

CIFCO

策略研究·年报  
宏观金融

中国国际期货·研发产品系列 2021 年 1 月 07 日 星期四

## 大鹏一日同风起，扶摇直上九万里

## 要点提示：

中期研究院

[www.cifco.net](http://www.cifco.net)

宏观：汤林闽

tanglinmin@cifco.net

投资咨询证号：

Z0014852

1、2020 年疫情影响逻辑横空出世，通过中国与美欧国家应对疫情的不同表现，相对性地缩小了中国与美欧、特别是与美国之间的差距。2021 年中国将开启更高更快的新发展历程，正可谓“大鹏一日同风起，扶摇直上九万里”。

2、2021 年中美关系不仅大概率将重回宏观主逻辑之首，而且将呈现出与过去两年不同、可能更为犀利的局面。拜登取代特朗普会带来一段缓冲期，但一季度之后，或者等到内部的危机和混乱基本平复，美国就会重新开始增加对我国的压力，很可能在与特朗普政策重点不同的领域发难。

3、2021 年，我国宏观政策大方向不会激变。财政政策不会再侧重于量，而是会更加侧重于质，从而回归疫前的政策重心，但量也仍会保持一定程度。货币政策则显示出比较清晰的边际收紧而非全面收紧的走向。

4、对 2021 年中国经济应保持谨慎，因为经济运行的不稳定、不可控因素太多。但中国经济依然会是世界上最亮眼的存在，经济数据可能会十分靓丽：预计 2021 年中国 GDP 增速将呈前高后低走势，一季度增速可超 10%，或可达到 15%，之后逐季下降，全年增速有望达 10%，迈上 110 万亿大台阶（2020 年预计可能达 3%）。“新基建”相关产业、农业等产业将迎来大发展，房地产市场也会一定程度复苏。

5、在 2021 年开始后的相当长一段时间内，全球宽松环境只会维持或提升，不会减弱。这一持续到第三年的全球宽松环境，如能叠加疫苗普及、疫情控制，就很有可能造就一个商品超级牛市之年。

## 目录

一、2020 年中国经济：遭遇重挫，迅速复苏.....	3
二、2020 年世界经济：疫情肆虐，美欧沦陷.....	7
三、2021 年中国宏观展望.....	12
（一）2021 年外部宏观展望.....	13
（二）2021 年国内宏观政策展望.....	15
（三）2021 年国内宏观经济展望.....	17
四、2021 年世界宏观展望.....	18

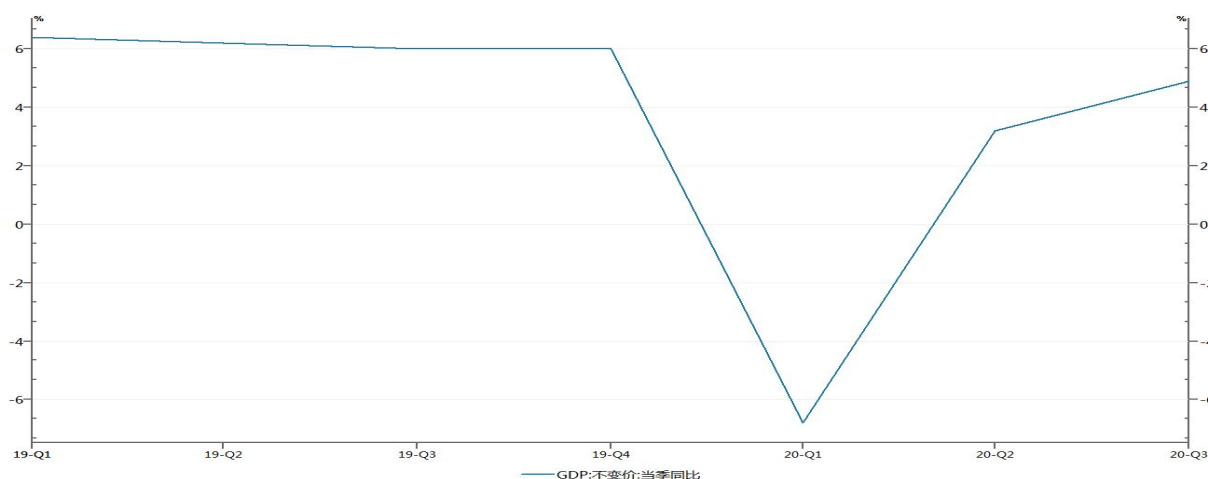
明天和意外，永远不知道哪个先来。刚刚过去的 2020 年完美诠释了这句话，一场无法预见的、席卷全球的疫情，冲击了全世界几乎一切的正常运行。一方面这一冲击令疫情影响逻辑横空出世，并通过令原本居首的逻辑——中美关系出现暂时性的部分“休眠”，而攀升至第一位；另一方面，这一次冲击因由中国与美欧国家应对疫情的不同表现，相对性地缩小了中国与美欧、特别是与美国之间的差距，客观上令中国提前站上了本需要更长的多的时间才能站上的新台阶。以此为凭，2021 年中国将开启更高更快的新发展历程，正可谓“大鹏一日同风起，扶摇直上九万里”。

## 一、2020 年中国经济：遭遇重挫，迅速复苏

**一季度重挫，二季度开始迅速复苏。**年初突如其来的疫情令我国经济陷入停滞，一季度 GDP 出现罕见负增长，-6.8% 的巨大跌幅彰显经济受挫的严重程度。但是在党中央正确领导和全国人民共同努力下，我国迅速控制住疫情，夯实了经济复苏的最关键基础，为经济恢复创造了必要前提。同时，决策层审时度势适时推进复工复产，我国经济二季度即由负转正录得 3.2% 的增长率，三季度更是获得近 5% (4.9%) 的经济增长率，四季度经济增长有望进一步加快。2020 年，我国将是全球主要经济体中，唯一取得正增长的国家。

图1:2019-2020年中国经济增长（不变价GDP：当月同比）

单位：%



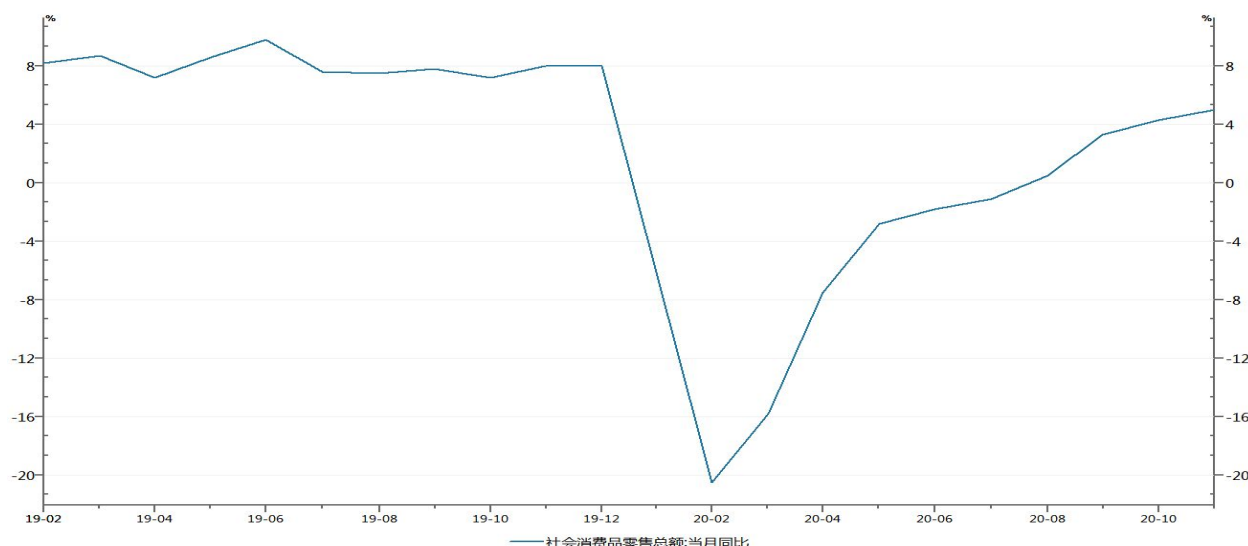
资料来源:WIND、中期研究院

**消费受创严重,先跌后涨但恢复尚不理想。**消费在 2 月份负增长 20% 以上 (-20.5%), 3 月份仍负增长 15% 以上 (-15.8%), 之后还连续 4 个月负增长, 凸显承压严重。直至 8 月份, 消费才微弱转正, 不过此后快速回升, 至 11 月, 已经回升至疫情前 (8%)

约 60%的水平（5%）。由于我国近年来经济驱动力的结构中，消费占比最高，基本在 60%至 70%之间，因此消费的恢复程度还差强人意。消费恢复程度偏低主要是因为疫情冲击导致了企业陷入停工、半停工以及居民收入下降，从供需两端、当前和预期，对消费产生了双重打击。

图2:2019-2020年中国消费（全社会消费品零售总额：当月同比）

单位：%

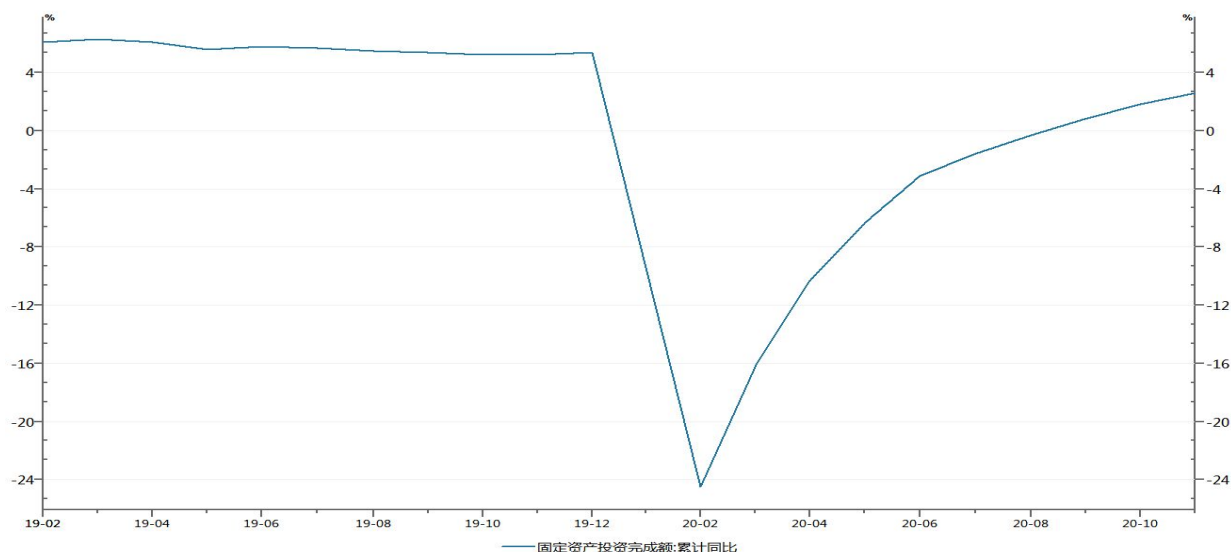


资料来源:WIND、中期研究院

**投资同样先跌后涨，政府投资是主要支撑。**在疫情冲击导致的经济停滞下，我国投资同样在2、3月份暴跌，2月份跌幅20%以上（-24.5%），3月份跌幅15%以上（-16.1%）；4月份依然跌势明显，跌幅10%以上（-10.3%），并连跌8个月，直至三季度末投资才转正。9月份，我国固定资产投资完成额累积同比增幅为2.6%，仅为疫情前（5.4%）一半的水平。这主要得益于政府主导的基建投资支撑了投资大格局，同时房地产投资也快速恢复。但制造业投资迟迟未能有较好的恢复，因民间投资由于经济受创、信心不足而承压较重，直至11月才由负转正。

图3:2019-2020年中国投资（固定资产投资完成额：累计同比）

单位：%



资料来源:WIND、中期研究院

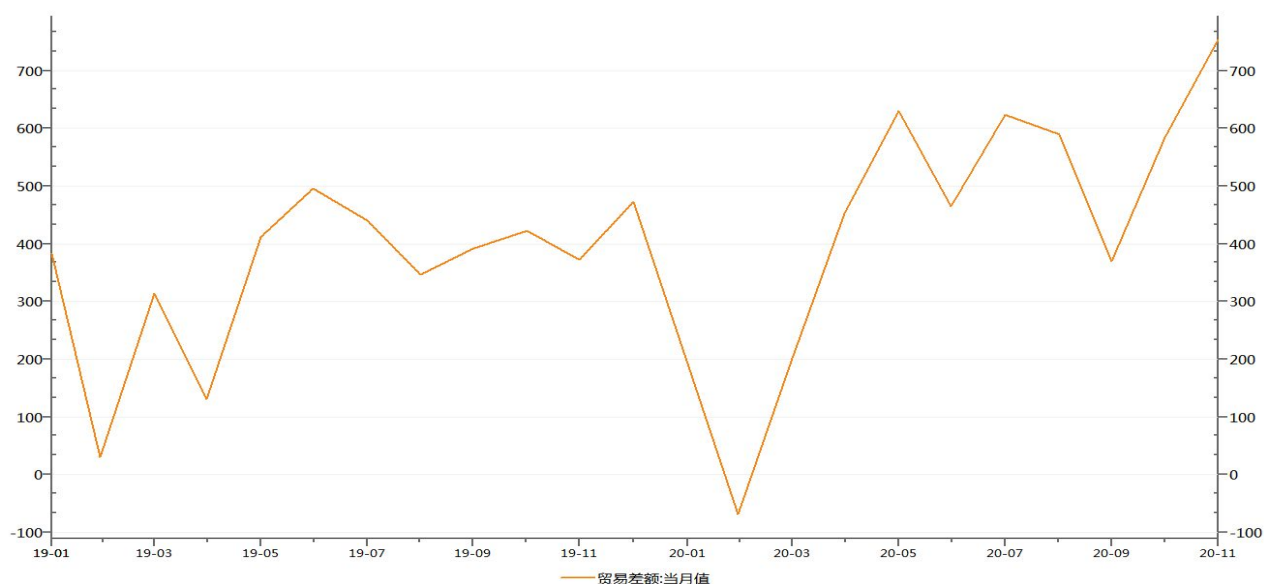
**净出口低开高走，靓丽成绩出乎意料。**由于疫情影响，净出口同样在 1、2 间遭遇巨大挫折，2 月份出现罕见的贸易逆差。疫情伊始，市场观点几乎一致地认为这对我国净出口不利，因为经济的停滞将严重影响我国出口；而在 3 月份欧美疫情告急时，多数观点又认为这会对我国净出口更加不利，因为外需萎缩将致出口暴跌。

实际演变来看，初期，疫情确实的确如预计的那样，通过影响我国国内生产，导致我国很快出现贸易逆差。3 月份欧美疫情的告急，也的确影响了国外需求，进一步不利于我国出口和净出口。但出乎意料的是，正是由于国外疫情失控，生产停滞，以及我国迅速控制疫情并且复工复产得力，很快就演变成中国供应世界的局面。尤其是医疗防疫相关的物资，在我国恢复和加强了相关生产能力后，相当一段时间内几乎就只有我国有能力供应全球对基本医疗防疫物资的需求。并且，疫情不仅没有制约住我国出口，还从国外生产、国际运输和国内需求等多方面影响我国进口，令我国进口出现了比较明显的萎缩和恢复乏力，进一步助力了我国净出口的恢复。从而，3 月份开始我国净出口就转为正值，此后贸易顺差呈增长态势。到 11 月，我国累计净出口达到 754 亿美元，不仅超过了 2019 年全年的累计净出口，而且达到了有该项数据统计以来的最高水平。



图4: 2019-2020年中国净出口（贸易差额）

单位：亿美元



资料来源: WIND、中期研究院

**PMI 变化凸显中国经济底蕴和活力。**我国 PMI 的变化也超乎市场预期。2 月份我国制造业 PMI 和非制造业 PMI 大降符合预期，但 3 月份两项数值马上回复至景气线上方则超出预期。而此后二者一直保持在 50 以上，更是彰显了我国经济的底蕴。同时，与制造业投资相似，制造业 PMI 的恢复相对较低程度，直到 11 月份才略微超过 3 月份时的水平；非制造业 PMI 则一路走高，显示我国经济在非制造业方面的活力更充分。

图5: 2019-2020年中国PMI

单位：%



资料来源: WIND、中期研究院

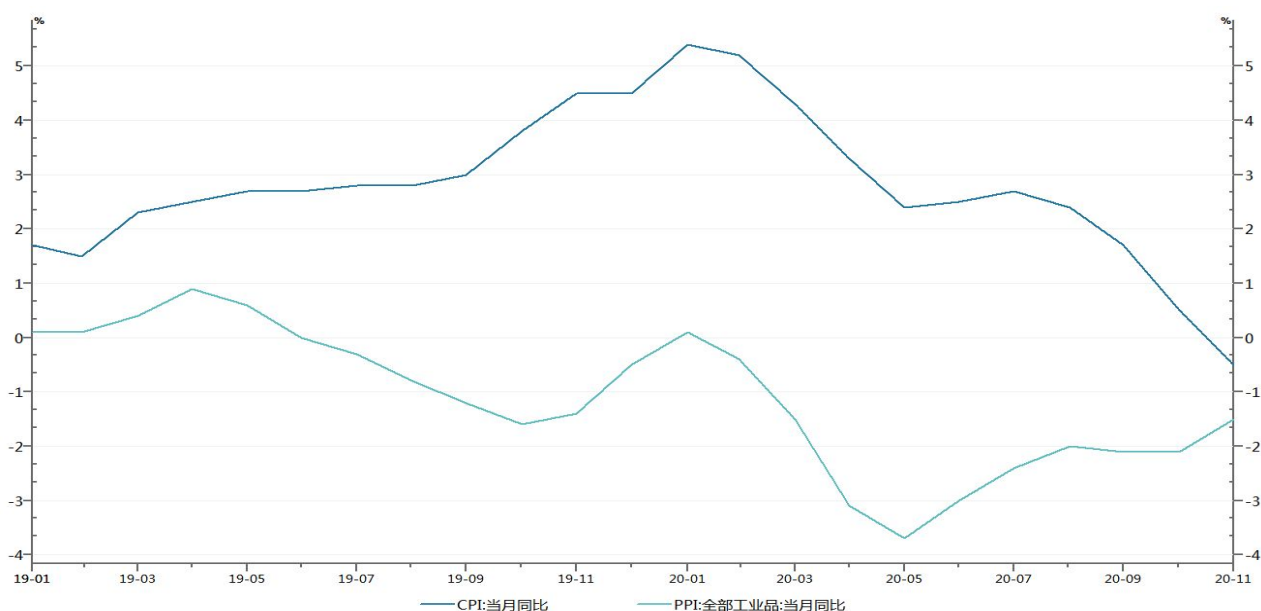
请务必阅读正文后的免责声明

**CPI 和 PPI 在复苏路上分道扬镳。**年初，在猪肉等的带动下，CPI 一度破 5，加之疫情制约供给和对未来经济刺激政策“大放水”的憧憬，市场对“大通胀”时代的预期甚剧。孰料直到猪通胀基本结束，“大放水”不仅仍不及预期，反而还隐隐有银根收紧的态势；CPI 不涨反跌，甚至一路跌到负值，11 月同比增速仅为-0.5%。一方面，这是由于前述消费严重受创后恢复不理想所致，特别是理应比较稳定的核心 CPI 从 1.7%左右爆跌至 0.5%左右，表明经济、消费的活力被严重抑制；另一方面，这也符合今年实体经济恢复较缓、资本市场大涨长红的实际，资本市场的涨幅不被计入 CPI。

PPI 在 5 月以后的止跌回升则凸显了政策支持的有效性。2020 年“两会”分别于 5 月 21 日和 22 日召开，会上确定了包括 2020 年赤字率按照不低于 3.6%安排、发行 1 万亿抗疫特别国债、专项债新增限额 3.75 万亿等经济扶持政策，给我国经济注入了强大的政策支持。PPI 也从 6 月份开始一路回升，到 11 月（-1.5%）已经基本与去年同期增速（-1.4%）持平。

图6: 2019-2020年中国CPI和PPI同比增速

单位：%



资料来源: WIND、中期研究院

## 二、2020 年世界经济：疫情肆虐，美欧沦陷

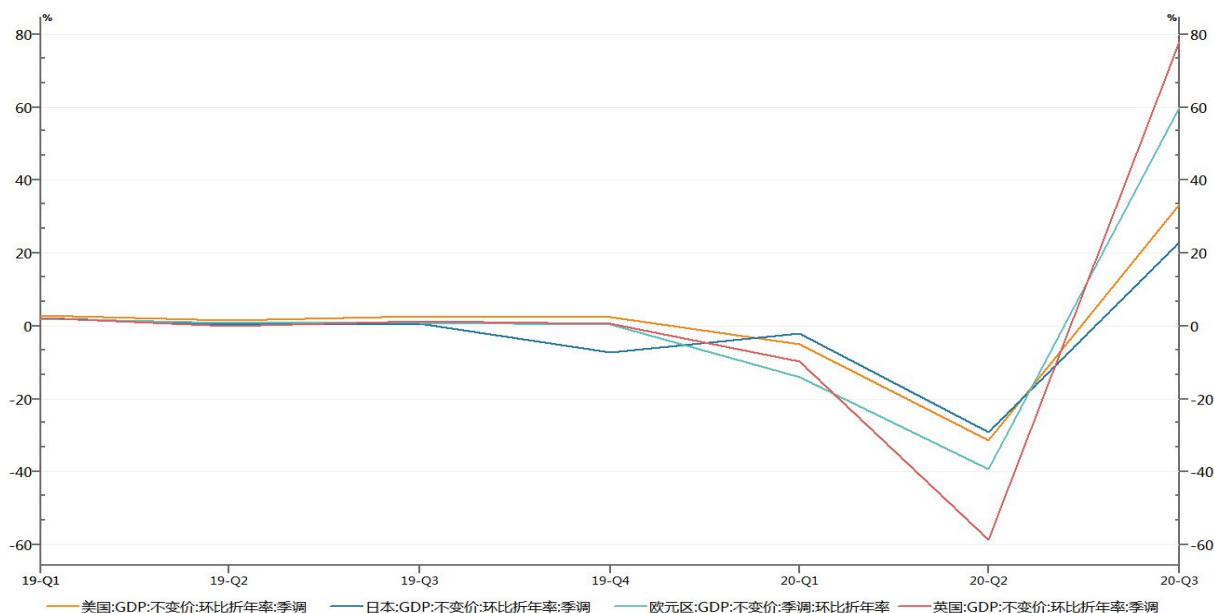
在美欧多国把一手好牌打烂，白白浪费中国争取的宝贵防疫抗疫时间后，美欧遭到现世报，多国经济沦陷，并且还将世界经济带入了重度衰退的深渊。美国二季度频频被“见证历史”，股票市场一个月內四度熔断“活久见”，经济增速更是创下有史

以来最大单季跌幅（-31.4%）；三季度在环比低基数助力下也仅仅增长 34%，绝对经济总规模较 2019 年依然降低。欧元区经济惨不忍睹，一季度就下滑 14.1%，二季度更是大幅下滑 39.2%；三季度在前两个季度大幅负增长的低基数助力下环比增速达 60%，但绝对经济总规模较 2019 年依然降低。日本经济同样二季度大幅滑坡，降幅在发达经济体中尚可，为负增长 29.2%；不过三季度回升的幅度也不大，仅为 22.9%。英国经济受到疫情和脱欧的两头挤压，一季度负增长 9.7%，二季度负增长达到 58.7%，几乎为发达经济体中负增长最大的；三季度环比增速虽然受低基数影响达到 78%，但绝对经济总规模较 2019 年依然降低。

值得一提的是，美欧多国三季度经济环比增速的大幅回升，除了前两季度连续负增长带来的极低基数效应外，三季度各经济体放松防疫措施以挽救经济也是不可或缺的关键。但由于这些经济体根深蒂固的意识形态偏见等因素，抗疫一直没有做到位，进入四季度后这些经济体又重新陷入疫情的泥淖之中，而且较之前还更加严重的多，随后相应的措施和经济停滞也更加严重。这不仅一定会影响这些经济体四季度的经济增长，而且几乎可以肯定相关的影响会持续到至少 2021 年 1 月份甚至更久远，从而 2020 年四季度和 2021 年一季度经济状况都不会太好，都可能出现环比负增长（2021 年一季度由于 2020 年四季度的低基数，环比增长率可能会稍好）。

图7:2019-2020年美日欧英经济增长（GDP环比折年率）

单位：%



资料来源:WIND、中期研究院

在疫情打击下，美欧等主要经济体的消费多受重创。美国、欧元区和英国的消费变化轨迹高度类似，都在 3、4 月份经历断崖式下跌，之后开始艰难爬坡，到三季度末基本恢复到疫前水平。但到 11 月份又纷纷出现下降苗头，这与美欧疫情汹涌重现

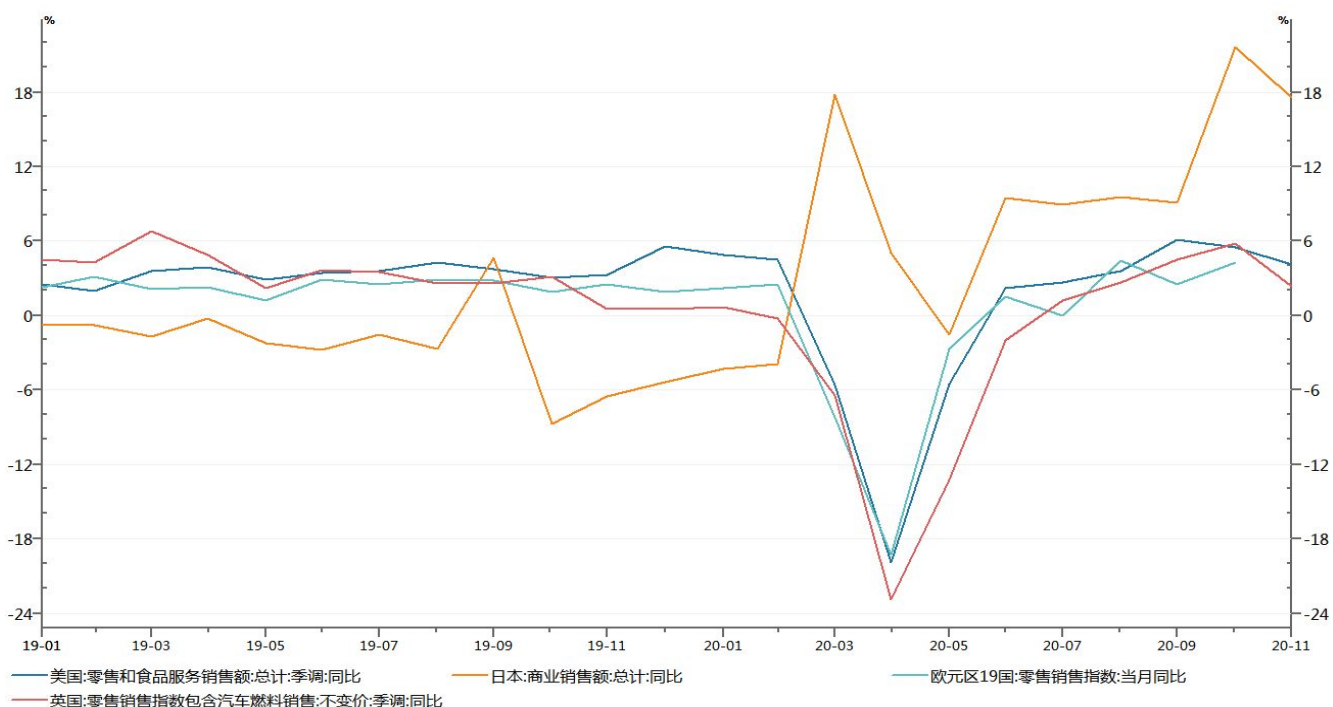


应有很大关系。总体上美欧英的消费在下跌爬坡后，仅仅只是回到疫前水平。

日本则不同，其消费在3月份不仅没有下滑，还达到了一个极点，4、5月份下滑后，6、7月份回升并进入平台期后，9月份开始二次回升，并达到另一个极点，也是年内最高极点，之后略降。

图8:2019-2020年美日欧英消费

单位：%



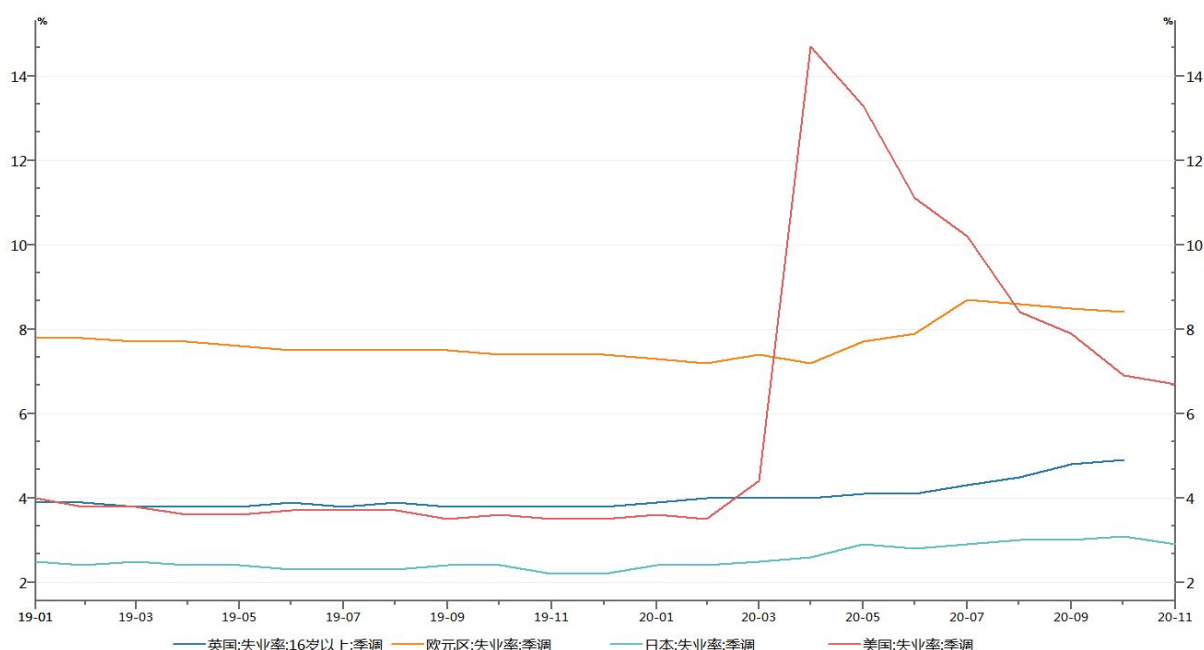
资料来源:WIND、中期研究院

**就业方面，美国快涨缓落，日英欧一路攀升。**美国的失业率在4月份骤升至14%以上（14.7%），然后持续缓慢回落，至11月，回落至6.7%，仍远高于疫前3.5%的水平。

与美国不同，日英欧三国的失业率则基本曾一路攀升的状态。日本情况相对较好，失业率仅是从4月份的2.6%上升到10月份的3.1%，无论是0.5个百分点的增幅，还是最高点3.1%的绝对水平，其实都不高，何况其11月失业率还略降至2.9%。欧英的情况则相对较差。英国从4月份的4%一路不回头地攀升至10月份的4.9%，增幅0.9个百分点，最高点接近5%，就业压力明显。欧元区更是从4月份的7.2%升至10月份的8.4%，增幅达1.2个百分点，期间的最高点达8.7%，失业形势已经非常严峻，与2008年金融危机初期的水平十分接近。

图9:2019-2020年美日欧英失业率

单位: %



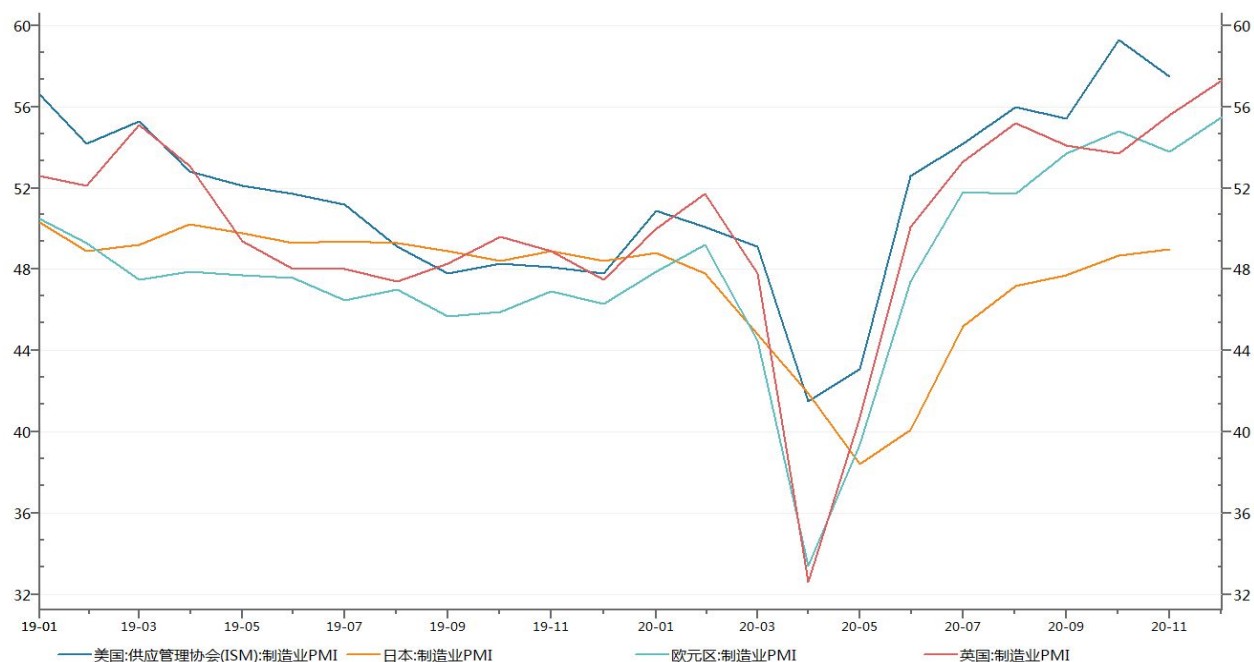
资料来源:WIND、中期研究院

**景气程度方面,美欧日英同受创后分化发展。**制造业 PMI 方面,美欧日英均在 3 月份遭受重击,较上月大跌且跌破荣枯线,其中美国跌幅最小(1 个百分点)、绝对水平最高(49.1),欧元区跌幅最大(4.7 个百分点)、绝对水平最低(44.5)。随后的发展,各经济体多有不同。美国和英国在 6 月份最先恢复到荣枯线之上,此后都恢复到 57 以上;欧元区则落后一个月于 7 月份恢复到荣枯线之上,之后于 12 月份恢复到 55 以上;日本的情况较差,直到 11 月份都未能恢复到荣枯线之上,不过其在 10 月份超过了疫前水平。

**非制造业 PMI 方面,**美国较晚遭受冲击,4 月份才发生严重的滑坡,从上个月的 52.5 大跌约 11 个百分点至 41.8 的年内最低值,但随后即逐步恢复,一度在 7 月份达到 58.1 的年内最高点,至 11 月份仍远高于荣枯线,为 55.9。日欧英均早在 3 月份就遭重创,欧英最为严重。欧元区直接减半,从 2 月份的 52.6 暴跌至 26.4,4 月更是再度折半至仅为 12;此后 7、8 月份曾短暂恢复至荣枯线上方,但很快又跌至荣枯线以下,直至 12 月份。英国 3 月份较 2 月份的 53.2 暴跌近 20 点至 34.5,4 月份再度暴跌近 20 点至 13.4;此后 7 至 10 月份恢复至荣枯线以上,但 11、12 月份又回落至荣枯线以下。日本同样于 3、4 月份连续暴跌,4 月份较 2 月份跌去超 25 点至年内最低点,不过绝对水平超过 20,为 21.5;5 月份起逐渐回升,但直至 11 月份仍未回升至荣枯线以上,也未恢复至疫前水平。

图10: 2019-2020年美日欧英制造业PMI

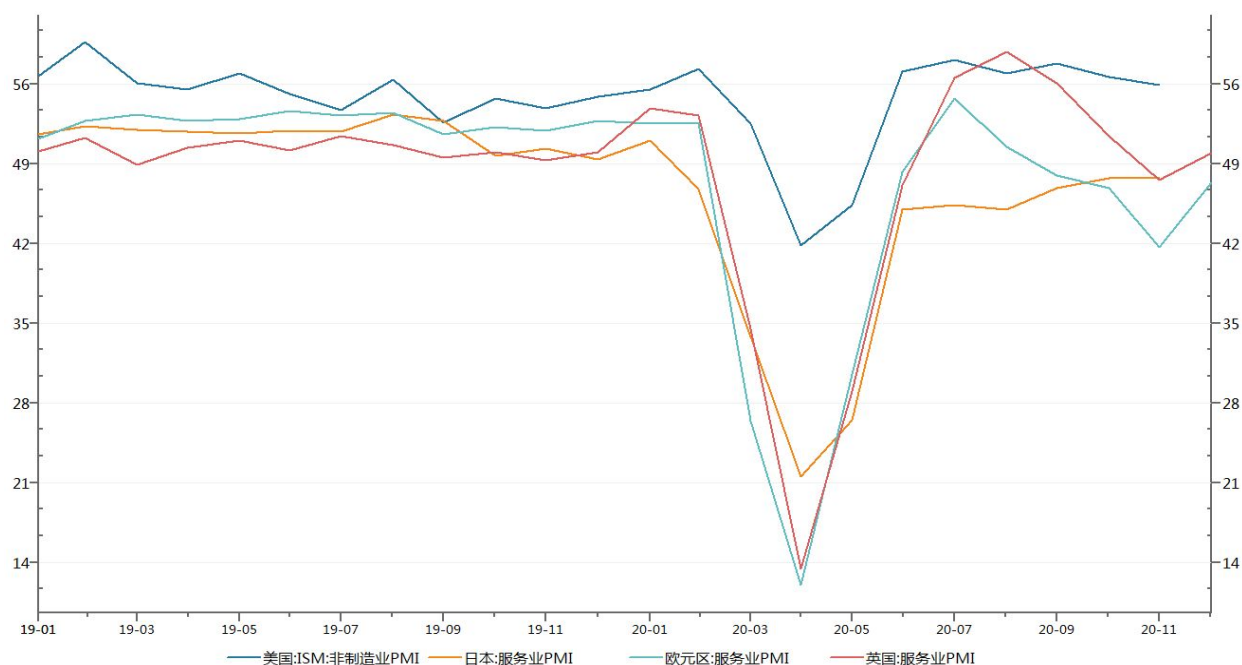
单位: %



资料来源: WIND、中期研究院

图11: 2019-2020年美日欧英非制造业（服务业）PMI

单位: %



资料来源: WIND、中期研究院

从CPI来看，疫前就饱受通缩困扰的欧日一路滑向负数区间，英国多有起伏，美国“V”字反转。欧元区和日本疫情前就一直面临较大通缩压力，CPI增速一直向1%上方挣扎。尤其是日本，疫情前CPI就长期低于1%，甚至多次低于0.5%；疫情后更是再无回天之力，CPI增速一路走低，10月份转为负数（-0.4%），11月份负增长幅度进一步扩大（-0.9%）。欧元区比日本“跪”的更快，8月份CPI增速就转负（-0.2%），一直到11月份仍为负（-0.3%），不过负增幅较日本略小。美国CPI则显示出较强韧性，4、5、6三个月运行在低于1%的区间后，7月份起恢复至1%后，均保持在1%以上，直至11月份（1.2%）。

图12:2019-2020年美日欧英CPI

单位：%



资料来源:WIND、中期研究院

### 三、2021 年中国宏观展望

2020 年最后一次政治局会议已经对 2021 年的宏观大局做出了方向性的判断，即“明年是我国现代化建设进程中具有特殊重要性的一年”。所谓特殊重要性，可以从三个方面来理解：首先，2021 年是“十四五”开局第一年，是我国第一个百年目标的实现之年，在我国迈向社会主义现代化强国、实现中华民族伟大复兴的中国梦的大道上，将起到承上启下的重要作用；其次，十九届五中全会提出“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”，2021 年是我国构建新发展格



局的第一年，能否起好头、开好局，将直接关系到这一重要决策的成败；再次，2020年疫情的全球蔓延及严重后果，对世界经济、政治、外交、社会等多方面都造成了深刻影响，2021年作为后疫情时代的第一年，每一个发展变化都可能会对人类未来的历史进程产生“四两拨千斤”的杠杆效应。

### （一）2021年外部宏观展望

从国际看，虽然2020年疫情取代了中美关系成为宏观主逻辑之首，但这一取代只是暂时性的。因为疫情短期内终将弱化、甚至消除，而中美关系则很可能为长至三十年的长期主题。不仅如此，疫情冲击叠加美国抗疫溃败，客观上大幅缩小了中美差距，无论是经济实力还是制度优劣的具体表现。这无疑会更加刺激美国对我国采取遏制性措施，故而，2021年中美关系不仅大概率将重回宏观主逻辑之首，而且将呈现出与过去两年不同、可能更为犀利的局面。

诚然，拜登取代特朗普会带来一段缓冲期。因为在政治手段和侧重上，民主党老政客拜登肯定与共和党大商人特朗普不同。其上台后，一定会修正或调整某些特朗普的对华政策，不会一味沿袭所有的特朗普对华政策和措施。在这样的从特朗普式至拜登式的政策转换过程中，我们很可能能够在原来被逼迫的比较紧的地方，获得一定的喘息空间。至少，可以在某些原来比较紧并且如果特朗普执政大概率会更紧的方面，不用太担心会更加窘迫了，比如关税。

不过，对于拜登上台后对华政策和我们面临的外部环境、外部压力的变化，不应太乐观，甚至不应该乐观。因为近年来特朗普对我们发动的种种刁难、挑衅甚至攻击，都不是特朗普一个人能说了算的，其根本基础其实在于美国国内至少在政治精英层面，形成了与长期以来不同的、空前统一的、将中国作为对手而不是合作伙伴，或者说更多将中国作为对手而不是合作伙伴的共识。美国会两党无论相互之间有多少分歧和争斗，在当前对华根本认识和态度上，是一致的。所以，特朗普的各种动作其实都得到了美国会两党的一致支持或大多数支持的（否则不可能通过），显而易见，拜登的对华政策和立场也不会有大方向上的转变。虽然，拜登很可能调整特朗普对华政策，在某些方面可能会放松或让我们不用太担心会更紧；但是同样地，在另外一些方面，在原来特朗普可能比较不重视、比较松的地方，就可能更紧，更需要我们担心，如人权、民主之类的意识形态问题。

这样的缓冲期在2021年1月20日拜登正式上台后，可能将持续至少2到3个月。因为拜登上台面临的是一个棘手的美国。一方面是疫情肆虐，拜登必须认真对付疫情，他也早已声称上台后会立刻大力抗疫。由于当前美国疫情极为严重，2021年1月很可能是美国疫情的至暗时刻，疫情对经济的影响也很可能是疫苗接种后三个月到半年才能消除，这使得拜登对抗疫情的努力将牵扯其主要精力至少2个月时间。另一方面是特朗普下台前的各种埋雷。除了原先各种退群和与疫情相关的政策外，在伊朗、俄罗



斯、国内种族主义、白宫人事安排和重要政策等许多方面，特朗普都留下了烂摊子，并且还在加紧利用其最后的任期给拜登添堵。这也会牵扯拜登很多精力，并且会迫使其在大致解决前，不敢或不能对华采取过于强硬的态度和决策。即使拜登能够做到一边抗疫，一边处理这些烂摊子，也至少需要2到3个月时间才可能完全理顺。

所以，可以合理预期，2021年一季度内，中美关系可能都会处于相对平静时期，拜登不会轻易改变这一局势，甚至可能会为了集中精力处理国内事务，缓解外部压力，在初期向我们释放一些缓和关系的信号，也不排除会采取一定限度的缓和动作的可能性。简言之就是，美国需要先“疗伤”，拜登也需要先稳固统治，所以不会急于行动，一个季度左右的过渡期比较合适。当然，也不应完全排除拜登政府提前采取新的强硬行动的可能性，不过这一可能性甚小。

2021年一季度之后，或者等到内部的危机和混乱基本平复，美国就会重新开始增加对我国的压力，主要可能包括：在经贸领域，拜登政府应不会很快就解除特朗普政府强征的关税，维持原状、有选择地减轻部分关税，以及谋求与中国继续更广范围和更深入阶段的贸易谈判，都是可选项；更多发难的几率不高，但不能排除可能性。在意识形态领域，拜登政府势必会施加更多压力，比如涉港、涉疆、涉藏问题等。在台海问题上，我方已有掌控局势的实力，拜登政府既不会轻易主动触碰高压线，也不会停止各种挑衅；若台蔡伪当局继续执迷不悟，拜登政府虽大概率会较特朗普政府更加收敛和克制，避免被“扯下水”，但也绝不会放过“捞一把”的机会。在高科技领域，拜登政府不会放弃对中国的压制，这是美国作为头号超级大国和世界领导者的基石支柱之一，不可能任由中国超越；具体手段来看，应以继续实施和推进特朗普时期的打压政策为主，但会进行适度的调整。在“新冷战”和中美脱钩方面，虽然以蓬佩奥在尼克松图书馆的讲话为标志，美国方面已经公开表示了想跟我们打“新冷战”，并且关于中美脱钩美国方面也多有放话。但是时过境迁，疫情的冲击削弱了美国发动“新冷战”的国力条件和外部环境，证明了若中美脱钩、离开中国，美国在可预见的将来不可能觅得替代者；特朗普下台、拜登上台又搅乱了美国发动“新冷战”、推行中美脱钩的政治条件和集体意愿。并且，我国也早有防备，不会跟着美国的节奏走，所以预计至少在2021年，“新冷战”只会停留在美国部分政客脑子当中。

其他对外关系。多少受近几年中美关系变化的影响，一方面，我国与美国传统盟友的摩擦增多，还遭到少数美国“铁杆”盟友的打压或无事生非，承受的外部压力有提升，尤以澳大利亚、加拿大和英国等为甚。预计随着拜登上台，2021年这些摩擦也会有所缓和，甚至可能消除；但可能会在其他方面产生新的摩擦，或者有新的国家加入与我国发生摩擦的行列。另一方面，特朗普鼓吹美国优先，各种“退群”，还对盟友发动贸易战，逆全球化行径得人心且造成美国的信用、影响力和领导力不断丧失，也客观上促进了包括美国诸多盟友在内的世界大多数国家对全球化、多边主义等的支持，有利于我国拓展对外交往。我国成功签订RCEP和完成中欧投资协定谈判多少就

得益于此。2021 年，随着拜登势必会修正特朗普政策，重新拥抱全球化、向美国旧领导地位回归，我国面临的外部腾挪空间反而相对收紧。这就需要我国改变 2020 年绕过美国、攻略其他做法。要更多与美国直接打交道，并趁中美关系相对缓和的时机，尽力寻求与美国更多的合作共赢、在各种国际关系中加深与美国融合，不断提高美国针对我国的成本、降低美国针对我国的意愿。寻求加入 CPTPP 仅是其中一项，预计还将有更多行动。不寻求世界霸权和改变国际秩序的中国，显然比竭力维持霸权地位的美国，更加具有主动、灵活、多选择和低成本优势。

另外不得不提及的是，全球化倒退、产业链回迁的趋势在 2021 年可能会更加明显。虽然疫情令世界意识到人类命运共同体的正确性和面对人类共同威胁时加强国际合作的重要性，拜登上台对特朗普政策的修正也会有一定的遏制逆全球化效果；但是疫情对既有格局和人们预期及信心的打击更胜一筹，至少短期内如此。具体而言，在比较优势理论等的指导下，世界逐渐形成了今天这样世界各国发挥优势、分工合作的产业链、供应链全球化配置的格局。但此次疫情令世界发现全球分工在面对国际性风险事件时格外脆弱，会遭受额外的破坏——对于单个国家来说，即使不是席卷全球的风险事件，只要其对该国产业链、供应链上重要的国际环节形成冲击，或者是对国际运输形成冲击，就很容易令该国经济陷入停顿，更不要说席卷全球的风险性事件。而解决这一问题的一个直观想法，就是要缩短本国供应链，减少本国产业链的国外布局，至少要让重要的产业链、供应链处在国内，以降低国际性风险事件冲击的风险。与此想法相应的行动，就是产业链、供应链从国外向国内的回迁，而这已经得到不少国家的认真考虑，一旦付诸实施，必然会引起全球化出现倒退趋势。诚然，这样的想法在绝大多数情况下缺乏落实的基础，只能是南柯一梦。但是“不撞南墙不回头”的精神在国际上十分普遍，在冷冰冰的现实上撞的头破血流之前，相关国家是不会轻言放弃的。而至少在 2021 年，能够认清现实的国家，估计难出一手之数。

## （二）2021 年国内宏观政策展望

从国内看，由于 2020 年疫情冲击，我国采取了额外加码的宏观政策来刺激和扶持经济，取得了良好效果。并且，与既往两次大危机，即 97 年和 08 年两次金融危机不同的是，此次宏观刺激政策在初始就考虑并设计了退出机制，很好地避免了以往政策大水漫灌、鸡犬升天的副作用。例如，按照央行说法，在 2020 年 6-7 月份，额外加码的货币政策就已经基本退出了。

进入 2021 年，宏观政策大方向不会激变。2020 年 12 月中央经济工作会议强调“明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效”。无论是“宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”，还是“不急转弯”，都凸显了 2021 年宏观政策一般不会有大的调整；刺激政策不会彻底



退出，而是会继续维持一定的刺激幅度。

财政政策方面，中央经济工作会议提出“积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子”。很明显，“提质增效、更可持续”表明**财政政策不会再侧重于量，而是会更加侧重于质，从而回归疫前的政策重心。但量也仍会保持一定程度**，除宏观政策不急转弯的大前提外，“保持适度支出强度”再次给出了明确信号。

具体而言，2021年财政赤字不会有2020年的3.76%赤字率那么高，也不会大起大落跌破3%，而是大概率会取3到3.5%之间的一个赤字率水平。我们估计3.2%的可能性最大。地方债方面，由于要“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”，预计有可能置换的方式又会重出江湖。若如此，采取一般债券置换的可能性较大（这种做法会抬高地方债限额，但不会增加地方财政赤字，理论上也不会对经济有显著的直接影响），并且2021年地方债的新增限额会偏向一般债。如果采用专项债置换的话，很可能会遇到不符合专项债的定义要求的挑战，即使是为有收益项目的隐性债务进行置换也是如此。预计2021年地方专项债新增限额可能总额为4.5万亿元，用于置换的限额（无论一般债还是专项债）1万亿元左右，用于弥补地方财政赤字的一般债限额9800亿元左右（与上年持平），用于新建项目和其他用途的专项债限额2.5万亿左右（较上年减少约1万亿元）。国债方面，抗疫特别国债应当不再发行，除非疫情发展又有极端变化。减税降费方面，出台新的减税降费政策概率甚小，即使还会出现，规模也不会大。因为多重压力和前期叠加影响下，短期新减税降费的空间已然不大，预计会侧重在落实和结构上做文章。

货币政策方面，中央经济工作会议提出“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持，深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，**显示了比较清晰的货币政策边际收紧而非全面收紧的走向。**

具体而言，“保持流动性合理充裕”及类似的先前措辞被删去，是货币政策正常化的一个比较重要的信号；“处理好恢复经济和防范风险关系”的提出，也意味着货币政策依旧拒绝“大水漫灌”，并将防止债务、坏账飙升。而“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”和“保持宏观杠杆率基本稳定”，又摒弃了货币政策失速的选项。“多渠道补充银行资本金”意味着专项债补充银行资本金的做法可能依然会延续，同时新的手段也可能产生。最后，“深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”或致利率进一步降低，人民币升值的空间也会被压缩。

预计 2021 年全面降准难以出现，最多 1 次，幅度 0.5 个百分点；定向降准或其他结构性降准可能有 2 次，每次幅度在 0.5-1 个百分点之间。无论是全面还是结构性降准，都依然可能采取分步进行的方式。MLF 降息应会在沉寂许久之后再临，上半年降息一次 0.5-1 个百分点的概率较大。LPR 依然会基本跟随 MLF 的轨迹同步而动，在 MLF 没有调整的时候主动调整的可能性极小。但这也意味着央行希望藉由 LPR 改革树立市场基准利率的努力又以失败告终，因为这样与现行存贷款基准利率并无明显差异，只不过多了一道银行竞价的“走过场”程序，本质上依然还是官定利率。M2 和社融增速可能会在 9% 附近。

### （三）2021 年国内宏观经济展望

首先，对 2021 年经济应保持谨慎。2020 年 12 月政治局会议和中央经济工作会议均表述“努力保持经济运行在合理区间”，“努力”二字搭配上“合理区间”，表明中央对 2021 年经济秉持谨慎的态度。毕竟，在世界疫情前景仍不明确，世界经济政治等形势错综复杂的情况下，经济运行的不稳定、不可控因素太多，不宜给出确保经济平稳运行的目标。并且，由于 2020 年的低基数，尤其是一季度，2021 年的经济增速在数值上可能容易产生错觉，即高数值未必表明经济的真实运行也是高水平。这也表明 2021 年可能依然不会设立具体的经济增长目标数值。

其次，2021 年中国经济依然是世界上最亮眼的存在。在 2020 年，如 12 月政治局会议所说“我国成为全球唯一实现正增长的主要经济体”；在 2021 年，纵观世界经济，我国的这一相对优势仍有望保持，甚至有扩大的可能。原因有三：

第一，我国是当前疫情防控和经济发展平衡做的最好的主要经济体。其他经济体要么疫情失控，如美国，需要更多的时间去控制疫情，抚平创伤，势必难以兼顾经济发展；要么经济停滞，如欧洲多国，防疫措施令经济雪上加霜，客观上拖累经济复苏进程。

第二，我国在后疫情时代的政策把控到位。不仅保留了大量的政策空间，可继续在 2021 年使用；而且抓住了关键要点，并乘势开启了改革，以双循环为新的发展战略，以自主创新为新的增长驱动方式，做好自己的事。

第三，疫情虽然沉重打击了全球化，但是却更加映衬了人类命运共同体的正确性，增加了中国价值观的向心力和凝聚力，有利于我国经济发展。我国最先控制住疫情，做好复工复产，并向全世界提供和援助医疗防疫物资等，不仅让世界领略了我国的制度优势、大国担当，而且让世界多数国家认识到全球性风险事件冲击下独善其身、保持各种“脱钩”是不可能讨的了好的，只有团结协作、加深而不是逆反全球化，才能共克时艰、携手共进。这一方面促成了 2020 年末我国签署 RECP 和中欧投资协定谈判的达成，此二者无疑会从 2021 年起对我国经济形成良好助力；另一方面也令我国在 2021 年所面对的国际环境、对外交往等，大概率不仅不会更加恶劣，反而会更加游刃

有余。

再次，2021 年中国经济数据可能会十分靓丽。如果疫情没有极端意外发生，那么，得益于 2020 年的低基数，2021 年中国经济很可能会交出一份靓丽的成绩单。虽然前文已述，单看数据本身意义并不显著，但是数据层面的信息依然有一定的价值。若疫情不出现重大反复，以及其他极端情况，预计 2021 年中国 GDP 增速将呈前高后低走势，一季度增速可超 10%，或可达到 15%，之后逐季下降，全年增速有望达 10%，迈上 110 万亿大台阶（2020 年预计可能达 3%）。消费将得到真正复苏，报复性消费大概率出现，一季度可能出现 20% 的高增速，年平均增速可能达 12% 以上；投资应能恢复到疫前水平，民间投资、制造业投资恢复性增长，一季度也可能出现 20% 的高增速，年平均增速或在 9% 以上；但净出口可能不及 2020 年表现，因为 2020 年净出口意外异军突起，2021 年则很难再有相似的土壤，不过保持 450 亿美元以上的净出口规模问题不大。CPI 会在消费和生产复苏的带动下回升。2020 年 CPI 的下滑本质上体现了经济活力、尤其是消费活力的下滑，CPI 从“5”区间转负、核心 CPI 从 1.7 附近直跌至 0.5 附近，主因都是消费不足、生产乏力。2021 年，随着生产消费正常化，CPI 将波动走高，年内高点可能触及 6%，但低点仍可能出现负值，全年 4% 左右；核心 CPI 则有可能达到 2% 以上。

最后，2021 年中国“新基建”相关产业、农业等产业将迎来大发展，房地产市场也会一定程度复苏。2020 年 12 月政治局会议指出要“强化国家战略科技力量，……，夯实农业基础，……，促进房地产市场平稳健康发展”，2020 年中央经济工作会议确定 2021 年要抓好的重点任务包括“强化国家战略科技力量”、“解决好种子和耕地问题”和“解决好大城市住房突出问题”。

其中，按照“十四五”规划建议，“强化国家战略科技力量”要“瞄准人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地深海等前沿领域”，多是与“新基建”密切相关的产业。“解决好种子和耕地问题”重点提及“要开展种源‘卡脖子’技术攻关，立志打一场种业翻身仗”，明显对国内种业有利。而房地产市场虽然依旧受“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”的制约，但是“解决好大城市住房突出问题”所派生出的、不受是否大城市限制的“土地供应要向租赁住房建设倾斜，单列租赁住房用地计划，探索利用集体建设用地和企事业单位自有闲置土地建设租赁住房”，或能形成类似老旧小区改造、棚户区改造的房地产市场新增增长点。加之经济、消费、投资等的恢复，2021 年房地产市场能够出现一定程度复苏也是值得期待的。

## 四、2021 年世界宏观展望

经济方面。在疫情得到控制的情况下，2021 年世界经济可以步入复苏；如果疫



情出现极端变化，那么世界经济可能又要经历一轮新的寒冬。东亚、东南亚地区（中国以外），尤其是儒家文化地区，由于有较好的抗疫防疫措施，以及中国的直接带动，应当能够得到率先和最好的复苏。北美由于美国疫情失控，承受的经济损失严重，抚平疫情所需时间最长，经济的恢复进度受到最大的影响；但是，由于美国疫前经济状态较好，底子最厚，所以其恢复的速度也不慢。欧洲地区（含英国）情况最糟糕，不仅疫情严重程度仅次于美国，而且疫前经济就比较疲弱，还经历了英国脱欧的巨大冲击；虽然疫情控制和经济恢复的时间会领先美国，但经济恢复的速度很难比得上美国。在 2021 年开始后的相当长一段时间内，全球宽松环境只会维持或提升，不会减弱。例如，美国在参议院基本确定落入民主党之手后，更大刺激方案的到来只是时间问题；美联储至少会维持低利率宽松环境，且很可能再度加码，负利率并非不可能。欧洲在新的经济封锁后，需要更多宽松政策来恢复。除各国更多财政刺激往外，预计欧洲央行会降息或继续扩大紧急抗疫购债计划，必要时双管齐下也在所不惜。**持续到第三年的全球宽松环境，如能叠加疫苗普及、疫情控制，就很有可能造就一个商品超级牛市之年。**

地缘政治方面。世界正经历百年未有之大变局，疫情的冲击起到了加速变局演化的作用，世界变得更加分裂，秩序变得更加混乱。美国正经历疫情横行和政府交替叠加期，特朗普最后阶段为巩固其政治遗产的行动，可能给世界增添了不少威胁。中东地区，美国与伊朗的关系可能在拜登上台后暂缓，美国重返六方会谈也会提上日程；除非特朗普最后阶段采取疯狂行动，否则美伊爆发新冲突的可能性不大。但要彻底排除特朗普设置的障碍难度也不小，美伊关系如何进展还要考验两国领导人的智慧。阿以关系多有缓和，除伊朗外，以色列与其他阿拉伯国家应会继续缓和关系；以色列与伊朗之间依然有爆发冲突的可能，关键还要看拜登政府的处理。土耳其的不甘寂寞，叙利亚的局势未定，伊拉克的反美情绪等等，也都可能形成热点。欧洲地区，英国脱欧大戏终于唱到尾声，但这只是序幕而非终章。横亘数年的脱欧，不仅仅牵扯了英国和欧盟的大量精力，而且可能埋藏下撕裂欧洲的更大隐患。这部分是由于欧洲在一体化进程中累积的矛盾和障碍在英国脱欧和疫情冲击过程中不断显化，同时英国开启的先例又给了某些国家以榜样的力量。在疫情、移民、宗教等多重问题困扰下，2021 年欧洲地区依然会处于此起彼伏的、无休止的各种麻烦之中，法德意轴心还能不能维持，会不会出现第二个、第三个英国，都是值得关注的问题。亚洲地区，中日韩为主的东亚一体化进程仍旧困难重重。原先在特朗普美国优先策略下有所进展的中日关系，可能会在拜登上台后再遇波折；日韩矛盾依然是剪不断理还乱；特朗普开启的美朝破冰状态能否维持，朝核问题如何发展，仍未可知。台海局势仍会出现紧张甚至升级，“重大”事件有概率出现；拜登政府对涉港、涉疆、涉藏的问题，会比特朗普政府更如苍蝇见血。中印边境树欲静而风不止，很可能还会出现波折。

## 分析师承诺

本人(或研究团队)以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人(或研究团队)的研究观点。本人(或研究团队)不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

## CIFCO 中国国际期货股份有限公司 CHINA INTERNATIONAL FUTURES CO., LTD.

	北京	深圳	香港
地址:	北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 6 层(邮编:100020)	深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 15 层(邮编:518031)	香港上环干诺道西 3 号亿利商业大厦 23 层 B 室
电话:	010-65807827	0755-23818333	00852-25739399
客服:	95162	400-8888-160	
网址:	www.cifco.net		

## CIFCO 中期研究院 CIFCO Research Institute

	北京	上海
地址:	北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 6 层	上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 2003-2004 室
电话:	010-65807827	021-68401905
网址:	www.cifco.net	