

宏观专题

重塑与重估—2021年宏观经济展望

回看2020年，疫情和美国大选是全球宏观的主线：疫情对应的是经济大幅退、政策大幅进、各国防控疫情效果和经济修复进度的差异；美国大选对应的是不确定性、保护主义和单边主义。
展望2021年，后疫情和拜登新政将接棒成为主线：“后疫情”对应的是低基数下经济大幅反弹、非常规政策的适时退出，疫情演化和疫苗进展是关键；拜登新政对应的是美国疫情防控、经济、外交等各类政策的“修正”与“回归”，但分裂的国会将制约拜登的施政效果。

2020年中国疫情防控和经济增长均一枝独秀，2021年中国的宏观环境将呈现以下变化：

一、政策面：稳中渐退，调结构，稳杠杆，制度红利可期，中美博弈仍是大看点。

>**中美关系重塑：**美国大选不确定性消除，拜登当选后，中美冲突短期有可能缓和、但中长期难以实质性缓和。中美关系实质走向，可紧盯人民币汇率（中美关系好，人民币升，反之则贬），也可跟踪RCEP、CPTPP、TPP等区域贸易协议的进展（RCEP实质效果仍取决于中美关系）。

>**制度红利可期：**2021年是“十四五”开局之年、建党一百周年、2022年二十大布局之年，有望进一步释放制度红利，重点关注“双循环”、要素市场化改革、科技创新、产业链提升、国防军工、养老、城市群等；2021年3月“两会”公布规划全文之前都可谓“十四五”时间。

>**政策稳中有退：**面临“疫情以来的松→现阶段的稳→2021年的退”的局面，政策主线可能是调结构、稳杠杆、防风险，表现为货币中性、信用收紧、财政赤字下降、杠杆率稳中有降。

1) **货币端，**海外经济体无需担忧过快退出宽松；中国已回到正常状态，将继续强调稳健中性和精准滴灌，当前继续宽松和过快收紧的基础都不具备，既结构性紧（防止资金空转和违规流入房地产）又结构性松（稳就业，支持制造业、中小微企业、绿色、科技、新经济等领域）；在“把好货币总闸门；货币供应与反映潜在产出的名义GDP相匹配”等要求下，预计信贷、社融、M2增速均将较2020年至少下滑1-2个百分点，其中M2降至8-9%，预示信用趋于收紧。

2) **财政端，**2021年将回归常态，更注重提质增效、赤字规模和专项债将下调。我们预计2021年预算赤字率可能3%左右（今年3.6%以上），预算赤字3.4万亿（今年3.76万亿），新增专项债3.1万亿左右（今年3.75万亿；不确定性较大），特别国债大概率不发。据此2021年广义财政赤字6.5万亿左右（今年8.5万亿），广义财政赤字率可能回落至5.8%左右（今年8.3%）。

3) **监管端，**2021年可能再成监管大年，关注稳杠杆、信用违约、金融科技、资管新规到期等。

二、基本面：全球经济共振复苏，欧洲恢复可能好于美国；中国经济增长动能发生切换，重点跟踪制造业投资、消费、出口、库存；疫情和疫苗是关键扰动。

>**增长动能：**从“三驾马车”看，投资端，房地产降、基建稳、制造业起；消费端延续回升态势，不过去除基数效应可能仍偏疲软；出口有望延续强韧性，关注中美关税可能取消、人民币升值、海外生产恢复后替代效应弱化等因素的影响；本轮补库力度可能较弱，拐点应在年底年初。

>**增长节奏：**从2020年类“对勾型”变为2021年的类“倒勾型”，我们预计：2020年四季度有望达到甚至超过6%，全年可实现2%左右的正增长GDP增速；2021年GDP实际增速为9.2%，四个季度当季增速分别为19%、8.4%、6.6%、5.5%；2021年名义GDP增速有望高于11%。

三、流动性：温和通胀；利率短期震荡寻顶，全年前高后低；人民币汇率有望回到6.4左右。

>**通胀：**2021年将是温和通胀，难以发生显著通胀，其中：CPI当月同比呈“N”型波动上升，全年累计同比0.7%左右，PPI当月同比呈“M”型，高点在二季度，全年累计同比1.8%左右。

>**利率：**短期震荡寻顶，拐点可能今年年底或明年一季度，2021年总体前高后低。

>**汇率：**美元下跌，人民币仍有升值空间，但速度趋缓，人民币兑美元汇率有望回到6.4左右。

四、资产配置：关注三大线索；股票和商品好于债券，利率债配置价值凸显，人民币强于美元。

>**政策面线索：**“十四五”规划制度红利+中美博弈下国产替代+资本市场改革的中长期支撑；

>**基本面线索：**短期顺周期+消费和制造业背后的修复性机会（航空、旅游、餐饮、高端制造等）；

>**流动性线索：**高估值板块可能受压制+“西水东流”和资本扩容的核心资产（行业龙头）；

>**大类资产：**“经济升、通胀起、信用紧”的大环境，相对而言股票和商品应会好于债券；十年期国债收益率水平有望从当前的3.3%震荡向上寻顶，配置价值凸显，趋势性下行的拐点应是经济基本面转弱之际（年底或2021年Q1环比转弱；2021年二三季度回到疫情前甚至更低）。汇率方面，美元应弱于人民币、欧元等非美元；黄金回调已接近尾声，可能小涨但难回前高。

五、当前市场对2021年宏观形势的判断总体趋同，我们提示几个可能的扰动因素：

>应客观看待基数效应。中性条件下2021年下半年开始各国陆续回到疫情前的弱增长态势；

>几个可能打破一致预期的事件：1) 疫苗进展显著好于预期；2) 油价超预期大涨的可能性其实不低，进而带动PPI上行超预期；3) 国内政策收缩力度超预期的紧，尤其是货币政策和监管政策，关键变量是就业、房价、可能的资产泡沫；4) 拜登新政的扰动，一方面中美冲突可能不会有预期的缓和，另一方面拜登可能打压美国科技巨头，进而导致美国股市承压、风险外溢。

六、短期提示几个时间节点：1) 12月中旬，政治局会议和中央经济工作会议；2) 2021年1月中旬，2020年GDP数据（关注是否超预期）；3) 2021年1月5日，佐治亚州就参议院席位进行第二轮选举，若民主党胜出，将极大利好拜登；4) 2021年1月20日，美国总统就职。

PS：文末附表1：2021年重要事件时间表；附表2：2021年主要经济数据预测一览

风险提示：疫情演化超预期；政策走向超预期；外部环境变化超预期

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 何宁

执业证书编号：S0680520070002

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

研究助理 杨涛

邮箱：yangtao3123@gszq.com

相关研究

- 1、《扩张提速，四季度GDP可能超预期—11月PMI的5大信号》2020-11-30
- 2、《史上最晚的央行三季度货币政策报告，有8大信号》2020-11-27
- 3、《会有过热风险么？——全面解读10月经济》2020-11-16
- 4、《如何理解“逆流而上”的RCEP？》2020-11-15
- 5、《不会显著通胀是明年基准情形，关注三大变数——兼评10月物价》2020-11-10
- 6、《方向已定—“十四五”规划建议稿的增量信息》2020-11-04
- 7、《不一样的五中全会，不一样的“十四五”规划》2020-10-29
- 8、《本轮人民币升值怎么看？兼谈人民币汇率分析框架》2020-10-12
- 9、《“成功向内求”——宏观经济2020中期展望》2020-07-13



内容目录

引言与总述：重塑与重估——2021年宏观环境的关键词	4
一、2021年政策面：稳中渐退，调结构、稳杠杆，制度红利可期，中美博弈仍是大看点	7
1. 货币政策：美欧不会过快退出宽松，中国回归中性、信用收紧	7
(1) 海外货币政策：无需担忧过快退出宽松	7
(2) 国内货币政策：维持稳健中性，既结构性紧又结构性松，信用趋于收紧	9
2. 财政政策：回归正常、更注重提质增效，赤字率和专项债规模下降	11
二、2021年基本面：全球共振复苏，中国GDP增速“倒勾型”，重点跟踪制造业投资、消费、出口、库存	12
1. 海外经济基本面：延续温和复苏，下半年好于上半年	12
2. 国内经济基本面：内生动力增强，GDP增速呈现“倒勾型”	14
(1) GDP：基数扰动下将呈现“倒勾型”	14
(2) 投资：制造业起、地产降、基建稳，制造业接力基建地产	16
(3) 消费：去除基数效应后可能仍偏弱	18
(4) 出口：有望延续强势表现，关注中美关税可能取消的影响	19
(5) 库存周期：本轮补库可能较弱，拐点应在年底年初	20
三、2021年流动性：温和通胀，利率短期震荡寻顶，全年前高后低，美元弱、人民币升，全年宏观流动性收缩	21
1. 通胀：CPI下、PPI上，全年通胀风险可控	21
(1) CPI：2021年呈“N”型走势，难以显著走高	21
(2) PPI：呈“M”型波动，二季度可能快速大幅冲高	24
(3) CPI和PPI之外，我们还应关注什么？	25
2. 利率：短期震荡寻顶，全年前高后低	26
3. 汇率：美元趋弱，人民币仍有升值空间、但速度趋缓	27
四、大类资产：关注三大线索，股票和商品好于债券，利率债配置价值凸显	28
1. 2021年资产配置的三大线索：政策面+基本面+流动性	28
2. 大类资产：股票和商品会好于债券，利率债配置价值凸显，人民币、欧元等非美元强于美元	28
风险提示	30

图表目录

图表 1：美欧日央行资产负债表规模变化（单位：十亿本币）	8
图表 2：10Y美债收益率自8月以来持续反弹	8
图表 3：美债收益率曲线已逐渐陡峭化	8
图表 4：美国金融市场流动性已回归充裕水平	8
图表 5：二次封锁导致欧洲经济活动再度大幅下滑	8
图表 6：美欧日制造业PMI走势	8
图表 7：总闸门表述和M2、10Y国债收益率的关系	9
图表 8：2020年以来贷款利率已经大幅下降，但Q3边际走高	10
图表 9：2020年6月以来市场利率持续攀升	10
图表 10：2021年贷款、社融和M2预测表	11
图表 11：2020年中国政府杠杆率快速上升	11
图表 12：BIS口径美国政府杠杆率升至100%以上	11
图表 13：2021年预算和实际赤字率预测	12
图表 14：疫情期间全球服务业萎缩幅度远大于制造业	13
图表 15：美国制造业就业恢复良好，服务业就业恢复较差	13
图表 16：主要机构对全球实际GDP增速的预测	13
图表 17：美国企业部门去杠杆有望在2021Q1完成	13

图表 18: 8月以来美国规模以上企业破产数量连续3个月下滑.....	13
图表 19: 2019年美国与欧元区实际GDP结构对比.....	14
图表 20: 全球经济复苏时期,欧元区经济表现通常好于美国.....	14
图表 21: 2021年经济增速大概率将为“倒勾型”.....	14
图表 22: 近年来的GDP环比增速.....	15
图表 23: 比率类经济指标.....	15
图表 24: 顺周期的消费、制造业投资持续回升.....	15
图表 25: 社融对经济的领先性.....	15
图表 26: 制造业投资滞后于整体经济1年左右.....	16
图表 27: 疫情发生后我国FDI和出口迅速反弹.....	16
图表 28: 利率仍处于近年来低位,对房地产市场提供支撑.....	17
图表 29: 2020年7月以来地产政策趋于收紧.....	17
图表 30: 经济核心驱动力之变.....	18
图表 31: 居民消费支出恢复慢于收入恢复.....	19
图表 32: 2008年金融危机后美国居民减少借贷,增加储蓄.....	19
图表 33: 电影等线下、服务消费的修复仍有较大空间.....	19
图表 34: 房租与房价走势分化.....	19
图表 35: 6月以来医疗物资出口增速持续回落.....	20
图表 36: 6月以来传统商品出口增速持续回升.....	20
图表 37: 中韩出口同步修复显示外需回暖.....	20
图表 38: 外需仍有较大提升空间.....	20
图表 39: M1领先库存1年左右,制造业周期项与库存基本同步.....	21
图表 40: PMI原材料库存领先PMI产成品库存6个月左右.....	21
图表 41: 预计生猪价格将继续下行.....	22
图表 42: 随着供需结构改善,预计油价将继续上行.....	22
图表 43: 大豆价格可能继续上涨.....	22
图表 44: 玉米价格可能继续上涨.....	22
图表 45: 预计2021年CPI当月同比呈“N”型波动上升.....	22
图表 46: 产出缺口的缩窄甚至回正,将带动核心CPI上行.....	23
图表 47: 服务业好转将带动服务CPI改善.....	23
图表 48: M1-M2越高,货币活性越高.....	23
图表 49: 贫富差距扩大可能对通胀形成抑制.....	23
图表 50: 预计2021年PPI当月同比呈“M”型,高点在二季度.....	24
图表 51: 预计2021年广义通胀和GDP平减指数将较今年上行.....	24
图表 52: 居民各类资产占比情况.....	25
图表 53: 加权大类资产通胀率滞后货币超发约半年.....	26
图表 54: DR007和R007将围绕政策利率波动.....	26
图表 55: 2021年10Y国债收益率中枢预计下行.....	26
图表 56: 全球经济复苏时,美元指数通常下跌.....	27
图表 57: 中美利差处在历史高位,支撑人民币升值.....	27
图表 58: 中美关系缓和将有利于人民币升值.....	27
图表 59: 美元指数与美国实际利率背离时黄金价格表现(1980-1990).....	29
图表 60: 美元指数与美国实际利率背离时黄金价格表现(1994-2005).....	29

引言与总述：重塑与重估——2021年宏观环境的关键词

回看 2020 年，疫情和美国大选是全球宏观两大主线：疫情对应的是经济大幅退、政策大幅进，以及各国防控疫情效果有好有坏、各国经济修复进度有快有慢；美国大选对应的是冲突与不确定性，背后体现了美国乃至全球对特朗普四年执政之路（保护主义、民粹主义、单边主义、美国优先战略，以及“不按套路出牌”）的再思考和再选择。

展望 2021 年，“后疫情”和拜登新政将接棒成为主线：“后疫情”对应的是低基数下经济大幅反弹、非常规政策的适时退出，疫情演化和疫苗进展是关键；拜登新政对应的是美国疫情防控、经济、外交等各类政策的“修正”与“回归”，但分裂的国会（民主党继续控制众议院但优势缩小，共和党有望继续控制参议院）将制约拜登的施政效果。

之于中国，2020 年疫情防控和经济增长均一枝独秀：截至 12 月 5 日，中国已有效控制、小部分地区有散发病例，但全球疫情仍加速恶化。今年前三个季度，中国 GDP 当季增速分别为-6.8%、3.2%、4.9%，我们预计四季度有望达到甚至超过 6%，全年可实现 2% 左右的正增长，对比之下，美国、欧元区、日本等全球主要经济体都将负增长。

基于后文详细分析，2021 年中国宏观环境将呈现 6 大变化：

变化 1：美国大选不确定性消除，中美为代表的大国博弈有望重塑，但中美冲突应难以实质性缓和；中美关系走向可紧盯人民币兑美元汇率，也需跟踪 RCEP、CPTPP、TPP 等区域贸易合作协议进展。倾向于认为，拜登当选后，中美双方的对话机制可能会更顺畅，国内外市场也普遍预期拜登可能会缓和中美之间的关税摩擦。不过，压制中国已是美国各阶层共识，尤其是特朗普本次大选的高得票率也表明其四年来的行为已经“深入美国民众之心”，日前的五中全会和“十四五”规划建议稿也明确指出我国将面临逆全球化、单边主义、保护主义、霸权主义的威胁。因此，我们判断中美冲突短期也许会有所缓和，但中长期难以本质缓解，科技、贸易、金融、意识形态等领域仍会冲突不断；我们也继续提示，2018 年中美冲突以来，中美关系和人民币兑美元汇率高度相关：中美冲突加剧，人民币趋贬；中美冲突缓和，人民币趋升。此外，维持前期报告《如何理解“逆流而上”的 RCEP?》的观点，中美关系仍是全球贸易格局的主导变量，RCEP 的实质效果还是绕不开美国，拜登也很可能重启 TPP 或加入已有的 CPTPP，这将制约 RCEP 的效果。

变化 2：2021 年是“十四五”开局之年、建党一百周年和 2022 年二十大布局之年，制度红利和改革红利有望进一步释放，重点关注“双循环”、要素市场化改革、科技创新、国防军工、城市群等。维持前期判断，接下来三四个月各部委、各地方将继续就“十四五”规划建议稿细化部署，2021 年“两会”后将公布“十四五”规划全文，意味着 2021 年 3 月之前都是“十四五”时间，建议密切跟踪。我们也继续提示，可重点关注“双循环”（扩内需促消费）、要素市场化改革（土地/收入分配/资本市场）、国企改革、科技创新、国防军工、新基建、能源、数字经济、养老、城市群都市圈等领域的进展。

变化 3：政策节奏将是“疫情以来的松→现阶段的稳→2021 年的退”的局面，2021 年的政策主线可能是调结构、稳杠杆、防风险，表现为货币中性、信用收紧、财政赤字下降、杠杆率稳中有降，其中：2021 年 M2 增速可能降至 9% 以下。

1) **货币政策方面，**疫情持续冲击下美欧等海外经济体无需担忧过快退出宽松；中国已回到正常状态，将继续强调稳健中性和精准滴灌，既结构性紧（防止资金空转和违规流入房地产）又结构性松（稳就业，支持制造业、中小微企业、绿色、科技、新经济等领域），而在“把好货币总闸门；货币供应与反映潜在产出的名义 GDP 相匹配；不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来”等要求下，预计 2021 年信贷、社融、M2 增速均将较 2020 年至少下滑 1-2 个百分点（后文有详细测算），预示 2021 年信用将明显收紧。

2) 财政政策方面, 2021年我国将回归常态、更注重提质增效、赤字规模有所收缩。基于后文测算, 我们预计: 2021年预算赤字率可能3%左右(今年3.6%以上), 预算赤字3.4万亿(今年3.76万亿), 新增专项债3.1万亿左右(今年3.75万亿), 特别国债大概率不会再发。由此判断, 2021年广义财政赤字6.5万亿左右(今年8.5万亿), 广义财政赤字率可能回落至5.8%左右(今年8.3%)。其中, 2021年新增专项债规模的不确定性较大。此外, 基于后文分析, 美国新一轮财政刺激的增量空间也将有限。

3) 监管政策方面, 稳杠杆、防风险有望成为关键词, 2021年可能继2018年之后再度成为监管大年。其一, 10月以来金融委、央行、银保监会、证监会等金融监管机构高层, 相继喊话稳杠杆和守住系统性风险底线。其二, 11.21金融委会议把永煤集团债务违约事件定性为“周期性、体制性、行为性因素相互叠加的结果”, 其中: “行为性”应可理解为是恶性转移资产和“逃废债”, 但“周期性、体制性”更多的还是暴露了近年来地方债务压力大、部分地方国企经营亏损甚至“僵尸化”等问题, 我们预计2021年不排除会继续“排雷”, 甚至一些近年来本就丧失融资功能的区域城投平台也可能会打破“刚兑”。其三, 鉴于针对网络借贷、垄断性互联网平台近期监管部门公布新规, 叠加央行对系统性重要银行的高度重视, 指向2021年金融监管思路可能会迎来较大调整。其四, 2021年是资管新规到期的最后一年, 非标压缩、是否要继续延期等问题有待解决。

变化4: 中国经济增长动能发生切换, 重点跟踪制造业投资、库存、消费、出口。2020年中国经济快速修复, 主要支撑无疑是房地产、基建和出口, 基于后文分析, 2021年经济增长结构将呈现以下特点: 1) 投资端, 地产降、基建稳、制造业起, 其中: 地产景气趋于回落、但销售和竣工仍将不弱; 基建逆周期托底的必要性下降; 作为顺周期、后周期的经济变量, 2021年制造业投资有望接力基建地产, 可跟踪库存变化(我们预计本轮补库可能较弱); 2) 消费端, 有望延续今年三季度以来的回升态势, 消费对GDP贡献率将较今年提升, 但综合消费能力、消费意愿和海外疫情等因素, 去除基数效应后2021年消费可能仍趋于疲软; 3) 出口端, 2021年有望延续强韧性, 提示关注中美关税可能取消、人民币升值、海外生产恢复后替代效应弱化等因素的影响。

变化5: 基本面看, 中国经济仍处于疫情后修复阶段, 但节奏上由2020年的类“对勾型”变为2021年的类“倒勾型”。基于后文测算, 我们预计: GDP增速2020年为逐季回升(“对勾型”), 2021年将逐季回落(“倒勾型”), 2021年全年GDP实际增速为9.2%, 四个季度当季增速分别为19%、8.4%、6.6%、5.5%; 此外, GDP平减指数将从2020年的不到1%升至2021年的2%以上, 对应的2021年名义GDP增速有望高于11%。

变化6: 价格端看, 通胀: CPI下、PPI上、全年温和回升; 利率: 短期震荡寻顶, 拐点可能今年年底或明年一季度, 全年前高后低; 汇率: 美元总体仍处于下跌通道, 人民币仍有升值空间, 但速度趋缓, 人民币兑美元汇率有望回到6.4左右。其中, 基于后文测算, 我们预计: 中性条件下, 2021年将温和通胀的环境, 难以显著通胀; 2021年CPI当月同比呈“N”型波动上升, 全年累计同比0.7%左右; 2021年PPI当月同比呈“M”型, 一季度末可能转正, 高点在二季度, 全年累计同比1.8%左右。

综上, 我们提示, 2021年资产配置的几个线索:

1、政策面线索: “十四五”规划的制度红利+中美博弈下的国产替代

一方面, 围绕“十四五”规划寻找制度红利, 关键看哪些改革和产业规划能更快落地, 我们继续重点提示关注: 以扩内需、促消费为抓手的“双循环”, 尤其是“十四五”建议稿提出的新型消费、城乡消费、公共消费和汽车消费; 科技自强和产业链水平提升的相关机会, 尤其是“十四五”建议稿提出的8大前沿领域、9大战略性新兴产业; 土地改革、国企改革、国防军工、数字经济、养老、新能源、城市轨道交通等其他领域。

特别地, 2018年底以来我国资本市场已被提升至“牵一发而动全身”的国家战略高度,

中国的经济转型、科技自强、风险处置也需要健康发展、稳定发展的资本市场环境，预计“十四五”期间资本市场将进一步深化改革，这也是中国A股有望长期向好的大逻辑。

另一方面，基于中美关系短期有可能缓和、中长期仍冲突不断的大背景，以自主可控、科技创新、国家安全为特征的国产替代产业仍是政策发力的大方向。

2、基本面线索：短期内顺周期+消费和制造业背后的修复性机会。

一方面，今年四季度GDP增速有可能超预期至6%以上，2021年一季度前后中国经济仍处于内生动能修复的趋势之中，因此短期内可继续关注顺周期板块。

另一方面，2021年消费结构性回升和制造业投资走高的确定性较大，我们提示关注：线下消费和服务消费继续复苏，如餐饮、旅游、休闲娱乐、航空等行业；受益于经济复苏、政策支持、疫情提升消费意愿的汽车消费；受益于竣工可能回升的地产链条；疫情以来已加速修复的高端制造业、先进制造业、专用设备等等。

3、流动性线索：高估值板块可能受压制+“西水东流”和资本扩容的核心资产

2021年宏观流动性较2020年收缩应是大概率事件，对应的是今年7月以来科技、医药等相对高估值的板块持续承压；与此同时，鉴于疫情以来中国经济明显好于欧美国家，再叠加人民币处于升值通道，预计“西水东流”仍是大趋势，而随着我国资本市场改革持续推进，近年来居民财富、保险资金、社保资金、企业年金等流入股票市场的增量资金不断增加，我们预计外资和长期资金所青睐的中国核心资产（行业龙头）仍是首选。

4、大类资产：股票和商品会好于债券，利率债配置价值凸显，人民币、欧元等非美元强于美元

2021年全球经济修复均处于疫后的修复阶段，全球流动性也难以延续2020年的大幅宽松，再叠加通胀趋于回升，因此倾向于认为，总体上股票和商品应会好于债券。而考虑到当前10年期国债收益率处于3.3%左右的相对高位、并很可能继续向上寻顶，中国利率债已然具备较好的配置价值，操作策略上“大跌大买、小跌小买”可能更加适合，具体趋势性机会上，第一次可能是在年底或2021年一季度，第二次则可能是在明年年中（也就是经济重新回落到疫情前甚至更低的水平）。

最后，应该说，上述分析与市场预期总体一致、并无本质分歧，我们提示几个可能的扰动因素：

1、应客观看待基数效应。疫情冲击下2020年不少经济数据都基数很低，比如经济增长方面，明年上半年各国经济都有望大幅高增，然而疫情之前各国经济动能本来就是趋于走弱，因此，中性假设下全球经济在2021年下半年之后仍会逐步回到弱增长、低增长，中国GDP的增长中枢同样很大可能会低于疫情前。

2、几个可能打破当前市场一致预期的事件：1) 疫情演化和疫苗进展，如果更顺利，会催化经济更强，反之更弱；2) 考虑到疫后海外经济的修复力度和OPEC可能的限产协议，油价超预期大涨的可能性其实不低，进而带动PPI上行超预期；3) 国内政策收缩力度超预期的紧，尤其是货币政策和监管政策，关键变量是就业、房价、可能的资产泡沫；4) 拜登新政的扰动，一方面中美冲突可能不会有预期的缓和，另一方面拜登可能打压美国科技巨头，进而导致美国股市承压、风险外溢。

3、提示短期几个时间节点：1) 2020年12月中旬，政治局会议和中央经济工作会议；2) 2021年1月中旬，2020年GDP数据；3) 2021年1月5日，佐治亚州就参议院席位第二轮选举，若民主党胜出将极大利好拜登；4) 2021年1月20日，美国总统就职。

PS: 文末附表 1: 2021 年重要事件时间表; 附表 2: 2021 年主要经济数据预测一览。

一、2021年政策面：稳中渐退，调结构、稳杠杆，制度红利可期，中美博弈仍是大看点

如引言中所概述，2021年中国政策面很可能呈现出三大特征：

- 美国大选不确定性消除，中美为代表的大国博弈有望重塑，中美冲突短期有可能缓和，但中长期难以实质性缓和。中美关系走向可紧盯人民币兑美元汇率，也需跟踪 RCEP、CPTPP、TPP 等区域贸易合作协议进展。
- 2021年是“十四五”开局之年、建党一百周年和2022年二十大布局之年，制度红利和改革红利有望进一步释放；
- 2021年政策节奏将是“疫情以来的松→现阶段的稳→2021年的退”的局面，政策主线可能是调结构、稳杠杆、防风险，表现为货币中性、信用收紧、财政赤字下降、杠杆率稳中有降、宏观流动性收缩。

接下来，本小部分就2021年货币政策和财政政策予以具体分析。

1. 货币政策：美欧不会过快退出宽松，中国回归中性、信用收紧

(1) 海外货币政策：无需担忧过快退出宽松

2020年3月初以来，美、欧、日央行分别扩表3.1万亿美元、2.2万亿欧元、114万亿日元，占各自2019年名义GDP的比重分别为14.3%、18.2%、20.6%。从资产负债表规模走势来看，目前欧、日央行仍维持较快的扩表速度，而美联储扩表速度自6月以来已明显放缓，当前资产负债表规模为7.2万亿美元左右，与6月初相当。

美联储当前实施的是不限量的QE政策，即没有明确的购债规模和持续时间。6月以来，随着美国经济触底反弹、金融市场流动性恢复正常，美联储购买国债和MBS的规模持续减少；同时由于前期进行的大规模正回购等政策工具到期，美联储资产负债表整体规模变化不大，这并非是主动退出宽松的信号。

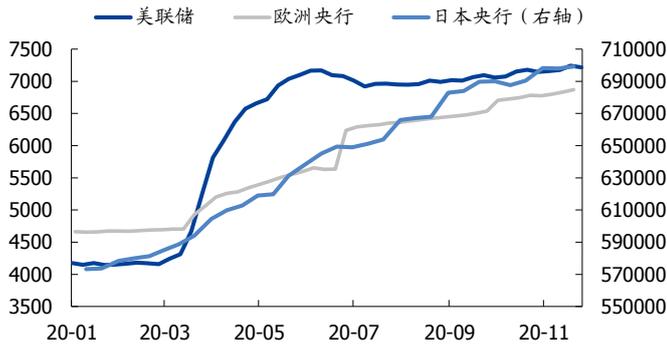
展望2021年，我们认为美联储大概率将维持与目前相当或略低的购债速度，同时可能实施增加久期的扭曲操作（OT，Operation Twist），理由主要有三点：

(1) 流动性回归充裕状态，叠加疫苗取得进展，美联储已无大幅扩表的必要。一方面，金融体系流动性已恢复至疫情前的水平，信用利差也已大幅回落，美联储不需要进行大规模的资产购买；另一方面，多个新冠疫苗取得突破，有望在2021年Q1投入使用，经济复苏的道路将更加坚实。

(2) 美债收益率上行及收益率曲线陡峭化不利于经济复苏。自8月以来，伴随美联储缩减购债规模，叠加美国经济反弹、通胀预期回升，10Y美债收益率已由0.55%反弹至接近1%。与此同时，美债收益率曲线相较于QE实施之初已明显陡峭化。美债收益率的持续回升以及收益率曲线陡峭化均不利于经济复苏，美联储有必要维持适当的购债规模来压低利率，同时为了不增加购债规模，可通过“卖短买长”的OT操作来防止收益率曲线变得过于陡峭。

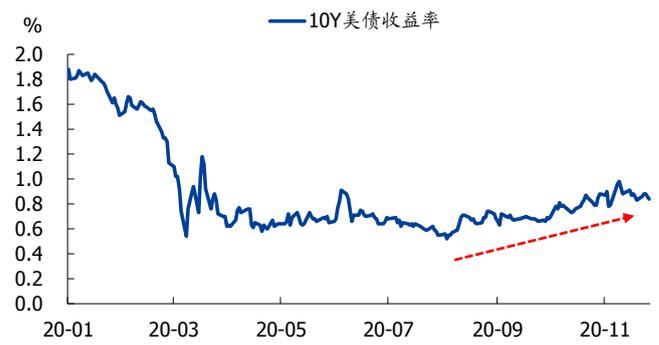
(3) 新一轮财政刺激的增量空间有限。11月19日，美国财长姆努钦致信美联储主席鲍威尔，要求停止PMCCF、SMCCF、MLF、TALF、主街贷款5项工具继续投放，并退还未使用的4550亿美元资金，鲍威尔已回函应允。同时，目前美联储的财政部一般账户余额高达1.5万亿美元，这意味着有近2万亿美元的财政扩张空间尚未被利用。因此即便拜登上台后可以达成新一轮财政刺激计划，美国国债发行规模也不会大幅增加，美联储无需大幅增加购债规模来配合财政扩张。

图表1: 美欧日央行资产负债表规模变化(单位: 十亿本币)



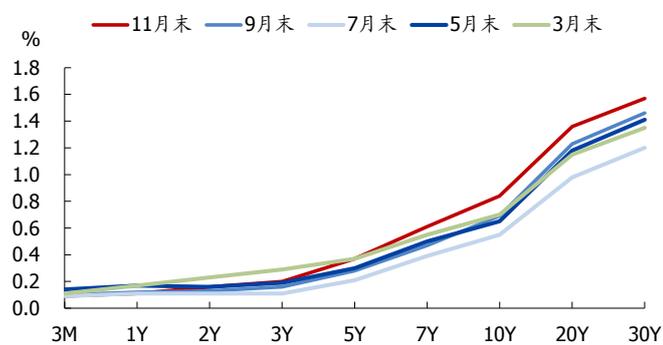
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 10Y美债收益率自8月以来持续反弹



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 美债收益率曲线已逐渐陡峭化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 美国金融市场流动性已回归充裕水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

欧央行和日本央行: 由于近期疫情大幅反弹并创下历史新高, 欧洲多国在 10 月底陆续出台二次封锁措施, 持续时间至少一个月, 虽然封锁力度不及第一轮, 但依然导致欧洲经济活动大幅下滑。截至 11 月末, 德国与法国的谷歌地图经济活动指数分别较疫情前下滑 26.2%、42.5%, 欧元区制造业 PMI 也在 11 月明显回落。欧央行公布的 10 月会议纪要显示, 12 月 10 日的议息会议上大概率会宣布扩大购债规模并延长购债时间。日本虽未采取新的封锁措施, 但经济表现始终较差, 制造业 PMI 已连续 18 个月低于荣枯线, 日本央行行长黑田东彦表示, 若有需要将毫不犹豫地加大宽松政策的力度。

整体来看, 由于新冠疫情尚未完全消退, 目前全球经济复苏形势依然脆弱, 主要央行仍将维持温和宽松的政策以支撑经济复苏, 因而无需担心海外流动性过快收紧。

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_1078



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn