

# 疫后经济反弹，政策回归常态

——2021年宏观经济展望

## 下篇：2021年宏观经济走势预测

### 主要观点

- 全球新冠疫情在 2020 年年底进入“至暗时刻”。预计伴随疫苗全面上市，2021 年全球经济增速有望迎来大幅反弹，全球物价走势则难现明显升温。2021 年美国新政府上台后，中美关系将大概率处于“冷静期”。
- 2021 年国内经济运行进入“后疫情”时期，构建新发展格局将处于政策议程的核心位置；明年两会将继续淡化 GDP 增速目标，物价、就业等宏观控制目标会调回到疫情前水平。
- 宏观政策将进一步向常态回归，但不会发生骤然收紧的“急转弯”。其中，货币政策整体取向稳中偏紧，政策利率有可能保持不动，市场利率中枢小幅上移，整低走势“前高后低”，引导金融资源向实体经济定向滴灌，稳定宏观杠杆率将是政策重心所在；疫情期间的特殊财政措施将会撤回，2021 年财政政策力度将有较为明显下调，其中财政赤字率目标会从 2020 年的“3.6%以上”下调至 3.2%左右，新增地方政府专项债规模也将下调 5000 亿元左右。
- 2021 年疫情对经济活动的抑制作用将全面退去，叠加上年低基数，全年 GDP 同比增速有望达到 9.0%左右。其中，消费将再度发挥增长主引擎作用，固定资产投资增速还有一定上行空间，主要靠制造业投资拉动；在市场份额回落预期下，2021 年我国出口增速仅会小幅增长，加之服务贸易逆差扩大，外需对经济增长的拉动率将再度转负。
- 2021 年全球经济增速反弹将带动大宗商品价格回升，国内 PPI 同比将由负转正，全年涨幅有望达到 2.0%左右；2021 年 CPI 高通胀风险不大，全年涨幅有望控制在 1.5%-2.0%之间，不会对货币政策形成明显掣肘。
- 2021 年需要密切关注全球疫情及外部环境潜在的不确定性。

2021 年宏观经济指标预测：

指标	单位	2018 年	2019 年	2020 年一季度	二季度	三季度	四季度 F	2020 年 F	2021 年 F
全球 GDP	当期实际同比, %	3.6	2.9	-1.2	-8.5	-5.1	-2.6	-4.4	5.2
中国 GDP	当期实际同比, %	6.6	6.1	-6.8	3.2	4.9	6.0	2.2	9.0
工业增加值	当期实际同比, %	6.2	5.7	-8.4	4.4	5.8	7.0	2.5	8.5

社会消费品零售总额	当期名义同比, %	9.0	8.0	-19.6	-3.8	-0.4	5.1	-3.9	18.5
固定资产投资	当期名义同比, %	5.9	5.4	-16.1	3.8	8.8	10.2	3.2	7.6
基建投资 (宽口径)	当期名义同比, %	3.8	3.8	-16.4	8.1	6.4	6.5	3.6	3.7
房地产开发投资	当期名义同比, %	9.5	9.9	-7.7	8.0	11.8	11.2	7.1	8.2
制造业固定资产投资	当期名义同比, %	9.5	3.1	-25.2	-4.9	1.6	8.2	-2.3	12.2

出口金额 (美元)	当期名义同比, %	9.9	0.5	-13.4	0.1	8.8	16.3	3.2	4.0
进口金额 (美元)	当期名义同比, %	15.8	-2.7	-3.0	-9.7	-3.0	4.6	-1.0	6.0
CPI	当期同比, %	2.1	2.9	4.9	2.7	2.0	-0.2	2.5	1.5
PPI	当期同比, %	3.5	-0.3	-0.6	-3.3	-2.0	-1.5	-1.9	2.0

1 年期 MLF 利率	期末值, %	3.30	3.30	3.15	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95
M2	当期同比, %	8.1	8.7	9.1	11.1	10.7	10.6	10.7	9.2
新增社融规模	当期值, 万亿	21.1	24.3	10.9	9.9	7.9	6.0	35.0	32.0
社融存量	当期同比, %	10.3	10.7	11.5	12.8	13.5	13.5	13.5	11.2

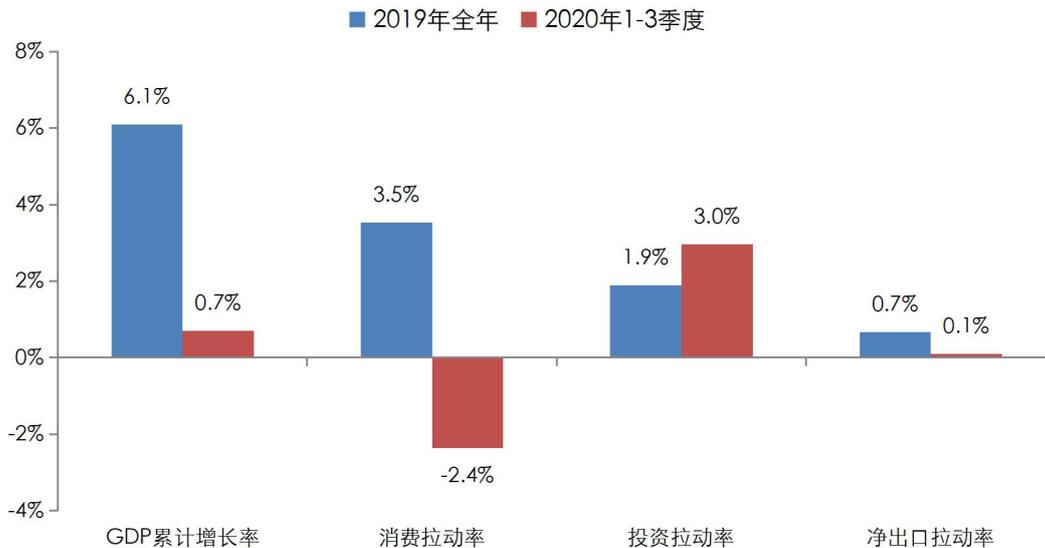
注：F 代表预测值；全球 GDP 数据为 IMF 估计值和预测值。

数据来源：WIND, IMF, 东方金诚

### 三、2021 年宏观经济运行展望

1. 2020 年前三季度 GDP 累计同比增速为 0.7%，投资在本轮逆周期调节中再度发挥担纲作用。疫情在一季度对宏观经济运行造成剧烈冲击，GDP 同比下降 6.8%。从二季度开始，伴随宏观政策对冲效应显现，疫情稳定控制后复工复产进程较快推进，经济出现“V 型”复苏势头。其中，投资再度成为逆周期调节的主导性力量，基建和房地产投资增速率先反弹，制造业投资降幅逐步收窄。在居民收入下滑、消费信心不振以及疫情防控约束线下消费活动等因素影响下，2020 年消费修复进度较为滞后，对经济增长产生较大的负向拉动。与海外相比，2020 年国内疫情影响“先进先出”，境内外产能修复明显错位，这带动二季度以来我国出口逆势上升，商品贸易顺差明显扩大。此外，2020 年跨境旅行大幅下降后，我国服务贸易逆差也显著收窄，前三季度净出口对经济增长意外形成正向拉动。

图表 11 疫情对消费形成严重冲击，2020 年投资在经济修复过程中发挥担纲作用



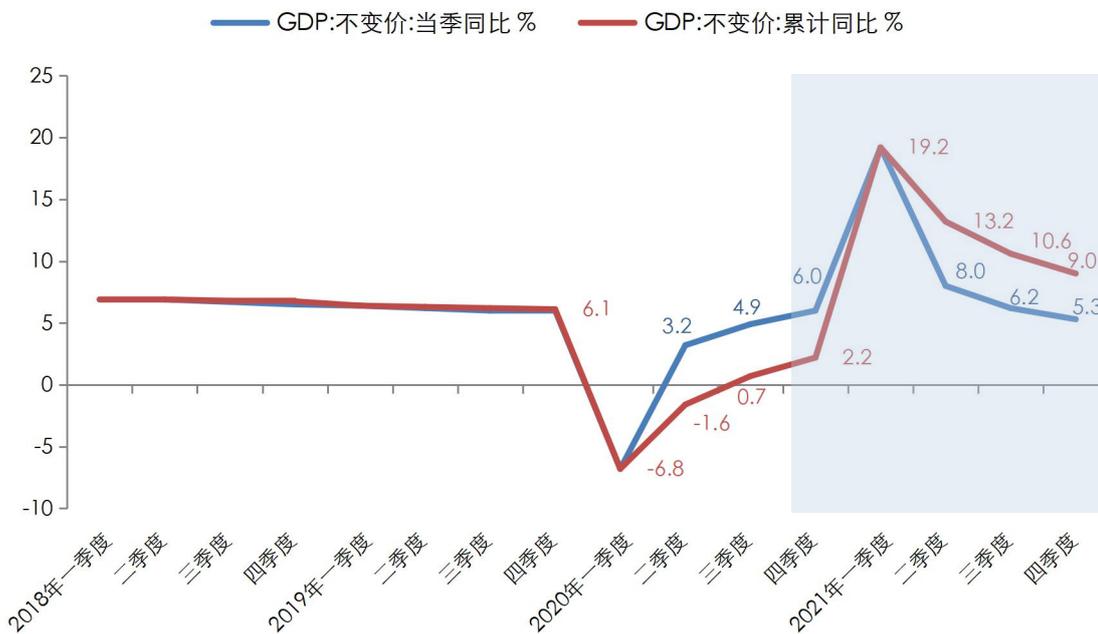
数据来源：Wind，东方金诚

2. 四季度 GDP 增速将进一步回升至 6.0% 附近，2020 年全年 GDP 同比有望达到 2.2%。进入秋冬季节后，国内疫情防控形势继续保持稳定，消费回升势头明显，投资高增格局不会发生明显变化，海外疫情恶化继续对我国出口形成支撑。由此，预计四季度消费对经济增长的拖累效应会显著弱化，投资拉动率略有下降，净出口将保持正向贡献，预计“三驾马车”全年拉动率将分别为-2.0、4.0 和 0.2 个百分点。

3. 展望 2021 年，疫情对经济活动的抑制作用将全面退去，叠加上年低基数，全年 GDP

同比有望达到 9.0%左右，消费将再度发挥增长主引擎作用。其中，一季度 GDP 增速有望反弹至 19.2%，其后伴随基数抬升，季度 GDP 增速将较快下行。此外，从 2020-21 年经济复合增长率来看，2021 年实现 9.0%的 GDP 增速，相当于两年复合增长率为 5.5%，仍低于 2019 年 6.1%的增长水平。这一方面体现疫情对宏观经济带来的整体冲击效应，另一方面也表明，受劳动力人口数量下降、经济发展水平提高等因素影响，当前我国经济增速整体上仍处于一个趋势性下行过程。

图表 12 2021 年经济增速有望大幅反弹，整体呈现“前高后低”走势



数据来源：Wind，东方金诚；阴影部分代表预测值

就 2021 年经济增长动力而言，低基数下的消费增长将再度发挥主引擎作用，投资增速还有一定上行空间，出口则面临较大不确定性，净出口对经济增长的拉动率可能转负，具体分析如下：

**(1) 消费：低基数作用下，2021 年社零增速有望大幅反弹，服务消费占比也将恢复常态。**

2020 年 1-11 月，社会消费品零售总额累计同比增长-4.8%。考虑到受汽车等可选消费较快回升带动，年底前月度社零增速将向 5.5%左右的水平靠拢，预计全年社零累计增速将为-3.9%左右。这一方面体现疫情稳定控制后消费势头正在较快修复，同时也表明 2020 年全年商品消费仍将处于负增长状态。

展望 2021 年，经济反弹带来收入增速加快，将直接提升居民的商品消费能力，消费信心也将随之改善，而疫苗全面接种后消费限制措施将全面解除，叠加 2020 年低基数，我们预计 2021 年社零同比增速将大幅反弹至 18.5%左右，其中前两个月社零同比有望升至 40%以上（年初两个月社零数据会合并公布）。其中，作为影响社零数据的一个重要因素，根据汽车行业 3-4 年的周期性运行规律，2021 年汽车销量有望在连续三年下滑后实现同比正增长，进而为推升商品消费增速提供关键支撑。

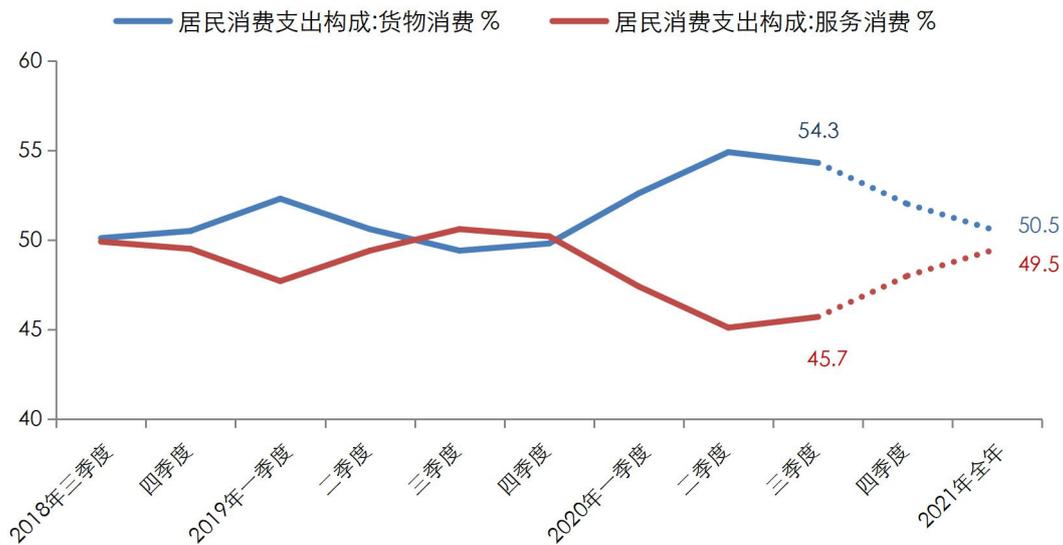
图表 13 2021 年社零增速将大幅反弹



数据来源：Wind，东方金诚；虚线代表预测值

2020 年消费对经济增长产生负向拉动，一个重要原因是疫情防控措施对服务消费的冲击更甚于商品消费——正常状态下，服务消费在整个居民消费支出中的占比在一半左右。数据显示，截至三季度末，服务业生产指数累计同比增速仍远低于上年同期水平，交通客运量更是较上年同期下降近三分之一左右。这直接导致 2020 年服务消费在居民消费支出中的占比大幅下滑。不过，2021 年疫苗大规模接种后，旅游、住宿、餐饮等行业将全面放开，服务消费也有望迎来大幅增长，预计其在居民消费支出中的占比将向常态水平回归，进而成为带动消费反弹的重要因素。

图表 14 疫苗大范围接种后，服务消费将全面放开，2021 年服务消费占比将向常态回归



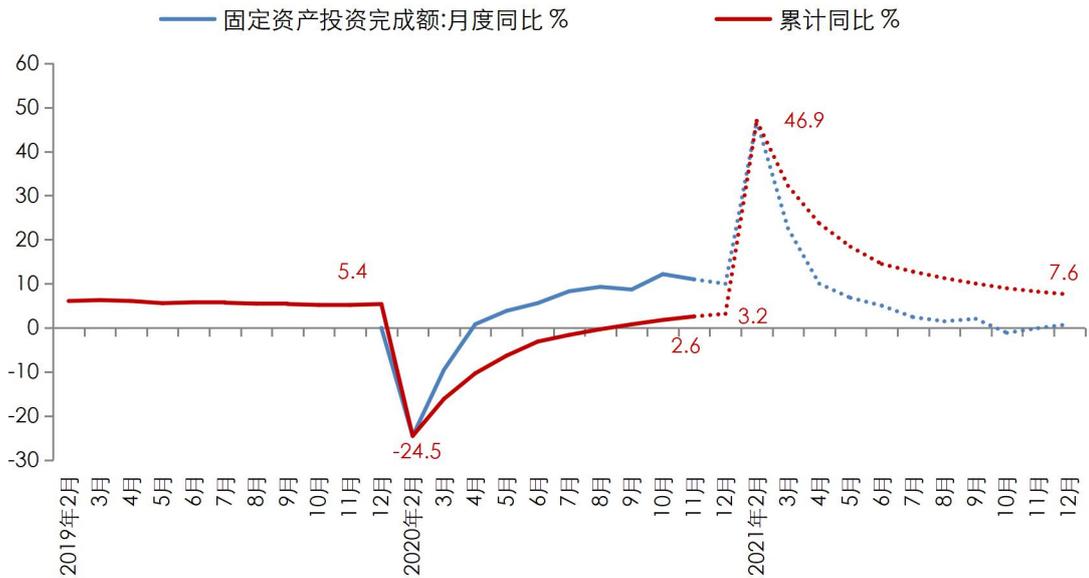
数据来源：Wind，东方金诚；虚线代表预测值

**(2) 投资：2021 年固定资产投资增速仍有一定上行空间，制造业投资是主要拉动力量，房地产投资有望保持较强韧性，基建投资增速上行难度较大。**

2020 年 1-11 月，固定资产投资增速达到 2.6%，这一增速明显高于整体经济增长水平，意味着投资在本轮逆周期调节中再度发挥担纲作用。考虑到三季度固定资产投资同比高达 8.8%，投资高增长态势有望延续到年底，预计 2020 年全年固定资产投资增速将达到 3.2%。

展望 2021 年，尽管宏观政策恢复常态、严控地方政府隐性债务风险会对基建投资产生抑制作用，但制造业投资在经济修复、基数偏低等因素作用下将出现大幅正增长，房地产投资有望保持较强韧性，2021 年固定资产投资增速将进一步上扬至 7.6%。不过，与以往动辄两位数的高增速相比，本轮逆周期调节中固定资产投资增速高点明显下移，显示在当前就业压力可控的背景下，宏观政策重心已从拉动经济高速增长转向把握好稳增长与防风险之间的综合平衡。

**图表 15 2021 年固定资产投资增速将进一步上扬**



数据来源: Wind, 东方金诚; 虚线代表预测值

**制造业投资:** 2020 年制造业投资是三大固定资产投资板块中唯一出现负增长的类别, 预计全年增速为-2.3%。制造业投资由民营企业主导, 具有顺周期特征。疫情爆发后, 企业投资信心受挫, 制造业投资跌幅明显超过固定资产投资整体水平。下半年以来, 尽管工业品价格持续处于通缩状态, 但伴随出口走强, 以及大宗商品价格下跌、减税降费等带动制造业企业利润显著改善, 月度制造业投资同比增速已实现转正, 并有望保持到年底。

展望 2021 年, PPI 增速转正将带动制造业利润持续改善, 疫情全面退去后企业投资信心会进一步修复, 加之上年基数明显偏低, 预计 2021 年制造业固定资产投资有望出现 13.7% 的高增长, 成为带动固定资产投资整体增速上扬的主要拉动力量。值得一提的是, 推动金融加大对制造业投资支持力度, 已成为当前宏观政策的一个主要侧重点, 这意味着 2021 年制造业企业的融资环境将继续改善。最后, 疫情并未打断我国制造业转型升级过程, 2020 年 1-11 月高技术制造业投资同比增长 12.8%。我们判断, 在 2021 年经济回归高质量发展主题的过程中, 符合转型升级方向的高技术制造业投资有望实现 20%以上的高增速。

图 16 2021 年制造业投资有望实现高增长

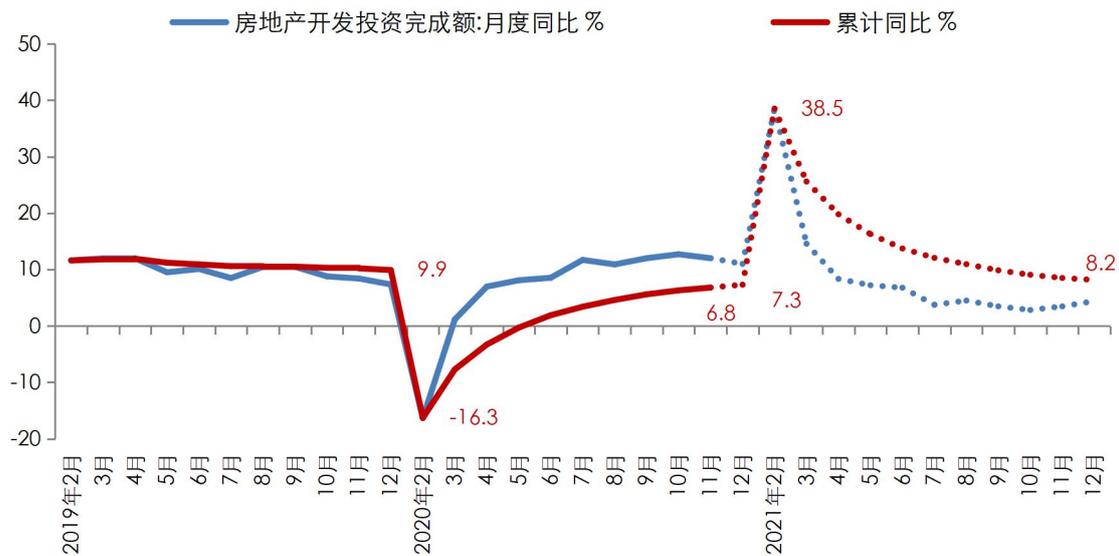


数据来源: Wind, 东方金诚; 虚线代表预测值。

**房地产投资:** 2020年政策利率下调后, 房贷利率随之走低, 楼市迅速回暖, 最终带动房地产投资增速大幅攀升。1-11月, 房地产投资累计同比已达到6.8%, 其中下半年月度投资增速持续处于两位数的高增长区间。在深圳等地房价出现快速上涨苗头后, 监管层开始收紧房地产调控, “三条红线”等措施陆续出台, 房企融资环境明显收紧, 被迫开启“少拿地、多卖房”模式。不过, 此轮调控重点指向房企融资, 房贷利率并未上行, 这意味着楼市运行基础尚未受到显著削弱。我们预计, 年底前房地产投资增速大幅下滑的风险可控, 全年房地产投资有望实现7.1%的增长, 在2020年几乎所有重要经济指标中一马当先。

调控收紧、特别是10月以后房企拿地大幅减少是否会带动2021年房地产投资增速明显下移? 历史数据显示, 房企拿地与后期投资增速之间并不存在明显相关性, 商品房销售与房地产投资之间的因果逻辑更强。我们判断, 2021年政策利率有望保持稳定, 这意味着房贷利率不会出现趋势性大幅上调, 居民购房需求难现明显回落; 外部融资受到挤压后, “多卖房”将是房企的重要选择, 而“少拿地”对投资的影响难以在2021年充分显现。由此, 在2021年楼市仍将保持一定热度的预期下, 房地产投资也有望继续保持较高韧性, 全年房地产投资增速有望达到8.2%左右, 略高于2020年。

图表 17 2021年房地产投资有望继续保持较高韧性

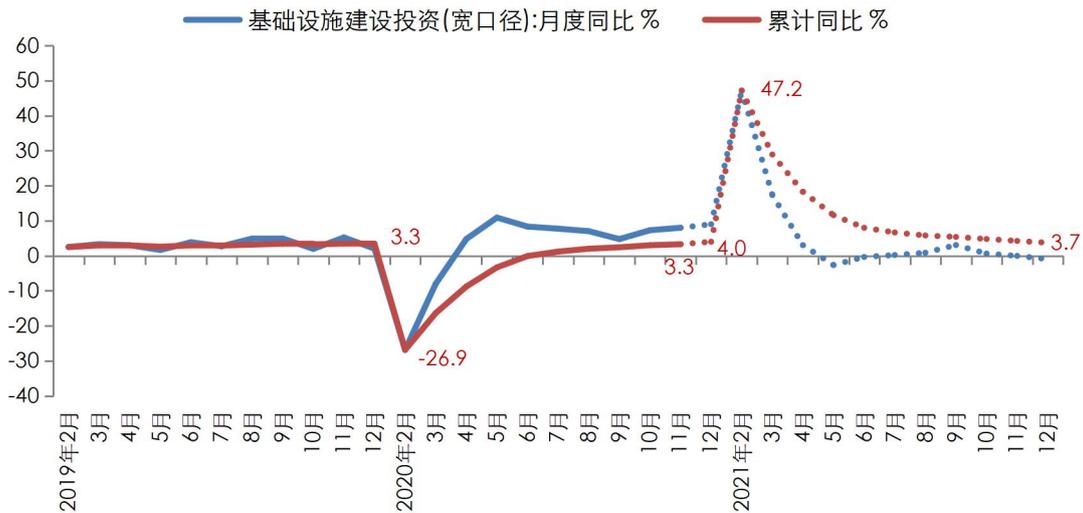


数据来源：Wind，东方金诚；虚线代表预测值

**基建投资：**整体上看，尽管4月以来基建投资（宽口径）始终保持正增长，但除5月单月增速达到两位数外，其他各月基建投资增速始终处于个位数的温和水平。一方面，尽管2020年财政赤字率走高，新增专项债规模大幅上升，特别是信贷、社融扩张速度加快后，基建投资的资金瓶颈问题得到缓解，但重点对接基建投资的专项债资金对项目要求较高，地方政府基建项目筹备相对滞后，各地“钱等项目”现象较多，对基建投资形成一定拖累。另一方面，本次逆周期调节强调总量适度，不搞大水漫灌，下半年更加注重稳增长与防风险之间的平衡，也有效避免了以往经常出现的基建项目遍地开花现象。预计2020年基建投资（宽口径）增速将达到3.6%，尽管较上年略有加快，但仍远低于市场普遍预期的两位数水平。

展望2021年，在财政赤字率目标下调，新增地方政府专项债规模削减，特别是监管层再度强调防范化解地方政府隐性债务风险后，基建投资或将重新面临资金瓶颈压力。我们判断，2020年下半年以来基建投资相对谨慎的政策基调将得以延续，并有望在2021年进一步体现，预计全年基建投资增速将保持基本稳定。这也是2021年实现“（宏观）杠杆率会更稳一些”的主要发力点。在资金投向方面，作为“十四五”的开局之年，一批符合“两新一重”方向的重大项目将会立项开工，未来基建投资将更加紧密围绕高质量发展主题，投资增速则将持续处于较低个位数水平。

图表 18 2021 年基建投资增速将继续处于较低个位数水平



数据来源: Wind, 东方金诚; 虚线代表预测值

### (3) 净出口: 2021 年出口不确定性较大, 净出口对经济增长的拉动作用可能转负。

联合国贸发会议预计, 2020 年全球出口将同比下降 8.0%左右, 而 1-10 月我国出口已实现 0.5%的正增长, 预计全年同比增速将达到 1.4%左右。2020 年我国出口逆势增长的主要原因在于, 受境内外产能修复错位影响, 我国出口商品在全球市场上的份额显著扩大。不过我们也注意到, 随着三季度后全球各国纷纷重启经济, 我国出口市场份额已开始收窄。我们预计, 四季度这一数据将继续小幅回落。

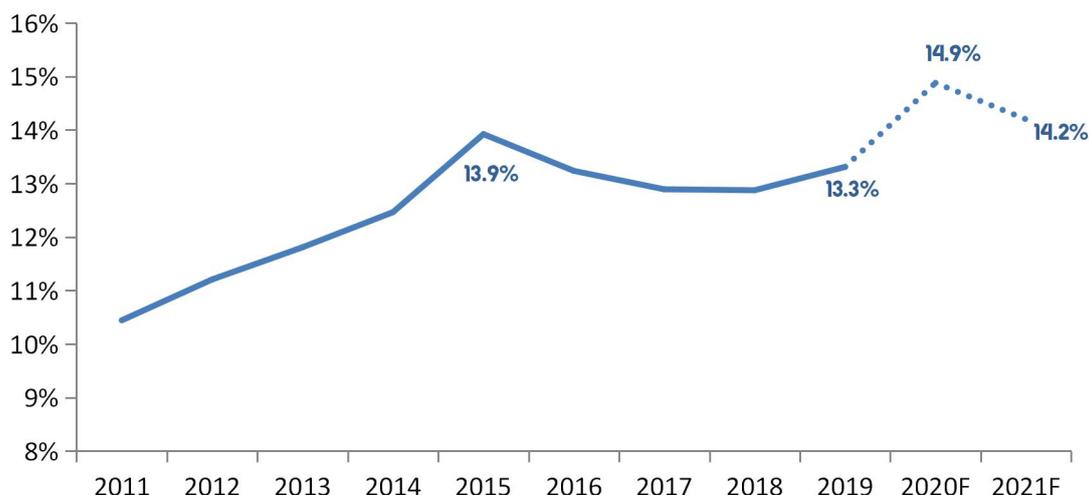
表格 1 2020 年下半年我国出口市场份额已显现回落态势

2020 年	一季度	二季度	三季度	四季度*
市场份额	11.1%	16.7%	16.2%	15.6%

数据来源: Wind, 东方金诚; \*号代表预测值

展望 2021 年, 全球出口有望出现 8-10%的大幅反弹。作为全球头号贸易大国, 我国出口是否也将以相似的速度扩张? 我们认为这方面存在较大的不确定性, 其中的关键在于明年我国出口市场份额有可能出现向正常水平回归的趋势。毕竟, 疫苗在全球范围内开始大规模接种后, 海外产能也将向常态水平较快修复。我们预计, 2021 年我国出口市场份额将从上年的 14.9%小幅降至 14.2%左右。

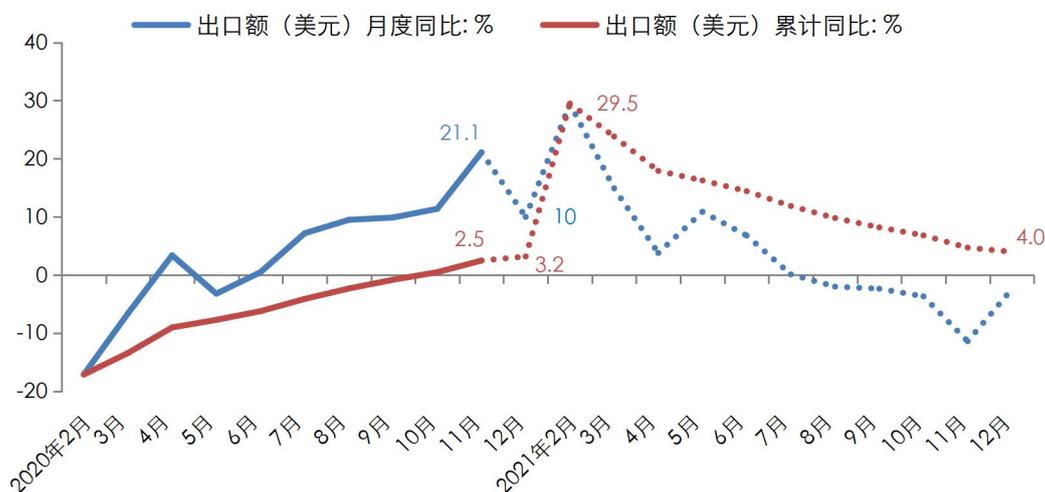
图表 19 我国出口商品在全球市场的份额在疫情期间快速扩大, 2021 年有可能小幅回落



数据来源: Wind, WTO, 东方金诚; 虚线代表预测值

市场份额的小幅下降将对出口增速产生巨大影响: 我们预计, 若 2021 年全球出口增速达到 8.0%, 我国出口市场份额下降 0.7 个百分点, 则我国全年出口增速将为 4.0% 左右, 远低于全球平均水平。2021 年我国出口面临的一个积极因素在于, 美国特朗普政府任期结束后, 贸易战带来的下行风险将显著降温, 我国出口将更多地受全球经济基本面牵动。

图表 20 2021 年出口增速前高后低, 全年中枢水平将较 2020 年小幅抬升



数据来源: Wind, 东方金诚; 虚线代表预测值

2021 年国内经济增速反弹以及海外供给能力恢复, 将带动我国大宗商品等进口加快, 特别是国际旅行恢复后我国服务贸易逆差将再度扩大, 由此预计 2021 年净出口对经济增长的拉动作用将再度转负。2020 年出口意外高增是推动经济较快修复、政策边际收紧的重要因素, 2021 年外需拉动减弱后, 下半年经济增长动能或将随之弱化, 届时不排除政策边际

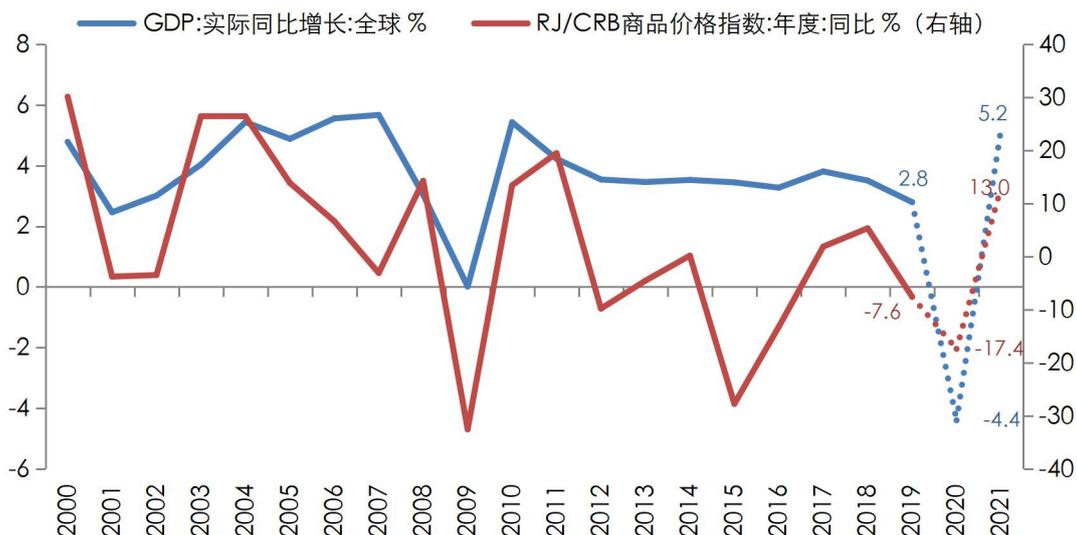
放宽的可能。

#### 四、2021 年物价走势展望

2021 年全球经济增速反弹，国际大宗商品价格回升，国内 PPI 同比将由负转正，全年涨幅有望达到 2.0%左右；2021 年 CPI 高通胀风险不大，全年涨幅有望控制在 1.5%-2.0% 之间。

2020 年疫情在全球范围内蔓延后，国际大宗商品价格与全球经济增速同步回落，其中国际原油价格均值比上年下降三成左右，直接带动国内 PPI 进入通缩状态。临近年底，伴随国内经济回升带动钢铁、煤炭等工业品价格上行，以及疫苗进展推动国际油价走高，月度 PPI 同比降幅有望收窄至-2.0%之内，预计全年 PPI 同比将在-1.8%左右。

图表 21 国际大宗商品价格与全球经济走势联动明显，2021 年将出现两位数涨幅



数据来源：Wind，东方金诚；虚线代表预测值

展望 2021 年，全球 GDP 增速有望达到 5.2%，这必将带动 RJ/CRB 商品价格指数所反映的全球大宗商品价格出现一定幅度的上涨，其中国际原油价格低位回升最具代表性。“PPI 看油”，即国内 PPI 同比走势与国际原油价格密切相关，加之 2021 年国内经济增速上扬后，工业品需求扩张也将带动 PPI 环比延续 2020 年 5 月以来的整体正增局面，预计全年 PPI 同比会达到 2.0%左右，全年走势为“先升后缓”，年末同比有望接近 2.5%，整体处于温和水平。2021 年 PPI 同比转正后难现大幅上涨，主要原因是全球及国内经济增长具有低位反弹性质，对大宗商品价格推升潜力有限——我们预计，2021 年 RJ/CRB 商品价格指数仍难以

回到疫情前一年的平均水平。

图表 22 2021 年 PPI 同比有望“转正”，CPI 涨幅有望处于温和区间



数据来源：Wind，东方金诚；虚线代表预测值

CPI 方面，当前市场对 2020 年货币扩张后是否会引发下一年高通胀存有一定疑虑。我们认为，2021 年 CPI 平均涨幅将处于 1.5%至 2.0%的温和水平，高通胀风险不大。主要原因有三个：一是从存量社融及 M2 增速衡量，2020 年的货币扩张幅度甚至低于 2015-16 年的逆周期调节水平，而 2015-18 年，月度 CPI 最高涨幅仅为 2.5%。二是 2021 年 PPI 涨幅有限，难以大幅推高非食品价格，这意味着扣除食品和能源之外的核心 CPI 同比难以明显超过 2.0%（预计 2020 年核心 CPI 涨幅为 0.8%）。

三是根据农业农村工业部预测，2021 年 3 月生猪产能将恢复正常，这意味着 2021 年猪周期将进入绝对价格持续下调阶段。本轮由猪瘟疫情引发的猪周期在 2020 年 2 月正式转入下半场，即猪肉价格同比涨幅由升转降，并且在下半年出现一个涨幅猛烈下跌过程，带动 CPI 同比大幅走低。不过，临近年底猪肉批发价仍高悬在每公斤 40 元左右，而 2014 年以来的统计数据显示，猪肉平均价格为每公斤 25.22 元。这意味着 2021 年猪肉价格下行将对 CPI 涨幅起到明显抑制作用。由此我们预测，2021 年 CPI 涨幅在经历年初的负增长后将逐步回升，年底有望接近 2.5%，整体有望持续处于温和状态。这意味着 2021 年通胀不会成为宏观经济的焦点所在，也不会对货币政策产生明显的影响。

图表 23 2021 年猪肉价格有望持续回落，将成为抑制 CPI 涨幅的重要因素



数据来源: Wind, 东方金诚

## 五、总结

总体上看, 2021 年疫苗有望大规模接种, 新冠疫情冲击将在全球范围内逐步退去, 全球经济在经历 2020 年的深度衰退后将展开大幅反弹, 全球通胀走势整体温和。2021 年国内宏观政策将进一步向常态化回归, 疫情期间特殊财政政策措施将会撤回, 财政政策力度将明显下调; 货币政策取向稳中偏紧, 政策利率有可能保持不动, 市场利率中枢小幅上移, 2021 年引导金融资源向实体经济定向滴灌, 稳定宏观杠杆率是政策重心所在。

在经济增长动能修复以及低基数作用下, 2021 年 GDP 增速有望达到 9.0%, 消费将恢复拉动经济增长的主引擎地位, 投资增速还有一定上升空间。在境外产能加速修复的背景下, 2021 年我国出口市场份额有可能下调, 出口增速或低于市场普遍预期。2021 年全球经济反弹将带动国际大宗商品价格上涨, 国内 PPI 同比转正没有悬念; 受全球物价走势温和、2020 年货币扩张速度有限, 以及“猪周期”等因素影响, 2021 年 CPI 涨幅将处于 1.5%至 2.0% 的温和区间。

最后我们认为, 2021 年有两个宏观经济下行风险值得关注: 一是疫情的不确定性, 主要是指未来疫苗在全球范围内的生产、分配和运输过程还存在不确定性。若 2021 年疫情对全球经济复苏的拖累效应延伸到下半年, 届时国内经济修复也将受到一定影响——下半年经济增速回落幅度有可能明显加大, 全年经济增速存在低于 8.0% 的可能。二是外部环境的不确定性, 主要指美国拜登新政府将于 2021 年 1 月上台执政, 但其对华政策目前尚不明朗, 中美之间在贸易、科技、地缘政治及人文交流等领域还需探索新的互动模式。若 2021 年下半年中美关系波澜再起, 国内经济复苏过程也将随之受到干扰, 下行压力也将随之加大。我们判断, 一旦以上两项下行风险之一出现, 国内将适度放松宏观政策予以对冲, 以确保“十

四五” 稳健开局。