



# 中国2021展望

王丹 恒生中国首席经济学家

吴英敏 恒生中国副行长兼环球市场部主管

## 关键指标预测

**实际GDP。**2020年估计增速1.7%（统计局将在1月19日公布2020年GDP统计初步结果）。2021预期增速7.5%，呈前高后低的趋势。我们的预期略低于市场均值，因为消费复苏不尽人意，而消费通常贡献中国GDP增速的60%。2021年经济增长的拉动力仍是出口和投资，而非消费。在“十四五”期间（2021-25），预期年均增速5%。

**汇率。**预期2021平均汇率6.1，上半年较强后半年走弱，在第一季度有较高概率向下破6有。主要原因有三：1）市场对于中国2021年增长预期极为乐观，加之中美利差保持高位，资本流入中国的动能很强；2）中美贸易顺差预计保持高位；美国疫情控制仍有难度，需要依赖从中国的抗疫物资、生活用品和工业中间品进口；3）美元弱势将持续，有可能至2023年，取决于疫情控制程度。未来五年，人民币大概率波动走强，因为中国的科技进步和产业升级快于美国，实际汇率升值压力大。

**利率。**预期2021年LPR利率维持现有水平，但如果一季度经济复苏不及预期或出现明显的流动性短缺，有可能央行在二季度会小幅下调LPR，约5-10个基点。预期2021年准备金率不变，因为降准影响面太广，尤其不利于房地产调控。人民币十年期国债收益率也将跟随经济复苏状况呈现前高后低的趋势。

**通货膨胀。**预期2021年按消费者价格指数（CPI）衡量的通胀将下跌至1.6%，从2020年的估计值2.5%大幅回落（实际2020年CPI将于2021年1月11日公布）。下跌主要由于猪周期下行，叠加消费需求不足导致的。以生产者价格指数（PPI）衡量的通胀将上行，受基建和工业生产拉动，大宗商品价格将普遍上行。中国加码投资半导体、新能源等“新基建”项目，并加强环保要求，将拉高金属和煤的价格。但未来五年全球面临总需求不足的问题，因为疫情加剧了区域性的债务危机和经济衰退，预期全球2024年才能恢复到2019年的GDP水平，因此大宗商品很难在5年内持续保持高位。

**出口。**预期出口在2021年加速增长。上半年的出口仍以抗疫物资增长为主导，下半年将主要来自生活、生产用品。世界对中国产业链的依赖性在疫情后大大增强了，而非减弱。疫情稳定后，企业仍会继续搬离部分产业链以降低过度依赖中国的风险，但这对中国外贸影响有限。因为搬离的大多是生产最终产品的企业，为的是绕开针对中国的关税和贸易限制，但搬离后这些企业仍然要依赖中国生产的中间品。全世界贸易超过90%是中间品，因此中国最终产品出口的减少将会一定程度被中间品出口的增加所抵消。



## 政策走势

**货币政策。**12月举行的中央经济工作会议强调货币政策不会“急转弯”。因此，央行政策会保持稳健，并将根据市场流动性和就业情况调整货币政策。随着生产复苏，工业部门（尤其是中小企业）对于流动性的需求大幅增加，由于疫情后坏账风险上升，企业仍然面临融资难的问题。因此4月的中央政治局会议将会重新评估经济情况，如果市场有显著的流动性匮乏，货币政策将会宽松，且可能以降低LPR利率的方式。

**财政政策。**2020年的财政刺激规模约为3.6万亿人民币，占名义GDP的4%。2021年财政刺激将会有所减弱。地方政府将显著提供在环保和智慧城市相关领域的投资，并扩大医疗和教育支出。传统基建项目会减少，并向农村地区倾斜。针对企业的减税降费计划会继续进行。

**汇率政策。**2020年人民币的升值触发了相关政策的调整，包括外汇风险准备金调为零、人民币汇率逆周期调节因子、跨境融资宏观审慎调节参数的下调，这些都可以视为政策制定者想要防止市场形成单边预期的信号。但由于美元弱势，和其它货币相比，人民币升幅在全球仅是中等水平。全球除了巴西、土耳其、印度、印尼的货币兑美元贬值之外，几乎所有外币兑美元都在上涨，上涨最多的欧元和澳元涨幅接近10%，而人民币兑美元的全年升幅为7%。从货币篮子的角度来看，人民币无论是对

外汇交易中心的货币篮子还是对国际清算银行的货币篮子，升值的幅度全年不到4%。所以目前人民币汇率的点位并不具有政策制定者强力干预的前提。未来几年，人民币仍大概率处于升值阶段，央行有推动人民币国际化和逐步开放资本账户的需求，对于人民币波动的容忍度在抬升。

**需求侧管理。**和2015年的供给侧改革不同，需求侧改革重点在于提高收入并改善收入分配，增强消费对经济发展的基础性作用。长期的政策包括社保、医保、户口、生育政策的改革。短期包括政府直接补贴给低收入人群托底，如近期的央行数字货币是一个有益的尝试。但从根本上改善收入分配需要加快国企改革。因为目前国企的收入并不参与国民收入分配，而是用于投资和海外援助。

**国际关系。**随着内循环战略的铺开，“一带一路”海外项目投资减速，但针对带路国家的医疗援助支出反而会提升，尤其是疫苗供应方面。中国和美国的科技脱钩态势不会因为拜登当选新总统而改变，尽管双方在气候变化等全球问题有合作空间。中国在积极争取美国以外其他国家的支持，截止2020年底已经签署了区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）和初步的中欧投资协定，并考虑加入跨太平洋伙伴全面进步协定（CPTPP）。由于在华为和一带一路等议题上的不同立场，中国与澳大利亚、日本和印度的关系将在未来几年内持续紧张。



## 值得关注的风险

**消费。**尽管大城市高端零售（包括汽车）复苏强劲，但是全社会整体消费重启缓慢。这主要是因为就业市场复苏乏力导致收入预期下降，政策更偏重于帮助企业复工复产，而非帮助个人消费者。未来几个月消费贷的逾期和违约率有可能大幅上升。2021年经济增长动力仍将源于出口、房地产及基建投资，而非消费。

**就业。**保就业将是宏观政策最重要的目标。尽管在2020年末城市失业率数字有所改善，但回到农村和小县城的失业农民工并未被考虑在内，实际就业形势更加严峻。疫情后企业严控人员成本，数字化和自动化转型加剧，尽管这个趋势一定程度被老龄化所抵消，但新增工作将会在数量和质量上都不及疫情前的水平。未来几年居民收入增速也将下降。

**资本转向。**假如2021年，欧美的疫情控制大大好于预期，经济复苏强劲，将会在全球范围内导致资本转向，即从新兴市场包括中国回流欧美。届时将会造成货币、外贸、股票、债务市场的大幅震荡，甚至将新兴市场拖入长时期的经济衰退。

**房地产。**2021年最大的“灰犀牛”。中央“房住不炒”的基调不会改变，严控房价增速，但在“一城一策”的背景下，城镇化加速的区域将有可能获得更大的政策空间。去库存仍是主要问题，因为90%以上的房地产库存在一线城市之外。人口净流出的中小城市很难靠自身消化房地产库存，因此存在房价大幅下滑的可能。但大城市的房地产价格增速处于五年低点，疫情后对大城市房产的需求持续上涨，因此涨价压力较大。

**地方性金融风险。**市场感知到的债市风险在上升，如最近的信用债违约事件。城投债的风险也在上升，考验市场对于政府兜底的信心。但这些违约在公开市场发生，较为有序，并不构成系统性风险。但类似事件有可能导致当地流动性枯竭。有的地区经济基础脆弱，如果某些国企出现违约，那金融机构在面对该区域的其他企业就会格外谨慎，如果持续时间较长导致所有的金融机构都对该地区警觉起来，就有可能导致区域性的金融危机。



## 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。