

后疫情时代宏观经济形势分析

陈道富

国务院发展研究中心

一、“后疫情”带来的变化

- 基期数据干扰人为调整会影响判断
- 恢复的不平衡：疫情和疫苗引发的供需错位复苏
- 政策后遗症及调整：货币刺激、财政补贴及政策的正常化
- 生产和生活方式调整：线上化、社会责任和回归生活
- 重新面对变革和结构矛盾

二、对宏观经济运行的基本判断

1、全球经济分化复苏，全球贸易活动快速恢复，供给逐步恢复

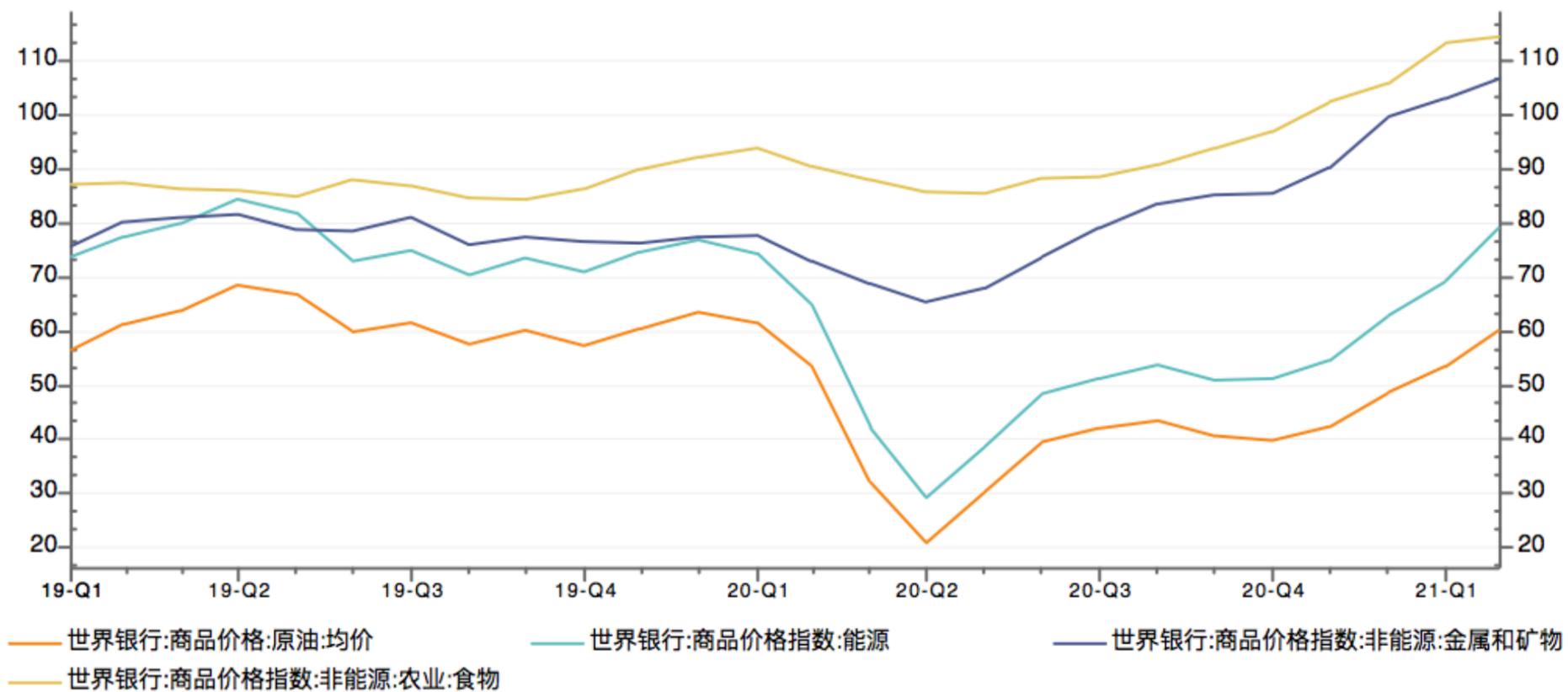
- 全球20个主要经济体制造业PMI连续8个月保持扩张态势；国际经济组织上调预测（IMF和OECD分别降全球经济增长上调至5.5%和5.6%）
- 50个主要经济体出口贸易从最低点回升至危机前一年的均值水平仅耗时5个月
- 主要经济体的就业和产能利用状况尚未恢复到疫情前水平。
- 疫苗接种提速，主要经济体宏观政策支持力度仍较大

2、中国经济复苏势头强劲，供给在偏热区间运行，但经济分化仍较严重

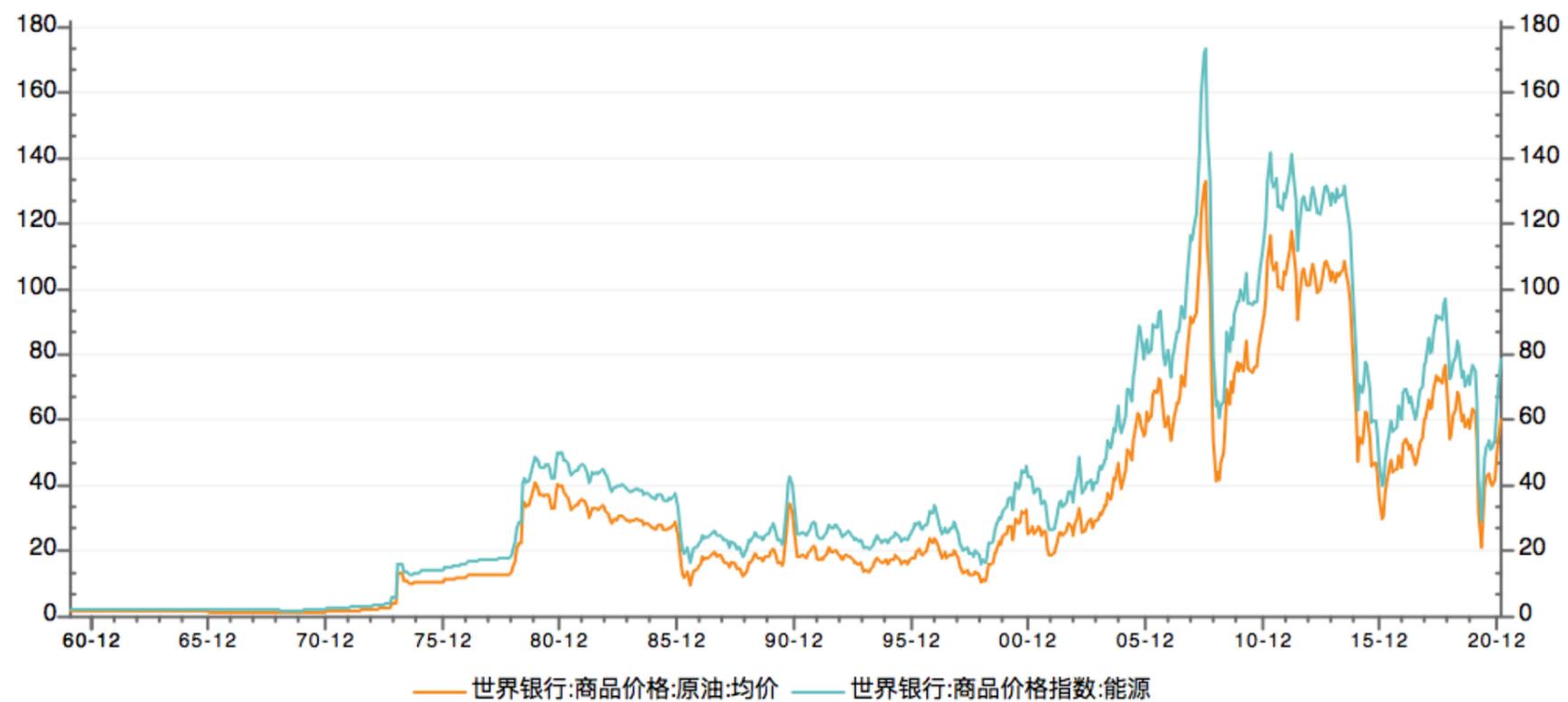
- 剔除基数效应，工业增加值、出口增速已超疫情前平均增速；消费两年平均增速3.2%（1-2月）、投资年均1.7%，月环比2.5%左右。
- 产能利用率高企（2020年12月达到78，有数据以来的高点），招工难和就业难并存
- PMI-出口订单指数处于高位。PMI-产成品库存和PMI-原材料在低位，出口市场还有一定的持续性，仍有补库存的动力
- 上中下游；大中小企业；南北经济
- 二季度或达到阶段性高点，而后出现较快的经济下行

3、全球货币宽松，大宗商品价格上涨与新兴市场国家压力

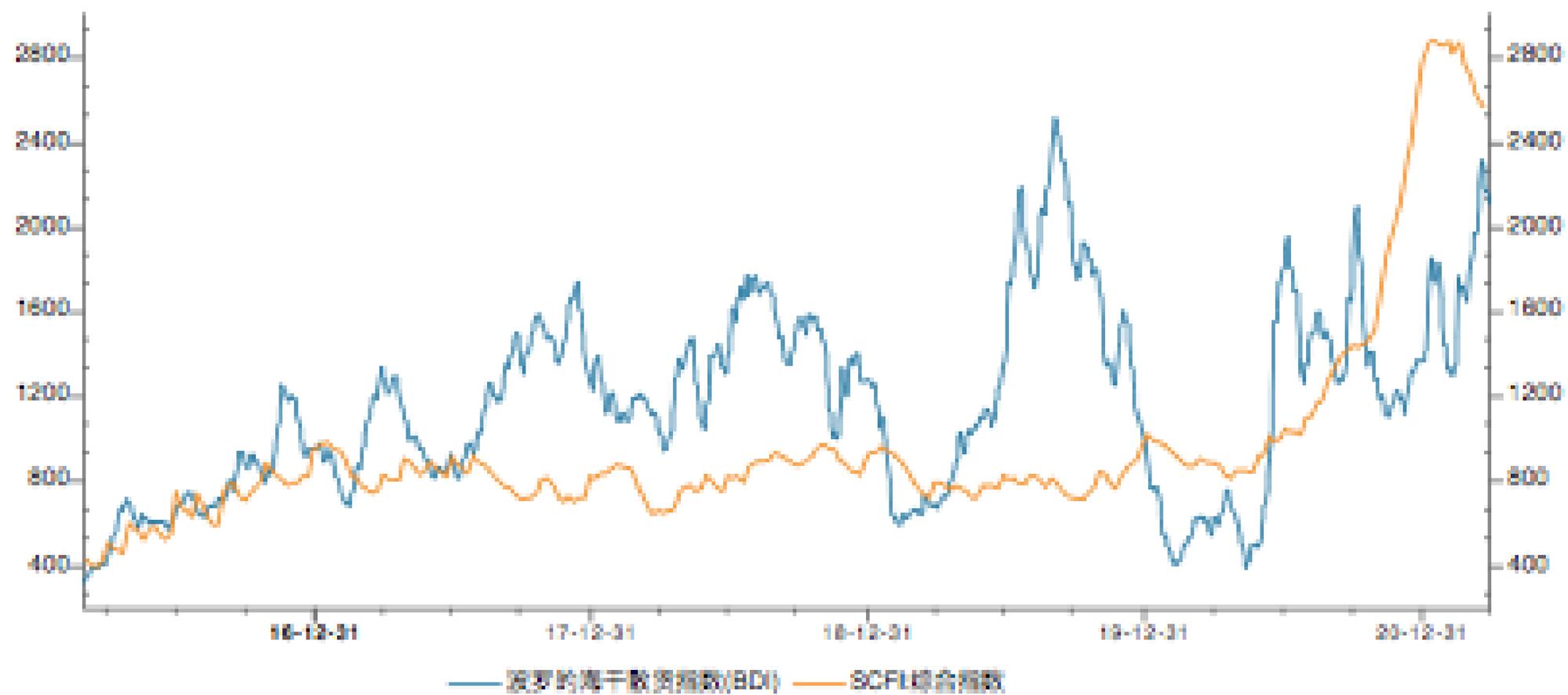
- 大宗商品价格上涨：原油、金属原材料、粮食
- 运费、人工成本上升
- 美国债利率上行：通胀预期与实际利率上升
- 美元升值与部分新兴市场国家加息：土耳其、巴西、俄罗斯



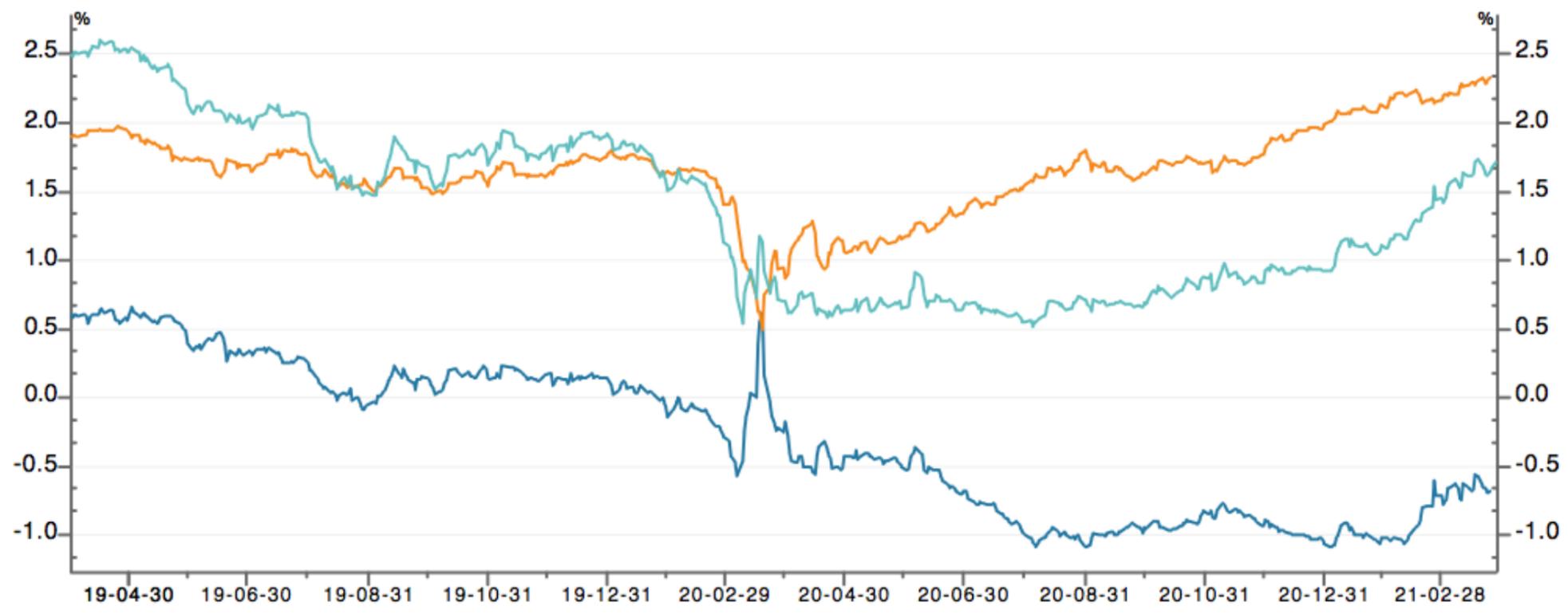
数据来源: Wind



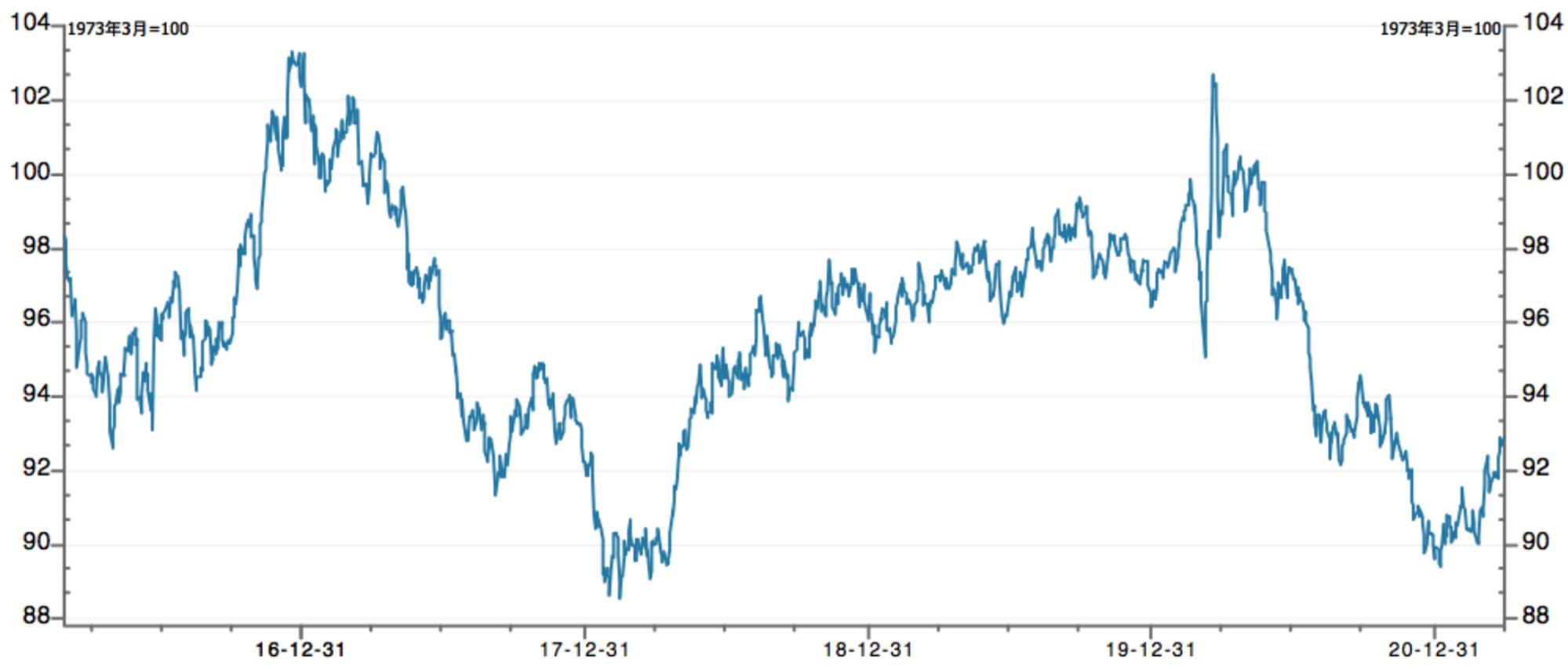
数据来源: Wind



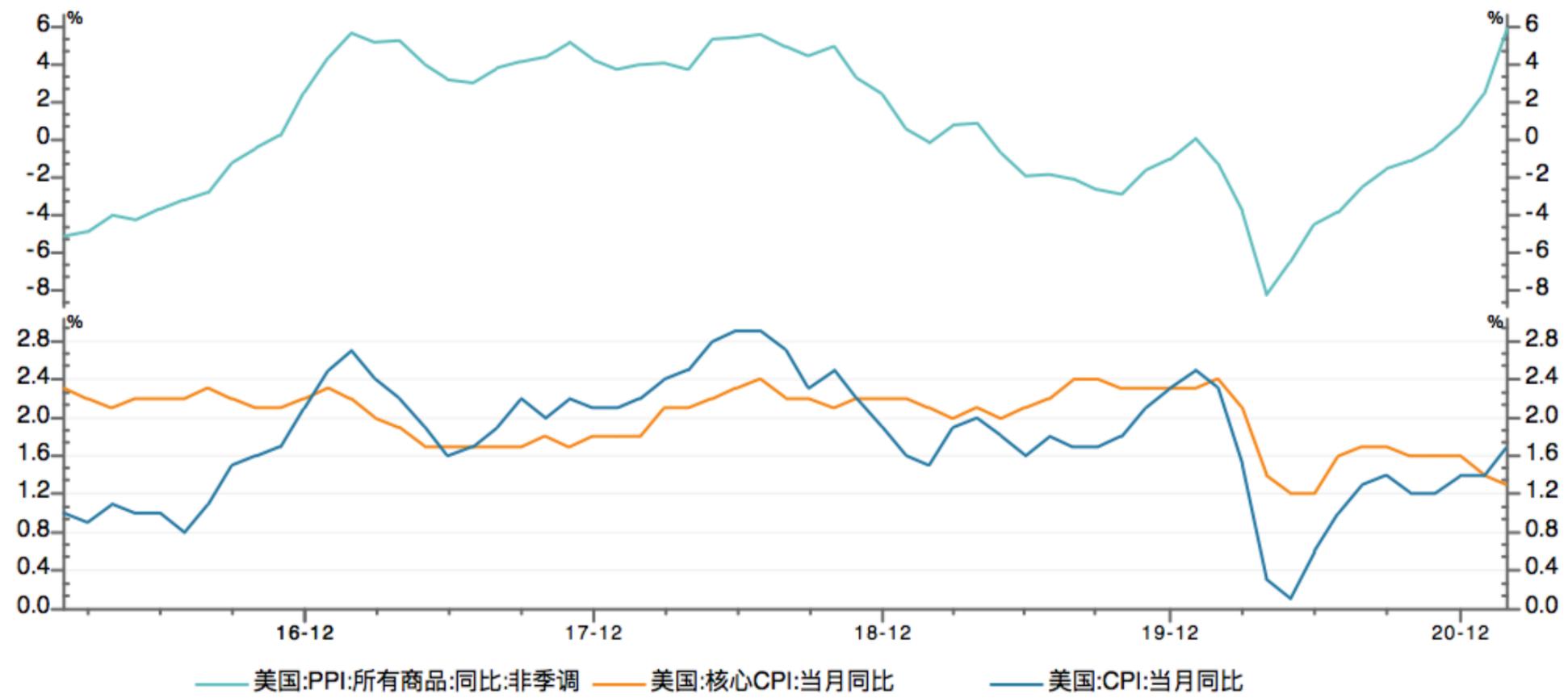
数据来源: Wind



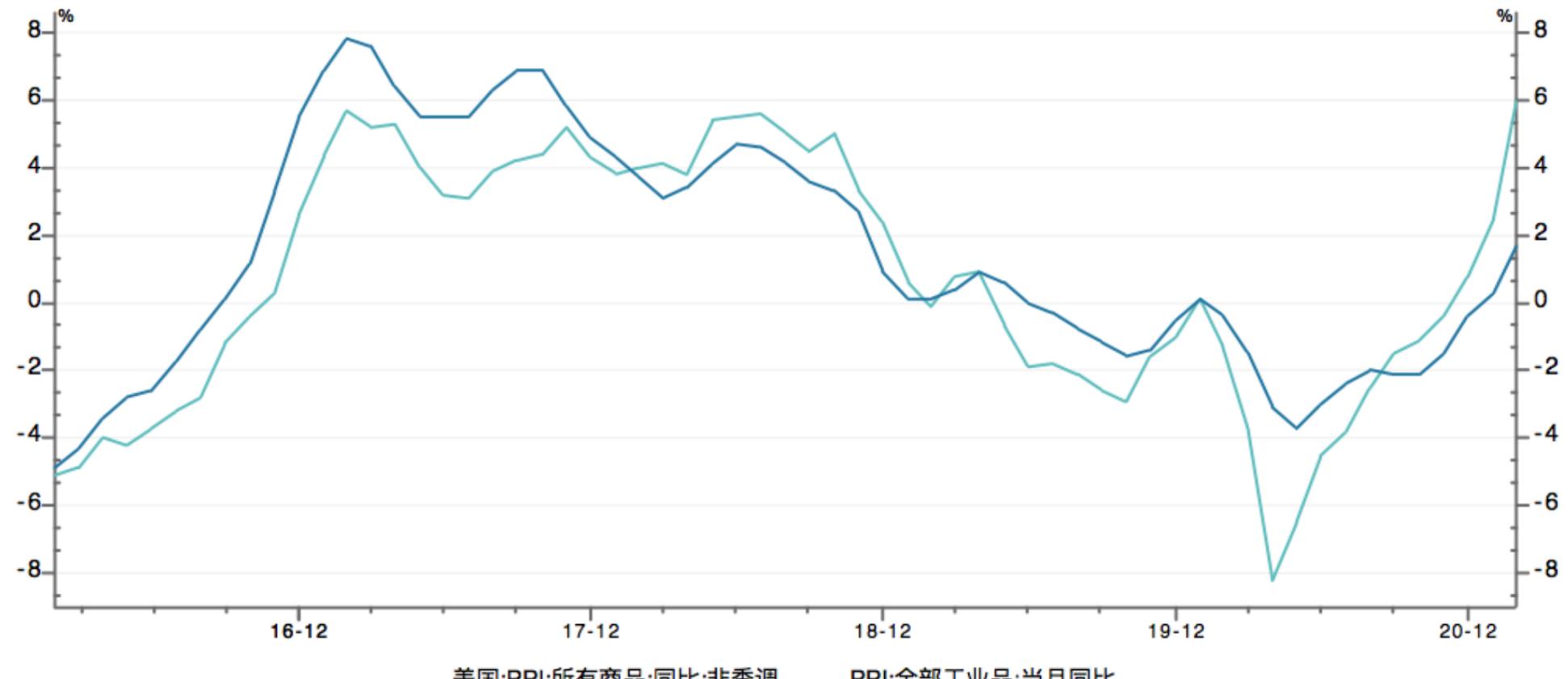
— 美国:国债收益率:通胀指数国债(TIPS):10年 — 美国:国债收益率:10年:-美国:国债收益率:通胀指数国债(TIPS):10年



— 美元指数



数据来源: Wind



这轮通胀的起因：需求相对疲软下的供给恢复不足

- 货币因素：全球量化宽松+美元贬值——投机力量
- 供需错位复苏：中国供需率先复苏，美国刺激带来供需缺口；原油库存下降
- 结构性变化：逆全球化、碳达峰和缓和收入分配

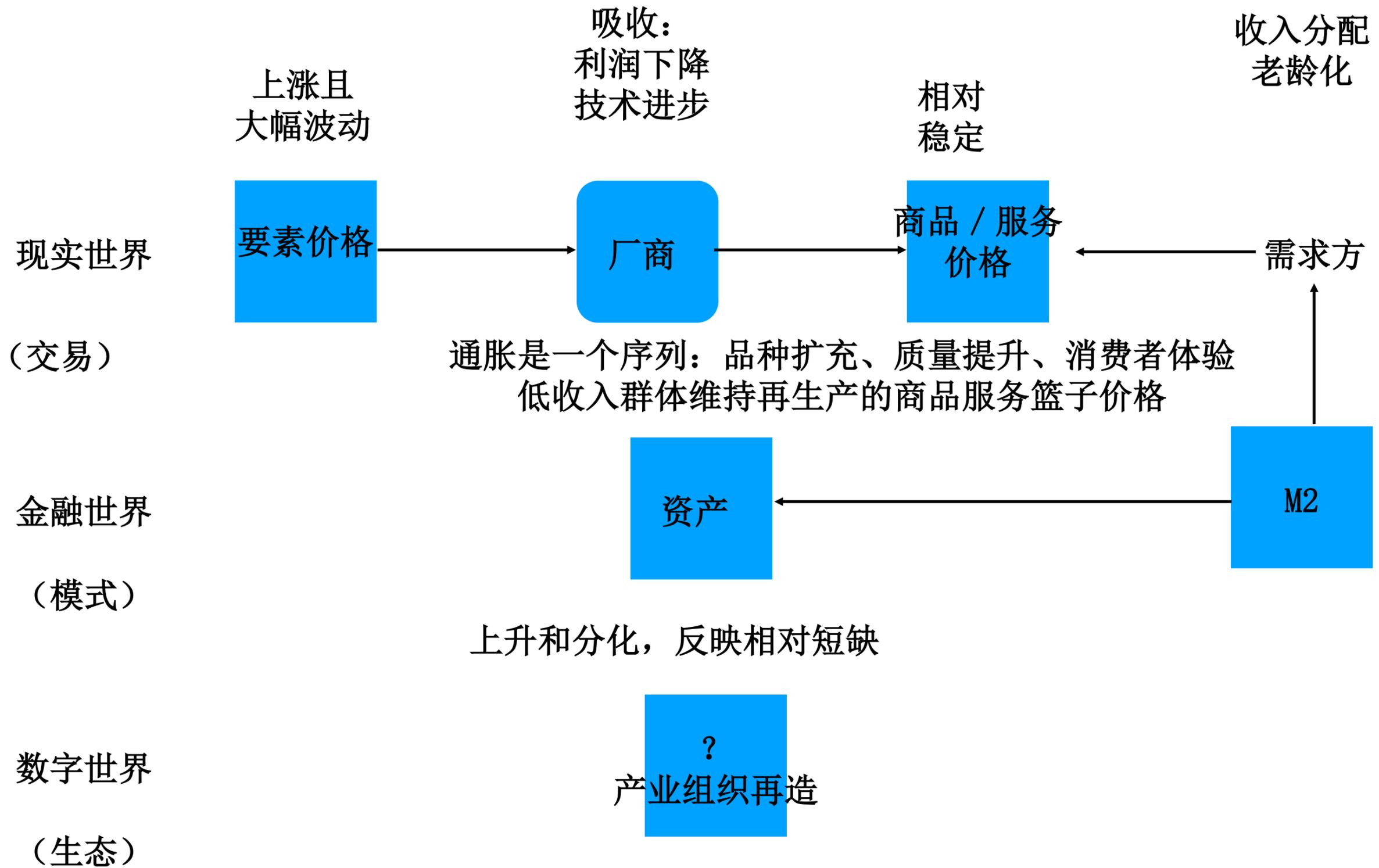
本轮通胀的可持续性和滞涨可能性：“虚火”而非“实火”

- 需求的恢复性（总需求尚未达到疫情前，存在叠加时段的暂时性过度需求）——供给响应（过度响应？）
- 页岩油、清洁能源
- 美元升值



数据来源: Wind

- 全球通胀的基准将略有抬升，但还不具备条件进入高通胀时期（需求和供给相互叠加的通胀）
- 全球低通胀的逻辑
 - 技术进步——劳动生产率上升
 - 全球化——中国印度等加入全球化
 - 产业组织的再造——数字经济
 - 收入分配恶化——需求不足
- 影响未来通胀水平的因素：供给和需求的相互强化
 - 逆全球化
 - 国有化
 - 贫富差距与大政府（大规模公共部门干预）
 - 人口老龄化、资源和环境约束



- 4、国内货币状态相对平稳
 - 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
 - M2同比9.4%，比上月和去年同期分别低0.7；M1同比7.1%，比上月末低0.3，比去年同期高2.1；人民币贷款12.6%，比上月和去年同期低0.3和0.1
 - 社会融资同比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。

三、政策取向思考

- 利用好“时间窗口”，起好步，布好局，实现高质量的“双循环”新发展格局
- 政策以稳为主，在保证可持续性前提下保持必要的灵活性
- 多种约束下的财政货币政策选择
 - 增长与就业
 - 封闭经济体和开放经济体
 - 发展与稳定

- 总量政策：数量型和价格型——宏观杠杆率稳定，与名义GDP增速相匹配；汇率和利率的市场机制
- 结构性政策：不急转弯、绿色、普惠，降低融资成本
- 流动性合理充裕，保持金融体系稳定和宏观调控的跨周期调节和设计
- 在政策连续性、稳定性和可持续性基础上保持必要的灵活性