

2021 年宏观经济九大展望

植信投资研究院宏观经济年报撰写组¹

新的一年已经到来。2021 年，全球疫情将如何演绎？世界经济能否走向较为稳定的复苏？有哪些深层因素会推动中国经济继续恢复？中国经济增长能否回归趋势性运行轨道？金融运行能回归常态吗？宏观政策会转弯吗？针对上述一系列问题，本文提出 2021 年宏观经济九大展望。

展望一：世界经济可能于下半年迎来整体性复苏

2020 年世界经济受新冠疫情冲击而深陷衰退泥潭，经济合作与发展组织（Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD）去年 12 月预测 2020 年全球经济增长萎缩 4.2%。疫情爆发之初，欧美等发达经

济体没有给予足够的重视，等到疫情大爆发后，疫情对人们的生命健康和经济活动都造成了严重影响，各主要经济体被迫停工停产、全球产业链陷入停顿、国际贸易跌入冰点，这使得疫情前本已疲软的世界经济雪上加霜。

2020 年四季度以来，全球疫情整体反弹，除中国外多国疫情再度爆发（图 1）。12 月中旬，美国单日新增病例、单日新增死亡病例、累计新冠死亡病例均创历史新高。11 月，欧洲有近 10.5 万人死于新冠肺炎，远超此前新冠死亡病例单月高峰。此外，英国发现变异病毒，俄罗斯疫情再度爆发并迅猛扩散，欧洲多地已实施严格的封锁措施。相对而言，亚太地区疫情相对平稳。但自 11 月下旬开始，亚太多国疫情有失控迹象。日本、韩国 12 月中旬新增确

¹ 撰写团队：连平、刘涛、邓志超、罗奕劼、马泓、王好、刘鸿、黄春华、许珂、董澄溪。

诊病例创下新高。而印度疫情似乎有所缓解，但其数据存在一定的可疑性。澳大利亚疫情则出现了缓

和。东盟国家的疫情情况好于全球水平。拉美国家中，巴西、阿根廷疫情依然严重，暂时未见好转迹象。

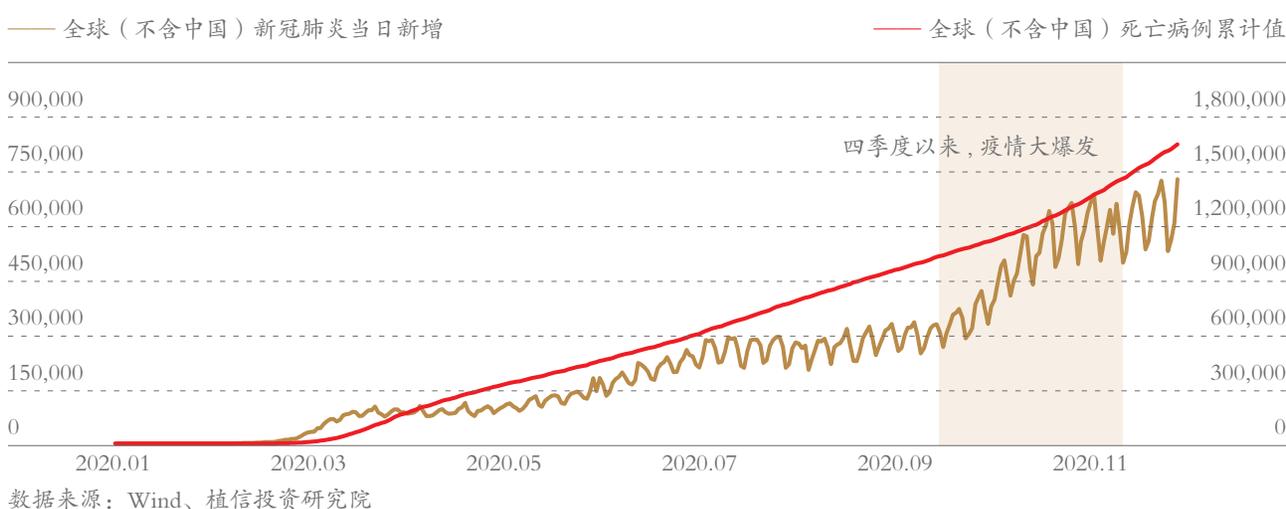


图 1：全球疫情形势

全球疫情下一步的发展，一方面取决于各国政府抗疫采取的措施，而这些包括封锁、隔离在内的措施本身是有损经济恢复的，这就使得各国政府处于两难境地；另一方面则取决于疫苗的问世和普及。当前全球疫苗研发进展顺利，截至 2020 年 11 月底，全球各国共开发 200 多种新冠疫苗，其中 48 种正在进行人体临床试验，10 款疫苗处于三期临床试验的最后测试阶段。

从各主要经济体人均疫苗订单数、预计首次接种疫苗的时间和疫苗供应能力来判断，全球疫情拐点大概率将出现在 2021 年二至三季度之间。美国、欧洲、日本等发达经济体的人均疫苗预订数均超过一剂，预示着发达国家疫苗供应充足。美国 2020 年 12 月下旬接种了第一批疫苗，到 2021 年二季度可全民覆盖；德国 2021 年 1 月为高风险人群和医

护人员优先接种，夏季可全民接种；法国 2021 年 1 月开始接种；俄罗斯 2020 年 12 月底已大规模接种。2020 年四季度全球疫情再度爆发，使得不少原本对疫苗心存疑虑的人群开始接受疫苗。而发展中国家的疫苗接种情况则令人担忧。从人均疫苗订单数来看，只有智利和墨西哥超过了一剂，其他发展中国家人均订单数都低于一剂，预示着发展中国家可能面临接种不足的风险。总体来说，疫苗的接种有一定优先顺序，2021 年一季度可能是发达国家的高风险人群优先接种，二季度发达国家全民普及，之后发展中国家跟进。如果疫苗能达到预期的效果，可以判断全球疫情的拐点大概率出现在 2021 年年中前后。但也不能完全排除新冠病毒变异导致疫情走势再度恶化的可能性。病毒变异使全球疫情发展前景存在一定的不确定性。而疫情加重促使各国政府重

视程度提升，各国日趋严格的抗疫举措必将对未来疫情发展产生重要的抑制效应。

随着全球疫情步入拐点，各国政府将会逐步放松防控措施，各地封锁解除后复工复产将陆续展开。再考虑到美国大选尘埃落定，拜登执政后，恢复经济成为其首要任务，各项刺激政策将陆续出台，美国经济可能由弱复苏转为中强度复苏，从而带动世界经济逐步回归疫情爆发前的水平。因此，预计2021年世界经济运行可能于年中之后出现复苏态势，并进入较为稳定的整体性复苏阶段。考虑到2020年一、二季度世界经济低基数的影响，2021年同期世界经济增速可能出现“先高后低”的数值。

展望二：全球经济运行多维度不同步

（一）全球主要经济体经济恢复不同步

1. 美国经济有望2021年年底回到疫情前水平

美国供应管理协会(Institute for Supply Management, ISM)2020年11月制造业采购经理指数(Purchasing Managers' Index, PMI)录得57.5, 虽较10月略有下降, 但已经连续6个月站上50荣枯线, 显示美国经济进入弱复苏阶段。虽然2020年11月美国失业率依然在高位徘徊, 但环比下降了0.2%至6.7%, 有所好转。冬季疫情再度爆发, 似乎没有影响美国经济复苏。2021年一季度后, 随着疫苗开始接种和拜登上台执政, 经济弱复苏的状态可能转为中等程度的复苏, 待疫情影响基本得到控制后, 进入强复苏阶段。预计美国经济前低后高, 有望在2021年年底前回到疫情爆发前水平。

2. 欧元区经济2021年上半年可能还将处在衰退状态

欧元区经济在2020年年末出现明显下滑迹象, 11月欧元区整体综合PMI录得45.3, 改变了之前连续4个月站上荣枯线的态势, 欧洲疫情再次加剧使经济复苏之路受阻, 德法两国已经考虑将封锁措施延续至2021年一季度。英国新冠病毒变异导致整体形势急剧恶化。预计2021年上半年欧元区经济都无法进入复苏阶段, 下半年随着疫苗的普遍接种, 经济才可能进入弱复苏状态。

3. 日韩经济2020年下半年呈回升态势, 2021年可能持续

日本2020年三季度GDP环比增长5.3%。近日, 日本宣布了7080亿美元一揽子刺激方案, 这使得日本经济的复苏更具确定性, 预计2021年一季度日本经济继续向好, 可能于三季度回到疫情前水平。韩国2020年三季度GDP环比增长1.9%, 从连续两个季度的下跌中反弹。韩国政府近期推出韩国史上规模最大、高达270万亿韩元刺激预算。预计韩国经济也将在2021年上半年企稳, 之后逐步回到疫情前水平。东盟国家经济复苏态势基本确立。2021年随着全球疫情趋缓, 东盟国家的经济增长优势将逐步发挥出来, 但考虑到东盟国家大多为发展中国家, 可能面临疫苗接种不足的风险, 其经济整体恢复力度可能偏弱。

4. 发展中国家整体经济恢复情况依然不容乐观

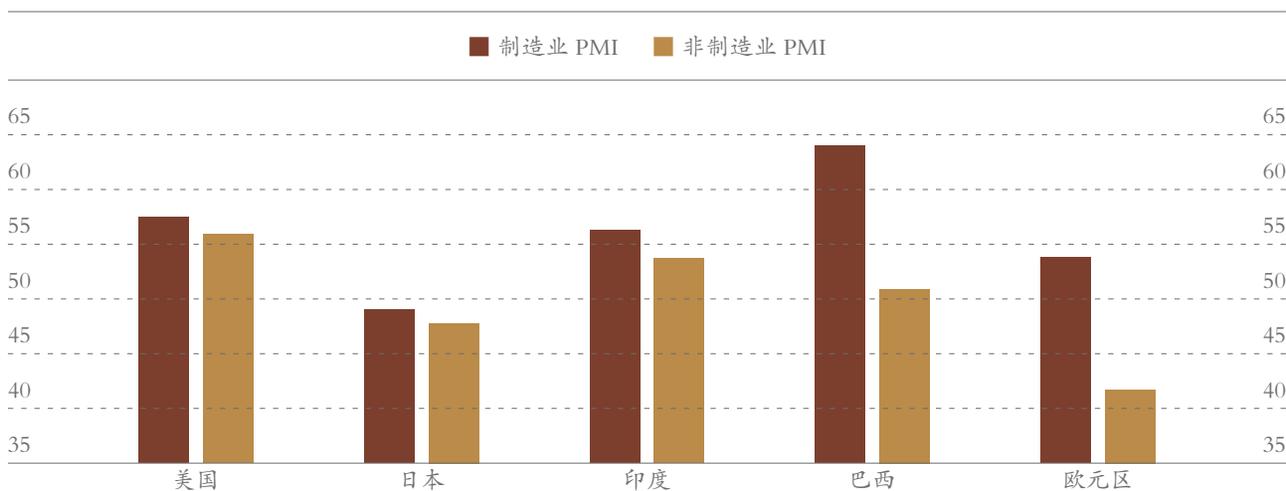
印度、巴西等国在疫情重压下经济缓慢复苏, 两国2020年11月制造业PMI分别录得56.3与64。虽然都在荣枯线上, 但涨幅有所收敛。考虑到印度、巴西境内的疫情较为严重, 其疫苗订购数量严重不足, 后续经济增长情况并不乐观。大多数发展中国家面对疫情时可动用的医疗和财政资源都较

为有限，将进一步延后其结束疫情风险的日期。尽管经济复苏可能推进，2021年大部分发展中国家可能都无法恢复至疫情前水平。

（二）全球制造业和服务业恢复不同步

疫情爆发之初，各国停工、停产、停业、停课，使得经济一度陷入停摆状态。而随着疫情逐步得到控制，刚性需求导致工业制造业的恢复往往好于服务业。这一方面是因为制造业工人的重新聚集较之服务业更容易，另一方面则是政府社交隔离政策和人们对疫情的担忧而主动减少聚集性消费所致。2020年四季度美国疫情再度爆发，但制造业

PMI 不降反升、服务业 PMI 快速下降的情形，清楚地表明这一不同步状态。还有一个重要原因是，疫情冲击下居民收入大幅降低，拖累消费能力下滑。这一点在欧元区体现得最为明显：2020年11月欧元区非制造业 PMI 录得 41.7，远低于制造业 PMI 的 53.8，美国、日本、巴西、印度等主要经济体的情况也类似（图 2）。2021年上半年，在全球疫情步入拐点之前，预计这一不同步还将继续。而进入下半年，服务业可能强劲复苏，甚或超过制造业增速，成为推动世界经济复苏的重要因素。



数据来源：Wind、植信投资研究院

图 2：2020 年 11 月制造业 PMI 和非制造业 PMI

（三）房地产、金融市场与实体经济恢复不同步

一个时期以来，金融资本收益率高于实体投资收益率，使得资本追逐金融投机倾向越来越严重。疫情冲击后，各国政府纷纷采取宽松货币政策，向市场投放巨量流动性的同时保持低利率，进一步刺

激了全球资本的风险承担意愿。最靠近流动性源头的房地产市场和金融市场较早受益。从美国标准普尔 /CS 房价指数、欧盟房价指数，以及全球各主要股指走势来看，在经济复苏还不明确的情况下，房地产和金融市场已经呈现火热行情。2020年9月，美国标准普尔 /CS 房价指数由 3 月的 222 调升至

232.8，而2019年全年的平均数约为216.5；欧盟房价指数2020年二季度末为123.98，较2019年年底上涨3.33%，预计今年还将维持上涨态势。2020年11月底，美国道琼斯工业平均指数突破3万点，2021年以来继续上行。印度、巴西的股市也于近期出现了较大幅度的上涨。2021年，房地产、金融市场与实体经济恢复的不同步可能还将延续，考虑到2021年年中全球疫情进入拐点，金融市场的反应往往早于实体经济，上半年全球主要的金融指数有进一步攀升的可能。但部分发展中国家存在恢复不及预期、资本流入反转带来的风险。

（四）主要经济体的宏观政策不同步

疫情发展和经济复苏的不同步，导致了各国的宏观政策也不同步，这为未来一个时期国际政策协调增添了较大障碍。欧美等主要发达经济体在后疫情时代还将维持一段较长时间的宽松政策。2020年8月，美联储宣布将在较长的时间内维持2%的平均通胀目标。这就意味着，即使2021年美国核心通胀率超过了2%，也有可能不会收紧货币政策。欧洲和日本的货币政策还将维持负利率。发展中国家政策则受制于疫情发展，首先考虑的还是抗疫卫生医疗投入，对于经济刺激政策虽有急迫性但难有充足的财政货币资源支撑。主要经济体的政策不同步可能贯穿2021年始终，弱势经济体经济运行会受到主要经济体政策溢出效应的干扰和拖累。

展望三：三重深层因素支持中国经济稳步复苏

（一）“十四五”规划的政策红利将逐步释放

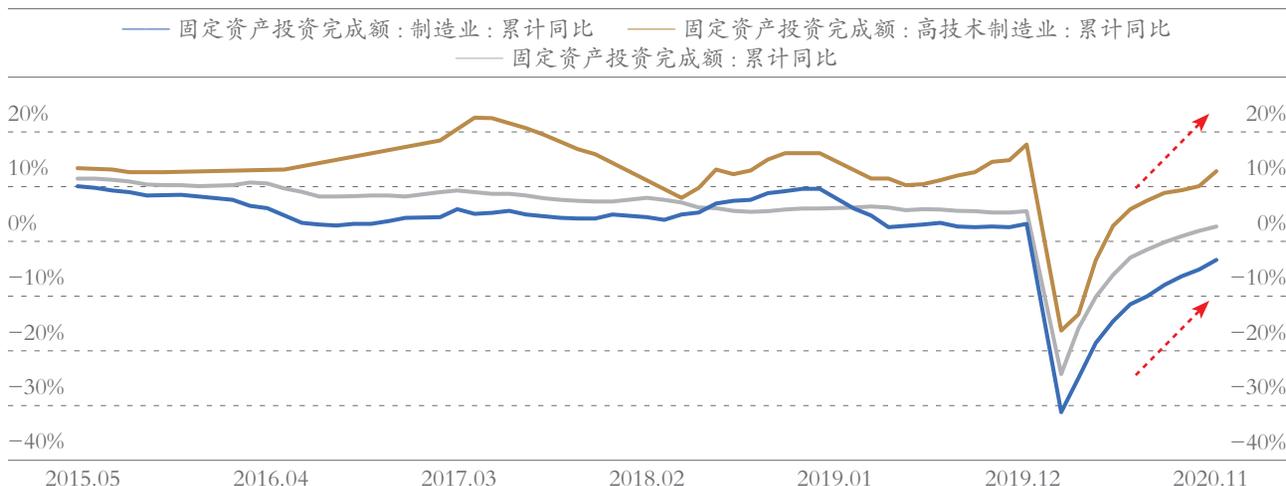
我国制定“十四五”规划和2035年基本实现社会主义现代化远景目标，将拉开未来5年甚至15年高质量发展的时代序幕。2035年远景目标提出人均GDP达到中等发达国家水平，其背后蕴含对经济增速的定量目标。2019年，国际货币基金组织（International Monetary Fund, IMF）定义的发达经济体人均GDP平均为4.6万美元，中等偏下水平的地区人均GDP在1.7-3万美元之间。2019年，我国人均GDP约为1万美元，若要求2035年人均GDP翻一番达到2万美元，则未来15年GDP增速平均需保持在5%左右。

2021年是“十四五”规划开局之年，为保证五年规划能够顺利开个好头，无疑将释放明显的政策红利，改革也将深入展开。具体而言，可能体现在科技创新、产业升级以及要素市场改革三大领域。一是科技创新，坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑；二是产业升级，加快发展现代产业体系，坚定不移建设制造强国、质量强国、网络强国、数字中国；三是要素市场改革，推进土地、劳动力、资本、技术、数据等要素市场化改革。政策红利将有效形成相应的增长动力。经验显示，通常情况下，五年规划的第一年GDP增速在5年期间内是不低的，比如“十三五”规划的第一年是2016年，其GDP增速达到6.8%。

在相应政策红利释放下，2021年经济结构可能出现进一步调整，表现为高技术投资将继续保持较快增长。2019年，制造业投资增速为3.1%，固定资产投资增速为5.4%，而同期高技术制造业投资增长高达17.7%。特别是在疫情期间的2020年1-11

月，制造业投资累计同比增速 -3.5%，固定资产投资累计同比增速 2.6%，而同期高技术制造业投资累计同比增长高达 12.8%（图 3）。2021 年，高新技

术投资将成为拉动制造业投资甚至是固定资产投资的主要动力，也将是未来经济高质量发展的新动能。



数据来源：Wind、植信投资研究院

图 3：2021 年高技术制造业将保持两位数以上的较快增长

（二）被动去库迈向主动补库带动企业盈利改善

一个库存周期大约跨度为 3-5 年，可以划分为被动去库（需求上升、库存下降）——主动补库（需求上升、库存上升）——被动补库（需求下降、库存上升）——主动去库（需求下降、库存下降）四个阶段。其中前两个阶段对应经济复苏，后两个阶段对应经济回落，复苏平均时长约为 1.1-2 年。具体而言，被动去库存可以大致对应经济复苏期，主动补库存对应经济繁荣期，被动补库存对应经济滞胀期，主动去库存对应经济衰退期。

我国目前处于被动去库阶段，2021 年将迈向新一轮主动补库周期，预计将延续 7-17 个月。由于制造业企业“以销定产”的经营模式，新订单是库存

周期中的领先指标，而产成品库存只是制造业企业经营行为调整的一个滞后项，因此库存周期的核心在于需求而非库存本身。2020 年 1 月，主动去库存完成。经验表明，接下来对应的将是被动去库。由于新冠疫情冲击，PMI 新订单指数从 2020 年 6 月触底回升，于是主动补库阶段开启，目前已持续约 6 个月。目前工业企业 41 个细分行业库存大多出现震荡上行的迹象，预计 2021 年大概率将逐步迈向全面补库阶段。被动去库与主动补库持续时间一般约为 13-23 个月。据此推断，主动补库阶段将延续 7-17 个月（图 4）。库存周期对传统行业利润的影响较大，主动补库存周期意味着量价齐升，进而带动企业利润上行，促进企业投资增长。



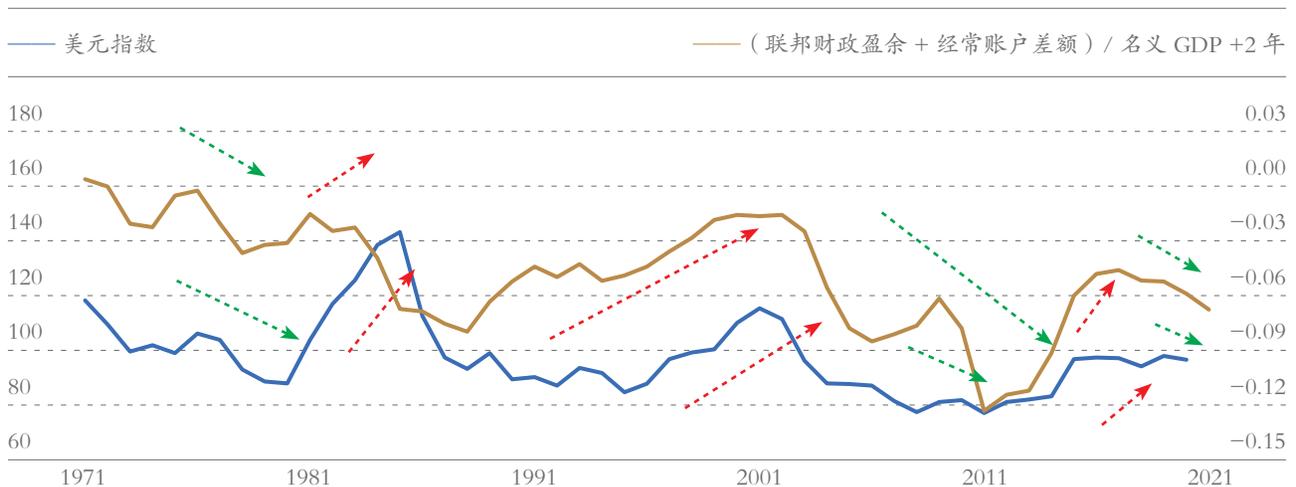
数据来源: Wind、植信投资研究院

图 4: 2021 年库存周期将从被动去库迈向主动补库²

(三) 美元走弱推动全球经济回暖

经验表明, 美国“双赤字”大约领先美元指数 2 年左右, 2021 年美元大概率趋势走弱 (图 5)。美国财政与贸易双赤字的扩大, 均是美元开始贬值的十分重要的条件。财政赤字意味着美国经济增长

动能边际减弱, 国债规模飙升, 使得投资者越来越质疑美国政府的偿债压力, 由此引发对美元信心的动摇。贸易赤字快速扩张则直接导致美元贬值压力加大。2021 年美国的量化宽松和低利率仍将继续维持。虽然 2021 年美元走弱将是一个大概率事件, 但



数据来源: Wind、植信投资研究院

图 5: “双赤字”领先美元指数约 2 年

² 根据颜色从浅到深, 依次为被动去库 - 主动补库 - 被动补库 - 主动去库。

随着美国大选尘埃落定、欧洲疫情再度反复，美元指数也存在阶段性回弹的可能。

弱美元下全球贸易通常会趋于扩张。由于美元的国际货币地位，全球融资主要以美元标价。当美元贬值时，企业借入美元的积极性较高，全球贸易

融资会较为活跃，全球产业链贸易也会趋于扩张（图6）。IMF（2017）实证研究表明，美元每贬值1%，未来1年内全球贸易数量将上升0.6%-0.8%。因此，2021年，弱美元下全球贸易将复苏，进而带动全球经济回暖，给中国带来新的出口需求。

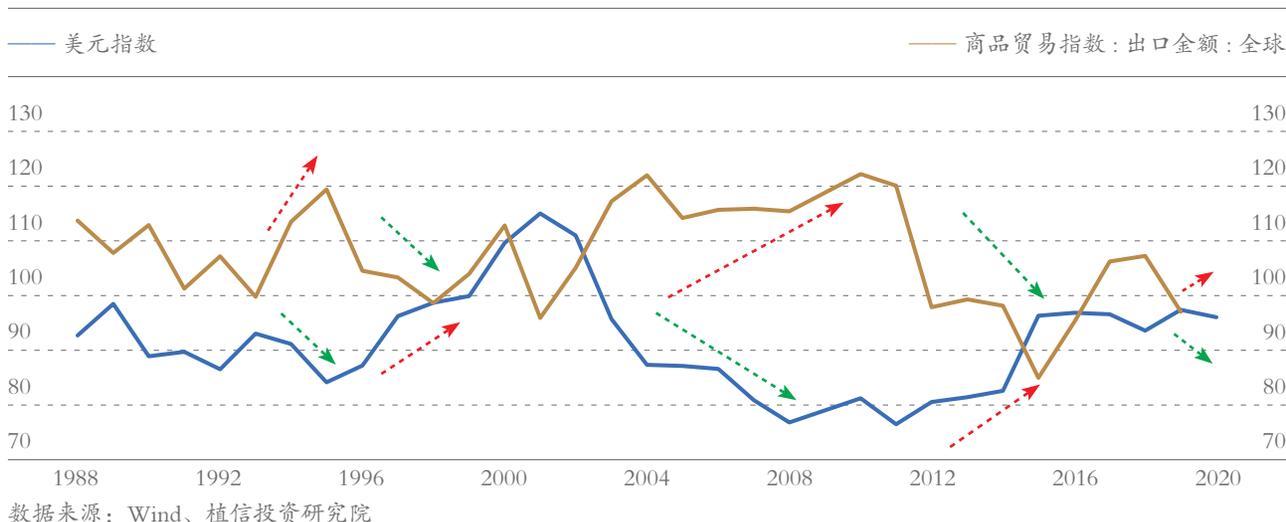


图6：弱美元下全球贸易趋于扩张（剔除2009年异常值）

展望四：内外需共推经济走上趋势性运行轨道

（一）制造业和新基建推动投资恢复性增长

2020年，基建投资和房地产投资成为后疫情时期稳定投资引擎的主动力。从三大投资领域来看，房地产投资恢复最快，基建投资略逊，制造业恢复相对缓慢，但降幅在持续收窄。三大投资的持续恢复推动固定资产投资继续回升，2020年全年固定资产投资增长2.9%，其中基建投资增长0.9%，房地产投资增长7.0%，制造业投资减少2.2%。

展望2021年，投资引擎可能转向新的方向，三大投资增速升降互见。制造业投资有望接棒成为

新的发力点。趋紧的产能状态将激活2021年制造业扩大投资的意愿。2020年10月工业企业利润总额累计同比增速转正，并已超2019年同期；财务状况好转有助于企业投资能力提升。国内“宽信用”由短贷向长贷延伸，全球外国直接投资（Foreign Direct Investment, FDI）向中国保持稳定流入，都将进一步支撑制造业投资的资金需求。2020年1-10月民间投资已转为正增长。2020年12月召开的中央经济工作会议将“强化国家战略科技力量”、“增强产业链供应链自主可控能力”分别排在了今年重点任务的前两位，也表明了制造业在2021年的重要地位，高技术产业获得的投资要远高于传统

制造业。2021年基建投资将温和增长。当经济如期大幅反弹，传统基建投资的必要性会适当降低，同时伴随着中央对地方政府债务风险的管控力度加大，财政支持也可能有所减弱，但与制造业关系密切的“新基建”投资仍会加码。在传统基建走弱、新基建走强综合作用下，基建投资整体将温和增长。

鉴于新的银行业房地产信贷的监管政策的实施，2021年个人住房贷款增速可能会有所放缓。有关部门对违规涉房贷款的监管力度预计将有所加强，限购、限贷政策直接抑制住房信贷扩张需求。商业银行出于监管要求可能会适度提高贷款标准，尤其是针对房价上涨过快的地区，以减缓居民加杠杆的步伐。适度上调利率以降低住房市场的投机性需求是大概率事件。2021年，房企融资需求难减，主要因为表内融资进入“顺周期”调控阶段。在“三条红线”实施的背景下，监管机构对于房地产开发商的财务状况持高压状态，房企银行信贷规模增长会放缓。鉴于宏观利率趋于平稳并可能阶段性上升，房地产行业不同评级公司的信用债利差预计走阔，可能存在阶段性全口径以及局部房企流动性压力。2021年建安工程的推进有望保持在较高水平，从而支撑总体房地产投资。

在2020年低基数的基础上，预计2021年固定资产投资将增长8.0%，其中制造业投资将增长11%，房地产投资将增长6%，基建投资将增长5%。

（二）出口增长前快后稳，进口增长明显加快

2020年我国出口表现大超预期。2020年6月以来，我国出口受海外需求回暖和防疫物资订单不断以及疫情产生的供给替代效应影响，出现大规模

增长。防疫相关类和疫情大背景下产生的“宅经济”驱动类产品的贡献巨大；而在供给替代的逻辑下，非针织钩编服装、家具寝具和家电等产品的出口也快速增长。预计在2021年上半年，出口的“疫情红利”还能持续一段时间。随着我国需求持续回升，进口也出现较大波动。一方面是由于疫情导致大宗商品价格大跌，另一方面也和我国加大了对中美第一阶段贸易协定的执行力度有关。

2021年，随着拜登就任美国总统和《区域全面经济伙伴关系协定》的签署生效，中国进出口整体环境可能边际改善。2021年上半年，防疫类和“宅经济”类以及海外强劲的需求和自身供给不足仍将维持一段时间，从而继续推动上半年的中国出口。下半年，各国疫情因疫苗可能出现显著缓解，使得防疫类商品需求逐步减少；新兴国家生产供给能力逐渐恢复，推动“宅经济”小商品和服装等劳动密集型产业回流，叠加人民币较年初升值超过5个百分点影响出口的时滞效应显现，我国出口增速将会放缓。

考虑到2020年基数“前低后高”，2021年出口或将呈现“先扬后稳”的走势。中国自身的需求强劲回升，各国的供给能力恢复，大宗原料价格重新上涨，加之2020年下半年以来的人民币升值，都会对2021年的进口起到明显的推动作用。尽管如此，2021年仍然存在病毒变异以及疫苗效果不及预期等风险因素，或对全球经济复苏以及供给能力恢复造成一定影响。综合来看，在2020年全年进口基数较低的前提下，2021年进口增长总体将呈现较快修复态势。预计2021年，以美元计，出口将增长12%，进口将增长10%，经常项下收支将保持较大

幅度的顺差。

（三）消费复苏步伐大幅加快

疫情对消费的冲击程度最大，拖累需求侧恢复落后于供给侧。2020年二季度以来，社会消费品零售虽然持续恢复，但增速普遍低于市场预期，消费仍远未恢复至正常水平。2020年全年，社会消费品零售萎缩3.9%。

2021年，随着疫情被持续有效地控制、经济继续复苏和构建内循环为主的新发展格局，消费有望加快修复。收入增长是促进消费的首要因素。2020年二季度以来，中国居民人均可支配收入较快修复，并在三季度实现累计实际同比增速转正，居民人均消费支出增速遂回稳。预计2021年，居民人均消费支出会进一步提高。就业改善同时也会增加收入并提振消费信心。2020年作为薄弱环节的农民工月收入重拾同比正增长，有助于推动居民消费信心重回上升通道。2021年，经济向好将带动就业走稳，进而提高收入，提振消费。

构建新发展格局，扩大消费是关键。2020年中央相关文件精神要求，运用好农村土地改革、科技创新推进、社保体系完善、资源配置市场化、营商环境优化、公共福利增加等方式，激发和提振国内消费。“十四五”规划建议中强调加快推进新型城镇化建设，配合土地改革和户籍改革，能够从根本上削弱城乡二元经济结构，从而有助于释放更广大居民的发展型消费需求。中央经济工作会议中提出，有序取消一些行政性限制消费购买的规定，充分挖掘县乡消费潜力，合理增加公共消费；并将此前政治局会议中有关“需求侧改革”的提法变为“需求侧管理”，将有助于稳步扩大新型消费和推进消费

结构升级。2021年房地产销售将有所放缓，汽车消费仍以恢复性增长为主，对于消费回升可能会有一定程度的拖累。预计2021年社会消费品零售将增长10%。

2021年，在经济持续复苏和低基数作用下，季度GDP可能出现大幅波动，呈现出前高后低走势，部分经济指标或呈现两位数增长。第一季度实际GDP增速可能达到12%-14%；之后逐步恢复到趋势性运行轨道，预计2021全年GDP将增长8.8%左右。

展望五：物价波动逐步回归经济基本面

受猪价上涨和油价下跌的影响，2020年的消费者物价指数（Consumer Price Index, CPI）和生产者价格指数（Producer Price Index, PPI）都不同程度地脱离了经济基本面。PPI持续徘徊在负增长区间，5月随国内经济复苏同比增速触底反弹。2020年年初以来CPI“高开低走”，非食品及核心CPI则维持低位，反映居民消费需求复苏存在一定压力。

（一）猪肉供给逐渐回归常态，CPI结构性调整

2020年CPI同比高企主要受到2019年猪肉价格快速拔高的翘尾影响，但疫情冲击带来的需求不足仍有体现。2021年猪肉价格在供给回升及基数效应的双重作用下同比回落，将会对整体价格形成较长时间的负向拉动，消费价格将在新的供需平衡间取得结构性调整。

虽然高基数下猪价同比降幅对CPI的压制将持续存在，但环比回落存在压力。生猪存栏量绝对值

仍位于相对低位，预期至 2021 年二季度后出栏量才能恢复至常年平均水平；且冬季为猪肉消费旺季，消费量增长可能导致未来几个月猪肉供需关系收紧。预期 2021 年猪肉批发价格会在第一季度经历一段时间的高位震荡后，在供给缺口持续收窄的支持下呈现平缓下行趋势。

消费服务需求的释放将成为 2021 年影响 CPI 走势的重要因素。未来随着国内外经济形势有序改善，就业及消费将相继回升至常态，核心 CPI 同比有望呈现低基数水平下的稳步回升。2021 年一季度，在猪肉价格同比快速下行、核心 CPI 恢复尚未起色、国际油价维持低位等多重作用下，CPI 同比将大概率维持负区间，而后将在全球经济复苏、国内需求进一步回升共同发力的带动下逐渐回升至正值，预计全年均值会在 1%-2% 区间波动。

（二）需求复苏和低基数效应拉动 PPI 趋势回升

2021 年，全球生产、贸易及投资增速上升将会成为 PPI 回升的推动力。2020 年主要经济体平均出口贸易额同比增速于 5 月触底后强势反弹。2020 年美元指数走弱，以美元计价的大宗商品相对上涨，将为 2021 年 PPI 上行提供支撑。美元流动性保持充裕有利于刺激全球投资增速，拉动国际市场对大宗商品的需求。国内需求复苏也可预期。2019 年 M1 同比多数在 3%-4% 之间小幅震荡，2020 年初起开启上升态势，11 月已达 10%；根据 M1 增速与 PPI 走势具有领先约 3-4 个季度的周期性特征，PPI 大概率将在 2021 年上半年出现较高增速。

从结构性上分析，原油、黑色金属、有色金属三类对 PPI 影响权重最大的大宗商品需求缺口正在

逐步修复。2021 年国际原油价格环比涨幅将大概率趋于平缓，受 2020 年上半年低基数影响，2021 年上半年石油价格同比涨幅可能会在 30% 以上，成为 PPI 快速回正的重要推手。煤炭、铁矿石价格上涨也会对 PPI 形成支撑。2020 年三季度以来随着基建及房地产投资项目施工推进加快，螺纹钢等产品订单量有进一步增长空间。电网投资累计同比上升带动铜的需求量强势增长，全国铜均价同比涨幅已近 20%，沪铜期货价格亦维持上升通道。2020 年黑色及有色金属行业价格同比涨幅体现出我国经济复苏的内生动力，但 2021 年在较高基数下其上升斜率可能放缓。

PPI 将于 2021 年上半年走出较为明朗的上行趋势，预计将在 3、4 月间恢复正增长；下半年随基数效应修正，同比涨幅可能有所收缩，届时新的涨价因素是否能够对冲 2020 年全年负增长的翘尾影响，需要进一步观察。

展望 2021 年，随着经济逐步进入趋势性的运行轨道，物价运行大概率走势是 CPI 回正后走稳，而 PPI 则逐步上行。物价整体水平将会回归经济基本面，保持温和上涨的格局，给货币政策的运作提供了充裕空间。

展望六：金融市场运行逐渐趋向常态

2020 年，为应对新冠疫情对实体经济带来的冲击，货币当局实施逆周期货币政策调节，连续降息降准，保持金融市场流动性合理充裕。2020 年上半年公开市场操作 (Open Market Operations, OMO) 利率下调两次共 30 基点，中期借贷便利 (Medium-term Lending Facility, MLF) 利率下调同样两次共

30 基点。与 2019 年末相比，大型存款类金融机构存款准备金率下调了 0.5 个百分点，中小型金融机构的存款准备金率下调了 1 个百分点。

逆周期货币政策调节带来了金融机构对实体经济融资利率的下行。2020 年，1 年期贷款市场报价利率（Loan Prime Rate, LPR）的报价变动跟随 1 年期 MLF 利率下调两次，共 30 基点，而 5 年期以上 LPR 报价下调了 15 基点。金融市场流动性的宽松带来了金融机构对实体经济融资利率的下行。金融机构对实体经济贷款利率降低的幅度，高于 LPR 下行的幅度，与金融机构贷款相对 LPR 的加减点有关。这说明 LPR 的改革有助于降低实体经济的融资成本。

在需求回升的大背景下，实体经济融资成本的降低，促进了居民和企业融资规模的上升。虽然疫情在 2020 年一季度对房地产销售带来较大的冲击，但是二季度之后房地产销售迅速恢复，全年房地产销售面积与 2019 年基本持平。居民中长期贷款规模与 2019 年也基本持平。而居民的短期贷款规模在 2020 年二季度之后持续回升，反映了居民消费的改善。企业的中长期贷款持续上行，有一定的周期性因素，也与疫情之后流动性的宽松政策鼓励投资有关。2019 年年末新一轮设备更替周期就出现了回升的迹象。2020 年年初新冠疫情的爆发对企业投资带来较大扰动，疫情被控制之后，企业设备更替周期恢复，带动企业的投资增速回升。

2020 年财政政策积极有为，政府债券融资规模明显高于此前的水平。因为减税降费，财政收入与 2019 年比有较大差距。与此同时，财政支出仍然保持在较高的水平。财政支出与收入之间的差异就

由财政赤字来弥补。2020 年政府债券的发行占名义 GDP 的比例接近 8%，比 2019 年高了约 3 个百分点。

随着企业债券融资利率的上升，企业发债融资规模的趋势也将逐渐下行。2020 年 11 月多家地方政府国企债务违约，对信用债市场带来较大的冲击，信用利差分化明显，企业发债推迟或者取消发行的规模也明显上升。信用债违约对一级市场的影响在 2021 年初将继续显现，但是对全年的影响将有限，影响 2021 年企业债券融资规模最主要的因素还是债券利率的走势。

2021 年，企业中长期贷款增速能否延续上行趋势，存在一定的不确定性。央行问卷调查显示，2020 年前三季度制造业的贷款需求都处于过去 6 年以来的最高水平，而基础设施方面的贷款需求在 2020 年二季度和三季度也处于过去 5 年来的最高。未来这种趋势能否持续有不确定性。设备更替上行周期从 2019 年下半年以来至今已有 1 年多，过往经验显示设备更替上行期大概为 2 年左右。设备更替周期如果下行，那么制造业的贷款需求就可能回落。而制造业投资中占比约 60% 的民间投资正在快速恢复，经济复苏前景较为稳定，将拉动制造业民间投资步伐加快。随着中国经济在 2021 年恢复到正常的区间，大规模基建刺激的必要性也将减弱，相应的基础设施贷款需求也可能放缓。对于房地产开发商而言，“三条红线”也会抑制一部分贷款需求。2021 年随着国外疫情逐步得到控制，特别是疫苗被大规模使用之后，外需可能会进一步改善，这会进一步提振中国制造业的投资需求。因此预计，2021 年企业中长期贷款或将保持平稳，大幅变动的可能性较低。

在社融各个分项中，政府债券融资在 2021 年可能变动较大。名义 GDP 增速在 2021 年将明显回升，财政收入也将有明显改善；经济面临的下行压力与 2020 年相比也有显著减小，这意味着财政赤字需求将有一定幅度的减少，从而导致政府债券融资也将减少。但前不久举行的中央经济工作会议明确要求，宏观政策应保持连续性、稳定性、可持续性，保持必要的支持经济恢复的力度，因此政府融资不会大幅减少。

在 2020 年中央经济工作会议之后召开的央行四季度货币政策委员会例会，对 2021 年的货币供应和利率水平提出了明确要求。一是综合运用并创

新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。二是释放改革促进降低贷款利率的潜力，巩固贷款实际利率下降的成果，促进企业综合融资成本稳中有降。有鉴于此，2021 年的相关利率包括 MLF 和 LPR 将运行在目前水平区间，难以大幅上升，一般贷款加权平均利率可能有所下降。2021 年的社融余额增速将从 2020 年末的 13.6%（图 7）左右降低至 11.5%-12%，信贷增速将小幅下行至 12.5% 附近，M2 增速将小幅回落至 8.5% 左右，大致回归到常态水平（图 8）。

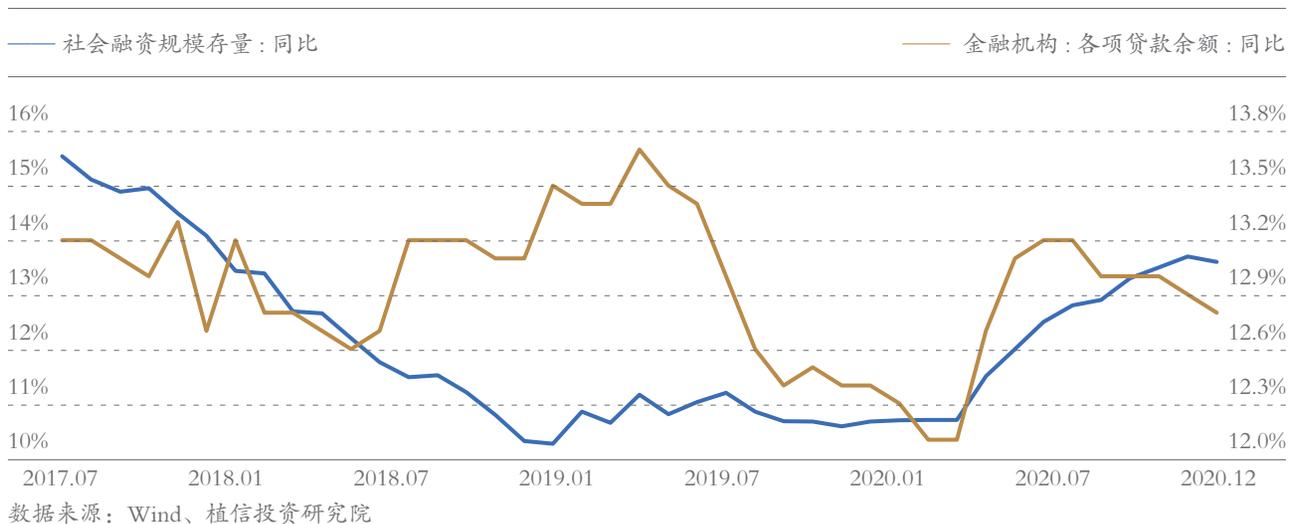


图 7：信贷增速与社融增速

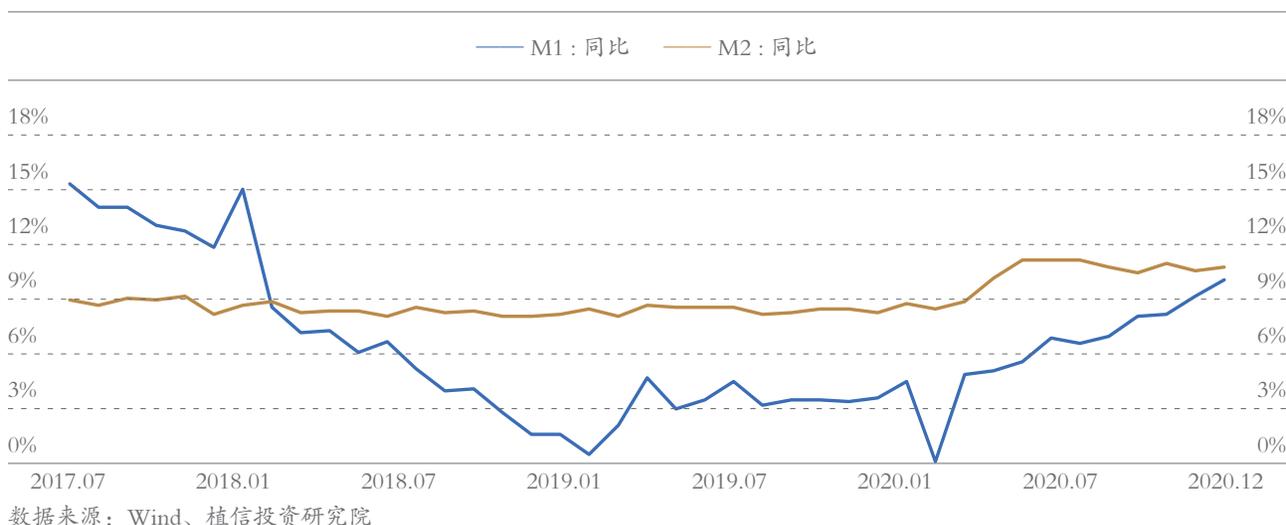


图 8：M1 增速与 M2 增速

展望七：人民币汇率双向波动中继续升值

2020年年初至5月，人民币汇率受第一阶段中美经贸协议和疫情等经济与政策因素影响曾一度走贬至7.13左右，但随后峰回路转一路走升，至10

月初大幅度升值，近日已确立了较为明显的双向波动中升值趋势（图9）。分析人民币汇率波动的主导因素，可以发现5-9月，人民币呈现出单边升值，一方面是对美元前期走弱的“补涨”，另一方面是

图 9：近年来美元指数与人民币汇率走势密切相关³

³ 2015年8月11日，人民币汇率改革后，调整了人民币中间价报价机制，同时扩大了人民币波动幅度。

中国疫情控制较好、经济较早恢复以及贸易顺差不断放大。10月之后，商品贸易大幅顺差和服务贸易逆差缩小强有力地支撑了人民币升值。

未来一个时期，美元走势、我国经济增长、国际收支和货币政策等重要因素还会持续影响人民币汇率双向波动，总体上将以升值为主。这是因为人民币汇率升值有中国经济强劲复苏的基本面支撑，人民币均衡汇率水平本来就处在一个上升的过程中，一定幅度的升值有其合理性。当前人民币强劲升值很重要的原因是国际收支双顺差的扩大，特别是贸易项下的顺差大幅增加，货物贸易顺差扩大、服务贸易逆差缩小，经常项下顺差将大幅扩大。在我国货币政策基调稳健、美国货币政策量化宽松和零利率条件下，中美之间存在较大的利差。目前中美十年期国债收益率差距约为2%，处在较高水平，支持人民币保持坚挺。

随着2021年疫苗的普遍接种、全球出口能力的恢复、前期人民币升值抑制出口的效应显现，再加上2020年四季度的高基数，较大的经常项下顺差规模可能难以为继，由此就会削弱人民币升值的动力。2021年，美元指数将有可能阶段性回强。2020年年末欧洲疫情再度爆发并且有失控之势，一度反推美元走强。2021年全年可能都会呈现美强欧弱的态势。再加上拜登执政后，美国经济较为稳定的复苏可能推进，美元指数可能阶段性走强，从而会抑制人民币升值。所以，2021年人民币面临持续升值压力的判断可能并没有很充分的依据。预计2021年上半年美元兑人民币汇率可能冲高至6.1左右，下半年最低可能回落至6.6左右，整体的中枢运行区间在6.4上下，处在可以接受的区间范围。

人民币升值将有利于进口，不利于出口，而这种由升值带来的不利影响存在一个时滞效应。按照“J曲线效应”理论，人民币升值的时滞效应可能会在2021年开始发生作用。然而，在新冠疫情冲击下，全球的商品供应严重不足，主要经济体里只有中国因为疫情控制较好而有较强的出口能力。在疫情没有得到有效控制、全球其他国家出口能力依然不足的背景下，我国出口大幅增长可能还将持续一段时间。在2021年，当全球疫情出现拐点、各国出口能力逐步恢复后，人民币升值的抑制作用就会较为明显地显现。

2021年，应关注人民币升值对出口的抑制、吸引资本快速流入推高资产价格泡沫、外债快速上升等风险。事实上，货币和外汇管理当局已经出手，在2020年四季度出台举措管理外汇交易成本和外债，并于2021年年初出台措施鼓励企业资本流出。未来，相关监管部门会进一步加强宏观审慎监管，特别是跨境资本流动方面。

展望八：宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性

（一）积极财政政策保持对经济恢复的必要支持力度

2020年一般公共预算收支状况随经济快速恢复。财政收入增速恢复较快，主体税种中，增值税、企业所得税和个人所得税增速已经恢复较高增速；消费税增速相对较慢，表明需求端仍需进一步释放潜力。支出端，教育、科技、社保和就业、卫生健康和城乡社区事务等项目增速较快，而文化旅游体育与传媒、农林水事务、以及交通运输等项目的支

出增速有所下降。在国有土地使用权出让收入高增长的带动下，地方政府性基金在收支两端均发挥了重要的补充作用，为对冲疫情对地方经济的冲击做出了突出贡献。

近期举行的中央经济工作会议强调要继续实施积极的财政政策，保持对经济恢复的必要支持力度；不急转弯，把握好政策时度效。保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作。展望 2021 年，积极财政政策将保持连续性、稳定性、可持续性。在支出端，将增强国家重大战略任务财力保障，促进科技创新、加快经济结构调整将成为重中之重。据此判断，2021 年卫生健康、交通基础设施建设和社会保障与就业等方面的支出增速预计将放缓，而教育、科技、城乡社区事务、节能环保、文体旅游传媒等项目的支出增速则有望止跌回升。同样的情况预计还将出现在地方政府专项债的发行中，更多资金有望投入到与产业发展、科技创新和环境保护相关项目中。考虑到 2020 年财政结余规模和财政收入增速恢复情况，2021 年财政预算赤字率可能降至 3.0% 左右，地方专项债增量也很可能较 2020 年缩减。其中，全国财政收入和支出预算分别为 20 万亿元和 26 万亿元。

此次中央经济工作会议特别提到了调节收入分配，目的是为了支撑扩大内需战略。结合相关信息判断，未来个人所得税和房地产税可能成为税制改革的先行选择。现行个人所得税专项附加扣除可能会出现调整，汇算清缴程序或将进一步完善，工薪税不同税率对应的收入范围有望进一步扩大，尤其

是低层级税率之间。房地产税改革的目的在于健全地方税体系，使房地产税替代土地出让收入成为地方政府重要财政收入来源，促进“土地财政”转型。房地产税的不确定性相对较高一些，目前尚无有关改革的具体方案。

（二）稳健的货币政策强调灵活、精准和适度

近期国务院常务会议已作出安排，延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划。两项政策对缓解小微企业资金压力、保市场主体、保居民就业发挥了积极作用。这种优惠政策的延续，反映了政策的连续性、稳定性、可持续性，是“不急转弯”政策导向的具体体现。

2021 年稳健的货币政策将灵活精准、合理适度。一方面，目前工业生产恢复较快，已经恢复到疫情之前的水平。但是从反映居民消费的社融消费品零售增速来看，目前与疫情之前有较大的差距。疫苗的使用将有助于经济的进一步恢复，但是实际效果还存在不确定性。外部环境依然存在较大的不确定性。经济恢复尚不均衡，货币政策需要保持稳健。另一方面，2020 年中国是全球主要经济体中唯一实现正增长的，2021 年中国经济增长仍将明显领先其他主要经济体。中国经济相对表现较好，热钱流入概率较高，对人民币带来一定的升值压力。因此货币政策在保持稳健时还要注重灵活。

近期央行表示，要保持货币供应量和社会融资规模增速与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。货币信贷和社融的增长，从疫情发生之前的与名义经济增长基本匹配，到转为与反映潜在产出的名义经济增长匹配，是一个重大的转变。反

映潜在产出的名义经济增长波动相对较小，信贷与社融要与这个相匹配，表明信贷与社融的增长更加关注经济的长期增长趋势。这意味着 2021 年信贷和社融既不可能进一步更大幅度地增长，同时明显收紧的可能性较小。

社融在 2020 年增速的持续上行，是 2020 年下半年经济持续改善的重要原因。2021 年疫情对经济的影响将继续减弱，同时疫苗的使用也将使国内和国外很多经济活动的限制进一步放开。经济活动的恢复意味着通胀可能存在一定的上行压力，特别是非食品价格和工业价格。事实上，反映中国工业生产的一些大宗商品价格，比如铜价和铁矿石的价格，已经到了近年来的高点。在疫苗广泛使用之后，部分经济活动恢复的加速可能加大物价上涨的压力。

物价回升到正常水平将带动企业营收和利润的改善。如果疫苗广泛使用之后，世界经济走向稳定的复苏，内需与外需形成共振，物价上涨压力明显加大，在这种情况下金融市场的利率也会承受一定的上行压力。从货币市场来看，2020 年四季度，3 个月上海银行间同业拆放利率（Shanghai Interbank Offered Rate, SHIBOR）利率已经高于疫情之前的水平，虽然政策利率仍然处于低点。考虑到疫苗的大规模使用最早也要在 2021 年二季度，而疫苗使用之后对经济活动的影响则要在三季度左右才能显现。因此，如果到 2021 年三季度物价上涨压力明显增加，7 天逆回购利率与 MLF 利率都存在小幅上行的可能。

LPR 的改革推动了贷款利率市场化，而存款利率目前仍然是参考基准利率。“十四五”规划建议中明确表示要深化 LPR 的改革，带动存款利率逐步

走向市场化，使央行政策利率通过市场利率向贷款利率和存款利率顺畅传导。2021 年是“十四五”规划的开局之年，存款利率市场化的步伐值得期待。

2021 年，存款准备金率上调和下调的可能性都很小。经济恢复势头明确，存款准备金率目前已无进一步下调的必要。而目前银行存款增速低于贷款增速，在这种情况下调高存款准备金率并不合适。此时提高存款准备金率有可能带来银行流动性过度偏紧的结果，同时也很有可能抬升银行贷款利率，尤其是会制约银行业向实体经济投放信贷的能力，增加后者的融资成本。

（三）住房政策注重从金融源头管理需求

在疫情冲击下，2020 年初中央定调政策纾困、加码“稳增长”，要求促进房地产市场平稳健康发展。7 月决策层再提“房住不炒”定位，要求“坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施”。同时，住房金融制度改革也在稳步推进，旨在加快建立房地产金融长效管理制度，针对局部风险强化监管要求和力度。下半年政策环境趋紧，尤其是针对房企的金融风险管控力度有所加大，银保监会更是阐明房地产泡沫是威胁金融安全的最大“灰犀牛”，多地升级楼市调控政策。但整体来看，除深圳等个别城市外，多数城市出台的调控政策较为温和。

未来住房政策将保持连续性和稳定性。十九届五中全会在明确“房住不炒”政策基调的同时，也提出了“促进住房消费健康发展”，考虑到房地产行业占国民经济的比重大，且涉及的产业链众多，引导房地产行业健康发展将为国内国际双循环发展提供有效支撑。当前，房地产调控政策着力在于防

控房地产金融风险，防范违规资金进入房地产市场。适当控制居民购房贷款规模，严防利用消费贷、首付贷资金违规加杠杆行为。按照“因城施策”原则，针对热点城市继续采取限购、限贷、限价等调控措施，并单列租赁住房土地指标，加大租赁住房供给建设，从供需两端出台政策稳定房地产市场运行。

监管部门对住房金融管控力度将有所加大，银行业涉房贷款的扩张速度将有可能小幅放缓。基于《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》所提出的涉房贷款占比标准，结合贷款质量综合考虑，部分商业银行业务需要做出调整，个人住房贷款增速将稍有放缓，而房地产开发商的贷款增速可能相对平稳。鉴于目前银行业涉房贷款基本情况与监管新要求之间基本吻合，2021年房地产金融不会大幅收缩。

展望九：产业政策重点关注新基建、高端制造业和大消费

在经历了国内外疫情大爆发之后，2021年中国经济所面临的主要挑战是如何从政策驱动性复苏向内生增长性复苏转变，扩大内需是转向内生增长性复苏的关键所在。除了提升居民消费能力和改变传统消费习惯外，扩大内需还应该从转变经济发展结构，重塑内部发展空间和拓展内部投资空间等方面着手。

经济结构的转变主要包含两个方面：一是第三产业，即服务业的占比进一步加大；二是制造业从中低端向中高端方发展。“十四五”规划建议提出“提升产业链供应链现代化水平”，“加快发展现代服务业”和“加快数字化发展”等三方面建议。2020

年，中央经济工作会议提出要强化国家战略科技力量，增强产业链供应链自主可控能力，就是要求既要做到制造业智能升级，又要做到服务业科技赋能。2021年将会出台相关提升制造业和服务业科技含量的鼓励政策。

“十四五”规划建议要求统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效实用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系，可能成为2021年产业政策的重要内容。主要涉及四大领域：一是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；二是加快建设交通强国，完善综合运输大通道、综合交通枢纽和物流网络，加快城市群和都市圈轨道交通网络化，提高农村和边境地区交通通达深度；三是完善能源产供储销体系，加强国内油气勘探开发，加快油气储备设施建设，加快全国干线油气管道建设，建设智慧能源系统，优化电力生产和输送通道布局，提升新能源消纳和存储能力；四是加强水利基础设施建设，提升水资源优化配置和水旱灾害防御能力。政策可能主要从惠及民生的方面入手：一是出台相关5G手机使用优惠措施，鼓励人民群众逐渐向5G使用靠拢；二是加快建设城际高速铁路，作为高速铁路的补充，解决更多群众出行难的问题；三是全国出现大面积限电的情况下，升级传统模式，由煤电向水电、风电及太阳能发电转变。

高端制造业则重点关注“十四五”规划建议中提出的发展战略性新兴产业。规划建议加快壮大新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等产业。同时，高端制造业应与数字化相融合，

发展数字经济，推进数字产业化和产业数字化，推动数字经济和实体经济深度融合，打造具有国际竞争力的数字产业集群。加强数字社会、数字政府建设，提升公共服务、社会治理等数字化智能化水平。从可实施的具体政策来看，一是新能源汽车充电桩的建设有进一步提升空间，且补贴力度还可能进一步加大；二是加大服务型行业和部门的数字化和信息化建设力度，减少人民群众现场办理业务的等候时间。

“十四五”规划建议要求推进区域协调发展和以人为核心的新型城镇化。我国不同省市经济发展阶段和比较优势不同，未来通过区域协调建立更多的城市群，并借助各城市群不同的定位和分工，以及各城市群对三四线市场的辐射，从而进一步促进一个统一的内部大市场的形成。人是城镇化战略的关键。2021年将会出台相关建立城市圈的政策，同时将加快完善鼓励优秀人才落户的相关政策。

拓展投资空间实质是促进民间投资。这次疫情发生后，民营企业生产和出口恢复是最快的，利润增长受到的冲击是最窄的。“十四五”规划建议提出“激发各类市场主体活力”、“建设高标准市场经济”；中央经济工作会议中强调要“优化民营经

济发展环境”，均表现出了政府对民营企业的发展依然非常重视。未来在市场开放、营商环境以及鼓励民间投资等方面将会出台新的针对性政策。

扩大内需的重中之重是提升消费能力。中央经济工作会议指出，必须在合理引导消费、储蓄等方面进行有效制度安排。具体包括促进就业、完善社保、优化收入分配结构、扩大中等收入群体等。2021年，中国消费市场将全面回暖，大消费各行业值得关注。具体来看，“民以食为天”，食品饮料有望率先复苏；家用电器在消费周期、地产周期以及格局红利的三重叠加下，有望呈现较高景气度；疫情推动“宅经济”加速升温，电商的线上化、集中化将是2021年的主旋律；餐饮酒店步入景气周期，免税政策打开离岛空间，餐饮行业连锁化率将提升；服装将受益于冬季提前、经销商补库存以及低基数的影响；全球疫情逐渐进入尾声，但仍旧将推升医药生物在制造、市场、价格三大基本面属性。对于消费，最重要的政策还是要从提升群众收入、降低商品制造和流通成本方面着手。

（责任编辑：杨芷妮）