中信期货
CITIC Futures

中信期货研究|宏观年度报告

2020-12-21

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@citicsf.com
从业资格号：F0231268
投资咨询号：Z0000038

联系人：
刘道钰
021-60816784
liudaoyu@citicsf.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。

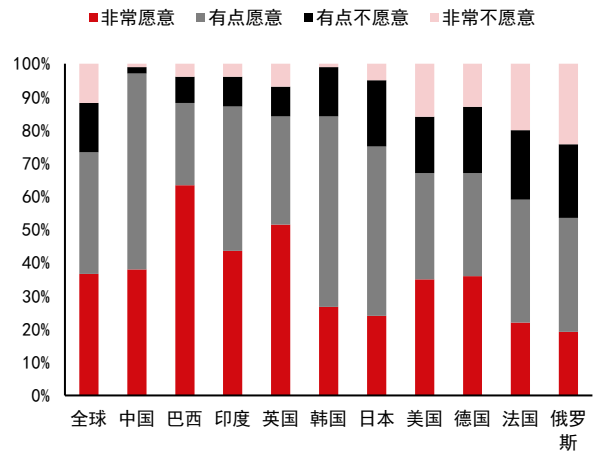
图表1： 主要经济体疫苗接种计划

国家	疫苗接种计划
美国	拜登 12 月 8 号提出百天计划，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

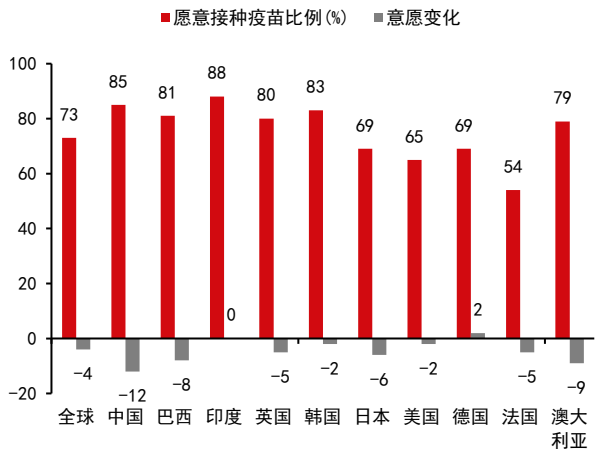
其次，受限于接种意愿和疫苗产能，全球疫情结束可能需要 1-2 年。尽管欧美国家有望在明年上半年完成疫苗接种，但全球疫情结束需要较长时间。一方面，很多国家民众的接种意愿并不是很高。根据益普索(IPSOS)在 2020 年 7 月 24 号至 8 月 7 号开展的调查，全球民众愿意接种疫苗的比例是 74%。我国接种意愿最高，达到 97%，新兴经济体巴西、印度等国接种意愿也较高，但美国、德国、法国等发达经济体的接种意愿并不是很高，在 59%-67%之间。益普索在 2020 年 10 月 8 号至 10 月 13 号又开展了一次调查，全球接种疫苗意愿下降 4 个百分点至 73%（上次调查 27 个国家，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

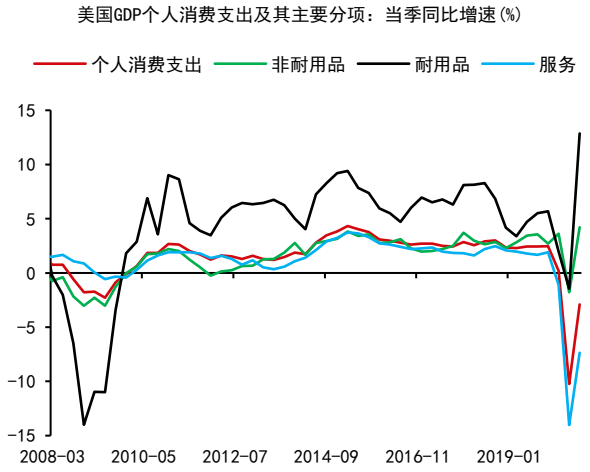
今年三季度，美国 GDP 同比下降 2.9%，增速仍明显低于去年 2%左右的增速，反映美国经济仍存在较大的修复空间，但不同部门的修复进度差异较大。

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；

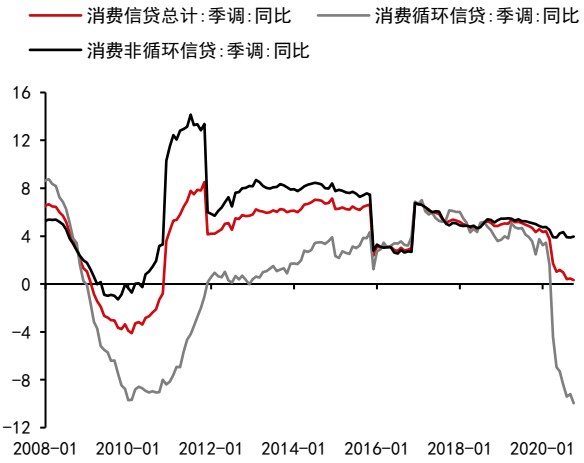
长时间居家增加了对家电的需求。随着疫情的受控，这类需求会逐步减少。此外，我们认为二季度美国财政刺激的滞后影响对拉动耐用品消费也具有重要作用。二季度美国个人转移支付收入大幅增长，并带动个人总收入超过疫情前水平，但由于疫情对消费的抑制居民个人消费支出反而同比减少 10.2%。收入高于支出的部分被居民储蓄下来。三季度随着消费信心增强，这部分储蓄释放，支持了耐用品消费的高增长。前期过度储蓄的释放是暂时的，美国政府对居民的转移支付也会逐步减少，这也意味着美国耐用品消费的高增长可能难以持续。不管是疫情因素，还是财政刺激的滞后影响，均是不可持续的。虽然未来美欧可能推出进一步财政刺激，但力度会减弱。虽然三季度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



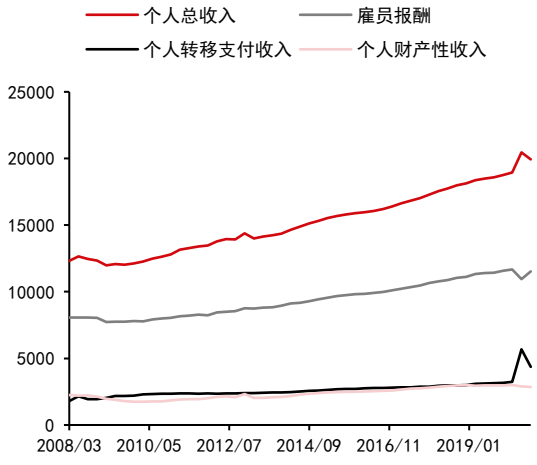
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表5： 美国消费信贷增速



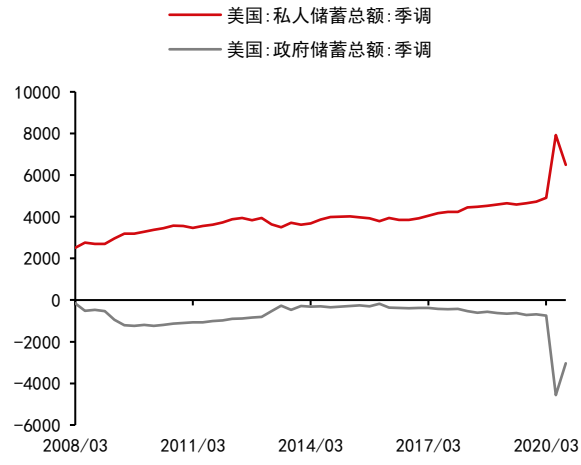
资料来源：Wind 中信期货研究部

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)



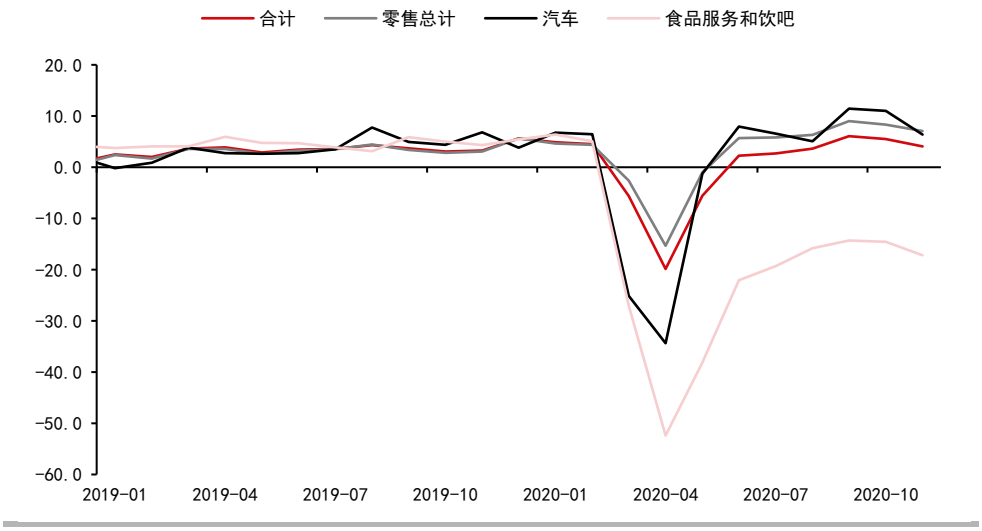
资料来源：Wind 中信期货研究部

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。

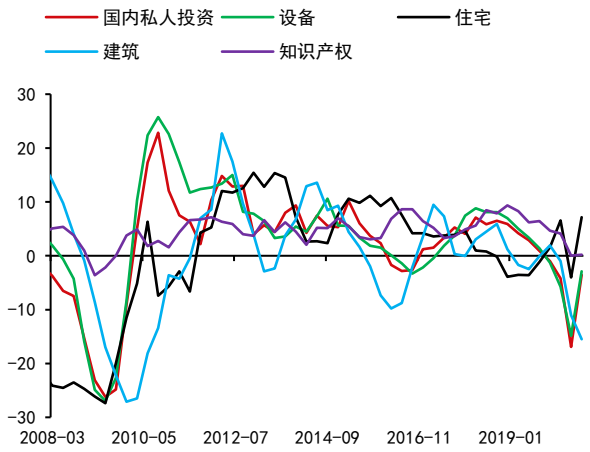
图表8： 美国零售和食品服务销售额及其分项:季调同比(%)



资料来源：Wind 中信期货研究部

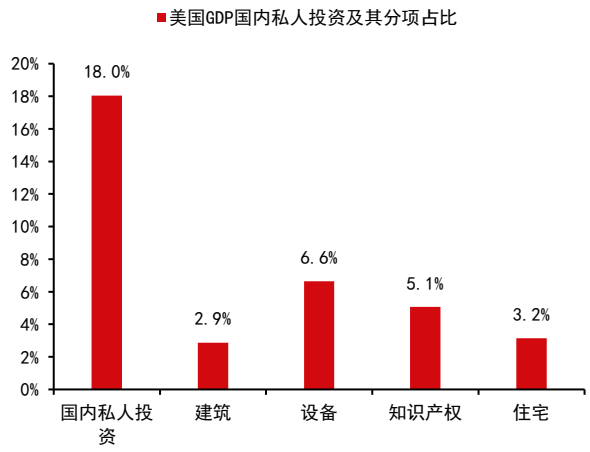
随着疫情受控和经济改善，明年美国国内私人投资将逐步修复。今年三季度美国住宅投资率先修复，三季度同比增长 7.1%，略高于一季度 6.6%的增速。在低利率的支持下，明年美国房地产有望持续改善。当前美国新屋及成屋销售已经显著高于疫情前水平。销售的较好表现使得库存加速去化、房价加速上涨。美联储零利率预计还将持续 2 年以上，这将推动明年房地产持续改善。今年三季度美国设备投资同比减少 2.9%，虽较二季度明显修复，但仍明显低于正常水平。随着疫情受控和经济改善，美国设备投资将继续修复。三季度美国知识产权投资及建筑投资并未改善，但随着经济修复，这部分投资也有望改善，只是时间点上可能要晚一些。

图表9： 美国国内私人投资及其主要分项:当季同比增速(%)



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表10： 美国 GDP 国内私人投资及其分项占比



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表11： 美国 NAHB 住房市场指数



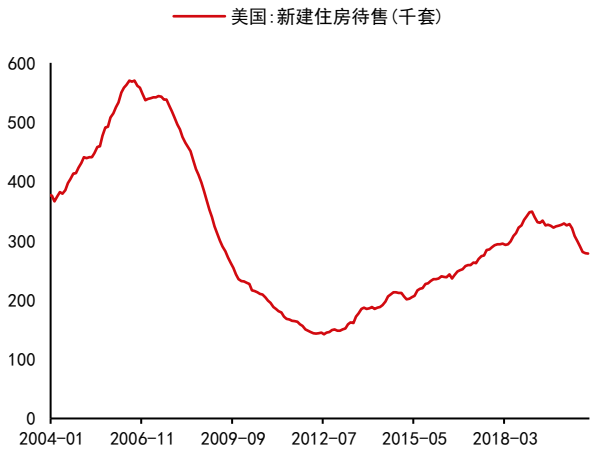
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表12： 美国新屋及成屋销售



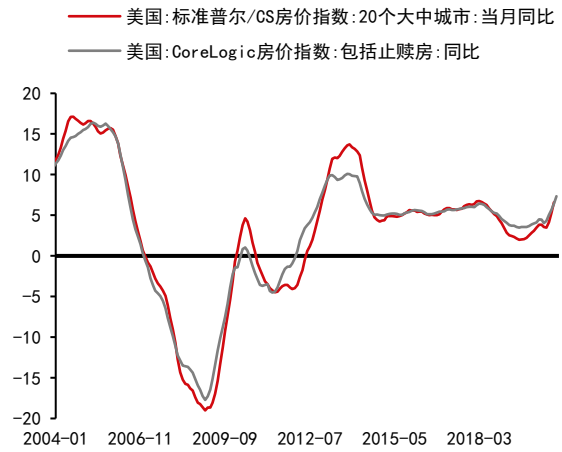
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表13： 美国新建住房库存



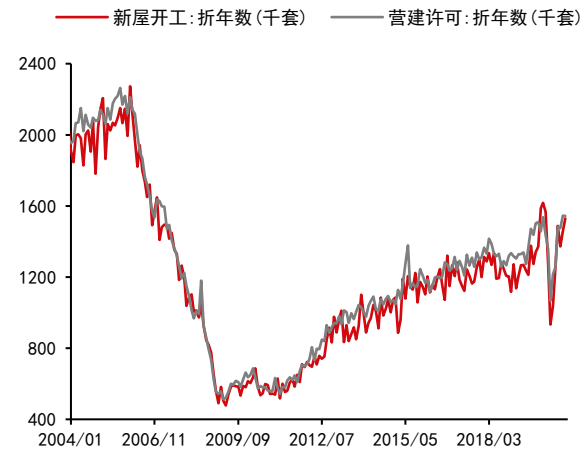
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表14： 美国房价当月同比(%)



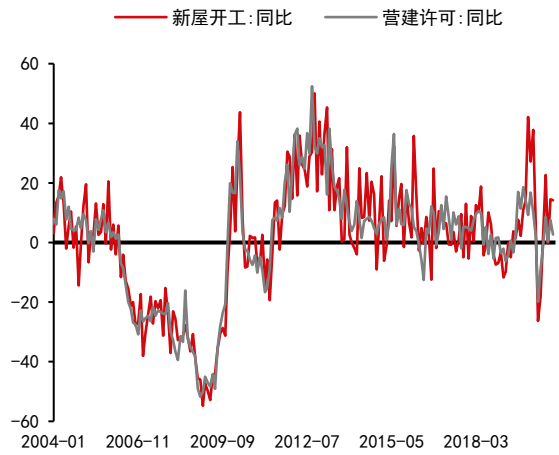
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表15： 美国新屋开工及营建许可:折年数



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表16： 美国新屋开工及营建许可:当月同比(%)

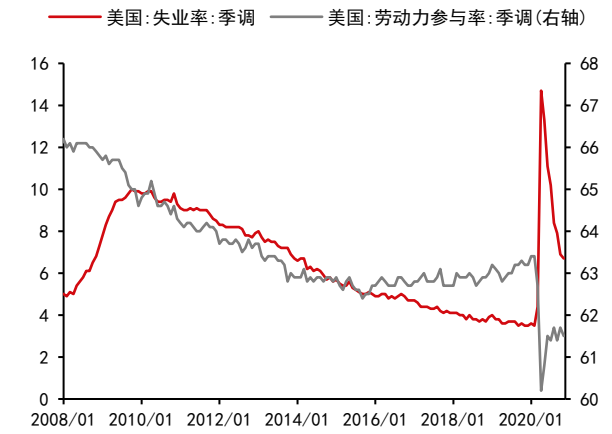


资料来源：Wind 中信期货研究部

随着明年美国消费和国内私人投资的修复，美国经济整体向好。但我们预计美国经济修复需要较长时间，明年四季度美国经济可能仍受一定抑制，全年 GDP 低于潜在水平。今年疫情之后美国劳动参与率显著下降，最近几个月美国劳动参与率并未继续修复。从历史经验来看，劳动参与率的修复较难。从失业率来看，虽然目前美国失业率为 6.7%，看起来低于 08 年金融危机后的最高水平 10%。但考虑到当前劳动参与率较 2009 年时高 3 个百分点以上，当前美国实际失业率仍高于 08 年金融危机期间的最高水平。从这个角度来看，美国就业修复可能也需要较长时间。目前美国每周初次申请失业金人数和持续领取失业金仍高于 08 年金融危机时期的最高水平。尽管美国企业破产案件并未明显增加，但失业人数较高说明企业选择砍掉部分业务或者关闭部分门店。这种经济损伤的修复也需要较长时间。总的来讲，我们认为美国经济修复需要较长时间，不太可能在明年完成。

节奏上来看，预计美国上半年经济偏弱，下半年偏强。疫苗推广并实现群体免疫需要时间。预计美国上半年可能实现普遍接种，下半年经济会更快地修复。

图表17： 美国失业率与劳动参与率



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表18： 美国领取失业金人数



资料来源：Wind 中信期货研究部

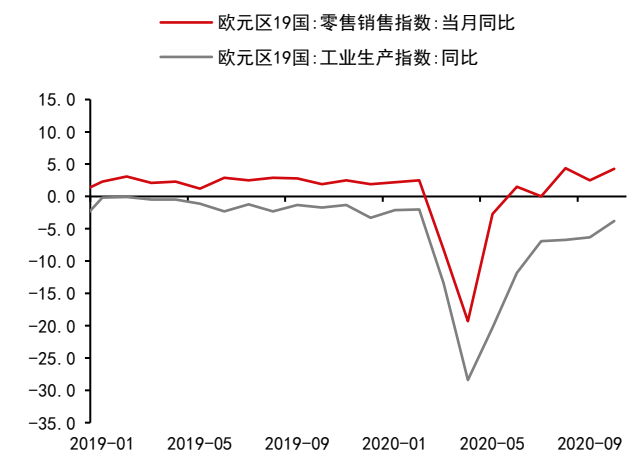
（二）欧元区经济与美国类似，上半年经济偏弱下半年偏强

今年8-10月份欧元区零售销售明显好于疫情前水平，原因可能与美国类似，明年高增长的持续性存疑。今年8-10月份欧元区零售销售指数同比增长3.7%，好于去年平均2.4%的增速。考虑到欧洲经济结构与疫情形势与美国类似，三季度欧元区耐用品消费增速可能也较高，而欧元区贷款数据并未改善。因此，财政刺激可能也是欧元区零售好于疫情前水平的重要原因。

与美国类似，欧元区服务消费明年有望逐步修复。三季度欧元区GDP居民消费同比减少4.4%，明显低于零售销售增速。与美国类似，这可能是因为服务消费受抑制较为显著。随着疫情逐步受控，明年欧元区服务消费有望逐步修复。

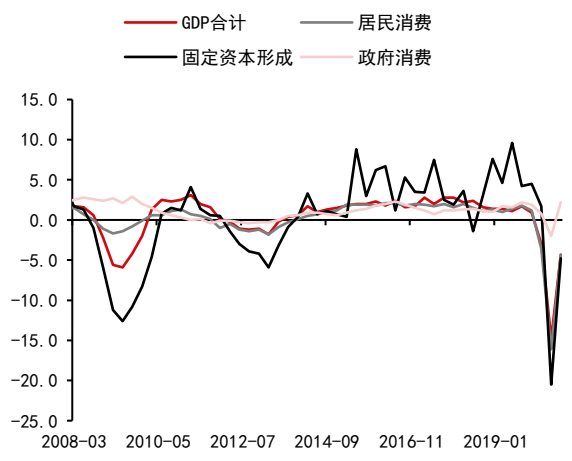
与美国类似，欧元区私人投资明显受疫情抑制，明年有望逐步修复。节奏上，预计欧元区经济也是上半年偏弱下半年偏强。

图表19： 欧元区零售销售与工业生产同比增速(%)



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表20： 欧元区GDP及其分项:当季同比(%)



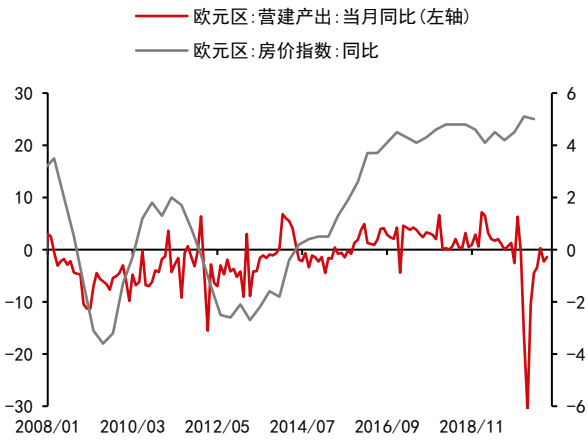
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表21： 欧元区贷款增速(%)



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表22： 欧元区营建产出与房价指数同比(%)

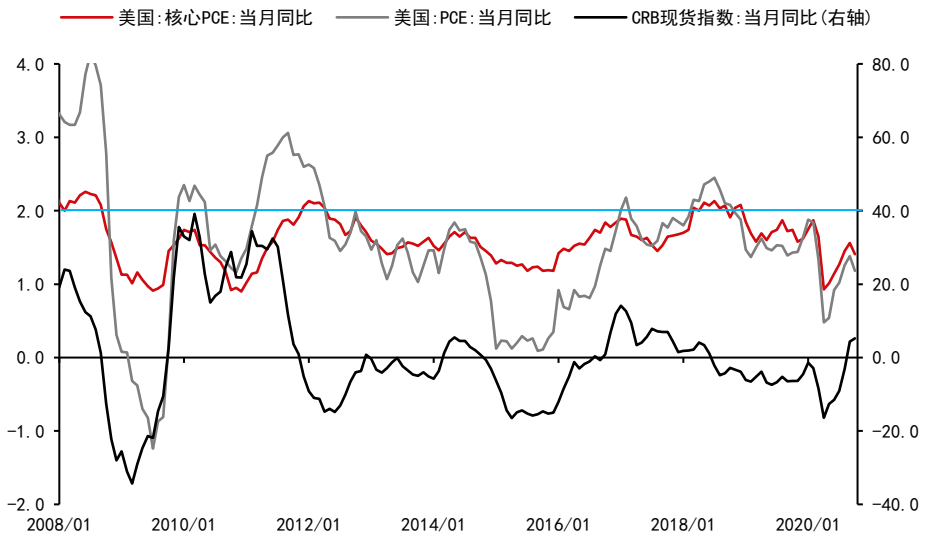


资料来源：Wind 中信期货研究部

（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

通过对比疫情之后和 2008 年金融危机之后的经济形势，我们认为明年美国 PCE 和核心 PCE 总体低于 2%，当然这并不排除明年 4、5 月份由于基数较低的原因美国 PCE 暂时高于 2%。08 年金融危机之后，CRB 现货指数月度均值同比跌幅在 2009 年 3 月最大达到 34%，同比涨幅有有个峰值，一是 2010 年 3 月达到 39%，二是 2011 年 6 月达到 32%。今年疫情之后，CRB 现货指数月度均值同比跌幅在 4 月最大达到 16%，约为 2009 年最大跌幅的一半。随着大宗商品价格的上涨和修复，预计明年 CRB 现货指数现货指数同比涨幅也会显著低于 08 年金融危机之后的同比涨幅，大体也是 2010-2011 年间最大涨幅的一半，即 16%-20%。美国核心 PCE 在 08 年金融危机之后最低为 0.9%，在 2010 年并未超过 2%，PCE 曾暂时超过 2%。今年美国核心 PCE 低点也是 0.9%，考虑到明年大宗商品价格涨幅仅为 2010 年涨幅的一半，明年美国核心 PCE 高点超过 2010 年高点的概率很小。也就是说，明年美国核心 PCE 总体低于 2%。核心 PCE 的变动相对于商品变动既有同步性，也有滞后性。比如在 2010-2011 年、2016-2017 年的大宗商品上涨周期中，核心 PCE 均是在第二波回升周期中创新高。比如 2011 年 12 月至 2012 年 4 月，美国核心 PCE 略高于 2%，峰值达到 2.1%，超过 2010 年 1 月的峰值 1.7%；2018 年 3 月至 12 月，美国核心 PCE 略高于 2%，峰值达到 2.1%，超过 2017 年 1 月的峰值 1.9%。PCE 的前一个峰值主要源于大宗商品价格修复和上涨的影响，与大宗商品价格同比基本同步；PCE 的第二个峰值主要源于经济修复对劳动力市场、居民消费的影响。明年疫情的逐步消退会导致经济活动逐步恢复，但疫情导致的一些长期性经济损伤需要时间修复。明年美国劳动力市场、居民收入及消费信心不太可能恢复到正常水平。这使得明年核心 PCE 相对偏低，因此对明年核心 PCE 不宜有过高预期。

图表23： 美国 PCE 与 CRB 现货指数当月同比

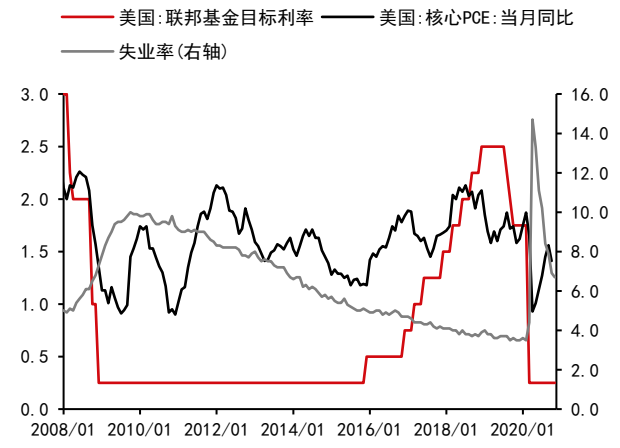


资料来源：Wind 中信期货研究部

我们预计明年美国货币政策不会收紧，美联储维持每月 1200 亿美元的购债速度。美联储零利率还可以维持 2 年以上时间。我们并不能完全排除明年美国核心 PCE 暂时高于 2%的可能性。但是，即便如此，我们认为美国货币政策也不会收紧。美联储更关注的是通胀预期及趋势水平和就业。PCE 或者核心 PCE 暂时高于 2%并不意味着通胀预期及趋势水平已经超过 2%，也不意味着就业恢复正常。今年三季度，美联储调整货币政策框架，将 2%的通胀目标修改为平均 2%。也就是说如果通胀较长时间低于 2%，那么可以容忍一段时间通胀适当高于 2%。2009 年 12 月至 2010 年 5 月，美国 PCE 略高于 2%，但核心 PCE 低于 2%，美联储没有收紧货币。2011 年下半年，美国 PCE 超过 2.6%，最高达到 3.1%，核心 PCE 也在 2011 年 12 月至 2012 年 5 月暂时略超过 2%，美联储也没有加息。当前，美联储货币政策框架对通胀的容忍度更高，更不可能在通胀暂时超过 2%的背景下加息。在 12 月 16 号的美联储议息会上，美联储表示每月继续购买 1200 亿美元债券，直到朝着就业和通胀目标取得实质性的进一步进展。前面我们指出美国经济修复需要较长时间，明年年底可能仍难以恢复到正常水平。因此，我们预计明年美联储会维持购债规模不变。在加息之前，美联储会先停止扩表。从上轮美联储货币收紧过程来看，两者之间可能间隔 1-2 年。我们预计美联储零利率还可以维持 2 年以上时间。

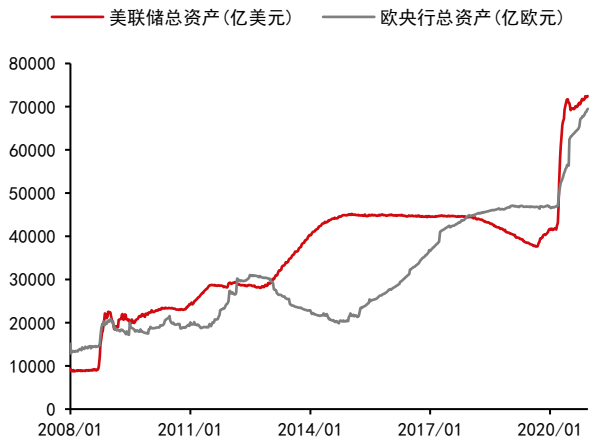
欧元区经济比美国更弱一些，预计货币收紧会晚于美国。明年欧央行会维持购债规模，维持零利率水平。12 月 10 号，欧洲央行维持政策利率不变，将紧急抗疫购债计划（PEPP）规模增加 5000 亿欧元至 18500 亿欧元，期限延长 9 个月至 2022 年 3 月底。这意味着明年欧央行会维持购债规模。

图表24： 美国联邦基金目标利率与核心 PCE、失业率(%)



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表25： 美联储与欧央行总资产



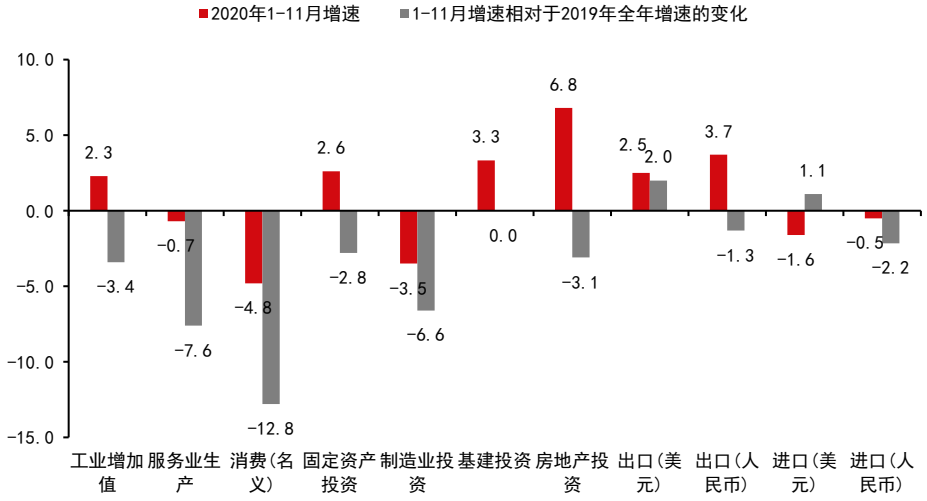
资料来源：Wind 中信期货研究部

三、我国经济上半年偏强下半年偏弱，与美欧错位

今年受疫情影响，我国经济不同部门表现差异较大。对比今年 1-11 月份主要经济指标增速与去年增速，疫情对消费、服务业、制造业投资的抑制较为显著。而今年我国出口好于去年，基建投资与去年持平，房地产投资和工业生产整体略弱于去年。

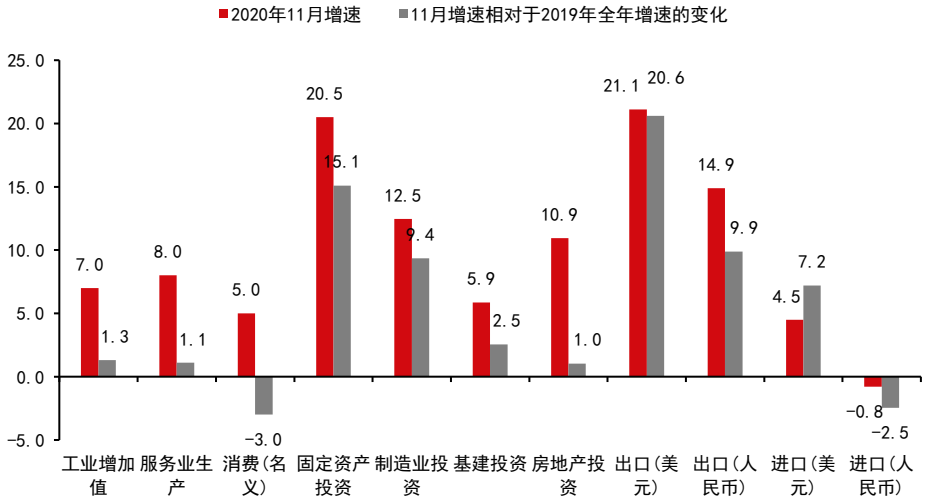
11 月份我国经济整体可能已经恢复到潜在水平，只有少数消费类别和服务业仍受疫情抑制。对比今年 11 月份主要经济指标增速与去年增速，仅名义消费增速偏低，但实际消费增速也恢复到去年水平。疫情对餐饮消费和少数服务业可能仍有抑制，但固定资产投资和出口表现较强，整体经济可能已经恢复到潜在水平。

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



资料来源：Wind 中信期货研究部

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



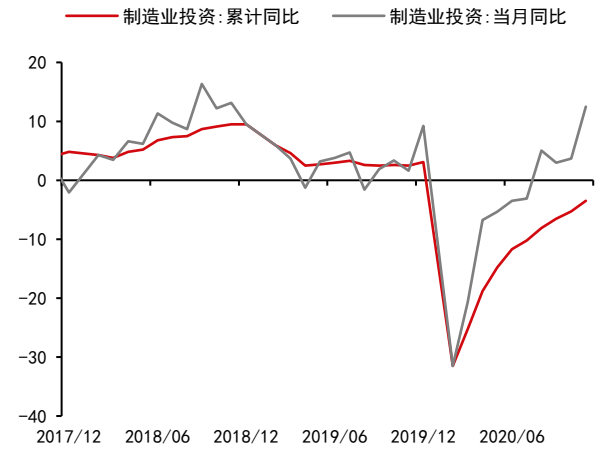
资料来源：Wind 中信期货研究部

展望明年，我们预计我国制造业投资有望继续改善，房地产投资和出口上半年偏强、下半年偏弱，基建投资与今年持平。总体来看，明年我国经济回归潜在水平，上半年偏强下半年偏弱。

（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

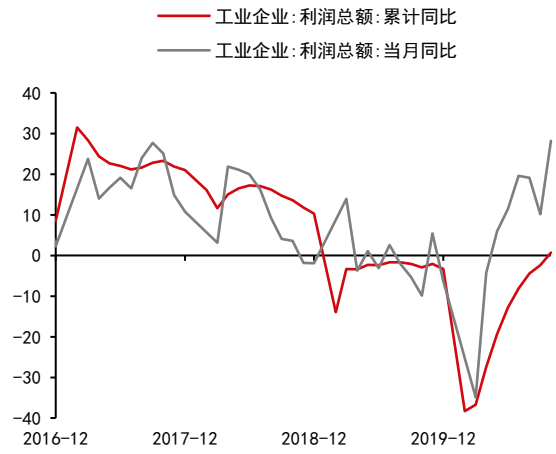
我国制造业投资仍有修复空间，6 月份以来我国工业企业盈利持续高增长，这将推动我国制造业投资继续修复。今年 1-11 月份制造业投资增速比去年低 6.6 个百分点，受疫情抑制显著。明年制造业投资存在修复的空间。6 月份以来，我国工业企业盈利持续保持了 10%以上的增速。1-10 月份工业企业盈利同比增长 0.7%，好于去年-3.3%的增速。盈利的较好表现将支持明年制造业投资继续修复。

图表28： 我国制造业投资增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

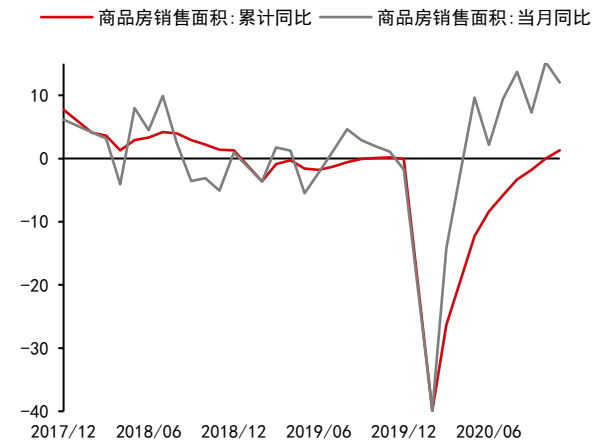
图表29： 我国工业企业利润增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

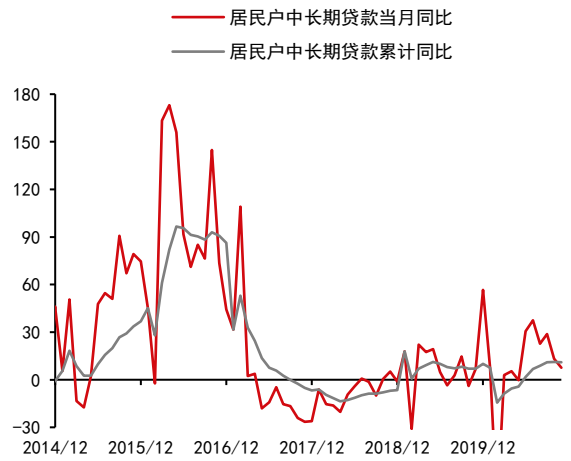
房地产投资方面，明年上半年房地产仍有韧性，下半年可能边际走弱。今年商品房销售面积预计同比增长 2.3%，好于去年-0.1%的增速。今年 5 月份以来商品房销售面积增速显著高于疫情前水平，这可能主要源于填补一季度被抑制的需求，长期来看不可持续。近期一线城市房价偏强，三、四线城市房价相对平稳。一线城市房价上涨的示范效应可能激励部分三、四线城市居民购房，这是未来几个月商品房销售的一个支撑。当然，从趋势上来看，一线城市房价涨幅也趋于回落，对商品房销售的激励作用倾向于逐步递减。近两个月居民中长期贷款增速回归 10%左右的增速。这与我国整体贷款增速接近，是可持续的，未来未必会进一步下滑。我们预计明年商品房销售面积零增长，这对房屋新开工构成支撑。房企“三道红线”控杠杆政策使得近几个月土地购置面积增速明显偏弱。 明年下半年这可能传导至房屋新开工和房地产投资。总体上来看，我们预计明年上半年商品房销售、房屋新开工、房地产投资仍有韧性，下半年可能边际走弱。

图表30： 商品房销售面积增速



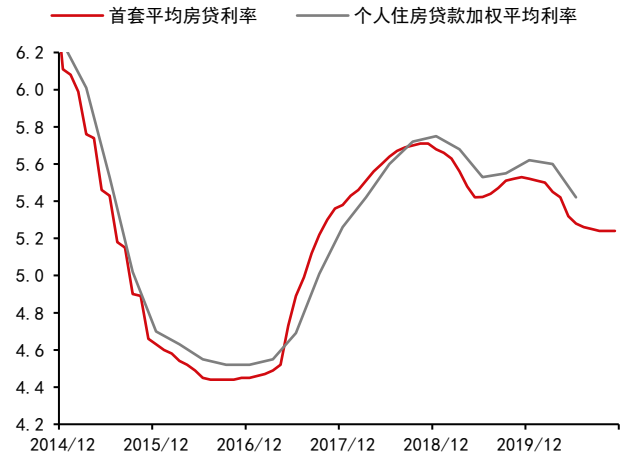
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表31： 居民户中长期贷款增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表32： 我国房贷利率水平



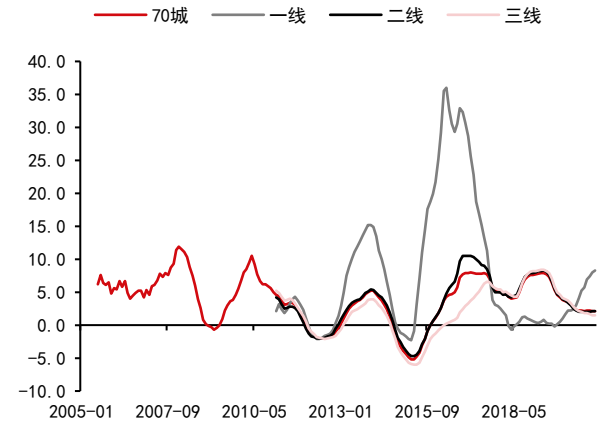
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表33： 住宅销售增速与居民中长期贷款增速



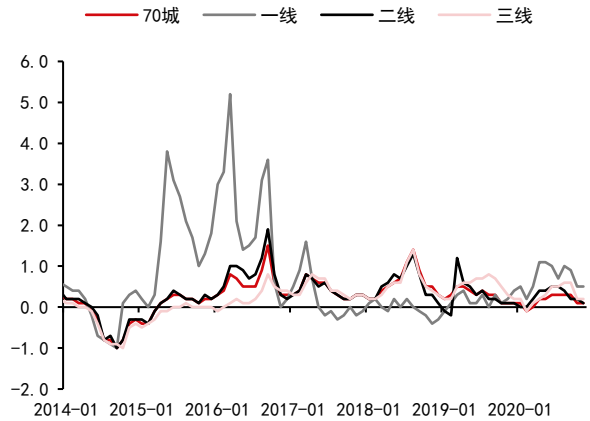
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表34： 70 个大中城市二手住宅价格同比(%)



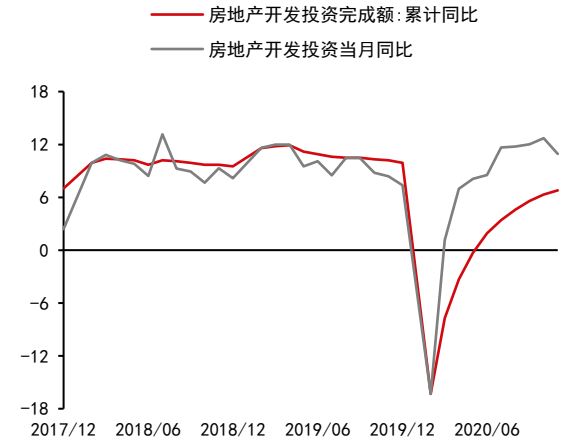
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表35： 70 个大中城市二手住宅价格环比(%)



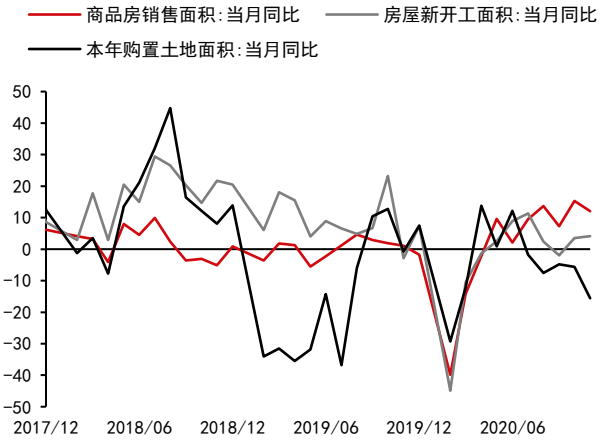
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表36： 我国房地产投资增速



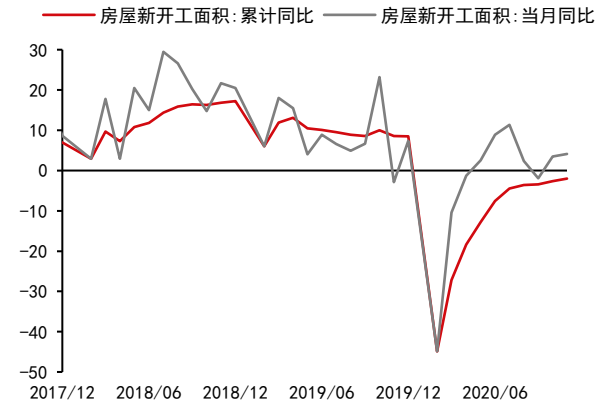
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表37： 房屋销售、新开工和购置土地面积增速



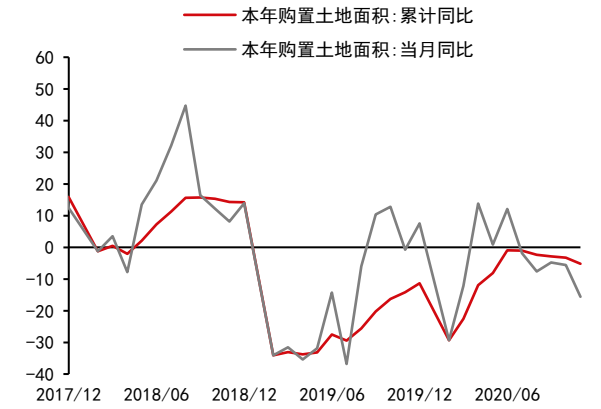
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表38： 房屋新开工面积增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

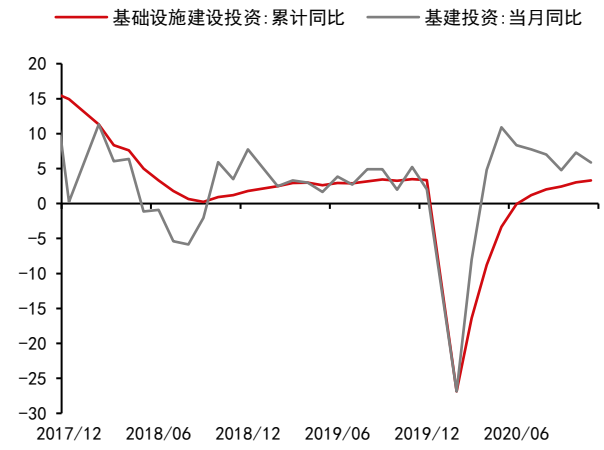
图表39： 本年土地购置面积增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

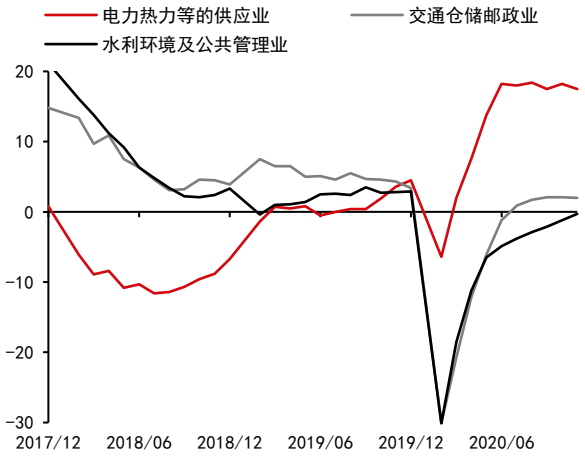
基建投资方面，我们预计明年同比增长 3.5%，与今年增速接近。今年 1-11 月基建投资同比增长 3.3%，增速与 2019 年接近。尽管今年新增专项债额度比去年多 1.6 万亿，但基建投资增速却并未显著提高。我们认为一个重要原因是今年项目储备可能不足。一般项目储备在上一年进行。今年因为疫情年后决定大量增发专项债，这可能使得项目储备相对不足。明年专项债额度较今年会有所缩减，但考虑到项目储备相对充分，预计基建投资增速与今年接近，大体维持在 3.5%左右的水平。

图表40： 基建投资当月及累计同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表41： 三大类传统基建投资累计同比增速

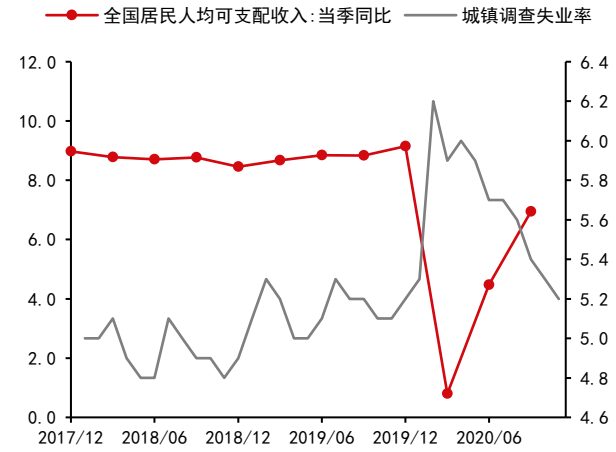


资料来源：Wind 中信期货研究部

（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

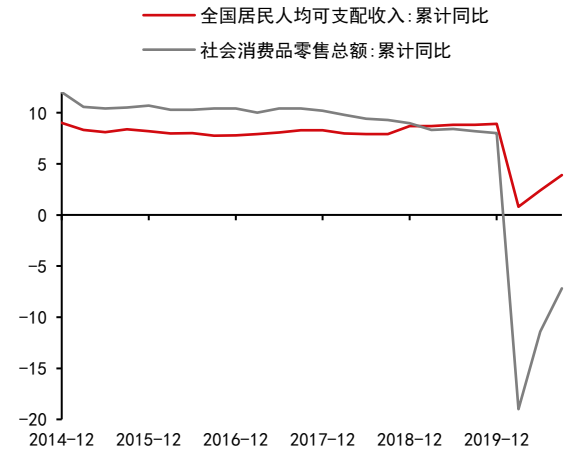
从整体经济形势来看，明年消费有望进一步改善。一方面，经济改善有望推动居民收入进一步增长，从而推动明年消费改善。随着我国经济改善，失业率将进一步降低，居民收入增速会继续提高。这将推动消费进一步改善。**另一方面，预防性与被动储蓄的释放有望推动明年消费进一步改善。**今年前三季度居民收入同比增长 3.9%，显著好于消费增速-7.2%。这意味着居民储蓄有所增加。未来这部分储蓄释放有望推动明年消费进一步改善。

图表42： 居民收入增速与调查失业率



资料来源：Wind 中信期货研究部

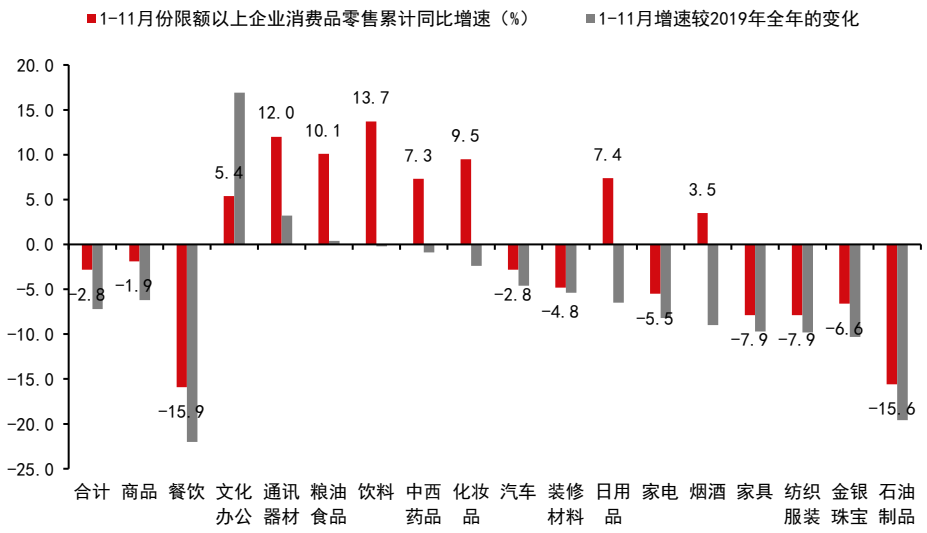
图表43： 居民收入增速与消费增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

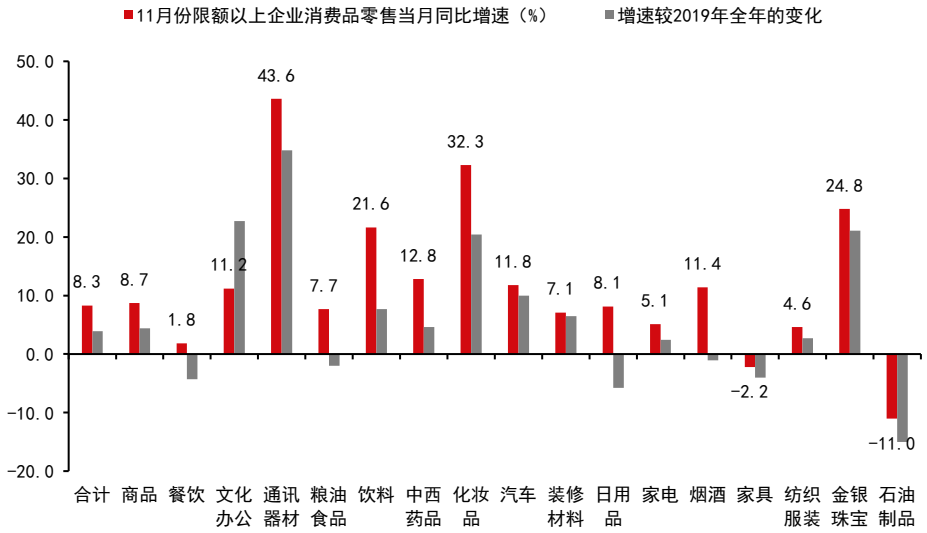
从结构上来看，今年受疫情显著抑制的消费类别，比如服务消费和非必需消费，明年有望继续改善。对比 1-11 月份限额以上企业消费品零售累计同比增速与去年的增速，可以看到疫情对餐饮（服务业）、石油制品（交通出行）、金银珠宝、家具、家电（非必需品）等的抑制最为显著；对粮油食品、中西药品等必需消费品几乎没有影响。从当月增速来看，金银珠宝类非必需消费已经开始加速修复，而餐饮、家具等仍受一定抑制。这些类别未来也有望加速修复。

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



资料来源：Wind 中信期货研究部

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

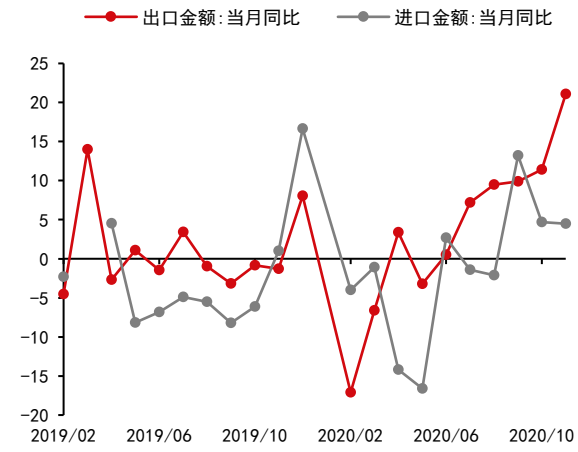


资料来源：Wind 中信期货研究部

（三）明年出口整体好于今年，上半年偏强下半年偏弱

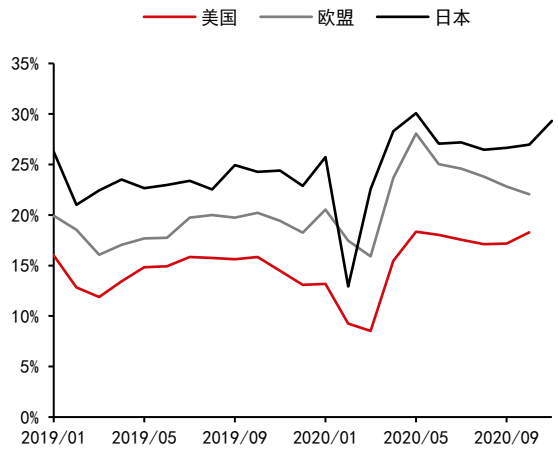
出口方面，预计明年出口上半年偏强下半年偏弱，全年同比增长 6%，整体好于今年 3.5%左右的增速。疫情之后我国出口显著好于疫情之前有三个原因。一是海外供应受限我国出口替代其它国家的出口。二是欧美财政刺激使得商品消费需求超预期增长。三是防疫物资出口。这三个因素的重要性可能依次递减。8 月份之后我国防疫物资出口增速下滑，但是整体出口增速进一步上行，这说明防疫物资出口是一个较为次要的原因。11 月份我国出口增速再创新高，但是美国商品零售增速却并未进一步增长，海外疫情进一步扩散使得我国供应链优势进一步显现才是最主要原因。海外疫情的控制需要时间。我们预计明年上半年我国出口优势仍然较大，出口有望维持较高增长。下半年海外供应显著恢复之后，我国出口可能有所走弱。我们预计全年出口同比增长 6%。

图表46： 我国出口及进口增速



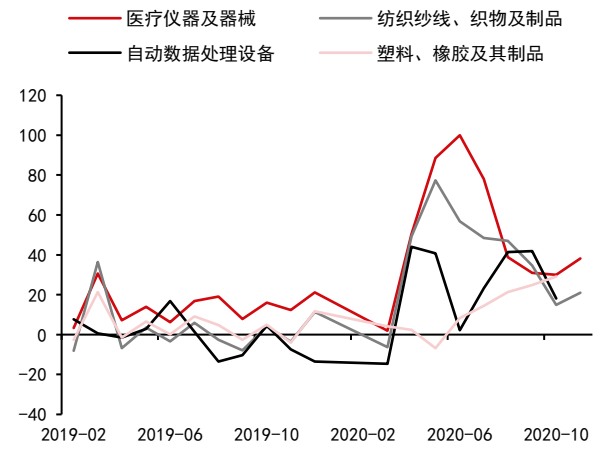
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表47： 我国出口占主要经济体进口金额的比重



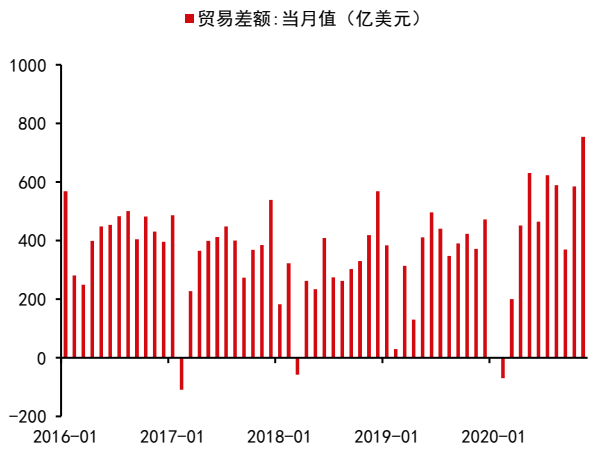
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表48： 我国防疫相关物资出口增速(%)



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表49： 我国贸易差额



资料来源：Wind 中信期货研究部

四、全球经济改善推升我国 PPI，猪价下降压低 CPI

（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

明年全球经济总体趋于修复和改善，因此大宗商品需求和价格有支撑。今年疫情之后，全球主要经济体均采取了扩张性货币政策和财政政策，这有力地推动了商品消费的恢复和增长。因此，大宗商品价格普遍趋于上涨。明年全球经济总体趋于修复和改善。根据历史经验，在全球经济趋势向好的背景下，大宗商品需求和价格是有支撑的。

图表50： CRB 现货综合指数



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表51： CRB 现货分项指数



资料来源：Wind 中信期货研究部

近期部分品种价格突破近 5 年高点。我们认为这些品种价格异常强势与其自身供需相关。不能简单根据美欧央行史无前例的货币扩张推导出明年大宗商品价格整体创新高的结论。今年我国房地产投资、汽车消费、美国耐用品消费等超过了疫情前水平，这使得铁矿、铜等的需求较为强劲，价格创近 5 年新高。整体来看，不管是 CRB 现货综合指数，还是 CRB 金属、工业原料、食品、油脂等分项指数均未超过近 5 年高点。疫情对交通出行的抑制较为显著，原油需求受到一定抑制，因此，原油价格依然低于疫情前的水平。大宗商品价格主要看自身供需。货币扩张通过压低利率刺激信贷可能刺激商品需求，从而推动商品价格上涨。但如果超发的货币并未流入实体经济，那么商品需求和价格未必会显著上涨。当前美欧超发的货币相当部分流入了金融市场。部分需求受货币扩张的影响相对较大，比如房地产，但有些需求受货币扩张的影响相对较小，比如原油。部分商品需求较强与财政刺激有较大关系。总的来讲，不同商品需求会表现出结构分化的特点。

我们认为明年大宗商品整体价格即便有所上涨，幅度也不会很大，不太可能普遍超过 2011 年的高点。当然，这并不否定部分商品价格因为自身供需矛盾创历史新高的可能。原油因为需求受疫情抑制价格中枢可能略低于 2019 年水平。2008 年金融危机之后，大宗商品价格普遍超过 2008 年的高点，这与我国房地产

和基建处于高速发展阶段有关。明年我国货币财政回归中性，基建投资总体稳定，房地产投资缺乏进一步走高的动力。我国是全球大宗商品的最重要需求国。明年缺少了我国房地产与基建投资的进一步增长，全球大宗商品价格整体创历史新高的可能性不大。今年部分商品需求超预期与美欧史无前例的财政刺激有关。政府对居民的转移支付不仅弥补了工资收入下滑的影响，还有较多剩余。这使得美欧商品消费超过疫情前水平。明年海外经济修复主要由服务消费修复拉动，商品消费即便阶段性改善空间可能也不大。当然，这并不否定部分商品价格因为自身供需矛盾创历史新高的可能。此外，部分商品价格可能因为需求受抑制而偏低，比如原油。原油需求的完全恢复需要等到疫情彻底结束、交通出行完全恢复之后。疫情彻底结可能需要 1-2 年，这不太可能在明年实现。

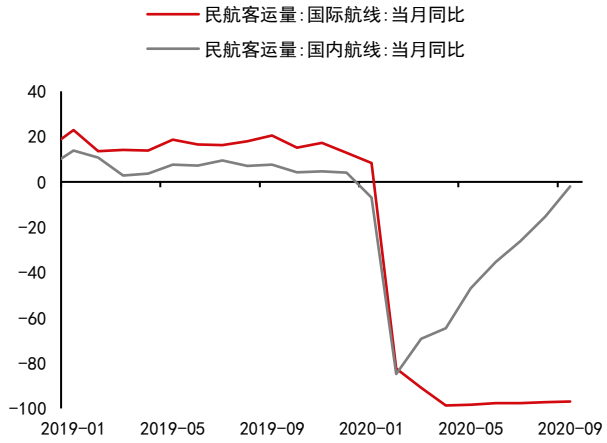
我们预计明年上半年我国 PPI 同比快速上冲至 5.5%，下半年小幅回落。

图表52： 布伦特原油现货价(美元/桶)



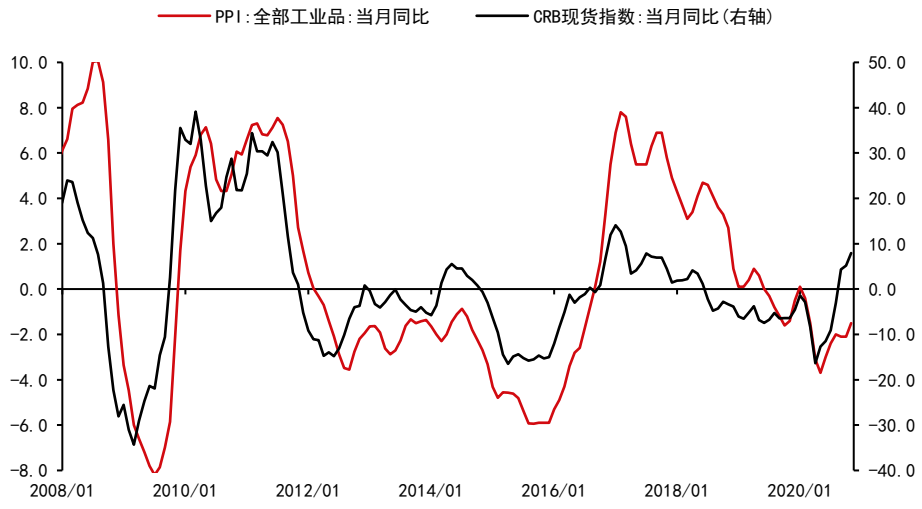
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表53： 我国民航客运量同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表54： 我国 PPI 同比与 CRB 现货指数当月同比

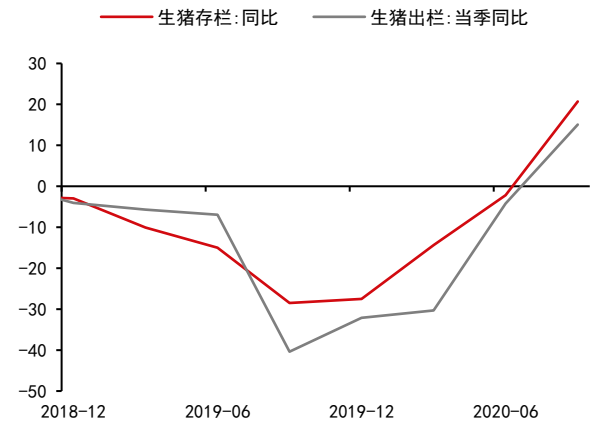


资料来源：Wind 中信期货研究部

（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

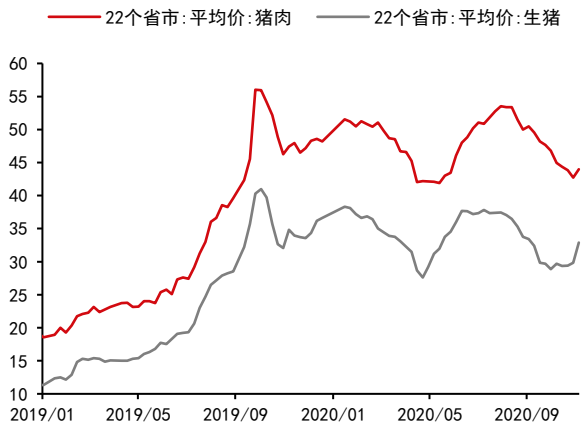
明年猪肉价格的下降会压低我国 CPI 同比，预计均值在 1%左右。今年三季度末，我国生猪存栏同比增长 20.7%，出栏同比增长 15%，猪肉供应已经开始趋势性恢复。这使得 9 月份以来生猪及猪肉价格明显回落。农业农村部表示，截至 11 月底，全国生猪存栏和能繁母猪存栏均已恢复到常年水平的 90%以上，预计明年上半年产能有望完全恢复。我们预计春节前后，猪肉消费需求季节性增长，猪肉价格仍有支撑。明年春节之后，预计猪肉价格趋势性回落，降至 2018 年 20 元/公斤的水平是大概率事件。我们预计明年猪肉价格的平均跌幅在 30%左右，这会压低 CPI 同比 1 个百分点左右。猪肉涨价之前我国 CPI 同比的趋势水平在 2%左右，明年随着经济的修复，剔除掉猪价之后，我国 CPI 同比总体回归趋势水平，即 2%左右。再考虑到猪价下降的影响，明年我国 CPI 均值约为 1%。

图表55： 我国生猪存量及出栏量同比增速



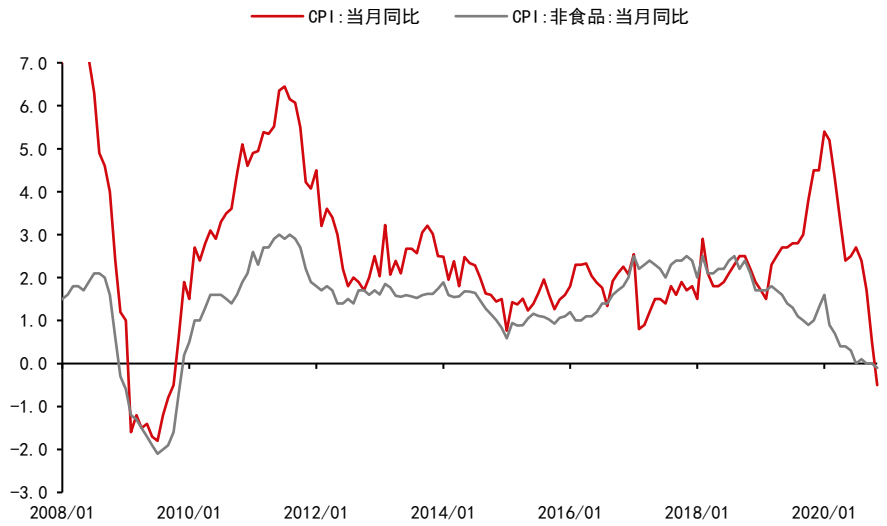
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表56： 我国猪肉及生猪价格



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表57： 我国 CPI 同比及非食品同比



资料来源：Wind 中信期货研究部

五、我国货币维持中性，信用扩张与财政支出回归正常水平

（一）明年货币政策总体中性，信用扩张回归正常水平

明年我国货币政策总体中性，预计 MLF 利率、OMO 利率、LPR 利率保持稳定。明年我国通胀压力不大，经济也不会走向过热。我们预计货币政策利率保持稳定。中央经济工作会议对明年货币政策的定调是“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”，大体也是中性基调。

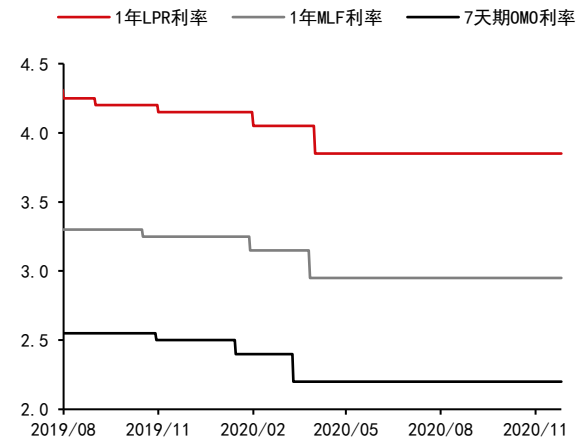
明年我国信用扩张回归正常水平，预计社融存量增速同比增长 11.5%，与经济增速大体匹配，较今年下滑 2 个百分点。今年为支持经济修复，我国社融存量增速达到 13.5%左右，高于 8%左右的潜在名义 GDP 增速，宽信用力度偏大。明年我国经济增速总体回归潜在水平，预计信用扩张回归正常水平。中央经济工作会议表示“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”。我们预计明年社融存量增速同比增长 11.5%，与名义潜在经济增速大体匹配。

图表58： 中央经济工作会议关于货币政策的表述

时间	内容
12 月 18 日	**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，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。

资料来源：中信期货研究部

图表59： 我国利率水平



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表60： 社会融资规模存量增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

（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

今年为了应对疫情对经济的冲击，政府债券发行规模大幅增加。新增国债、地方一般债、专项债、特别国债合计达到 8.5 万亿，比 2019 年增加 3.6 万亿。

明年预计新增政府债券 6.58 万亿，较今年减少 2 万亿。由于经济内生增长动力恢复，明年财政支持力度会减弱。中央经济工作会议表示积极的财政政策要更可持续。这也意味着举债规模会相对收缩。我们预计明年新增国债 23000 亿元、地方一般债 10300 亿元，财政赤字率回归到 3%的可持续水平。预计明年新增专项债 32500 亿元，各项新增政府债券合计 6.58 万亿，较今年减少 2 万亿。

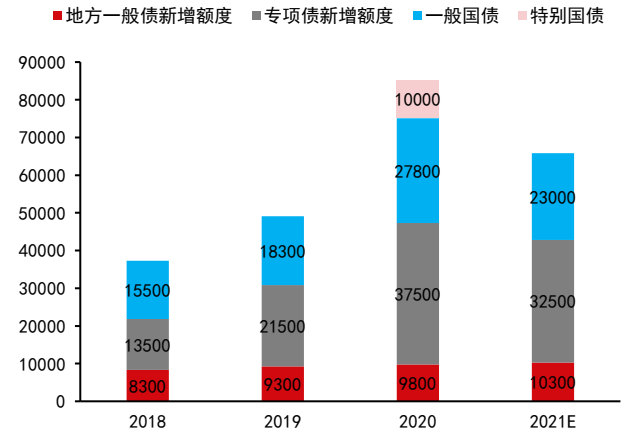
尽管明年新增政府债券减少，但由于公共财政收入会有所增加，明年财政支出回归到正常水平，总体也不会弱，不会拖累经济增长。中央经济工作会议关于今年的财政政策特别提到“保持对经济恢复的必要支持力度”、“保持适度支出强度”。这说明财政支出力度仍保持适度的对经济的支持，不会拖累经济恢复与增长。

图表61： 中央经济工作会议关于财政政策的表述

时间	内容
12 月 18 日	**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。

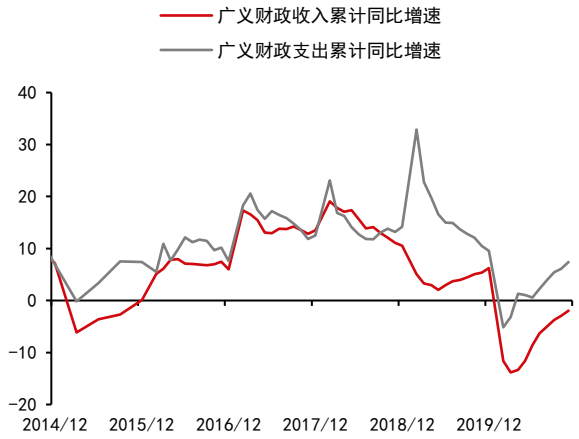
资料来源：中信期货研究部

图表62： 各类政府债券新增额度(亿元)



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表63： 广义财政收入及支出增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

六、结论：交错复苏、关注节奏

明年全球经济总体是复苏格局，但会呈现明显的交错特征。我国经济上半年偏强下半年偏弱，而美欧相反。我国消费、服务业、制造业投资趋于改善，但基建投资总体稳定，房地产投资下半年可能偏弱，不同部门的需求存在交错。美欧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，不同部门的需求也存在交错。在交错复苏的格局下，需要密切关注节奏。

图表64： 主要经济指标预测值

经济指标	2021 年同比(%)	2020 年同比(%)
GDP	9.2	2.3
固定资产投资	6.0	3.0
制造业	10.0	-3.0
房地产	6.0	7.0
基建	3.5	3.5
社费消费品零售总额	18.0	-4.0
出口(以美元计)	6.0	3.0
进口(以美元计)	3.0	-1.0
PPI	3.0	-2.0
CPI	1.0	2.5
社会融资规模存量	11.5	13.5

资料来源：中信期货研究部

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：http://www.citicsf.com