浦銀國際
SPDB INTERNATIONAL

2021 年宏观经济展望：重整旗鼓，胜负已定

林琰
宏观分析师 | 研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

王彦臣，PhD
宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

2020 年 12 月 08 日

相关报告：

《SPDBI 全球央行观察：疫情二次冲击，政策宽松而分化，美元或走强》（2020-11-06）

《万字解读“十四五”规划》（2020-10-31）

《SPDBI 全球央行观察：全球整体边际放宽，欧元走强可能阶段性终结》（2020-10-12）

《2H20 宏观经济展望：后疫情时代的问与思》（2020-06-19）

- **疫苗供应与否不会动摇宏观经济及行业的长期趋势：**2021 年的基本情景，很大程度将取决于疫苗供应及接种情况。疫苗的不确定性，最多只能改变复苏速度，在流动性充裕的大背景下，明年复苏的方向还是明确的。更重要的是，我们认为，2021 年及以后，以下趋势只会更加明朗。1）中国加快成为世界上最大经济体，2）中国将积极主动地应对逆全球化进程，3）数字经济将会持续成为通胀放缓的主要原因，4）ESG（环境、社会和治理）重要性日益凸显，5）工业 4.0 革命带来更大的飞跃。
- **2021 年的全球经济复苏将更加分化：**我们认为复苏分化的原因来自疫情的滞后效应、财政刺激的强度、经济体本身的投资规模和创新程度三个方面。整体来看，中美的复苏较快，发达市场的复苏进程优于新兴市场。另外，除中国以外的新兴市场不太可能成为疫苗的第一批受益者，因为发达国家的疫苗厂商很有可能首先满足自己国家的疫苗需求。相比于需求端，供给端的复苏要更加迅速且充分。而全球贸易和航运的复苏，也将对各经济体的协同复苏起到重要作用。
- **美国大选后的经济复苏以消费为主：**2021 年美国政治将由共和党主导变为民主党主导，整体的政策调整随着拜登赢得总统大选而展开，第二轮财政刺激、加税议案、中美贸易关系都将成为关注的焦点。经济复苏方面，通过分析就业市场、居民收入、储蓄以及资产负债水平，我们认为 2021 年美国经济的复苏将由消费驱动。借用“美元微笑理论”和对美元指数的分析，我们认为美元将在 2021 年中旬开始逐步升值，这一点与市场预期不同。
- **中国双引擎复苏与“十四五”开局：**在出口和消费双引擎的带动下，我们预计 2021 年 GDP 增速将攀升至 9.0%。凭借着在疫情中积累的出口市场份额，将是中国制造业弯道超车的故事，是中国继 2002 年加入 WTO 后第二次的制造业爆发。明年消费端的复苏也预计强劲。我们估算居民在今年前三季度的额外储蓄约占 GDP 的 8%，这消费潜力相当于一份体量巨大的经济刺激计划。2021 年中国的货币政策将回归中性，新增社融和 M2 增速都将出现边际放缓趋势，但对经济的影响不大。今年推动人民币持续升值的贸易顺差在 2021 年将缩小，叠加中美利差回落的影响，我们预计人民币虽然保持升值，但动力将减弱。

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

目录

2021 年宏观经济展望：重整旗鼓，胜负已定 3

（一）疫情冲击下的全球经济复苏 9

2020 年深度衰退，2021 年复苏分化 9

分化的原因：疫情、财政刺激、投资与创新 12

全球经济的复苏路径 16

确定性与不确定性 18

（二）美国大选后的经济复苏 20

疫情并未击垮美国经济 20

拜登新政 21

2021 年美国经济的主要复苏动力——消费 25

鸽派货币政策的延续 29

美元将在 2021 年中旬逐渐升值 31

（三）中国双引擎复苏与“十四五”开局 34

疫情后复苏之年 34

2021 年双引擎复苏 37

社融、货币、宏观杠杆率、人民币升值动力边际放缓 45

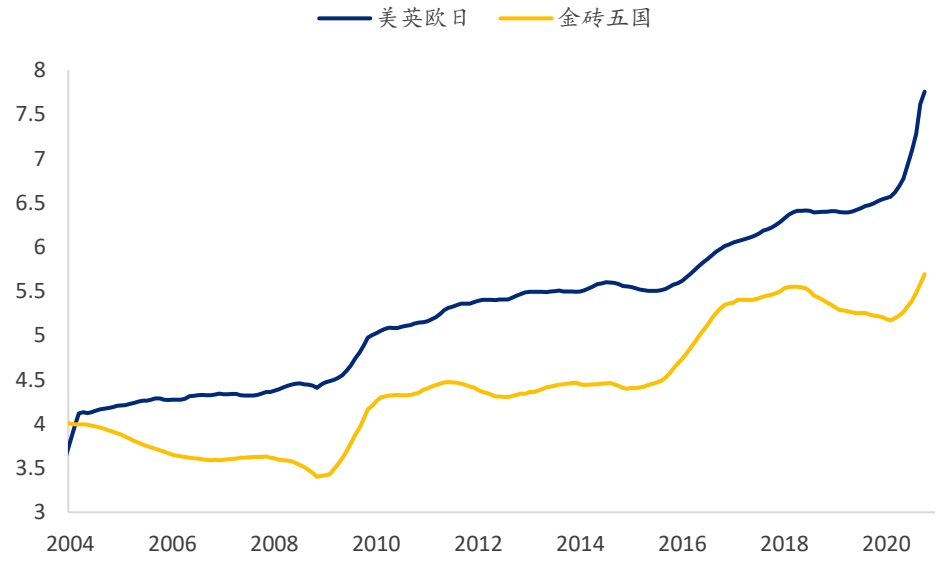
2021 年，“十四五”开局之年——中国进入新时代 49

2021 年宏观经济展望：重整旗鼓，胜负已定

预测明年的经济展望难度尤其大。因为这次经济预测似乎超出了经济学的研究范畴，而更像是科学家的工作。2021 年的基本情景，很大程度将取决于疫苗进展及接种情况。与市场预期一样，我们也认为疫苗上市能够显著提振信心并降低疫情对经济活动的冲击。但如果我们对疫苗的研判有误呢？疫苗的临床有效率的确给我们带来惊喜，但且先不论疫苗上市后大众的接种意愿，仍还有疫苗的持久性、生产、储存以及冷链运输物流等许多问题悬而未决。因此，**我们有必要对剔除疫苗因素后的经济格局进行梳理和分析**。

首先，无论疫苗成功与否，全球流动性在 2021 年仍将保持充裕。当前，各发达经济体央行的政策利率趋近于零，而且完全没有上调的动力。2021 年发达经济体央行也仍将继续资产购买和扩表。发达国家的过剩流动性（M1/GDP）已大幅上升，并预计在 2021 年继续走高。而金砖国家的过剩流动性尽管规模较小，但同样达到了历史高位。我们预计，明年中国的流动性将基本保持中性，但其他新兴市场经济体因疫情反复和疫苗进展慢，预计仍将维持宽松的货币政策。充裕的流动性都将为 2021 年的增长提供保障，并缩小产出缺口。**疫苗是否成功问世，最多只能改变复苏速度，在流动性充裕的大背景下，明年复苏的方向是明确的。**

图表 1：发达市场（美英欧日）与新兴市场（金砖五国）的过剩流动性



资料来源：CEIC，FactSet，浦银国际

可是，我们预期 2021 年将不会重现今年的“V”型复苏。如我们此前报告所述。后疫情时代的复苏将是不对称和分化的。经济增长的驱动力，或者更准确地说是避免经济进一步下滑的支撑，在于货币和财政政策。我们认为，尽管未来至少两年内政策都不太可能收紧，但 2021 年货币和财政政策的边际支持都将明显减少。2021 年进一步降息的空间十分有限；流动性虽仍充裕，但融资成本很难再低过今年；财政支持即使不减，规模也将大幅收缩，因为各国负债都已大幅攀升。美国则例外，因为新一届美国政府预计会暂时搁置对长期债务的问题，在上任当年通过财政刺激提振经济。我们认为，即使疫苗失败，2021 年各国的政策支持与今年相比也会更为有限。因此，明年的经济增长将回归常态，而非“V”型的强劲复苏。

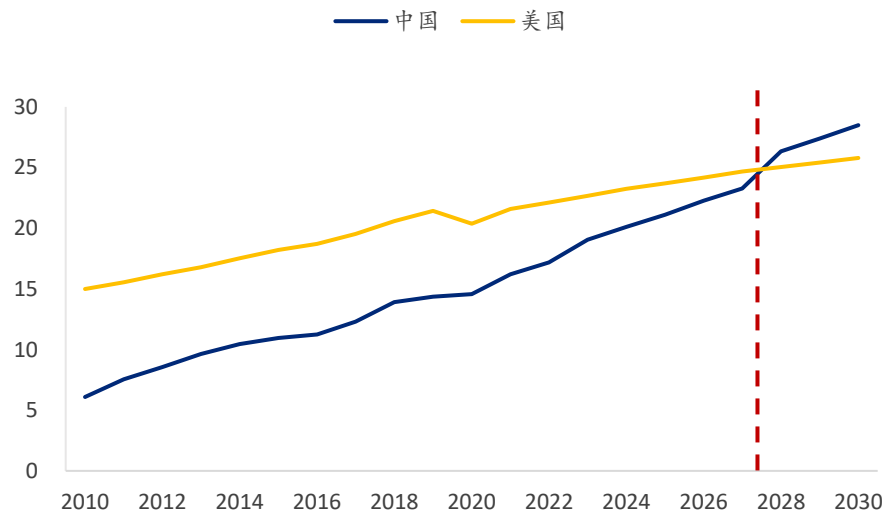
此外，不论疫苗上市与否，我们认为**明年的全球复苏都将更加分化**。我们预期，2021 年，在生产和消费的双驱动下，**中国将继续引领复苏。之后将是美国和其他发达经济体，而除中国外的新兴市场经济体（EMxC）预计将表现欠佳**。若疫苗能够上市，大多数 EMxC 经济体都不太可能成为第一批受益者，因为疫苗厂商很有可能首先满足自己国家的疫苗需求，再考虑其他国家。因此，大多数没有疫苗生产能力的 EMxC 经济体将不得不再等待一段时日。若疫苗未能如期上市，EMxC 经济体也仍会略逊一筹，因为这些经济体的医疗卫生设施相对落后，也缺少相应技术来弥补经济活动的损失。

疫苗供应与否不会动摇宏观经济及行业的长期趋势。我们认为，2021 年及以后，以下趋势只会更加明朗。

1. **中国逐步成为世界上最大经济体的趋势不变**。在《2H20 宏观经济展望：后疫情时代的问与思》中，我们写道，新冠疫情下中国经济显示出它的韧性。艰难困苦，玉汝于成。此次疫情中中国经济表现亮眼，并不仅仅是因为政府的政策支持和更快地遏制住疫情，我们还见证了其他驱动力，令中国加速成为世界第一经济体，包括：1）继续强调改革，特别是**“十四五”开局**，中国经济将再上新台阶；2）**价值链和技术升级**，已使中国从低成本的生产商成功转型为战略性全球供应端伙伴；以及 3）**巨大的内需市场**日新月异，为本土品牌创造契机，对外商投资的吸引力也不断增加。

后疫情时代，我们尤为看好中国的制造业发展，因为在其他经济体受到冲击而无法继续生产时，中国制造业能够承接新订单，并迅速抢占市场份额，这不只是暂时代工，而是证明中国制造业效率的提升，智能化、自动化，让中国在短时间内满足全球市场的需求。**凭借着在疫情中积累的市场份额，这将是中国制造业弯道超车的故事，是中国继 2000 年代加入 WTO 后第二次的制造业爆发。**我们维持今年年中的预测，到 2028 年，中国将取代美国，成为全球最大经济体。

图表 2：中国名义 GDP 预计将于 2028 年超过美国（百万美元）

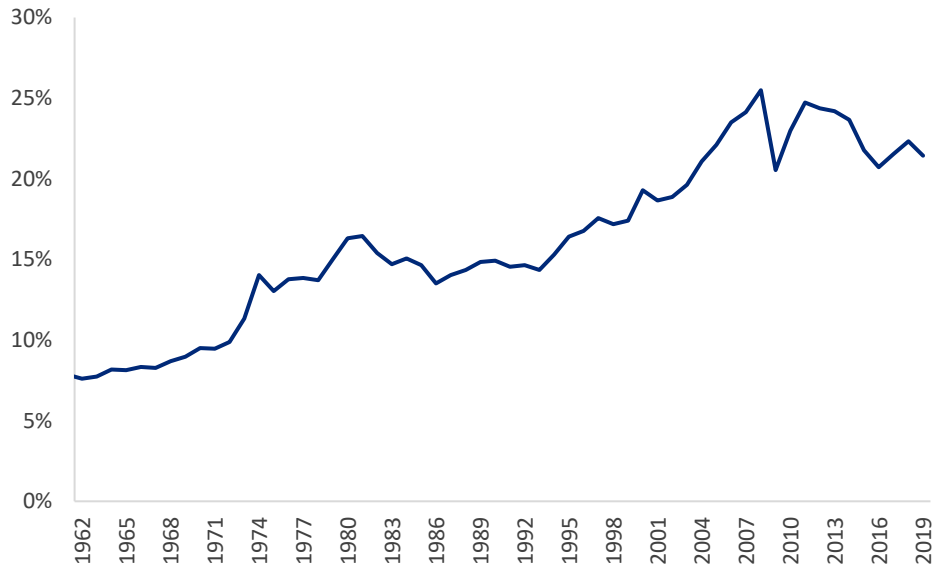


注：2020-2030 年数据为浦银国际预测
资料来源：IMF，浦银国际

2. **从全球化到本地化的趋势不改**。逆全球化早已不是新鲜事，它虽不是疫情导致的，但却会因疫情而强化。2008 年，全球贸易占 GDP 的比重达到历史新高，之后便一路下行。国家间的贸易冲突，尤其是中美贸易摩擦，加速了这一进程。**新冠大流行暴露了各国在应对全球危机时协同合作的弱点和不足。**供应链中断，尤其是基本医疗用品供应中断，也**令各国重拾以本国为中心的政策**。与此同时，经济大衰退和收入差距不断拉大，只会进一步加深民族主义。尽管如此，我们认为，从全球化到本土化将会是一个渐进的过程，**全球化首先会转向区域化，再到以本国为中心**。我们认为，RCEP 的建立就是其中一例。

中国一惯被视为全球化的受益者，但若全球化趋势逆转，中国却并不一定会成为受害者。恰恰相反，**我们认为中国将积极主动地应对这逆全球化进程**，正如“十四五”规划建议中所提出的，中国将“加快构建国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”，推动国内市场发展。这不仅能够减少中国对全球市场的依赖，还能以庞大的内需市场继续吸引外商投资。

图表 3：全球出口占 GDP 的比例

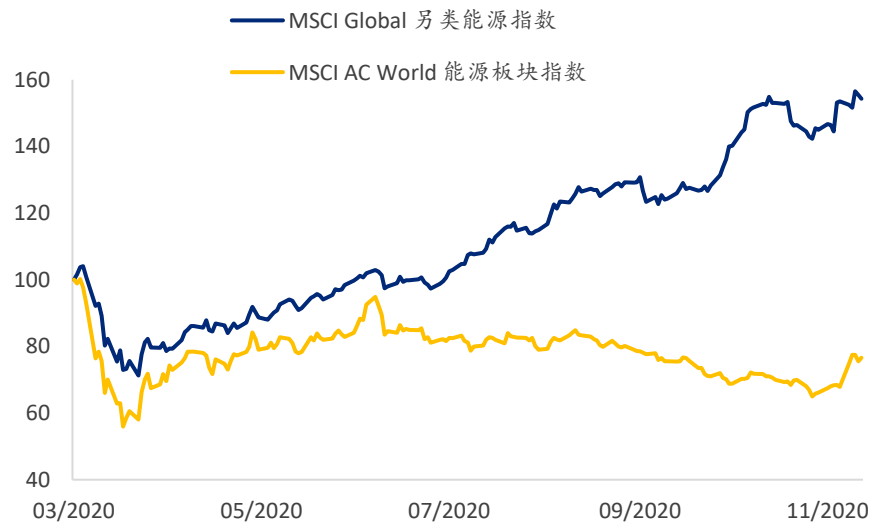


资料来源：FactSet，浦银国际

3. **通胀长期放缓**。尽管疫情期间全球央行和各国政府货币和财政的支持力度前所未有，但我们认为，未来通胀压力仍将有限。资产价格通胀是显而易见的，但 PPI 和 CPI 通胀仍被经济活动中断所抑制。财政支持大多以补贴形式提供，主要用于补缺，而非创造新需求。即使疫苗上市，经济也仅是恢复到常态，并不会过热，而只有经济过热的情况下，才会大幅推升通胀。最重要的是，在我们看来，**新冠疫情事实上使得一种结构性的通胀放缓力量被不断强化，那就是数字经济**。技术帮助企业节流，如今它们不出国门也能触达全球市场；自动化使规模经济得以实现；库存控制也越发容易等等，不胜枚举。而企业节省下来的成本又能够传递给消费者，由于信息获取的速度越来越快，消费者对于定价也更加了解。疫情下数字化趋势不断强化，在家办公节省了差旅费和租金；电子商务的规模也在迅速扩大。我们相信，未来这些趋势会成为新常态，而数字经济的兴起，也将会持续成为通胀放缓的主要原因。

4. **ESG（环境、社会和治理）重要性日益凸显**。这次百年一遇的新冠危机，给全世界敲响了警钟。整个社会正努力适应这种新的生活方式和始料未及的习惯改变，就像是种疗法，让我们重新审视自己生活的环境。疫情期间，环境意识的确有所提高。各国政府，包括中国、欧盟以及大概率胜选的拜登所执政的美国政府，都在紧锣密鼓地**实施绿色经济计划**，部分是为了通过一系列财政措施来提振经济，但更多的则是长期致力于应对气候变化。此外，疫情还极大地提高了人们的健康意识。对健康生活和更好的医疗条件的需求，也将继续推动医疗行业的发展。

图表 4：新能源 vs 传统能源



注：2020 年 3 月为 100

资料来源：FactSet，浦银国际

5. **工业 4.0 革命带来更大的飞跃**。对于工业 4.0 革命，那些曾认为与其无关的人们，在这次新冠疫情后，或将有所改观。人工智能、机器人、VR、金融科技、基因测试、云计算、可再生能源等等，都在疫情助推下飞速进步。科技改变世界，推动人类前行，我们都在疫情中成为这个故事的亲历者。

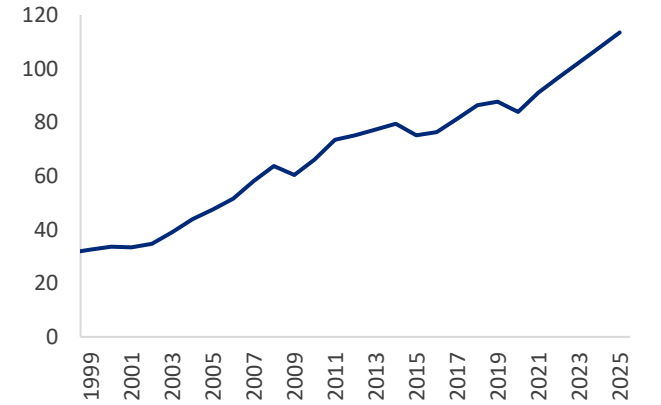
（一）疫情冲击下的全球经济复苏

2020 年，全球经济受新冠疫情影响深陷衰退泥潭，展望 2021 年，经济复苏成为了最受关注的话题。通过分析疫情对供需和全球经济格局的影响，我们预计 2021 年的经济复苏将呈现分化的特征。复苏的分化不仅体现在经济体之间，也体现在复苏路径上。而复苏的最大确定性和不确定性，也将对复苏的前景产生深远影响。

• 2020 年深度衰退，2021 年复苏分化

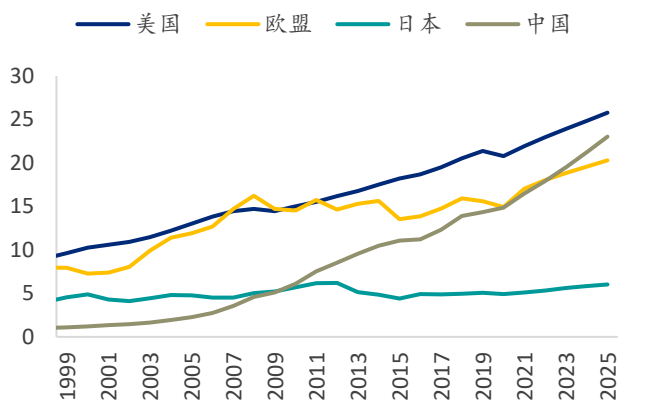
新冠疫情对全球经济和社会的影响之广、打击之深，在过去几十年未曾有过。这次疫情是自第二次世界大战以来全球面临的最严峻危机，影响远超 2003 年非典肺炎疫情与 2008 年全球金融危机，其对全球经济的打击甚至超过了二十世纪的全球经济大衰退。

图表 5：全球名义 GDP（万亿美元）趋势



注：2020-2025 年数据为 IMF 预测
资料来源：FactSet，IMF，浦银国际

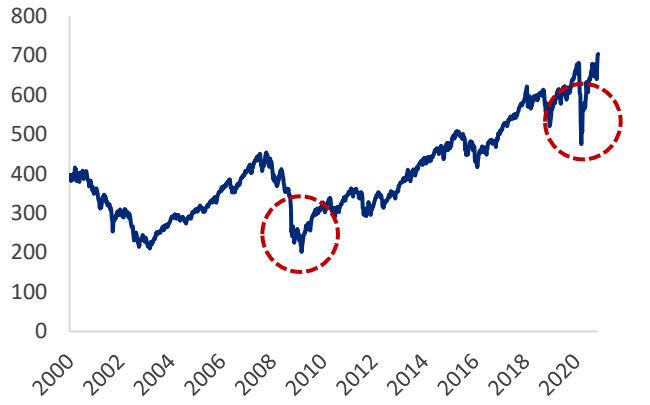
图表 6：主要经济体名义 GDP（万亿美元）趋势



注：2020-2025 年数据为 IMF 预测
资料来源：FactSet，IMF，浦银国际

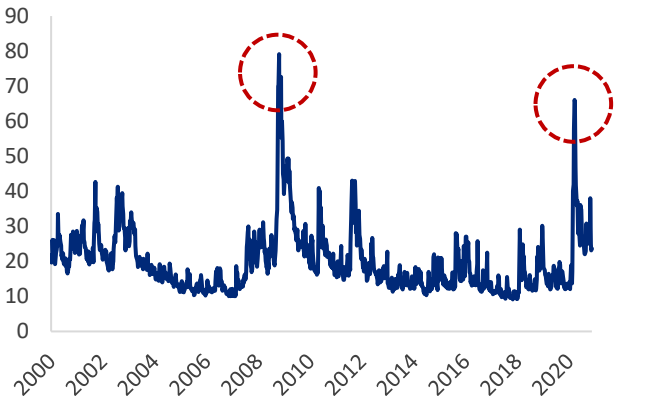
相比 2003 年的非典疫情，新冠疫情传播的范围更广，造成的感染和死亡病例更多。2002 年 11 月至 2003 年 9 月间，非典蔓延全球 29 个国家和地区，造成了全球超过 8,000 人感染以及 900 多人死亡。相比而言，新冠疫情截至 2020 年 10 月 31 日已蔓延至全球 191 个国家和地区，感染人数超过 4,500 万，死亡病例接近 119 万。对比两组数字，新冠疫情的严重性不言而喻。**除了对全球公共卫生的冲击，新冠疫情的传播导致全球主要经济体实施大规模的封锁，这不仅对需求端和供给端造成冲击，也给全球资本市场带来巨大的恐慌情绪。**在新冠疫情暴发后，全球股市普遍下跌，MSCI AC 全球指数在 2 月 21 日至 3 月 20 日期间下跌接近 30%。股市暴跌反映了恐慌情绪的上升，VIX 指数在这期间更一度上涨至 66.04，上涨幅度堪比 08 年金融危机。

图表 7：MSCI AC World 指数在 2008 年金融危机和 2020 年新冠危机的两次大幅下跌



资料来源：FactSet，浦银国际

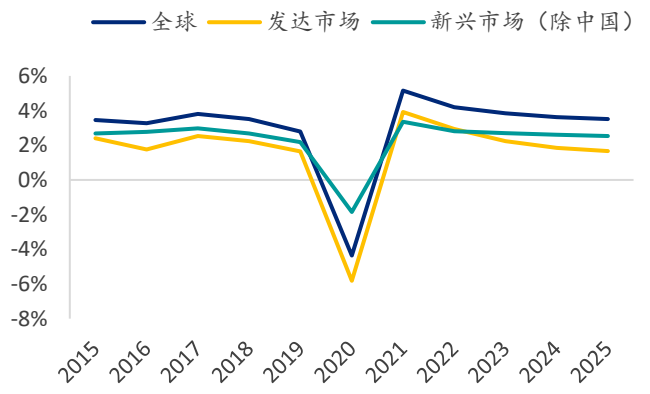
图表 8：VIX 指数在 2008 年金融危机和 2020 年新冠危机的两次大幅上涨



资料来源：FactSet，浦银国际

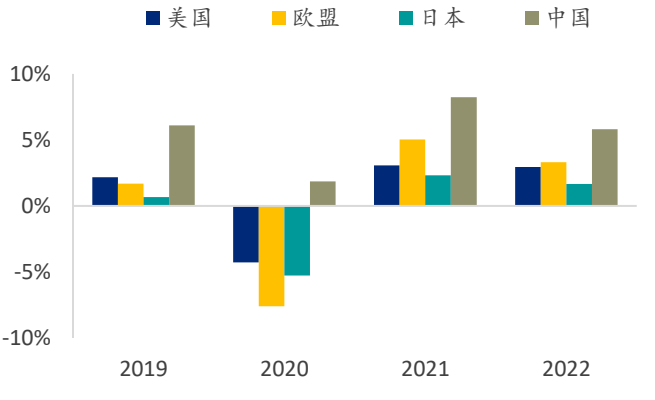
经历新冠大流行的全球经济在 2020 年跌入了衰退深渊。根据 IMF 测算，2020 年全球 GDP 将萎缩 4.4%。而上一次全球经济萎缩出现在 2009 年，整体 GDP 仅萎缩 0.08%。由此可见，新冠疫情对全球经济的冲击是史无前例的。**不过，随着疫苗研发的落地和医疗方法的改善，新冠疫情的影响在 2021 年将逐步减弱，全球经济也将随之迎来复苏。**IMF 预计，2021 年全球 GDP 将增长 5.2%，2022 年略有回落至 4.2%，并在之后继续回落至 3.5%左右，接近 2010-2019 年的平均水平（3.7%）。

图表 9：IMF 今年 10 月预测的 GDP 年增长率——发达市场率先复苏，新兴市场复苏缓慢



注：2020-2022 年数据为 IMF 预测
资料来源：IMF，浦银国际

图表 10：IMF 今年 10 月预测 GDP 年增长率——中国与美欧日的经济增速分化加大



注：2020-2022 年数据为 IMF 预测
资料来源：IMF，浦银国际

疫情对服务业依赖型发达经济体的影响最直接。根据 IMF 的测算，2020 年发达市场 GDP 将萎缩 5.8%，尤其是疫情最严重的欧盟，GDP 将萎缩 7.6%。新兴市场的经济更多依赖于加工业，虽然疫情造成了一段时间的停工停产，但是经济活动的受冲击程度要远低于发达市场。IMF 预测，2020 年 EMxC 的 GDP 将萎缩 1.8%。此外，由于实施了较为得当的疫情限制措施，我们预计中国在 2020 年将实现 2.2%的正增长。

未来两年的经济复苏，中国>美国>发达经济体>新兴经济体。我们预计，中国的经济复苏将好于全球其他主要经济体，GDP 在 2021 年将增长 9.0%，并在 2022 年继续实现 5.5%的高速增长。根据 IMF 的预测，美国的经济复苏较稳定，GDP 在 2021 和 2022 年都将维持 3%左右的增速，高于 2010-2019 年的平均水平(2.3%)。发达市场的经济复苏在 2021 和 2022 年将好于 EMxC，GDP 增速分别高出 0.57 和 0.13 个百分点。

总体来看，虽然疫情对发达市场造成了更为直接的影响，尤其是因为疫情而采取的大规模封锁措施，导致经济下滑明显，**但在 2021 年的经济复苏进程中，中美将引领复苏，发达市场经济体整体上要优于 EMxC，这种存在分化的经济复苏将成为 2021 年全球经济的主要特征。**

分化的原因：疫情、财政刺激、投资与创新

我们认为，发达市场和 EMxC 在 2021 年经济复苏的分化源自于疫情影响的延续，这主要包括**疫情的滞后影响，应对疫情的财政刺激强度**，以及**经济体本身的投资规模和创新程度**。

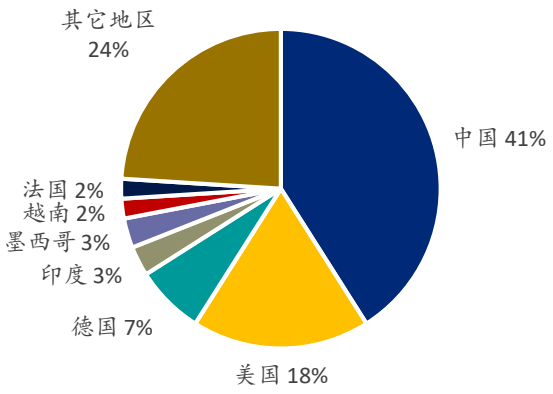
疫情的滞后影响

虽然新冠疫情横扫全球 191 个国家和地区，但疫情对发达市场和新兴市场造成的冲击却并不相同：**发达市场虽较早经历新冠大流行，但充足的防疫物资和完备的医疗设施缓解了疫情的冲击**。

根据 OECD 的数据，除中国外，以美国、德国、法国为代表的发达市场国家在全球口罩出口市场占据较高的份额，这侧面证明了发达市场国家在生产防疫物资能力上比新兴市场国家更高。疫情早期，当各国无法从中国进口口罩等防疫物资时，**本国的医疗防疫物资生产能力对抵抗疫情冲击起到了决定性作用**。

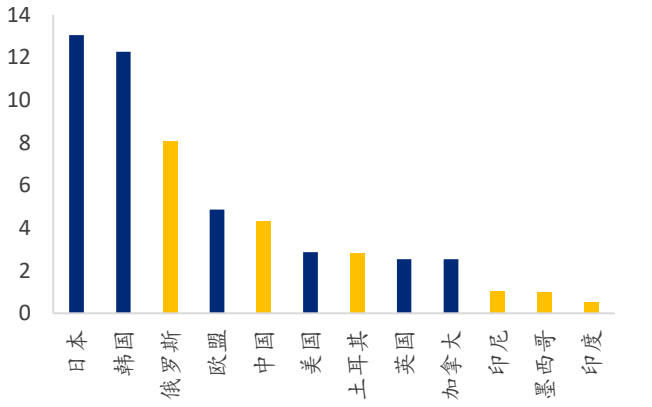
而在医疗设施方面，以病床数量为例，日本和韩国每千人病床数量超过 12 个，北美和欧洲发达市场的病床数量也维持在每千人 2.5-4.9 个的水平，而主要的新兴市场国家（例如，印尼、墨西哥、印度）的医疗系统仅能保证每千人 1 个病床。**病床数量的短缺将导致医院等卫生机构无法正常地收治确诊感染者，造成死亡率的上升，并扩大疫情对经济的负面影响**。

图表 11：2017 年口罩出口市场份额



资料来源：OECD，浦银国际

图表 12：2017 年主要经济体每千人病床数量

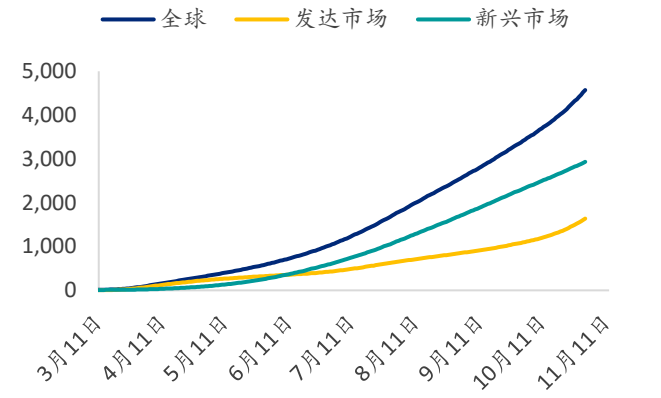


注：蓝色为发达市场国家，黄色为新兴市场国家
资料来源：OECD，浦银国际

整体来看，发达市场的确诊和死亡病例都少于新兴市场。截至 2020 年 10 月 31 日，全球新冠疫情累计确诊约 4,572 万人，其中发达市场国家占 36%，新兴市场国家占 64%；全球累计死亡约 119 万人，其中发达市场 38%，新兴市场 62%。通过比较累计确诊曲线的斜率，我们发现疫情在新兴市场的传播速度更快，这与防疫物资的充裕程度是负相关的。此外，通过比较累计死亡曲线的斜率可以发现，发达市场国家的死亡病例增速较慢，尤其是在 2020 年 5 月第一波疫情冲击后，累计死亡病例的增速明显下降。毫无疑问，更高的医疗水平和更充裕的救护设施对降低新冠疫情的死亡率有较大的作用。

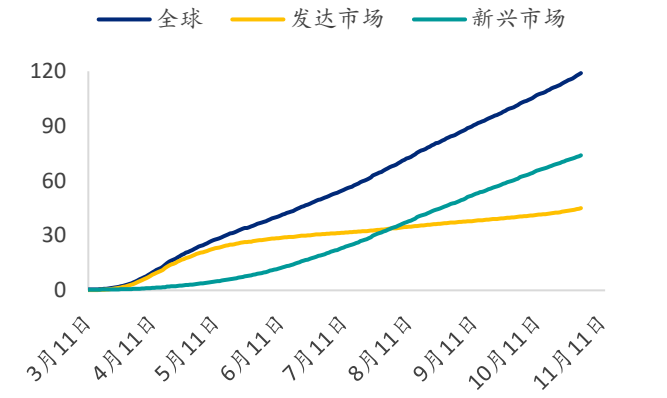
疫情的冲击对 2021 年的经济复苏将产生最根本的影响。确诊和死亡病例的规模，对于经济复苏的牵制作用将在经济重启时得到体现。**对于疫情仍在传播且死亡率逐渐上升的新兴市场，经济复苏将受到拖累。**

图表 13：新冠确诊病例统计（万人）



资料来源：European CDC，浦银国际

图表 14：新冠死亡病例统计（万人）



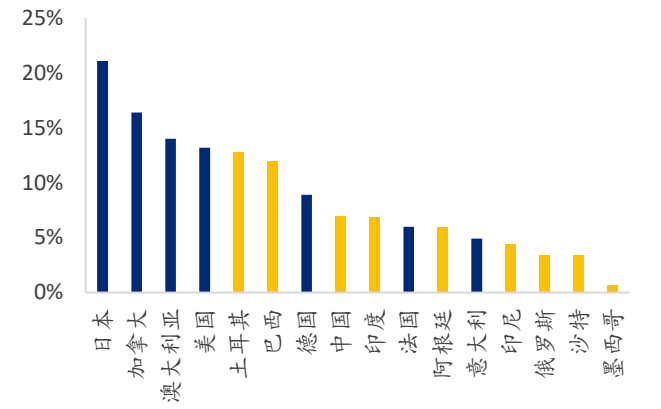
资料来源：European CDC，浦银国际

应对疫情的财政刺激强度

除了疫情的滞后影响，发达市场和新兴市场所采取经济刺激方案的强度也有所不同。面对席卷全球的新冠大流行，各经济体都推出了对抗危机的财政刺激方案。以 G20 经济体为例，发达市场推出的财政刺激方案约占 GDP 的 12.1%，而新兴市场的财政刺激方案约占 GDP 的 5.7%，叠加经济体量的差异，经济刺激的强度相差巨大。

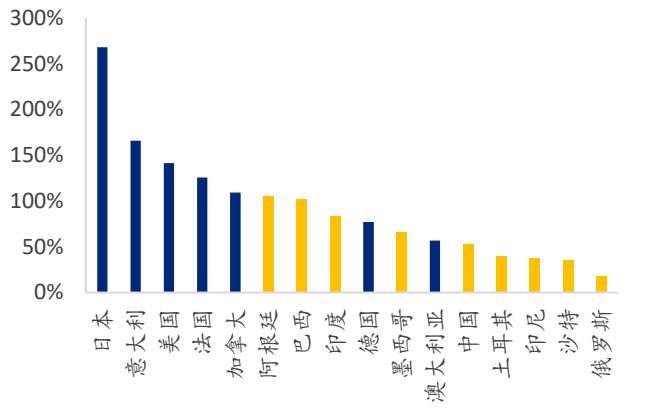
面对新冠疫情带来的经济停摆和城市封锁，经济刺激所涵盖的大规模直接支出（例如，补贴中小企业和居民消费）在很大程度上减弱了疫情对经济的冲击。一方面，刺激方案保证了中小企业的现金流，叠加各国央行的宽松政策，使得大规模破产潮并未出现。另一方面，对居民消费的补贴不仅促进了隔离措施的有效实施，也保证了疫情后消费带动经济复苏的可能性。**因此，经济刺激方案的强度差异，是导致 2021 年经济复苏差异的重要原因之一。**

图表 15：新冠危机的经济刺激方案占 GDP 的比重



注：蓝色为发达市场国家，黄色为新兴市场国家，数据截至 2020 年 10 月 31 日
资料来源：Statista，浦银国际

图表 16：疫情继续推高发达市场国家政府债务的 GDP 占比



注：蓝色为发达市场国家，黄色为新兴市场国家，债务的 GDP 占比为 2019 年数据
资料来源：Statista，浦银国际

经济刺激的短期影响是较为积极的，但其带来的长期影响仍未可知。发达市场推出的经济刺激方案虽然有利于抵消疫情对经济的负面冲击，但会推高已经高企的政府债务水平。**在疫情结束后，如何消化推高的政府债务，会是发达市场面临的另一问题，这也将直接影响到经济复苏的可持续性。**

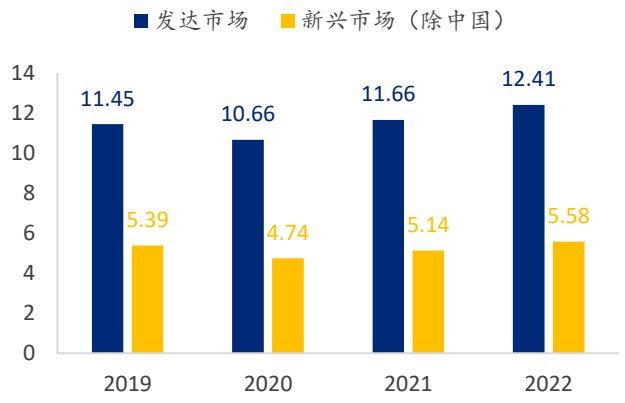
经济体本身的投资规模和创新程度

2021 年，全球各国都要面临经济停摆后重启的过程，发达市场经济体韧性较好，投资规模和创新程度较高，预计其经济复苏的进程也将更加顺利。

首先，投资在疫情后对经济的拉动作用是最为重要的。不同于工业生产和消费等经济活动，投资的恢复是较为简单且迅速的。从投资规模上看，发达市场的投资总额约为 EMxC 的两倍。疫情后，投资将有效地拉动经济复苏，尤其是对于基础建设的投资，这不仅会带动基建行业的复苏，也会带动一系列相关产业的复苏。

其次，经济体的创新程度也是发达市场和新兴市场复苏分化的原因。根据 Visual Capitalist 的最具创新力经济体排名，发达市场的创新能力明显高于新兴市场。创新不仅会给经济增长带来活力，也会使特殊时期下的经济复苏更具韧性。当下，经济体的创新程度高，意味着经济灵活性更强，经济活动能最大限度地适应因疫情而造成的社会环境变化。

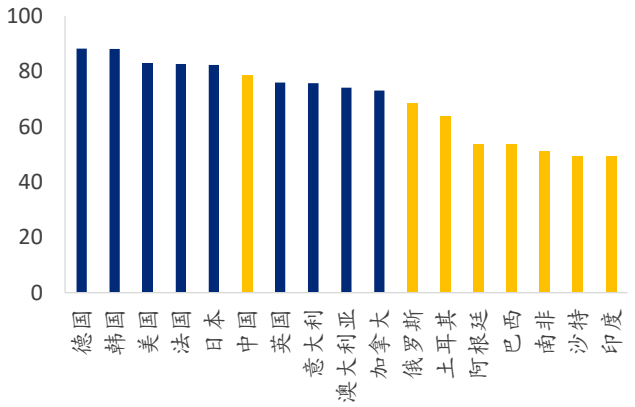
图表 17：发达市场投资总额（万亿美元）明显高于新兴市场



注：2020-2022 年数据为 IMF 预测

资料来源：IMF，浦银国际

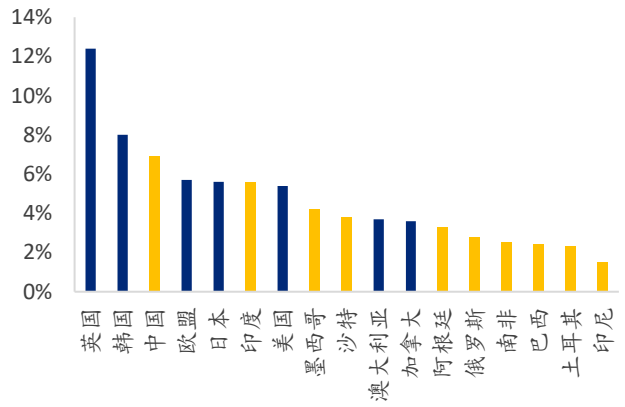
图表 18：发达市场在最具创新力经济体排名中更好



注：蓝色为发达市场国家，黄色为新兴市场国家

资料来源：Visual Capitalist，浦银国际

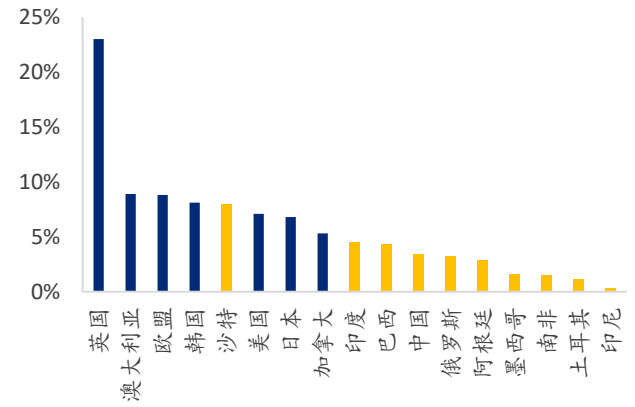
图表 19：2017 年各国互联网经济的 GDP 占比



注：蓝色为发达市场国家，黄色为新兴市场国家

资料来源：OECD，浦银国际

图表 20：2017 年各国网上 B-to-C 购物 GDP 占比



注：蓝色为发达市场国家，黄色为新兴市场国家

资料来源：OECD，浦银国际

具体来讲，发达市场较高的创新能力体现在其互联网经济和网上零售的规模上：发达市场互联网经济和网上零售的 GDP 占比相对较高。面对 2021 年疫情发展仍具不确定性的现实情况，各国大概率会延续一定程度的隔离措施，并在疫情严重时采取更为严格的封锁措施。在这种情况下，**互联网经济和网上零售便成为了免疫疫情冲击的经济模式，两者在经济中的占比越高，意味着受影响经济活动的比例更少，经济复苏的趋势更平缓、过程更稳定。**

全球经济的复苏路径

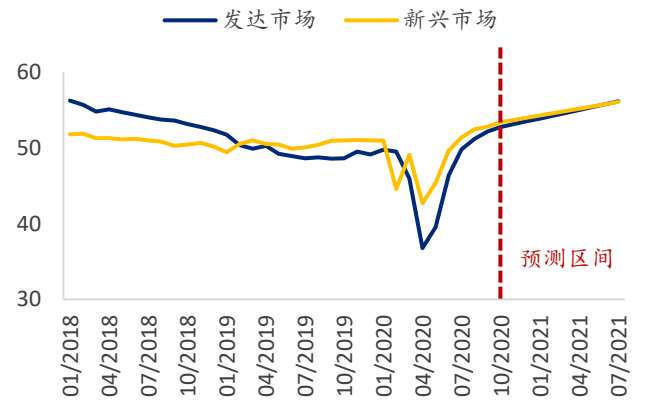
虽然经济复苏过程中，发达市场和新兴市场之间存在较大差异，但全球经济的复苏路径基本上是一致的，即复苏从供给端逐渐转向需求端。在新冠疫情的冲击下，经济停摆、生产和消费停滞，供需两端都受阻。即便是暂时免于疫情冲击的经济体，也因为航运、上游原材料供应减少、下游产品订单减少，而造成生产暂缓。此外，政府实施严格的封锁隔离措施，消费受到直接影响，需求和消费者信心都出现大幅下滑。整体来讲，供需两端都受到新冠疫情导致的、不同程度的影响。

供给端 V 型复苏，需求端“非对称”的 V 型复苏

考虑到疫情的影响大概率会在 2021 年逐渐减弱，供需两端都将迎来复苏。经济重启后，受益于各国的经济刺激方案和货币宽松政策，供给端的恢复会在较短的时间内完成。即便是目前疫情仍未结束的前提下，供给端已开始一定程度的复苏，不论是发达市场还是新兴市场，PMI 指数都完成了 V 型反弹。因此，**我们预计 2021 年供给端的复苏将是快速且充分的。**

相较于供给端，需求的恢复将是缓慢且非均衡的。疫情对于经济的冲击主要在需求端，这种冲击不只体现在需求的下降，还体现在消费者信心变弱。疫情导致的经济停摆，一定程度上减少了工资收入，并导致失业率的上升。虽然这种情况在后疫情时代的 2021 年会有所减弱，但持续几个月的收入下降会导致消费的持续萎靡，这种滞后效应或将延续至 2021 年中旬。

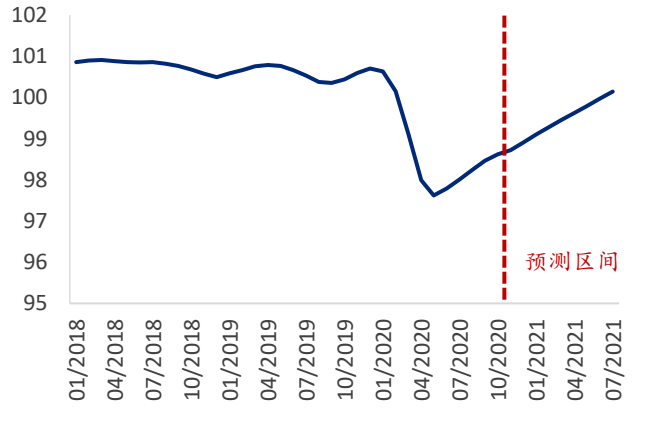
图表 21：PMI 的 V 型反弹，生产端恢复较快



注：2020 年 10 月后的数据为浦银国际预测

资料来源：FactSet，浦银国际

图表 22：OECD 消费者信心指数显示，需求端恢复较慢



注：2020 年 10 月后的数据为浦银国际预测

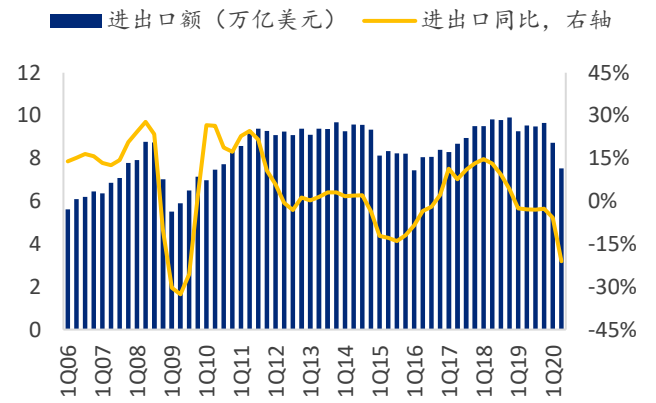
资料来源：Wind，浦银国际

尤其需要注意的是，收入的降低并非是均衡的，疫情导致的经济停摆对可以居家办公的中产阶层的影响要远远小于密集生产线上的低收入阶层。此外，疫情还导致消费者信心变弱，并间接导致消费复苏变缓。根据 OECD 的数据，消费者信心指数将呈现介于 V 型和 L 型之间的复苏，这意味着消费者信心的回暖是需要更长时间才能完成的。因此，**收入下降导致的消费萎靡，叠加消费者信心变弱，需求的恢复将是缓慢且非均衡的。**

全球贸易与航运的复苏

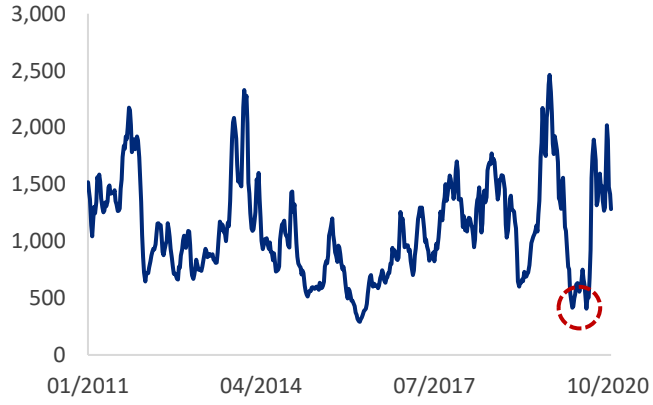
除了供需两端的差异化复苏，贸易的差异化复苏也将成为 2021 年经济复苏路径的另一个特征。除了造成经济停摆，新冠大流行对世界经济的冲击还体现在全球贸易的萧条。受疫情影响，全球进出口贸易总额在疫情最严重的 2Q20 同比下降 21.1%，其影响接近金融危机后的 2009 年（2009 年全球进出口贸易总额同比下降 21.7%）。2008 年金融危机后，全球贸易经历了“先下降、后回升”的 V 型反弹，受影响时间超过一年。新冠疫情对贸易的影响更为严重，疫情在各国蔓延的情况并不一致，这造成各经济体的贸易恢复速度比 2009 年金融危机时期更慢。

图表 23：全球商品进出口贸易额 2Q20 同比下降 20%



资料来源：WTO，浦银国际

图表 24：波罗的海干散货指数受疫情影响而下跌



资料来源：Wind，浦银国际

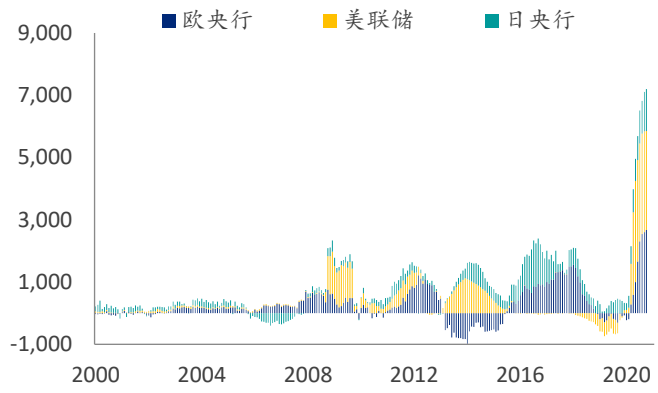
贸易的差异化复苏除了拖累各国经济复苏，还会对航运业造成打击。2020 年波罗的海干散货指数的两次大幅下跌，分别对应了 2 月份中国疫情暴发和 5 月份欧美疫情扩散。航运业的复苏反过来也会影响全球贸易和经济的复苏。**展望未来，全球贸易和航运的复苏将成为重点，这将决定发达市场和新兴市场能否协同复苏，并推动全球经济摆脱衰退泥潭。**

确定性与不确定性

确定性——充裕的流动性

对于 2021 年的经济复苏，最大的确定性是充裕的流动性。在新冠疫情暴发后，全球各国央行通过扩表向市场注入流动性。美欧日央行推出了史无前例的量化宽松，资产负债表规模剧增，资产年度增量约占 GDP 的 20%，扩表速度超过了金融危机时期。此外，包括英国、加拿大、澳大利亚、新西兰、瑞典等发达市场央行也推出了至少一轮的资产购买计划。**对于何时退出量化宽松，各国央行仍未制定出明确的时间表，但确定的是大部分资产购买计划将延续至 2021 年**，而减少资产购买、缩减量化宽松料将出现在 2022 年。

图表 25：美欧日央行资产年度增量（十亿美元）



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 26：美欧日央行资产年度增量占 GDP 的比例

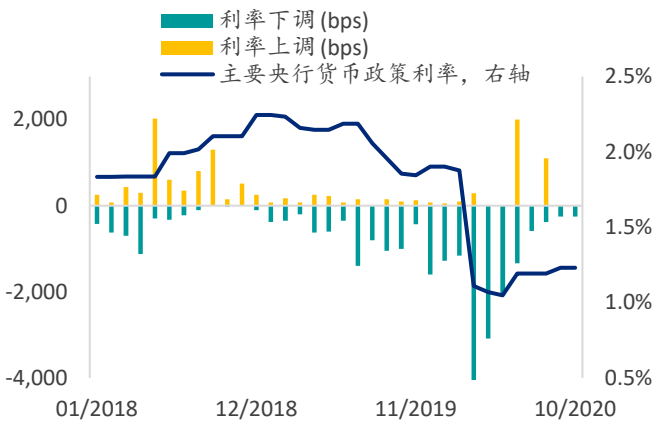


资料来源：FactSet，浦银国际

除了推出量化宽松政策，全球央行也在通过大幅下调利率的方式向市场提供流动性。3 月，美联储下调利率至 0%至 0.25%的区间；同时期，**全球主要央行的货币政策利率下降了 76.74 基点**，从 1.88%下降至 1.11%。在接下来的数月，全球各国央行并未停止降息步伐，利率最低达到 1.05%的水平。截至 10 月 31 日，**全球主要央行的货币政策利率仍维持在 1.23%**。而部分发达市场央行（如英国、新西兰等）或将首次采取负利率。更重要的是，加息并不会在短时间内出现。根据美联储 2020 年三季度 FOMC 的会议纪要，多数委员都支持将近零利率维持到 2023 年。（详情请见我们的报告《SPDBI 全球央行观察：疫情二次冲击，政策宽松而分化，美元或走强》）。

在量化宽松和低利率的双重影响下，充裕的流动性将成为 2021 年经济复苏阶段最大的确定性。**充裕的流动性在疫情结束前能够有效避免金融系统的脆弱性，在疫情后也能够对经济复苏起到积极的推动作用。**

图表 27：全球利率水平向下



注：主要央行货币政策利率选取美国、欧元区、中国、日本、英国、印度的央行利率，并按照 GDP 加权求和

资料来源：BIS，FactSet，浦银国际

图表 28：全球央行负利率进程重启

时间	事件
2009 年 7 月	**瑞典央行**将隔夜存款利率下调至-0.25%
2012 年 7 月	**丹麦央行**将存款利率降至-0.20%
2014 年 6 月	**欧央行**将隔夜存款利率降至-0.50%
2014 年 12 月	**瑞士央行**将隔夜存款利率下调至-0.06%
2016 年 1 月	**日本央行**将存款利率下调至-0.10%
2016 年 3 月	**匈牙利央行**将隔夜存款利率下调至-0.05%
2020 年 10 月	**英国和新西兰央行**开始研究负利率可行性

资料来源：浦银国际

不确定性——新冠疫苗

2021 年最大的不确定性在于疫苗的研发情况。在新冠疫情肆虐全球半年之后，11 月 9 日，辉瑞（Pfizer）宣布其研发的新冠疫苗在临床 III 期的有效性超过 90%；11 月 16 日，摩登纳（Moderna）也宣布其研发的疫苗在临床 III 期有效性达到 94.5%。这一系列消息将全球目光拉回到疫情的终极解决方案——疫苗。除了上述两家公司，目前仍有 8 家疫苗研发公司处于临床 III 期阶段，预计未来将有更多款疫苗通过有效性测试。

图表 29：新冠疫苗研发进展汇总

研发机构/公司	参与国家	疫苗类型	临床 III 期开始时间	预计 2021 年产能
北京生物制品研究所/国药集团	中国	灭活疫苗	2020 年 6 月 28 日	<3 亿剂
武汉生物制品研究所/国药集团	中国	灭活疫苗	2020 年 7 月 7 日	<3 亿剂
科兴生物	中国	灭活疫苗	2020 年 7 月 7 日	<3 亿剂
美国国家过敏和传染病研究所/摩登纳（Moderna）	美国	核酸疫苗	2020 年 7 月 23 日	<10 亿剂
拜恩泰科（BioNTech）/复星医药/辉瑞（Pfizer）	德国/中国/美国	核酸疫苗	2020 年 7 月 26 日	>10 亿剂
加马列亚研究所	俄罗斯	病毒载体疫苗	2020 年 8 月 19 日	
牛津大学/阿斯利康（AstraZeneca）	英国	病毒载体疫苗	2020 年 9 月 1 日	>20 亿剂
北京生物科技研究所/康希诺	中国	病毒载体疫苗	2020 年 9 月 2 日	<3 亿剂
强生（Janssen）	美国	病毒载体疫苗	2020 年 9 月 23 日	<10 亿剂
诺瓦瓦克斯（Novavax）	美国	病毒载体疫苗	2020 年 9 月 24 日	<10 亿剂

注：仅包含截至 2020 年 11 月 3 日开始临床 III 的疫苗研发项目

资料来源：WHO，公开资料，浦银国际

虽然疫苗的研发进展向好，但疫苗大规模生产所带来的产能和冷链物流的问题仍有待思考。面对疫情已蔓延至全球 191 个国家和地区的现实情况，疫苗的需求将会是几十亿剂的规模。即便是产能有了较大突破，能覆盖大部分地区的冷链物流也将会是一大难题。在这种情况下，新兴市场生物科技水平低、运输条件差的特点将延迟疫苗对抗新冠疫情的效果。

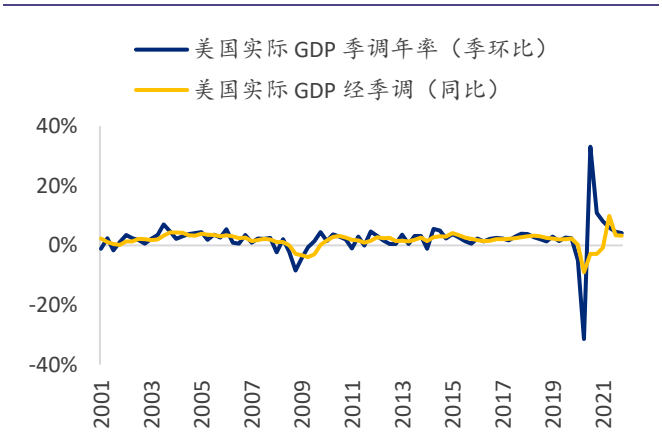
（二）美国大选后的经济复苏

2021 年，美国政治将由共和党主导变为民主党主导，整体的政策调整将非常显著，**第二轮财政刺激方案、加税议案、以及中美贸易关系走向将成为新一届美国政府的政策调整方向**。在疫情的冲击后，美国经济将需要多久时间恢复，将成为市场关心但不确定性很大的问题。**但可以确定的是，消费将成为美国经济复苏的主要动力**。虽然新冠疫情造成大量美国人感染，但在货币、财政刺激措施下，叠加完善医疗系统的影响，美国经济并未出现结构性问题，居民收入和就业受冲击的程度好于预期，这为消费的复苏提供了支撑。消费的复苏虽不均衡，但也为线上零售的发展孕育了机会。**此外，我们认为虽然货币政策仍将延续宽松态势，但是考虑到美国经济的复苏会早于其他发达市场和新兴市场经济体，叠加长端收益率逐渐上升的影响，美元将在 2021 年中旬逐渐升值，这是我们和市场预期不同的地方。**

• 疫情并未击垮美国经济

作为全球受到新冠疫情冲击最严重的国家，美国目前已有 1,356 万人确诊感染新冠病毒，死亡病例超过 26.8 万。虽然疫情持续扩散，但是美国完善的医疗系统并没有因此崩溃，相比较之下，美国的新冠疫情死亡率低于新兴市场国家。此外，**叠加货币和财政刺激的影响，美国经济在较短时间内已开始复苏，GDP 呈现出“不完整”的 V 型。**

图表 30：美国 GDP 的“不完整”V 型复苏



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 31：2021 年美国经济衰退概率已大幅下降



资料来源：美联储，浦银国际

虽然经济复苏前景是未知的，但美国经济陷入衰退的概率已大幅下降。美联储的经济衰退概率指标在美国疫情高峰时（8 月份）达到 37.9%，而根据美联储的最新预测，2021 年 10 月的经济衰退概率已下降至 16.6%。

● 拜登新政

大选后，美国未来四年的政治格局已基本确定——**民主党候选人拜登（Joe Biden）成为下一任总统，民主党继续掌控众议院，而共和党将主导参议院。**唯一的变数在于，共和党能在大多程度上主导参议院。

目前，参议院的席位划分是：共和党 50 票对民主党 46 票，剩余未确定的两个席位来自佐治亚州。因所有候选人均未超过 50%的支持率，佐治亚州将于 2021 年 1 月 5 日举行第二轮参议员选举，这将决定参议院的格局。如果共和党获得其中至少一个席位，便将继续掌控参议院；否则，共和党对参议院的掌控力度将大打折扣。

但是，**不论参议院最终格局如何，美国的政治将由过去的共和党主导（总统+参议院），变为民主党主导（总统+众议院）。而政策的不确定性，将来自共和党与民主党在参议院的博弈结果。**基于此，我们认为，拜登竞选纲领中需经参议院表决的政策，都将存在一些不确定性。

图表 32：美国候任总统拜登的政策概述

主题	政策概述	我们的预期
疫情防控	• 建立流行病检测委员会，增加检测站点，并投资下一代检测试剂； • 利用《国防生产法案》扩大口罩和其他防护设备的生产； • 投资 250 亿美元用于疫苗的生产和分配； • 恢复白宫全球卫生安全和生物防御理事会，并重新加入 WHO。	拜登的疫情防控措施较特朗普任内收紧，这对控制疫情蔓延有积极作用，并将加快美国经济重启进程。
经济和货币政策	• 重振美国制造业，将关键供应链回迁美国，加大创新性技术投资； • 取消减税政策，扩大儿童税收抵免金额； • 提高最低工资和失业救济金额； • 建立 600 亿美元的小型企业贷款基金； • 维持宽松政策和近零利率，维护美联储的独立性。	拜登的政策将延续制造业企业回流美国的趋势，提高最低工资对就业市场和经济的促进作用尚不明确。美联储仍将延续宽松货币政策。
税收政策	• 降低最高档个人所得税门槛至 40 万美元，并提高税率至 39.6%（目前最高档个人所得税门槛是年收入 518,401 美元及以上，税率为 37%）； • 对年收入超过 100 万美元的家庭征收资本利得税。 • 提高公司税率至 28%（目前是 21%）； • 提高海外美国公司境外收入税率至 21%（目前是 10.5%）；	加税政策在共和党掌控参议院的情况下，大概率不会被通过。
医疗、科技、教育	• 推进《平价医疗法案》； • 投资 3000 亿美元用于包括 5G 和人工智能在内的突破性技术的研发； • 完善公共服务贷款豁免计划，扩大免学费大学范围。	对科技和教育的投资，以及对科技企业的偏好，利好美国经济和潜在的经济增长。
环境与能源	• 通过签署行政令和推动立法的方式，致力于实现 100%清洁能源经济； • 就气候变化议题加强国际合作，重新加入《巴黎气候协定》； • 投资基础设施、汽车、公共交通、电力、住房及农业等领域的新能源技术，并将建设 150 万套可持续性住宅。	新能源领域在拜登任内将有较大发展空间。
贸易和对外政策	• 对使用不正当手段（汇率操纵、倾销、补贴）进行贸易执法行动； • 对未能履行气候和环境义务的国家征收碳调整费； • 对抗外国窃取美国知识产权和网络间谍的行为； • 恢复美国在全球的领导地位，重构和盟友的关系。	中美贸易的紧张关系仍将持续，但紧张程度将弱于中美贸易战时期。

资料来源：乔·拜登竞选网站，浦银国际

关于第二轮财政刺激方案

2020 年 11 月大选后，第二轮财政刺激方案将成为两党博弈的第一项议题。关于财政刺激方案，民主党在今年 10 月推出了修订后的《英雄法案》(Health and Economic Recovery Omnibus Emergency Solutions Act，HEROES Act)，该法案涉及金额达 2.2 万亿美元，其中主要包括：

- 每位合资格申请者最高 1200 美元的现金支票，以及每位合资格受养人 500 美元的津贴；
- 每周 600 美元的失业救济金；
- 总计 300 亿美元的薪水保障计划（Paycheck Protection Program）；
- 总计 591 亿美元用于租金减免和其他住房服务；
- 总计 2,780 亿美元的教育支出；
- 总计 750 亿美元用于新冠病毒的检测、追踪和治疗。

相比较下，共和党倾向的第二轮经济刺激计划规模为 1 万亿美元，不足《英雄法案》的一半，而共和党参议院领袖麦康奈尔（Mitch McConnell）愿意接受的刺激规模仅为 6,000 亿美元。**在疫苗已成功研发的背景下，叠加共和党对于较低规模经济刺激的倾向，我们预计即将推出的第二轮经济刺激在规模上将远低于《英雄法案》**。即便如此，考虑到当选总统在任期第一年推出经济刺激措施的惯例，我们认为 2021 年美国经济刺激的规模应当是相对可观的。根据 Ned Davis Research 的测算，拜登的一揽子经济刺激计划将推动美国经济在 2021 年实现 4.6%的增长，美国经济复苏前景向好。

关于加税议案

此外，拜登的竞选纲领中，最引人注目的是有关加税的内容。目前，拜登的加税政策主要包括：

- 降低最高档个人所得税门槛至 40 万美元，并提高税率至 39.6%（目前最高档个人所得税门槛是年收入 518,401 美元及以上，税率为 37%）；
- 对年收入超过 100 万美元的家庭征收资本利得税；
- 提高公司税率至 28%（目前是 21%）；
- 提高海外美国公司境外收入税率至 21%（目前是 10.5%）。

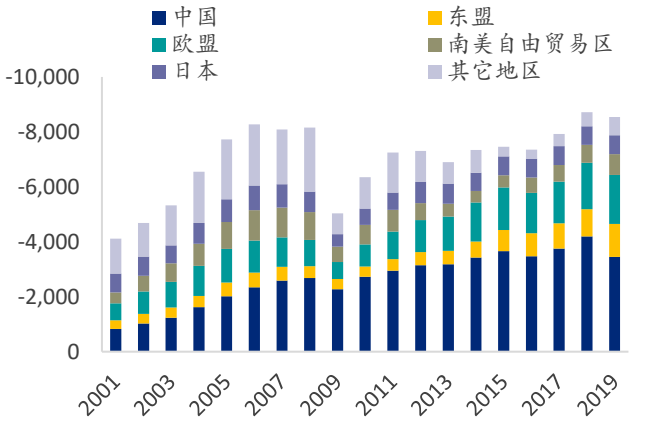
假设民主党在 2021 年推出税改议案，我们预计该议案大概率会在众议院通过，在参议院被搁置。在两院意见不一致的情况下，美国国会将临时成立两院代表组成的联席会议委员会（Joint Conference Committee），再进行审议、商讨以达成妥协方案。**因此，虽不确定加税议案的最终结果如何，但根据以上分析，两院通过的加税议案相较于拜登竞选纲领中的政策，将相对温和。**

关于中美贸易关系

除了财政刺激方案和加税议案，中美贸易关系的走向将成为拜登上任后另一件市场关注的议题。虽然拜登已声明将考虑取消因中美贸易战而施加的关税，但这并不意味着新一届美国政府不会因贸易问题与中国产生摩擦。在制造业回归美国本土的问题上，拜登与现任总统特朗普（Donald Trump）的观点是基本一致的。拜登在竞选纲领中强调，新一届美国政府的计划是确保未来是“全美国制造”（“Made in All of America” by All of America's Workers）。**因此，中美贸易紧张关系是长期问题，不会因美国大选而改变方向。**

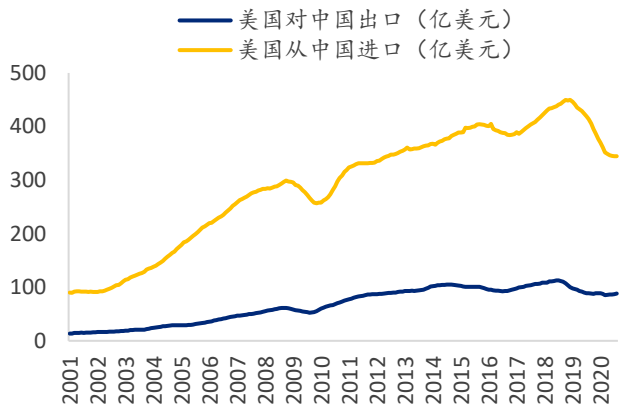
出于政治原因，拜登在贸易问题上可能延续对中国的强硬态度。拜登在竞选时特别提到中国的钢铁、铝、光纤和造船等行业的产能过剩问题，主张采取积极的贸易执法行动，制裁倾销和补贴等不公平行为。**因此，基于政治上的判断，我们认为美国针对中国的贸易政策不会出现 180 度转弯。**

图表 33：美国净出口（亿美元）——中国依然是美国最大的贸易逆差来源国



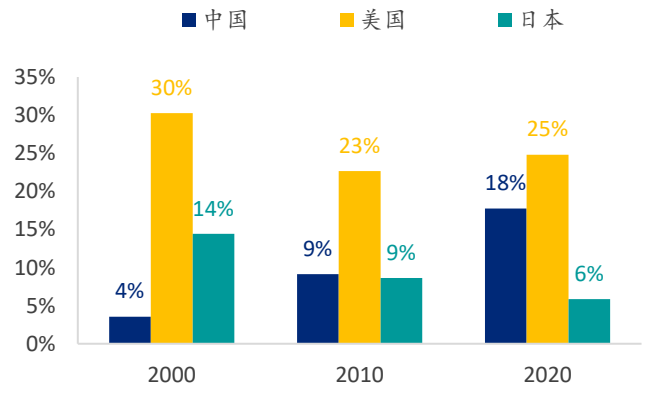
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 34：目前美国对中国的进口是出口的 4 倍



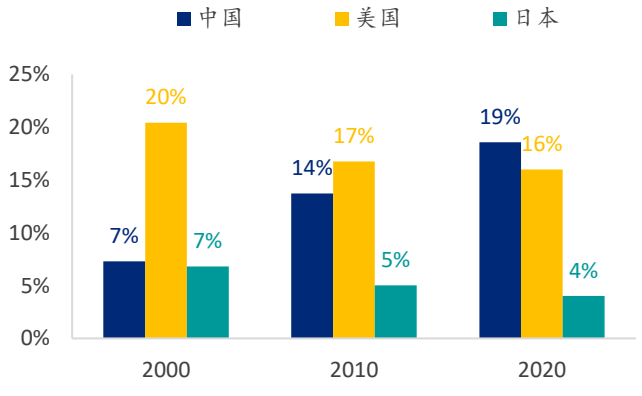
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 35：IMF 预测三大经济体名义 GDP 的全球占比



资料来源：IMF 预测，浦银国际

图表 36：IMF 预测三大经济体经过购买力平价调整后 GDP 的全球占比



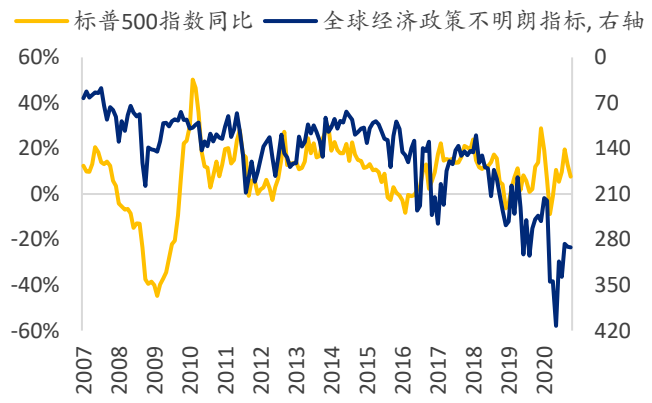
资料来源：IMF 预测，浦银国际

在经济层面上，中美贸易关系也是难以调和的。虽然经历了贸易战，但中国依然是美国最大的贸易逆差来源国，2019 年美国对中国的贸易逆差达到了 3,451 亿美元，略小于美国对东盟、欧盟、日本三者贸易逆差的总和（3,671 亿美元）。中美贸易战和疫情的双重影响下，美国从中国进口的贸易额下降明显，不过仍大于美国对中国的出口，前者约为后者的四倍。况且，按照购买力平价计算的 GDP 全球占比，中国已超越美国成为世界第一经济体，经济层面的竞争关系难以调和。**这些基础性问题决定了中美在贸易问题上是竞争是大于合作的，美国政府的对华贸易政策也是构建在经济层面上、且不会轻易发生改变的。**

美国新政府的政策波动和整体不确定性减小

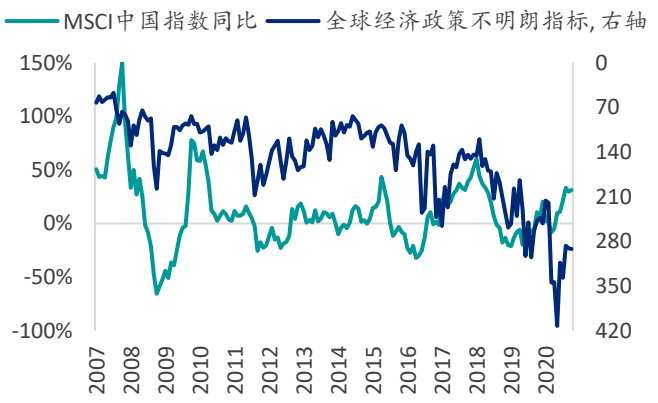
虽然财政刺激方案、加税议案、中美贸易上仍有较多不确定性，但是拜登政府整体的政策方向是回归美国领导下的国际合作，政策波动和整体不确定性仍小于特朗普政府时期。例如，在涉及到与加拿大、墨西哥以及欧洲等盟国的贸易议题时，拜登选择释放善意，并未表现出特朗普执政时期在贸易问题上对盟友的敌意。因此，拜登新政将为疫情后的全球经济复苏带来更多的稳定因素，这不仅有利于全球加强控制疫情的合作，也有利于经济的复苏和资本市场的恢复。

图表 37：标普 500 指数与政策不明朗指数的反向趋势



资料来源：FactSet，policyuncertainty.com，浦银国际

图表 38：MSCI 中国指数与政策不明朗指数的反向趋势



资料来源：FactSet，policyuncertainty.com，浦银国际

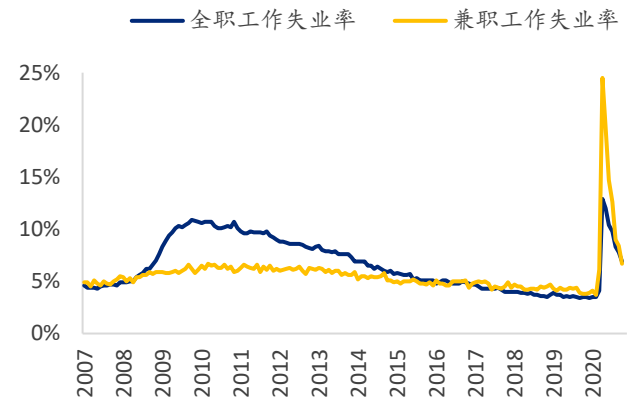
• 2021 年美国经济的主要复苏动力——消费

美国新政府的政策调整和经济刺激措施，对经济的复苏有积极帮助，而美国经济复苏的内在动力是什么呢？**通过分析美国就业市场、居民收入、储蓄以及资产负债水平，我们认为 2021 年美国经济的主要复苏动力将来自于消费。**

就业市场和居民收入受冲击程度好于预期

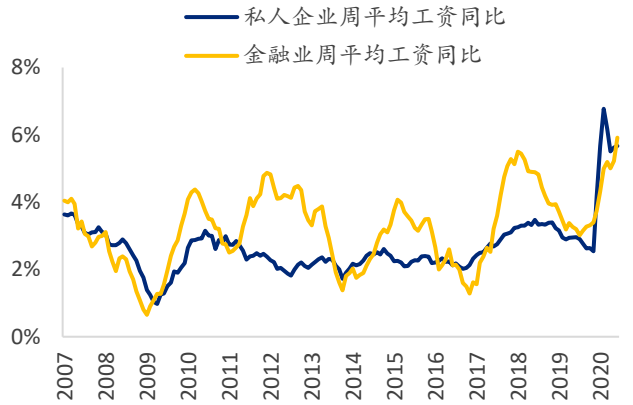
新冠疫情造成美国失业率大幅上升，但全职工作的失业率上涨幅度有限，远低于兼职工作失业率的上升幅度。**这说明疫情对就业的影响更多是在质量较低的兼职工作，而非质量较高的全职工作。**因此，我们认为此次疫情下，就业市场受到冲击的程度要远低于 2008 年金融危机时期。**就业市场的稳定对疫情后的经济复苏将起到基础性作用，经济重启的速度也更快。**

图表 39：2020 年美国失业率上升主要是兼职而非全职类型



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 40：疫情以来，美国平均工资并未出现增速下滑，相反上升明显



注：三个月移动平均

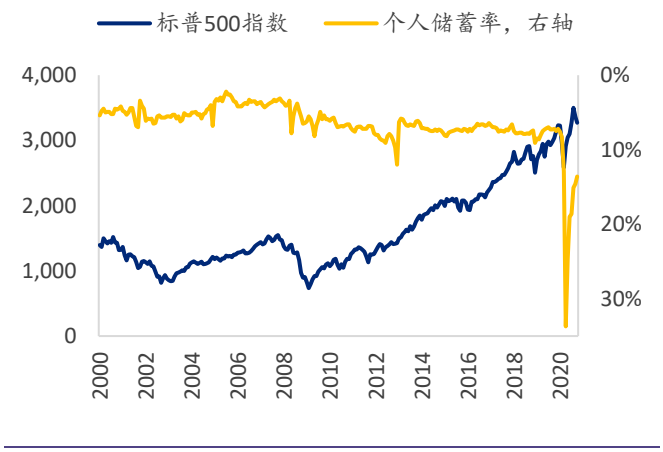
资料来源：FactSet，浦银国际

在第一轮财政刺激的帮助下，**工资水平并没有出现大幅下降的情况反而出现大幅攀升，这一点也是与 2008 年金融危机时期不同的。**金融危机时期，私人企业和金融业的每周平均工资同比增速出现大幅度下降，但新冠疫情后，每周平均工资同比增速上升至 6%。**平均工资水平的上升保证了美国家庭的收入水平不会因疫情而下降过多，这对疫情后消费的复苏提供了直接的支持。**

疫情期间储蓄上升

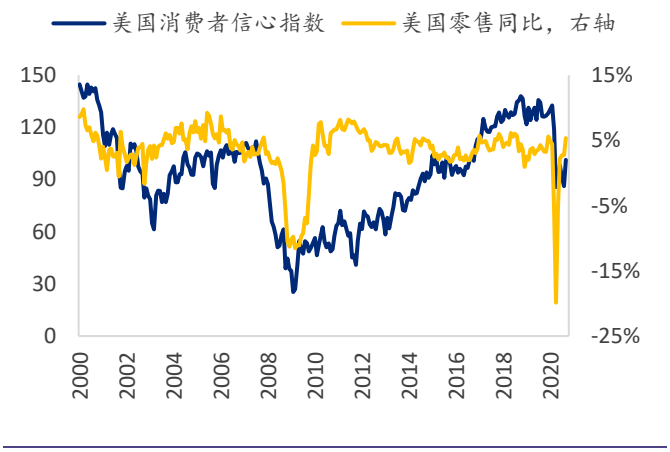
受疫情后美联储非常规货币宽松政策的影响，美国股市反弹势头强劲，标普500 指数从 2020 年 3 月的低点（2237.4）反弹至 11 月的 3621.6 点。**股市的回暖，以及第一轮财政刺激的帮助，为美国居民带来了显著的财富增长，但由于疫情造成了隔离和封锁，财富增长并没有导致过度消费，而是转化成为储蓄，这也导致了个人储蓄率的飙升。**

图表 41：本次财富增长并没有导致过度消费



资料来源：BEA，FactSet，浦银国际

图表 42：消费者信心在修复中



资料来源：FactSet，Wind，浦银国际

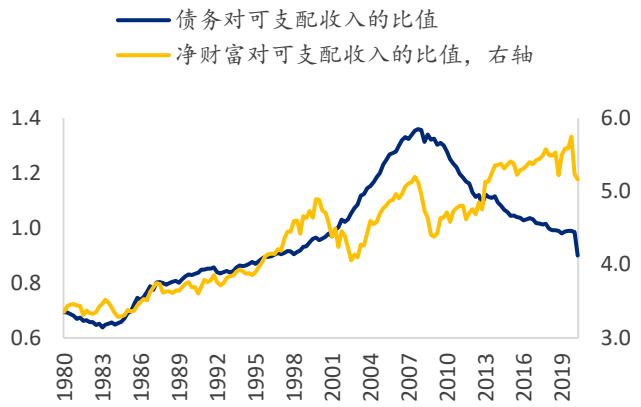
11 月的美国消费者信心指数为 96.2，显示其仍在恢复过程中，距离疫情开始前 130 的水平仍有差距。受圣诞假期的影响，消费品零售已恢复至疫情开始前的同比增速。**随着消费者信心的进一步回升，消费将在储蓄的推动下加速恢复，并将补偿部分因疫情而减少的消费，进而带动美国经济的全面复苏。**

美国消费者健康的资产负债水平为复苏提供持续动力

当前，美国家庭的资产负债水平非常健康。债务对可支配收入的比值已从 2008 年金融危机时的高点（1.36），下降至目前的正常水平（0.90），处于 20 年以来最低水平。净财富对可支配收入的比值虽然因为疫情的原因而有所下降，但仍处于 5.17 左右的水平，与 2018 年底的水平相当。

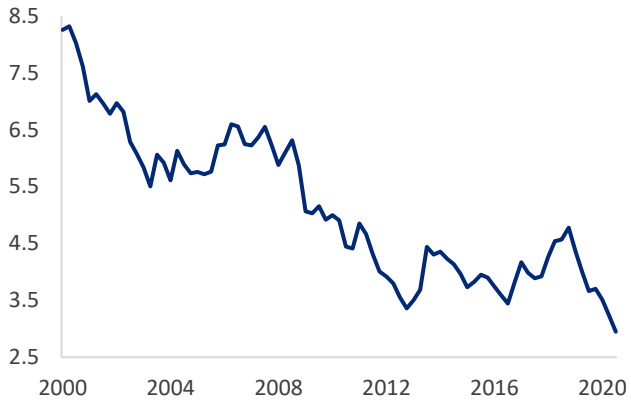
此外，房贷利率也降至了历史低位（2.95%），这使得居民整体的债务负担并不严重。相比之下，企业的债务负担才是经济的潜在隐患。**因此，在健康的资产负债水平下，美国居民消费的复苏将更具持久性。**

图表 43：目前美国消费者的资产负债水平非常健康



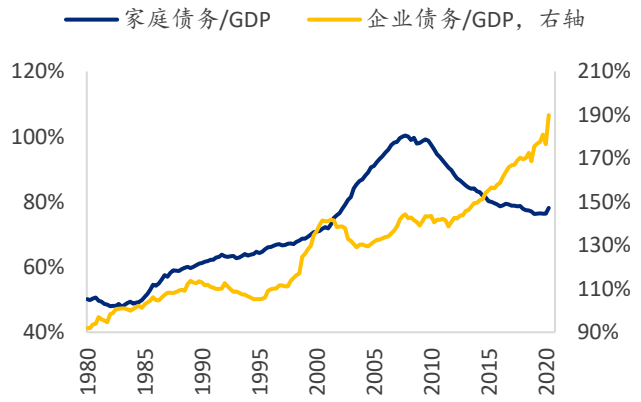
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 44：30 年房贷利率（%）在 2020 年处于历史低位



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 45：疫情下企业的债务负担大于消费者



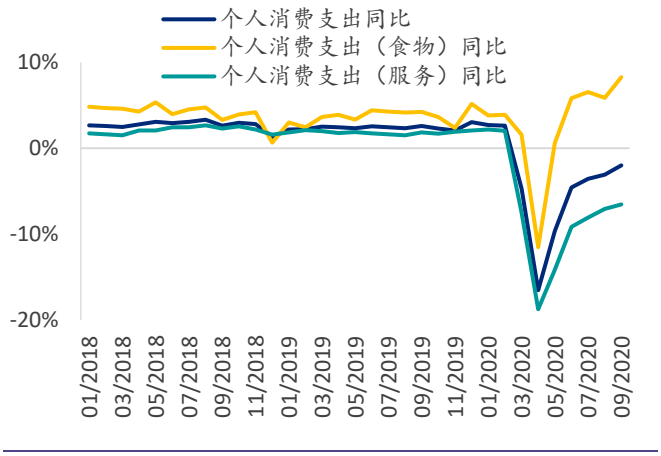
资料来源：FactSet，浦银国际

目前的消费复苏并不均衡

2021 年美国经济的复苏将由消费带动，在消费的恢复过程中，服务和食物的消费在复苏进程上的差异将成为一种趋势。美国的消费虽然已开始逐步复苏，但在个人消费支出方面并不均衡。食物消费在疫情后反弹明显，同比增速已回升至 8.3%，而服务消费仍保持负增长，但降幅已开始缓慢收窄。

考虑到疫苗的生产和运输仍需时日，美国的疫情在未来数月仍不会有较大改善，而消费者信心的恢复还需时日，尤其是对于需要前往聚集场所才可以进行的服务消费。**这些因素都导致了食物和服务的消费分化日趋严重。**

图表 46：美国的消费复苏并不均衡

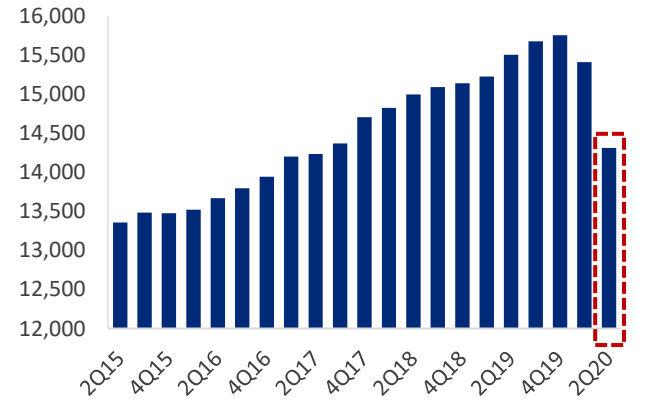


资料来源：BEA，浦银国际

疫情促进了线上零售的发展

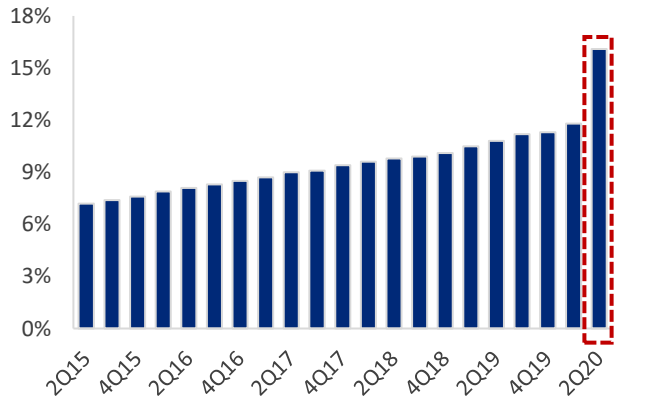
疫情对消费品零售行业造成了深远影响。由于隔离措施的实施，美国零售总额在 2Q20 同比下跌了 7.7%，降至 14,309.46 亿美元，相当于 2Q17 的水平。疫情虽然导致零售总额整体下降，但是线上零售却异军突起，其所占零售总额的比例从今年一季度的 11.8%，增至二季度的 16.1%，环比增加了 4.3 个百分点。**线上零售的回暖将成为疫情后消费复苏的亮点，并成为消费转型的推动力。**

图表 47：美国零售总额（亿美元）2Q20 同比下跌 7.7%



资料来源：Wind，浦银国际

图表 48：美国线上零售占零售总额的比例在 2Q20 大幅提高

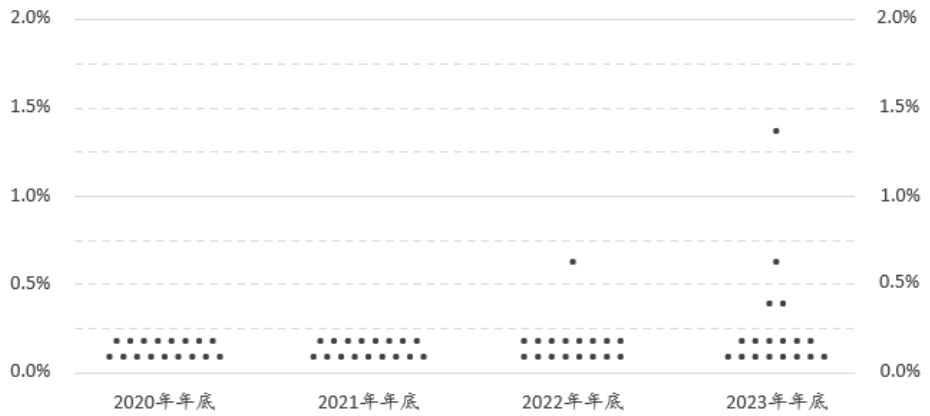


资料来源：FactSet，浦银国际

鸽派货币政策的延续

美联储在今年 8 月对货币政策框架进行了重大修订，其中涉及的平均通胀制对 2021 年的货币政策走向将产生深远影响。此外，联邦公开市场委员会（Federal Open Market Committee，简称 FOMC）在今年三季度的例会上也传递出维持宽松的信号。**利率政策方面**，三季度 FOMC 的点阵图显示，2021 年美联储仍将维持近零利率不变，而下次加息预计将在 2Q23。**量化宽松方面**，三季度 FOMC 的会议纪要显示，现有的资产购买计划将维持至 2022 年，并在 2022 年下半年开始缩减购买规模。

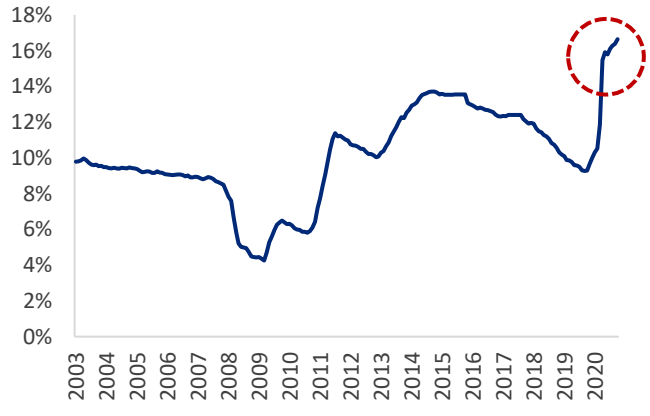
图表 49：2020 年三季度 FOMC 点阵图



资料来源：美联储，浦银国际.

目前，美联储仍处在按兵不动的状态，静待第二轮财政刺激方案落地。疫情后，美联储实施了较大规模的货币宽松政策，这导致接下来的政策调整有限。在实施大规模量化宽松政策后，美联储持有美国国债的比例已大幅攀升，从今年 2 月的 10.5%上升至 10 月的 16.6%。

图表 50：美联储持有美国国债的比例



资料来源：FactSet，浦银国际

我们预计，美联储在 2021 年的政策调整将围绕在**强化前瞻指引**和**调整量化宽松结构**这两方面展开，其中对后者的可能调整是：扩大长债的购买比率，压制长短利率，间接实现某种程度上的“收益率曲线控制”（请见我们的报告《SPDBI 全球央行观察：全球整体边际放宽，欧元走强可能阶段性终结》）。

展望未来，我们认为需要关注 2021 年 6 月和 9 月的 FOMC 会议动向。在经历大选和疫情冲击后，美国经济在 2021 年上半年会进行调整，在经济刺激和疫苗的双重利好下，经济将开始加速复苏。因此，**关于加息预期的讨论大概率将出现在明年 6 月的 FOMC 会议上**，委员们将开始关心经济复苏后可能出现的经济过热现象。**而明年 9 月的 FOMC 会议将更新对 2024 年的经济展望，这将直接反应出委员们对于加息幅度的预期。**

2021 年利率中枢不会大幅上升

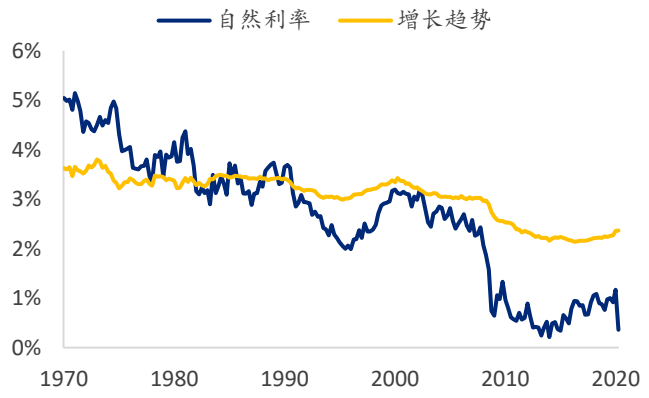
我们预计，2021 年利率中枢不会大幅上升。根据泰勒法则（Taylor Rule），政策利率的合意变动来自于经济增长和通胀与预期的差异。

$$r = r^* + \frac{1}{2}(y_t - y_e) + \frac{1}{2}(p_t - p_e)$$

其中，r为联邦基金利率，r^*为自然利率，$(y_t - y_e)$为产出缺口，$(p_t - p_e)$为当前通胀率与美联储长期通胀目标的差值。

当出现产出缺口、或者通胀率低于目标通胀时，美联储应降息以防止通缩并促进经济增长为目的。这恰好就是美国经济当前的境遇。在平均通胀制下，目标通胀率将在一段时间内高于 2%，因此通胀率会在更长时间内低于目标通胀；而美国的产出缺口将持续至 2025 年才能恢复。这些因素都导致了利率中枢不会大幅上升。此外，**根据 Laubach-Williams 模型的估算，泰勒法则中的自然利率r^*在结构上也呈现下降趋势，这将直接影响泰勒法则中政策利率的合意变动幅度。**

图表 51：根据 Laubach-Williams 模型估算自然利率



资料来源：美联储，浦银国际

• 美元将在 2021 年中旬逐渐升值

疫情开始后，美国经济遭受了一定程度的打击，随之而来的是美元贬值，美元指数从年初的 96.4 下降至 12 月初的 90.5，为两年来的低点。**2021 年，美元是否会持续贬值、抑或是由贬转升，这仍然是市场关注的焦点。与市场预期有所不同，我们认为 2021 年中旬美元将逐渐升值。**

“美元微笑理论”

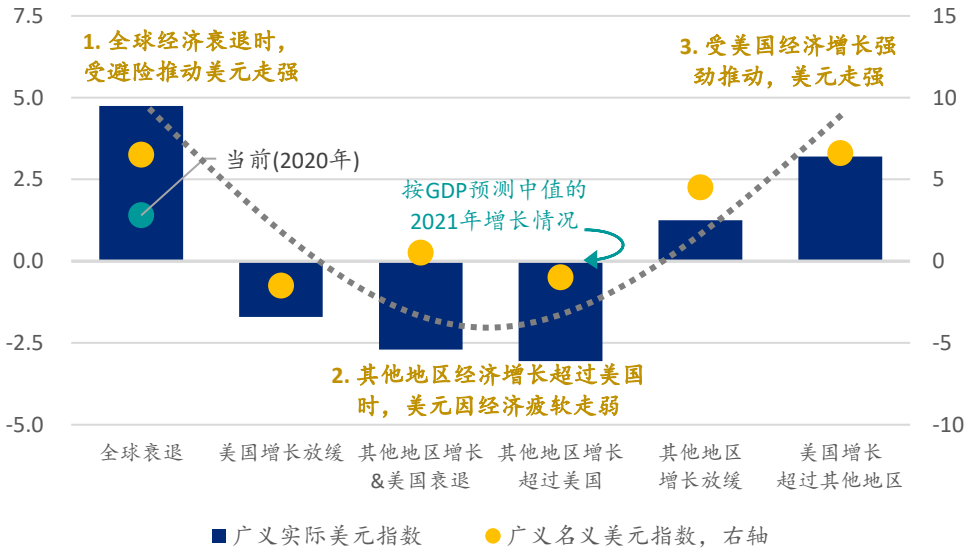
首先，我们采用“美元微笑理论”分析美元的整体走向。作为全球性避险货币，美元具有“国际”和“国内”的双重属性。当全球危机事件（例如，金融危机或新冠疫情）发生时，美元会出现先升值、后贬值、最后再次升值的三个阶段，并构成一个类似微笑的“U”型曲线。具体来说，

第一阶段：当全球危机事件发生时，投资者受避险情绪影响由持有风险资产转而购买、持有美元，这更多突显出美元的“国际”属性，并导致美元走强；

第二阶段：随着全球危机事件的影响减弱，经济开始复苏、资金流向经济增速更快的地区，市场开始规避美元，这使得美元恢复其“国内”属性，并导致美元走弱；

第三阶段：随着全球经济的整体复苏，美国经济升温且经济增长超过其它地区，乐观情绪以及加息预期使得投资者再次转向美元，美元的“国内”与“国际”属性一起恢复，致使美元走强。

图表 52：美元微笑理论——各增长情况下年均广义美元指数变动（%）



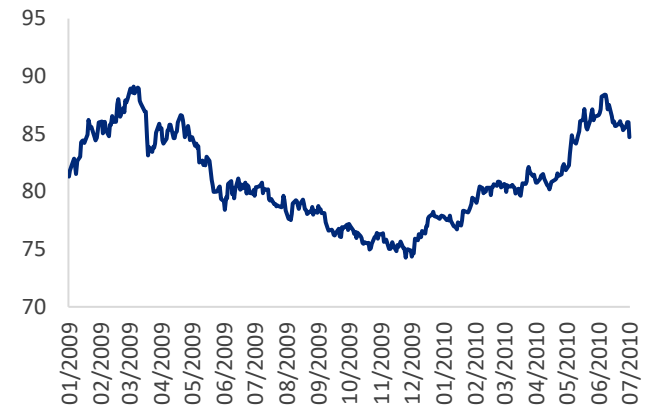
注：增速差值基于美国 GDP 减去 25 个主要经济体加权 GDP（美联储广义美元指数货币篮子所包含的经济体）；1985-2019 年

资料来源：Bloomberg，浦银国际

2009 至 2010 年美元指数的走势，完全契合了“美元微笑理论”。当金融危机暴发后，市场的避险情绪上升推高美元；此后，美国经济受金融危机影响表现疲软，美元回归“国内”属性并开始走弱；当全球经济走出金融危机阴影后，美国经济恢复增长且好于其它地区，美联储也传递出加息的信号，美元再次走强。

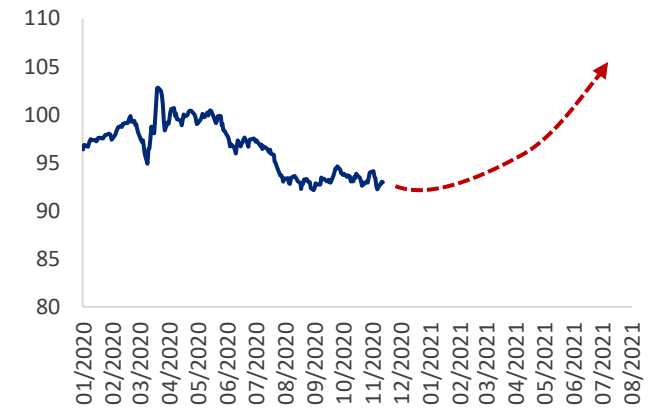
我们预计，在此次疫情的作用下，美元将再一次呈现“美元微笑理论”的“U”型曲线。今年疫情暴发后，美元因避险情绪上升而走强，充分发挥了美元的“国际”属性。而目前，我们正处于“美元微笑理论”中的第二阶段：美国经济受疫情拖累，其他地区（例如，中国）的经济增速好于美国，美元走弱。**我们预计 2021 年中旬将出现第三阶段美元走强的趋势。**

图表 53：2009 年-2010 年的美元指数走势



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 54：新冠危机下的美元指数走势



资料来源：FactSet，浦银国际

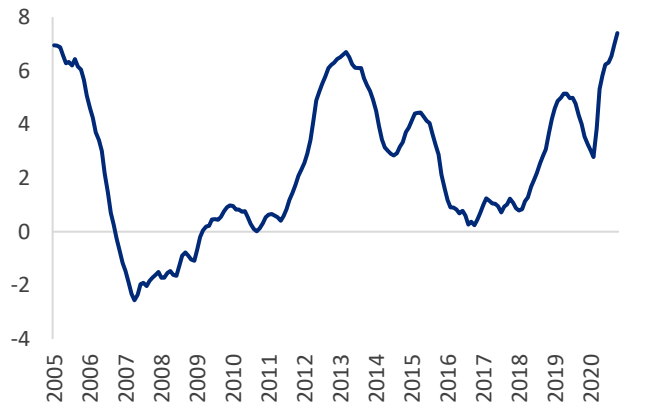
对于美元指数的分析

从美元指数的角度，考虑到美元指数中欧元的权重最高（58%），欧元区的经济复苏对美元的影响也最大。2020 年美国大选使得美国再一次经历新政府和新政策的变革，这让美国经济出现了上修的空间，经济复苏也将快过疫情、老龄化、负利率缠身的欧元区。美国与欧元区 PMI 的差值上升也反映了这一事实。**复苏的差异将导致美元相对于欧元存在升值的空间。**

此外，欧元走强对于通缩严重的欧元区经济并非好事，况且，对于欧元区中的出口型经济体（例如，德国、法国、意大利）来说，欧元升值将对其出口造成负面影响，更加不利于其疫情后的经济复苏。**在此基础上，我们认为不能排除欧央行有动机采取结构性措施来直接/间接推动欧元贬值。**

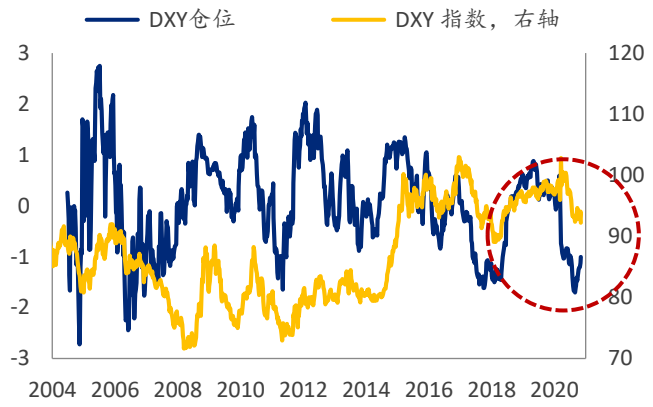
当前，美元的投机性仓位处于较低水平，做空美元的下行区间有限。结合上述“美元微笑理论”和对美元指数的分析，我们认为美元将在 2021 年上半年出现波动，并在 2021 年中旬逐渐升值。

图表 55：美国与欧元区 PMI 差值



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 56：美元投机性仓位下行空间有限



资料来源：FactSet，浦银国际

（三）中国双引擎复苏与“十四五”开局

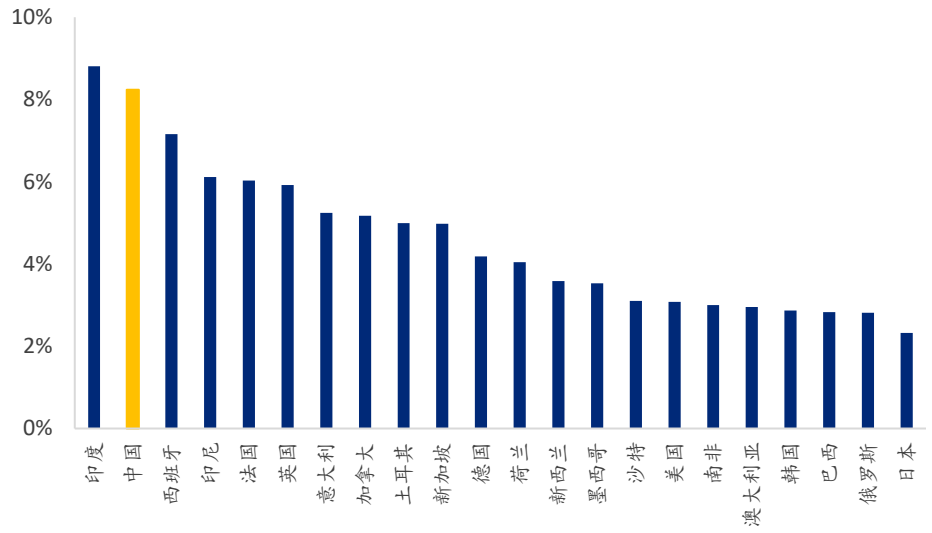
2021 年是新冠疫情冲击后的复苏之年，也是中国“十四五”规划的开局之年。今年中国人均 GDP 已经超过 1 万美元大关，全面实现了小康社会的建设，“十四五”将会把中国经济由高增速阶段步入高质量发展的新阶段。

我们预计，2020 年中国经济将实现 2.2%的增长，2021 年在出口和消费双引擎的带动下 GDP 增速将攀升至 9.0%，此后的 2022 年中国经济增速将恢复至 5.5%的水平。货币政策方面，社融、货币、宏观杠杆率将出现边际放缓的趋势，人民币升值动力将减弱。

• 疫情后复苏之年

2020 年，新冠疫情席卷全球，对世界经济造成了严重的打击。**作为最早经历疫情、也是最早有效控制疫情的国家，中国在 2020 年经历了经济“先下滑、后反弹”的 V 型复苏，经济损失相对较小、复苏前景向好。**

图表 57：IMF 预测全球主要经济体 2021 年 GDP 增长率

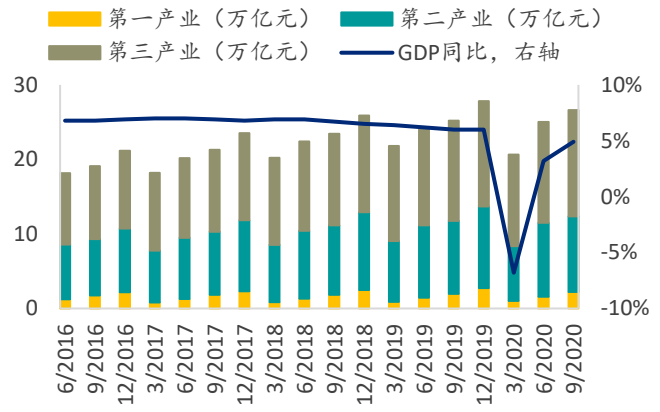


资料来源：IMF 预测，浦银国际

率先控制住疫情的中国经济延续了复苏态势，GDP 同比增速由二季度的 3.2%增至三季度的 4.9%。虽然中国经济的复苏速度较二季度有所放缓，但复苏的结构有所改善：第三季度的经济复苏开始由代表生产端的第二产业和代表需求端的第三产业共同推动。

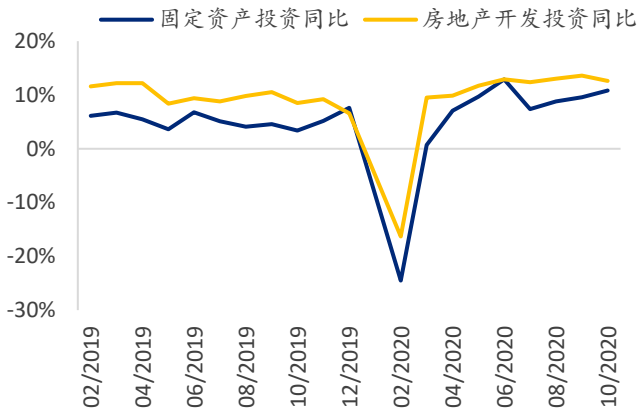
工业、投资、消费都出现了持续复苏的信号。其中，投资的恢复程度最好，同比增速呈现完整的 V 型；工业的复苏路径与 GDP 一致，呈现了非对称的 V 型；消费的复苏较慢，虽然有“十一”黄金周的推动，但尚未完成 V 型复苏右侧的上升阶段。在“十四五”蓝图下，投资将更多围绕以 5G 基建、特高压、城际高速铁路和城际轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能和工业互联网为主的“新基建”，这将进一步影响相关产业链的升级，促进生产和消费的转型。

图表 58：中国 GDP 的非对称 V 型复苏



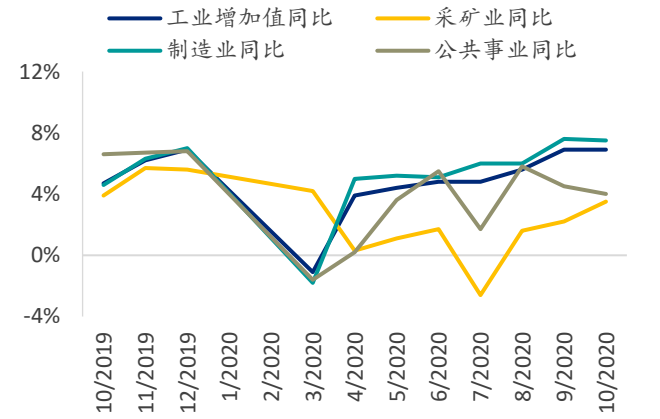
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 59：投资已完成完整的 V 型复苏



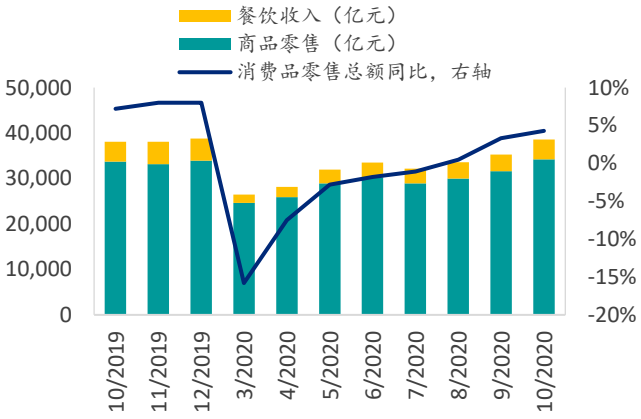
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 60：工业生产的复苏与 GDP 较一致



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 61：消费的 V 型复苏仍未成型

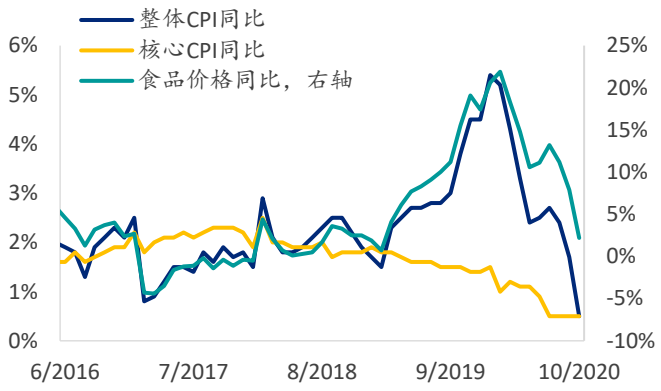


资料来源：CEIC，浦银国际

物价在 2021 年上半年将延续下行走势，但整体不存在通缩的基础。今年疫情开始后，物价持续走低；夏季长江流域洪水导致肉类和鲜菜价格回升，使得物价小幅上涨；此后，通胀持续走低，10 月 CPI 同比增速为 0.5%，降至 2010 年以来的低位。

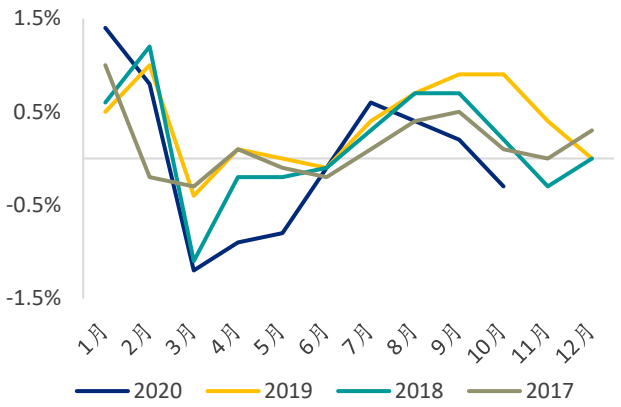
我们预计，通胀受高基数影响将维持较低水平直至 2021 年春节，并不排除出现非可持续负增长的可能性。随着 2021 年春节过后，消费和经济的进一步复苏，加之基数效应在 2021 年 3 月开始减弱，预计通胀将逐渐回升。**考虑到全球疫情仍不明朗，进口贸易的检疫措施可能对海外食物供应带来不确定性，叠加基数效应和节日错位等因素，2021 年 CPI 的短期波动可能较大。**

图表 62：食品通胀下行带动 CPI 回落



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 63：CPI 处于过去 4 年的低位



资料来源：CEIC，浦银国际

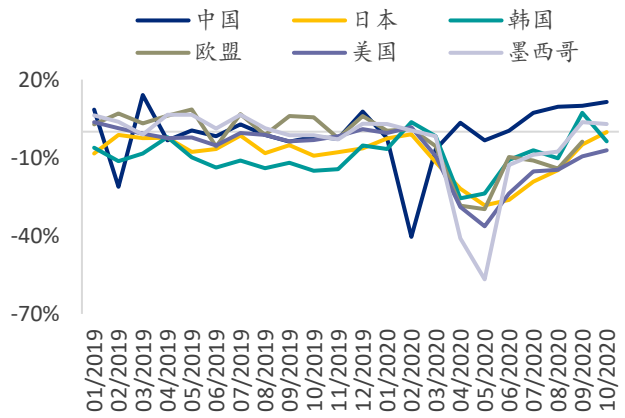
• 2021 年双引擎复苏

疫情后，中国经济的复苏将由出口和消费两个引擎共同带动。出口贸易持续回暖，不仅会促进经济的复苏，也将间接放大消费对经济增长的促进作用。在双引擎带动下，中国经济复苏将更快完成，复苏前景也将会更好。

出口引擎复苏

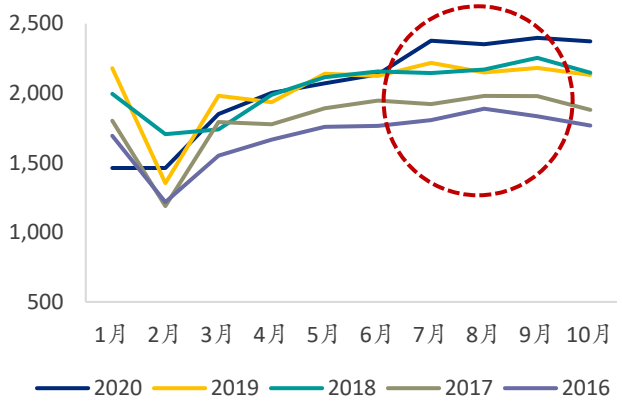
回顾 2020 年中国的宏观数据，最亮眼的莫过于出口贸易。新冠大流行对全球贸易造成了严重打击，但在贸易整体遇冷的情况下，中国出口贸易相对好于其他经济体，出口增速的恢复也明显优于其他经济体。纵向来看，2020 年中国出口并未出现明显下滑，相反，出口额在 7 月后出现了较大幅度增长。

图表 64：中国出口增速恢复好于其他经济体



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 65：中国出口（亿美元）在疫情后出现较大幅度增长



资料来源：CEIC，浦银国际

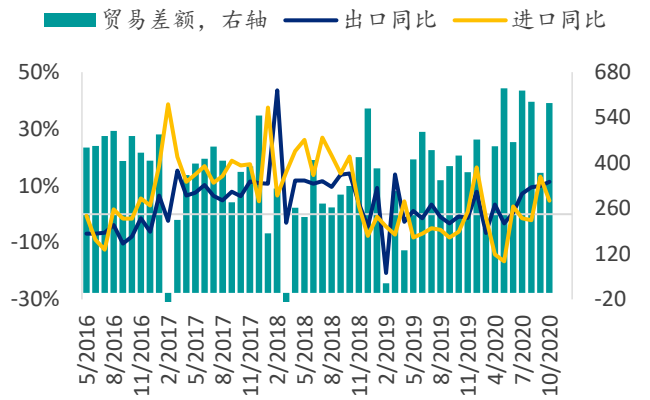
中国出口贸易呈现一枝独秀的现象，究其原因：

一、中国较快控制住了疫情在国内的蔓延。这使得生产和出口在短时间内能够恢复，经济重启较成功。并且，中国较早经历疫情，与其他新兴市场国家在疫情发展过程中存在时间差。当其他贸易竞争国家因疫情而无法正常出口货物时，中国已率先控制住疫情，并开始了积极的复工复产，这导致出口订单不可避免地流向了中国。其中较为明显的例子是，纺织业出口订单因印度疫情严重而流向中国，这给了中国纺织业很大的出口机遇。

二、中国的产业升级效果明显。过去五年，中国的制造业完成了产业升级，生产线自动化、智能化水平明显提高，物流能力也大大提升。这种产业升级所形成的“弯道超车”现象，使得中国制造业在面临出口订单大增时有足够的产能消化、有足够高效的物流运转。

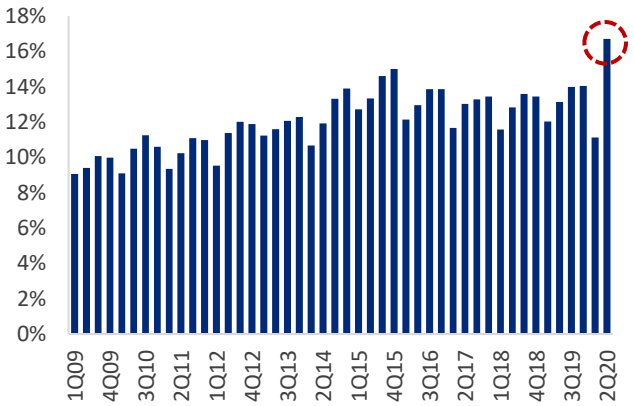
在上述两个原因的推动下，中国的出口持续向好，**世界市场份额在 2Q20 达到 16.7%的历史高点，同比增长 3.6 个百分点**。2021 年，中国的出口贸易整体将延续疫情后的高增长。考虑到疫情在新兴市场的滞后影响，中国的世界市场份额也将在 2021 年维持较高的水平。

图表 66：中国进出口走向



资料来源：CEIC，浦银国际

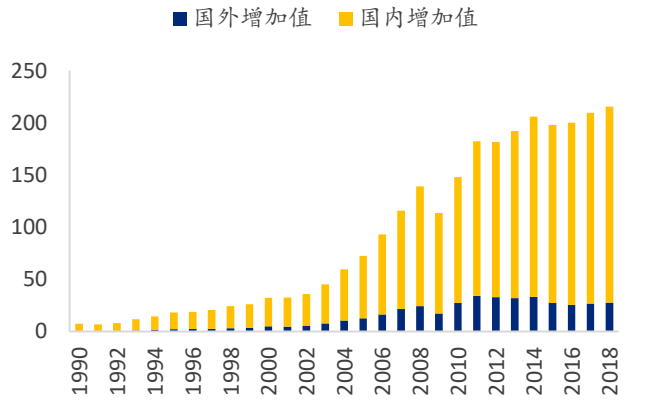
图表 67：中国出口在世界市场的份额 2Q20 达到历史高点



资料来源：WTO，浦银国际

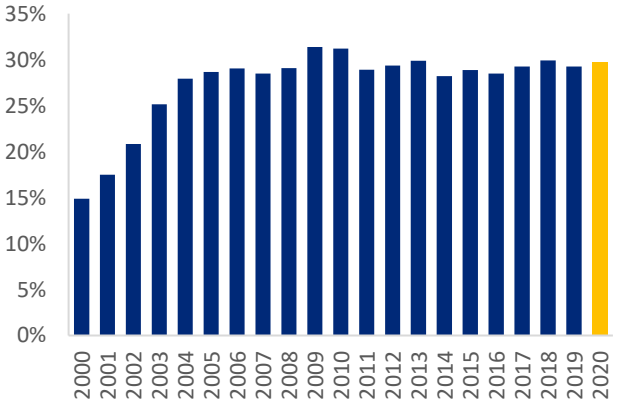
除了贸易增速回暖，2021 年中国出口贸易将进一步升级，继续由出口大国向出口强国转变。与刚加入 WTO 时不同，中国的出口开始由量到质的转变，出口产品的国内增加值逐年递增，截至 2018 年，出口的国内增加值已接近 1.88 亿美元的水平，2000-2018 年间，国内增加值的复合年均增长率达到了 11.3%。中国出口也开始从过去的初级加工品和低端制造业向高技术制造业转变，其中高技术产品出口的占比持续增长，占比已接近 30%。

图表 68：中国国内增加值逐年增加（百亿美元）



资料来源：WTO，浦银国际

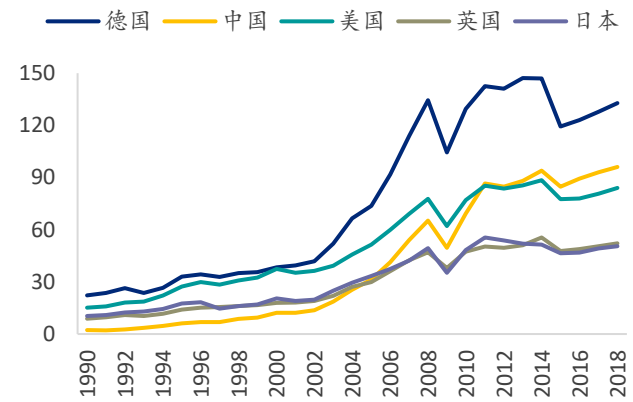
图表 69：中国高技术产品出口占比约为 30%



注：2020 年仅包括 1-10 月数据
资料来源：CEIC，浦银国际

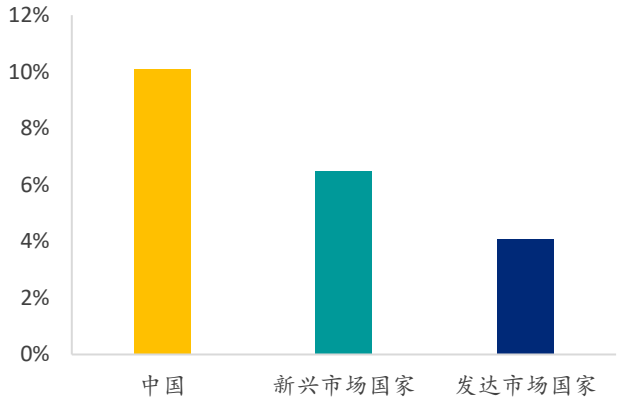
此外，中国参与全球价值链的脚步逐渐加快。截至 2018 年，中国参与全球价值链为 9,606 亿美元，总量已超过美国、英国、日本，仅次于德国位列第二名。根据 WTO 发布的全球价值链报告，2005 至 2015 年，中国全球价值链的年平均增长率达 10.1%，远超发达市场国家的 6.5%和新兴市场国家的 4.1%。在“十四五”时期，中国经济剑指创新经济，出口的质量也将随之提高。**我们预计，2021 年中国的出口将呈现量和质两方面的增长。**

图表 70：中国全球价值链增加值（百亿美元）已超过美英日



资料来源：WTO，浦银国际

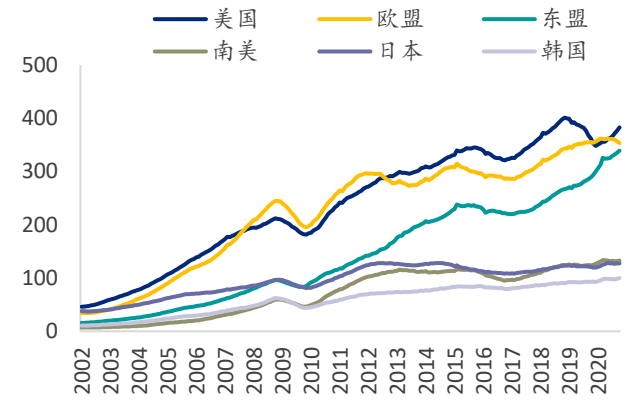
图表 71：2005-2015 年全球价值链年平均增长率



资料来源：WTO，浦银国际

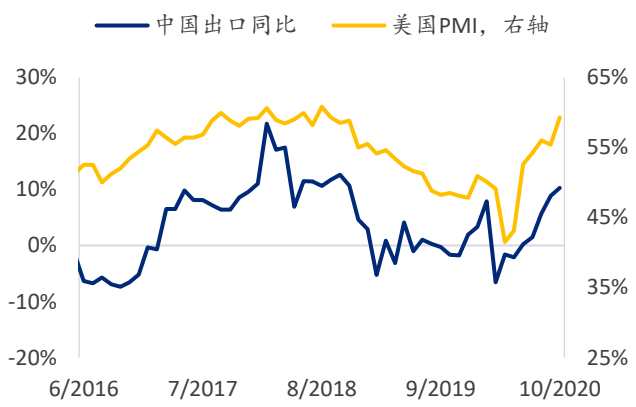
贸易战结束，中美贸易重新出发。随着美国政治格局改变，中美贸易战将结束，笼罩在中美贸易关系间的阴霾将散去。虽然美国的疫情仍然很严重，但是美国经济已开始恢复。美国经济的复苏对中国出口起到了重要的拉动作用。随着 2021 年疫情在美国的影响逐渐减弱，美国经济的复苏将持续，这会进一步带动中国对其出口。虽然新一届美国政府仍将在贸易议题上与中国产生摩擦，但整体的贸易关系是趋向回暖的。

图表 72：中国主要出口目的地贸易额（亿美元）



资料来源：CEIC，浦银国际

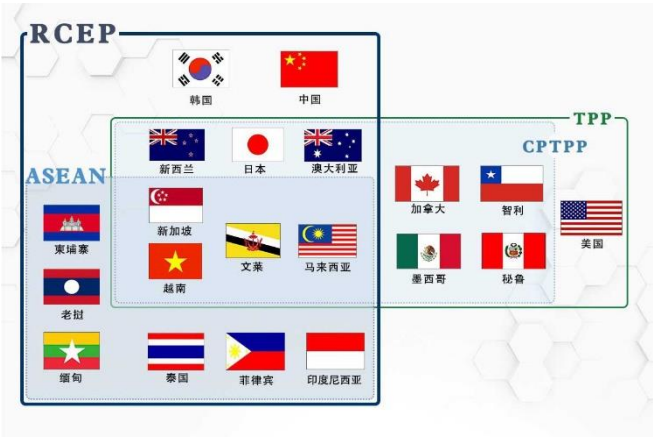
图表 73：美国经济复苏带动中国出口



资料来源：FactSet，浦银国际

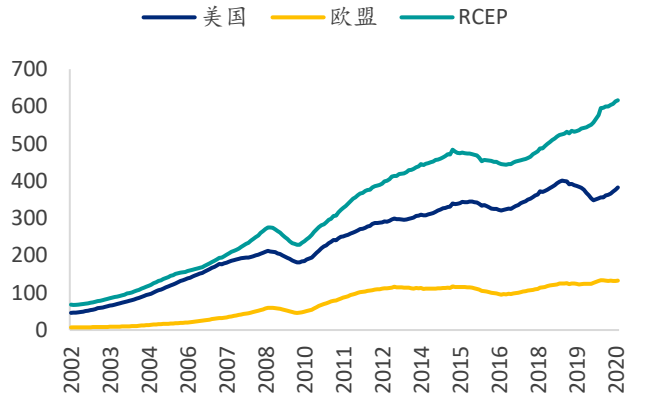
新协定，新格局。中国参与了由东盟发起的区域全面经济伙伴关系协定（Regional Comprehensive Economic Partnership，简称 RCEP）。这个世界上人口数量最多、全球规模最大的自由贸易协定，将为中国出口开启新的格局。虽然具体的签署项目还未落地，但单从贸易额的方面分析，中国对 RCEP 国家的出口额将超过对欧美的出口。随着该协议在 2021 年落地，中国出口将迎来新的一页。

图表 74：RCEP 涵盖了中国主要的贸易伙伴



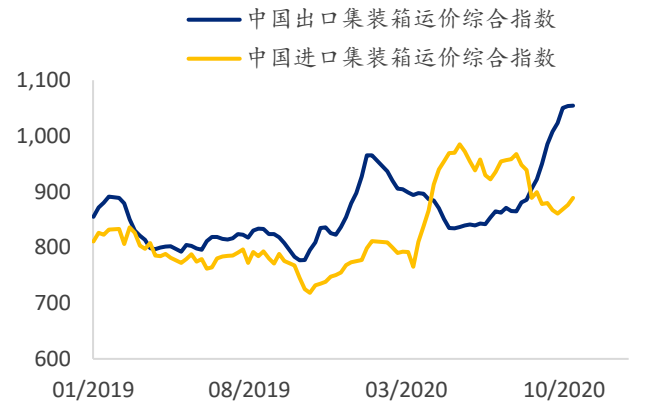
资料来源：央视新闻，浦银国际

图表 75：中国出口至 RCEP 国家的贸易额超过对美国和欧盟的出口之和



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 76：航运价格显示中国出口需求旺盛

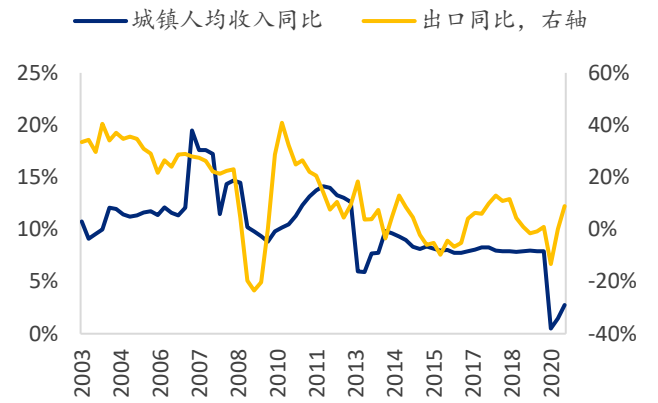


资料来源：Wind，浦银国际

消费引擎复苏

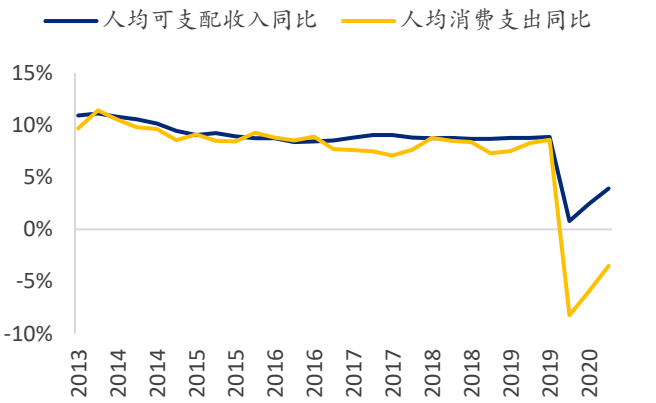
作为出口导向型的经济体，中国出口贸易的表现一定程度上影响人均收入水平。出口同比增速的上升和下降，基本对应了城镇人均收入的增长及下跌。2020 年中国出口增速上升，城镇人均收入也呈现出类似的增长。在上述出口贸易增速上升、出口质量进一步提高、外部贸易环境改善等因素的影响下，出口带动人均收入上升的趋势将在 2021 年实现，这将间接为经济复苏的第二引擎（消费）提供支持。

图表 77：出口带动人均收入的增长



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 78：人均收入增速高于支出，消费动力仍存在



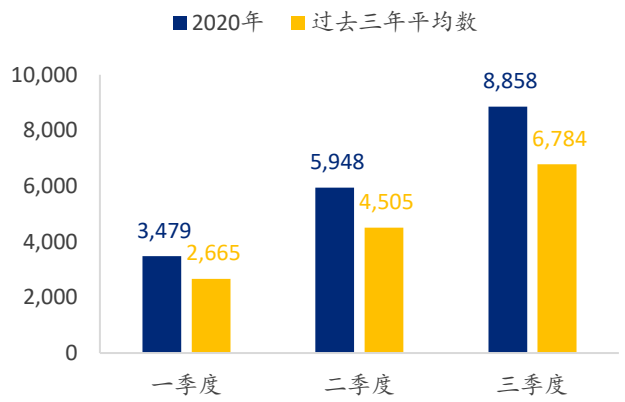
资料来源：CEIC，浦银国际

除了出口带动人均收入进而促进消费复苏的方式，疫情压缩的消费将在 2021 年释放，这会成为促进消费的另一个推动力。在新冠疫情的冲击下，人均可支配收入和人均消费支出均出现显著下跌，但相比较之下，消费支出的下跌幅度要远远大于可支配收入。疫情导致的隔离和封锁，客观上减少了部分消费支出，尤其是在餐饮、娱乐、旅游等方面的支出。这些被压缩的消费就体现在人均可支配收入与人均消费支出之间扩大的距离，当然，也体现在储蓄和存款增速的上升。

通过比较 2020 年前三个季度的储蓄与过去三年间前三季度储蓄的平均数，我们发现疫情导致储蓄显著增长，2020 年一季度储蓄比过去三年增长了 30.5%，二季度储蓄增长了 32.0%，即便是疫情已趋于缓和的三季度，储蓄也比过去多了 30.6%。此外，**存款在疫情开始后也大幅上升，**同比增速从 2 月的 8.1%直线上升至 5 月的 10.4%，并在 6 月至 10 月间维持了 10%以上的增速。

如果以 13.93 亿人口进行估算的话，**2020 年一至三季度的总储蓄比之前三年的平均值额外多出了 1.13、2.01、2.89 万亿元，合计 6.03 万亿元人民币，约占 2020 年前三季度 GDP 的 8.35%。**在疫情复苏后，这相当于一份体量巨大的经济刺激计划。

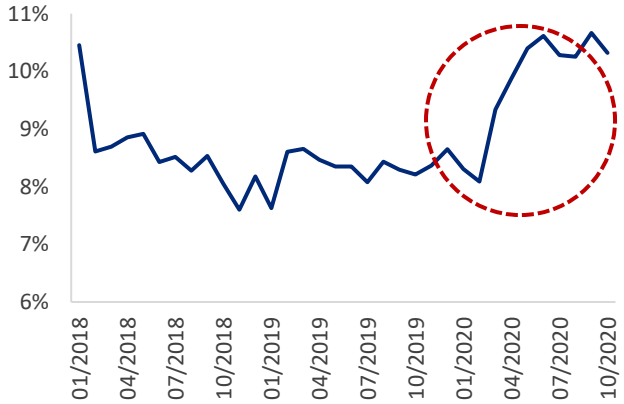
图表 79：疫情导致人均储蓄（元）显著增长



注：人均储蓄=人均可支配收入-人均消费支出

资料来源：CEIC，浦银国际

图表 80：存款的同比增速在疫情后上升

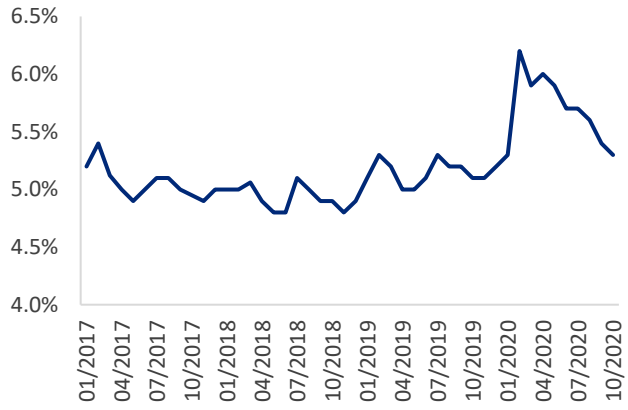


资料来源：CEIC，浦银国际

储蓄和存款的阶段性上升并非是可持续的，在国民总储蓄率下降的大背景下，多出的储蓄和存款在经济稳定后将成为推动经济复苏的动力，尤其是通过增加消费的方式。换句话说，**充足的储蓄和存款为 2021 年的经济复苏提供了持续的动力，并在一定程度上扩大国内市场的需求**。

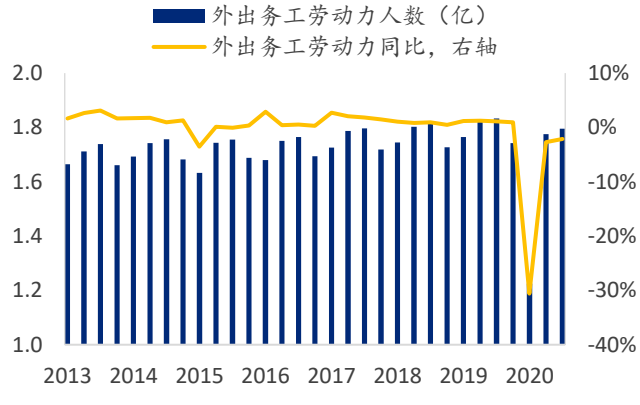
就业市场回暖为 2021 年消费复苏打下坚实基础。2020 年 2 月份国内疫情开始大范围蔓延，这直接影响了春节后劳动力市场。城镇调查失业率从 1 月的 5.3%飙升至 2 月的 6.2%，并在 3 至 5 月维持在 5.9%以上。本应在春节后返回城市的农村务工劳动力也因为疫情的原因无法回到劳动力市场，外出劳动力人数在一季度同比减少了 5,400 万，下跌近 30.6%。

图表 81：城镇调查失业率稳步下降至正常水平



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 82：疫情结束后，外出务工人数回升

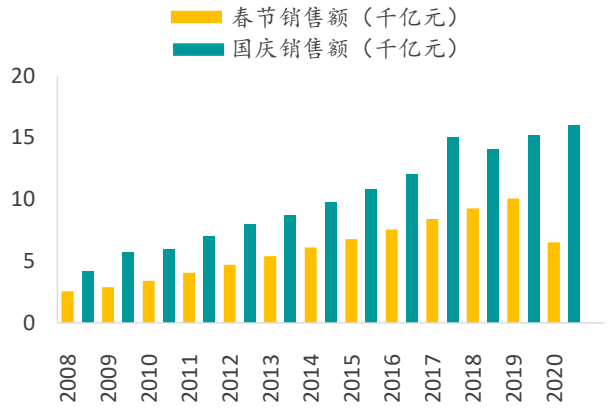


资料来源：Wind，浦银国际

在国内疫情得到有效控制后，政府提出包括了保居民就业的“六保”任务，使得城镇调查失业率持续下降、外出务工劳动力人数回升。10 月城镇调查失业率已下降至 5.3%，三季度外出务工劳动力的降幅也收窄至-2.1%的水平。**目前，就业市场已基本恢复至疫情开始前的水平，并未出现暂时性失业大量转为永久性失业的现象，这为 2021 年消费复苏提供了坚实的基础。**

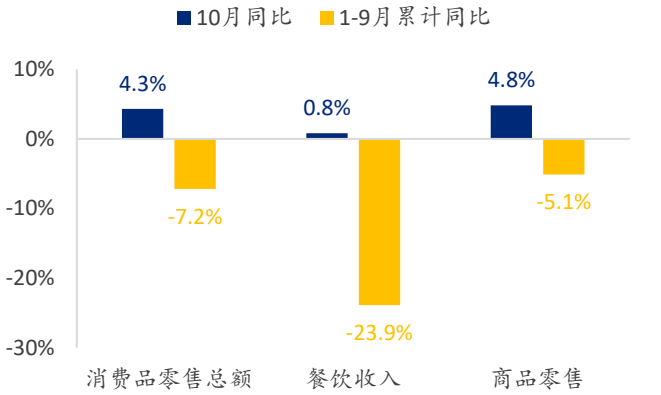
虽然 2020 年下半年有“十一”黄金周和“双十一”电商促销活动，但是消费的复苏还未完成，消费动力也并未完全释放，尤其是服务业消费的复苏仍有较大的空间。今年的“十一”黄金周零售和餐饮销售额达到 1.59 万亿元，约占 10 月消费品零售总额的 41.3%，较 2019 年“十一”黄金周增长 4.9%。相较之下，4.9%的同比增速为十年来黄金周销售额增速的最低水平。虽然社会消费品零售在 2020 年 8 月-10 月连续 3 个月实现正增长，餐饮消费的增速也在今年 10 月由负转正，但是疫情造成的消费“堵点”仍存在，消费的复苏仍不完整。

图表 83：2008-2020 年春节和国庆期间销售额



资料来源：Wind，浦银国际

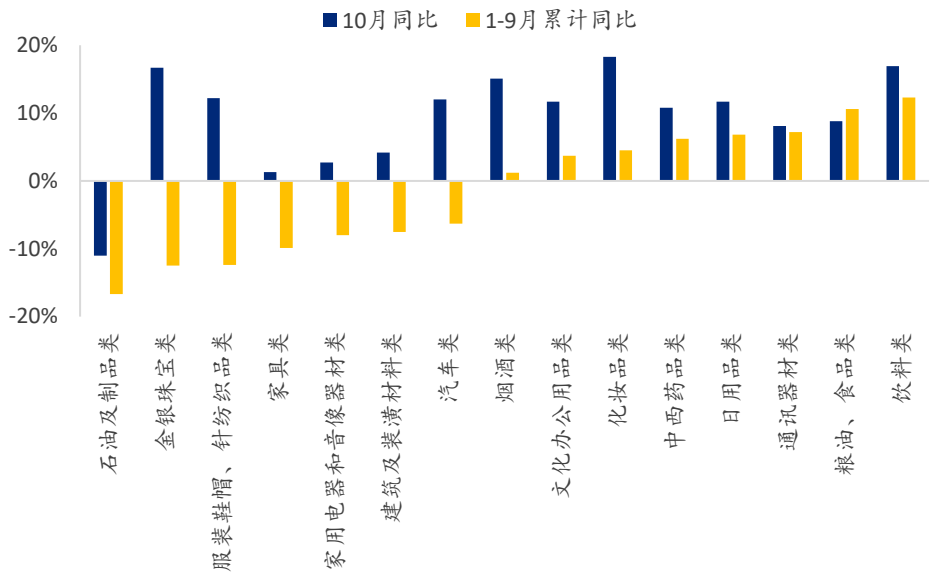
图表 84：2020 年 10 月消费品零售总额、餐饮、零售的恢复情况



资料来源：CEIC，浦银国际

随着 2021 年消费引擎逐渐加速，预计服务业和部分零售行业的消费将迎来进一步复苏。相较于商品零售，餐饮为代表的服务业恢复情况较差，1-10 月累计同比下降 21%，**预计 2021 年服务业的消费潜力较大。**商品零售的恢复也不全面，部分消费品（例如，服装鞋帽和针纺织品类、家具类、家用电器和音像器材类）1-10 月累计同比的降幅仍然较大，这也意味着这些行业在 2021 年的消费复苏中会有较大幅度的增长。

图表 85：2020 年 10 月各零售行业的恢复情况



资料来源：CEIC，浦银国际预测

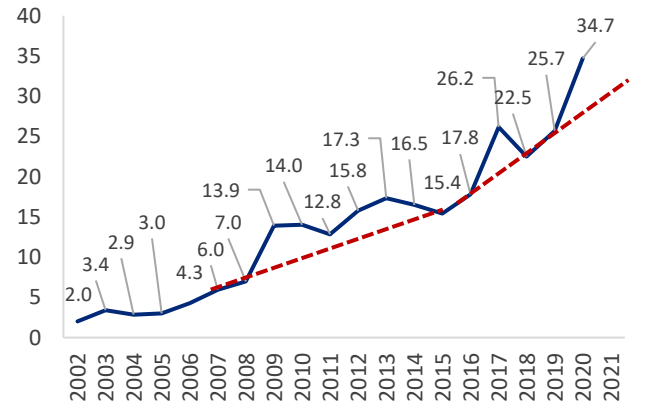
● 社融、货币、宏观杠杆率、人民币升值动力边际放缓

与全球主要央行推出超常规货币宽松政策的做法不同，中国央行在疫情后一直奉行稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向的方针，向市场推出了约 9 万亿元的货币政策应对措施，指导金融部门向实体经济让利约 1.5 万亿元，为经济复苏提供了有力支持。这期间，社会融资规模出现较大幅度增长，货币供应适度放开，宏观杠杆率出现阶段性上升。**展望 2021 年，货币政策将回归中性。**

产能利用率提升，社融边际放缓不会有太大问题

新增社融在 2020 年有较大幅度的增长，但在 2021 年增速将有所放缓。疫情大背景下，2020 年社会融资规模持续高速增长。截至 10 月，新增社融累计达 31 万亿元，我们预计全年的新增社融将达到 34.7 万亿元。根据 2002 至今的社融增长趋势，我们预计 2021 年新增社融将回归至之前的趋势。**虽然 2021 年社融增速回落，但考虑到中国产能过剩问题已基本不存在，社融增速的下降并不会给企业带来显著的负面影响，更不会像 2016 年新增社融降低时对经济造成冲击。**

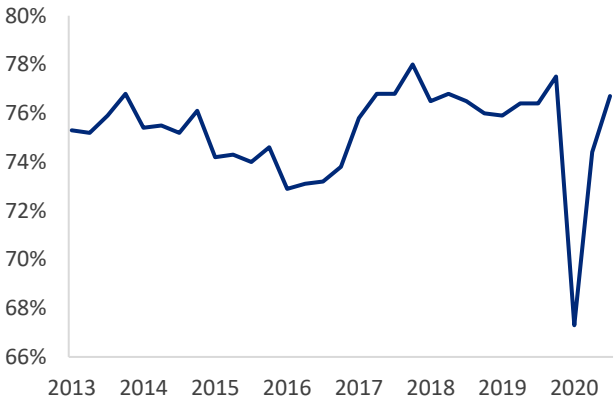
图表 86：新增社融（万亿元）将回到之前的趋势



注：2020-2021 年新增社融为浦银国际预测

资料来源：CEIC，浦银国际

图表 87：中国产能利用率——产能过剩问题大致不存在

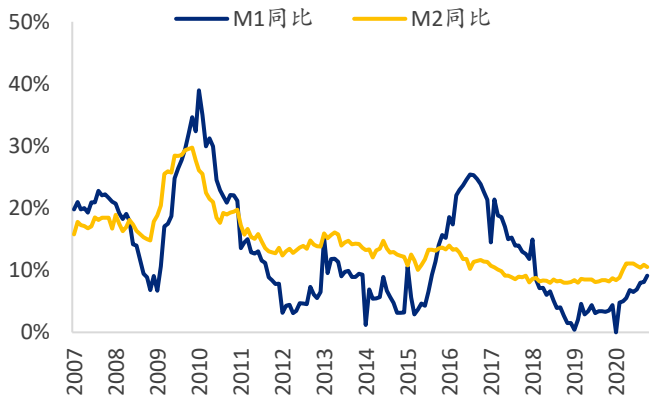


资料来源：CEIC，浦银国际

M2 与 M1 增速将出现交叉，流动性合理充裕

货币供应端，2021 年 M2 的增速也将出现边际放缓，但是这并不会导致流动性趋紧。今年疫情开始后，M2 同比增速一直维持在 10%的水平，而 M1 的增速逐步加快。**预计 2021 年 M2 与 M1 增速将出现交叉，M1 增速将高于 M2 增速。**这意味着**虽然货币投放的边际放缓，但居民和企业的流动性仍将保持充裕。**根据央行第三季度货币政策执行报告，未来将“保持广义货币供应量和社会融资规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”，因此不必过度担忧货币政策紧缩的问题。

图表 88：M2-M1 交叉将出现



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 89：现金流改善推动股市

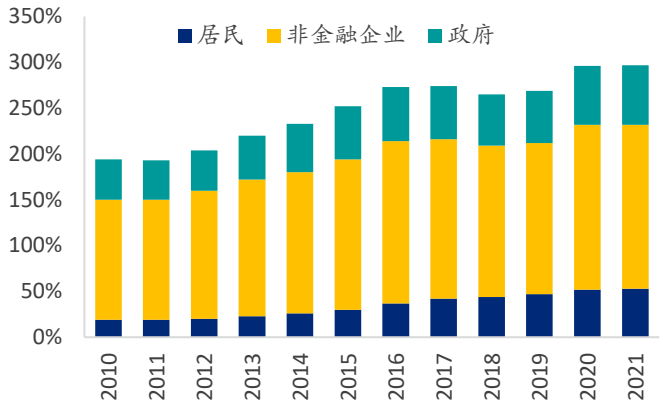


资料来源：CEIC，浦银国际

宏观杠杆率上行空间有限，增速边际放缓

宏观杠杆率在疫情期间有较大幅度上升，2021 年上行空间有限。实体经济的杠杆率在 2020 年有明显上升，从 2019 年的 245.4%上升至 2020 年三季度的 270.1%，预计年底宏观杠杆率将增至 280%以上的水平。在全球疫情的大背景下，主要经济体都推出了超常规的货币宽松政策，其宏观杠杆率的上升幅度要明显大于中国。在疫情的特殊情况下，中国宏观杠杆率的提升是合理的，且体现了宏观政策支持经济复苏，这在一定程度上扩大了对实体经济的信用支持。**我们认为，宏观杠杆率的阶段性上升不是可持续的。**央行第三季度货币政策执行报告也提出了要重视“稳定宏观杠杆率”的目标。

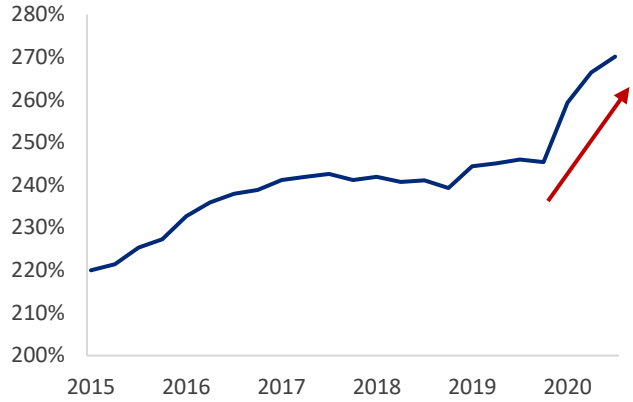
图表 90：债务的 GDP 占比——政府和企业杠杆比例上行空间有限



注：2020-2021 年数据为浦银国际预测

资料来源：CEIC，浦银国际

图表 91：宏观杠杆率在 2020 年明显上升



资料来源：CEIC，浦银国际

人民币升值动力边际放缓，2021 年料将出现波动

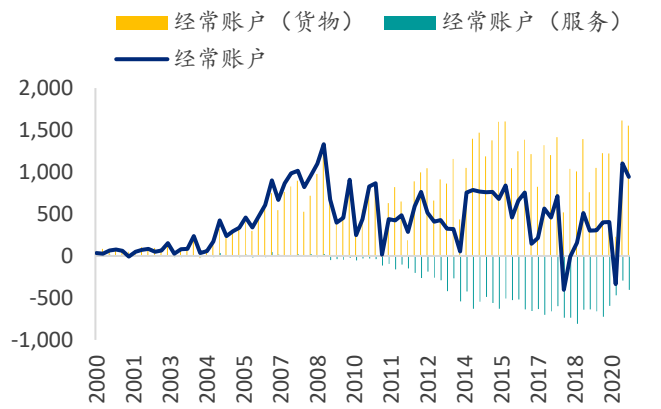
贸易顺差的持续扩大，带动人民币升值。自今年 6 月开始，美元兑人民币汇率从 7.13 的水平持续向下，11 月已达到 6.57 左右，这与货物贸易顺差持续扩大的走势相一致的。此外，疫情导致全球旅行被限制，这显著减小了服务贸易逆差。**货物贸易顺差的扩大和服务贸易逆差的缩小，共同扩大了贸易顺差，并导致人民币的升值。展望 2021 年，中美利差将有所回落，中国贸易顺差将缩小，对应人民币的升值动力将减弱。**

利率债供需不平衡推高利率下行。近期，中国债券市场中信用债违约事件频发，这在一定程度上导致债券市场投资人从信用债转向利率债，并导致利率债的需求增加。而供给方面，2021 年的政府债券的发行量因财政刺激下降而减少。在需求增加和供给减少的双重作用下，利率面临下行压力。**2021 年美联储虽不会再继续降息，但考虑到美国经济复苏前景向好，美债收益率曲线预计将会上行。**考虑中美利率的双重影响，**我们预计 2021 年中美利差将有所回落，并减弱人民币的升值动力。**

贸易顺差减小，人民币升值动力减弱。疫情后期，全球贸易与旅行将逐渐恢复，因疫情而压低的中国服务贸易逆差将有所扩大，货物贸易顺差也将缩小，这将使得中国贸易顺差减小，并导致人民币升值速度边际减弱。**政策层面，中国央行今年 10 月宣布降低外汇风险准备金率至 0，这项决定降低了空头成本，进而降低了人民币的升值速度。**

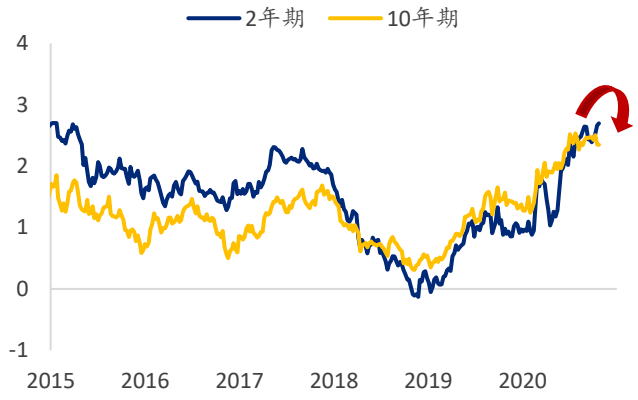
综合考虑中美利差、中国贸易顺差以及政策因素的影响，**我们预计人民币走势将由 2020 年单一的升值方向，转为 2021 年升值趋势放缓且存在一定程度的双向波动。**

图表 92：中国经常账户货物顺差与服务逆差（亿美元）



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 93：中美国债利差



资料来源：FactSet，浦银国际

• 2021 年，“十四五”开局之年——中国进入新时代

2021 年不仅是疫情后经济复苏之年，也是中国“十四五”时期的开局之年。虽然具体的“十四五”规划尚未出炉，但是根据 2019 年中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议上通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，我们可以做到管中窥豹，对 2021 年的发展方向做出一些判断。根据我们之前的报告《万字解读“十四五”规划》，“十四五”的主要目标除了涵盖**社会文明、生态环境、民生福祉**以及**国家治理体系**四个方面外，**将“十三五”主要目标中的“创新驱动”和“协调发展”融合进“经济发展”，并增加了有关“市场经济体制改革”的内容。**

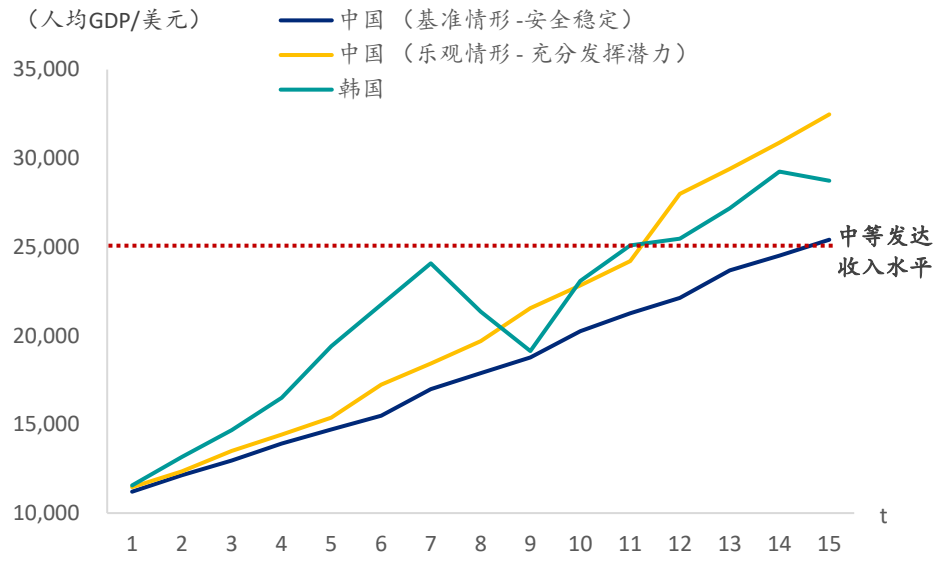
对于“经济发展”方面，“十四五”规划不再着重强调目标性增长，而是将重点落脚“在质量效益明确提升的基础上实现经济持续健康发展”，并提出一个远景定性目标，即到 2035 年人均国内生产总值达到中等发达国家水平。根据我们的测算，在考虑了 2030 年后人口增长下降和未来 15 年人民币兑美元将适度升值的因素后，**我们预计 2021 至 2025 年中国 GDP 年增长率需达到 4.9%，而 2026 至 2035 年的增长率则需要 3.4%。我们认为，这样的增长目标是合理的。**

图表 94：“十四五”主要目标

主题	“十四五”时期经济社会发展主要目标
经济发展	经济发展取得新成效，在质量效益明显提升的基础上实现经济持续健康发展，增长潜力充分发挥，国内市场更加强大，经济结构更加优化，创新能力显著提升，产业基础高级化、产业链现代化水平明显提高，农业基础更加稳固，城乡区域发展协调性明显增强，现代化经济体系建设取得重大进展。
市场经济体制改革	改革开放迈出新步伐，社会主义市场经济体制更加完善，高标准市场体系基本建成，市场主体更加充满活力，产权制度改革和要素市场化配置改革取得重大进展，公平竞争制度更加健全，更高水平开放型经济新体制基本形成。
社会文明	社会文明程度得到新提高，社会主义核心价值观深入人心，人民思想道德素质、科学文化素质和身心健康素质明显提高，公共文化服务体系和文化产业体系更加健全，人民精神文化生活日益丰富，中华文化影响力进一步提升，中华民族凝聚力进一步增强。
生态环境	生态文明建设实现新进步，国土空间开发保护格局得到优化，生产生活方式绿色转型成效显著，能源资源配置更加合理、利用效率大幅提高，主要污染物排放总量持续减少，生态环境持续改善，生态安全屏障更加牢固，城乡人居环境明显改善。
民生福祉	民生福祉达到新水平，实现更加充分更高质量就业，居民收入增长和经济增长基本同步，分配结构明显改善，基本公共服务均等化水平明显提高，全民受教育程度不断提升，多层次社会保障体系更加健全，卫生健康体系更加完善，脱贫攻坚成果巩固拓展，乡村振兴战略全面推进。
国家治理体系改革	国家治理效能得到新提升，社会主义民主法治更加健全，社会公平正义进一步彰显，国家行政体系更加完善，政府作用更好发挥，行政效率和公信力显著提升，社会治理特别是基层治理水平明显提高，防范化解重大风险体制机制不断健全，突发公共事件应急能力显著增强，自然灾害防御水平明显提升，发展安全保障更加有力，国防和军队现代化迈出重大步伐。

资料来源：新华社，浦银国际

图表 95：迈向高收入经济体的十五年



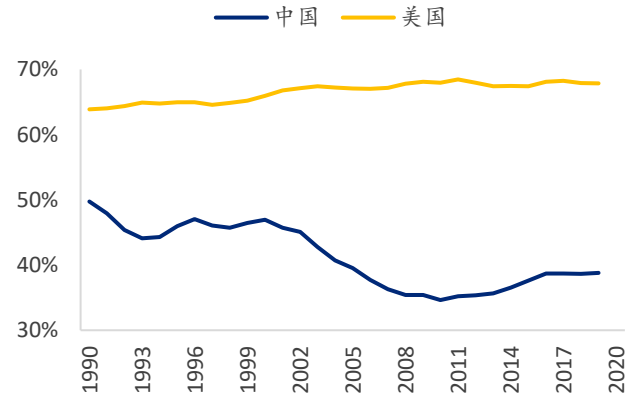
注：横坐标为所需年份，韩国起始年份为 2000 年，中国起始年份为 2021 年

资料来源：IMF，浦银国际预测.

扩大国内市场，撬动内外需协同发展

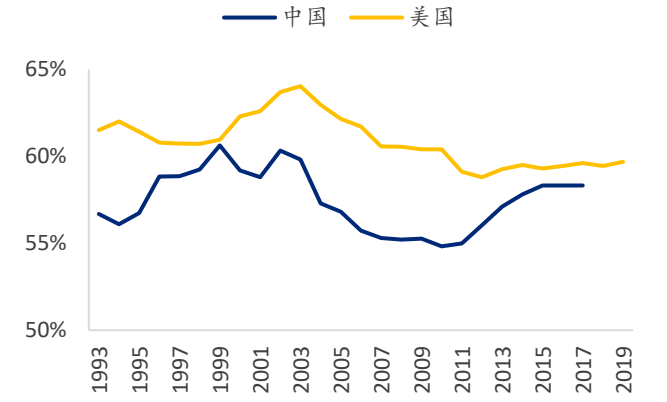
“十四五”规划提出“加快构建国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的发展新格局。我们认为，不能片面地将国内大循环理解为只依赖内需，而应将其理解为以国内市场为杠杆支点撬动国际市场的战略。区域间、城乡间协调发展都将带动国内市场的繁荣，扩大国内消费潜能。

图表 96：中美消费的 GDP 占比



资料来源：Wind，浦银国际

图表 97：中美劳动报酬的 GDP 占比



资料来源：美联储，浦银国际

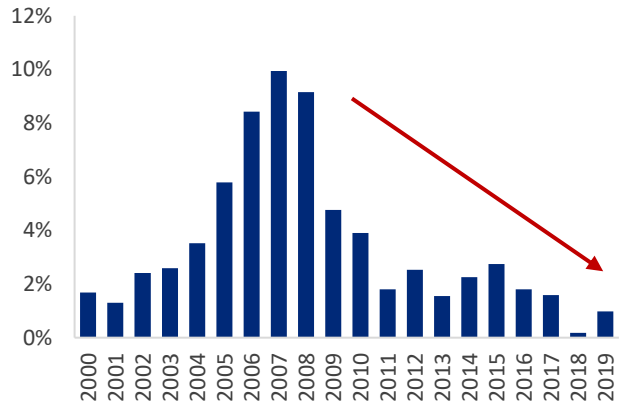
2021 年是美国新一届政府的开局之年，中美关系仍将是国际政治和经济博弈的焦点。对比中美两国的经济，不难发现经济差距虽不断缩小，但在某些领域差距仍存在，例如服务业的体量、工资水平以及消费对经济的拉动作用。在国际格局仍存在很大不确定性的情况下，以国内市场为支点，扩大国内生产，并以此带动出口增长、提升国际竞争力，这将是中国提高经济增长可持续性和稳定性的有效途径，也是中国经济 2021 年发展方向。

改革开放转型，由出口贸易到金融市场开发的转变

“十四五”规划提出“改革开放迈出新步伐”，2021 年将开启从贸易开放到金融市场开放的转变。在经济复苏为大背景、国内大循环为支点的“十四五”时期，进出口结构将出现变化，部分出口商品将被国内市场消化，但大宗商品原材料的进口仍将延续，这将导致经常项目逆差扩大。为了保证国际收支的平衡，中国将不可避免地扩大金融市场开放、吸引国际资本，以资本项目顺差抵消经常项目逆差。

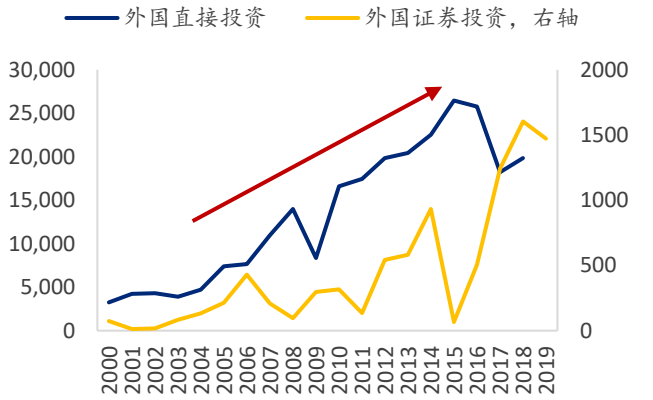
目前，中国已经开始扩大金融市场开放的步伐。今年，中国监管机构已开始取消证券公司、公募基金的外资持股比例限制，将《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》清零，并计划放宽跨境人民币政策和境外机构投资者资金管理限制。这些措施的政策效果将在 2021 年有所体现。

图表 98：中国经常账户占 GDP 的比例在内需扩大后逐渐下降



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 99：改革开放：外商直接投资与外资证券投资（亿美元）逐渐增加

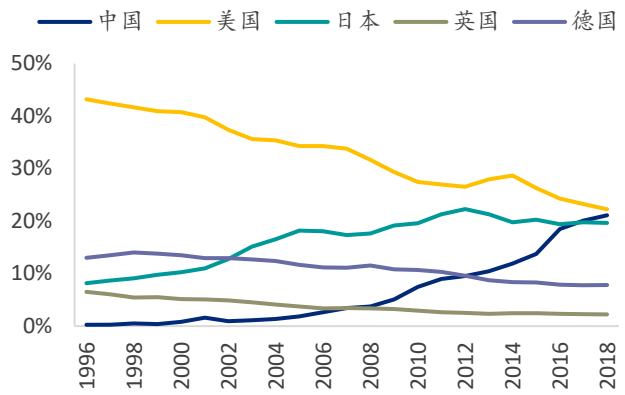


资料来源：CEIC，浦银国际

加强创新及产业进一步升级、产业链延伸，国产替代化的投资逻辑仍在

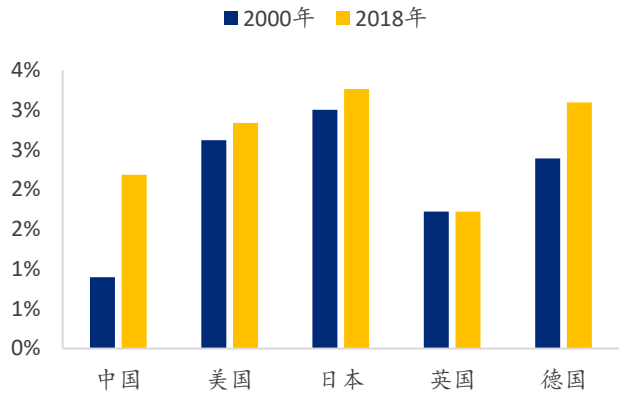
“十四五”规划目标将“创新驱动”融合进“经济发展”，2021 年经济发展与创新将进一步融合。截至 2018 年，中国在专利申请量上已超越日本，成为全球 PCT 专利申请占比第二的国家，与第一名美国的差距也逐渐缩小。但相比于庞大的经济体量，中国对研发的投入还是相对较低的，明显低于韩日德美等国家。“十四五”规划目标中强调“产业基础高级化、产业链现代化水平明显提高”，这意味着中国将更加重视创新的投入和产业链升级。科技研发的大规模投入，将推动产业的进一步升级，尤其是掌握核心技术的先进制造业。

图表 100：各国 PCT 专利申请量的全球占比



资料来源：Wind，浦银国际

图表 101：各国研发的 GDP 占比



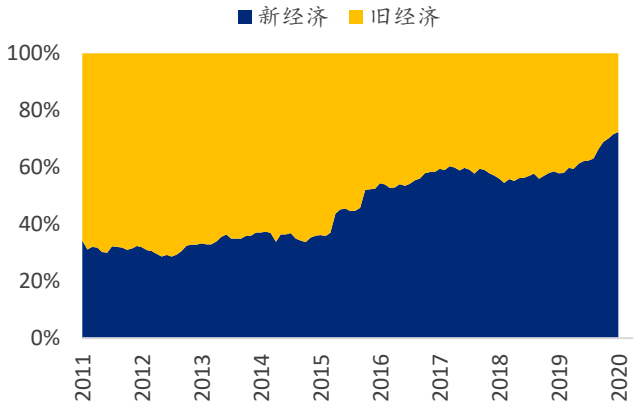
资料来源：Wind，浦银国际

图表 102：MSCI 中国新旧经济成分股平均表现



注：在 GICS 分类下，新经济指通信服务、可选消费、必选消费、医疗、IT 共计 5 个板块，旧经济指能源、金融、工业品、原材料、房地产、公用事业共计 6 个板块。
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 103：MSCI 中国指数中，新经济占比逐渐扩大



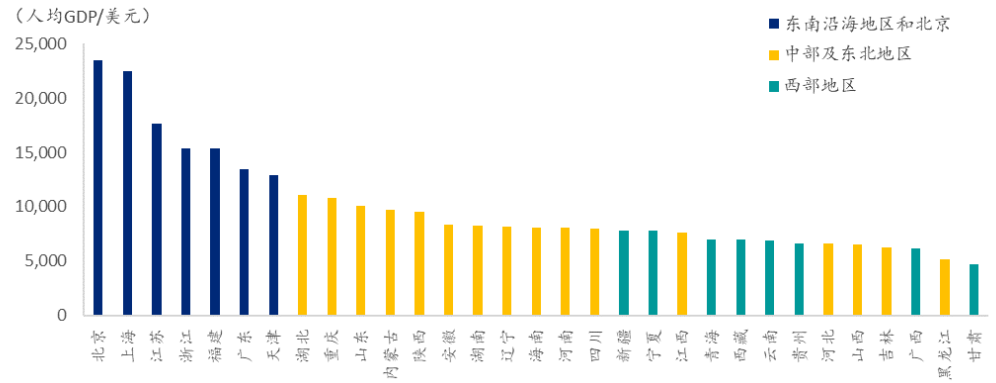
注：在 GICS 分类下，新经济指通信服务、可选消费、必选消费、医疗、IT 共计 5 个板块，旧经济指能源、金融、工业品、原材料、房地产、公用事业共计 6 个板块。
资料来源：FactSet，浦银国际

除了科技水平的增强，创新驱动也意味着新旧经济间的迭代。截至 10 月 31 日，MSCI 中国指数中以互联网、科技、消费、医疗等为主体的新经济占比已达到 73%，新经济成分股的表现明显好于旧经济成分股。中国在新经济领域的优势在 2021 年将变得更加明显。

城乡统筹协调发展，农村消费市场或迅猛崛起

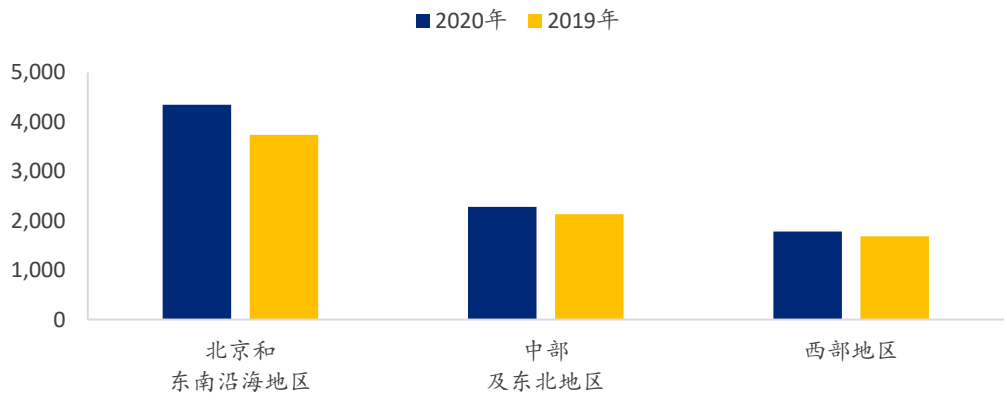
“十四五”规划提出“坚持实施区域重大战略、区域协调发展战略”的重要性，2021 年将更加强调区域协调。中国不同地区经济发展水平不一，叠加疫情对各省市的影响存在差异，2021 年经济发展过程中区域协调将更加重要。

图表 104：各省份 2019 年人均 GDP（美元）



资料来源：Wind，浦银国际

图表 105：各地区 2020 与 2019 年每月人均可支配收入（元）比较



注：每月人均可支配收入由各年三季度人均可支配收入计算得到，并按照所在地区取平均值

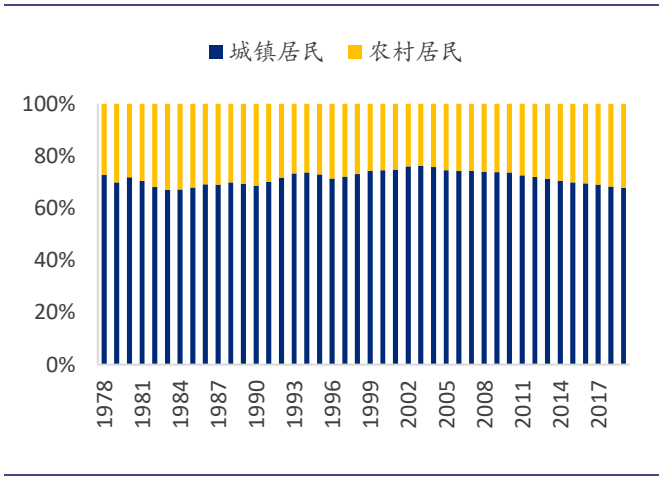
资料来源：CEIC，浦银国际

中国不同地区经济发展水平不一，北京和东南沿海地区已率先达到中等发达经济体水平，中部和东北地区次之，西部地区则为发展中经济体水平。疫情也加剧了各省市间的经济差异，湖北省的经济受疫情冲击最严重，2020 年三季度 GDP 累计同比下降 9.7%。此外，中西部地区劳动力输出省份的人均收入也因疫情导致的封锁而相应减少，这在一定程度上造成了消费“堵点”。2021 年，区域协调将成为除经济增长外，政府将考虑的另一重点。

除了区域协调，2021 年的经济发展还将关注城乡收入差距的问题。“十四五”规划要求加强“城乡区域发展协调性”。目前，城乡收入差距较大，城镇居民人均可支配收入为 42,359 元，而农村居民仅为 16,021 元。人均可支配收入的巨大差异也导致人均消费支出相差巨大，城镇居民人均消费支出约为农村居民的两倍。当前，居民消费支出格局约为三七分，农村居民消费占 32.2%，城镇居民消费占 67.8%。

在“十四五”目标指引下，2021 年将是城乡人均收入差距缩小的开始，这也是脱贫工作取得关键性进展后，农村经济的发展重点。收入的提高将释放农村消费市场的潜力，即便是未考虑整体消费增长的情况下，农村消费市场也将有 50%的增长幅度。这不仅为经济增长带来新的动力，也将一定程度地扩大国内的需求。

图表 106：居民消费支出构成

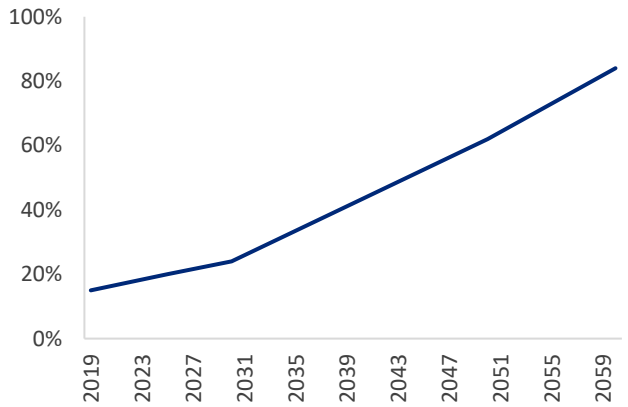


资料来源：CEIC，浦银国际

绿色经济兴盛，新能源成为必然趋势，孕育众多投资机会

“十四五”目标强调“能源资源配置更加合理、利用效率大幅提高”。科技创新不仅会带动经济的高水平增长，也将导致能源供应方式转变。不管是互联网经济的进步，还是科技产品的更新迭代，与之相对应的都是能源供应方式的转变。传统的工业化生产向新型的信息化产业转变，伴随的就是传统石油能源向新能源的过渡。与此同时，国际政治环境的波谲云诡，能源价格的大幅波动，也加剧了中国对于大力发展新能源的需求。

图表 107：2060 年中国非化石燃料占比有望突破 80%



资料来源：清华大学预测，浦银国际

以石油能源为例，中国的原油对外依存度超过 70%。根据清华大学的测算，中国对传统化石燃料的依赖将逐渐减弱，到 2060 年非化石燃料的占比将突破 80%。从能源结构来看，中国对煤炭的消耗将大幅下降，对太阳能的使用度会大幅上升。能源结构的转变，也将反向推动科技的进步。**2021 年，新能源和新科技的发展将孕育出巨大的潜能。**

图表 108：中国能源结构预测

能源类别	2025 年	2060 年	变化幅度
煤炭	28.6 亿	1.1 亿	-96%
天然气	5.6 亿	1.4 亿	-75%
石油	9.8 亿	3.4 亿	-65%
水电	4.4 亿	6.6 亿	+50%
生物能	1.1 亿	2.2 亿	+100%
风能	2.4 亿	10.07 亿	+346%
核能	1.7 亿	8.2 亿	+382%
太阳能	1.5 亿	10.03 亿	+587%

注：能源效率等价于 1 吨煤燃烧效率　　资料来源：清华大学预测，Bloomberg，浦银国际

评级定义

证券评级定义：

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数
“持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平
“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写 ii）其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；（iii）该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定（i）他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；（ii）他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及（iii）他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司 （统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称”浦银国际” ）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥	王奕旻	许敏洁
jessie_huang@spdbi.com	stephy_wang@spdbi.com	amy_hsu@spdbi.com
852-2808 6466	852-2808 6467	852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政	陈岑
sarah_hua@spdbi.com	angel_chen@spdbi.com
852-2808 6474	852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站：www.spdbi.com

地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼