



复苏中的再平衡

——2021 年度宏观策略报告

宏观策略

投资要点:

- **全球宏观经济形势：不稳定不均衡复苏。**正如 2020 年全球疫情变化主导了全球经济增长一样，2021 年疫情的演变发展也仍将主导全球经济增长。由于发达经济体具备疫苗生产能力并率先接种疫苗，死亡率降低，预计在 2021 年二季度或三季度经济社会生活能向正常状态过渡，而新兴市场和发展中经济体（除中国外）全年无望。全球经济复苏是确定的，但由于疫情演变的不确定性和疫苗接种在不同国家之间进展的不均衡性，预示全球经济复苏之路是不稳定和失衡的，且疫情后遗症如全球金融风险提高、全球分化加剧等将给全球带来更深远的影响。

- **中国宏观经济形势：常态化回归途中。**低基数效应下，2021 年经济增速读数偏高、走势前高后低已是市场共识，但判断经济好或不好的关键和难点在于经济是否回归常态水平。我们认为 2020-2021 两年复合平均增速可以还原剔除基数效应后的经济运行真实形态，将其与未发生疫情的潜在增速水平相比较，若前者高于或略低于后者，均可视为经济已恢复至常态水平，反之则相反。

预计 GDP 约增长 8.4%，2020-2021 年复合平均增速在 5.3% 左右，仍在常态化回归途中：一是消费全年读数偏高无悬念，但疫后中小微企业受损严重，加上收入差距拉大、房地产挤占效应增强，居民收入和边际消费倾向或难以全面恢复，消费恢复至常态水平有难度。二是制造业接棒基建地产，投资常态化运行可期：企业盈利改善、内外需共振复苏、技术升级周期启动共同支撑制造业投资回归常态，但消费复苏斜率边际放缓、海外供需缺口逐渐弥合，制造业投资下半年增长动能或弱于上半年；财政扩张边际放缓下基建资金来源面临“量”的收缩，且优质项目缺乏和财政严监管双重约束仍在，基建投资增速大概率低位运行；房地产政策边际趋严、房企融资“三道红线”、市场流动性边际收紧，房地产投资面临下行压力，但竣工端修复的支撑作用较强，全年房地产投资增速将稳中趋缓。三是全球不均衡复苏下出口供给替代效应仍有一年窗口期，出口高景气料将延续，但随着发达经济体疫苗普及后产能恢复，下半年出口中枢或有所回落。

- **国内通胀形势：温和可控。预计 CPI 增长 1.5% 左右，呈前低后高走势：**一是 2021 年 CPI 翘尾因素约回落 2.5 个百分点；二是猪价下行将拖累 CPI 下降约 1.0 个百分点，而 2020 年猪肉拉动 CPI 上行 1.6%；三是 CPI 上行动力由食品端切换至非食品端，但国内消费弱复苏和全球负产出缺口仍在，CPI 大概率依然温和；四是 2021 年 CPI 基期轮换短期将抬升 CPI 中枢，但长期降低 CPI 波动幅度。**预计 PPI 增长 2.0% 左右，呈先升后稳走势：**一是 2021 年 PPI 翘尾因素约提高 1.6 个百分点；二是低基数叠加需求改善，油价上涨将抬升 PPI 中枢，但全球需求恢复偏慢，输入型通胀压力可控；三是国内基建地产等传统投资动能边际弱化，PPI 上涨动能将大体稳定。

- **国内政策展望：缓退坡。**货币方面，政策向常态回归是主旋律，但大概率“缓退坡”，不会出现急拐弯和政策断崖。节奏上，预计二季度转向“稳健偏从紧”的概率较大，其他季度或维持“稳健中性”；量的方面，预计 M2 和社融增速分别为 10% 和 12% 左右；价的方面，预计利率先上后下，全年或维持震荡，人民币汇率大概率先升后贬。财政方面，预计官方赤字率调降至 3-3.2% 左右，同时不再发行特别国债，专项债券额度也将收缩至 3.25-3.5 万亿元，财政扩张边际放缓，但仍高于 2019 年水平；预计未来财政将在“优化债务结构”上下

财信研究院

宏观团队

胡文艳

宏观经济研究中心 资深研究员

邮箱: huwenyan21@126.com

李沐

宏观经济研究中心 高级研究员

邮箱: limo.ye@163.com

陈然

宏观经济研究中心 研究员

邮箱: chenran@hnjrkq.com



财信宏观经济研究中心微信号

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

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

目 录

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

专栏目录

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

正文：

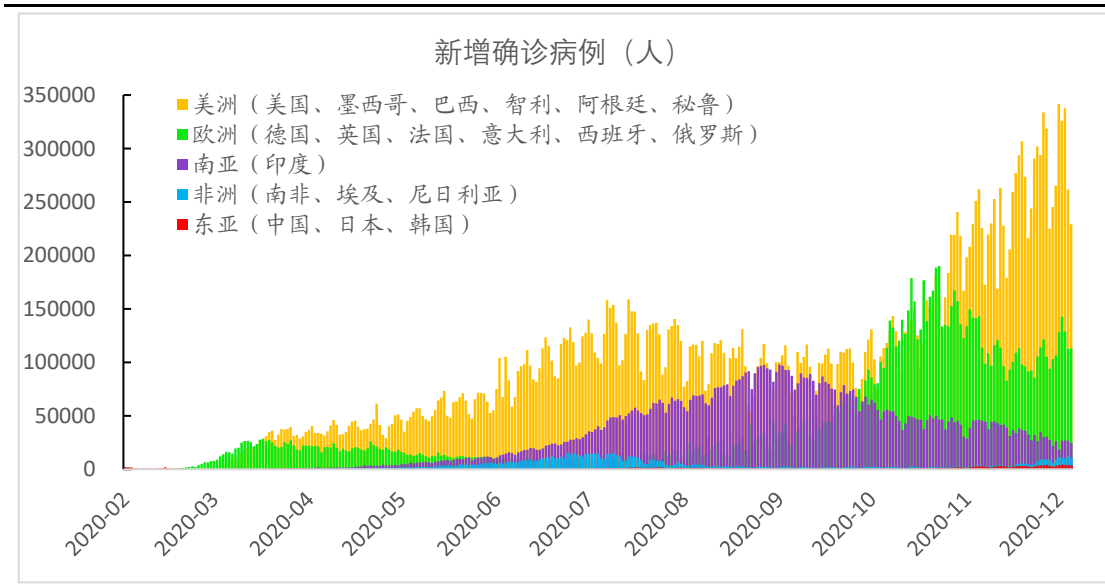
一、全球宏观经济形势：不稳定不均衡复苏

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

（一）2021 年全球疫情：曙光已现，但向正常状态过渡步伐不一

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

图 1：全球新冠肺炎疫情主要集中在美洲、欧洲和南亚



资料来源：WIND，财信研究院

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

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

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

表 1: 全球权威机构和专家对疫情关键控制节点的判断

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

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

资料来源：根据新闻整理，WHO，财信研究院

（二）2021 年全球经济增长：不稳定不均衡复苏

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

1、全球经济：继续温和复苏，但疫情冲击下的负产出缺口将形成永久性损失

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

表 2：各国际组织对主要经济体 GDP 增速的预测值（%）

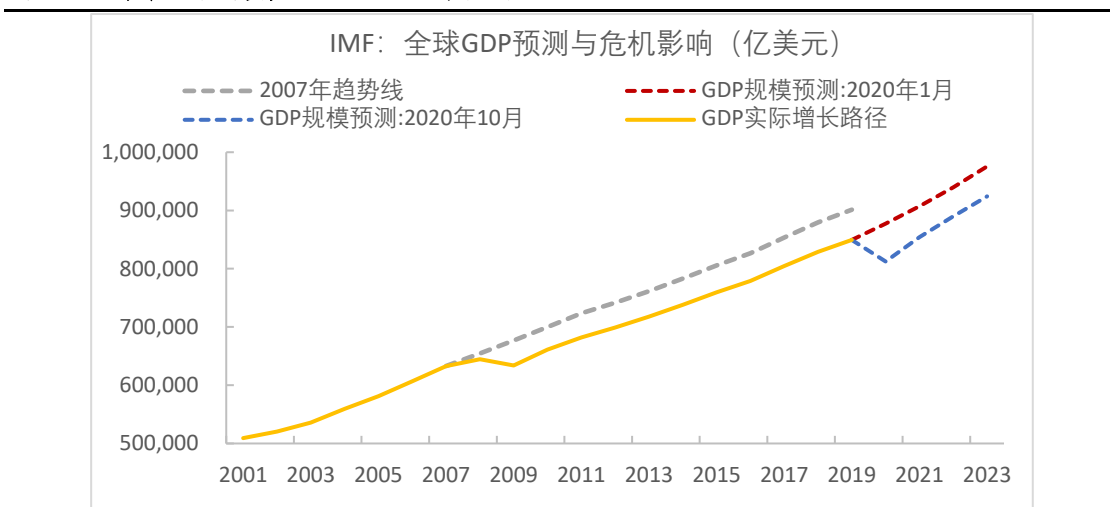
	国际货币基金组织 (IMF, 6 月)		国际货币基金组织 (IMF, 10 月)		经合组织 (OECD, 9 月)		经合组织 (OECD, 12 月)	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
全球	-4.9	5.4	-4.4	5.2	-4.5	5.0	-4.2	4.2
美国	-8.0	4.5	-4.3	3.1	-3.8	4.0	-3.7	3.2
欧元区	-10.2	6.0	-8.3	5.2	-7.9	5.1	-7.5	3.6
日本	-5.8	2.4	-5.3	2.3	-5.8	1.5	-5.3	2.3
中国	1.0	8.2	1.9	8.2	1.8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

资料来源：各国际组织官网，财信研究院

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

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

图 2：疫情冲击下的负产出缺口可能将形成永久性损失



资料来源：IMF，财信研究院

2、全球经济：不稳定复苏

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

在基线预测中，IMF 假设社交距离将维持至 2021 年，但随着疫苗覆盖范围扩大、疗法改善，这种做法将逐步取消，各国将在 2022 年底之前有效控制住当地疫情。下行情景假设病毒被证明更难控制，2021 年在疫苗接种、检测治疗和社交距离遵守方面的进展都比其线估计的要慢。而上行情景假定抗疫进展比其线要好，在治疗方面，进展迅速

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_454

