平衡与失衡，毁灭与新生：
“莲花山论坛”2021 年宏观经济展望

谭卓
宏观经济研究所所长
☎：0755-83167787
✉：zhuotan@cmbchina.com

■ **回望 2020 年，新冠疫情对全球经济造成了颠覆性冲击，表现为经济政策与经济运行上的结构性分化，并呈现出两条主线。一是防疫策略和效果的差异决定了各国经济表现的差异。**当前发达国家疫情濒临失控，但其防疫政策并非以阻绝病毒传播为目标，而是适度控制疫情速度，以防范/缓解医疗系统“挤兑”。相较之下，我国防疫交出了一份近乎满分的答卷，经济表现因此在全球一枝独秀。**二是宏观政策侧重点的差异造成了经济结构上的差异。**发达国家刺激政策的重心在居民，因此需求表现强于供给，并对全球外溢；中国逆周期政策的重心在企业，因此供给修复快于需求，并填补了发达国家的供需缺口，在全球贸易的“蛋糕”中占据了更大的份额。

■ **展望 2021 年，在疫苗的作用下，全球将步入“疫苗复苏”，经济结构上平衡与分化并存，中美欧有望复苏共振。**海外方面，基准情形下，只要病毒变异不令疫苗失效，美欧在完成医护人员及老年人等高危人群的疫苗接种后，新增死亡人数就将大幅下降，这将极大缓解医疗系统压力，并提振公众信心，助推**美欧经济自二季度开始加速复苏。**发达国家的供需缺口将因此收敛。中国方面，尽管发达国家“需求外溢”和我国 “出口替代”的效应将减弱，但外需复苏将使得全球贸易“蛋糕”总体变大，我国出口仍有望维持高景气，并传导至制造业和消费。由于逆周期政策稳步退出，房地产和基建对经济增长的贡献将有所下降，**我国经济增长的动能将相应发生切换。**

■ **从长期看，新冠大流行给全球经济留下了丰富的“遗产”，对经济的诸多方面造成了永久性改变**，包括天量的政府债务规模、世界格局加速“双极化”、全球经济“区域化/本土化”、扩张的贫富差距，以及线上经济的跳跃式发展等。这些永久性变化，将使得全球财政政策崛起，并极大提高各国政府对经济安全、社会公平以及数字经济的重视程度。**新冠疫情将加速人类生产和消费方式变革的来临。**

本报告基于笔者在 2020 年 12 月 28 日招商系“莲花山论坛”上宏观经济展望演讲整理而成，并对相关细节进行了补充。

目录

一、挥别 2020：“极不平凡的一年” 1
（一）疫病特征与防疫政策 2
（二）宏观政策与经济结构 5
二、展望 2021：平衡与失衡 8
（一）疫苗复苏：形态猜想 9
（二）复苏特征：结构推演 12
（三）新冠“遗产”：永久性变化 14
三、结语：毁灭与新生 16

图目录

图 1：新冠冲击在宏观经济运行趋势上带来颠覆性改变 1
图 2：新冠新增确诊人数与病死率显著背离 2
图 3：新冠病死率与年龄正相关 3
图 4：美国新冠死亡人数中 65 岁以上占比 80% 3
图 5：2020 年二三季度美国经济活动与疫情发展正相关 3
图 6：2020 年四季度美欧新增死亡再度快速上升 4
图 7：2020 年四季度欧洲经济活动显著走弱 4
图 8：新冠新增确诊人数与病死率显著背离 4
图 9：美国政府补贴助推居民收入同比大增 5
图 10：美国人均零售支出“深 V 型”反弹 5
图 11：美国供需裂口走阔 6
图 12：英国供需裂口走阔 6
图 13：法国供需裂口走阔 6
图 14：德国供需裂口走阔 6
图 15：2020 年中国在全球贸易份额显著增加 6
图 16：2020 年我国出口增速持续上行 6
图 17：我国生产修复领先需求 7
图 18：我国中游表现最为景气 7
图 19：美国人均服务支出大幅负增长 7
图 20：美国酒店休闲就业收缩 20% 7
图 21：我国工业生产表现强于服务增长 8
图 22：我国商品零售增长显著强于餐饮 8
图 23：美国“宅经济”消费大幅增长 8
图 24：美国耐用品消费大幅增长 8
图 25：新冠新增确诊人数与病死率显著背离 9
图 26：新冠疫苗研发时间创纪录 10
图 27：新冠疫苗在不同技术路径上的分布 10
图 28：2021 年前全球疫苗供给可达 110 亿剂 10
图 29：欧美首批接种人口约占 20% 10
图 30：美国新冠疫苗接种意愿极低 11
图 31：美国疫苗接种的三种情形 11
图 32：美国经济活动修复将呈 S 型 11
图 33：2021 年美国 GDP 同比将于二季度达到峰值 11
图 34：全球生产与贸易正从底部复苏 12
图 35：外需与出口正相关 12

图 36：新出口订单与企业利润正相关 13
图 37：企业利润与制造业投资增速正相关 13
图 38：中美欧日在全球经济占比达 65% 13
图 39：全球疫苗分配不均 13
图 40：我国塑料制品出口爆发性增长 14
图 41：我国传统制造业和电子出口有望高速增长 14
图 42：中美欧日在全球经济占比达 65% 14
图 43：中国经济总量即将于 2030 年超越美国 14
图 44：部分“中国制造”在全球占据绝对比重 15
图 45：疫情冲击下中美经济依赖度大幅跳升 15
图 46：美国低学历人群受疫情冲击较大 15
图 47：我国一线城市房价房租分化 15
图 48：2020 年美国线上销售跳跃式发展 16
图 49：疫情推升我国线上销售占比 16
图 50：新冠新增确诊人数与病死率显著背离 16
图 51：美国商业机构注册申请出现跳升 17
图 52：美国快运仓储行业雇员显著增长 17

大家下午好，非常荣幸有这次机会同大家在线上进行交流，聊一聊宏观经济。我分享的主题是“平衡与失衡，毁灭与新生”，这也是我作为宏观研究员，对当前全球经济形势的感触。在接下来的时间里，我的演讲将围绕疫情冲击下，宏观经济中有哪些平衡与分化，为什么会有这些平衡与分化，以及在这场大流行中，孕育着哪些新的生机和希望。我的分享将分为两个大的部分：回顾2020，展望2021。

一、挥别2020：“极不平凡的一年”

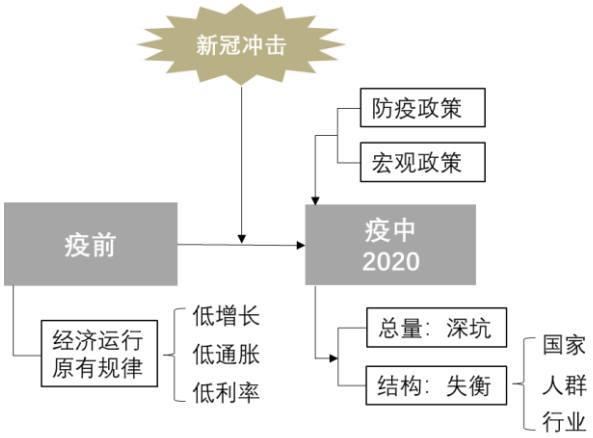
与其它事物一样，宏观经济的发展和变化是连续的。所以我们要讨论2021年的宏观经济，离不开对2020年的理解。尤其是，即将过去的2020年，又特别的不一样。刚刚结束的中央经济工作会议，将2020年定义为“新中国历史上极不平凡的一年”。

我想大家应当和我一样，对此都深有体会。突如其来的疫情，改变了我们生活的方方面面。我们习惯了戴口罩，习惯了远程办公，习惯了线上会议；我们当中的许多人，不得不去适应因防疫封锁而造成的与家人的分离。

甚至，我们也见证了更多的生离死别。2020年全球已有超过170万人因感染新冠病毒而死亡。美国由于疫情失控，死亡人数高达34万，远远超过了其在一战期间的死亡人数（11.6万），正逼近其在二战期间的死亡人数（40.5万）。对我国而言，由于防疫管控得力，新增确诊人数在3月初就已回落至100以下，经济也从3月开始逐步修复。

从宏观经济上看，新冠疫情就像一枚重磅炸弹，在全球经济原有的低增长、低通胀、低利率的“三低”趋势基础之上，颠覆性地改变了政府、居民、企业的行为（图1）。

图1：新冠冲击在宏观经济运行趋势上带来颠覆性改变



资料来源：招商银行研究院

这种改变首先体现在经济总量上，各国经济增速普遍在一二季度出现了一个“深坑”。更重要的是，新冠疫情深刻地改变了经济结构，其中不少变化将是永久性的。**总量上的“深坑”，和结构上失衡或扭曲，是新冠疫情冲击下经济所**

呈现出来的显著特征，也是各国政府在未来的经济管理中所需要应对的首要问题。

2020 年我在各种场合都会讲，**新冠大流行是一种结构性冲击。**所以下面我想花一些时间，梳理一下这些结构性特征。

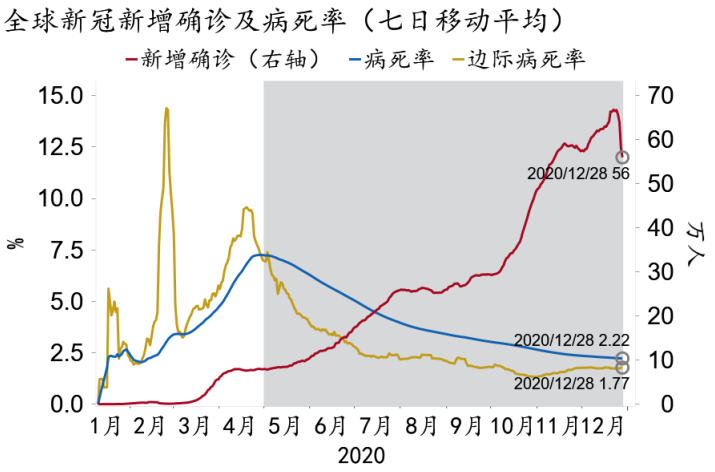
（一）疫病特征与防疫政策

站在 2020 年年初，由于全人类对新冠病毒一无所知，各国普遍采取了全面封锁的防疫措施。但随着时间过去，人类对新冠病毒的特征，及其对经济影响的认知也越来越清晰。这些认识，又会反过来影响防疫政策，并进一步作用于宏观经济和政策。

回顾 2020 年全球疫情的发展，不难发现两个“意外”。

第一个“意外”是新增确诊人数与病死率（case fatality rate）之间的背离（图 2）。尽管全球新增确诊人数不断上升，但 5 月之后，感染人群的死亡率却在趋势性走低。当前全球新冠病死率约 2.2%，疫情的“震中”美国和欧盟，病死率分别为 1.8%和 2.4%。当前全球的边际/新增病死率约 1.8%，其中美国约 1.1%，意味着**未来病死率仍将持续下行。**

图 2：新冠新增确诊人数与病死率显著背离

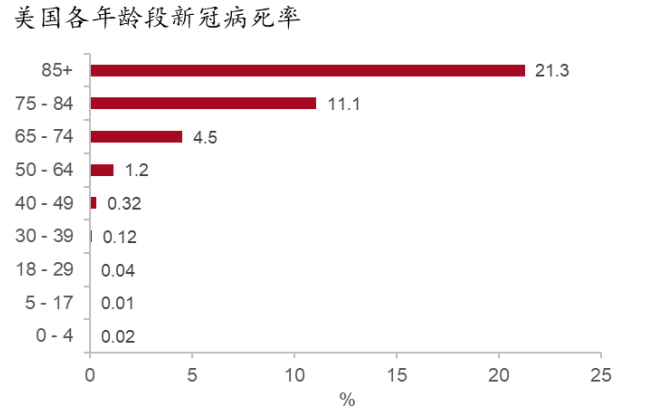


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

这一方面是因为医疗系统治疗疫病的经验更丰富、方案更完善。但更重要的原因则是，随着疫情的扩散，有更多年轻人感染。新冠病毒本身有着结构性的特征，病死率与感染者的年龄显著正相关。换而言之，**新冠病毒对老年人更加致命：**根据美国 CDC 数据，最年长群体的病死率和死亡人数是最年轻群体的 1,100 倍（图 3，4）。**这表明新冠疫情中的“高危”人群，并非劳动力市场的主**

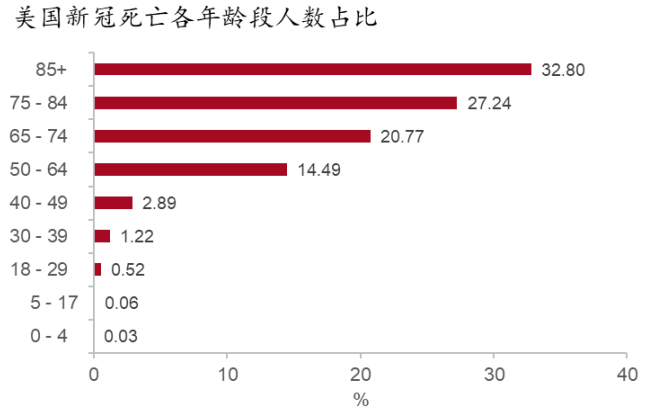
力。因此从社会福利分析，长时间封锁 100%的人口以降低 1-2 个百分点的死亡率是“不经济”的[1]。

图 3：新冠病死率与年龄正相关



资料来源：CDC（截至 12 月 29 日），招商银行研究院

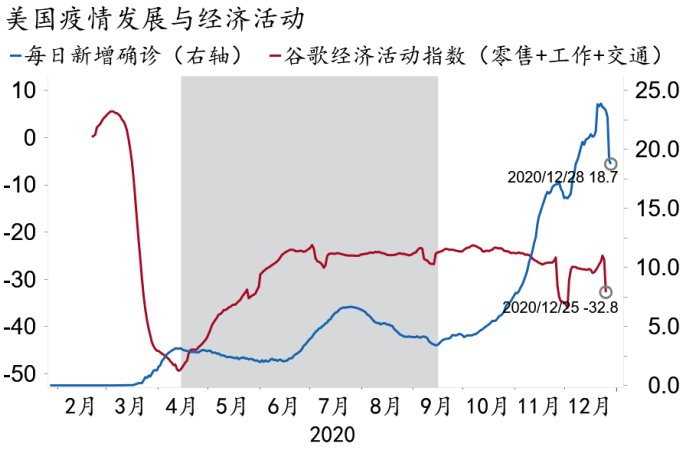
图 4：美国新冠死亡人数中 65 岁以上占比 80%



资料来源：CDC（截至 12 月 29 日），招商银行研究院

因此，西方国家自 3 月中开始的全面封锁只持续了一个多月，5 月起便逐步放松。之后美尽管欧的疫情仍在蔓延，但经济活动却在稳步修复，**疫情发展与经济走势呈正相关**（图 5）。**这便是第二个“意外”。这也给我们一个启示，新冠疫情对经济冲击主要来自于防疫措施，而非病毒本身。**

图 5：2020 年二三季度美国经济活动与疫情发展正相关



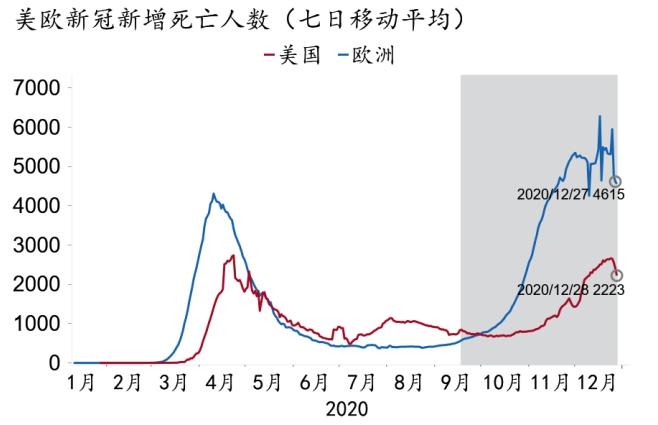
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

但政府是否可以置疫情于不顾，采取完全放任的态度？答案是否定的。**约束来自于医疗系统的荷载，也来自于死亡人数激增所带来的道德压力。**9 月中之后，欧洲主要国家新增死亡人数再度开始快速上升（图 6），各国逐步重启封锁，使得经济活动再度收缩，特别是在 11 月多国宣布全国封锁之后（图 7）。近期部分欧洲国家新冠病毒发生变异，在医疗资源已颇为紧张之际，病毒的传播力大幅提升，封锁措施不得不相应升级，将不可避免地对经济造成进一步冲

[1] 美国媒体近期报导，白宫内部邮件显示，美国卫生及公共服务部前高级官员曾大力推动“群体免疫”策略：https://edition.cnn.com/2020/12/16/politics/trump-administration-herd-immunity/index.html。

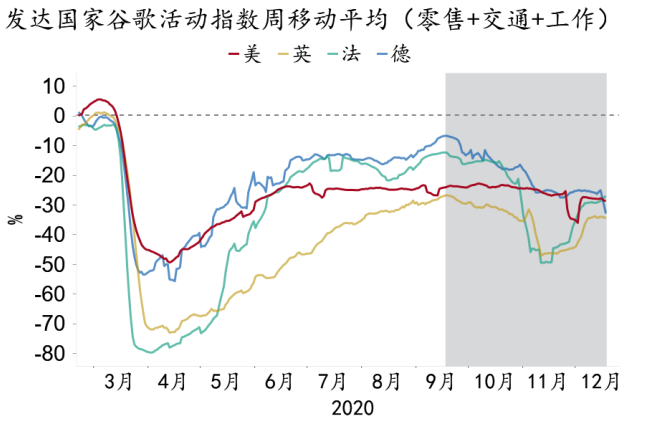
击。美国方面，在总统换届的交接期，特朗普对疫情采取了完全放任的态度，只有少数州采取了部分封锁措施，经济活动总体上仍大致稳定（假期除外）。

图 6：2020 年四季度美欧新增死亡再度快速上升



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 7：2020 年四季度欧洲经济活动显著走弱

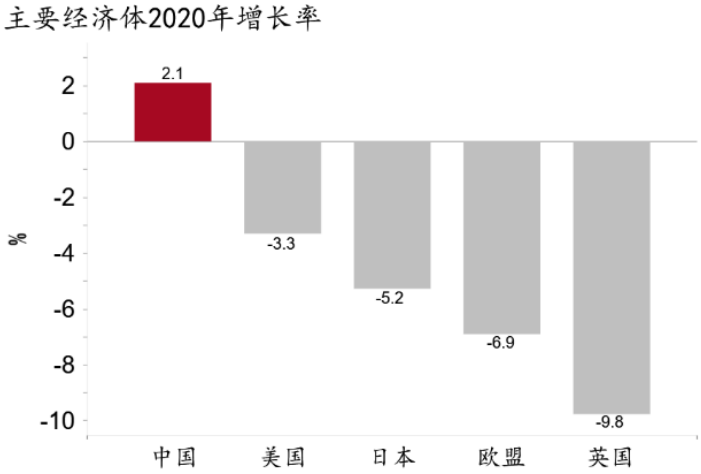


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

考虑到疫病蔓延的现状和病死率特征，**美欧当前的“二次封锁”力度要远小于上半年的“一次封锁”，经济收缩幅度也相应弱化**（图 7）。在“二次封锁”中，考虑到新冠病死率的年龄结构特征，各国也并未关闭学校。**这表明西方国家当前的防疫政策并非以阻绝病毒传播为目标，而是适当控制疫情发展速度，以防范/缓解医疗资源“挤兑”。**

相较之下，我国的防疫交出了一份近乎满分的答卷。这一方面归功于我国的制度及文化优势，**另一方面则归功于我国全球领先的数字经济。**健康码和行程追踪使得精细的“网格化”防疫成为可能，发达的平台经济和高效的物流网络则为隔离防疫提供了物资保障。在疫苗出现之前，这是近乎最优的防疫策略。

图 8：新冠新增确诊人数与病死率显著背离



资料来源：IMF，Macrobond，招商银行研究院

防疫策略和实践的巨大差异，在经济表现上造成了显著的国别差异。在有效防疫措施的保障下，我国的经济表现在全球“一枝独秀”，成为 2020 年唯一保持正增长的主要经济体（图 8）。中央经济工作会议对此也予以了高度评价。

（二）宏观政策与经济结构

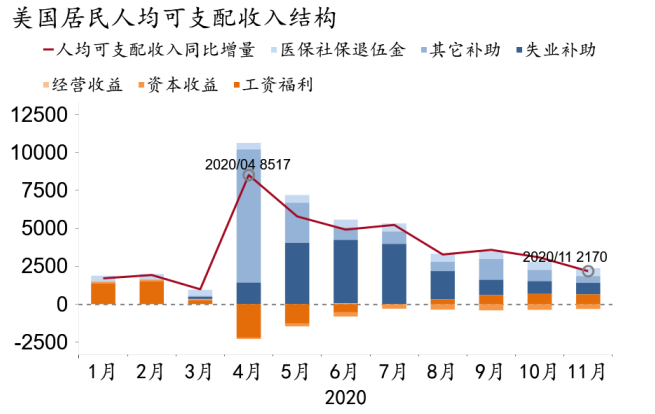
除防疫政策之外，各国在宏观政策的侧重点上也有所不同，从而造成了经济结构上的差异。

自疫情爆发以来，2020 年美国通过了四轮财政刺激法案，规模总计接近 4 万亿美元，相当于其 GDP 的 20%。美国政策救助的重点在于居民部门，或是需求侧，这一方面与美国居民部门的低储蓄率低有关，另一方面则是因为消费在美国经济中占比达到七成。简单匡算，**4 万亿美元的刺激包中，直接或间接（通过企业）发放给居民部门的占比接近六成。**

例如，在 3 月末通过的第二轮 CARES Act 中（规模达 2.3 万亿美元），美国绝大部分居民每人都获得了 1,200 美元，并在现有的失业福利上，每周增加 600 美元。小企业也获得了 6,700 亿美元的救助，其中用于支付薪水和房租的部分无需偿还（图 9）。

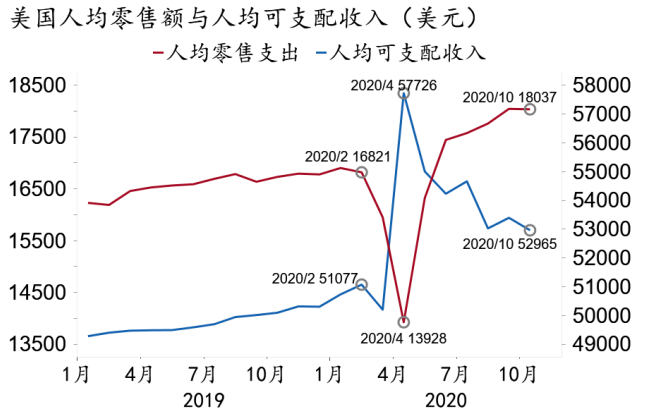
在政府的高额救助下，美国居民收入和消费相较疫前不降反升，特别是商品消费，在 4 月跌入谷底后迅速反弹，6 月便超过了疫前水平（图 10）。

图 9：美国政府补贴助推居民收入同比大增



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

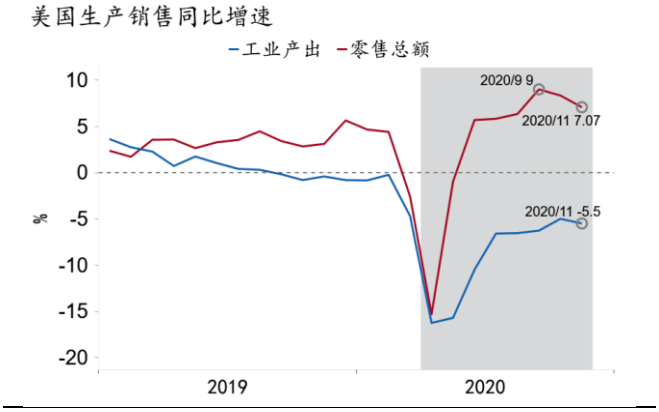
图 10：美国人均零售支出“深 V 型”反弹



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

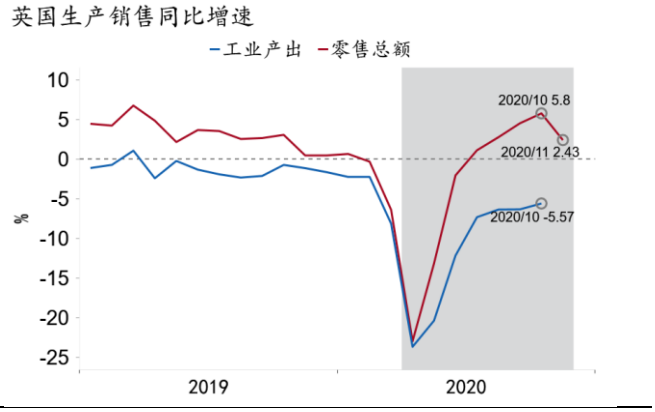
需求旺盛而生产受阻，使得美国供给和需求走势出现了巨大分化。10 月美国工业产出增速-5.3%，零售总额增速则达到 8.5%。事实上，不仅仅美国，**由于宏观政策思路一致，主要发达国家需求与供给之间都出现了巨大的裂口，需求开始向全球外溢**（图 11-14）。以美国为例，2 月以来，美国的商品贸易逆差规模持续上升，近几个月一直维持在历史峰值水平附近。

图 11：美国供需裂口走阔



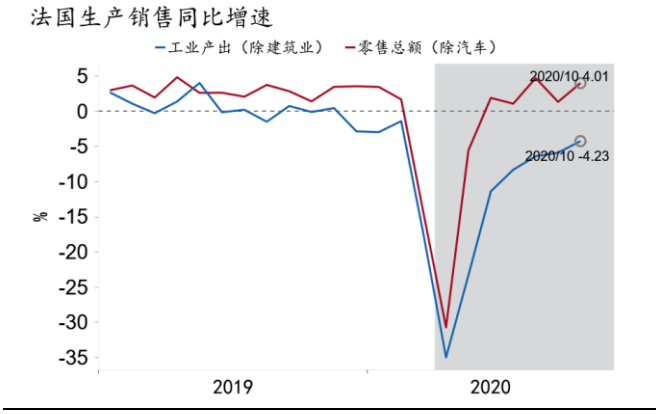
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 12：英国供需裂口走阔



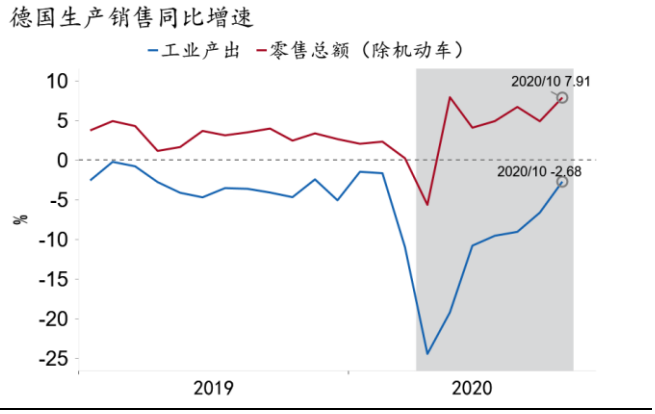
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 13：法国供需裂口走阔



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

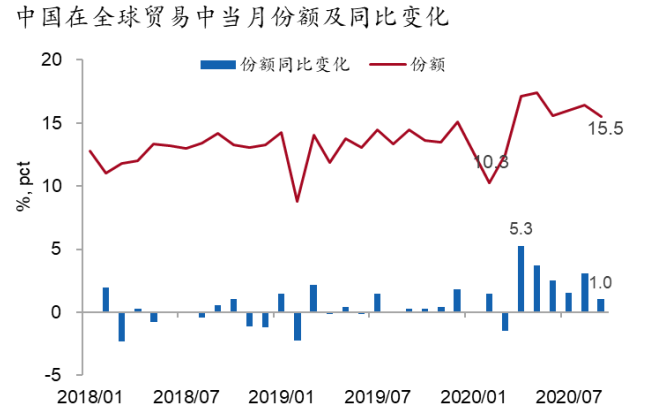
图 14：德国供需裂口走阔



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

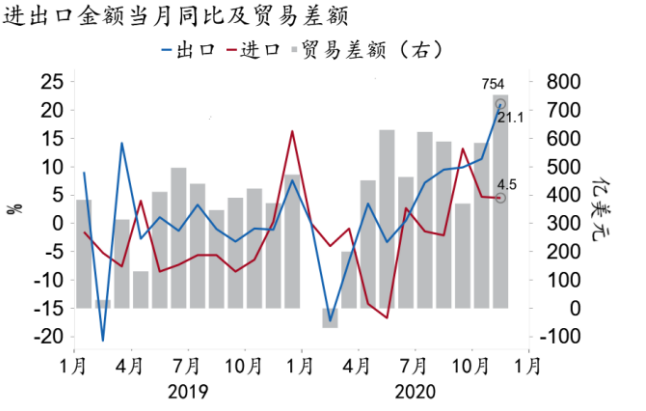
发达国家需求外溢，中国是最大的受益者。由于我国复工复产领先全球，工业生产呈现出高景气，对被疫情拖累的海外产能形成了替代。“世界工厂”开足马力，很大程度上弥补了全球的供需缺口，2020 年 4 至 9 月中国在全球出口中的份额平均上升了近 3 个百分点（图 15）。出口因此成为 2020 年我国经济中最大的惊喜（图 16），并对制造业形成了显著提振。

图 15：2020 年中国在全球贸易份额显著增加



资料来源：Bloomberg，招商银行研究院

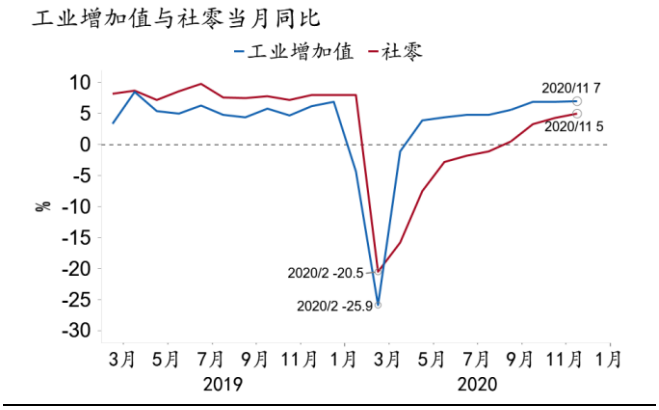
图 16：2020 年我国出口增速持续上行



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

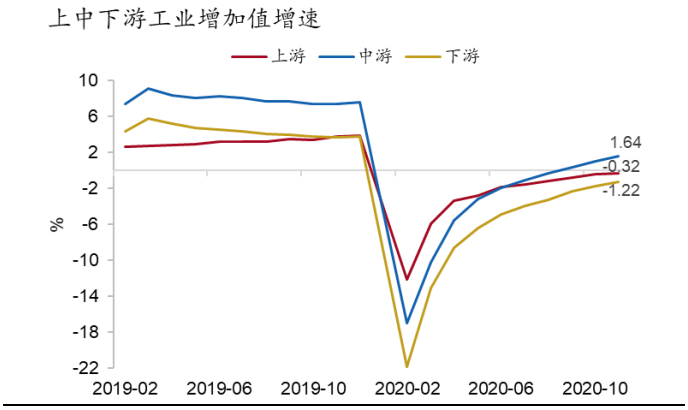
与西方国家不同，我国并没有对居民部门实施“直升机撒钱”式的补贴，宏观政策更多聚焦供给侧，生产的修复因此显著领先于需求（图 17）。分产业看，我国上中游生产的修复显著快于下游，特别是中游制造业（图18），下半年以来在发达国家需求外溢的作用下表现最为景气。上游产业的复苏则与基建和房地产的逆周期作用相关。随着我国经济修复进程的持续，企业部门的景气传导至居民部门，供需缺口呈收敛态势。

图 17：我国生产修复领先需求



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 18：我国中游表现最为景气

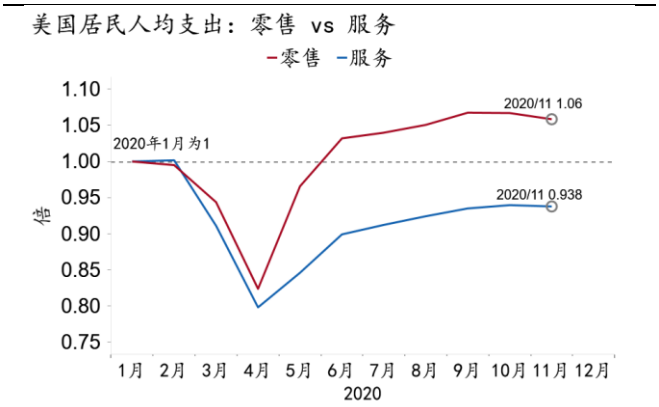


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

在防疫政策和宏观政策的共同作用下，不同产业/行业的表现也出现了分化。

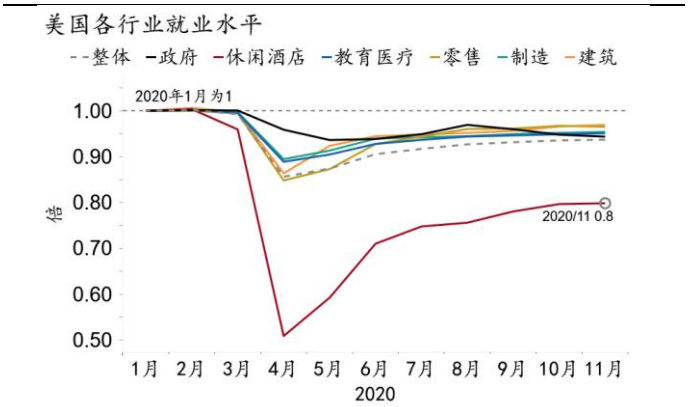
首先，不论中美，通过接触才能传播的新冠病毒，在经济上更多表现为服务业冲击。美国方面，10 月美国人均零售支出相较年初/疫情前上升了 7%，但人均服务支出仍然处在水面之下，相较年初收缩 6%（图 19）。从美国就业市场观察，休闲酒店业的就业人数相较年初大幅缩减 20%，是非农就业的最大拖累（图 20）。

图 19：美国人均服务支出大幅负增长



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

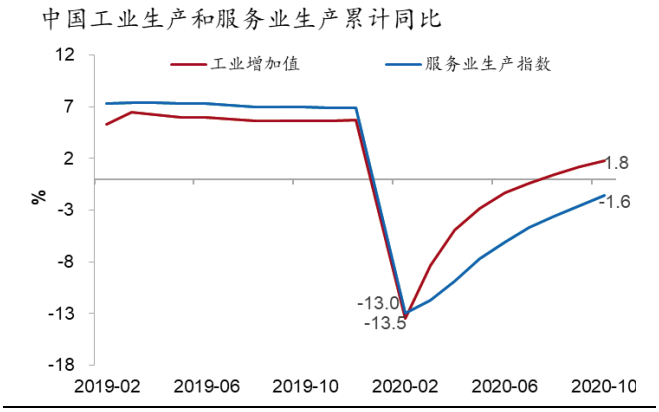
图 20：美国酒店休闲就业收缩 20%



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

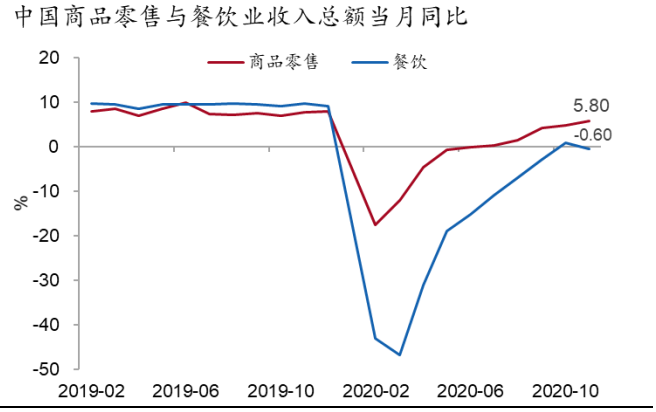
中国方面，尽管我国经济很大程度上已恢复常态，但不论从需求还是供给上看，受零星确诊病例和常态化防疫的抑制，服务部门的表现仍然显著弱于商品部门（图 21，22）。

图 21：我国工业生产表现强于服务增长



资料来源：Wind，招商银行研究院

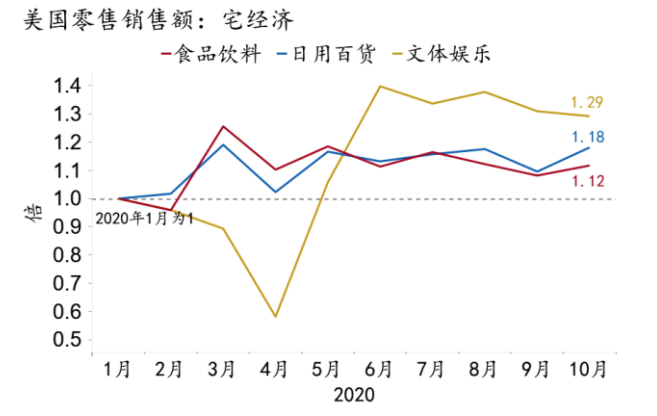
图 22：我国商品零售增长显著强于餐饮



资料来源：Wind，招商银行研究院

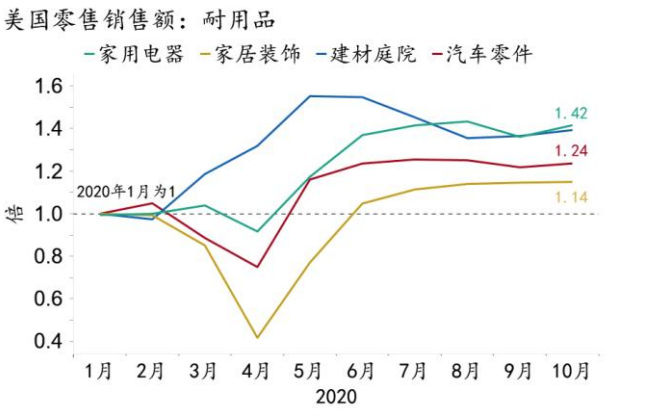
美国商品消费的结构显示，疫情冲击下日用百货、食品饮料、文体娱乐等**“宅经济”**消费显著增长（图 23）。而在财政补贴居民收入和低利率的刺激下，汽车及零件、家用电器、家居装饰、庭院建材等**耐用品**的消费也明显增长（图 24）。**在需求外溢的格局下，我国的相关行业也相应受益。**2020 年 1-11 月，我国家用电器出口金额累计同比高达 20.6%。

图 23：美国“宅经济”消费大幅增长



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 24：美国耐用品消费大幅增长



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

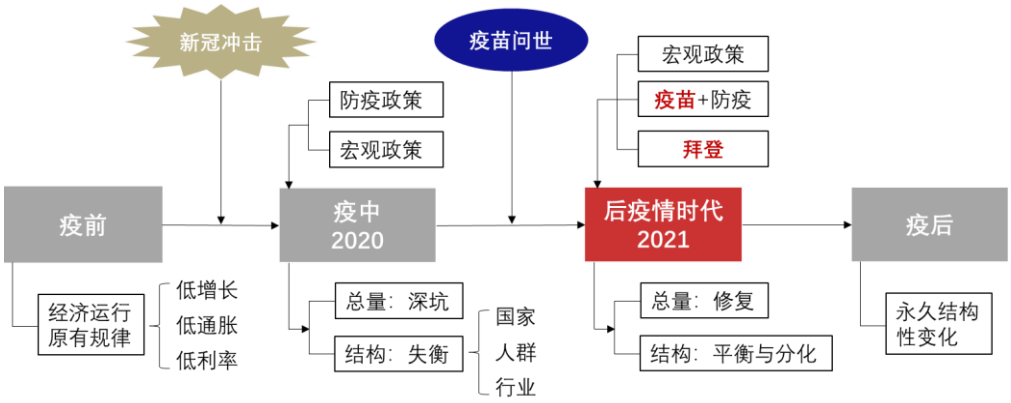
简而言之，在疫情冲击下，各国在防疫政策和宏观政策上进行了不同的响应，导致经济修复出现了速度和结构上的差异，不同的国家、行业/产业、人群之间也出现了分化。就我国而言，得益于有效的疫情防控、海外国家的需求外溢，以及房地产和基建板块的逆周期作用，经济表现在全球一枝独秀。

二、展望 2021：平衡与失衡

站在当前这个辞旧迎新的时点，我想大家都会思考，2021 年会是 2020 年的延续，还是会有所不同？

就宏观经济而言，2021 年有两个极其重要的变化：一是疫苗问世，二是白宫易主。尤其是新冠疫苗的推广，将再度对现有的经济运行状态产生颠覆性影响（图 25）。

图 25：新冠新增确诊人数与病死率显著背离



资料来源：招商银行研究院

随着疫苗起效，人类的生活将朝向疫前的“正常状态”回归，经济将加速修复。理想情形下，疫苗可以使人类实现对新冠病毒的“群体免疫”（herd immunity）。尽管病毒仍将与我们共存，但不会危及我们的健康，因此在日常生活中我们可以无视其存在。

但同时我们也会发现，新冠大流行所带来的许多变化将是永久性的：在很多方面，我们再也回不去了。

哪些是暂时性变化，哪些是永久性变化？当前我们生活的改变，哪些将随着疫苗起效而消失，哪些又将长期沉淀下来？在不同方向力量的共同作用下，**从总体上看，2021 年将是平衡与分化并存的一年。**

当然，站在格局变化（regime shift）的开端，我们的预测面临着极大的不确定性。这些不确定性将在一定时期内将持续困扰我们。只有时间过去，才能水落石出。但我们仍然需要根据现有的信息，形成对未来的预期/判断。这也将成为我们未来理解世界的出发点，或“基准情形”。

（一）疫苗复苏：形态猜想

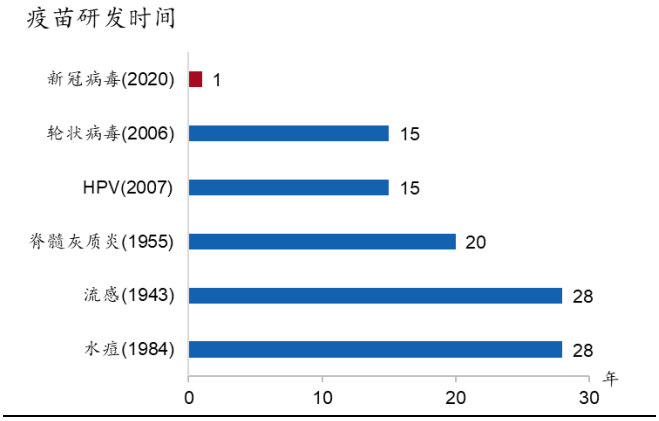
之前我们看到，在 2020 年，新冠病毒对宏观经济和政策造成了极其深刻的影响，塑造了当前经济的结构和发展形态。**2021 年，全球经济将步入“疫苗复苏”（vaccine recovery）。新冠疫苗将成为经济运行中最重要的变量，也应当成为我们思考 2021 年经济形势的起点。**由于目前疫苗本身以及疫苗作用于经济的方式和效果都存在着巨大的不确定性，这部分内容只能叫“猜想”。

目前，辉瑞和 Moderna 分别研制的两款疫苗有效率（efficacy rate）达 95%，已获得欧美部分国家的紧急使用授权，并开始推广接种。这标志着人类在疫苗研发上取得了史无前例的胜利，将通常需耗时 10 年以上的研发过程成功地压

缩至 10 个月内（图 26）。**这一胜利的启示在于，由于科技的飞速发展，历史的发展已是非线性的，基于过往经验线性外推的预测很可能失败。**

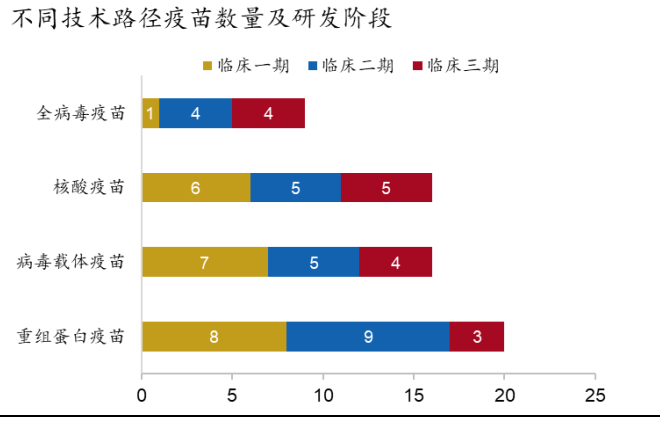
除去上述两款疫苗之外，牛津-阿斯利康和我国国药集团的疫苗研发也在三期实验中取得了积极进展，有望在近期问世。当前全球有超过 60 种疫苗进入临床试验阶段，在四种主要研发路线中的三种均有“领跑者”获得成功，意味着**未来将有更多有效疫苗问世**（图 27）。

图 26：新冠疫苗研发时间创纪录



资料来源：网络资料，招商银行研究院

图 27：新冠疫苗在不同技术路径上的分布

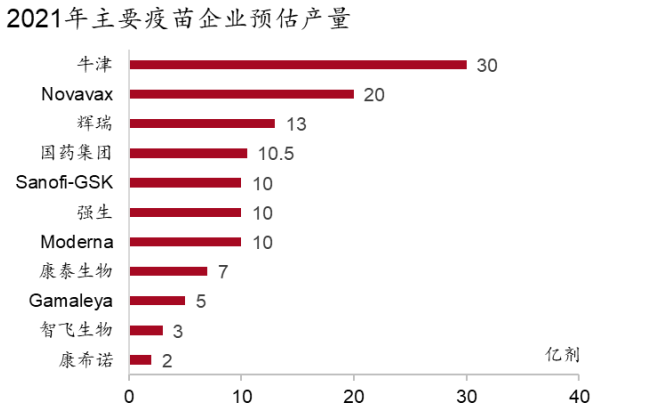


资料来源：WHO（截至 12 月 22 日），招商银行研究院

基于现有信息，我们对全球疫苗的供需状况进行了估算。

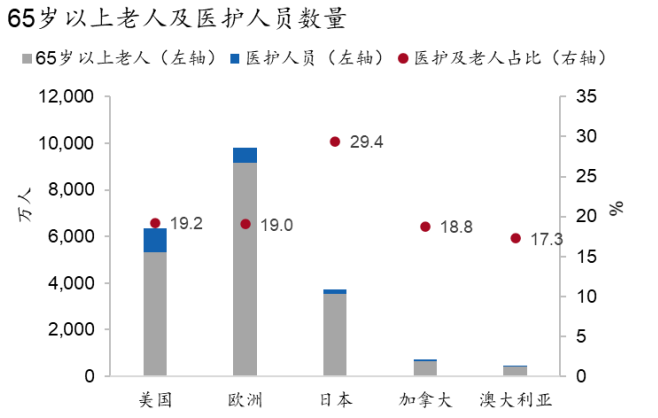
总体上看，2021 年全球疫苗的供需是大致平衡的。供给方面，假设当前主要疫苗生产企业都顺利获批上市，根据各家企业披露的生产规划，2021 年年底前全球疫苗总产量最低可达 110 亿剂（图 28）。需求方面，根据当前病毒的传播性及疫苗有效性数据，群体免疫所需的接种率阈值约 70%。当前全球人口 78 亿，疫苗需覆盖 57.8 亿人，或 110 亿剂。

图 28：2021 年前全球疫苗供给可达 110 亿剂



资料来源：公开资料，招商银行研究院

图 29：欧美首批接种人口约占 20%



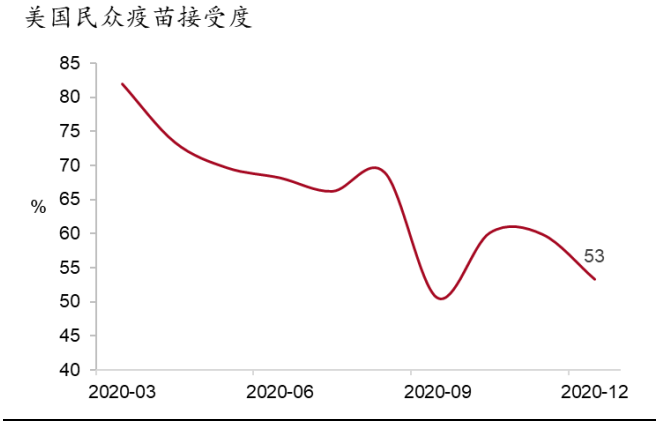
资料来源：WHO，World Bank，招商银行研究院

但在产能爬坡及分发推广的过程中，疫苗短期内仍将短缺。因此，疫苗接种将不得不存在先后顺序，以结构化展开。根据 WHO、美国 CDC、欧洲 EMA 的建议和指引，一线医护、老年人和有基础疾病的高危人群将优先接种。在发

达国家，这部分人群约占总人口的 20%（图 29）。之后，疫苗将向必要工作岗位人员（售货员、快递员、巴士司机等）及其他人群普及。

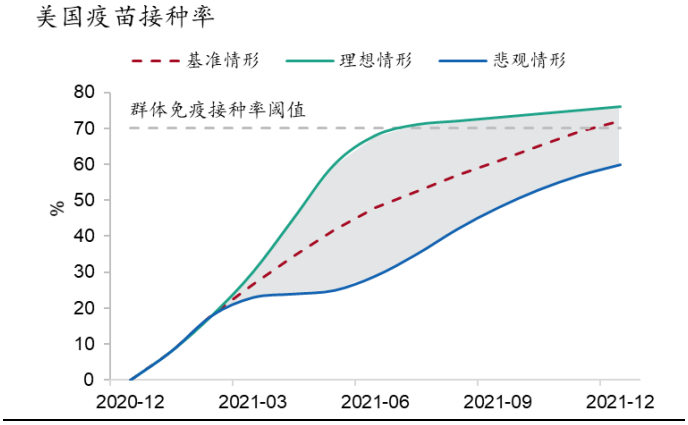
据媒体报导，美国政府计划 2021 年一季度完成高危人群接种，二季度完成大部分人口的接种并达到群体免疫[2]。这是一种过于乐观的估计，我们称之为**“理想情形”**。因为疫苗的接种率不仅仅取决于产能，还取决于人群的接种意愿：政府很难强制民众接种疫苗，而目前美国有意愿接种人群占比仅为 53%（图 30）。**悲观情形**下，若以当前的低接种意愿外推，美国 2021 年难以达到群体免疫所要求的七成接种率。

图 30：美国新冠疫苗接种意愿极低



资料来源：CDC，招商银行研究院

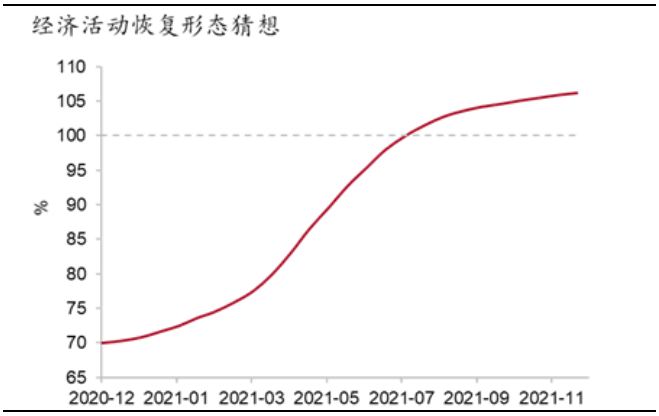
图 31：美国疫苗接种的三种情形



资料来源：CNN，招商银行研究院

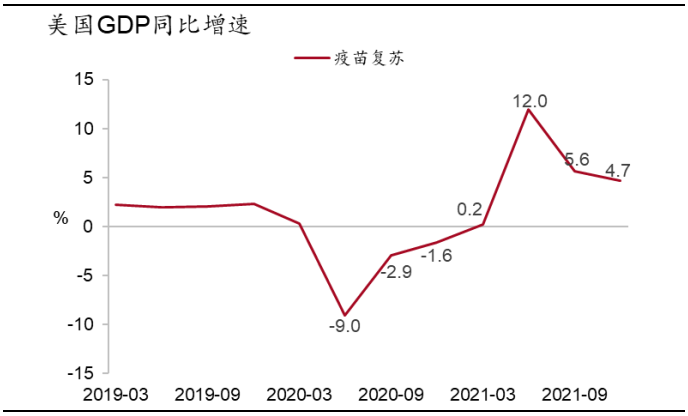
更有可能的情景是，随着疫苗普及生效，接种意愿将显著改善，接种率上升的斜率一开始较为陡峭，在高意愿人群接种完毕后将逐步趋缓（图 31）。**基准情形下，美国将于 2021 年四季度实现群体免疫。欧洲主要国家的接种率曲线将与美国大致同步。**

图 32：美国经济活动修复将呈 S 型



资料来源：招商银行研究院

图 33：2021 年美国 GDP 同比将于二季度达到峰值



资料来源：Fred，招商银行研究院

对群体免疫阈值及其实现概率和时间的估计，具有相当大的不确定性。但就经济分析而言，这些不确定性或许不那么重要：在高危人群接种完毕后，欧

[2] 参见 https://www.cnn.com/2020/11/30/health/covid-vaccine-questions-when/index.html。

美经济活动就将加速修复。考虑到病死率的年龄分布特征，只要老年人接种完毕，发达国家的新增死亡人数就将大幅下降，这将极大缓解医疗系统压力，并提振公众信心。在医疗系统正常运转后，各国的封锁也将随之解除。基准情形下，发达国家的经济活动将于 2021 年二季度开始陡峭上行，之后甚至出现"超调"，经济修复形态将呈"S 型"（图 32）。在低基数作用下，美国 GDP 同比增速将在二季度达到峰值，随后趋于回落（图 33）。

值得一提的是，新冠病毒一直处于变异之中。病毒传播力大幅提升将推高群体免疫阈值、加大美欧实现群体免疫的难度。但**只要病毒变异不令疫苗失效，美欧在完成高危人群接种后，经济自二季度开始加速复苏仍将是大概率事件。**

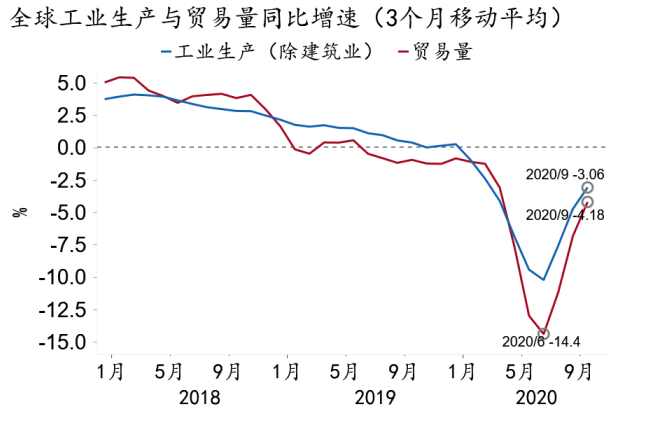
（二）复苏特征：结构推演

在疫苗的作用下，2021 年全球经济复苏将有望提速，结构上将走向再平衡。但"再平衡"并不意味着简单的收敛。事实上，在很多方面，经济的不平衡仍将持续甚至加剧。

总体上看，全球经济将由中国一枝独秀，走向中美欧复苏共振。

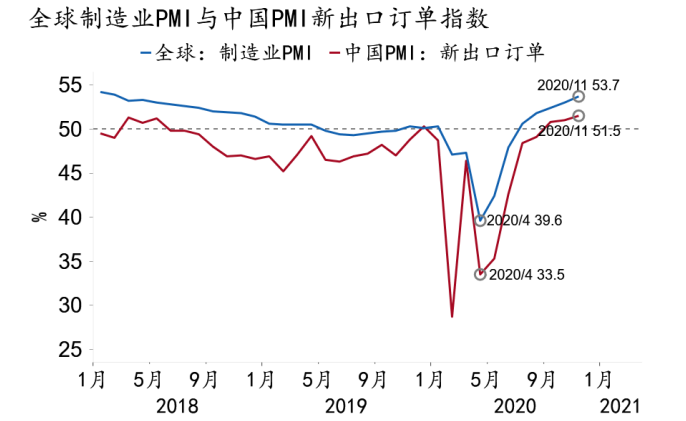
先看美欧经济，随着疫苗推广起效，美欧生产和贸易活动加速修复（图 34）。生产方面，参考中国经济修复的经验，防疫放松后美欧工业生产的复苏将颇具弹性，特别是在宏观政策的支持下。**这意味着发达国家的供需裂口将收敛，需求外溢将相应收缩。**贸易方面，尽管各国不会要求强制接种疫苗，但各国边检和海关将要求跨境人士出示接种证明，这将有助于贸易部门在各国经济中率先复苏。**基准情形下，2021 年美欧将实现 5%以上的经济增长。**

图 34：全球生产与贸易正从底部复苏



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 35：外需与出口正相关



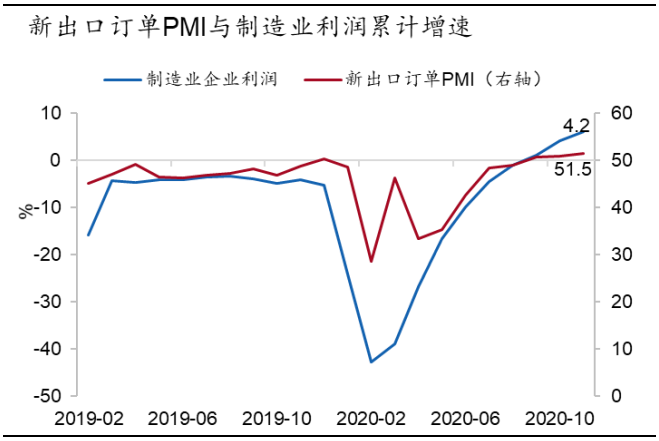
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

再看中国经济，由于我国在全球产业链中总体上处于中间位置，全球生产贸易活动的加速修复，将对我国外需形成有力提振（图 35）。**具体到我国出口上，尽管发达国家产能复苏使得我国生产的"替代效应"减弱，但外需复苏的"收入效应"有望占据主导地位。**

打比方来说，2020 年我国出口高景气，是由于在全球贸易缩小的蛋糕上分到了更大的一块；那么 2021 年尽管我国分到的份额可能缩小，但由于蛋糕

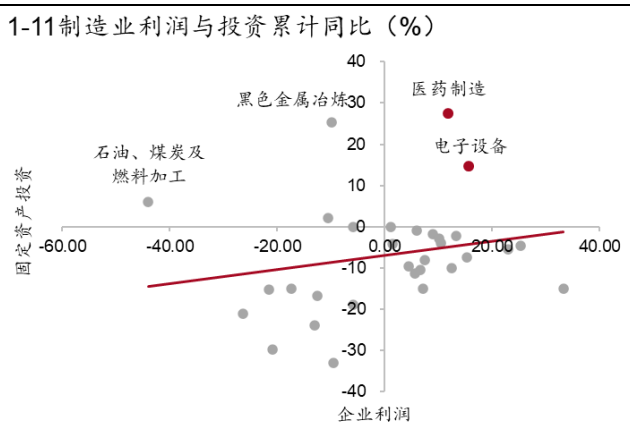
变大，出口仍然有望维持高增长。我国制造业也将因此持续受益（图36），利润改善之下投资有望快速增长（图37）。企业部门的景气也将传导至居民部门，拉动收入增长，进而推动消费复苏。值得注意的是，由于逆周期政策稳步退出，房地产和基建对经济增长的贡献将有所下降，我国经济增长的动能将相应发生切换。**基准情形下，2021 年我国经济增速将达 8.8%。**

图 36：新出口订单与企业利润正相关



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 37：企业利润与制造业投资增速正相关

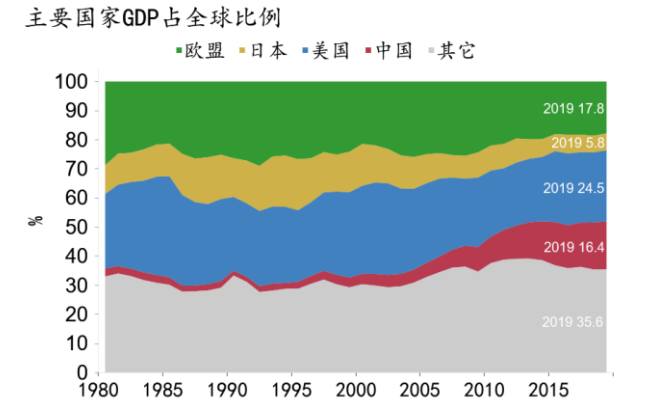


资料来源：Wind，招商银行研究院

中美欧是全球经济的重心所在，若加上疫情控制较好的日韩，在全球经济总量和增长量之中的占比均接近七成（图38）。只要这些区域步入复苏共振，那么全球经济很大程度上就将往常态化回归。

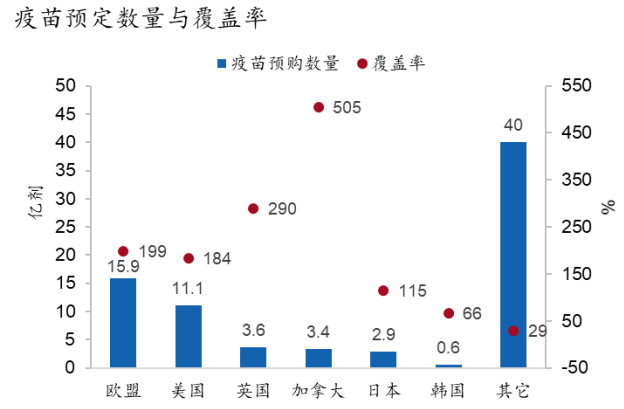
但对绝大多数发展中国家而言，在 2021 年的大部分时间经济增长仍将承压。发展中国家与发达国家的增长差，主要来源于疫苗可得性的差异（图39）。根据杜克大学统计，在提前订购的77.4亿支疫苗中，发达国家占接近一半。美欧已订购的疫苗已可覆盖接近 200%的人口，而人口众多的广大发展中国家的疫苗则面临严重短缺，疫苗推广时间也将大幅落后于发达国家，这意味着发展中国家的经济复苏也将相应滞后。

图 38：中美欧日在全球经济占比达 65%



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 39：全球疫苗分配不均

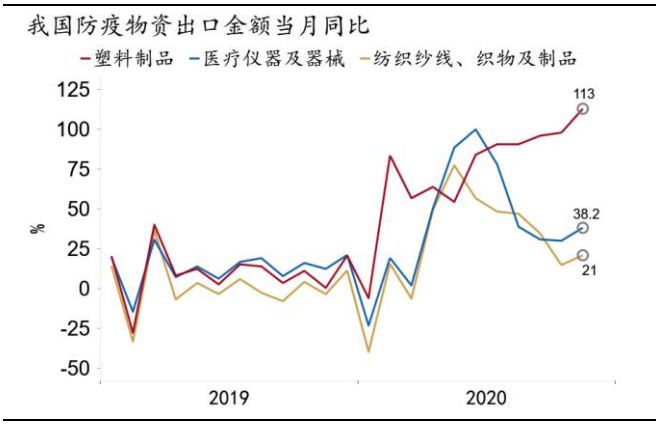


资料来源：杜克大学，招商银行研究院

从产业/行业结构上看，随着疫苗起效，各国的服务消费有望快速修复，并对商品消费形成部分替代。商品部门的各品类/行业也将重新平衡。随着生活和政策往常态化回归，美国的“宅经济”和耐用品销售增速将回落。

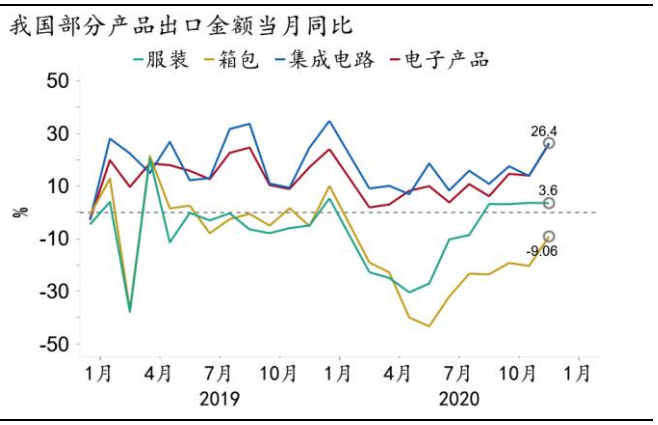
就我国而言，由于“出口替代”效应减弱，高基数下口罩、防护服等防疫物资的生产和出口增速将趋于回落，但与疫苗生产与推广相关的行业，例如塑料、玻璃制品景气度将大幅提升（图40）。外需改善之下服装、箱包等传统制造业将受益，电子产业链在周期性因素的作用下也有望维持高增长（图41）。

图 40：我国塑料制品出口爆发性增长



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 41：我国传统制造业和电子出口有望高速增长



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

（三）新冠“遗产”：永久性变化

新冠大流行也在经济的诸多方面造成了永久性改变，留下了丰富的“遗产”，将对未来的经济活动形态和宏观政策产生深远影响。

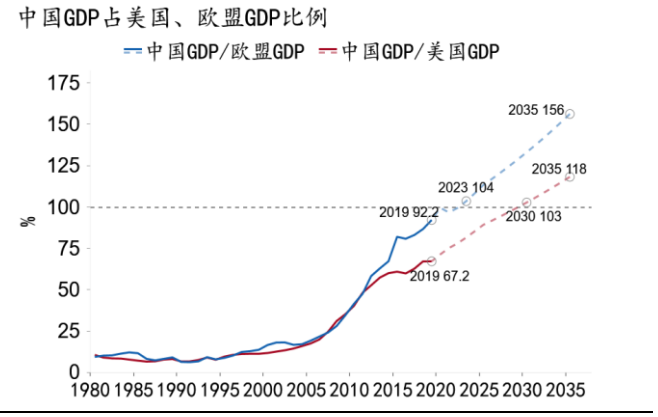
首先是政府高债务。新冠疫情冲击下，全球经济体体纷纷出台天量财政刺激计划，使得政府杠杆率大幅跳升。美国政府杠杆率将在2021年突破100%，并于2050年接近200%（图42）。主要经济体史无前例债务规模，将使得各国央行得不考虑财政可持续性，将利率维持在低位。**在全球宏观政策结构上，由于货币政策空间受限，财政政策将居于主导地位（fiscal dominance）。**但若通胀超预期走高，主要经济体将面临巨大的尾部风险。

图 42：中美欧日在全球经济占比达 65%



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 43：中国经济总量即将于 2030 年超越美国



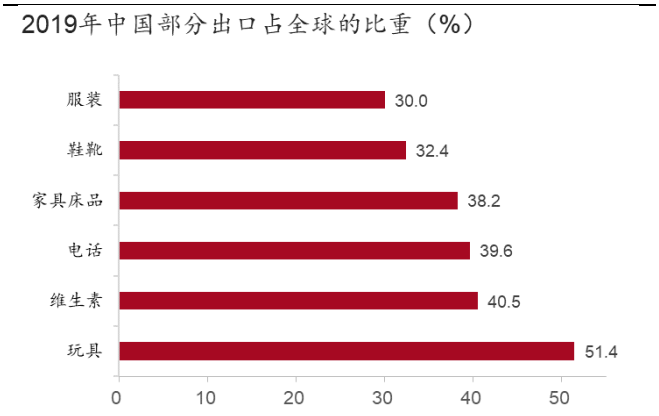
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

其次是世界经济政治格局“双极化”。新冠疫情极大地加速了中国对美欧经济的“赶超”（catch up），2020年我国的经济总量就已超越欧盟。根据“十四五”规划增长目标外推，我国将在2030年左右超越美国，成为全球最大的经济

体（图 43）。所谓“匹夫无罪，怀璧其罪”。**随着经济的进一步崛起，我国将不可避免地面临日趋复杂严峻的国际环境。**

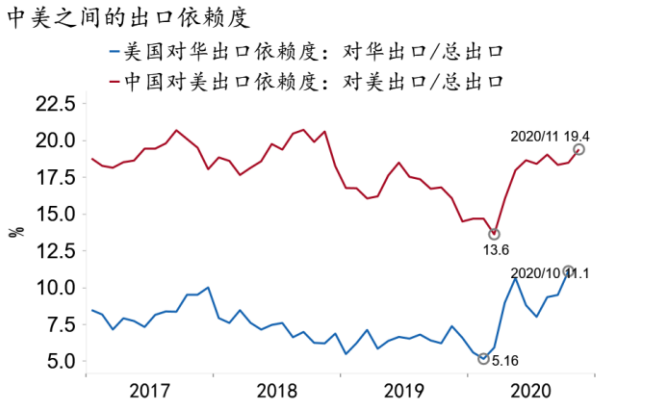
再次是全球经济“区域化/本土化”。疫情充分地暴露了全球化下产业链分工过细过长的缺陷，挑战了此前全球化发展中唯效率论的逻辑。由于疫情的阻隔，全球产业链上的企业都面临零部件短缺、物流中断、订单消失的困难。此外，疫情冲击下全球更加依赖中国，进一步强化了西方国家对中国的警惕（图 44，45）。**包括中国在内的各国政府和企业开始意识到，世界并不是平的，未来都将更加重视经济“安全”维度。全球产业链也将相应集聚收缩，我国政策也将更加聚焦“内循环”。**

图 44：部分“中国制造”在全球占据绝对比重



资料来源：UN Comtrade，招商银行研究院

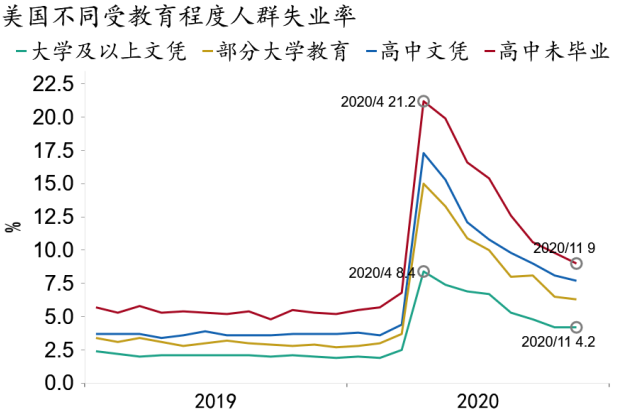
图 45：疫情冲击下中美经济依赖度大幅跳升



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

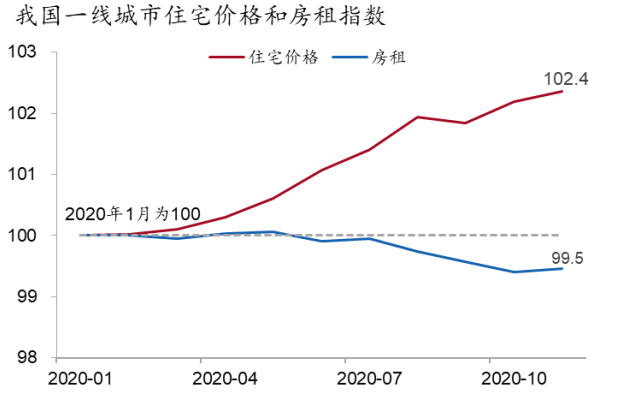
第四是扩张的贫富差距。新冠疫情对不同人群的差异化冲击不仅体现在健康状况上，还体现在经济上。低收入群体总体上受到了更大的冲击，高收入群体则相对“免疫”（图 46）。这种差异也反映在资产价格上。例如，2020 年，我国一线城市的住宅价格和房租走势显著背离（图 47），而房价走高又将使得贫富差距进一步扩张。**未来“公平”将成为各国宏观政策重视的又一个维度。**

图 46：美国低学历人群受疫情冲击较大



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 47：我国一线城市房价房租分化

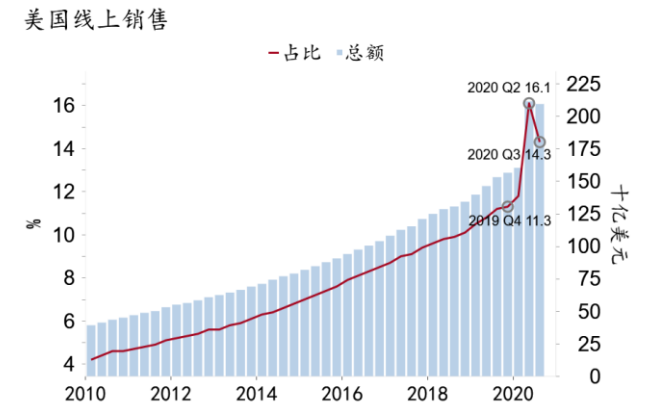


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

最后是经济活动线上化。疫情冲击极大地加速了数字经济的发展。尽管疫情过后线上和线下经济将经历再平衡，但不论是企业还是居民都将更加依赖和习惯线上的经济生活（图 48，49）。对宏观经济而言，数字经济将成为日益

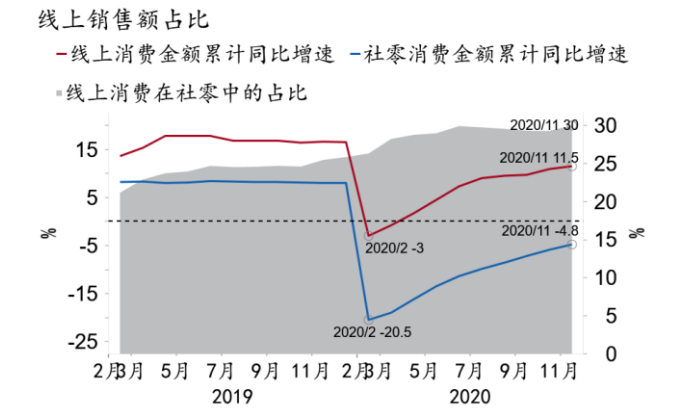
重要的生产方式，数据作为生产要素的重要性也将日益上升。与之相应，**数字经济的监管也将日趋规范严格。**

图 48：2020 年美国线上销售跳跃式发展



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 49：疫情推升我国线上销售占比

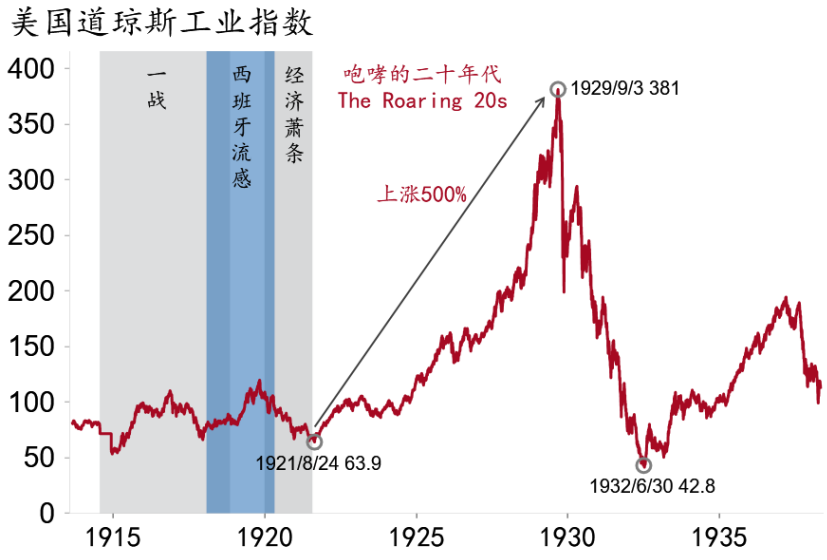


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

三、结语：毁灭与新生

最后，我们不妨把目光放长远一些，回顾一百年前的西班牙流感给我们的启示。1918-1920 年间，肆虐的西班牙流感在全球感染了 1/3 的人口（5 亿人），导致超过 5,000 万人死亡；在美国感染了 28%的人口（1.05 亿人），导致超过 50 万人死亡。一战（1914-1918 年）和西班牙流感接踵而至，使得美国陷入短暂而剧烈的经济萧条（The Depression of 1920-1921）。据美国商务部估计，萧条期间美国经济总量下跌近 7%，物价收缩近 20%[3]。

图 50：新冠新增确诊人数与病死率显著背离



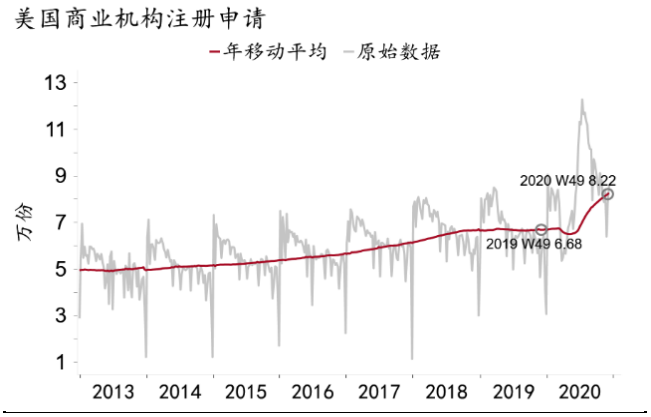
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

[3] 参见 https://en.wikipedia.org/wiki/Depression_of_1920%E2%80%931921。

但在此之后，美国却奇迹般地掀起了前所未有的工业化浪潮，步入了其历史上最具创新性、也最为繁荣的“咆哮的二十年代”（The Roaring Twenties）。工业生产流水线、汽车、飞机、冰箱、电视机、收音机等创新在商用/家用领域快速普及，助推 1922-1929 年间美国经济持续高速增长，年均增速达到 5%。在此期间，道琼斯工业指数上涨了 500%（图 50）。

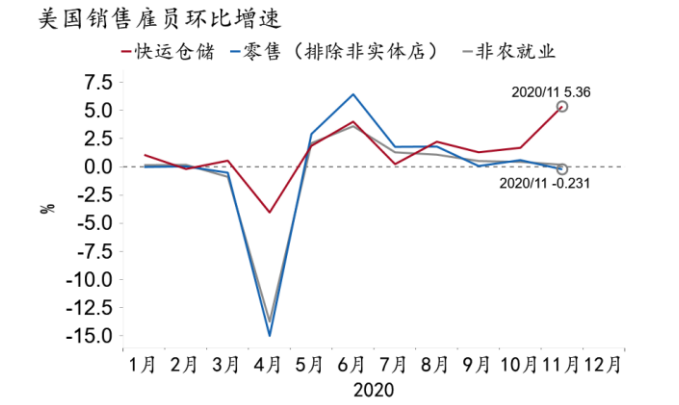
一百年后的今天，新冠大流行的黑夜之中，新的生命已在悄悄萌芽。2020 年，美国新设公司申请反而出现跳升（图 51）；在萧条的服务部门之中，美国快运仓储行业就业人员增速大幅超预期，折射出美国线上经济的跳跃式发展（图 52）。

图 51：美国商业机构注册申请出现跳升



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 52：美国快运仓储行业雇员显著增长



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

不论在美国还是中国，我们都在亲历见证信息、生命、材料、能源等领域新科技的飞速发展。我越来越强烈地感觉到，**人类正处于生产和消费方式再次革命的开端。新冠大流行将加速这些变革的来临。**

你从远方来，我到远方去。遥远的路程经过这里。

毁灭之后，将是新生。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085

更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇