

民银智库研究

2020年第36期

总第155期

中国民生银行研究院

2020年11月26日

“后疫情时代”全球共振复苏 “新四化引擎”驱动转型升级

——2021年全球与中国宏观经济形势展望

宏观研究团队

黄剑辉

huangjianhui@cmbc.com.cn

王静文

wangjingwen2@cmbc.com.cn

应习文

yingxiwen@cmbc.com.com

孙莹

sunying16@cmbc.com.cn

张雨陶

zhangyutao@cmbc.com.cn

袁雅程

yuanyacheng@cmbc.com.cn

伊楠

yinan@cmbc.com.cn

赵金鑫

zhaojinxin@cmbc.com.cn

孔雯

kongwen1@cmbc.com.cn

程斌琪

chengbinqi@cmbc.com.cn

- **2020年全球经济陷入二战以来的首次负增长，2021年将迎来“后疫情时代”的共振复苏。**美国在拜登总统上任之后，疫情防控情况有望改观，财政救助计划如能及时推出，将有助于经济反弹。欧元区经济复苏仍将脆弱曲折且不均衡，货币政策大概率延续宽松立场。日本经济将受奥运景气带动，但短期难以恢复到新冠疫情发生前的水平。新兴经济体经济将恢复增长，但是地区之间会存在较大差异，货币政策将继续保持观望态势。预计美元保持弱势，大宗商品价格将会回升。
- **2020年我国将成为全球唯一实现正增长的主要经济体。**一季度，新冠肺炎疫情同时对供求两端造成冲击；二季度，复工复产加速推进，供给端快于需求端，工业增长快于服务业；下半年以来，疫情防控的错位和政策救助的差异，使全球重新回到“中国生产，西方消费”格局，出口加速带动就业和制造业投资好转，经济转向内生性复苏；四季度，供需两端将同步回暖，推动经济增长回归正常水平。全年经济有望实现2.2%左右的正增长。
- **2021年我国经济将呈现前高后低走势，GDP同比增长有望达到8.0%左右。**从供给端看，工业生产在内外需同步推动下将会继续加快，服务业有望明显回升；从需求端看，基建投资和制造业投资将会加速回升，房地产开发投资仍有韧性，消费增速将会回升到两位数以上水平，出口上半年持续高增下半年渐进回落。从物价看，CPI将继续受到猪肉价格拖累，PPI则有望走出通缩。从金融环境看，货币政策回归中性，M2和社融增速较2020年回落。从金融市场看，人民币有望保持强势，债券市场则延续震荡调整。
- **政策展望与建议。**展望2021年，货币政策基调预计将转向偏中性；财政政策力度较2020年会有所减弱。2021年是“十四五”开局之年，政策将致力于加快形成“双循环”新格局。我们建议：一是以要素市场化为目标全面深化改革；二是以全面数字化为引领加速经济体系转型升级；三是以民生富裕化为导向持续改善人民生活品质；四是以贸易规则一体化为动力推动高水平对外开放。

目 录

一、全球经济形势：2020 年回顾与 2021 年展望	1
(一) 2020 年回顾：疫情冲击下的负增长	1
1. 美国：超宽松政策支持，深度衰退后脆弱复苏	1
2. 欧洲：疫情反复拖累经济，货币政策加码宽松	3
3. 日本：经济形势严峻，政策刺激加码	5
4. 新兴经济体：经济缓慢复苏，降息步伐渐缓	7
5. 全球市场回顾	8
(二) 2021 年展望：“后疫情时代”的共振复苏	9
1. 美国：拜登新政助力，经济迎来新局	9
2. 欧洲：经济缓慢复苏，修复仍需时日	10
3. 日本：奥运景气拉动，经济企稳反弹	11
4. 新兴经济体：经济恢复增长，政策保持观望	12
5. 全球市场展望	12
二、中国经济形势：2020 年回顾与 2021 年展望	14
(一) 2020 年回顾：抗疫成功，V 型反弹	14
1. GDP：供需两端相继复苏，全年 2.2% 左右	14
2. 供给端：工业生产率先修复，服务业逐渐加快	15
3. 需求端：投资稳健复苏，消费先抑后扬，出口好于预期	16
4. 通胀形势：猪肉、疫情交织影响下呈前高后低走势	20
5. 金融环境：宽信用对冲疫情，M1-M2 剪刀差收窄	22
6. 金融市场：人民币汇率整体升值，债市收益率震荡上行	24
(二) 2021 年展望：持续复苏，前高后低	25
1. GDP：产出缺口逐渐收窄，全年增长 8.0% 左右	25
2. 供给端：工业生产继续加快，服务业明显回升	25
3. 需求端：投资、消费回升，出口前高后低，进口明显反弹	27

4. 通胀形势：CPI 前高后低，PPI 走出通缩	29
5. 金融环境：政策回归中性，金融稳定与防风险并重	30
6. 金融市场：人民币有望继续升值，债券市场延续震荡调整	31
三、政策回顾与展望	32
(一) 2020 年政策回顾	32
1. 货币政策：以确定应对不确定	32
2. 财政政策：更加积极有为	33
3. 做好“六稳”“六保”工作	34
(二) 2021 年政策展望	35
1. 货币政策展望：继续保持稳健中性	35
2. 财政政策展望：积极力度略有下降	36
3. 加快形成“双循环”新发展格局	37
四、政策建议	38
(一) 以要素市场化为抓手全面深化改革	38
(二) 以全面数字化为引领加速经济体系转型升级	38
(三) 以民生富裕化为导向持续改善人民生活品质	39
(四) 以贸易规则一体化为动力推动高水平对外开放	39
主要宏观经济及金融数据一览表	40

一、全球经济形势：2020 年回顾与 2021 年展望

（一）2020 年回顾：疫情冲击下的负增长

2020 年，受新冠疫情这一近百年来最严重的公共卫生事件冲击，全球产业链突发性中断，国际金融市场出现剧烈震荡，全球经济断崖式下跌。各国大都采取了史无前例的财政和货币宽松政策予以应对，并积极推进复工复产进程，下半年以来经济增速逐渐触底回升。IMF 在 10 月《世界经济展望》中预测全球经济增速为-4.4%，较 6 月预测的-4.9%略有上调。

分国别看，美国采取了宽松的财政和货币政策，居民消费快速复苏，但由于疫情控制不当、反复暴发，生产端修复并不顺畅，从而表现出“需求强、生产弱”的特征，就业市场恢复元气仍需时日。欧元区在发达经济体中受疫情冲击最大，其经济表现也跟疫情发展势头密切相关。三季度以来，受疫情二次反弹影响，欧元区经济复苏出现降温势头，特别是服务业受冲击更大。日本经济上半年受疫情重创，下半年低位企稳，但因为疫情反复，总体状况依然严峻，经济恢复至疫前水平尚需时日。新兴市场由于检测和治疗能力相对落后，人口结构相对更加复杂，疫苗研发相对落后，疫情防控的时间将会更长，且出现反复的可能性很大，成为其经济发展的掣肘。

需要指出的是，在主要国家中，中国采取了最严格、最有效的疫情防控手段，并将稳企业保就业作为政策救助的首要目标，因此复工复产进程要远好于其他国家，目前生产能力已经恢复至疫情前水平。而其他国家在疫情失控之后选择优先救助家庭部门，这导致居民消费恢复的同时生产并未同步修复。疫情防控的错位和政策救助的差异，发达国家加大了从中国进口力度，使世界暂时恢复到 2008 年之前“中国生产，西方消费”的状态。

1. 美国：超宽松政策支持，深度衰退后脆弱复苏

2020 年，在疫情冲击之下，美国结束了史上最长扩张期，并在深度衰退后实现脆弱复苏。一季度实际 GDP 年化季率为-5.0%，近 6 年来首次负增长，开启衰退序幕。受 4 月全线封锁、消费锐减影响，二季度 GDP 年化季率为-31.4%，创 1947 年统计以来最大降幅。三季度由于大批劳动者返岗、消费支出和生产活动快速恢复，经济增速大幅回升，实际 GDP 年化季率录

得 33.1%，创有统计以来最大涨幅。四季度反弹幅度将会回落，全年呈现“V 型”走势。IMF 预计美国 2020 年经济增速为-4.3%。

疫情冲击之下，美国采取了超宽松的财政和货币政策，美联储在 3 月召开两次临时会议将联邦基金利率紧急下调至 0-0.25% 区间，并实施前所未有的无限量化宽松，设立商业票据融资工具 CPFF、一级交易商信贷工具 PDCF 等 13 项贷款措施，美联储资产负债表由 4.2 万亿快速扩张至接近 7 万亿美元。加上大规模的财政刺激托底需求，美国经济景气逐渐回升。

ISM 制造业 PMI 在 4 月达到 41.5% 的近 10 年低点之后持续反弹，10 月回升至 59.3%，创近 3 年峰值。零售销售额在经历了 4 月的断崖式下跌之后也开始持续回升。尤其值得关注的是，低利率支持下房地产市场表现尤为强劲。其中，成屋销售处于上升通道，指标一度跃升至近 14 年新高，10 月 NAR 季调后成屋销售年化月率 4.3%，新屋开工年化月率 4.9%，均超预期，与此同时，NAHB 房价指数已连续六个月抬升，11 月指标录得 90，再创历史新高。

但是，特朗普在疫情尚未控制的情况下急于推动复工复产，导致疫情不断出现反复，生产端修复受到影响，就业市场表现弱于预期。10 月失业率降至 6.9%，仍然超出疫前水平两倍。疫情之下，就业岗位可能会出现再分配，如更多人选择远程办公、网上购物等，社会经济结构的变化会引起结构性失业，从而导致一些就业岗位永久性流失。美国就业市场完全恢复尚需时日。

由于需求相对强劲，以核心 PCE 和核心 CPI 衡量的通胀水平在上半年回落触底后迎来反弹。二季度核心 PCE 指标大幅回落至-0.8%，疫情发酵、经济活动被迫“暂停”影响指数表现。三季度核心 PCE 同比增速冲高至 3.5%，实现由负转正，核心 CPI 同比增速反弹至 1.6%，服务业修复使得通胀超预期回升。

由于经济远未恢复至正常水平，美联储于 8 月宣布对长期目标和货币政策战略作出调整——采用灵活平均通胀目标制，力求在“一段时期内”实现平均 2% 通胀。主席鲍威尔近期表态，由于担忧第二波疫情冲击市场信心，将动用所有工具支持经济尽可能强劲复苏，但对实施负利率仍较谨慎。未来联储在制定货币政策时仍将重点考虑病毒传播和防控情况，若疫情对经济持续造成严重冲击，就会保持当前宽松的货币政策立场。短期内，预计将进一步采取宽松货币政策，适当扩大资产购买计划。

图 1：美国 GDP 环比折年率

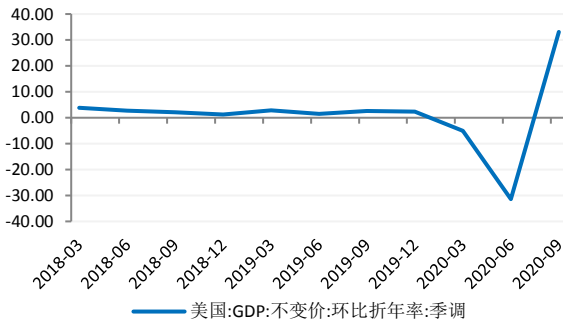


图 2：美国 ISM 制造业和非制造业 PMI

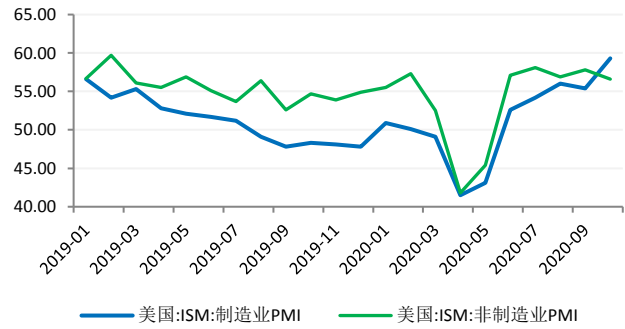


图 3：美国工业产出与零售销售指数同比增速

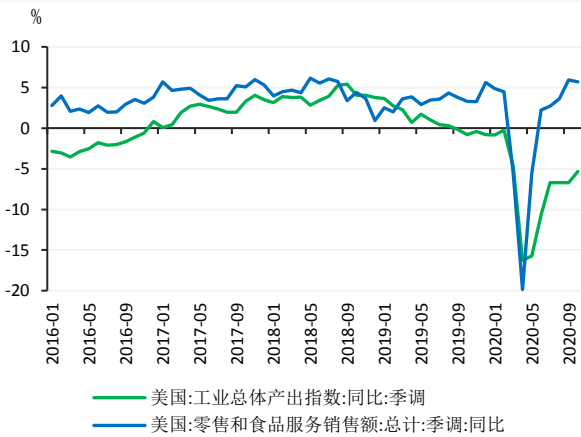
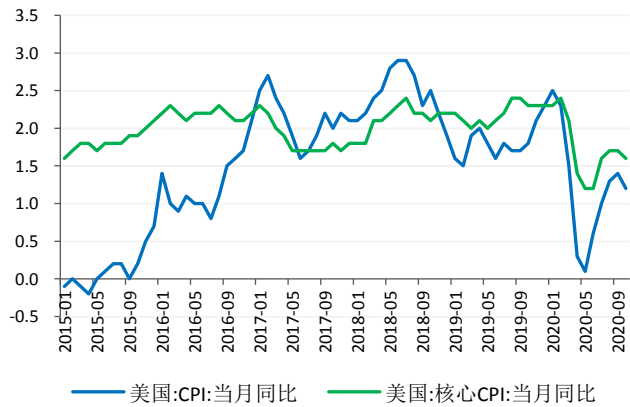


图 4：美国 CPI 与核心 CPI 同比增速



数据来源：WIND

2. 欧洲：疫情反复拖累经济，货币政策加码宽松

二次疫情致经济复苏降温。作为新冠肺炎疫情“震中”，2020 年欧元区在发达经济体中受冲击最大，一、二、三季度 GDP 同比增速分别增长 -3.3%、-14.8%和-4.4%。在政府严格封锁措施下，二季度欧元区 GDP 同比增速创历史新低。随着疫情有所缓解，欧元区经济在二季度初探底后稳步复苏。进入三季度，欧元区疫情出现二次反弹，多国纷纷重新收紧防疫措施，甚至重新实施封锁，经济复苏也随之出现降温，特别是服务业受冲击更大。据 IMF 预测，欧元区 2020 年经济增速为-8.3%，在主要发达经济体中表现最差。

制造业持续复苏，服务业加剧收缩。欧元区制造业 PMI 自年初以来持续收缩并在 4 月触底后反弹，7 月升至扩张区间后已连续五个月保持扩张；服务业 PMI 自 3 月以来仅在 7、8 月份有所扩张，随后再度加剧收缩，由 9 月的 48%大幅降至 11 月的 41.3%。本次疫情影响下的欧元区经济衰退主要

由服务业主导，其中餐饮、旅游、娱乐等人群聚集性产业的所受击最大，对中小企业的的影响程度也不断加深，进而使得失业率持续上升、消费需求骤降，使艰难复苏的欧元区经济雪上加霜。

需求骤降。欧元区零售销售环比增速在 3、4 月份大幅负增长探底后，二季度显著修复，但随着三季度疫情二次反弹，一方面许多国家关闭了非必要的零售商店，各国新的限制性措施对零售销售产生较大影响，另一方面疫情对就业和收入的影响使消费者态度谨慎，致使 9 月零售环比增速由正转负至-2%，不及预期。

劳动力市场持续趋弱。二季度以来，欧元区失业率总体逐月攀升，由 4 月 7.2%的历史低点升至 9 月 8.3%，创 2018 年 7 月 31 以来新高，工作岗位的持续流失对低收入群体造成较大冲击。**通缩风险上升。**年初以来，欧元区通胀持续下行，CPI 同比增速由 1 月的 1.4%降至 5 月的 0.1%，在 6、7 两个月短暂上行后，因能源价格下滑和二次疫情对需求产生的抑制影响，9 月录得-0.3%，连续三个月负增长并创 2015 年以来新低，加剧了疫情反弹引发通缩螺旋的担忧。

欧央行启动紧急抗疫购债计划（PEPP），欧盟设立复苏基金。3 月 18 日，此前一直避免采取激进货币刺激措施的欧央行出人意料地宣布启动 7500 亿欧元的紧急抗疫购债计划（PEPP），以应对疫情冲击。6 月 4 日，欧央行决定将 PEPP 规模扩大至 1.35 万亿欧元，扩张幅度高于预期，同时将期限从 2020 年底延长至 2021 年 6 月份。7 月 21 日，欧盟峰会设立总额 7500 亿欧元的复苏基金，为欧盟历史上最大规模经济刺激计划，一定程度展现出欧盟各国合作推动财政支持的团结信号。

英央行两次降息并两次额外扩大购债规模至 8950 亿英镑。在 3 月 11 日和 3 月 18 日非常规议息会议期间，英央行连续两次紧急降息 50 和 15 个基点，将利率降至 0.1%的历史低位，并先后在 6 月 18 日和 11 月 5 日的议息会议上宣布分别将资产购买总规模扩大 1000 亿和 1500 亿英镑，总体增至 8950 亿英镑。

图 5：欧元区 GDP 与三大需求对 GDP 的拉动

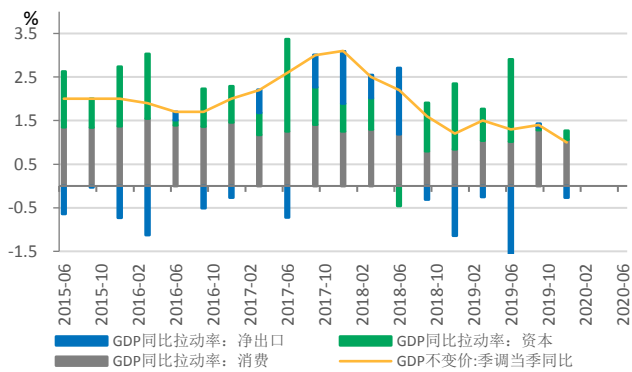


图 6：欧元区制造业 PMI 与服务业 PMI

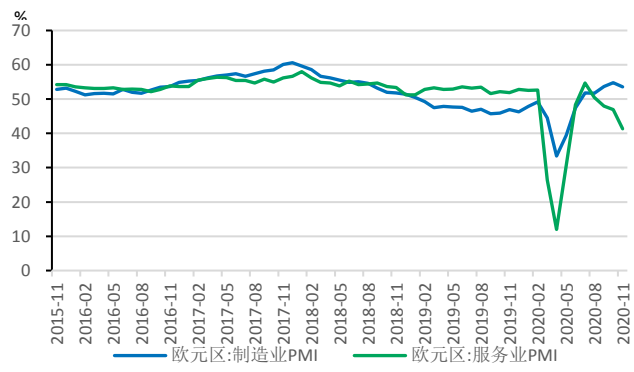


图 7：欧元区工业产出与零售销售指数同比增速

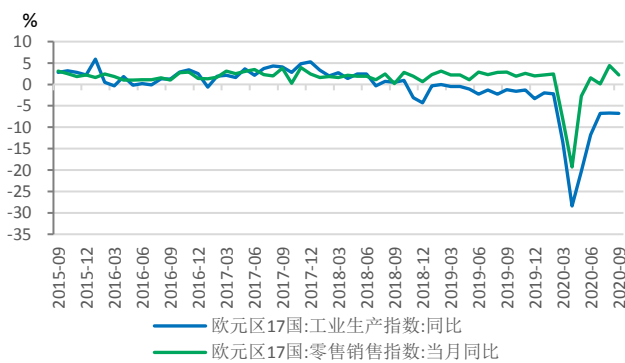
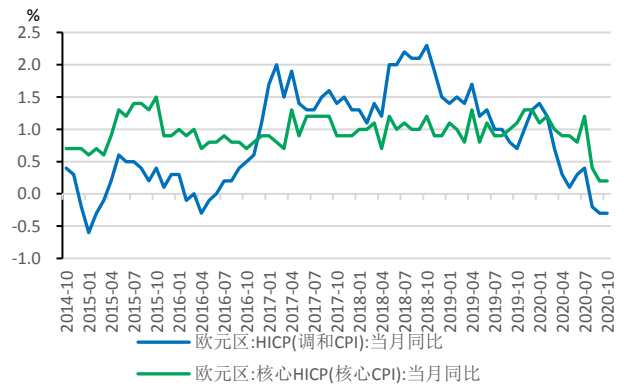


图 8：欧元区 CPI 及核心 CPI 同比增速



数据来源：WIND

3. 日本：经济形势严峻，政策刺激加码

疫情左右经济走势。一季度经济陷入衰退，GDP 环比下降 0.6%，连续第二季度录得负值。二季度 GDP 重挫，环比下降 7.9%，创 1980 年有可比数据以来的纪录最大降幅，9 年来首次连续三个季度负增长。三季度经济改善，GDP 环比增长 5.0%，创下有可比数据以来最大增幅。四季度经济复苏步伐可能放缓。IMF 预测日本 2020 年经济增速为-5.3%。

生产缓慢恢复。2020 年 6 月以来，随着日本重启社会经济活动，制造业、服务业生产持续修复。其中，制造业 PMI 从 5 月低点升至 10 月的 48.7%，服务业 PMI 从 4 月低点回升至 10 月的 47.7%。但 11 月受国内外疫情反弹影响，制造业、服务业再度恶化，PMI 分别回落至 48.3%、46.7%。

消费低迷。2020 年上半年，由于消费者减少外出，加之店铺歇业或缩短营业时间，日本家庭消费支出显著减少。紧急状态解除后，被抑制的消

费开始释放，家庭消费有所改善，但仍远低于 2019 年水平。**投资疲弱**。2020 年 4-9 月，反映企业设备投资动向的核心机械订单额同比降幅均在 15% 左右，其中 6 月降幅高达 25.3%，与疫前相比，民间设备投资在较低水平徘徊。

通缩风险持续升高。日本政府 2020 年 4 月至 5 月实施严格防控措施，国内经济活动受到抑制，核心 CPI 连续两个月同比下降，6、7 月一度止跌企稳。但此后核心 CPI 再次连续下降，10 月核心 CPI 同比下降 0.7%，降幅较上月扩大 0.4 个百分点，为 2011 年 3 月以来最大。**就业形势严峻**。2020 年 2 月以来，日本失业率逐步升至 3.0%，完全失业人数持续增加；有效求人倍率连续恶化，降至 2013 年 12 月以来最低水平，反映每名求职者对应的招聘岗位数量减少。与失业人数剧增的美国等国家相比，日本失业率变动并不显著，这一方面是由于日本劳动力市场长期供不应求，另一方面与日本企业大量使用非正式员工等因素相关。疫情期间，日本企业大多采取停聘非正式员工或让员工“休业”的方式规避裁员。

为缓解疫情对经济的冲击，日本央行加大货币宽松力度，以支援企业资金周转和稳定市场。一是无限量购买日本国债，取消之前每年约 80 万亿日元购债规模的额度限制，以保证长期利率稳定在 0 左右；二是提高交易型开放式指数基金（ETF）年度购买目标至 12 万亿日元，提高房地产投资信托基金（J-REITs）年度购买目标至 1800 亿日元；三是推出企业融资对策，规模在 110 万亿日元，其中包括无息贷款项目、公司债券购买计划等内容。与此同时，日本政府亦出台了史上最大规模经济刺激计划。计划总规模超过 230 万亿日元，包括财政支出、财政投融资和民间相关支出，约为日本实际国内生产总值的 40%。

图 9：日本 GDP 与三大需求对 GDP 的拉动

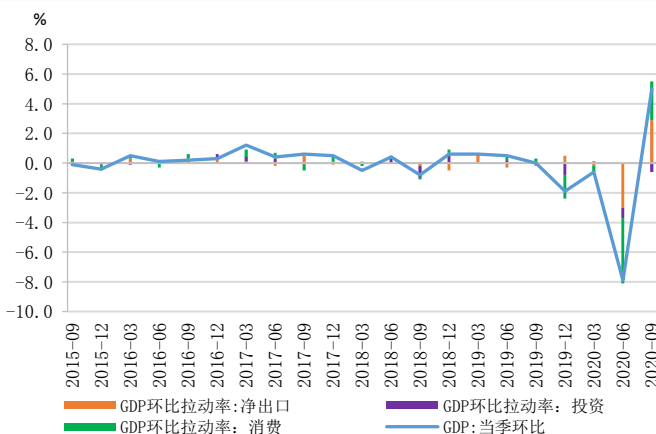


图 10：日本制造业 PMI 和服务业 PMI

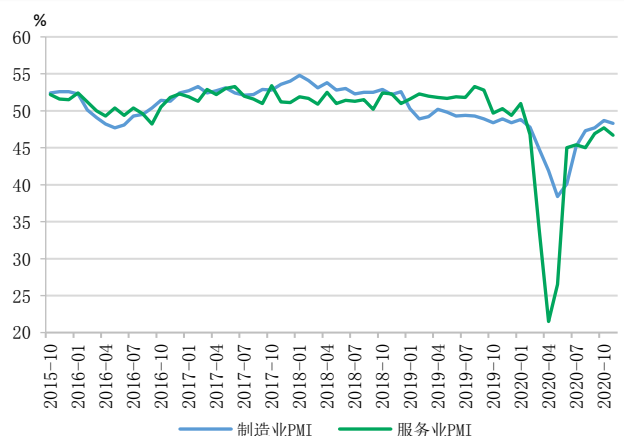
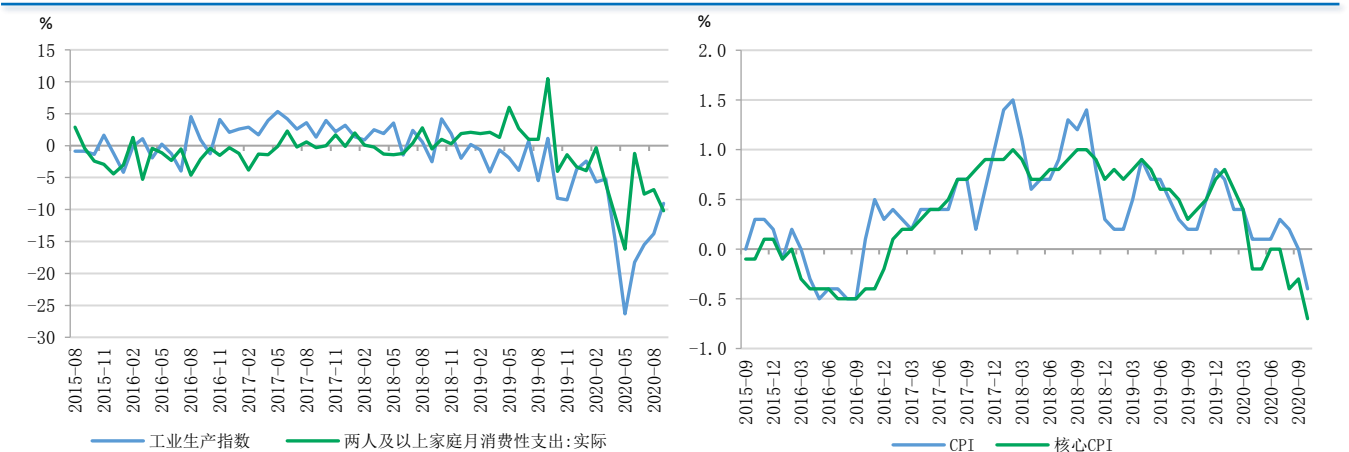


图 11：日本工业生产指数与家庭消费支出同比增速

图 12：日本 CPI 和核心 CPI 同比增速



数据来源：WIND

4. 新兴经济体：经济缓慢复苏，降息步伐渐缓

2020 年，部分新兴市场国家未能有效控制疫情蔓延，经济遭遇的冲击较发达国家更为严重，经济复苏进程相对缓慢且不均衡。从经济走势上看，主要新兴经济体经济在二季度出现大幅下滑，三季度开始逐渐复苏，但不均衡特征明显，四季度以来部分国家经济复苏步伐有所放缓。虽然 9 月以来新增病例开始下降，但是新兴经济体的检测和治疗能力相对落后，人口结构相对更加复杂，疫情持续时间可能较长、出现反复可能性较大，将成为其发展的掣肘。

为了应对疫情冲击、推动经济复苏，新兴经济体大都实行宽松的货币政策，将基准利率降至历史最低水平，并出台一系列纾困政策。下半年以来，受限于通货膨胀和货币贬值的制约，加之进一步宽松空间有限，新兴经济体货币政策虽然继续保持宽松态势，但是降息步伐逐渐停止，并处于观望状态。IMF 预测新兴经济体 2020 年经济整体下滑 3.3%。

图 13：MSCI 新兴市场指数

图 14：“金砖国家” GDP 增速

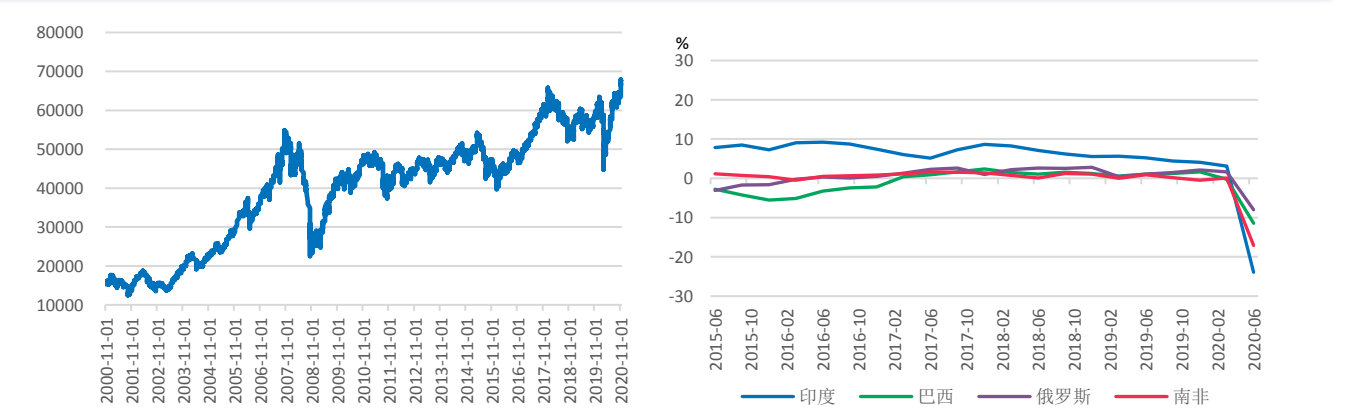


图 15：“金砖国家”通货膨胀率

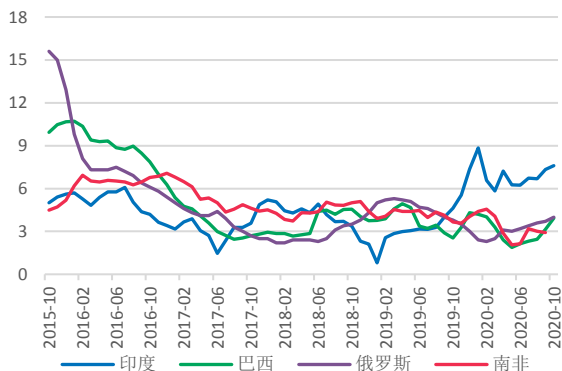
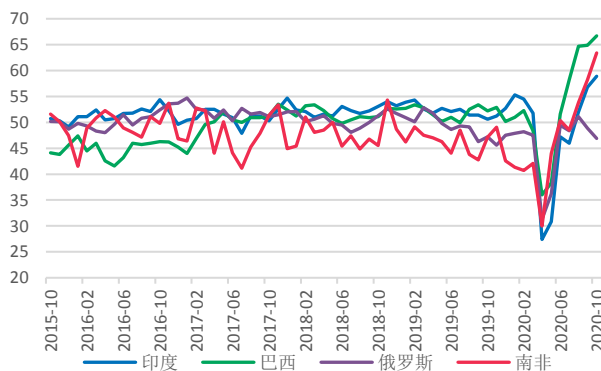


图 16：“金砖国家”制造业 PMI



数据来源：WIND

5. 全球市场回顾

2020 年，中美贸易摩擦、英国脱欧谈判和地缘政治风险退居其次，新冠疫情发展态势主导了市场波动，美国总统大选影响逐渐显现，全球市场在疫情防控和经济复苏的曲折道路上艰难前行。

外汇市场方面，美元指数经历了一轮暴跌-飙升-再次下跌的震荡运行过程。年初以来，美元指数快速下行，在 3 月 8 日触及 95.0586 低点之后快速触底反弹。由于市场急剧下挫，各类资产争相抛售，引发美元流动性危机，美元指数一度飙升，3 月 19 日触及 102.6881 高点。此后随着美联储的无上限 QE 和货币互换安排，美元流动性危机缓解，开始进入贬值通道，美元指数再次下行，8 月以来在 92-94 区间震荡，在 8 月 31 日触及 92.1711 低点。截止到 11 月 25 日，美元指数收于 92.0138，较年初下跌 4.6%。

债券市场方面，美债收益率迅速下行后基本持稳。年初以来，主要期限美债收益率迅速下行，尤其是 3 月后收益率出现断崖式下跌、并击穿 1%。其后，主要期限美债收益率基本持稳，其中，10 年期美债收益率波动下行，在 8 月触及 0.52% 的历史低位后，再度波动上行；2 年期和 3 个月期美债收益率走势较为平稳。截止到 11 月 25 日，3 个月、2 年和 10 年国债收益率分别为 0.09%、0.16% 和 0.88%，较年初分别下行 1.47%、1.4% 和 1.03%。

原油市场方面，国际油价快速下跌后回升持稳。年初以来，受需求不确定性及供给冲击等因素影响，国际油价快速下行，4 月下旬，布油触及 19.33 美元/桶的 2002 年 2 月以来低点，美油更是史无前例录得 -37.63 美元/桶的负油价。其后，在疫情形势逐渐向好和主要产油国大幅减产等因素支撑下，油价逐渐回升并持稳，布油和美油分别在 45 美元/桶和 42 美元/桶附

近波动。截止到 11 月 25 日，布油收于 48.60 美元/桶，美油收于 45.71 美元/桶，年初以来分别下跌 26.4% 和 25.1%。

黄金市场方面，金价一路上涨后阶梯式下行。年初以来，市场避险情绪不断升温，伦敦金价一路上涨，在 8 月 7 日触及史上最高点 2075.14 美元/盎司；其后，市场避险情绪有所回落，价格阶梯式下行。截止到 11 月 25 日，伦敦金现收于 1807.53 美元/盎司，较年初上涨 19.1%。

（二）2021 年展望：“后疫情时代”的共振复苏

展望 2021 年，由于疫情冲击逐渐减弱，特别是疫苗有望于下半年全面推开，经济社会将恢复正常，世界进入“后疫情时代”，全球经济有望出现共振复苏。IMF 预测全球经济 2021 年将恢复至 5.2%。

分国别看，美国在拜登总统上任之后，疫情防控情况有望改观，财政救助计划如能及时推出，将有助于经济反弹。欧元区经济复苏仍将脆弱曲折且不均衡，货币政策大概率延续宽松立场。日本经济将受奥运景气带动，但短期难以恢复到新冠疫情发生前的水平，货币政策保持宽松。新兴经济体经济将恢复增长，但是地区之间会存在较大差异，货币政策将继续保持观望态势。

1. 美国：拜登新政助力，经济迎来新局

展望 2021 年，美国即将迎来新晋总统拜登，疫情防控和经济发展都将迎来新局面，IMF 预测美国经济有望增长 3.1%。

首先，拜登更重视疫情防控。与特朗普相比，拜登力主科学防疫，包括强制各州执行“口罩令”，加大疫情检测和追踪，为居民提供清晰防疫指南等，这将有助于美国实现疫情缓和，为经济复苏营造良好环境。而在 2021 年下半年疫苗正式投入使用之后，社会将会重新开放，生产端将会加快修复，推动经济明显反弹。

其次，刺激政策将为经济助力。美国新一轮财政救助计划由于两党分歧和美国大选而迟迟未能推出，拜登上任之后，第二轮财政刺激方案有望出台。鉴于拜登长期担任参议员的经验以及其跨党派协商的能力，预计在拜登上台后至少将推出 1 万亿美元以上的大额财政援助，以支持美国居民和企业部门。两党在基建问题上不存在根本分歧，后续出台强有力基础设施法案的可能性不低，随基建投资发力，“弱供给”状态或明显改善，从而拉动就业和通胀、推动经济复苏。

最后，货币政策将保持宽松。美联储已在新的货币政策框架下引入平均通胀目标值，而且表示没有必要再度加强前瞻指引，货币政策将继续保持宽松基调，如有必要，美联储或扩大 QE 规模。此外，主席鲍威尔解释负利率会带来银行利润减少、贷款规模紧缩等不利影响，多家联储银行行长、FOMC 票委也在公开演讲中表示不赞同负利率，经济前景高度不确定时实施负利率措施的概率明显降低。

风险因素方面，一是需要关注劳动力市场的恢复情况。疫情对工作方式产生深远影响，更多人选择郊区买房、居家办公，这将导致一部分低端就业人群面临永久性失业；二是房地产市场的过热苗头。极度宽松的政策之下，美国房地产市场已经重返火热状态，房价持续上涨的苗头值得关注。

2. 欧洲：经济缓慢复苏，修复仍需时日

展望 2021 年，欧元区经济有望较 2020 年显著复苏。但受制于海外疫情短期内难以完全消退以及英国脱欧给英欧双方后续发展带来的不确定性，叠加人口老龄化、政治困局等固有问题，预计 2021 年欧元区经济复苏仍将脆弱曲折且不均衡。据 IMF 预测，欧元区 2021 年经济增速为 5.2%。

欧元区经济修复仍需时日。一是劳动力市场隐忧较大。部分国家受制于财政资金限制，不得不逐步到期退出职位保留计划和贷款项目等就业支持政策，很多暂时性休假的企业员工恐难有机会重返岗位，失业率仍可能大幅攀升，2021 年初或出现第二波失业潮，进而会影响居民消费。二是不确定因素影响投资者信心。受欧洲地区积极控制疫情以及各国政府和欧盟推出的多项纾困政策提振，投资者对欧元区乃至欧盟地区的凝聚力信心有所增强，但经济前景和英国脱欧影响的不确定性预计仍将对投资者信心形成打压。三是内部分化加剧，债务和财政状况加速恶化。2021 年欧洲各国疫情防控和财政救助支出仍将显著增加，叠加经济增速放缓，一些国家政府债务水平将进一步上升，财政状况可能加速恶化。

欧央行 2021 年货币政策大概率延续宽松立场。一是通胀短期内难以达到政策目标；二是疫情二次暴发严重程度远高于第一次疫情，各国再次加强封锁措施对经济的冲击短期内难以快速消退，经济复苏仍任重道远；三是欧央行紧急抗疫购债计划（PEPP）远未足额使用。同时由于负利率下降息的必要性和空间都较为有限，2021 年欧央行大概率保持观望状态，若新冠肺炎病例持续保持高增，上半年有可能通过加大月度购债规模来继续加码货币宽松。下半年随着疫情得到控制，有可能通过减少月度购债规模来

放缓货币宽松的力度和步伐。考虑到欧洲各国政府仍需通过经济刺激政策来稳定劳动力市场和中小企业、促进经济复苏，因此预计 2021 年欧元区财政政策仍将保持积极和协调一致，短期内不会采取财政紧缩政策，以复苏基金为代表的欧盟财政一体化有望进一步得到推动。

3. 日本：奥运景气拉动，经济企稳反弹

展望 2021 年，疫情冲击逐步退去之后，日本经济将持续复苏，但受居民收入增速放缓、政府债务高企、老龄化趋势严峻等因素制约，短期难以恢复到新冠疫情发生前的水平。IMF 预计，2021 年日本经济将从-5.3%反弹至增长 2.3%。

经济复苏的支撑因素包括：其一，随着全球进入“后疫情时代”，国内外经济活动将会相继重启，生产、消费和出口将呈现复苏态势。其二，东京奥运会将会与 2021 年举行，奥运景气将会对投资和消费产生积极拉动作用。其三，新首相菅义伟将延续安倍的诸多经济政策，可以稳定市场预期，减少不确定性。

经济面临的下行风险主要包括：一是消费增长乏力。疫情导致破产企业快速增多，就业形势严重恶化，家庭收入大幅下降，会削弱居民消费能力和意愿。由于对经济前景存有危机感，消费者将进入“节约模式”，难以走出“低欲望社会”的消费心态。二是政府债务高企，财政刺激措施难以以为继。为缓解疫情对经济的冲击，日本政府接连出台了二份补充预算案，目前正编制第三份补充预算案，2020 财年预算支出已增至 160.3 万亿日元，国债发行额 90.2 万亿日元，财政对于债务的依存度创纪录的达到 56.3%。三是少子化、老龄化趋势愈发严峻，这会导致劳动力不足、创新能力下降、社保费用膨胀、内需疲弱、债务延续困难等问题。

预计货币政策保持宽松态势。由于物价指数出现负增长，通缩压力加大，而且复苏前景仍面临不确定性，特别是就业形势严峻，预计日本央行会继续维持宽松政策，继续将短期利率维持在-0.1%的水平，并通过无限量购买国债使 10 年期国债收益率维持在 0%左右。不过，2020 年三季度末日本央行资产负债表规模已经达到国内生产总值的 137%，远高于美国 36.3%和欧盟 63.6%的水平，这无疑会导致持续的市场扭曲。考虑到货币政策成本日渐上升，部分宽松政策会在疫情消退后逐步退出，措施包括减少交易型开放式指数基金（ETF）和房地产投资信托基金（J-REITs）年度购买目标、减少购买企业债和商业票据等。

4. 新兴经济体：经济恢复增长，政策保持观望

展望 2021 年，新兴经济体经济将恢复增长，但是地区之间将继续分化。以中国为核心的全球产业链供应链将会平稳运行，产业链上的亚洲新兴经济体有望获得快速扩张。全球复苏共振带动大宗商品价格上涨，对于拉美、中东、非洲等地区的经济增长有利。IMF 预计新兴经济体 2021 年经济增速为 6.0%。

货币政策方面，预计新兴经济体货币政策 2021 年将继续保持观望态势：一方面，疫情冲击尚未结束，复苏前景仍偏脆弱，需要政策保持宽松；另一方面，物价或将随大宗商品价格走高而继续回升，又限制了政策宽松的空间。

对新兴经济体而言，需要关注的风险因素包括疫情的再次爆发、过早取消经济支持政策、金融条件收紧、流动性短缺和企业破产增加、社会动荡加剧、地缘政治紧张、贸易政策不确定性和技术摩擦、与气候相关的自然灾害等。

5. 全球市场展望

外汇市场。美元指数短期利空但中期有支撑。展望 2021 年，预计美元指数短期仍将以贬值为主。一是大选尘埃落定后市场避险情绪回落；二是拜登上台后加大了市场对美国扩大财政刺激的预期；三是美联储近期议息决议称仍将长期维持零利率状态；四是全球经济向好，美元作为反周期资产将会走弱。但从中期来看，预计下降空间有限，并且具备阶段性反弹的条件。一是拜登上台会对美国经济的发展提供更加有利的政策环境和外交政策，美国经济基本面向好，对美元形成支撑；二是拜登主张尊重美联储的独立性和专业性，相比特朗普无条件追求弱美元并施压美联储的做法，更倾向于捍卫美元霸权；三是不排除在英国硬脱欧、疫情出现反复等不确定性推动下，美元出现阶段性避险式反弹。

债券市场。美债收益率或将持稳上行。展望 2021 年，拜登上台后力主科学防疫，在新冠疫情逐渐得到有效控制的情况下，美国经济有望逐渐复苏，基本面逐渐向好；经济复苏下大宗商品价格有望回升，以及产业链供应链调整，将会导致通胀预期上升；全球不确定性仍居高位、但有所缓和，风险偏好有所好转，风险溢价有望稳中有降。这些因素都将推动美国国债收益率逐渐走高。

黄金市场。黄金有望在平衡中保持偏强势格局。展望 2021 年，从通胀角度看，在经济修复背景下，2021 年全球物价水平将有所回升、中枢区间有所提高，抗通胀因素将推动黄金价格上行。从定价货币角度看，2021 年美元相对弱势，对黄金价格形成利好。从防风险角度看，2021 年全球避险情绪有所缓和，但仍存在疫情反复、英国硬脱欧等风险事件，将推动金价的向上波动。不过，考虑到 10 年期美债收益率将逐渐企高，这将限制黄金价格涨幅。

原油市场。原油价格或波动上行。从需求角度看，2021 年全球经济将会出现明显复苏，需求因素将会持续扩大，推动原油价格走高。从供给层面看，OPEC+为应对疫情冲击而进行主动减产导致闲置产能较高，对原油价格有支撑和稳定作用。此外，拜登并不认可特朗普的化石能源自给战略，将力主推行绿色能源，不利于美国原油供给恢复。从计价货币看，2021 年美元指数相对弱势，将对原油价格形成利好。

二、中国经济形势：2020 年回顾与 2021 年展望

（一）2020 年回顾：抗疫成功，V 型反弹

2020 年 1 月 15 日，当中美终于签署第一阶段经贸协议、结束了延续近两年的贸易争端时，全世界都对 2020 年的全球经济充满憧憬。但疫情的突然暴发使这一切成为泡影。全球经济陷入大萧条以来最严重的下滑，中国经济也出现了罕见的季度负增长。面对突如其来的冲击，中央积极部署措施，统筹疫情防控和经济社会发展工作，复工复产逐月好转，经济增速逐季回升，有望成为唯一一个实现增长的经济体。

1. GDP：供需两端相继复苏，全年 2.2% 左右

一季度，供需两端同时下滑。突如其来的新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来了前所未有的冲击，前两个月数据出现断崖式下跌，但进入 3 月之后，经济社会在常态化疫情防控中逐步趋于正常，复工复产率逐渐提升，各项经济指标明显反弹。一季度 GDP 同比下降 6.8%，略好于市场预期，全方位体现了统筹疫情防控的积极效果以及我国社会经济发展的韧性。

二季度，供给端复苏快于需求端。在一系列政策作用下，中国复工复产进程明显加快，工业增加值 4 月已实现转正，带动经济运行稳步复苏，GDP 同比上涨 3.2%，高于一季度 10 个百分点，凸显了中国经济的强大韧性和潜力。

三季度，需求端加速复苏。在疫情基本得到控制后，我国经济复苏态势持续向好，总需求继续平稳回升，主要指标逐步上行，GDP 同比增长 4.9%，尽管增速略低于市场预期，但在主要经济体中仍然一枝独秀。

图 17：我国 GDP 当季同比增速

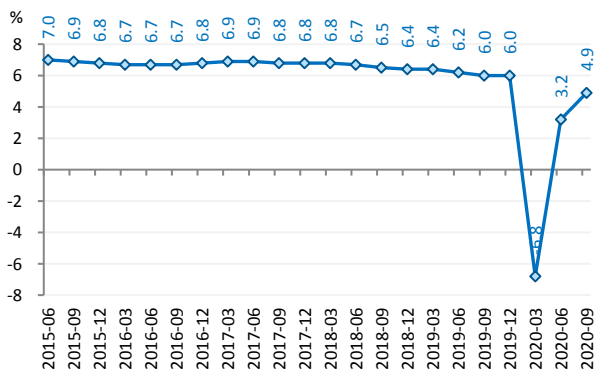
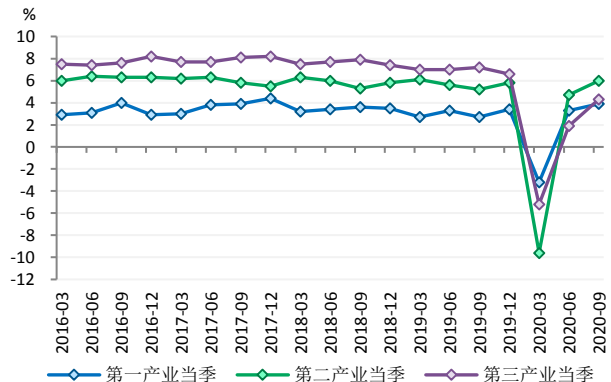


图 18：三大产业增加值同比增速



数据来源：WIND

四季度，供需两端同步向好。10月餐饮收入同比增速转正，预示着我国传统服务业将继续回暖。在供需两端同比复苏的推动下，经济增速回归正常水平，4季度GDP增速有望回升至5.5%左右水平，全年有望实现2.2%左右的正增长。

2. 供给端：工业生产率先修复，服务业逐渐加快

工业生产率先完成修复。年初由于受到疫情意外冲击，社会经济进入暂停状态，工业生产大幅下滑，1-2月增速为-13.5%，为有统计以来最低水平。春节之后，政府把复工复产作为首要目标，工业增加值增速迅速反弹。从单月增速来看，4月实现由负转正，7月达到上年同期水平；从累计同比增速来看，1-8月增速实现转正，前10个月累计同比增速为1.8%，工业生产修复率先完成。

工业生产快速修复的三大原因。一是相比于服务业，工业生产受疫情冲击相对较小，由停工转向开工的难度也相对较小；二是政策加大支持力度。政府把“保企业稳就业”作为各项工作核心，通过一系列减税降费、减租降息等手段，降低企业负担，确保企业能够开工运行；三是内外需的逐步好转推动企业加快生产。下半年以来，外需明显走好，内需也逐渐恢复，工业企业利润增速明显好转，企业进入主动补库存阶段，共同推动工业生产速度进一步加快。

服务业修复逐渐加快。一季度，我国采取了相当程度的封锁措施阻止疫情蔓延，1-2月服务业指数出现了-13%的降幅。此后，随着复工复产展开和社会环境逐渐恢复正常，服务业指数开始回暖，但服务业更依赖于线下接触，所以修复速度相对较慢。从单月增速来看，5月份实现转正，10月份超过上年同期水平；从累计增速看，前10个月累计增速为-1.6%，仍未转正。

服务业分化明显。服务业中房地产业是复苏最快的。由于市场利率明显下降以及地方政府采取的鼓励措施，房地产业率先消化疫情冲击。据统计局数据，10月份房地产业生产指数同比增长9.9%，较上月加快3.4个百分点；交通运输、仓储和邮政业同比增长9.2%较上月加快3.1个百分点。此外，10月租赁和商务服务业生产指数年内首次由负转正，住宿和餐饮业生产指数降幅继续收窄。

图 19：工业增加值同比增速

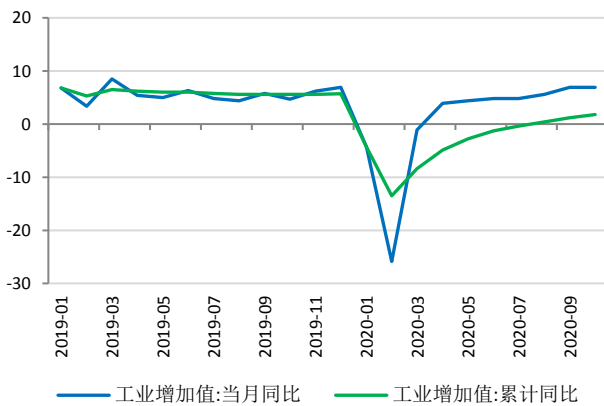
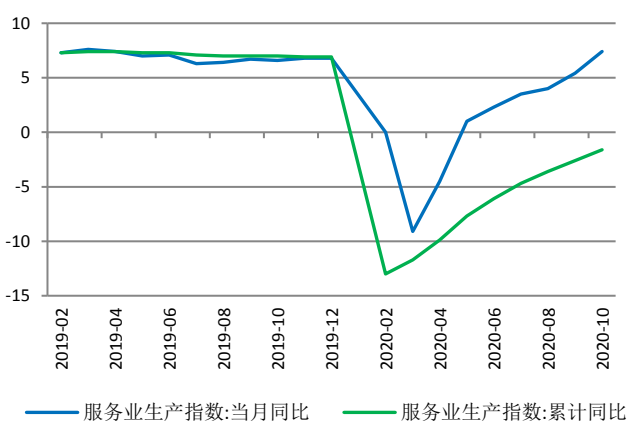


图 20：服务业生产指数同比增速



数据来源：WIND

3. 需求端：投资稳健复苏，消费先抑后扬，出口好于预期

(1) 固定资产投资增速：基建有效托底，制造业恢复偏慢，房

地产快速恢复

固定资产投资由负转正，稳步回升。一季度、上半年及前三季度固定资产投资累计同比增速分别为-16.1%、-3.1%和 0.8%。1-10 月固定资产投资同比增长 1.8%，增速比 1-9 月份提高 1.0 个百分点，经回算，10 月固定资产投资当月同比约增长 9.5%，为 2020 年以来最高增速。四季度，各地区、各部门稳投资政策将继续保持。地方债发行任务接近完成，银行信贷尚有一定新增空间，基建 Reits 尚在推进，资金面保持相对中性。预计未来两月固定资产投资将继续保持温和恢复态势，全年固定资产投资增长 3.0% 左右。

基建投资弱于预期。一季度、上半年及前三季度累计同比增速分别为 -19.7%、-2.7%和 0.2%，1-10 月基础设施投资增速同比增长 0.7%，比 1-9 月份加快 0.5 个百分点。经回算，10 月基础设施投资当月同比约增长 4.4%，连续第 3 个月加快。预计全年同比增长 1.6% 左右。基建投资增速不仅显著弱于同期地产投资增速，也不及过去几轮稳增长压力下的基建扩张速度。

限制基建投资反弹的因素包括：一是地方政府在“六保”压力下将资金优先投向科教文卫、社会保障、脱贫攻坚等领域；二是优质项目不足，且存在专项债向棚改分流等因素；三是经济增长好于预期，地方政府稳增长意愿下降，专项债管理使用趋于谨慎，项目新开工节奏放缓。此外，三

季度洪涝灾害也对基建投资产生了一定影响。近期中央地方紧抓重点项目，决战四季度增长，做好“十三五”收官，为“十四五”投资促进经济结构调整和产业升级打下良好基础。预计全年基建投资同比增长 1.6%左右。

制造业投资恢复相对偏慢，但近期逐步发力。一季度、上半年及前三季度累计同比增速分别为-25.2%、-11.7%和-6.5%。1-10月制造业投资同比下降 5.3%，降幅比 1-9 月份收窄 1.2 个百分点。经回算，10 月制造业投资当月同比约增长 3.7%，连续第二个月加快，且自 8 月以来连续 3 个月回到正增长区间。

推升制造业投资的因素包括：一是终端需求好转推动价格回升，改善企业家信心。9 月工业企业利润总额同比增长 10.1%，持续保持两位数以上增速，三季度制造业企业家信心指数已经回升至 131.86，达到 2019 年下半年以来的最高水平；二是产能利用率持续回升。三季度全国工业产能利用率为 76.7%，已高于上年同期水平；三是政策支持。央行引导金融机构加大对实体经济的支持力度，近几个月企业中长期贷款增速持续走高，均有利于制造业投资增速回升。但由于此前 1-7 月累计跌幅较大，到年底实现转正仍有困难，预计全年同比下降 3.4%左右。

房地产投资快速恢复，表现亮眼。一季度、上半年及前三季度累计同比增速分别为-7.7%、1.9%和 5.6%。1-10 月房地产开发投资同比增长 6.3%，较 1-9 月加快 0.7 个百分点。经回算，10 月房地产投资当月同比约增长 12.7%，为近两年来最快增速。

由于房企融资环境在“345”新规下显著收紧，迫使房企加大周转力度，加快建设与销售进度，同时，疫情早期的工程进度拖累也使得房企有更大意愿赶进度，使得投资增速能呈现回追式提升。不过随着房企拿地意愿下降，市场逐步趋冷，预计房地产开发投资的高增长已经基本见顶，全年投资将同比增长 6.9%左右。

民间投资降幅继续收窄。民间投资 1-10 月同比下降 0.7%，增速比 1-9 月收窄 0.8 个百分点，比 2019 年同期回落 5.1 个百分点，降幅稳步收窄，但仍低于全部投资增速 2.5 个百分点。经回算，10 月民间投资当月同比约增长 7.1%，为连续第 4 个月正增长，但较 9 月当月回落了 0.9 个百分点。与政府投资相比，民间投资受到疫情的影响相对较大。不过，近期部委及地方密集出台了一系列促进民间投资的政策，着力放宽市场准入、优化营商环境、建立长效机制，民间投资将逐步提振，预计全年降幅将收窄至 0.5%左右。

图 21：固定资产投资与民间投资累计同比

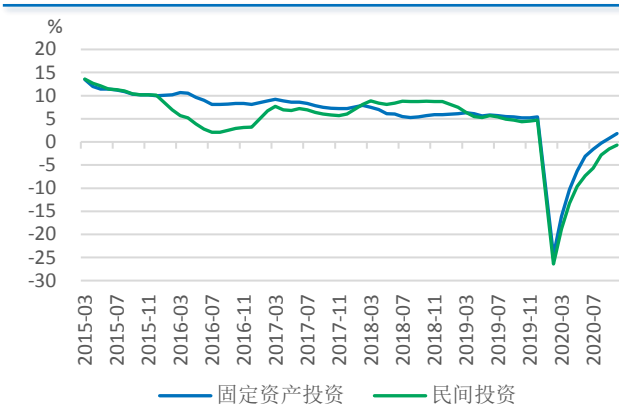
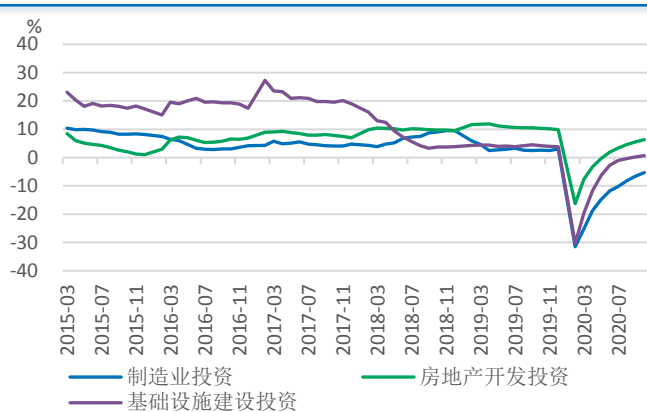


图 22：固定资产投资分项数据



数据来源：WIND

(2) 社会消费品零售：增速先抑后扬，预计全年下降 3.2%

2020 年消费先抑后扬。上半年受到疫情防控因素限制，线下接触型消费断崖式下跌，线上消费则明显加速。下半年线下消费逐渐回暖，推动消费增速逐渐向正常水平靠拢，8 月社会消费品零售总额年内首次转正。1-10 月累计同比下降 5.9%，较上年同期回落 14 个百分点，预计全年下降 3.2%。

我国消费主要呈现出四方面特征：一是线下接触型消费受疫情影响较大，对社会消费品零售总额增速造成重大拖累。随着居民外出购物、就餐和旅游活动增多，百货店等实体店铺持续改善，餐饮、住宿等消费稳步恢复。1-10 月餐饮收入同比下降 21.0%，降幅比 1-9 月收窄 2.9 个百分点，其中 10 月餐饮收入同比增长 0.8%，增速年内首次转正。

二是疫情期间，我国线下消费向线上转移趋势明显，网络购物、订餐、娱乐等新型消费蓬勃壮大。1-10 月份，全国网上零售额同比增长 10.9%，比 1-9 月份加快 1.2 个百分点，明显高于同期社会消费品零售总额增速。其中，实物商品网上零售额增长 16.0%，比 1-9 月份加快 0.7 个百分点，占社会消费品零售总额的比重为 24.2%，较上年同期高 4.7 个百分点。

三是车市在疫情后呈现 V 型反转态势，销售增长强劲，对整体消费市场回暖产生了明显带动作用。7-10 月份，限额以上汽车类商品零售额均保持在 11.0% 以上的增长水平。其中，10 月汽车类商品零售额同比增长 12.0%，增速比 9 月份加快 0.8 个百分点，拉动社会消费品零售总额增长约 1.1 个百分点。这首先是因为疫情改变了人们的出行需求；其次是国民经济持续稳定恢复，稳住了消费信心；第三是 2020 年以来各部门各地区相继推出放宽限购限行、鼓励购买国六车型、补贴新能源车型、推动以旧换新、开展“汽

车下乡”等措施，积极促进汽车消费。

四是吃穿用等基本消费需求稳定增长，商品消费持续升级。1-10 月份，化妆品类、文化办公用品类、通讯器材类、中西药品类等升级商品分别同比增长 5.9%、4.5%、7.3%、6.7%，销售增幅明显。这一方面是因为随着复工复产有序推进，供给能力不断提升，特别是新一代信息技术的应用创造出更多新业态新模式，进一步激发了消费潜力的释放；另一方面源于疫情强化了居民公共卫生和健康意识，从而带动健康消费增速由负转正，同时也助推消费升级步伐不断加快。

图 23：名义消费与实际消费同比增速

图 24：汽车与居住类商品消费同比增速

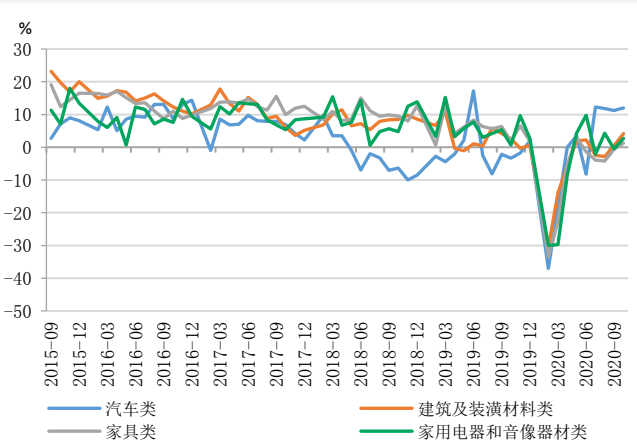
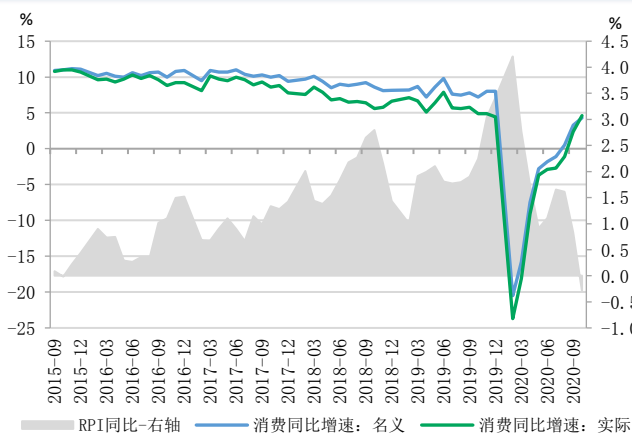
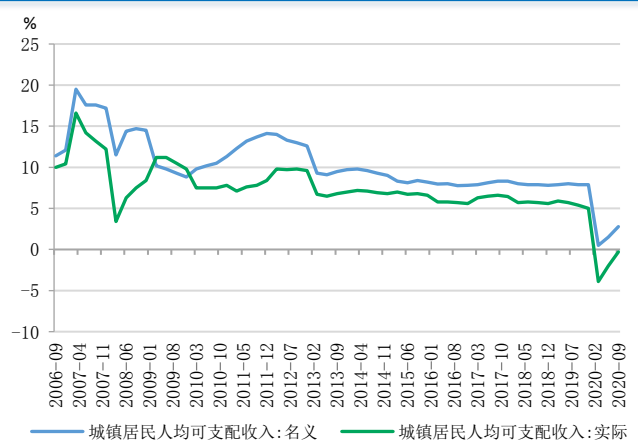
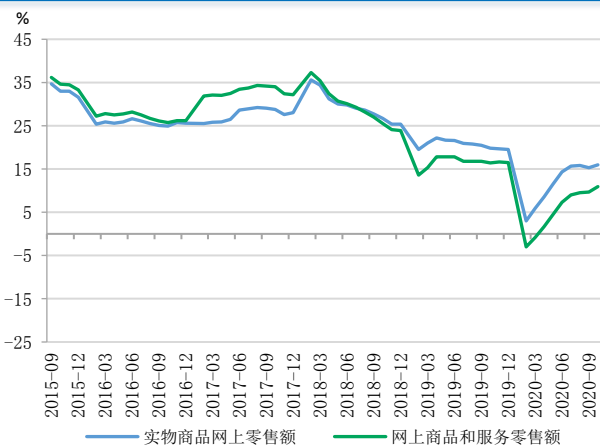


图 25：网上消费累计同比增速

图 26：城镇居民人均可支配收入累计同比



数据来源：WIND

（3）出口持续好于预期，进口略低于预期

出口形势好于预期。上半年受全球经济停摆影响，出口单月出现大幅负增长，但自下半年起，出口增速逐渐加快，10 月达到 11.4% 的高位，持

续超出市场预期。前 10 个月出口累计增长 0.5%，比上年同期高 0.6 个百分点。

出口持续好于预期的原因。一是出口订单未断档。海外疫情仍在扩散，防疫物资出口继续保持强势，远程办公出口明显增长。二是外需形势自下半年边际改善。三是疫情逐渐由发达国家蔓延至新兴经济体，使其出口受到影响，反而有利于中国出口走强。但**根本原因**还在于中国采取了跟其他国家不同的防疫政策，即在坚决控制疫情蔓延的前提下尽快推动复工复产，通过稳企业来保就业，而不是直接救助居民部门；而发达国家因为疫情失控且居民部门储蓄率偏低，大多直接救助居民部门，这导致居民需求恢复较快而企业生产修复较慢，从而只好加大进口力度，客观上也拉动了中国出口。

进口略弱于预期。与出口相比，进口略弱于预期。1-10 月进口下滑 2.3%，比上年同期高 2.5 个百分点，并未体现出内需的强劲复苏势头。预计 2020 年全年出口同比增长 2%，进口同比下降 1%。

进口弱于预期的原因。一是由于全球经济低迷，大宗商品价格持续处于低位，拉低了进口金额；二是受疫情影响，其他国家普遍面临生产停滞。不过，一些短期因素导致个别月份进口高增，如 9 月进口同比增长 13.2%，主要受美国禁令之前中国加大进口半导体芯片有关。

图 27：中国月度出口总额和同比增速

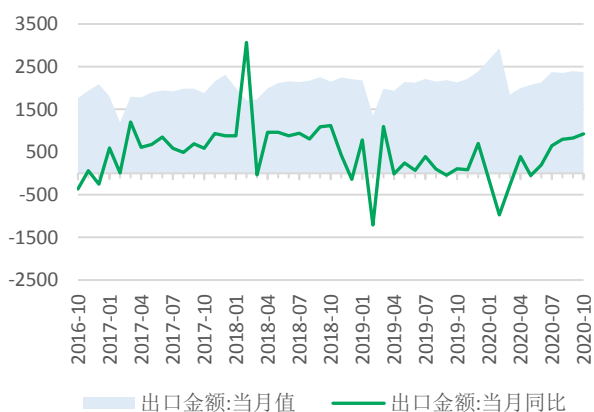
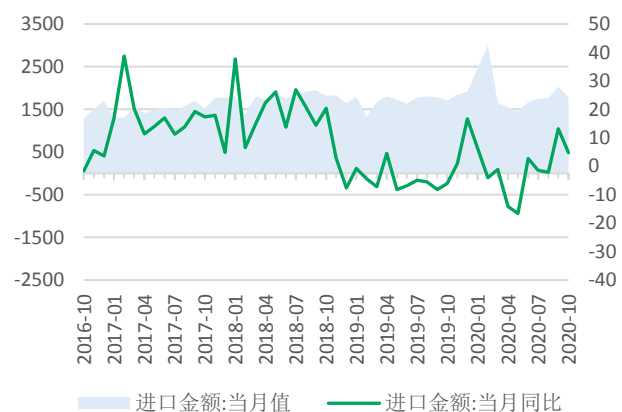


图 28：中国月度进口总额和同比增速



数据来源：WIND

4. 通胀形势：猪肉、疫情交织影响下呈前高后低走势

2020 年，猪肉与疫情成为影响通胀水平的两大因素，全年通胀水平前高后低。2020 年前 10 月 CPI 同比上涨 3.0%，较 2019 年同期加快 0.4 个百

分点。核心通胀同比上涨 0.9%，较 2018 年同期放缓 0.8 个百分点；PPI 同比下降 2.0%，较 2019 年同期降幅扩大 1.8 个百分点。2019 年开始的超强猪肉周期在 2020 年下半年逐步平息，但依旧推升全年食品价格大幅高于上年。同时，新冠疫情则显著拉低了非食品价格的涨幅，拖累核心通胀较年初预期下降约 1 个百分点。

猪肉价格在由年初顶点回落，主导食品价格前高后低的全年走势。受 2019 年非洲猪瘟与猪周期叠加影响，猪肉价格在 2020 年初创下历史新高（2 月同比上涨 135.2%）。但猪肉产能回补在 2019 年中开始，出栏量跌幅逐步收窄，到 2020 年年中供给已有所恢复，猪肉价格涨幅开始回落。尽管夏季在疫情后的需求恢复以及洪涝灾害冲击供给的影响下再次冲高，但临近四季度后继续回落（10 月同比首次转为下降 2.8%）。受猪肉价格影响，食品价格在波动中呈前高后低走势，1、2 月份疫情与春节叠加猪肉因素出现高于 20% 的涨幅，随后逐步回落，夏季洪涝灾害与台风季一度反复，四季度后则加速下跌（10 月同比涨幅仅为 2.2%）。

疫情对通胀的冲击具体体现为短期推升，中长期压制。一季度，新冠疫情的突然暴发导致复工复产受阻，物流与供应链停滞，严重影响了各类物品的供给，同时部分医药及生活必需品的短期囤货需求增加。在供给与需求一降一升的影响下，CPI 向上压力明显。随着疫情短期冲击逐步消散和猪肉价格供给恢复，CPI 连续下降，通胀压力减轻，表明疫情对经济的长期需求抑制作用开始超过短期供给压抑带来的价格推动作用。从结构来看，非食品价格受到疫情的中长期冲击较为明显，7 月以来非食品 CPI 已连续 4 个月在零增长附近，1-10 月非食品同比累计涨幅仅为 0.4%，较 2019 年同期回落 1 个百分点。

PPI 保持在负区间，工业领域持续通缩。2020 年，除 1 月 PPI 实现 0.1% 的短暂转正外，2 月开始工业领域再次陷入通缩状态。分段看，一季度新冠疫情对企业生产产生较大打击，产业链上下游需求萎缩，3 月份随着疫情在全球扩散，海外订单明显下滑，一些外贸企业订单遭遇大面积退订，工业企业下游需求急剧收缩；二季度新冠疫情冲击下，开始在全球扩散，大宗商品价格持续低迷，国际原油期货价格一度跌入历史性的负区间，PPI 跌幅进一步扩大；三季度外需在疫情中继续恢复，国际大宗商品价格整体上涨，国内大循环政策不断推出，国内工业领域需求继续复苏，PPI 通缩幅度有所减小。

未来可能出现短期双通缩格局。整体看，随着疫情的恢复以及“内循

环”相关支持政策的逐步推出，社会总需求开始回暖，10月去除食品和能源价格的核心CPI环比上涨0.1%，已连续3个月实现正增长。不过食品价格与上年同期基数的抬升，仍使CPI承压，预计未来数月内不排除CPI同比将转为负增长，形成罕见的CPI、PPI双通缩情景。预计全年CPI同比上涨2.5%，PPI同比下降2.0%。

图 29：居民消费价格指数月度同比与环比

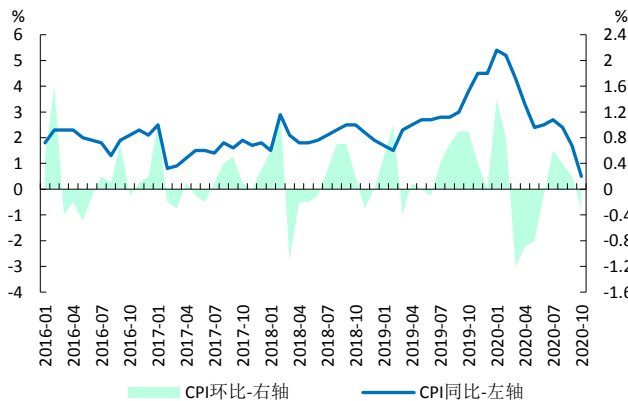
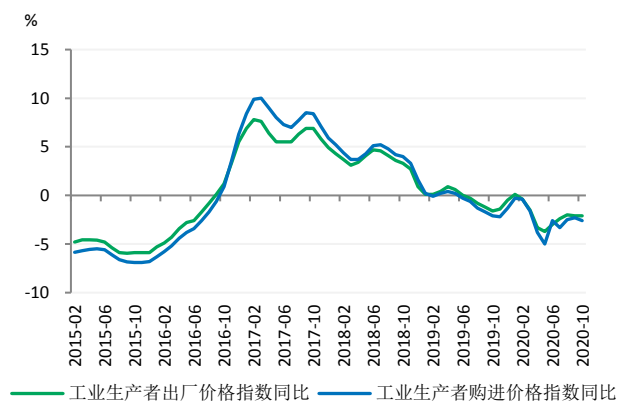


图 30：工业生产者购进与出厂价格指数月度同比



数据来源：WIND

5. 金融环境：宽信用对冲疫情，M1-M2 剪刀差收窄

为对冲疫情影响，上半年宽信用政策明显加速，央行创新政策工具密集出招，巨量货币投放与精准滴灌相结合，引导金融机构让利降低实体融资成本。但随着宏观经济基本面加快恢复，企业生产持续好转，下半年信用扩张速度边际有所趋缓，进一步侧重结构性发力，引导资金重点流向制造业、中小微企业，强化房地产融资监管，超常规政策将逐步有序退出。

M2 保持平稳增速，M1-M2 剪刀差持续收窄。2020年，除年初两月M2月同比增速报8.8%，其余月份均在10.1-11.1%区间内波动，中枢较上年提升1.5个百分点左右。截止2020年10月末，M2同比增长10.5%，较上年同期高2.1个百分点。M1-M2剪刀差从年初-8.4%收窄至10月的-1.4%，呈持续收窄态势。主要源于政策支持和引导下，疫情后企业经营、扩产、投资活动稳步提速，实体经济修复动力边际走强。

企业部门贷款结构持续优化，中长期贷款形成稳定支撑，短期贷款、票据融资后期出现明显回撤。截止10月末，人民币贷款余额170.06万亿元，同比增长12.9%，增速比上年同期高0.5个百分点。1-10月企业中长期贷款累计新增7.7万亿元，较上年同期多增2.6万亿元。与稳定的中长期资金支持不同，企业短期贷款虽累计新增2.6万亿元，较上年同期多增1.2

万亿元，但同比正增主要集中在 1-3 月抗疫专项额度集中投放，后期明显收缩，部分月份负增。此外，在监管打击资金空转下，1-10 月票据融资仅累计新增 3244 亿元，较上年同期减少 1.4 万亿元。

房地产韧性支撑居民部门中长期贷款稳增，对消费形成一定挤出。1-10 月居民中长期贷款累计新增 5.0 万亿元，较上年同期多增 0.5 万亿元，占累计新增居民贷款的 76.4%，高于 2019 年底的 73.4% 及过去三年均值的 74.6%。在疫情冲击和房地产挤出双重作用下，居民消费贷款表现不温不火。1-10 月居民短期贷款累计新增 1.6 万亿元，与上年同期基本持平。

社融对债券融资依赖较大，表外融资持续萎缩。1-10 月累计新增社融超 31 万亿元，同比多增 9.6 万亿元。分月来看，仅 2 月因疫情冲击停工造成融资需求骤减同比少增 928 亿元外，其余月份均同比高额多增。除贷款稳步增长外，政府债券融资成为支撑社融增速进一步走高的最大因素。1-10 月政府债券累计新增 7.2 万亿元，较上年同期多增 3 万亿元，占社融比重 23.2%，远超过去两年均值 15%。2020 年政府债券发行额度已接近兑现完毕、剩余月份对社融的支撑将明显减弱。此外，受利于资本市场改革，企业直接融资也对社融抬升起到重要支撑。1-10 月企业债券融资累计新增 4.3 万亿元，较上年同期多增 1.7 万亿元。1-10 月企业股票融资累计新增 7027 亿元，是上年同期融资额的 2.8 倍。受央行加大金融防风险监管影响，表外融资尤其是未贴现银行承兑汇票的贡献明显下降。

图 31：人民币信贷与社融增长情况

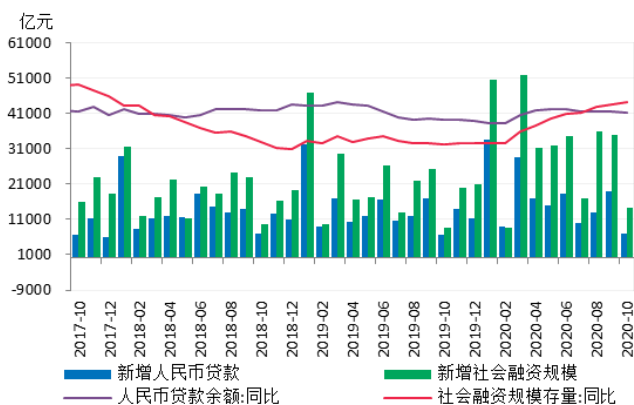
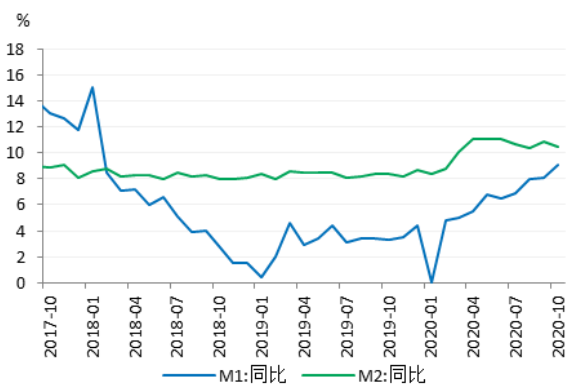


图 32：M1 与 M2 余额同比增速



数据来源：WIND

6. 金融市场：人民币汇率整体升值，债市收益率震荡上行

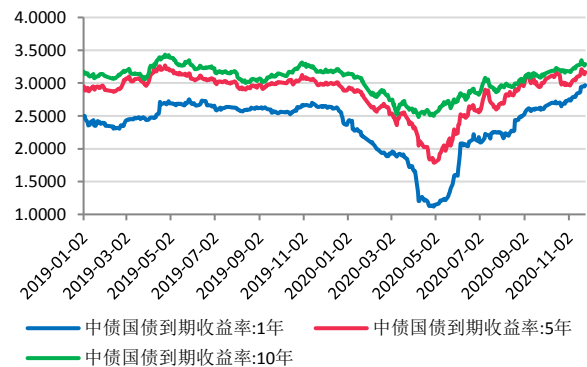
2020 年人民币汇率整体上行，韧性明显增强。2020 年以来人民币对美元汇率先贬值后升值，整体表现为升值，在岸即期汇率累计升值 5.67%。2020 年 1 月 21 日至 5 月 29 日，受新冠肺炎病毒冲击，国内经济基本面承压，叠加全球美元流动性紧张等因素影响，美元兑人民币中间价和在岸即期汇率从 6.8606、6.9065 快速贬值到 7.1316、7.1455。5 月 29 日至 11 月 23 日，中国经济发展率先摆脱新冠肺炎疫情影响，而欧美疫情持续加重拖累经济复苏前景，基本面支撑下，人民币进入升值通道，11 月 18 日，人民币兑美元中间价与即期汇率分别升至 6.5593、6.5425，为 2018 年 6 月 27 日以来最高。

基本面成为人民币汇率升值的主要驱动因素。2020 年，年初暴发的新冠肺炎疫情对我国经济基本面造成了一定程度的影响，人民币汇率承压下行。一季度过后，我国疫情逐渐得到有效控制，国内疫情工作的重点也开始逐渐转向复工复产，经济开始逐渐复苏，积极向好的经济基本面为人民币汇率带来支撑。此外，美联储量化宽松导致的美元指数下行和中美无风险利差处于高位也是人民币汇率的驱动因素。

图 33：人民币对美元汇率走势



图 34：国债收益率



数据来源：WIND

债市收益率震荡上行。2020 年 1 至 4 月，为对冲新冠疫情冲击，中国人民银行先后进行 3 次降准、两次降息（公开市场操作利率），保持银行体系资金合理充裕，货币市场利率中枢大幅下行，带动债券收益率曲线整体下行。截至 4 月末，1、5、10 年期国债收益率分别降至 1.1465%、1.7886% 和 2.5380%。进入 5 月，为防止资金“空转套利”，央行配合资金面边际收紧打压金融体系资金“空转”，随后一些阶段性的货币政策开始逐渐退出，

且利率债发行放量，债券市场收益率明显回升。11月下旬以来，信用债市场接连出现违约事件，国企信仰打破，导致债市震动，收益率继续攀高。

（二）2021年展望：持续复苏，前高后低

展望2021年，中国经济虽仍有可能受到疫情扰动，但由于我国在疫情防控方面已积累较多经验，足以避免类似于欧美的二次暴发情形，在相对正常的社会环境下，内外需将会同步向好，从而推动经济继续沿着复苏路径回升，不过，在基数作用下，全年将呈现前高后低局面。

1. GDP：产出缺口逐渐收窄，全年增长8.0%左右

自2020年4月各地疫情逐步消退，我国成功实现了常态化疫情防控和经济恢复之间的平衡，一是把好国门，严控输入型疫情；二是对局部地区突发疫情建立大规模检测并迅速阻断传播链；三是实施“六稳”“六保”的系统性经济支持政策。随着疫情进入下半场，常态化防控措施将伴随疫苗逐步投入使用，继续为我国经济保驾护航，再次暴发大规模疫情的可能性非常小，我国经济有望稳健步入后疫情时代。

预计2021年全年我国经济将呈现前高后低走势。随着2020年四季度我国经济重回接近潜在增速“正常增长区间”，2021年我国经济同比增速将主要受基数影响呈现前高后低。一季度受全球疫情二次暴发影响，我国输入型疫情压力较大，常态化防控措施有所加强，局部地区可能有零星疫情出现，但疫情期间的刺激政策尚未退出，且在2020年同期低基数的衬托下，有望实现10%以上的高增长。二季度随着全球第二波疫情趋于缓和，我国输入型疫情压力有所减小，将恢复到类似于2020年7-10月的情况，同样受益于2020年的低基数，经济增速将保持在8%-10%的中高速区间。

2021年下半年，随着全球逐步进入“后疫情时代”，我国将面临三大主要问题，一是对外如何修复与主要国家关系，以及如何处理重新向类似“全民免疫”国家的开放问题；二是对内如何处理好疫情期间各项政策的退出问题；三是继续推进经济结构调整重回长期可持续增长的问题。预计此阶段我国的经济增速将逐步回归到6%左右的潜在增长区间，全年GDP同比增长有望达到8%左右。

2. 供给端：工业生产继续加快，服务业明显回升

（1）预计工业增加值同比增长8%左右

展望 2021 年，预计工业生产将继续加快，考虑到上年基数较低，**预计全年有望同比增长 8%**。

从需求来看。外需方面，2021 年全球经济将会出现复苏共振，外需逐渐好转继续对出口形成支撑，相关制造业仍能保持较高景气；内需方面，基建投资在“十四五”开局之后将会发力，房地产开发投资在高施工率的带动下仍然保持韧性，消费在就业和收入好转之后将会继续反弹，内外需共振将会对工业生产形成支撑。

从产能和库存来看。三季度产能利用率由 74.4%回升至 76.7%，已超过上年同期的 76.4%，企业逐渐进入满负荷运转状态。1-9 月规模以上工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1-8 月收窄 2.0 个百分点，同期产成品存货同比 8.2%，较 1-8 月回升 0.3 个百分点。企业利润回升带动库存增加，这意味着工业企业已进入主动补库存阶段。产能和库存均有利于下一阶段生产继续扩大。

从政策因素来看。“十四五”期间，国家将会加速发展现代产业体系，坚定不移建设制造强国、质量强国、网络强国、数字中国，推进产业基础高级化、产业链现代化，提高经济质量效益和核心竞争力，相关产业将会得到进一步发展。

(2) 预计服务业生产指数同比增长 12%左右

预计服务业将会明显回升，**服务业生产指数全年有望同比增长 12%左右**。

从发展环境来看。由于疫情防控得力，2021 年上半年我国仍然会是全球最安全的国家，这既利于各类线下接触型服务业的正常开展，也会导致一部分国外服务需求转向国内，进而整体推动国内服务业的回升。

从盈利情况来看。截至 2020 年 10 月，规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-1%，接近转正。考虑到基数因素，2021 年服务业营业收入将会大幅增长，企业盈利的改善将会推动服务业生产向好。

从政策因素看，“十四五”期间，我国将会加快发展现代服务业。一方面，推动生产性服务业向专业化和价值链高端延伸，另一方面，推动生活性服务业向高品质和多样化升级，加快发展健康、养老、育幼、文化、旅游、体育、家政、物业等服务业。无论是生产性服务业还是生活性服务业都将获得政策支持。

图 35：产能利用率

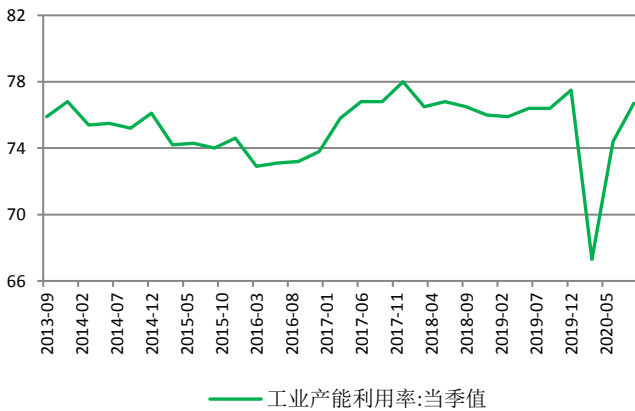
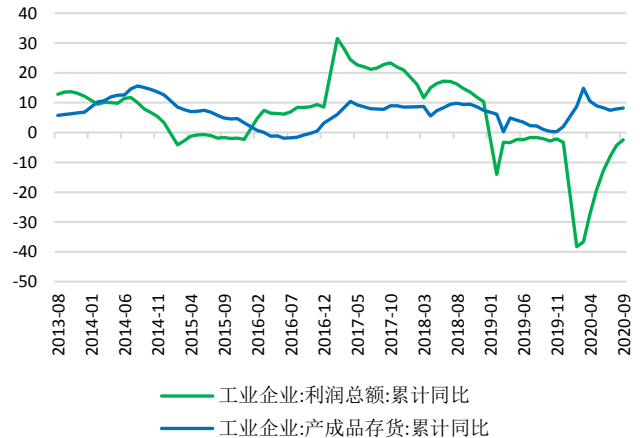


图 36：产成品库存



数据来源：WIND

3. 需求端：投资、消费回升，出口前高后低，进口明显反弹

(1) 预计 2021 年投资增速回升至 8% 左右

2021 年是“双循环”格局构建的关键一年，也是“十四五”的开局之年，投资见效快于消费，且能发挥引导产业结构转型的关键作用。积极扩大有效投资，加快传统与新型基础设施建设，加大智能化、数字化高端制造业投资，抢占全球先进产业链制高点，将在 2021 年成为推动我国国内大循环的重要支点。预计全年固定资产投资有望回升至 8% 左右。

基建投资引领投资有望快速增长。作为稳投资政策的压舱石，2021 年各项宏观政策仍将聚焦“大基建”领域，财政政策继续加力提效，特别国债、专项债、基建 Reits 稳步推进，有望带来充足资金支持。作为“十四五”开局之年，各地传统基建与新基建行动方案或计划也会陆续出台和落地，项目审批有望加快，京津冀、长三角、粤港澳、成渝经济圈等重大区域战略加快布局，推动城市更新、跨区域重大建设工程快速落地，都对基建投资形成利好。叠加 2020 年的低基数效应，预计基建投资 2020 年全年有望增长 8% 左右。

制造业投资以结构调整补短板为核心，保持恢复性增长。2020 年新冠疫情对我国制造业造成了较大影响，投资增速出现大幅度下滑，但随着复工复产逐步推进与企业利润回升，月度制造业投资已恢复到历史正常水平。2021 年，随着后疫情时代到来，全球需求逐步复苏，制造业盈利空间将进

一步恢复，叠加 2020 年暂缓的投资需求释放以及低基数效应，2021 年制造业投资将前高后稳。从结构看，新冠疫情开启数字互联发展新趋势，全球产业链重塑也对我国占领制造业科技高地，补强“卡脖子”技术短板提出更高要求，智能化数字化高端制造业投资将成为制造业“补短板”的主力。预计 2021 年全年制造业投资将同比增长 10% 左右。

房地产投资增速有所放缓。2020 年房地产投资走势强劲，从而引发了新一轮调控，监管层首次从供给端设置融资监管指标，丰富了房地产宏观审慎监管框架，促进房企降杠杆稳经营，促进行业健康发展。在此框架下，房地产企业原有的高杠杆、高周转、高拿地模式将难以为继。不过，从滞后 36 个月的新开工数据来看，2022 年上半年才会见顶回落，这将对施工周期形成支撑，再加上 2020 年上半年购地支出的递延支付，预计 2021 年全年房地产投资增速将维持在 6% 左右。

(2) 预计 2021 年社会消费品零售名义增速回升至 15% 左右

展望 2021 年，消费有望出现明显好转。预计 2021 年社会消费品零售总额同比增长 15% 左右，且呈现明显的前高后低走势。

一是社会环境进一步正常化。尽管国外部分地区疫情再度蔓延，但国内疫情防控形势仍然平稳可控，大规模的社交隔离措施预计难以再现，民众对病毒的恐慌心理也明显消退，这些都有利于消费尤其是餐饮等服务消费好转。而且由于出境游难以快速恢复，国内游、国内买成为新选择，国人大量免税需求将会回流。**二是就业有望进一步好转。**随着出口产业链在 2020 年下半年的启动，以及经济形势进一步好转，一度严峻的就业形势已经明显好转，这将有助于居民收入增速回升和消费信心回暖。**三是政策将会进一步加力。**为畅通国民经济循环，促进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，各部门、各地区会牢牢把握扩大内需这个战略基点，继续出台政策措施，助力新型消费发展壮大，促进传统消费增长。

不过仍需关注消费的制约因素。一是居民部门杠杆率持续抬升，对消费产生了明显的挤出效应。2020 年三季度，居民部门杠杆率已升至 61.4%，再度刷新历史高点，对消费的挤出效应会持续显现。二是 2021 年财政仍面临较大压力，为保障重点领域支出，一般性支出要坚决压减，因此政府机构和事业单位的消费需求将继续承受较大压力。

(3) 预计出口前高后低，进口明显反弹

展望 2021 年，出口的高增长至少有望在上半年延续，进口增速则有望持续回升。

从出口来看，中国作为全球产业链供应链上核心国家的角色将进一步凸显：疫情环境下，世界需要中国的防疫物资和远程办公产品，甚至其他国家的订单也会转向中国；疫情消退后，外需逐渐恢复，会进一步增加从中国进口其他产品。全球在短期内回归“中国生产-欧美消费”的旧有格局。

2021 年上半年，预计中国出口都将保持在较高水平。下半年随着疫情因素的逐渐消退，其他国家的生产能力逐渐恢复之后，中国出口增速才会逐渐回落。此外，疫情期间不少发达国家都有要求企业回流国内和重构产业链供应链的诉求，但启动这一进程尚需时日，预计短期内对中国产品出口不会产生明显影响。需要注意的是，由于人民币 2020 年下半年出现强劲升值，汇率对出口的冲击预计会逐渐显现。总体来看，出口 2021 年将表现为前高后低，全年增速预计为 10% 左右。

从进口来看，2020 年中国进口增速持续低于预期，主要原因在于其他经济体的复工复产形势不佳，以及大宗商品价格持续处于低位。展望 2021 年，四方面因素将会对中国进口形成支撑：一是在疫情冲击逐渐消退之后，各国生产能力逐渐修复；二是全球经济触底回升和美元处于低位，将会带动大宗商品价格走高；三是人民币自 2020 年下半年来持续升值，将有利于促进进口；四是中国经济表现好于其他经济体，内需强劲。总体来看，预计 2021 年进口增速将会明显反弹，全年增速预计为 12%。

4. 通胀形势：CPI 前高后低，PPI 走出通缩

2021 年通胀将呈现温和偏弱走势，全年先低后高，年初或陷入短暂 CPI 小幅通缩局面，随后逐步回升，全年 CPI 预计同比增长 1.0% 左右。工业领域通缩程度则将有所缓解，全年 PPI 有望同比上升 1.3% 左右。

从食品看，随着史上最强猪周期走向下半场，2019 年末以来不断扩张的猪肉产能将在 2021 年陆续释放，猪肉价格将整体下行，整体看 2021 年食品价格对 CPI 主要以拖累作用为主。

从工业制品看，我国工业领域复工复产进度快于消费，在国内大循环中需求与消费不足仍是主要矛盾，主要制造业产品价格仍将呈现较弱格局，生活用品、汽车、手机等耐用消费品价格预计将保持低位。

从能源价格看，随着 2021 年全球疫情逐步向后疫情时代过渡，全球需求复苏有望支撑能源价格回升，但产能也将有所恢复，预计回升幅度有限。

从服务看，医疗服务、家庭服务、文化娱乐教育等服务品价格将随着经济活动和消费，保持小幅恢复性上涨。

从技术层面看，2021 年我国将对 CPI 进行五年一次的权重大调整，预计食品、衣着、生活用品权重将有所下调，服务、医疗、居住权重有所上升，对 CPI 的影响较为中性。2020 年通胀水平前高后低，将导致 2021 年通胀水平前低后高。

5. 金融环境：政策回归中性，金融稳定与防风险并重

2021 年，我国货币政策总基调将转为稳健中性，平衡好稳增长与防风险之间的关系，防资金空转的结构性收紧和引导投向实体经济结构性宽松并存，保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配，信贷社融增速或先升后降。

信贷结构进一步得到优化。货币政策将更加重视结构性发力，引导金融机构将信贷资源向制造业、农业、小微和民营企业持续倾斜，同时与财政、产业、就业和科技政策密切配合，房地产融资政策“三道红线”可能会在 2021 年进一步强化。随着逆周期政策的逐步退出，预计 2021 年制造业等实体经济中长期贷款需求仍将得到充分满足，信贷结构进一步得到优化。但逆周期基建融资回落制约下，企业中长期贷款将较 2020 年有所回落。此外，居民层面，扩内需将利好居民短期贷款稳步增长，房地产高能级城市热点和刚需也将给予居民中长期贷款稳定支撑。

表外融资继续趋严。前期央行行长易纲撰文表示，通过近三年对表外融资业务的规范治理，表外金融风险防范和处置取得重要进展。预计 2021 年，表外融资强监管边际将有所放松，表外融资收缩幅度有望收窄，对社融的影响将继续减小。

专项债融资规模增速双回落。在 2020 年地方政府专项债发行规模创新高的同时，资金沉淀和地方政府债务负担过大将引发新的担忧。2021 年的专项债券申报发行的门槛与要求都将明显提高，实时、动态专业化资金监控管理机制也在建立。预计 2021 年专项债发行规模与增速将有所回落，但对社融仍有一定支撑。

直接融资股债冷热不均。从 2019 年试点注册制到目前要求全面实行注册制，资本市场改革红利不断释放，预计 2021 年企业股票融资规模实现月均千亿规模，增速创历史新高。反观企业债券融资，受近期信用债违约影响，监管将会进一步规范债券市场发展、维护市场稳定。2021 年企业债券融资环境将进一步趋严，或将制约企业债融资扩张速度。

综上所述，预计 2021 年新增人民币贷款将平稳增长，结构有望进一步优化，人民币贷款余额增长 11.5%左右。M2 余额或同比增长 9.0%左右，社融余额同比增长 10.7%左右。

6. 金融市场：人民币有望继续升值，债券市场延续震荡调整

人民币有望继续升值。2020 年以来，在新冠肺炎疫情冲击全球贸易、金融及经济的背景下，1、2 月人民币汇率先升后贬，3 月窄幅震荡，5 月后国内疫情防控形势向好，而海外疫情严重，美联储宽松货币政策持续宽松，人民币汇率经历多轮升值，双向波动弹性明显增强。2021 年，基本面因素、利差因素和央行态度均有利于人民币汇率保持升值势头。

一是基本面因素。受益于有效的疫情防控，中国经济复苏均走在全球前列，IMF 预计 2020 年中国 GDP 增长 1.9%，全球领先；2021 年增长 8.2%，仅次于印度。经济基本面的支撑下，人民币汇率有升值动力。二是利差因素。中国疫情进入常态化防控阶段后，货币政策逐步向正常化回归。美联储引入“平均通胀目标”，将在更长时间内维持低利率水平。预计 2021 年中美无风险利差将维持在较高水平，人民币资产相对优势显现，对资本流入具有较强的吸引力。三是央行态度。2020 年下半年以来，人民币兑美元持续升值，央行通过下调远期外汇风险准备金以及取消报价模型中的“逆周期因子”，释放出对人民币预期管理的信号。但从加快形成双循环尤其是内循环格局考虑，央行对于人民币升值的容忍度会较之前有明显提升。

债券市场延续震荡调整。2020 年随政策变化，市场利率 V 型反弹，已回升至疫情前正常水平，债市由牛转熊。展望 2021 年，综合考虑基本面、政策、预期等因素，预计债券市场大概率将震荡调整，难有趋势性行情。

从基本面来看，2021 年经济增速有望继续加快，市场偏好上升，特别是大宗商品价格上涨带动 PPI 走势回升，产出缺口逐渐收窄并转正，将会带动债市中长端利率走高；从货币政策来看，货币政策在稳健基调下将更

加注重灵活精准，央行要求“保持正常的、向上倾斜的收益率曲线，为经济主体提供正向激励”，预示着货币政策将会偏向正常化，宽松空间有限，同样不利于债市；从债券供给来看，预计 2021 年政府将下调赤字规模和赤字率，并收缩国债和地方债发行规模，债券市场供给压力较 2020 年相对减轻。总体来看，2021 年债市将会继续走弱，10 年期国债收益率预计会维持在 3.0-3.5% 区间震荡。

三、政策回顾与展望

（一）2020 年政策回顾

1. 货币政策：以确定应对不确定

2020 年以来，面对疫情带来的巨大冲击，货币政策维持总量政策适度、融资成本下降、支持实体经济三大确定性方向，以制度和政策的确定性应对不确定性，并收到了良好效果。货币政策可以分为三个阶段：

第一阶段（年初至 5 月初）：政策全面宽松应对疫情冲击。疫情暴发之后，货币政策即作出反应，通过向市场大规模提供流动性，并降低公开市场操作利率，以保证银行间资金面稳定。量的方面，春节后首个工作日向市场提供 3.2 万亿流动性；通过三次降准，加权平均存款准备金率下降约 1 个百分点，释放流动性 1.75 万亿元；1 月、2 月和 4 月分别推出 3000 亿元专项再贷款、5000 亿元再贷款再贴现和 1 万亿元普惠性再贷款再贴现额度。价的方面，央行通过下调 MLF 利率 30 个基点，引导 1 年期 LPR 下调 30 个基点、5 年期 LPR 下调 15 个基点；将超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%。这一阶段，政策以大幅宽松为主，市场流动性极为充裕，M2 同比增速由上年末的 8.7% 迅速攀升至 4 月份的 11.1%，1 年期国债收益率由年初的 2.4% 回落至 4 月底的 1.14%，为 2009 年以来的最低水平。

第二阶段（5 月初至 8 月初）：政策边际收紧，更加注重结构。国内疫情防控取得重大阶段性成果，生产生活秩序加快恢复，此时利率过低带来的空转套利、房价上涨引起监管关注，货币政策开始向中性回归。5 月初北京解封和两会召开日期确定，标志着疫情防控进入新阶段。以 5 月底 100 亿逆回购为标志，市场对流动性预期开始出现逆转，随后两会上总理指出“空转套利”问题，紧货币担忧进一步升温。直到 6 月中旬，陆家嘴论坛正式确认了货币政策转向的信号，市场对流动性预期彻底逆转。与此同时

央行开始在公开市场回收流动性，资金面逐渐收紧，市场利率快速收敛至疫情前水平。6 月初央行推出两项直达实体经济的政策工具，即推动银行积极办理企业贷款延期还本付息和普惠小微企业信用贷款，标志着央行的政策重心转向调结构。

第三阶段(8 月初至年底): 政策转向稳健中性。资金利率重定价完成, DR007 围绕 OMO 政策利率波动, 基本实现央行目标, “从长期、短期、中期流动性来看, 银行体系流动性都保持在合理充裕的水平”。考虑到政府债券发行和结构性存款压降对市场流动性的扰动, 央行通过超额续作 MLF 补水, 政策利率和 LPR 基本保持稳定, M2 增速逐渐回落。

2. 财政政策：更加积极有为

2020 年, 积极的财政政策更加积极有为, 围绕做好“六稳”工作、落实“六保”任务, 以更大政策力度对冲经济下行压力、对冲企业经营困难、对冲基层“三保”压力、对冲疫情减收影响, 取得了明显成效。

一是通过提高赤字率、发行抗疫特别国债、提高地方专项债发行规模, 扩大内需、激发市场活力。2020 年, 我国将赤字率由 2.8% 提高至 3.6% 以上, 规模增加 1 万亿, 以有效应对疫情造成的财政减收增支, 稳定并提振市场信心; 重启特别国债并发行 1 万亿元, 以缓解基层财政困难, 支持地方做好“六保”工作; 安排地方新增专项债券 3.75 万亿元, 较上年增加 1.6 万亿, 以扩大有效投资, 支持补短板、惠民生、促消费。

二是加大减税降费力度, 支持疫情防控保供和缓解企业资金压力。在近年来大规模制度性减税的基础上, 为了应对疫情带来的巨大冲击, 我国仍然出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策, 有力促进了市场主体负担持续下降、市场主体活力增强、企业经营效益增强。1-9 月份, 全国新增减税降费累计达 20924 亿元, 全年为企业新增减负超过 2.5 万亿元的目标任务能够预期完成。

三是大力优化财政支出结构, 提高财政资金使用效率。大力压减非急需非刚性支出, 特别是中央本级支出安排负增长, 其中非急需非刚性支出压减 50% 以上; 全面盘活财政存量资金资产, 增加调入中央预算稳定调节基金; 聚焦民生以及供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域, 集中资金予以精准保障; 进一步向内挖潜, 强化绩效管理, 切实提高财政资金使用效益; 加强预算平衡, 坚持以收定支的基本原则, 运用零基预算理念科学核定支出。

四是从“借、用、管、还”等各个环节全方位加强专项债券管理，牢牢守住不发生系统性风险的底线。发挥全国统一的地方政府债务信息公开平台作用，要求地方详细公开发债专项债券对应项目信息，发挥市场自律约束作用，以公开促规范、以公开防风险；严格专项债券用途。坚持专项债券必须用于有一定收益的公益性项目，坚持项目收益和融资自求平衡；严格规范资金管理。依托地方政府债务管理信息系统，对专项债券使用实行穿透式、全过程监控，并逐步建立与相关部门共享机制；严格落实偿债责任。落实地方属地管理责任，省级政府负总责，省以下地方各级政府各负其责。

图 37：财政收入与财政支出同比增速

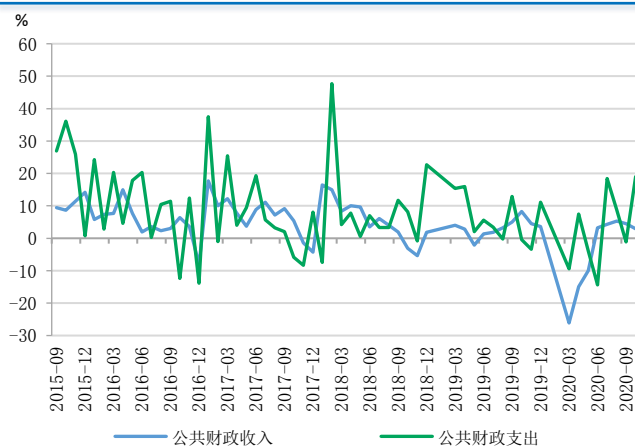
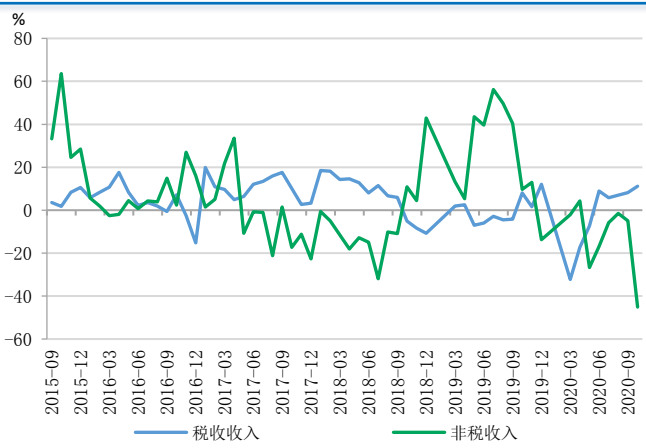


图 38：税收收入与非税收入同比增速



数据来源：WIND

3. 做好“六稳”“六保”工作

面对严峻的内外部形势，2020年4月17日的政治局会议首次提出了“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”的“六保”任务。《政府工作报告》罕见地没有设置全年经济目标，而是引导各方面集中精力抓好“六稳”“六保”，这也成为全年各项政策的主旋律。

一是稳企业保就业。2020年政府工作报告将“着力稳企业保就业”作为六大重点任务之首，要求必须稳住上亿市场主体，尽力帮助企业特别是中小微企业、个体工商户渡过难关。中央认为，只要保住了市场主体，就有就业和收入，就会拉动消费、扩大市场需求，进而稳住经济基本盘，“留得青山，赢得未来”。具体措施包括加大减税降费力度、降低企业生产经营成本、强化对稳企业的金融支持以及加大对重点人群的救助等。

二是促改革。中央指出，“要不失时机推动改革，善于用改革的办法解决发展中的问题”，“困难挑战越大，越要深化改革”。2020 年改革明显提速，包括深化“放管服”改革，推进要素市场化配置改革，提升国资国企改革成效，优化民营经济发展环境，推动制造业升级和新兴产业发展，提高科技创新支撑能力，以及深入推进大众创业万众创新。

三是扩内需稳投资。考虑到 2020 年经济在疫情影响下的特殊性，中央没有推行大规模的消费刺激或科技投资计划，而提出“要深化供给侧结构性改革，突出民生导向，使提振消费与扩大投资有效结合、相互促进”。消费端，重点支持服务类消费和公共消费；投资端重点支持“两新一重”建设。

四是稳外贸稳外资。在疫情冲击、逆全球化思潮抬头的当下，中央提出，要坚定不移扩大对外开放，稳定产业链供应链，以开放促改革促发展。稳外贸方面，包括支持企业增订单稳岗位保就业、加快跨境电商等新业态发展、推进新一轮服务贸易创新发展试点、办好广交会进博会等；稳外资方面，包括大幅缩减外资准入负面清单、赋予自贸试验区更大改革开放自主权，以及营造内外资企业一视同仁、公平竞争的市场环境等。

（二）2021 年政策展望

1. 货币政策展望：继续保持稳健中性

展望 2021 年，考虑到经济增速继续回升，产出缺口继续收敛，物价表现整体温和，同时又不存在过热风险，预计货币政策基调将延续 2020 年下半年的中性状态。10 月 21 日央行行长易纲在金融街论坛表示，“货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡，保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”“货币政策需把好货币供应总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动，使之在长期维持在一个合理的轨道上”，已向市场传导出偏鹰派的信息。

一是政策基调维持中性。在 11 月初的政策吹风会上央行副行长刘国强表示，下一阶段稳健的货币政策将更加灵活适度、精准导向，根据形势变化和市场需求及时调节政策力度、节奏和重点。一方面，特殊时期出台的政策将适时适度调整，另一方面，对于需要长期支持的领域进一步加大政策支持力度。此外，还要避免出现“政策悬崖”，防止政策突然中断带来的意外冲击。综合来看，预计 2021 年央行将继续通过 OMO 和 MLF 等常规

工具保持狭义流动性的合理充裕，通过政策引导和监管加强避免广义流动性过快增长和杠杆率过快攀升，实现货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配，保持正常的、向上倾斜的收益率曲线，为经济主体提供正向激励。

二是继续推动结构调整。在维持政策中性的前提下，央行会继续致力于推动经济结构调整，通过创新和完善结构性货币政策工具体系，精准设计激励相容机制，引导金融机构加大对符合新发展理念相关领域的支持力度，持续增加小微企业首贷、信用贷、无还本续贷，以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求，确保新增融资重点流向制造业、中小微企业，加快构建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。

三是做好风险防范。预计央行会继续按照宏观审慎管理要求，严防资金违规流入房地产和金融市场，防止汇率的异常波动和杠杆率的过快提升，在继续加大对实体经济的支持力度的同时避免金融乱象和金融风险升温，守住不发生系统性金融风险的底线，实现稳增长和防风险的长期均衡。

2. 财政政策展望：积极力度略有下降

展望 2021 年，在经济发展面临的内外形势仍然十分复杂、不确定因素较多的背景下，我国将保持积极的财政政策取向不变，同时更加注意实效，着力扩大内需、保障和改善民生、推动经济结构调整、促进经济回稳向好，但政策力度较 2020 年会有所减弱。

一是适度下调赤字规模和赤字率。主要是随着疫情和经济好转，财政增收有基础，大规模财政刺激的必要性下降，同时也为宏观调控留下更多政策空间。预计财政赤字率将重回 3% 左右水平。

二是通过推进税费改革，实行结构性减税。结合改革和优化税制，实行结构性减税，重点减轻制造业、小微企业和居民税收负担，扩大企业投资，增强居民消费能力。预计 2021 年将减轻企业和居民负担约 2 万亿元。

三是适度扩大支出规模，进一步优化财政支出结构，更加注重和保障民生。中央对地方均衡性转移支付增长 12% 左右，以增强地方特别是中西部地区财力；统筹财力配置，把更多的财政资源用于保障民生重点领域发展，基建投资增长的优先级将偏弱；坚持政府过紧日子，严控公用经费等一般性支出，降低行政成本；改进完善直达机制，同时加强直达资金管理，着力提升管理的科学性、规范性和有效性。

四是积极扩大有效投资，重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设。2020年专项债发行规模大幅增加，导致未来还款压力较大，2021年地方专项债额度也将有所减少。考虑到经济稳步恢复需要，专项债额度可能依然维持在3万亿元以上水平。

3. 加快形成“双循环”新发展格局

自5月14日中共中央政治局常委会首次提出“构建国内国际双循环相互促进的新发展格局”以来，经过全国两会、7月底政治局会议和十九届五中全会的强调，“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”已成为“十四五”期间的发展战略。2021年各项政策预计也将围绕这一脉络展开。

一是确保消费市场持续扩大与消费持续升级。具体包括：第一，通过改革收入分配、建设福利体系提振居民消费潜能，保证城乡居民可支配收入稳定增长，做好二次分配，避免贫富差距进一步拉大，确保消费需求持续扩大和消费持续升级；第二，加快户籍改革与农村土地改革，增强土地价值，赋予农民更多财产权利，增加农村居民收入，提高农村居民的消费能力与消费意愿；第三，保证居民将更多的收入投入到消费，就必须坚持“房住不炒、因城施策、构建房地产调控长效机制”的政策，避免因房地产市场大起大落而加重家庭部门负担并对消费形成挤出。

二是深化产业技术体系变革与创新。具体包括：第一，要加速科技成果向现实生产力转化，提升产业链水平，维护产业链安全；第二，要发挥企业在技术创新中的主体作用，使企业成为创新要素集成、科技成果转化的生力军，打造科技、教育、产业、金融紧密融合的创新体系；第三，要加大基础研究投入；第四，要大力培养和引进国际一流人才和科研团队；第五，要坚持开放创新，加强国际科技交流合作。

三是加快要素体制机制改革。根据中央发布的《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》要求，未来我国仍需加快推进实现要素市场化配置的体制机制创新，包括完善土地管理，推进土地要素市场化配置，促进劳动力要素素质提升与合理流动，完善多层次和开放型的资本要素市场，加快发展和完善技术要素市场，培育和发展数据要素市场，促进要素价格市场化改革。

四是稳步落实区域协调发展战略。具体包括：第一，按照客观经济规律调整完善区域政策体系，促进各类要素在不同地区间合理流动和高效集

聚；第二，合理规划布局，提高中心城市和城市群等优势区域的经济承载能力；第三，深入推进京津冀协同发展、长三角一体化发展、粤港澳大湾区建设和西部成渝城市群建设，不断强化区域联动作用，使这些经济增长极和城市群充分带动周边区域经济发展，以实现更大范围更宽领域的经济循环。

四、政策建议

2021年是“十四五”开局之年，我国面临着“不稳定性不确定性明显增加”的国际环境和“不平衡不充分问题仍然突出”的国内环境。要实现经济高质量发展，尽快形成双循环新格局，我们建议应在以下方面着力：

（一）以要素市场化为抓手全面深化改革

十九届五中全会进一步明确，全面深化改革的方向，是“充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，推动有效市场和有为政府更好结合”。中央2020年4月份发布了《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，要素市场化可以作为深化改革的抓手。

基于此，**首先**，要优化营商环境。强化竞争政策基础地位，打破行政性垄断、防止市场垄断，清理废除妨碍统一市场和公平竞争的各种规定和做法，进一步减少政府对要素的直接配置，通过打造市场化、法治化、国际化的营商环境，推动降低制度性交易成本，进一步激发市场主体活力和社会创造力；**其次**，完善主要由市场决定的要素价格机制。完善城乡基准地价制定与发布，健全工资决定和工资调整机制，稳妥推进利率市场化改革，健全国债收益率曲线，增强人民币汇率弹性；**最后**，以管理要素（企业家）引领和整合其他要素。深化国有企业和国有金融机构改革，完善法人治理结构，确保各类所有制企业平等获取要素。

（二）以全面数字化为引领加速经济体系转型升级

此次疫情使数字经济展现出了强大动能，线上办公、线上购物、线上教育、线上医疗蓬勃发展并同线下经济深度交融，显示出数字经济对推动经济体系优化升级、打通国内大循环的重要前景。

2021年，我们建议以全面数字化为引领推动经济体系转型升级。一是加快数字经济、数字社会、数字政府建设，推动各领域数字化优化升级，积极参与数字货币、数字税等国际规则制定，塑造新的竞争优势。二是提

升产业链供应链现代化水平。既锻造产业链供应链长板，又要补齐产业链供应链短板；三是统筹推进基础设施建设。系统布局新型基础设施，加快第五代移动通信、工业互联网、大数据中心等建设，使新基建成为加快供需双升级和拓展内外双循环的多元纽带。

（三）以民生富裕化为导向持续改善人民生活品质

推动经济社会发展，归根结底是要实现全体人民共同富裕。随着我国全面建成小康社会、开启全面建设社会主义现代化国家新征程，必须把促进全体人民共同富裕摆在更加重要的位置，这也是实现双循环的根本所在。

首先，要持续提高人民收入水平。通过深化收入分配体制改革，提高劳动报酬在初次分配中的比重，健全工资合理增长机制，着力提高低收入群体收入，扩大中等收入群体；**其次**，强化就业优先政策。2021年就业压力仍然偏大，建议坚持经济发展就业导向，健全就业公共服务体系、劳动关系协调机制、终身职业技能培训制度，完善促进创业带动就业、多渠道灵活就业的保障制度；**最后**，大力提升教育、医疗、住房、社保、养老等民生领域发展水平，健全覆盖全民、统筹城乡、公平统一、可持续的多层次社会保障体系，减轻居民的后顾之忧。**此外**，还需加大力度持续改善生态环境。

（四）以贸易规则一体化为动力推动高水平对外开放

2020年11月，我国签署《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）。随后，领导人在APEC领导人会议上表示，中方将积极考虑加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定（CPTPP），这些均表达出我国实行高水平对外开放的意愿。

2021年，建议我国进一步深化对外开放。一是进一步扩大市场准入，创造更加公平的市场环境，在更高水平上引进外资。二是加快推进贸易创新发展，提升出口质量，扩大进口，促进经常项目和国际收支基本平衡。三是推进共建“一带一路”高质量发展，实现高质量引进来和高水平走出去。四是用顺畅联通的国内国际循环，推动建设开放型世界经济，推动构建人类命运共同体，形成更加紧密稳定的全球经济循环体系，促进各国共享全球化深入发展机遇和成果。

主要宏观经济及金融数据一览表

年-月份	19-12	20-1	20-2	20-3	20-4	20-5	20-6	20-7	20-8	20-9	20-10
国内生产总值当季											
GDP 同比增长, %	6.0			-6.8			3.2			4.9	
工业生产 当月											
增加值 同比增长, %	6.9	-4.3	-25.9	-1.1	3.9	4.4	4.8	4.8	5.6	6.9	6.9
消费 当月											
社会消费品 同比增长, %	8.0		-20.5	-15.8	-7.5	-2.8	-1.8	-1.1	0.5	3.3	4.3
固定资产投资自年初累计											
总额 同比增长, %	5.4		-24.5	-16.1	-10.3	-6.3	-3.1	-1.6	-0.3	0.8	1.8
房地产开发 同比增长, %	9.9		-16.3	-7.7	-3.3	-0.3	1.9	3.4	4.6	5.6	6.3
外贸 按美元, 当月											
进出口 同比增长, %	11.7		-11.0	-4.1	-5.1	-9.2	1.5	3.4	4.2	11.4	8.4
出口 同比增长, %	8.1		-17.1	-6.6	3.4	-3.2	0.5	7.2	9.5	9.9	11.4
进口 同比增长, %	16.7		-4.0	-1.1	-14.2	-16.6	2.7	-1.4	-2.1	13.2	4.7
贸易差额 美元, 亿	472.5		-69.2	200.6	452.0	630.3	464.2	623.3	589.3	370	584.4
通货膨胀 当月											
CPI 同比增长, %	4.5	5.4	5.2	4.3	3.3	2.4	2.5	2.7	2.4	1.7	0.5
PPI 同比增长, %	-0.5	0.1	-0.4	-1.5	-3.1	-3.7	-3.0	-2.4	-2.0	-2.1	-2.1
社融及货币信贷											
社融规模 人民币, 万亿	2.1	5.1	0.9	5.2	3.1	3.2	3.5	1.7	3.6	3.5	1.4
新增信贷 人民币, 万亿	1.1	3.3	0.9	2.9	1.7	1.5	1.8	1.0	1.3	1.9	0.7
社融存量 同比增长, %	10.7	10.7	10.7	11.5	12.0	12.5	12.8	12.9	13.3	13.5	13.7
M1 同比增长, %	4.4	0.0	4.8	5.0	5.5	6.8	6.5	6.9	8.0	8.1	9.1
M2 同比增长, %	8.7	8.4	8.8	10.1	11.1	11.1	11.1	10.7	10.4	10.9	10.5

声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息, 所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况, 相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归民生银行研究院(民银智库)所有, 任何对报告内容进行的复制、转载, 均需注明来源, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用, 所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议, 欢迎发送邮件至: wangjingwen2@cmbc.com.cn

欢迎扫描二维码关注民生银行研究院公众号“民银智库”(见右图)

