

编者按：2021年5月26-28日，由上海期货交易所主办的第十八届上海衍生品市场论坛主题峰会及上行有色、上行橡胶、上行技术、上行航运分论坛成功召开。在本届论坛上，来自各界的专家围绕新时期大宗商品市场的发展发表演讲和讨论，提供了宝贵的意见和建议。为此，《期货与金融衍生品》编辑部选取了其中9篇具有代表性的演讲并整理成文稿，以飨读者。

后疫情时代宏观经济形势分析^{*}

国务院发展研究中心金融研究所副所长 陈道富

近期，大宗商品价格波动是市场关注焦点。本文对疫情冲击下全球宏观经济运行特点、各国的应对措施和大宗商品市场表现进行了分析，并对后疫情时代的政策取向提出思考。

一、后疫情时代的经济运行发生了变化

在疫情的冲击下，宏观经济的运行出现了新变化、新特点，对宏观经济走势的分析判断和后续政策制定产生影响。

（一）“后疫情”对宏观分析带来挑战

疫情后，通过常规宏观模型预测的方法“失真”、“失效”。疫情导致经济停滞，指标出现不连续，使用数据分析需剔除基期影响。在没有对数据进行调整前，不能直接通过统计分析来判断宏观经

济走势。此外，即使剔除了基期数据干扰，模型的基础假设与经济运行的实际情况也存在差异，这些差异大到足以抵消对宏观经济的趋势性判断。

由于传统宏观模型可能出现“失真”，因此需要通过大量的调研或高频数据来了解实际情况。但在对高频数据的处理和分析中，形成共识非常难，这是因为当前宏观经济运行中的分化现象非常明显：包括上游、中游和下游的分化，发达国家和发展中国家之间的分化，以及不同行业、不同环节或不同地区等方面的分化等。运行分化使得从不同角度观察，得出的结论可能是完全相反的。

（二）恢复的不平衡：疫情和疫苗引发的供需错位复苏

在“后疫情”时代对宏观经济的分析中，既要

^{*} 本文根据作者在第十八届上海衍生品市场论坛之上行有色论坛上的演讲内容整理。

综合利用微观的调研和感触，又需要回归宏观经济基本逻辑和分析方法。

经济从疫情冲击中的恢复是不平衡的，全球疫情不断反复，打破了原有的恢复预期。不同国家面对疫情采取了不同的政策和措施，导致不同国家在疫情冲击后恢复的不同步和不平衡，宏观经济供需错位且已充分反映在价格信号上。

（三）政策后遗症及调整：货币刺激、财政补贴及政策的正常化

为了应对疫情冲击，西方发达国家均采取了超常规的货币和财政政策。但随着疫情缓解，政策发挥了救助和金融稳定的作用后，其“后遗症”也逐步显现。2021年各国经济开始恢复，超常规政策也引发了资产价格的上涨，政策退出的时点和方式也成为市场关注焦点，影响着资产市场走势。

（四）生产和生活方式调整：线上化、社会责任和回归生活

疫情对中长期的生产和生活方式造成较大影响，包括线上化、社会责任以及回归生活等。疫情还使社会和企业的关注点发生了调整，更加关注对环境的影响，更加注重生活质量，必然会影响今后的投资活动和生产、生活行为。疫情爆发后，ESG¹投资成为金融市场投资热点，除了投资回报和财务收益，环境问题、社会责任、公司治理等也加入了投资考量中。此外，市场对环境问题关注度显著提高。

（五）“后疫情”的复苏：变革和结构矛盾

疫情之前，经济运行的结构性矛盾比较突出。随着经济逐步恢复到疫情前水平，我们将重新面对

疫情前那些尚未解决的问题。现阶段，国际格局重塑、国内结构矛盾等问题均开始凸显，经济潜在增速持续下行，新增长点、新国际格局和经济结构调整是复苏后亟待解决的问题。

“后疫情”时代，由于利用数据和模型预测的“失真”，各国政府政策决策时，会更加谨慎和保守。恢复过程中的不平衡和不充分带来的结构性问题及恢复后政策的调整都将引起关注。

二、对宏观经济运行的基本判断

（一）全球分化复苏：需求恢复较快、供给逐步恢复

纵观全球，看到的是恢复程度的分化和不同步：发达国家在经济刺激政策和疫情管制下，需求恢复较快，供给恢复较慢，虽然现在已逐步恢复，但出现了较为明显的供需缺口。新兴市场国家仍然受到疫情的严重影响，供给和需求的恢复都相对缓慢。

全球20个主要经济体制造业PMI（Purchase Management Index，采购经理指数）连续8个月保持扩张态势。主流机构上调了对全球经济增长速度的预测²，50个主要经济体出口贸易从最低点回升至疫情开始前一年的均值水平仅耗时5个月。然而，全球主要经济体的就业和产能利用状况尚未恢复到疫情前水平。

（二）中国经济复苏强劲，供给在偏热区间运行，结构矛盾突出

2020年年初，中国受到疫情冲击，二季度逐步控制住了疫情，经济开始逐步恢复。我国的供给能

¹ ESG，即环境、社会和公司治理（Environment, Social Responsibility, Corporate Governance）。

² 国际货币基金组织、经济合作与发展组织分别将全球经济增长上调至5.5%和5.6%。

力率先快速恢复，需求也逐步恢复。到 2021 年一季度，供需基本恢复到疫情前水平。剔除基数效应后，工业增加值、出口增速已超疫情前平均增速，消费略低于疫情前水平，投资正快速恢复。

从经济恢复的角度，有两个现象需要关注。一是工业经济生产端处于偏热区间，工业部门的产能利用率高企，达到了有该数据统计以来的历史高点，工业部门的专业技术人员极度缺乏。综合看，企业生产经营紧张，同时存在招工难和就业难。二是工业部门的产能扩张积极性不高。虽然工业企业的利润增长率处于较高区间，但扩张产能的积极性不强。部分行业和企业自 2020 年年底至 2021 年第一季度利润快速上升，但其宁可提高设备等产能利用率，两班倒甚至三班倒，以更高的工资招聘稀缺技术工人，也没有积极扩张产能。反映了这轮需求短期性和企业谨慎及信心不足。

经济运行的另一个显著特点是不同领域、地区和产业链的不同环节出现明显分化，不同机构和人员对于经济运行的感受和判断存在差异。上中下游企业的利润增长差异较大，上、中、下游工业企业的两年利润复合增长率分别为 31.3%、22.4%、4.1%，差距较大；大中小企业的 PMI 分别为 51.7%、50.8% 和 49.1%，介于临界点上下；此外南北经济也出现了明显的分化。

（三）全球货币宽松，大宗商品价格上涨，新兴市场国家面临压力

一方面，国内和国外市场应对疫情的逻辑和表现特征有所区别。中国在应对疫情过程中更关注于供给端的保障，政府提出“六稳六保”政策并强调通过保企业、保市场主体来保证充分就业。因此，

国内经济的整体态势是供给的恢复快于需求的恢复。从疫情中恢复后，中国的供给开始为全球需求服务。而以美国为首的发达国家的政策直接资助消费者和中小企业，更侧重于需求端，对于供给端的支持较弱。

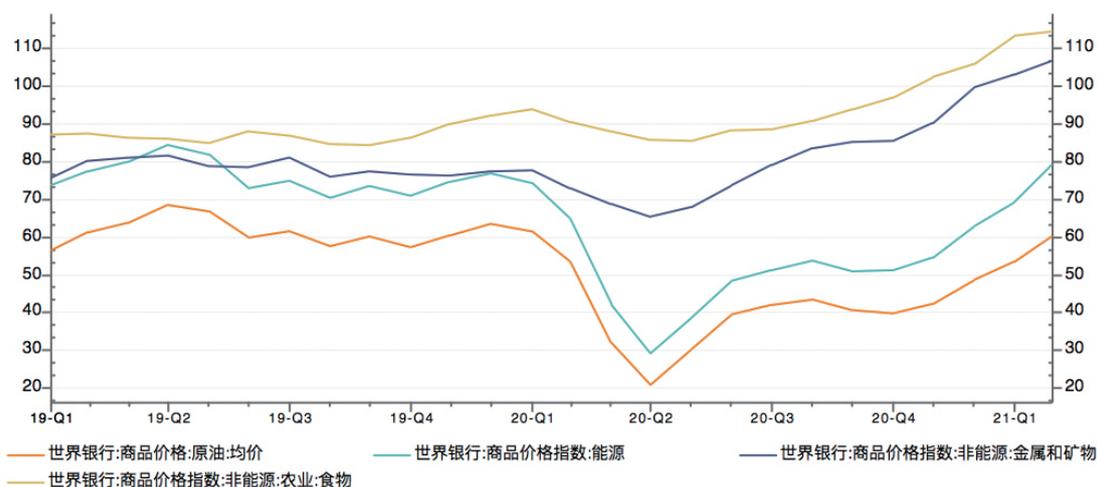
另一方面，新兴市场国家原料供给能力的恢复并不理想，全球需求相对供给恢复较快从而形成供需缺口，并造成暂时性的通货膨胀。而国内由于良好的疫情防控供给恢复较快，承担了全球工业品供给者的角色，全球原材料短缺的影响通过进出口传导至国内。

美国为首的全球多个国家的生产者物价指数 (Producer Price Index, PPI) 明显上行，大宗商品价格上涨，其中美国的消费者物价指数 (Consumer Price Index, CPI) 上涨幅度较快，PPI 快速传导到 CPI，PPI 和 CPI 相对同步上行。相比之下，中国的 PPI 和 CPI 之间的传导效率明显跟美国有较大的区别，即使剔除 CPI 中的猪肉价格等因素，PPI 向 CPI 的传导仍有一定程度的滞后，传导效率较弱。

当然，基期数据对中美双方 PPI 和 CPI 走势偏离有较大影响，需考察剔除基期效应的数据，或者观察 2020 年 8 月份基数效应较弱的的数据。美国疫情爆发于 2020 年 3-4 月份，当时美国的 CPI 处于阶段性低点，2021 年的 4 月份由于同比基数的原因导致 CPI 增速较高。相对地，中国 PPI 在 2020 年一季度处于相对高点。因中美基期数据的不同，通胀指数的表现存在差异。

但中美两国也存在共同点，即都处在大宗商品价格大幅上涨的波动环境中，包括原油、金属原材料、粮食在内的大宗商品价格上涨（图 1）。

可用一句话概括当前全球以大宗商品为主的价



数据来源：Wind

图 1：2019–2021 年大宗商品价格指数变化

格上涨状况，即在全球货币宽松、市场需求相对疲软的环境下的供给相对不足。

对这轮通胀的判断和应对，可用四句话概括。第一句话，影响这轮大宗商品价格上涨的是多因素的，包括货币、需求和供给等方面，但短期性、暂时性的因素是主要的。

从货币因素看，2008 年金融危机后，货币环境一直宽松，货币条件支持高通胀，但低通胀却一直挥之不去。为应对 2008 年的金融危机，美国采取了量化宽松的货币政策，之后采取多项措施回收市场上的流动性，但货币的宽松状态尚未恢复到常态就又遇到这轮疫情，又采取更大规模的超宽松货币政策。因此，全球流动性一直是宽松的，一直具备推动价格上涨的货币条件。

供给因素是近期影响大宗商品市场的核心因素。疫情导致供给受到冲击，短时间内供需缺口巨大，需求和供给因素出现相互叠加，推动大宗商品价格大幅上涨。一些偶然性的自然灾害，如火灾、地震

对特定地区的重要产品生产造成巨大冲击，也影响了供需缺口。

这轮的通胀也可以看到一些长期的结构性因素，如全球化进程的减缓甚至逆转、人口的老龄化、政策更关注减少贫富差距、技术对提高 CPI 衡量的商品和服务的边际生产力提升减弱等，但这些结构性的因素是长期、逐步发挥作用的，不能解释短期巨大价格波动。

第二句话，通胀在高位盘整的时间、回落的速率会比以正常供求调整预期的要长、要慢，有四方面的因素支撑这个判断。

一是疫情的反复。这次大宗商品价格的波动主要是疫情引发的，疫情对经济体系而言属于外生变量，超预期的反复会延长供给的恢复，影响宏观政策的选择。

二是货币因素虽然不是大宗商品大幅快速上涨的主因，但影响了价格的调整机制，这表现在两个方面：一方面，大宗商品生产主体降低了产量，但

提高了利润，在当前环境下，大幅提高产量并不能大幅提升利润。这种格局不利于大宗商品生产主体积极主动地快速扩大产量，影响供需缺口弥补的速率。另一方面，价格调整机制从需求利润拉动转为成本分摊，调整效率下降。疫情冲击下全球的大宗商品价格在短时间内快速下滑，处在较低水平。按照实体经济的调整逻辑，如果需求略有恢复，原材料或者上游端的低位价格能够为后面的需求恢复提供很好的价差或者利润来源，助推实体经济的调整和恢复。但是金融市场基于预期布局，市场预期到经济的恢复并以此为基础交易，导致大宗商品价格提前反映了市场恢复可能带来的影响，价差消失，在需求缓慢恢复、价格传导不畅的环境下，变成了成本在产业链上的合理分摊。

三是市场预期的自我实现机制。目前全球的通胀预期都比较明显。预期往往具有自我实现的倾向，在有通胀预期的环境中，终端产品的涨价或者说向消费者的价格传导较容易。此时，需要关注通胀预

期强烈的市场环境中，价格向终端传导的可能性或者传导效率的变化。需求快速恢复并在较弱的水平稳定，决定了终端能承接的价格上涨水平有限，但较强的通胀预期，又可以比正常市场环境更有效率地向终端传导。这种机制会延长通胀的调整过程。

四是大宗商品价格和工资可能形成的螺旋式上涨机制。美国近期公布的失业率有所改善，在劳动力市场供求压力以及美国政府的救济政策的影响下，美国市场的就业劳动力工资快速回升，此过程需要关注工资和大宗商品价格可能存在的循环机制。上世纪 70 年代的滞涨，背后有一个重要的支撑机制即工资上涨机制，政府为了平抑物价上涨对居民福利的影响，通过政策推升了工资上涨，适应了价格上涨，形成自我强化的正反馈机制。随着大宗商品价格上涨的持续、就业市场的改善以及由于刺激带来的旺盛需求，政府有压力维持必要的居民福利水平，政策具有一定的内生性，工资价格强化机制就有可能激发。当然，当前这些自我强化机制只是出现了

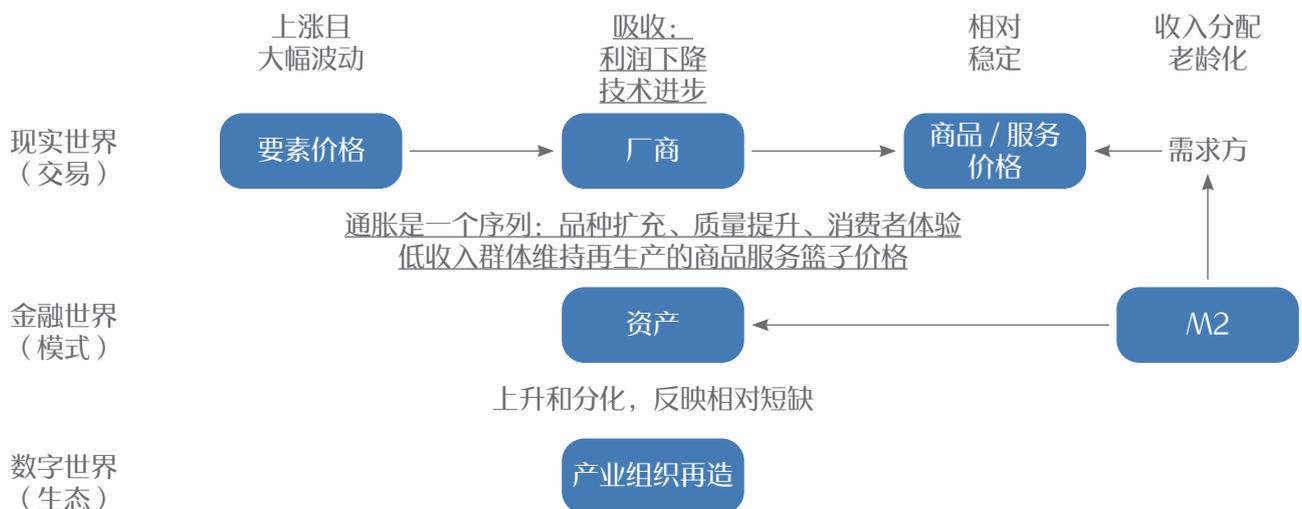


图 2：三个平行世界中的价格逻辑

一定程度的苗头，但值得我们高度关注。

第三句话，虽然没有充分的证据支持长期持续的高通胀，但全球通胀水平可能会有一个趋势性的抬升。

保持全球低物价水平的结构性因素正发生变化。近年来，商品和服务的劳动生产率的增速在减缓，全球化进程接近尾声。通过数字经济实现产业组织再造和降低成本的空间被大幅挖掘，全球政策的着力点更致力于缓解收入不平等现象。随着各国政府推出提高低收入群体收入的政策，将改变原有的推动经济长期处在低物价水平的结构性因素。这些结构性的、长期性的因素的改变或许会导致未来的大宗商品价格不会长期维持在较低水平，全球通胀的基准将略有抬升。

第四句话，应对本轮暂时性通胀的核心政策应是“等待和吸收”。

这轮通胀是“虚火”而非“实火”，这种“火”不能用紧缩政策轻易“清火”，而是需要固本培元，等待供给能力恢复。供给的恢复是需要时间的，当前的成本分摊在需求较弱的环境下，大部分会由中间环节的企业吸收。因而，需要提高企业吸收成本冲击的能力，在尊重市场优胜劣汰机制下适当提高经济体吸收成本冲击的能力。为此，一是不能采取过紧的货币政策来应对，否则可能会把经济恢复的苗头扼杀在起始阶段。二是对供给而言，政策力度把握不好也会阻碍供给的恢复。应对这一类由于暂时性的供需错位带来的成本推动型的通货膨胀，货币政策能发挥的作用相当有限。

形成国内通胀的因素更多是输入型的，在输入环节其实有一些自动调节机制。当海外发生通货膨

胀，大宗商品价格走高，中国的供给能力强、需求稳步复苏，国际市场看好中国的金融市场和实体经济，表现为资金流入中国。2021年一季度海外资金流入中国的规模出现了较大幅度的上升，人民币汇率较快升值，在一定程度上对冲了大宗商品价格上涨带来的成本压力，是一个经济体内在的反应和制约机制。

（四）国内流动性略有收紧但仍然宽松

目前国内货币有所收紧但整体水平仍然宽松。近期的同业拆借和回购市场利率相对平稳，处于疫情后相对稳定的中枢位置。10年期国债波动中保持相对稳定；央行3月M2同比增速回落至9.4%，比上月和去年同期分别低0.7个百分点；3月M1同比增速回落至7.1%，比上月末低0.3个百分点，比去年同期高2.1个百分点；人民币贷款增速12.6%，比上月和去年同期低0.3和0.1个百分点；社会融资同比增长12.3%，企业债券净融资同比少9178亿元，政府债券净融资同比少9197亿元。2021年3月货币指标下滑主要是高基数的原因，目前利率水平实际处在一个利率走廊的下端，整个金融市场的流动性目前仍然充裕。

三、政策取向思考

第一，今年是非常难得的“时间窗口”，政策取向上应该着眼于长远、着眼于布局。从经济数据本身来看，2020年GDP基数较低、CPI的基数较高，2021年如果CPI环比增速没有显著增长，再加上对CPI影响较大的“猪周期”正处于下行阶段，GDP、CPI的数据指标将平稳运行，这为长期的改革和政策创造一个难得的时间窗口，可以把经济工

作的重点放在“十四五”规划的“起好步、布好局”当中。

第二,在经济运行没有出现明显变化的情况下,在政策上维持以稳为主的基调,在保证可持续性前提下保持必要的灵活性。必要的灵活性主要考虑三个方面:一是关注通胀的变化。目前来看,通胀大概率是一个暂时现象,但仍需要等待并验证经济是否存在短期内的自我强化机制。二是关注市场对于需求的判断是否和实际情况有差距。“高烧”超过一定程度需要“急则治其标”,短时间内必要降温是权宜之计。从目前看,绝大部分的制造业企业还能清醒地认识到近期的需求是暂时性的,产能的响应相对谨慎。如果未来出现过于积极的产能响应,可能就需要适当调整政策。三是需谨慎评估中外经济和政策错位的机遇与风险,需要对经济的内在动力不足和结构性矛盾保持足够的关注。疫情冲击后的恢复期是鼓舞人心的,但恢复到疫情前,原有的动力不足和结构性矛盾又会凸显。目前需求快速恢复引发的价格快速上涨可能已接近尾声。国外的需

求和供给均在恢复,全球各国也开始逐步调整现有政策,届时国内企业的生产成本对供给的影响也将显现出来。当前我国已出现经济边际变弱的迹象,金融风险暴露的压力仍较大,与美国经济周期、政策周期不同步带来的跨境资金流动和金融市场变动,都是需要面对的问题。

最后,针对近期市场上大宗商品供需的变化和价格的波动,货币政策的直接作用是有效的,宏观调控很可能会使用多目标、多种工具的组合型政策。我国的宏观调控面临平衡高质量增长和传统就业市场之间的矛盾、封闭经济体和开放经济体之间的矛盾,以及金融体系发展与稳定的矛盾。因此,宏观调控政策或将选择宏观审慎政策、总量政策和结构性政策三种工具综合调节。金融市场的稳定和经济波动,应发挥宏观审慎的作用;总量政策应和宏观经济增长态势保持稳定;对于高质量增长的目标,则应采取结构性的政策进行调节。

(责任编辑:郭沁沐 王御印)