日期：2020 年 11 月 19 日

# 重启与新生

## ——2021 年宏观经济展望

分析师： 陈彦利
Tel： 021-53686170
Email： chenyanli@shzq.com
SAC 证书编号：S0870517070002

报告编号：

相关报告：

■ **主要观点：**

2020 年是混乱衰退的一年。全球共同经历了新冠病毒的肆虐，而经济的重启与新生则成为了发展的主脉络，而且也将在 2021 年延续。但值得庆幸的是疫苗的研究取得了重大进展，对于当前反复爆发的疫情，疫苗是战胜它的根本武器。如果疫苗能在 2021 年顺利面世，并逐步开始接种的话，全球经济复苏的进度将被加快，但疫苗的接种进程也将意味着各国经济表现的差异化将更加明显。美国方面，2020 最大的悬念美国大选尘埃落地，再生变数的可能性较小。而拜登上台后或将积极抗疫，并且积极推动新一轮财政刺激计划，包括加大对新能源和传统基建的投资。货币政策方面，宽松当前还难以退出。但鉴于美国疫情的严峻形势，即使疫苗普及下疫情出清仍有个过程，美国经济的复苏或仍受到疫情的影响。值得注意的是，拜登的上台并不意味着中美的摩擦就会消失。拜登也曾表示中国是美国目前的最大的竞争对手，与特朗普的“美国优先”的原则不同，拜登反对逆全球化，表示会积极修复与传统盟友间的关系，联合盟友共同对中国施压。因此，即使中美间贸易发展较特朗普时期缓和，但对两国间投资交往仍将设诸多限制，并在两国科技竞争方面，或有新举措。我们仍然要保持危机意识，做好自己的事，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。

而中国是疫情防控最好的国家，也是恢复最快的国家。2021 年仍然是经济延续复苏的一年，并且由于基数的原因，经济增长走势会呈现出前高后低，全年的平均增速也将高于 2020 年。出口来看，海内外疫情的变化，使得中国全球制造中心的地位更加突出，并且随着海外经济的复苏，尤其疫苗方面的良好进展，出口强劲态势仍有望维持。投资方面，我们一直认为投资是中国经济第一增长动力，其增长前景如何，将直接决定中国经济增速变化。2021 年财政政策或较 2020 年边际趋降，但在基数效应下，基建仍能维持稳定。房地产投资虽然恢复最快，但仍有进一步的回升的空间。调控升级背景下，房企更倾向于赶工促销回款，也有望支撑房地产投资的稳中偏升。而制造业投资是此轮恢复中表现最慢，也意味着制造业投资上升的空间最大。货币政策将更倾向于结构化，引导金融机构加大对制造业和小微企业的贷款支持，企业中长期贷款持续增加，制造业投资或有望持续修复。消费方面，随着经济的持续复苏，居民收入的回升以及各种促进消费的政策措施下，消费仍然有望维持平稳回升。

总体而言，经济运行从扰动模式恢复为正常平稳模式。中国经济已进入了后疫情时代，结构调整和解决增长中的升级问题成为经济发展核心，培育新的经济增长点成为经济运行重点，各方面经济活动正处恢复反弹中，预计经济运行热度仍将逐渐上升，后续增长的态势也更趋明了。

风险提示：疫情再度失控，疫苗面世或是接种慢于预期

# 目　　录

**一、2020 年全球经济、金融形势 ..... 4**
1. 2020 年世界经济形势回顾 ..... 4
2. 2021 年国际经济形势展望 ..... 10
**二、中国经济、金融形势分析 ..... 11**
1. 经济恢复态势良好 ..... 11
2. 价格加速回落 ..... 15
3. 特殊时期政策逐步退出 ..... 16
**三、2021 年货币展望 ..... 17**
1. 货币环境将回归中性 ..... 17
2. 货币效应转向积极 ..... 19
3. 宽信用逐步得到确认 ..... 19
**四、2021 年宏观经济展望 ..... 20**
1. 十四五开局，推动高质量发展为主题 ..... 20
2. 紧扣双循环 ..... 21
3. 经济增长态势明朗 ..... 22

# 图

图 1 新兴经济体经济增速（GDP，%/季）.....4
图 2 发达经济体经济增速（GDP，%/季）.....4
图 3 美国制造业和就业持续恢复（月，%）.....5
图 4 美国住房价格和房产市场景气有所回升（月，%）.....5
图 5 欧元区制造业产能利用率（月，%）.....6
图 6 欧元区就业市场和消费情况（%）.....6
图 7 新兴市场国家中中国率先恢复（GDP，当季同比/%）.....6
图 8 发达经济体 CPI 表现（当月同比，%）.....7
图 9 发达经济体核心 CPI 表现（当月同比，%）.....7
图 10 新兴市场国家 CPI 表现分化（当月同比，%）.....8
图 11 美国金融市场波动率略有上升（月度，%）.....8
图 12 名义美元指数波动（月度，广义）.....9
图 13 各国 10 年期国债利率表现（月，%）.....10
图 14 复苏进程加快.....11
图 15 规模以上主营业务收入、产成品存货增速（同比，%）.....12
图 16 原材料库存、产成品库存、采购量指数（%）.....12
图 17 房地产、制造业、基建投资增速（月，%）.....13
图 18 社会消费品零售总额（同比，%）.....13
图 19 进口、出口增速（同比，%）.....14
图 20 进口、出口价格指数（%）.....14
图 21 工业企业利润同比增速%.....15
图 22 当前 CPI 变动走势（当月同比，%）.....16
图 23 货币市场利率明显抬升（%，日）.....17
图 24 金融机构超储率（%，季度）.....17
图 25 中国信贷和货币增长的月度变化（%）.....18
图 26 中国信用增长的变化（同比/月，%）.....20
图 27 基建、地产发力（%）.....23
图 28 居民可支配收入（%）.....23

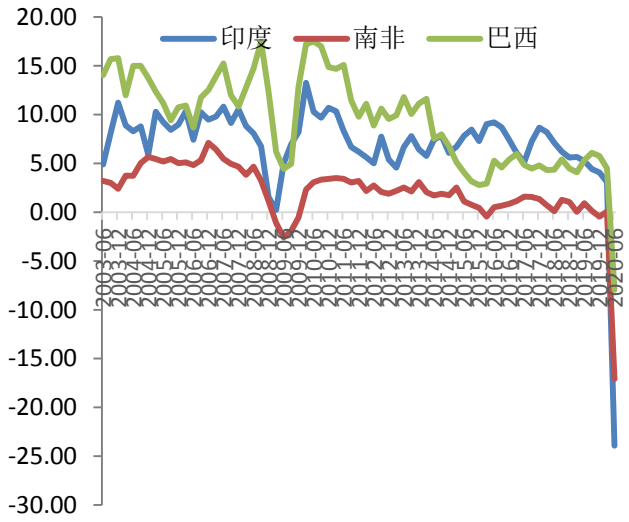
# 一、2020 年全球经济、金融形势

## 1. 2020 年世界经济形势回顾

### 1.1 全球经济增长：疫情后的重启

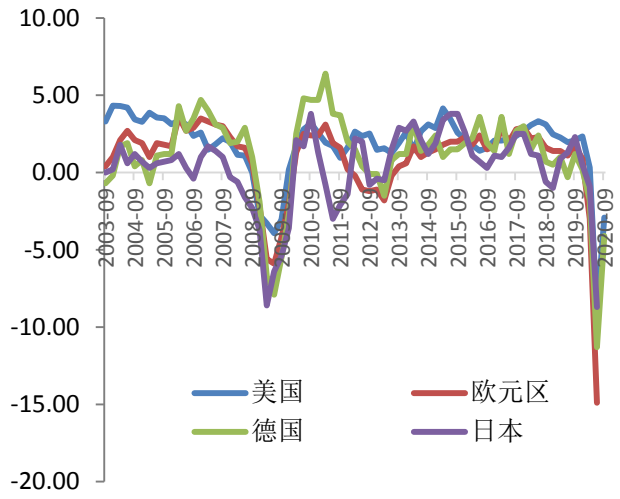
**新冠病毒在全球范围的大流行引发了全球经济的停滞衰退，经济重启成为各国发展的主线路，但疫情的反复也增加了复苏的不确定性。**发达经济体方面，在二季度受到的冲击低于预期，并且在 5、6 月相继解封后经济恢复也好于预期，其中美国虽然是疫情最严重的国家，但是第一大经济体的实力使得其在发达国家中恢复也最快。而新兴市场经济体二季度受到的疫情冲击明显超过发达经济体，并且由于疫情仍在持续爆发阶段，经济恢复压力也更甚发达经济体。

图 1 新兴经济体经济增速（GDP，%/季）




数据来源：Wind、上海证券研究所

图 2 发达经济体经济增速（GDP，%/季）

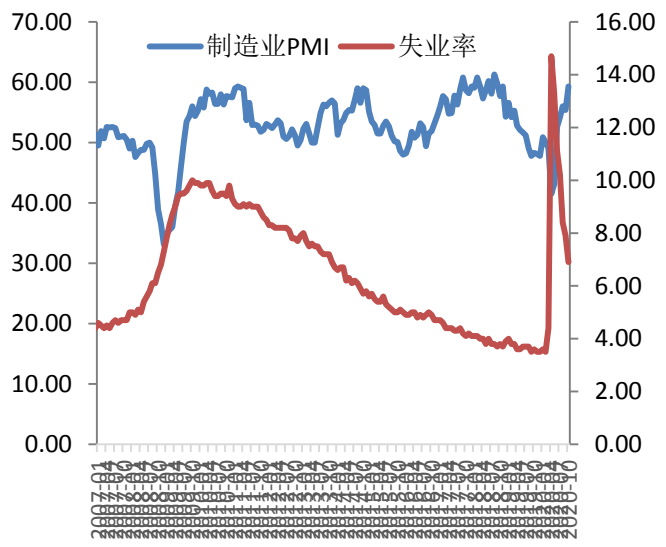



数据来源：Wind、上海证券研究所

**美国制造业高景气，就业恢复较快。**为对抗疫情冲击，美国也实施了 4 轮财政刺激计划，总额约为 2.6 万亿，并且也在计划新一轮的刺激，与此同时货币政策方面也实施了前所未有的宽松，不仅基准利率降至 0，还开展了不限量的量化宽松政策，美联储的资产负债表由疫情前的 4 万亿迅速膨胀至现有的超过 7 万亿的规模。美国经济的恢复离不开这些政策的支持。6 月经济解封后，制造业景气度快速回升。美国 10 月制造业 PMI 指数录得 59.3，高于预期 55.8，高于前值 55.40，为 2018 年 11 月以来新高，其中各分项指标均环比回升，且均在荣枯线以上。就业方面，自 4 月失业率达到顶点后，随着经济的解封也快速回落。美国 10 月新增非农就业 63.8 万人，高于市场预期的 58 万，其中服务业改善是就业增长的主要因素，就业市场恢复动能仍强。通胀方面，美国 10 月 CPI 同比 1.2%，不及市场预期 1.3%，环比维持不变；核心 CPI 环比持平，同比增长 1.6%。由于疫情的冲击，美国 CPI 一度大幅下跌，但随着经济解封

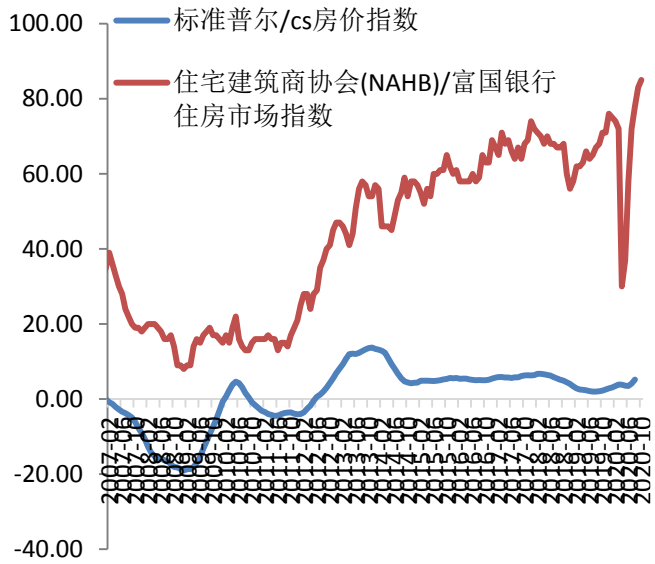
又重新回升，但仍处于低位。房地产市场方面，由于财政刺激计划以及货币宽松，美国房地产市场也得以迅速恢复，不仅景气度是超过了疫情前的水平，住房价格也有所回升。

图 3 美国制造业和就业持续恢复（月，%）




数据来源：Wind、上海证券研究所

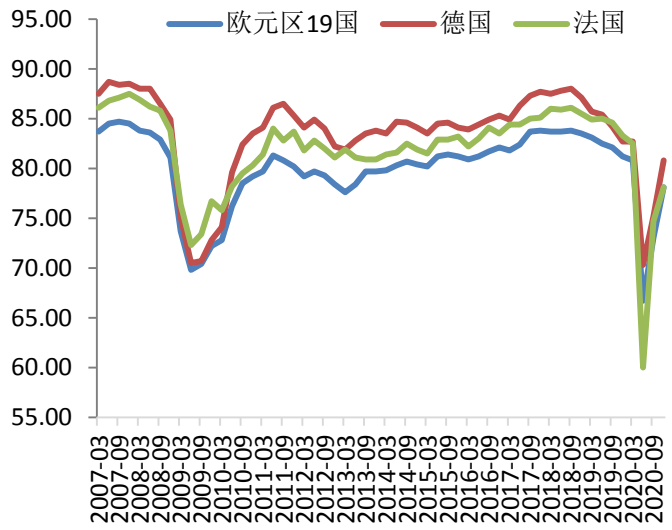
图 4 美国住房价格和房产市场景气有所回升（月，%）




数据来源：Wind、上海证券研究所

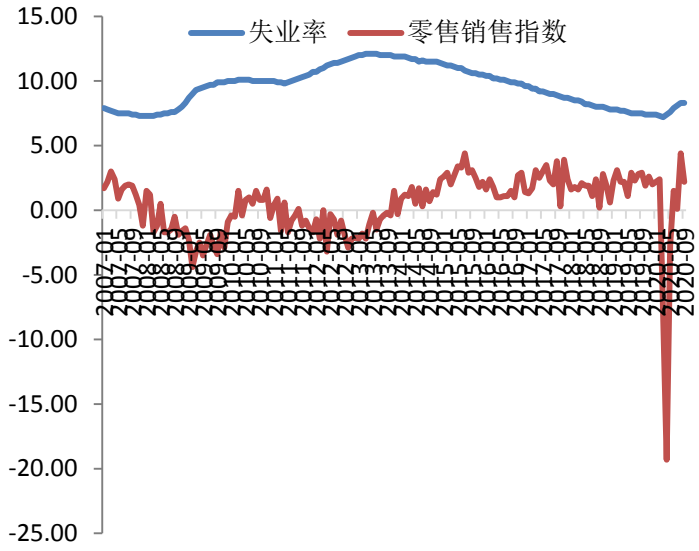
**欧洲经济持续恢复，疫情二次爆发成隐患。**欧元区第三季度 GDP 环比增长 12.7%，远高于 9.6 的市场预期和-11.8%的前值，同比来看，三季度 GDP 同比录得-4.3%，也超储-7%的预期值和-14.7%的前值。其中德国、法国等国家均出现了明显回升。从欧元区经济体内部的工业经营活动情况看，其制造业产能利用率也在疫情冲击后快速回升。就业市场也在逐步改善，失业率持续回落。但 9 月以来欧洲疫情的二次爆发将成为经济复苏的隐患，不少国家重新采取了封锁措施。作为消费型经济体，欧洲零售销售指数连续回升后在 9 月重新回落。

图 5 欧元区制造业产能利用率（月，%）




数据来源：Wind、上海证券研究所

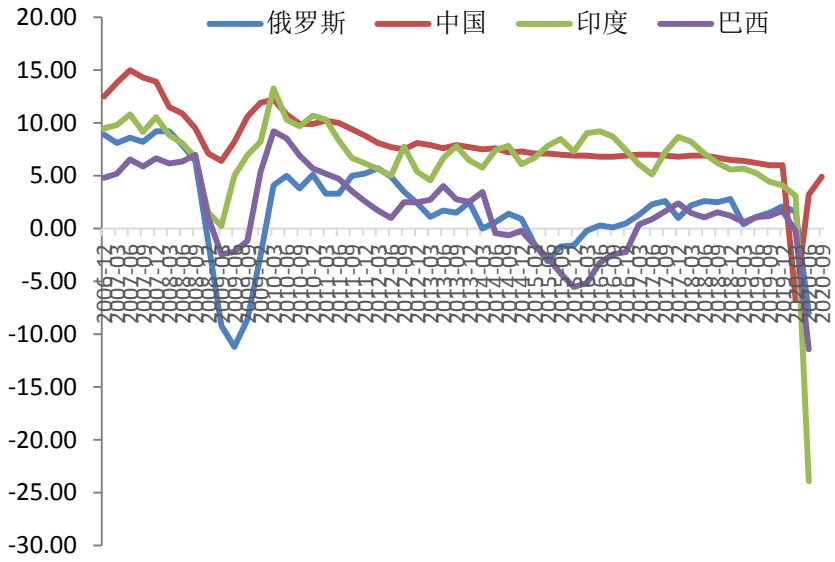
图 6 欧元区就业市场和消费情况（%）




数据来源：Wind、上海证券研究所

**疫情仍在爆发，新兴国家复苏前景恶化。**新兴市场国家经济遭遇的冲击较发达国家更甚。二季度，俄罗斯、印度、巴西的GDP分别为-8%、-23.9%、-11.4%。除中国外，这些国家始终没有很好地控制住疫情，甚至是仍在爆发，而且部分国家也依赖旅游业以及资源的出口，因此经济的恢复也显得相对缓慢。但所幸的是，美联储的大放水以及美元的走弱，使得新兴市场国家所面临的货币贬值以及资本外流的压力明显下降，但其自身的债务问题仍然存在风险。

图 7 新兴市场国家中中国率先恢复（GDP，当季同比/%）




*数据来源：Wind， 上海证券研究所*

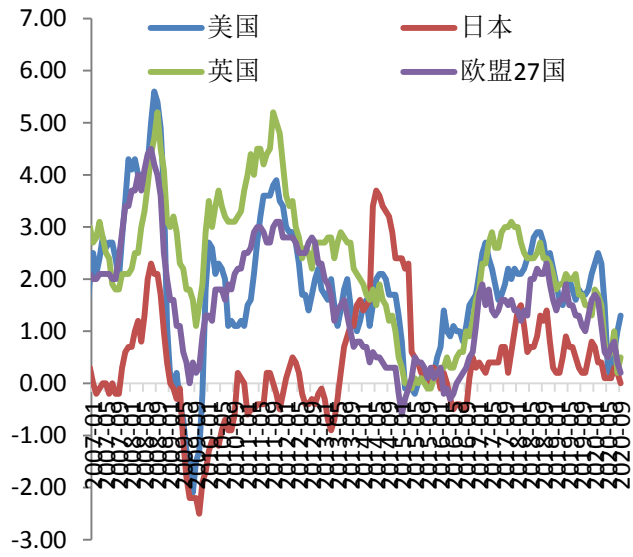
## 1.2 疫情下降息潮延续

2019 年下半年以来由于全球经济增长的放缓，各国先后开启了降息

潮，而随着新冠疫情的突然来袭，降息潮上演至高潮。美国不仅将基准利率降至 0，还开启了不限量的量化宽松。欧盟、日本量化宽松进一步加码。新兴市场国家纷纷采取降息。各主要经济体还加大了流动性支持力度，推出了定向支持工具。美联储还宣布调整了货币政策框架，引入“平均通胀制”，即并不严格限定通胀目标线，实际通胀或短时搞过此前 2%的目标，只要平均通胀在中长期不突破目标即可。这也意味着通胀为货币宽松让路，宽松政策仍将持续。持续的宽松对于疫情后经济的恢复起到了重要的作用，但也使得这些国家更加难以脱离宽松的泥沼。

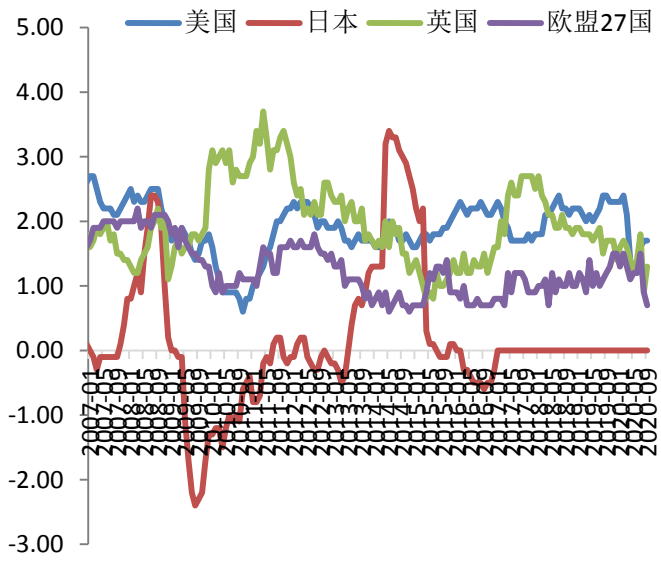
就通胀而言，疫情后随着经济的复苏，全球通胀也有所回升，但整体仍显低迷。2020 年美国 CPI 创下 0.1 的低位后逐步回升，核心 CPI 运行区间为[1.3，2.3]。欧盟 9 月 CPI 仅为 0.2，核心 CPI 也运行在 1 以下。英国维持在 1 以下运行，核心通胀率则在 1 以上。日本 9 月 CPI 为 0%，核心 CPI 同比下降 0.3%。

图 8 发达经济体 CPI 表现（当月同比，%）




数据来源：Wind、上海证券研究所

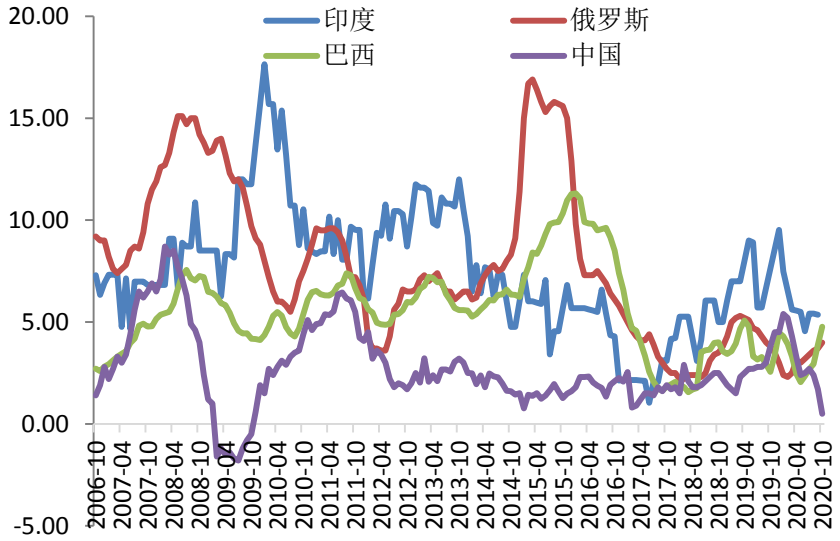
图 9 发达经济体核心 CPI 表现（当月同比，%）




数据来源：Wind、上海证券研究所

**新兴市场国家通胀表现分化。**从新兴市场经济体的通货膨胀走势看，表现分化，中国明显回落、俄罗斯和巴西则有所回升。具体来看，俄罗斯 CPI 的低点主要是在疫情海外扩散的初期，原油价格暴跌所引起的，随后逐步回升至 3 以上；印度目前是通胀水平最高的，但在疫情中也最低创下了 4.5 的低位，随后逐步回升至 5 以上；中国受猪通胀以及疫情双重影响，CPI 一度升至 5.4，而随着猪肉供给的大幅改善叠加去年的高基数，CPI 加速回落至 0.5；巴西 CPI 也由疫情中的低点 2.1 回升至目前的 4.8。整体来看，目前新兴市场国家通胀的恢复要快于发达国家，这主要是由于疫情前整体通胀水平也高于发达国家。

图 10 新兴市场国家 CPI 表现分化（当月同比，%）

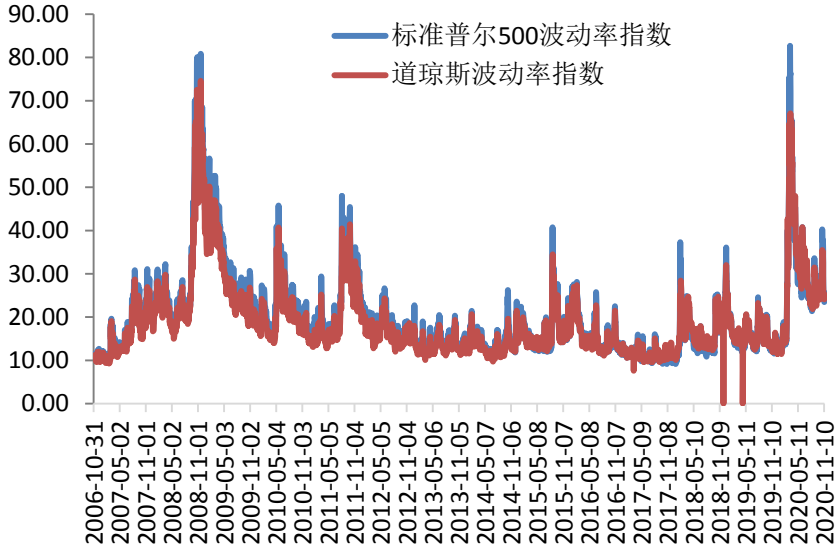



数据来源：Wind，上海证券研究所

### 1.3 全球金融体系波动性上升

疫情的发生使得金融体系的波动性明显提高。从美国金融市场上的主要指数波动率变化情况看，今年受疫情冲击，标普 500 的波动率一度是超越 08 年的全球金融危机时期，并且当前整体的波动率水平也高于往年。

图 11 美国金融市场波动率略有上升（月度，%）

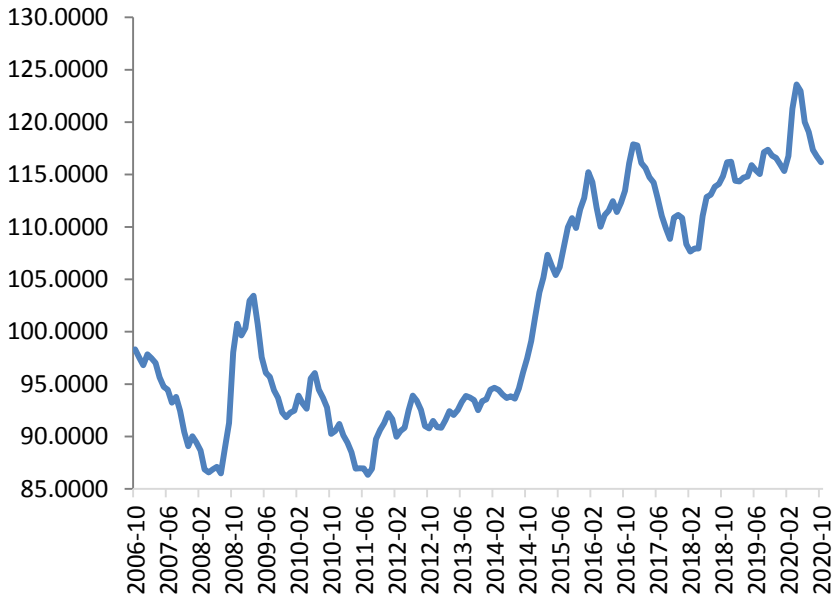



数据来源：Wind，上海证券研究所

2020 年美元指数跌宕起伏。年初美元指数持续的小幅上升，3 月初油价暴跌引发的全球金融市场动荡下，一度出现了美元的流动性危机，除美元的各项资产无一不下跌，而美元指数则快速上升，仅在 2020 年 3 月 9 日至 3 月 19 日这 10 天之内，美元指数就由 95.1 上

升至 102.7，升值幅度高达 8.0%。美联储也密集出台了多项政策紧急救市。3 月以来两次紧急降息，降至了 0 利率，并推出了 7000 亿美元的 QE 刺激。随后又重启了 08 年危机期间所采用的非常规流动性支持工具（CPFF、PDCF 和 MMLF）紧急投放流动性，但均效果有限，直至美联储宣布不限量按需买入美债和 MBS，流动性危机方有所缓和，美元指数涨势放缓。但 5 月以来美元指数走势明显逆转。大规模的宽松为美元的下跌埋下了伏笔，美联储不仅调整了货币政策框架，引入“平均通胀制”，即并不严格限定通胀目标线，实际通胀或短时搞过此前 2%的目标，只要平均通胀在中长期不突破目标即可，这也意味着通胀为货币宽松让路。在 9 月份的会议中美联储还暗示零利率或延续至 2023 年。与之相比，同样受疫情冲击较大的欧盟仅是加码了购债规模，表现相对克制，这也增加了美元贬值的压力。

**图 12 名义美元指数波动（月度，广义）**

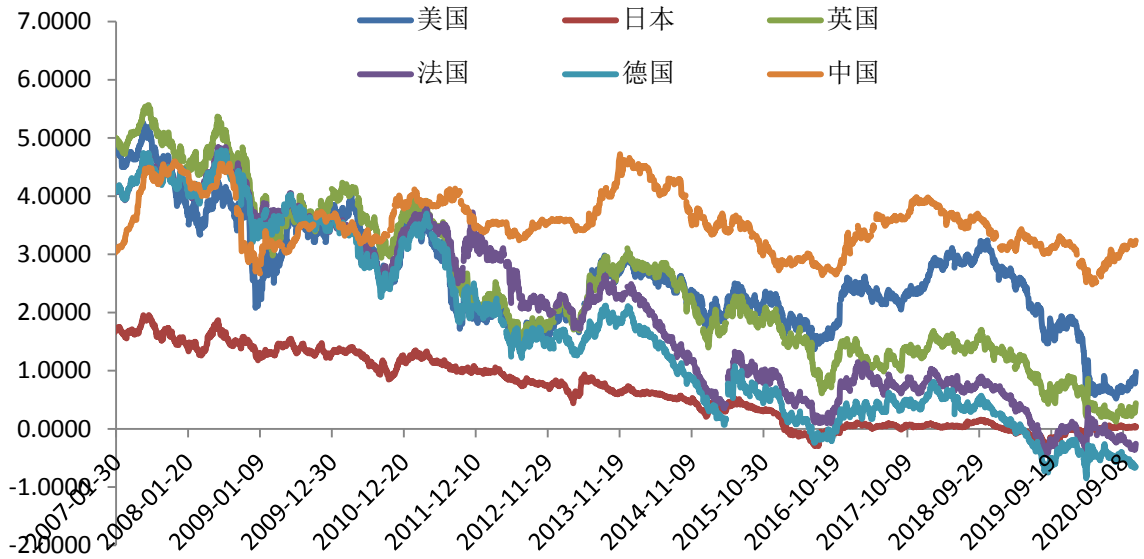



*数据来源：Wind，上海证券研究所*

各国国债收益率先下后上。今年以来受疫情影响以及全球的大放水，各国国债收益率普遍下行，但随着经济陆续重启恢复，收益率止跌回升。10 年美国国债收益率在疫情冲击下跌破 1，随后在一直维持在 0.5%-0.8%的窄幅区间内运行，但在 8 月创下 0.52%的低点后走势逆转逐步回升，最高升至 0.98%。美债回升的根本原因还是在于美国经济的恢复，尤其是就业市场回暖，而近期疫苗的利好更加强化了这一预期。而中国方面国债利率的回升也不仅是最先的也是最明显，这也得益于中国对疫情的控制，率先实现复工复产，经济恢复势头良好，而货币政策适时的边际调整也加快了利率回升的速度。从其他国家来看，日本国债利率仍处于低位徘徊，而德国、法国的

利率走势仍处于下行通道中。

图 13 各国 10 年期国债利率表现（月，%）




数据来源：Wind，上海证券研究所

## 2. 2021 年国际经济形势展望

回顾 2020 年，全球的经济发展的主体就是疫情后经济的恢复，而 2021 年我们认为这一主题仍将延续，但值得庆幸的是疫苗的研究取得了重大进展。对于当前反复爆发的疫情，疫苗是战胜它的根本武器。如果疫苗能在 2021 年顺利面世，并逐步开始接种的话，全球经济复苏的进度将被加快，但疫苗的接种进程也将意味着各国经济表现的差异化将更加明显。但不确定依然存在，主要的风险仍然在于疫情的反复以及疫苗进展或是接种慢于预期。美国方面，2020 最大的悬念美国大选尘埃落地，再生变数的可能性较小，而疫苗研制方面也传出了好消息。而拜登上台后或将积极抗疫，并且积极推动新一轮财政刺激计划，包括加大对新能源和传统基建的投资。货币政策方面，宽松当前还难以退出。但即使疫苗普及下疫情出清仍有个过程，美国经济的复苏或仍受到疫情的影响。值得注意的是，拜登的上台并不意味着中美的摩擦就会消失。中美的摩擦是长期且严峻的。拜登也曾表示中国是美国目前的最大的竞争对手，与特朗普的“美国优先”的原则不同，拜登反对逆全球化，表示会积极修复与传统盟友间的关系，联合盟友共同对中国施压。因此，即使中美间贸易发展较特朗普时期缓和，但对两国间投资交往仍设诸多限制，并在两国科技竞争方面，或有新举措。我们仍然要保持危机意识，做好自己的事，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。

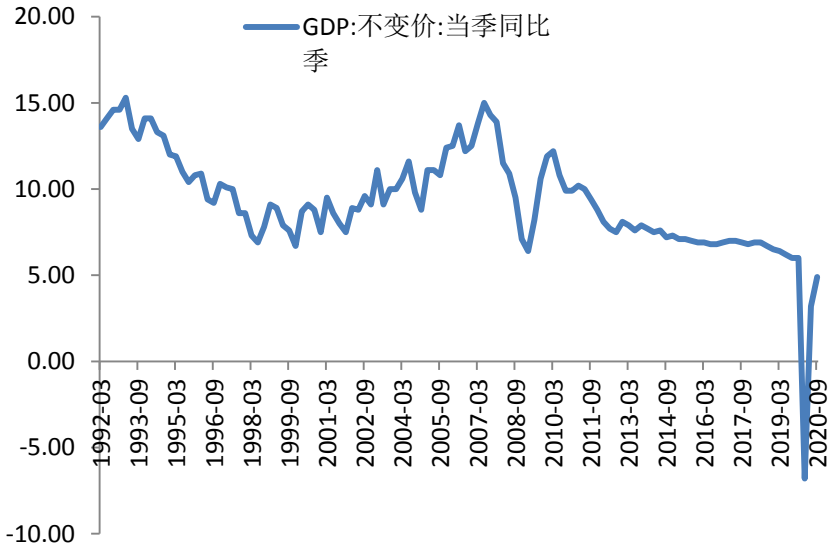
# 二、中国经济、金融形势分析

## 1. 经济恢复态势良好

### 1.1 复苏进程加快

2020 年初突如其来的新冠疫情对社会经济、人民生活都造成强烈了的冲击，中断了经济回暖的进程。疫情对供需两端均产生压制，生产停滞，需求萎缩。在疫情的冲击下，1 季度 GDP 同比下降 6.8%，砸下深坑，但所幸的是最坏的时光已经过去。全国人民万众一心，排除万难，严防严控，在付出了巨大的代价后，疫情防控阻击战取得重大战略成果，人民生产生活秩序恢复井然，复工复产推进至复工满产，而经济运行也将逐步走出疫情阴影，二季度录得同比增长 3.2%，实现转正。三季度 GDP 为 4.9%，加快 1.7 个百分点，经济恢复态势良好。

图 14 复苏进程加快

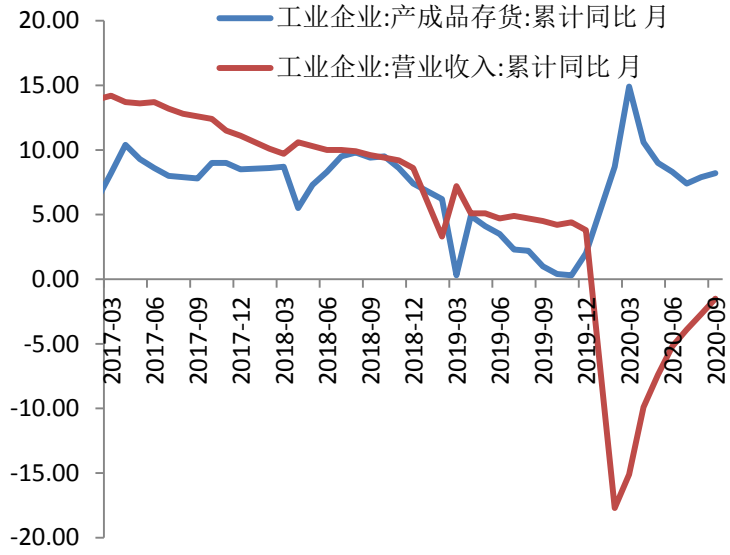



*数据来源：上海证券研究所*

### 1.2 供需双双回暖

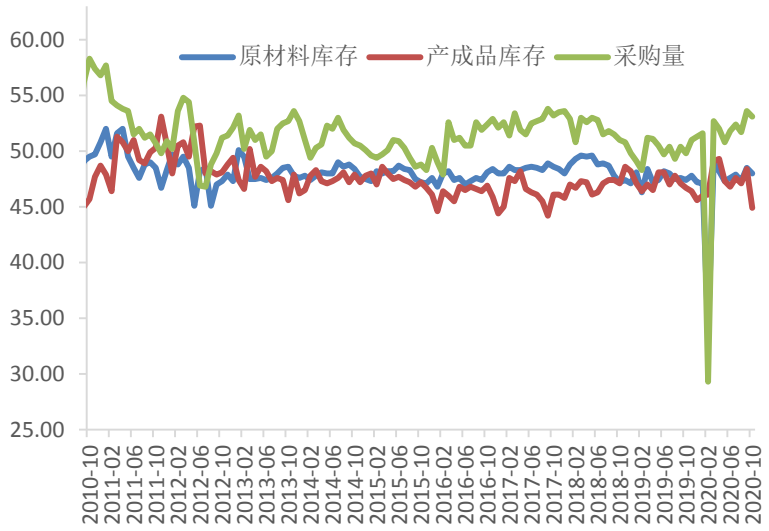
**生产恢复加快，需求回暖，库存消耗。**2020 年开年由于疫情的冲击，供需两端皆受冲击，产销备受冲击，收入大幅下滑，与此同时库存大幅回升。但随着疫情影响的消退，生产逐步恢复，企业主动补库，采购量明显回升，库存增加，企业收入也在逐步回升。从最新的数据来看，10 月产成品库存下降较多，主要是由于需求消耗。

图 15 规模以上主营业务收入、产成品存货增速（同比，%）




数据来源：Wind、上海证券研究所

图 16 原材料库存、产成品库存、采购量指数（%）

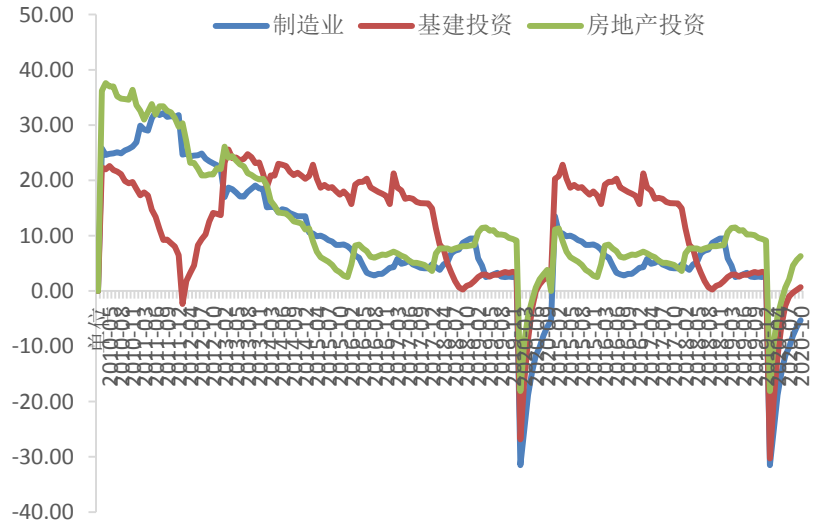



数据来源：Wind、上海证券研究所

**固定资产转正后加快回升。**1—10 月份，全国固定资产投资（不含农户）483292 亿元，同比增长 1.8%，增速比 1—9 月份提高 1.0 个百分点。本月固定投资转正后进一步加快，符合市场预期。基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 0.7%，增速比 1—9 月份提高 0.5 个百分点。10 月专项债发行完毕，资金集中投向了基建，在赶工带动下，基建维持了回升态势。制造业投资下降 5.3%，降幅收窄 1.2 个百分点。货币结构持续改善，尤其企业中长期贷款持续增加，而央行也在引导金融机构加大对制造业和小微企业的贷款支持，制造业投资逐步修复，但慢于其余投资。从区域来看，仅有中部地区未实现转正，其余地区投资均保持增长加快。

1—10 月份，全国房地产开发投资 116556 亿元，同比增长 6.3%，增速比 1—9 月份提高 0.7 个百分点。房地产投资转保持了加速增长。其中新开工降幅持续收窄，而施工略有回落，但基本持平。随着疫情影响的逐步消退，下游销售回暖，需求释放带动房企加速赶工。本月销售面积已由负转向持平。土地购置面积降幅扩大，也说明在调控的升级下，房企拿地放慢了节奏。由于楼市的火热，主要城市成交数据已恢复至疫情前正常水平，甚至超出。地区加强调控陆续出台，并且对房企融资也设立了三条红线的监管。我们认为房企会加快施工推盘销售回款来保障资金需求，后续房地产投资也有望维持稳中偏升。

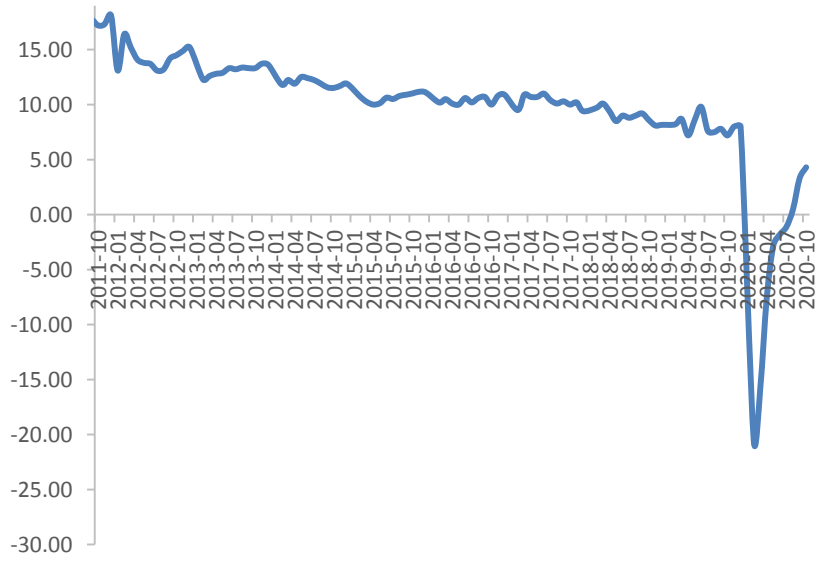
图 17 房地产、制造业、基建投资增速（月，%）




数据来源：Wind，上海证券研究所

**消费继续回升。**10月份，社会消费品零售总额38576亿元，同比增长4.3%，增速比上月加快1.0个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额34868亿元，增长3.6%。主要消费品类服装、家具、建材、汽车、通讯器材、中西药品等均有一定程度的回升。双节假期叠加电商促销预售，10月消费仍然保持了较强的回升态势。

图 18 社会消费品零售总额（同比，%）

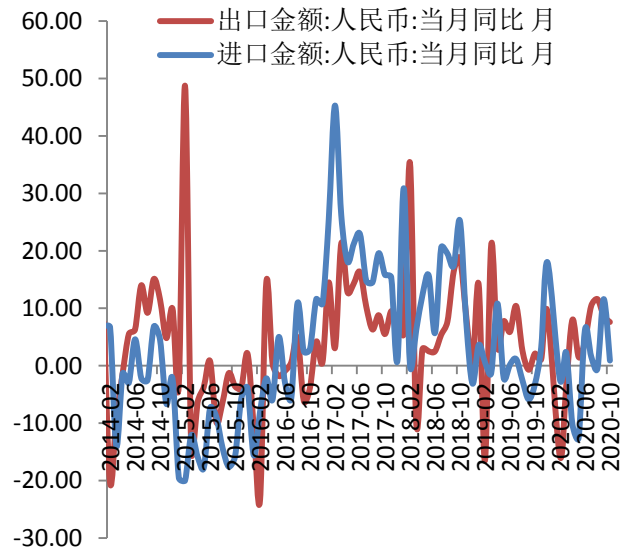



数据来源：Wind，上海证券研究所

**出口仍强，高顺差延续。**2020年10月，我国进出口均有所回落，其中进口降幅较大，顺差再度高增。出口同比增长7.6%，下降1.1个百分点，高位回落，但仍可观。随着海外市场的回暖，外需明显改善，主要国家PMI均有所回升。而临近海外圣诞节日也进一步刺激

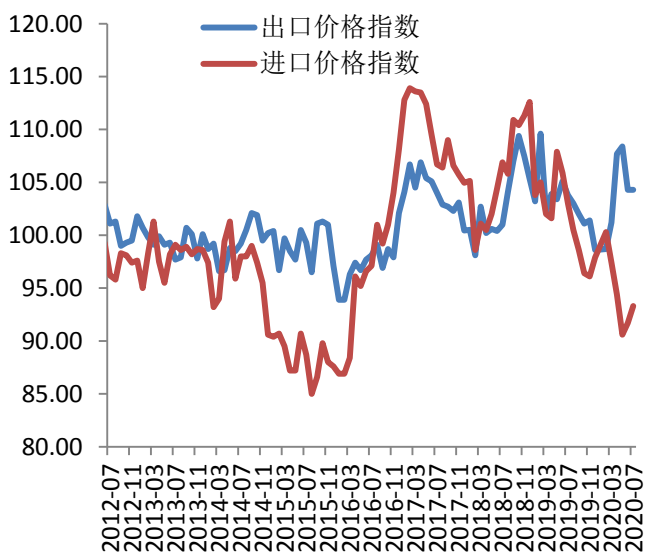
了出口需求。而疫情散点式爆发也使得对中国出口商品的依赖仍然存在，但结构有所转变，防疫相关物资的出口逐步回落，而传统商品的出口持续改善。从国别来看，本月对美、欧、日本出口增速为22.5%、-7.1%、5.7%，上月值为20.5%、-7.8%、-2.7%，均有改善；对东盟国家的出口有所下降，由14.4%降至7.3%；金砖四国方面，对南非、巴西、印度、俄罗斯的出口增速为18.9%、21.5%、18.3%、7.8%，前值为4.1%、16%、4%、6.6%，出口均有回升。进口上月强劲回升后再度回落。从进口商品数量来看，原油、煤、铜、钢材都有回落，其中原油由正转负，钢材降幅较大，而大豆、铁矿砂、汽车进口增速则有所回升，汽车回升幅度较大。从进口金额来看，大豆、铁矿砂、煤、汽车有所回升，原油、钢材则受到量的拖累下滑。机电进口也有所下降，由上月19.3%降至本月的12.6%。本月由于进口的下滑，顺差回升至4017.5亿元。本月进出口均有回落，但出口增速仍较可观。进口符合我们的预期——9月的强劲回升主要由于季末效应，季末效应消除后，10月则明显回落，高顺差态势重现。海内外疫情的变化，使得中国全球制造中心的地位更加突出，因而当前的贸易态势仍将延续，出口强劲态势仍将维持。即使人民币汇率有所升值，但对外贸趋势没有影响。

图 19 进口、出口增速（同比，%）




数据来源：Wind、上海证券研究所

图 20 进口、出口价格指数（%）



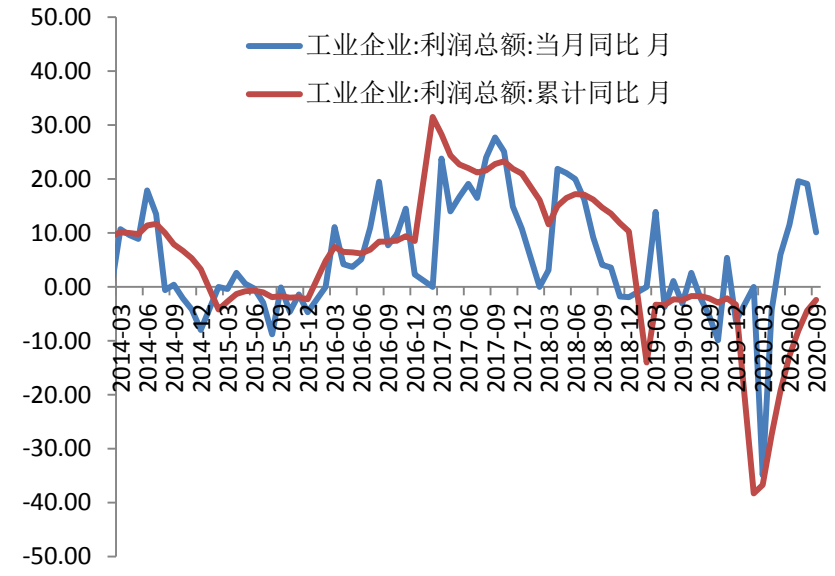

数据来源：Wind、上海证券研究所

### 1.3 企业盈利持续改善

随着疫情得到有效控制，二季度以来各类经济行为主体的活动开始逐步复苏，且复苏速度较快，企业盈利明显恢复。9 月份，规模以上工业企业实现利润总额 6464.3 亿元，同比增长 10.1%，增速比 8 月份回落 9.0 个百分点。1—9 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 43665.0 亿元，同比下降 2.4%，降幅比 1—8 月份收窄 2.0 个

百分点。企业单月盈利增速有所下滑，但累计利润降幅持续收窄。单月利润的下滑受到多方面因素影响，首先工业品价格的回落挤压盈利空间。9 月 PPI 下降 2.1%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点，对利润的拉动也有所减弱；成本费用也有所增加，另外部分行业如电子、汽车等主要行业受原材料成本上升、销售和研发等费用增加及同期基数较高等因素影响盈利下滑，拖累了整体表现。但结合来看，尤其是三季度前两月增长较快，因此整体三季度利润增长 15.9%，增速比二季度加快 11.1 个百分点，出现了较大改善。从行业来看，三季度利润增长的行业也明显增多，重点行业拉动明显。从经营指标来看，企业效益状况也在好转。企业盈利能力明显增强，企业亏损额大幅下降，亏损面缩小。总体来看，9 月虽单月利润有所下滑，但增速仍维持较高水平，而累计利润也转正在即。随着生产加快，需求回暖，企业盈利情况也有望延续改善。

**图 21 工业企业利润同比增速%**



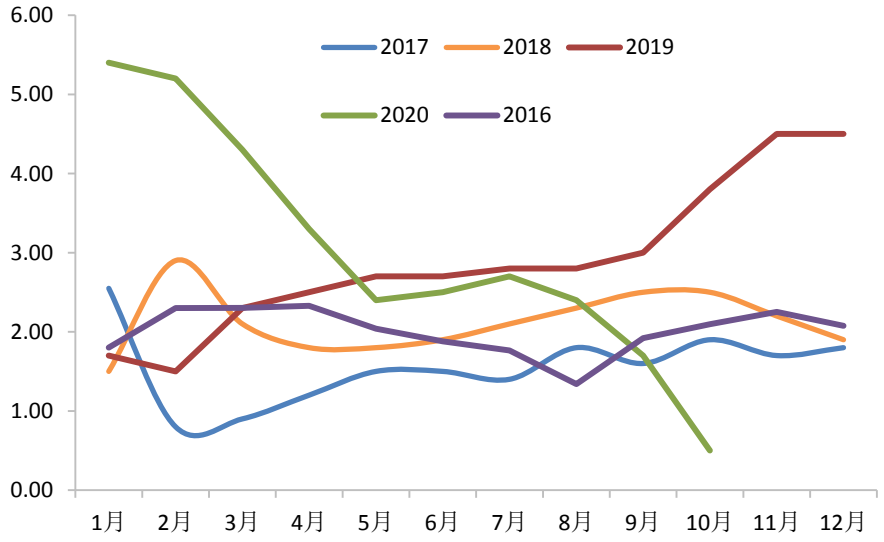

**数据来源：wind，上海证券研究所**

## 2. 价格加速回落

CPI 加速回落。从环比看，CPI 下降 0.3%，由正转负。其中食品价格由上月上涨 0.4%转为下降 1.8%，影响 CPI 下降约 0.41 个百分点，是本月 CPI 下降的主因。食品中，由于供给的改善，猪肉价格持续回落，价格下降 7.0%，降幅比上月扩大 5.4 个百分点。从同比看，CPI 上涨 0.5%，涨幅比上月回落 1.2 个百分点。同比回落较大主要是由于基数较高叠加消费品价格回落，尤其是猪肉的由升转降。食品价格上涨 2.2%，涨幅比上月回落 5.7 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.49 个百分点。食品中，鲜菜、牛肉和羊肉价格分别上涨 16.7%、7.0%和 3.6%，涨幅分别回落 0.5、2.0 和 1.8 个百分点；猪肉价格在连续上涨 19 个月后首次转降，下降 2.8%；鸡蛋、鸡肉和鸭肉价

格分别下降 18.3%、13.2%和 6.5%，降幅分别扩大 0.6、4.1 和 1.8 个百分点。非食品价格持平。其中，医疗保健价格上涨 1.5%；教育文化和娱乐价格上涨 1.1%；交通和通信价格下降 3.9%，其中汽油和柴油价格分别下降 17.4%和 19.1%。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.5%，涨幅与上月相同。据测算，在 10 月份 0.5%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0.4 个百分点，比上月回落 0.8 个百分点，新涨价影响约为 0.1 个百分点。受基数影响，10 月消费价格的表现符合我们的判断——经济低迷时期通货紧缩才是主要趋势，之前的高通胀主要是由于猪肉价格临时冲击下的短期现象。引发这轮上涨的猪肉供求局面开始改变，价格趋向回落。由于去年下半年是价格上行期，今年价格稳定后，在基数作用下，CPI 同比会有进一步的下降。

**图 22 当前 CPI 变动走势（当月同比，%）**



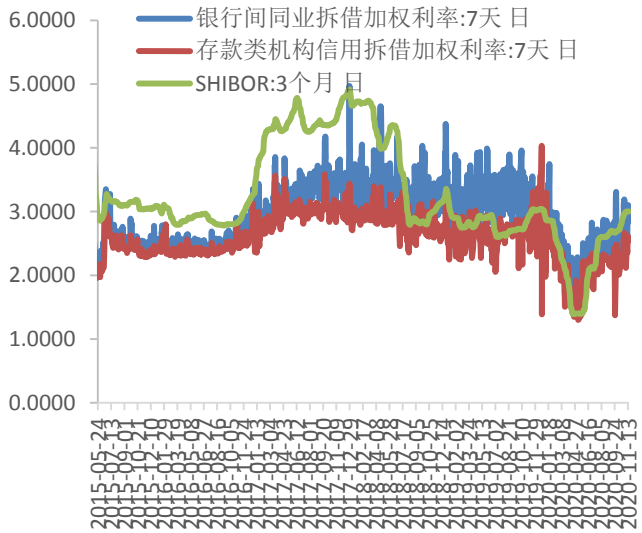

*数据来源：Wind， 上海证券研究所*

### 3. 特殊时期政策逐步退出

今年年初以来为对冲疫情影响，央行加大了逆周期调节力度，由合理充裕到更加灵活适度，先后降息、降准从量价两方面提供支持，流动性维持充裕。量上来看，今年以来三次降低存款准备金率释放了 1.75 万亿元长期资金，春节后投放短期流动性 1.7 万亿元。3 月末，金融机构超额存款准备金率为 2.1%，比上年同期高出 0.8 个百分点。价格上来看，央行还引导了市场利率的下行。疫情冲击下，春节假期节后首日，央行就下调了 7 天期以及 14 天期逆回购利率 10BP，随后 MLF 利率也顺势下调了 10BP。3 月底，央行再次下调逆回购利率 20BP，随后的 MLF 利率跟随下调了 20BP。央行先后两次的调整政策利率，从价格上促进了资金的宽松，而 MLF 利率的调降，也带动了 LPR 报价的下行，实现了市场利率向贷款利率的

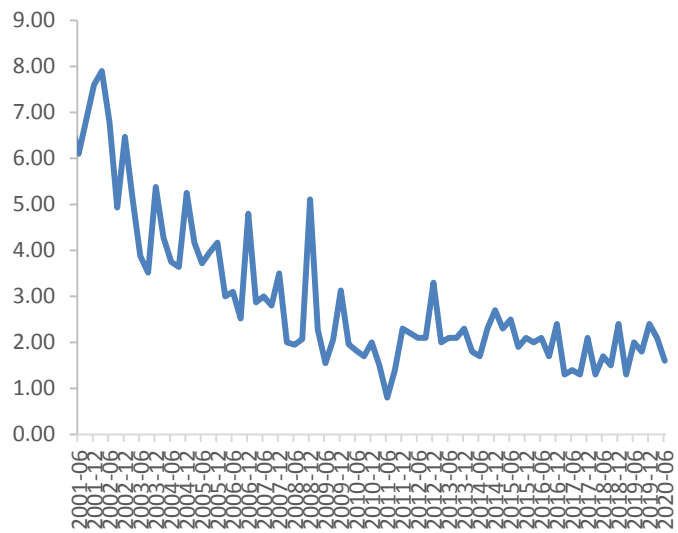
传导，疏通了货币传导机制，推进两轨并一轨。另外央行还意外下调了超额准备金利率。超额准备金利率历来被视为利率走廊的下限，下限被打开，使得货币利率有了进一步下降的空间。隔夜直接破 1，并维持在 1 以下，其余期限也明显下台阶，流动性极度宽松。

图 23 货币市场利率明显抬升（%，日）




数据来源：Wind、上海证券研究所

图 24 金融机构超储率（%，季度）




数据来源：Wind、上海证券研究所

但 5 月以来央行操作明显有所变化，虽然仍然维持灵活适度的基调，但重心已由灵活转向适度，特殊时期的政策正逐步退出。首先是 4 月政治局会议提到的进一步降准降息落空，还连续暂停操作，MLF 也缩量续作，公开市场投放趋于谨慎，政策利率并未再进一步下调（除了 14 天逆回购补降 20BP，完善了政策利率的统一性）。央行在货币政策报告中提到了 4 月货币市场利率的偏低，一度脱离了公开市场操作利率。央行认为 4 月的宽松是由于市场的不理性预期所造成的，而央行则通过保持操作利率不变，发出平稳信号，纠正了过于宽松的市场预期。目前来看，公开市场操作利率作为短期市场利率中枢将作为央行调控的准绳，也意味着过低的资金利率难再，而过高的价格也会引来央行的调控，接近政策利率或是一个较为合意的空间。目前货币市场利率明显回升，围绕政策利率平稳运行。另外，由于超额准备金利率的下调，使得 6 月超储率降至 1.6%，较去年同期下降 0.4 个百分点，也带动了资金利率的回升。

## 三、2021 年货币展望

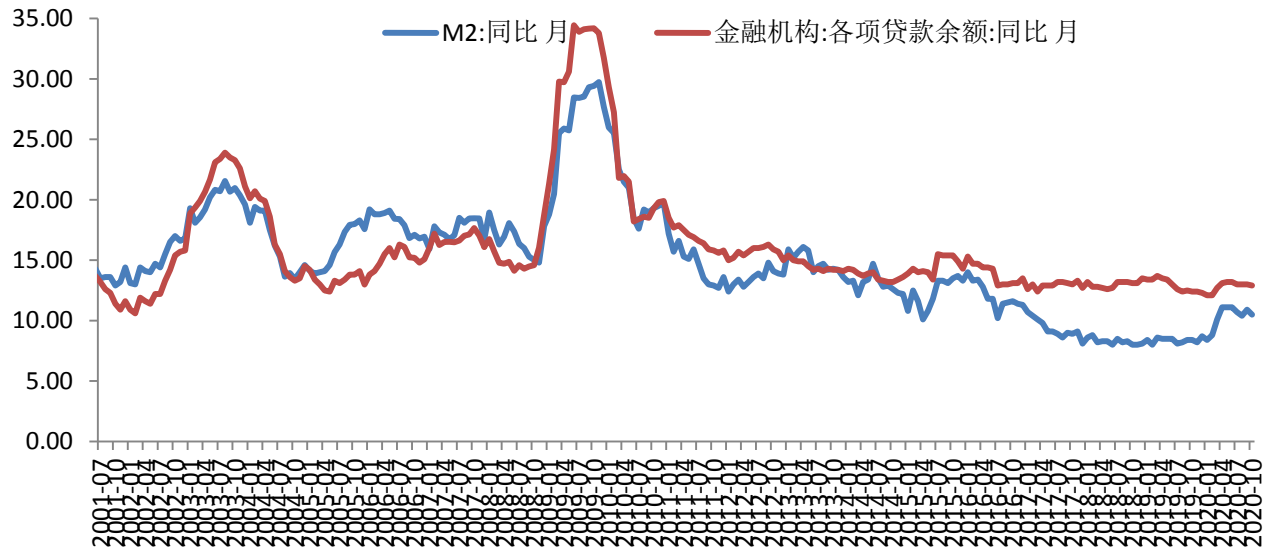
### 1. 货币环境将回归中性

为应对疫情冲击，货币当局加大了货币放松的力度，叠加季节性的信贷和货币投放，2020 年以来流动性宽松程度持续上行，货币和信

贷增速不断增加!从货币增速上看,M2 增速已回升到 2016 年水平，显然已突破了货币政策中性的基调；信贷增长虽然相对平稳，但在“宽信用”格局下，非信贷渠道融资等其它非银社会融资类型的发展，对全社会流动性宽松格局的形成，其重要性不断提升，信贷增长平稳不改流动性趋松局面。

面对突发性的经济冲击，货币当局加大了信贷精准投放力度，对冲新冠肺炎疫情的影响：设立 3000 亿元专项再贷款定向支持疫情防控重点领域和重点企业，增加 5000 亿元再贷款再贴现专用额度支持企业有序复工复产，再增加再贷款再贴现额度 1 万亿元支持经济恢复发展。此外，还通过发行票据信贷互换（CBS）为银行的资本约束缓解助力，扩大银行的信贷投放能力。在资本金、流动性、利率传导等多措并举下，金融机构信贷投放积极性和能力都得以提高。

图 25 中国信贷和货币增长的月度变化（%）




*数据来源：Wind， 上海证券研究所*

应对疫情货币政策虽然有所放松，但政策重心在于“救助”——受疫情影响的企业将定向得到信贷支持。正是对受疫情影响企业的精准、定向支持，带来了货币增长和信贷增长的提高，但政策本意不在于放松，而在于“直达实体”的消除疫情冲击影响和对企业临时性困难的救助。可见，应对疫情的金融放松，带有显著的“救助”体征，它强调直达实体，这点与强调总量宽松的反周期货币政策放松，有着显著差异!

随着经济进入后疫情时代，中国货币环境将重新回归中性。10 月 M2 与信贷的增速开始回落。首先，中国货币环境“存量过多”的格局并没有改变，大量存量流动性积存在房地产、股市等身份商品市场，金融“脱实向虚”的改善空间仍然较大；其次，提高货币政策的有效性，需要发挥货币、信贷对真实投资增长等经济运行的支

持和激励作用，当前就是要发挥资本市场功能，在新增货币和信贷的投放中注重结构性调整。即要通过发挥资本市场功能，提高货币积极性；通过新增流动性的定向投放，达到流动性存量的结构调整。这意味着，未来货币积极性提高，有赖于货币中性下“宽信用”的发展！

### 2. 货币效应转向积极

国内经济环境受到国内外疫情冲击，经营稳定压力也明显上升；尤其是海外疫情恶化带来的不可控因素增长，使得改善经营环境对宽松货币的需求上升。全球货币环境放松，疫情冲击使得各国央行竞相“放水”，国际金融环境趋于宽松中动荡加剧。为避免国际金融动荡对我国货币环境造成的压力，中国也需要在国内创造偏宽松的货币环境，为国内金融机构应对海外金融市场动荡的冲击，创造有利环境。保持国内外货币环境的相对均衡和各种“压力差”，如中外利差、流动性均衡程度等，是提高我国金融防控海外冲击的必要条件。

货币当局根据形势变化及时修正货币政策，对冲疫情对经济的冲击，及时将流动性环境由中性调整至宽松，加大信贷投放的同时，宽信用也得到进一步发展，显然有助企业渡过难关，在疫情冲击过去后可以较快组织正常经营。为防范过于宽松流动性环境在疫情过去后的负效应，货币当局未来或将及时修正，信贷、货币高增长的态势或不能持续。不过，即使信贷和社会融资规模高增长态势不能持续，资金空转现象继续减少和流向实体资金增多，也将带来货币效应更加迅速的转向积极。

### 3. 宽信用逐步得到确认

随着经济进入后疫情时代，中国货币环境将重新回归中性，从而将带来“紧货币、宽信用”的完美组合状态。因为通过发挥资本市场功能，提高货币积极性；就意味着，未来货币积极性提高，有赖于货币中性下“宽信用”的发展！货币存量过分充裕的状态，使得随着结构性货币政策效力的逐渐发挥，资本市场在实体经济中的融资作用进一步增强，使得中国流动性环境得以实现“紧货币”的同时，“宽信用”得到发展。社融增长持续回升态势并没有受到政策临时性放松政策回撤的影响，表明中国“宽信用”发展已然来临，说明中国结构性政策改善流动性结构的效力正在呈现，中国货币政策正常化也将得到延续。

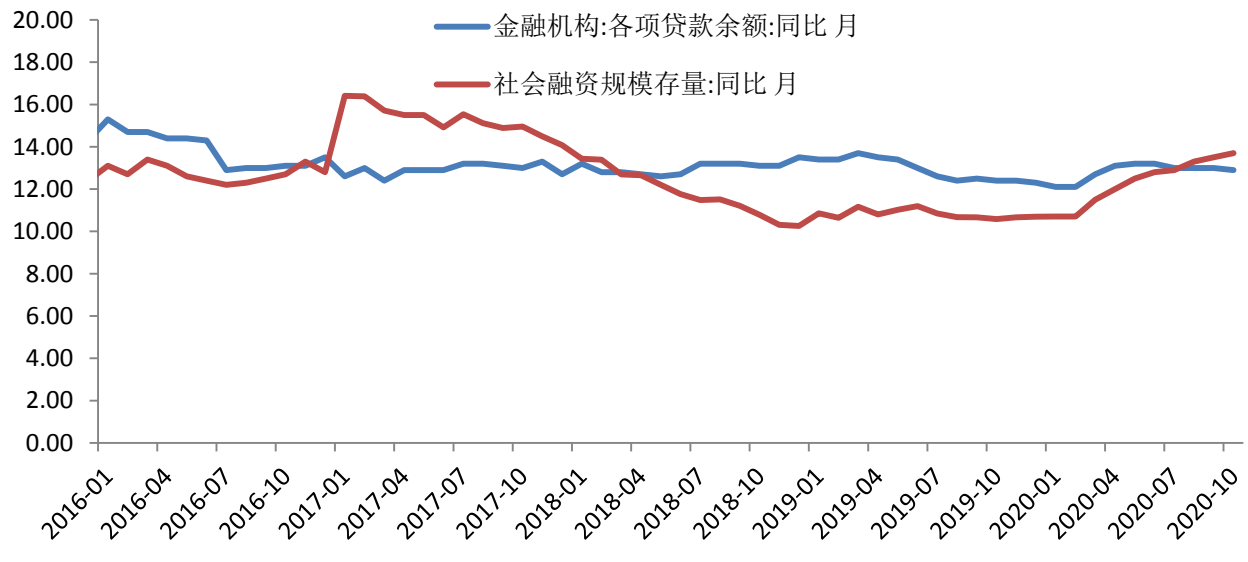
在复工、复产有序推进，防控取得胜利的情况下，货币临时性放松的境况将改变，当前偏高的广义货币增速难以持续。我们一直强调的，未来中国货币环境的真正问题在于基础货币投放能力不足，尤

其是在不提高基础货币整体成本情况下，实现基础货币投放的增长。因此，尽管经济活力复苏带来金融体系信用放大能力提升，基础货币增长的不足会抵消此种影响，广义货币增长仍将维持符合央行稳健中性界定的增速。

随着经济进入后疫情时代，宽松货币政策的负效应将逐渐显现。中国房地产领域的资产泡沫一直未能有效缓解，并已对经济内生增长构成了实质伤害，未来货币偏松局面如不能及时调整，经济转型和升级的发展目标将得到根本性伤害。

货币政策效应转向积极，也意味着后续货币增长适度回落，也不会对经济运行造成压力；同时物价低迷和资产泡沫持续的局面表明，货币过于宽松会使经济运行的困难态势加剧，增加经济转型的难度。实际上，中国当前货币环境的核心问题，不在于数量宽松，而在于价格过贵，即中小企业融资利率偏高。因此，货币政策仍将以结构调整和定向投放为重点，未来仍需要疏通货币政策传导机制，发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，注重政策直达性，以达到降低融资利率的目的。

**图 26 中国信用增长的变化（同比/月，%）**




*数据来源：Wind， 上海证券研究所*

## 四、2021 年宏观经济展望

### 1.十四五开局，推动高质量发展为主题

随着 2020 即将收官，“十三五”规划目标任务即将完成，全面建成小康社会胜利在望，也是十四五开局的新起点。十四五规划建议的公布，也给出了五年的大体发展框架、目标以及指导思想。

建议中指出了我国发展环境面临深刻复杂变化，正经历百年未有之变局。其中特别提到了国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显

增加，而我国发展已转向高质量阶段，经济长期向好，继续发展具有多方面优势和条件，同时我国发展不平衡不充分问题仍然突出，如重点领域关键环节改革任务仍然艰巨，创新能力不适应高质量发展要求，农业基础还不稳固，城乡区域发展和收入分配差距较大，生态环保任重道远，民生保障存在短板，社会治理还有弱项。这也是对发展环境以及自身优劣势清楚的掌握，也要求我们要增强机遇意识和风险意识，保持战略定力，办好自己的事，抓住机遇，应对挑战，趋利避害。

建议中还对二〇三五年远景目标进行了阐述，十九大对实现第二个百年奋斗目标作出分两个阶段推进的战略安排，即到二〇三五年基本实现社会主义现代化，到本世纪中叶把我国建成富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国。因此针对第一阶段二〇三五年的远景目标提出了建议，其中多为定性描述，而定量主要就是人均国内生产总值达到中等发达国家水平。

建议中反复强调要以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，以改革创新为根本动力，加快构建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。

而对十四五的主要目标要求，也主要以定性目标为主，与此前的五年计划相比，如十三五提出到 2020 年国内生产总值和城乡居民人均收入比 2010 年翻一番，淡化了数量型的要求，更加符合我们转向高质量发展阶段的时代要求，也给予了我们更以大力度改革创新，转型升级的空间。

建议提出了新时期发展下十二大主张，并针对十二大主张提出相应的发展规划建议。把坚持创新摆在了首位，科技自立自强作为国家发展的战略支撑。这也是为了应对经济发展新形势，尤其也是中美贸易摩擦下我们的深刻教训与体会。只有将核心科技牢牢掌握在自己手中，做到科技自立自强，不仅是国家的发展的必需，也能在国际竞争合作间占领优势。加快建设现代产业体系，发展经济的着力点放在实体经济上，推进产业基础高级化、产业链现代化，提高经济质量效益和核心竞争力。形成强大国内市场，构建新发展格局，扩大内需作为基点，促进国内国际双循环。对内要以创造高质量供给，创造新需求为导向，而对外则实行高水平对外开放。逆水行舟，不进则退，要坚持全球化道路应对逆全球化风潮，依托我国大市场优势，促进国际合作，实现互利共赢。全面深化改革，激发市场主体活力，增强发展新动能。

### 2.紧扣双循环

7 月政治局会议首次提出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。所谓国内大循环，关键还是在扩大

内需。面对日益复杂的国际形势以及中美关系摩擦升级，我们最好的对策就是安内，依托国内市场，释放内需潜力。扩大最终消费，为居民消费升级创造条件。加大教育、医疗、就业、养老等民生保障类投入，提高居民可分配收入，推动消费升级。扩大有效投资，加强新型基础设施建设以及传统交通、水利等基建。以新型城镇化带动投资和消费需求，推动城市群、都市圈一体化发展。提高产业链供应链稳定性和竞争力，更加注重补短板和锻长板，自主创新，科技强国。要更大力度推进改革开放，依靠改革激发市场主体活力，加强对制造业以及小微企业的金融支持，减税降费，降低企业综合融资成本，优化营商环境。以国内循环的坚实基础，应对国际循环的不确定性，RCEP 的签订或将成为全球规模最大的贸易协定，将推动区域经济一体化，在逆全球化趋势下重塑自由贸易的规则与格局，国际循环链条更加畅通，最终实现国内、国际的双循环。

### 3.经济增长态势明朗

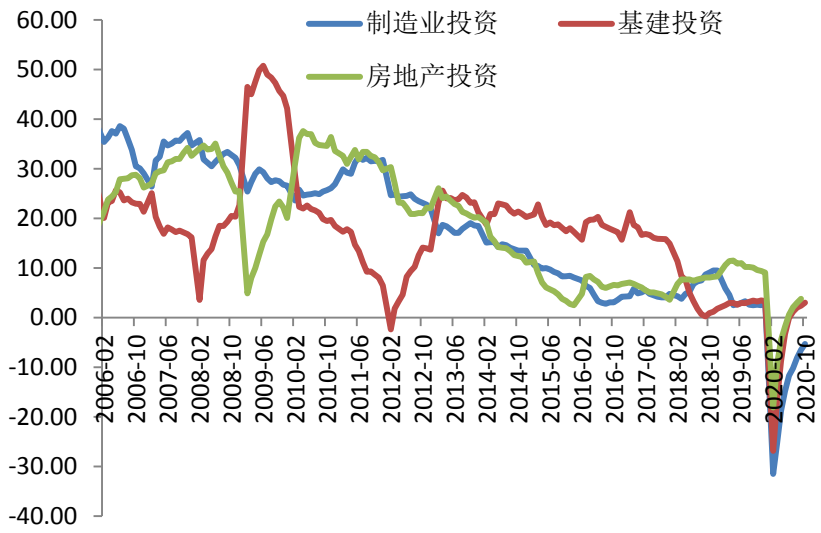
我们一直认为，疫情对经济的影响是短期的，疫情得到控制后，经济将在新形势下快速反弹。尽管疫情防控进入常态化，但适应性的经济新活动方式如“三新”经济等将得到快速发展机会，经济活动结构的改变并不影响经济复苏步伐。二季度以来经济逐步摆脱疫情冲击的影响，在赶工、补库存的带动下，供给快速恢复，需求逐步改善，实现快速反弹，并延续了良好的恢复状态。2021 年仍然是经济延续复苏的一年，并且由于基数的原因，经济增长走势会呈现出前高后低，全年的平均增速也将高于 2020 年。

出口来看，疫情之初，市场对于外需的萎缩极为担忧，但实际上海外疫情将增加中国经济的海外需求，海内外疫情的变化，使得中国全球制造中心的地位更加突出，并且随着海外经济的复苏，尤其疫苗方面的良好进展，当前的贸易态势仍将延续，出口强劲态势仍有望维持。

投资方面，我们一直认为投资是中国经济第一增长动力，其增长前景如何，将直接决定中国经济增速变化。从投资的运行进程来看，二季度以来基建、制造业以及房地产投资都呈现了加速回升的趋势。房地产投资以及基建已实现转正。我们认为 2020 在财政大发力以及赶工带动下，基建恢复较快，2021 年财政政策或较 2020 年边际趋降，但在基数效应下，基建仍能维持稳定。房地产投资虽然恢复最快，但仍有进一步的回升的空间。调控升级背景下，房企更倾向于赶工促销回款，也有望支撑房地产投资的稳中偏升。而制造业投资是此轮恢复中表现最慢，并且远未恢复到疫情前的水平。这也与疫情冲击下制造业受伤最重有关以及地产泡沫化的制约有关。但这也意味着制造业投资上升的空间最大。货币政策将更倾向于结构化，

引导金融机构加大对制造业和小微企业的贷款支持，企业中长期贷款持续增加，制造业投资或有望持续修复。

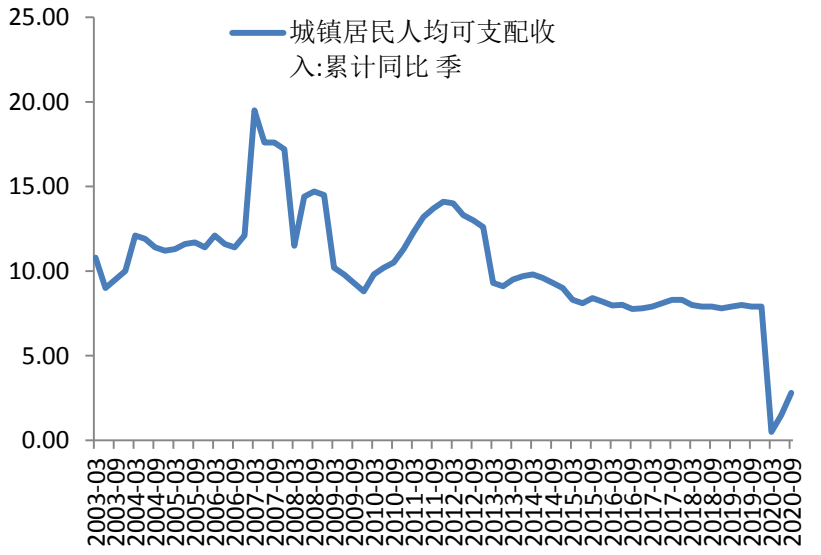
图 27 基建、地产发力（%）




数据来源：wind，上海证券研究所

消费方面，今年以来消费的恢复偏慢一度引发市场关注，这或许与疫情冲下居民收入下降以及消费意愿减弱有关。但随着经济的持续复苏，居民收入的回升以及各种促进消费的政策措施下，消费仍然有望维持平稳回升。

图 28 居民可支配收入（%）




数据来源：wind，上海证券研究所

总体而言，经济运行从扰动模式恢复为正常平稳模式。中国经济已进入了后疫情时代，结构调整和解决增长中的升级问题成为经济发

展核心，培育新的经济增长点成为经济运行重点，各方面经济活动正处恢复反弹中，预计经济运行热度仍将逐渐上升，后续增长的态势也更趋明了。

## 分析师声明

陈彦利

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

**附表：上海证券债券投资价值评级分类**

| 类型<br>内容 | 两全级 | 配置级 | 投资级 | 回避级 |
|---|---|---|---|---|
| **安全性** | 高 | 高 | 全分布 | 低 |
| **收益性** | 高 | 高 | 高 | 低 |
| **流动性** | 高 | 低 | 高 | 全分布 |

***资料来源：上海证券研究所整理***

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。