

## 交错复苏，关注节奏

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

### 报告要点

明年全球经济总体是复苏格局，但会呈现明显的交错特征。美欧经济上半年偏弱下半年偏强，而我国相反。美欧经济不同部门的需求存在交错，国内私人投资和服务消费趋于修复，但耐用品消费可能回落。我国消费、服务业、制造业投资趋于改善，但出口与房地产投资下半年可能偏弱，而基建投资总体稳定。在交错复苏的格局下，需要密切关注节奏。

### 摘要：

**一、疫苗推广疫情逐步受控，疫情结束或需 1-2 年。** 欧美有望明年上半年基本完成疫苗接种，发展中国家进度偏慢。受限于接种意愿和疫苗产能，疫情结束或需 1-2 年。

**二、美欧私人投资与服务消费修复，但耐用品消费可能回落。** 美国不同消费类别表现差异较大，近期耐用品消费高增长，服务消费仍较弱。我们认为美国耐用品消费高增长不可持续，不过整体商品消费增速的回落相对缓慢，最新月度数据初步印证了这一点。随着疫情受控和经济改善，明年美国服务消费和国内私人投资将逐步修复。节奏上来看，预计美国上半年经济偏弱，下半年偏强。欧元区经济与美国类似。我们预计明年美国核心 PCE 总体低于 2%，美欧维持零利率及当前扩表速度。

**三、相对于潜在水平，我国经济上半年偏强下半年偏弱，与美欧错位。** 我国制造业投资仍有修复空间，工业企业盈利持续高增长将推动我国制造业投资继续修复。房地产投资明年上半年仍有韧性，下半年可能边际走弱。基建投资预计明年同比增长 3.5%，与今年增速接近。明年消费有望继续改善，服务消费及非必需消费修复是主要动力。海外供应受限是我国今年出口超预期的主要原因。预计明年出口上半年偏强、下半年偏弱，全年同比增长 6%，整体好于今年 3.5% 左右的增速。

**四、全球经济改善推升我国 PPI，猪价下降压低 CPI。** 明年全球经济总体趋于修复和改善，大宗商品价格有支撑，但整体创历史新高的可能性不大，不同商品需求会表现出结构分化的特点。预计明年上半年我国 PPI 同比快速上冲至 5.5%，下半年小幅回落。明年猪肉价格的下降压低我国 CPI 同比，预计均值在 1% 左右。

**五、我国货币维持中性，信用扩张与财政支出回归正常水平。** 预计 MLF 利率、OMO 利率、LPR 利率保持稳定，社融存量增速同比增长 11.5%，与经济增速大体匹配，较今年下滑 2 个百分点。明年新增政府债券减少但财政收入增加，财政支出不拖累经济。

**风险因素：** 病毒变异疫苗失效、国内政策收紧超预期、中美关系再起波澜



### 宏观研究团队

研究员：  
刘宾  
0755-83212741  
liubin@citicisf.com  
从业资格号：F0231268  
投资咨询号：Z0000038

联系人：  
刘道钰  
021-60816784  
liudaoyu@citicisf.com  
从业资格号：F3061482

**重要提示：** 本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

## 目 录

摘要: .....	1
一、疫苗推广疫情逐步受控, 疫情结束或需 1-2 年.....	5
二、美欧投资与服务消费修复, 耐用品消费可能回落.....	6
(一) 美国经济不同部门修复进度差异较大, 明年 GDP 增速低于潜在水平.....	6
(二) 欧元区经济与美国类似, 上半年经济偏弱下半年偏强.....	11
(三) 明年美国核心 PCE 总体低于 2%, 美欧维持零利率及当前扩表速度.....	12
三、我国经济上半年偏强下半年偏弱, 与美欧错位.....	14
(一) 明年制造业投资有望继续改善, 房地产前高后低, 基建增速与今年持平.....	15
(二) 明年消费有望继续改善, 服务消费及非必需消费修复是主要动力.....	18
(三) 明年出口整体好于今年, 上半年偏强下半年偏弱.....	20
四、全球经济改善推升我国 PPI, 猪价下降压低 CPI.....	21
(一) 全球经济修复背景下大宗商品价格有支撑, 我国 PPI 趋于回升.....	21
(二) 明年猪肉价格的下降压低我国 CPI 同比, 预计均值在 1%左右.....	23
五、我国货币维持中性, 信用扩张与财政支出回归正常水平.....	24
(一) 明年货币政策总体中性, 信用扩张回归正常水平.....	24
(二) 明年财政支出回归正常水平, 虽然新增政府债券减少但财政收入增加.....	25
六、结论: 交错复苏、关注节奏 .....	26
免责声明 .....	27

## 图目录

图表 1: 主要经济体疫苗接种计划.....	5
图表 2: 2020 年 8 月初接种新冠疫苗意愿调查.....	6
图表 3: 2020 年 10 月上旬接种新冠疫苗意愿调查.....	6
图表 4: 美国个人消费支出及其主要分项当季同比增速.....	7
图表 5: 美国消费信贷增速 .....	7
图表 6: 美国个人总收入及其分项: 折年数(十亿美元) .....	7
图表 7: 美国私人及政府总储蓄(十亿美元) .....	7
图表 8: 美国零售和食品服务销售额及其分项: 季调同比(%) .....	8
图表 9: 美国国内私人投资及其主要分项: 当季同比增速(%) .....	9
图表 10: 美国 GDP 国内私人投资及其分项占比.....	9
图表 11: 美国 NAHB 住房市场指数.....	9
图表 12: 美国新屋及成屋销售 .....	9
图表 13: 美国新建住房库存 .....	9
图表 14: 美国房价当月同比(%) .....	9
图表 15: 美国新屋开工及营建许可: 折年数.....	10
图表 16: 美国新屋开工及营建许可: 当月同比(%) .....	10
图表 17: 美国失业率与劳动参与率.....	10
图表 18: 美国领取失业金人数 .....	10

图表 19: 欧元区零售销售与工业生产同比增速 (%) .....	11
图表 20: 欧元区 GDP 及其分项: 当季同比 (%) .....	11
图表 21: 欧元区贷款增速 (%) .....	11
图表 22: 欧元区营建产出与房价指数同比 (%) .....	11
图表 23: 美国 PCE 与 CRB 现货指数当月同比 .....	12
图表 24: 美国联邦基金目标利率与核心 PCE、失业率 (%) .....	13
图表 25: 美联储与欧央行总资产 .....	13
图表 26: 2020 年 1-11 月主要经济指标的同比增速及其相对于 2019 年全年增速的变化 .....	14
图表 27: 2020 年 11 月主要经济指标的同比增速及其相对于 2019 年全年增速的变化 .....	14
图表 28: 我国制造业投资增速 .....	15
图表 29: 我国工业企业利润增速 .....	15
图表 30: 商品房销售面积增速 .....	16
图表 31: 居民户中长期贷款增速 .....	16
图表 32: 我国房贷利率水平 .....	16
图表 33: 住宅销售增速与居民中长期贷款增速 .....	16
图表 34: 70 个大中城市二手住宅价格同比 (%) .....	16
图表 35: 70 个大中城市二手住宅价格环比 (%) .....	16
图表 36: 我国房地产投资增速 .....	17
图表 37: 房屋销售、新开工和购置土地面积增速 .....	17
图表 38: 房屋新开工面积增速 .....	17
图表 39: 本年土地购置面积增速 .....	17
图表 40: 基建投资当月及累计同比增速 .....	18
图表 41: 三大类传统基建投资累计同比增速 .....	18
图表 42: 居民收入增速与调查失业率 .....	18
图表 43: 居民收入增速与消费增速 .....	18
图表 44: 1-11 月份限额以上企业消费品零售累计同比增速及其相对于 2019 年的变化 .....	19
图表 45: 11 月份限额以上企业消费品零售当月同比增速及其相对于 2019 年的变化 .....	19
图表 46: 我国出口及进口增速 .....	20
图表 47: 我国出口占主要经济体进口金额的比重 .....	20
图表 48: 我国防疫相关物资出口增速 (%) .....	20
图表 49: 我国贸易差额 .....	20
图表 50: CRB 现货综合指数 .....	21
图表 51: CRB 现货分项指数 .....	21
图表 52: 布伦特原油现货价 (美元/桶) .....	22
图表 53: 我国民航客运量同比增速 .....	22
图表 54: 我国 PPI 同比与 CRB 现货指数当月同比 .....	22
图表 55: 我国生猪存量及出栏量同比增速 .....	23
图表 56: 我国猪肉及生猪价格 .....	23
图表 57: 我国 CPI 同比及非食品同比 .....	23
图表 58: 中央经济工作会议关于货币政策的表述 .....	24
图表 59: 我国利率水平 .....	24
图表 60: 社会融资规模存量增速 .....	24

---

图表 61: 中央经济工作会议关于财政政策的表述.....	25
图表 62: 各类政府债券新增额度(亿元).....	25
图表 63: 广义财政收入及支出增速.....	25
图表 64: 主要经济指标预测值.....	26

2020年新冠疫情给全球经济带来巨大冲击，主要经济体均采取了扩张性的货币政策和财政政策。这些政策不仅支持了经济的修复，也推动了风险资产价格的上涨。2021年疫苗的接种有望使得疫情逐步得到控制。全球经济将逐步修复。不过美欧经济与我国经济运行存在错位，经济不同部门的运行也存在错位。明年对经济运行节奏的把握会至关重要。

## 一、疫苗推广疫情逐步受控，疫情结束或需 1-2 年

近期疫苗好消息极大地提振了抗疫信心，全球疫情有望逐步受到控制。欧美发达国家疫苗接种可能需要 6 个月左右，但全球疫情结束可能需要 1-2 年。

首先，欧美有望明年上半年基本完成疫苗接种，发展中国家接种进度相对偏慢。从美国、法国等欧美国家的疫苗接种计划来看，发达国家倾向于在 2021 年一季度优先对高风险人群接种疫苗，二季度为所有需要的人提供疫苗。具体的接种进度取决于疫苗供应。美国和欧洲是疫苗产量和医疗资源最为丰富的地区，疫苗接种进度相对较快。发展中国家受限于疫苗供应和医疗资源接种进度预计偏慢。

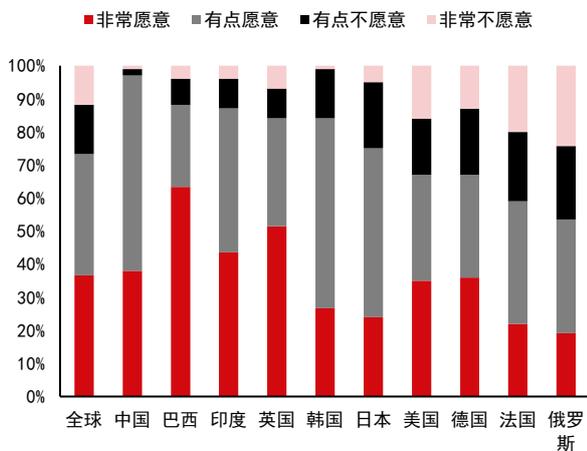
图表1：主要经济体疫苗接种计划

国家	疫苗接种计划
美国	拜登 12 月 8 号提出百日计划，2021 年一季度为 5000 万人（约 15%人口）接种疫苗。美国“曲速行动”疫苗计划首席顾问 Moncef Slaoui 博士 12 月 13 日表示，2021 年一季度约 1 亿美国人（约 30%人口）接种疫苗，期望 5-6 月份实现群体免疫，约 75%或者 80%人口具有免疫力。
法国	法国 12 月 3 号晚公布接种计划，2021 年一季度为 1500 万人（约 22%）接种疫苗；二季度其他公众可以接种疫苗。
日本	最快在 3 月前后开始
印度	印度卫生部 10 月份提出在 2021 年 7-8 月份前为 2.5-3 亿人（约 19%-23%人口）接种新冠疫苗。
巴西	巴西政府 12 月 13 号公布全国新冠疫苗接种计划，初步目标是在 2021 年上半年为 5100 万人接种疫苗，约 25%人口。

资料来源：中信期货研究部

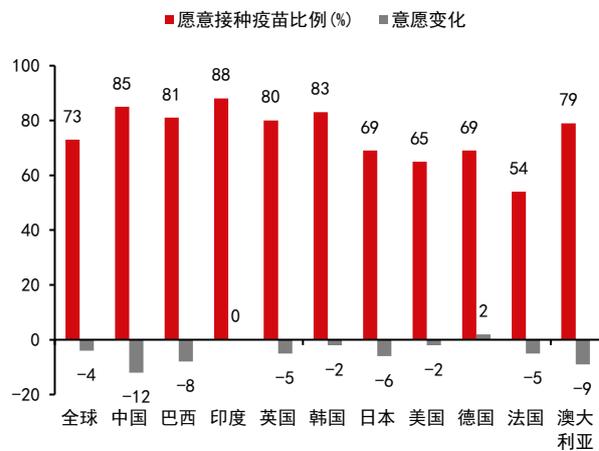
其次，受限于接种意愿和疫苗产能，全球疫情结束可能需要 1-2 年。尽管欧美国家有望在明年上半年完成疫苗接种，但全球疫情结束需要较长时间。一方面，很多国家民众的接种意愿并不是很高。根据益普索 (IPSOS) 在 2020 年 7 月 24 日至 8 月 7 号开展的调查，全球民众愿意接种疫苗的比例是 74%。我国接种意愿最高，达到 97%，新兴经济体巴西、印度等国接种意愿也较高，但美国、德国、法国等发达经济体的接种意愿并不是很高，在 59%-67%之间。益普索在 2020 年 10 月 8 号至 10 月 13 号又开展了一次调查，全球接种疫苗意愿下降 4 个百分点至 73%（上次调查 27 个国家，本次调查 15 个国家，并不直接可比较）。这可能因为随着新冠病毒致死率的下降，民众对疫情的担忧有所减弱，疫苗接种意愿也随之降低。实现群体免疫需要 70%-80%的人口产生抗体。虽然全球范围的接种意愿勉强达到群体免疫的水平，但部分国家接种意愿偏低可能导致这些国家的疫情受控需要更长时间。另一方面，全球疫苗产能有限，张文宏预计“明年在全球范围内全面实现疫苗接种目标几乎不可能”。张文宏专家预计全球疫情在 1-2 年内不会结束。

图表2：2020年8月初接种新冠疫苗意愿调查



资料来源：IPSOS 中信期货研究部

图表3：2020年10月上旬接种新冠疫苗意愿调查



资料来源：IPSOS 中信期货研究部

## 二、美欧投资与服务消费修复，耐用品消费可能回落

今年三季度以来，海外经济总体趋于修复，但不同部门修复程度差异较大。持续的疫情对海外经济构成长期的损伤，即便明年疫情能够得到基本控制，海外经济也难以修复到疫情前的水平。尽管今年三季度以来大宗商品价格普遍上涨，但我们预计明年美国核心 PCE 超过 2% 的可能性不大。在通胀可控的背景下，明年美联储和欧央行会继续维持零利率，并维持当前的购债规模。

### (一) 美国经济不同部门修复进度差异较大，明年 GDP 增速低于潜在水平

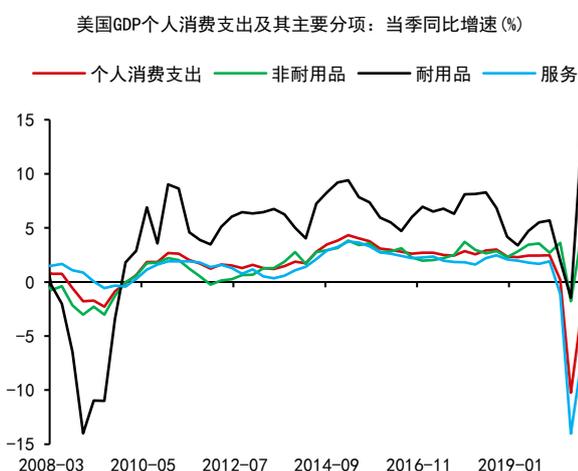
今年三季度，美国 GDP 同比下降 2.9%，增速仍明显低于去年 2% 左右的增速，反映美国经济仍存在较大的修复空间，但不同部门的修复进度差异较大。

消费方面，美国不同消费类别表现差异较大，近期耐用品消费高增长，服务消费仍较弱。今年三季度，美国个人消费支出同比减少 2.9%，与 GDP 增速基本一致。但是，商品消费和服务消费差异很大。商品消费同比增长 7.2%，显著高于去年 3.7% 的增速；服务消费同比下降 7.4%，仍远低于去年 1.8% 的增速。疫情对服务消费的抑制是最显著的，美国服务消费同比显著下降符合预期。但是，三季度商品消费显著高于去年是超出预期的。商品消费分为耐用品消费和非耐用品消费。今年三季度美国耐用品同比增长 12.9%，远高于去年 4.8% 的增速；非耐用品消费同比增长 4.2%，略高于去年 3.1% 的增速，耐用品消费远好于非耐用品消费。

我们认为美国耐用品消费高增长不可持续，明年增速可能有所回落。为什么美国三季度耐用品消费增长非常高呢？一种可能性是低利率刺激了消费信贷和耐用品消费。但是截至今年 10 月份，美国消费信贷增速仍处于较低的水平，低利率对耐用品消费的激励作用尚未体现。另一种可能性是疫情使得耐用品消费暂时性增加，比如居民减少公共交通出行，更多地自驾出行，对汽车消费的需求增加；

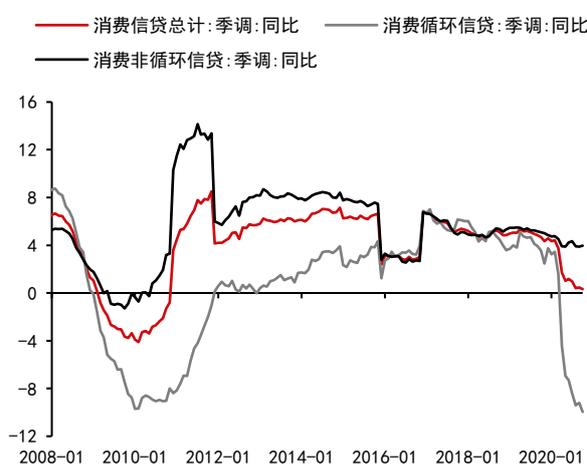
长时间居家增加了对家电的需求。随着疫情的受控，这类需求会逐步减少。此外，我们认为二季度美国财政刺激的滞后影响对拉动耐用品消费也具有重要作用。二季度美国个人转移支付收入大幅增长，并带动个人总收入超过疫情前水平，但由于疫情对消费的抑制居民个人消费支出反而同比减少 10.2%。收入高于支出的部分被居民储蓄下来。三季度随着消费信心增强，这部分储蓄释放，支持了耐用品消费的高增长。前期过度储蓄的释放是暂时的，美国政府对居民的转移支付也会逐步减少，这也意味着美国耐用品消费的高增长可能难以持续。不管是疫情因素，还是财政刺激的滞后影响，均是不可持续的。虽然未来美欧可能推出进一步财政刺激，但力度会减弱。虽然三季度居民仍有过度储蓄，但过度储蓄的释放总体也是递减的。中长期来看，未来低利率可能拉动消费信贷，从而拉动耐用品消费，但这个过程相对缓慢。综合考虑，美国耐用品消费高增长难以持续。

图表4：美国个人消费支出及其主要分项当季同比增速



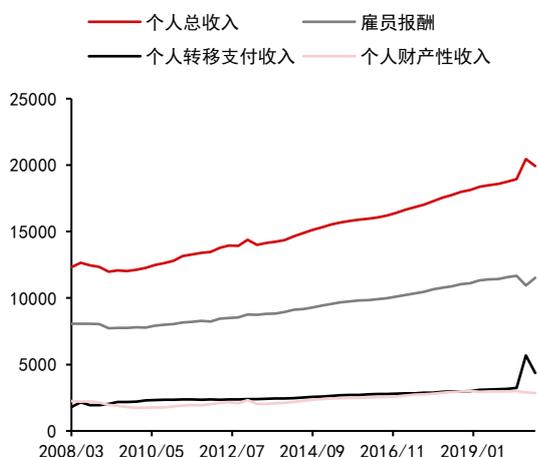
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表5：美国消费信贷增速



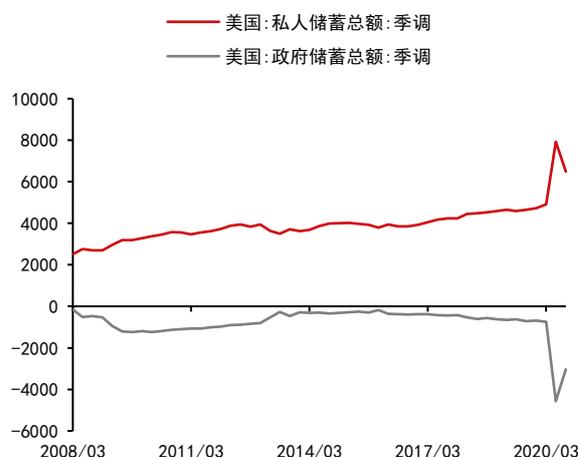
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表6：美国个人总收入及其分项：折年数(十亿美元)



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表7：美国私人及政府总储蓄(十亿美元)



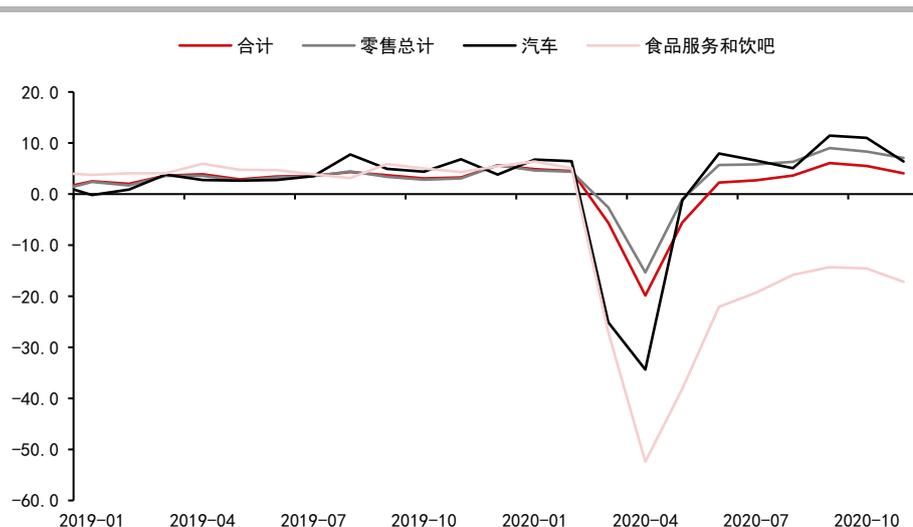
资料来源：Wind 中信期货研究部

最新月度数据印证美国耐用品消费有所走弱，但整体零售消费仍显著好于疫情前水平，预计美国整体商品消费增速的回落相对缓慢。11月美国汽车销售明显走弱，同比增长6.4%，显著低于前2个月11%的增速，略高于去年四季度5%的增速，明显高于去年平均3.7%的增速。不过，11月零售同比增长7.1%，略低于前两个月9.0%、8.3%的增速，但仍显著好于去年平均3.3%的增速。我们预计美国整体商品消费增速的回落可能相对缓慢。一方面，财政补贴对消费的支撑不会很快大幅下降；另一方面，随着美国经济修复和居民收入增长，低利率对消费的激励作用会逐步体现。

随着疫情逐步受控，明年美国服务消费修复空间较大。目前疫情对服务消费的抑制仍相当显著。随着明年上半年美国疫苗推广，疫情逐步受控，服务消费有望逐步修复。

综合来看，明年美国消费整体趋于改善。服务消费占美国GDP的比重高达44.6%，这一部分消费的修复对美国经济的拉动作用会较为显著。耐用品消费的高增长虽然不可持续，但占经济比重仅9.3%。服务消费的修复会占据主导。

图表8：美国零售和食品服务销售额及其分项：季调同比(%)



资料来源：Wind 中信期货研究部

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\\_702](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_702)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn