

冬至阳生春又来

——共振复苏 宽松依旧

分析师：

李明玉（宏观金融研发总监）

执业资格号：F0299477

投资咨询号：Z0011341

电话：021-22155630

E-mail: limingyu@xhqh.net.cn

要点：

2021 年新冠疫苗大规模应用的进展将决定全球经济走向全面复苏的时点和斜率。假设新冠疫苗明年二季度后逐步普及，因此预计 2021 年全球经济将由不均衡复苏向全面复苏推进，主要发达国家很可能出现“共振”复苏。

整体而言，市场对于海外主要经济体“共振”复苏的预期比较一致。但是，考虑到明年中期美国经济和通胀回升的力度，需要关注明年下半年美联储资产负债表的扩张速率是否会由此前的稳步上行逐渐趋稳。对于欧央行，预计欧央行明年资产购买规模将继续提升，并延长资产购买期限至年底。

2021 年新冠疫苗的推出和全面推广，中国经济在全球“一枝独秀”的程度面临弱化，随着世界疫情的逐步消退、中国超常规政策的常态化、内生新动能的逐步抬头将成为左右 2021 年中国宏观经济运行最核心的力量，中国宏观经济运行将在低基数效应和趋势回归的基础上，呈现“总体偏高、逐季回落”直至回落至潜在增速水平的显著特征。

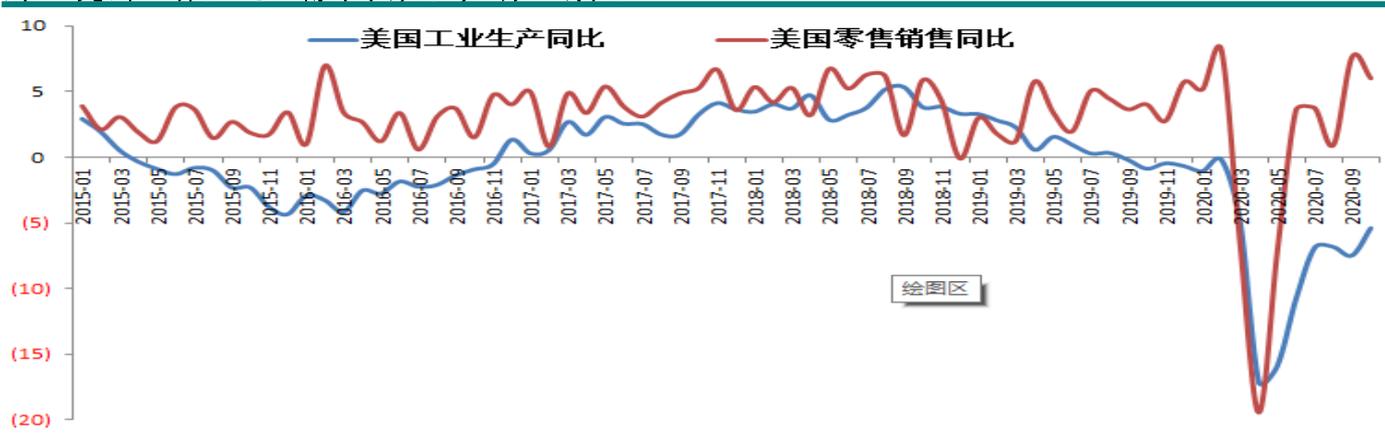
整体看，2021 年全球经济复苏共振是主基调，疫情消退是大趋势，政策退出节奏较慢。对于中国而言，由于中国疫情“先进先出”，中国超常规政策也率先常态化。因此，2021 年中国逆周期调节政策退出背景下，基建、地产等逆周期经济推动项大概率走弱，而消费、制造业等顺周期项以及出口在海内外经济共振修复的推动下，将成为推动中国经济的“新三驾马车”!!!

撰写：2020 年 12 月 21 日

一、后疫情时代，全球经济“共振”复苏，宽松退出为时尚早

2020年突如其来的新冠疫情对全球经济和资本市场带来史无前例的巨大冲击，但是各国政府在货币和财政政策方面的快速有效应对避免了经济陷入持久衰退，全球经济整体处在不断修复的过程中。

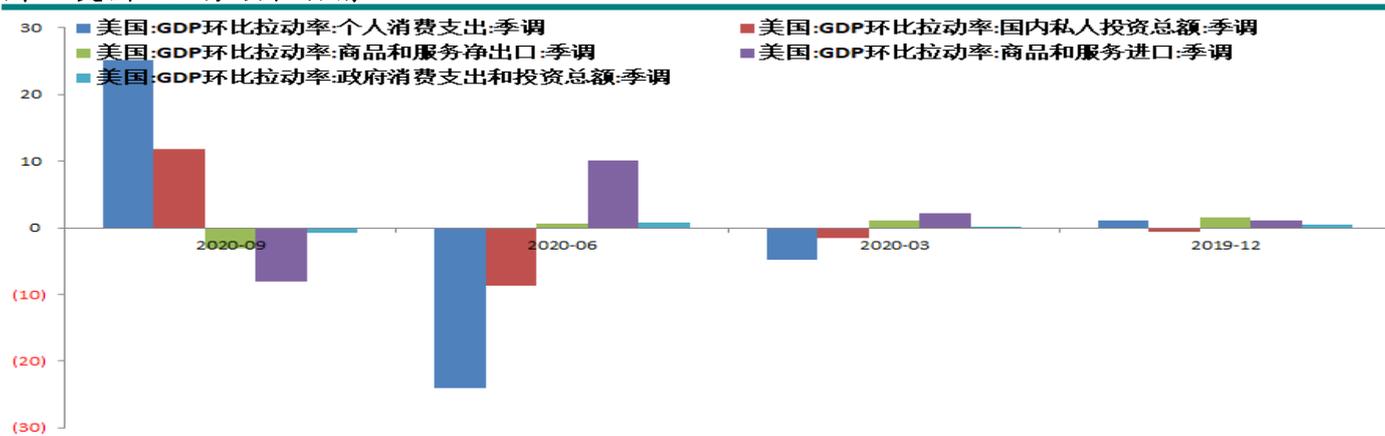
图1 美国经济呈现“需求强，生产弱”特点



数据来源：Wind 新湖期货研究所

2021年新冠疫苗大规模应用的进展决定了全球经济走向全面复苏的时点和斜率。我们根据当前疫苗的研究进展等状况，假设新冠疫苗明年二季度逐步普及，因此我们预计2021年全球经济将由不均衡复苏向全面复苏推进，主要发达国家很可能出现“共振”复苏。

图2 美国GDP分项拉动情况



数据来源：Wind 新湖期货研究所

美国方面，疫情冲击以来，美国经济整体呈现“需求强，生产弱”的特点。从需求端来看，由于美国采取了大规模的财政刺激政策保护了居民收入没有大幅下行，居民商品需求已经接近疫情前的高点水平，而服务相关需求整体回升速度相对偏慢。同样，美国国内的生产端受到经济封锁和社交隔离的显著抑制，工业生产同比增速的修复程度显著弱于需求的回升。这也体现了疫情对经济供需两端的冲击与传统的经济危机不同，疫情导致的经济封锁对生产的冲击更大，而在美国政府大力度的财政补贴下形成了较大的供需缺口。在生产受到显著抑制的情况下，需求的回升难以拉动国内经济，只会通

过被动增加进口、扩大贸易逆差的方式来对冲美国国内的供需缺口。而这种生产能力的不足主要是由疫情导致的，在疫情消退之前预计生产端很难恢复至正常水平，相应制约了经济回升的力度。鉴于目前美国国内第三波疫情已经爆发，生产活动预计会受到进一步抑制。

对于 2021 年的美国，考虑到疫情对生产端的显著抑制，我们对一季度的经济增长仍相对谨慎，二三季度在疫苗顺利有效推出的假设下，预计经济将会迎来一轮明显的修复，疫情导致的供需缺口有望收敛。

图 3 美国房地产库存位于近十年低位



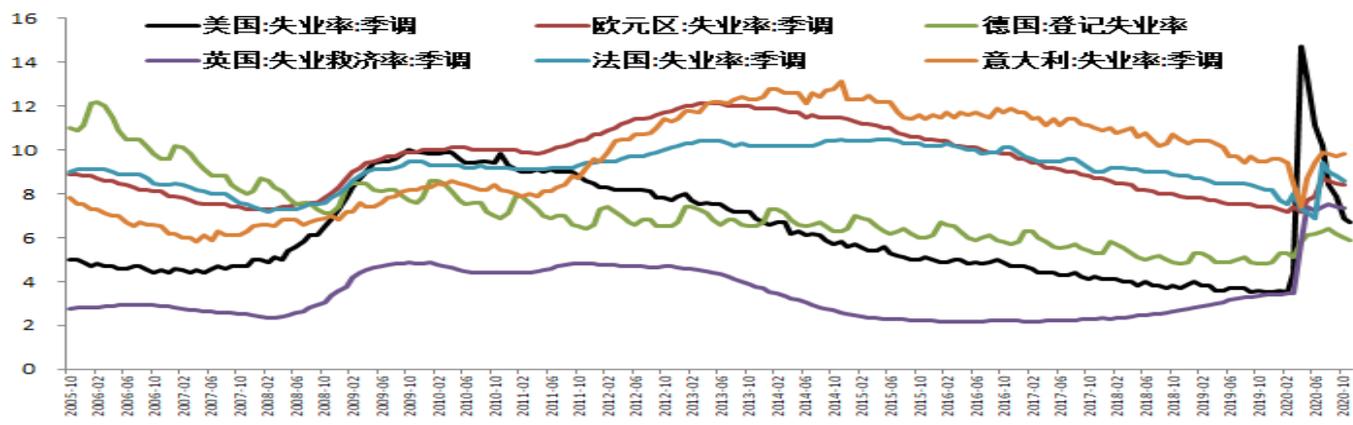
数据来源: Wind 新湖期货研究所

从拉动 GDP 的分项来看，美国今年表现亮眼的地产投资有望在明年继续维持强势，制造业、服务消费等将在明年二季度左右迎来一轮明显修复。今年美国国内地产经历一轮快速的去库存，8 月以来美国新屋和成屋库存均为近十年新低，这主要得益于美联储货币宽松下房贷成本显著下降，同时新冠疫情带来的结构性住房需求增加也助推了地产行业的快速去库。预计明年美国房地产需求在低利率的环境下有望维持强势，地产开发投资有望加快。此外，明年年中疫苗若能大规模应用将推动生产端的快速修复，也会带动美国国内的制造业投资的快速回补，而服务消费也有望在疫苗推出、疫情影响逐步消散的背景下之后迎来一轮明显的修复。同时处于低位的库存周期也将成为引领部分行业主动补库存的核心因素，同样对经济有拉动。

对于欧洲而言，从疫情的严重程度来看，欧洲的安装率和死亡率都偏高，2020 年下半年又迎来了第二波疫情的爆发，新增确诊人数远高于此前 3 月份最严重时期，部分国家已经开始采取全国性的封锁措施，预计四季度欧元区经济受疫情冲击的程度将大于美国。

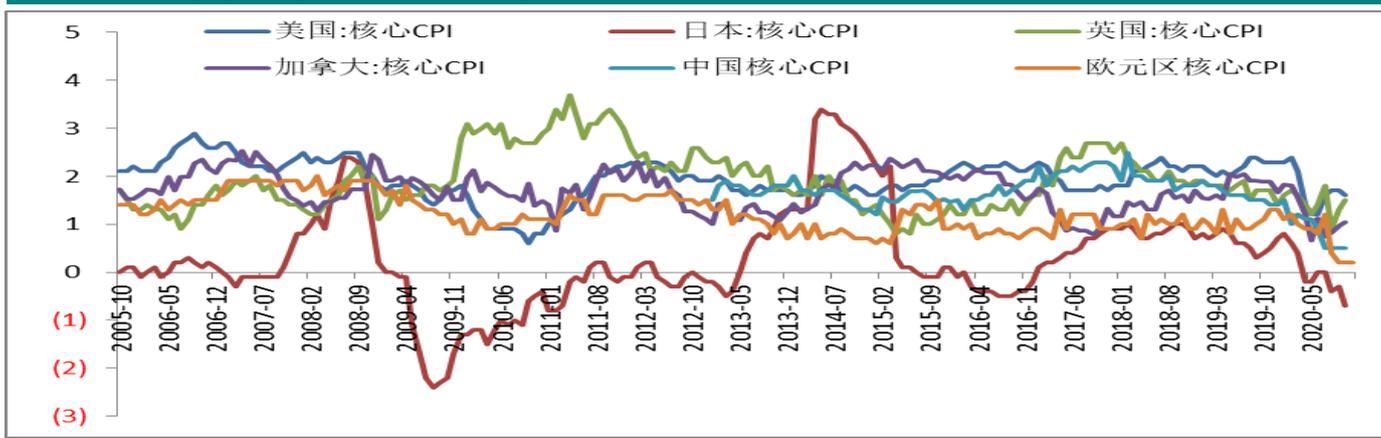
对于 2021 年欧洲经济而言，考虑到疫苗有望大规模应用及明年可能推行的财政刺激政策，预计 2021 年欧洲经济也将迎来一轮回升。尽管欧元区单就 2021 年的经济增速修复弹性好于美日，但是欧洲就业市场修复缓慢，欧元区的失业率至今没有出现回落，显示疫情对欧洲就业市场的影响范围和程度不容乐观。在长期实施负利率的背景下，欧元区经济中长期缺乏明显的增长动能，特别是南欧国家的负债较高、产业优势较弱，疫情加剧了这些脆弱经济体的衰退和债务风险。

图4 欧元区失业率未见明显回落



数据来源: Wind 新湖期货研究所

图5 当前欧美通胀走势分化, 未来大概率共同抬升



数据来源: Wind 新湖期货研究所

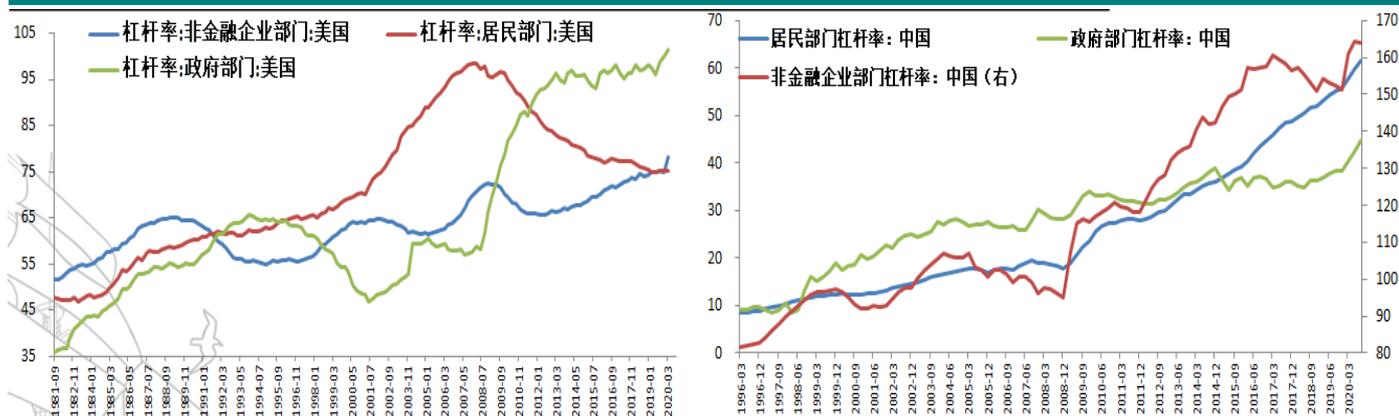
对于海外通胀而言, 通胀预期可能较基本面更早兑现, 美欧通胀均有望回升。

欧美当前通胀走势的分化, 是货币政策的运行效力、核心消费的反弹动能以及经济增长强度的预期等多方面因素的综合体现, 但核心变量仍在于疫情的影响, 如果疫情得到有效控制、而财政和货币刺激短期并不退出, 则欧美通胀都有望回升。

美联储仍密切关注核心 PCE, 核心通胀对货币政策的边际拐点有较强影响力。核心 PCE 物价指数是剔除价格波动较大的两项食品和能源商品后的物价指数, 在 2018 年 3 月至 12 月一度突破了 2% 的目标值, 在此基础上美联储于 2018 年四季度加息, 将联邦基金利率目标上限提高 100bps。在为应对疫情冲击而再度降息后, 目前联储明确提出在未来一段时间上调通胀容忍度, 目标通胀“恢复至 2% 以上并维持一段时间”。

非农收入增速回升、财政补贴转移支付同时支撑消费和核心通胀, 当不确定性消退后, 储蓄率开始回落, 亦为通胀预期上行提供动能。通胀是消费力和价格的综合反映, 而居民收入是消费力的重要支撑, 美国财政对居民部门的转移支付一定程度上弥补了疫情对收入的冲击。但受不确定性影响, 上半年居民消费倾向下滑, 核心 PCE 一度跌破 1%。随着失业率逐渐回落、避险储蓄需求下降, 居民消费料将体现更强的韧性, 并对核心通胀形成支撑。

图 6 中美宏观杠杆率比较



数据来源: Wind 新湖期货研究所

此外对于美国通胀走势,我们认为更值得关注,同样基于基数以及疫情渐行渐远经济不断修复,美国通胀大概率走高,但相比中国而言,通胀可能会更高。这里我们从两国需求以及和 08 年金融危机对比的角度来分析。图上我们看到,首先,08 年金融危机后,基于低基数原因美国通胀确实是小幅走高后,但迅速走低,主要原因在于危机期间,美国金融体系出了问题,尤其是银行体系出了问题的,导致信贷低迷,消费不好,进而导致通胀并没有大幅走高。但是今时不同往日,新冠疫情并没有危及银行系统,只是给经济按下暂停键,至少从银行角度看,信贷不会出问题。那么一旦疫情结束,消费需求将会大幅提升,大概率会提升通胀预期。其次,从杠杆率的角度看,中美两国完全不同,中国而言,08 金融危机后,中国居民部门杠杆率一再提升,叠加中国近年来强调的“房主不炒”,未来中国居民杠杆率提升空间是有限的,那么其对通胀的抬升应该不会太强,而美国居民杠杆率自从经济危机后一直回落,目前看远低于金融危机时期,这样的话,未来美国家庭部门加杠杆的空间会很大。同时我们也看到疫情以来,美国家庭储蓄率不断走高,那么一旦疫情结束,考虑到美国超前消费的习惯,储蓄率大概率回落,势必对通胀有很强的拉动作用。这个也是我们认为的美国的通胀情况更值得关注的原因。

需注意的是:通胀存在预期自我实现的机制,通胀的波动可能比基本面变化更快产生反应。目前美国经济基本面下行风险有限,货币政策持续宽松和(潜在的)财政政策刺激基本是一致预期,而类似“疫苗可能比预期更早投产应用”的事件性消息,可能会令通胀预期加快兑现。同理,资本市场亦会提前“交易”通胀预期的反弹。

图7 随着疫情冲击减小，美国储蓄率不断回落



数据来源: Wind 新湖期货研究所

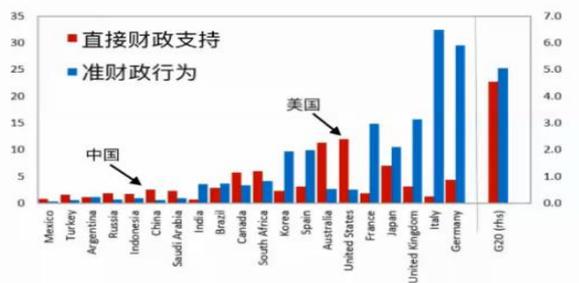
对于2021年政策层面，我们重点关注欧美情况。首先，欧美财政刺激继续推进。自新冠肺炎疫情爆发以来，G20各国实施了数轮财政刺激计划，目前总计刺激规模接近5万亿美元，其中，美国、德国、日本、英国等刺激规模都在GDP的10%以上，2020年全年美日欧的财政赤字很可能达到历史新高。在主要国家传统经济刺激政策空间有限背景下，预计未来“财政货币化”趋势依然会维持一段时间，以帮助经济回归到正常水平。

全球财政政策响应范围和力度超预期

财政刺激计划火力十足

G20国家总共实施了约九万亿美元规模的财政刺激，较四月增加了一万亿美元

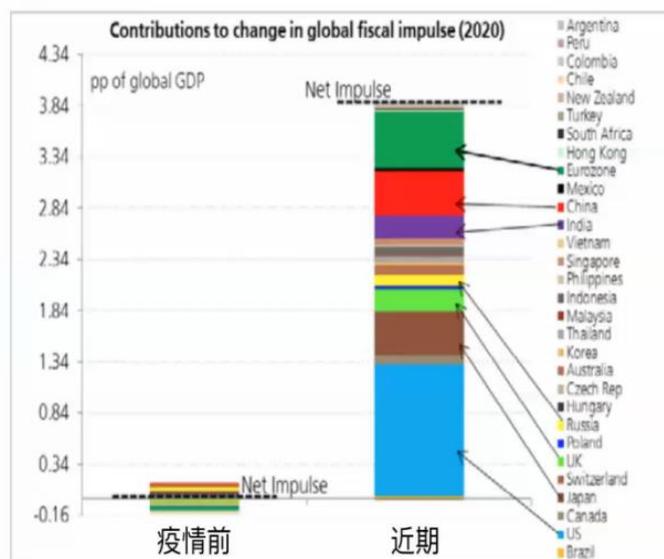
财政刺激计划占GDP比例



Sources: National authorities; and IMF staff estimates as of May 13, 2020.
Note: G20 = Group of twenty. G20 aggregates are calculated using PPP-adjusted GDP weights. Estimates focus on government discretionary measures that supplement existing automatic stabilizers, which differ across countries in their breadth and scope.

INTERNATIONAL MONETARY FUND

Figure 1: 预计全球财政刺激计划占GDP3.7%



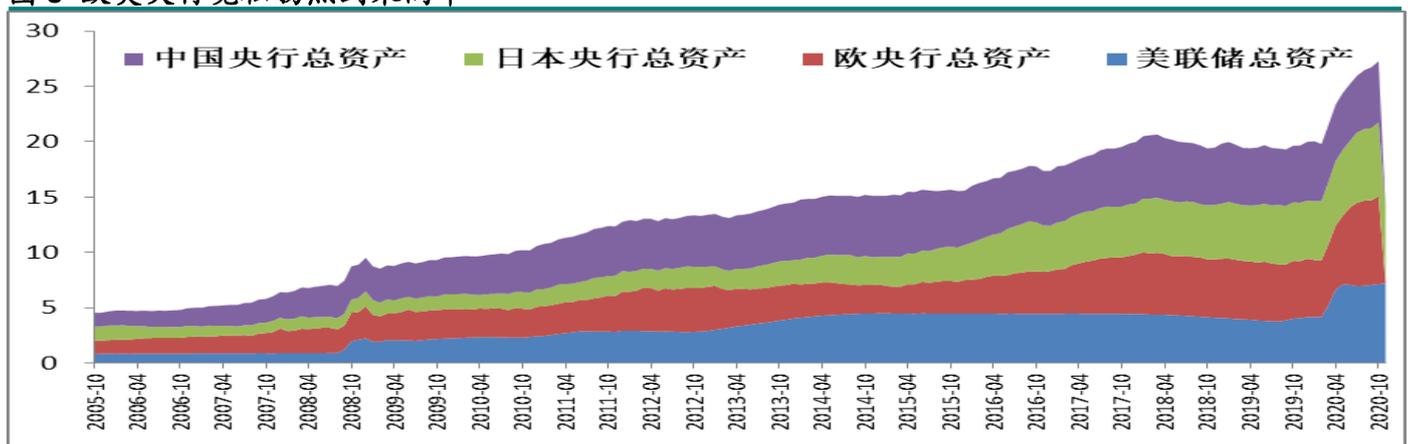
Source: UBS, Haver, European Commission, CBO

美国财政刺激方面，考虑到疫苗的全面接种仍需时日，明年上半年美国经济很可能还会受到疫情的抑制，同时美国经济反弹的内生动力较弱，美国政府继续推动财政刺激的必要性依然很强。按照拜登此前宣布的政策路线，其上任之后的首要任务将是加强疫情防控 and 出台短期的财政刺激措施。不过，新一轮财政刺激计划的规模和推进节奏最终将取决于国会选举结果。目前看民主党拿下参议院的可能性并不大，那么就意味着民主党此前提倡的大部分经济政策在参议院可能面临较大阻力，拜登的大规

模财政刺激政策和基建刺激在条款上也可能需要做出更多让步。预计美国两党在财政刺激计划上的分歧并不会在选举后出现明显转变。当前民主党更倾向于 2.4 万亿大规模的财政法案，而共和党内多数不愿意提供超过 1 万亿的财政计划，双方的分歧主要集中在州政府补贴上。当然，针对失业救助和企业贷款，两党分歧并不大，我们预计年内双方有可能达成一轮小规模刺激计划（主要针对失业和企业救助）。美国最早可能在明年拜登上任后推出新一轮财政刺激计划。按照上文分析，民主党不能拿下参议院，预计最新的财政刺激可能在 1 万亿美元左右。此外，明年年中美国可能会推出一轮基建刺激计划，专门用于支持基础设施的更新和新能源的投资（此前拜登提出的计划是四年 2 万亿美元），但规模会相应缩小。

欧洲财政刺激方面，由于 2020 年中欧洲议会通过的欧洲复苏基金计划总规模为 7500 亿欧元，其中包括 3900 亿欧元直接拨款和 3600 亿的援助贷款。预计欧洲复苏基金可能通过发行共同担保债券来为其融资，以各国的税收作为信用背书，其中 3900 亿欧元将以直接拨款的形式为受疫情冲击最为严重的国家提供资金支持，3600 亿欧元将以低息贷款的方式发放。其中 70% 的拨款将于 2021~2022 年发放，剩余部分将于 2023 年发放。预计这些资金将主要支持欧洲的边缘国家，这次受疫情冲击严重的西班牙、意大利预计将分别获得 850 亿欧元和 710 亿欧元的无偿拨款（赠款）。从复苏基金的投向来看，大部分资金将用于支持疫情下的经济复苏，其中 6725 亿欧元将投向复苏与韧性工具（RRF，占比近 90%），其他则用于支持科学研究、乡村发展、国家合作等方面。由于该计划的资金将主要用于明年和后年的经济支持，因此，我们预计明年复苏基金落地有望对欧元区、特别是受疫情冲击较严重的国家和地区经济带来明显提振。

图 8 欧美央行宽松拐点到来尚早



数据来源：Wind 新湖期货研究所

货币政策方面，从当前美联储的货币工具执行情况来看，美联储资产负债表从今年年初至今已经扩张了 3 万亿美元。其中主要的是购买国债和 MBS。从扩表效果来看，美元流动性在无限量 QE 以及各种流动性工具出台之后有明显缓和，特别是离岸市场美元流动性已经基本恢复至 2 月初水平。随着金融市场逐步走出流动性危机，美联储 QE 购债规模的斜率也有所放缓。9 月美联储货币会议上正式引入平均通胀目标制以强化前瞻指引。平均通胀意味着未来美联储将维持更长时间的宽松，甚至允许通胀高于 2% 的长期目标，同时充分就业的灵活性也保证了美联储会在充分就业、低通胀环境中保持更宽松的政策取向。

当前美国第三次疫情蔓延较为严重，同时国会选举尘埃未定可能令新财政政策低于预期，美联储有可能且有必要通过加码 QE 以应对可能的经济下行风险。今年以来美联储应对疫情而采取的开放式 QE 本身给予了美联储调整 QE 购买计划的灵活性，美联储也一再声明当前的 QE 购买将保持“至少当前的节奏”以保证金融市场的正常运转，美联储可以不用等待例行的货币会议而灵活调整资产负债表的规模和构成。我们判断，美联储资产负债表的扩张将至少延续至 2021 年中期，货币政策的边际收紧最早可能出现在 2022 年。如果经济出现超预期下行，按照当前的计划，美联储依然可以在当前 1200 亿美元每月的基础上灵活增加资产购买的规模。同时如果明年年初新一轮大规模的财政刺激落地，也需要美联储进一步宽松以配合更多的国债发行需求。基准情况下，明年二季度通胀可能会出现明显回升，虽然不足以触发加息，但可能会影响美联储资产负债表的扩张力度和节奏。明年下半年需要关注美联储的资产负债表的扩张速率是否会由此前的稳步上行转为稳定，而资产负债表的这一边际变化并不意味着货币政策转向紧缩。

欧洲方面，自疫情爆发以来，欧央行采取了一系列宽松措施，包括长期再融资操作、非定向紧急长期再融资操作、QE 资产购买，总资产购买规模为 1.35 万亿欧元，占欧央行总资产的 52%。展望明年，我们预计欧央行将谨慎降息，但将进一步加码 QE。对于降息，从欧央行自疫情爆发以来的表态来看，下调基准利率并不是欧央行会优先选择的宽松举措。由于负利率对于金融体系的负面冲击较大，再度降息的传导效果也在打折扣，欧央行对于降低基准利率非常谨慎。同时考虑到疫情期间，金融机构本身的资产质量受到较大影响，欧央行也希望尽量避免负利率加深对金融系统造成的二次冲击。针对疫情的紧急资产购买计划主要是当下的特殊工具，在疫情的冲击完全消失之前，我们认为欧央行仍会继续维持购买，并可能在经济下行压力较大时继续加码。因此，预计 QE 很可能仍是明年欧央行应对经济冲击的主要工具，可能回进一步加码 QE。

整体而言，市场对于海外主要经济体“共振”复苏的预期比较一致。但是，考虑到明年中期美国经济和通胀回升的力度，需要关注明年下半年美联储资产负债表的扩张速率是否会由此前的稳步上行逐渐趋稳。对于欧央行，预计欧央行明年资产购买规模将继续提升，并延长资产购买期限至年底。

二、内外需共振、“新三驾马车”，齐助中国经济修复，但紧信用提上日程

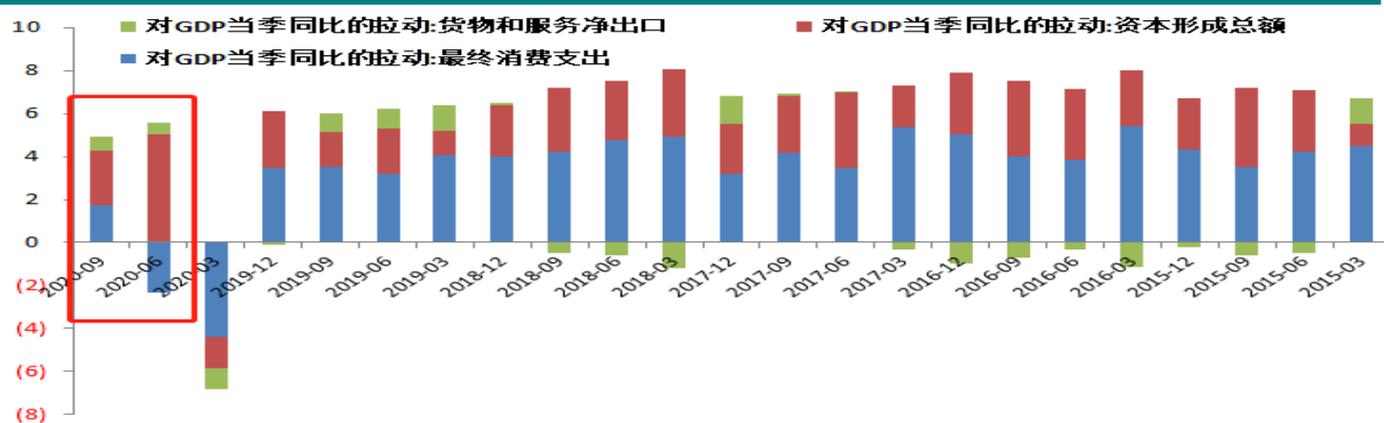
2020 年突如其来的新冠疫情不仅加速了全球经济放缓的进程，而且对各国经济也造成了长期结构性的负面损伤，失业人口攀升、储蓄率中枢抬升、债务规模扩大对终端需求的抑制意味着全球经济在疫情之后的修复之路很难一蹴而就。好在全球各国在疫苗方面不断传出好消息，预计疫苗在不久的将来将会大面积接种。但是在疫苗大规模有效应用之前，局部地区疫情的反复和相应防控政策的收紧依然会直接影响到各国经济复苏的力度，特别是明年上半年的经济增长。考虑基数效应和疫苗大规模接种后对经济的正面提振，我们预计 2021 年二季度前后可能是全球经济环比增速最快时期，之后环比改善幅度会相应减弱。

对于中国而言，突如其来的新冠疫情，让中国经济和中国人民都经历了一次刻骨铭心的“压力测试”。在全国人民众志成城、果断出拳、精准施策之下，中国疫情“先进先出”、中国经济“一枝独秀”！

2021 年是中国疫后经济的元年，是中国经济持续复苏之年，是中国宏观经济政策常态化的一年，是两个百年目标交汇与转换之年，更是中国开启十四五规划实施战略转换的第一年。2021 年新冠疫苗的推出和全面推广，中国经济在全球“一枝独秀”的程度面临弱化，随着世界疫情的逐步消退、中国超常规政策的常态化、内生新动能的逐步抬头将成为左右 2021 年中国宏观经济运行最核心的力量，中国宏观经济运行将在低基数效应和趋势回归的基础上，呈现“总体偏高、逐季回落”直至回落至潜在增速水平的显著特征。

整体看，2021 年全球经济复苏共振是主基调，疫情消退是大趋势，政策退出节奏较慢。对于中国而言，由于中国疫情“先进先出”，中国超常规政策也率先常态化。因此，2021 年中国逆周期调节政策退出背景下，基建、地产等逆周期经济推动项大概率走弱甚至成为拖累，而消费、制造业等顺周期项以及出口在海内外经济共振修复的推动下，将成为推动中国经济的“新三驾马车”!!!

图 9 2020 年三驾马车持续修复，未来消费仍有较大恢复空间



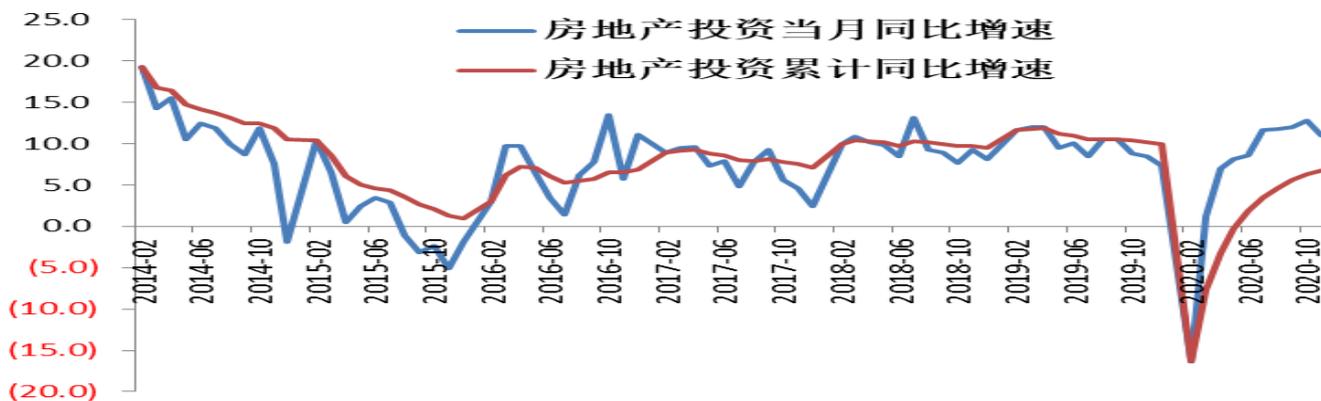
数据来源: Wind 新潮期货研究所

2020 年以来，中国经济的拖累因素主要集中在消费（特别是服务消费）领域，三季度最终消费支出对 GDP 同比的拉动仅为 1.7 个百分点，仍显著低于疫情前水平，未来仍有较大的提升空间，但资本形成和出口对 GDP 同比的拉动均回到或高于疫情之前，对经济复苏产生了有力的带动。下面我们从新旧三驾马车的角度来分析 2021 年中国经济的走势。

第一驾马车——投资，2020 年由于疫情的冲击，超强逆周期调节项下的基建、地产投资对经济发挥了重要的作用，我们看到二季度投资对 GDP 的同比拉动从一季度的-1.46 大幅调升至 5.01。2021 年随着逆周期调节政策的退出，投资同比增速或呈现前高后低的走势。从固定资产投资结构来看，制造业投资预计将引领 2021 年固定资产投资回升，房地产、基建投资的增长动能或逐渐减弱。

地产方面，2020 年房地产投资成为拉动固定资产投资快速修复的重要力量。房地产投资的动力强劲主要有两方面的原因：一方面，相对宽松的融资环境放松了房企融资约束，支撑房地产投资快速回升；另一方面，房地产投资性需求与改善性需求推动销售快速修复，房企周转加快。

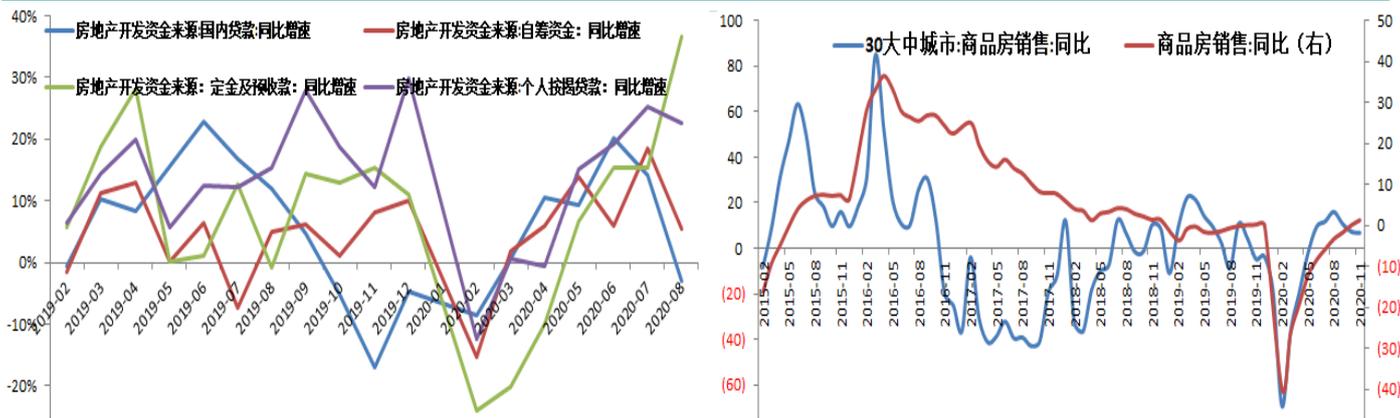
图 10 2020 年房地产投资延续韧性



数据来源：Wind 新湖期货研究所

但是随着房地产市场走向微过热，各地房地产调控政策逐步升级，“三条红线”政策亦随之推出。调控从需求端进一步向供给端扩散。“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，更青睐核心优质地块。同时，房地产企业对于房地产销售依赖度增强，短期新开工面积或逐步提升，推盘加快、竣工周期延续，以加速资金回笼。总体来看，2021 年房地产投资当月同比预计呈现前高后低的走势，投资结构上建安投资将成为主要拉动项目。整体看地产对经济的支撑大概率逐渐走弱。

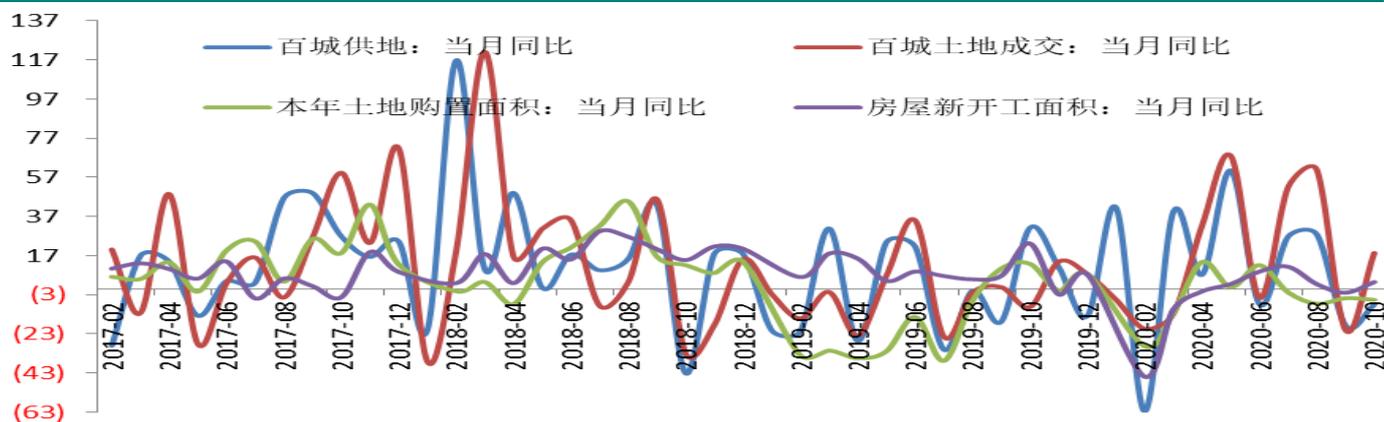
图 11 2020 年融资环境以及房企周转加快带动投资延续韧性



数据来源：Wind 新湖期货研究所

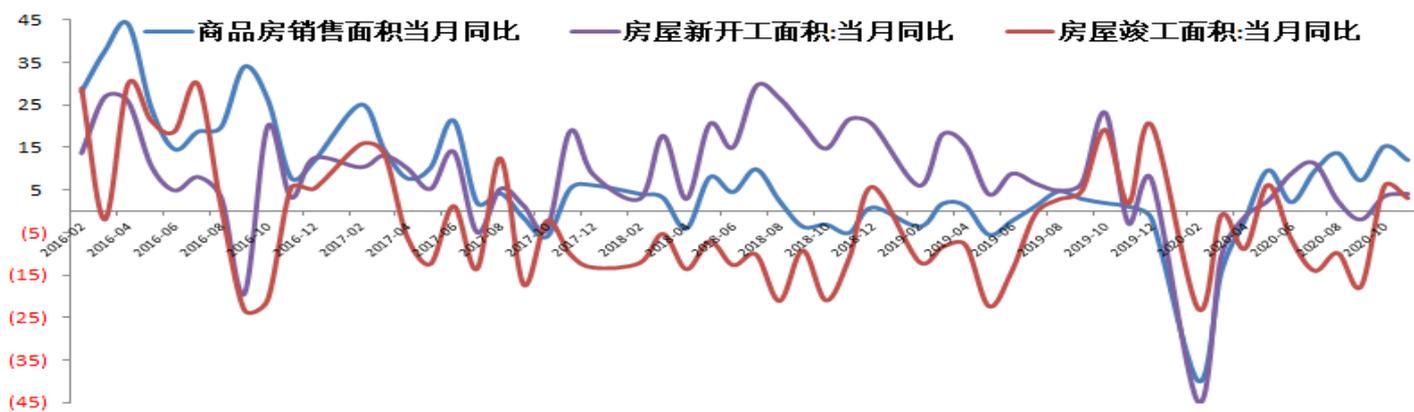
土地端，三条红线压力下，土地成交热度渐渐下降，土地购置费的贡献有望延续到 2021 年上半年。2020 年以来，地方政府供地意愿较强，一二季度也有较多城市延长了对于土地成交的缴款期限等。叠加开发商资金来源充足，开发商补库存意愿较强，拉动土地成交快速回升。而实际的土地成交，将滞后大概九个月形成土地购置费，贡献到房地产投资中。因此，虽然从三季度开始，对于房地产的管控在边际升级，但是土地购置费仍然在滞后形成土地购置费，对投资带来支撑。土地购置费对于投资的贡献有望延续到 2021 年一季度。

图 12 2020 年以来地方政府供地意愿较强，拉动土地成交维持较高增速



数据来源：Wind 新湖期货研究所

图 13 2020 年以来竣工周期有望延续至 2021 年支撑地产投资

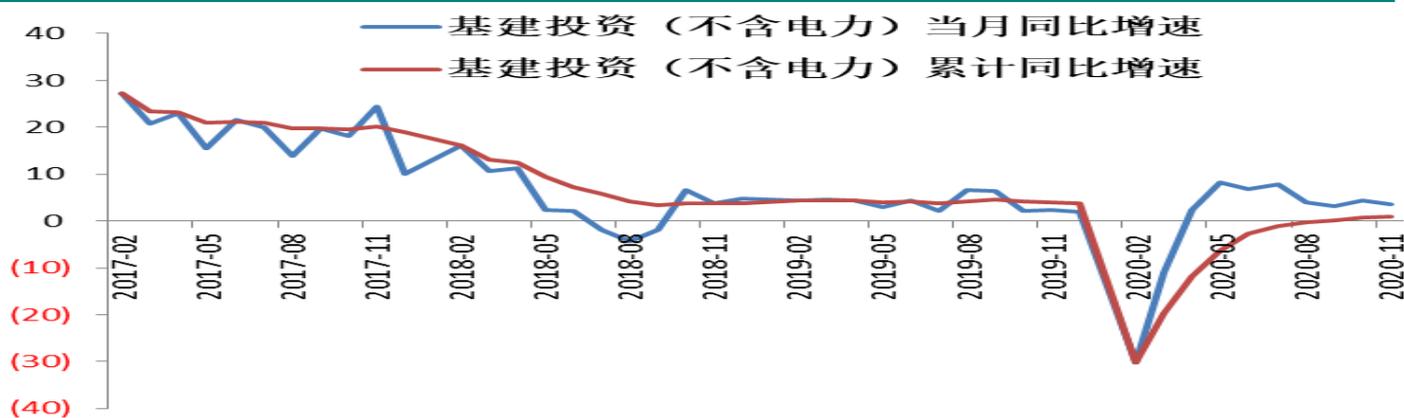


数据来源：Wind 新湖期货研究所

施工端，开发商将加快竣工结算，加快去杠杆。对于房地产开发商来说，拿地和开工预售可以帮助开发商迅速扩张规模，获取更大规模的融资支撑，从而在规模排位赛上获取先机。而竣工更像是一种受到合同约束的“义务”，并不能够帮助扩张规模，但确是开发商确认收益、降杠杆的关键一环。因此，过去两年竣工一直不及预期，是因为开发商将资源倾斜到前端的拿地和开工。而 2020 年 8 月份以来，央行开始对开发商进行“三道红线”管控，开发商要“降杠杆”，不得不开始加快竣工进度、将在建工程确认为收益。在前期开发商主要将资金倾斜到拿地及新开工端，参与规模排位赛。在“去杠杆”周期中，开发商将加快竣工结算，结转业绩确认收入，加快降杠杆。竣工端的加强，也将继续支撑开发投资。

预计竣工增速在 2021 年将持续提升，对房地产投资带来较强支撑。随着房地产进入去杠杆的小周期内，预计 2021 年开发商进行竣工结算的动力也较强。虽说新开工的动力可能会下滑，但是竣工端的修复也将对房地产投资带来较强的支撑。

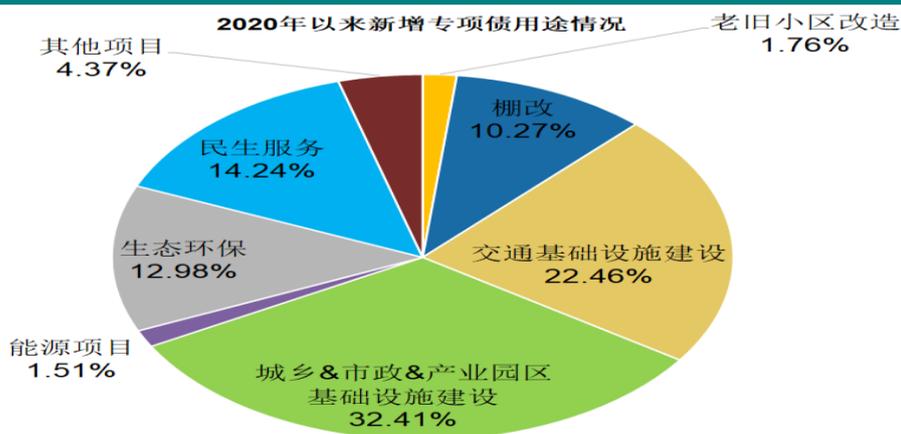
图 14 2020 年以来逆周期调节下的基建投资始终低于预期



数据来源：Wind 新湖期货研究所

基建方面，2020 年第一季度，国内 GDP 受疫情冲击出现了自 1976 年以来的首次负增长。经济下行压力加大的背景下，针对于基建出台了多项刺激政策：专项债扩容至 3.75 万亿（2000 亿用于补充中小银行资本金）+专项债可用作资本金+重点项目资本金比例下调；从专项债投向来看，确实从房地产，转向了以投向基建项目为准。但是基建增速持续不达预期，1-11 月广义基建累计增速 3.32%，相对上月增加 0.31 个百分点，单月增速从上月的 7.15% 下滑至 5.9%。我们认为基建投资不及预期的原因主要有三季度以来的雨水天气严重、优质项目储备不足、财政支出速度偏慢以及三季度以来更多的资金投向了棚改以及民生项目等。

图 15 2020 年专项债资金使用情况



数据来源：Wind 新湖期货研究所

2021 年经济回暖后，财政赤字率和专项债规模都将较 2020 年出现下降，进而对基建投资的资金来源产生影响（在利率债供给部分有详细分析）。2021 年，基建投资增速受制于财政逆周期政策的回撤，表现或相对平淡甚至偏弱。整体看，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 2021 年基建投资难有大突破。

制造业方面，2020 年制造业投资动能呈现出逐渐走强的趋势。年初受疫情冲击下，国内工业生产几近停摆，企业盈利预期大幅下行，制造业投资的信心修复缓慢。但是从 3 月末开始，我国疫情趋

于稳定后供给侧启动快速修复，而海外经济体却逐渐步入疫情泥潭，至今尚未恢复。海外经济体需求端在强刺激政策下逐步修复，但是供给端仍深受疫情掣肘。在这样的背景下，中国承担起了全世界的供给重任，出口增速大幅上行叠加企业利润增速不断回暖，带动制造业持续走强。

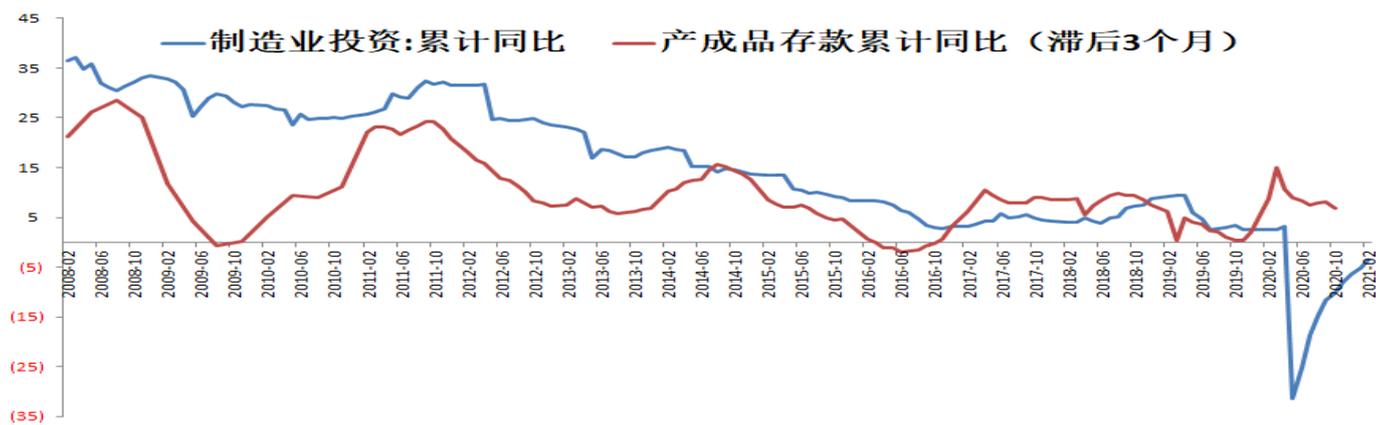
图 16 2020 年制造业投资逐季走强



数据来源: Wind 新湖期货研究所

从库存周期的角度看，2021 年制造业将由当前的被动去库存向主动补库存过渡，带动制造业投资的回升。今年受疫情影响，工业产成品存货累计同比自 2019 年年末低位大幅反弹。当前，随着内外需修复加速，产成品存货去化有望进一步加速。

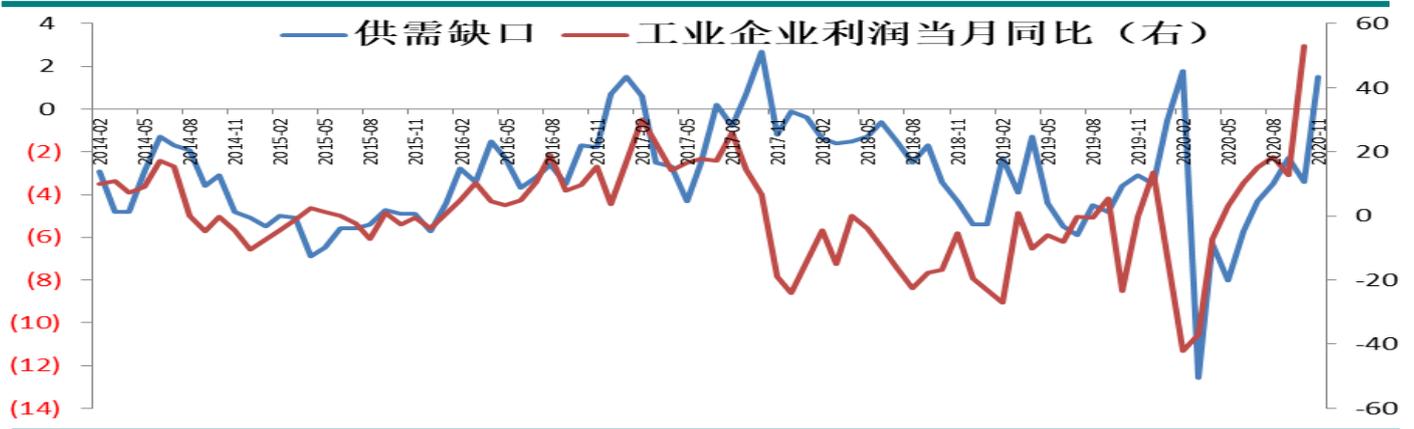
图 17 2020 年制造业投资逐季走强



数据来源: Wind 新湖期货研究所

从供需缺口来看，自 2020 年 4 月份以来，我国供需缺口持续扩大。供需格局的持续改善带动工业企业利润同比的快速修复。2020 年 10 月工业企业利润累计同比录得 0.7%，实现年内首次的由正转负。工业企业利润的修复，意味着工业企业拥有更多的盈余资金进行投资。

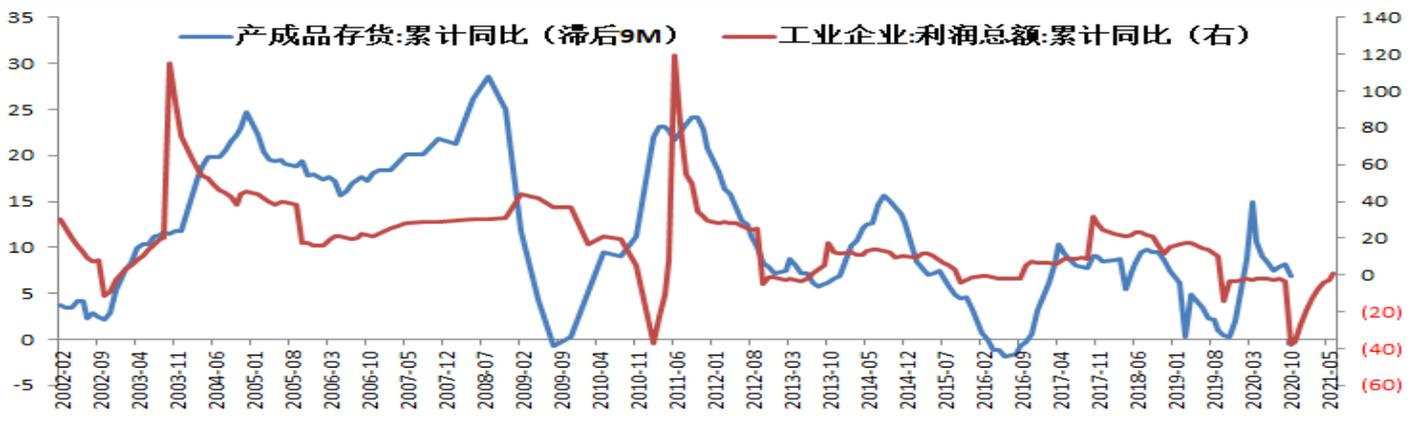
图 18 利润持续好转利于制造业投资继续走强



数据来源：Wind 新湖期货研究所

此外，企业盈利水平的改善意味着供需力量的变化，有利于工业品库存的去化。短期来看，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，供需格局改善有望延续，明年第二季度预计进入补库阶段，带动制造业投资修复。

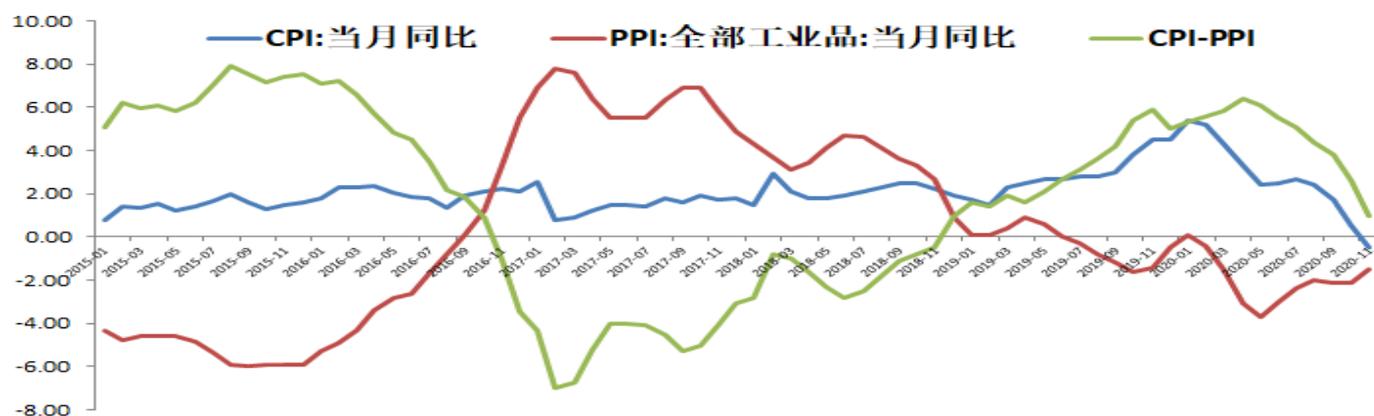
图 19 利润领先指标看，补库存阶段开启同样利于制造业



数据来源：Wind 新湖期货研究所

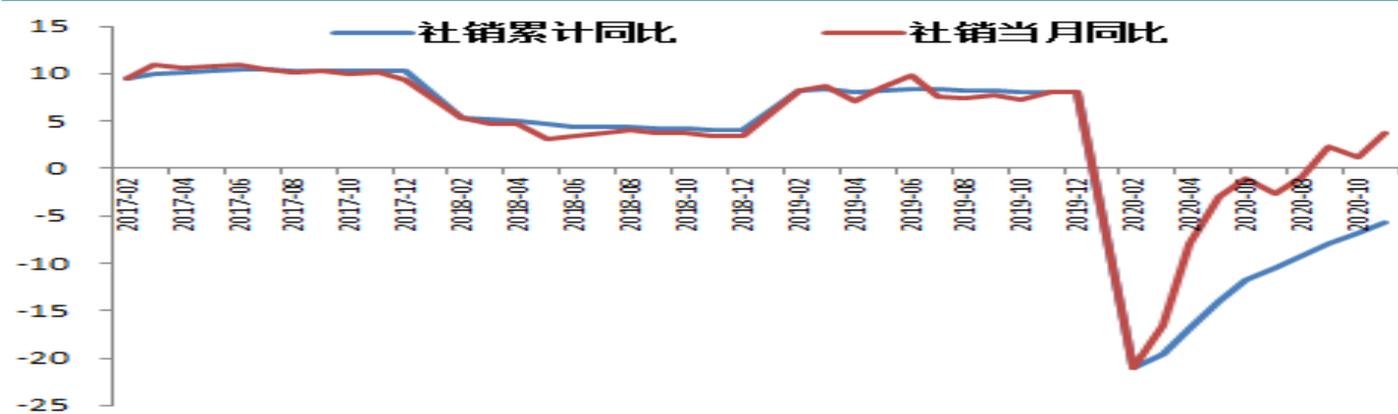
从领先的景气度指标来看，10 月的新出口订单 PMI 和在手订单 PMI 继续上行，新订单 PMI 也维持在历史高位。随着国内可选消费修复，吃穿住行的需求在回升，预计食品、低技术消费链条的修复将持续。而传统周期也再次发力，上游黑色和有色链条仍有支撑。海外新一轮刺激计划有望出台，持续支撑我方出口。CPI-PPI 剪刀差也在缩窄，有望进一步推动企业盈利修复。2021 年制造业将会在海内外需求复苏共振下，制造业投资预计将明显修复。

图 20 CPI-PPI 剪刀差缩窄利于盈利修复



数据来源: Wind 新湖期货研究所

图 21 未来消费提升空间巨大



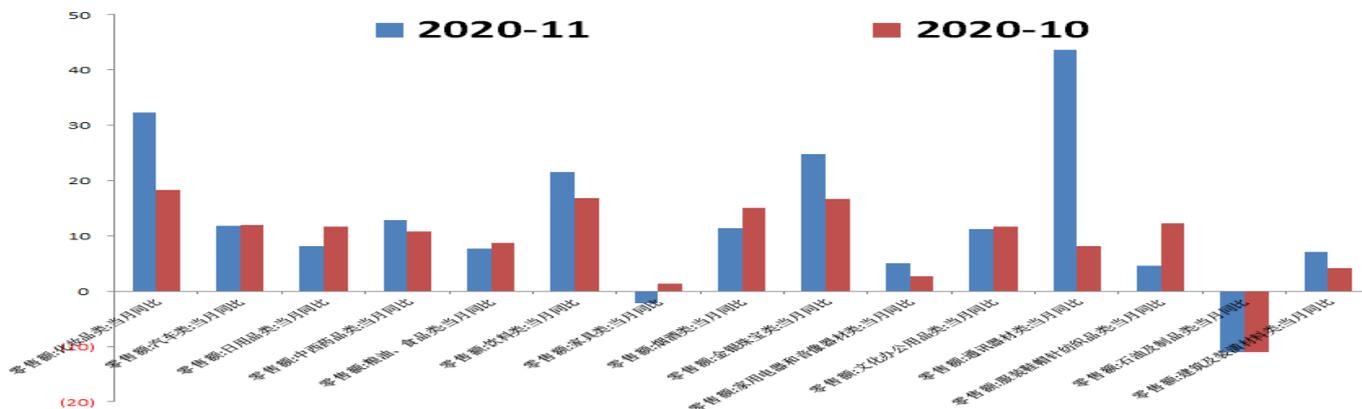
数据来源: Wind 新湖期货研究所

消费方面: 2020 年受疫情影响最大的一块是消费。我们看到疫情冲击之下, 消费需求对经济增长的拖累影响贯穿全年。最新数据体现出, 距离疫情前三大需求对 GDP 当季拉动的贡献来看, 消费需求距离常态化的空间最大。2021 年随着居民与企业收入回升, 将引发需求的内生修复和消费信心的改善。与此同时, 海外供给替代逻辑和消费需求修复共振, 也将带动国内相关消费行业的景气度上行。从修复空间角度看, 当前必选消费上行空间已经有限, 可选消费部分分项仍大有可为。

可选消费领域, 我们主要看好奢侈品与高端消费、耐用品中的家具、家电、汽车, 服务业相关的餐饮、酒店、旅游、航空:

奢侈品与高端消费领域: 疫情冲击后的收入分配不均加剧, 以及线上渠道的进一步推广和免税政策的利好, 改善了高端消费的供需匹配。在中高收入群体收入快速修复, 分配不均加速的背景中, 细分可选消费, 如消费电子、化妆品、服装等高端品牌将迎来需求驱动。同时, 线上购物的推广和免税政策的升温, 对于高端品牌的供给提升、渠道下潜也具有重要意义。供需格局同步改善, 有望大幅提振相关领域奢侈品的销售。

图 22 必选消费提升空间有限，而可选消费提升空巨大



数据来源：Wind 新湖期货研究所

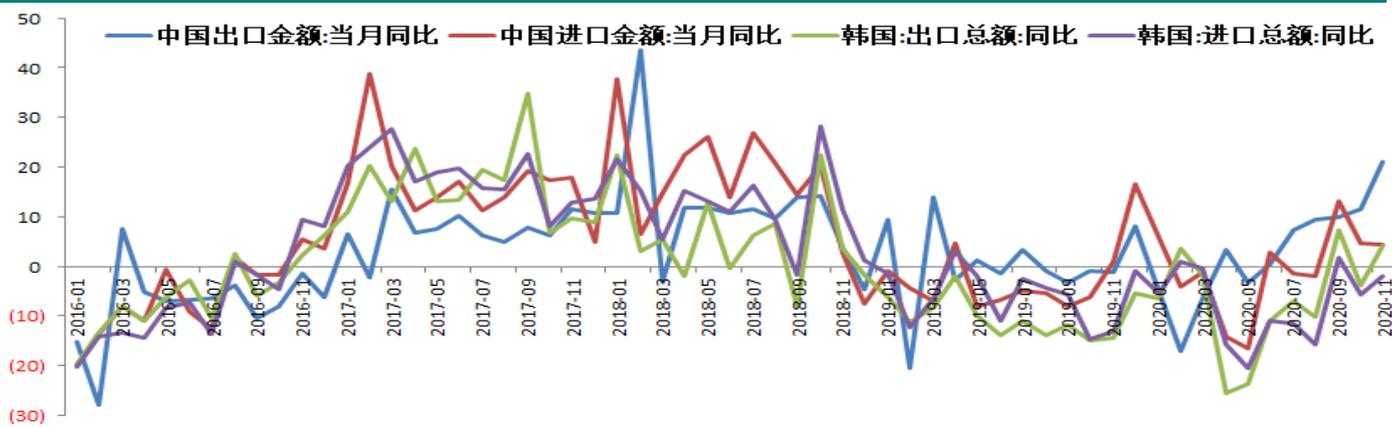
地产后周期以及汽车领域：美国地产市场高景气持续，中国地产市场在“三道红线”监管下，进入“去库存”周期，开发商短期加快新开工和推盘，竣工力度提升，地产后周期链条受益确定性提高。中美地产市场共振，带动家具、家电行业景气。汽车消费方面，促消费政策集中落地，汽车更新换代需求提升，叠加自主品牌发力与新能源汽车产业推进为汽车行业带来景气提升的动力。

服务消费领域：海外疫情管制，导致海外消费（旅游、教育）受限。国内疫情管制措施最先常态化，未来的消费回流将持续增加国内服务消费体量，特别是对餐饮、住宿、旅游、航空、文体娱乐用品消费的提升。服务消费的修复是疫情冲击后恢复常态化的最后一环，而修复动力在三季度末刚刚步入加速期。服务消费也将对实物消费从低收入人群收入改善、需求外溢角度带来支撑。

净出口方面：净出口对经济仍有正贡献，疫苗全面接种后开始减弱。

回顾 2020 年的中国出口，主要有两条主线超出市场预期：一是防疫物资的出口；二是得益于产业链的竞争力，中国出口份额的提升。

图 23 2020 年出口连续超预期



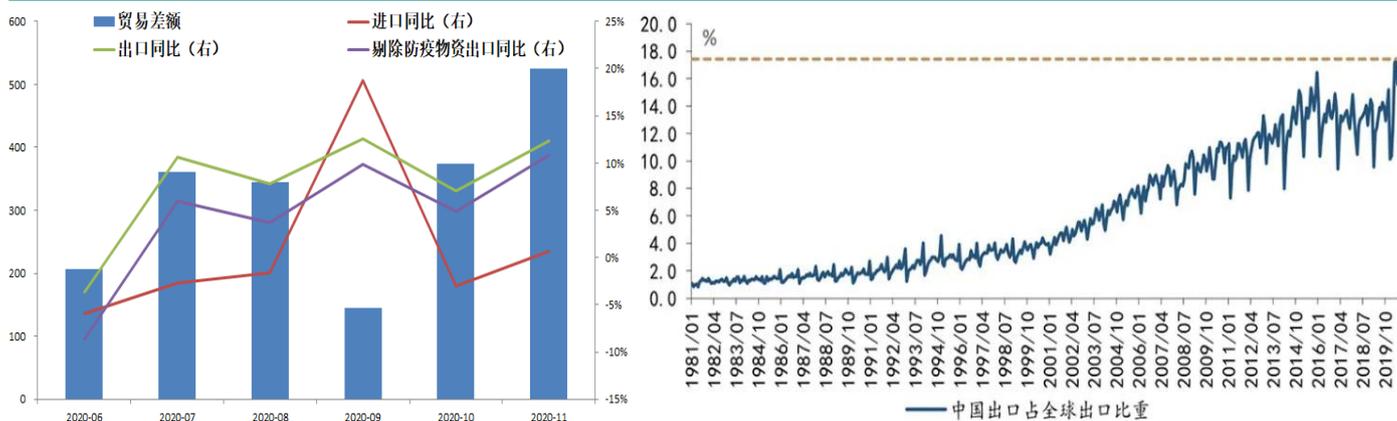
数据来源：Wind 新湖期货研究所

与出口高增长相匹配，除了防疫物资的支撑外，2020 年我国出口占全球市场份额创纪录新高，全球制造业中心地位强化。IFS 披露的数据显示，2020 年我国出口占全球出口份额不断攀升并于 5 月达到 17.4%，创有记录以来的最高值。出口份额之所以创新高，与疫情防控差异及我国内循环稳定性密不可分。

2021年出口的第一条主线：消费品的出口增长开始接棒防疫物资的出口。

首先需要明确的是，我们判断即使欧美开始接种疫苗之后，对防疫物资的需求也并不会出现断崖式下降。1) 疫苗的接种有先后顺序，根据目前规划，欧美最快要到明年二季度开始进行普通人群的全接种。2) 疫苗有效性并未达到100%，也就意味着口罩和防护服需求仍在。目前辉瑞和Moderna披露的三期临床实验数据显示，他们两种疫苗的有效性均为95%，牛津大学与阿斯利康研发的新冠疫苗有效性大约为70%。3) 欧美国家的防疫政策仍然保持严格。美国新一任总统拜登的防疫政策包括全民强制口罩，确保各地医护人员有足够的医疗防护用具。因此，从个人防护需求和欧美政府的防疫态度来看，我们认为口罩、防护服等防疫物资的需求不会出现断崖式的下降，而是会缓慢回落。

图 24 防疫物资出口以及出口份额提升是支撑中国出口超预期的主要原因



数据来源：Wind 新湖期货研究所

其次，随着欧美开始接种疫苗之后，消费者信心有望大幅恢复，对于消费品的需求会大幅增加，叠加海外库存周期尚在底部、产能利用率提升空间有限，将有助于增加我国商品出口。

结合目前欧美的产能利用率来看，虽然现在的产能利用率离疫情之前还有距离，但是需求的上升弹性更大。从产能利用率来看，美国全行业的产能利用率10月达到72.8%，从疫情最低点回升了8.5%，目前离疫情之前的水平还有4.4%，其中，非耐用品制造业的产能利用率10月已经达到73.9%，距离疫情前仅剩2.5%差距，过去10年最高值为78.7%，说明未来提升空间有限，由于增加投资扩建产能具有时间滞后，因此外需回暖将会直接有利于我国出口的增加。

2021年出口的第二条主线：全球贸易额的复苏接棒出口份额增加。主要有两点原因：

1) 中国产业链的竞争对手复苏会比较慢。短期内疫苗产量有限，且新兴市场国家受制于医学要求和物流运输的条件，普遍接种的时间将会慢于欧美发达国家。

2) 欧美虽然正在倡导制造业回流，但是全球供应链是过去几十年全球化进程下的产物，产业链的转移也不会是一朝一夕完成的。更加关键的是，全球需求上升带动全球贸易额的复苏。

我们认为随着全球经济的强劲复苏，全球贸易额有望大幅增加，从而抵消中国出口份额可能出现的小幅回落。需要注意的是，2020二季度以来的中国出口产业链利润上升，开始带动了企业资本开支增加，有助于中国更有效地满足全球的需求。换句话说，中国的出口产业链复苏更快，产能扩张也更快，可以更快地满足外需的增加。

在前两条主线之外，我们认为还有第三条主线，也就是中美贸易的改善。我们认为拜登很有可能

会降低中国商品输美的关税，大幅改善中美在经贸关税领域的紧张关系。拜登的对华态度是中美竞争与利益共存。与特朗普的单边主义不同，拜登更重视国际框架的建立。在贸易方面，拜登和哈里斯明确表示反对关税战，他们认为中美贸易战对美国国内经济也会造成伤害。拜登曾在今年8月的采访中明确说过会考虑取消特朗普政府对中国的关税，因为这些关税对美国消费者造成了损害。虽然最近拜登表示他上台之后的短期不会立即调整关税，但在敏感的总统交接期，这样的发言可能有一定的政治考量。我们预计拜登上台之后可能会降低中国商品输美的关税。

此外，影响出口的还有人民币的走强。我们预计明年人民币汇率的持续走强对我国出口可能有一些负面影响，但不会太大。人民币汇率今年下半年进入了快速升值通道，离岸人民币汇率从今年5月的高点7.17已经下降到6.50。中长期看，我们认为美元指数仍然有贬值空间，主要是由于美国的广义货币增速今年创下历史新高，流动性泛滥，同时财政、贸易双赤字给美元指数带来了很大的下行压力。需要注意的是，人民币并非单边快速升值，因为其他货币相对美元也在升值。我们判断，人民币汇率明年最高可能升值到6.2，但升值速度不会像今年下半年这么快，另外美元指数自身也在走软，也就意味着人民币对非美货币升值幅度要打一个折扣，总的来看人民币升值对我国出口压力有限。

进口方面，回顾2020年，前三季度以美元计价的进口增速分别为-3.0%、-9.7%和3.2%，走势与原油价格基本一致。量价分离来看，尽管我国经济逐步走出疫情阴霾，进口需求回升，但困于全球需求不足，大宗商品价格低迷拖累进口读数。展望2021年，海内外经济进入共振复苏期，进口价格、数量双双改善带动进口增速中枢上行。从进口数量看，预计2021年进口数量将随国内需求好转而回升。2021年我国经济回归常态，进口需求将随投资、消费回升而回升。9月以来制造业PMI进口指数已连续3个月维持在50%以上。历史数据显示，当PMI进口指数连续回升至50%以上，进口同比读数通常高位运行。同时，考虑到中美第一阶段协议并不会在短期内取消，我国自美国进口增加将推升进口读数。整体看，2021年中国净出口仍对经济有正贡献，但是下半年开始可能减弱。

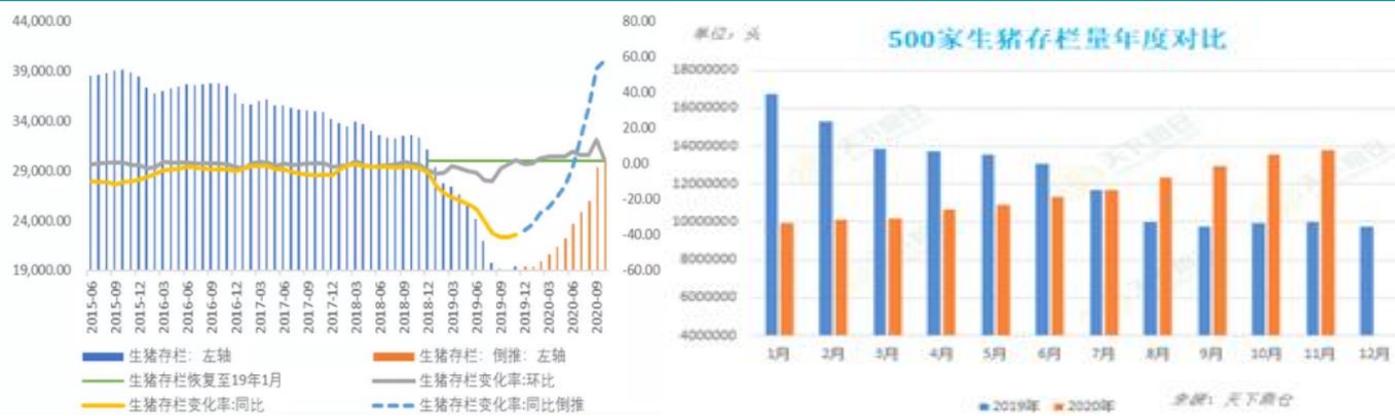
对明年经济而言，市场预期比较一致，整体呈现前高后低，但是经济动能上，仍由逆周期项下的基建、地产向顺周期向下的制造业、消费切换。此外，考虑到新兴市场国家产能恢复需要时日叠加欧美需求复苏带动，净出口上半年仍对经济有强支撑，下半年或开始转弱。总体而言，2021年由制造业、消费以及净出口组成的新三驾马车将成为经济的重要动能。具体节奏而言，预计2021年一季度前后，国内经济仍将处于赶工填坑阶段，叠加春节临近，供需支撑均在。海外方面，经济反弹行至中局，上半年政策宽松仍是主基调，外需向好也将维持一段时间。整体来看，经济恢复惯性预计将维持至2021年一季度左右。但考虑后续缺乏新开项目，后续政策托底的延续性可能不强。同时，今年疫情冲击导致经济波动振幅较大，后续经济冲高回落过程中，斜率也可能也比较陡峭。

通胀方面，猪价仍是重要变量，2021年猪价或将大幅走低。2021年仅现温和通胀

2019年以来，受猪价大幅走高，CPI经历一波大幅上涨周期，最高点上行至5.4%，其中主要受食品项中猪价大幅上涨带动，对CPI同比增速产生较大拉动。当前CPI食品项其他二级子项走势基本符合季节性，非食品项虽然仍未完全修复，但影视娱乐、旅行等均已接近正常水平，服务业修复最快的阶段也已经过去，后续非食品项走势或也基本符合季节性。因此，CPI后续走势仍主要取决于猪价变化。

2021 年生猪供给或将恢复至猪瘟前水平，猪价可能将开启大规模下跌。一方面，2020 年 7 月份生猪存栏首次实现同比增长，8、9 月同比增速持续大幅回升，9 月生猪出栏同比下降 25 个月后首次同比增长，10 月生猪和能繁母猪存栏同比增速继续上升，同时农业部表示，最快 2021 年 3 月生猪出栏将恢复猪瘟前正常水平，考虑到受疫情影响，餐饮消费仍未完全恢复，猪肉需求也未显著增长，料明年一季度开始生猪供需缺口或将逐步转正；另一方面，当前养殖场户积极补栏扩养，农业部表示 2020 年以来新建规模猪场投产累计已达 1.3 万个，另有 1.5 万个去年空栏的规模猪场开始复养。母猪供种能力明显增强，新生仔猪持续增加，供应逐渐宽松，二元母猪和仔猪价格大幅下降，显示当前养殖户预期未来养殖利润将收缩，后续随着生猪供给逐步开始回升，猪价或将逐步走低。

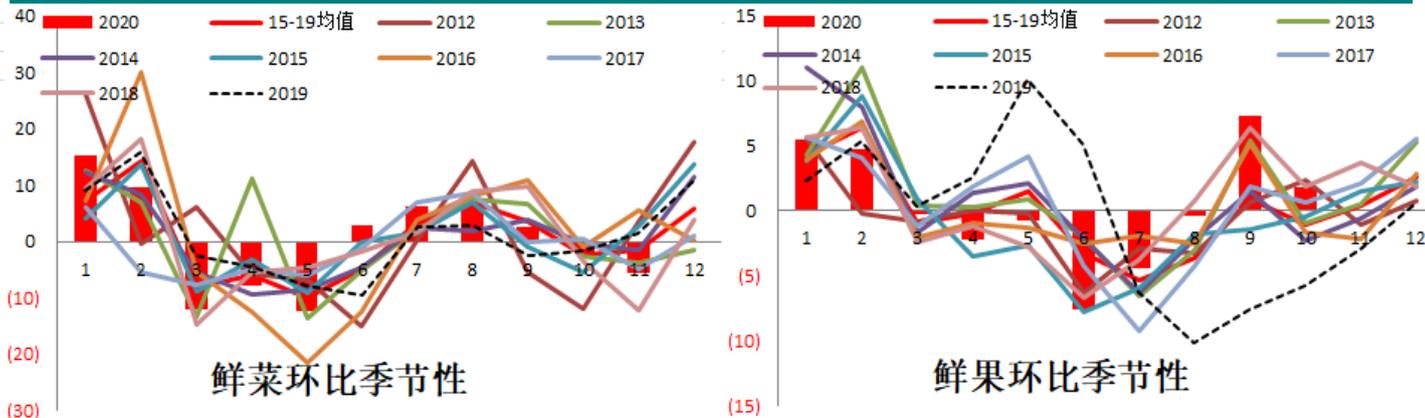
图 25 生猪存栏恢复较快，明年猪价继续拖累 CPI



数据来源：Wind 天下粮仓 新湖期货研究所

对 CPI 而言，当前蔬菜和水果等食品二级子项价格均符合季节性规律，非食品项修复最快的阶段也已过去，后续也将逐步回归季节性，CPI 走势将主要取决于猪价变动。2021 年猪肉价格预计开始一轮下行周期，将对食品项造成明显拖累，在其他食品二级子项走势符合季节性的基础上，2020 年年底至 2021 年 4 月 CPI 可能持续维持在负区间震荡，随后受今年 CPI 快速走低造成的低基数影响，CPI 震荡回升。

图 26 食品项下波动较大的“两素”整体符合季节性规律

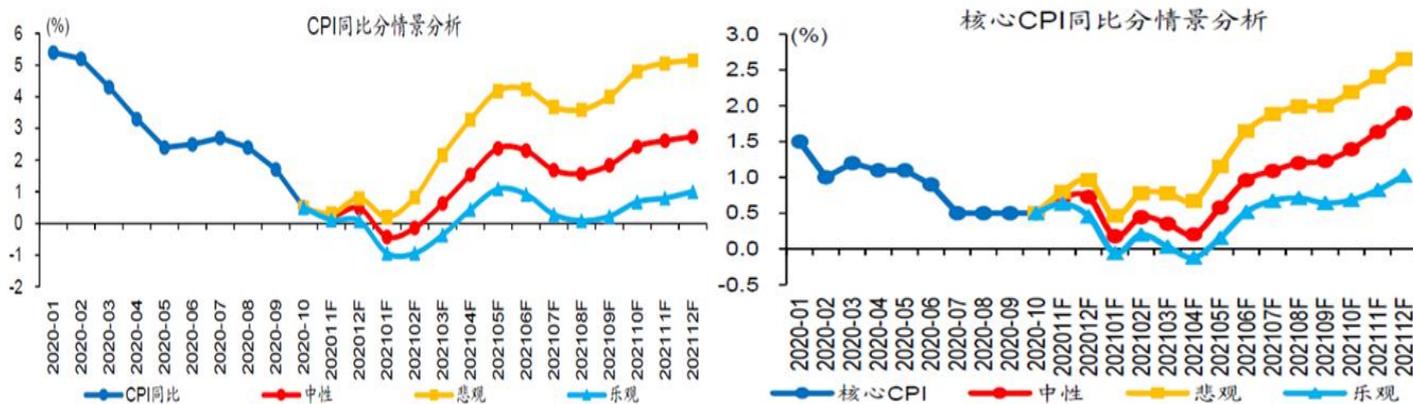


数据来源：Wind 新湖期货研究所

2021 年，猪价或拖累 CPI 中枢明显下移，而居民收入和线下消费修复，或带动核心 CPI 逐季回升。中性情景下，全年 CPI 中枢或在 1.6% 左右，高点可能出现在年底；核心 CPI 年中或回升至 1% 以

上。

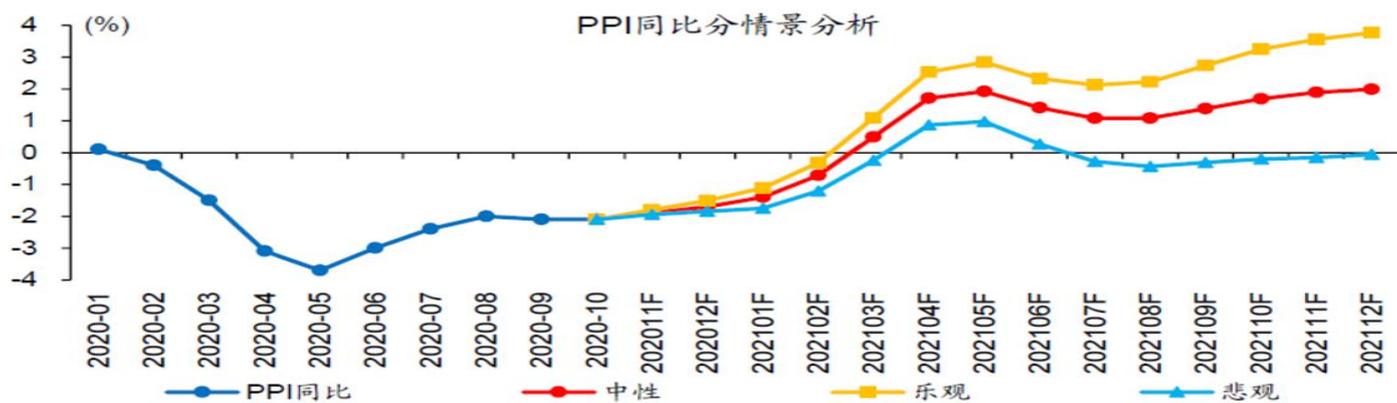
图 27 wind 各大券商预测 2021 年 CPI 及核心 CPI 走势均值



数据来源：Wind 新湖期货研究所

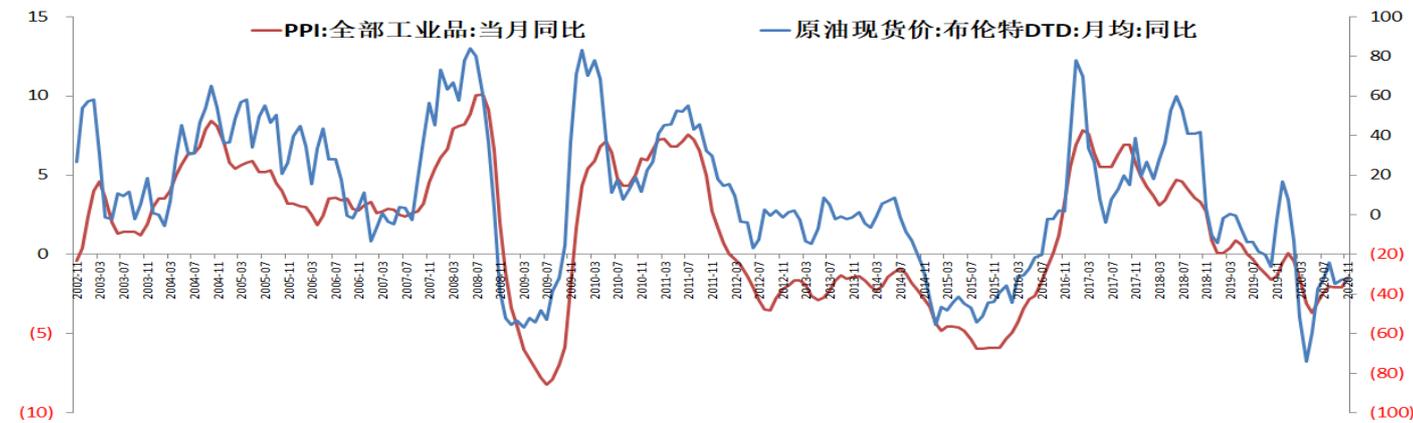
PPI 而言，随着疫情对经济的影响逐渐减轻，2021 年全球经济复苏有望加速，有望形成共振。IMF、世界银行和 OECD 预测 2021 年全球 GDP 增速将上升至 4.0%至 5.5%之间。在全球经济复苏的提振下，2021 年 PPI 同比大概率将由负转正。

图 28 wind 各大券商预测 2021 年 PPI 走势均值



数据来源：Wind 新湖期货研究所

图 29 PPI 与原有价格相关性较高，关注原油大涨可能对 PPI 带来的影响

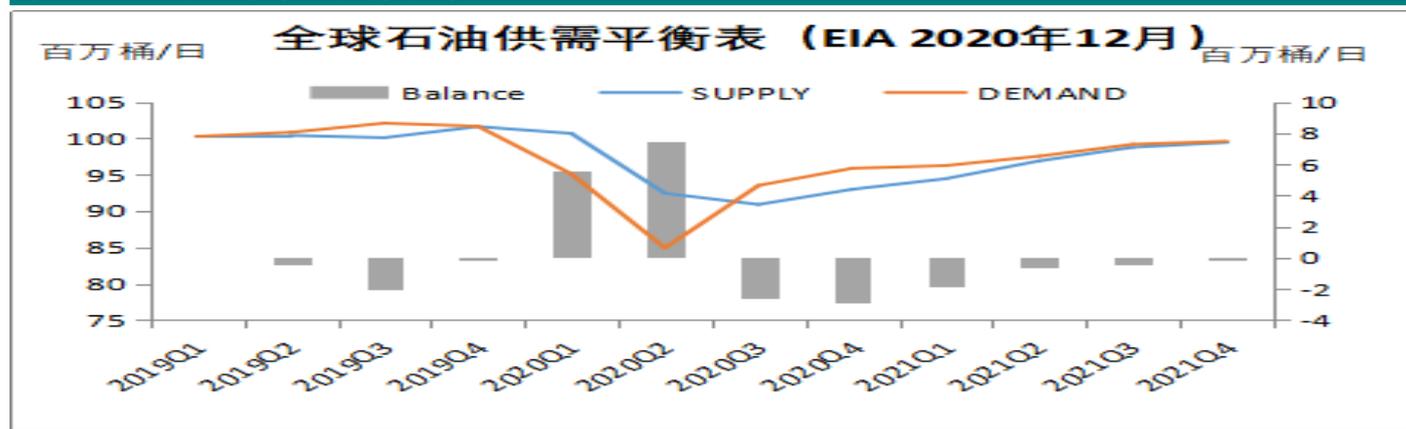


数据来源：Wind 新湖期货研究所

从油价来看，受疫情影响，2020 年上半年汽油库存大量积累，使油价大幅下跌。美国能源信息

署 (EIA) 的估算显示, 进入 2020 年下半年后, 汽油供过于求的局面开始扭转, 但由于欧美经济复苏较慢, 汽油消费虽然有所上升, 却依然不足以消化上半年积累的库存。因此, 油价回升的速度总体较为缓慢。2021 年欧美需求的恢复有望带动油价进一步上升。考虑到 2021 年第一季度疫情对欧美经济的影响可能依然较大, 上半年仍然可能延续供应有小幅缺口, 供需错配的局面, 下半年供应恢复, 供应将重新回归宽松, 且 2021 年下半年美国可能进入主动补库存的阶段。

图 30 2021 年全球原油供需平衡表



数据来源: Wind 新湖期货研究所

此外, 考虑到前文分析明年基建和地产投资“韧性”减弱, 但仍对价格形成一定支持; 同时, 美国经济逐步复苏, 或拉动大宗商品价格。中性情景下, 国内需求相对平稳, 海外需求加快修复, PPI 或在 2021 年一季度前后重回正增长。

整体看, 对于通胀而言, 近两年从通缩到通胀, 再到通胀预期的抬头 (温和通胀), 可能阶段性引起宏观调控政策关注, 但较难影响政策大方向。“后疫情”时代, 政策重心回归调结构、防风险。

 作者

李明玉 中级经济师，现任新湖期货宏观金融研发总监，主要从事宏观、货币、财政政策、固定收益以及贵金属等领域的研究，多次为金融机构和投资者提供套期保值方案。曾参加中期协与厦门大学金融工程研究中心金融衍生品高级研修班学习，曾参与十年期国债期货合约的设计与研究。曾获中金所第六届征文大赛优秀奖、第十二届最佳金融期货分析师、第十三届最佳宏观策略分析师。长期在《期货与金融衍生品》杂志、中国证券报、上海证券报、文华财经、期货日报以及债券专业类期刊《债券》杂志等权威财经媒体发表专题文章。

免责声明：

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。