

## 后疫情时代的经济复苏之路——2021年宏观经济展望

## 摘要

**经济增长：**展望 2021 年，随着疫苗的加快普及，疫情将逐步得到控制，全球经济有望迎来共振修复，国内经济也将持续稳健复苏。1) 固定资产投资将在制造业的引领下继续回升，其中，制造业投资在库存周期和产能扩张需求的带动下将明显回升，而基建投资受财政约束，回升速度或放缓，地产投资有望保持一定的韧性，维持中高增速。2) 疫情基本得到控制，疫苗进展顺利，居民外出消费意愿增加，同时在一系列政策支持下，城镇调查失业率下降，居民实际可支配收入增加，居民的消费信心正在回归，消费有望持续回暖。3) 出口将大概率保持增长，增速中枢有望上移：一是，全球经济将进入复苏周期，外需具有较强的韧性；二是，白宫易主，中美贸易紧张关系或缓和，不过，疫情得到控制后，防疫物资的需求将减少，产能替代效应也将减弱。

**物价：**猪周期下行仍是主导 CPI 走势的关键因素，随着生猪产能的持续恢复，猪肉价格将逐步下行，从而拖累食品价格。而国际油价仍将面临供需两端的扰动，中枢有所抬升，但对非食品价格整体的提振作用较为有限。进一步考虑基数因素，二季度或是全年的高点，重点关注食品和油价的走势。PPI 方面：在全球经济复苏的提振下，工业品价格有望继续走高，PPI 将继续处于向上的修复通道中。进一步考虑基数的因素，PPI 的高点可能出现在 5-6 月份。

**政策展望：**国内经济尚未完全恢复，世界经济形势仍然复杂严峻，复苏不稳定不平衡，需要宏观政策上的连贯支持，过快转向可能导致经济复苏节奏放缓，信用风险事件频发等问题，因此，2021 年的政策预计不会快速转向，将保持一定的连续性和稳定性，财政政策保持积极但力度有所下降，货币政策将随着经济复苏而温和收紧。

**风险关注：**海外风险加大，疫情迟迟未能控制，政策过快收紧。

国贸期货·研究院  
宏观金融研究中心

郑建鑫

联系方式：0592-5160416

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码  
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

2020年，受新冠肺炎疫情影响，国内经济下行压力较大，特别是一季度，GDP同比大幅下滑6.8%，为1992年公布季度数据以来的最低值。二季度以来，随着国内疫情基本得到控制，经济开启复苏模式，投资、出口和消费三驾马车同步修复，但各领域复苏力度不一，其中，投资修复力度好于消费，而出口则持续超预期增长。

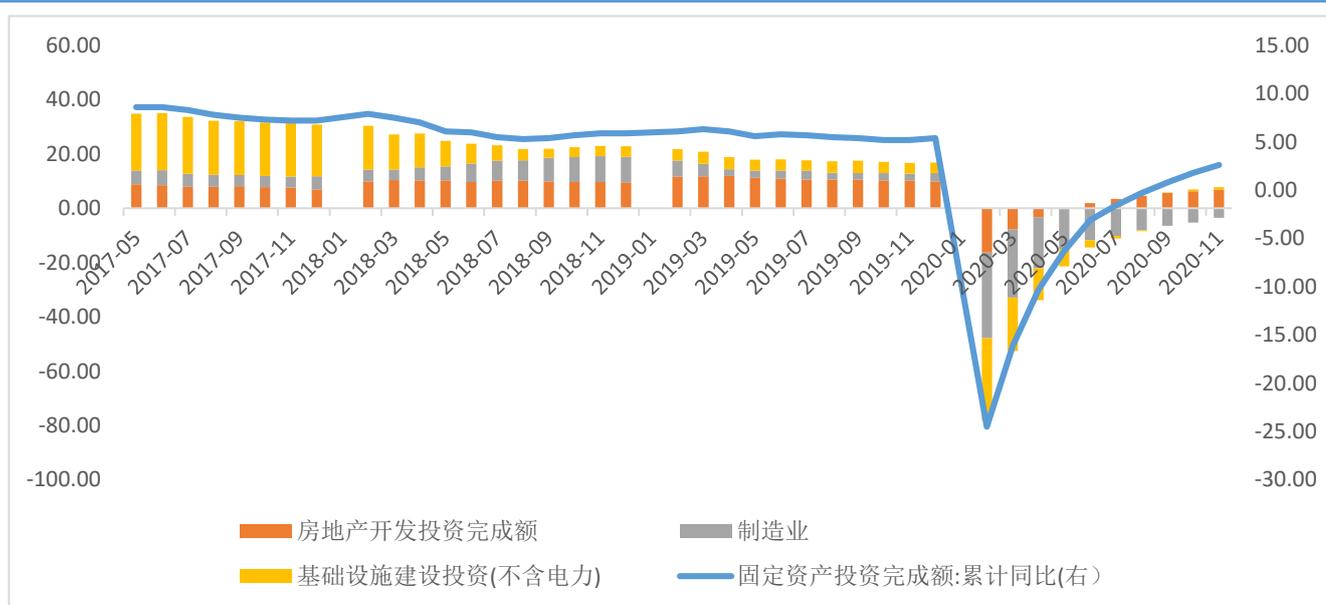
展望2021年，作为建党100周年和“十四五”开局之年，国内经济有望持续稳健复苏，制造业投资和消费将成为新的亮点，食品价格走弱将拖累CPI同比增速，而全球经济复苏将带动PPI快速修复，宏观政策将逐步回归常态化，财政政策保持积极但力度有所下降，货币政策料将温和收紧。

## 一、经济增长

### 1、投资-制造业引领回升

疫情冲击后，在一系列财政货币政策支持下，固定资产快速回升，截至11月，固定资产投资累计同比增长2.6%，其中，基础设施建设投资（不含电力）累计同比1.0%，地产投资累计同比6.8%，制造业投资累计同比-3.5%。展望2021年，我们预计固定资产将继续回升，其中，制造业在库存周期和产能扩张需求的带动下将明显回升，而基建投资受财政约束，进一步增长空间或有限，地产投资有望保持一定的韧性，维持中高增速。

图表1：固定资产投资快速修复

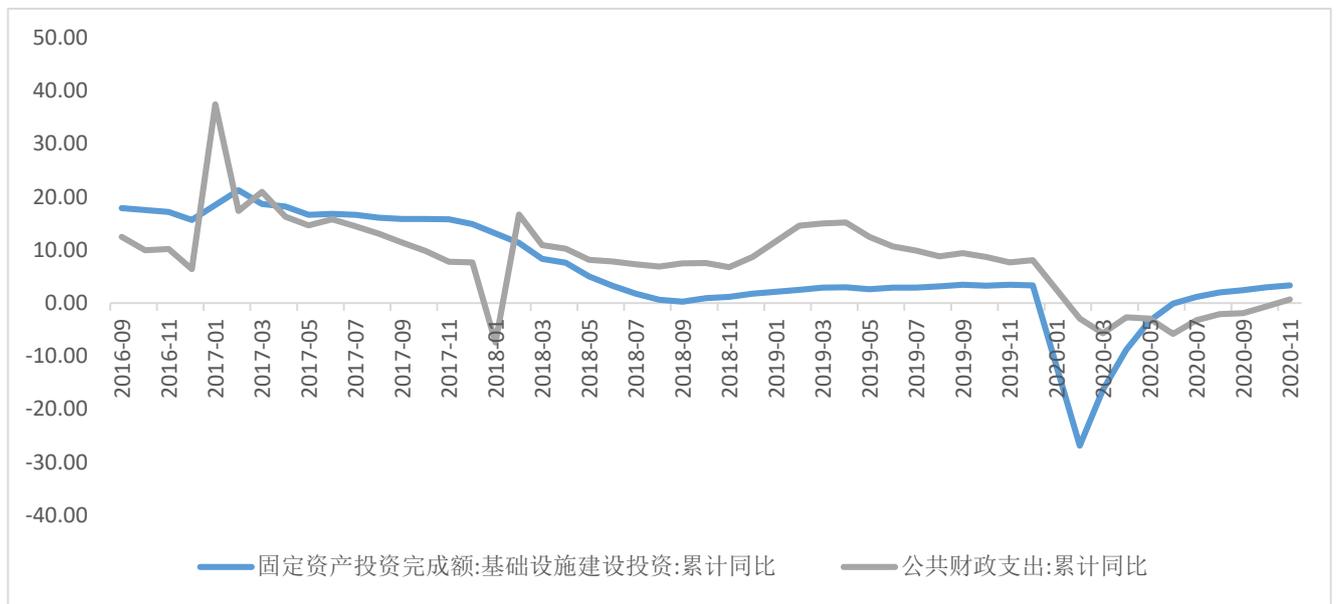


数据来源：wind

#### 1、基建增速回升速度或放缓

2020年一季度国内GDP受疫情冲击出现了大幅负增长，经济下行压力加大的背景下，逆周期政策加码推动基建投资快速恢复。2020年新增地方专项债额度3.75万亿元，较去年多增1.6万亿元，同时还有1万亿元特别国债额度，新增专项债大多投向广义基建，特别国债重点投向民生和基建领域。至7月份，基建投资累计同比便已转正，但是三季度以来，由于雨水天气严重、项目储备不足、财政支出速度偏慢等原因，基建投资表现始终不及预期。

图表2：基建投资增速快速修复

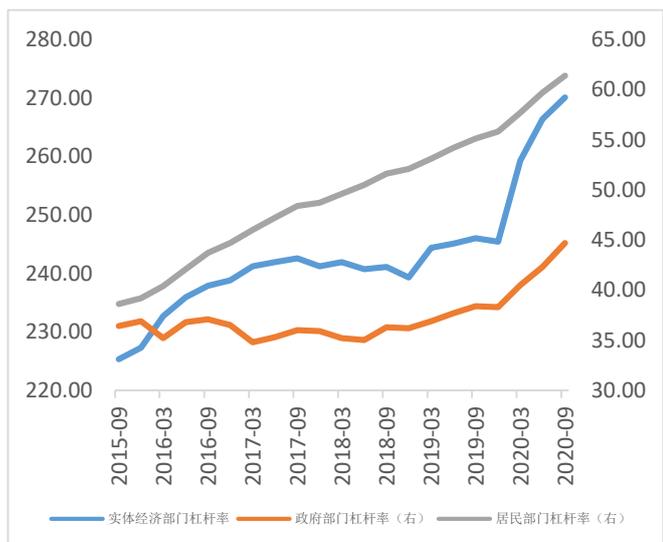


数据来源：wind

展望 2021 年，国内经济增长的内生动力不断增强，通过逆周期政策托底经济的必要性降低，一是，经济回暖后，政策基调回归“稳杠杆”，财政赤字率和专项债规模都将出现下降，进而对基建投资的资金来源产生影响；二是，项目储备不足将制约基建发力的空间；三是，财政支出更多向民生领域倾斜，基建领域发力意愿不及往常。因此，基建投资回升速度或放缓。

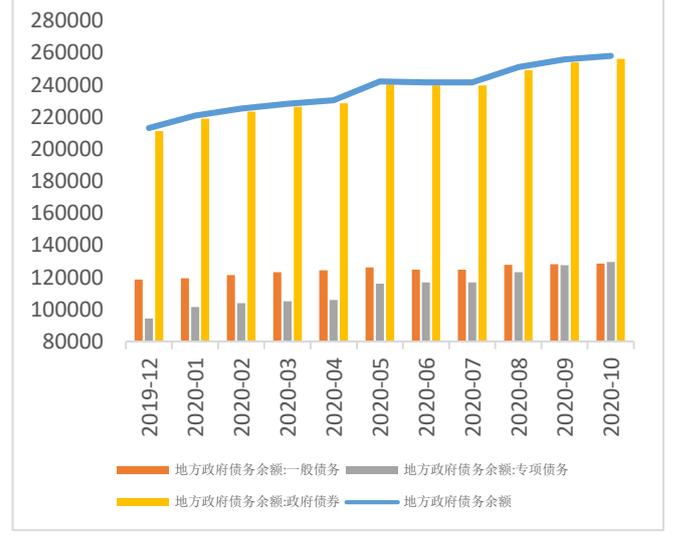
1) 政策基调回归“稳杠杆”，财政发力空间或有限。为了对冲疫情的影响，逆周期政策力度显著加大，我国宏观杠杆率快速上升，地方政府债务余额明显增加，债务风险积聚；随着经济的复苏，政策基调重新回到“稳杠杆”，对地方政府债务监管、地方专项债的规范都将趋严，财政赤字率和专项债规模都将出现下降，叠加地方政府偿债压力明显提升，再融资能力或受限，进而对基建投资的资金来源产生影响。

图表 3：宏观杠杆率过快上升



数据来源：Wind

图表 4：地方政府债务余额上升较快



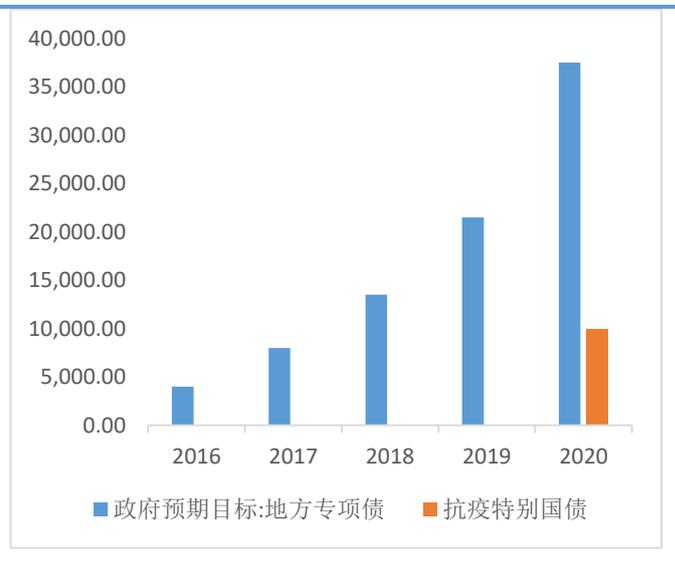
数据来源：Wind

图表 5：政府财政赤字或下降

图表 6：地方专项债发行状况



数据来源: Wind



数据来源: Wind

2) 项目储备不足制约基建发力的空间。2020年发行了大规模的地方专项债,但由于基建项目质量与地方专项债要求难以匹配,使得地方专项债对基建投资的撬动作用有限,专项债做资本金比例远低于25%的红线,甚至出现了“钱等项目”的现象,专项债资金搁置问题突出,对基建投资的支持力度有限。实际上,按照规定,地方政府专项债的本息需要通过其对应的政府性基金收入、专项收入或专项债再融资来偿还,因此对发行项目的收益要求更高。当前大部分基建项目都存在着回报周期长、项目收益低等问题,限制了专项债对基建的支持作用。

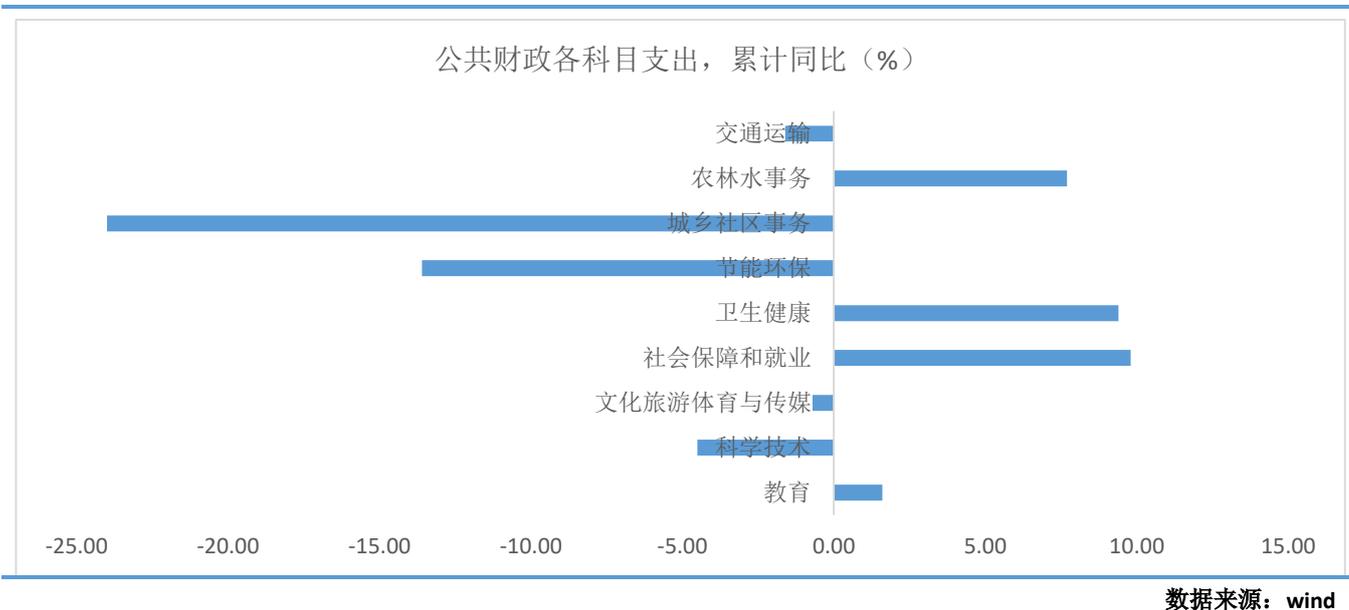
图表 7: 近年来专项债支持基建相关政策力度较大

时间	文件/会议	主要内容
2019年6月	《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》	允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年9月	国务院常务会议	提前下达专项债额度;将专项债用作项目资本金的领域扩展到交通、能源、冷链物流等;专项债额度向前期准备充分、具备开工条件的地方倾斜
2020年3月		专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例从20%提升至25%
2020年7月	《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》	鼓励发行长期专项债券;赋予地方一定自主权,对因准备不足短期内难以建设实施的项目,允许省级政府及时调整用途
2020年11月	《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》	科学设计地方债发行计划;债券与项目期限不匹配的允许在同一项目周期内接续发行

数据来源: 国贸期货根据公开资料整理

3) 财政支出更多向民生领域倾斜。2020年政府更关注“六稳、六保”,目标重心发生变化,基建领域发力意愿低于往年,实际上,在2020年公共财政支出中,农林水事务、卫生健康、社会保障和就业等民生领域实现正增长,而科学技术、节能环保、城乡社区以及交通运输支出皆为负增长。中央经济工作会议强调2021年积极财政要“增强国家重大战略任务财力保障,在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为,抓实化解地方政府隐性债务风险工作”,这意味着财政政策重心继续向新基建和民生领域倾斜,传统基建或难有发挥空间。

图表 8: 公共财政支出更多向民生领域倾斜

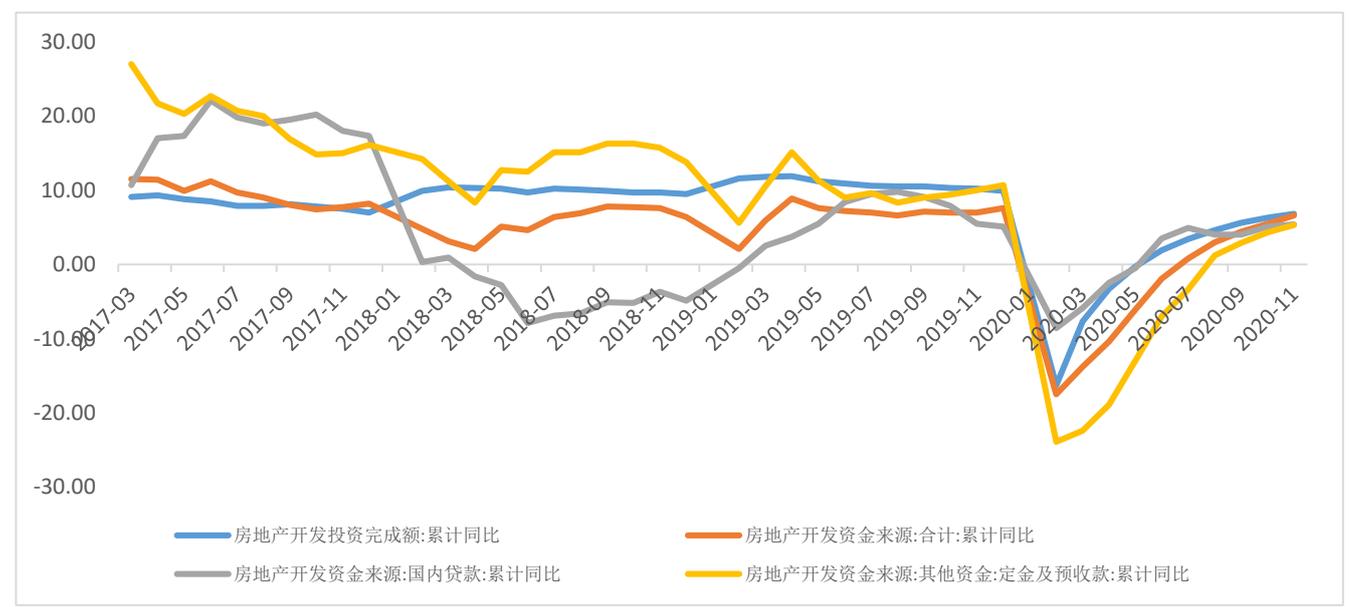


综上，2021 年基建投资的项目端、资金端均面临着明显约束，且经济内生动能强化的基础下，财政政策力度下降的趋势较为明确。预计 2011 年基建投资回升速度将放缓，或将继续保持温和增长。

## 2、地产投资保持较强韧性

2020 年地产投资保持较强的韧性，前 11 月累计同比增长 6.8%，成为拉动固定资产投资快速修复的重要力量。主要原因是，一方面，宽松的融资环境为房企融资提供了便利，支撑地产投资快速回升；另一方面，房地产的投资性需求和改善性需求推动销售快速修复，融资约束下房企周转加快。

图表 9：金融环境改善带动地产投资回暖



展望 2021 年，地产调控逐步升级，“三条红线”政策下，高杠杆企业面临融资约束，拿地更加谨慎，房企拿地积极性明显下降；不过，在融资收紧的情况下，房企更加注重加快行业周转，通过新开工加快地产销售以回笼资金。因此，2020 年的高销售和高开工或支撑地产投资保持一定的韧性，2021 年地产有投资走势或前高后低，建安投资将成为主要的拉动力量。

1) “三条红线”政策下，地产融资受限。8月20日，住房城乡建设部、人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则，监管层根据负债率为房地产企业划定“三道红线”，根据“踩线”的数量，房企被分为“红橙黄绿”四档，并以此来划定其融资时有息负债年增速的上限。从2021年1月1日起，房地产企业资金监测和融资管理规则将在全行业全面开始实施，并力争在3年内达标。

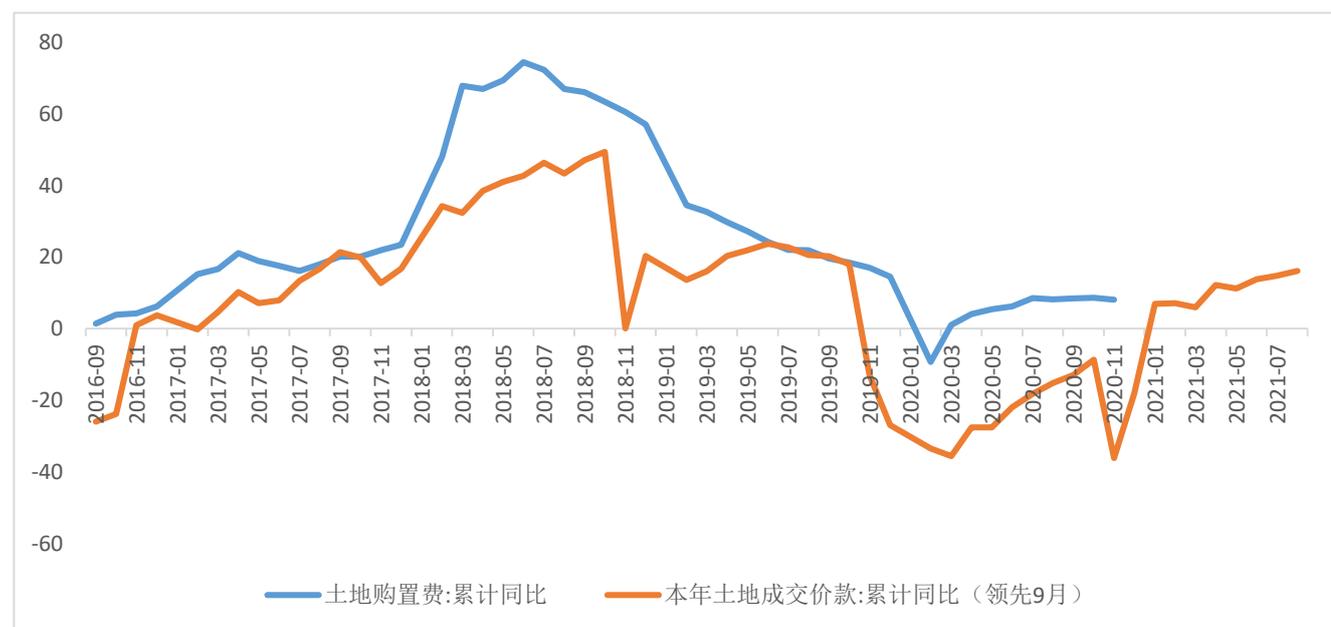
图表 10：地产调控三条红线

三条红线	越线指标数量	限制措施
红线一：剔除预收款后的资产负债率大于70%	0	有息负债年增速上限为15%
红线二：净负债率大于100%	1	有息负债年增速上限为10%
红线三：现金短债比小于1倍	2	有息负债年增速上限为5%
	3	不能新增有息债务

数据来源：根据公开资料整理

“三条红线”政策下，高杠杆企业面临强融资约束，高杠杆加持下的快速扩张模式难以持续，拿地更加谨慎，四季度土地市场明显回落。从历史数据来看，土地成交价款领先土地购置费9个月左右，因此，预计2021年下半年土地购置费对地产投资的贡献将下滑。不过，由于低利率环境刺激房企在二三季度拿地较多，预计2021年上半年土地购置费仍将对地产投资构成强有力支撑。

图表 11：土地成交价款零售土地购置费

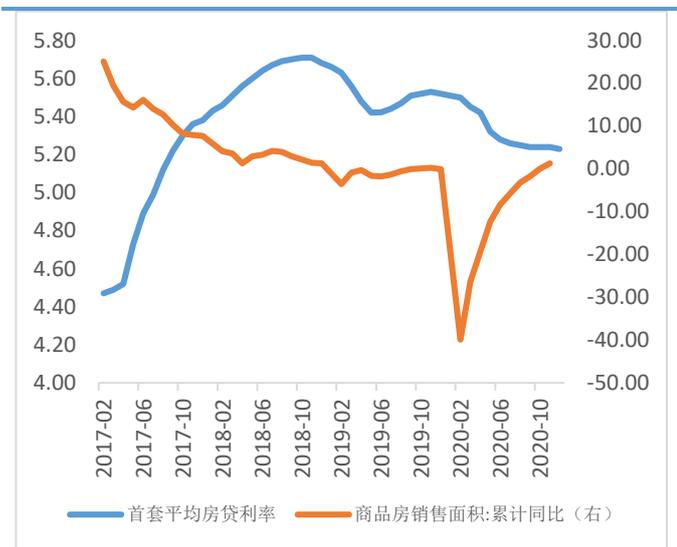


数据来源：wind

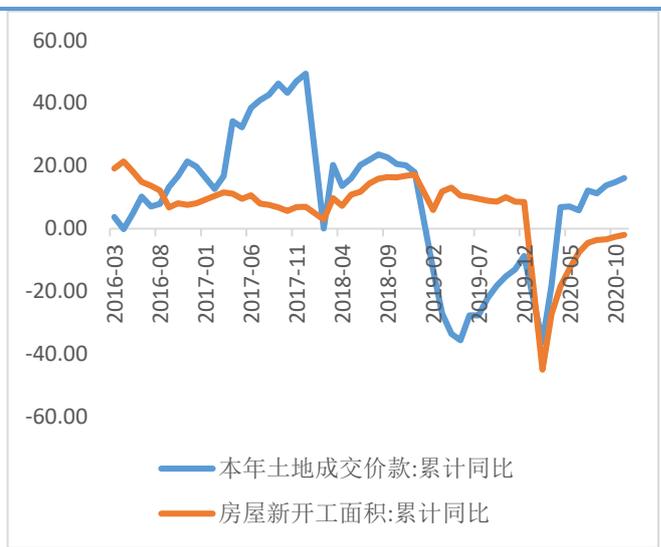
2) 低利率环境叠加房企加快周转，地产销售快速修复。2020年为了对冲疫情的影响，全球央行集体采取宽松的货币政策，国内政策利率也多次下调，房贷利率顺势下行。历史上来看，房贷利率与地产销售成反比，房贷利率走低往往能够刺激商品房需求的回升。此外，受融资约束影响，房地产企业加快推盘回笼资金的动机较强，预计房地产市场的热度短期内有望得以延续，库存去化则将加快，带动新开工同比回升。

图表 12：地产销售快速修复

图表 13：地产保持高开工



数据来源: Wind

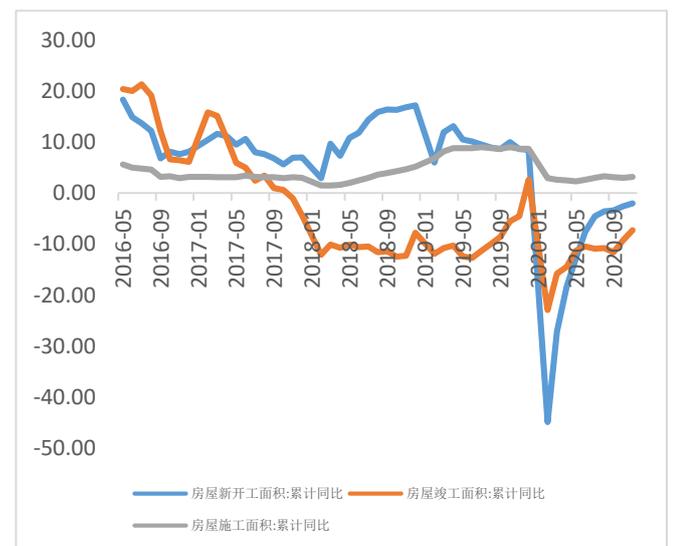


数据来源: Wind

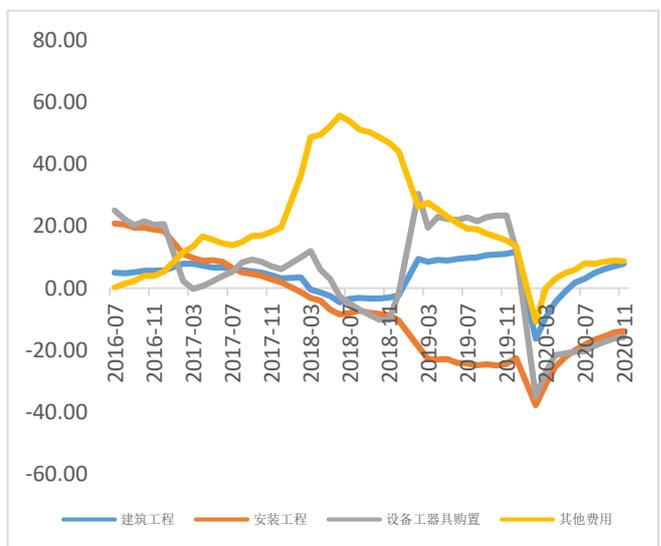
3) 建安投资或成为拉动地产投资的力量。从建安工程看, 2020 年前 11 月建筑工程累计同比增 7.9%, 而同期安装工程累计同比下降 13.90%, 说明房地产项目进度仍在加快推进, 项目进度仍主要集中于土木工程阶段, 还没有大规模进入竣工阶段。主要是因为受疫情影响, 存量项目施工进度落后于计划进度, 预计 2021 年房企又将面临着较强的竣工压力, 建安工程的安装工程增速也有望出现较为明显正增长, 从而支撑地产投资保持一定的韧性。

图表 14: 地产新开工、施工、竣工面积增速

图表 15: 房地产开发投资完成额: 建筑工程与安装工程分化



数据来源: Wind



数据来源: Wind

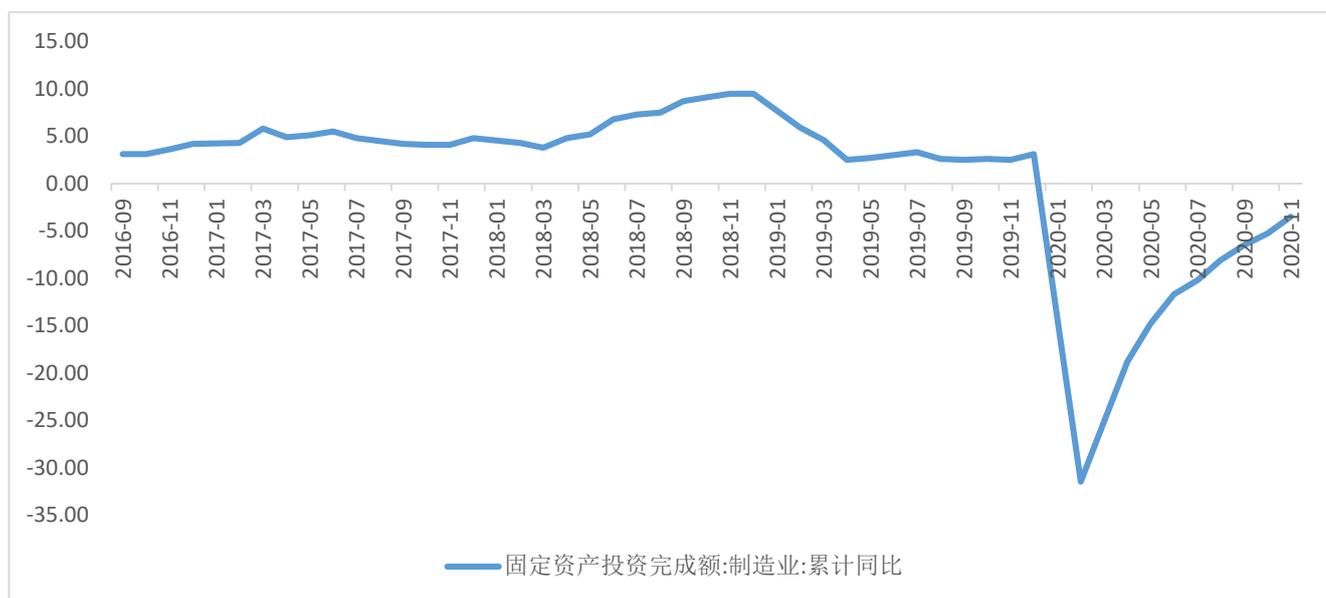
综合来看, 房地产行业监管不断趋严, “三条红线”下房企融资面临强约束, 拿地更加谨慎, 但在前期拿地和高开工的支撑下, 房地产投资在 2021 年将保持一定的韧性, 或将表现前高后低的走势, 建安投资将成为主要的拉动力量。

### 3、制造业投资将明显修复

2020 年制造业投资增速修复速度偏慢, 但也呈现出逐渐加强的趋势。疫情冲击之下, 工业生产几乎停滞, 企业盈利预期大幅下行, 制造业投资信心受到冲击。但是, 随着国内基建、地产相继恢复增长, 出口不断超预期改善, 制造业需求明显回暖, 企业盈利水平得到提升, 产能扩张的动能不断增强, 投资水平也逐渐加强。

展望 2021 年，外需有望持续性回升，加之国内消费、投资的稳步修复，制造业需求有望持续改善，企业生产迅速抬升，产能扩张的内生动力不断增强，预计 2021 年在库存周期和产能扩张需求的共振作用下，制造业投资全年有望保持强劲的增长动能。

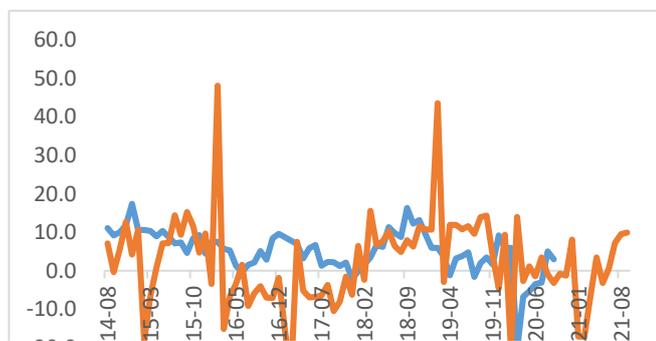
图表 16: 制造业投资修复较为缓慢



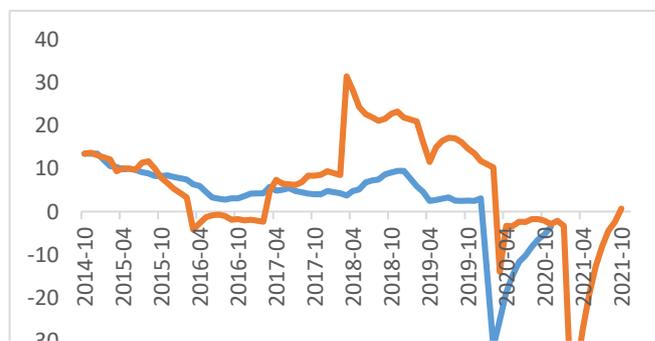
数据来源: wind

1) 需求持续改善，企业盈利不断修复。考虑到国内的制造业产品相当一部分用于出口，数据显示，出口大致领先制造业投资 1 年，可以用出口来粗略表征制造业的需求情况。尽管疫情对全球经济造成了冲击，但 2020 年出口增速保持较快的增长，表明制造业需求较为强劲，同时预示着 2021 年制造业投资将出现回暖。

图表 17: 需求回暖持续制造业投资



图表 18: 制造业利润修复



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\\_295](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_295)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn