财信国际经济研究院
CHASING INTERNATIONAL ECONOMIC INSTITUTE

复苏中的再平衡

——2021 年度宏观策略报告

宏观策略

投资要点：

- **全球宏观经济形势：不稳定不均衡复苏。**正如 2020 年全球疫情变化主导了全球经济增长一样，2021 年疫情的演变发展也仍将主导全球经济增长。由于发达经济体具备疫苗生产能力并率先接种疫苗，死亡率降低，预计在 2021 年二季度或三季度经济社会生活能向正常状态过渡，而新兴市场和发展中经济体（除中国外）全年无望。全球经济复苏是确定的，但由于疫情演变的不确定性和疫苗接种在不同国家之间进展的不均衡性，预示全球经济复苏之路是不稳定和不均衡的，且疫情后遗症如全球金融风险提高、全球分化加剧等将给全球带来更深远的影响。
- **中国宏观经济形势：常态化回归途中。**低基数效应下，2021 年经济增速读数偏高、走势前高后低已是市场共识，但判断经济好或不好的关键和难点在于经济是否回归常态水平。我们认为 2020-2021 两年复合平均增速可以还原剔除基数效应后的经济运行真实形态，将其与未发生疫情的潜在增速水平相比较，若前者高于或略低于后者，均可视为经济已恢复至常态水平，反之则相反。

  预计 GDP 约增长 8.4%，2020-2021 年复合平均增速在 5.3%左右，仍在常态化回归途中：一是消费全年读数偏高无悬念，但疫后中小微企业受损严重，加上收入差距拉大、房地产挤占效应增强，居民收入和边际消费倾向或难以全面恢复，消费恢复至常态水平有难度。**二是**制造业接棒基建地产，投资常态化运行可期：企业盈利改善、内外需共振复苏、技术升级周期启动共同支撑制造业投资回归常态，但消费复苏斜率边际放缓、海外供需缺口逐渐弥合，制造业投资下半年增长动能或弱于上半年；财政扩张边际放缓下基建资金来源面临“量”的收缩，且优质项目缺乏和财政严监管双重约束仍在，基建投资增速大概率低位运行；房地产政策边际趋严、房企融资“三道红线”、市场流动性边际收紧，房地产投资面临下行压力，但竣工端修复的支撑作用较强，全年房地产投资增速将稳中趋缓。**三是**全球不均衡复苏下出口供给替代效应仍有一年窗口期，出口高景气料将延续，但随着发达经济体疫苗普及后产能恢复，下半年出口中枢或有所回落。
- **国内通胀形势：温和可控。预计 CPI 增长 1.5%左右，呈前低后高走势：**一是 2021 年 CPI 翘尾因素约回落 2.5 个百分点；二是猪价下行将拖累 CPI 下降约 1.0 个百分点，而 2020 年猪肉拉动 CPI 上行 1.6%；三是 CPI 上行动力由食品端切换至非食品端，但国内消费弱复苏和全球负产出缺口仍在，CPI 大概率依然温和；四是 2021 年 CPI 基期轮换短期将抬升 CPI 中枢，但长期降低 CPI 波动幅度。**预计 PPI 增长 2.0%左右，呈先升后稳走势：**一是 2021 年 PPI 翘尾因素约提高 1.6 个百分点；二是低基数叠加需求改善，油价上涨将抬升 PPI 中枢，但全球需求恢复偏慢，输入型通胀压力可控；三是国内基建地产等传统投资动能边际弱化，PPI 上涨动能将大体稳定。
- **国内政策展望：缓退坡。货币方面，**政策向常态回归是主旋律，但大概率“缓退坡”，不会出现急拐弯和政策断崖。节奏上，预计二季度转向“稳健偏从紧”的概率较大，其他季度或维持“稳健中性”；量的方面，预计 M2 和社融增速分别为 10%和 12%左右；价的方面，预计利率先上后下，全年或维持震荡，人民币汇率大概率先升后贬。**财政方面，**预计官方赤字率调降至 3-3.2%左右，同时不再发行特别国债，专项债券额度也将收缩至 3.25-3.5 万亿元，财政扩张边际放缓，但仍高于 2019 年水平；预计未来财政将在“优化债务结构”上下

财信研究院
宏观团队

胡文艳
宏观经济研究中心 资深研究员
邮箱：huwenyan21@126.com

李沫
宏观经济研究中心 高级研究员
邮箱：limo.ye@163.com

陈然
宏观经济研究中心 研究员
邮箱：chenran@hnjrkg.com

财信宏观经济研究中心微信号

功夫，提高一般债占比，降低专项债占比；预计 2021 年减税降费政策将向“费用端”倾斜，上半年阶段性的减税降费政策仍会延续，全年减税降费规模在 1 万亿左右。

- **大类资产配置：拥抱商品，上半年坚守黄金。**疫后极度宽松的金融条件收敛与跌入深坑的实体经济恢复并存，是宏观经济运行主旋律。2021 年大类资产配置的核心逻辑，或围绕“虚实再平衡”展开。具体到配置上，全年最核心的投资机会在于商品；黄金战略配置价值仍在，节奏上预计上半年表现要优于下半年；A 股整体估值短期承压，结构性行情或围绕低估值周期、出行链修复和国企改革主题展开；债市机会仍需等待，下半年胜率更大；房地产配置价值大概率仍有限。

目 录

一、全球宏观经济形势：不稳定不均衡复苏 5
（一）2021 年全球疫情：曙光已现，但向正常状态过渡步伐不一 5
（二）2021 年全球经济增长：不稳定不均衡复苏 7
1、全球经济：继续温和复苏，但疫情冲击下的负产出缺口将形成永久性损失 7
2、全球经济：不稳定复苏 8
3、全球经济：不均衡复苏 9
（三）疫情后遗症：金融脆弱性提高、全球分化加剧 11
1、全球金融脆弱性提高 11
2、全球分化加剧 12
二、中国宏观经济形势：常态化回归途中 15
（一）如何分析和评价经济是否回归常态化 15
（二）消费：全年读数偏高，但恢复至常态水平有难度 17
（三）投资：制造业接棒基建地产，投资常态化运行可期 20
1、制造业：增长动能恢复常态，但预计下半年弱于上半年 20
2、基建：资金来源边际趋紧，基建难有大幅回升 23
3、房地产：监管趋严 VS 竣工周期，房地产投资稳中趋缓 25
（四）出口：供给替代仍有一年窗口期，出口高景气料将延续 27
（五）经济增长：2021 年实际 GDP 约增长 8.4%，尚未恢复至常态水平 30
三、国内通胀形势：温和可控 30
（一）预计 2021 年 CPI 约增长 1.5%，呈前低后高走势 31
（二）预计 2021 年 PPI 约增长 2.0%，呈先升后稳走势 33
四、国内政策判断：缓退坡 34
（一）货币政策：流动性紧平衡，无政策断崖 34
1、2021 年货币政策演进节奏：稳健中性-稳健偏紧-稳健中性 35
2、预计 2021 年 M2 和社融增速分别为 10%和 12%左右 36
3、利率：先上后下，全年或维持震荡 37
4、汇率：先升后贬 38
（二）财政政策：扩张放缓，注重结构调整 38
五、大类资产配置建议 40
（一）2020 年资产价格表现回顾：峰回路转，有惊无险 40
（二）2021 年大类资产配置核心逻辑：虚实再平衡 42
（三）2021 年资产配置建议：拥抱商品，上半年坚守黄金 43
1、A 股：短期谨慎，中期乐观，结构看好顺周期 44
2、债市：机会仍需等待，下半年获胜概率更大 44
3、黄金：战略配置价值仍在，看好上半年表现 44
4、大宗商品：财政刺激叠加周期重启，配置正当时 46

专栏目录

专栏一：预计美元指数中枢整体降低，呈前低后高走势 14
专栏二：为何每次危机后劳动生产率会下降 16

正文：

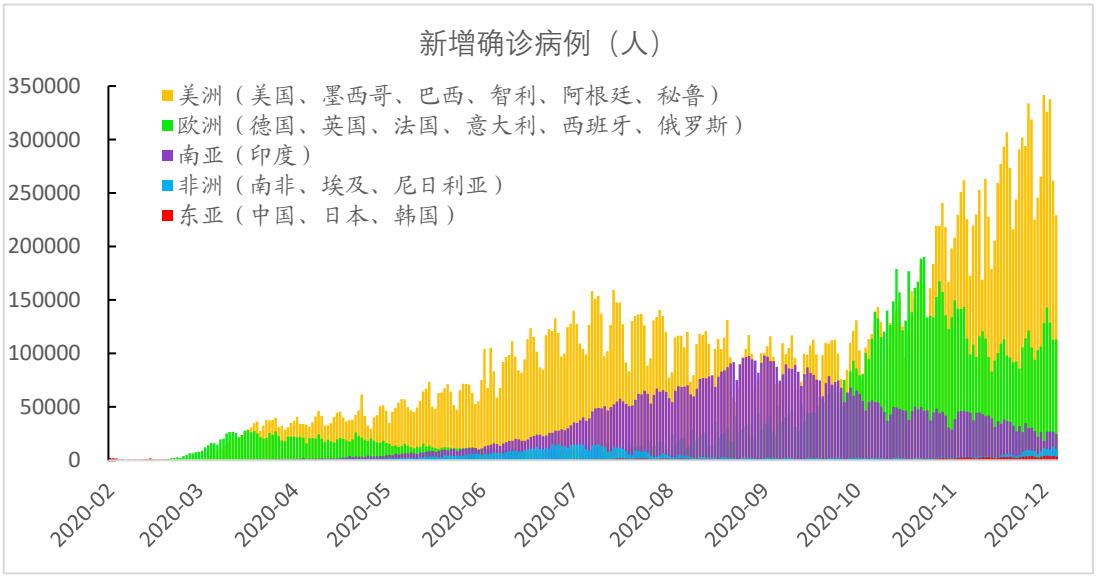
一、全球宏观经济形势：不稳定不均衡复苏

2020 年全球遭受新冠肺炎疫情冲击，世界经济陷入上世纪 30 年代“大萧条”以来的最严重衰退。根据国际货币基金组织（IMF）在 2020 年 10 月份发布的《全球经济展望报告》，2020 年全球 GDP 增速将下降 4.4%。未来全球经济何去何从，短期内全球疫情的演变、疫苗在生产国和非生产国之间能否得到公平分配，将主导 2021 年全球经济复苏之路的稳定性和均衡性，而疫情留下的后遗症则将给全球带来更为深远的影响。

（一）2021 年全球疫情：曙光已现，但向正常状态过渡步伐不一

预计发达经济体二季度或三季度能向正常状态过渡，新兴市场和发展中经济体（除中国外）全年无望。2020 年初以来，新冠肺炎病毒在全球肆虐，截至 2020 年 12 月底，全球肺炎疫情累计确诊病例超过 8300 万例，累计死亡病例逾 180 万。从区域看，疫情主要集中在美洲、欧洲和南亚的印度，美国是全球疫情最严重的国家（见图 1）。为降低病毒传播对人们生命安全的威胁，各国采取了“封国”、“封城”、“断航”等封锁措施，同时也加快了疫苗的研制。随着全球新冠疫苗研发工作取得很大成就，多款疫苗进入临床试验第 3 期且取得很好的效果，美国、英国等国家已经展开疫苗接种计划，让世人看到了抗疫的曙光。2020 年 12 月 18 日世界卫生组织总干事谭德塞表示，隧道尽头的光，现在又更亮了一点，但他强调，只有在同一时间、全世界各个地方都结束，疫情才能算真正结束。因此，疫苗带来了曙光但疫情远未结束。

图 1：全球新冠肺炎疫情主要集中在美洲、欧洲和南亚



资料来源：WIND，财信研究院

什么是疫情的结束？根据 2020 年 12 月麦肯锡报告（When will the COVID-19 pandemic end?），疫情结束有两个定义：一是达到群体免疫的流行病学终点（An epidemiological end point when herd immunity is achieved），即当对 2019 冠状病毒病

（COVID-19）免疫的社会比例足以防止广泛的、持续的传播时，就会出现一个终点，此时将不再需要部署公共卫生紧急干预措施，虽然可能需要定期重新接种疫苗，可能类似于每年注射流感疫苗，但大规模传播的威胁将不复存在。二是向正常状态的过渡（A transition to a form of normalcy），即当社会和经济生活所有方面都能恢复，而不必担心持续的死亡率（死亡率不再高于一个国家的历史平均水平）或与 COVID-19 有关的长期健康后果时，这个终点将出现。实现这一进程的手段包括为高危人群接种疫苗、快速准确的检测、治疗方法的改进、公共卫生应对措施的加强等手段，因此这一进程是渐进的。这两个终点存在一定的关系，当群体免疫达到时，自然就会过渡到正常状态；但在公共卫生应对措施有力的地区，在流行病结束之前，向正常状态过渡可能会大大提前到来。

对于 2021 年全球疫情控制关键节点或经济社会生活向正常状态过渡将在什么时候出现，我们总结整理了全球权威机构和专家观点，具体见表 1。结论如下：一、由于发达经济体具备疫苗生产能力并率先接种疫苗，死亡率将降低，在 2021 年二季度或三季度疫情有望得到基本控制，经济和社会生活随之向正常状态过渡；二、新兴市场和发展中经济体（中国除外）疫苗接种落后于发达经济体，全年不能向正常状态过渡。

表 1：全球权威机构和专家对疫情关键控制节点的判断

权威机构或专家	主要观点	发表时间和来源
谭德塞（Tedros Adhanom Ghebreyesus，WHO 世卫组织总干事）	近几周疫苗试验的积极结果，隧道尽头越来越呈现出光明，尽管前程仍然危机四伏，但我们已经可以瞥见大流行疫情的尽头。	2020 年 12 月 4 日 WHO 官网《在联合国大会特别会议上的开幕词》
世卫组织 WHO	COVAX 计划（由世卫组织和全球疫苗免疫联盟领导的、为全球贫困和中等收入国家的人们提供新冠肺炎疫苗的全球计划）将到 2021 年底提供至少 20 亿剂疫苗，覆盖 91 个国家（主要位于非洲、亚洲和拉丁美洲）最脆弱人群的 20%。	WHO 官网
安东尼·福奇（Anthony Fauci，美国国家过敏症和传染病研究所所长）	如果有 75%到 80%的美国人在 2021 年夏季接种疫苗，那么美国群体免疫在 2021 年秋季可能实现，到 2021 年底“恢复正常”；如果疫苗接种水平显著降低，比如 40%到 50%，可能需要很长时间才能达到群体免疫水平。	2020 年 12 月 10 日 Fauci says herd immunity possible by fall, ‘normality’ by end of 2021
张文宏（复旦大学附属华山医院）	观点一：考虑到医疗资源有限，2021 年在全球范围内全面实现疫苗接种目标几乎不可能。 观点二：如果拜登疫苗接种计划得以顺利贯彻，在 5000 万人接受疫苗注射后，剩余美国民众接种意愿在 50%左右，那么在 2021 年 6 月底-7 月初疫情会出现拐点，就能逐渐达到疫情的基本控制；但是，如果剩余民众接种意愿只有 25%，则控制疫情的时间点很可能要推迟到 2021 年的秋季（9 月份-10 月份） 观点三：如果疫苗接种计划不能完全得到贯彻，那么疫情控制节点要拖延到 2022 年春季。	2020 年 12 月 12 日《全球启动疫苗接种计划，疫情控制关键节点何时出现？》

麦肯锡	观点一：美国很可能在 2021 年第三季度或第四季度达到流行病（群体免疫）的结束，在第二季度减少足够的死亡率，使美国能够向正常状态过渡。 观点二：美国和其他发达经济体最有可能向正常状态过渡的时间是 2021 年第一季度或第二季度，关键因素是死亡率降低。	2020 年 11 月 23 日 When will the COVID-19 pandemic end?

资料来源：根据新闻整理，WHO，财信研究院

（二）2021 年全球经济增长：不稳定不均衡复苏

正如 2020 年全球疫情变化主导了全球经济增长一样，2021 年疫情的演变发展也仍将主导全球经济增长。2021 年全球经济将逐步复苏，但由于疫情演变的不确定性和疫苗接种在不同国家之间进展的不均衡性，预示 2021 年全球经济复苏之路是不稳定和不均衡的。

1、全球经济：继续温和复苏，但疫情冲击下的负产出缺口将形成永久性损失

2021 年全球经济将温和复苏，但无法弥补上 2020 年疫情冲击产生的负产出缺口，大概率将成为永久性损失。一是 2020 年全球经济负增长，低基数效应使 2021 年在技术上容易出现同比正增长；二是全球疫情防控取得很大进展，病毒检测能力在提高，治疗手段在改善，疫苗开始进入接种阶段，全球抗疫最艰难和最黑暗阶段大概率已经过去，有利于经济和社会生活的恢复；三是预计全球主要国家货币和财政刺激政策短期内不会出现“政策断崖”，依然会保持一定的连续性、稳定性和可持续性，有利于经济复苏进程的延续；四是未来疫情演变仍然存在很大不确定性，不排除反复的可能，同时全球疫苗的分发以及居民的接受程度也存在变数，都会影响全球经济复苏进度，根据上文疫情分析结果，2021 年全球经济发展环境不可能进入无疫情影响状态，这注定全球经济增长不可能完全常态化，预示剔除低基数后的 GDP 增速，达不到常年平均水平，也意味着 2021 年全球经济增长弥补不了 2020 年的负产出缺口。

表 2：各国际组织对主要经济体 GDP 增速的预测值（%）

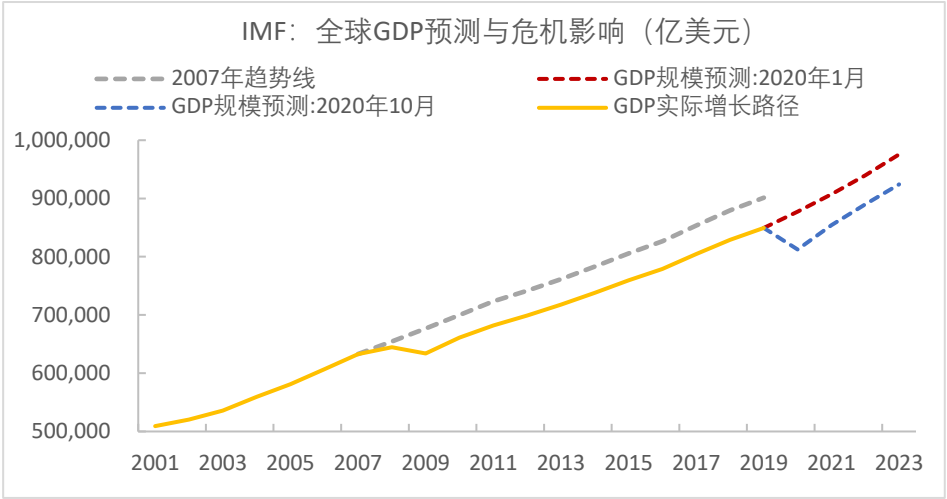
	国际货币基金组织（IMF，6 月）		国际货币基金组织（IMF，10 月）		经合组织（OECD，9 月）		经合组织（OECD，12 月）	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
全球	-4.9	5.4	-4.4	5.2	-4.5	5.0	-4.2	4.2
美国	-8.0	4.5	-4.3	3.1	-3.8	4.0	-3.7	3.2
欧元区	-10.2	6.0	-8.3	5.2	-7.9	5.1	-7.5	3.6
日本	-5.8	2.4	-5.3	2.3	-5.8	1.5	-5.3	2.3
中国	1.0	8.2	1.9	8.2	1.8	8.0	1.8	8.0

资料来源：各国际组织官网，财信研究院

根据国际货币基金组织（IMF）和经合组织（OECD）的最新预测结果，2021 年全球经济分别增长 5.2%和 4.2%，分别较 2020 年提高 9.6 和 8.4 个百分点（见表 2）。如果将 2020 和 2021 年作为一个整体看，全球年均 GDP 增速只有 0.3%（IMF）、-0.1%（OECD），远低于过去 40 年期间 3.5%的年均增速，因此负产出缺口大概率将永久性损失，和 2008

年全球金融危机期间一样（见图 2）。OECD 在展望报告中指出，预计到 2022 年许多国家的产出仍将比危机前的预期低 5%左右，疫情冲击带来了巨大的永久性成本。

图 2：疫情冲击下的负产出缺口可能将形成永久性损失



资料来源：IMF，财信研究院

2、全球经济：不稳定复苏

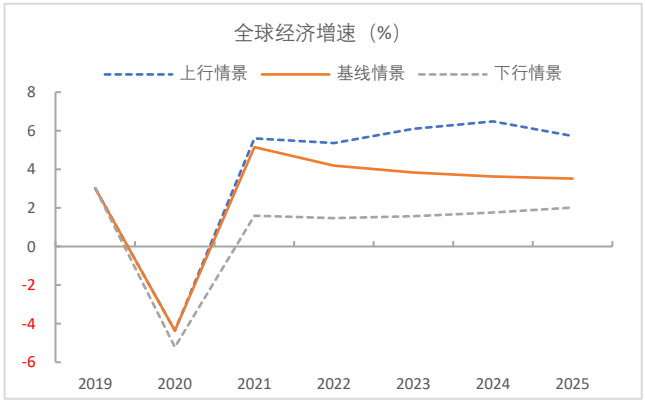
2021 年全球经济增长之所以呈现不稳定特征，主要原因在于未来疫情演变和疫苗的分发、接受程度等都存在较大不确定性，全球环境将继续充满挑战且高度不确定，不可避免地会影响经济复苏进程。如 2020 年底病毒在许多地方卷土重来，各国政府被迫再次收紧对经济活动的限制，特别是如果疫苗分发进展缓慢或后续效果不尽如人意，那么信心就会受到打击，经济损失可能会加重，进而增加那些债务高垒、脆弱主权国家和企业发生金融动荡的风险，并产生全球溢出效应。因此 IMF 在 2020 年 10 月份的《全球经济展望》报告中，首次发布疫情暴发以来的中期增长预测，分为悲观、基线和乐观三种不同情景，分别预测不同情景下的全球经济增长。

在基线预测中，IMF 假设社交距离将维持至 2021 年，但随着疫苗覆盖范围扩大、疗法改善，这种做法将逐步取消，各国将在 2022 年底之前有效控制住当地疫情。下行情景假设病毒被证明更难控制，2021 年在疫苗接种、检测治疗和社交距离遵守方面的进展都比基线估计的要慢。而上行情景假定抗疫进展比基线要好，在治疗方面，进展迅速降低死亡率，减少人们恐惧并帮助恢复信心；在疫苗方面，疫苗生产投资和相关全球供应链合作协议大量增加，导致更早和更广泛地获得疫苗，同时基础科学的完全公开和透明增加了对疫苗有效性和安全性的信心，导致了疫苗的广泛接种。下行、基线和上行三种情景下 2021 年全球经济增速分别为 1.6%、5.2%和 5.6%（见图 3）；与基线预测相比，悲观情景下 2021 年 GDP 增速将少增 3.6 个百分点，即使到 2025 年，仍要少增 1.5 个百分点（见图 4）。

除了 IMF 外，欧央行也认为新冠肺炎疫情大流行及其经济后果的未来演变仍存在重大不确定性。根据新冠肺炎疫情的演变、控制措施的严重性和持续时间，以及医疗解决办法的实施时间和成功实施程度，也分为下行、基线和上行三种情景预测了欧元区经

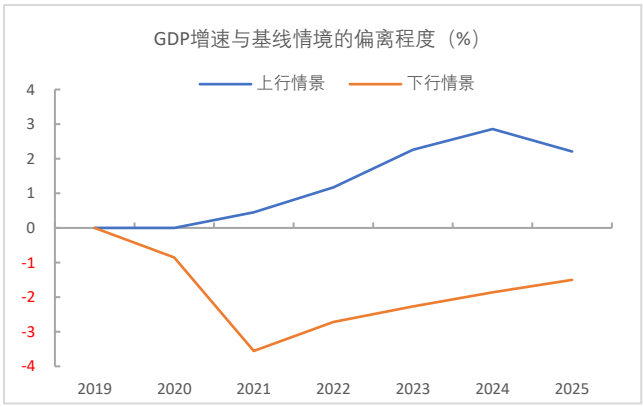
济发展。

图 3：三种不同情景下全球经济增速预测值



资料来源：IMF，财信研究院

图 4：下行和上行情景 GDP 增速预测值与基线的偏离

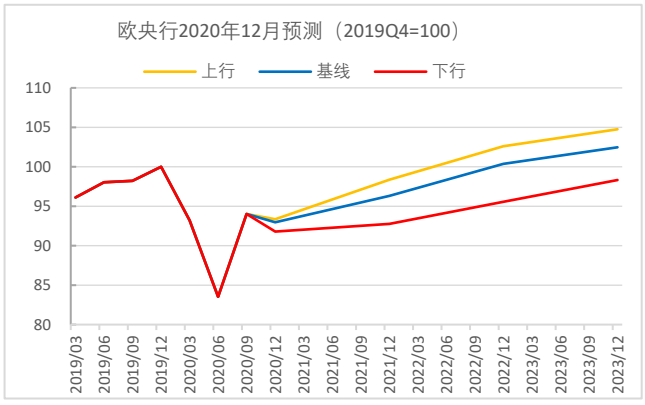


资料来源：IMF，财信研究院

在基线预测中，欧央行假设欧元区在 2021 年第一季度的防控措施与 2020 年第四季度保持一样，且防控措施更有针对性和效率，随着有效疫苗等医疗解决办法的获得和部署，疫情防控措施放松，到 2022 年初全面解决卫生危机。上行情景假设疫情在 2020 年 12 月上升后，政府当局非常成功应对，感染趋于稳定并在 2021 年得到成功控制。而下行情景则假定疫情强势卷土重来，各国政府在 2021 年第一季度进一步收紧防控措施，但效果有限，直到 2023 年底才能得到控制，导致疫情持续时间更长、控制措施更严格和更持久的经济伤害。

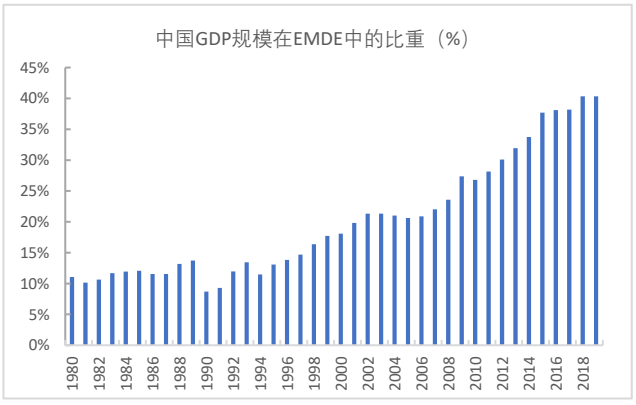
在下行、基线和上行三种情景下，2021 年欧元区经济增速分别为 0.4%、3.9%、6.0%，预计分别较 2020 年反弹提高 7.7、11.2、13.3 个百分点；在基线预测下，欧央行预计到 2022 年年中，欧元区实际国内生产总值将回到危机前的水平，2023 年实际国内生产总值将高于 2019 年危机前水平的 2.5%；但在下行情景下，2023 年仍低于危机前水平 1.7 个百分点（见图 5）。

图 5：三种不同情景下欧元区经济增速预测值



资料来源：ECB，财信研究院

图 6：中国经济在新兴市场和发展中经济体比重提高



资料来源：IMF，财信研究院

注：EMDE=新兴市场和发展中经济体

3、全球经济：不均衡复苏

2021 年全球经济复苏的不均衡性，主要表现为发达经济体与新兴市场和发展中经济体（EMDE）（除中国）复苏的不均衡性，即前者复苏程度要好于后者。如 2020 年以来，IMF 两次上调 2020 年发达经济体经济增速预测值，同时两次下调新兴市场和发展中经济体（EMDE）的增速预期（见表 3），表明发达经济体经济复苏情况要好于 EMDE。

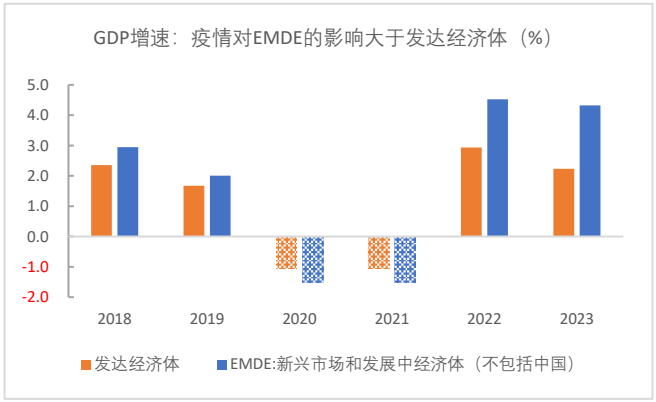
对于 2020 和 2021 年新兴市场和发展中经济体（EMDE）经济增长情况，IMF 最新预测结果表明，EMDE 实际 GDP 将分别增长-3.3%和 6.1%，发达经济体分别增长-5.8%和 3.9%。如果将 2020 年和 2021 年作为一个整体看，EMDE 经济年均增速达到 1.3%，而发达经济体只有-1.1%，似乎是 EMDE 复苏情况要好于发达经济体，而不是相反。其实，背后的主要问题在于 EMDE 中中国经济复苏一枝独秀，2020 年实现正增长，且 2019 年经济规模在 EMDE 中的比重超过 40%（见图 6），因此数字的背后掩盖了 EMDE 中的结构性问题。为此，我们在 EMDE 中剔除中国经济的影响，发现 EMDE（除中国）在 2020-2021 年的年均增速为-1.5%，远低于同期发达经济体-1.1%的水平，且与往年 EMDE 增速高于发达经济体的常态相反（见图 7）。由此表明，EMDE（除中国）复苏程度差于发达经济体，全球经济复苏是不均衡的。

表 3：国际货币基金组织（IMF）对主要经济体 GDP 增速预测变化（%）

		国际货币基金组织（IMF，10 月）		与 6 月份预测差值		与 4 月份预测差值	
	2019	2020	2021	2020	2021	2020	2021
全球	2.8	-4.4	5.2	0.8	-0.2	-1.1	-0.5
发达经济体	1.7	-5.8	3.9	2.3	-0.9	0.3	-0.6
新兴市场和发展中经济体	3.7	-3.3	6.0	-0.2	0.2	-2.1	-0.5
低收入发展中国家	5.3	-1.2	4.9	-0.2	-0.3	-1.6	-0.7

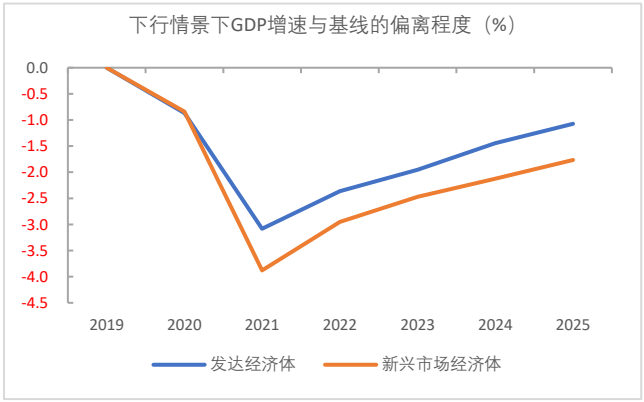
资料来源：各国际组织官网，财信研究院

图 7：发达经济体复苏好于新兴市场和发展中经济体



资料来源：IMF，财信研究院

图 8：下行情景下新兴市场遭受冲击 2 倍于发达经济体



资料来源：IMF，财信研究院

不均衡复苏的主要原因有三：**一是疫情防控能力及其影响的不均衡性。**各国医疗资源差距大，美欧等发达经济体拥有有效的检测、跟踪和隔离系统，且是疫苗生产国，2021 年上半年大概率将普及疫苗接种，经济和社会活动有望向正常状态过渡，而非疫苗生产国的 EMDE（除中国），疫苗接种时间将晚于发达经济体，且疫苗普及率也将明显低于发达经济体，因此疫苗接种时间的错位，将导致 2021 年全球经济复苏的分化和不均衡。

二是支持实体经济复苏的财政扩张空间差异较大。发达经济体经济实力强于新兴市场和发展中经济体，财政政策回旋空间较大，对刺激实体经济增长的支出能力强与后者。根据 IMF 评估结果，在下行情景下，疫情对新兴市场经济体的负面冲击要大于发达经济体，到 2023 年的影响仍有发达经济体的近 2 倍（见图 8）。**三是对于依赖旅游业或大宗商品出口的国家，疫情对其影响更大一些。**

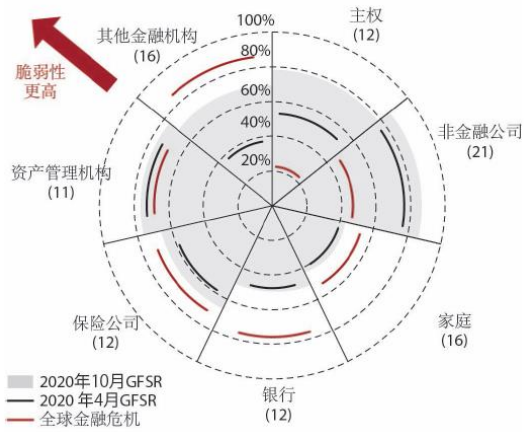
（三）疫情后遗症：金融脆弱性提高、全球分化加剧

在全球性公共卫生危机的冲击下，各国政策制定者采取了超常规货币和财政政策以对冲疫情的负面冲击，对经济和金融活动起到了稳定作用。但“吃药总有副作用”，疫情和宽松政策措施也给全球带来了不少深远的影响，留下不少后遗症，如金融风险的提高、全球贫富差距的扩大、社会不平等的加剧、逆全球化的加速等。

1、全球金融脆弱性提高

2008 年全球金融危机以来，全球主要发达经济体采取了持续性的量宽政策措施，但由于经济结构调整迟滞，劳动生产率不升反降，资金推高了资产价格，导致“三高三低”现象，即高债务、高赤字、高资产价格、低利率、低增长、低通胀。2020 年全球公共卫生危机以来，全球再次实施宽松货币和财政政策等逆周期措施，但全球经济增长出现负增长，即使未来几年全球经济增长也很难把负产出缺口补上，这样全球金融风险和金融脆弱性不可避免地会提高。

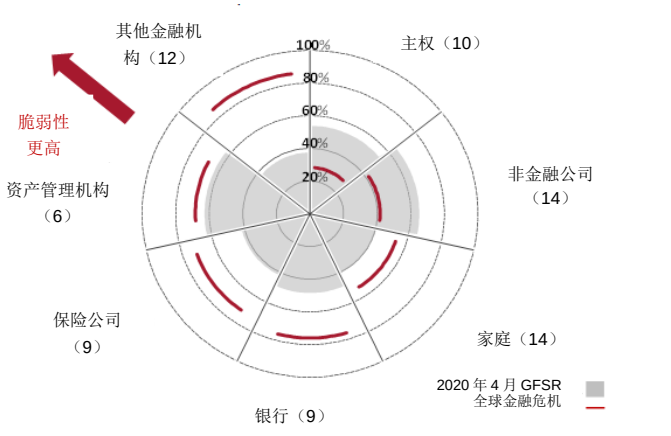
图 9: 存在严重脆弱性的系统重要性国家比重（按部门）



资料来源：IMF，财信研究院

注：具有高脆弱性和中高脆弱性国家占比，按 GDP 或资产划分；括号中的数字为脆弱国家数量。GFSR=《全球金融稳定报告》

图 10: 存在严重脆弱性的系统重要性国家比重(按部门)



资料来源：IMF，财信研究院

注：具有高脆弱性和中高脆弱性国家占比，按 GDP 或资产划分；括号中的数字为脆弱国家数量。GFSR=《全球金融稳定报告》

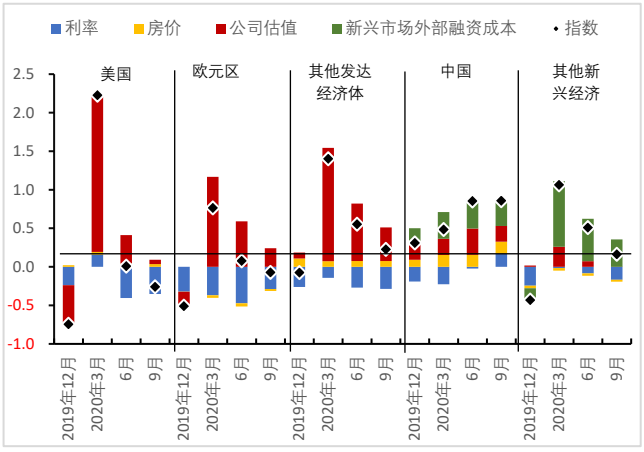
根据 2020 年 4 月和 10 月 IMF 发布的《全球金融稳定报告》，对比发现全球金融脆弱性明显提高。如非金融公司出现高脆弱性的国家数量，在 2020 年 4 月份有 14 个，在全球国家中的比重已经远远超过了 2007-2008 年全球金融危机时期的最大值(见图 10)，表明在疫情暴发前就存在严重的脆弱性。疫情发生后，到了 10 月份，非金融公司出现高脆弱性的国家数量增至 21 个（见图 9）。与此类似的部门还有资产管理机构和国家主

权，疫情发生后其脆弱性都超过了全球金融危机时期的水平。这些正在加剧的脆弱性，正成为经济复苏的潜在阻力。

此外，金融脆弱性的提高，还表现在对低利率和宽流动性的依赖度在提高，一旦宽松货币环境退出，将出现债务违约和资产泡沫破灭的风险。2020 年在持续的政策支持下，全球金融环境趋于宽松。如 3 月份以来，美国、欧元区和其他发达经济体在低利率和股票等风险资产市场复苏的支持下，金融环境进一步宽松；同期，新兴市场经济体（不包括中国）的金融状况总体上也有所缓解，尽管许多国家的外部成本仍高于新冠肺炎疫情发生之前的水平（见图 11）。新兴市场经济体（不包括中国）外部成本的提高，反映了其国内经济活动的恶化。

此轮全球性融资环境的改善，是典型逆周期调控政策的结果，但低利率和宽流动性推动下股市等风险资产的高估值，明显脱节或背离于经济基本面。如果市场认为政策支持将会延续，或者在经济前景恶化时会进一步扩大，当前的风险资产估值可能维持一段时间。但是，如果投资者对政策支持的范围进行重估或者经济复苏推迟，急剧调整的概率会上升。此外，新兴市场经济体融资环境的改善，也部分受益于发达经济体政策的宽松，当外部融资环境收紧时，债务负担加重但经济复苏状况逊于发达经济体的新兴市场国家，面临债务违约风险的高增。

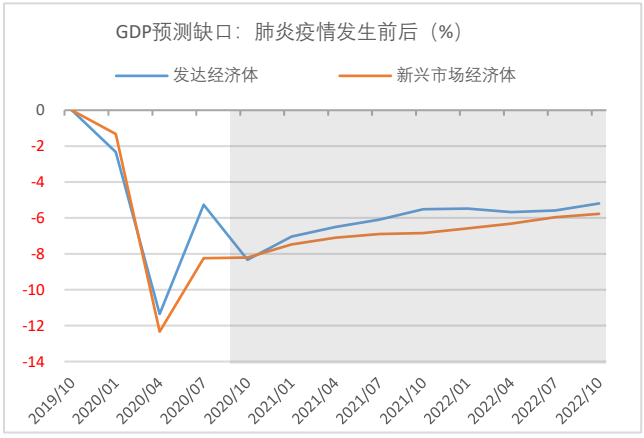
图 11：全球金融条件指数的主要驱动因素



资料来源：IMF，财信研究院

注：纵轴为偏离均值的标准差

图 12：下行情景下新兴市场遭受冲击 2 倍于发达经济体



资料来源：OECD，财信研究院

2、全球分化加剧

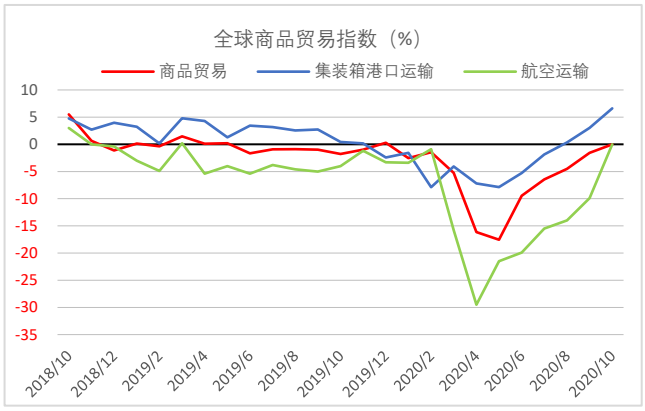
疫情对全球经济和政治格局的影响深远。从经济层面看，不同收入水平国家、不同行业企业和不同社会群体等受疫情影响程度是不一样的。

首先，疫情对新兴市场和发展中经济体的影响要大于发达经济体，这在前文已有详细论述。OECD 在 2020 年 12 月份的报告中也有讨论，疫情发生后发达经济体恢复情况好于新兴市场经济体，即前者与疫情发生之前的负产出缺口要小于后者（见图 12）。

其次，疫情对不同行业企业的影响明显存在不对称性。如对旅游航空、餐饮等劳动

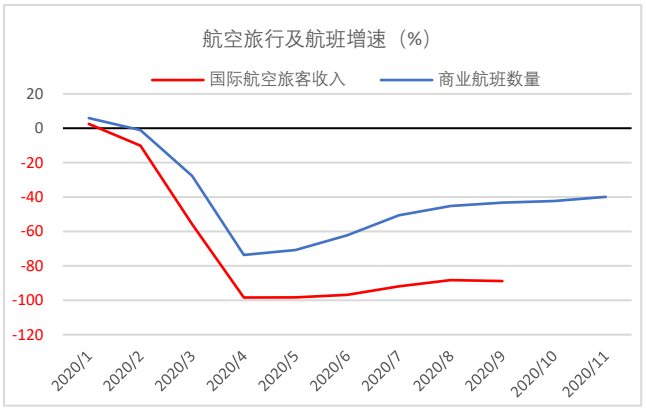
聚集型行业的影响明显大于商品贸易活动（见图 13-14），对竞争力较低企业和中小微企业的影响要大于头部企业和大型企业，预计企业集中度分化将进一步加剧，尤其是数字科技推动下这一趋势将大概率加速（见图 15-16）。

图 13：全球商品贸易恢复较快



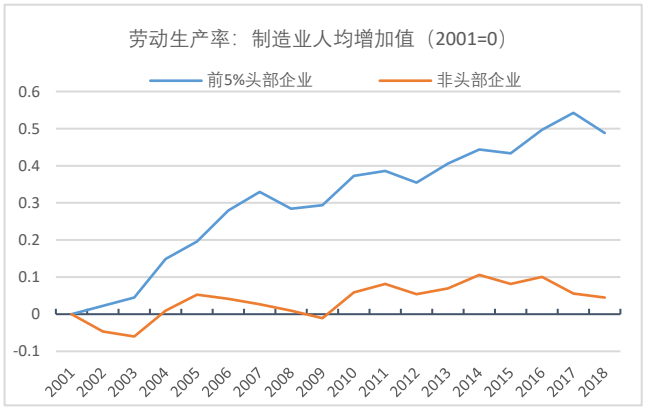
资料来源：OECD，财信研究院

图 14：航空旅游和航班数量恢复较慢



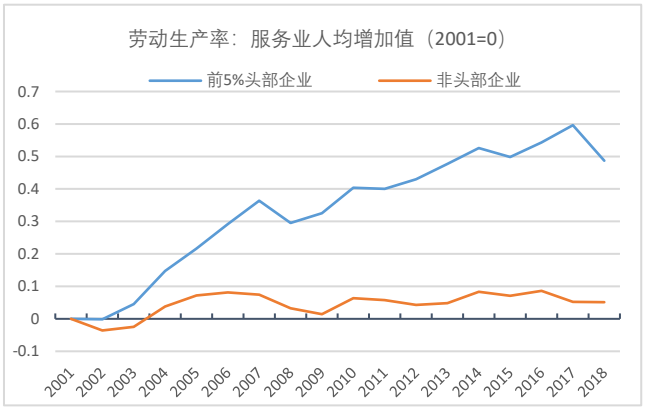
资料来源：OECD，财信研究院

图 15：制造业头部企业与非头部企业的生产率差距拉大



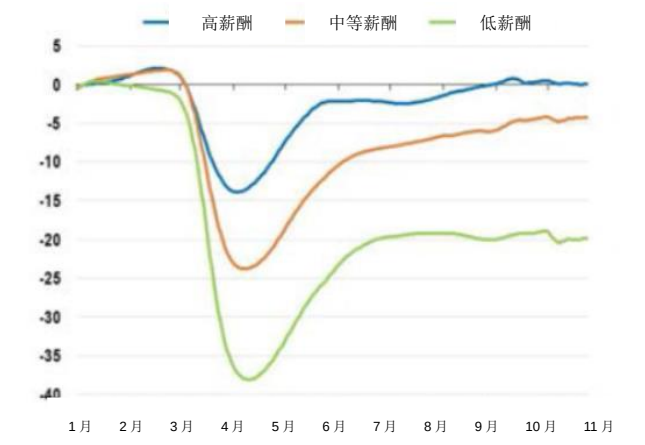
资料来源：OECD，财信研究院

图 16：服务业头部企业与非头部企业的生产率差距拉大



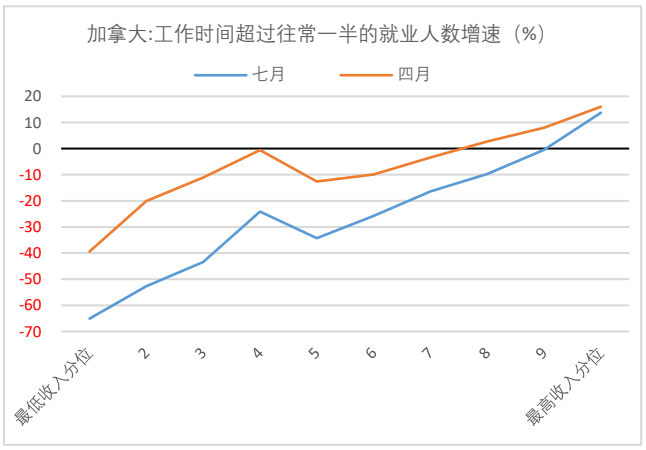
资料来源：OECD，财信研究院

图 17：美国高薪酬阶层就业率明显好于中低薪酬阶层



资料来源：OECD，财信研究院

图 18：疫情使低收入阶层工作小时数低于高收入阶层



资料来源：OECD，财信研究院

最后，疫情对低收入社会群体的影响大于高收入群体，贫富差距不降反升，进一步加深了逆全球化、民粹主义抬头等现象的根源性成因。由于低薪酬和低收入阶层主要在

劳动聚集型行业就业，因此疫情发生后，其受到的冲击首当其冲也最大，就业时间和人数增速也远低于高薪酬和高收入阶层（见图 17-18），社会的贫富差距扩大。逆周期积极货币政策和财政政策的推出是必要的，但其效果只能起到缓解而不是解决收入差距扩大问题，与此相反，发达经济体开启“印钞机”导致资产价格大幅上涨，使拥有资本和金融资产的富有阶层受益更多，其财富水平不降反升。如据美联储（FED）发布的美国 2020 年上半年财富状况数据，美国最富 50 人财富总和在疫情期间增长了 3390 亿美元，达到约 2 万亿美元，几乎与财富金字塔底端 50%人口的财富总和（净资产 2.08 万亿美元）持平；2020 年 6 月美国最富有 1%人群拥有美国财富的 30.5%，高于 1989 年末的 23.7%，收入后 50%人群所占份额从 3.6%降至 1.9%。因此疫情加剧了全球贫富差距和社会分化趋势，全球面临在效率和公平之间做出向后者适当倾斜的艰难抉择。

专栏一：预计美元指数中枢整体降低，呈前低后高走势

美元指数是综合反映美元在国际外汇市场汇率情况的指标，用来衡量美元对一揽子货币的汇率变化程度。它通过计算美元对选定的一揽子货币的综合变化率，来衡量美元的强弱程度。其计算原则是以全球各主要国家与美国之间的贸易结算量为基础，以加权的方式计算出美元的整体强弱程度，并以 100 点为强弱分界线。

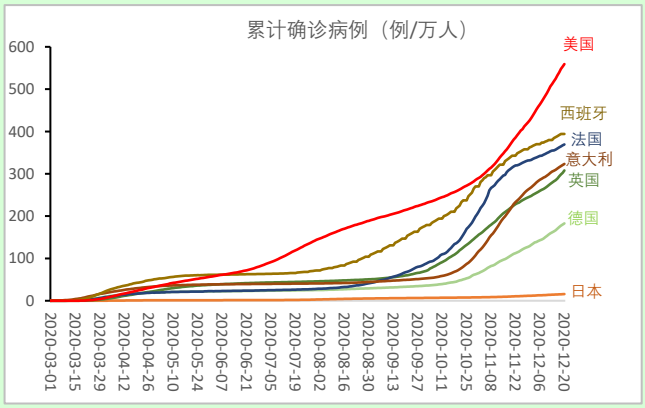
美元指数有两组：一组由美国洲际交易所（Intercontinental Exchange，简称 ICE）发布。另一组是由美联储计算发布的美元指数。本专栏讨论的美元指数，是指 ICE 美元指数。该指数的货币篮子，是根据 1973 年美国与其他国家之间的贸易情况，由美元兑德国马克、日元、英镑、加拿大元、法国法郎、意大利里拉、瑞典克朗、瑞士法郎等 10 种货币的汇率加权平均而成。在 1999 年 1 月 1 日欧元推出后，货币篮子从 10 个国家减少为 6 个国家，币别指数权重分别为：欧元 57.6%、日元 13.6%、英镑 11.9%、加拿大元 9.1%、瑞典克朗 4.2%、瑞士法郎 3.6%。该指数在中长期内主要受美国及相关各国经济基本面如 GDP、通货膨胀、利率、流动性等相对变化的影响。指数上升表示美元升值走强，反之则相反。

2020 年美元指数中枢水平从上年的 97.4 降至 95.9 左右，年底时更是在 90 附近震荡。美元为何贬值，2021 年又将如何演绎。在疫情大流行的特殊年份里，我们在四因素框架即疫情防控成效、流动性投放量、是否为避险货币、名义 GDP 全球占比来分析美元走势。在疫情防控成效方面，虽然美国和欧元区都是全球疫情中心，但无论从疫情确诊病例数量（见图 1）还是从累计确诊病例占总人口比重（见图 19）看，美国防控成效明显差于欧元区和日本，无疑不利于增强对美元的信心。在流动性投放量方面，美欧日央行都加大了逆周期调控力度，但美联储力度居首。截止 2020 年 11 月份，美联储资产规模是 2019 年 12 月的 172%，同期欧、日央行分别为 147%和 123%。美元大量投放，但经济负增长，明显稀释了美元的内在价值，且对新兴市场和发展中经济体产生明显的溢出效应，降低了全球投资者对美元的信心。在是否为避险货币方面，疫情冲击下全球不确定性增多，对避险货币美元的需求是增加的，这也是 2020 年 3 月份美元突破 100 大关的重要原因之一。在名义 GDP 全球占比方面，根据历史规律，如果美国占比提高，那

么美元升值（见图 20）。根据 IMF 和美联储的预测数据，测算得出 2020 年美国占比是上升的，应该是有利于美元升值。综上，导致 2020 年美元贬值的主要原因，是美国疫情防控成效差和流动性投放过多所致，抵消了美元上升动力。

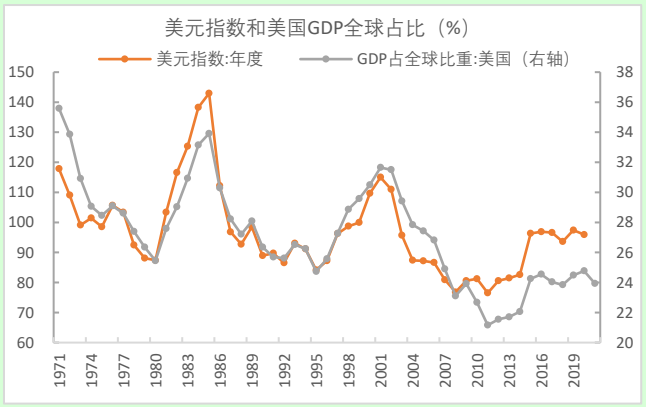
展望 2021 年，主导美元指数演变的逻辑依然不变，预计美元中枢水平降低，呈先贬后升走势概率偏大。一是支撑 2020 年美元升值的两个因素，即避险需求和美国名义 GDP 全球占比，在 2021 年都不利于美元升值。因为 2021 年疫苗接种人群扩大后全球疫情防控形势大概率好于 2020 年，疫情冲击的不确定性降低，对美元的避险需求下降；与此同时，根据 IMF 和美联储的预测数据，美国经济规模全球占比是下降的，预示美元指数中枢将有所降低。二是流动性投放方面，根据美联储、欧央行和日本央行的公开信息，三个经济体量宽政策依然会持续，不会很快退出，预示 2021 年在提振货币内在价值的信心方面美元不占优。三是疫情防控成效可能对美元形成支撑，预计事件节点出现在下半年。因为根据本报告第一部分的分析，美国大概率在下半年向正常状态过渡，加上前期大规模货币财政政策刺激效果的显现，预计美国经济复苏程度将好于欧元区和日本，对美元形成支撑。

图 19：美国疫情防控效果差于欧日



资料来源：WIND，财信研究院

图 20：预计 2021 年美国 GDP 全球占比下降



资料来源：IMF，财信研究院

二、中国宏观经济形势：常态化回归途中

（一）如何分析和评价经济是否回归常态化

低基数效应下，2021 年国内经济增长读数偏高、走势前高后低已成为市场共识，但政策退潮后，剔除基数效应的经济增速能否达到疫前常态水平，市场并未做过多讨论，而这正是判断经济好与不好的关键，也是 2021 年宏观经济预判的难点。我们认为判断经济是否回归常态有以下三个要点：

一是剔除基数效应还原经济运行真实形态，用 2020-2021 两年复合平均增速，来表示 2021 年剔除基数效应后的真实经济增速水平；二是制定参考系，选择未发生疫情的潜在经济增速水平，作为常态水平的参考标准，根据央行 2019 年的测算结果（详见论文《中国潜在产出的综合测算及其政策含义》），2021 年国内潜在经济增速水平在 5.7%左右；三是构建评判标准，鉴于疫情对劳动生产率的损害，若两年复合平均增速高于或

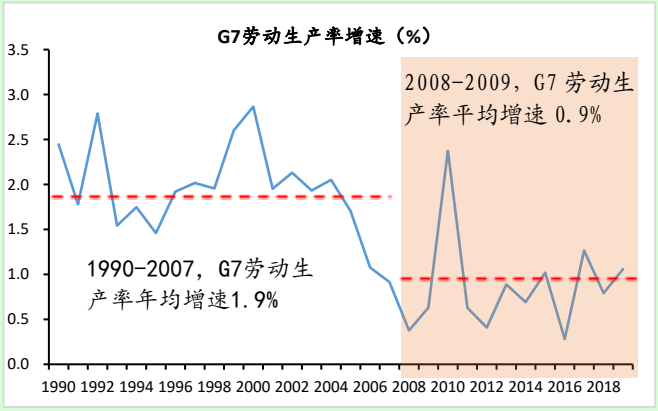
略低于潜在经济增速，均可视为经济已恢复至常态水平，反之则相反。

从经济增长动能看，2020 年是典型的“低内生增长+强政策刺激”组合，即为打破疫情危机后内生动能持续下降带来的经济负循环效应（见专栏 2），当年财政货币两大政策发动机同时启动，使疫后国内经济内生动能呈缓慢恢复态势。展望 2021 年，经济内生动能修复和政策退出节奏是宏观经济运行的两大主线，“政策动能弱化+内生动能增强”组合下，内生动能修复程度是决定经济能否回归常态水平的关键。因此，下文我们重点关注制造业、消费、出口等内生动能的恢复情况，尤其对它们能否回归疫前常态水平作出回答。

专栏二：为何每次危机后劳动生产率会下降

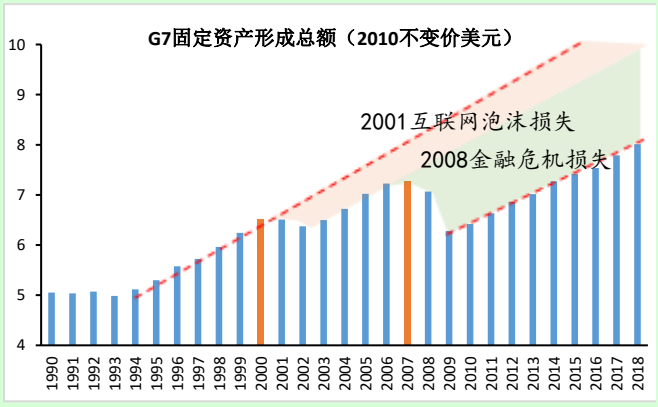
从历史经验看，危机不仅会引发经济短期休克，还会造成劳动生产率下降，影响经济体长期增长动能。如 1990-2007 年期间，G7 国家劳动生产率年均增速为 1.9%，2008 年金融危机发生后，G7 国家劳动生产率增速中枢降至 0.9%，尽管在政策刺激下出现短暂反弹，但随后迅速回落至低位（见图 21）。

图 21：2008 金融危机后发达经济体劳动生产率滑坡



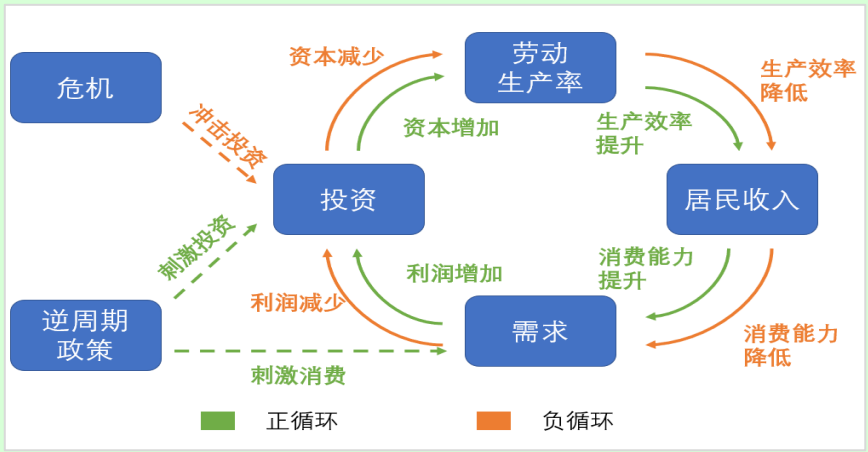
资料来源：OECD，财信研究院

图 22：危机致固定资产形成总额“下台阶”



资料来源：OECD，财信研究院

图 23：经济“负循环”与“正循环”



资料来源：财信研究院

为何劳动生产率增速难以回到危机前的水平，主要原因在于危机后固定资产投资大

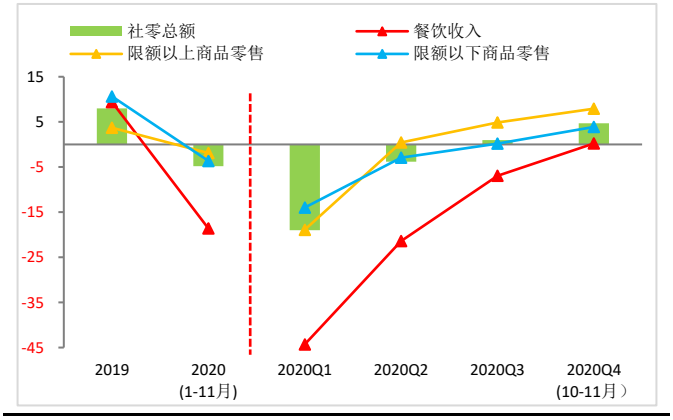
幅减少，导致固定资本形成总额，即资本生产要素增量永久性损失，经济增长动能下降。如 2001 年互联网泡沫破裂，G7 国家用了 4 年时间，固定资产形成总额才恢复至危机前水平，2008 年金融危机则用了 8 年（见图 22），且在经济重回正轨后资本存量增速不会加快，危机期间形成的资本缺口将永久性存在。根据经济增长模型，资本要素投入的减少将降低单位劳动力可使用的资本，进而引发劳动生产率下降。同时劳动生产率的减少将进一步引起居民收入下降，消费需求下降，进而引发投资减少，经济陷入“负循环”（见图 23）。

刺激投资或刺激消费的逆周期政策能够短期打破危机后的经济“负循环”，但难以改变经济内生动能的减缓。在短期刺激政策作用下，消费、投资得到提振，经济增速和劳动生产率增速重回较高水平，但刺激政策提供的外生动能不可持续，会随着政策的退出而消失。且政策刺激下投资集中于少数产业，如基建、房地产，边际收益递减效应明显，对劳动生产率长期提升作用有限，内生动能不足问题仍未解决，经济“正循环”在政策退出后难以延续。因此，在逆周期调控过程中还应兼顾向经济体中注入中长期经济结构转型动力，提高科技创新等未来生产力和供给能力。

（二）消费：全年读数偏高，但恢复至常态水平有难度

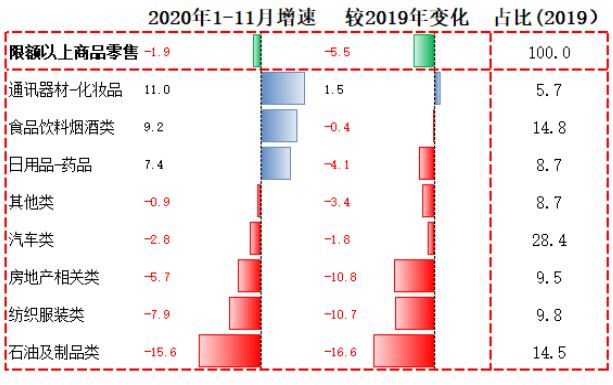
2020 年 1-11 月份社会消费品零售总额（简称社零，下同）同比下降 4.8%，是三大需求中唯一负增长的部门；从 11 月当月增速看，社零同比增长 5.0%，距离疫前常态水平仍有近 3 个百分点的修复空间。**从内部结构看，疫后消费恢复持续偏慢，制约因素主要有三：一是**疫情未退、居民担忧情绪犹存，餐饮收入大幅下滑对社零形成重大拖累（见图 24）；**二是**疫情对低收入群体的冲击更大，导致占社零比重超过 50%的限额以下商品零售，恢复速度持续慢于限额以上（见图 24）；**三是**从限额以上商品类型看，石油及制品类、纺织服装类和房地产相关类消费是主要拖累项，三者合计导致限上商品零售增速下降约 3.5 个百分点（见图 25）。

图 24: 餐饮收入与限下商品零售是消费修复偏慢的主因



资料来源：WIND，财信研究院

图 25：限额以上商品零售累计增速及变化（%）



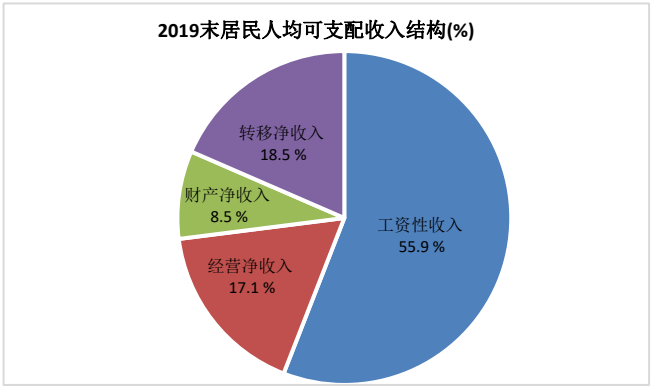
资料来源：WIND，财信研究院

展望 2021 年，在基数较低、服务业回暖、居民收入改善和政策刺激加码等因素的共同支撑下，消费读数整体偏高、修复空间最大无悬念；但疫后居民就业、收入修复是一个缓慢的过程，且贫富分化、房地产挤占等长期因素对边际消费倾向的制约作用有所

增强，全年消费大概率难以恢复至疫前常态水平。预计 2021 年社零同比增长 12%左右，2020-2021 两年复合平均增速约增长 4%左右，低于 2019 年增速 4 个百分点。具体看：

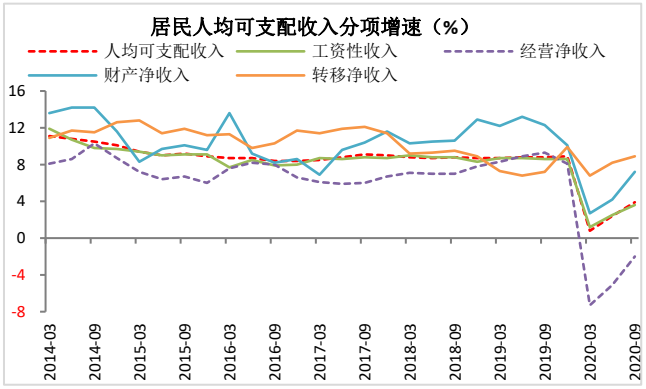
一是疫后中小微企业受损严重，居民收入全面修复尚需时日，对消费形成主要制约。收入是决定消费的最根本因素，从居民可支配收入构成看，工资性收入和经营净收入合计占比超七成，且 2014 年以来两者增速长期低于整体增速，是居民收入和消费出现趋势性下降的主因（见图 26-27）。工资性收入主要依赖于居民就业情况，目前 80%以上的就业岗位由中小微企业提供，同时经营性收入主要来源于个体经营户（包括在中小微企业中），因此中小微企业恢复情况将决定收入和消费的向上修复空间。

图 26：居民人均可支配收入结构（%）



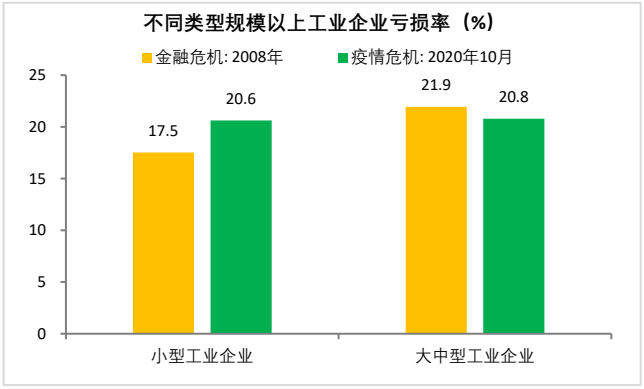
资料来源：WIND，财信研究院

图 27：居民人均可支配收入分项增速（%）



资料来源：WIND，财信研究院

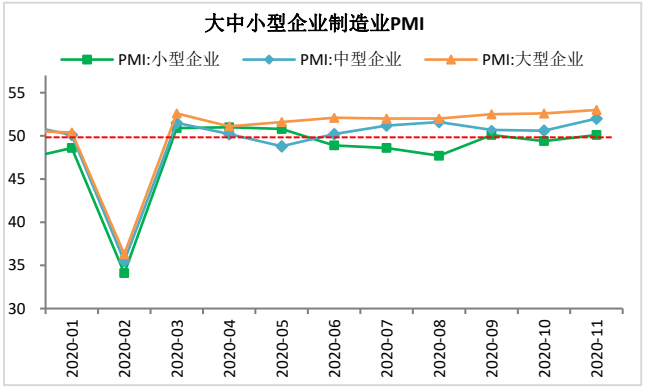
图 28：不同类型规模以上工业企业亏损率（%）



资料来源：WIND，财信研究院

注：亏损率=亏损企业单位数/总单位数

图 29：大中小型企业制造业 PMI

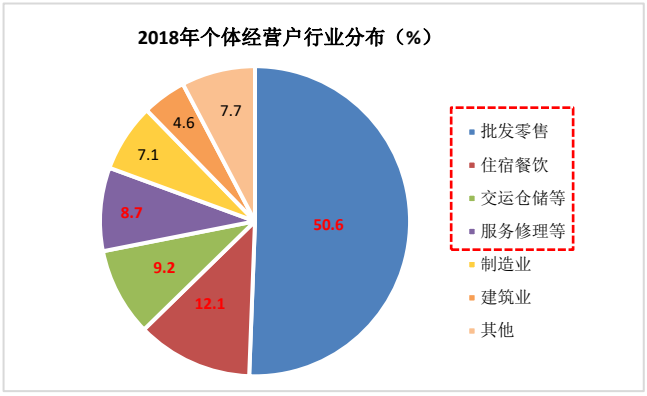


资料来源：WIND，财信研究院

目前来看，疫后中小微企业亏损面扩大、恢复情况滞后于大型企业，个体经营户投资萎缩较多，均预示着收入与消费全面恢复或道阻且长。如截止 2020 年 10 月份，小型和大中型规模以上工业企业亏损率分别升至 20.6%和 20.8%，前者超出金融危机期间 3.1 个百分点，后者仍低于金融危机期间 1.1 个百分点（见图 28）；从制造业 PMI 看，大型企业＞中型企业＞小型企业的分化特征明显，且在疫后国内经济持续修复的背景下，小型企业 PMI 连续数月处于荣枯线下方，表明其面临的困难依旧较大（见图 29）。此外，国内 80%以上的个体经营户分布在批发零售、住宿餐饮、交运、服务修理等服务业，但

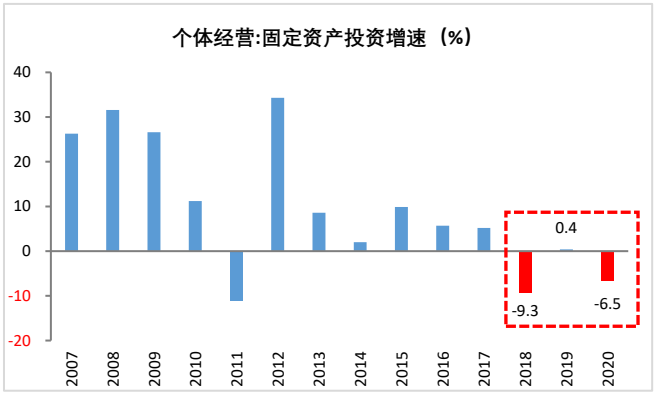
上述行业受疫情冲击尤为严重，导致个体经营投资在连续低迷两年的基础上，今年再度萎缩 6.5%（见图 30-31）。个体经营户大量退出市场，将对居民就业和收入带来严重冲击，如 2014 年以来国内个体经营投资逐渐步入低增长时代，同期服务业 PMI 就业指数便长期处于荣枯线下方，城镇居民工资性收入增速亦持续下滑（见图 32）。

图 30：2018 年个体经营户行业分布（%）



资料来源：WIND，财信研究院

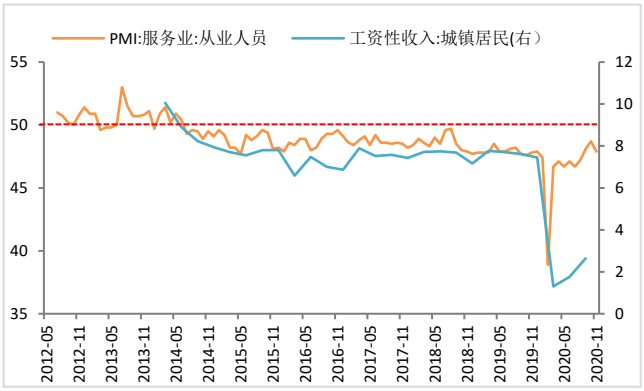
图 31：个体经营固定资产投资增速（%）



资料来源：WIND，财信研究院

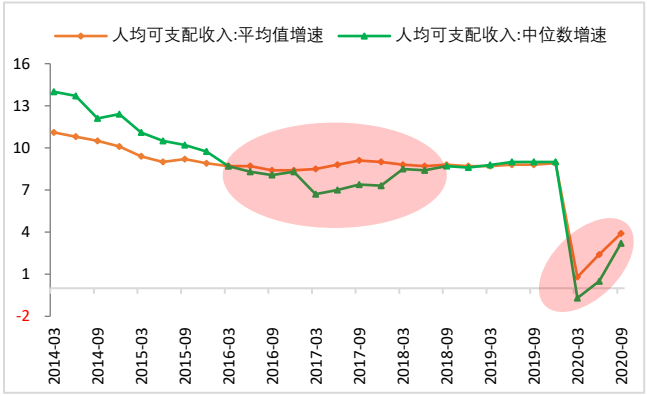
注：2020 年值为截至 11 月份数据

图 32：服务业 PMI 从业人员指数与工资性收入增速



资料来源：WIND，财信研究院

图 33：人均可支配收入中位数增速慢于平均值增速



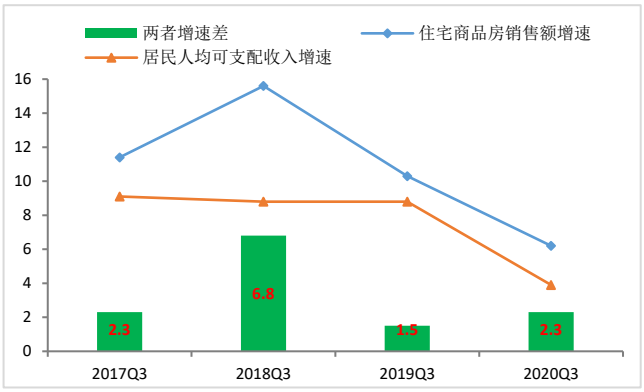
资料来源：WIND，财信研究院

二是疫后收入差距拉大、房地产挤占效应增强，2021 年边际消费倾向回升至疫前水平有难度。根据凯恩斯消费理论，边际消费倾向（消费占收入比重）也是影响消费的重要原因。主流经济学理论认为，收入差距是影响边际消费倾向的主因；同时我国居民消费支出中不包括因购房支出，房地产的挤占效应也会对边际消费倾向产生重要影响。

2020 年疫情冲击下，居民收入差距明显拉大，加上房地产恢复更快对消费的挤占效应有所增强，导致居民边际消费倾向下降较多，2021 年要完全修复至疫情水平或较为困难。**一方面，**今年疫情封锁与货币宽松，均对提高资本要素收入更有利，导致主要依靠劳动获得报酬的低收入群体，与拥有更多资产的高收入群体之间的收入差距明显拉大，如 2020 年前三季度居民可支配收入中位数增速要明显慢于平均数增速（见图 33）。同时历史经验表明，收入差距的修复非短期可完成，如 2016-2018 年居民可支配收入中位数与平均数增速差由负转正花费了近三年的时间（见图 33）；**另一方面，**受益于疫后流动

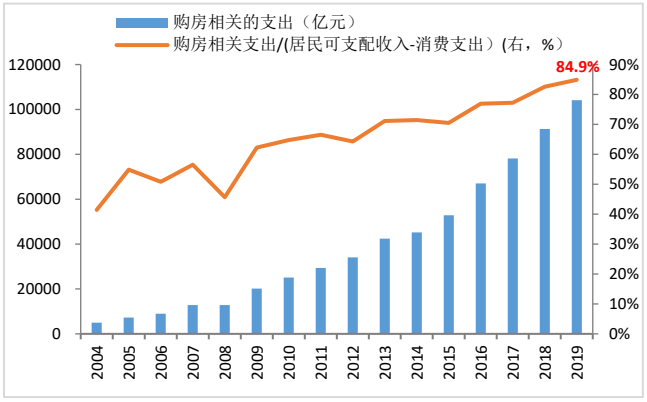
性充裕、部分地区房价上涨较多，居民用于购房的支出增速明显快于收入增速，且两者增速差进一步扩大（见图 34），表明房地产对消费的挤占作用有所增强。根据我们的测算，目前城镇居民购房相关支出占当期收入结余（即城镇居民可支配收入减去消费支出）的比重已超过 80%（见图 35），意味着剔除购房支出后，居民能用于扩大消费的资金已非常有限，购房支出对边际消费倾向的抑制作用或持续偏强。

图 34：房地产销售增速与居民收入增速之差扩大



资料来源：WIND，财信研究院

图 35：居民购房支出负担已偏重



资料来源：WIND，财信研究院

三是预计 2021 年短期性促消费政策大概率温和。短期促消费政策虽有利于提振当期消费，但也会透支未来的消费潜力。从跨周期设计角度看，2021 年大幅加码短期促消费政策的必要性并不强，因为 2021 年国内经济增速并不低，稳增长压力要明显小于 2020 年和 2022 年。因此，预计 2021 年短期性促消费政策全面铺开的概率较小，政策主要对 2020 年修复偏慢的消费行业提供一些支持，如服务业消费、房地产相关消费和汽车消费等。预计 2021 年服务消费（餐饮、酒店、旅游、交运等）、房地产相关消费（家电、家具、建材）同比增速或超过 15%；汽车消费增速也有望回升至 5%以上。

（三）投资：制造业接棒基建地产，投资常态化运行可期

2020 年 1-11 月份固定资产投资同比增长 2.6%，较 2019 年下降 2.8 个百分点。但分季度看，固定资产投资增速呈稳步回升态势，前三季度投资增速分别为-16.1%、3.6%、7.1%，10-11 月 9.6%，三季度当季增速已超过 2019 年全年水平。从结构看，一季度对整体投资拖累大小排序为制造业＞基建＞其他＞房地产，制造业投资受疫情冲击最大；二季度逆周期政策加码，基建和房地产投资对整体投资拉动作用均由负转正，但制造业投资继续拖累整体投资；三季度以来主要投资分项对整体投资的拉动均转正，其中基建和房地产拉动作用趋稳，制造业拉动作用快速回升（见图 36）。因此，2020 年投资拉动动力逐步由基建房地产向制造业转换。

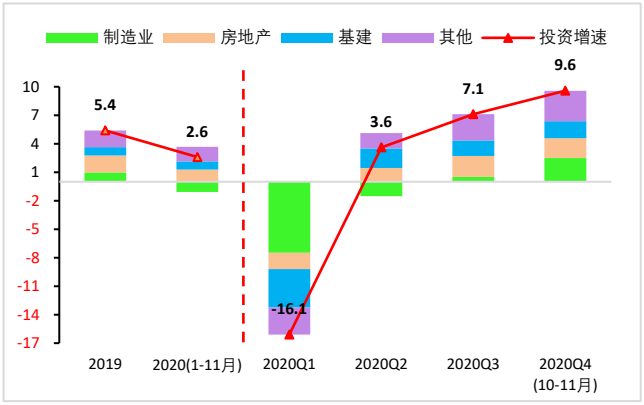
展望 2021 年，制造业投资仍将接棒基建、地产，引领固定资产投资继续常态化运行，低基数效应下投资同比增速呈前高后低走势。

1、制造业：增长动能恢复常态，但预计下半年弱于上半年

2020 年 1-11 月制造业投资同比萎缩 3.5%，较去年下降 6.6 个百分点，是疫情冲击

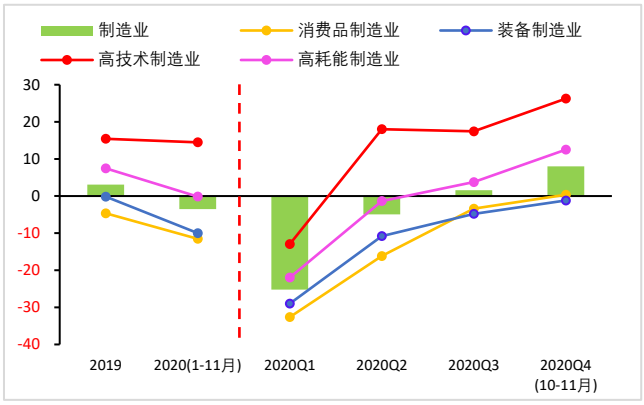
下受损最严重的投资部门。从边际变化看，疫后制造业投资增长动能呈持续增强态势，但内部结构分化较为严重，高技术和高耗能制造业恢复最快，是 2020 年制造业投资边际修复的最重要力量，而剔除高技术的消费品制造业和装备制造业表现较为疲软，四季度增速仍徘徊在零附近，有望成为 2021 年制造业投资向上增长的关键变量（见图 37）。

图 36：不同类别投资对整体投资的拉动情况（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 37：各类制造业投资增速变化情况（%）

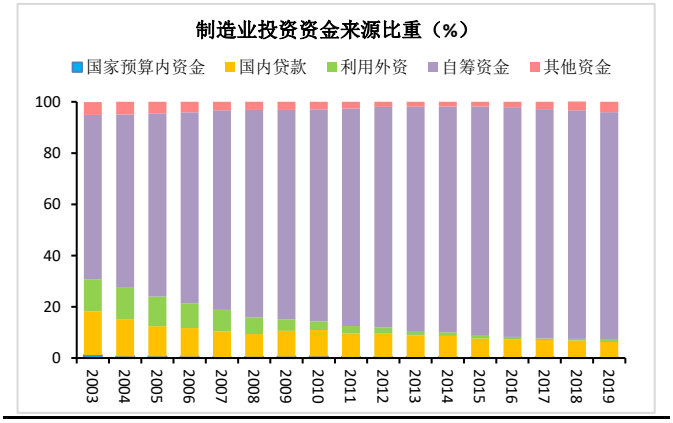


资料来源：WIND，财信研究院

注：图中消费制造业和装备制造业均剔除高技术制造业

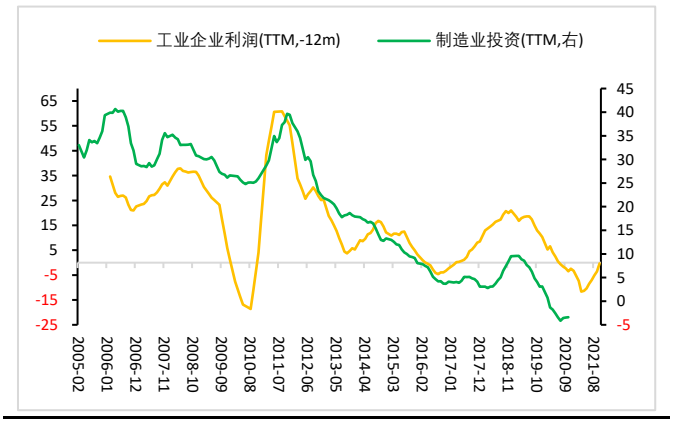
展望 2021 年，在企业盈利改善、内外需共振复苏、技术升级周期启动的叠加影响下，制造业投资增长动能将继续保持强劲，但在消费复苏斜率放缓和海外供需缺口弥合的大背景下，下半年制造业投资增长动能将弱于上半年。预计全年制造业投资有望实现 10%左右的增长，2020-2021 两年复合平均增速在 3.3%左右，略高于 2019 年 3.1%的增速水平，明年制造业投资大概率回归常态。

图 38：近九成的制造业投资资金来源于自筹资金



资料来源：WIND，财信研究院

图 39：工业企业利润领先制造业投资 12 个月左右

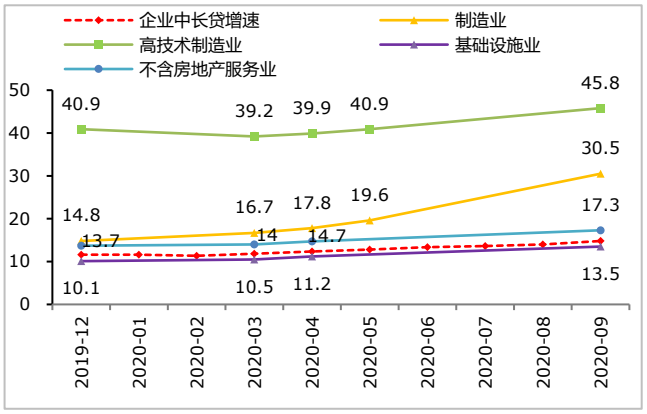


资料来源：WIND，财信研究院

从资金来源看，企业盈利改善叠加信贷支持倾斜力度加大，制造业投资意愿和能力均有望提升。一方面，近九成的制造业投资资金来源于自筹资金（见图 38），而企业自筹资金主要源于企业盈利或者加杠杆行为（非贷款），同时企业盈利是其加杠杆能力和意愿的主要决定因素，因此企业盈利改善将直接驱动制造业企业扩产投资。历史数据显示，工业企业利润领先制造业投资 1 年左右（见图 39），2020 年 5 月份工业企业利润当月同比增速转正以来呈快速上升态势，预计 2021 年 PPI 继续回升将对工业企业利润形

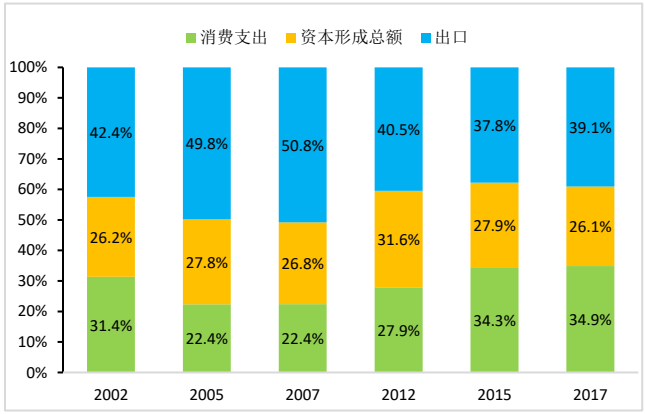
成支撑，均预示着制造业投资增长动能将继续向上修复。**另一方面，**国内贷款是制造业投资的第二大资金来源（见图 38），贷款获取的难易程度也是企业扩产投资的主要影响因素。疫后货币政策的结构性特征更为明显，针对性和直达性增强，2020 年制造业企业获得的信贷资金明显增多，如 1-9 月份制造业中长期贷款增速高达 30.5%，高于 2019 年末 15.7 个百分点（见图 40）。同时根据中央重要会议要求“确保新增金融资金主要流向制造业”、“保持制造业比重基本稳定”，预示 2021 年金融对制造业的支持力度不减，制造业贷款高增格局大概率延续，将对制造业投资形成强有力支撑。

图 40：不同行业中长期贷款余额增速(%)



资料来源：中国人民银行，财信研究院

图 41：我国制造业产品最终使用结构（%）



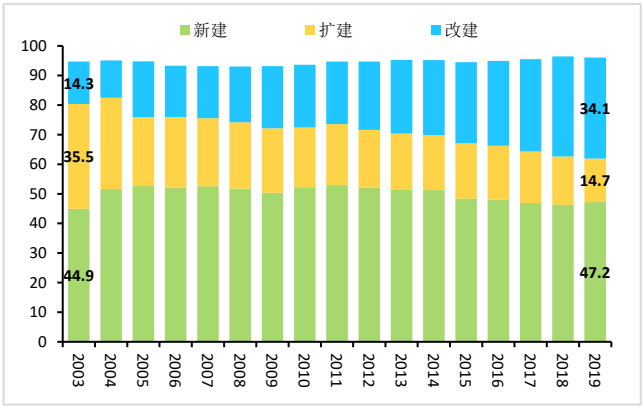
资料来源：历年投入产出表，财信研究院

从需求端看，内外需共振复苏将带动制造业投资中枢上行，但需求改善对制造业的支撑作用下半年或弱于上半年。制造业是国民经济的主要生产部门，其生产的产品，一部分销往国外，对应出口需求；另一部分用于满足国内市场需求，其中下游消费品对应消费需求，原材料和中间产品则与基建和房地产需求相对应，因此出口、消费、投资需求是制造业企业投资的核心决定因素。展望 2021 年，政策缓退坡下预计基建和房地产投资需求回升有限，但国内超七成的制造业最终产品都用于满足出口和消费需求（见图 41），2021 年国内消费向上修复空间较大且出口仍有较强支撑，两者共振复苏将带动制造业投资中枢上行，尤其是当前恢复偏慢的消费品制造业投资或将迎来一轮上涨周期。但从整体需求改善节奏看，出口供给替代效应将随着发达经济体疫苗普及后其产能恢复而逐渐减弱，消费需求受居民就业和收入恢复偏慢影响，回归常态化途中修复斜率也将逐渐放缓，两者共同指向下半年整体需求改善力度将有所走弱，制造业下半年的增长动能大概率弱于上半年。

从结构看，技术升级周期启动将对制造业投资形成中长期支撑。从制造业发展趋势看，改建投资重要性逐年提升，其比重已由 2003 年的 14.3%提高至 2019 年 34.1%，制造业改建投资增速长期高于制造业投资，成为驱动制造业投资上行的重要力量（见图 42-43）。展望未来，在外有压力、内有动力、深化改革的大背景下，2021 年作为“十四五”规划的开局之年，依靠创新促进制造业高质量发展将是经济工作的重点，中央经济工作会议也明确提出“扩大制造业设备更新和技术改造投资”，因此 2021 年技术升级周期有望加速启动，对制造业投资形成长期支撑。预计传统产业数字化、智能化将是本轮

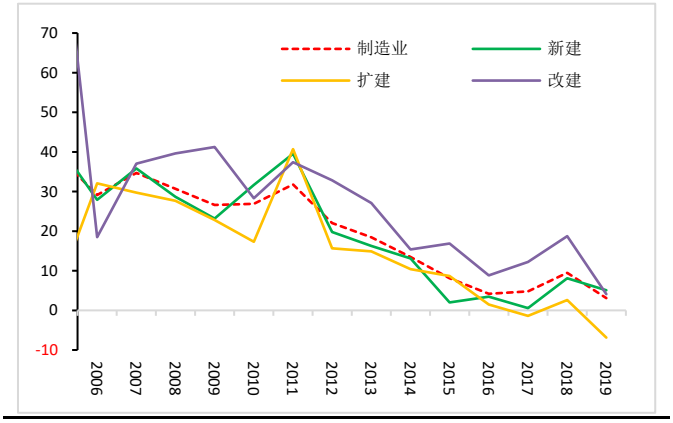
设备更新周期的主要着力点，高技术制造业投资高景气度有望得到延续。

图 42：制造业中改建投资占比呈逐年上升趋势



资料来源：WIND，财信研究院

图 43：改建投资成为驱动制造业投资上行的重要力量



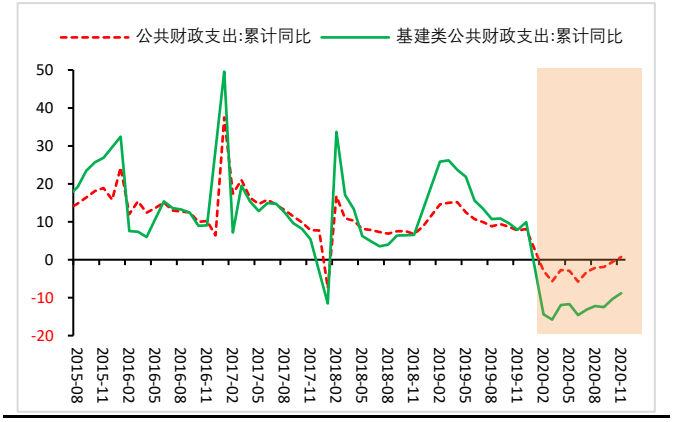
资料来源：WIND，财信研究院

2、基建：资金来源边际趋紧，基建难有大幅回升

为对冲疫情冲击，2020 年财政扩张明显，但基建投资后续表现持续低于预期，1-11 月份全口径基建投资同比增长 3.3%，与 2019 年水平基本相当。我们认为财政和基建相关性下降的原因有三：

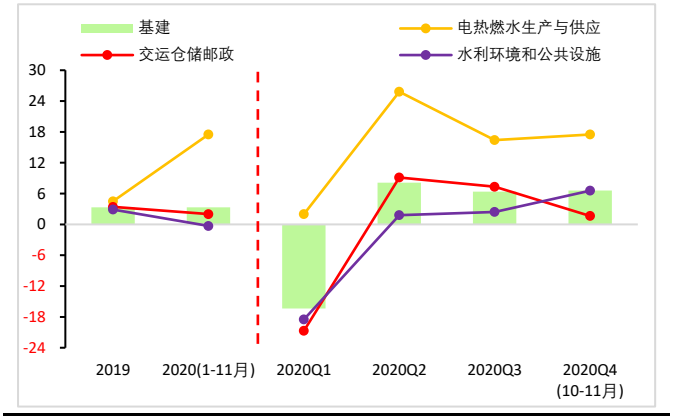
一是公共财政对基建的支持力度不及预期。2020 年 1-11 月基建类公共财政支出累计下降 8.8%，低于整体财政支出增速 9.5 个百分点（见图 44），基建类财政支出比重也由 2019 年的 28%降至 2020 年 1-11 月份的 24.8%，公共财政对基建的支持力度不增反降。如受一般公共预算中城乡社区支出大幅压降影响，1-11 月水利及公共设施管理业累计增速尚未转正，与疫后电力、热力、燃气及水的生产和供应业的持续高增长形成鲜明对比（见图 45）。

图 44：疫后基建类财政支出增速持续低迷



资料来源：WIND，财信研究院

图 45：分行业基建投资增速（%）



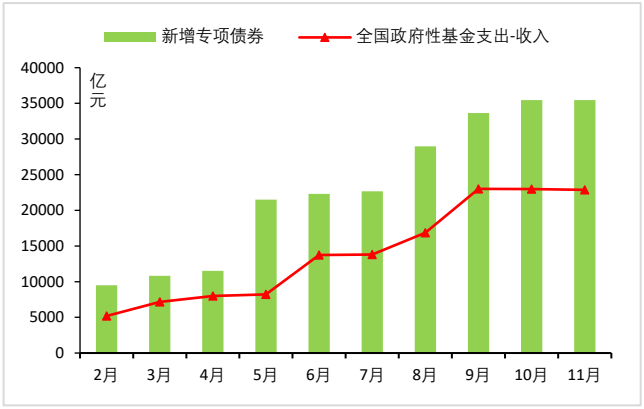
资料来源：WIND，财信研究院

二是优质项目缺乏叠加地方财政紧约束，专项债资金使用进度偏慢。由于专项债发行使用纳入到政府性基金预算管理，即新增专项债券用来弥补政府性基金预算赤字，因此两者差值可以在一定程度上反映出新增专项债券的投入使用情况。2020 年 1-11 月全国政府性基金预算赤字为 2.30 万亿，而同期专项债券发行额 3.55 万亿元，表明至少有

1.25 万亿元的新增专项债券尚未投入使用（见图 46）。资金迟迟不能投入使用的主要原因在于缺乏优质项目与之对接，另外财政支出紧约束也是财政资金闲置的原因之一。

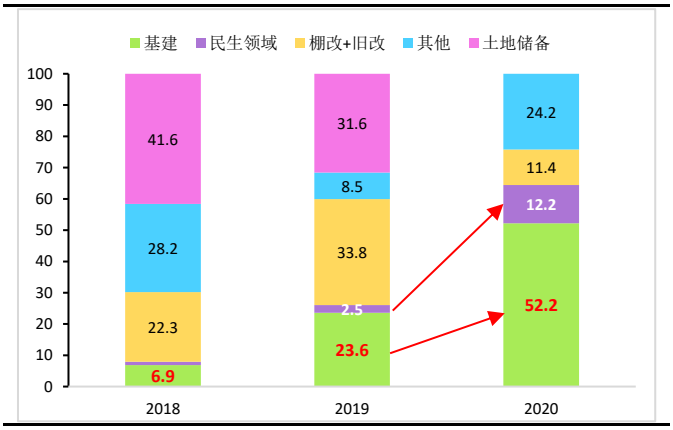
三是专项债券分流作用显著，其投向基建的比重低于 2020 年初预期。据测算，2020 年 1-11 月基建类专项债券发行占比在 52.2%左右，远低于年初专项债券全部投向基建的普遍预期，专项债券分流效应显著，原因有二：一是随着限制政策放开，棚改专项债于 7 月份起恢复发行，占比虽较往年大幅降低，但仍分流了约 11.4%的专项债资金；二是教育、医疗等民生领域专项债券发行规模大幅提高，由 2019 年的 2.5%提高至 12.2%，对基建投资资金形成一定挤占。此外，2020 年未明确具体用途的专项债发行比重由 2019 年的 8.5%提高至 24.2%，或与地方项目储备不足有关（见图 47）。

图 46: 今年政府性基金赤字持续低于新增专项债券规模



资料来源：WIND，财信研究院

图 47：专项债券投向结构（%）



资料来源：WIND，财信研究院

展望 2021 年，随着经济恢复动能由“逆周期”切换至“顺周期”，经济增长通过基建拉动的必要性降低，且基建资金仍面临优质项目缺乏和财政严监管的双重约束，基建投资增速大概率低位运行，预计与 2019 和 2020 年相当。

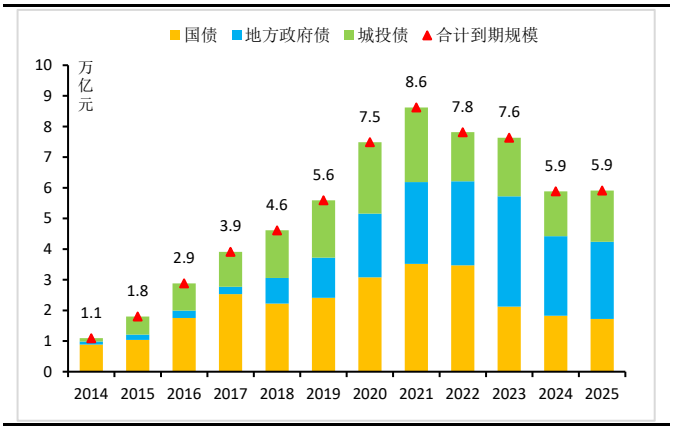
一是财政扩张边际放缓，基建资金来源面临“量”的收缩。随着国内经济内生动能的持续修复，2021 年财政政策已从“更加积极有为、注重实效”转为“提质增效、更可持续”，预计 2021 年财政赤字率和专项债发行规模都将有所降低，基建投资资金来源面临“量”的收缩。

二是地方优质基建项目缺乏，专项债资金使用效率难以大幅提升。与一般债不同，专项债要求项目收益与融资自求平衡，即项目收益能够偿还债券本息。但基建本身的公益属性，决定了大多数地方基建项目都难以触及专项债项目门槛。同时为对冲疫情冲击，2020 年已有大量基建项目开工启动，后续优质项目缺乏的问题可能进一步凸显，基建项目的扩张或面临一定制约，专项债资金使用效率大幅提升的概率不高。

三是偿债高峰来临叠加隐性负债风险提高，2021 年财政监管政策或边际趋严。一方面，2021 年财政将迎来新一轮偿债高峰期。根据 WIND 数据，2021 年国债、地方政府债、城投债三项合计到期规模高达 8.6 万亿元，较 2020 年大幅提高 1.1 万亿元（见图 48），偿债压力增加，财政支出紧约束或难以放松。**另一方面，**疫情冲击下地方隐性债

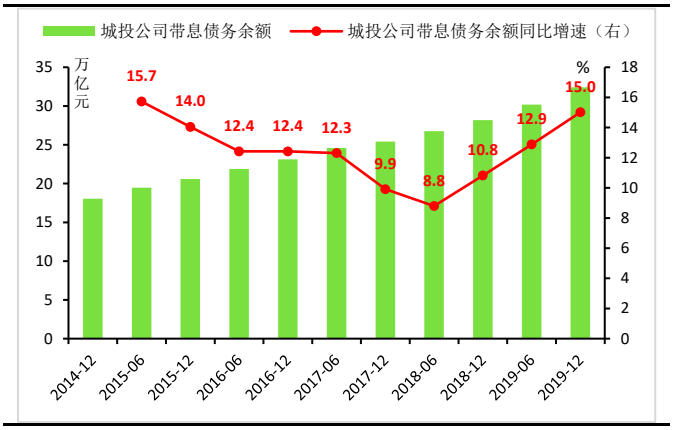
务风险有所提高，如截止到 2020 年上半年，地方融资平台带息债务余额扩大至近 45 万亿元，较 2019 年末增加 2.7 万亿元。若按可比口径计算（剔除未连续公布财务数据的城投公司），2020 年上半年城投公司债务同比增速高达 15%，创下 2015 年以来的次高点（见图 49）。在隐形债务风险上升的情况下，2021 年财政监管政策可能会相对严格。

图 48：2021 年政府债券将迎来偿债高峰



资料来源：WIND，财信研究院

图 49：城投公司带息负债余额规模与增速

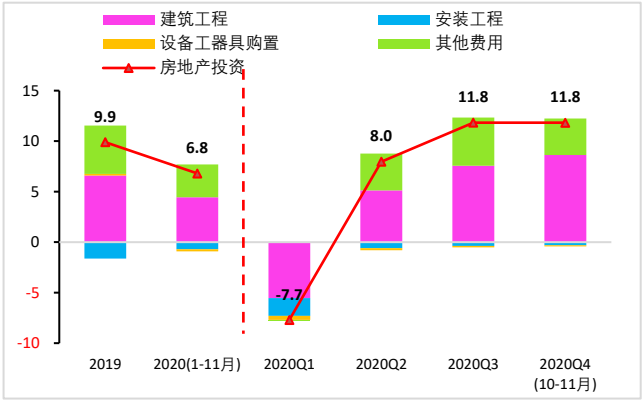


资料来源：WIND，财信研究院

3、房地产：监管趋严 VS 竣工周期，房地产投资稳中趋缓

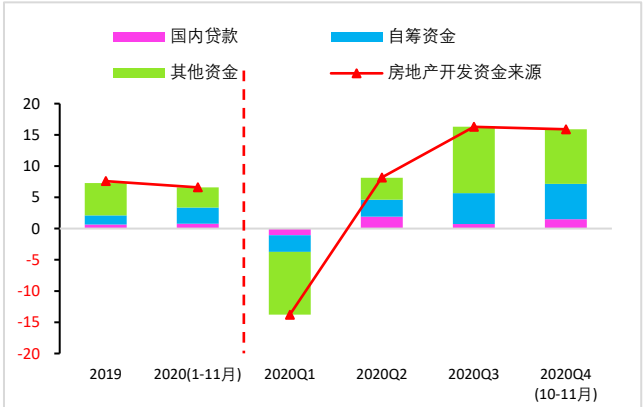
房地产是疫后国民经济恢复最快的部门，2020 年下半年房地产投资增速高达 11.8%，高于 2019 年全年增速 1.9 个百分点，已恢复至疫前水平。从结构看，疫后房地产投资高增长是建筑工程投资和土地购置费（包括在“其他费用”中）共同驱动的，但受房地产监管政策趋严影响，四季度土地购置费对房地产拉动作用减弱（见图 50）。从融资端看，疫后融资环境较为宽松，2020 年二季度国内贷款、自筹资金、其他资金对房地产资金来源都有较强拉动；下半年以来融资环境趋紧，国内贷款作用明显下降，房地产投资对自筹资金、其他资金（销售回款）的依赖明显加强（见图 51）。

图 50：各分项对房地产投资拉动作用（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 51：各类资金对房地产资金来源的拉动作用（%）



资料来源：WIND，财信研究院

展望 2021 年，在房地产政策边际趋严、房企融资“三道红线”、市场流动性边际趋紧的背景下，房地产投资增速大概率有所下降，但竣工端修复的支撑作用较强，房地产全年增速大概率稳中趋缓，预计全年约增长 6%。2020-2021 年平均增速在 6.5%左右，

虽然低于 2019 年水平，但与 2015-2019 年平均水平相当，符合房地产投资周期性变化规律，增速水平仍处在常态化运行区间。

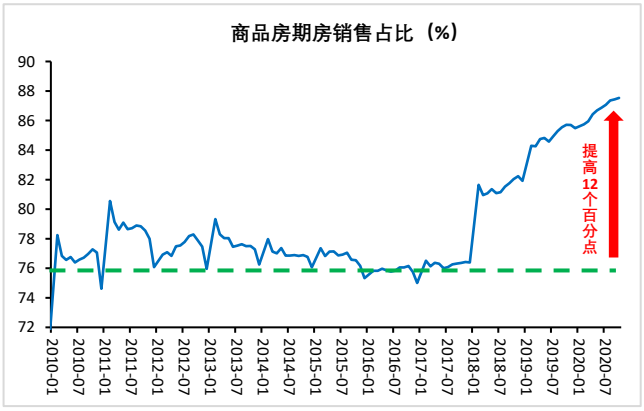
一是房企融资“三条红线”和货币环境边际趋紧，2021 年房地产融资压力大概率有所增加。一方面，2020 年 11 月份以来多部门密集发声重申坚持“房住不炒”定位，同时强调“实施房地产金融审慎管理制度”和“时刻绷紧房地产市场调控这根弦”（见表 4），都指向房地产融资管控将延续，融资压力将有所增加。**另一方面，**历史经验显示，房地产投资与资金成本和流动性充裕程度密切相关。在货币政策宽松期间，金融环境较为友好，表现为资金价格较低、流动性充裕，房地产投资增速提高，反之则相反。展望 2021 年，随着国内经济内生动能增强，政策缓退坡，政策“防风险”权重料将上升，房地产融资环境大概率边际收紧。

表 4：2020 年年末房地产政策表述

时间	文件/会议	内容
11-3	十四五规划建议稿	坚持**房子是用来住的、不是用来炒的**定位，租购并举、因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
11-26	央行三季度货币政策执行报告	牢牢坚持**房子是用来住的、不是用来炒的**定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产金融**政策的连续性、一致性、稳定性**，实施好**房地产金融审慎管理制度**。
12-3	韩正住建部座谈会	要牢牢坚持**房子是用来住的、不是用来炒的**定位，不把房地产作为短期刺激经济的手段，**时刻绷紧房地产市场调控这根弦**，从实际出发不断完善政策工具箱，推动房地产市场平稳健康发展。
12-11	中共中央政治局会议	促进房地产市场平稳健康发展
12-18	中央经济工作会议	要坚持**房子是用来住的、不是用来炒的**定位，**因地制宜、多策并举**，促进房地产市场平稳健康发展。

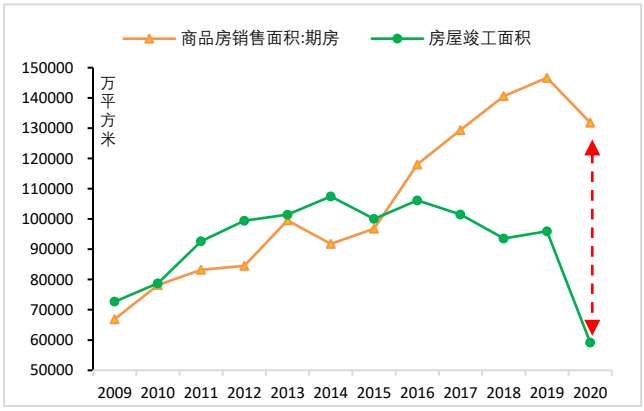
资料来源：公开资料整理，财信研究院

图 52：2017 年以来商品房期房销售比重逐年提高



资料来源：WIND，财信研究院

图 53：房地产期房销售与竣工面积差值逐年扩大



资料来源：WIND，财信研究院

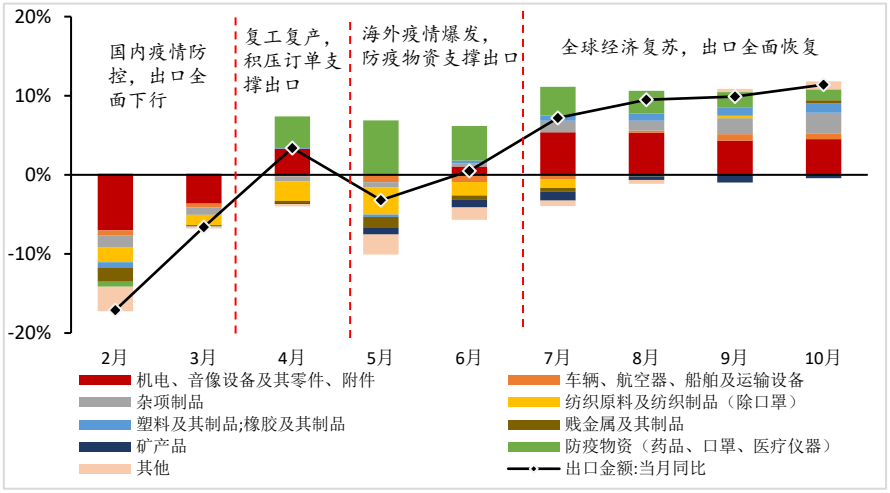
二是竣工端的持续修复将对房地产投资形成较强支撑。受房地产调控升级影响，2017 年以来房企通过提高期房销售比重来回笼资金，预售模式下期房销售面积超过房屋竣工面积，且两者差距逐年扩大，2020 年两者差距进一步扩大（见图 52-53）。一般而言新房预售到交付需要两年左右的时间，前两年大量开工预售的商品房将迎来交付，2021 年房地产竣工面积增速有望提高。此外，监管“三条红线”压力下，房企加快竣工将前期预售确认为收益的动机增强，不断后延的竣工周期有望加速开启，对房地产投资

形成支撑。

（四）出口：供给替代仍有一年窗口期，出口高景气料将延续

回顾 2020 年，我国出口以新冠肺炎疫情为主线，经历由出口全面下行过度到防疫物资托底出口，再到当前出口全面高景气（见图 54），国内外供求关系变化是出口变动的主因。

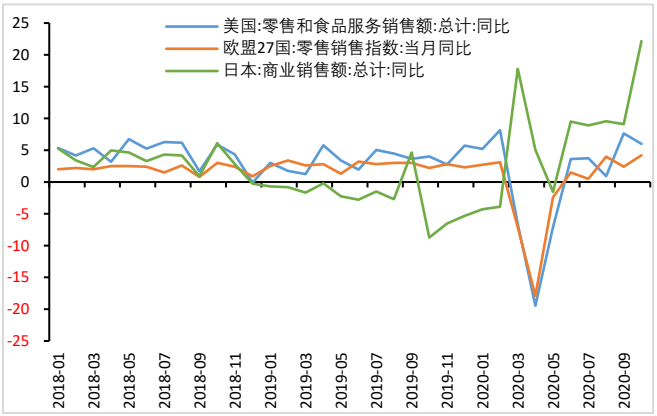
图 54：2020 年我国主要商品对出口的拉动



资料来源：WIND，财信研究院

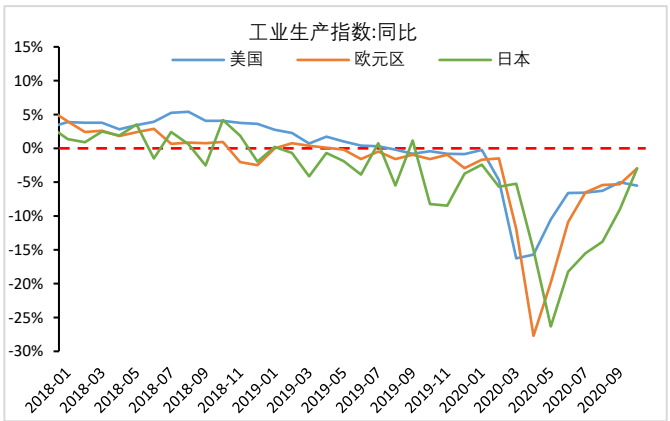
上半年疫情“震中”转移，出口峰回路转。一季度出口主要约束在国内供给端。受国内疫情防控政策影响，生产全面停摆，出口受限于供给不足，主要商品出口金额全面下行。**二季度**出口瓶颈由国内供给端转移至海外需求端。疫情“震中”由国内转移至海外，国内复工复产全面推进，前期积压的订单陆续交付，出口增速短暂回升。但海外疫情持续蔓延拖累外需，新增订单不足等问题逐步暴露，大部分产品出口增速转负，仅防疫物资出口表现亮眼，成为托底出口的压舱石。

图 55：发达经济体需求端修复



资料来源：WIND，财信研究院

图 56：发达经济体产能处于低位

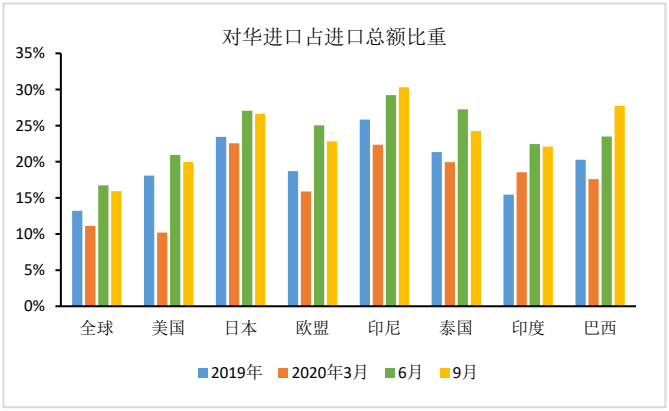


资料来源：WIND，财信研究院

下半年外需修复叠加供给替代效应，出口全面上行。随着主要经济体刺激政策相继

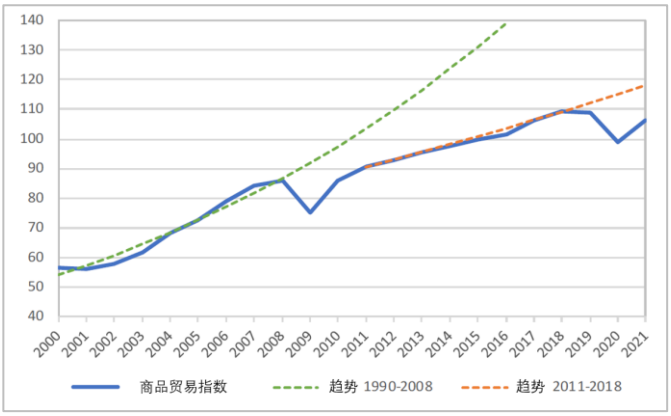
实施落地，外需稳步修复，2020 年下半年以来主要发达经济体零售消费增速已高于往年同期水平（见图 55）。在外需回暖的拉动下，我国出口由防疫物资一枝独秀转向多点开花，特别是占我国出口近六成的机电产品开始取代防疫物资成为拉动出口上升的主力，表明我国出口全面步入高景气阶段。与此同时，以美国为代表的发达经济体财政、货币政策大多以居民收入和消费为着力点，海外供给端修复滞后于需求端，截至 2020 年 10 月，美国、欧元区、日本等主要发达经济体工业生产指数和制造业产能利用率尚未恢复至往年同期水平（见图 56）。海外供需缺口扩大使我国出口占全球市场份额攀升，由 2019 年的 13.2%升至 2020 年三季度的 15.9%（见图 57）。

图 57：我国出口占全球份额提升



资料来源：WIND，财信研究院

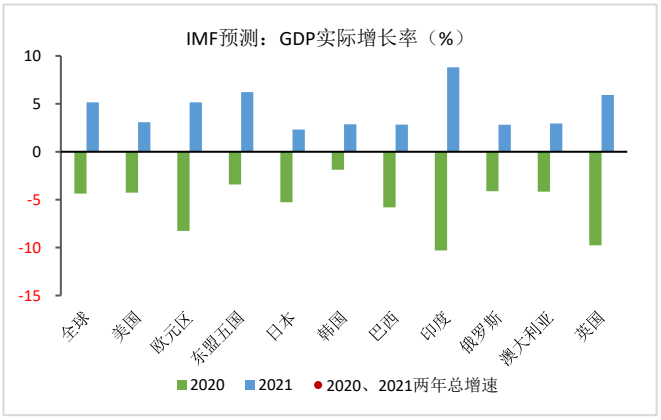
图 58：危机后全球贸易增速放缓



资料来源：WTO，财信研究院

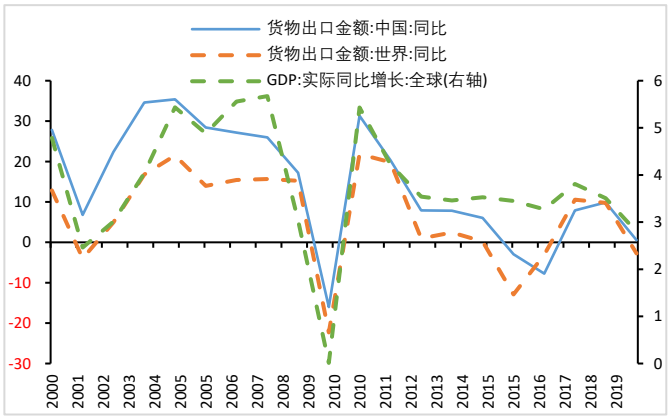
注：全球商品贸易指数 2015 年=100，2020-2021 年为预测值

图 59：我国前十大贸易伙伴经济弱复苏



资料来源：IMF，财信研究院

图 60：我国出口增速与全球经济、贸易增速同步



资料来源：WIND，财信研究院

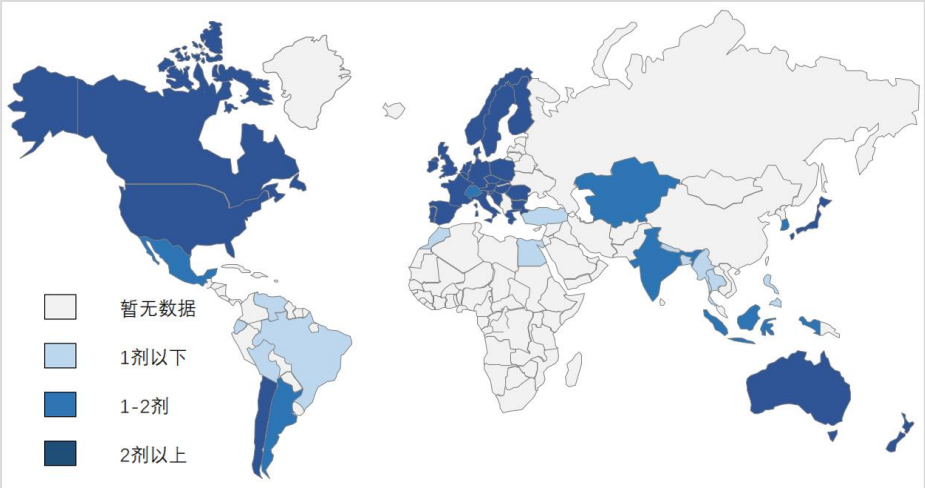
展望 2021 年，预计外需受益于全球经济复苏持续修复，同时全球各地疫情防控和疫苗接种不平衡，我国占全球贸易份额有望维持高位，供给替代仍有一年窗口期，出口高景气延续至 2021 年全年。但长期来看，全球经济和贸易恢复基础不牢固，外需不确定性仍大，出口回归常态仍存不确定性。

一是全球贸易慢修复，我国主要贸易伙伴经济弱复苏，出口长期高景气缺乏外需支撑。一方面，根据历史经验，全球贸易在危机后增速反弹幅度有限，且增速中枢下移，

低于危机前的趋势（见图 58）。世界贸易组织（WTO）2020 年 10 月份预计 2020 和 2021 年全球贸易量增速分别为-9.2%、7.2%，预示 2021 年全球贸易量仍低于疫情前的水平，且增速有趋势性放缓的可能。另一方面，我国主要贸易伙伴与本次疫情重灾区高度重合，其经济深度衰退，我国出口仍面临外需不足压力。根据国际货币基金组织（IMF）2020 年 10 月份的最新预测，2021 年中国前十大贸易伙伴中，绝大多数 2021 年实际 GDP 增速不及 2019 年（见图 59）。长期来看，我国出口以外需为锚，增速变动与全球实际 GDP 增速、全球贸易量同步（见图 60），因此在疫后全球弱复苏，外需缓慢恢复背景下，我国出口保持长期高景气概率不大，回到疫情前的趋势有较大挑战。

二是预计发达经济体疫情冲击将持续至 2021 年上半年甚至更长，供需仍有缺口。当前发达经济体疫情仍有反复波动，且疫苗接种也存在不确定性，国内产能恢复将继续受到疫情冲击和防疫措施的限制。如德国在 2020 年 12 月 16 日宣布全境施行“硬性封锁令”，大规模收紧对公共生活的限制；美国拜登政府将疫情防控作为 2021 年上任初期的首要任务，承诺尽全力控制住疫情，预计防疫措施将大概率收紧。同时欧美刺激政策不断，政策扶持下需求预计保持稳定。如美国在 2020 年 12 月通过 9000 亿美元的纾困法案，全年财政刺激规模累计已超 3.7 万亿；欧盟委员会和欧央行 12 月多次强调支持欧盟经济的政策措施必须持续下去。预计按照疫苗接种覆盖结合强化防控策略，发达经济体或将在 2021 年二三季度向正常状态过渡，其国内的供需缺口将延续至 2021 年上半年。

图 61：截至 2020 年 12 月 18 日全球疫苗订单情况（人均）



资料来源：杜克大学，财信研究院

注：统计牛津大学、Novavax、辉瑞等 16 家机构疫苗预定情况；疫苗需注射两剂才能达到较好的免疫效果

三是新兴经济体暂无全面接种疫苗条件，产能难以全面恢复。一方面，新兴经济体疫苗供给剂量不足。据杜克大学统计，截至 2020 年 12 月 18 日，牛津大学、Novavax、辉瑞、赛菲诺等 16 家主要疫苗研发生产机构，共接受疫苗订单 77 亿剂，其中超过一半的疫苗流向高收入国家，新兴经济体人均疫苗剂量均不足两剂（见图 61），无法实现全民覆盖。另一方面，新兴经济体冷链运输和储藏能力较差，缺乏接种疫苗所需的医疗设施和医务人员，新冠疫苗接种面临多重挑战。预计新兴经济体 2021 年疫苗接种覆盖率较低，仍面临疫情反复冲击的可能，产能恢复充满不确定性，仍留下较大的产能缺口。

综上，按基准情形，预计 2021 年上半年我国出口将维持当前 15.9%的份额不变，下半年发达经济体产能恢复，剔除对美国、欧盟等发达经济体的供给替代效应后，我国出口份额将降至 14.6%。结合 WTO 等权威机构 2021 年全球贸易增长 7.2%的预测结果，预计 2021 年我国以美元计价的出口增速升至 9%左右（见表 5）。但未来全球贸易增速放缓，且疫苗在全球范围内接种覆盖率提升，海外产能恢复，我国出口占全球份额回调压力将有所增加，出口长期增速或将低于疫情前水平。

表 5：2021 年中国出口预测

情形	2021 年上半年出口份额（%）	2021 年下半年出口份额（%）	2021 年全球贸易增速（%）	2021 年中国出口增速（%）
一、全球 2021 年下半年产能恢复	15.9	13.2	9.5	5.4
二、发达经济体 2021 年下半年产能恢复，新兴经济体 2022 年产能恢复	15.9	14.6	7.2	9.0
三、全球 2022 年产能恢复	15.9	15.9	5.0	11.3

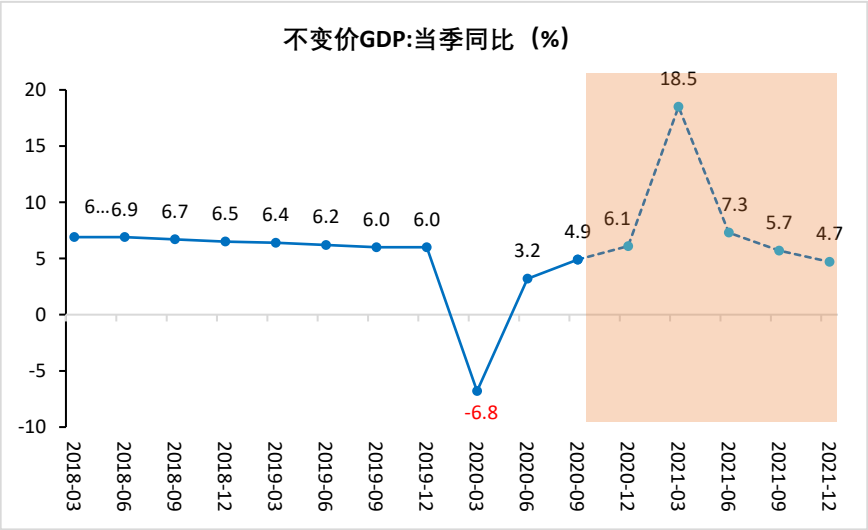
资料来源：财信研究院

注：按 2020 年四季度我国出口占全球 15.9%估算，全年我国占全球出口份额为 15%。情形一、二、三分别为 2020 年 10 月 WTO 预测的上行、基准、下行情形下的全球贸易增速。

（五）经济增长：2021 年实际 GDP 约增长 8.4%，尚未恢复至常态水平

综合上文对三大需求的分析，我们预计 2021 年全年 GDP 约增长 8.4%左右，基数效应下各季度 GDP 增速呈“前高后低”走势，分别增长 18.5%、7.3%、5.7%、4.7%（见图 62），两年复合平均增速在 5.3%左右，尚未恢复至疫前常态水平。

图 62：不变价 GDP 增速（%）



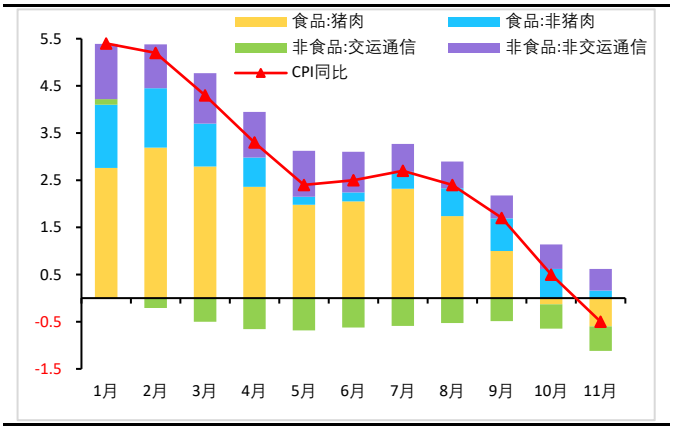
资料来源：WIND，财信研究院

三、国内通胀形势：温和可控

（一）预计 2021 年 CPI 约增长 1.5%，呈前低后高走势

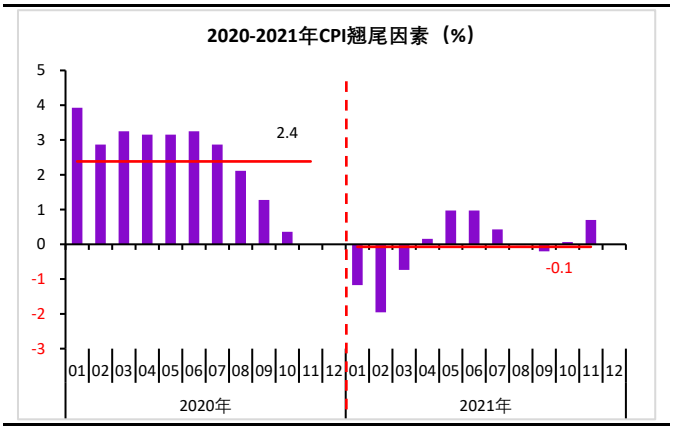
在猪周期、疫情冲击的叠加影响下，2020 年 CPI 当月同比增速呈较快下降趋势，由年初的 5.4%一路下滑至 11 月份的-0.5%，预计全年增长 2.5%左右。原因有三：一是猪肉下行周期启动下，猪肉对 CPI 的拉动由正转负；二是全球疫情大流行下国际原油价格大幅下跌，导致 CPI 中的交通运输项价格增速持续负增长；三是疫后国内供给修复持续快于需求，非食品（非交通运输）价格也呈回落态势，其对 CPI 同比的拉动由年初的 1.2 个百分点回落至 11 月的 0.46%（见图 63）。

图 63：2020 年主要分项对 CPI 同比的拉动作用（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 64：2020-2021 年 CPI 翘尾因素（%）

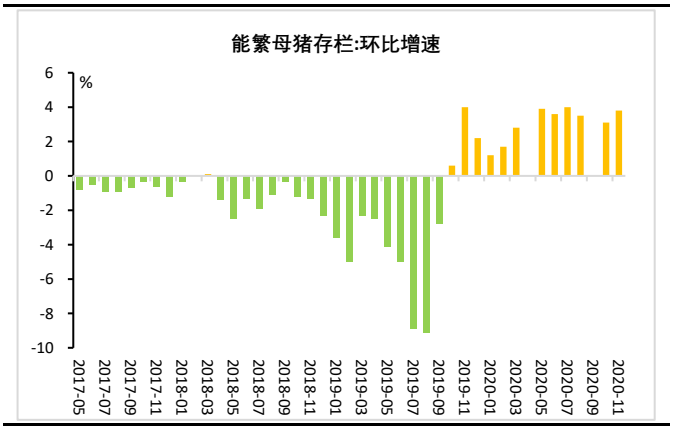


资料来源：WIND，财信研究院

展望 2021 年，在国内外需求共振修复和猪肉供给端持续改善的叠加影响下，CPI 上行动能将由食品端切换至非食品端，但国内消费弱复苏和全球负产出缺口仍大的背景下，国内通胀水平大概率温和，不会有显著高通胀。预计全年 CPI 约增长 1.5%，一季度触底后呈持续回升态势，全年前低后高。

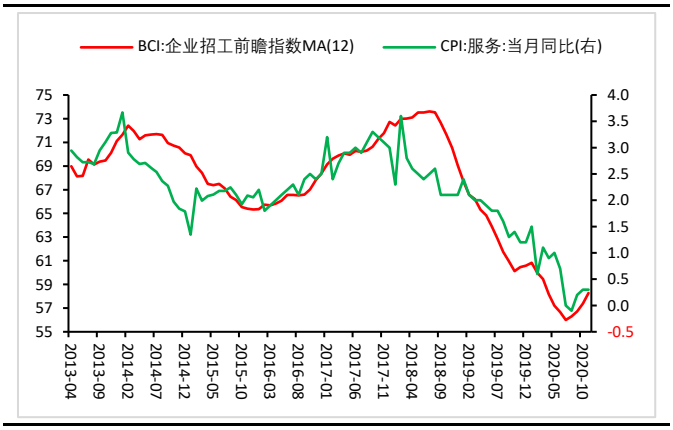
一是翘尾因素影响回落约 2.5 个百分点。所谓翘尾因素，是指上年价格上涨（下降）对本年同比价格指数的滞后（延伸）影响。受 2020 年 CPI 环比价格下跌影响，预计 2021 年翘尾因素将比 2020 年回落 2.5 个百分点，由 2020 年的 2.4%下降至 2021 年的-0.1%（见图 64）。

图 65：能繁母猪存栏:环比增速（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 66：民营中小企业就业情况与服务价格同步波动

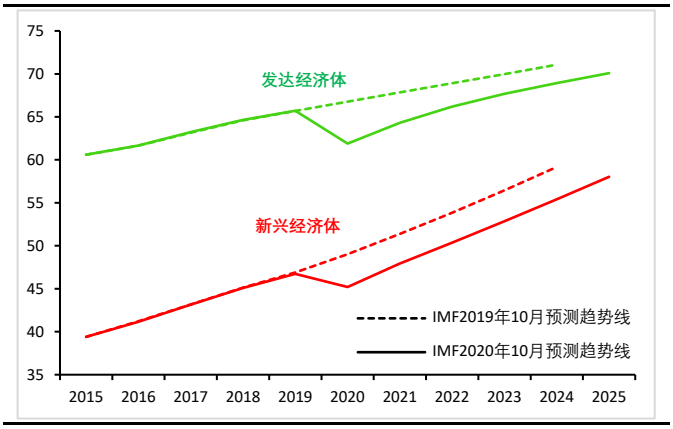


资料来源：WIND，财信研究院

二是猪周期继续下行将拖累 CPI 下降约 1.0 个百分点。2020 年以来猪肉价格主导了 CPI 的走势，如 2020 年 1-11 月份，猪肉对 CPI 同比增速的平均贡献率高达 65.1%，预计拉动全年 CPI 上行 1.6 个百分点。预计 2021 年猪周期将对 CPI 形成拖累，因为猪肉下行周期开启。一般而言，从母猪补栏到生猪出栏需要一年左右的时间，2020 年 11 月份能繁母猪存栏已连续 14 个月环比增加，表明猪肉供给潜能增加，未来猪肉价格下降压力加大（见图 65）。预计 22 省市生猪价格将由 2020 年 34 元/公斤的平均水平降至 2021 年的 20-23 元/公斤，再根据 22 省生猪价格同比与 CPI 猪肉同比的历史相关关系，推算出 2021 年 CPI 猪肉同比降幅在 20-26%左右，预计拉动 CPI 下降 0.9-1.2%，均值水平约为 1.0 个百分点。

三是 CPI 上行动力由食品端切换至非食品端，但国内消费弱复苏和全球负产出缺口仍在，CPI 大概率依然温和。受 2020 低基数和国内外需求共同修复影响，2021 年服务类价格和原油价格上涨将驱动 CPI 上行，非食品成 CPI 上行主要动力。**对于服务类价格，**一方面疫苗接种后服务业消费场景有望进一步放开，服务业需求将加快释放；另一方面，随着国内经济内生动能的持续修复，2021 年国内中小企业就业情况将环比改善，带动服务价格回升（见图 66）。但由于居民消费和中小企业就业恢复是一个缓慢的过程，2021 年两者大概率难以恢复至疫情常态水平，服务价格大幅上涨的内生动能不强。**对于其他非食品价格，**国际油价是影响其波动变化的关键变量，2021 年全球经济复苏有望提振国际原油价格。根据 IMF 最新预测，未来全球经济复苏将呈“U”型，即疫情造成的产出缺口将永久性消失，疫后 GDP 产出规模将低于原来的趋势水平，意味着发达和新兴市场经济体 2020-2021 年将出现巨大的负产出缺口（见图 67），全球需求恢复对原油的支撑作用不强。

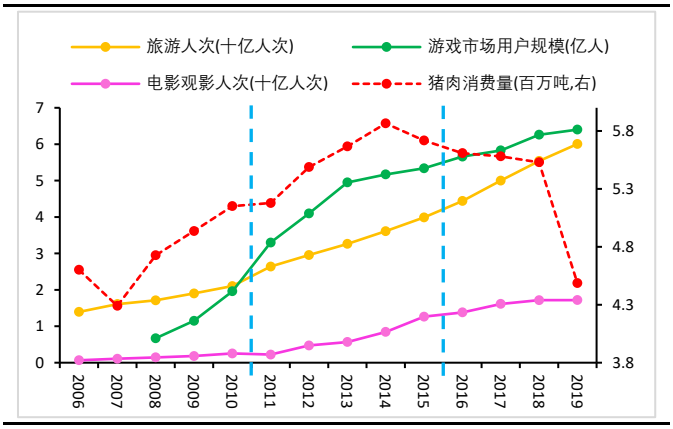
图 67：疫情造成的 GDP 产出缺口将永久性消失



资料来源：IMF，财信研究院

注：图中 GDP 以 2015 年为基期，2015 年全球 GDP=100

图 68：不同商品和服务消费规模变化



资料来源：WIND，财信研究院

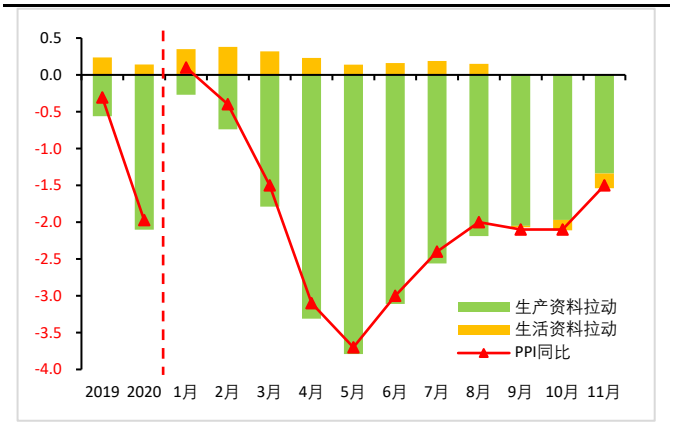
四是预计基期轮换将短期抬升 2021 年 CPI 中枢，长期降低 CPI 波动幅度。CPI 实际上是计算一组固定数量商品和服务构成的“篮子”的价格变化，统计部门根据基期各种商品和服务的消费量，以基期平均价格作为计算基数，编制定基价格指数序列，因此基期轮换主要是依据商品和服务的消费量进行权重调整。从 2000 年起 CPI 按照“每年一小调，五年一大调”的原则，每五年进行一轮基期轮换，2021 年将迎来新一轮基期调

整。通过观察近几年主要商品和服务消费量变化，我们认为 2021 年大概率调降食品项权重，调升非食品项权重。如国内猪肉年平均消费量由 2011-2015 年的 558 万吨/年下降至 2016-2019 年的 530 万吨/年，但同期电影观影人次、游戏市场用户规模、旅游人次分别由 6.7 亿人次/年、4.57 亿人/年、32.9 亿人次/年的平均水平提高至 16.1 亿人次/年、6.04 亿人/年、52.5 亿人次/年（见图 68）。预计 2021 年“猪肉价降、非食品价升”的结构性特征明显，猪肉权重下降将导致其对 CPI 的下拉作用减弱，而非食品权重提升将导致其对 CPI 的支撑作用增强，两者都意味着基期轮换将抬升 2021 年 CPI 中枢。但从长期看，由于食品价格波动明显大于非食品，调降食品价格权重将降低 CPI 长期波动幅度。

（二）预计 2021 年 PPI 约增长 2.0%，呈先升后稳走势

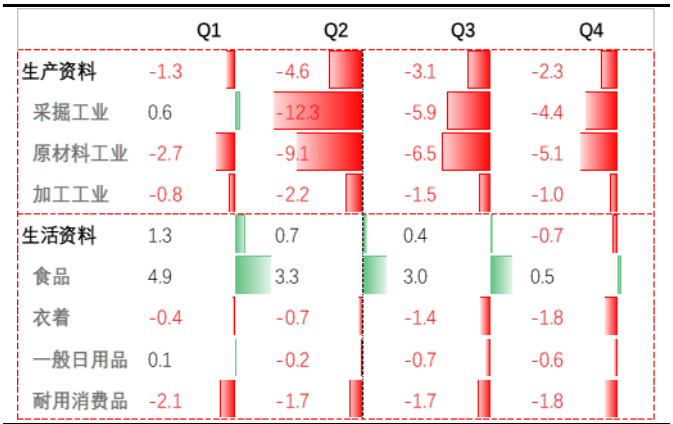
受疫情冲击下国内外需求降低影响，2020 年 1-11 月份 PPI 同比下降-2.0%，已连续两年位于负增长区间，预计 2020 年全年增长-1.8%左右。从 PPI 构成看，由于 PPI 中生产资料权重超过 70%，且生产资料各分项波幅明显高于生活资料，因此生产资料主导了 PPI 的波动变化，如 2020 年 1-11 月生产资料拉动 PPI 下降 2.1 个百分点，即 PPI 的降幅基本全部由生产资料贡献（见图 69-70）。从月度边际变化看，受疫情冲击影响，上半年 PPI 大幅下挫，此后随着国内外需求的逐步回暖，下半年 PPI 降幅呈收窄态势（见图 69）。

图 69：生产资料主导了 PPI 的波动变化（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 70：2020 年 PPI 各分项季度同比增速（%）



资料来源：WIND，财信研究院

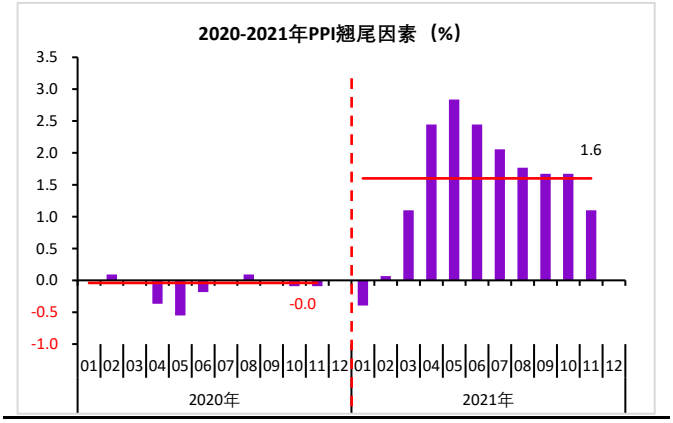
在低基数和国内外经济共同修复的叠加影响下，预计 2021 年 PPI 同比将由负转正，但受基建和地产需求边际回落、全球经济负产出缺口难以明显收敛的共同影响下，PPI 上涨空间有限。预计 2021 年 PPI 同比增长 2.0%左右，上半年受低基数效应影响大幅上行，之后略有回落但基本平稳，呈先升后稳走势。

一是翘尾因素的影响将提高约 1.6 个百分点。受 2020 年 PPI 环比前负后正影响，2021 年 PPI 翘尾因素将呈前升后降态势，预计全年将从 2020 年的 0.0%提高至 1.6%左右（见图 71）。

二是低基数叠加需求改善，油价上涨将抬升 PPI 中枢，但全球需求恢复偏慢，输入型通胀压力可控。受疫情冲击需求影响，2020 年国际油价大幅下挫，年度降幅超 30%，预计 2021 年全球经济恢复将带动原油需求回暖，油价具备一定上行空间。但全球经济

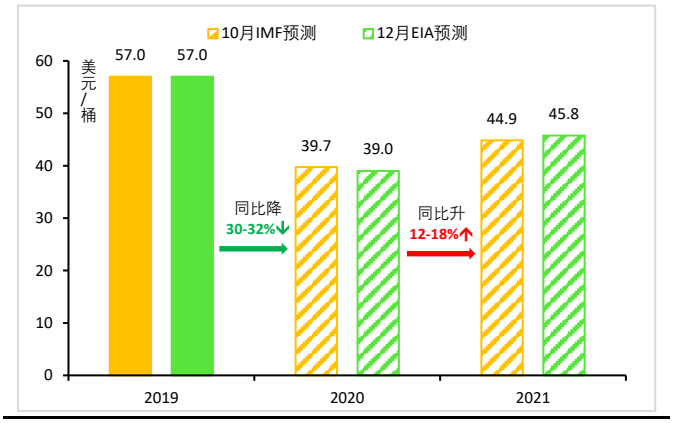
恢复偏慢将制约其回升空间，如根据 IMF 预测，2021 年全球不变价 GDP 规模仅较 2019 年增长 0.6 个百分点。对于油价涨幅，根据美国能源信息署（EIA）和国际货币基金组织（IMF）对 2021 年国际油价的预测结果，全年国际原油价格上涨幅度在 12-18%左右（见图 72），将拉动 PPI 增长 0.9-1.2 个百分点，输入性通胀压力整体可控。

图 71：2020-2021 年 PPI 翘尾因素（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 72：IMF 和 EIA 对 WTI 原油的预测结果



资料来源：IMF，EIA，财信研究院

三是国内传统投资动能边际弱化，PPI 上涨动能将大体稳定。根据前文分析，在隐性债务风险增加和房主不炒定位下，2021 年国内基建和房地产投资需求都将边际回落。十四五新格局下，国内投资增长动能开始逐渐转向新基建和制造业产业升级等“新”投资需求，相对于传统动能，新动能更多依赖于科技创新，资源要素依赖度降低，因此未来国内 PPI 上涨动能将大体稳定。

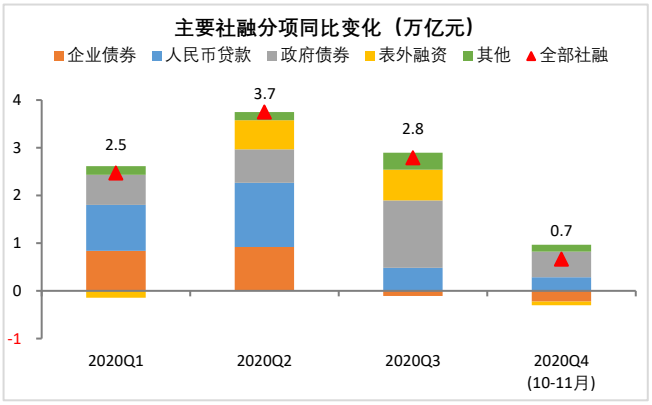
四、国内政策判断：缓退坡

（一）货币政策：流动性紧平衡，无政策断崖

为应对百年不遇的疫情危机，信用扩张是 2020 年货币政策的主基调，如 1-11 月份社会融资规模增量为 33.1 万亿元，同比多增规模接近 10 万亿元。但从边际变化看，各季度社融增量分别同比多增 2.5、3.7、2.8 和 0.7 万亿元（四季度为 10-11 月份数据，见图 73），下半年以来信用扩张速度明显放缓，与国内经济增长稳步向常态水平回归相适应。从内部结构看（见图 73），上半年信用扩张提速，人民币贷款、企业债券、政府债券和表外融资四大动力火力全开，均为社融多增提供了重要支撑；三季度信用扩张转向温和，前两大动力的拉动作用明显弱化，政府债券和表外融资成为主要贡献力量；四季度信用扩张步伐进一步放缓，对应四大动力支撑作用减弱。

展望 2021 年，随着国内经济增长动能由“逆周期”切换至“顺周期”，货币政策回归常态是主旋律，但疫情变化和外部环境仍存在诸多不确定性，国内经济恢复基础也尚不牢固，货币政策大概率“缓退坡”，不会出现政策断崖。从政策取向的演进节奏看，预计 2021 年二季度转向“稳健偏从紧”的概率较大，其他季度或维持“稳健中性”，收紧时点较市场一致预期有所后移。预计 2021 年 M2 和社会融资规模约分别增长 10%和 12%左右，流动性收缩幅度或略低于市场预期。

图 73：主要社融分项同比变化（万亿元）



资料来源：WIND，财信研究院

图 74：2021 货币政策取向变化

货币政策取向	稳健		
	偏从紧	中性	偏宽松
2021Q1	-	√	-
2021Q2	√	-	-
2021Q3	-	√	-
2021Q4	-	√	-

资料来源：WIND，财信研究院

1、2021 年货币政策演进节奏：稳健中性-稳健偏紧-稳健中性

面对外部不确定、内部不牢固的宏观经济环境，2021 年货币政策“缓退坡”已成为市场共识，但从演进节奏看，货币政策何时“缓”、何时“退”、何时再回“宽松”，市场仍存在较大分歧。为此，我们按照央行的划分标准，将货币政策取向细分为“稳健偏从紧”、“稳健中性”、“稳健偏宽松”三个区间，并逐季推演明年最可能的政策演进路径（见图 74）。具体看：

一季度不存在大幅收紧的基础，维持“稳健中性”的路径日渐清晰。一方面，虽然 2020 年四季度国内经济大概率已经恢复至潜在增速水平附近，但消费和制造业修复持续偏慢、中小微企业经营依旧困难，反映出经济增长的内生动能或依旧偏弱，由此带来的就业压力仍不容忽视，需要货币政策继续提供必要的支持力度，帮助经济恢复得更牢固一些；**另一方面**，疫情冲击带来的金融风险存在一定时滞，短期内企业债务违约压力或明显增加，货币政策也不宜过快收紧。此外，2020 年底中央经济工作会议提出政策操作“不急转弯”、国务院常务会议决定延后两大直达工具到期期限，也均向市场传递出鲜明的稳健中性政策信号。

二季度防风险迎来绝佳窗口期，流动性转向“稳健偏从紧”概率最大。一是刺激政策滞后显效叠加经济内生动能进一步增强，若无大的意外冲击，2021 年二季度经济保持较高增速无忧；**二是**受益国内外需求改善和翘尾因素的下拉作用减弱，2021 年 4 月份之后国内 CPI 与 PPI 均有望同时由负转正，通缩压力缓解也有利于支持货币政策边际趋紧；**三是**随着疫苗接种的普及，2021 年二季度之后海外疫情大概率转向乐观，同时受益于强有力的刺激性政策，全球经济共振复苏的确定性明显提升。

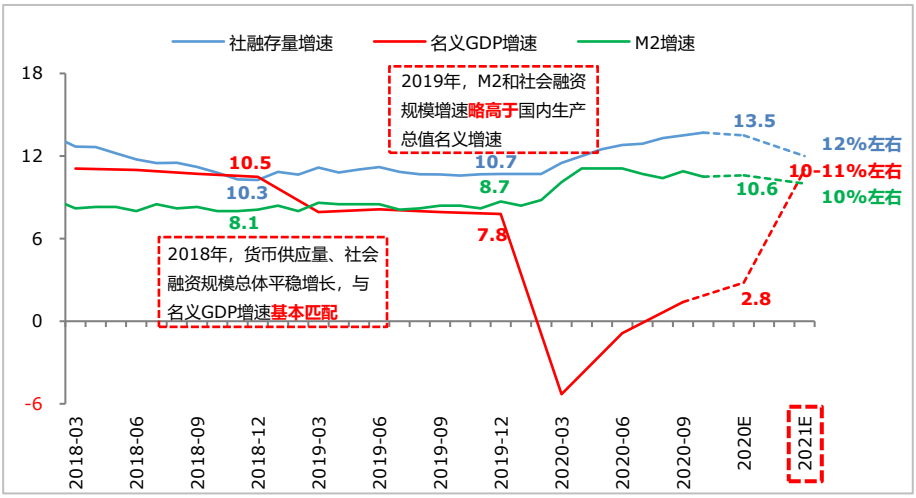
三、四季度国内稳增长诉求提升，但中美利差大概率收窄将制约货币宽松空间，流动性或回归“稳健中性”。一方面，在政策退潮、低基数效应弱化和海外供需缺口弥合导致出口不确定性上升的共同影响下，2021 年下半年国内经济下行压力或有所加大，要求货币政策适度边际宽松；**但另一方面，**随着疫苗接种的普及和刺激性政策的延续，预计 2021 年下半年美国经济将加速复苏，受此影响，中美利差大概率收窄，资金外流压力有所加大，同时国内物价也面临一定输入性通胀压力，共同决定货币政策或难以大幅

宽松。此外，若 2021 年一季度货币政策退出偏慢，经济内生动能的修复将更为牢固，预计下半年经济回落空间或有限。综上，预计货币政策大概率由二季度的“稳健偏从紧”，转向下半年的“稳健中性”。

2、预计 2021 年 M2 和社融增速分别为 10%和 12%左右

一是从与 GDP“相匹配”的角度看，M2 和社融增速或分别为 10%和 12%左右。2020 年中央经济工作会议提出，来年要“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”。基于我们上文的分析，2021 年名义 GDP 增速或为 10-11%左右（9%左右的实际 GDP 增速+1-2%的综合通胀率），同时根据 2018-2019 年央行提出“相匹配”类似表述时，M2 和社融增速约平均较名义 GDP 增速分别低 0.8 个百分点和高 1.4 个百分点（见图 15），可测算出 2021 年 M2 和社融将分别增长 10%和 12%左右。

图 75：M2、社融增速与名义 GDP 增速



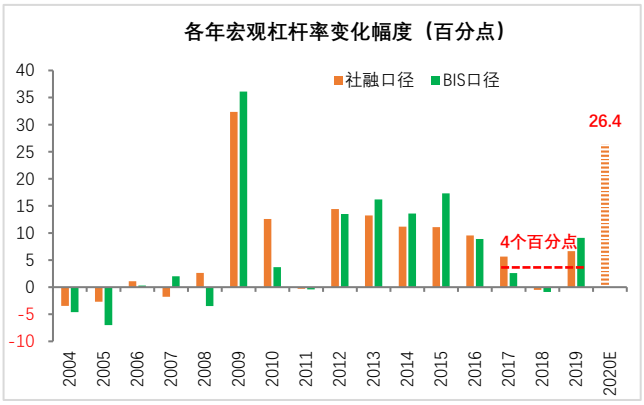
资料来源：WIND，财信研究院

二是从稳杠杆角度看，预计社融增速为 11.6%-12.6%。2020 年中央经济工作会议指出“保持宏观杠杆率基本稳定”，意味着 2021 年宏观杠杆率（按社融口径计算，下同）的增幅，大概率会由 2020 年大幅提升 20 个百分点以上，降至 2017-2019 年年均提高 4 个百分点左右的水平（见图 76）。假定 2020 年社融增速为 13.5%，名义 GDP 增速为 2.8%，同时结合 2021 年名义 GDP 增长 10-11%的预测值，可测算出 2021 年社融增量为 33-36 万亿元左右，对应的社融增速为 11.6-12.6%。

三是从社融各分项的变化看，预计 2021 年新增社融规模在 33 万亿左右（见图 78），存量增速也将接近 12%。

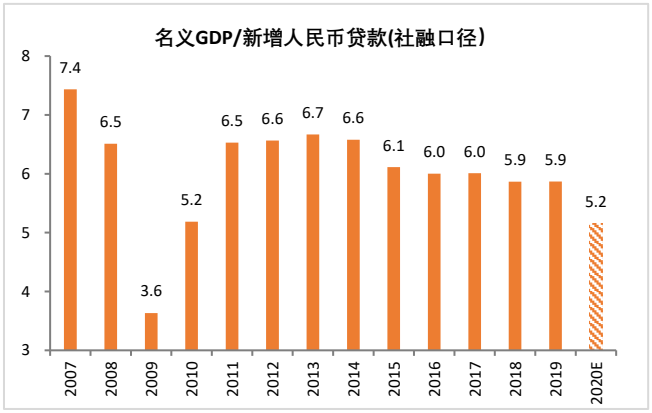
第一，预计新增人民币贷款规模有望达到 20 万亿左右，与今年的水平相当。核心逻辑在于，2015-2019 年国内名义 GDP/新增单位人民币贷款的倍数长期稳定在 6 左右（见图 77），2020 年受疫情的拖累该倍数降至 5.2，预计随着经济持续修复，2021 年单位人民币贷款对 GDP 的拉动倍数有望升至 5.5-6 区间，同时结合 2021 年 10%左右的名义 GDP 增速，可测算出对应的人民币贷款规模为 18.8-20.6 万亿元。

图 76：各年宏观杠杆率变化幅度（百分点）



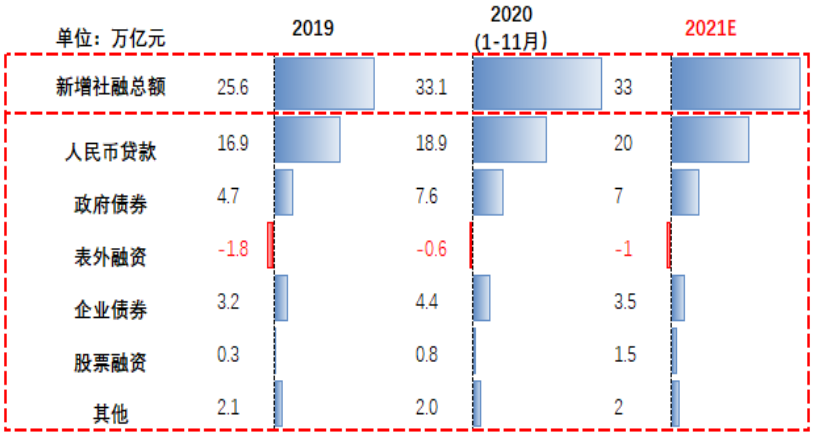
资料来源：WIND，财信研究院

图 77：名义 GDP/新增人民币贷款（社融口径）



资料来源：WIND，财信研究院

图 78：主要社融分项规模估算（万亿元）



资料来源：WIND，财信研究院

第二，预计政府债券回落至 6.5-7 万亿左右。其中，财政赤字规模约 3.3-3.6 万亿，地方政府专项债 3.25-3.5 万亿，两者均较 2020 年有所压降（详细分析见下文财政政策展望部分）。

第三，表外融资大概率进一步收缩 1 万亿左右。2021 年是《资管新规》过渡期的最后期限，叠加货币政策“防风险”目标权重上升，表外融资面临较大收缩压力，具体压降规模预计会介于 2019 年和 2020 年之间，或为 1 万亿左右。

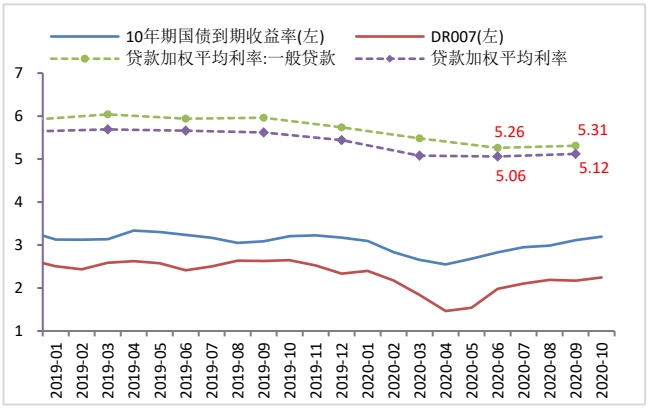
此外，受货币边际收紧和信用违约增加下风险溢价上升影响，**2021 年企业债券净融资或明显下滑，预计将降至 2019 年约 3.5 万亿左右的水平**；但受益资本市场改革提速和政策加大扶持力度，**股权融资规模有望增加至 1.5 万亿左右，**增幅与今年大体相当；最后，**预计其他分项的规模大概率变化不大，仍为 2 万亿左右。**

3、利率：先上后下，全年或维持震荡

对于 2021 年国内利率走势的判断，我们认为可以从两个维度去分析：**一是全年视角下，利率中枢大幅抬升的概率不大。**因为 2021 年全球经济仅为温和复苏，且不均衡特征明显，海外流动性环境延续宽松的概率偏大；同时国内经济恢复基础也尚不牢固，

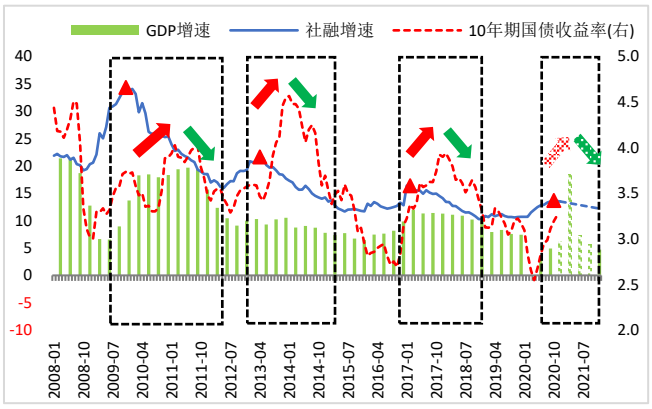
2021 年一季度存在一定通缩压力，表明需求或依旧偏弱，仍需政策给予一定支持。央行在 2020 年 11 月份发布的货币政策执行报告中继续强调“综合施策推动社会融资成本明显下降”，但如果市场利率大幅抬升，难以避免会向贷款利率和实体经济传导（见图 79），因此若利率存在趋势上行压力时，央行加大流动性投放力度，引导市场利率围绕政策利率中枢运行的意愿也偏强。**二是从 2021 年利率演进节奏看，先上后下的概率偏大。一则**根据上文的分析，2021 年二季度国内流动性边际偏紧的概率较大，同时下半年因稳增长诉求提升，货币政策或再度转向“稳健中性”。**二则**根据以往逆周期政策向顺周期切换过程中利率的表现看，2021 年利率先上后下也符合一般经济规律，如 2009、2013、2017 年社融增速见顶之后，受益政策滞后显效，GDP 增速继续向上滑行，带动利率继续回升，但随着经济增速再度回落，利率也转向下行（见图 80）。

图 79：2020 年三季度贷款利率已环比回升



资料来源：WIND，财信研究院

图 80：GDP 增速、社融增速与 10 年期国债收益率



资料来源：WIND，财信研究院

4、汇率：先升后贬

有两大关键因素决定 2021 年人民币汇率走势变化，一是美元指数，二是中美经济周期是否错峰。对于美元指数，根据上文的分析，2021 年美元指数大概率先贬后升。对于中美经济周期是否错峰，还是取决于疫情在两国的发展变化。自 2020 年一季度中国经济见底回升，在政策刺激下一直处于持续稳健的恢复过程，预计在 2021 年上半年达到顶峰，然后在下半年经济内生增长动能重入趋势“轨道”而趋缓。美国经济虽然在 2020 年二季度见底回升，但预计 2021 年一季度经济将在疫情再次恶化情况下再次转差，随后经济在疫苗接种后向正常状态过渡，下半年复苏进度有望加快。因此，短期内中美经济周期存在错峰的可能，导致中美利差收窄、美元升值，对人民币构成贬值压力，加上 2020 年人民币升值较多，经济基本面决定人民币存在先升后贬的可能。

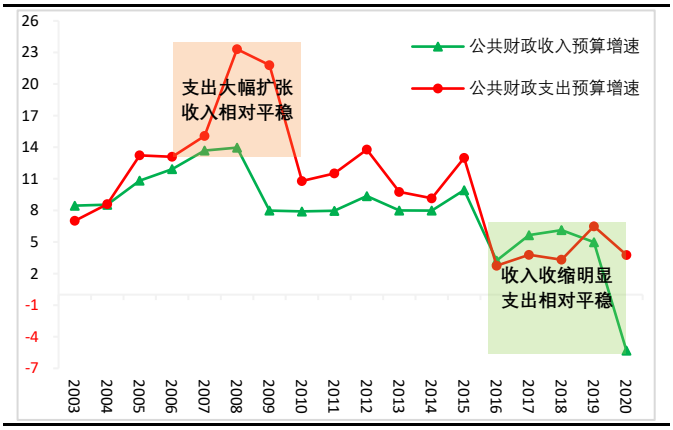
（二）财政政策：扩张放缓，注重结构调整

为对冲疫情影响，2020 年财政赤字率、专项债券、特别国债“三支箭”齐发，合计财政刺激规模高达 8.51 万亿，较 2019 年增加 3.6 万亿，同比扩张 73.3%。一般而言，财政扩张与收入端收缩或支出端增加相对应，因为两者都会扩大财政收支缺口，需要政府债务来填补。从财政运行看，2020 年财政扩张的主要目的在于应对收入端的快速下降，，如 2020 年一般公共收入和支出预算增速分别为-5.3%和 3.8%，分别较 2019 年预算增速

低 11.3 和 2.7 个百分点，疫后财政减收特征明显、但支出并未明显扩张，与 2008 年支出预算增速大幅提高相反（见图 81）。财政减收的原因无非有二：一是疫后经济下行带来税基规模收缩，财政收入被动减少；二是疫后为企业减税降费带动的财政收入减少，财政主动减收力度加大。

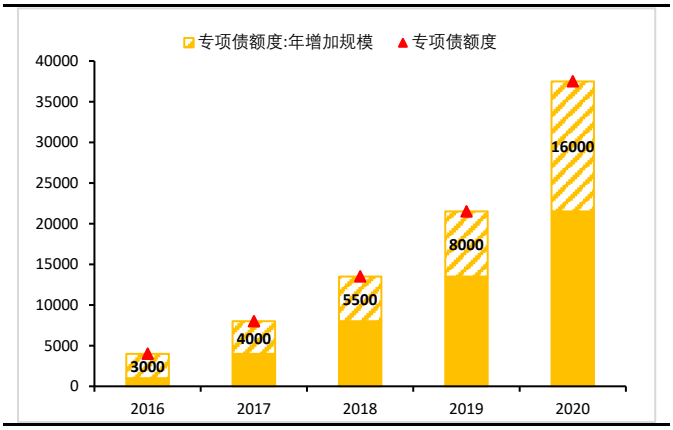
2021 年国内经济将处于持续修复进程中，2020 年危机应对模式下的财政政策应向常态化回归，以使政策“更可持续”。但考虑到我国经济恢复基础尚不牢固，经济恢复平衡性仍有待增强，2021 年财政政策仍要保持适度支出强度。具体看：

图 81：疫后财政减收明显，但支出并未扩张



资料来源：WIND，财信研究院

图 82：专项债额度变化情况（亿元）



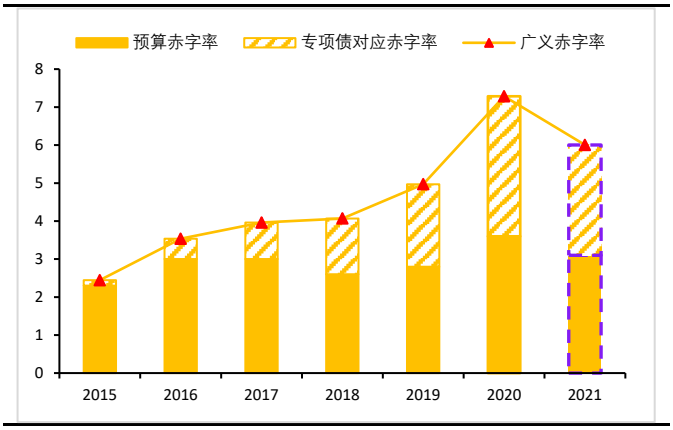
资料来源：WIND，财信研究院

一是政府债务扩张规模下降，但力度仍强于疫情前。一方面，2020 年特别国债发行、官方赤字率突破 3%、专项债额度超预期都是为了以更大的力度对冲疫情影响；随着国内经济内生动能的持续修复，预计 2021 年不再发行特别国债、官方赤字率也会向 3%的警戒线靠拢，专项债也将重回疫情前增长路径，政府债务扩张规模收缩已成必然。**另一方面**，2021 年国内经济仍在恢复途中，“六稳”、“六保”目标仍需财政政策支持，投资也要保持一定的强度，因此财政政策不会“急转弯”，财政收缩幅度有限。基于以上分析，预计 2021 年赤字率在 3.0%~3.2%左右，在名义 GDP 增长 10%的基准假设下，对应的赤字规模在 3.3-3.6 万亿左右；假设 2020-2021 年两年专项债年增加规模与 2018-2019 年水平相当，预计 2021 年专项债额度在 3.25~3.5 万亿左右（见图 82）。综合看，在不考虑特别国债的情况下，2021 年广义赤字规模（专项债+财政赤字）将从 2020 年的 7.51 万亿回落到 6.5-7.1 万亿左右，并带动广义赤字率从 7.3%左右降至 5.8-6.3%左右，但仍高于 2019 年 5%左右的水平（见图 83）。

二是优化债务结构，提高一般债占比，降低专项债比重。由于地方符合专项债收益要求的基建项目较为缺乏，2020 年专项债券大幅扩容的同时，财政资金淤积问题凸显。如 7 月份以来财政部发文要求“依法合规调整新增专项债券用途”、“确保年内形成实物工作量”，但后续基建投资增速依旧低迷，侧面反映出地方政府基建项目难以匹配专项债要求。地方专项债券项目缺乏背后的原因在于多数政府补短板投资项目属于公益投资，存在项目周期长、投资收益低的问题，这类项目融资需求与专项债匹配度较低，可以考虑通过地方政府一般债来满足。因此预计未来财政将在“优化债务结构”上下功夫，提

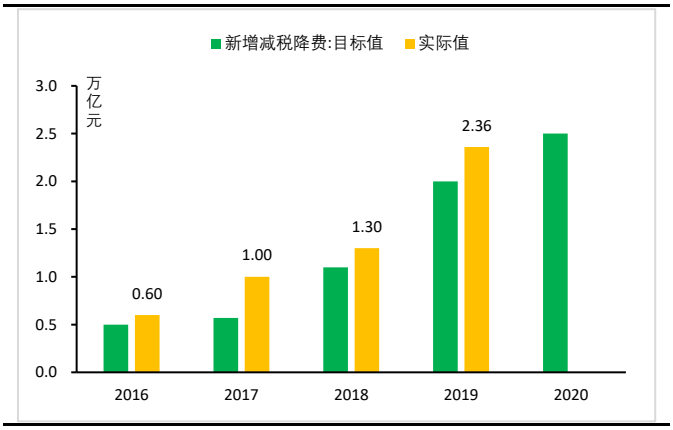
高一般债占比，降低专项债比重。预计 2021 年拟安排 1.1-1.2 万亿元的一般债，而专项债额度有所下降。

图 83：预计 2021 年广赤字率降低，但仍高于 2019 年



资料来源：WIND，财信研究院

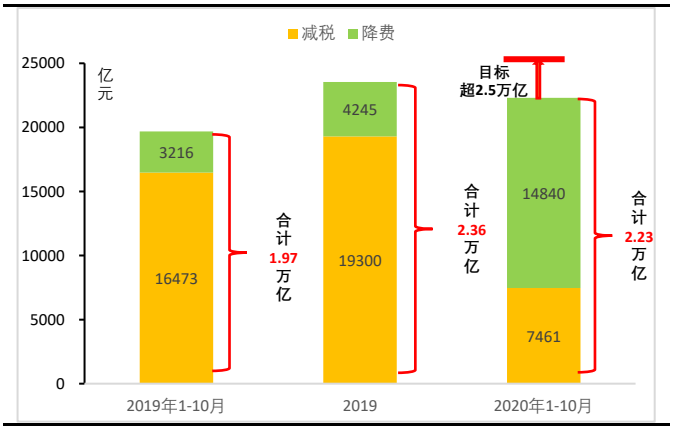
图 84：2016-2020 年累计新增减税规模将超 7.76 万亿元



资料来源：WIND，财信研究院

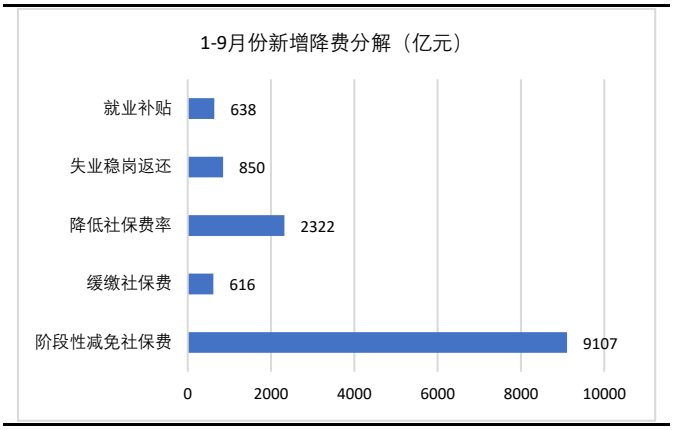
三是预计 2021 年上半年阶段性减税降费政策仍将延续，但结构上更倾向于降费。我国正处于转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，需要减税降费政策以对冲经济周期性下行压力，更需要以税费政策调整顺应和引导经济结构性变革、以税费制度改革解决经济发展中深层次的体制性机制性问题，因此预计十四五期间，减税降费政策不会缺席。但由于 2016-2020 年我国已经连续减税降费超 7.76 万亿（见图 84），加之财政收支平衡压力增加、地方隐性债务风险提高等问题，继续大规模减税降费会降低财政的“可持续性”，因此未来将以结构性减税降费政策为主。从 2020 年减税降费的执行情况看，我们发现“降费”是 2020 年减税降费政策的重心，降费比重由 2019 年的 18%提升至 2020 年 1-10 月份的 66.5%（见图 85-86）。与税收负担相比，国内中小微企业费用负担明显高于大型企业，因此 2021 年减税降费政策将更向费用端倾斜，预计 2021 年上半年阶段性的减税降费政策仍会延续，全年减税降费规模在 1 万亿左右。

图 85：2020 年减税降费政策重心在于“降费”



资料来源：国家税务总局，国新办，财信研究院

图 86：2020 年 1-9 月份新增降费明细



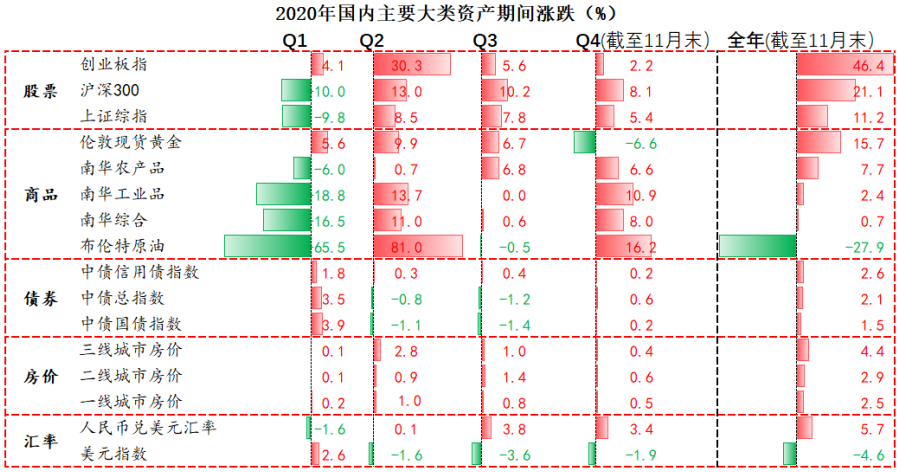
资料来源：人社部，财信研究院

五、大类资产配置建议

（一）2020 年资产价格表现回顾：峰回路转，有惊无险

2020 年国内大类资产收益排序为股票＞黄金＞商品＞房地产＞债券＞0，主要资产均呈上涨态势。但从资产价格的边际变化看，高波动性贯穿全年：一季度受疫情冲击影响，全球市场出现剧震，国内股票、全球大宗商品一度暴跌，原油价格跌幅高达 65.5%；二季度在全球主要经济体大规模财政货币政策刺激下，股票、商品等风险资产均大幅反弹，布伦特原油价格反弹幅度超过 80%，国内创业板指数单季涨幅亦高达 30%以上；进入下半年，市场核心驱动力由流动性转向盈利修复，原油、工业品等顺周期资产涨幅进一步扩大，但黄金、债券等避险资产出现回调（见图 87-88）。

图 87：2020 年国内主要大类资产期间涨跌（%）



资料来源：WIND，财信研究院

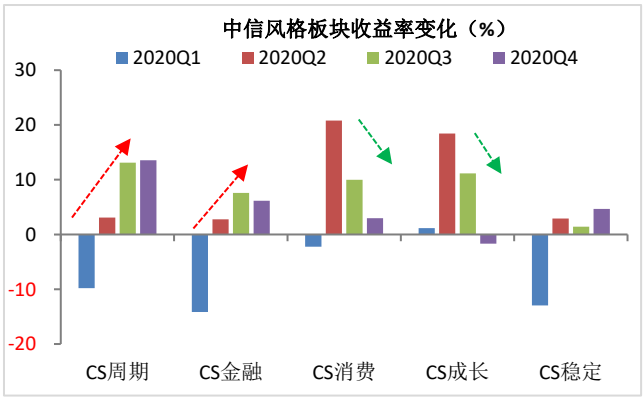
从市场风格特征看，2020 年下半年 A 股周期、金融板块表现明显更占优，也反映出市场核心驱动力已转向盈利，估值对资产价格的制约有所显现。如从边际变化看，2020 年以来 A 股周期、金融风格板块收益率逐季改善，消费、成长板块收益率则于二季度之后逐季走弱（见图 89）。从绝对收益看，四季度周期、金融、消费、成长板块回报率分别为 13.5%、6.1%、3.0%和-1.7%，周期、金融板块收益率遥遥领先，且前者已连续两个季度排名第一位，同期成长板块则已经转为负收益（见图 89）。

图 88：下半年盈利持续好转但利率回升较快



资料来源：WIND，财信研究院

图 89：三、四季度周期和金融板块表现明显更占优



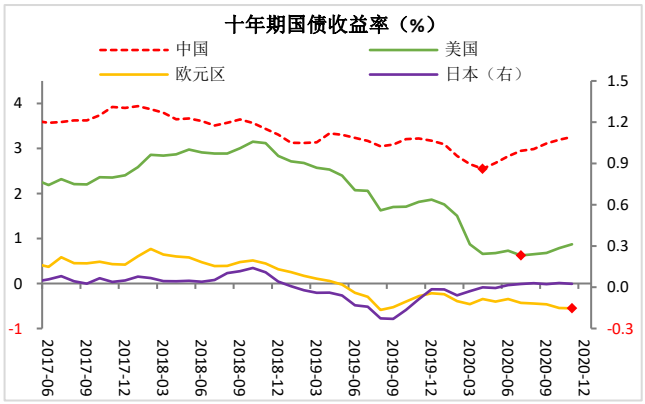
资料来源：WIND，财信研究院

注：2020Q4 数据截止 11 月末

（二）2021 年大类资产配置核心逻辑：虚实再平衡

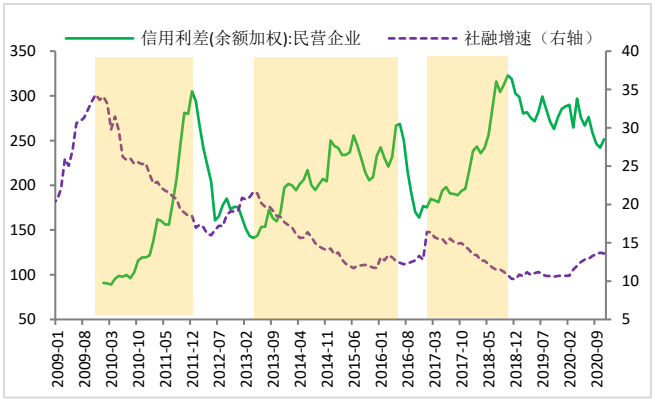
展望 2021 年，疫苗问世决定疫情危机已步入下半场，而危机逐步消退，意味着极度宽松的金融条件收敛与跌入深坑的实体经济恢复并存，必然是 2021 年全球宏观经济运行的主旋律。疫情演变与疫苗接种的不确定性可能会影响经济修复节奏，但难以撼动经济复苏大趋势；疫情后遗症（金融脆弱性提高、全球分化加剧）或加剧全球金融、政治体系的动荡，影响货币正常化节奏，但 2021 年流动性环境重回极限宽松水平概率较低。因此，2021 年大类资产配置的核心逻辑，或围绕“虚实再平衡”展开。

图 90：主要经济体利率水平渐次触底回升



资料来源：WIND，财信研究院

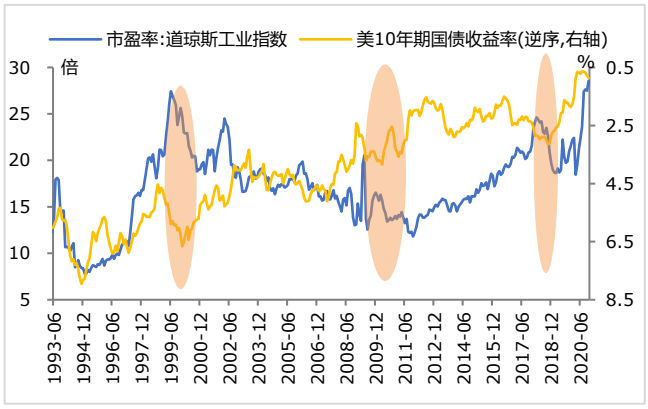
图 91：社融增速回落期间信用利差往往走阔



资料来源：WIND，财信研究院

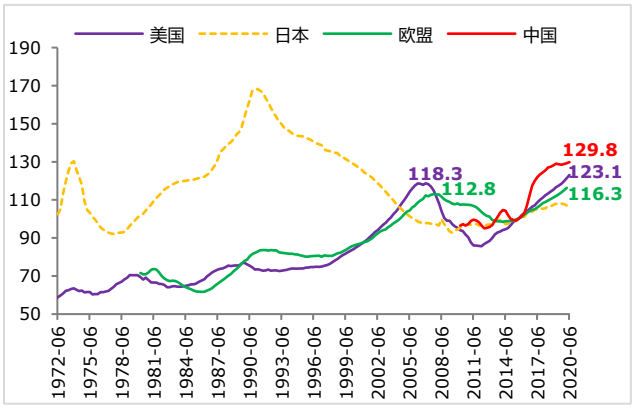
一是流动性紧平衡格局基本确立，金融资产估值高位回落或难以避免。一方面，随着全球抗疫曙光出现，经济持续改善预期或逐渐强化，各主要经济体利率先后见底回升趋势日渐明朗（见图 90）；同时，疫情冲击带来的金融风险存在一定时滞，政策退潮过程中风险加快暴露或难以避免，将进一步增加信用收缩压力。如国内社融增速回落期间，信用利差往往走阔，市场风险溢价水平上升（见图 91），全球流动性紧平衡格局已基本确立。**另一方面**，流动性收敛直接冲击的是高估值资产价格，目前来看全球主要经济体股市、房地产等金融资产价格均处于历史最高位水平区间（见图 92-93），面临的估值回落压力较大。如从美股历史表现看，每一轮利率回升，估值回落或许会迟到但均未缺席，尤其是当估值处于阶段性高位时，其面临调整也尤为剧烈（见图 92）。

图 92：美股估值高位承压



资料来源：WIND，财信研究院

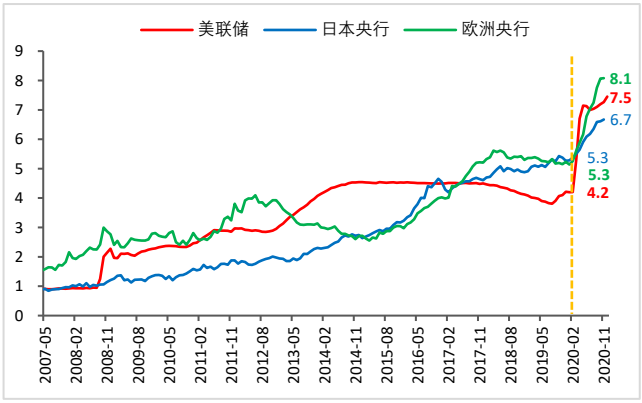
图 93：主要经济体实际房价指数（%）



资料来源：WIND，财信研究院

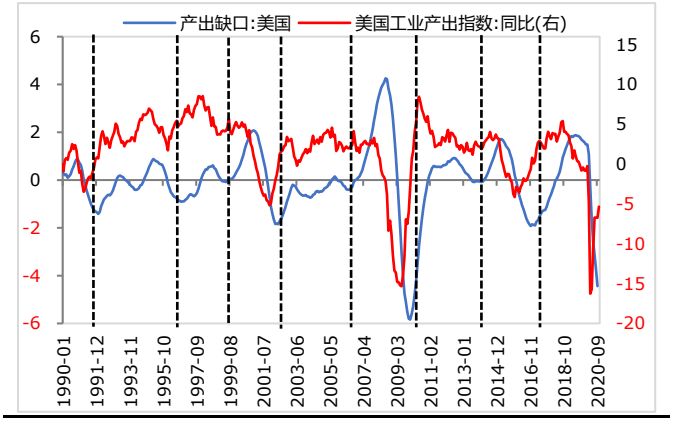
二是空前的政策刺激规模叠加经济周期重启，全球经济复苏确定性不断强化。一方面，为应对疫情冲击，美、欧、日财政货币刺激规模均远超金融危机期间，疫情危机消退后，政策刺激效果加快显现的确定性较高，经济复苏由中国一枝独秀向发达经济体扩散可期。如自 2020 年 3 月份海外疫情扩散以来，美、欧、日等发达经济体央行资产规模快速膨胀，年内扩张规模分别达到 3.2、2.8 和 1.3 万亿美元，均为 2008 年金融危机应对期间的 2 倍以上（见图 94）。**另一方面，**从经济周期的视角看，美、欧等主要经济体均处于新一轮库存周期和中周期的底部回升阶段，疫后双周期共振重启，对经济复苏也将形成有力支撑。如从美国的情况看，美国工业产出指数早已于 2020 年 4 月份触底回升，预示其新一轮库存周期或已经启动（见图 95）；同时美国私人设备投资增速和私人设备投资占 GDP 的比重也均在一季度之后触底回升，意味着长约 10 年左右的中周期（朱格拉周期）也大概率迎来上行期（见图 96）。

图 94：美、欧、日央行资产负债表规模（万亿美元）



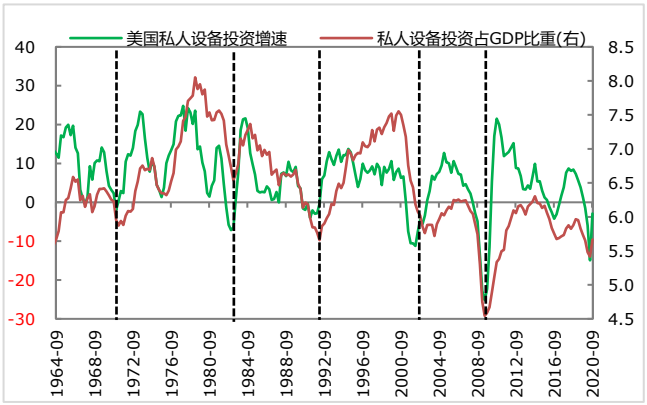
资料来源：WIND，财信研究院

图 95：美国工业产出指数已经触底回升



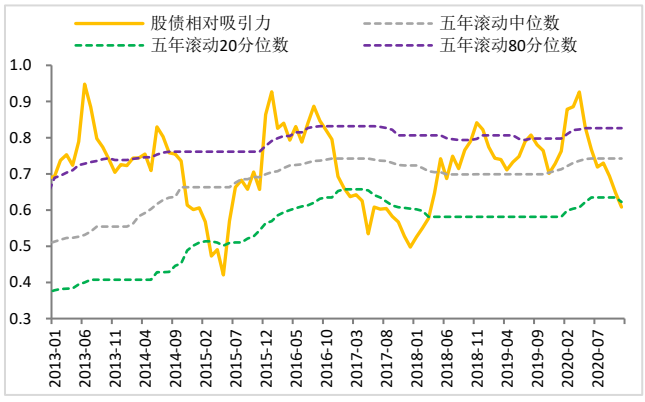
资料来源：WIND，财信研究院

图 96：美国中周期划分与变化



资料来源：WIND，财信研究院

图 97：股债相对吸引力已处于后 20%分位数水平



资料来源：WIND，财信研究院

（三）2021 年资产配置建议：拥抱商品，上半年坚守黄金

围绕“虚实再平衡”，2021 年大类资产表现分化与波动加大或难以避免。具体到资产配置上，我们认为全年最核心的投资机会在于商品，包括工业品、贵金属均有一定配置价值；股票资产估值或高位承压，尤其是美欧股市调整压力较大，A 股结构性行情或主要围绕低估值周期、出行链修复和国企改革主题展开；债市机会仍需等待，下半年胜

率更大；房地产配置价值则大概率仍有限。

1、A 股：短期谨慎，中期乐观，结构看好顺周期

2021 年 A 股核心矛盾切换至盈利修复与流动性收紧的对抗，两者博弈下 A 股估值回落压力较大，叠加全球金融体系脆弱性大幅提升，短期对股市保持谨慎；但国内资本市场制度建设步入友好期，居民增配权益资产趋势未变，中长期 A 股牛市仍可期。

一是国内外经济周期共振向上，2021 年 A 股盈利大概率保持高增，但节奏上盈利改善幅度或呈边际走弱态势，难以支撑 A 股连续三年走出趋势性向上行情；**二是** 2021 年 M2 与社融增速回落已成定局，加上信用违约风险增加或推高风险溢价，下半年人民币贬值压力增加或导致资金外流，国内流动性大概率整体偏紧，A 股估值回落压力较大；**三是**全球主要经济体资本市场估值均处于历史最高位水平，但金融市场表现缺乏经济基本面支撑，未来存在较大回调风险，对 A 股的负面溢出效应不容小觑；**四是**目前沪深 300 股息率与十年期国债收益率的比值已处于近 5 年后 20%分位数水平（见图 97），表明股票相对于债券的吸引力已有所不足，不利于配置型资金入场；**五是**国内资本市场改革提速，制度建设进入宽松期，对中长期市场风险偏好抬升形成重要支撑，随着估值的回归，A 股的配置价值有望重新提升。如 2020 年 10 月 9 日，国务院发布标志性文件《关于进一步提高上市公司质量的意见》，意味着自 2019 年以来的第五轮资本市场政策宽松期，有望进一步向纵深发展。

具体到行业配置上，核心在于寻找业绩改善弹性较大且估值相对合理的板块。建议关注：（1）充分受益全球经济修复和价格回升的有色金属、化工等周期品；（2）2020 年修复偏慢且政策扶持有望加码的服务消费、出行链板块，包括航空、影院、餐饮、休闲服务等；（3）受益海外地产景气、全球市占率较为稳定、国内房地产竣工提速下，需求有望边际明显改善的地产后周期产品，包括家电、家具等板块；（4）受益政策框架日趋完善、改革已步入深水区的国企改革主题。

2、债市：机会仍需等待，下半年获胜概率更大

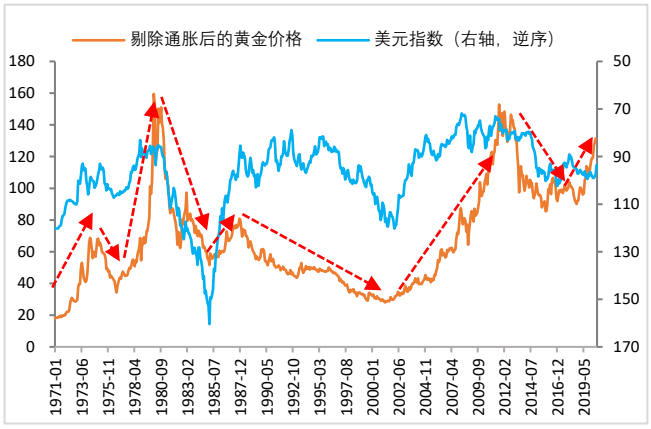
一是 2021 年上半年企业盈利持续修复有支撑，市场长端利率上行预期仍强，对债市形成压制；**二是** 2021 年货币政策“缓退坡”、流动性维持“紧平衡”已成定局，预计二季度防风险迎来绝佳窗口期，流动性转向“稳健偏从紧”概率最大，制约了上半年利率下行空间；**三是**疫情冲击带来的金融风险存在一定时滞，随着社融增速回落，未来信用违约或明显增加，导致市场风险溢价上行（见图 91），加大债市波动风险；**四是** 2021 年下半年国内经济回落压力增加，叠加降成本诉求仍强，市场利率重回下行通道的概率提升；**五是**股债相对吸引力的天平已转向债券（见图 97），待复苏预期已充分反映后，债市配置价值也有望上升。

3、黄金：战略配置价值仍在，看好上半年表现

根据我们此前搭建的研究框架，黄金价格长期取决于美元指数和美国实际利率，并与两者呈负相关关系（见图 98-99）；中期取决于购买力，与马歇尔 k 值、金属价格正相

关(见图 100-102); 短期则主要与风险偏好相关，避险情绪上升往往有利于金价的上涨，但持续性有限。

图 98：黄金价格与美元指数高度负相关



资料来源：WIND，财信研究院

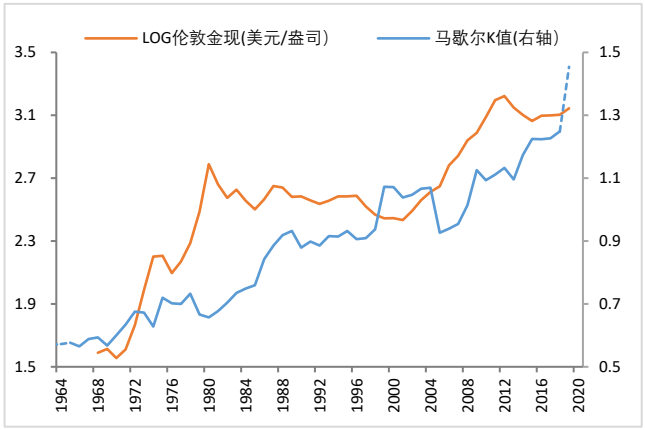
图 99：黄金价格与美国实际利率亦高度负相关



资料来源：WIND，财信研究院

展望 2021 年，我们认为黄金的战略配置价值仍在，且节奏上预计上半年表现要优于下半年。核心逻辑如下：**一是**根据上文的分析，美元指数中枢大概率回落，决定了黄金价格仍有一定配置价值，同时美元指数走势前低后高，或表明黄金投资机会上半年要优于下半年。**二是**从美债实际利率看，上半年拜登上台后疫情封锁大概率趋严，美国经济修复或有所放缓，美国实际利率或以震荡为主；但随着疫苗接种范围的扩大，下半年美国经济修复有望迎来提速期，或推动美债利率加速上行，也表明下半年黄金投资面临的制约将增加。**三是**从反映货币超发程度的马歇尔 K 值（M2/GDP）看，截止 2020 年 11 月末，中、美、欧、日等主要经济体货币供应量 M2 增速均超过 9%，但同期各国 GDP 增速仅中国为正，预计全年全球马歇尔 K 值或大幅飙升至 1.45，对金价的中长期表现将形成有力支撑（见图 100）。**四是**从全球金属价格看，空前的政策刺激规模叠加经济周期重启，预计全球经济复苏的确定性将不断强化，大宗商品上涨行情有望延续，在此背景下黄金的商品属性或有望成为驱动金价上涨的核心动力。

图 100：黄金价格与马歇尔 K 值正相关



资料来源：WIND，财信研究院

图 101：黄金价格与 CRB 金属现货指数



资料来源：WIND，财信研究院

图 102：黄金价格与主要影响因素的回归结果

	model_1	model_2	model_3	model_4	model_5	model_7
log 美元指数	-3.026***					-1.105**
美国实际利率		-0.234***				-0.114***
美国 CPI			-0.130***			
马歇尔 K 值				4.013***		1.259***
logCRB 金属现货指数					1.40***	0.740***
R^2	0.2640	0.5477	0.1427	0.6461	0.8437	0.9652

资料来源：WIND，财信研究院

4、大宗商品：财政刺激叠加周期重启，配置正当时

一是从需求端看，随着疫情逐步消退，主要国家力度空前的财政刺激政策有望加快落地显效；同时中美库存周期和中周期渐次启动，有望带动企业投资明显回升，商品需求持续向好；**二是从供给端来看，**海外疫情持续时间已接近一年，期间部分企业经营困难出现破产或难以避免，这意味着 2021 年海外供给端的恢复存在较大不确定性，供给萎缩超预期概率有所增加。**三是从供需缺口看，**因为疫情与温度具有较强相关性，而主要资源国和工业国在气温变化上存在差异，或导致短期大宗商品的供需缺口仍难以弥合。如 1-6 月主要工业国气温逐步回升，有利于疫情防控和生产提速，对资源需求增加；但同期处于南半球的巴西、澳大利亚等主要资源国气温则趋于回落，不利于疫情防控和大宗商品的供给，大宗商品供需缺口仍对价格形成一定支撑。**四是从流动性来看，**为应对疫情冲击，各国央行再次启动“印钞机”，货币宽松程度明显超过金融危机时期，全球通胀中枢有望上行，对商品价格形成拉动。

免责声明

本报告由财信国际经济研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，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直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信国际经济研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。