



2021 年宏观经济展望：重整旗鼓，胜负已定

- 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。

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)

目录

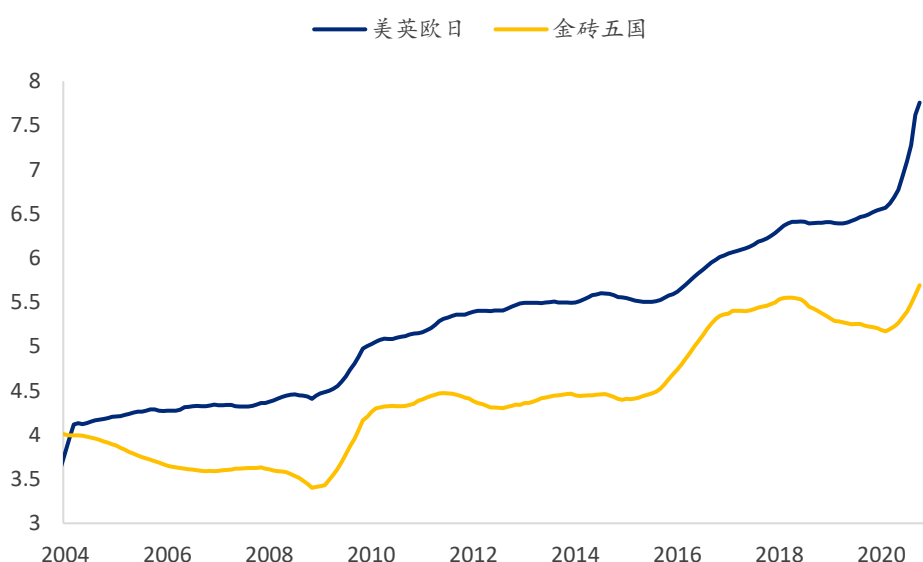
2021 年宏观经济展望：重整旗鼓，胜负已定	3
(一) 疫情冲击下的全球经济复苏	9
2020 年深度衰退，2021 年复苏分化.....	9
分化的原因：疫情、财政刺激、投资与创新.....	12
全球经济的复苏路径.....	16
确定性与不确定性.....	18
(二) 美国大选后的经济复苏	20
疫情并未击垮美国经济.....	20
拜登新政.....	21
2021 年美国的主要复苏动力——消费.....	25
鸽派货币政策的延续.....	29
美元将在 2021 年中旬逐渐升值.....	31
(三) 中国双引擎复苏与“十四五”开局	34
疫情后复苏之年.....	34
2021 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。

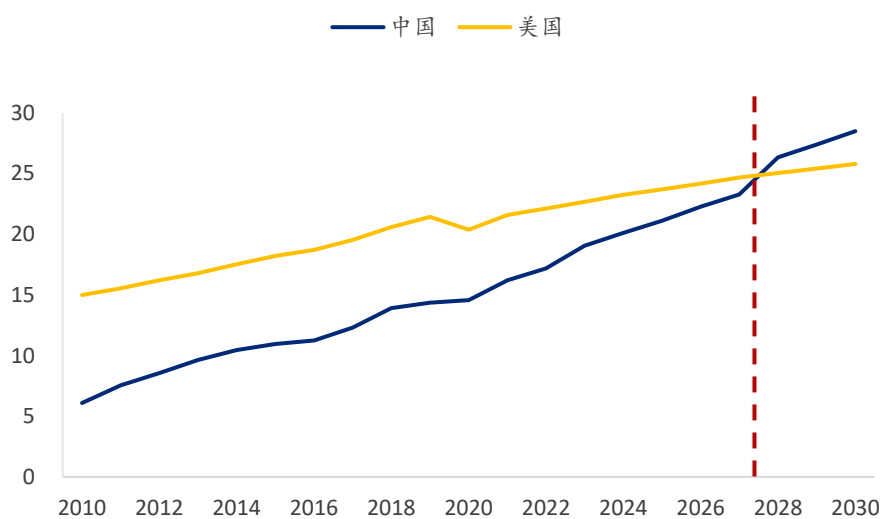
此外，不论疫苗上市与否，我们认为明年的全球复苏都将更加分化。我们预期，2021 年，在生产和消费的双驱动下，中国将继续引领复苏。之后将是美国和其他发达经济体，而除中国外的新兴市场经济体（EMxC）预计将表现欠佳。若疫苗能够上市，大多数 EMxC 经济体都不太可能成为第一批受益者，因为疫苗厂商很有可能首先满足自己国家的疫苗需求，再考虑其他国家。因此，大多数没有疫苗生产能力的 EMxC 经济体将不得不再等待一段时日。若疫苗未能如期上市，EMxC 经济体也仍会略逊一筹，因为这些经济体的医疗卫生设施相对落后，也缺少相应技术来弥补经济活动的损失。

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）



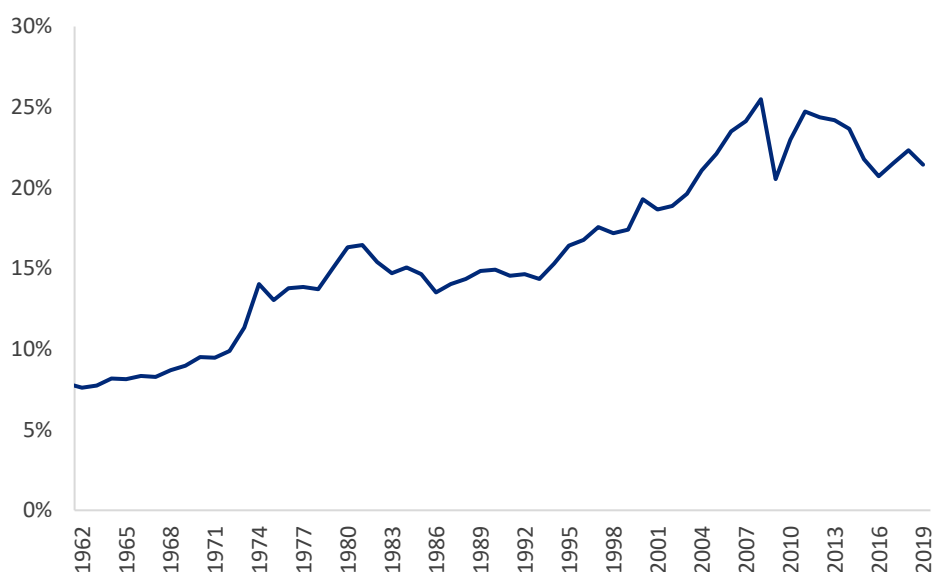
注：2020-2030 年数据为浦银国际预测

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。

中国一贯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

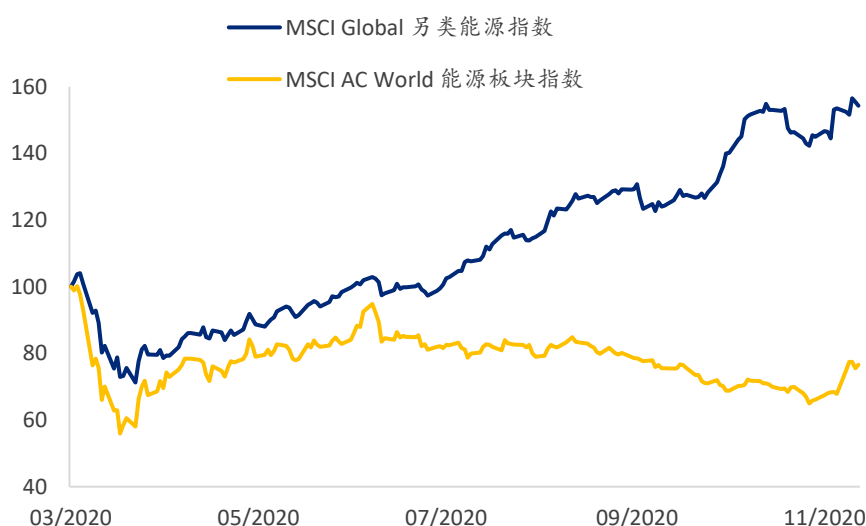


资料来源：FactSet，浦银国际

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。

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_1010

