

# 增长回升通胀可控 改革创新谋求发展

## ——2021 年宏观经济报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2020 年 12 月 18 日

### 证券分析师

周喜

022-28451972

### 相关研究报告

- 回首 2020 年，新冠肺炎疫情的发展以及各国政府的应对成为各国疫情发展及经济演变的主导因素。立足当前，展望 2021 年的世界、特别是中国经济，疫情和政策依旧是绕不过去的关键所在。
- 就外部环境而言，随着疫情逐步得到控制，2021 年全球经济将迎来不同程度的复苏，IMF 预测全球产出将增长 5.2%，略高于 2019 年水平。尽管如此，政策呵护依旧难消，不仅货币刺激的护航仍将延续，而且 2021 年财政刺激规模在大幅缩减后仍远高于往年的常规水平。
- 就内部环境而言，在净出口方面，货物贸易顺差的回落叠加服务贸易逆差的加大将拖累净出口，使其对 2021 年 GDP 增长形成压制；在内需方面，制造业投资和消费将成为需求增长的核心看点，其累计同比增速有望回升至 12% 和 15% 附近，房地产投资增速在“房住不炒”原则不断强调下将小幅回落至 6% 以内，基建投资则因其“补位”作用而继续呈现相机抉择的态势，增速抬升有限；在生产方面，综合考虑基数效应、内外需改善及库存回补的多重利好，其同比增速有望回升至 8% 以上。于是，虽然净出口将对 GDP 增长产生些许拖累，但是固定资产投资和消费增速回升明显，叠加库存回补带来的正向刺激，2021 年 GDP 实际增速有望超过 8%。
- 就通胀环境而言，CPI 翘尾在 2021 年将产生拖累，而且其环比增速也将继续受制于猪肉价格回落，全年同比增速将回落至 1.5% 以内；在 PPI 方面，尽管考虑到随着疫情的逐步受控，快速恢复的需求有望被逐步启动的供给所承接，生产资料价格涨幅将逐步趋缓，进而推动 PPI 月环比逐步回落，但是 PPI 翘尾将在 2021 年贡献近 1 个百分点的涨幅，所以其年度同比增速将超过 1.5%。
- 就调控政策而言，在“稳增长”基本盘渐趋牢固后，“稳中求进”原则下，“进”的优先级逐步提升，“调结构、防风险”在政策调控表述中的频次不断增多。此外，面对“国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”这一新发展格局的构建诉求，传统的财政货币刺激显然无法实现，供给和需求两侧的结构改革是实现这一诉求的不二法则。货币、财政刺激力度的回收以及改革的加力，又将成为未来一段时期政策调控的组合方式。

风险提示：国际疫情发展超预期

## 目 录

1. 疫苗接种相继展开 全球经济逐级恢复 .....	5
1.1 疫情数据日渐好转 疫苗研发态势良好 .....	5
1.2 财政刺激将减量 货币刺激难回收 .....	7
2. 需求决定增长形态 供给主导通胀预期 .....	9
2.1 需求回升 VS 供给替代 出口增速逐级回落 .....	9
2.2 内需恢复持续推进 关注制造业和消费 .....	11
2.3 工业生产保持强劲 库存回补增加动力 .....	15
2.4 通胀数据难起波澜 供给受限需加留意 .....	15
3. 稳增长让位调结构 供给需求两侧同发力 .....	17
3.1 刺激收力缓缓到来 结构优化或仍延续 .....	17
3.2 以改革创新谋发展 供给需求动态平衡 .....	19

## 图 目 录

图 1: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据 .....	6
图 2: 亚洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据 .....	6
图 3: 欧洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据 .....	6
图 4: 美洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据 .....	6
图 5: 11 月主要股指显著反弹 .....	6
图 6: 11 月贵金属价格明显走弱 .....	6
图 7: 世界主要经济体 2021 年赤字率显著回落 .....	8
图 8: 货币刺激易放难收 .....	8
图 9: 进出口累计同比增速 .....	9
图 10: 中国对主要经济体出口增速 .....	9
图 11: 中国对主要经济体出口占比 .....	10
图 12: 中国对主要经济体出口占比 (年度) .....	10
图 13: 净出口对 GDP 拉动率逐季回升 .....	10
图 14: 中国服务贸易逆差有望扩大 .....	10
图 15: 固定资产投资同环比增速 .....	11
图 16: 房地产投资累计同比 .....	11
图 17: 基建投资累计同比 .....	11
图 18: 制造业固定资产投资累计同比依旧为负 .....	11
图 19: 消费投资累计同比依旧负增长 .....	11
图 20: 城镇消费恢复更为缓慢 .....	11
图 21: 制造业产能利用率逐季回升 .....	12
图 22: 规模以上工业企业利润率逐月走高 .....	12
图 23: 2016 年后产能利用率和制造业投资增速 .....	12
图 24: 疫情防控见效后制造业投资显著回升 .....	12
图 25: 施工面积累计同比增速微幅回落 .....	13
图 26: 待销售面积仍同比提升 .....	13
图 27: 土地购置面积同比降幅扩大 .....	13
图 28: 居民杠杆率持续提升 .....	13
图 29: 餐饮收入同比增速恢复缓慢 .....	14
图 30: 线上消费恢复明显 .....	14
图 31: 失业率一度显著提升 .....	14
图 32: 可支配收入实际累计同比下降 .....	14
图 33: 营业收入与产成品库存同比增速剪刀差收窄 .....	15
图 34: 规模以上工业企业库销比有望加速回落 .....	15
图 35: 2021 年 CPI、PPI 翘尾演变 .....	16
图 36: 2021 年 CPI、PPI 当月同比演变 .....	16
图 37: 十年期国债收益率 .....	17
图 38: Shibor 利率走势 .....	17
图 39: 产业债信用利差中位数 .....	17
图 40: 金融机构人民币贷款加权平均利率 .....	17

---

图 41: 财政当月收支情况.....	19
图 42: 财政收入分类别同比增速.....	19
图 43: 主要税种收入同比增速.....	19
图 44: 全国政府性基金支出当月同比.....	19
图 45: 实体经济杠杆率显著提升.....	20
图 46: 居民杠杆率持续走高&企业杠杆率有所回落.....	20
图 47: 地方政府依旧是政府杠杆率抬升的主力.....	20
图 48: 金融部门负债方杠杆率由降转升.....	20

## 表 目 录

表 1: 2021 年世界及主要经济体总产出增速概览.....	7
表 2: 2021 年世界贸易增长情况概览.....	10

回首 2020 年，新冠肺炎疫情的发展以及各国政府的应对成为各国疫情发展及经济演变的主导因素。立足当前，展望 2021 年的世界、特别是中国经济，疫情和政策依旧是绕不过去的关键所在。

对于外部经济而言，近 9 个月的抗疫事实表明，欧美等地区疫情的阻断唯有依赖于疫苗接种的顺利推进，社交阻断在这些地区显然无法有效实施，而且考虑到疫苗的产能瓶颈以及疫情对经济的次生危害，欧美经济的爬坑之旅将较为漫长，政策的呵护依旧至关重要。

对于国内而言，严防死守的疫情防控效果良好，而且对生产的冲击也已经基本消除，但是后疫情时代的消费恢复则较为缓慢，即使在限制消费的政策性因素逐步解除后，心理层面的担忧也将继续对线下消费产出持续的制约；在调控方面，基于“稳中求进”的总体原则，在“稳”的基础渐趋牢固后，“进”的优先级必然进阶，“调结构、控风险”就顺理成章地成为了 2021 年度政策调控的关键词。

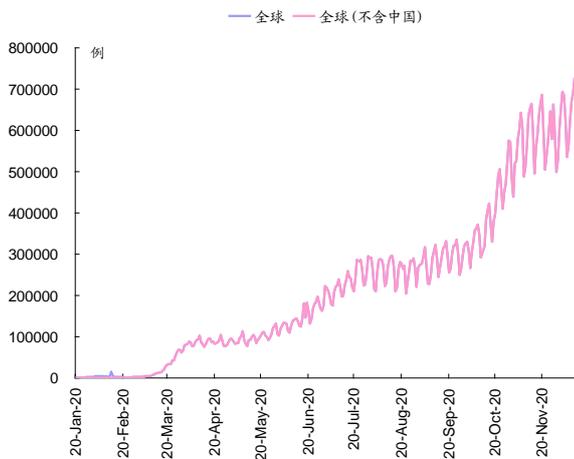
## 1. 疫苗接种相继展开 全球经济逐级恢复

### 1.1 疫情数据日渐好转 疫苗研发态势良好

数据显示，全球新冠肺炎日新增病例数的快速爬升在 11 月下旬后有所中止，其中欧洲主要国家日新增病例数高点出现在 11 月初，而且欧洲地区的部分国家已经开始进行新冠肺炎疫苗的接种，其防疫前景渐趋乐观；相较于此，美国疫情的第三个高峰仍在探寻之中，防疫形势较为不堪；亚洲地区中印度的防疫态势持续向好，而日、韩两国的反复仍在恶化之中。尽管地区疫情数据涨跌互现，但是就全球范围而言，日新增病例数在经过近两个月的快速走高后，快速抬升的趋势再度停滞。

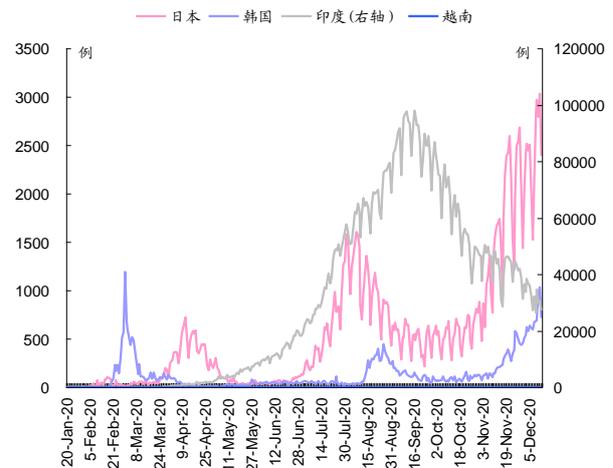
对于疫苗接种，我们一方面承认其对疫情防控的显著利好，但同时也应注意到疫苗产能不足对该利好的制约，2021 年发达经济体将成为疫苗接种的首批受益者，而发展中国家的接种时点会较晚，疫苗所带来的利好将由发达经济体逐步向发展中经济体过度。简而言之，即便不考虑新冠肺炎病毒变异等不利冲击，2021 年疫苗接种将首先推动发达经济体复苏的展开，而发展中经济体，在一段时期内则仍需以人员限流的方式对疫情加以防控。

图 1: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据



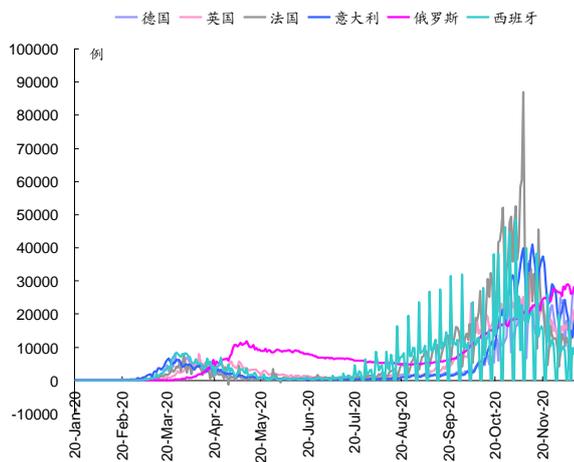
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 2: 亚洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据



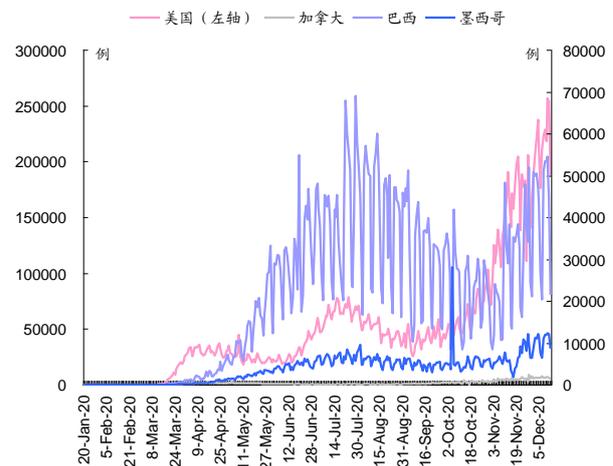
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 3: 欧洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据



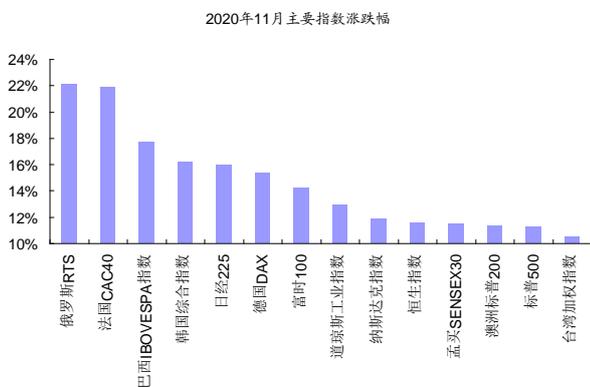
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 4: 美洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据



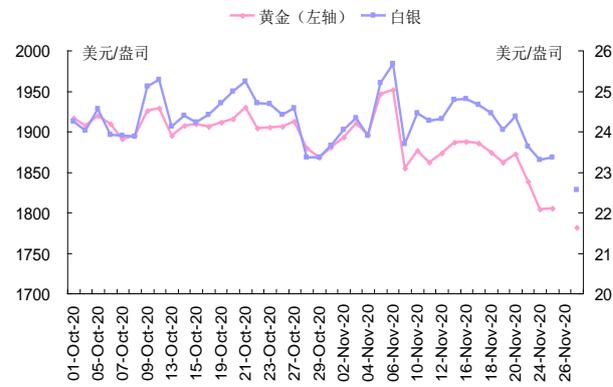
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 5: 11 月主要股指显著反弹



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 6: 11 月贵金属价格明显走弱



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

随着疫情逐步得到控制,2021 年全球经济将迎来不同程度的复苏,IMF 在其 2020

年 10 月发布的经济预测中指出，2021 年全球产出将增长 5.2%，考虑到 2020 年 4.4% 的收缩，2021 年全球总产出将略高于 2019 年水平。然而，产出恢复呈现出明显的地区（或国别）差异，一方面，发达经济体的恢复力度弱于新兴市场国家；另一方面，发达经济体中美国一枝独秀，基本可以恢复至 2018 年的产出水平，而英国最弱仅为 2018 年的 97%，新兴市场国家中，中国复苏依旧强劲，其总产出将达到 2019 年的 1.1 倍，而东盟 5 国复苏力度虽弱于印度，但因 2020 年所受疫情冲击较弱，其 2021 年总产出仍超过 2019 年，印度则仅为 2019 年总产出的 97.59%，受疫情冲击较严重的巴西、墨西哥和南非 2021 年的复苏则明显势弱。

**表 1：2021 年世界及主要经济体总产出增速概览**

单位：%	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年总产出 /2019 年总产出
世界	3.5	2.8	-4.4	5.2	100.57
发达经济体	2.2	1.7	-5.8	3.9	97.87
美国	3.0	2.2	-4.3	3.1	98.67
欧元区	1.8	1.3	-8.3	5.2	96.47
日本	0.3	0.7	-5.3	2.3	96.88
英国	1.3	1.5	-9.8	5.9	95.52
加拿大	2	1.7	-7.1	5.2	97.73
其他发达经济体	2.7	1.7	-3.8	3.6	99.66
新兴经济体	4.5	3.7	-3.3	6.0	102.50
中国	6.7	6.1	1.9	8.2	110.26
印度	6.1	4.2	-10.3	8.8	97.59
东盟 5 国	5.3	4.9	-3.4	6.2	102.59
俄罗斯	2.5	1.3	-4.1	2.8	98.59
巴西	1.3	1.1	-5.8	2.8	96.84
墨西哥	2.2	-0.3	-9.0	3.5	94.19
南非	0.8	0.2	-8.0	3.0	94.76

资料来源：IMF，渤海证券研究所

## 1.2 财政刺激将减量 货币刺激难回收

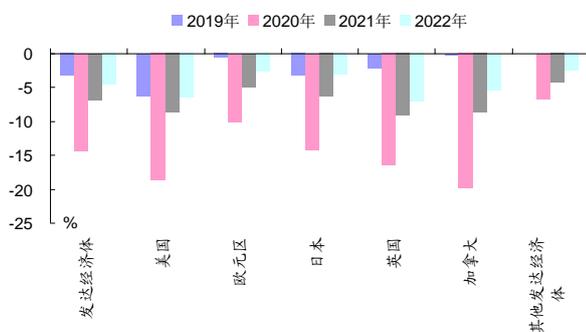
随着发达经济体疫苗接种后疫情冲击逐渐消退，内生性增长动力有望强化，以财政刺激补足需求的内在诉求将随之减退，IMF 预测 2021 年发达经济体的财政赤字率将显著回落，即便考虑其 GDP 水平的回升，总的财政支出也将大幅下降，但绝对量规模仍远高于 2019 年水平。

与之不同的是，货币政策在 2021 年的退出则更显迟缓和温和：一方面，正如美

联储前主席耶伦在全球央行大会上所言，货币政策存在非对称性，这就使得货币刺激的退出必须审慎，急于求成极易导致风险的二次爆发；另一方面，在发达经济体政府杠杆率普遍高企的情况下，货币政策保驾护航的诉求依旧明显。回顾2008年次贷危机后美欧日三大央行资产负债表变动情况可见，尽管美欧央行都曾出现过缩表行为，但是一方面缩表开启均经过了长期的等待，另一方面，缩表的力度极其温和、审慎。

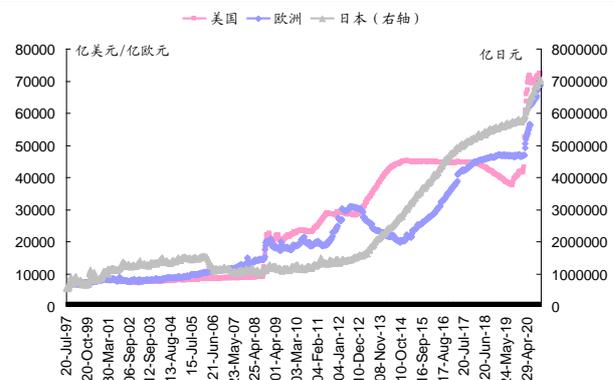
因此，2021年尽管发达经济体将在疫苗干预的利好作用下，实现经济的复苏，但是政策呵护依旧难消，不仅货币刺激的护航仍将延续，而且即便大幅缩减，2021年的财政刺激规模也远高于2019年等的常规水平。

图 7：世界主要经济体 2021 年赤字率显著回落



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 8：货币刺激易放难收



资料来源：Wind，渤海证券研究所

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\\_754](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_754)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn