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，过快转向可能将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

国贸投研

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。

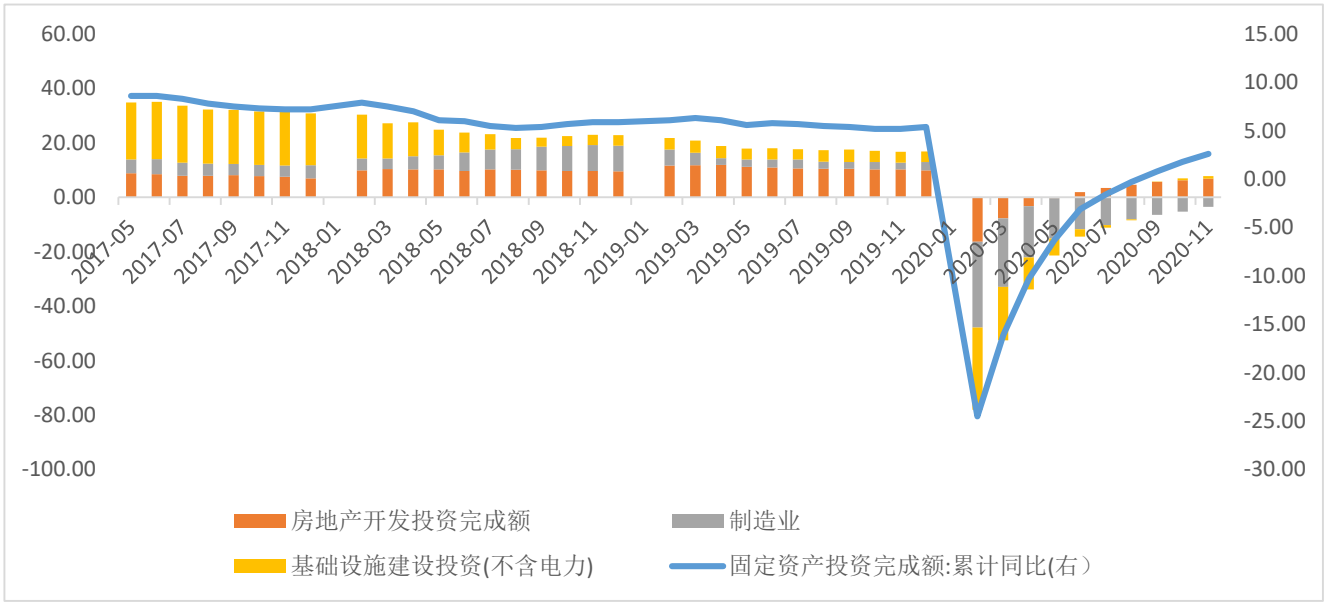
展望 2021 年，作为建党 100 周年和“十四五”开局之年，国内经济有望持续稳健复苏，制造业投资和消费将成为新的亮点，食品价格走弱将拖累 CPI 同比增速，而全球经济复苏将带动 PPI 快速修复，宏观政策将逐步回归常态化，财政政策保持积极但力度有所下降，货币政策料将温和收紧。

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



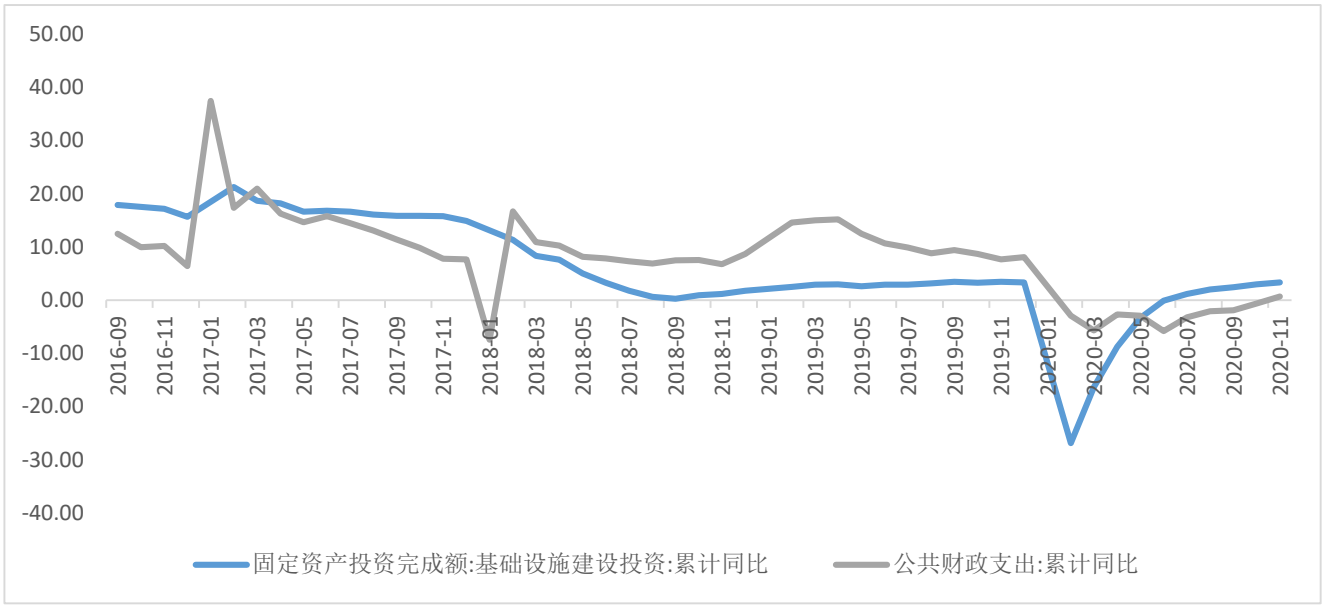
数据来源：wind

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

专业·诚信·进取·共赢

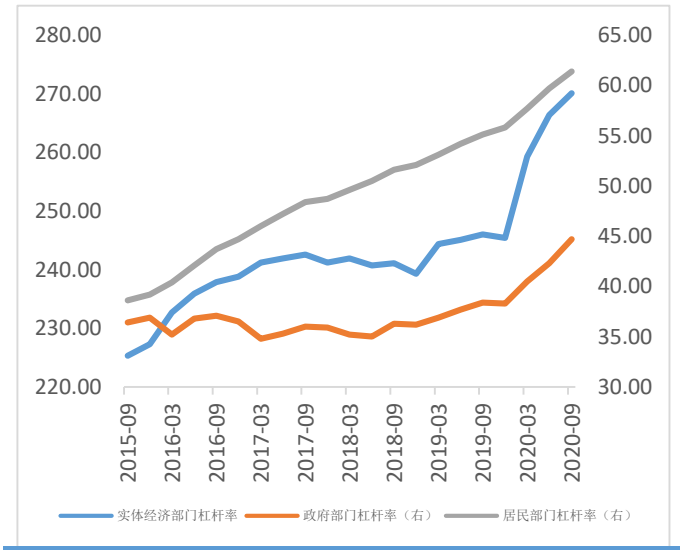


数据来源：wind

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。

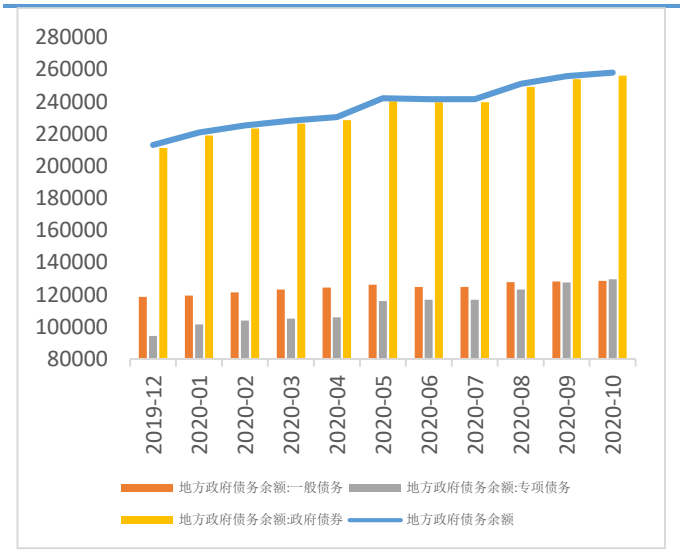
1）政策基调回归“稳杠杆”，财政发力空间或有限。为了对冲疫情的影响，逆周期政策力度显著加大，我国宏观杠杆率快速上升，地方政府债务余额明显增加，债务风险积聚；随着经济的复苏，政策基调重新回到“稳杠杆”，对地方政府债务监管、地方专项债的规范都将趋严，财政赤字率和专项债规模都将出现下降，叠加地方政府偿债压力明显提升，再融资能力或受限，进而对基建投资的资金来源产生影响。

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

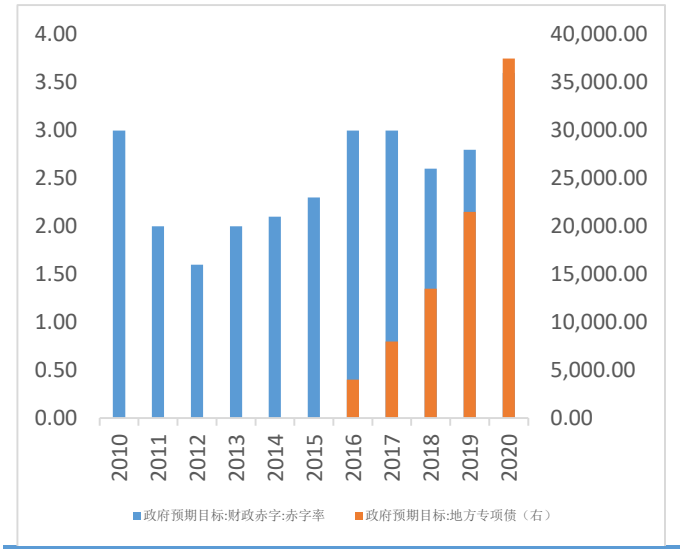


数据来源：Wind

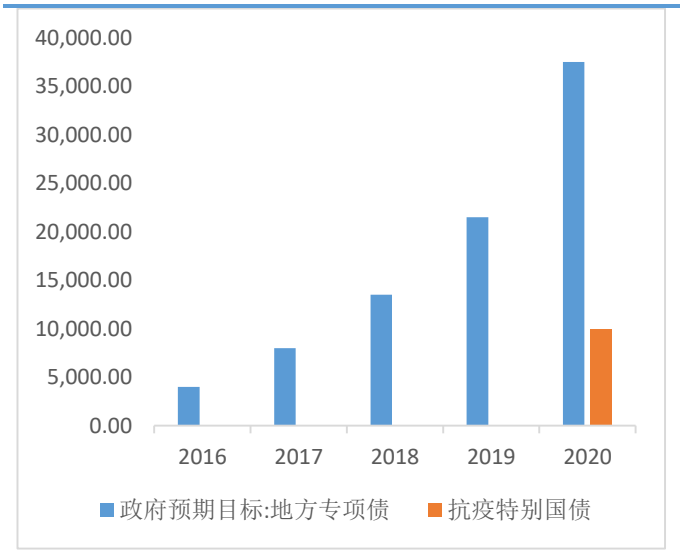
图表 5：政府财政赤字或下降

图表 6：地方专项债发行状况

专业·诚信·进取·共赢



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

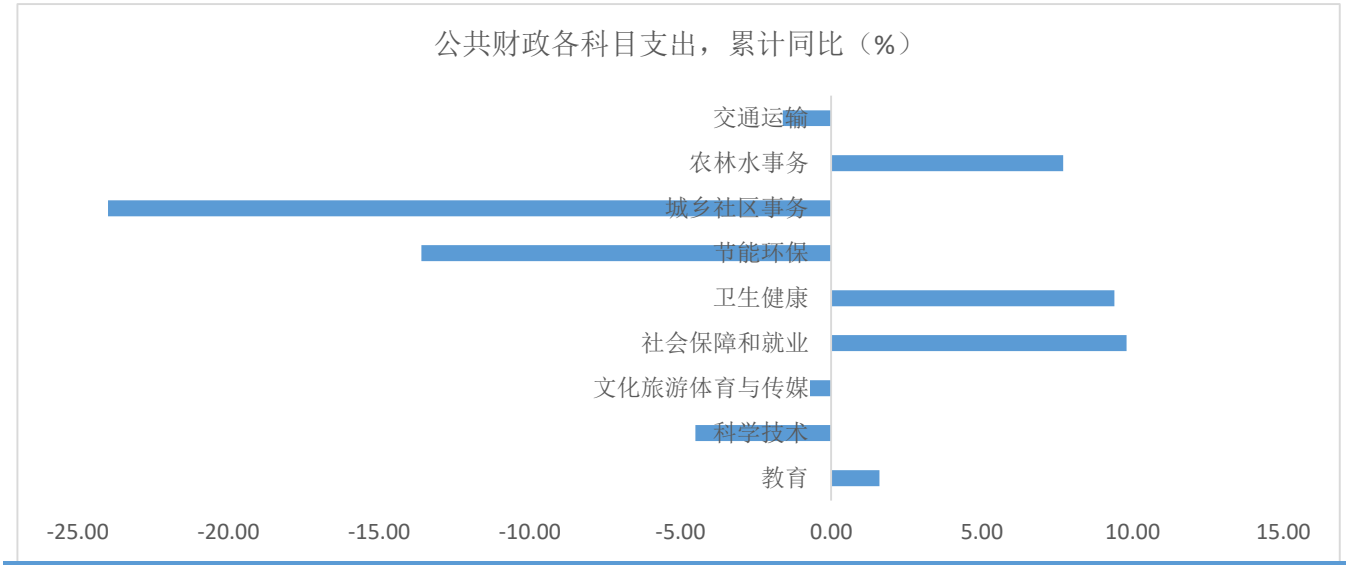
时间	文件/会议	主要内容
2019 年 6 月	《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》	允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 9 月	国务院常务会议	提前下达专项债额度；将专项债用作项目资本金的领域扩展到交通、能源、冷链物流等；专项债额度向前期准备充分、具备开工条件的地方倾斜
2020 年 3 月		专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的 比例从 20%提升至 25%
2020 年 7 月	《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》	鼓励发行长期专项债券；赋予地方一定自主权，对因准备不足短期内难以建设实施的项目，允许省级政府及时调整用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

专业·诚信·进取·共赢



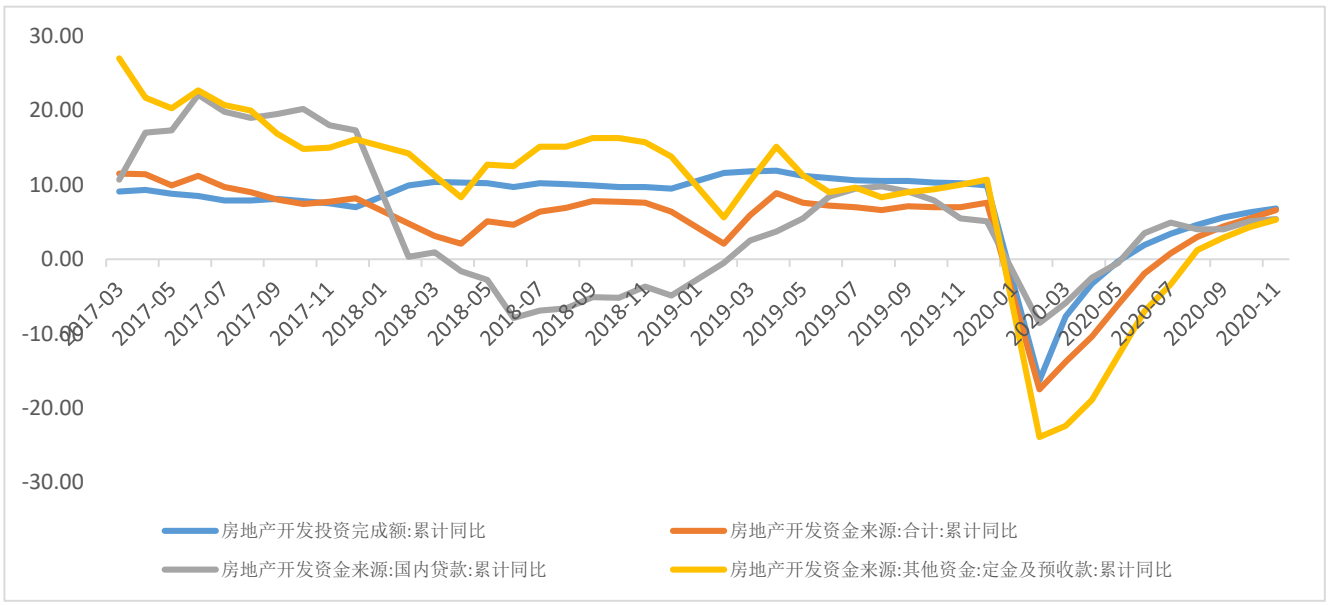
数据来源：wind

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



数据来源：wind

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。

专业·诚信·进取·共赢

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。

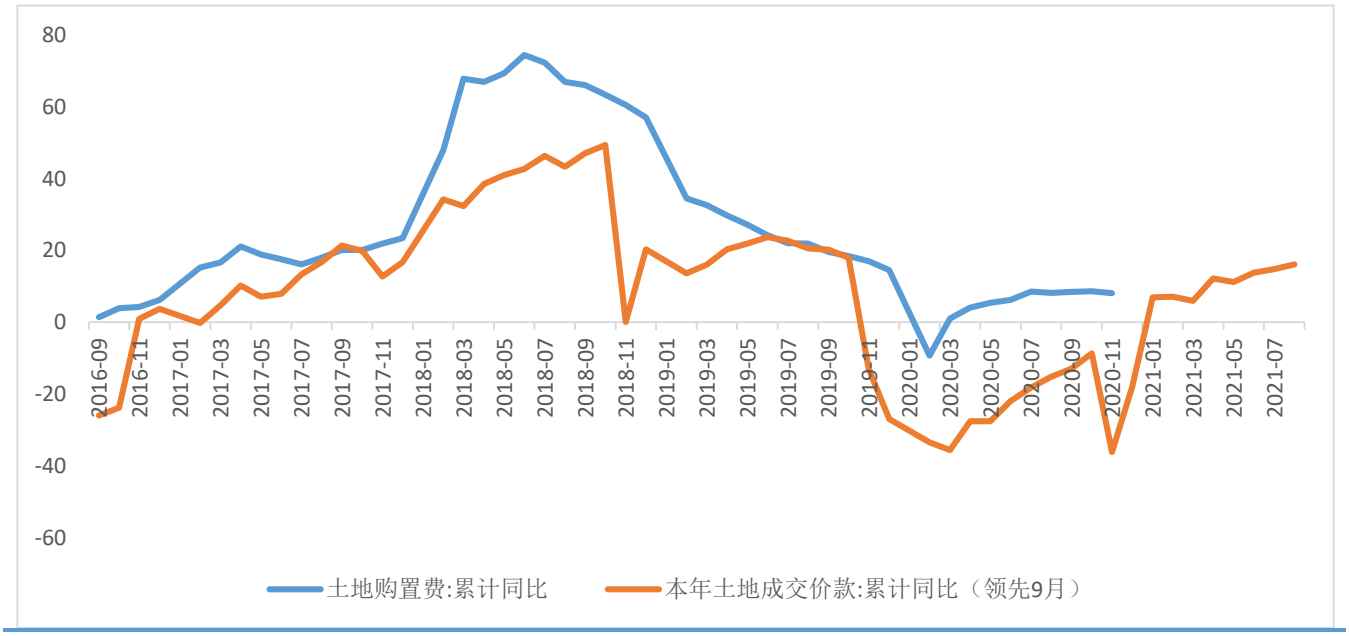
图表 10：地产调控三条红线

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%
	1	有息负债年增速上限为 10%
红线二：净负债率大于 100%	2	有息负债年增速上限为 5%
红线三：现金短债比小于 1 倍	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



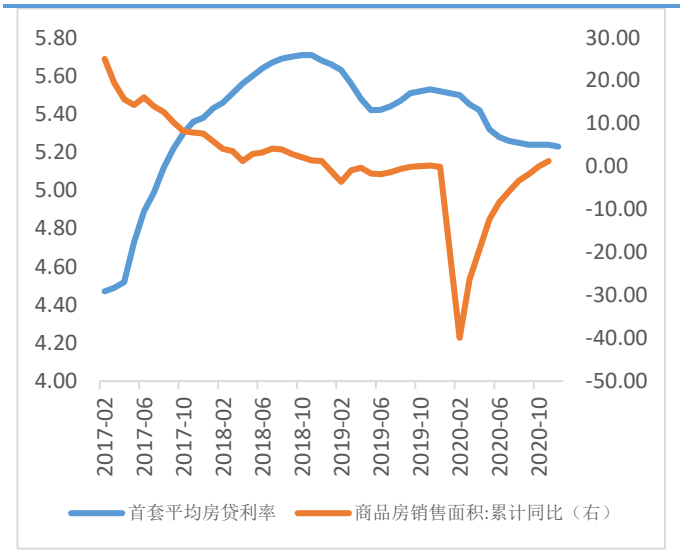
数据来源：wind

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。

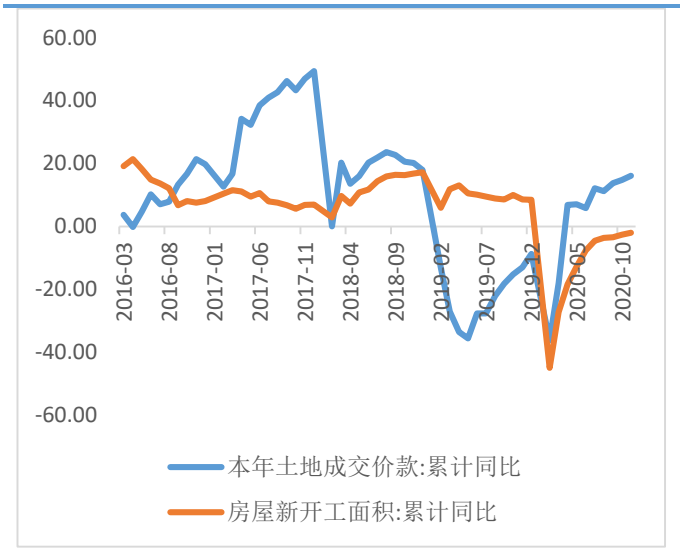
图表 12：地产销售快速修复

图表 13：地产保持高开工

专业·诚信·进取·共赢



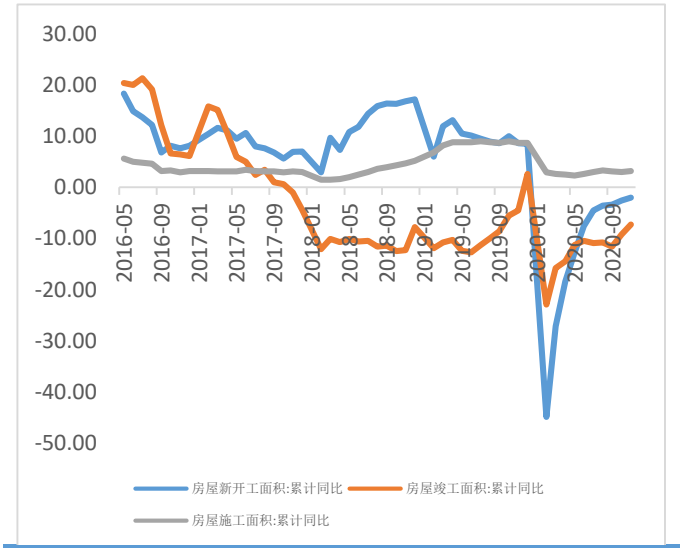
数据来源：Wind



数据来源：Wind

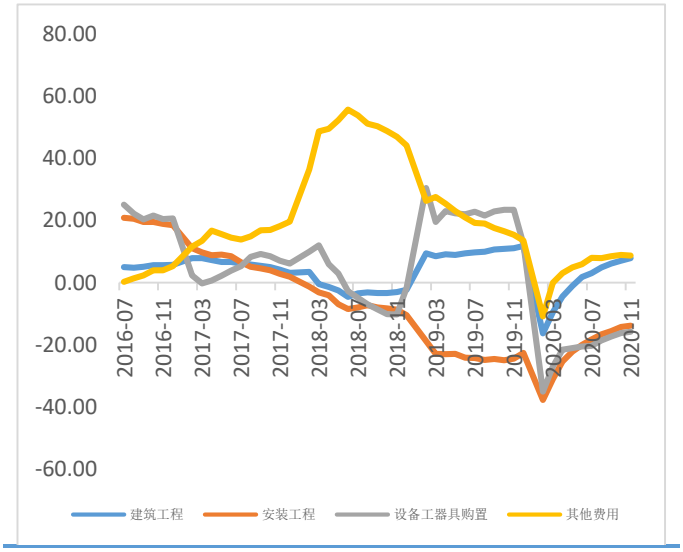
3）建安投资或成为拉动地产投资的力量。从建安工程看，2020 年前 11 月建筑工程累计同比增 7.9%，而同期安装工程累计同比下降 13.90%，说明房地产项目进度仍在加快推进，项目进度仍主要集中于土木工程阶段，还没有大规模进入竣工阶段。主要是因为受疫情影响，存量项目施工进度落后于计划进度，预计 2021 年房企又将面临着较强的竣工压力，建安工程的安装工程增速也有望出现较为明显正增长，从而支撑地产投资保持一定的韧性。

图表 14：地产新开工、施工、竣工面积增速



数据来源：Wind

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

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。

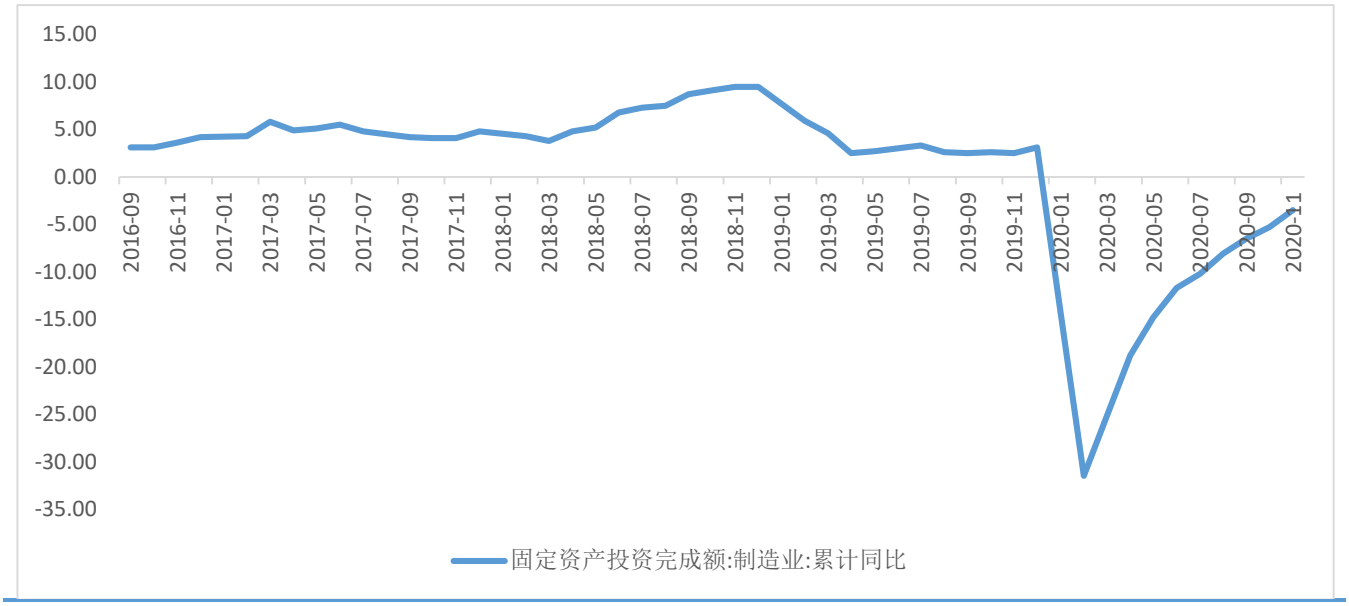
3、制造业投资将明显修复

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。

专业·诚信·进取·共赢

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。

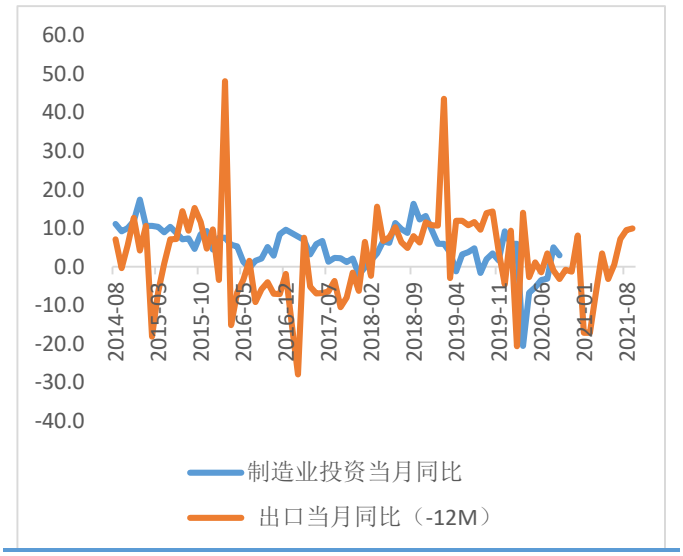
图表 16：制造业投资修复较为缓慢



数据来源：wind

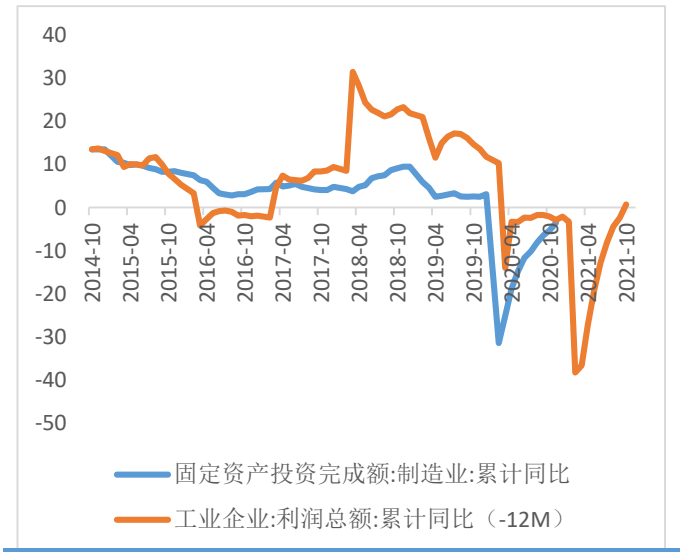
1）需求持续改善，企业盈利不断修复。考虑到国内的制造业产品相当一部分用于出口，数据显示，出口大致领先制造业投资 1 年，可以用出口来粗略表征制造业的需求情况。尽管疫情对全球经济造成了冲击，但 2020 年出口增速保持较快的增长，表明制造业需求较为强劲，同时预示着 2021 年制造业投资将出现回暖。

图表 17：需求回暖持续制造业投资



数据来源：Wind

图表 18：制造业利润修复



数据来源：Wind

此外，制造业的盈利状况则领先投资约 12 个月，2020 年 1-10 月，工业企业利润累计同比上涨 0.70%（2019 年同期为下降 2.9%），企业盈利能力明显改善。从整个工业企业的运营周期来看，企业盈利改善后将提升投资扩张的动力，意味着企业利润的修复是 2021 年制造业投资回升的一个刺激因素。

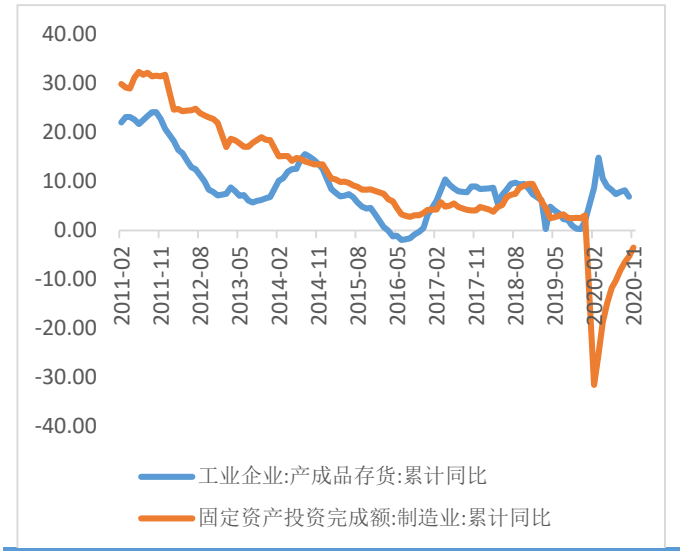
2）补库需求提升，企业存在产能扩张的需求。2020 年以来受强劲需求的推动，工业品库存持续去化，短期来

专业·诚信·进取·共赢

看，中国供给侧优势仍存，出口修复、消费回升的确定性相对较强，供需格局有望延续改善，2021 年有望进入新一轮的补库周期，料将带动制造业投资修复。

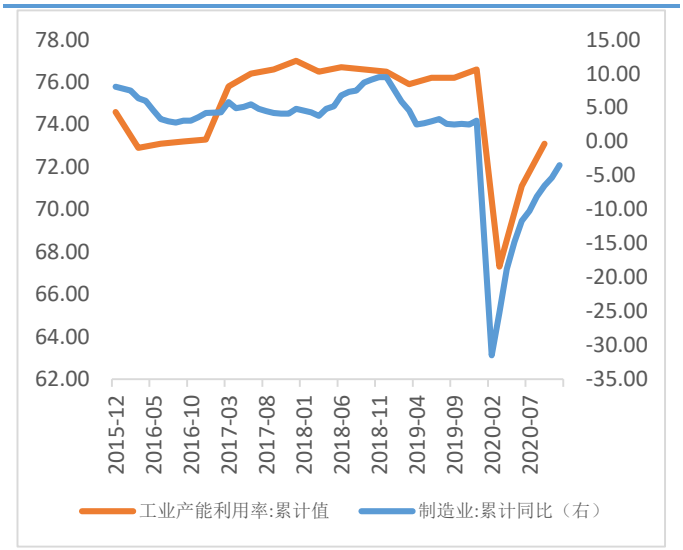
一般而言，产能利用率领先制造业投资一年左右的时间，至 2020 年三季度，产能利用率快速提升至 77.2%，接近 2017 和 2019 年的高点。在补库需求的提振下，若未来产能使用紧张，将进一步推动制造业投资的修复。

图表 19：补库需求与制造业投资



数据来源：Wind

图表 20：产能利用率提升



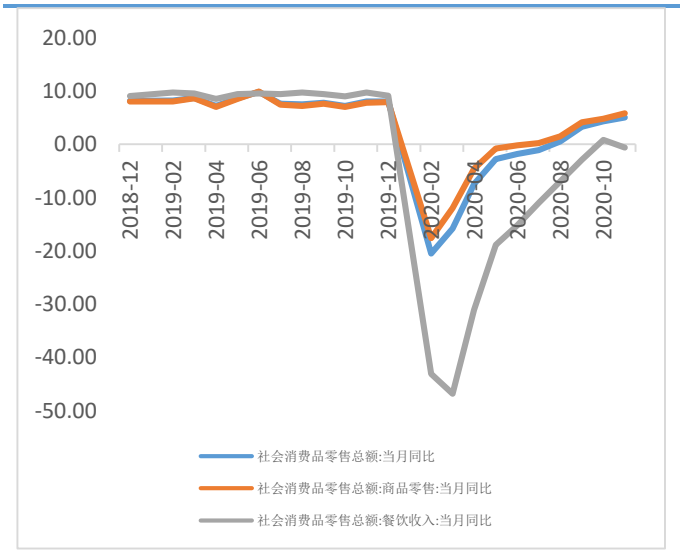
数据来源：Wind

综合来看，随着需求的不断改善，以及企业利润的回暖，制造业企业存在扩张产能的需求，2021 年有望在库存扩张周期的驱动下迎来明显的修复。

2、消费---加快复苏

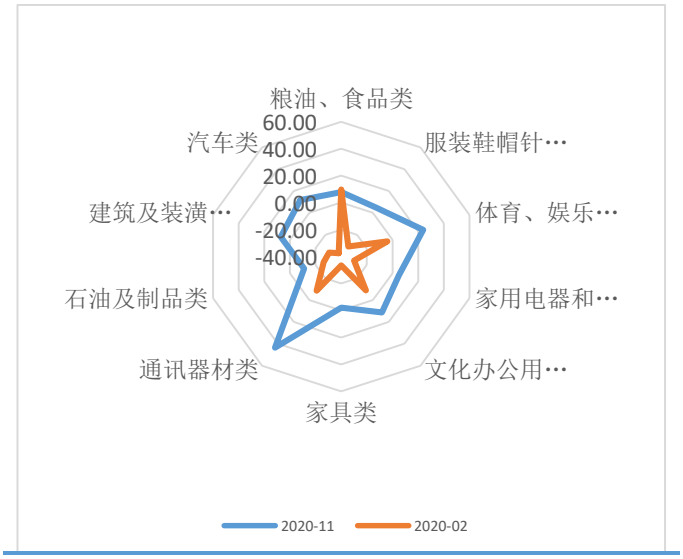
2020 年在新冠疫情的冲击下，居民消费增速大幅下降，前 11 月累计同比-4.8%，明显低于其他需求的恢复速度。当年非典时期消费用了两个季度才回到原先的增速中枢，本轮疫情后，社会消费品网络零售恢复较快，餐饮消费恢复较慢，全年居民消费增速大幅下降。

图表 21：社会消费恢复较为缓慢



数据来源：Wind

图表 22：居民消费恢复缓慢



数据来源：Wind

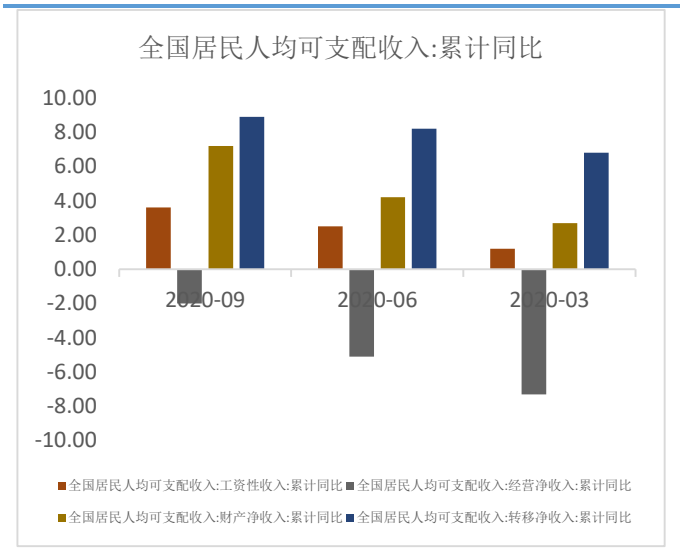
专业·诚信·进取·共赢

本次疫情对居民消费的冲击有两个链条，一条是企业裁员或降薪 ->居民收入减少 ->居民消费支出减少；另外一条是，疫情时不时局部暴发，导致聚集性消费减少且恢复缓慢，餐饮、电影、旅游等消费首当其中。

不过，当前国内疫情基本得到控制，疫苗研发进展顺利，餐饮、电影、旅游等聚集性消费明显增加。而“稳就业、保民生”是首要的政策目标，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，居民短期贷款创下 5 年同期新高，2021 年消费有望继续回暖。

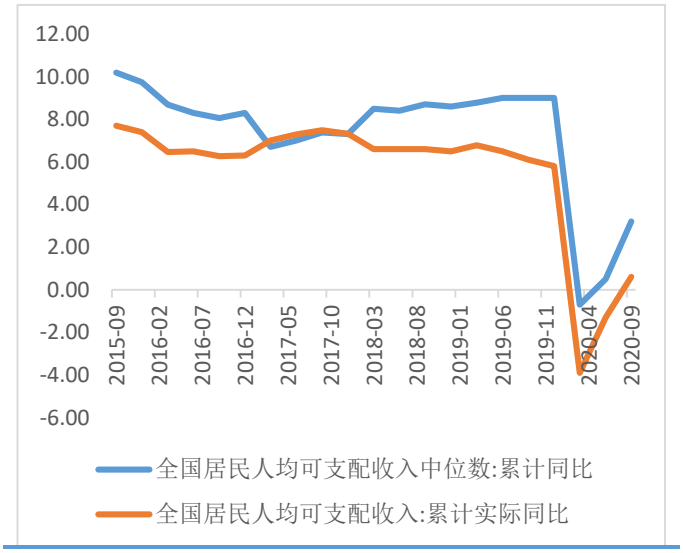
1）收入持续改善，有效刺激消费回暖。从全国居民可支配收入结构看，2020 年由于资本市场表现较好，以及精准扶贫、稳就业保民生等一系列政策影响下，财产净收入和转移净收入在疫情后增速较快恢复，经营净收入连续三个季度负增长，而占比最大的工资性收入前三季度增速回升幅度较小。这也反映了疫情对拥有更多资产的高收入群体的收入影响更小，对更多依赖工资性收入的工薪阶层的收入影响更大。截止 2020 年第三季度，居民可支配收入平均数累计同比增长 3.9%，但收入中位数累计同比增长 3.2%，收入中位数的增长速度慢于平均数的增长速度。

图表 23：居民人均可支配收入



数据来源：Wind

图表 24：全国居民人均收支情况

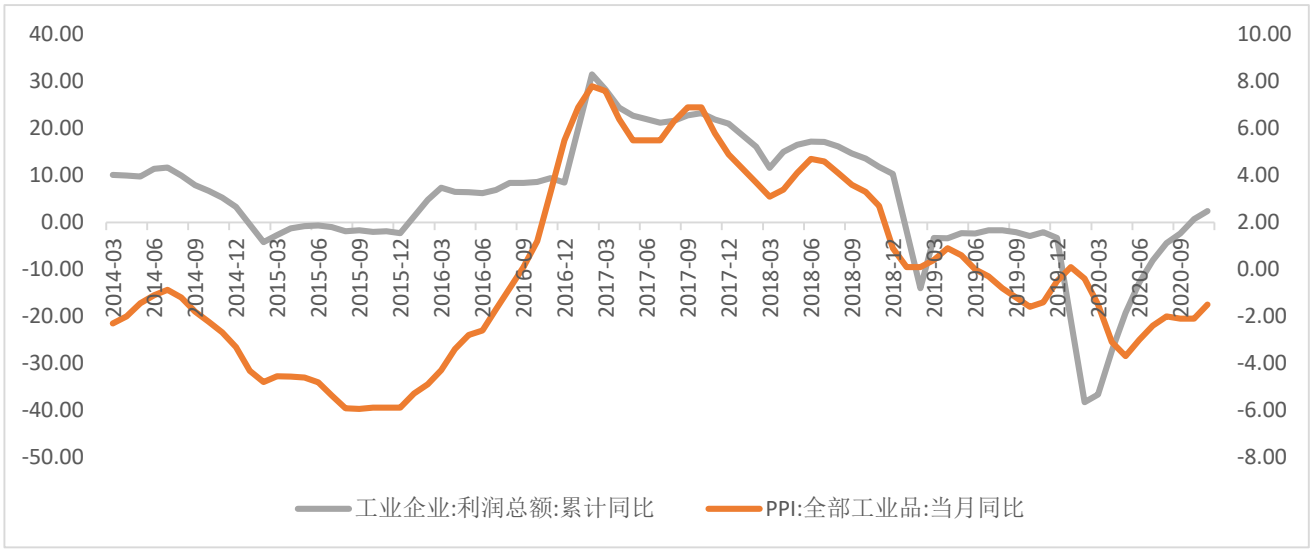


数据来源：Wind

从实际情况来看，居民消费增速与居民收入中位数增速的走势总体一致，表明居民消费与收入中位数更为相关，2020 年居民收入中位数增长放缓是导致居民消费增长放缓的重要原因。展望未来，国内经济持续复苏，企业盈利加快改善，企业利润已经连续 3 个月维持在 10%以上的高速增长，2021 年我国 PPI 同比有望延续回升趋势，有利于企业利润增速保持稳定，这将推动居民工资性收入增速继续升高，从而带动居民收入中位数改善，刺激居民消费增长不断回暖。

图表 25：企业盈利有望延续改善

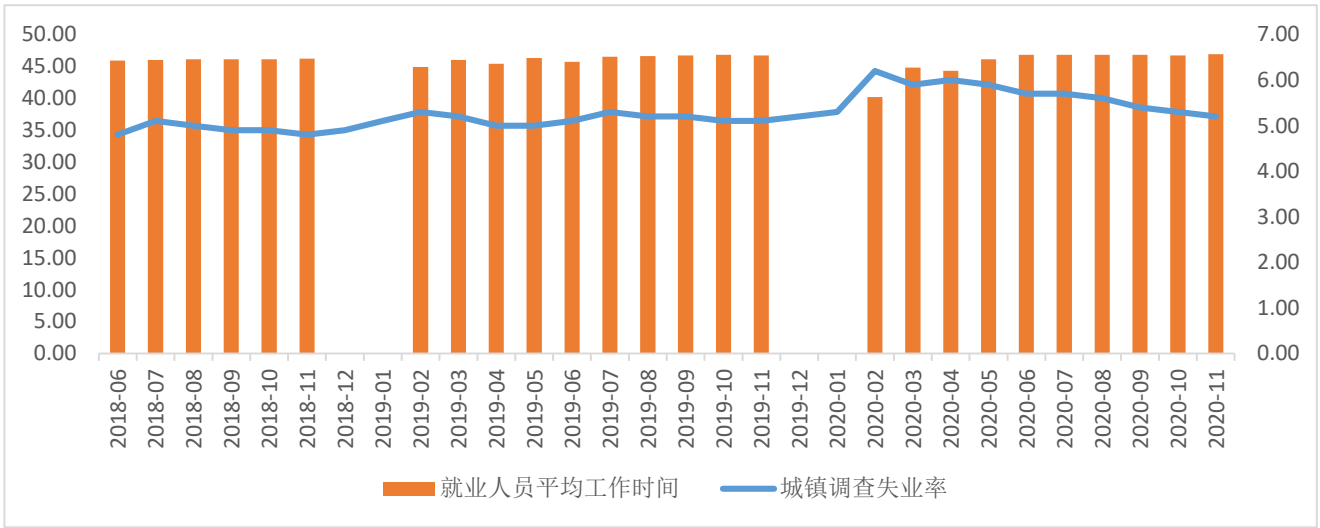
专业·诚信·进取·共赢



数据来源：wind

2）就业形势持续改善，有助于降低居民储蓄动机，提升消费意愿。从实际经验上来看，我国城镇调查失业率与居民的预防性储蓄需求是成正比的，失业率升高往往会导致居民降低消费的同时提升预防性储蓄的需求。随着经济的复苏，企业经营的改善，以及“稳就业、保民生”各项政策的落地，目前就业市场已经释放出一些积极的信号：一方面，城镇调查失业率不断下降，截至 11 月已经下降至 5.2%，同期 31 个大城市城镇调查失业率降至 5.2%，25-59 岁就业人员失业率进一步下滑至 4.7%；另一方面，2020 年 6 月以来就业人员平均工作时间持续处于 2018 年有数据以来的高位，反映工作负荷较为饱满。随着失业率的逐步回落、工作饱和度的不断改善，以及收入增速的回升，居民消费意愿也将相应恢复。

图表 26：就业形势持续改善



数据来源：wind

3）疫苗有望加快普及，将提升居民外出消费的意愿。疫情的暴发是影响居民消费的重要因素，特别是服务领域的消费受疫情影响最大，主要是各地采取的严格的防疫措施，叠加民众对疫情的担忧，餐饮、酒吧、电影等聚集性消费明显减少。随着国内疫情基本得到控制，新增确诊病例、死亡率大幅下降，限制措施有所松动，居民消费信心回归，餐饮、电影、旅游等服务性消费逐渐回暖，十一黄金周期间，电影票房、旅游、客运人数均已修复到往年

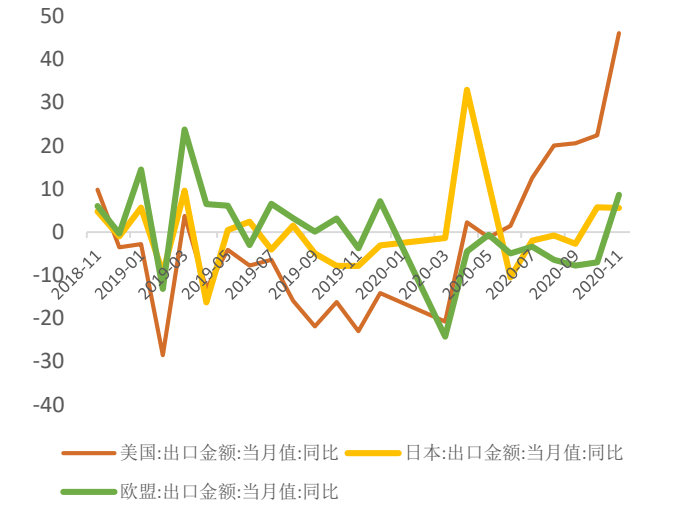
专业·诚信·进取·共赢

同期 6、7 成的水平。未来随着国产疫苗的加快落地，居民外出消费意愿将进一步提升。“据央视网快看官方微博 12 月 23 日消息，钟南山表示，我们第一批疫苗要公布了，第一款、第二款很快要推出，很快就在中国要接种。我们除了严防死守以外，还要打疫苗，两条路才能解决问题。”

3、外贸---出口增速中枢有望上移

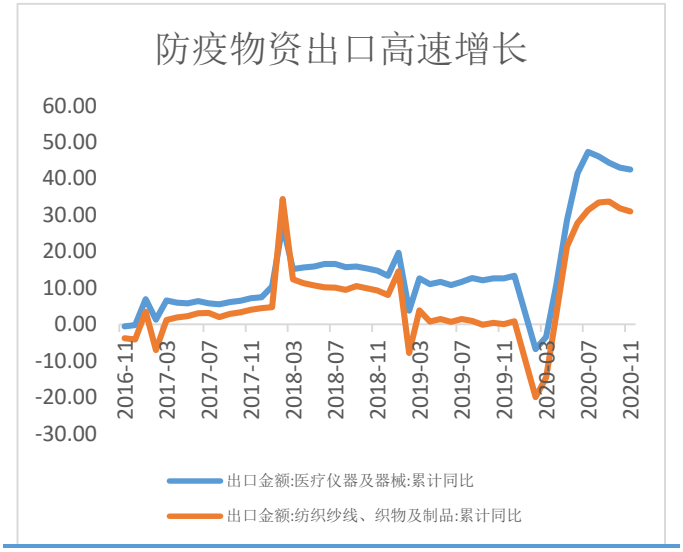
尽管海外疫情日益严重，但我国出口持续超预期回升，2020 年前三季度以美元计价的出口增速分别为-13.4%、0.1%和 8.8%，呈现出第一季度回落，第二季度回稳，第三季度反弹的特征。出口表现持续超预期，成为经济复苏的重要支撑，主要原因，一是，全球经济同步复苏，外需持续超预期回升；二是，海外疫情仍然较为严重，对防疫物资及药物保持较高的需求；三是，中国的全产业链优势得到体现，各项稳出口政策逐步落地。

图表 27：出口保持高增长



数据来源：Wind

图表 28：防疫物资出口高速增长



数据来源：Wind

展望 2021 年，我们认为出口将大概率保持增长，增速中枢有望上移。有利的因素：一是，多国开始接种疫苗，疫情的影响将持续走弱，全球经济将进入复苏周期，外需具有较强的韧性；二是，拜登当选美国总统，重心将放在国内事务，中美关系有望迎来一段时期的缓和，中美贸易紧张关系或缓和。不利的因素：随着海外经济体产能的恢复，部分出口替代或减弱，而且疫情得到控制后，防疫物资的需求将减少，对出口的支撑弱化。

1）多国开始接种疫苗，全球经济复苏预期不断强化。目前全球疫苗研发进展顺利，国外以 BioNtech-辉瑞、Moderna、AZ 等为代表，国内以国药疫苗为代表。从部分国家接种新冠疫苗的预期时间来看，美国已于 2020 年 12 月中下旬交付第一批辉瑞和 Moderna 疫苗，疫苗在全球范围内普及最快有望在 2021 年 1-2 季度顺利完成。就全球经济而言，疫苗落地将降低经济不确定性，有助于提振实体投资和服务型行业的消费，促进经济复苏；从长期来看，新冠疫苗研发成功除了可以提高医疗行业本身的生产效率外，还会为其他行业发展带来多重红利，进而带动全球潜在经济增长率上行。

同时，需要注意的是，不同经济体接种疫苗的顺序存在差别，美国、欧洲等发达经济体由于率先成功研制疫苗，并提前预定了疫苗供应，有望先于新兴经济体实现大规模接种疫苗，经济复苏节奏也将领先于新兴经济体。此时，发达经济体的需求恢复将进一步带动我国出口增长，而新兴经济体受困于疫情，出口产能受限，因此，需求扩张叠

专业·诚信·进取·共赢

加供给相对优势，将进一步推升我国出口增速。但是，随着疫苗在全球范围内广泛接种，全球供需缺口收窄将抑制我国出口上行空间。

图表 29：各国接受疫苗接种的时间

国家/地区/组织	新冠疫苗接种日期
世界卫生组织	2020 年 12 月 18 日，全球新冠计划（COVAX）已经确保能获得 20 亿剂新冠疫苗，预计将于 2021 年一季度开始分发给参与这项计划的各经济体（190 个经济体，包括 98 个高等收入经济体和 92 个中低等收入经济体），重点确保贫穷和中等收入国家的民众也可获得疫苗。
英国	2020 年 12 月 8 日，当天有 50 万人接受了第一剂辉瑞/BioNTech 疫苗
欧盟	欧盟（德国、法国、意大利、西班牙等 27 国）预计在 2020 年 12 月 27 日开始统一接种疫苗。
美国	2020 年 12 月 14 日，截至 12 月 21 日，已有逾 55 万人接种了新冠疫苗，美国当选总统拜登、副总统彭斯、众议院院长佩洛西等人已公开接种了疫苗。
俄罗斯	2020 年 8 月，向一些重点人群接种 Sputnik V 新冠疫苗，截至 2020 年 12 月 20 日，已有 15 万人接种疫苗。
中国	2020 年 7 月开始对高风险暴露人群进行紧急接种，累计 100 多万剂次。 首批新冠疫苗预计接种 5000 万人次，首针将于 1 月 15 日接种完成，第二针于 2 月 15 日完成。2020 年农历春节前国药集团的灭活疫苗可能上市。
加拿大	2020 年 12 月 14 日，当天安大略省 5 名一线医护人员注射了辉瑞疫苗。
以色列	2020 年 12 月 20 日，首先为医护人员注射，之后陆续拓展至其他民众，60 岁以上老人优先。
印度	预计 2021 年 1 月，目标是 2021 年 8 月初覆盖 3 亿人，
日本	预计 2021 年 2 月下旬，开始为疫苗从业人员接种疫苗，3 月下旬开始给老年人接种，其他人将于 4 月之后开始接种。
韩国	预计 2021 年 2-3 月
巴西	2021 年 3 月到 6 月

数据来源：国贸期货根据公开资料整理

2）拜登当选美国总统，重心将放在国内事务，中美关系有望迎来一段时期的缓和，中美贸易紧张关系或缓和。

自 2016 年特朗普当选美国总统以来，中美关系不断恶化，经贸紧张关系不断升级，特朗普大幅提升对华关税税率，对我国出口增长造成较大影响。随着民主党人拜登当选新一任美国总统，中美之间的紧张关系有望得到缓和，一方面，拜登将优先处理疫情防控、经济恢复、种族主义等国内事务；另一方面，拜登信奉自由贸易，反对加征大规模关税，即使不能很快取消已加征的关税，但进一步升级的可能性也较低。因此，在中美大国博弈（竞争加剧）已成为两国国内基本共识的背景下，只要中美紧张关系不进一步升级就是好消息，中美之间的经贸关系就有望得到发展。

此外，中国积极加入各类国际自贸协定，一是，区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）正式签署，RCEP 协定生效以后，成员国关税水平将下降进而带动我国对该区域出口增长，二是，中欧投资协定谈判如期完成，利好中欧贸易往来，促进我国对欧盟的出口增长。

图表 30：拜登对华政策主张

专业·诚信·进取·共赢

对华领域	拜登对华政策
整体策略	奉行多边主义，采取多边结盟的方式对中国施压
贸易	拜登与特朗普针对战后国际贸易架构有着不同的观点。拜登认为国际贸易规则是美国获取利益的重要工具，美国应该成为贸易规则的制定者，强调应该通过多边联盟向不遵守规则的国家施压。
科技	拜登重视科技投入和技术安全性，可能采取多边联盟的方式对中国相关企业和技术进行制裁。
军事外交	拜登方面会继续加强在亚太地区的军事部署，强调硬实力与软实力的并行，不主张大范围的军事部署。外交上部分领域仍会与中国合作。
其他	对中国的碳排放达到巴黎气候协议的排放标准，以及“一带一路”的基础设施建设项目等提出环保要求。

数据来源：国贸期货根据公开资料整理

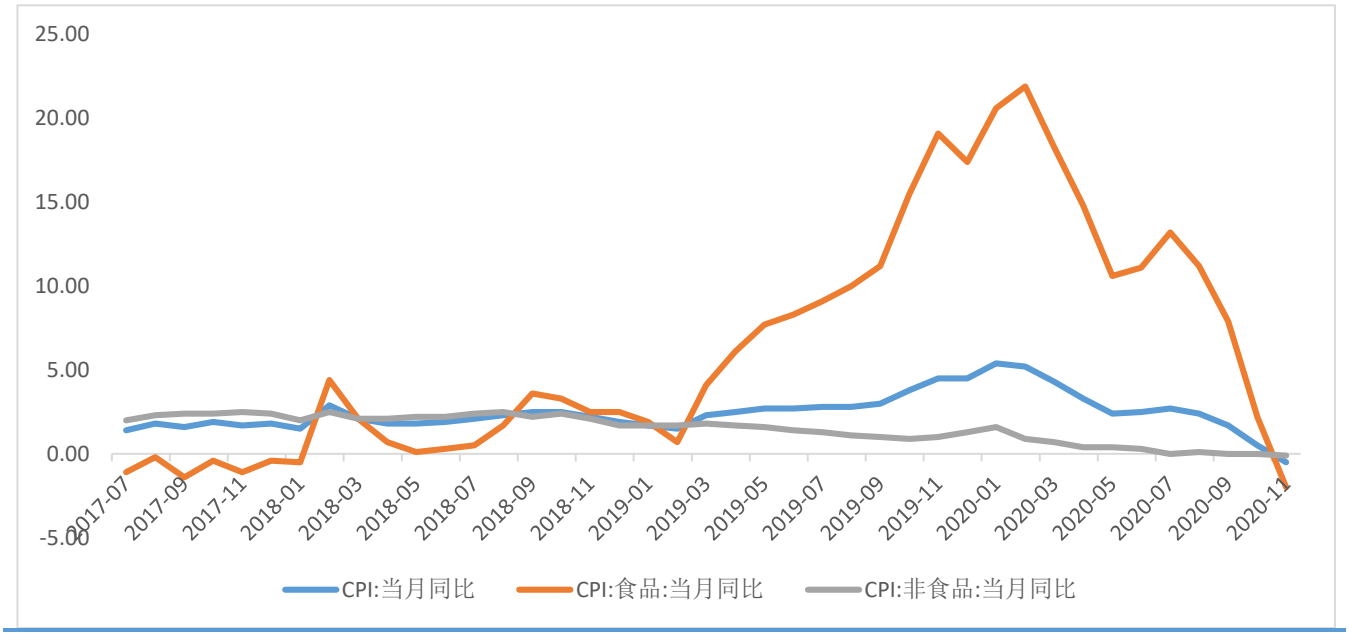
3）不利的因素：随着海外经济体产能的恢复，部分出口替代或减弱，而疫情得到控制后，防疫物资的需求将减少，对出口的支撑弱化。之所以能够保持出口高增长，产能替代和防疫物资出口贡献是两个重要的原因，2021 年随着疫苗落地，居民生产生活趋于正常化，防疫物资及宅经济必需品需求也将随之回落，同时相关国家产能恢复，我们的出口替代效应也将减弱。此外，人民币的长期升值也削弱了出口的相对优势。

二、物价：CPI温和回升，PPI加快修复

1、CPI：温和回升

2020 年，猪肉价格再度成为影响 CPI 走势的关键因素，猪肉供给不断修复，价格持续回落，受其影响，CPI 由一月份的高点（同比 5.4%）一路下行至 11 月的-0.5%。展望 2021 年，食品与非食品价格将延续分化走势，而由于食品价格对 CPI 拖累比较大，2021 年 CPI 同比增速中枢将明显低于 2020 年。

图表 31：通胀高位回落



数据来源：wind

（1）生猪供应明显回升，猪价同比将显著回落。受非洲猪瘟和疫情的影响，2020 年猪肉价格多数时间运行在每公斤 40 元以上的较高水平。不过，一方面，随着防控常态化的展开，当前非洲猪瘟基本得到控制，大规模暴发的风险明显降低；另一方面，生猪养殖利润高企，生猪产能开始逐渐恢复，一般来说，当猪粮比价在 6 左右时，为养

专业·诚信·进取·共赢

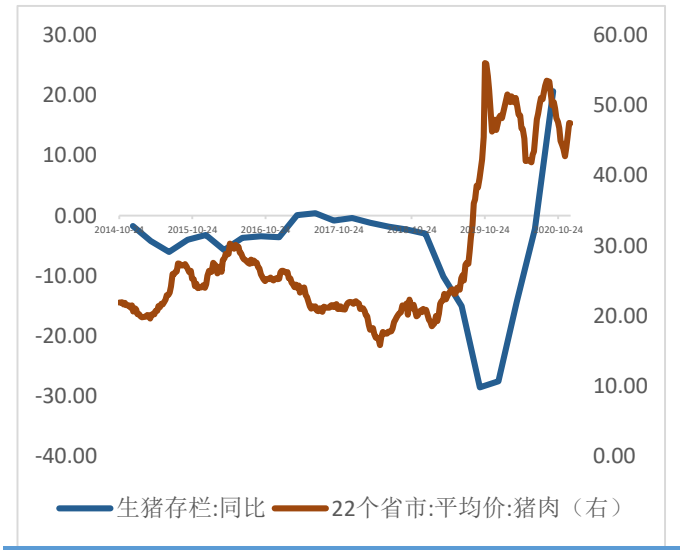
殖户的盈亏平衡点，对应猪肉成本价大约在 13 元/公斤左右，当前猪粮比达到 13，高利润刺激养殖户积极补栏。历史数据显示，生猪存栏同比对猪价同比有一定的领先性，2020 年第三季度，生猪存栏同比增长 20.7%，这意味着 2021 年猪价同比将显著回落。

图表 32：猪粮比处在高位



数据来源：Wind

图表 33：生猪存栏与猪肉价格



数据来源：Wind

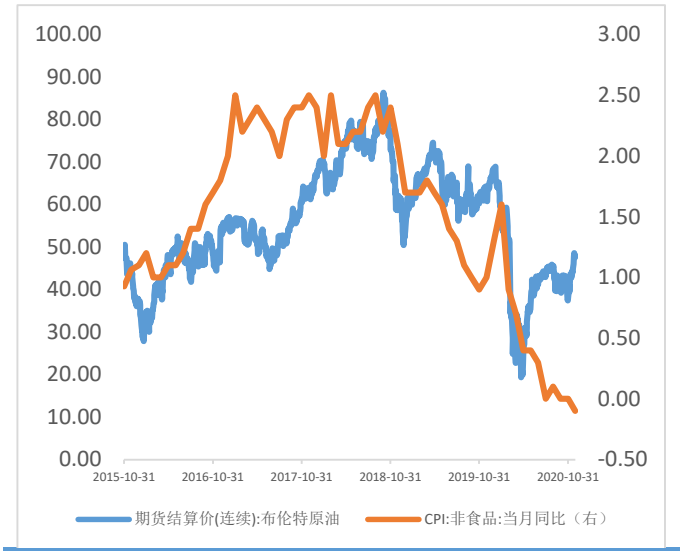
（2）非食品价格处于修复通道内。从目前 CPI 的构成来看，CPI 非食品主要包括衣着、居住、生活用品及服务、交通通信、教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务等，而其中受油价扰动的水电燃料和交通工具用燃料是决定 CPI 非食品走势的关键因子。

2020 年国际油价受疫情影响较大，一方面，各国为防控疫情采取封锁措施，原油需求明显走弱；另一方面，OPEC+达成减产协议，原油产量下滑，国际油价在二季度后震荡走高，当前布伦特原油已回到 50 美元/桶上方。展望 2021 年，油价未来的走势一方面取决于 OPEC+减产协议的执行情况；另一方面取决于疫情对海外生产和消费修复的压制因素能否解除。其中，需求侧的修复水平目前是影响油价长期走势的最关键因素。随着疫苗的加快普及，疫情将逐步得到控制，叠加欧美等主要经济体维持宽松的货币政策环境并加大财政刺激力度，全球经济有望共振复苏，原油需求前景较为乐观，价格将得到提振。而塑料制品、化纤制品、家电等生活资料的价格也可能随着原材料价格的上涨而上升。

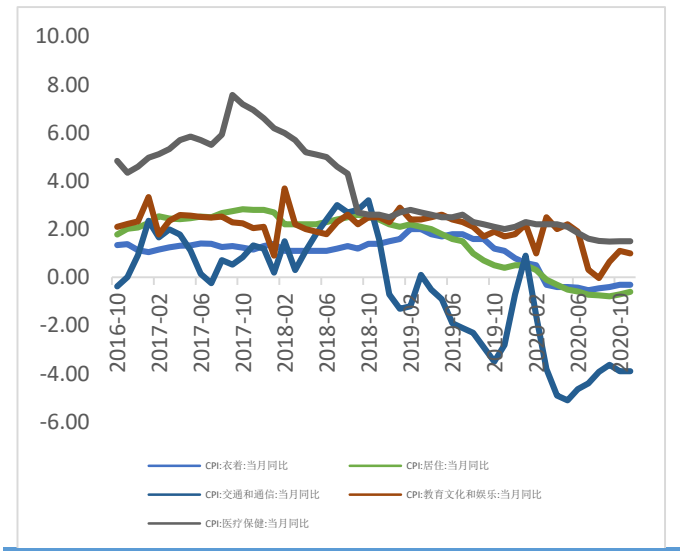
图表 34：油价对非食品价格有较大影响

图表 35：非食品价格上涨动力不强

专业·诚信·进取·共赢



数据来源：Wind



数据来源：Wind

（3）其他非食品价格部分扰动有限。首先，劳动力价格是影响服务价格的重要因素，就业形势的改善将带动劳动力价格上升，进而推高服务价格；其次，尽管 2020 年房价出现小幅上涨，但房租总体稳定；最后，医疗服务改革告一段落，医疗保健价格回归低位。

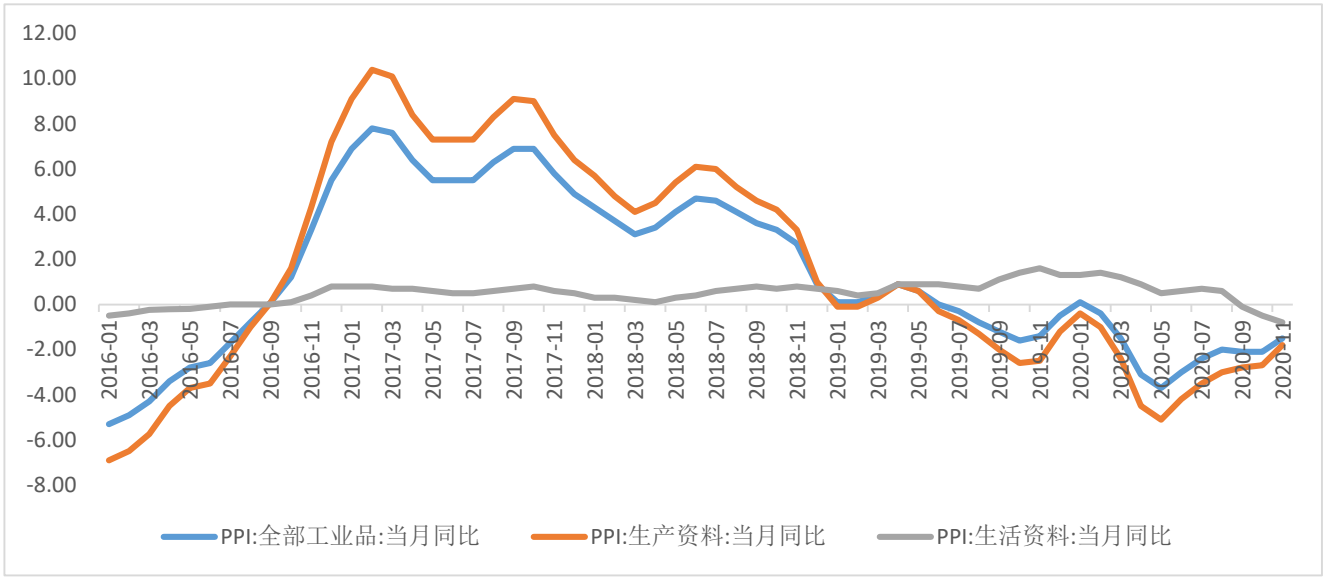
（4）通胀压力较为温和，中枢将出现下行。猪周期下行仍是主导 CPI 走势的关键因素，随着生猪产能的持续恢复，猪肉价格将逐步下行，从而拖累食品价格。而国际油价仍将面临供需两端的扰动，中枢有所抬升，但对非食品价格整体的提振作用较为有限。进一步考虑基数因素，2021 年一季度 CPI 将继续走低，二季度或是全年的高点，三季度重新下行，四季度小幅走高，重点关注食品和油价的走势，同时，关注 2021 年 CPI 基期轮换调整的影响。

2、PPI 将加快修复

2020 年受疫情影响，商品价格先弱后强，PPI 同比维持负增长区间，但降幅持续收窄。实际上，在疫情冲击过后，随着全球经济的修复，工业品在 5 月份之后大幅上涨。一是，全球流动性宽松、美元指数持续回落；二是，供给端产能收缩，如南美疫情引发铜矿主产区停工停产、环保导致纯碱和玻璃企业开工受限；三是，需求端改善速度大于生产，尤其是中国方面的需求改善较为明显，积极财政助力投资需求快速修复带动钢材等工业品库存快速去化。往后看，疫情对全球经济的影响持续弱化，主要经济体维持宽松的政策基调，2021 年全球经济复苏有望加速，在全球经济复苏的提振下，2021 年 PPI 同比将持续修复。

图表 36：PPI 维持负增长

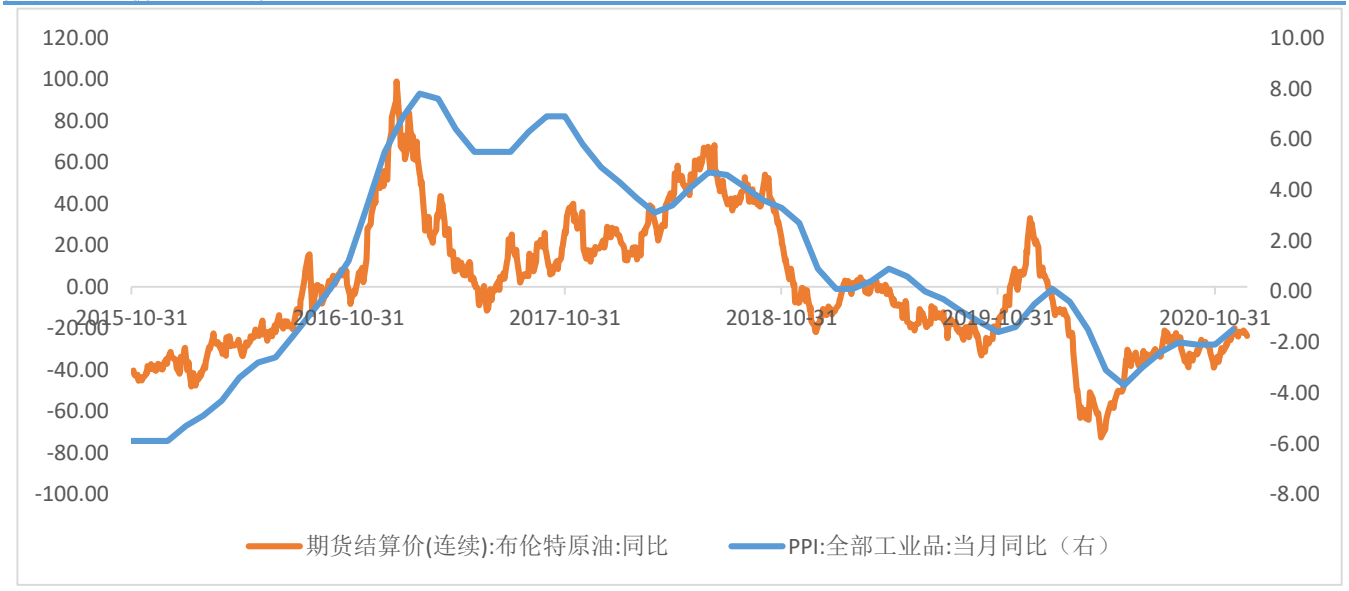
专业·诚信·进取·共赢



数据来源：wind

（1）原油：油价中枢逐步抬升。2021 年全球经济有望共振复苏，原油价格将得到提振，考虑到上半年疫情对欧美经济仍存在影响，原油回升空间有限，而 2021 年下半年美国可能进入主动补库存的阶段，下半年油价中枢或高于上半年。

图表 37：油价中枢有望抬升

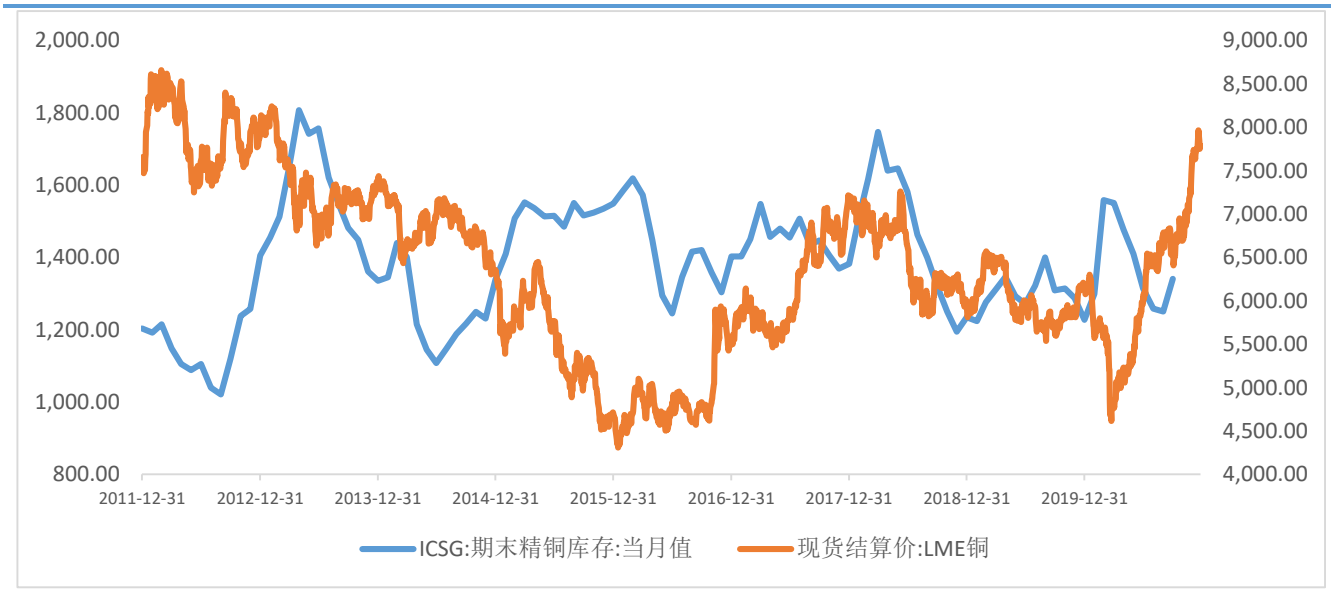


数据来源：wind

（2）铜：价格中枢持续走高。铜兼具金融属性和工业属性，2020 年铜价大幅上行，一方面是全球流动性宽松带来的通胀预期，另一方面是疫情导致南美主产区铜矿产量锐减，同时，国内电力投资、家电、汽车消费等需求走强也对铜价的需求端形成一定支撑。展望 2021 年，在全球铜库存偏低的背景下，疫情对供给端的扰动依旧存在，与此同时，2014 年后全球矿企资本开支持续回落、铜精矿加工费连续 5 年下行，均制约其产能扩张的速度；2021 年全球经济大概率同步复苏，对铜的需求有增无减，供需矛盾或将进一步趋紧，铜价未来仍具有一定的上行空间。

图表 38：铜价具有上行的基本面

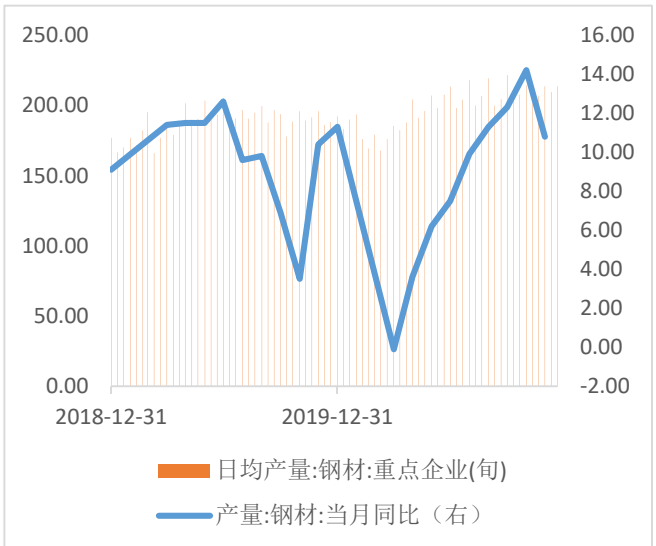
专业·诚信·进取·共赢



数据来源：wind

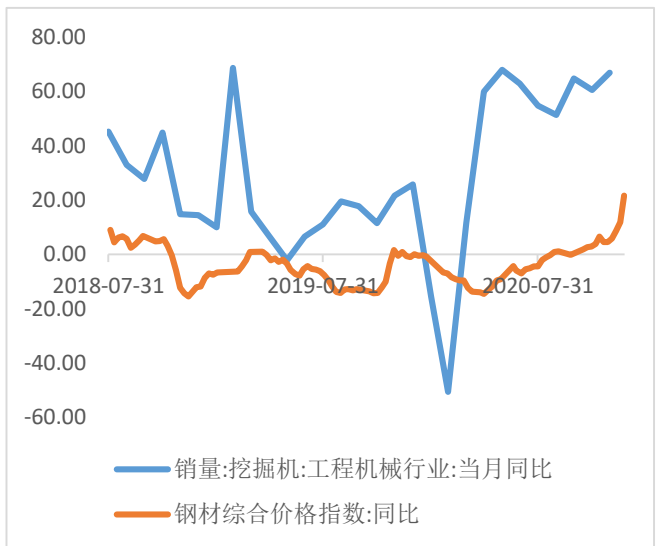
（3）钢材：前高后低。2021 年钢材呈现供需两旺的格局，价格节节走高，一方面，钢厂疫情后快速复工复产，钢材产量大幅增长，前 11 月累计同比增长 7%，另一方面，宽松的金融环境下，地产投资保持较高的增速，而基建投资受积极财政支撑回升较多，钢材整体需求较为旺盛。展望 2021 年，钢材走势或前高后低，上半年基建投资将延续高增长，地产投资也有望保持较强的韧性，但是到了下半年这两大门类的投资或逐步减弱，对钢材的支撑将减弱。不过，制造业投资全年有望保持高增，钢材需求仍将维持在一定的水平。

图表 39：钢材产量保持高位



数据来源：Wind

图表 40：钢材需求较为强劲



数据来源：Wind

（4）需求加快复苏，PPI 进入修复通道。随着疫苗的逐渐普及，疫情对全球经济的影响持续弱化，主要经济体维持宽松的政策基调，2021 年全球经济复苏有望加速，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，2021 年 PPI 的高点可能出现在 5-6 月份。

三、政策：财政政策力度有所下降，货币政策温和收紧

2020 年，面对全球疫情和经贸形势的不确定性，宏观政策更加积极。财政政策保持扩张，财政赤字率提高、发

专业·诚信·进取·共赢

行抗疫特别国债、专项债额度提升三箭齐发助力经济稳步复苏；货币政策保持宽松，多次降准降息保持流动性合理充裕，创新直达实体经济的货币政策工具，推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。展望 2021 年，宏观政策将逐步回归常态化，财政政策保持扩张但力度有所下降，货币政策温和收紧。

2020 年中央经济工作会议特别强调了“**明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。**要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，**政策操作上要更加精准有效，不急转弯，**把握好政策时度效。要用好宝贵时间窗口，集中精力推进改革创新，以高质量发展为“十四五”开好局。”**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，过快转向可能将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，市场所担心的货币政策快速收紧的情况或不会出现。**

图表 41：历年中央经济工作会议政策对比

专业·诚信·进取·共赢

	2018 年	2019 年	2020 年
总基调	从短期看，经济面临下行压力，而从中长期看，经济仍处重要战略机遇期。明年是新中国成立 70 周年，是全面建成小康社会关键之年，做好经济工作至关重要，要着力激发微观主体活力，保持经济运行在合理区间，进一步做好“六个稳”，提振市场信心，为全面建成小康社会收官打下决定性基础。	坚持稳中求进工作总基调，坚持以供给侧结构性改革为主线，推动高质量发展，**扎实做好“六稳”工作，保持经济社会持续健康发展，三大攻坚战取得关键进展，精准脱贫成效显著，金融风险有效防控，生态环境质量总体改善，改革开放迈出重要步伐，**供给侧结构性改革继续深化，科技创新取得新突破，人民群众获得感、幸福感、安全感提升，“十三五”规划主要指标进度符合预期，全面建成小康社会取得新的重大进展。	坚持稳中求进工作总基调，立足新发展阶段，贯彻新发展理念，构建新发展格局，以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，以改革创新为根本动力，以满足人民日益增长的美好生活需要为根本目的，坚持系统观念，巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果，更好统筹发展和安全，**扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务，科学精准实施宏观政策，努力保持经济运行在合理区间，坚持扩大内需战略，强化科技战略支撑，扩大高水平对外开放，**确保“十四五”开好局，以优异成绩庆祝建党 100 周年。
财政政策	积极的财政政策强调要实施更大规模的减税降费、较大幅度增加地方政府专项债券规模。	积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生。	积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，**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，**党政机关要坚持过紧日子。
货币政策	稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。要深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，**保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系，**多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持
汇率	维持人民币汇率基本稳定		深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
房地产	构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持房地产因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。	解决好大城市住房突出问题。住房问题关系民生福祉。**要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因地制宜、多策并举，**促进房地产市场平稳健康发展。**要高度重视保障性租赁住房建设，加快完善长租房政策，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利，规范发展长租房市场。**

资料来源：国贸期货根据公开资料整理

1、财政政策力度将有所下降

面对疫情的强力冲击，为了实现“六稳”、“六保”，财政政策力度空前，财政赤字率提高至 3.6%以上、发行 1 万亿抗疫特别国债、大幅增加专项债额度至 3.75 万亿等，多管齐下旨在应对疫情影响下我国经济的下行压力，这是特殊时期的特殊安排。

专业·诚信·进取·共赢

展望 2021 年，财政政策整体积极，但力度料将有所下降。2021 年是十四五开局之年，“双循环格局”的构建仍然是当前的政策重心，财政政策的着眼点也将切换至跨周期助力构建经济“双循环”体系，对逆周期调节的支撑力度将有所减弱。不过，2020 年发行的抗疫特别国债、专项债有相当一部分用于固定资产投资，而对应的基建项目投资周期较长，且部分资金将结转至 2021 年。综合来看，2021 年财政政策整体依旧较为积极，但力度将会有所下降。

图表 42：财政政策将有所减弱

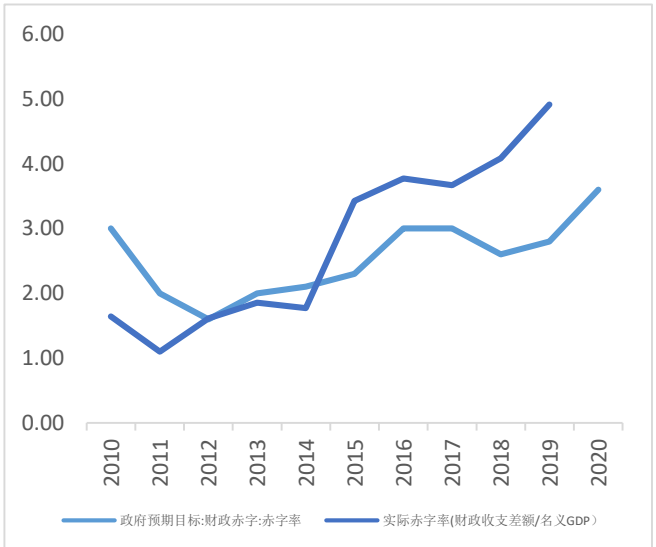
年度	预算赤字率（%）	专项债（亿元）
2015	2.00	-
2016	3.00	4000
2017	3.00	8000
2018	2.60	13500
2019	2.80	21500
2020	3.60	37500
2021E	3.00	30000

数据来源：wind

（1）财政赤字率有所回落，新增专项债规模或缩减。随着经济持续复苏，伴随着名义 GDP 和 PPI 的增长，税收收入将大幅回升，同时土地出让金对地方政府收入的拖累相比 2020 年上半年将减少，所以，2021 年财政赤字扩张将随之自然收缩。我们预计在 2020 年赤字率推升至 3.6%之后，2021 年中央预算赤字率将重回 3%的水平。同时，我国疫情的控制情况较好，特别国债大概率会退出。

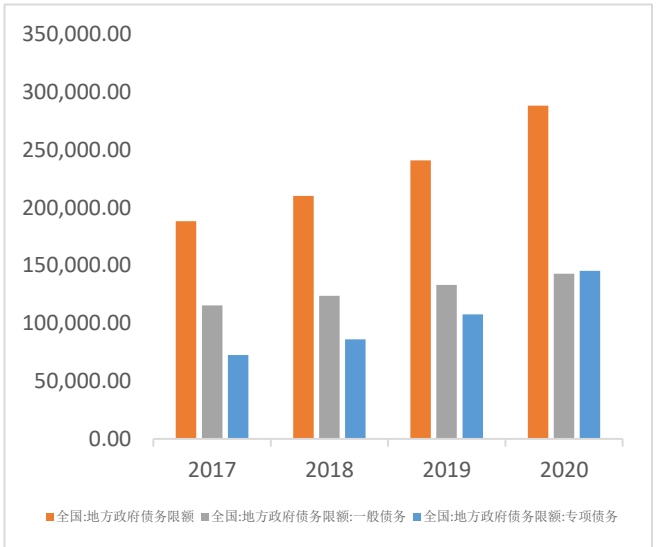
此外，中央经济工作会议强调“保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系”，意味着稳杠杆防风险将成为 2021 年的政策基调。虽然专项债不计入财政赤字，不受预算赤字率的约束，但广义赤字率依然可能对专项债形成约束，因此，预计 2021 年地方专项债额度将相应下降。

图表 43：财政赤字率情况



数据来源：Wind

图表 44：地方政府债务限额



数据来源：Wind

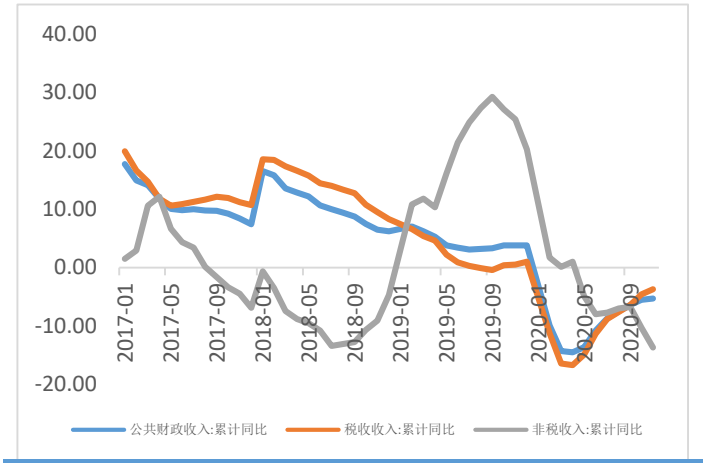
（2）税收收入将大幅增长。2020 年，公共财政收入陷入负增长，1-11 月累计同比下降 5.3%，其中，税收收入累计同比下降 3.7%，非税收收入累计同比下降 13.7%。主要是因为疫情冲击之下，企业盈利大幅缩减，叠加减税降

专业·诚信·进取·共赢

费政策延期，税收和非税收收入均大幅缩减，不过，随着经济的修复，企业盈利的改善，税收和非税收收入均持续回升。

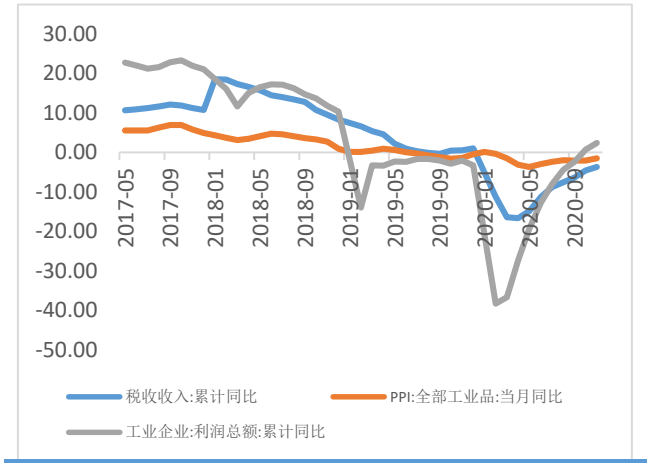
展望 2021 年，一方面，全球经济有望同步复苏，PPI 将加速回升，企业盈利将持续改善，从而带动税收收入的增加；另一方面，减税降费政策虽然仍有一部分会继续落实，但减税降费力度整体较之前会有所减少。综合来看，2021 年财政收入端会有较大的增长。

图表 45：公共财政收入大幅下滑



数据来源：Wind

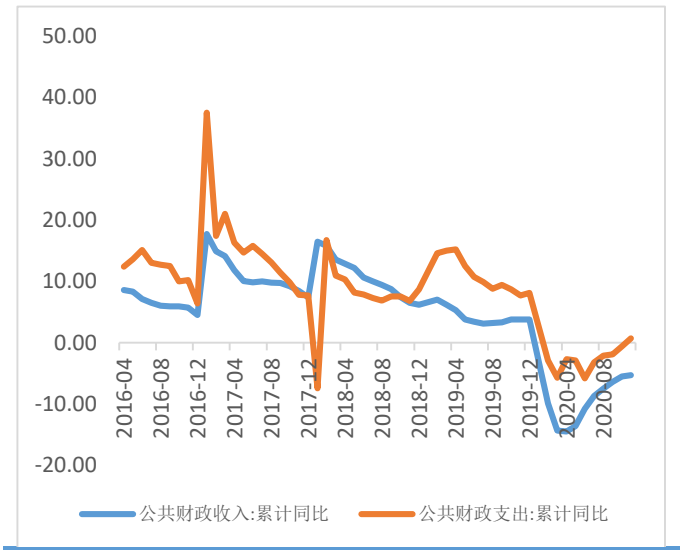
图表 46：工业利润与财政收入高度相关



数据来源：Wind

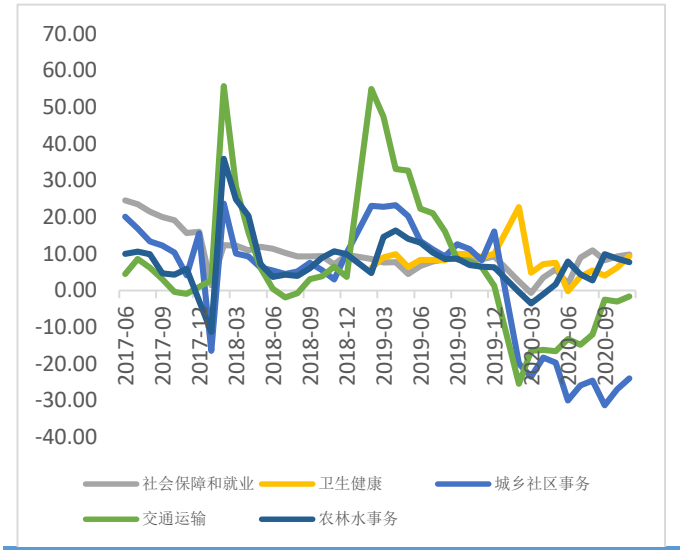
（3）财政支出结构将发生变化。2020 年，经济下行压力较大，逆周期调节力度有所加大，财政支出更加积极，1-11 月公共财政支出累计同比 0.7%，同时，在“六稳、六保”的目标指引下，财政支出更多向基建和民生领域倾斜。展望 2021 年，中央经济工作会议强调“政策不急转弯”，而且财政收入仍有较大的增长，因此，预计财政支出仍将保持一定的强度，但支出结构将发生变化，结合“十四五”规划纲要及相应政策，社会保障相关支出占比进一步提升，经济事务支出占比或下降。

图表 47：一般公共财政收支回暖



数据来源：Wind

图表 48：公共财政支出领域增长分化



数据来源：Wind

2、货币政策回归常态化

2020 年，为应对疫情对经济的冲击，央行采取大幅的宽松措施，市场利率水平明显走低，社融增速持续回升。

专业·诚信·进取·共赢

随着经济的持续稳健复苏，货币政策在稳增长和防风险的平衡中，对防风险的考量将有所增加，2021 年，货币政策将继续往“常态化”方向推进，保持“灵活精准、合理适度”。

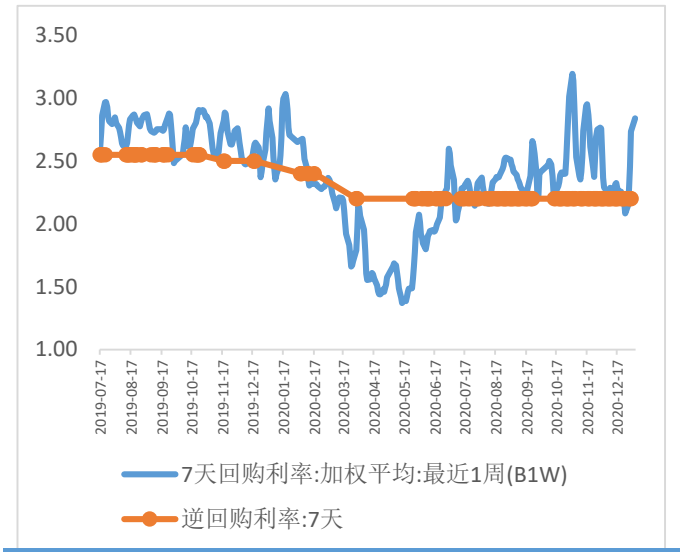
（1）货币政策逐步回归常态化。2020 年货币政策大宽松是为了应对疫情冲击而采取的非常规操作，而当前国内疫情已经基本得到控制，并且经济在持续稳步复苏，货币继续宽松的必要性降低。在 2020 年三季度货币政策执行报告中，央行再度提及“把好货币供应总闸门”，意在强调后疫情时代货币政策回归中性的态势不变。同时，央行对货币流动性做了新的描述：“既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞‘大水漫灌’，不让市场的钱溢出来”。这表明了在经济基本面趋稳的背景下，央行希望尽可能长时间实行正常的货币政策，特殊时期的政策工具可能逐步退出，趋向中性和常态化将是未来一段时间货币政策的主基调。

图表 49：上半年降准降息情况

降准	**全面降准 1 次，下调 0.5 个百分点； 下调超额准备金率 1 次，从 0.72%下调至 0.35%； 定向降准 3 次。 总计约释放流动性约 1.75 万亿元，占 GDP 的 1.77%。**
降息	7 天逆回购利率下调两次，从 2.5%到 2.2%； MLF 利率下调两次，1 年期从 3.25%到 2.95%； 贷款市场报价利率（LPR）共下调 2 次，1 年期从 4.15%到 3.85%，5 年期 4.8%到 4.65%。

数据来源：Wind

图表 50：银行间回购利率



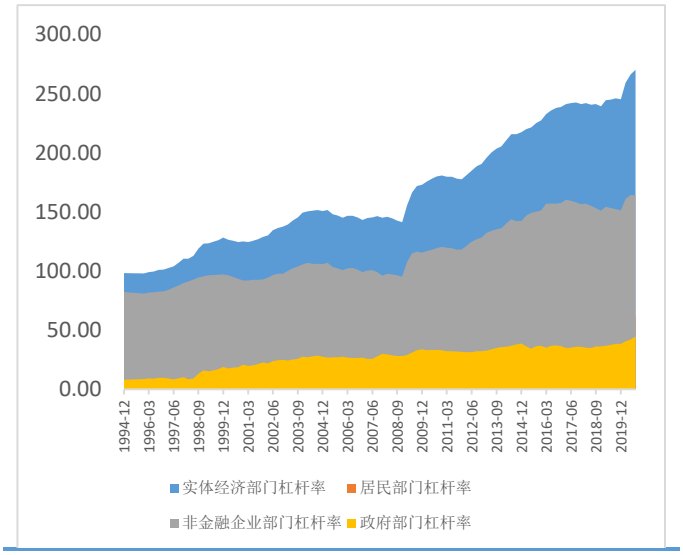
数据来源：Wind

（2）回归常态化并不意味着货币政策将会显著收紧。2021 年国际疫情、经济增长、中美经贸等领域存在较大的不确定性，货币政策也在相机抉择，短期内并不具备显著收紧的条件。12 月 22 日，国务院常务会议决定，延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划。同时，四季度央行货币政策委员会例会延续强调中央经济工作会议提出的“政策的连续性、稳定性、可持续性”，强调政策“稳字当头，不急转弯”，表明政策从前期偏紧状态明显转向，打消了市场对于货币政策过快收紧的担忧。

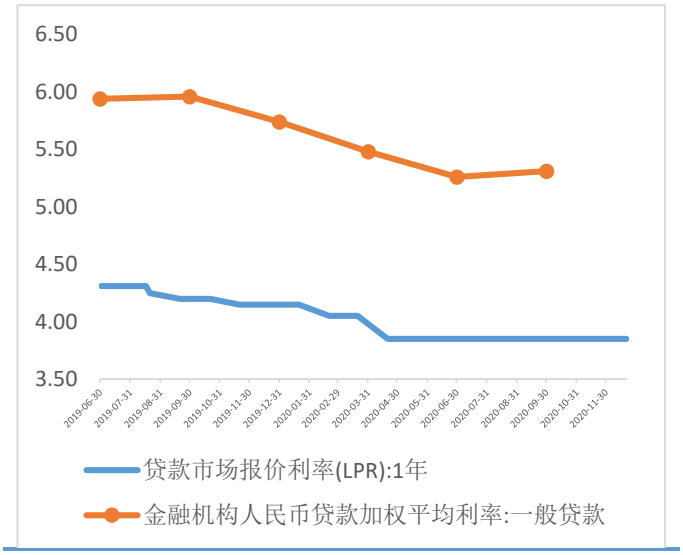
图表 51：宏观杠杆率快速上升

图表 52：企业贷款利率水平下降

专业·诚信·进取·共赢



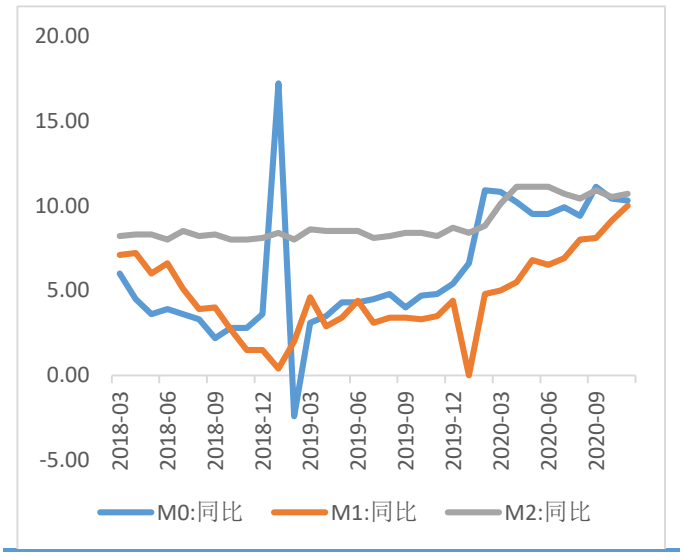
数据来源：Wind



数据来源：Wind

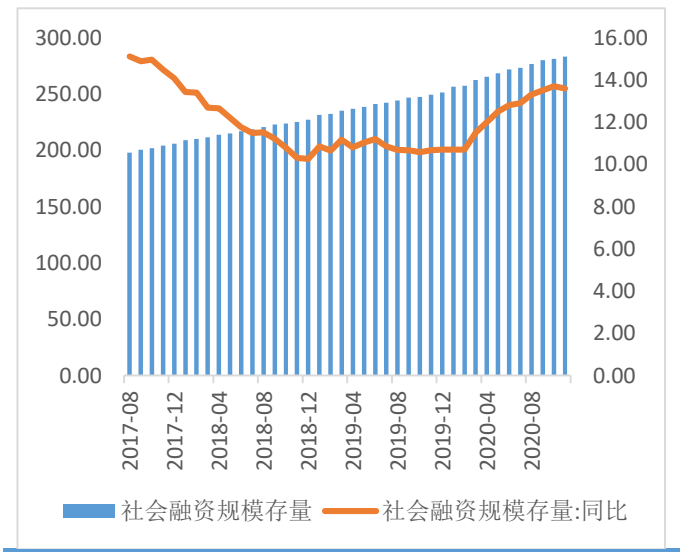
（3）总量层面，社融和 M2 增速都将面临回落。中央经济工作会议强调要保持宏观杠杆率基本稳定，货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。我们认为稳定宏观杠杆率主要对应的是信用，存量债务风险的化解仍旧需要控制信用增速来配合，而确保金融体系流动性稳定也必然成为货币政策的重要目标。金融支持实体经济的举措将更加体系化、精细化，如四季度央行货币政策委员会延续强调对民营经济、小微企业支持的同时，新增强调了对科技创新的支持，也会部分打消对 2021 年实体融资的担忧。预计 2021 年信用政策进一步常态化，社融增速或回到 10%附近，全年的货币供给 M2 增速将或回到 9.5%左右。

图表 53：货币供应增速拐点隐现



数据来源：Wind

图表 54：社会融资存量增速拐点隐现

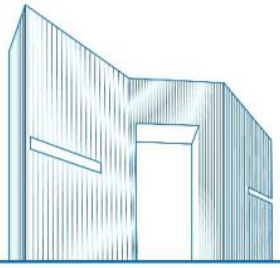


数据来源：Wind

专业·诚信·进取·共赢

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。



期市有风险　入市需谨慎

国贸投研小程序

专注期货，悦享资讯

7X24小时期货资讯，紧跟行情专业解读

国贸投研

长按二维码进入小程序

专业·诚信·进取·共赢