瑞达期货
RUIDA FUTURES



金融投资 专业理财

宏观经济年报

2020 年 12 月 21 号

世界经济曲折复苏 国内经济稳步增长

瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

分析师：
张昕
投资咨询证号：
Z0015602

咨询电话：059586778969
咨询微信号：Rdqhyjy
网　　址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号
了解更多资讯

摘要

2020 年，突如其来的新冠疫情让全球经济一度陷入停摆，对本就处于下行周期的全球经济无疑是雪上加霜。2-4 月全球疫情爆发，全球大范围的停工停产，拖累世界经济创下 08 年金融危机以来最严重的衰退。市场避险情绪急剧升温，各类风险资产遭到抛售。不过在超常规的货币宽松搭配积极财政刺激政策下，全球资本市场在流动性的助推下显著回升。二季度末各国开始重启经济，全球经济在三季度呈现 V 型复苏。然而随着秋冬季来临，四季度全球疫情再次重燃，多国重启限制措施，全球四季度经济复苏势头料将放缓。展望 2021 年，虽然全球尚未摆脱疫情影响，但随着新冠疫苗加速落地，疫情的影响将边际减弱。除了低基数效应的拉动外，实际的复苏动能料不会太强劲，因此全球货币政策仍将维持宽松，只是力度将有所减弱。短期内全球经济仍受疫情影响，但明年有望延续改善，复苏力度仍取决于全球疫情的发展形势。

2020 年初，受疫情影响，生产停滞，需求萎缩，中国经济遭受巨大冲击。为应对疫情的负面冲击，中央在“六稳”基础上提出“六保”政策，财政货币转向“双宽松”，金融机构承担起了为实体经济减负的主体责任。下半年，防控得当使中国经济复苏前置于各大经济体，出口增长屡创新高。新形势下，中央制定了“十四五”规划蓝图，提出构建“国内国际双循环”的新发展格局。在有效、及时控制疫情的前提下，2020 年中国最先走出新冠疫情的影响，经济一枝独秀，前三季度 GDP 同比增长 0.7%，累计增速由负转正。整体来看，随着国内企业的复工复产，积极宏观政策的全面落实，整体经济复苏态势保持稳固， 2021 年有望回归疫情前。但需要注意的是，疫情具有不确定性，经济仍面临着一定的压力。

正文目录

一、2020 年世界经济回顾与 2021 年经济展望 4
（二）全球经济：风险有所消化，经济延续复苏，不确定性仍存 9
1.商业活动两极分化，服务业景气度承压 9
2.全球失业率大幅上升，消费需求企稳回升 11
3. 国际贸易边际回暖，通胀水平有望回升 14
（三）各国央行维持宽松，全球债务水平飙升 16
（四）全球局势：全球局势趋于稳定，不确定性因素仍存 19
二、2020 年国内宏观经济回顾与 2021 年经济展望 21
（一）经济增长：预计 GDP 增速上升至 8 %..... 21
（二）投资：增长动力切换，制造业投资再兴起 22
1. 财政政策积极，基建不及预期..... 23
2. 内外需求持续改善，制造业投资高速增长..... 24
3. 严格落实“三条红线”，房地产投资保持韧性..... 25
（三）消费稳步复苏，餐饮汽车仍为主导 27
（四）进出口持续回暖，贸易形势不确定 29
（五）通胀总体温和，猪肉影响力扩大 31
1. CPI：猪肉影响力持续提高，需要关注核心因素..... 31
2. PPI：大宗商品价格仍有上涨空间..... 33
三、国内宏观政策回归“常态” 34
（一）财政政策：积极的财政政策回归中性 34
（二）货币政策：从“宽松化”转向“再平衡” 35
免责声明..... 38

图表目录

图 1 全球疫情拐点未到 5
图 2 新冠疫情死亡率率持续下行 5
图 3 全球主要经济体 GDP 同比（%） 6
图 4 VIX 恐慌指数在 3 月飙升至金融危机时水平 7
图 5 美元指数冲高后持续走低 7
图 6 2020 年全球主要股市涨跌幅 8
图 7 布伦特、WTI 原油价格 8
图 8 COMEX 黄金期货价格 9
图 9 美国 Markit 制造、服务业 PMI 10
图 10 英国 Markit 制造、服务业 PMI 10
图 11 欧元区 Markit 制造、服务业 PMI 11
图 12 日本 Markit 制造、服务业 PMI 11
图 13 各主要经济体失业率（%） 11
图 14 美国零售销售环比持续回落 13
图 15 英国 10 月零售销售环比持续上涨 13
图 16 欧元区 10 月零售销售小幅回升 13
图 17 日本商业零售销售同比大幅回升 13
图 18 美国、欧元区、英国，日本消费者信心指数（%） 14
图 19 有全球经济“晴雨表”之称的波罗的海指数（BDI） 15
图 20 各主要经济体失业率（%） 15
图 21 全球央行开启“降息潮” 16
图 22 疫情后全球资产负债表加速膨胀 16
图 23 美国联邦政府财政赤字大幅攀升 18
图 24 2020 年全球主要经济体增速均为负，2021 年将出现明显反弹 20
图 25 2020 年中国 GDP 增速稳步复苏 22
图 26 2020、2021 年 GDP 估算 22
图 27 固投增速稳中放缓 24
图 28 制造业 PMI 重回荣枯线上 25
图 29 工业企业利润逐步回升 25

图 30 房地投资富有韧性 27
图 31 房地投资与销售累计同比 27
图 32 房地产企业开发资金来源 27
图 33 土地购置与新屋开工面积 27
图 34 社零总额及同比增速 29
图 35 汽车销售持续回暖（%） 29
图 36 网上零售增速上升 29
图 37 社会消费品零售分类增速（%） 29
图 38 出口表现持续强劲 31
图 39 食品价格大幅上涨（%） 33
图 40 PPI 逐步回暖（%） 33
图 41 财政收入压力增大（%） 35
图 42 地方财政收入增速下降（%） 35
图 43 市场利率多次低于政策利率（%） 37
图 44 存款准备金率下调（%） 37
图 45 人民币兑美元中间价 37
图 46 货币供应量同比增幅 37

一、2020 年世界经济回顾与 2021 年经济展望

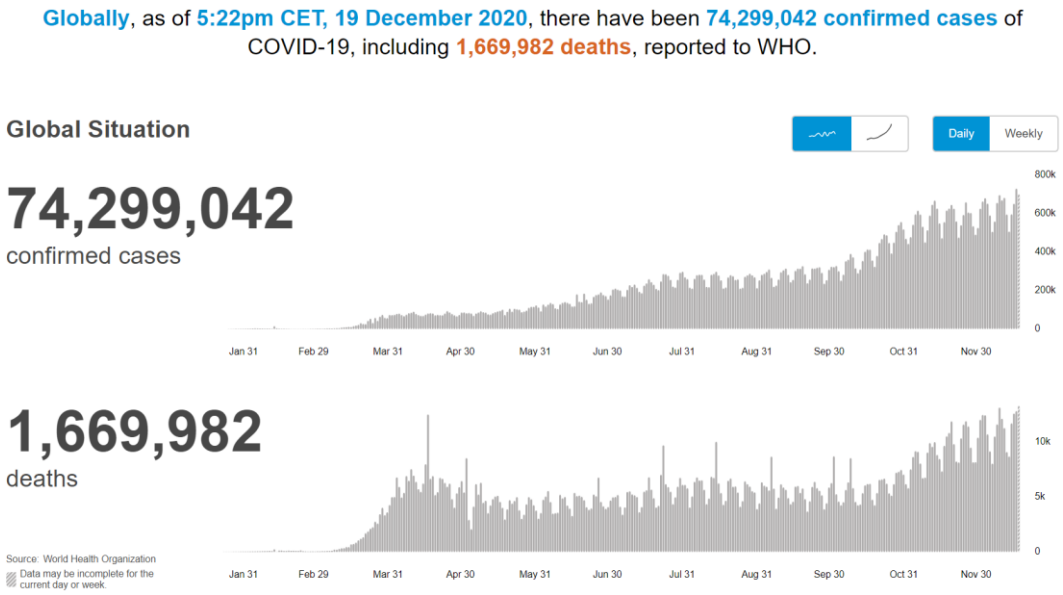
（一）全球疫情：海外持续反弹，疫苗加速落地，影响边际减弱

2020 年，受新冠疫情全球蔓延的影响，世界经济贸易遭受重创。2020 年初，不明原因的病毒性肺炎在中国开始蔓延。1 月 12 日，世界卫生组织（WHO）正式将病毒命名为“2019 新型冠状病毒”，在同月 31 号， WHO 宣布新冠疫情构成国际关注的突发公共卫生事件。在接下去的几个月中，日本、韩国、欧洲、美等地区陆续爆发大规模疫情，3 月 11 日，WHO 正式宣布新冠肺炎疫情“全球大流行”。

虽然目前国内疫情得到了有效控制，但海外疫情形势却不容乐观。据世卫组织 12 月 19 日的统计数据，全球新冠肺炎确诊病例累计超 7429 万例，累计死亡病例超 166 万例。随着秋冬季来临，美国 22 州的疫情出现明显抬头趋势，累计确诊超 1691 万例，累计死亡超 31.7 万例，单日新增确诊破 20 万例；欧洲多国疫情也持续恶化，法国新增确诊病例超 1.5 万例，总统马克龙确诊新冠；英国发现变异的新冠病毒，传染性比已存在的病毒毒株高出 70%，首相约翰逊于当地时间 12 月 19 号宣布将伦敦等部分地区的疫情防控级别将提升至最高级别第 4 级（封城）。英国方面表示，新变种有可能已传到国外，目前最迫切工作是确保这一变种病毒不会导致更高的死亡率。受此影响，多国相继宣布关闭边境、停飞往返英国航班等措施。

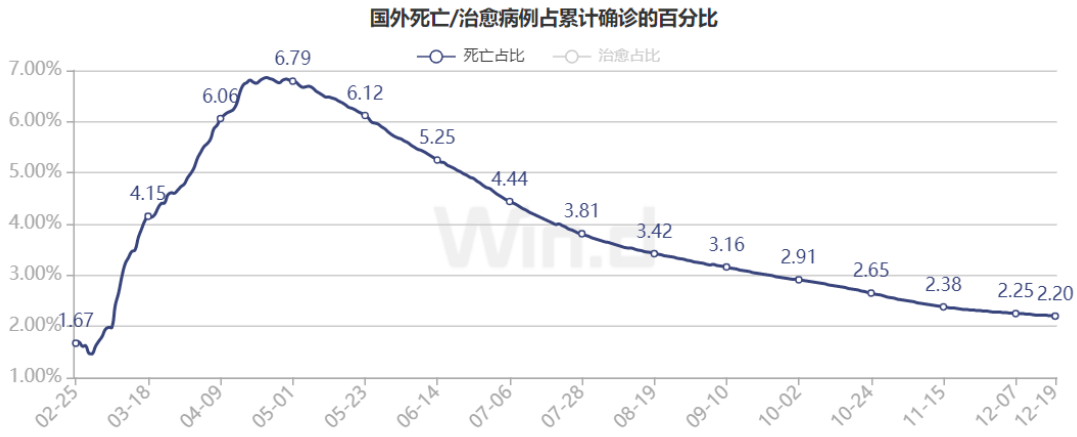
在全球疫情持续恶化之际，近期新冠疫苗捷报频传，美国辉瑞公司研发的新冠疫苗三期最终数据显示有效率达到 95%，美国 Moderna 公司、英国阿利斯康的疫苗三期中期分析结果分别为有效率 94.5%和 90%。目前，已有多个国家启动了紧急疫苗接种计划，据英国医疗服务体系（NHS），英国于 12 月 8 日开启了全国性的新冠病毒疫苗（辉瑞）接种行动，虽然英国出现变异毒株，但英国卫生大臣汉考克引最新的临床建议称，这种变种导致疫苗无效的可能性很低。美国于当地时间 12 月 14 日通过紧急的大规模疫苗接种行动，预计 2021 年 2 月底给 1 亿美国人接种疫苗，目前有辉瑞和莫德纳两款疫苗投入使用。除了英国及美国之外，欧盟委员会主席冯德莱恩 15 日表示，欧盟国家的民众可能最早在今年年底前开始接种新冠疫苗。值得注意的是，目前各国疫苗资源不均，且初期产能较少，大规模接种也需要 1 年至 2 年时间，与此同时新冠病毒也存在变异的风险。整体来看，短期内海外疫情仍不容乐观，但随着对病毒的了解加深，以及在防控和治疗更加精确有效的背景下，新冠疫情死亡率较 4 月高峰显著降低，叠加疫苗的加速落地，疫情对经济的影响正边际减弱。

图 1 全球疫情拐点未到



资料来源：WHO，瑞达期货研究院

图 2 新冠疫情死亡率率持续下行

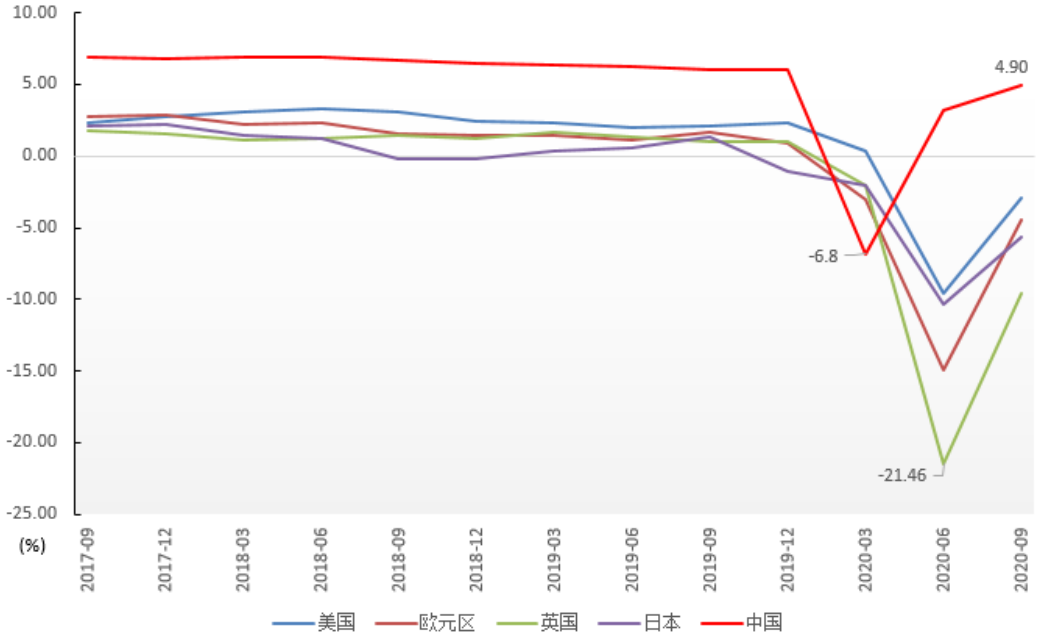


资料来源：wind，瑞达期货研究院

疫情对全球经济产生巨大冲击，IMF 预测 2020 年主要经济体中只有中国经济增速能实现正增长。为了限制疫情的发展，美国、欧洲、英国、日本等主要经济体在 2-4 月份陆续开始采取包括封城、停工停产、限制旅游等措施在内的疫情防控政策。受此影响，全球制造业、服务业及贸易活动几乎陷入停滞，各主要经济体二季度经济陷入严重萎缩。其中，美国二季度 GDP 环比下降 32.9%，同比下降 9.6%，超过 08 年金融危机时的降幅；欧元区二季度 GDP 环比下降 12.1%，同比下降 15%；英国二季度 GDP 环比下降 20.4%，同比下降 21.7%，创下有史以来最严重的衰退；日本二季度 GDP 环比下降 27.8%，同比下降 10.3%，创下有记录以来最大单季降幅。而较早控制住疫情的中国在一季度 GDP 同比下降 6.8%之后，二季度便反弹

至 3.2%。随着二季度末疫情逐渐受到控制，各国开始重启经济，在宽松的货币政策及积极财政政策的助推下，全球经济在三季度呈现 V 型反弹。但 10 月海外疫情再次反扑，多国再次封城，限制措施也进一步升级，四季度复苏势头将放缓，国际货币基金组织在 10 月 13 日发布的《世界经济展望报告》中指出，预计 2020 年中国经济将增长 1.9%,是全球唯一实现正增长的主要经济体。

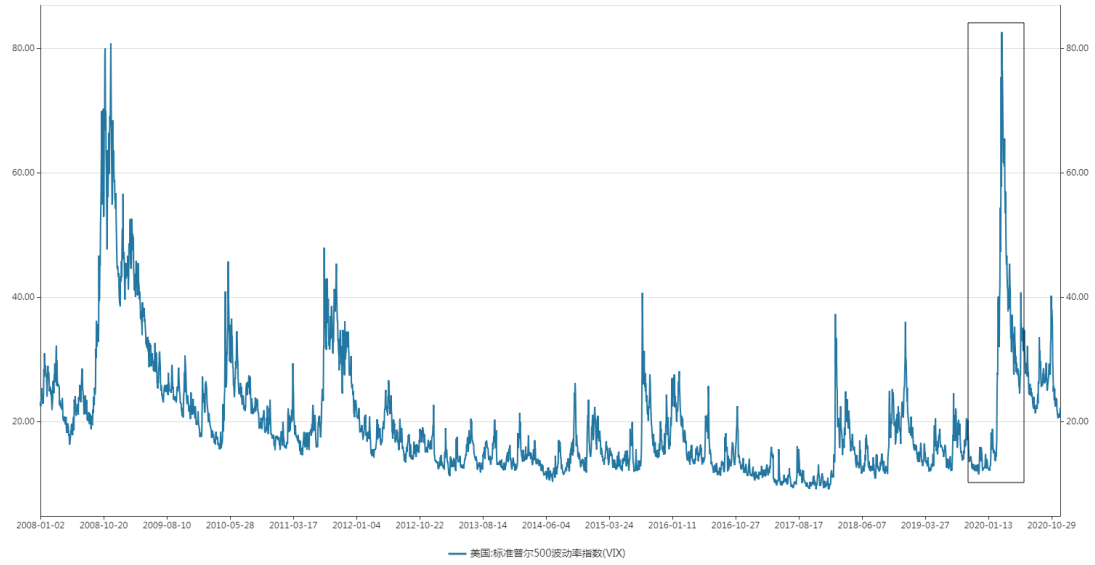
图 3 全球主要经济体 GDP 同比（%）



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

受新冠疫情的影响，全球各类资产价格大起大落。疫情爆发导致的经济萎缩使市场避险情绪急剧升温，VIX 恐慌指数在 3 月中旬飙升至 08 年金融危机时的水平。全球股市瀑布式下跌，美股在短短的一周内触发了三次熔断，原油、黄金等大宗商品价格也大幅下挫。投资者纷纷将手上持有的股票、债券和黄金等资产变现，作为避险货币的美元遭到疯狂的“抢购”，使美元指数三月中旬一度暴涨至 100 关口之上。不过以美联储为首的各国央行迅速采取降息及资产购买等货币政策手段维持了金融市场稳定，各国政府也陆续通过规模空前的财政刺激政策来支撑经济。随着疫情逐渐稳定、各国开始重启经济，叠加在宽松的货币政策和积极财政政策的刺激下，市场恐慌情绪明显降温，风险资产在三月下旬开启一轮强势反弹，而美元指数则走出了一轮下跌趋势。截至 12 月 19 号，纳斯达克指数本年度已涨超 40%，而美元指数年率跌超 6%。

图 4 VIX 恐慌指数在 3 月飙升至金融危机时水平



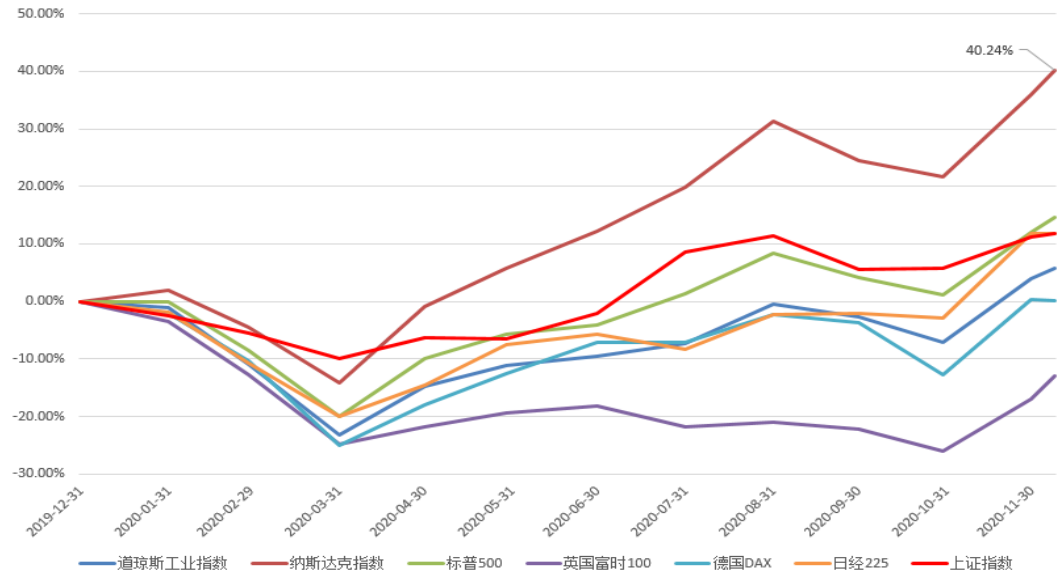
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 5 美元指数冲高后持续走低



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

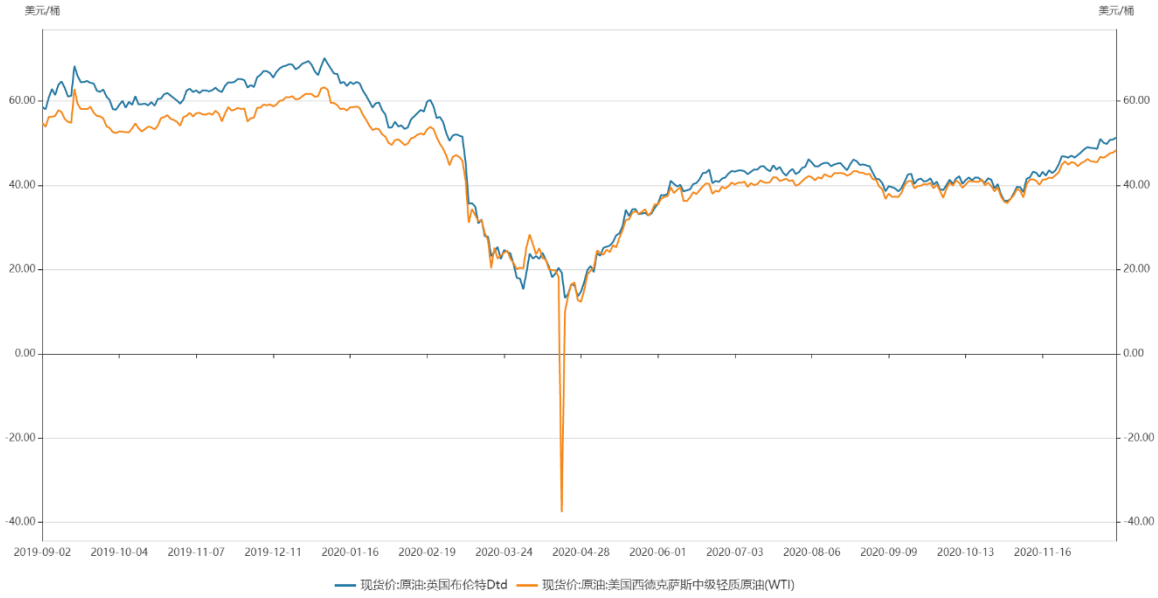
图 6 2020 年全球主要股市涨跌幅



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

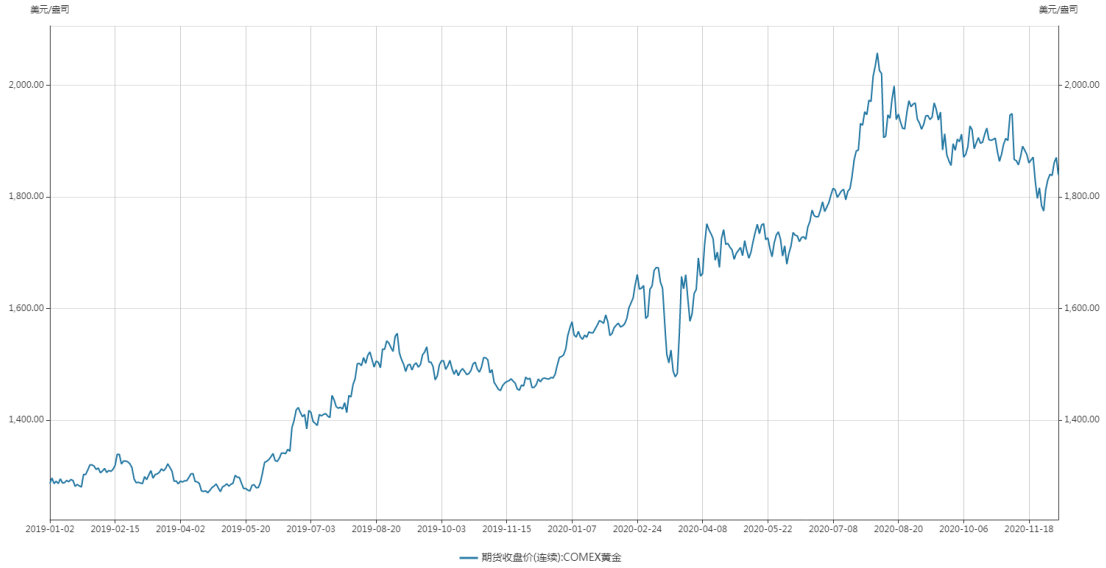
由于疫情导致全球经济陷入停滞，原油需求跌至冰点，叠加十年一遇的全球石油战争，国际油价出现了史无前例的负油价。而随着各产油国达成减产协议，叠加经济逐渐恢复，原油价格开始回升，但价格中枢仍较年初大幅下移。另一方面，作为传统避险资产，黄金价格在今年疫情的影响下继续走高，COMEX 黄金期货价格在 8 月初突破 2000 美元/盎司，虽然近期价格有所回落，但本年度也已涨超 20%。

图 7 布伦特、WTI 原油价格



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 8 COMEX 黄金期货价格



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

（二）全球经济：风险有所消化，经济延续复苏，不确定性仍存

1.商业活动两极分化，服务业景气度承压

在 2020 年一季度疫情全球爆发时，各国采取的防控措施大幅限制了商业活动，主要经济体制造业、服务业 PMI 均出现较大幅度的下跌，尤其是娱乐和旅游等面向消费者的行业受打击最严重，因此可以看到服务业 PMI 的下跌幅度要远大于制造业 PMI。各主要经济体商业活动在 4 月份降至冰点，随后在经济重启及宏观政策的支撑下出现明显反弹。不过三季度全球疫情出现反弹，四季度更是持续恶化，目前欧洲、美国疫情已超过 2020 年春季时的疫情高峰，多国不得不再次采取封锁措施以控制疫情发展。受此影响，疫情较为严重的欧洲主要国家制造业增速较上月均有不同程度回落，不过 11 月全球摩根大通制造业 PMI 指数仍维持在 53%以上的高增速，显示全球制造业复苏的趋势没有改变，但疫情的持续恶化无疑对经济复苏带来了负面影响。

具体来看，由于欧洲疫情大幅反弹，德、法等主要国家重启限制措施，导致服务业商业活动重陷萎缩区间。欧元区 12 月综合 PMI 初值由上月的 45.3 升至 49.8，但仍低于荣枯线。制造业 PMI 初值录得 55.3，服务业 PMI 初值录得 47.3，较上月有所回升。数据显示欧元区经济在 11 月的严重下滑后有所回升，减低了四季度 GDP 再次萎缩的概率。英国 12 月综合 PMI 为 50.7，重回荣枯线上方。其中，12 月制造业 PMI 录得 57.3，服务业 PMI 也由上月的 47.6 回升至 49.9。在 11 月经济封锁措施出现低迷后，12 月英国经济恢复增长。

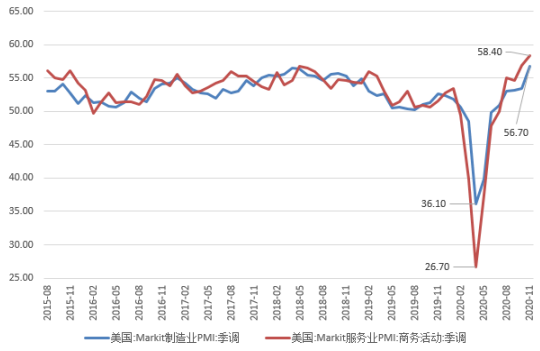
美国疫情持续恶化，企业扩张步伐减慢，疫情防控措施令服务业受到影响。美国 12 月 Markit 综合 PMI 初值为 55.7，较上月回落 2.9 各百分点。其中，制造业 PMI 小幅回落至

56.5。服务业 PMI 录得 55.3，较上月明显回落，新业务指数由 57.6 跌至 55，就业指数亦由 57.8 跌至 53.9。整体来看，美国 12 月 PMI 显示美国四季度经济仍将维持强劲的增长，但增速在年末有所放缓。尽管美国单日新冠确诊人数屡创新高，但市场对未来一年的经济预期已升至 6 年来的最乐观水平，这主要与美国大选后不确定性因素降低，以及疫苗加速落地等因素有关。

日本商业活动连续多月处于萎缩区间，全球需求回暖带动日本制造业景气度回升。日本 12 月制造业 PMI 初值录得 49.7，较 11 月上升 0.7 个百分点，显示制造业逐步企稳，但已连续 20 个月低于荣枯线。而 12 月服务业 PMI 初值则下滑 0.6 个百分点至 47.2。在去年 10 月的消费税上调以及新冠疫情的冲击下，日本经济受到巨大冲击，商业活动已连续多月陷入萎缩区间。不过随着海外需求边际回暖，以及中国经济的持续复苏，日本出口在近几个月强势回暖，带动日本制造业景气度持续回升，但服务业受疫情影响依然疲弱。

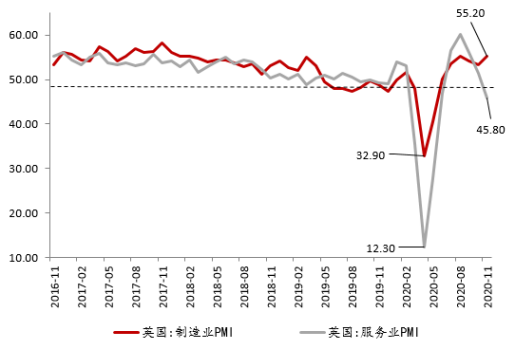
整体来看，从各国的 PMI 可以看出，新冠疫情对全球服务业的影响仍在持续，国际航空运输协会（IATA）在 12 月份公布的展望报告中指出，今年航空业收入从 2019 年的 8380 亿美元降至 3280 亿美元。预计 2020 年将出现 1185 亿美元净亏损。短期来看，目前全球疫情仍在持续恶化，服务业短期内仍难以大幅改善，制造业景气度也可能受到影响，四季度经济复苏势头料放缓，部分国家可能再次陷入萎缩。不过随着各国开始接种疫苗，明年疫情有望迎来拐点，服务业景气度有望在明年下半年企稳回升。另一方面，全球制造业目前仍维持在较高水平，需求的边际回升给制造业景气度带来支撑，预计明年上半年仍有望维持高位。

图 9 美国 Markit 制造、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 10 英国 Markit 制造、服务业 PMI



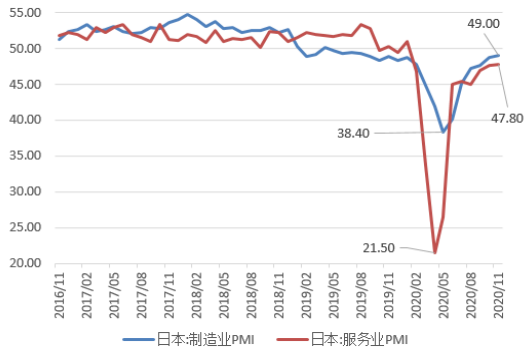
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 11 欧元区 Markit 制造、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 12 日本 Markit 制造、服务业 PMI

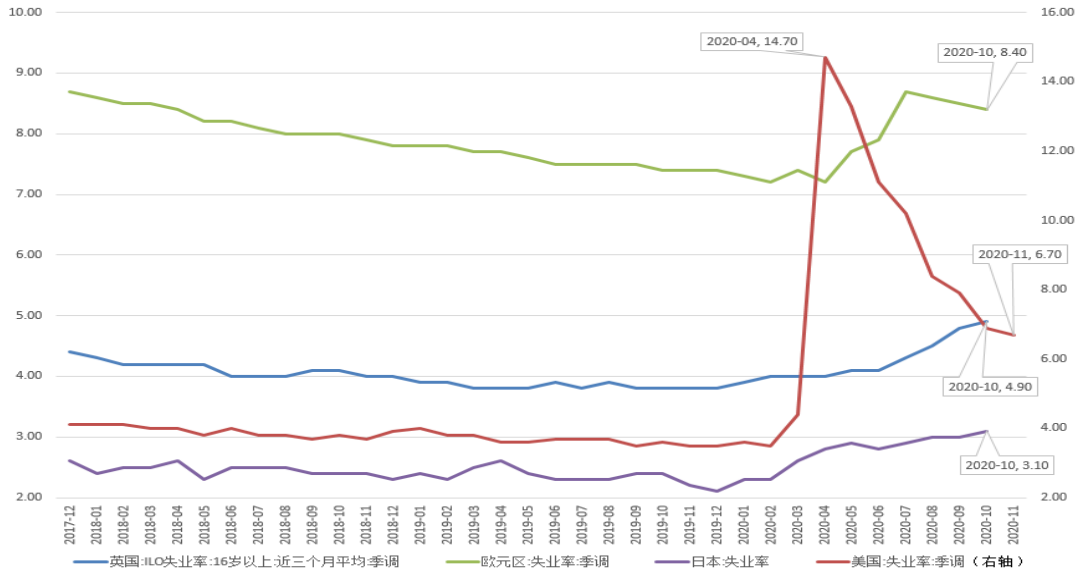


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

2. 全球失业率大幅上升，消费需求企稳回升

新冠疫情导致全球失业率大幅上升，疫苗加速落地有望缓解就业市场压力。预计 2021 年失业率将逐步回落，但短期内仍难回到疫情前水平。2020 年，新冠疫情在全球范围持续蔓延，各国采取的疫情防控措施导致经济活动几乎陷入停滞，大量企业倒闭、裁员，造成失业率急剧攀升。美国今年 4 月失业率一度从 3 月的 3.5%飙升至近 15%，不过随着美国政府在 5 月开始重启经济，失业率在 4 月触顶后开始回落，11 月失业率回落至 6.7%。英国、日本 10 月失业率仍在持续上升，欧元区 10 月失业率有所回落。整体来看，全球失业率仍大幅高于疫情前的水平，而多国 11 月重启限制措施，失业率在年末有可能继续上升。不过随着疫苗加速落地及经济复苏的预期，预计 2021 年失业率有望逐步回落，但短时间内仍无法恢复至疫情前的水平。

图 13 各主要经济体失业率（%）



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

失业率升高、收入降低等因素导致今年全球整体需求受到抑制。不过随着全球经济复苏，以及各国稳就业促消费的政策支持，2021 年全球消费市场有望企稳回升。从零售销售数据可以看出，3 月份爆发疫情之后，各主要经济体 4 月份零售销售均出现大幅度的下挫。而随着 5 月份各国逐步复工复产，接触封禁，疫情期间受到压制的需求得到释放，零售销售出现边际回暖。不过由于疫情的影响尚未消退，叠加近几月疫情的复燃，各国消费增速均出现放缓或回落的迹象。

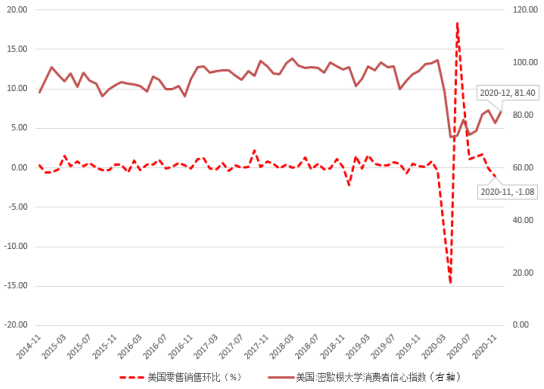
具体来看，美国 11 月零售销售环比降 1.1%，不及市场预期及前值，创 7 个月最大降幅，主要由于 11 月汽油销售跌幅由 10 月的 0.2%扩大至 2.4%，汽车及部件销售由持平变成跌 1.7%。而去除汽车的零售销售环比也降至 0.9%，显示其他消费也呈下降趋势。美国消费市场需求回落主要原因是财政支持的缺失以及美国国内疫情的大幅反弹。疫情以来美国政府通过了规模庞大的财政刺激计划，其中包括对美国公民发放现金，提振了疫情下美国民众的消费能力及意愿。不过由于上一轮发放现金的政策于 7 月底到期，美国居民收入大幅缩减，导致消费再次承压。另一方面，近期美国疫情大幅反弹并超过春季时的高峰，各州又不同程度的重启限制措施，再次对消费市场产生负面影响。目前美国一项 9000 亿美元的刺激计划有望达成协议，其中包括发放现金，若该方案通过，将有效提振消费者信心及消费意愿，消费市场有望重新提速。

英国 4 月零售销售数据大幅下滑至-22.6%，创 1991 年有数据信息纪录以来最大历史减幅。但 5 月经济重启后，英国政府推出“餐饮业临时减免增值税”以及“就餐补助”等政策促进消费，鞋服、家居用品销量激增，线上销售额强劲增长。英国 10 月份零售销售环比增长 1.2%，已连续第六个月上涨，同比增长 5.8%，超市场预期，主要是因为今年消费者较往年更早开始圣诞采购，且一系列店铺也提早提供折扣，提振了消费意愿。欧元区零售销售环比增速在 4 月份跌至创纪录的-11.7%，同比跌至-19.3%，而在 5 月解封后环比增速也大幅反弹至 17.8%，创 21 年以来最大增幅。欧元区 10 月零售销售额环比增长 1.5%、同比增长 4.3%，超市场预期，主要是由于疫情反弹带动网上零售激增，抵消了服装和鞋子类销售额的减少。另外，受疫情大幅反弹的影响，汽油销量环比下降 3.7%，同比下降 9.6%，降幅较 9 月扩大。

受消费税上调、人口老龄化以及疫情的冲击，日本 5 月商业零售销售跌至-9.46%，创近 20 年以来最大降幅。不过近期日本零售销售同比持续回暖，10 月零售销售同比增幅扩大至 11.94%，主要是去年 10 月消费税上调导致的基数较低，以及强劲的汽车销售，10 月汽车销售同比大增 31.6%。此外，日本政府的“GO TO TRAVEL”旅游补贴政策也带动消费需求的恢复。不过由于 11 月以来日本疫情持续恶化，日本政府在 12 月份宣布从 12 月 28 日

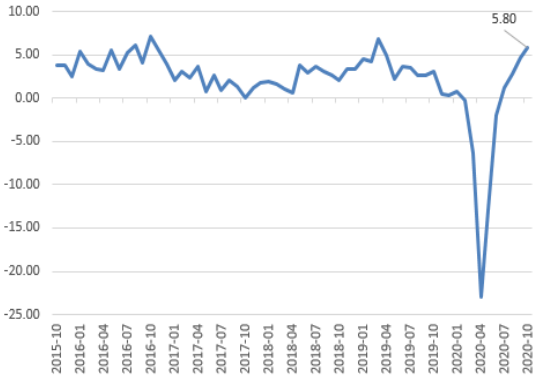
开始到明年 1 月 11 日为止暂停 GO TO TRAVEL 补贴活动。预计今年 12 月及明年一季度日本消费增速仍然承压。

图 14 美国零售销售环比持续回落



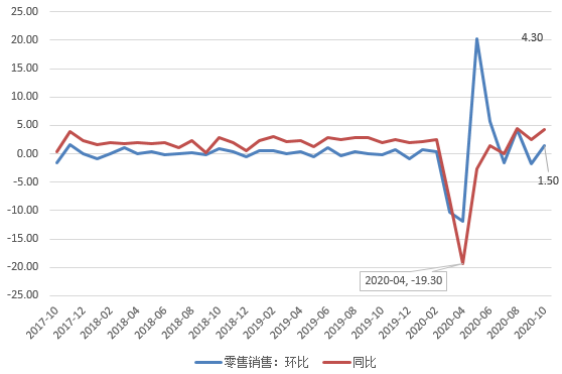
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 15 英国 10 月零售销售环比持续上涨



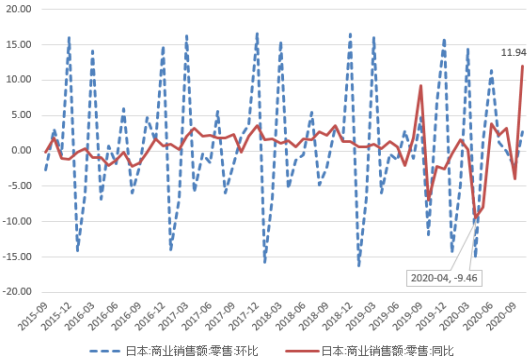
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 16 欧元区 10 月零售销售小幅回升



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

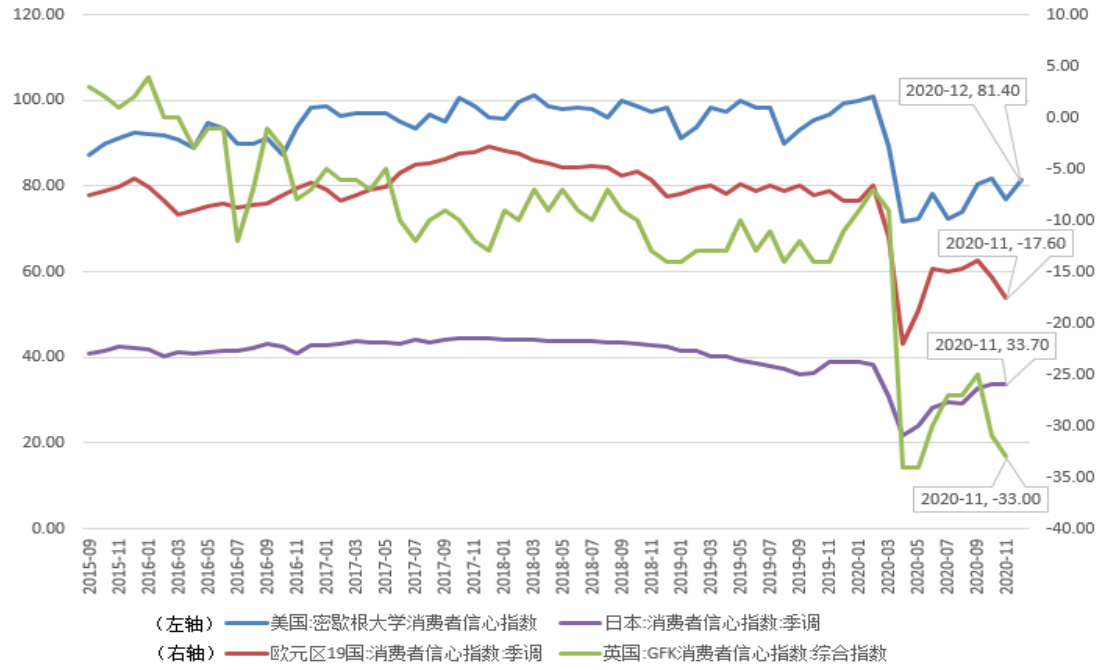
图 17 日本商业零售销售同比大幅回升



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

从消费领先指标来看，美国、欧元区、英国，日本消费者信心指数仍徘徊于低位，显示消费需求前景仍然疲弱。11 月欧洲疫情大幅反弹，英国、德国、法国等欧洲国家重启防控措施，导致消费者信心再次受到打击，欧元区 11 月消费者信心指数跌至-17.6，英国 GFK 消费者信心指数跌至-33。日本经济在三季度有所复苏，带动消费者信心回升，11 月录得 33.7，但仍不及疫情前水平。而在疫苗利好消息以及新一轮财政刺激达成协议的预期升温的提振下，美国 12 月消费信心指数回升至 81.4。整体来看，短期内疫情反弹使消费者信心承压，全球消费需求短期内仍然疲弱。不过在疫苗加速落地，疫情有望在明年迎来拐点，以及全球经济复苏的乐观预期下，2021 年全球消费需求有望企稳回升。

图 18 美国、欧元区、英国，日本消费者信心指数（%）



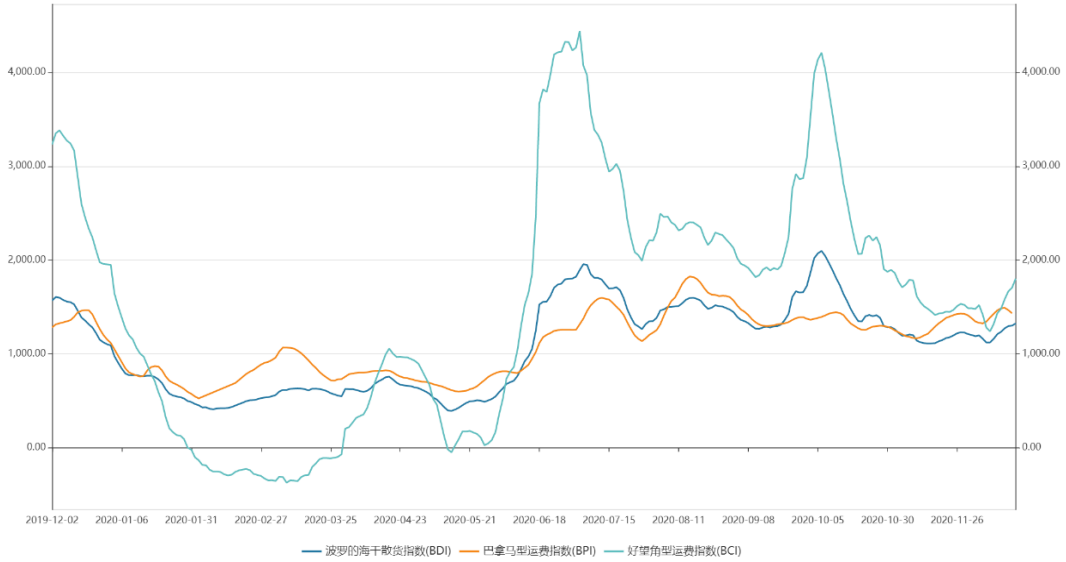
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

3. 国际贸易边际回暖，通胀水平有望回升

12 月 9 日，世界贸易组织（WTO）发布的国际贸易统计数据显示，今年第三季度，随着主要经济体恢复生产和放松封锁措施，以电子、纺织品和汽车产品为主的工业制成品贸易出现部分复苏，虽远低于 2019 年水平，但全球商品贸易较上半年显著改善。其中，汽车产品贸易 7 月份同比下降 19%，但 9 月份同比降幅缩大幅窄至-8%，主要是因为上半年被压抑的需求得到释放，制造商也提高了产能。另外，12 月 11 日 WHO 发布的年度贸易监测报告显示,2019 年 10 月中旬至 2020 年 10 月中旬期间，各成员采取的常规贸易限制措施显著下降，覆盖的贸易值从上一期的 7469 亿美元下降到 4409 亿美元，主要原因是全球贸易因疫情急剧减少，政府更关注抗击疫情，相对缓解了双边贸易紧张局势。而世贸组织成员所采取的贸易便利化措施覆盖的贸易值则从上一期的 5447 亿美元上升至 7313 亿美元，以确保经济稳步复苏。

从领先指标来看，素有全球经济“晴雨表”之称的波罗的海指数（BDI）从 6 月开始反弹，但在四季度小幅回落，维持在 1000-2000 区间内低位震荡，不过近几周有明显回升的态势，显示全球贸易活动有所回暖。随着全球疫苗加速落地，经济复苏前景逐渐明朗，2021 年全球贸易水平有望进一步回升。

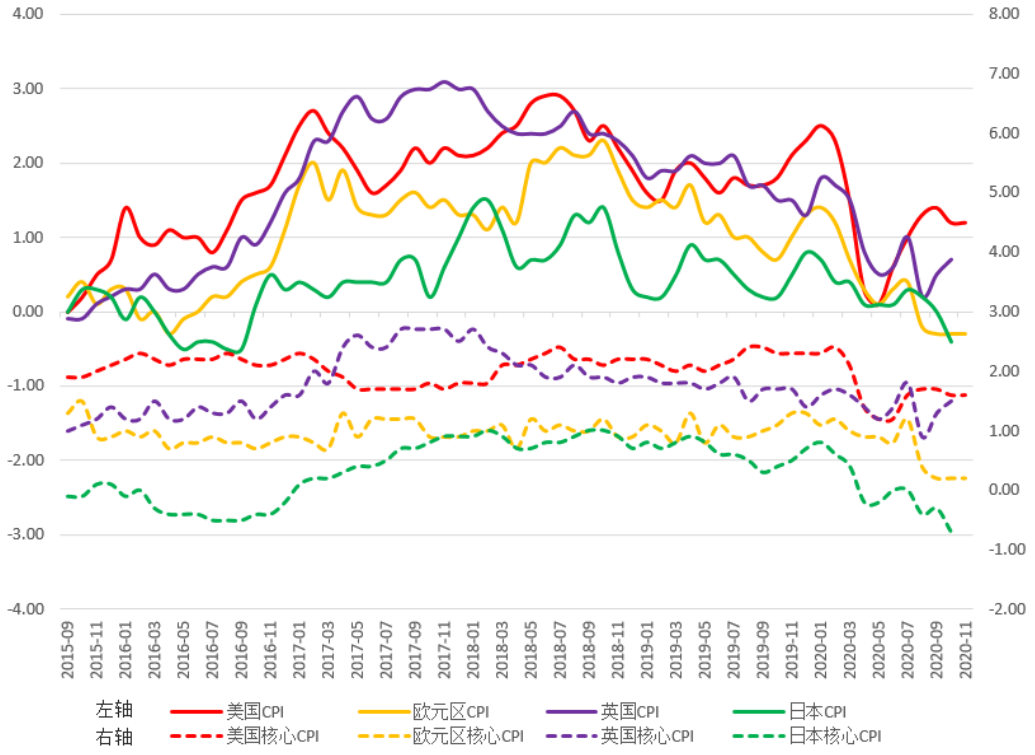
图 19 有全球经济“晴雨表”之称的波罗的海指数（BDI）



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

全球通胀水平低迷，明年有望触底回升。受今年疫情影响，全球整体需求疲弱，供需两端放缓导致物价水平持续走弱，各主要经济体通胀均出现不同程度下滑。其中，日本及欧元区出现了通货紧缩的情况。展望 2021 年，随着全球经济复苏、消费需求回暖以及宽松货币政策的推动下，全球通胀水平有望企稳回升，但短期受疫情影响仍然承压。

图 20 各主要经济体失业率（%）

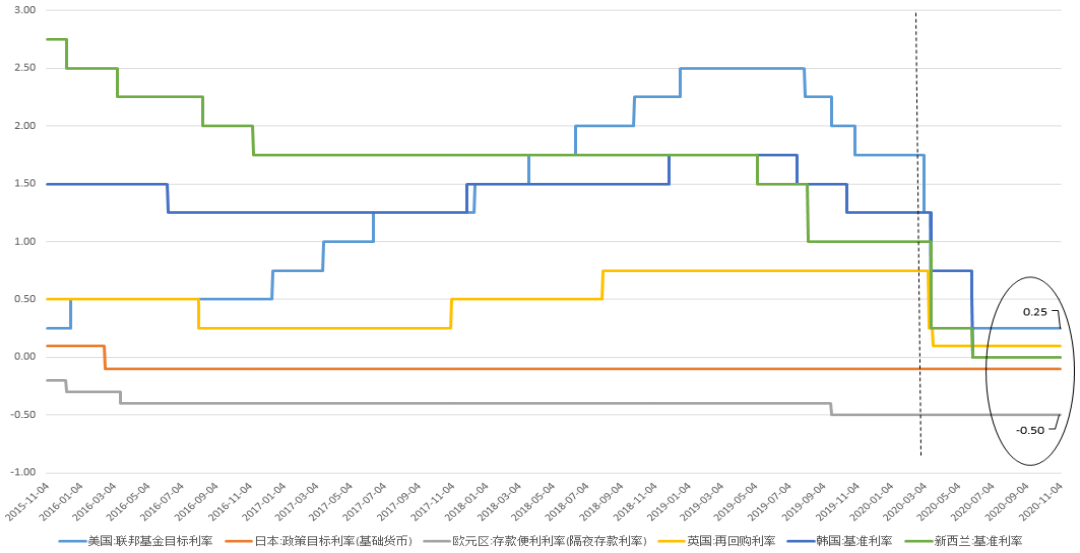


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

（三）各国央行维持宽松，全球债务水平飙升

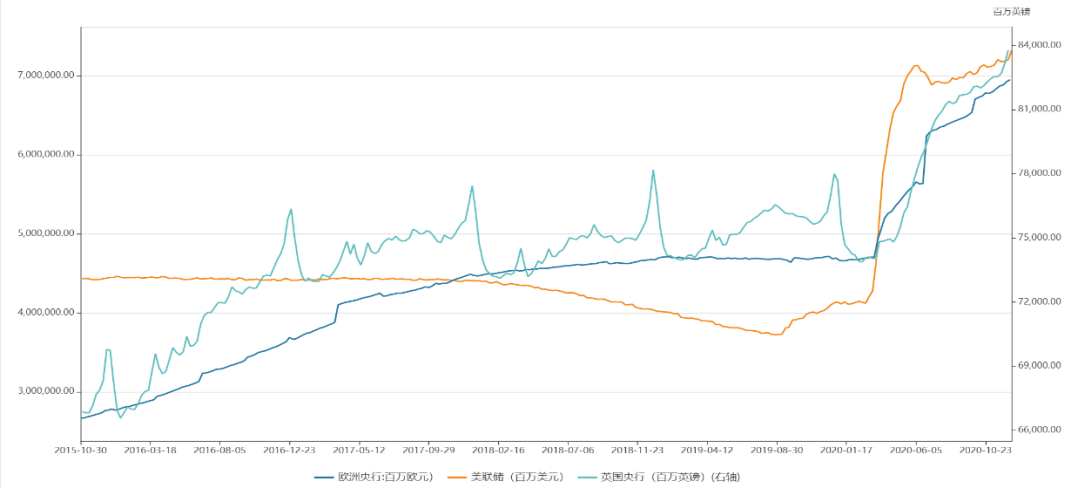
2019 年全球货币政策已经转向，开启了新一轮货币宽松。2020 年在新冠肺炎的影响下，世界经济陷入严重萎缩，市场避险情绪急剧升温。为了稳定金融市场、缓解疫情给经济带来的冲击，以美联储为首的全球央行开启了新一轮“降息潮”。美联储、欧洲央行、英国央行和日本央行仅今年在量化宽松政策上就投入了 6.1 万亿美元。各国政府也纷纷采取了规模空前的财政刺激政策，11 月 21 日，国际金融协会（IIF）表示，新冠疫情在第三季度把全球债务水平推至逾 272 万亿美元的新高。该机构称，全球债务将在今年年底达到 277 万亿美元，创出新的纪录。

图 21 全球央行开启“降息潮”



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 22 疫情后全球资产负债表加速膨胀

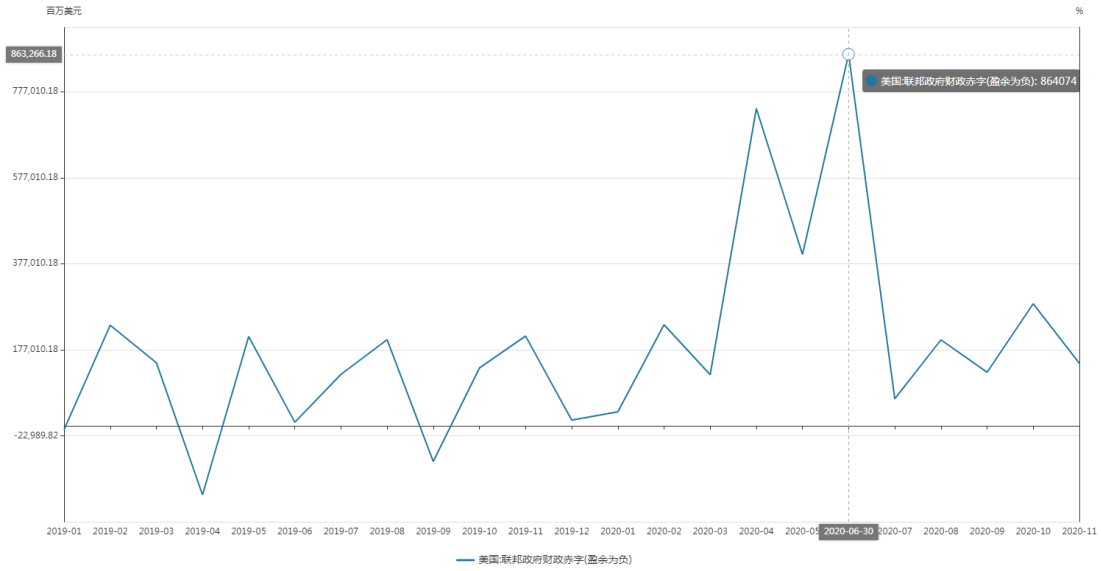


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

美联储：今年 3 月份疫情爆发以来，美国实体经济及金融系统受到巨大冲击，美国股市再短短 10 天内发生了 4 次熔断，跌幅超过 30%，市场流动性大幅收缩。美联储在 3 月 3 日宣布紧急降息 50 基点至 1.00%-1.25%，这是美联储 2008 年 10 月以来首次非常规降息，也是历史上首次因公共卫生事件非常规降息。3 月 16 日，美联储再次紧急降息 100 个基点至 0%-0.25%，并开启无限量化宽松（QE）。随后几日，美联储分别采取了商业票据融资（CPFF）、一级交易商信贷便利机制（PDCF）、货币市场共同基金流动性工具（MMLF）等货币政策，并九国央行建立临时美元互换机制。随着 4 月份疫情逐步控制，美国经济开始重启，金融市场恢复稳定，美联储下半年的货币政策也基本维持此前的宽松趋势。在 12 月的货币政策会议上，美联储维持利率在 0%-0.25%区间不变，并继续购买债券。美联储主席鲍威尔重申，如有需要，美联储可以扩大债券购买力度，调整所购买债券的久期，在通胀回归正轨之前不会加息。对于经济前景，鲍威尔称近几个月来，经济改善的步伐有所放缓；经济前景面临不确定性，将取决于疫情的发展。

财政政策方面，美国政府在上半年先后通过了四轮刺激方案，3 月 5 日，美国国会参议院表决通过一项 83 亿美元预算案，用于应对新冠肺炎疫情。3 月 18 日，国会参议院表决通过一项 1000 亿美元的经济援助法案，旨在保证民众维持正常生活，包括免费接受新冠病毒检测、带薪病假、紧急食物援助等。3 月 27 日，特朗普签署 2.2 万亿美元经济刺激法案，这是美国历史上规模最大的经济援助法案，用于救助企业以及为民众发放现金。4 月 23 日，通过了一项规模达 4840 亿美元的刺激方案。大规模的财政刺激推动美国财政赤字创下新高。美国国会预算办公室(CBO)表示，美国政府本财年的预算赤字总额仍可能攀升至 3.7 万亿美元，占美国全年国民生产总值的 16%，较美国应对 2008 年国际金融危机时期年度峰值的 1.4 万亿美元翻了一倍多。尽管如此，美国国内对新一轮财政刺激的呼声仍高，由于近期疫情的反弹以及财政断崖可能带来经济再次衰退的风险，美联储官员多次呼吁美国政府通过新一轮财政刺激方案。受 11 月美国大选影响，两党此前就新一轮财政刺激方案迟迟无法达成协议。不过 12 月以来，市场对新一轮刺激政策的乐观预期持续升温。首先是美国大选结果目前已基本尘埃落地，当选总统拜登有望领导新政府加快达成协议。另一方面，美国疫情持续反弹，经济复苏势头有所减弱，而离上一轮财政刺激方案截止日期已过去三个多月，若形成财政断崖，美国经济将面临二次衰退的风险。12 月 21 日，美国国会领导人就一项约 9000 亿美元的支出计划达成了协议，目前协议正等待参众两院表决。预计新一轮刺激方案有望在 12 月底前通过。

图 23 美国联邦政府财政赤字大幅攀升



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

欧洲央行：疫情大流行以来，欧洲央行紧随着美联储的步伐放宽货币政策，但由于欧元区已常年处于负利率状态（-0.5%），欧洲央行并没有采取进一步降息的措施，而是采用了大规模的量化宽松政策，分别在 3 月宣布购买 1200 亿欧元的额外债券，以及一项 7500 亿欧元紧急资产购买计划。另外，欧银在 4 月 7 日宣布采取一系列“史无前例的”临时放宽抵押品标准措施，以缓和欧元区日趋紧张的金融环境。其中包括为提升央行的风险容忍度；放宽使用银行信贷债权作为抵押品的条件；总体减少对抵押品估值的折减。并宣布接受希腊政府的垃圾级债券作为抵押。12 月 10 日，由于新一轮新冠疫情防控措施对欧元区经济复苏和通胀前景产生的负面影响，欧洲央行决定再次提高紧急资产购买计划（PEPP）规模，将购债规模增加 5000 亿欧元至 1.85 万亿欧元，并将该计划的期限从 2021 年 6 月延长到 2022 年 3 月。值得注意的是，近期欧元汇率的持续上涨也引起欧洲央行的注意，持续上涨的汇率或限制欧元区出口及核心通胀，若美元在明年进一步走弱，那么为了限制欧元涨势，欧洲央行对可能降低存款机制利率的态度值得关注，虽然进一步降息的可能性不大。

财政政策方面，在疫情的冲击下，一向严格控制财政赤字率的欧盟也不得不放宽债务规模限制，3 月 23 日，欧盟经济财政理事会批准了《稳定与增长公约》中的“一般性逃避条款”，暂停各国为实现财政目标而必须进行的结构调整，以允许额外的债务支出以缓解疫情引起的“严重经济衰退”。4 月 9 日晚，欧盟各国财长就 5400 亿欧元的一揽子抗疫纾困方案达成一致。另外，欧盟在排除了内部分歧之后，于 7 月下旬通过了一项高达 7500 亿欧元的“复苏基金”。

英国央行：受疫情影响，英国央行今年已将利率降至历史低位 0.10%，并重新启动了资产购买，并在近几个月之内将知产购买计划增加至 8950 亿英镑。12 月的利率决议上英国

央行宣布维持利率在 0.1%不变，维持资产购买总规模在 8950 亿英镑不变。并表示在有明确证据表明在消除闲置产能和实现 2%通胀目标方面取得重大进展之前不会收紧货币政策。财政方面，英国公共机构预算责任办公室（OBR）11 月发布的一份文件中指出，英国今年的预算赤字将达到 3940 亿英镑，占 GDP 的 19%，为第二次世界大战以来的最高值。整体来看，英国央行短期内仍维持宽松的货币政策，虽然英国央行并没有对负利率阐明观点，但若经济情况没有改善，且英国与欧盟如果无法达成脱欧协议，那么利率降至零以下的概率将会增大。

日本央行：在 3 月提前召开的货币政策会议中，紧急宣布加码货币宽松政策以支撑经济，宣布通过增加购买交易型开放式指数基金(ETF)和企业债来稳定金融市场,根据日生基础研究所提供的数据显示，日本央行 11 月持股总值已攀升至 45.1 万亿日元（合 4340 亿美元），成为日本最大的股票持有者，不过经过几个月的大举买入，目前购买速度已经放缓。在最新一次的利率决议中，日本央行宣布将基准利率维持在-0.1%不变，同时维持 ETF、房地产投资信托基金（J-REIT）购买规模。面对通缩压力，日本央行表示将评估货币宽松政策的可持续性，将在必要时采取更多行动。另一方面，日本内阁在 12 月 21 日批准创纪录的 106.6 万亿日元 2021-22 财年总预算支出。日本财务省预计 2021-22 财年的基本预算赤字为 20.4 万亿日元，是今年最初水平的两倍多。

整体来看，短期疫情的反弹给美欧经济复苏增加了阻力，全球通胀也持续低迷，因此全球货币政策仍将维持宽松，且仍有进一步宽松的空间。各国财政政策也将继续支持经济复苏。不过也要看到，当前世界经济最坏的时候已经过去，疫情对经济的影响也在逐渐减弱，2021 年政策将边际收紧。如果疫情控制及经济复苏超过预期，宽松政策可能在 2021 年底择机退出。

（四）全球局势：全球局势趋于稳定，不确定性因素仍存

美国大选：当地时间 12 月 14 日举行的美国选举人团投票中，拜登最终获得 306 张选举人票，特朗普获得 232 张。虽然根据美国的程序规定，美国参众两院还要在 2021 年 1 月 6 号清点选举人团投票的结果后在正式宣布胜利者,但目前拜登当选美国总统已成为事实。在政治主张方面，与特朗普主张的贸易保护不同，拜登崇尚自由贸易，未来美国会加强对话机制，从退群到加群，全球局势将更加稳定。在对华政策方面，虽然拜登没有那么强硬，但战略层面上对中国的全面遏制仍是大方向。拜登上任后中美料加强对话，双边关系可能会有一定的修复空间。不过也要注意的是，特朗普在拜登正式就任前的这段过渡期内有意“挖坑”，除了继续升级对华打压措施以外，特朗普政府在近期制裁土耳其，退出美俄罗《开

放天空条约》，还打算关闭美国在俄罗斯仅剩的两个大使馆，这无疑增加了拜登继任后进行政策回调的难度。

英国脱欧谈判：英欧谈判进入最后期限，硬脱欧风险仍存。脱欧谈判即将在 2021 年 1 月 1 日到期，按照此前商定，英欧双方需在 2021 年元旦前通过脱欧协议，否则英国与欧盟的贸易将回到世界贸易组织框架，也就是“硬脱欧”。不过截至 12 月 20 日，双方依旧在捕鱼权问题及公平竞争原则等问题上存在分歧。英国首相约翰逊此前表示，除非欧盟立场发生重大改变，否则很可能无法达成协议。欧盟首席谈判代表米歇尔·巴尼耶称达成协议的可能性存在，但达成协议的道路非常狭窄。目前来看，英欧双方能否在 2021 年 1 月 1 日前达成协议仍是未知数。如果双方无法达成协议并回到世界贸易组织框架，将使两国经济更加雪上加霜。

展望 2021 年，虽然短期内受疫情的影响，全球经济仍然承压，复苏进程上仍存在着不确定性。但也有不少向好因素，1）疫苗加速落地，疫情的对经济的影响边际减弱。2）全球经济延续复苏态势，最坏的时刻已经过去。3）除了低基数效应以外，实际复苏的动能可能不会太强劲，因此政策上仍将维持宽松，只是力度将有所减弱。4）为了应对疫情的冲击，世界各国之间的贸易限制措施显著下降，拜登当选美国总统后，政治局势偏向稳定，全球形势可能迎来一段修复期。整体来看，短期内全球经济在疫情的影响下仍然承压，复苏势头有所减弱。2021 年全球经济在疫苗及政策的支持下有望迎来一轮反弹，但复苏力度仍取决于全球疫情的发展形势。

图 24 2020 年全球主要经济体增速均为负，2021 年将出现明显反弹

		2019	2020	与上次预测差值	2021	与上次预测差值
世界银行（2020 年 6 月）	全球	2.4	-5.2	-7.7	4.2	1.6
	发达经济体	1.6	-7.0	-8.4	3.9	2.4
	发展中经济体	3.5	-2.5	-6.6	4.6	0.3
IMF（2020 年 10 月）	全球	2.8	-4.4	0.5	5.2	-0.2
	发达经济体	1.7	-5.8	2.2	3.9	-0.9
	发展中经济体	3.7	-3.3	-0.3	6.0	0.1
经合组织（2020 年 9 月）	全球	2.6	-4.5	1.5	5.0	-0.2
	G20	2.9	-4.1	1.6	5．7	0.2

资料来源：世界银行、IMF、经合组织，瑞达期货研究院

二、2020 年国内宏观经济回顾与 2021 年经济展望

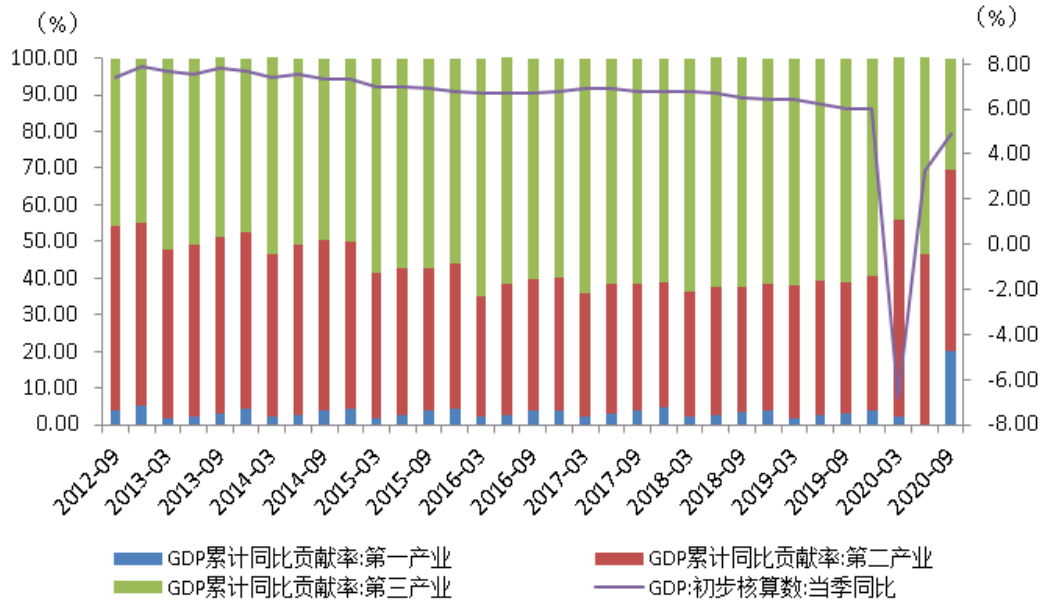
（一）经济增长：预计 GDP 增速上升至 8 %

2020 年，随着新冠肺炎疫情的爆发以及国内外环境严峻，我国经济遭受了巨大冲击，疫情对供需两端均产生压制，生产由于大面积停工停产而停滞，需求由于企业大规模亏损、失业人数增加而萎缩。而伴随着复工复产的加速，中国经济复苏态势逐渐稳固，复苏进度远超海外各国，前三季度 GDP 累计同比增长 0.7%，是首个 GDP 增速到达正数的经济体。从三驾马车来看，投资增速持续增长，基础设施建设投资增速回升不如人意，全年同比增长不会超过 3%；制造业投资持续回升，但全年来看难以转正，难以恢复至疫情前；房地产投资整体表现亮眼，有望推动第四季度固投增速恢复到 3%左右，但仍大幅低于疫情前水平。贸易方面，伴随着海外疫情的反复爆发，我国出口展现强劲态势，进出口持续增长，外贸稳中提质态势更趋明显，出口大已连续六个月实现正增长，态势有望保持。需求侧改革重心向消费逐步转移，未来将减少对进出口及投资的依赖。社零消费累计降幅保持持续缩窄趋势，单月社零消费增速于 8 月便已转正。通胀方面，猪肉供求关系改善使得猪肉价格下滑，导致 CPI 大幅回落，PPI 保持稳定回升态势，2021 年一二季度有望转正。供需持续改善，生产保持平稳，需求气温回升，就业改善好转，物价总体平稳，市场预期继续向好。

整体来看，我国经济仍处于一个持续复苏的阶段，新冠疫情所带来的影响已逐步褪去。对于 2020 年以及 2021 年 GDP 估算，我们使用 21.90%、24.30%、25.60%、28.20%作为四个季度的 GDP 占比，在各经济指标持续走好的背景下，我们估计 2020 年整体 GDP 将回暖至 2%-3%区间，代入前三季度数据可得，第四季度 GDP 增速预计处于 5.17%-8.71%区间，取平均值后，我们预计第四季度 GDP 增速将提高到 6.9%；由于 2020 年年初疫情影响，GDP 整体增量处于一个较低的基数水平，我们预测 2021 年一二季度 GDP 同比增速有望达到 10%或更高，再逐步恢复到一个较稳定的区间，我们以 10%，10%，8%，5%作为四季度 GDP 增速进行测算，得出 2021 年全年 GDP 增速上升为 8.1%。即使下半年能够达到或接近疫情前增速，也需要巩固和平稳运行一个阶段。在这种运行格局下，不易采取明显紧缩的货币政策。

2021 年是中国“再展宏图”的新起点，以战略长期的眼光谋划 2021 年的经济增长，经济应将保持“稳中有进”的合理增长水平。2021 年中国将开启“十四五”规划以及向 2035 年远景目标的奋斗，也将在实现全面建成小康社会、“第一个百年”目标的基础上，开始向社会主义现代化国家、“第二个百年”目标奋进的新征程。同时，基于中国国内巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果需要，明年需继续扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务，推进经济在稳定的前提下向高质量发展。

图 25 2020 年中国 GDP 增速稳步复苏



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 26 2020、2021 年 GDP 估算

	Q1	Q2	Q3	Q4	总计
GDP占比	21.90%	24.30%	25.60%	28.20%	100%
GDP年率	-6.80%	3.20%	4.90%	5.17%	
权重（保守）	-1.49%	0.78%	1.25%	1.46%	2.00%
GDP占比	-6.80%	3.20%	4.90%	8.71%	
权重（乐观）	-1.49%	0.78%	1.25%	2.46%	3.00%
2021年GDP（预计）	10.00%	10.00%	8.00%	5.00%	
权重	2.19%	2.43%	2.05%	1.41%	8.08%

资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（二）投资：增长动力切换，制造业投资再兴起

2020 年，我国固定资产投资总体呈 V 型趋势，制造业、基建投资增速持续回升，房地产投资保持韧性。作为最早爆发新冠疫情的国家，我国最先遭受疫情的影响。疫情初期，疫情大规模爆发，企业大幅停工停产，收入减少，就业率下降，资金紧张，投资遭受重创。1-2 月，固投累计同比探底至-24.5%，制造业、基础设施、房地产开发三大领域投资增速均下降明显。随着各地区、各部门认真贯彻落实中央一系列稳投资政策，积极应对新冠肺炎疫情对投资的冲击，投资增速虽下降较多，但降幅已明显收窄。直到 9 月，随着国内疫情防控取得重大成果、大部分企业已复工复产以及稳投资各项政策显效发力，固投累计同比全年首次转负为正，由-0.3%回升到 0.8%，基建投资由下降 0.3 转为上升 0.2%，保持良好回升态势。前 11 个月固定资产投资同比增长 2.6%，较上年同期回落 2.6 个百分点，制造业投资降幅进一步缩窄，房地产投资保持韧性，基建投资增速缓步上升。随着“六稳”“六

请务必阅读原文之后的免责声明

保”政策逐步见效，预计第四季度固投增速将继续提升至 3%，2021 年经济回升将持续加快，固定资产投资累计增速或受制造业的回暖所推动，整体为一二季度高、三四季度低的趋势，固投增速或将~~达 5%-6%（？），~~回归疫情前水平。

1．财政政策积极，基建不及预期

由于疫情原因，今年我国采取了超强力度的财政政策扶持经济，以渡难关。财政赤字规模比去年增加 1 万亿元达 3.76 万亿，地方政府专项债较去年增加 1.6 万亿达 3.75 万亿，并且增加发行 1 万亿的抗疫特殊国债，从而引发市场对基建投资的高预期。从实际增速来看，2020 年 1-11 月，全口径基建投资累计增速为 2.42%，不含电力的窄口径基建投资累计增速为 0.2%，电力、热力、燃气及水的生产和供应业的投资增速较高，为 17.5%。累计增速受到一季度数据拖累明显，但 11 个月以来单月基建增速也都在 8%以下，明显低于此前市场对基建的高预期。

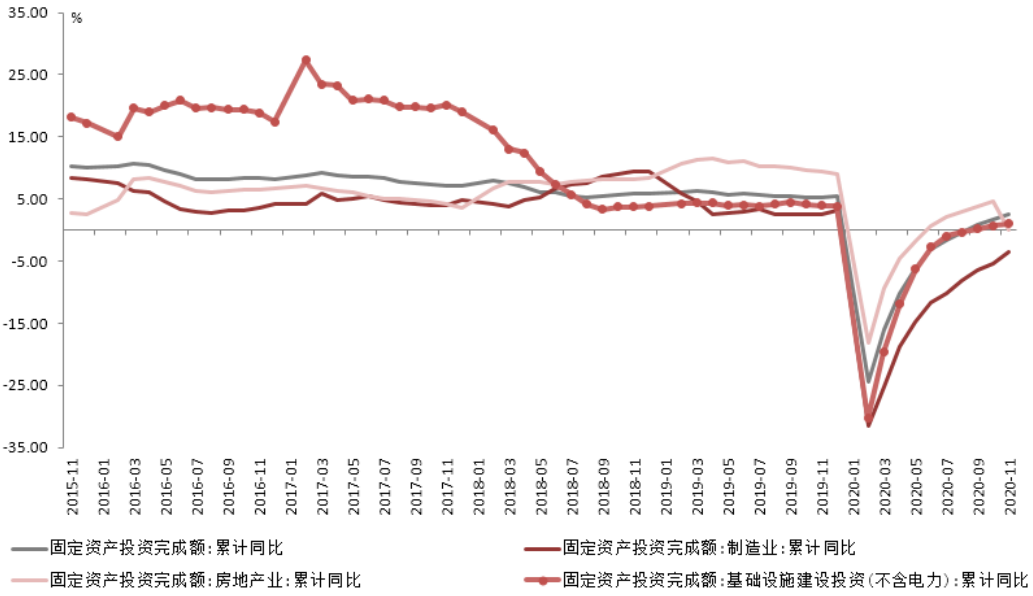
优质项目相对缺乏是基建投资不及预期的主要原因。2020 年地方政府财政收入受疫情影响而减少，而抗击疫情以及“保增长、保民生、保稳定”等工作要求财政支出增加，尽管总量上财政政策更为积极，但实际用于基建投资的支出有所挤压。1-11 月专项债累计发行 35466 亿，剔除先行下达因素影响后，已完成全年专项债发行计划。10 月 21 日，财政部预算司王克冰表示，各地已有近 3000 亿元专项债券用于铁路、轨道交通、农林水利、生态环保等领域符合条件的重大项目资本金。这代表着目前用于项目资本金的专项债仅占总发行专项债的 10%左右，远低于中央设置的项目资本金比例 25%，侧面反映了项目收益不高、不够优质从而制约了专项债的使用。

另一个原因是今年 7 月以来棚改专项债重启，挤压了部分基建资金。2020 年 3 月，国家监管下发明确要求专项债资金不得用于棚改领域。由于许多市县基建项目储备规模较小、质量较低，发行其他类型专项债有难度，而棚改债较为成熟，因此 2019 年专项债使用大量集中在棚改、土储领域。监管下发要求后，现有基建项目储备难以立马吸收专项债资金。5 月监管部门明确棚改专项债可以恢复发行，7 月末湖北省专项债发行成功，其中一批专项债投向棚改项目，系今年首批发行的棚改专项债。自 7 月开始有专项债流向棚改领域后，棚改占专项债资金流向的比例大幅提高，基建领域融资占比则不断下滑，这也从另一侧面反映出，现有基建项目质量无法匹配专项债发行使用。

展望 2021 年，伴随着经济逐步复苏回归正常化，作为逆周期政策调节手段的基建投资也将回归正常化。预计 2021 年经济将恢复至疫前正常水平，对应的逆周期调节政策力度也将弱于 2020 年，其中财政政策的力度或将明显收缩，投入到基建的资金也将有所减少。并

且，由于基建投资项目储备需要一定的周期，优质项目相对稀缺也同样限制了基建投资的上限。综合来看，考虑到基数效应，预计 2021 年基建投资累计增速将持续回暖，但由于优质项目缺乏的原因，叠加财政政策的常态化，2021 年全年基建投资增速将不及疫情前水平。

图 27 固投增速稳中放缓



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

2. 内外需求持续改善，制造业投资高速增长

2020 年全球制造业投资受到疫情严重冲击，中国制造业也未能幸免。全球需求受疫情影响大幅下降，牵连贸易下降，制造业景气度下降。各国制造业 PMI 都遭受一定幅度的影响。我国 PMI 在 2 月时急剧下滑至 35.7%，其中，新订单和新出口订单均处于年内最低，分别为 29.3 与 27.7，工业企业利润同比下降 38.3%，中国制造业遭受沉重打击。今年，中国制造业投资累计同比呈 V 型趋势，年初滑落，而后不断修复。与固投趋势相同，1-2 月制造业投资处于谷底，同比下降 31.5%，主要因素是大面积的停工停产使得制造业停滞不前。伴随着政策的落实以及资金的到位，制造业投资持续增长。2020 年 1-11 月份固投中制造业投资累计同比增速为-5.3%，制造业投资虽仍为负增长，但降幅却进一步缩窄，较前 10 月收窄 1.8 个百分点，显示制造业处于稳步复苏的态势，2020 年全年同比增速或将呈负增长，但随着结构的不断优化，明年年初将转负为正。

随着进入后疫情时期，全球疫苗有望在二季度前大规模接种，全球经济将同时处于复苏周期，预计我国 2021 年制造业投资将达到双位数的高速增长。主要原因有以下三点：

一是企业利润的回升。随着疫情逐渐得到控制，经济逐步复苏回归正常化，二季度以

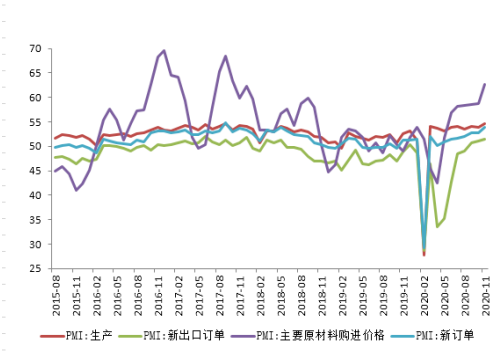
来各类经济行为主体的活动开始逐步复苏，且速度较快，企业盈利恢复亮眼。企业进一步投资的前提是生产经营活动正常，且盈利水平稳定，在生产向好、需求回升以及价格改善三方面因素的带动下，工业企业利润在 2020 年 6 月份开始出现明显改善，虽然 1-9 月企业利润仍处于负增长区间，但降幅正不断缩窄，尤其是进入三季度以来装备制造业和原材料制造业利润快速增长，而到了 10 月份，企业利润年内首次转正，累计同比增长 0.7%，显示出了良好态势。随着经济形势的走好，预计 2021 年制造业累计利润或将保持增长，从而推动制造业的蓬勃发展。

二是出口量的持续增长。由于我国更早一步从疫情中恢复，中国承担起了全球制造中心的角色。从景气指数来看，疫情得到防控之后我国制造业 PMI 持续位于荣枯线上，且自二季度以来总体处于回暖趋势，11 月官方制造业 PMI 为 52.1，为年内最高，新出口订单自三季度以来持续增加，显示我国制造业仍在不断回升，这一趋势有望延续至 2021 年。随着国内外需求稳步回升，供需循环有望进一步改善，制造业企业的盈利能力将保持稳定，因此预计相关企业将逐步恢复投资活动。

三是 2020 年较低的基数效应。2020 年制造业投资累计同比呈 V 型趋势，年初滑落，而后不断修复。虽恢复态势良好，但不可否认 2020 年总体制造业投资处于一个呈小幅负增长的区间，促使明年制造业投资或将显示高增速。

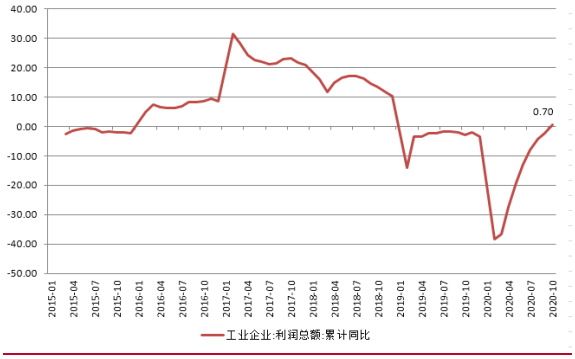
综合来看，在内生增长动力和基数效应的作用下，预计 2020 年 12 月制造业投资累计降幅将进一步缩窄，而在 2021 年一二季度或将达到年内高峰，三四季度小幅回落，整体保持一个相对稳定的趋势，有望达到双位数增长。

图 28 制造业 PMI 重回荣枯线上



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 29 工业企业利润逐步回升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

3. 严格落实“三条红线”，房地产投资保持韧性

2020 年房地产投资保持较高增速，整体强度超出市场预期。尽管在疫情期间，房地产投资也受到新冠疫情影响巨大，但房地产总体仍保持较强韧性，恢复速度超出预期。

今年 8 月 20 日，住建部和央行召开重点房地产企业座谈会，明确提出要实施好房地产金融审慎管理制度，增强房地产企业融资的市场化、规则化和透明度，并设立了房企融资的“三条红线”（其一，剔除预收款后的资产负债率大于 70%；其二，净负债率大于 100%；其三，现金短债比小于 1 倍）。从短期来看，监管加码提升了房地产企业的短期融资压力。“三道红线”令房企需转变传统融资模式，转而更加注重短期销售回款和现金流管理能力，扩张节奏预计将逐步收敛。但从长期看，“三条红线”政策将指引房地产行业良性发展，并扭转当前地产股估值普遍偏低的问题。

从数据来看，2020 年房地产有着强韧性，表现亮眼。随着 1-2 月国内疫情的爆发，房地产投资增速处于年内最低值-16.3%，形势不容乐观。而随着政策的落实到位，刚需的持续拉动，到 6 月份房地产投资增速为 1.9%，实现转正，体现房地产恢复迅速。伴随着经济的持续恢复，11 月份房地产增速已逐步接近疫情前增速 6.8%，体现出房地产市场依旧保持韧性。随着疫情影响逐步消退，经济复苏态势稳健，下游销售回暖。11 月，商品房销售面积同比增长 1.3%，增速环比增加 1.3 个百分点。商品房销售额同比增长 7.2%，增速环比提高 1.4 个百分点。11 月份的新增居民贷款为 5049 亿元，较 10 月仍有提升，体现出居民房贷需求有序扩张，对于房产仍有意愿，侧面说明行业景气度将继续回暖，房地产开发投资将保持韧性。

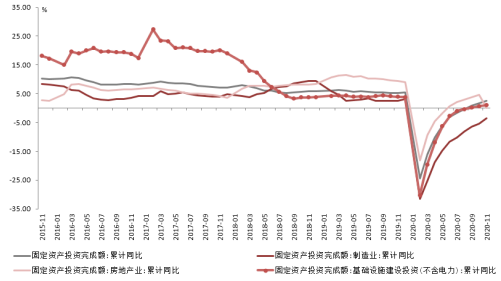
从资金来源来看，1-11 月份，房地产开发企业到位资金同比增长 6.6%，增速较前 10 月增长 1.1%，增速自疫情以来不断回升，说明房地产企业资金正逐步到位，仍有继续增加建设的能力。到位资金中，国内贷款持续增长，显示国内贷款对房地产企业起着重大支撑作用；利用外资继续回落，侧面体现出 2020 年国内货币政策替房地产融资缓解了极大的资金压力。从资金层面来看，2021 年房地产投资仍有上升空间，但幅度不大，伴随着宽松货币政策的必要性不断降低，房地产投资增速或将逐渐回落。

新开工面积降幅缩窄，土地购置面积小幅回落。直到 11 月，新开工面积和土地购置面积仍为负增长，购置面积再次回落 1.9 个百分比，降幅进一步扩大，说明 2021 年施工面积增长空间有限。随着“三条红线”的落实，使得企业对资金流动性需更加看重，融资压力大。在外部融资条件收紧的情况下，房地产或将调整拿地节奏，面对这种情况，地方政府或将通过调整土地供给的结构来提振当地房地产企业的拿地意愿，促进房地产企业的持续发展。

总体来看，预计 2021 年房地产投资仍保持韧性。2020 年疫情以来，各城市商品房成交面积迅速恢复，一线城市在 9 月份达到峰值。预计 2021 年房地产企业仍将保持积极的措施以应对外部融资条件收紧。货币政策边际调整、融资政策收紧后，房企对销售回款的依

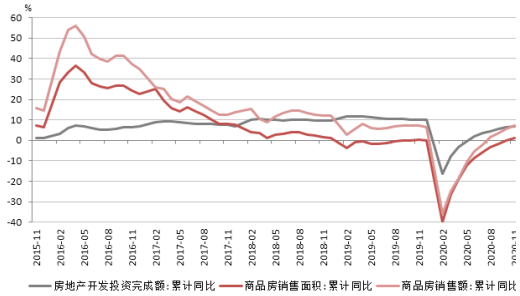
赖度将会显著提升。随着政策的落实，资金层面压力加大，房企或将加快新开工及期房销售，但由于资金压力，施工和竣工韧性将会较小。综合来看，在外部融资约束下，预计房地产开发投资将保持韧性，叠加 2020 年疫情期间的基数效应后，预计 2021 年房地产投资全年累计增速将回归疫情前增速。

图 30 房地投资富有韧性



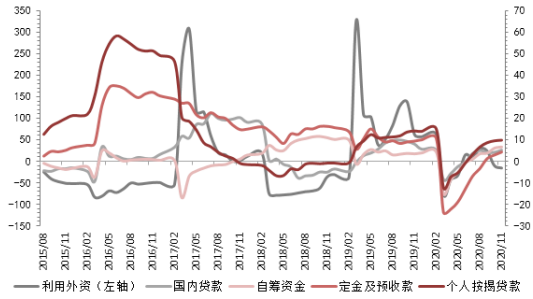
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 31 房地投资与销售累计同比



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 32 房地产企业开发资金来源



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 33 土地购置与新屋开工面积



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（三）消费稳步复苏，餐饮汽车仍为主导

随着后疫情时期的到来，中国经济复苏稳健，叠加大规模货币政策的落实，国内生产端恢复快于需求端，其核心矛盾是有效需求不足。针对需求端管理问题，我国疫后关于扩大需求和需求侧管理的中央论述主要有：327 政治局会议明确定调要扩大内需；730 政治局会议提出“要持续扩大国内需求”，“扩大最终消费，为居民消费升级创造条件”和“积极扩大有效投资”；五中全会继续提出“坚持扩大内需这个战略基点，加快培育完整内需体系，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求”；在疫后修复中，消费的恢复最为缓慢和平稳，且限额以上消费恢复持续快于整体社消。从数据来看，前 11 月社会消费品零售总额同比下降 4.8%，降幅比上半年收窄 6.6 个百分点，而限额以上消费品零售总额的累计增速为-2.8%，较上半年收窄 7.5 个百分点。相较于生产和投资增速的回暖，消费增速回升更为平稳。11 月社会消费品零售总额增速为 5.0%，社消单月增速持续 4 个月实现正增长，而限额以上消费品零售总额在前 11

请务必阅读原文之后的免责声明

个月中，共计有 6 个月实现了正增长，限额以上消费的恢复快于总体消费。这主要是因为在疫情期间，高收入人群所遭受的冲击远没有低收入人群来的大，促使低收入群体的消费修复速度较慢。

疫情期间必选消费表现强劲，可选消费疫后不断修复，但仍有接近一半的消费类别还未恢复疫情前水平。分行业来看，在疫情期间，由于疫情居家隔离，尽管消费遭受到疫情的巨大冲击而产生大幅滑落，但必选消费中的粮油食品、饮料以及药品仍维持正增长。疫情冲击后，可选消费中的通讯器材、日用品、文体娱乐、化妆品、文化办公用品、烟酒等商品持续恢复，前 11 月累计增速均实现正增长，但仍然有接近一半的消费类别还未回到去年同期的水平，仍然维持负增长，且与去年全年的消费增速水平相差较多。

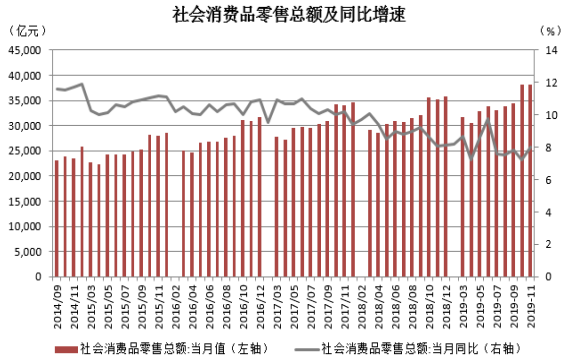
下一阶段消费的复苏或将呈现出必选增长放缓、可选恢复加速的态势。2020 年一季度由于疫情原因，外出就餐活动基本停滞，餐饮需求从室外转为居家烹饪，因此在餐饮行业景气度大幅下落的同时，粮油食品的需求显著提高，而随着餐饮行业回暖，粮油食品的增速相应出现回落。粮油食品作为必选消费品，并不会随着整体消费的变动而大幅波动，增速总体呈现出稳定且略微向下的趋势，近五年来始终维持在 10%附近的增长。2020 年年初，虽然受到疫情带来的需求提振，但前三季度的增速已经从一季度的 12.6%回到 10.6%，距离去年平均水平仍然有 0.4%的小额差距。预计后续粮油食品的消费增长或将将处于 10%左右，全年增长水平较去年小幅回落。从居民的消费支出比例来看，11 个月以来居民消费支出中教育文化和娱乐的占比出现显著上升，但仍未恢复至疫情前。预计 2021 年居民的消费支出将偏向服务类消费，同时餐饮消费、烟酒的消费数据将十分亮眼。

汽车消费有望大幅增长，通讯器材消费或将走出独立行情。疫情期间，通勤需求的持续和自身行业的修复使得汽车消费逐步走出负增长区间，同时以特斯拉为首的新新能源汽车公司在新能源汽车与自动驾驶技术方面取得了较快的发展会进一步加速消费。预计 2020 年汽车消费有望实现正增长，2021 年增速将处于两位数的高区间。就通讯器材来说，随着疫情期间的居家办公需求的增加，通讯器材已实现较大幅度的增长，与其余消费品有一定程度的差异，行情走势独立。同时中国的 5G 网络建设将迎来新阶段，各大手机厂商成熟的 5G 手机产品将逐渐上市，预计 5G 换机潮也将带动通讯器材消费的增长，2020 年全年通讯器材将实现 10%左右的增速，2021 年将延续 2020 年的消费景气。受益于自身行业进入快速发展时期，预计汽车和通讯器材将带动消费增长，2021 年消费回暖迅速。

总体来看，2021 年随着服务消费带动可选消费进一步回升，叠加基数因素，预计消费增速在一二季度将快速上升至 10%。2020 年，中国最先遭受到疫情的冲击，但也最先从疫情中走出来，供给端恢复快于需求端，需求侧管理遭到重视。疫情期间必选消费表现强劲，

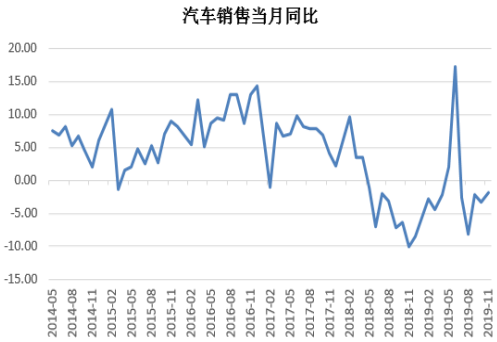
可选消费疫后不断修复，但许多消费类别仍处于低位，下一阶段消费的复苏或将呈现出必选增长放缓、可选恢复加速的态势。汽车消费恢复迅速，通讯器材消费走出独立行情，两者将共同作用，拉动明年消费的进一步回暖。预计 2020 年整体社消增速在 0%左右，2021 年随着经济逐步修复到疫情前水平，居民的收入增速或将恢复至接近疫前水平，对消费形成了一定的支撑，叠加今年较低的基数因素，预计 2021 年一二季度社消增速或将到达双位数增长。

图 34 社零总额及同比增速



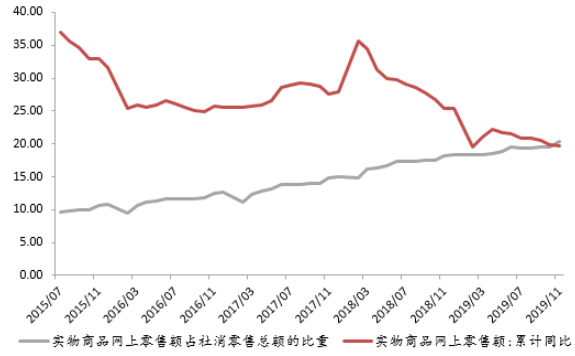
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 35 汽车销售持续回暖（%）



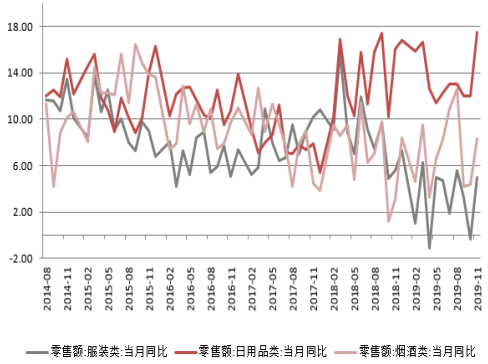
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 36 网上零售增速上升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 37 社会消费品零售分类增速（%）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（四）进出口持续回暖，贸易形势不确定

受新冠疫情全球蔓延的影响，我国外贸市场受到巨大冲击，全年增速呈前低后高趋势。疫情初期，出口成为市场最悲观的预测变量；但从结果来看，海外疫情恶化拉动了抗疫物资和居家办公设备出口，海外疫情好转带动家具、服装等一般贸易品出口，两者共同促进 2020 年出口持续超市场预期。2020 年 1-2 月，由于年初全国性的疫情防控措施，我国经济陷入大范围停滞，制造业停工停产，部分企业不得不面临订单取消或延迟交付的情况，出口的供给端受到明显影响，我国出口增速大幅下滑 17.1%。不过随着国内经济的复苏，复工复产提速，中国进出口逐步好转，3 月份我国出口 1851.5 亿美元，增速同比下降 6.6%，大

幅高于前值和预期，显示国内对疫情的防控以及对经济的大力扶持逐步见效，但同时海外疫情开始爆发，外需遭到重创，对我国出口增速产生了抑制作用。之后我国逐步进入“后疫情”时期，整体经济快速复苏。与此同时海外疫情进一步恶化，海外各国对防疫物资的需求大幅提高，1-5 月防疫物资成为出口增长的亮点。口罩带动纺织品增长 25.5%，医疗器械、中药材增长 33%、8%，成为我国出口超预期增长的关键因素。自 5 月份以来，由于我国复工复产进度的领先，使得我国产生供给替代效应，中国扮演着一个全球供应中心的角色，国外大量订单转移到中国，出口增速稳步上升。至 2020 年 11 个月，我国出口 2680.7 亿美元，同比增速 21.1%，已连续 8 个月实现正增长，势头极为强劲，显示中国复苏态势稳固。同时贸易顺差扩至纪录新高，中国已超越美国成为欧洲第一大贸易伙伴。

展望 2021 年，进出口贸易形势有着一定的不确定性，主要受三个核心因素影响。

第一是全球总需求复苏的程度。海外需求复苏的前提是疫苗能够对控制全球疫情扩散起到实质性效果。一方面，新冠疫情在海外不断反复但死亡率较年初已明显降低；另一方面，疫苗研发正在加速推进。11 月以来，辉瑞及莫德纳先后宣布旗下的新冠疫苗研发取得重大进展、接近年底入市。结合目前疫苗的公开信息来看，全球各经济体可能在 2021 年一季度前后完成高优先级人群的接种，二季度接近全民接种疫苗。在较多疫苗供应支持下，全球经济活动将持续复苏。两者将共同决定需求复苏水平。考虑到基数效应，预计 2021 年全球需求将出现比较明显的同比增长，大概率好于 2020 年。预计明年出口需求将持续增长。

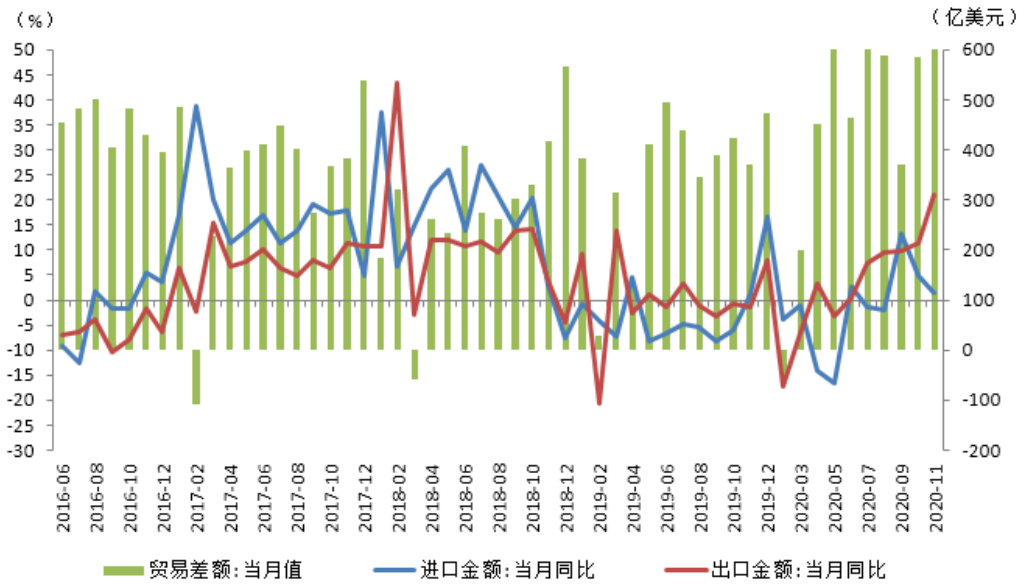
第二是人民币升值对出口的影响。2020 年我国最早爆发出新冠疫情，在我国政府合理高效的防控下，中国最先走出疫情的影响，与此同时，海外各国逐步遭受到新冠疫情的影响，全球经济遭受重大打击。在美元没有明显走弱的条件下，人民币已经出现趋势性升值。展望 2021 年，中国货币政策有望快于海外经济的复苏，有助于持续保持人民币相对美元的吸引力。由于美国在这次疫情中的糟糕表现，使得美元有可能进入一轮长期贬值周期，2021 年人民币或将在一二季度继续升值，从而对我国出口增速有着一定的抑制作用。

第三是疫情期间中国供给替代效应能否继续延续。2020 年疫情对全球贸易产生了巨大的负面冲击，但中国出口增速却逆势提升，主要由于中国承担起了全球制造中心的角色。一方面，疫情对于新兴国家产业链和供应链的冲击较大。另一方面，发达经济体中欧洲二次疫情和美国第三波疫情冲击凶猛。从 11 月出口数据来看，纺织纱线、塑料制品等医用物资出口大涨 33%，家具、玩具、灯具等居家用品出口显著反弹，对美国、欧盟出口加速上升，反映欧美疫情再次反复，对防疫物资的需求再度增加，欧美居民减少外出。而且 11 月制造业与非制造业新出口订单指数均较 10 月份上涨，显示疫情期间转移到我国的订单仍未完全回归海外。展望 2021 年，随着疫情后各国生产逐渐恢复，疫苗的接种效率将会影响着海外

贸易的复苏进程，从而影响着我国的出口增速。一方面疫情后国外对医疗物资的需求会有所降低，另一方面我国对国外的供给替代效应帮助中国企业开拓了的新市场，但其是否能继续保持还存在着不确定性。整体来看，海外疫情反复波动的条件下，通过供给替代这一逻辑链条对出口将会产生一定影响。

综合来看，2021 年全球经济将继续复苏，外需逐步回暖，抵消一部分供给替代效应滑落所带来的出口增速下滑。预计 2021 全年出口受以上三点因素的影响，无法继续保持 11 月的强劲增速，或将回落。但在全球经济复苏的大背景下，仍将维持 10%的高增速，进口将处于 5%的增速，两年平均来看，出口增速略高于进口。

图 38 出口表现持续强劲



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（五）通胀总体温和，猪肉影响力扩大

1. CPI：猪肉影响力持续提高，需要关注核心因素

2020 年自 1 月以来，CPI 同比增速从全年最高值 5.4%保持着持续回落的态势，到 11 月时，CPI 同比下降-0.5%，时隔 11 年 CPI 再现负增长。整体来看，影响 2020 年通胀走势的主要原因有以下两点，一是 2019 年高基数使得猪价同比增速下行，从而影响 CPI 增速的同比下降。二是国内疫情重创居民消费需求，从而促使非食品 CPI 或服务 CPI 逐渐降低。

猪肉价格同比增速持续回落是拉低 CPI 的核心因素。2020 年，新冠疫情的爆发对我国经济产生了巨大冲击，但对于必需品价格却没产生过大的压力。对于供求端来看，必需品

请务必阅读原文之后的免责声明

（主要为食品）的供给端在疫情期间所遭受的影响相对有限，仅由于部分消费场所缺失而受影响。对于需求端来看，虽然疫情对居民收入和就业产生一定压力，但对于必需品的消费需求却没有受太大影响。从 CPI 食品价格季节性走势来看，在 2020 年疫情相对严重的 3-5 月，外出就餐难的情况导致 CPI 食品环比表现低于历史同期。而伴随着复工进度的加快，外出就餐的情况逐渐得到解决，对必需品的需求持续恢复，CPI 食品价格逐步回归稳定。从 2019 年 2 月开始，猪价同比持续上涨，至 2020 年 2 月同比上涨 135%。此后在高基数影响下同比增速逐步回落，带动 CPI 食品价格同比下降，成为了 CPI 持续走低的直接原因。随着生猪出栏逐渐恢复，2020 年 8 月生猪价格开始环比下跌，加剧了同比回落的速度。而随着生猪存栏不断改善，猪肉供给继续扩大，导致 9 月生猪价格环比下降 1.6%，基本可以确定猪价已于 2020 年三季度正式开启下行周期。10 月生猪价格持续下滑，印证了猪肉价格下行周期的到来。

疫情冲击下需求缓慢恢复，通胀水平受影响仍处低位。猪价对 CPI 的影响一定程度上“遮盖”了真实经济复苏水平，因此非食品 CPI 和核心 CPI 更加能反映出总需求的强弱。非食品 CPI 同比增速从 2020 年 1 月的 1.6%持续回落至 11 月的-0.1%。虽然油价在全球疫情最严重期间下滑拖累了 2-4 月的非食品价格，但此后油价同比跌幅逐步收窄，非食品价格依旧持续下行，说明疫情冲击下的居民部门需求持续较弱。同时，核心 CPI 也验证了这一观点，2020 年以来持续下跌，至 2020 年 11 月，核心 CPI 同比仅为 0.5%，并已保持五个月平稳，是自 2013 年以来的最低值。显示在“后疫情”时期，居民总需求的恢复进度缓慢，通胀水平难有起色。

预计 2021 年 CPI 一季度将继续受猪肉拖累，二季度受猪肉影响趋弱。2020 年 1 月以来，猪肉价格总体保持着下滑趋势，供给压力持续缓解下猪价或将继续下行，叠加去年同期较高基数影响，预计 2021 年 CPI 或将维持在相对较低的水平，其中在 2021 年一季度的个别月份或有通缩的风险。但随着猪肉价格对 CPI 的影响力逐渐减弱，二季度起，猪肉基数效应逐步弱化，CPI 翘尾因素由持平转正，CPI 或将小幅上行。涨价因素主要有两点。第一是我国受疫情因素的影响趋弱。随着疫苗落地渐近，线下消费需求将会快速复苏，非食品 CPI 同比增速有望提振，出行产业链相关的宾馆、机票等价格或将回升至疫情前水平。其二，2021 年全球各经济体将进入复苏周期，上半年原油价格回升将带动 CPI 水电燃料项和 CPI 交通工具用燃料项上涨。

与此同时，政策变动或应盯住核心通胀指标。2019 年由于非洲猪瘟等问题导致猪价快速上涨，从而导致 CPI 快速上涨，最高到达 4.5%，但非食品 CPI 和核心 CPI 同比增速不断降低，体现出了需求端遭受冲击，这也是央行在通胀上升到较高水平时并未调整货币政策

取向的重要原因之一，2021 年对通胀的理解应与 2019 年相接近。从全球疫情的恢复、流动性宽松环境的延续、国内消费持续复苏对经济的支撑等多角度共同分析，2021 年总需求或将大幅回升。因此预计 2021 年非食品 CPI 和核心 CPI 将较 2020 年出现大幅度上升，但总体 CPI 受猪肉价格所抑制，或将维持在相对较低的水平。

2. PPI：大宗商品价格仍有上涨空间

回顾 2020 年，疫情导致整个工业生产受到冲击，PPI 先降后升。疫情初期，PPI 由于国内大面积的停工停产而经历较为明显的通缩，从 1 月同比增长 0.1 到 5 月份同比下滑 3.7%，为全年最低值，PPI 处于一个持续的下滑趋势，体现出疫情对 PPI 的影响甚大。随着中国政府的抗疫政策逐步起效，我国各企业复工复产进度的加快，PPI 环比转正，PPI 同比降幅逐步收窄，6 月份至 11 月份，PPI 同比降幅由 3.7%的最低值逐渐收窄至同比下降 1.5%，环比由 10 月的持平转为上涨 0.5，体现出工业生产稳定恢复，市场需求持续回暖，工业品价格继续回升。PPI 通缩关键因素是是疫情期间国内停产停工，工业需求处于一个较低水平。与此同时，国际原油价格也由于疫情冲击而出现显著下滑。导致 PPI 在 2020 上半年陷入了 2000 以后的第四次通缩区间，通缩压力扩大。随着疫情的边际好转和国内复产复工的快速实施，加之国内逆周期调节政策的加码，工业需求快速回升，支撑工业品价格底部反弹，全球流动性的宽松造成了大宗商品价格持续走高，促使 PPI 降幅逐步收窄。

预计 2021 年 PPI 温和反弹的趋势或将延续，将呈现一定程度的通胀。在全球主要经济体扩张性宏观政策短期不退出、疫苗预计于 2021 年一二季度大规模接种的情形下，全球经济持续回暖将带动需求量的回升，促使大宗商品价格上涨。同时，随着中国经济运行将向常态回归，逐步向疫情前恢复，配合着较强的基数效应，商品价格有一定的上升空间。因此，预计 2021 年 PPI 环比增速将稳步提升，受基数效应影响，预计 PPI 走势为前高后低，年内高点预计将落在二季度，随后将逐步回落。

图 39 食品价格大幅上涨（%）

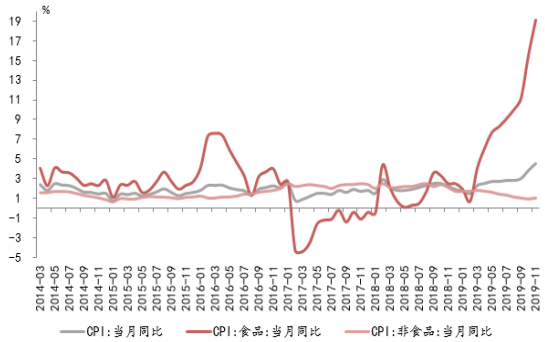
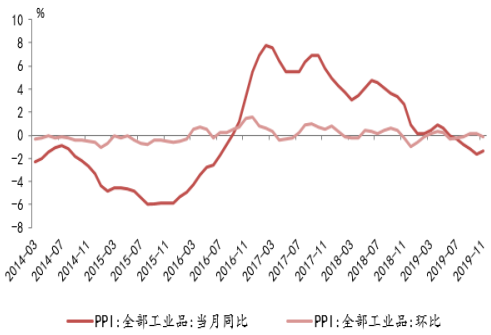


图 40 PPI 逐步回暖（%）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院　　资料来源：Wind，瑞达期货研究院

三、国内宏观政策回归“常态”

面对突如其来的新冠疫情，我国经济今年总体呈前低后高的趋势。积极的财政政策外加宽松化的货币政策共同发力，促进各经济指标逐步回暖，平稳过度到后疫情时期。在此背景下，中央经济工作会议 12 月 16 日至 18 日在北京举行。会议分析总结 2020 年经济整体形式，部署 2021 年经济工作。本次中央经济工作会议继续强调高质量发展，中国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，经济结构优化和提质增效将是未来五年的工作重点。需紧紧扭住供给侧结构性改革这条主线，注重需求侧管理，打通堵点，补齐短板。同时，会议提出，明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。要用好宝贵时间窗口，集中精力推进改革创新，以高质量发展为“十四五”开好局。

（一）财政政策：积极的财政政策回归中性

2020 年由于疫情爆发而十分特殊，政府采取超强力度财政政策支撑经济。受到疫情影响，年初的两会延迟到 5 月底才举行。两会公布了在特殊的疫情背景下的逆周期调节财政政策：目标赤字率提高至 3.6%以上、赤字规模增加 1 万亿、地方政府专项债额度扩张至 3.75 万亿、新增“抗疫特别国债”1 万亿等等，同时考虑到公共财政支出计划新增 8126 亿，以及有 2.5 万亿的减税。在积极的财政政策和宽松的货币政策配合下，疫后经济快速复苏，生产景气逐步回到疫情前的水平。

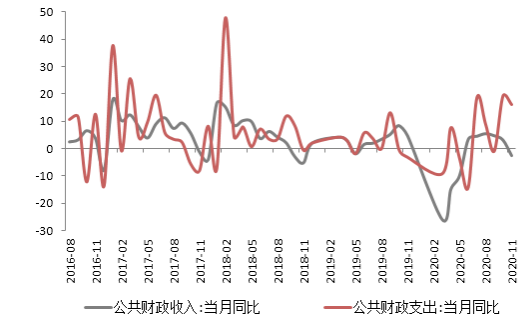
今年的中央经济工作会议上强调，在财政政策方面，要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子。相比去年中央经济工作会议提出的“大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生”，此次会议更加强调国家重大战略任务、科技创新、经济结构调整等领域。

会议再次强调“大力发展数字经济，加大新型基础设施投资力度”。回顾今年，政府债务融资较缓慢，优质项目略显不足，基建不及预期。1 月受到提前批额度的下发影响专项债新增发行额度较高，但受到疫情影响，2-4 月专项债发行单月不足 3000 亿元。5 月继续提前下发 1 万亿额度，单月发行额度创新高。到 11 月为止专项债已全部发放完成。总体来

看，专项债和特别国债的发行主要集中下半年，国内已经进入后疫情时期，资金时效性略显不足。从资金用途上来说，1-11 月累计发行的专项债中，以基础设施建设为主，项目资本金的专项债占比远低于 25%的红线，侧面反映了在 2020 年大幅增加债务额度的背景下，地方专项债的优质项目略显欠缺。

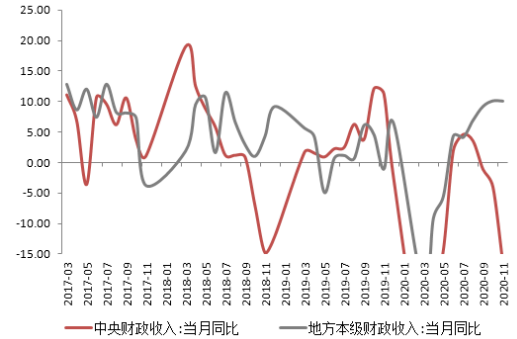
2021 年财政政策将向“常态”回归。中国经济在疫情后期实现了快速的修复，与大力度、多形式的财政政策息息相关。2020 年受政府各类债券发行规模增长较快影响，财政的债务付息压力大幅增加，部分财政支出增速明显高于其他支出，随着疫情影响逐步褪去，财政政策目标要逐步回归疫情前。展望 2021 年，在经济稳步复苏、稳定宏观杠杆率要求下，预计财政政策将回归常态，政策方向由“财政政策要更加积极有为、注重实效”转为“积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整”。预计 2021 年赤字率和专项债规模将大幅度下调，赤字率回归 3%上下。同时，由于疫情背景下大规模放债，明年债务付息支出增速将维持在较高水平。此外，在“十四五”开局之年及“双循环”元年的双重背景下，推进基础设施建设，将成为明年的重要支出领域，优质项目的开发至关重要。

图 41 财政收入压力增大（%）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 42 地方财政收入增速下降（%）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（二）货币政策：从“宽松化”转向“再平衡”

2020 年货币政策多项总量及结构性政策并举，聚焦支持实体，对帮助中国经济回到正增长轨道起到了积极作用。央行通过降低存款准备金率、再贷款再贴现、创新直达实体经济的货币工具等方式保持了较大的信用扩张力度，同时也通过降低政策利率等方式大力推进降成本工作。2020 年以来的三次降准共带动加权平均存款准备金率下降约 1 个百分点，释放了 1.75 万亿长期流动性；截至 11 月，企业短期贷款同比减少，中长期贷款同比增加，在监管引导和经济复苏的推动下，企业信贷结构进一步优化，信贷结构趋于合理，表现出一定程度“脱虚向实”的特征，企业对未来经济预期较乐观，内生动能有望加速修复。今年中央经济工作大会指出，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，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，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持。

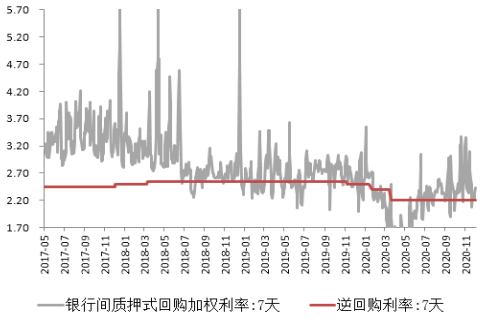
“后疫情”时代，政策“退潮”乃大势所趋，在“稳增长”和“防风险”两者的平衡中，“防风险”的重心也将逐步回归正常，2021 年一季度末前后是重要的政策观察窗口。2020 年的抗疫时期，防止经济大幅衰退为主要目标，“稳增长”是稳住国家经济的关键，同时也就达到了“防风险”。但伴随经济复苏，增速逐步回归合理区间，我们认为对风险的评估应当逐渐回到疫情前，“防风险”为未来的政策核心。由于前期流动性的加大投放以及 2020 年经济增速的下行，2020 年中国宏观杠杆率预计将上升 25 个百分点，或将从 270%升至 295%左右，央行需要重新审视高杠杆率所带来的金融风险，加强金融监管。从时点上看，2020 年第一季度末至第二季度初是一个重要时点。一方面，受基数效应的影响，预计 2021 年一季度 GDP 增速同比或达 10%以上，位于年内较高区间，央行对该增速水平所反映经济冷热情况的评价或对货币政策的边际变化有着重要意义；另一方面，在 2020 年的抗疫扶持政策当中，央行改善中小微企业融资环境，积极运用中小微企业贷款延期还本付息政策、普惠小微信用贷款支持政策两大直达工具，实现对中小微企业的精准滴灌。这一系列政策在 2021 年可以有区别地逐步退出，但仍有必要推行支持中小企业的适度优惠信贷政策。而大量的贷款本息在明年政策到期后能否到期归还仍具有不确定性，这也是国家所面临的主要“风险”之一，为有效控制该金融风险，金融监管应当继续加强。若届时有明显的坏账风险，则货币政策预计将继续保持较宽松的状态，使该风险在后疫情时期平稳过渡；若整体评估状况良好，则央行的货币政策或降低进一步宽松的必要性，整体政策风格将延续 2020 年下半年以来的态势，逐步回归“常态”。

2020 年以来，人民币汇率开始较大幅度的升值，2020 年 5 月以来升值幅度超过 8%。根据 J 曲线效应理论，人民币兑美元持续大幅升值，短期中国的出口之后将会有一个反向的影响。不论是 2010 年中至 2014 年中人民币 10%导致出口值大幅度下跌，还是 2015 年中至 2016 年底人民币贬值 13%导致出口降幅的收窄，都印证了这一理论。如果 2021 年货币政策从宽松转向收紧，则会给人民币带来更大的升值压力，进而对出口带来一定的压力。因此，预计 2021 年汇率将处于 6.5-6.8 这一区间。

我国如今已转向高质量发展阶段，继续发展具有多方面优势和条件。与此同时，外部环境日趋复杂，不稳定性不确定性不断增加，国内经济面临不少挑战，经济运行仍存在一些结构性、体制性、周期性问题，发展不平衡不充分问题仍然显著。我国货币政策针对形势变化可以灵活调整，但仍应以“稳健”为基调。2021 年货币政策与监管政策可以形成“稳

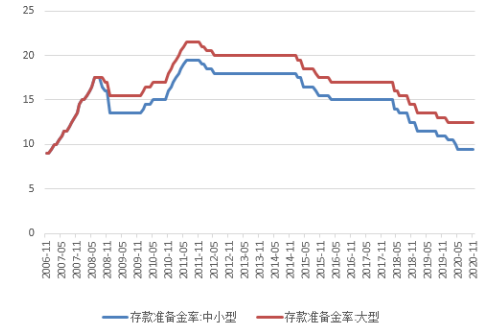
货币+严监管”的搭配，应该避免形成两者同步趋严的政策格局。形成以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

图 43 市场利率多次低于政策利率（%）



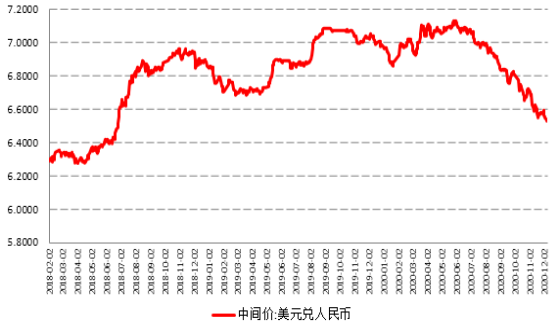
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 44 存款准备金率下调（%）



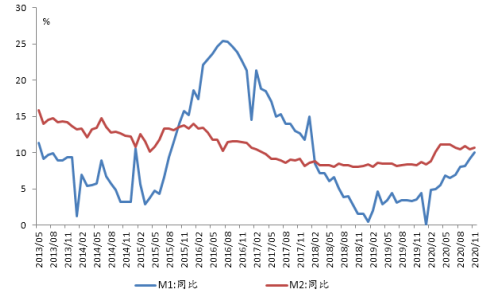
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 45 人民币兑美元中间价



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 46 货币供应量同比增幅



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。