# 宏观年度报告 20201210

## 变局下的风险与红利—新框架看 2021 年中国经济

2020 年 12 月 10 日

### 观点

- **展望十四五开局之年的中国经济，本文应用杜邦分析构建了一系列 2021 年经济展望的新框架。**基于当前市场对各经济变量的预期分歧，我们依次展望其在 2021 年的表现，进而给出我们对于 2021 年货币政策和财政政策的展望，以及资产配置的建议。
- **出口：竿头日上。**2021 年全球经济和贸易低基数下的反弹毋庸置疑，出口值得特别关注的有两点：一是美元走弱、融资环境宽松很可能促进贸易活跃度提升，二是中国出口份额仍将受益于供需错配期间的转移订单和产业链及结构优势，不必担忧疫情明显好转后今年提升的份额就立刻回落。新框架下预计 2021 年出口增速 7%-10%。
- **基建：平坦化增长。**当不再以债务驱动的经济增长去托底经济的背景下，传统的以逆周期要求和社融增长去分析基建投资的视角不再适用，我们试图从专项债视角出发构架基建投资新分析框架：基建投资由经济增速、投向基建的专项债占比、专项债的基建杠杆三维度决定。新框架下预计 2021 年基建投资增速在 1.8%-6.1%左右。
- **制造业：赶超基建和房地产。**2021 年稳定制造业比重将作为经济工作的一项突出任务来抓，因此制造业投资增速主要取决于名义 GDP 增速和制造业投资效率的变化，随着后者的持续提升，预计 2021 年制造业投资增速将回升至 7%-8%，从而超越基建和房地产投资增速。
- **房地产：迟来的竣工修复。**2021 年房地产调控将更趋灵活性和差异性，过度收紧的风险不大。随着前两年大量开工后预售的项目迎来交付，竣工的持续修复将成为房地产投资的主要支撑，预计 2021 年房地产投资的增速小幅回落至 6.0%附近。
- **消费：后来居上。**参考历史经验 2021 年居民可支配收入增速的反弹幅度可能不及名义 GDP，但若疫情在疫苗使用下得到有效控制，居民边际消费倾向将进一步向疫情前的正常水平修复，预计 2021 年居民消费实现 11%-15.5%的增长。
- **通胀：关注结构性通胀风险。**在全球经济共振复苏、低基数的共同作用下，PPI 正在加速走出通缩，预计 2021 年一季度 PPI 重回正增长，年中高点有望破“5”，全年中枢抬升至 1.5%左右。猪周期下行趋势确立的背景下，CPI 全年中枢 1.3%左右整体无通胀，非食品消费品和服务价格共振涨的结构性通胀特征明显。
- **货币政策：寻找平衡。**“十四五”开局之年政策基调或谨慎偏紧，为剩下的四年留足政策空间。稳杠杆的背景下，货币市场利率整体偏紧；随着年中产出缺口逐步弥合，通胀压力渐显，须警惕央行上调逆回购利率的风险；信贷降速已成市场共识，预计 2021 年社融增速为 10.6%，上半年增速下滑会更加明显。
- **财政政策：从危机应对模式回归常态化。**当经济增长从危机走向修复，那么 2021 年财政政策的核心逻辑就是从危机应对模式回归常态化积极财政，当然在政策退出过程中也会考虑政策的延续性与稳定性。狭义赤字率下调、专项债规模削减、抗疫特别国债退出，预计广义财政赤字规模从今年的 8.51 万亿回落至 6.8-7.1 万亿左右。
- **资产配置：前股后债，关注产出缺口修复。**2021 年股票和商品仍有望跑赢债券和房地产，并且人民币汇率有望继续升值 3%-5%。节奏上在上半年相对债券超配股票，在年中后增持国债。大宗商品上相对基本金属更看好原油，相对黄金更看好白银。
- **风险提示：**疫苗推广和接种的不达标，货币政策超预期紧缩，拜登政府的关税新政


**证券分析师 陶川**
执业证号：S0600520050002
010-66573671
taoch@dwzq.com.cn
**证券分析师 王丹**
执业证号：S0600520050003
010-66573671
wangdan@dwzq.com.cn
**研究助理 赵艺原**
zhaoyy@dwzq.com.cn


**相关研究**

**1、《宏观点评 20201207：11 月出口为何如此强？》2020-12-07**
**2、《宏观专题报告 20201202：新框架看 2021 年中国消费》2020-12-02**
**3、《宏观专题报告 20201129：新框架看 2021 年中国通胀》2020-11-30**
**4、《宏观专题报告 20201124：新框架看 2021 年中国制造业投资》2020-11-24**
**5、《宏观专题报告 20201122：新框架看 2021 年中国出口》2020-11-22**



请务必阅读正文之后的免责声明部分

# 内容目录

1. 出口：竿头日上 ..... 6
2. 基建投资：平坦化增长 ..... 12
3. 制造业投资：赶超基建和房地产 ..... 14
4. 消费：后来居上 ..... 18
5. 房地产投资：迟到的竣工修复 ..... 23
6. PPI：半年的再通胀 ..... 25
7. CPI：无总量“通胀”，有结构“通胀” ..... 27
8. 货币政策：寻找平衡 ..... 29
9. 财政政策：从危机应对模式回归常态化 ..... 31
10. 资产配置：前股后债，关注产出缺口修复 ..... 32
11. 附：2021 年中国宏观经济指标预测汇总表 ..... 35
12. 风险提示 ..... 35

# 图表目录

图 1：市场对明年中国经济预期的分歧程度 5
图 2：各国 2020 年迄今出口累计增速 6
图 3：中国出口份额提升超过其他国家 7
图 4：截至 5 月，中国是全球供需缺口最大的国家 7
图 5：中国、越南、中国台湾出口同比均有大幅改善 8
图 6：海外房地产繁荣对中国出口形成支撑 8
图 7：全球贸易活跃度与美元表现有较强的负相关关系 9
图 8：全球出口相较整体经济而言具有更高的 β 9
图 9：中国出口相对其他国家的领先性并未随供需缺口差距缩小而消失 10
图 10：过去 20 年中国出口份额提升速度最快 11
图 11：中国高科技产品出口份额有望持续提升 11
图 12：2030 年中国半导体制造份额有望达到 24% 11
图 13：今年基建投资并未表现出逆周期特征 12
图 14：基建投资与社融走势出现明显背离 12
图 15：基建投资单月波动与专项债发行节奏相当一致 13
图 16：专项债的基建杠杆快速下降 14
图 17：近年来中国制造业投资的增速回升一直落后于基建投资和房地产投资 15
图 18：中国名义 GDP 增速对制造业投资增速具有一定的牵引作用 16
图 19：2015 年以来制造业投资产出率从高位回落 16
图 20：GDP 中制造业占比的下降拉低了制造业投资增速 16
图 21：高技术和装备制造业增加值增速相对较高 17
图 22：高技术和装备制造业增加值比重仍有提升空间 17
图 23：高技术制造业的产值增长更多依靠 TFP 来拉动，而非资本投入 18
图 24：餐饮收入受疫情冲击比商品零售严重 19
图 25：小规模企业受疫情冲击比限额以上企业严重 19
图 26：今年以来可选消费拖累限额以上消费额 19
图 27：中国名义 GDP 增速与居民消费增速在走势上具有高度正相关性 20
图 28：2011 年前居民可支配收入占 GDP 比重是下降的 21
图 29：2011 年后中国居民的边际消费倾向逐年走低 21
图 30：居民可支配收入增速的波动性要小于 GDP 增速 22
图 31：经济复苏时居民可支配收入占 GDP 比重是下降的 22
图 32：中低收入群体对 2020 年收入预期更悲观 23
图 33：前三季度边际消费倾向的修复仍然较为缓慢 23
图 34：疫情后房地产投资对中国 GDP 增长的贡献显著提升 23
图 35：调控收紧下地产上通过加大预售回笼资金 24
图 36：当前销售、新开工、竣工的背离不可持续 24
图 37：2021 年房地产竣工的持续修复有望继续支撑房地产投资回升 25
图 38：“供改”后伴随的产能利用率和 PPI 回升 26
图 39：中国和海外经济体产能利用率修复形成明显差异 26
图 40：不同情景下的 2020 年及 2021 年 PPI 同比预测 27
图 41：猪价与 CPI 食品趋势高度一致 28

图 42：从能繁母猪存栏看生猪出栏已经企稳 ..... 28
图 43：非食品消费品与 PPI 趋势高度相关 ..... 28
图 44：CPI 服务项与经济景气度契合 ..... 28
图 45：基于三分法预测未来 CPI 趋势及节奏 ..... 29
图 46：五年规划开局不会成为央行的束缚 ..... 29
图 47：稳杠杆下 Shibor 利率仍有上涨压力 ..... 29
图 48：稳杠杆下回购利率中枢会上升 ..... 30
图 49：回购利率将主要在利率走廊上半部波动 ..... 30
图 50：通胀可能是触发加息的重要信号 ..... 30
图 51：通胀可能是触发加息的重要信号 ..... 30
图 52：社融和名义经济增长将决定杠杆率 ..... 31
图 53：2021 年社融变化预测路径 ..... 31
图 54：今年危机应对的积极财政以减收（减税降费）为主、增支为辅 ..... 32
图 55：2021 年大类资产配置策略 ..... 33
图 56：各行业工业增加值恢复情况及产出缺口 ..... 33
图 57：各板块股票涨幅与其产出缺口负相关 ..... 33
图 58：美国经济的相对表现和美元指数 ..... 34
图 59：欧元有效汇率大幅升值对经济复苏不利 ..... 34
图 60：人民币汇率和美国对华加征关税 ..... 35
图 61：有效汇率比人民币相对美元单边汇率更重要 ..... 35

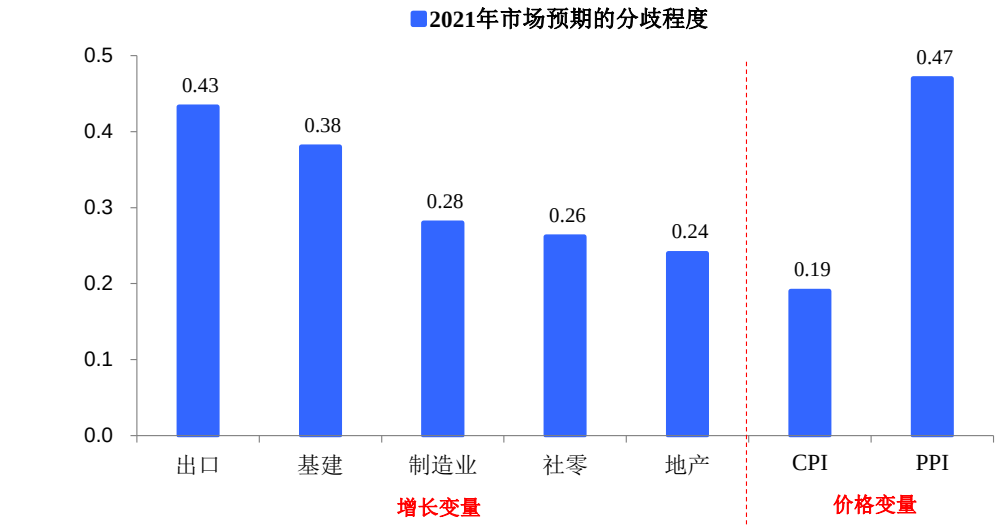
表 1：中国出口增速的结构性因素变化 ..... 6
表 2：两种情形下对应的中国出口 2021 年增速在 7%-10% ..... 12
表 3：基建投资增速的的三因素分解 ..... 14
表 4：中国制造业投资增速的三因素分解 ..... 17
表 5：中国居民消费支出增速的三因素分解 ..... 21
表 6：2020 年中国房地产主要指标的增速预测 ..... 25
表 7：布伦特原油期货价格和 LME 铜价格未来走势的不同情景假设 ..... 26
表 8：2021 年广义财政赤字规模及赤字率展望 ..... 32
表 9：2021 年中国宏观经济指标预测 ..... 35

**英国前首相丘吉尔有一句名言：“永远不要浪费一次好的危机”**。这句话在 2020 年的中国经济上无疑得到了最好的应验：得益于有效的疫情防控和政策支持，中国率先在疫情冲击下转危为机；2021 年则轮到海外经济了，当然能否应验，还取决于海外国家能否在疫苗推出的背景下走出疫情。

**对中国而言，2021 年无论海外经济以何种程度复苏，其对于国内经济的影响都比以往相对有限了，这是因为我们已经在“十四五”规划的指引下开始构建“双循环”了。**可见新冠疫情这场“好的危机”不仅给中国经济带来了深远影响，也给宏观研究增加了新的内涵。因此，我们认为丘吉尔的这句名言对宏观分析同样适用：展望十四五开局之年的中国经济，需要有新的视角，新的框架。

鉴于此，本文通过构建一系列新的框架来展望 2021 年的中国经济。在此，我们有必要看一下当前市场对于明年中国经济在预期上的分歧，如图 1 所示，**当前市场对于 2021 年中国经济增长预期上的分歧为：出口>基建>制造业>消费>房地产，通胀预期上的分歧则是：PPI>CPI。**因此，基于这些变量在预期分歧上的大小，我们依次展望其在 2021 年的表现，进而给出我们对于 2021 年货币政策和财政政策的展望，以及资产配置的建议。

**图 1：市场对明年中国经济预期的分歧程度**

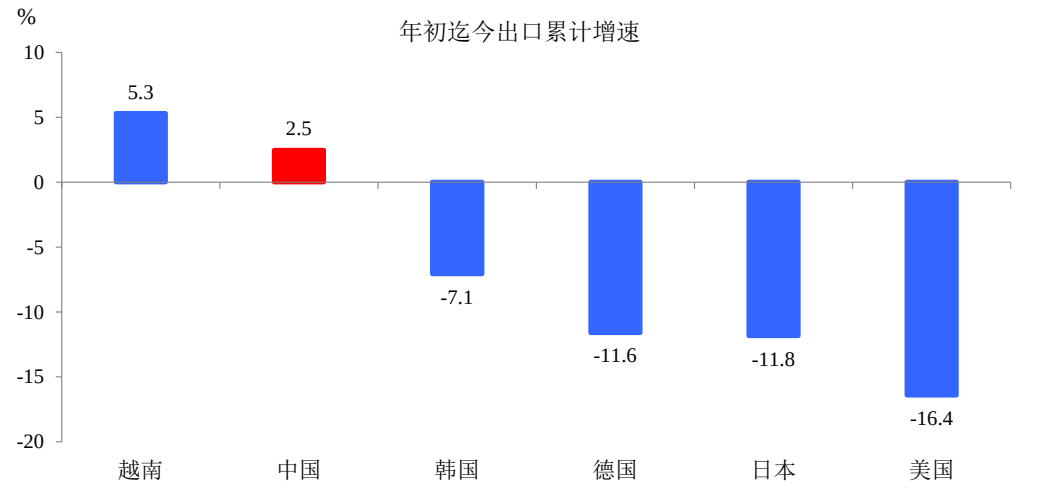



数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所（分歧程度使用各变量市场预期值的变异系数来度量）

# 1. 出口：竿头日上

**2020 年全球经济衰退、贸易萎缩背景下频超预期的中国出口令人印象深刻。**迄今为止中国出口表现远超疫情爆发之初的预期，且在全球主要制造业大国中优势凸显（图 2）。当前市场对中国出口今年的强劲表现已经形成较为清楚的认知，但对 2021 年出口的判断仍存较大分歧。

**图 2：各国 2020 年迄今出口累计增速**




备注：疫情最严重的 4-8 月越南出口增速不及中国，其主要依靠第二阶段的海外需求释放拉动（参考后文详解）。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**本文采用如下新框架回顾 2020 年和展望 2021 年的中国出口，借鉴杜邦分析思想，将中国出口拆解为全球经济、全球出口强度及中国出口份额三个分项，即：**

$$\text{中国出口} = \text{全球 GDP} \times \frac{\text{全球出口}}{\text{全球 GDP}} \times \frac{\text{中国出口}}{\text{全球出口}}$$

**依据该式拆解近五年的中国出口，可以观察出口的结构性因素变化。**如表 1 所示，过去几年在**全球经济**稳定增长情况下，**全球出口强度**和**中国出口份额**主导了中国出口的变化。**2020 年在全球经济和贸易均衰退情况下，中国出口实现正增长则完全由出口份额提升所贡献。**

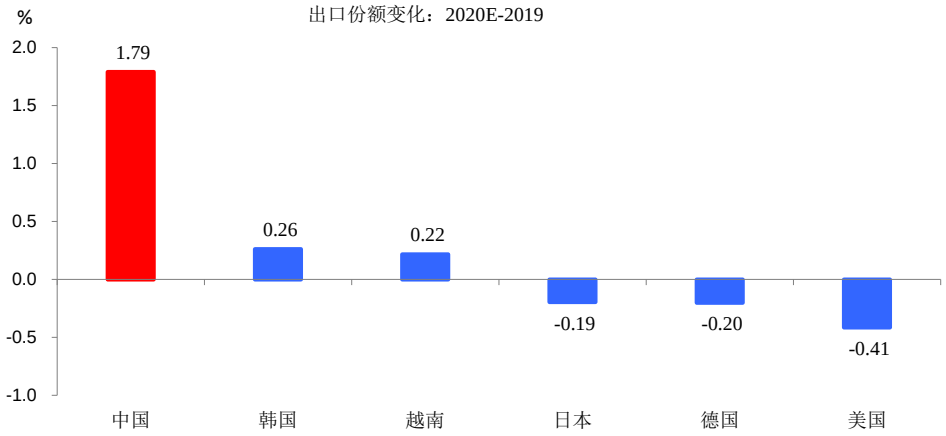
**表 1：中国出口增速的结构性因素变化**

| 单位（%） | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| 全球 GDP 增速 | 2.59 | 3.26 | 3.04 | 2.48 | -5.20 |
| 全球出口强度 | 20.28 | 21.72 | 23.23 | 22.10 | 21.17 |
| △ | -1.24 | 1.44 | 1.50 | -1.13 | -0.93 |
| 中国出口份额 | 13.28 | 12.95 | 12.92 | 13.32 | 15.10 |
| △ | -0.64 | -0.32 | -0.04 | 0.40 | 1.79 |
| **中国出口增速** | -7.73 | 7.90 | 9.87 | 0.51 | **3.00** |

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

**放眼全球，中国出口份额的提升一枝独秀。**据最新彭博一致预测的 2020 年各国出口增速，今年美、日、德出口份额均有不同程度下滑（图 3）。在全球贸易萎缩背景下，一国出口负增长并不令人意外，但份额变化则体现了各国疫后出口竞争力的差距。

**图 3：中国出口份额提升超过其他国家**

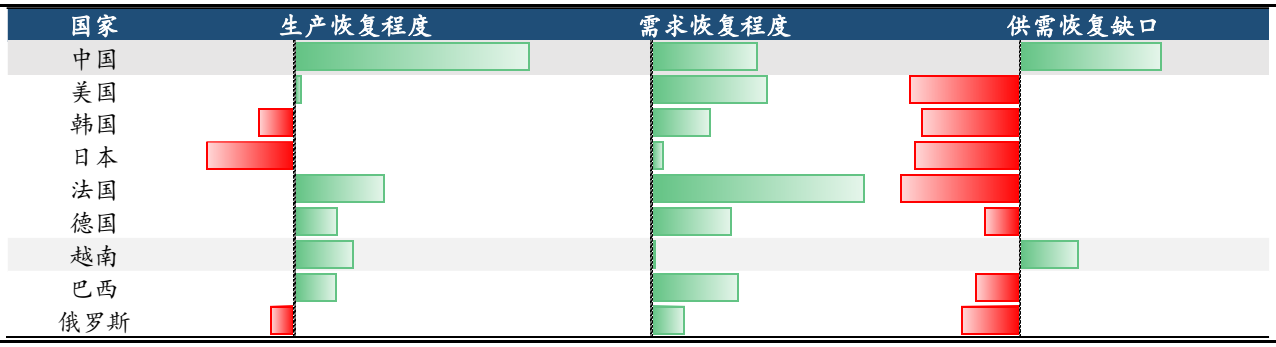



备注：2020 年中国出口增速按 3%计算，其他国家采用彭博一致预测值
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

**2020 中国出口依靠什么抢占份额？**随着疫情演变，可以分两阶段对此进行理解。

**第一阶段：全球供需缺口+防疫物资+产业链优势。（1）全球供需缺口：**疫情爆发和应对的不同步导致全球供需错配，中国作为率先“爬坡”的国家较早实现了**正的供需缺口**，填补了其他国家**负的供需缺口**（图 4）。**（2）防疫物资：**疫情期间防疫物资主导中国出口，例如 6 月份中国出口增速 0.5%，但剔除防疫物资后出口仍是负增长，防疫物资对出口的拉动可见一斑。**（3）产业链优势：**中国的供应链完整度高于印度、越南等国，因此在全球化生产受阻情况下，完整的供应链支撑了国内生产体系的迅速修复。

**图 4：截至 5 月，中国是全球供需缺口最大的国家**

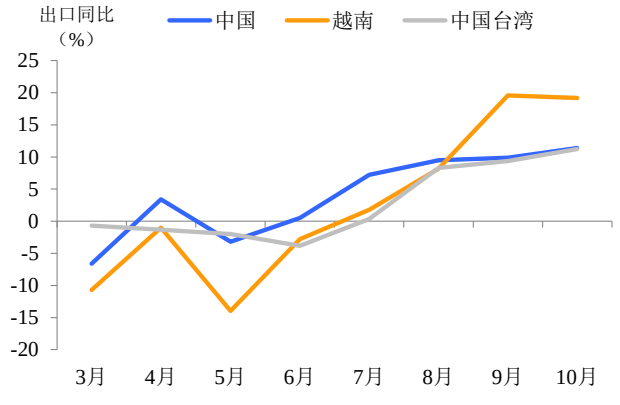



备注：生产、需求恢复程度分别指最新月度工业产值、零售销售同比与疫情以来受冲击最大月份同比之差，绿色表示差值为正，红色表示差值为负
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

**第二阶段：海外经济复苏+地产链产品。**随着海外经济复苏，传统外需回暖带动了中国、越南等地出口共振改善（越南年内出口增速超过中国也主要是受益于此阶段的利好）（图 5）。**从结构上，**疫后海外房地产市场火爆带动地产链下游产品（家具、灯具）

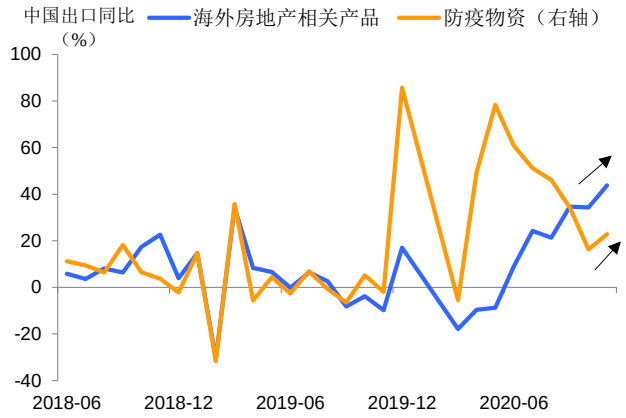
出口上升，对防疫物资出口增速的下滑形成补充（图 6）。

**图 5：中国、越南、中国台湾出口同比均有大幅改善**




数据来源：Wind，东吴证券研究所

**图 6：海外房地产繁荣对中国出口形成支撑**




数据来源：Wind，东吴证券研究所

**展望 2021 年，除份额外，全球经济及出口强度的走势也很重要。**

**（一）全球经济增速：基数效应下的反弹**

**明年全球经济在低基数下的反弹已是共识，关键在于幅度。**反弹幅度受疫情走势和疫苗推行进度的影响较大，如 IMF 在 4 月曾预计 2021 年全球经济增速 5.8%，但随着疫情和疫苗的情况演变，6 月下调预期至 5.4%，10 月再度下调至 5.2%。

11 月以来美、欧疫情再度恶化，同时疫苗取得实质性进展。因此我们**考虑 2021 年全球经济有以下两种情形**：（1）疫苗在全球范围接种后经济活动较好恢复；（2）疫苗推行进度不及预期，且接种后经济与当前相比边际改善不大。预计 2020&2021 年全球经济增速在第一种情形下分别为-3.9%、5.2%，在第二种情形下分别为-5.2%、4.4%。

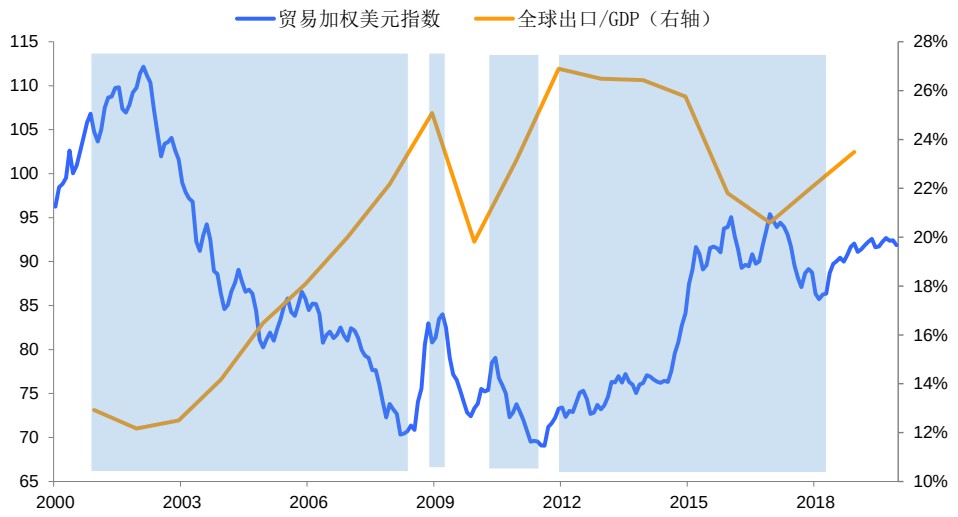
**（二）全球出口强度：国际贸易重回活跃**

**低基数下全球出口反弹亦是共识，关键是反弹幅度能否超过 GDP。**全球出口强度实际上衡量的是全球供应链活跃度，全球化生产分工中商品库存、应收应付款项的存在决定了其高度依赖融资信贷，流动性环境越宽松，越有利于全球贸易活动的开展。

据 CGFS（全球金融系统委员会），80%的银行贸易融资以美元计价，故全球融资与美元汇率高度相关。通常来说，美元走强会增加一个企业美元债务的本币负担，从而抑制信贷融资。这就导致全球贸易活跃度与美元表现负相关（图 6）。展望 2021 年，大选落地，在中美经济基本面、政策差异以及资金流动影响下，美元指数趋势性走弱。**基于此，我们判断 2021 年宽松的流动性环境将支撑全球贸易活跃度提升**。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

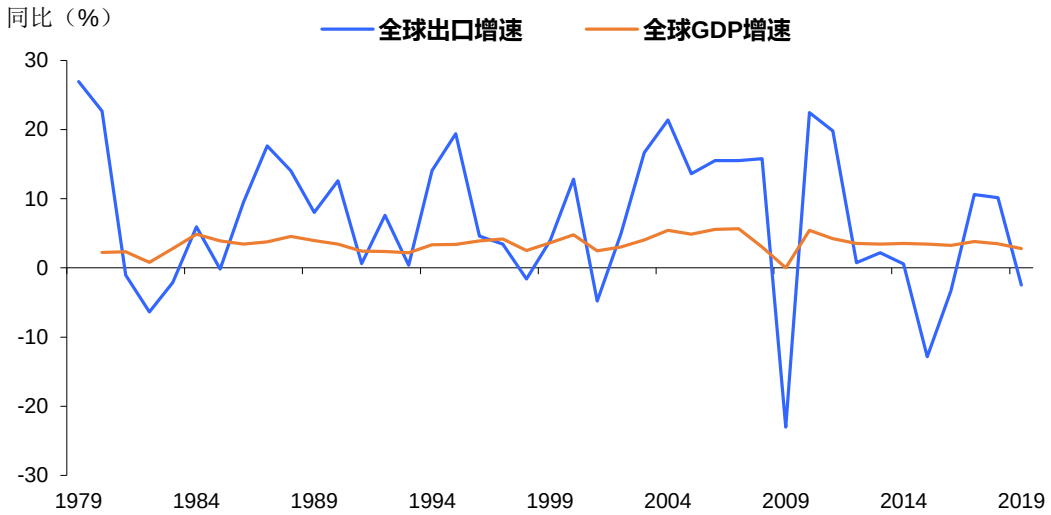
图 7：全球贸易活跃度与美元表现有较强的负相关关系




数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

**具体回升多少幅度？**观察历史上全球出口与 GDP 增速可以发现两者具有较强相关性，且全球出口较整体经济具有更高的β（图 8）。据 IMF，2020 年 1-8 月全球出口同比为-11.8%，考虑到下半年全球经济及贸易的修复，假设 2020 年全球出口同比在-11%~-9%，对应全球出口强度较 2019 年下降 1.2pct~1.4pct；以 2021 年全球 GDP 增速 4.4%~5.2%为参考，假设全球出口增速 7%~8%，则出口强度提升 0.4pct~0.7pct。

图 8：全球出口相较整体经济而言具有更高的β




数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

### （三）中国出口份额：结构支撑稳中有升

**2020 年中国出口增长完全依赖于出口份额的提升，故该指标在 2021 年如何变化备受关注。**前文我们分两阶段解读了出口份额的提升，则前述因素在 2021 年的表现是判断份额的关键。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

由于第二种情形（即疫苗边际效用较低，经济形势与当前相似）意味着当前驱动中国出口份额提升的因素将继续发挥作用，则中国出口份额进一步提升的确定性较大，故本文着重讨论第一种情形下出口份额的演变。

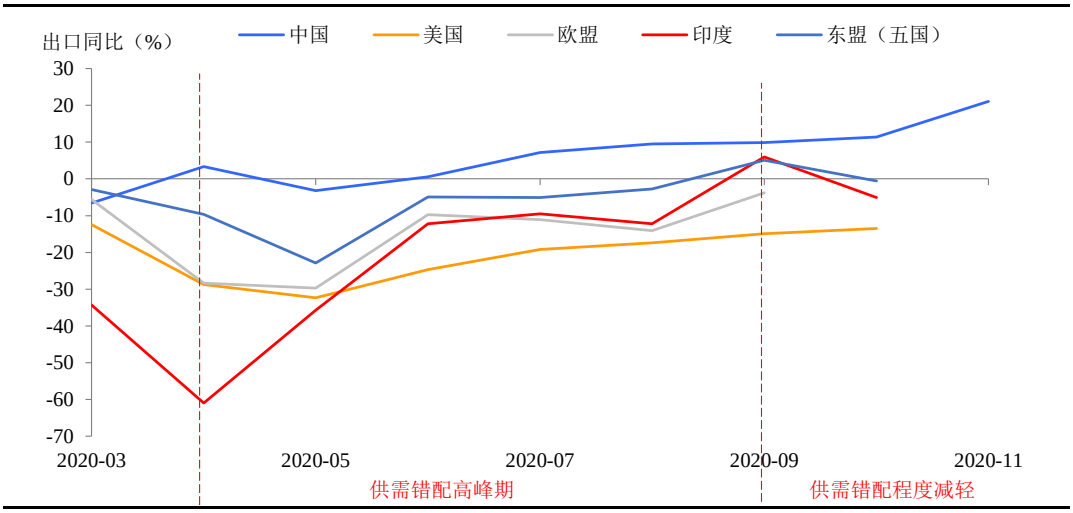
**在第一种情形下，全球供需错配程度减轻、防疫物资需求回落**，看起来对明年出口份额而言确实是消极的信号，因为这意味着 2021 年出口不仅要剔除今年多增的防疫物资，也要剔除部分由供需错配导致的订单转移的影响。

**（1）防疫物资贡献了多少份额？**今年 3-8 月中国防疫物资出口较 2019 年**多增**的金额占**同时期**全球出口的 0.41%，为简化理解，可以认为全年出口份额提升的 1.79%（预测值）中有约 0.41%是来自防疫物资的贡献，其余则来自地产链产品、供需错配等因素。

**（2）地产链产品贡献了多少份额？**以上述类似方法估算全年地产链产品贡献份额约 0.08%。我们预计明年海外地产虽不如今年这样火爆，但与往年相比仍在高位。加上地产链产品本身份额贡献较小，因此这部分对明年出口份额应当不会形成拖累。

**（3）供需错配贡献了多少份额？**由于难以衡量“转移订单”的金额，本文借助不同疫情阶段中国出口份额的变化来识别供需错配的贡献。我们观察到供需错配现象集中发生在 4-8 月（截至 9 月多数国家供需缺口已转正），但 9-11 月中国出口不仅未回落反而连续突破年内新高且依然领先全球（图 9），即**中国出口份额仍在提升**。因此本文倾向于认为，供需错配这一因素所带来的份额提升并非临时性的，而是较为持续的影响。

**图 9：中国出口相对其他国家的领先性并未随供需缺口差距缩小而消失**



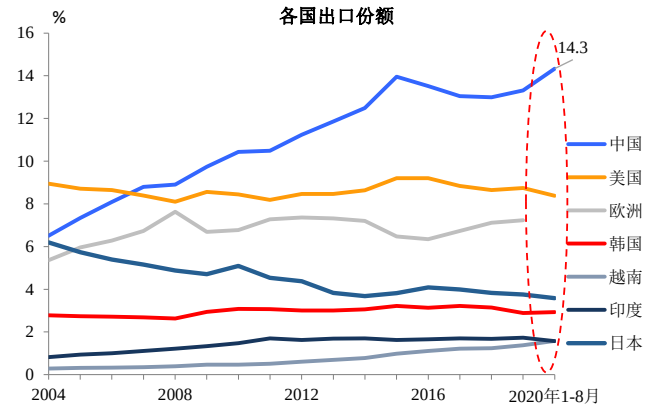

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**如何理解这一现象？**首先，之所以出现供需错配，除疫后恢复节奏差别外，中国供应链优势也同等重要（供应链完整度、产品结构、劳动力成本等），而这一特征并不受疫情影响；其次，“订单转移”的发生可能是**临时性**的，但考虑到频繁更换生产商的成本，这类订单极有可能转化为**长期性**的。因此我们认为“供需错配”十分符合“**好的危机**”的涵义，即疫后其还将对中国出口发挥余热。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

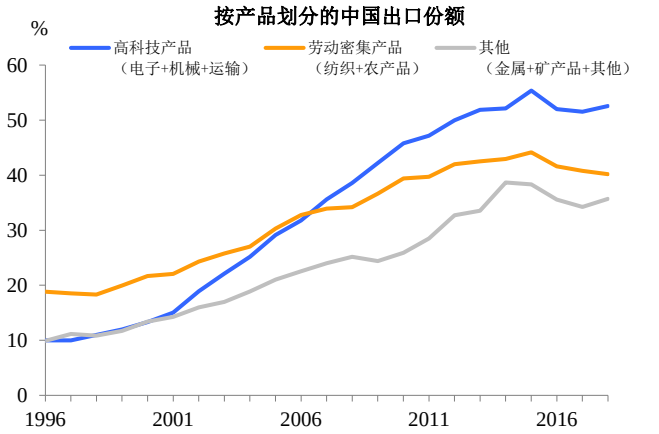
**从历史上看，中国出口份额也长期受益于供应链优势，过去 20 年提升速度远超其他国家（图 10）。**而从产品结构的角度，中国高科技产品出口从体量和增速上均高于其他产品（图 11），且据美国半导体行业协会预测，2020-2030 年中国有望成为全球唯一半导体制造份额上升的经济体（图 12），这也对我国产业链优势形成印证。

**图 10：过去 20 年中国出口份额提升速度最快**



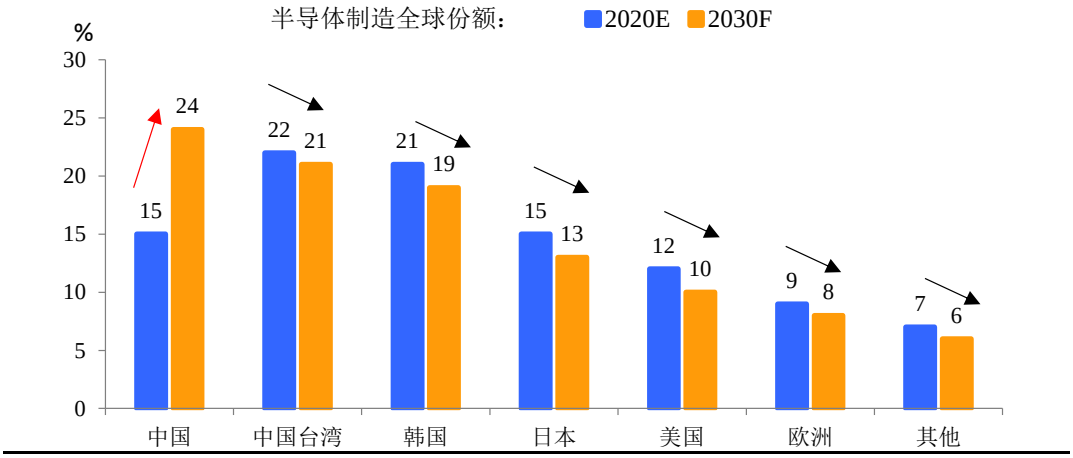

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

**图 11：中国高科技产品出口份额有望持续提升**




数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

**图 12：2030 年中国半导体制造份额有望达到 24%**




数据来源：美国半导体行业协会，东吴证券研究所

**2021 年出口份额具体变化多少？**在第一种情形下，综合防疫物资需求消退、地产链产品影响甚微、供需错配发挥余热，我们认为供需错配的余热作用至少能对防疫物资需求消退形成弥补，出口份额维持稳定；在第二种情形下，中国出口份额提升确定性较大，但幅度必然不如今年，简单假设为截至 11 月比截至 9 月多提升的幅度 0.5pct（即全球疫情程度减轻后份额继续上升的部分）。

**综合以上分析**，我们认为 2021 年中国出口增速具有全球经济活动复苏、全球出口强度回升、中国出口份额稳健**三个因素共同支撑**，量化计算 2021 年中国出口增速在 7%-10%水平（表 2）。

表 2：两种情形下对应的中国出口 2021 年增速在 7%-10%

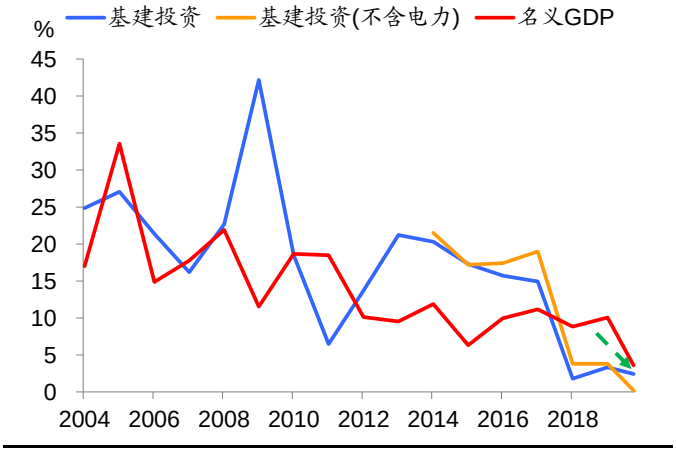
| | | 全球 GDP | | 全球出口占 GDP 比重 | | 中国出口占全球份额 | | 中国出口 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2020E | 2021E | 2020E | 2021E | 2020E | 2021E | 2020E | 2021E |
| 情形一 | YOY(%) | -3.9 | 5.2 | -1.2 | 0.4 | 1.8 | 0.0 | 3.3 | 7.0 |
| 情形二 | YOY(%) | -5.2 | 4.4 | -1.4 | 0.7 | 1.8 | 0.5 | 2.4 | 10.1 |

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

## 2. 基建投资：平坦化增长

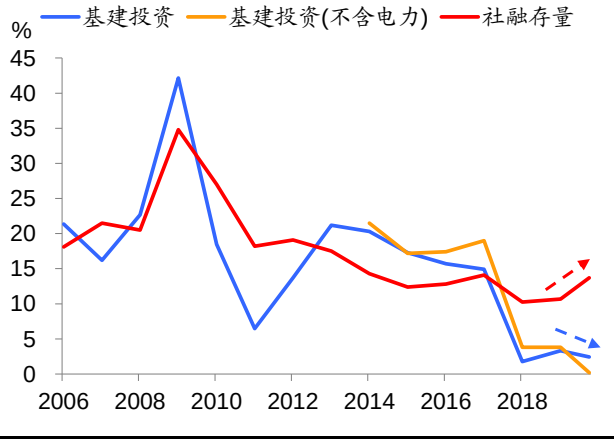
**传统的基建投资分析逻辑和框架不再适用？**传统上，我们分析基建投资可以基于以下逻辑和思路：从基建投资的政策驱动特性来看，其在我国经济发展过程中始终扮演着重要的逆周期调节角色，当经济面临快速下行压力的情况下，宽财政+宽信用+地方政府稳增长共同作用下，都会伴随明显的基建投资冲动，但显然，在今年疫情冲击经济的背景下，基建投资始终保持着不温不火的增速水平（图 13）。从基建投资的属性来看，作为债务驱动的增长模式，历史上其增速始终与社融走势保持一致（图 14），二者在今年呈现趋势上的明显背离。传统基建投资分析逻辑不再适用其背后对应的是弱化速度、重视质量、调整结构、弱化债务驱动的经济发展模式的调整和转变。

图 13：今年基建投资并未表现出逆周期特征




数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 14：基建投资与社融走势出现明显背离

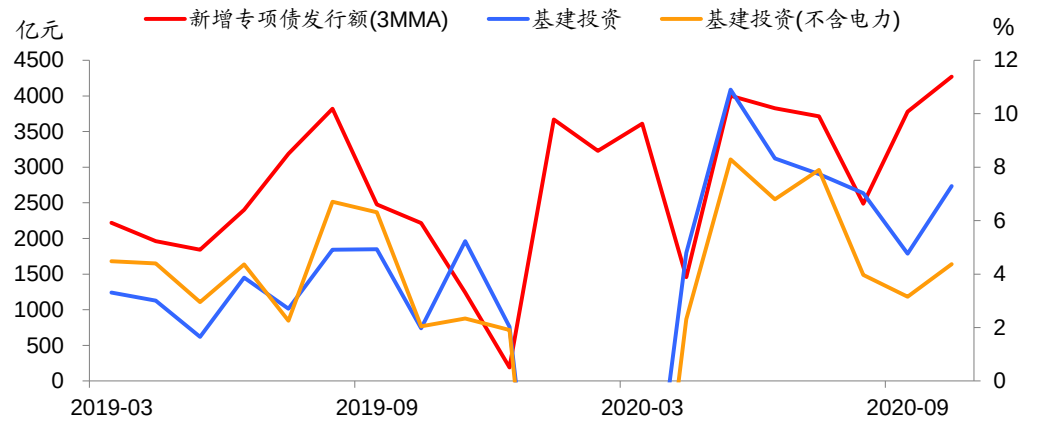



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**专项债成为构建基建投资新分析框架的基础。**基建投资的债务驱动属性并不会发生变化，但过去基建投资驱动的背后是以地方政府隐性债务为核心，而自 2017 年 7 月份管控地方政府债务风险以来，基建投资背后的核心驱动从地方政府隐性债务向地方政府的合法合规显性债务（即地方政府专项债）转化。且随着专项债规模的不断扩大，除了今年 2、3 月份期间疫情对施工形成冲击的特殊情况以外，专项债发行与基建投资的单月波动高度相关（图 15）。那么，专项债就可以作为我们构建基建投资新分析框架的基础和切入点。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 15：基建投资单月波动与专项债发行节奏相当一致




数据来源：Wind，东吴证券研究所（基建投资为单月同比）

**从当前专项债在基建投资中扮演的重要角色的视角来切入，并且延续我们此前基于杜邦分析法的思路，我们尝试构建新的基建投资新分析框架，**将基建投资拆解为如下三个分项：

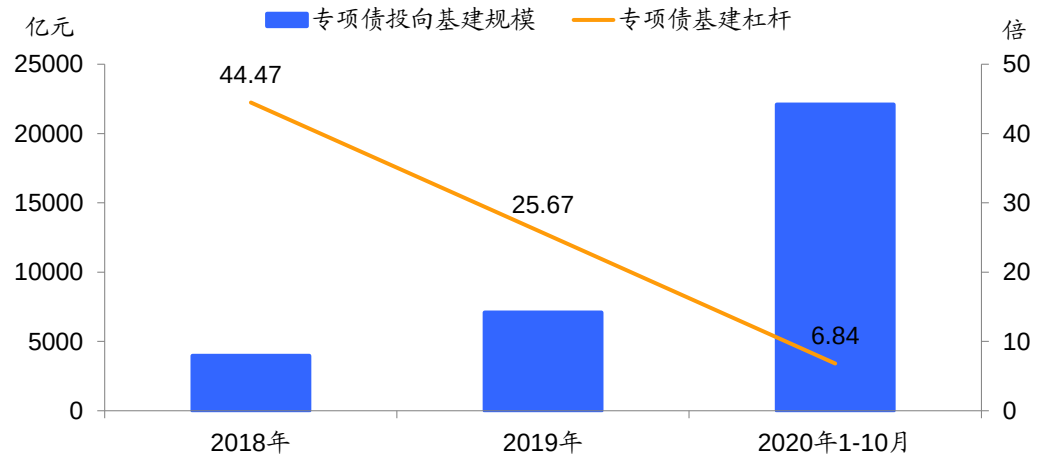
$$\text{基建投资} = \text{GDP} \times \frac{\text{投向基建的专项债}}{\text{GDP}} \times \frac{\text{基建投资}}{\text{投向基建的专项债}}$$

其中，第二项投向基建领域的专项债规模占 GDP 的比重，我们可以将其理解为广义赤字专项债中投向基建的占比；第三项可以理解为“专项债的基建杠杆”，即投向基建的单位专项债能够撬动的基建投资规模。

**专项债基建赤字快速扩张，但专项债基建杠杆快速下降。**随着每年专项债新增额度的快速扩张，投向基建的专项债规模也快速增长，但在今年以前均控制在万亿以内，占 GDP 比重也仅仅是从 2018 年的 0.4%左右上升至 2019 年的 0.7%左右。但今年由于前期禁止专项债投向地产相关领域，而直到 7 月份才开始发行棚改专项债，导致今年投向基建领域的专项债规模大幅提升；且总量上出于疫后危机应对的需要，专项债新增额度从去年的 2.15 万亿大幅提高至 3.75 万亿。今年前三季度专项债投向基建的规模超过 2 万亿，占 GDP 比重达到 2.9 个百分点。量在快速扩张的同时，对应的单位专项债基建杠杆从 2018 年的 44 倍快速下降至今年的 6.8 倍（图 16）。我们倾向于认为，专项债基建杠杆的快速下降，不是专项债投资效率的下降，而是专项债（合法融资）对其他资金来源形成替代导致。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

**图 16：专项债的基建杠杆快速下降**




数据来源： Wind，东吴证券研究所

**表 3：基建投资增速的的三因素分解**

| 单位（%） | 2018 | 2019 | 2020Q1-Q3 |
|---|---|---|---|
| 名义 GDP 增速 | 10.5 | 7.8 | 1.4 |
| 投向基建的专项债/GDP | 0.4 | 0.7 | 2.9 |
| △ | / | 0.3 | 2.2 |
| 专项债基建杠杆 | 44.5 | 25.7 | 6.8 |
| △ | / | -18.8 | -18.8 |
| **基建投资增速** | 1.8 | 3.3 | 3.0 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所（专项债基建杠杆单位为倍）

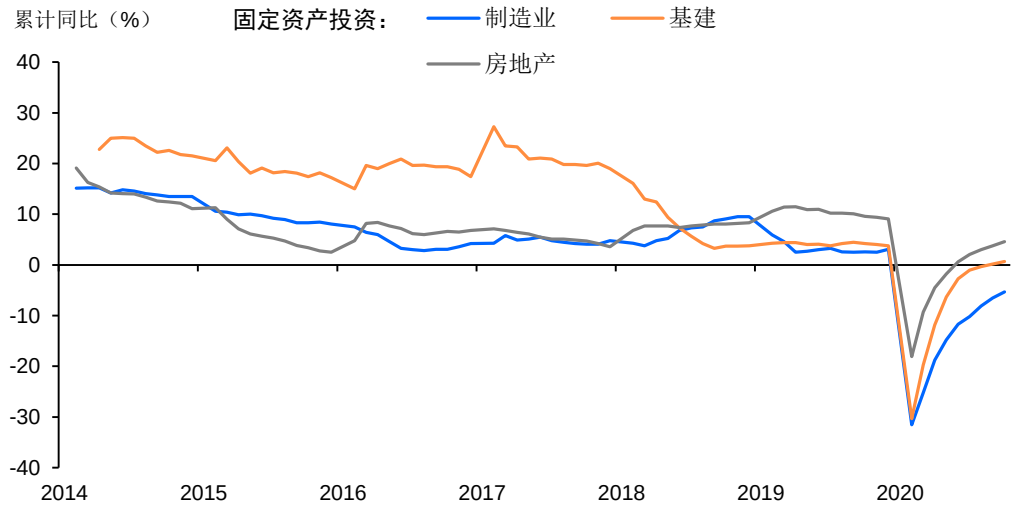
基于上述框架来展望 2021 年的基建投资，首先，名义 GDP 增速在低基数下大幅回升，预测其 2021 年的增速有望回升至 9%-10%，这里就不再赘述。其次，财政刺激退潮下，专项债整体规模及其投向基建领域的占比都将出现明显下滑，我们预计专项债额度将从今年的 3.75 万亿减少至 3.5 万亿左右，同时预计明年大概率将允许部分专项债投向棚改和旧改，那么投向基建的专项债占 GDP 比重将大幅回落至 1.3-1.4%左右；由于财政刺激的退出，专项债对其他资金来源的替代将边际弱化，我们预计专项债基建杠杆小幅回升至 10 倍左右。综合上述判断，我们预计 2021 年基建投资增速在 1.8%-6.1%左右。

## 3. 制造业投资：赶超基建和房地产

近年来中国制造业投资回升一直乏善可陈，尤其是新冠疫情冲击下，2020 年至今制造业投资依然负增长，远逊于房地产投资和基建投资。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

**图 17：近年来中国制造业投资的增速回升一直落后于基建投资和房地产投资**




数据来源：Wind，东吴证券研究所

为了探寻其背后的结构性的原因，我们不妨将制造业投资拆解为如下三个分项（其中 GDP 和制造业 GDP 均为名义值）：

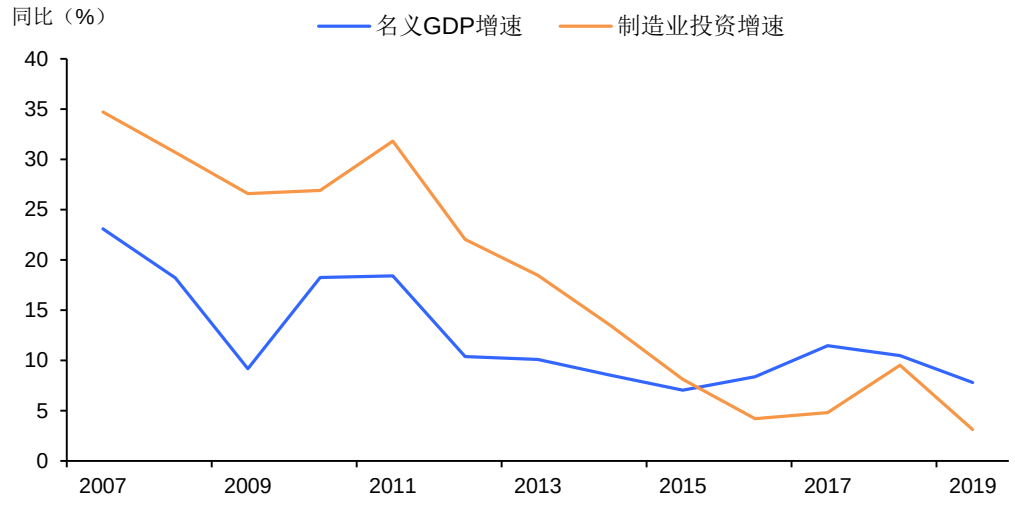
$$\text{制造业投资} = \text{GDP} \times \frac{\text{制造业 GDP}}{\text{GDP}} \times \frac{\text{制造业投资}}{\text{制造业 GDP}}$$

不难看出第二个分项正好是 **GDP 中的制造业比重**、第三个分项是生产单位制造业 GDP 所需要的制造业投资，**即制造业投资产出率**，衡量的是制造业投资的效率。因此，经过这一杜邦分析，中国的制造业投资增速源于三个因素：1）中国的名义 GDP 增速，2）制造业占比变化，3）制造业投资效率变化。

我们可以通过图 18-图 20 来综合考察上述三个因素对中国制造业投资的影响，**从走势来看，中国的名义 GDP 增速在走势上对制造业投资增速一直具有牵引作用（图 18），然而在幅度上，中国制造业投资增速与名义 GDP 增速的差别在不同时期的影响有所不同**：比如在 2015 年之前，中国制造业投资增速高于名义 GDP 增速，主要是源于这期间制造业投资产出率的不断上升，这也意味着制造业投资效率的不断降低（图 19），同期中国制造业在 GDP 中的占比是基本稳定的；在 2015 年之后，制造业投资增速低于名义 GDP 增速，主要受到制造业在 GDP 中占比不断下滑的影响（图 20），而同期制造业投资产出率的略有下降，体现为制造业投资效率有所改善，亦对制造业投资增速形成负的贡献。

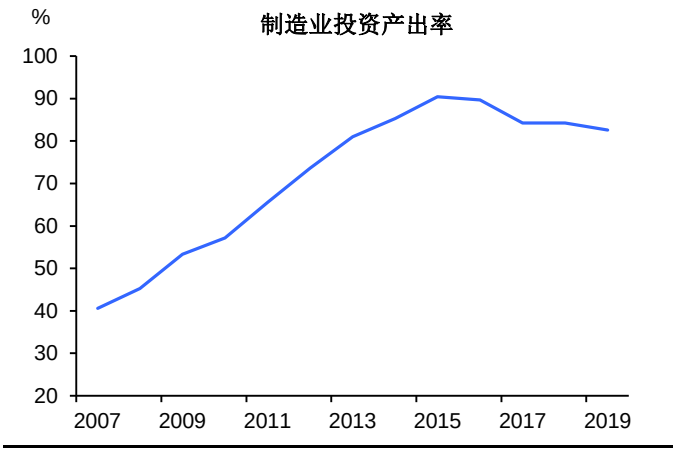

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 18：中国名义 GDP 增速对制造业投资增速具有一定的牵引作用



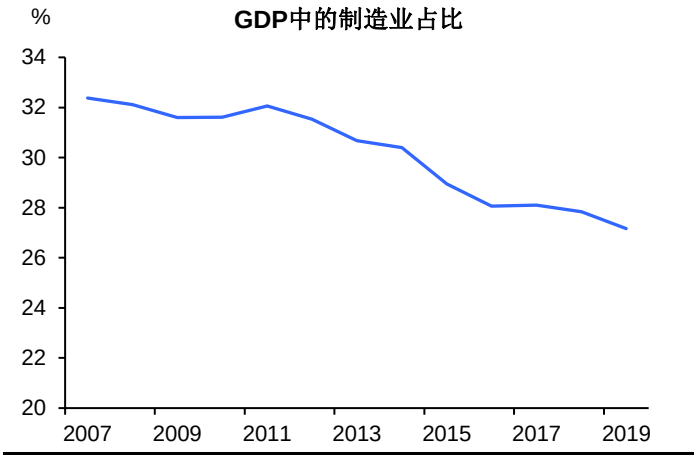

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 19：2015 年以来制造业投资产出率从高位回落




数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 20：GDP 中制造业占比的下降拉低了制造业投资增速




数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

**表 4 根据前述新框架分解了近五年来上述三因素对中国制造业投资增速的影响。**不难看出除了 2018 年，制造业 GDP 占比、制造业投资产出率这两项在变化上都拉低了制造业投资增速。从 2020 年的情况来看，截至三季度，虽然名义 GDP 增速已经转正，但无论是制造业 GDP 占比，还是制造业投资产出率，均较 2019 年显著下滑，因此制造业投资增速深陷负增长也就不足为怪。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

**表 4：中国制造业投资增速的三因素分解**

| 单位（%） | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|---|---|---|---|---|
| 名义 GDP 增速 | 8.4 | 11.5 | 10.5 | 7.8 | 1.39 |
| 制造业 GDP 占比 | 28.1 | 28.1 | 27.8 | 27.2 | 26.7 |
| △ | -0.1 | 0 | -0.3 | -0.6 | -0.5 |
| 制造业投资产出率 | 89.7 | 84.2 | 84.3 | 82.6 | 72.8 |
| △ | -0.7 | -5.5 | 0.1 | -1.7 | -9.8 |
| **制造业投资增速** | 4.2 | 4.8 | 9.5 | 3.1 | -6.5 |

备注：2020 年数据为前三季度累计

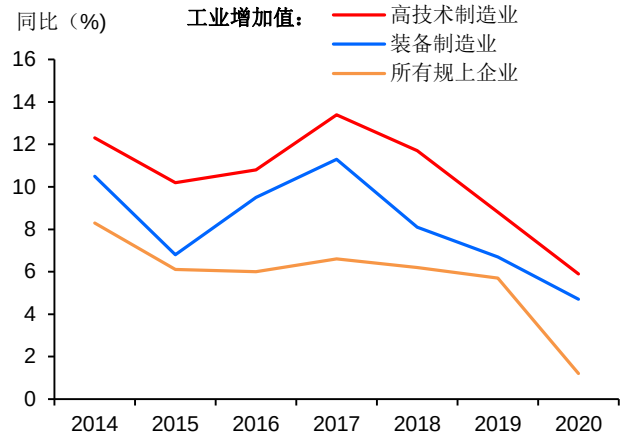
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

我们可以基于上述新框架来展望 2021 年的中国制造业投资，其核心是无疑判断其三个分项的走势。

**对中国的名义 GDP 而言**，由于新冠疫情冲击造成的基数效应，其在 2021 年的大幅回升无疑是最具确定性的。IMF 最新的世界经济展望对预测 2021 年中国实际 GDP 增速为 8.2%，基于我们关于 2021 年中国 CPI 和 PPI 同比的预测，2021 年中国 GDP 平减指数在 1.2%附近，因此 2021 年中国的名义 GDP 增速有望回升至 9%-10%。

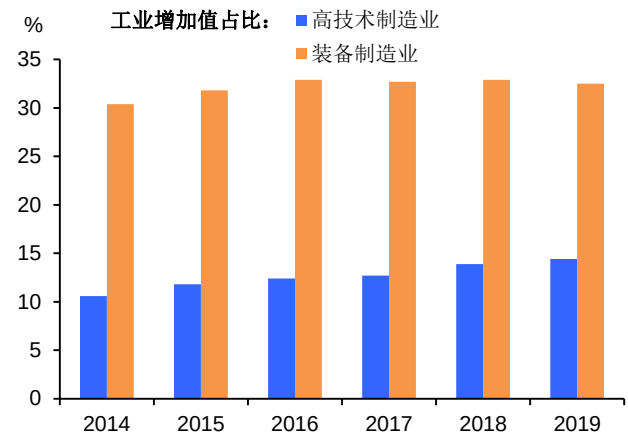
**再来看制造业 GDP 占比**，正如上述图 20 所示，其自 2011 年以来开始持续下滑，2020 年的新冠疫情更是令这一态势加剧。然而，我们注意到在刚刚公布的《“十四五”规划建议》中，“保持制造业比重基本稳定”首次作为一项量化指标放在了统领性的位置；**而 2021 年作为“十四五”的开局之年，稳定制造业比重很可能作为经济工作的一项突出任务来抓**，尤其是通过加快发展增加值增速较高且占比较低的高技术制造业和装备制造业（图 21、图 22）。鉴于此，我们预计 2021 年制造业 GDP 占比有望得到稳定，这也意味着这一分项对制造业投资的增速的贡献在零附近。

**图 21：高技术和装备制造业增加值增速相对较高**




数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

**图 22：高技术和装备制造业增加值比重仍有提升空间**

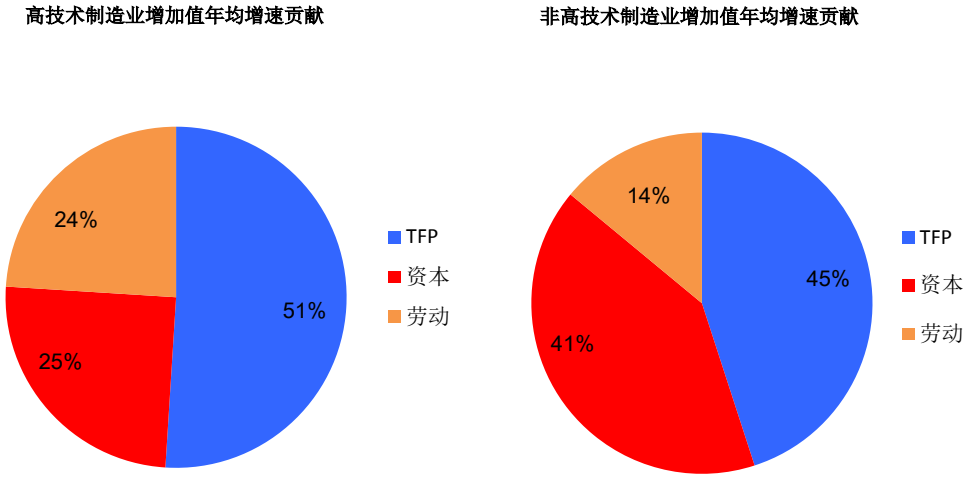



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

**至于制造业投资产出率，**由于相比传统制造业，高技术制造业增加值的增长更多依赖全要素生产率（TFP）的拉动而非资本投入（图 23），当前随着传统产业向高技术产业的转型升级，制造业投资产出率应该是逐步下降的，也即制造业投资效率的持续提升，这也是“十四五”规划建议中对于制造业发展的要求。事实上正如图 19 所示，由于 2015 年后的供给侧改革加快了制造业转型升级的步伐，中国制造业的投资产出率也是从那时起逐年回落。因此，在预测这一分项在 2021 年的表现时，我们不妨假设制造业投资产出率延续新冠疫情前的态势，即每年平均 2 个百分点的下降。

由此可见，在预测 2021 年中国制造业投资增速时，本文的分析框架中只需要关注名义 GDP 和制造业投资产出率这两个变量的变化。**而基于上述假设，可以预测 2021 年中国的制造业投资增速有望回升至 7%-8%，从而超越基建投资增速和房地产投资增速（见下文分析）。**

**图 23：高技术制造业的产值增长更多依靠 TFP 来拉动，而非资本投入**

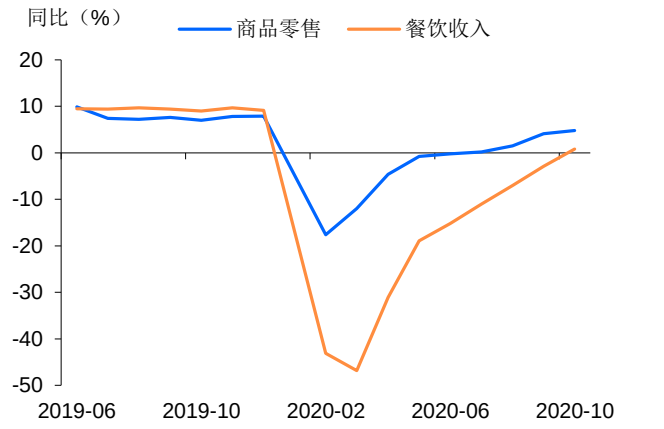



备注：样本区间为 2005-2017 年
数据来源：Goldman Sachs，东吴证券研究所

## 4. 消费：后来居上

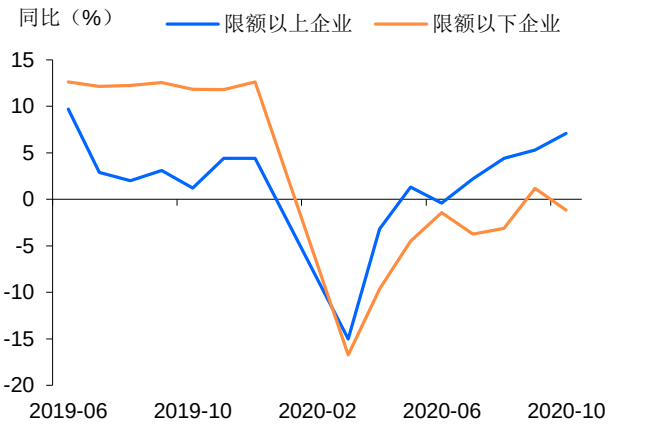
分部门来看，疫情后居民消费的修复是经济增长最薄弱的一环。**从消费结构看，今年来消费端有以下几个特征：**1）餐饮消费受冲击程度远大于商品零售型（图 24）；2）小型企业零售受冲击程度大于限额以上规模企业（图 25），原因一是疫后马太效应凸显，二是小型企业中餐饮占比更大（2019 年小型企业、限额以上企业中餐饮收入占比分别为 38%、36%）。3）可选消费品拖累限额以上消费额（图 26）。

图 24：餐饮收入受疫情冲击比商品零售严重



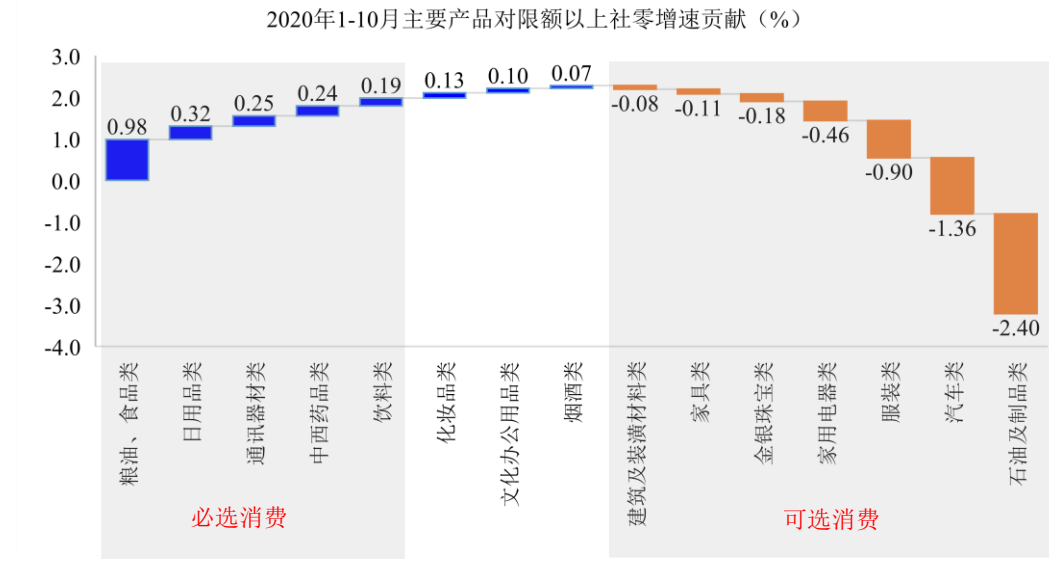

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 25：小规模企业受疫情冲击比限额以上企业严重




数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 26：今年以来可选消费拖累限额以上消费额




数据来源：Wind，东吴证券研究所

为了更深层次分析疫情后居民消费疲软的原因，我们可以将居民的消费支出拆解为如下三个分项（其中 GDP、居民消费支出、居民可支配收入均为名义值）：

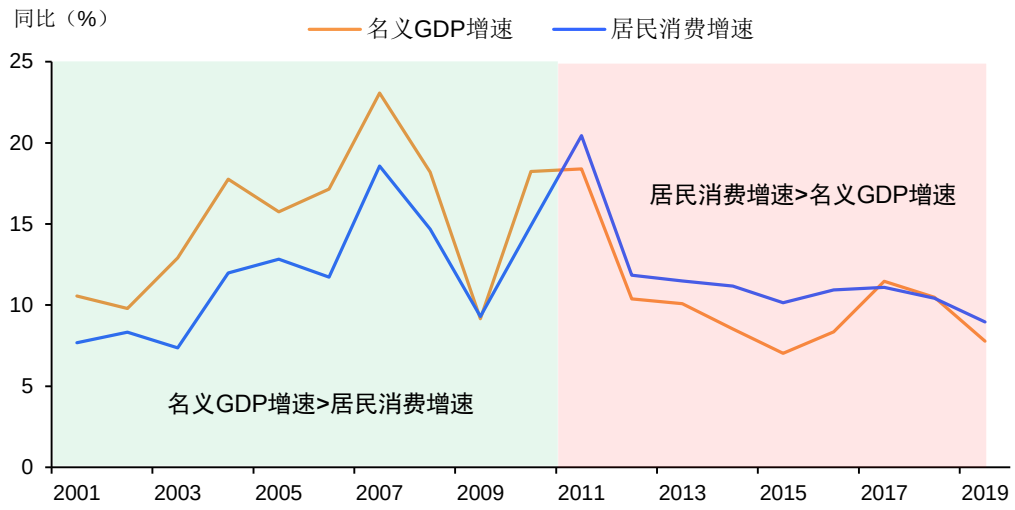
$$\text{居民消费支出} = \text{GDP} \times \frac{\text{居民可支配收入}}{\text{GDP}} \times \frac{\text{居民消费支出}}{\text{居民可支配收入}}$$

不难看出第二个分项正好是**居民可支配收入占 GDP 比重**、第三个分项是居民单位可支配收入对应的消费支出，即**居民的边际消费倾向**。因此，经过这一杜邦分析，中国居民的消费支出增速源于三个因素：1）中国的名义 GDP 增速，2）居民可支配收入占 GDP 比重变化，3）居民边际消费倾向变化。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

我们可以通过图 22-图 24 来综合考察上述三个因素对中国消费支出的影响，从走势来看，中国的名义 GDP 增速与居民消费增速具有高度的正相关性（图 27）；然而在幅度上，居民消费增速与名义 GDP 增速的差异大致可以分为两个阶段。

**图 27：中国名义 GDP 增速与居民消费增速在走势上具有高度正相关性**



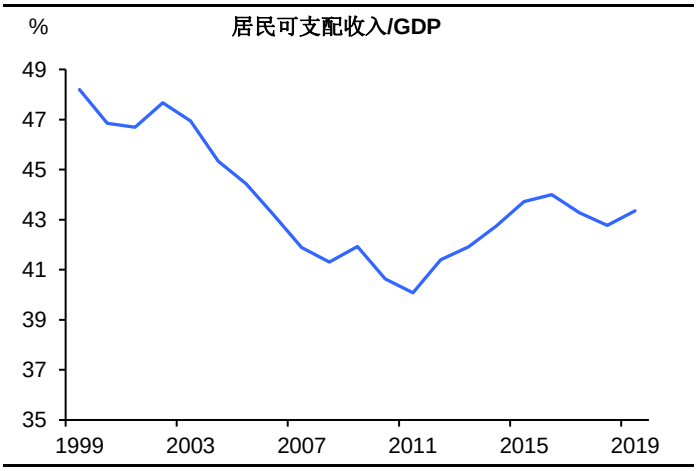

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**第一个阶段为 2011 年以前，中国的名义 GDP 增速始终高于居民消费增速**。当时中国的经济增长具有典型的出口依赖和投资拉动的特征，生产要素中的劳动力成本相对低廉，因此居民可支配收入占 GDP 的比重持续下降，从而导致居民消费增长低于名义的 GDP 增速，尽管同期居民的边际消费倾向基本保持稳定。

**第二个阶段为 2011 年之后，**随着中国经济向以消费为主导的高质量发展转型，服务业快速发展并带动居民可支配收入占 GDP 比重明显回升，使得居民消费增速超过名义 GDP 增速，尽管同期居民的边际消费倾向开始下降。然而值得关注的是，2017 年以来居民可支配收入占 GDP 比重没有继续回升，加上居民边际消费倾向继续下降，居民消费增速不再跑赢名义 GDP 增速，而今年新冠疫情下居民边际消费倾向的骤降，很可能令居民消费增速显著低于 GDP 增速。

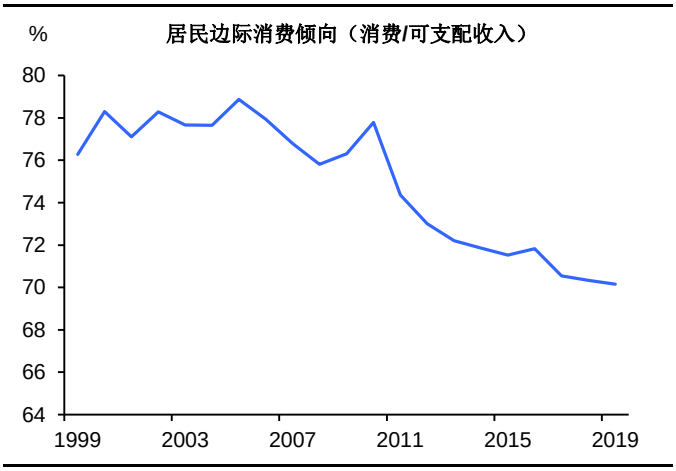

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 28：2011 年前居民可支配收入占 GDP 比重是下降的




数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 29：2011 年后中国居民的边际消费倾向逐年走低




数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

表 5 根据框架分解了近五年来上述三因素对中国居民消费增速的影响，可以看出 2017 年以来居民的边际消费倾向是持续下降的，因此，除非居民可支配收入占 GDP 比重能够显著提升（比如 2019 年），否则居民消费增速均未能超过 GDP 增速。

从 2020 年的情况来看，前三季度居民可支配收入占 GDP 比重意外上升了 3 个百分点，这主要是因为疫情下 GDP 增速大幅放缓，而居民可支配收入增长放缓速度低于 GDP；在服务消费受阻、收入增长放缓、未来不确定性加大情况下，居民预防性储蓄的意愿空前增强，导致其边际消费倾向大幅下降。因此，虽然截至三季度名义 GDP 增速已经转正，但居民消费支出仍处于负增长。

表 5：中国居民消费支出增速的三因素分解

| 单位（%） | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020Q1-Q3 |
|---|---|---|---|---|---|
| 名义 GDP 增速 | 8.4 | 11.5 | 10.5 | 7.8 | 1.4 |
| 可支配收入/GDP | 44.0 | 43.3 | 42.8 | 43.4 | 46.4 |
| △ | 0.3 | -0.7 | -0.5 | 0.6 | 3.0 |
| 居民边际消费倾向 | 71.8 | 70.5 | 70.3 | 70.1 | 62.8 |
| △ | 0.3 | -1.3 | -0.2 | -0.2 | -7.3 |
| **居民消费支出增速** | 10.9 | 11.1 | 10.4 | 9.0 | -2.1 |

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

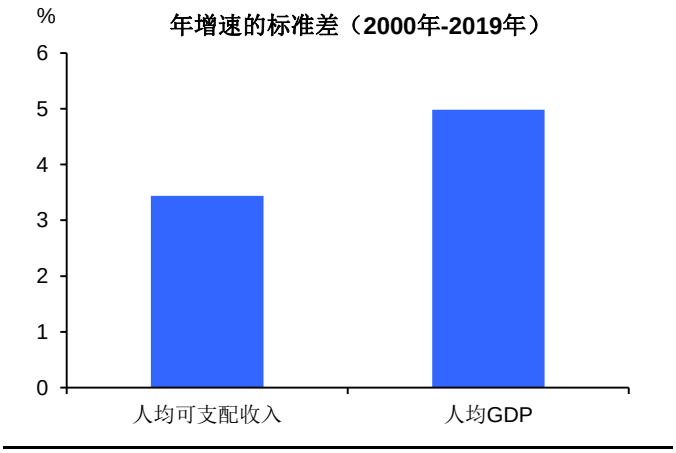
基于上述框架来展望 2021 年的中国居民消费，显然名义 GDP 增速在低基数下的大幅回升是一个主要支撑，我们在此前的报告预测其 2021 年的增速有望回升至 9%-10%，这里就不再赘述。

**关键的问题是，2021 年中国居民消费支出增速能否再次超过名义 GDP 增速？**在我们的框架中，这主要取决于两个因素：1）居民可支配收入占 GDP 比重能否继续上升？2）居民的边际消费倾向能否回升？


请务必阅读正文之后的免责声明部分

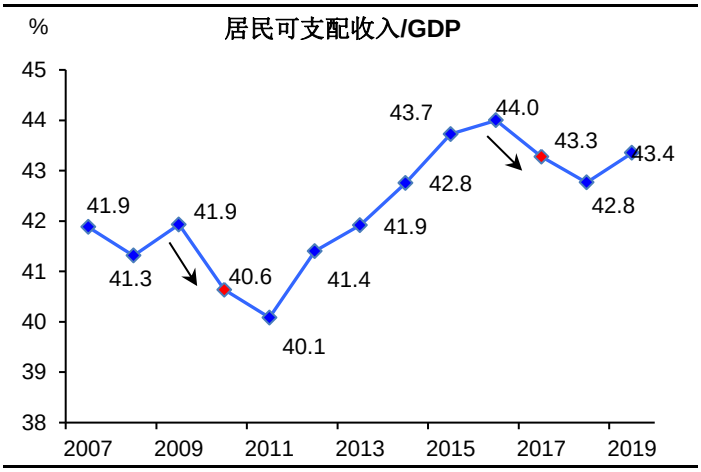
**对于第一个问题，我们倾向于认为与 2020 年相比，2021 年中国居民可支配收入占 GDP 比重是下降的。**如图 30 所示，历史上中国人均可支配收入增速的波动性低于人均 GDP 增速，这就意味着当两者都从一个周期性的低点反弹时，后者的幅度更大，即明年中国名义 GDP 增速的反弹在力度上要大于居民可支配收入增速；从历史来看，当经济走出周期的底部快速回升时（如 2010 年和 2017 年），居民可支配收入占 GDP 比重也出现了下降（图 31）。因此，参考 2010 年和 2017 年的经验，我们不妨假设 2021 年中国居民可支配收入占 GDP 的比重回落 1 个百分点。

**图 30：居民可支配收入增速的波动性要小于 GDP 增速**




数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

**图 31：经济复苏时居民可支配收入占 GDP 比重是下降的**

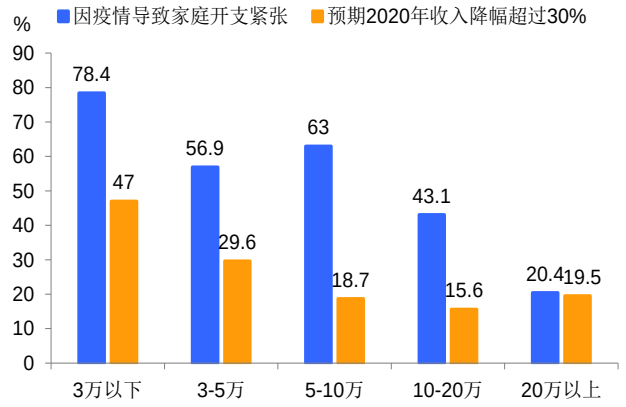



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

对于第二个问题，**我们倾向于认为与 2020 年相比，2021 年中国居民边际消费倾向能够实现明显的向上修复。**疫情带来的居家隔离限制，导致诸多接触性消费如餐饮行业等在疫情中最受冲击，而这些行业对应的恰好是中低收入群体较为集中就业的行业；高收入群体居家可办公比例远远高于中低收入群体，例如信息技术和金融行业。疫情对居民部门冲击的一个核心特征是 2020 年收入分配差距的扩大，如图 32 所示。

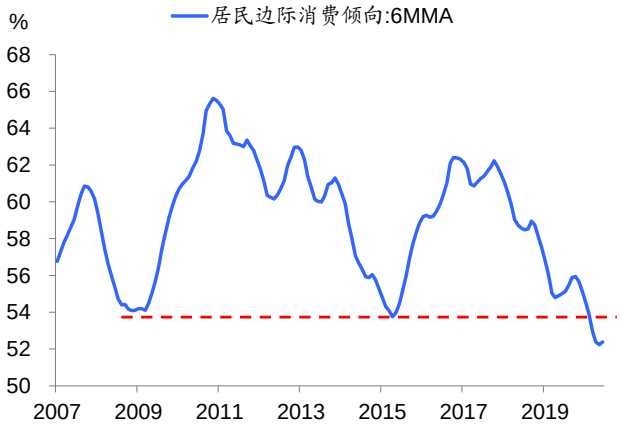
疫情冲击中低收入群体、收入下降背景下的预防性储蓄等，均导致居民边际消费倾向在 2020 年快速下降，而居民边际消费倾向随着国内疫情进入可控状态已经开始逐步修复，但距离正常情景仍有较大的修复空间（图 33）。若 2021 年疫情能够通过疫苗的使用而得到有效控制，居民边际消费倾向还将进一步向疫情前的正常水平修复。那么，我们假设 2021 年居民边际消费倾向修复至疫情前 95%-98%左右的水平，则居民边际消费倾向将会回升 2.8-5.0 个百分点。

图 32：中低收入群体对 2020 年收入预期更悲观




数据来源：CHFS，东吴证券研究所

图 33：前三季度边际消费倾向的修复仍然较为缓慢




备注：收入侧以住户部门活、定期存款估算

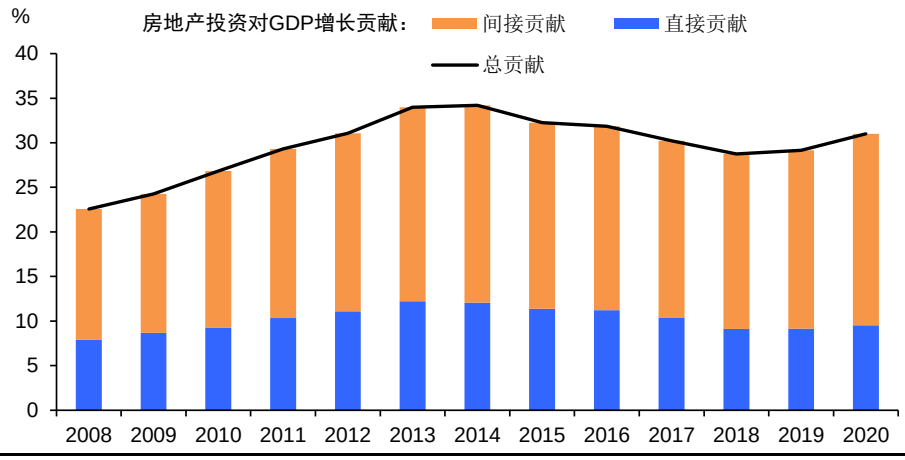
数据来源：Wind，东吴证券研究所

由此可见，2021 年居民消费支出增速的回升将主要由经济增速的跳升和居民边际消费倾向的回升所驱动，且在边际消费倾向明显回升情况下，居民消费支出增速将跑赢经济增速。基于上述假设，我们预测 2021 年中国居民消费支出增速回升至 11.0%-15.5%左右。

## 5. 房地产投资：迟到的竣工修复

**2020 年中国经济增速能够在疫情后快速转正，房地产投资的拉动无疑是首屈一指。**其 V 型反弹的力度不仅在固定资产中最大，而且对 GDP 增速的贡献显著提升：根据我们的计算，2020 年前三季度房地产投资对 GDP 增速的直接和间接贡献合计达到了 31%，为 2016 年以来的新高（图 34）。当然，疫情后房地产市场的快速升温也再度引起了监管层的警惕，在诸如“三道红线”等政策收紧下，是否需要担心 2021 年房地产投资的下行风险？

图 34：疫情后房地产投资对中国 GDP 增长的贡献显著提升



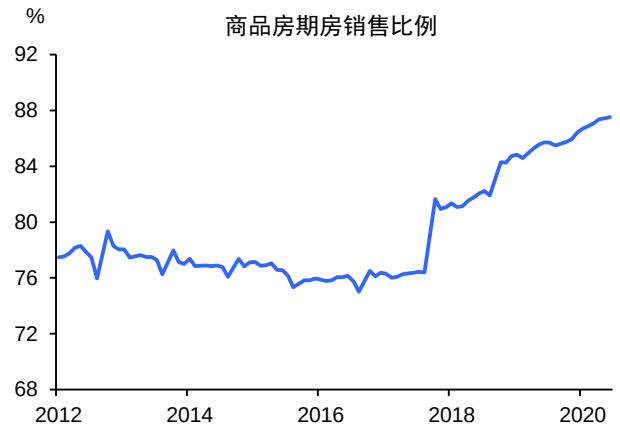

备注：2020 年为前三季度的累计数据

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**从最新的“十四五”规划建议来看，中央在强调“房主不炒”的同时，亦提出了“促进住房消费健康发展”。**对此我们的理解是，“十四五”时期的房地产调控将始终在“抑制过度投资”和“保证合理消费”之前寻找平衡点。而考虑到当前发地产市场的发展格局，2021 年房地产调控将更趋灵活性和差异性，过度收紧的风险不大。

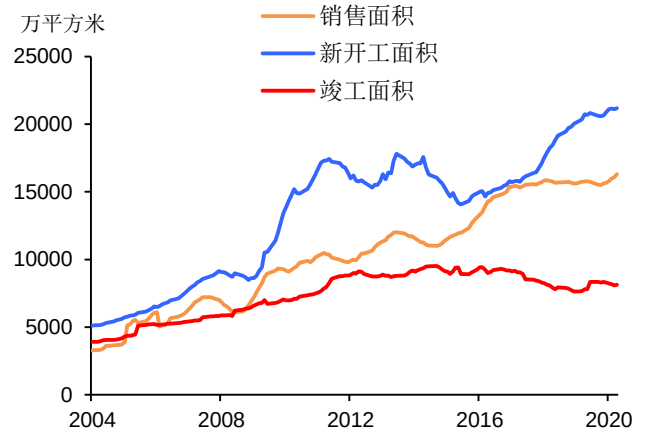
如图 35 所示，2017 年以来随着融资环境的收紧，房地产开发商普遍采用加大预售的方式来维持资金链的运转，在这种方式下，由于项目新开工即可期房销售，因此新开工、销售和竣工之间出现了明显的背离，2020 年新冠疫情的冲击更是加剧了这一背离的态势（图 36）。然而，随着当前土地市场的降温，以及前两年大量开工后预售的项目迎来交付，我们预计这种背离将在 2021 年回归收敛。

**图 35：调控收紧下地产上通过加大预售回笼资金**




数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

**图 36：当前销售、新开工、竣工的背离不可持续**

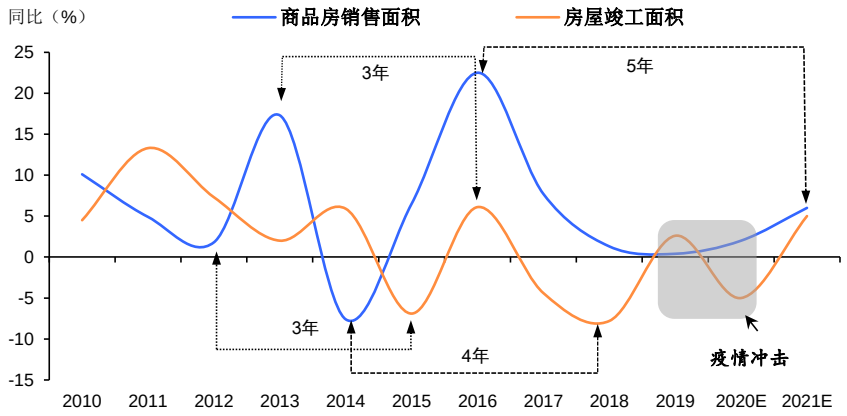



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

**因此，2021 年竣工的持续修复有望成为房地产投资的主要支撑。**如图 37 所示，在此轮地产周期中，销售增速对于竣工增速低点的领先约为四年；而上一次销售面积增速的高点出现在 2016 年，这也意味着 2020 年本应为竣工修复的大年，却因为新冠疫情的冲击而延后到了 2021 年，我们预计 2021 年房地产竣工面积的增速将回升在 6.5%附近，从而带动房地产投资中建安投资和设备购置的回升。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 37：2021 年房地产竣工的持续修复有望继续支撑房地产投资回升




数据来源：Wind，东吴证券研究所

在竣工的持续修复之外，由于土地市场的降温和前期的积压，2021 年新开工增速将较 2020 年继续回落，与土地购置的下滑一同对房地产投资形成拖累。因此，我们预计 2021 年中国房地产投资的增速小幅回落至 6.0%附近（表 6）。

表 6：2020 年中国房地产主要指标的增速预测

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 房地产开发投资 | 7.0% | 9.5% | 9.9% | 7.5% | 6.0% |
| 新开工面积 | 7.0% | 17.2% | 8.5% | -1.5% | -3.5%. |
| 销售面积 | 7.7% | 1.3% | -0.1% | 1.0% | -2.6% |
| 竣工面积 | -4.4% | -7.8% | 2.6% | -3.1% | 6.5% |

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

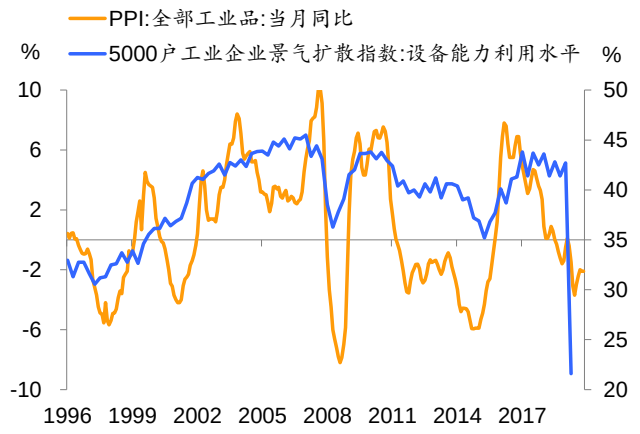
## 6. PPI：半年的再通胀

11 月以来，主要农产品、工业品价格上涨势头明显，再叠加基数影响，PPI 在 2021 年走出通缩已是必然。如何判断 2021 年的 PPI 走势？

**疫情对供给和 PPI 的影响可类比“供改”。**参照 1998 年和 2016 年两次供改情况来看，供改后均伴随产能利用率的回升和 PPI 的上行（图 38），疫情对全球产能的影响类比供改。从当前情况来看，中国工业产能利用率已经基本恢复至疫情前水平，而美欧等海外经济体产能修复持续受到疫情约束（图 39）。

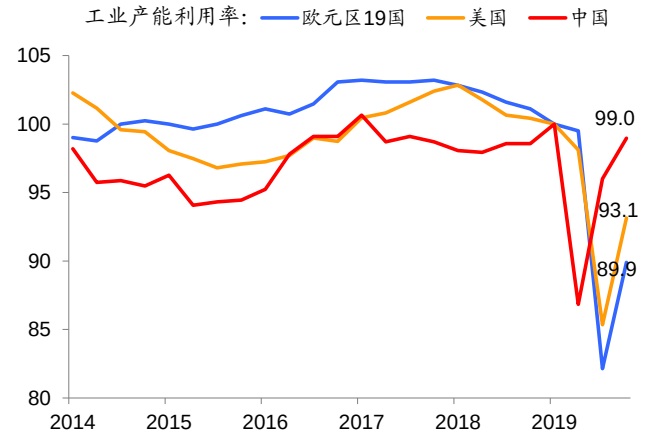

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 38：“供改”后伴随的产能利用率和 PPI 回升




数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 39：中国和海外经济体产能利用率修复形成明显差异




数据来源：Wind，东吴证券研究所（2019 年 12 月=100）

在具体预测过程中，**构架基于原油和铜价及其滞后指标的 PPI 预测模型。**考虑大宗商品价格由上游向中下游的传导存在时滞，我们选择布伦特原油期货价格同比、LME 铜价格同比及其的滞后一期、滞后二期作为解释变量，剔除不显著的变量后，构架 PPI 远月预测模型。对于大宗价格的长期预测较为困难，结合彭博一致预测，我们给出乐观、悲观和中性三种情景假设。

表 7：布伦特原油期货价格和 LME 铜价格未来走势的不同情景假设

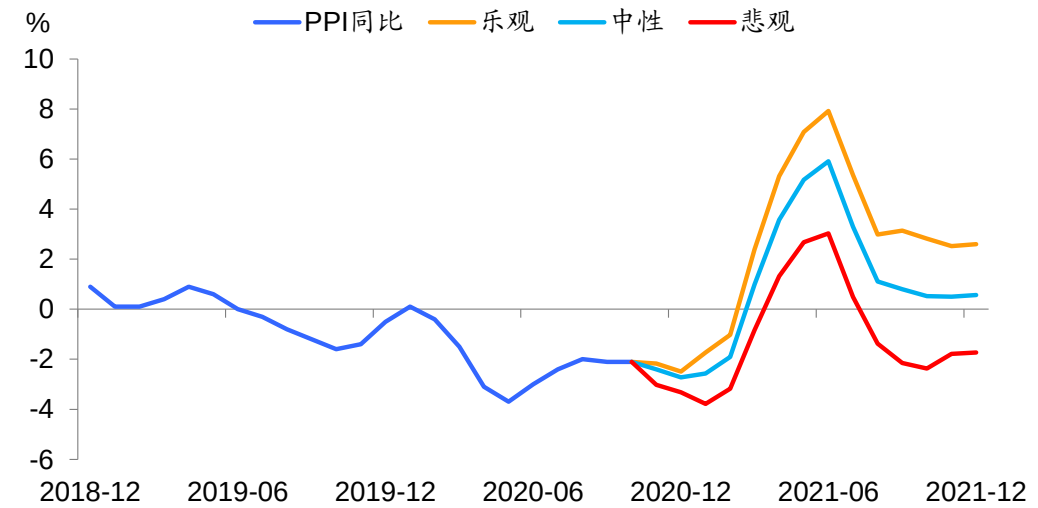
| | | 2020 年 | 2021 年 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 |
| 布伦特原油（美元/桶） | 乐观 | 46 | 55 | 60 | 70 | 70 |
| | 中性 | 44 | 50 | 55 | 60 | 60 |
| | 悲观 | 40 | 42 | 45 | 45 | 45 |
| LME 铜（美元/吨） | 乐观 | 6900 | 7000 | 7200 | 7200 | 7200 |
| | 中性 | 6800 | 6700 | 6800 | 6800 | 6800 |
| | 悲观 | 6500 | 6400 | 6500 | 6500 | 6500 |

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

利用上述 PPI 预测模型并结合大宗价格判断，我们拟合出年内及 2021 年全年 PPI 同比走势（图 40）。中性假设下，**预计 PPI 自 2021 年 3 月份左右转正并快速上行，至年中 5、6 月份左右创下全年高点，有望破“5”，全年中枢在 1.5%左右。**


请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 40：不同情景下的 2020 年及 2021 年 PPI 同比预测




数据来源：Wind，东吴证券研究所

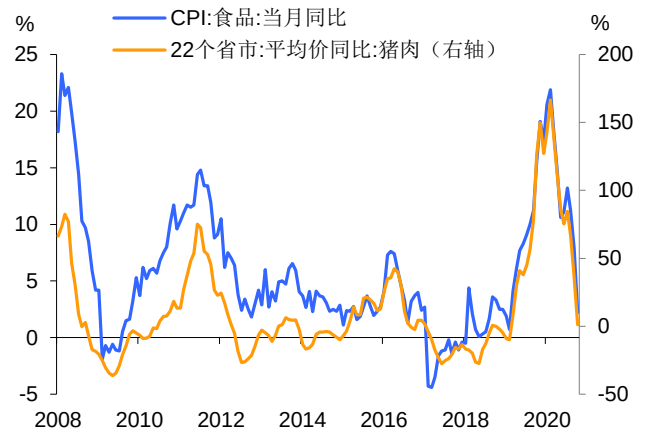
## 7. CPI：无总量“通胀”，有结构“通胀”

**在预测 2021 年中国 CPI 走势时，我们可以通过构建食品、非食品消费品和服务的三分法来进行。**CPI 按大类分既可以分为食品和非食品（包括服务和非食品消费品），也可以分为服务和消费品（包括食品和非食品），但服务更多受一国国内经济景气度等短期因素和劳动力结构等中长期因素驱动，而非食品类的消费品则与 PPI 走势高度一致，其背后除了国内经济景气度、供改等驱动以外，全球经济尤其是国际大宗商品价格对其影响较大。因此，食品、非食品消费品和服务三分法能更清晰地展现 CPI 背后的驱动因素更提供更好的预测逻辑。

**食品走势主要与猪周期高度一致（图 41）。**从目前能繁母猪存栏已经企稳来看，猪周期步入下行周期（图 42），参考以往三次猪周期下行周期基本持续 10-14 个月，那么猪价的下跌周期可能会持续至明年四季度。在此基础上可以通过猪价构建食品项的预测模型。

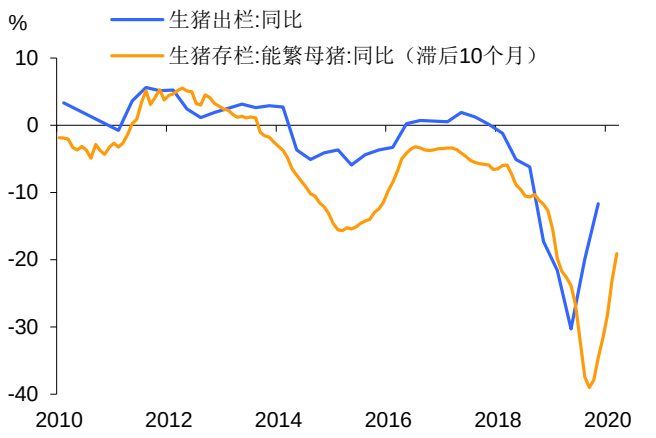

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 41：猪价与 CPI 食品趋势高度一致




数据来源：Wind，东吴证券研究所

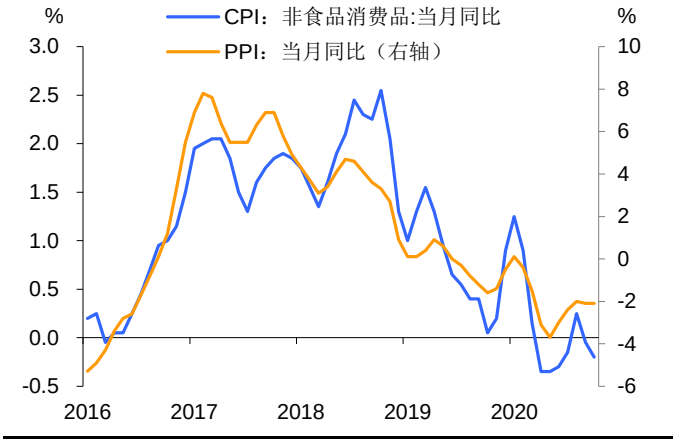
图 42：从能繁母猪存栏看生猪出栏已经企稳




数据来源：Wind，东吴证券研究所

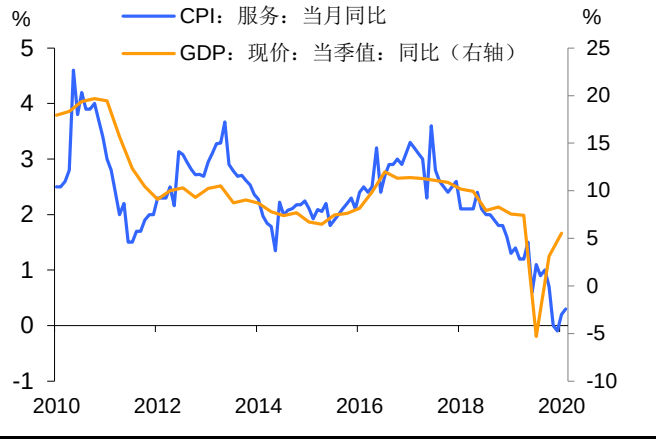
**PPI 向 CPI 的传导主要是通过非食品消费品价格（图 43）。**理论上，PPI 向 CPI 的传导路径主要有三，一是农业生产资料价格上涨向食品涨价传达，二是能源价格上涨推升消费品流通成本，三是原材料价格上涨推升其他消费品价格上涨，例如日用品、衣着等。其中，后两条路径均主要冲击的是非食品消费品价格，这也与实际数据表现相符。据此可见，2021 年非食品消费品价格将跟随 PPI 上行，并在年中创下高点后回落。

图 43：非食品消费品与 PPI 趋势高度相关




数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 44：CPI 服务项与经济景气度契合



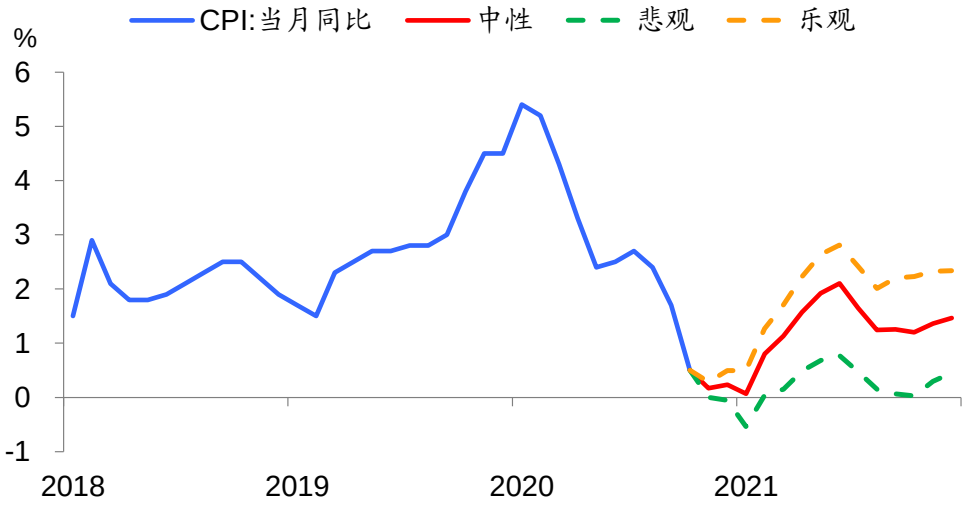

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**服务价格跟随疫后经济修复而企稳回升。**服务价格与经济景气度高度相关(图 44)，疫后经济复苏将带动服务价格企稳回升，9 月份以来 CPI 服务项呈现触底微弱回升的走势，但居民部门复苏明显偏慢、接触性消费的完全修复仍依赖于疫苗这一高度不确定性的因素，将会拖累服务价格的修复速度。

结合前述三个维度分别构建预测模型，我们给出了在不同情景假设下的 CPI 预测（图 45），**中性假设下，2021 年全年 CPI 中枢在 1.3%左右，上半年受 PPI 上行驱动而快速回升，全年呈现“N”型，年中为全年高点。**


请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 45：基于三分法预测未来 CPI 趋势及节奏



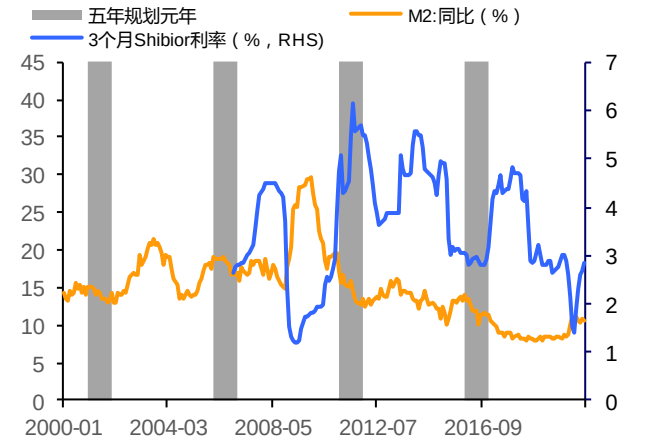

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 8. 货币政策：寻找平衡

经历了不平凡的 2020 年，2021 年货币政策面临更复杂的局面：一方面，宏观杠杆率上升，2021 年经济增长大概率将超过潜在增速水平；另一方面，2021 年是十四五规划的开局之年。**货币政策需要在正常化的过程中寻找稳杠杆和稳就业、稳经济之间的平衡**。不过，从历史上看五年规划元年并不会成为央行的桎梏，政策可能更多地着眼于长远，通过初始阶段控制信贷和利率节奏来为余下的时间留足政策空间（图 46），因此 2021 年货币政策定调会谨慎偏紧。

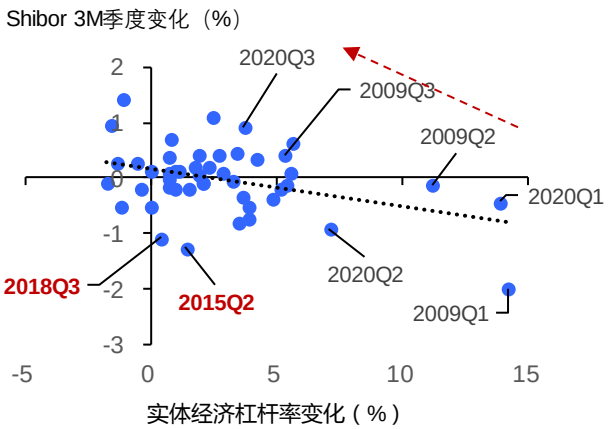
利率方面，**在稳杠杆的大背景下，货币市场利率将偏紧**。Shibor 利率（3 个月）仍有进一步的上涨空间（图 47）；回购市场方面，虽然人民银行行长易纲在近期的文章中强调“健全利率走廊机制，引导市场利率围绕央行政策利率中枢波动”，预计 DR007 更多地在 7 天逆回购利率上方波动（图 48、图 49）。

图 46：五年规划开局不会成为央行的束缚




数据来源：Wind，东吴证券研究所

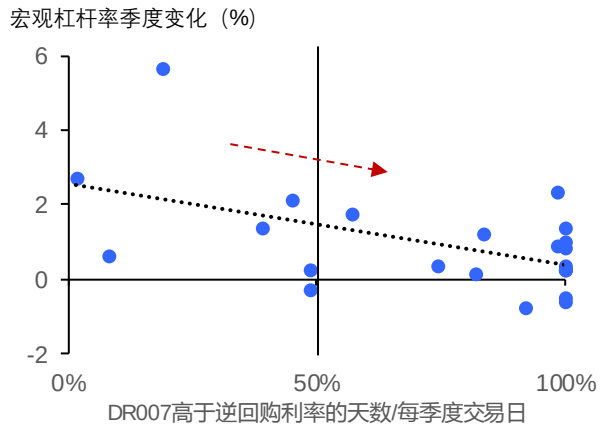
图 47：稳杠杆下 Shibor 利率仍有上涨压力




数据来源：Wind，东吴证券研究所

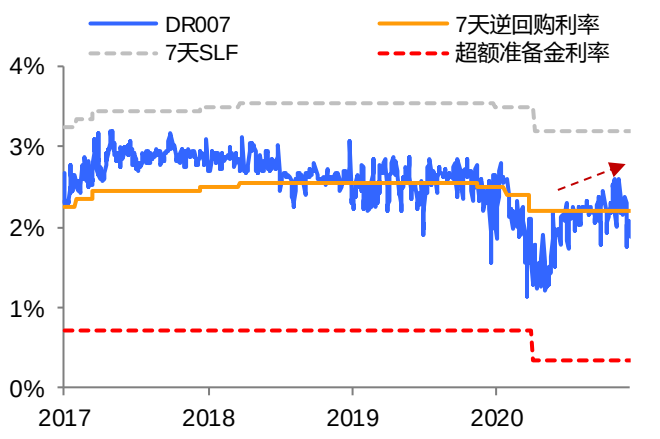

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 48：稳杠杆下回购利率中枢会上升




数据来源：Wind，东吴证券研究所

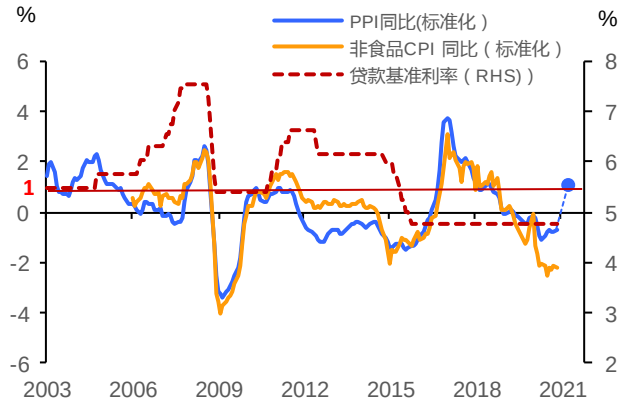
图 49：回购利率将主要在利率走廊上半部波动




数据来源：Wind，东吴证券研究所

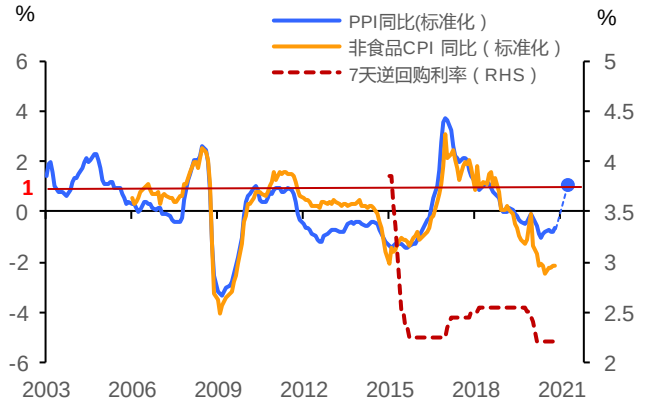
**关注通胀，不排除加息可能**。2020 年第三季度货币政策执行报告中指出要“支持经济向潜在产出回归”，这从侧面说明如果经济回归潜在产出之后，央行有可能进一步收紧货币政策，不排除存在上调逆回购利率的可能，以及在提高贷款利率报价灵活性的基础上上调 MLF 利率。产出缺口转正的重要标志是通胀压力上升，由于猪肉价格已经开启下行周期，CPI 的指示意义减弱，PPI 和核心 CPI（或者非食品 CPI）的变化更值得关注。从历史上看，当标准化后的通胀同比（PPI 或非食品 CPI）上涨至 1 以上，往往会触发央行加息。根据我们的预测明年 5 至 6 月 PPI 或能达到触发央行进一步收紧政策的临界点（图 50、图 51）。此外，出口的持续强劲有助于拉动总需求、弥合产出缺口和改善工业企业盈利，也是观察央行货币政策的重要线索。

图 50：通胀可能是触发加息的重要信号




数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 51：通胀可能是触发加息的重要信号

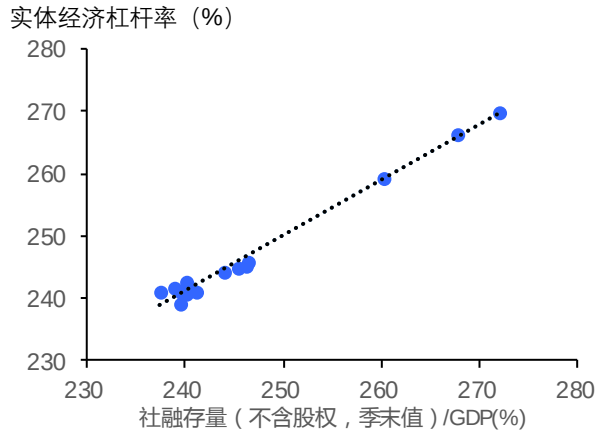



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**稳杠杆下 2021 年以社融为代表的信贷增速下降具有更大的确定性**。社融存量（不含股权）与名义 GDP 的比值能够较好地追踪实体经济杠杆率水平（图 52）。取 2021 年杠杆率与今年持平的情况（270%），结合我们对于今年社融增速（13.6%）和明年名义 GDP 的预测，预计 2021 年社融存量同比中值在 10.6%，对应新增社融约为 30 万亿，相

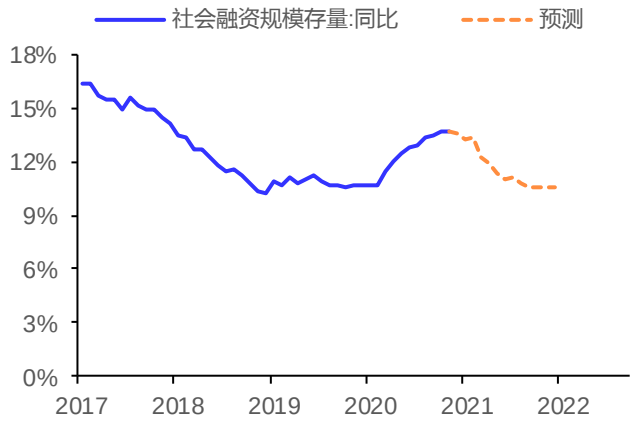
较 2020 年约萎缩约 4 万亿，不过其中政府债券项下的新增量预计减少 1.4~1.7 万亿，私人部门减少量尚属可控，此外考虑到近几年政府对于发展多层次资本市场，提高直接融资比重的重视，2021 年社融中股权融资将继续增长，进一步缓解新增信贷减少的压力。从变化节奏上看，2020 上半年疫情冲击下“六保”“六稳”任务艰巨，信贷投放规模大、节奏快，部分临时性政策将于明年上半年逐步退出，例如今年 6 月央行等五部门联合发部的针对中小微企业的延期还本付息政策最晚将于 2021 年 3 月 31 日结束[1]。预计 2021 年上半年社融增速的放缓速度会快于下半年（图 53）。

**图 52：社融和名义经济增长将决定杠杆率**




数据来源：Wind，东吴证券研究所

**图 53：2021 年社融变化预测路径**




数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 9. 财政政策：从危机应对模式回归常态化

**财政政策从危机应对模式回归常态化积极财政。**当经济增长从危机走向修复，那么 2021 年财政政策的核心逻辑就是从危机应对模式回归常态化积极财政，当然在政策退出过程中也会考虑政策的延续性与稳定性。首先，2020 年哪些积极财政政策是基于危机应对而采取的？一是抗疫特别国债的发行，二是狭义赤字率突破 3%，三是专项债的大幅增长。那么，在常态化的积极政策要求下，我们认为 2021 年狭义赤字率会重新向 3%这一红线靠拢，抗疫特别国债退出，专项债的规模增长回到此前的正常增长轨迹。综合来看，广义赤字规模将从今年的 8.51 万亿回落到 6.8-7.1 万亿左右，并带动广义赤字率从 8.4%回到 6.1%-6.4%左右的水平。

[1] 资料来源：http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2020-06/01/content_5516621.htm，银发〔2020〕122 号。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

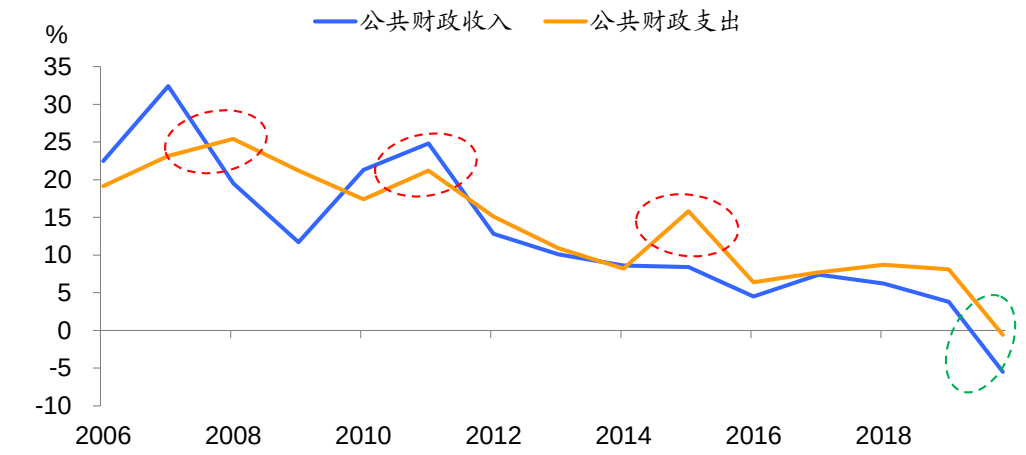
**表 8：2021 年广义财政赤字规模及赤字率展望**

| | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 广义财政赤字规模万亿（万亿） | 总量 | 3.73 | 4.91 | 8.51 | 6.8-7.1 |
| | △ | 0.55 | 1.18 | 3.60 | (-1.71)-(-1.41) |
| | 狭义财政赤字 | 2.38 | 2.76 | 3.76 | 3.3-3.6 |
| | 地方政府专项债 | 1.35 | 2.15 | 3.75 | 3.50 |
| | 抗疫特别国债 | / | / | 1.00 | 0.00 |
| 赤字率（%） | 狭义 | 2.6 | 2.8 | 3.6+ | 3.0-3.2 |
| | 广义 | 4.1 | 5.0 | 8.4 | 6.1-6.4 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**如何看待财政刺激退出的影响？**首先，今年财政刺激的一个显著特征是以减收（减税降费）为主、增支为辅。2019 年我们预计实施 2 万亿、实际实施 2.36 万亿减税降费后，2020 年我们将预计减税降费规模提高到 2.5 万亿，占广义财政赤字的 30%。那么，反之，2021 年财政刺激政策退出对财政支出端的影响也将有限，即对依赖财政支出的投资冲击有限；而今年享受减税降费优惠的企业将面临收入端的政策退潮冲击。

**图 54：今年危机应对的积极财政以减收（减税降费）为主、增支为辅**



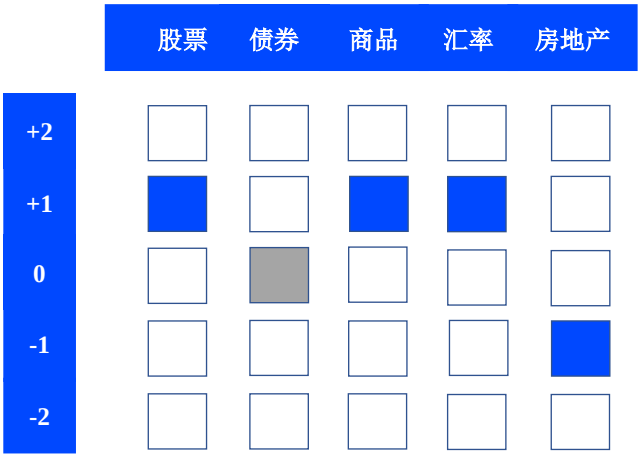

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 10. 资产配置：前股后债，关注产出缺口修复

如图 55 所示，**从 2021 年全年的资产配置来看，我们认为股票和商品仍将跑赢债券和房地产，并且人民币汇率仍存在 3%-5%的升值空间。**但从节奏上来看，考虑到国内再通胀中断的风险有可能在年中显现，我们建议应上下半年应各有侧重，即上半年相对债券超配股票，但在年中后增持国债。大宗商品仍将受益于疫苗推广下的全球经济共振，但从当前已有的涨幅来看，我们相对基本金属更看好原油，相对黄金更看好白银。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

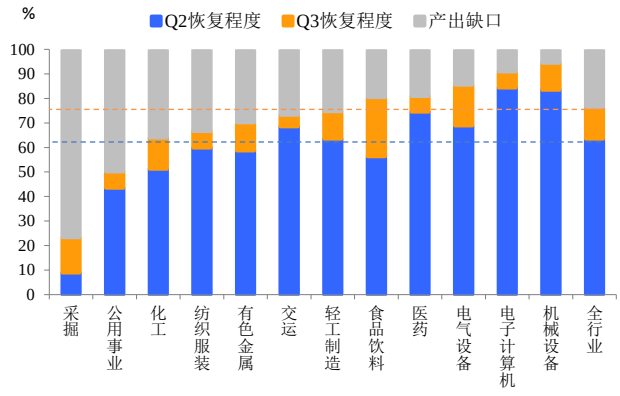
图 55：2021 年大类资产配置策略




数据来源：东吴证券研究所预测

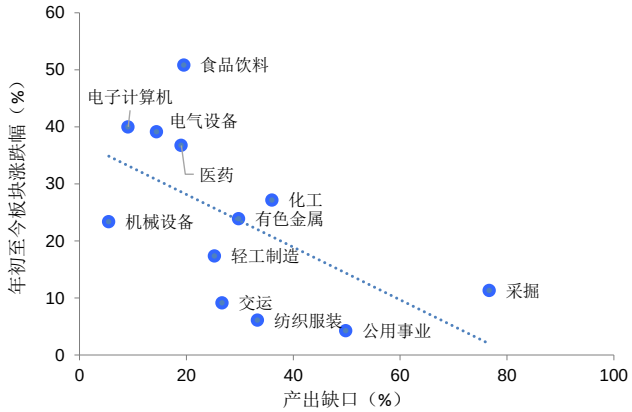
**权益方面，短期内可以继续关注产出缺口修复带来的机会。**截至三季度，国内工业增加值与 2019 年相比仍存 23.4%的缺口（图 56）。回顾各板块疫情以来的表现，我们发现恢复程度越高、产出缺口越小的行业对应权益收益越可观，如机械设备、电子计算机、电气设备、医药（图 57），年初至今板块涨幅 20%以上。这也启发我们接下来可以关注当前仍有较大产出缺口的行业在明年上半年修复过程中的投资机会，如采掘、公用事业、交运、纺服等行业。

图 56：各行业工业增加值恢复情况及产出缺口




数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 57：各板块股票涨幅与其产出缺口负相关



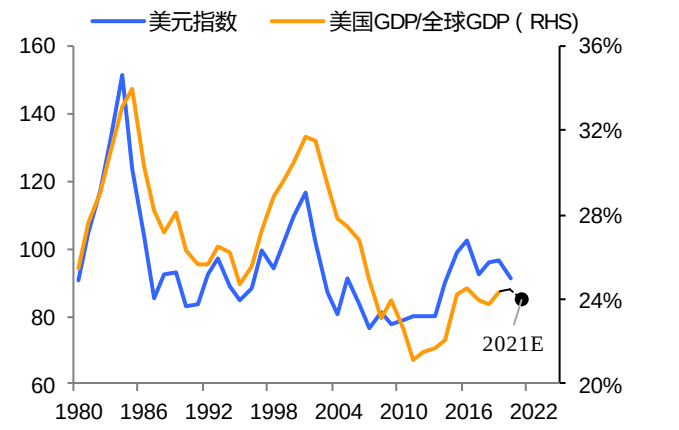

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**美元指数路在何方？**2021 年弱势美元已经成为诸多市场判断的基础假设，但值得注意的是弱势不等于大幅贬值，资产价格低位区间震荡也是行情弱势的表现。从基本面逻辑来看，在疫苗推进和多边主义反弹的背景下，全球贸易明显反弹是大概率事件，非美经济体“否极泰来”，表现要优于美国——根据 IMF 的数据，2021 年全球经济增速有望达到 5.2%，美国则可能仅录得 3.1%。**美国经济相对表现不佳奠定了美元弱势的基调**（图 58）。不过汇率资产的特殊性在于“此之蜜糖，彼之砒霜”，美元指数贬值往往也意


请务必阅读正文之后的免责声明部分

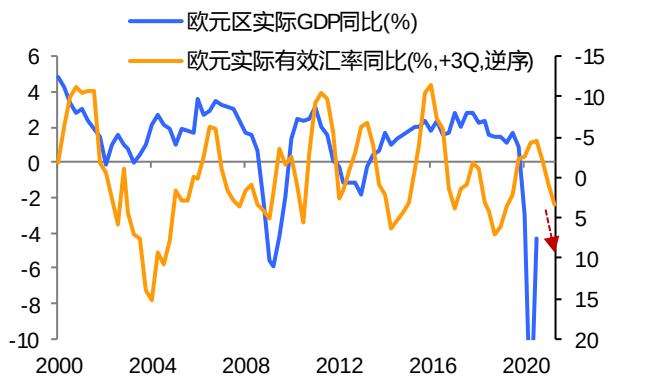
味着非美货币的升值，这对于以欧元区为首的、对外依存度较高的经济体并不是好消息。欧元的大幅升值对欧元区经济复苏和孱弱的通胀都将造成较明显的负面影响，考虑到今年上半年欧元汇率中枢较低，欧元有效汇率明年上半年同比增幅依旧可观，对于 2021 年（尤其是下半年）欧洲经济复苏的持续性不利（图 59），欧央行的宽松压力会加剧，因此我们认为美元指数 2021 年跌破 85 的概率较低，**从节奏上看 2021 年美元指数可能下半年的中枢会高于上半年。**

**图 58：美国经济的相对表现和美元指数**




数据来源：Wind，东吴证券研究所

**图 59：欧元有效汇率大幅升值对经济复苏不利**




数据来源：Wind，东吴证券研究所

**人民币汇率仍有升值空间，不应高估关税减免的影响**。今年人民币升值逻辑众多，归结为一点在于**境内美元相对过剩**（相较全球更为过剩），净出口和跨境资金流入表现出色，但对外投资不畅，出境旅游消费出现断崖式下跌。2021 年美元过剩的因素将继续发生作用——直接影响是人民币对美元指数的阶段性升值反弹不敏感，但疫苗快速、顺利推进对于人民币并不是好消息：一方面全球资本在增量配置上会更注重疫苗受益更大的经济体；另一方面，疫苗也有助于我国进口（含处境旅游等）和国外生产的复苏。此外，2021 年人民币汇率还需关注两个主题：一是美国对华关税减免的问题。我们认为不宜过于乐观：一方面此中政治博弈无法一蹴而就；另一方面汇率市场已经部分定价了减免关税的预期（图 60）。二是关注人民币有效汇率。美元流动性充裕下，人民币易升难贬的特点将使得有效汇率中枢进一步上升，不排除触及甚至突破 2018 年的高点（图 61）。央行在第三季度货币市场报告中强调要“稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，有效汇率的大幅上涨或促使央行使用加快金融对外快放、疏通对外投资渠道等市场化措施来稳定汇率的波动。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

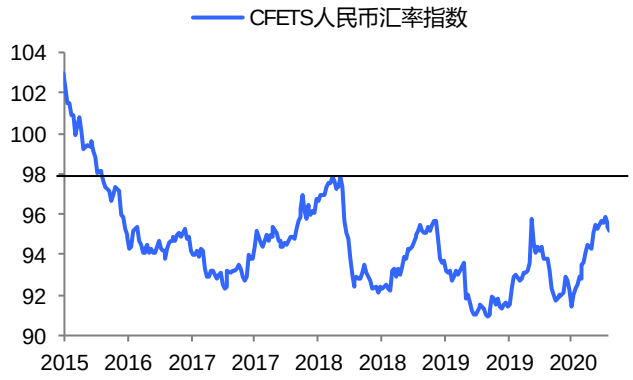
图 60：人民币汇率和美国对华加征关税




注：上图中情形 A 至 D 分别对应对其中 500 亿/2000 亿/3000 亿进口商品加征不同税率的情景。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 61：有效汇率比人民币相对美元单边汇率更重要




数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 11. 附：2021 年中国宏观经济指标预测汇总表

表 9：2021 年中国宏观经济指标预测

| 经济指标 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| GDP | 6.9% | 7.0% | 6.8% | 6.1% | 2.3% | 9.0% |
| 出口 | -7.7% | 7.9% | 9.9% | 0.5% | 3.0% | 8.5% |
| 基建投资 | 15.7% | 14.9% | 1.8% | 3.3% | 3.5% | 4.0% |
| 制造业投资 | 4.2% | 4.8% | 9.5% | 3.1% | -3.0% | 7.5% |
| 消费 | 10.4% | 10.2% | 9.0% | 8.0% | -2.1% | 13.0% |
| 房地产投资 | 6.9% | 7.0% | 9.5% | 9.9% | 7.0% | 6.0% |
| CPI | 2.0% | 1.6% | 2.1% | 2.9% | 2.6% | 1.3% |
| PPI | -1.4% | 6.3% | 3.5% | -0.3% | -2.0% | 1.5% |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 12. 风险提示

**疫苗推广和接种的不达标。**让全球大多数人口接种疫苗可能面临物流上的挑战，尤其是西方国家仍有不少人对新冠疫苗的安全性持怀疑态度；同时，病毒的突变也有可能令疫苗的有效性大打折扣。这些都将延缓全球经济走出疫情的步伐。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

**货币政策超预期紧缩。**在财政政策逐步退出的情况下，货币政策的节奏对于明年经济和资产表现十分重要。若央行超预期加息或者超预期打压信贷和非标，则中国和全球经济都有下行风险。

**拜登政府的关税新政。**由于特朗普政府施加的关税对美国企业和消费者均造成不利影响，若拜登上台后考虑进一步为美国企业和家庭提供救助，不排除会减少或取消加征关税政策，则全球贸易上行风险加大。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

