

# 疫后经济反弹，政策回归常态

——2021年宏观经济展望

## 上 篇：2021年宏观经济运行环境与政策取向

### 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。

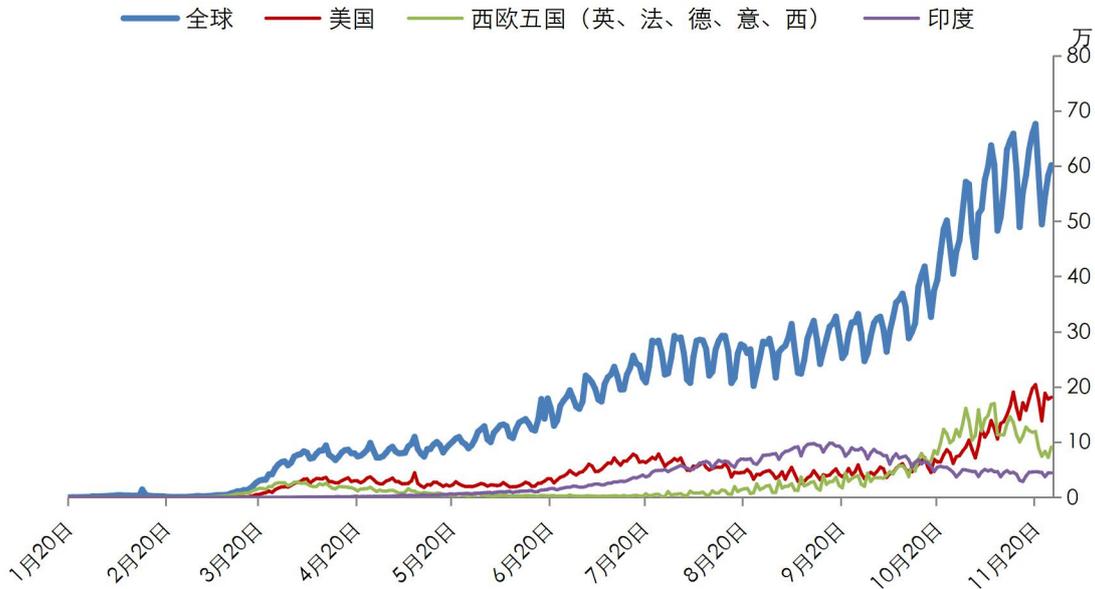
数据来源：WIND, IMF, 东方金诚

## 一、宏观经济运行环境及 2021 年经济发展目标

1. 全球新冠疫情在 2020 年年底进入“至暗时刻”；伴随疫苗全面上市，2021 年全球经济有望迎来大幅反弹，物价走势则难现明显升温；中美关系将大概率处于“冷静期”。

2020 年，新冠疫情在全球范围内大规模蔓延。其中，以美国、西欧为代表的发达经济体意外成为疫情重灾区，印度、巴西、俄罗斯等主要新兴经济体同样面临病例持续高发、经济陷入衰退的困境。临近年底，欧洲大陆等地区出现第二波疫情高峰；11 月 3 日大选后，美国单日新增病例更是连续保持在 20 万例上下。这意味着本次疫情自 3 月开始在全球范围大规模蔓延后，正在进入最严峻的时刻。

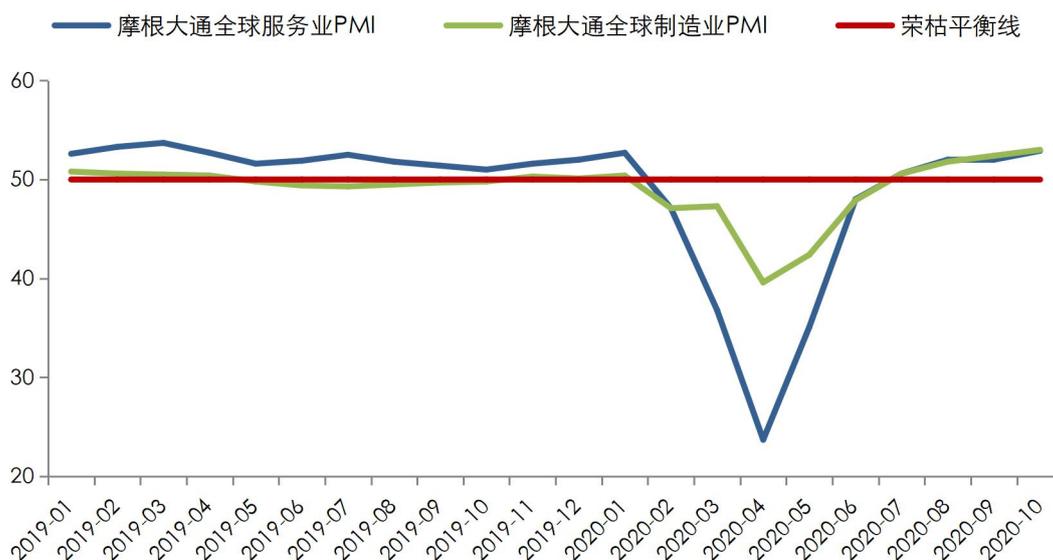
图表 1 北半球进入秋冬季节后，美欧等地单日新增病例出现第二波高峰，全球疫情明显加剧



数据来源：Wind

不过，11 月已先后有两款疫苗完成第三期试验，临床效果好于预期。医学专家预计，最早从 2021 年年初开始，就会有包括中国在内的多国疫苗进入大规模接种阶段。尽管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，但疫苗问世仍有望将全球疫情带入“下半场”——即全球每日新增病例将进入一个趋势性回落过程，疫情对全球经济的冲击也将随之退去。事实上，本轮疫情对全球经济的剧烈冲击主要集中在二季度，大规模封锁措施带来了“停摆”效应。此后，伴随各经济体逐步解封，全球经济在下半年开始边际修复。可以看到，自 7 月开始，摩根大通全球 PMI 指数已重返荣枯线之上。

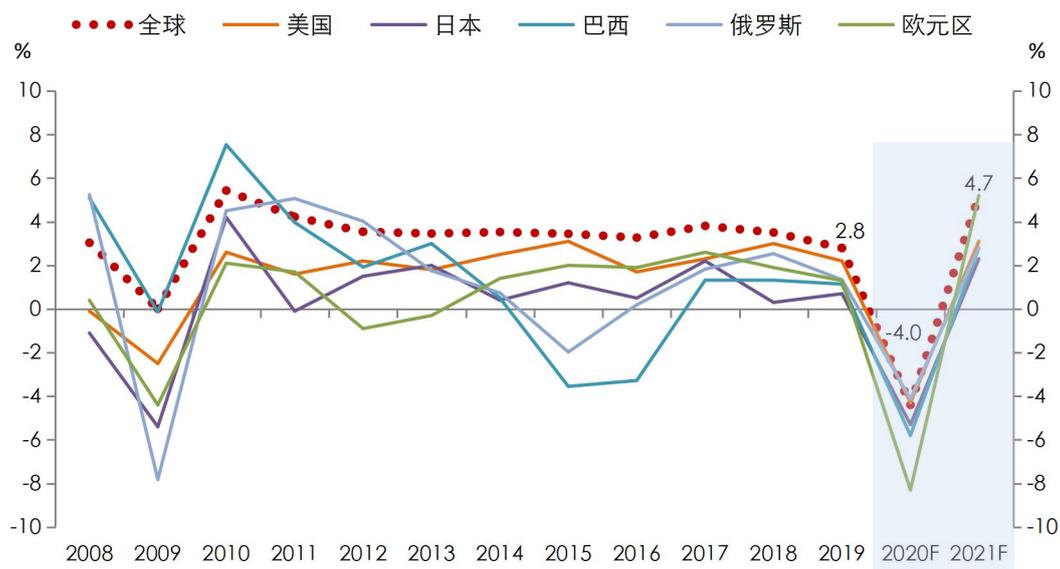
图表 2 经历了二季度的深度收缩之后，2020 年下半年全球经济进入修复过程



数据来源：Wind

国际货币基金组织（IMF）预计，2020年全球经济将同比下滑4.4%，这一跌幅远超2009年全球金融危机带来的冲击。而在疫苗大规模接种预期下，IMF预测全球经济将在2021年出现5.2%左右的大幅反弹。结合四季度全球宏观经济走势，东方金诚判断，2020年全球经济将同比萎缩4.0%，2021年反弹幅度将在4.7%左右。2021年，以美日欧为代表的发达经济体GDP增幅将相对较低，而除中国之外的绝大多数新兴经济体也无法在2021年回到疫情前的经济规模。这意味着2021年全球经济反弹力度整体上依然较弱。

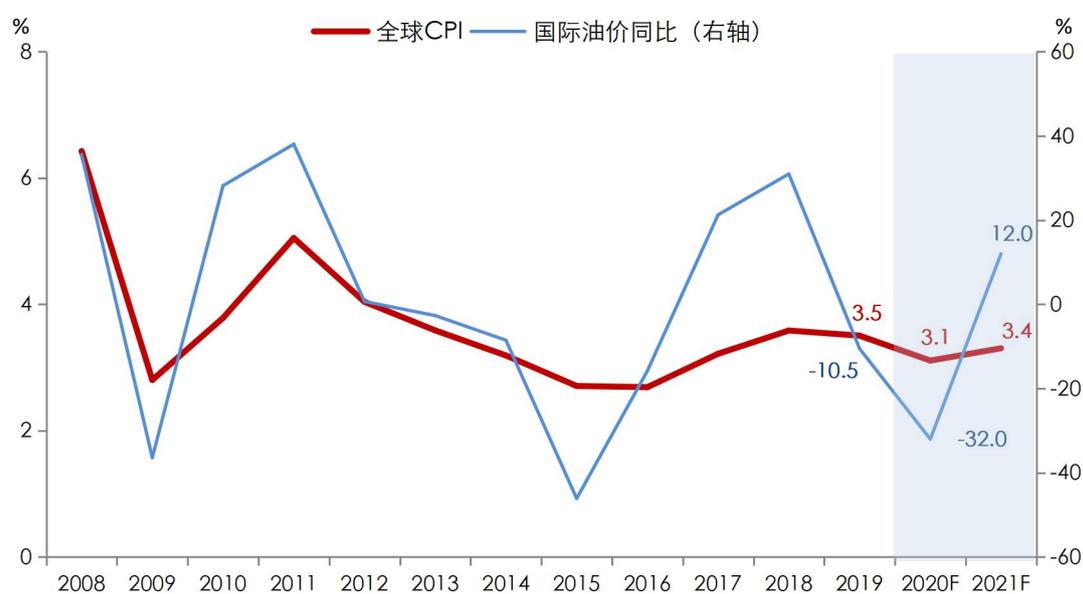
图表3 2020年全球及主要经济体（除中国）GDP大幅收缩，2021年有望展开修复式反弹



数据来源：IMF，东方金诚，阴影部分代表预测值

在经历了 2020 年世界范围内的大规模财政、货币刺激政策之后，2021 年是否会发生全球性高通胀？我们认为，2021 年全球物价涨幅仍将较为有限。其中，在 2020 年全球经济大幅衰退，引发国际原油年度平均价格同比暴跌 32.1%（预测值）之后，IMF 预计 2021 年国际油价仅将上涨 12.0%。这一关键商品的价格走势将在很大程度上左右全球物价水平。基于历史数据显示的油价和 CPI 相关性等因素，我们判断 2021 年全球 CPI 将同比上涨 3.4%，涨幅仅比 2020 年加快 0.3 个百分点，低于 2019 年涨幅，整体处于温和状态。这意味着在疫情加剧贫富分化、大规模刺激政策更多推升资产泡沫的过程中，普通商品和服务的供需平衡难以向高通胀方向倾斜。

图表 4 2021 年国际油价将低位回升，全球物价涨幅有望继续处于温和水平



数据来源：IMF，东方金诚，阴影部分代表预测值

值得一提的是，作为 2018-19 年对国内宏观经济运行冲击最大的外部因素，中美贸易战将随着美国现任总统特朗普任期结束而告一段落，特别是美国当选总统拜登多次表示，贸易战不是解决中美经贸争端的有效方式。我们判断，尽管现有关税措施短期内不会取消，但拜登政府在 2021 年 1 月 20 日上台后加征新关税的风险基本可以排除。同时历史规律也显示，历任美国新总统上台后，中美关系通常会经历为期一年左右的“冷静期”。

2. 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；2021 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。

2020 年疫情突袭，国内宏观经济管理的主要目标转向“六保”和“六稳”<sup>1</sup>，核心是通过大规模逆周期对冲政策，缓解经济增速下滑给就业、民生及市场主体带来的冲击烈度，稳增长、保就业是第一目标。5 月之后国内疫情进入稳定控制阶段，经济转入较快复苏过程，其中前三季度 GDP 累计增速实现转正，11 月城镇调查失业率已降至 5.2%，明显低于 6.0% 的控制目标。这表明当前国内经济运行实际上已进入“后疫情”时期。

关于 2021 年的经济社会发展目标，2020 年 10 月召开的十九届五中全会通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》（以下简称“建议”），明确提出“十四五”期间（2021-25 年）要“以推动高质量发展为主题”。2020 年 12 月召开的中央经济工作会议则进一步强调，“构建新发展格局明年要迈好第一步，见到新气象。”

我们认为，“高质量发展”主要包括两个含义：一是结构要优，经济增长结构要持续向消费和服务业转型，增长动力要由要素扩张转向创新引领；二是风险要降，重点是要继续防范化解系统性金融风险，通过自主创新解决关键技术领域的“卡脖子”问题。为此，“十四五”期间宏观经济管理的首要目标是通过深化供给侧结构性改革，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，而保持较高的经济增速并非政策重心所在<sup>2</sup>。

作为“十四五”的开局之年，2021 年宏观经济管理目标将向“建议”要求的高质量发展主题回归，优化经济增长结构、深化供需两端结构性改革、构建双循环新发展格局是政策的主要发力点。我们判断，在 2021 年两会政府工作报告中，很可能不设定 GDP 增速目标，CPI 涨幅和城镇调查失业率控制目标将分别从今年的 3.5% 和 6.0% 调回至 3.0% 和 5.5%。在经历了 2020 年宏观杠杆率的快速攀升阶段后，2021 年宏观政策将再度指向稳杠杆，强调稳增长、调结构和防风险之间的综合平衡。

<sup>1</sup> “六稳”是指稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期。首次提出“六稳”是在 2018 年 7 月。“六保”是指保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转。首次提出“六保”是在 2020 年 4 月。

<sup>2</sup> 五中全会后发布的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》的说明中提出，“到‘十四五’末达到现行的高收入国家标准、到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番，是完全有可能的。”据我们测算，2021-25 年年均 GDP 增速达到 3.2%，即可完成第一阶段目标。

## 二、宏观政策走向

2021 年宏观政策向常态化回归是大方向，但政策力度不会骤然收紧。伴随疫苗大规模接种后经济增长动力进一步修复，再叠加 2020 年的低基数，市场普遍预期 2021 年经济增速会出现 8%-9% 的大幅反弹。随之而来的是，时至年末，市场对 2021 年、特别是 2021 年一季度及上半年宏观政策会不会骤然收紧多少有些担心。

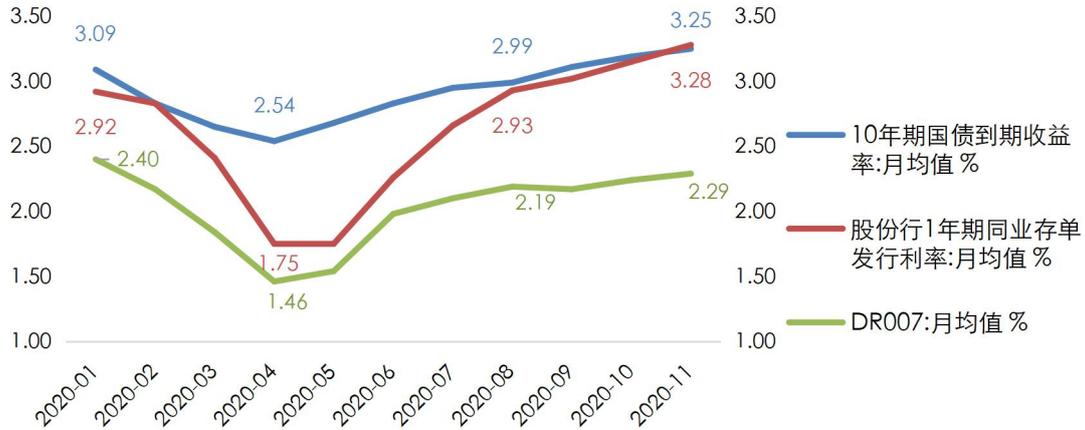
我们注意到，2020 年 12 月中央经济工作会议对 2021 年的工作部署中强调，鉴于疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，“明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。”这意味着 2021 年宏观政策向常态化回归是大方向，但出现加息提准、市场利率大幅攀升、财政赤字率大幅压缩，宏观政策从“重托底”骤然转向“防过热”的可能性不大。这也印证了此前监管层强调的“不能出现政策悬崖”的说法。

**1. 货币政策整体取向稳中偏紧，政策利率有可能保持不动，2021 年市场利率中枢小幅上移，整体走势“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；**

疫情期间货币政策逆周期对冲效果明显。2020 年年初疫情发生后，宏观政策迅速做出应对，其中货币政策充分发挥了反应速度快、直达效果强的优势，通过及时下调法定存款准备金率、开展中期借贷便利操作和公开市场操作等方式，确保了市场流动性合理充裕，在第一时间稳定了市场信心。与此同时，三批共计 1.8 万亿的再贷款再贴现连续推出，精准发力效果明显，不仅对支持疫情防控起到了关键作用，也是二季度以来复工复产顺利推进，经济出现“V 型”反转的重要推动因素。

疫情进入稳定控制阶段后，货币政策迅速做出调整，政策目标转向在稳增长与防风险之间把握好平衡。5 月以来，在疫情进入稳定控制状态、经济转入回升过程后，监管层停止降息、降准过程，并开始着手打击各类金融空转套利现象，引导市场利率中枢向政策利率回归。其中，8 月以 DR007 为代表的短期市场利率回升至短期政策利率（央行七天期逆回购利率）附近，而在银行持续压缩结构性存款影响下，以银行同业存单发行利率为代表的中期市场利率则持续走高，11 月 1 年期股份行同业存单发行利率均值已达到 3.28%，较 1 年期 MLF 利率高出 33 个基点，同期十年期国债收益率也已明显高于疫情前水平。

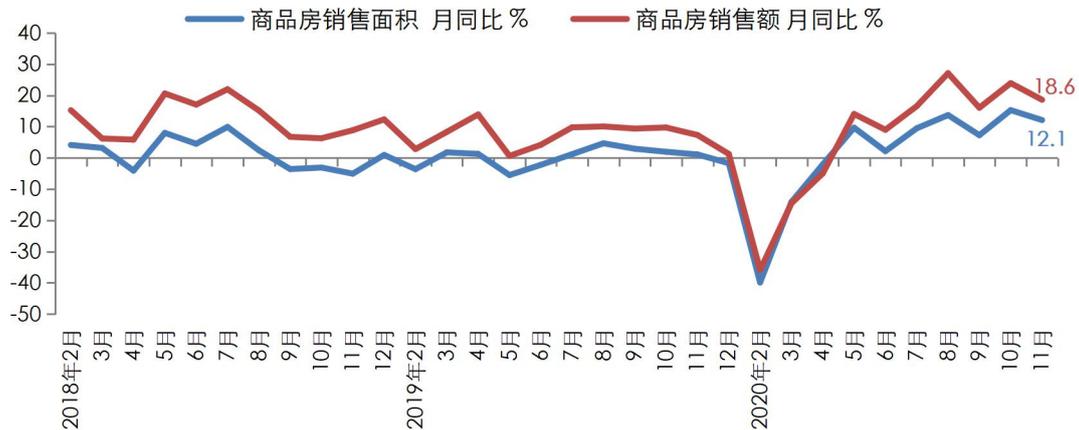
图表 5 2020 年市场利率走势发生“V 型”反转



数据来源: Wind, 东方金诚

我们认为, 市场利率之所以较快出现“V 型”反转, 主要原因有两个: 首先, 在当前的货币政策目标中, 防风险始终处于重要位置, 而房地产泡沫则被视为威胁金融安全的最大“灰犀牛”。<sup>3</sup>可以看到, 伴随政策利率下调、房贷利率走低, 4 月之后房地产市场迅速复苏, 房价涨幅明显抬头——以月度商品房销售额增速减去月度商品房销售面积增速, 可大致得出当月全国新房价格涨幅。而在市场利率走高后, 融 360 全国首套房平均贷款利率在 10 月停止了“九连降”过程, 这会对房价快速上涨的预期起到“釜底抽薪”作用。

图表 6 2020 年下半年以来房地产市场大幅升温, 触发政策收紧



数据来源: Wind, 东方金诚

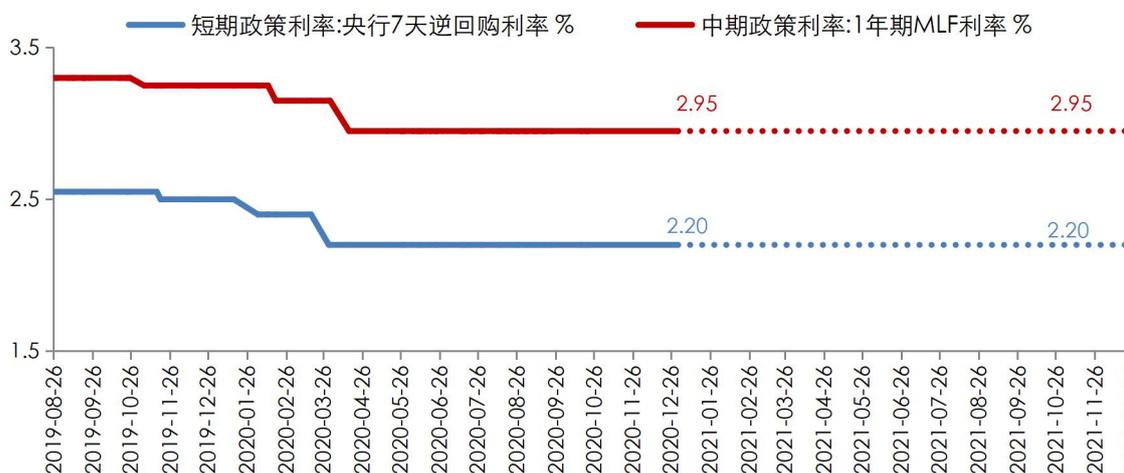
其次, 监管层或认为, 本次经济下滑并非由金融或经济失衡导致, 疫情对宏观经济的影响类似于自然灾害, 属于一次性冲击, 因此政策对冲强调的是及时响应、适时退出。我们注意到, 6 月以来监管层在多个场合强调, “疫情应对期间的金融支持政策具有阶段性, 要注

<sup>3</sup> 详见:郭树清,《坚定不移打好防范化解金融风险攻坚战》, 2020 年 11 月,《求是》。

重政策设计激励相容，防范道德风险，要关注政策的‘后遗症’，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出。”

综合考虑未来一段时间的经济修复态势，特别是 2021 年宏观经济管理目标再度转向深化结构性改革，确保“十四五”健全开局，我们认为 2021 年政策利率及银行存款准备金率有望保持基本稳定，货币政策取向将是稳中偏紧。一方面，若不发生新的重大意外冲击，2021 年 GDP 增速将出现较快反弹，“六保”和“六稳”压力缓解，对降息、降准需求随之下降。另一方面，2021 年全球及国内物价将处于温和水平，GDP 增速反弹不会引发经济过热，并不具备加息升准、实施大幅度货币紧缩的条件。

图表 7 2021 年关键政策利率有望保持不动



数据来源：Wind，东方金诚；虚线代表预测值

最后，参考经济增速上行期间的一般规律，2021 年市场利率中枢将有所上移。不过，考虑到当前短期和中期市场利率已分别处于政策利率水平附近或高于政策利率水平<sup>4</sup>，2021 年短期和中期市场利率在围绕相应政策利率宽幅波动过程中，整体上行空间也将较为有限，并可能呈现“前高后低”走势——这部分源于对 2021 年下半年经济增长动能或将减弱的预期。

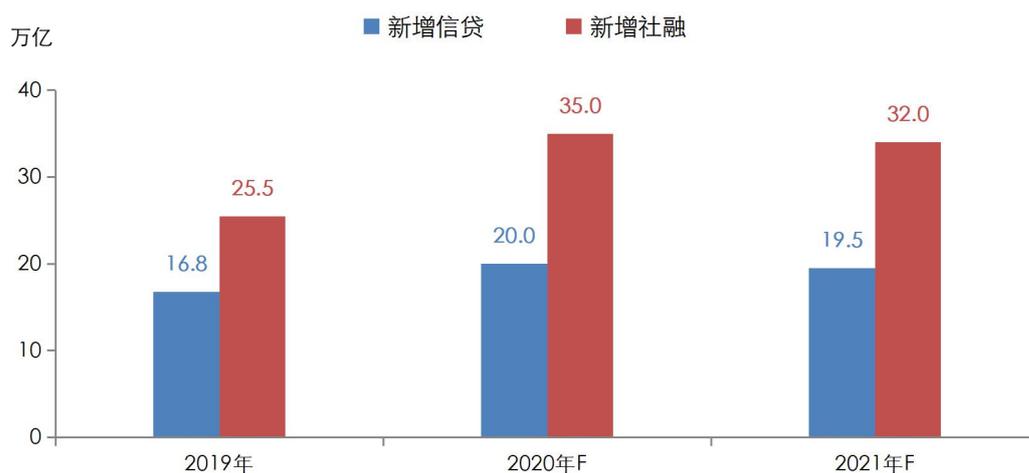
值得注意的是，为加大金融对实体经济的支持力度，挖掘通过 LPR 改革降低实体经济融资成本的潜力，不排除 2021 年在政策利率（MLF 利率）保持稳定、市场利率出现下行的

<sup>4</sup> 2020 年 12 月以来，同业存单利率出现一定幅度回落，12 月 21 日 1Y 股份行同业存单发行利率已降至 3.01%，比 11 月末下降约 36bp。主因 11 月 30 日央行意外开展 2000 亿元 MLF 操作，利于稳定市场流动性预期，加之 12 月结构性存款压降压力减弱以及财政资金投放加速，有助于缓解银行负债端压力。这也意味着 5 月中下旬开始的“紧货币”过程全面告一段落。

时期，主要针对企业贷款的 1 年期 LPR 报价小幅下调 5-10 个基点的可能；同时，若 2021 年房价再现较快上涨势头，针对居民房贷的 5 年期 LPR 报价则可能小幅上调。这意味着 LPR 改革在“有保有压”、引导金融资源定向滴灌中的作用将进一步凸显。

在货币数量方面，考虑到监管层已明确表达了“明年（宏观）杠杆率会更稳一些”<sup>5</sup>的政策目标，我们预计 2021 年新增信贷和新增社融规模都会在 2020 年基础上稳中略降，将分别达到 19.5 万亿元和 32 万亿元，年末社融存量及 M2 增速则将分别回落至 11.2% 和 9.2%。一方面，这能避免“政策悬崖”效应可能对 2021 年经济复苏及市场主体运营带来的强烈冲击，另一方面，2021 年名义 GDP 增速大幅回升叠加货币数量稳中略降，能够实现宏观杠杆率回稳的目标。我们判断，在 2020 年宏观杠杆率大幅上行近 30 个百分点后，2021 年宏观杠杆率升幅可能控制在 3 个百分点左右。

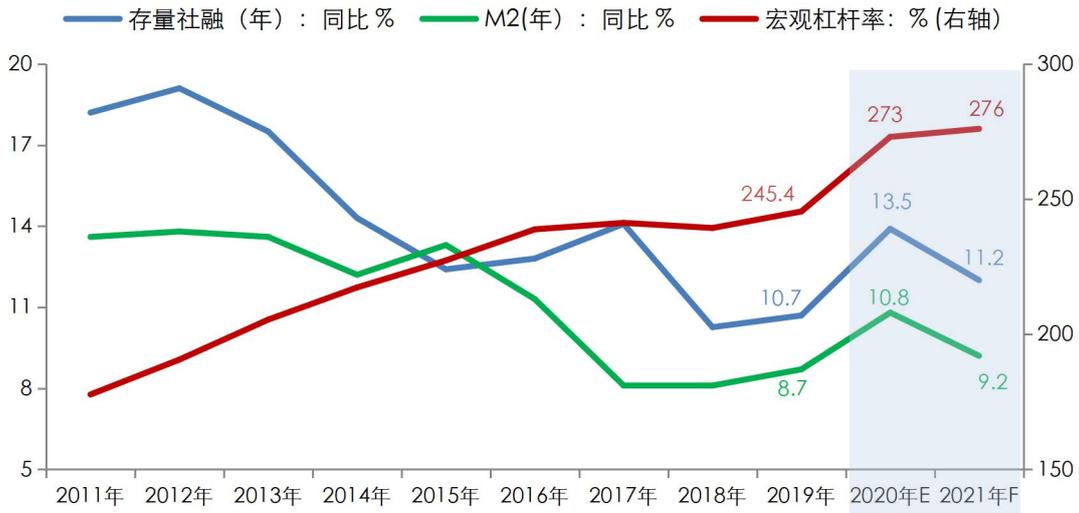
图表 8 2021 年新增信贷及社融规模将稳中有降



资料来源：Wind，东方金诚

图表 9 2021 年宏观杠杆率趋稳，货币扩张将会减速

<sup>5</sup>参见人民银行行长易纲在 2020 金融街论坛发表的讲话。



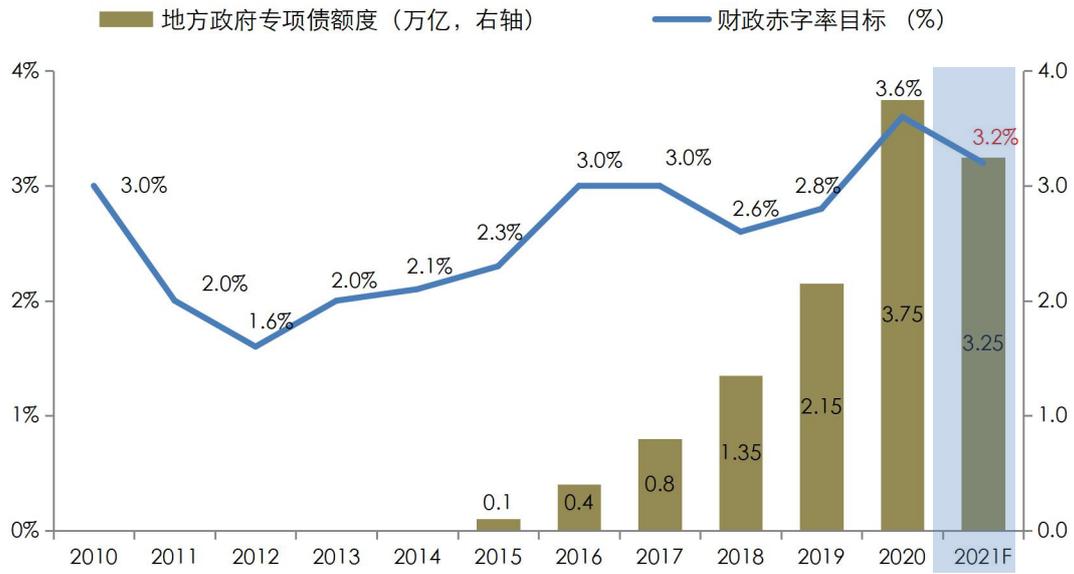
数据来源: Wind, 东方金诚; 阴影部分代表预测值

## 2. 疫情期间的特殊财政措施将会撤回, 2021 年财政政策力度将明显下调。

为对冲疫情给宏观经济带来的剧烈冲击, 2020 年财政政策基调从“提质增效”转向“更加积极”, 预算内目标财政赤字率上调、发行 1 万亿元特别国债, 新增地方政府专项债规模比上增加 1.6 万亿元。据我们测算, 综合考虑财政“四本账”的减收扩支因素, 2020 年广义财政赤字率达到 11.9%, 比上年大幅提高约 6.9 个百分点 (相当于新增财政政策力度 6.8 万亿元), 主要用于对市场主体减税降费、扩大基建投资等。

展望 2021 年, 后疫情时期的财政政策力度将明显下降, 广义财政赤字率有望下调 4 个百分点。其中, 预算内财政赤字率目标可能从“3.6%以上”降至 3.2%, 新增地方政府专项债规模将从 3.75 万亿元降至 3.25 万亿元, 特别国债将不再发行, 财政政策的基调也将从“更加积极”向“提质增效”回归。政策调整有两个直接目的, 一是稳定政府宏观杠杆率, 防止政府债务过快增长; 二是部分关键财政指标仍会高于 2019 年水平, 主要是为了防止出现“政策悬崖”, 确保一些疫情期间的新开工项目能够继续获得资金支持, 保障地方政府稳定运转以及市场主体平稳运行。需要注意的是, 2021 年防范化解地方政府隐性债务风险将再度成为政策焦点所在, 城投平台融资环境会再度收紧, 这将对 2021 年基建投资增速形成一定制约。

图表 10 2021 年财政目标赤字率和新增地方政府专项债规模都将下调



数据来源: Wind, 东方金诚; 阴影部分代表预测值