



中国宏观月刊

2021年4月

王丹 首席经济学家

主要宏观指标预测

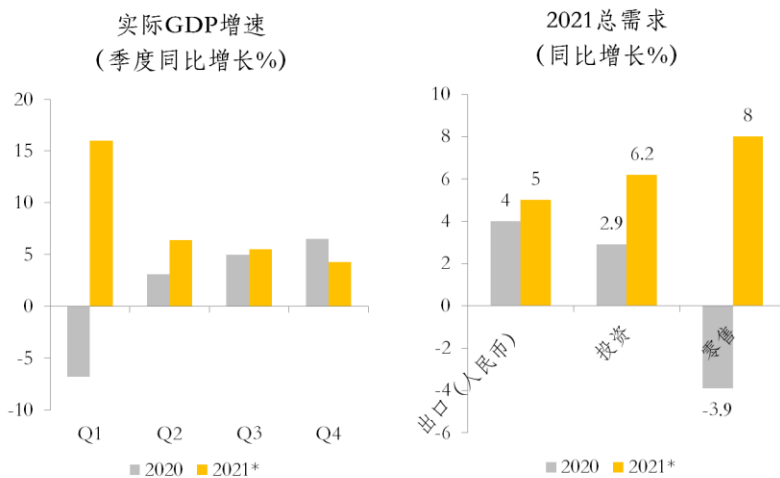
2021年的增长仍要依靠出口和投资，其中房地产投资和制造业升级将起到最重要的拉动作用。消费重启仍然非常困难。今年的宏观政策总体上将大致呈现“紧财政，宽货币”的局面。地方政府会对财政支出持保守态度。今年地方政府新增债券限额为4.47万亿，比上年下降2.6千亿元。实际的财政紧缩会更大，因为去年给企业的大部分税费减免以及社保减免今年都不再继续。货币政策目前偏紧，但本着“灵活精准、合理适度”的原则，在复苏不及预期的时候将会放松。我们预期从年中起经济增速将会放缓，就业压力增大，届时货币政策放松---如贷款利率下行---是有空间的。

主要宏观指标预测

| | 2021预测 | 2020 | 2019 |
|---------------|--------|------|------|
| 实际GDP (%) | 7.5 | 2.3 | 6 |
| CPI (%) | 1.6 | 2.5 | 2.9 |
| 固定资产投资 (%) | 6.2 | 2.9 | 5.4 |
| 社会消费品零售总额 (%) | 8 | -3.9 | 8 |
| 人民币兑美元汇率 (期末) | 6.4 | 6.5 | 6.9 |

数据来源：国家统计局；恒生中国。

在三月份的两会政府工作报告中，将 2021 年的增速目标设定在“6%以上”，这个目标是相当保守的。全国 31 个省的增速目标的加权平均值为 6.8%，全国的目标还比省级目标低了 0.8 个百分点。同时，市场对于今年增长的预期已经超过了 8%。官方相对保守的目标大概出于两方面的考虑。第一是防风险。今年的货币财政政策都比去年要保守，同时限制性的房地产政策不变，传递出来的信号就是今年不追求高增速，而是要严防金融风险，同时留出结构性改革的空间。第二是给未来几年的经济增长目标留出余地。尽管中国“十四五”规划中并没有设定经济增长目标，中国 2035 是有长期目标的，即人均收入要比 2020 年翻番。这意味着在未来 15 年中国的年均 GDP 增速至少要达到 4.7% 以上。那比较理想的状态就是每年设定的增速目标变化不要太大。按照历史的平滑趋势来看，今年的目标如果太高，明年再降下来就显得过于剧烈。



注：*是我们的预测。

数据来源：国家统计局；恒生中国。

促使人民币贬值的压力在 3 月以后逐渐占据了主导地位。人民币保持了 8 个月的升值势头得到遏制，主要原因是美国 1.9 万亿美元的财政刺激规模超出了原先的市场预期，同时美国的经济复苏和疫苗接种进度好于欧洲，致使美元指数走强。3 月底，美国总统拜登提出了 2 万亿美元的基建刺激计划，假如国会最终通过了该方案，市场对美国经济增长预期将上调，美元指数将进一步上涨，给人民币造成贬值压力。同时，中国的贸易顺差尽管在一季度保持高位，但二季度之后规模预期会逐渐降低。这主要是因为商品进口的增长将快于出口：中国对于集成电路等高科技产品的进口额在快速增长，而且大宗商品价格要远高于去年。另外随着全球疫苗接种加快，中国的服务贸易逆差开始触底回升。因此，在今年的二三季度，人民币贬值力量会占据主导性。但从长期的角度，人民币仍然面临升值压力，因为中国的实际生产率增速预期高于美国，会产生实际升值的压力。

2021 年初的经济表现

由于春节期间号召就地过年以防止疫情再度蔓延，因此复工复产的节奏快于往年，一季度的总体经济表现很可能会比预期还要好。

| 2021年前两个月经济表现 | | | | |
|---------------|---------|---------|---------|-------------------------|
| | 2019-02 | 2020-02 | 2021-02 | 2020-2021 前两月年化增长率** |
| 规模以上工业增加值* | 5.3% | -14% | 35% | 8.1% |
| 国有及国有控股企业 | 4.4% | -8% | 23% | 6.4% |
| 私营企业 | 8.3% | -20% | 44% | 7.1% |
| 出口（美元） | -4.5% | -17% | 61% | 15.2% |
| 消费 | 8.2% | -21% | 34% | 3.1% |
| 投资 | 6.1% | -25% | 35% | 1.0% |
| 房地产 | 11.6% | -16% | 38% | 7.6% |
| 基建 | 4.3% | -30% | 37% | -2.4% |

数据来源：万得；国家统计局；恒生中国。

注：*规模以上工业增加值的统计除了包括“国有及国有控股企业”和“私营企业”之外，还包括集体企业、股份合作企业、股份制企业、外商及港澳台投资企业。**图中“2020-2021前两月年化增长率”为复合增长率，和国家统计局公布的两年平均增长率在计算方法上有差异。

但是，这种强劲表现的背后并非没有隐忧。由于 2020 经济的大幅收缩，只看 2021 年的反弹数据是没有意义的。更有指向性的是看 2020-2021 两年平均数相对于 2019 年的变化。工业增加值的增速已经超过了 2019 年的水平，反映了中国新一轮的产能扩张和产业升级的趋势。2020 年 3 月疫情爆发后，国企生产率先恢复，因此其工业增加值的下降幅度比私营企业小，对经济复苏起到了托底的作用。进入 8 月后，私营部门复苏加快，到了 2021 年前两个月，其工业增加值的增速已经远远超过了国企。相当一部分增长来自于外需---尽管疫苗接种进程加快，全球仍依赖中国的供给。

与外需的强势增长相比，内需重启仍然困难。消费在 2021 年前两个月大幅反弹了 34%，但是 2020-2021 的年化增长率仅有 3.1%，仍然远远低于 2019 年同期的 8.2%。消费重启如此困难，反映了就业市场的疲软。尽管大城市的服务和就业基本恢复至疫情前水平，小城市和农村地区劳动力市场不容乐观。根据我们对 289 个地级市零售数据的追踪，三四线城市的消费占比从疫情之后一路下降，



至今仍未恢复。此外，小城市低迷的房地产市场也拖累了当地的消费复苏---对于普通的中国家庭来说，不买房是很少有大件消费的。

类似的对比也发生在投资上：2020-2021 一二月的投资平均增长率仅为 1%，远低于 2019 年同期的 6.1%。其中，基建投资的表现最为惨淡，两年平均下降 2.4%。两会上，国务院强调政府杠杆率要有所降低。此处的“政府杠杆率”不仅包括一般债务和专项债务在内的狭义政府杠杆，而且包括地方政府的隐性负债以及国有企业债务。基建项目中城市建设相关项目会减少，“碳中和”相关的新能源项目会增多。房地产投资仍将保持强劲。去年全年地方政府的土地财政收入比 2019 年增长了将近 20%---考虑到对房地产开发商的债务限制，这个增长是非常惊人的。尽管商业住宅投资会放缓，许多的地产项目将会以物流和产业园的形式继续。

国际关系

美国总统自 1 月 20 日就任以来，尚未采取任何改变两国关系走向的举措。在阿拉斯加会谈中，双方言辞激烈，但结果也不像市场预想的那么糟糕。阿拉斯加会议为两国下一步的谈判奠定了基础，并制定了具体规划。双方具体达成的共识包括：美国承认“一个中国”，在台湾问题上遵守中国的底线；中美将分别重新开放中国的休斯顿领馆和美国的成都领馆；双方在疫苗方面展开合作并彼此承认对方国家的疫苗；双方将在气候变化领域展开合作。我们预计，中美竞争将从贸易转向不同经济模式导致的市场准入问题，在亚太地区和“一带一路”地区的战略竞争会加剧。中国和美国盟友如澳大利亚、加拿大、英国以及欧盟的关系会承受压力。比如，中欧关系在 3 月受到重挫。双方都实施了制裁措施，威胁到中欧投资协定的后续谈判。

中国在积极发展自己的联盟体系。疫苗外交是其中一个方式，包括疫苗的捐赠、出口和将生产基地扩张至海外。比如，阿联酋将从 4 月起生产国药集团的灭活疫苗，成为海湾地区首个拥有疫苗产能的国家。欧洲的匈牙利、塞尔维亚和土耳其也使用中国疫苗。中国和伊朗关系在 3 月也有重大进展：中伊签署了为期 25 年的合作协议，中国将增加在伊朗的交通基建、能源、电力、农业等方面的投资，具体项目包括建立自由贸易区、5G 网络和地铁。去年底中国牵头的 15 个国家签订了 RCEP，此举将加深中国和东盟国家的经济一体化并强化中国产业链在亚洲的核心地位。



免责声明

本文件由恒生银行（中国）有限公司（“恒生中国”）发布。本文所载信息乃基于恒生中国认为可靠的资料来源，但该等资料来源未经独立核证。并且，本文包含的预测及意见只作为一般的市场评论，仅供参考。该等预测及意见为恒生中国或撰写本文件的（一位或多位）投资顾问于本文件刊发时的意见，可作修改而毋须另行通知。本文件并不构成，亦无意作为，也不应被诠释为有关投资于本文提及的任何证券或投资产品的投资建议，要约、要约邀请或推荐。

关于本文所含信息、预测或意见的公平性、准确性、完整性或正确性，以及任何该等预测或意见所依赖的基础，恒生中国不作任何明示或暗示的保证、陈述、担保或承诺，恒生中国亦不会就任何人使用或依赖本文所载任何该等信息、预测或意见而承担任何责任。阁下须自行评估本文所载信息、预测或意见的相关性、准确性及充足性，且如阁下认为必要或恰当，阁下可为该等评估开展相关独立调查。

恒生中国及其关联公司可能自营、承销本文提及的全部或任何证券和/或投资产品，或已经就此等交易建立头寸。恒生中国及其关联公司亦可能因进行本文提及的全部或部分证券和/或投资产品赚取佣金或费用。

本文提及的证券或投资产品可能并不适合所有投资者，且并未考虑各收件人的任何特定投资目标、财务状况或其他需要。在作出任何投资决定前，阁下须基于自身的投资目标、财务状况及特定需要而作出投资决定，如有需要，阁下应于作出任何投资前咨询阁下的专业顾问。

投资有风险。阁下应当注意投资价值可能向上或向下波动，且投资过去的表现不代表其未来表现。本文并不旨在识别相关证券或投资产品涉及的所有风险。

©版权[2021]「恒生中国」保留所有权利。未经「恒生中国」事先书面许可，不得将本文件之任何部分复制、储存于检索系统，或以任何形式或途径（包括电子、机械、复印、录制或其他）传送。