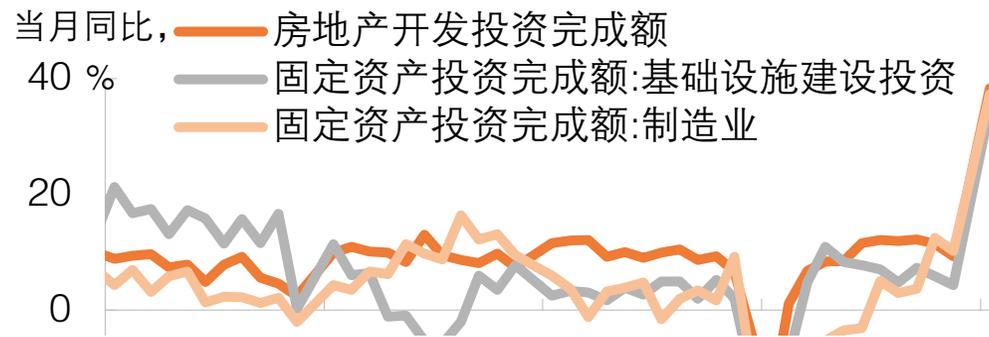
1.4 制造业投资的增长动能增强

- 看好制造业投资进一步复苏的空间：1) 中国制造业处于新一轮资本开支周期的起点。去年四季度工业产能利用率攀升至高位，进一步加强资本开支启动的逻辑。2) 出口高景气有望延续至今年年中，也将给制造业投资带来动力。3) 定向政策进一步贯彻，2021年政府工作报告强调“对先进制造业企业按月全额退还增值税增量留抵税额，提高制造业贷款比重，扩大制造业设备更新和技术改造投资”。

◎ 中国制造业存在3-4年的资本开支周期(%)



◎ 2020年底制造业投资增长开始快于房地产



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_17461

