

2021 年宏观经济：不确定中的猜想

宏观研究报告

宏观分析师：袁野

电话：15810801367

Email: yuanye@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1250117080032

核心观点：

2021 年是很难给出合理预期的一年。全球看，它无法匹配过往任何一年，进而找出相近的预期逻辑。说它与金融危机相似，全球的需求并没有因超前透支而受到根本性的打击。说它与危机后类似有宏观政策的持续性支持，今天各国的宏观政策已是捉襟见肘，连续多年的全球债务积累，其风险引爆的威力已不亚于当年的金融危机。可以说二战后这种全球性的疫情几乎没有疫后治理经验可参考。具体到国内，2021 年可谓是创新作为根本动力的“元年”。经济向高质量发展，将不再是边边角角的改动，而将可能是类比于改革开放的一大步。诚然，这其中并不全都是“新”，也包括对旧有制度的革新，旧发展模式的重新定位，以及对过往“欠债”的认知与处置等等。另外，既然是“元年”，还要加入旧有模式向新发展模式过渡的各种衔接性的思考。

因此，与其费力找寻 2021 年更像过往哪一年，不如将政府与市场，实体与金融各个领域对“新”的碎片式思考联系起来大胆猜想。2021 年“新”的过渡年，我们的认识是经济增速不宜过高，为各种不确定性留有余地。财政发债不宜收缩太多，不为投资稳增长，只为债务置换防风险。货币政策不宜找安慰，放低期望，反而可能有惊喜。乡村振兴不宜轻视，新一轮“土改”孕育着未来内循环的主要力量。外循环不宜只盯着开放，用进口增强全球对华的粘性可能更有效。投资不轻言牛熊，以“你方唱罢我登场”的理念理解已被轮番证明的“稳”字。总结起来即在各个领域中理解“稳中有新”的内涵。

风险提示：宏观经济政策的超预期退出。信用风险向政府隐性债务扩散。

目录:

一、2021 年经济增速目标 6.5%-7%	3
自上而下的思路.....	3
1.国际比较看经济增速.....	3
2.“十二五”时期政策可持续性的担忧.....	4
3.熨平经济波动.....	6
4.突发性事件损耗.....	6
二、宏观经济政策偏紧是基本预期，分歧在于收紧的程度.....	8
(一) 财政政策——重点是可持续性.....	8
1.指标衡量债务空间.....	8
2.要扭转“十三五”时期的债务扩张的“错觉”.....	9
3.基建与债务风险的权衡.....	10
4.偿还？置换？违约？.....	12
(二) 货币政策——随实际情况的“灵活多变”.....	15
1.政策的定调.....	15
2.纳入资产价格的通胀.....	16
3.货币政策收紧与人民币汇率稳定.....	18
4.信贷供需与风险控制看央行的货币政策.....	22
5.信贷供求与货币政策的松紧选择.....	23
6.M2 与社融增速预期.....	24
7.对权益与固收市场配置的思考.....	25
8.房地产信贷集中管理的影响有多大.....	27
9.2021 年最为担心的全球性风险.....	29
三、2021 年宏观经济各项指标预期.....	29

图表目录:

图 1: 日本不变价 GDP	4
图 2: 新加坡不变价 GDP	4
图 3: 韩国不变价 GDP	4
图 4: 德国不变价 GDP	4
图 5: 全社会杠杆率与高净值人群可投资资产规模	8
图 6: 中国财富不平等状况	8
图 7: 基建增速与地方政府杠杆率	11
图 8: 按照支出法估计的纳入资产价格的 CPI	17
图 9: 按照 DFI 估计的纳入资产价格的 CPI	17
图 10: 全球 M2 与 CRB 金属、工业原料	18
图 11: 2021 年 CPI 预期	18
图 12: 2021 年 PPI 预期	18
图 13: 加权贷款实际利率	19
图 14: 对美贸易帐与利差的合成指标与人民币汇率	21
图 15: 美元指数与人民币汇率	21
图 16: 美财政部一般账户余额与美联储扩表趋缓	21
图 17: ICE 美元非商业净多仓与美元指数	21
图 18: 隔夜回购成交占比	22
图 19: 短期理财与票据融资套利	22
图 20: 短贷与票据融资同比变化	23
图 21: 银行间 7 天回购与政策利率的对比	23
图 22: 货币政策与信贷供需缺口	23
图 23: 10 年期国债收益率与 M2-PPI	26
图 24: 上证 A 指与 M1-PPI	26
图 25: 居民新增存款与住宅销售	29
图 26: 居民中长期贷款与住宅销售	29

一、2021 年经济增速目标 6.5%-7%

自上而下的思路

1. 国际比较看经济增速

从国内外宏观经济的发展经验来看，一国的经济增长归根结底对是包括人力、资本、土地、全要素生产率等资源禀赋排列组合的有效利用。在一个长周期中，资源禀赋的效率组合由最高向瓶颈逐级递减，最终在瓶颈期后走向全要素生产率的根本性变革提升，进而将资源禀赋进行重新排列组合，并开启下一个长周期。与之相对应的经济增长亦是如此，其同样跟随资源禀赋的效率降级逐步下降，在瓶颈期时进入所谓的等待跨越的“陷阱”关键期，并跟随全要素生产率的根本性提高，进入下一个增长极。

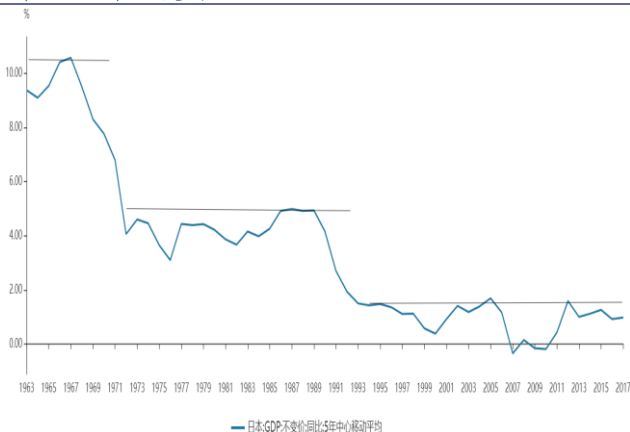
上世纪 90 年代，我国在经历了亚洲金融危机袭扰后，成功的实现了外需弥补内需，成为外贸拉动经济增长的外向型经济体。这与韩国、日本等亚洲外向型经济体发展路径类似。08 年金融危机后，国内投资需求、消费需求开始逐步对冲外需的收缩，得以持续维持经济的中高速增长。这个增长过程，亦是对充裕的劳动力、庞大的资本体量以及广袤的土地资源的效率最大化利用。当然也同样面临着在同等全要素生产率水平下的效率枯竭问题，即在人均 GDP 过 1 万美元时如何跨国“中等收入国家陷阱”。

因此，在类比国外发展经验时，我们应更多的寻求与我国发展模式类似的外向型经济体的增长经验。如日本、韩国、德国、新加坡等。此处我们重点考察这些外向型经济体在跨过“中等收入国家陷阱”时经济增速的变化，进而给出未来经济增长的参考区间。考虑到可比性，我们采用世界银行发布的购买力平价计算的各国不变价人均 GDP。2019 年中国人均 GDP 为 16116.7 国际元。分别对标日本的 1973 年，韩国的 1995 年，德国的 1979 年，新加坡的 1983 年。计算各国在此时间节点上，前后五年的年均 GDP 增速变化，日本由 6.7%下滑至 3.6%，降幅为 3.1 个百分点。韩国由 8.6%下降至 5.9%，降幅为 2.7 个百分点。德国由 2.9%降至 1.3%，降幅为 1.6 个百分点。新加坡由 9.2%下滑至 6.5%，降幅为 2.7 个百分点。各国前后五年的降幅均值在 2.5 个百分点左右。我国 2016-2019 年四年的年均增速为 6.7%，参考最低降幅，后五年的增速为 5.1%，参考平均降幅，后五年增速为 4.2%左右，综合判断，“十四五”年均增速在 5%左右，缓冲空间在 4.5%-5.5%之间。

这个预期增速还有问题需要解决，就是 2035 年的远景规划目标。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》全文 11 月 3 日公布，其中提出到 2035 年人均国内生产总值达到中等发达国家水平。习近平总书记在做关于《规划建议》的说明时指出，到“十四五”末达到现行的高收入国家标准、到 2035

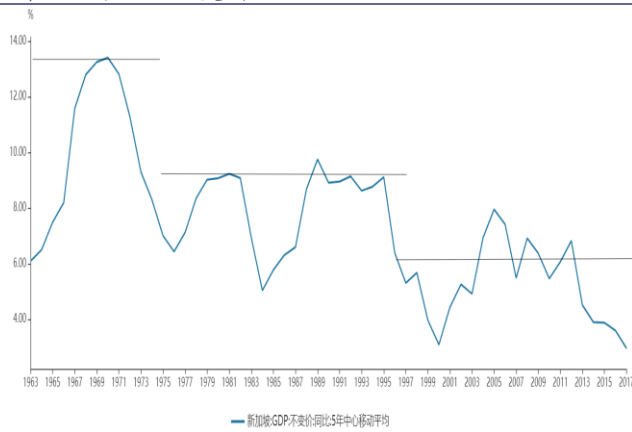
年实现经济总量或人均收入翻一番，是完全有可能的。我们在测算中，往往会根据 GDP 的一倍计算得出未来十五年，年均增速应为 4.73%，因此认为“十四五”的年均增速不应低于 5.5%。但如果以美元计值，恐怕就要考虑人民币汇率的问题。况且《规划建议》也是在与中等发达国家最对比。如果以美元计值，并计入人民币升值的因素，我们其实并不需要太高的年均增速。请注意，这是本篇报告第一次提到人民币升值的“优势”。

图 1：日本不变价 GDP



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 2：新加坡不变价 GDP



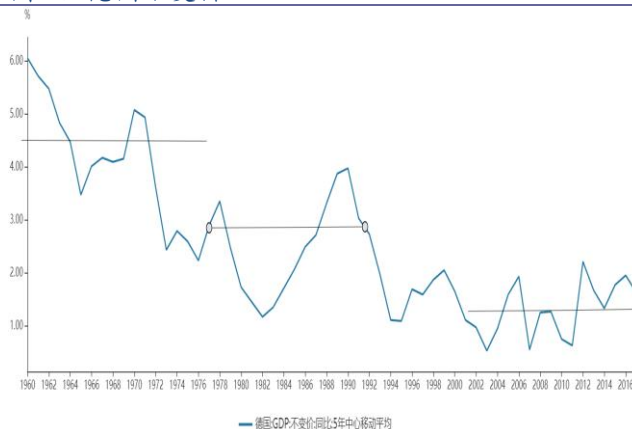
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 3：韩国不变价 GDP



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 4：德国不变价 GDP



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2. “十二五”时期政策可持续性的担忧

“十二五”时期，正值 08 年金融危机的爆发及余震期，我们在 2009-2010 年采取了“四万亿计划”维稳经济增长。不变价 GDP 增速由 9.4%回升至 10.6%。之后 11 年重新下行至 9.6%，12 年下行幅度较 11 年扩大 0.7 个百分点至 7.9%。之后持续下行至 16 年，

随着房地产去库存全年经济增速收至 6.85%。彼时最主流的说法是经济“L”型寻底。一个明显的趋势是，“十二五”时期，经济增速的变化与金融危机后的主要对冲工具——基建走势基本保持一致。而宏观经济走势跟随基建出现大幅波动也与当期财政债务扩张空间有很大的关系。

我国基建投资的资金来源一般为中央预算资金+地方配套资金。根据之前《预算法》的规定，地方政府不得进行赤字预算安排，地方发债只有得到财政部的明确批准才可进行，但这种发债相对比较困难。作为应对措施，地方政府设立平台公司。通过这些平台公司，地方政府避开了发债约束。这种做法在“四万亿计划”之时变本加厉，维稳经济增长，配套中央投资资金，地方债务快速累积。根据国务院发展研究中心的解读，2009 年的贷款有百分之四十流向了地方政府的融资平台。

地方政府在改革开放后，获得过两次财权，一次是改革开放初期至 94 年分税制改革前的“大包干”制度下的税费权，另一次则是金融危机后的发债权。二者同样是筹集财政收入，但在风险控制上有根本的区别。地方政府债务扩张初期，稳经济效果显著，全口径基建累计增速由 2008 年的 2 月末的 3.56%，迅速拉升至 2009 年 6 月末的 50.78%。地方政府的这种负债暗含着政府的财力担保，最终的负责人则理所当然的指向中央财政，因此，不断增加的地方债务让中央也越来越担心。2011 年，审计署对地方政府债务开始审计，对地方债务扩张的监管，也导致基建增速连续快速下滑至 2012 年 2 月末的-2.36%。2012 年的基建投资低增速也导致 2012 年经济增速出现了 1.7 个百分点的大幅下滑。之后地方发债重新扩张，基建增速进一步回升至 2013 年 3 月的 25.6%。这种基建投资带动经济增长的大起大落，也逐步扩大了对地方发债的容忍度，基建投资增速开始进入缓慢下行的平稳期，至 2015 年年末，基建投资增速下滑至 17.29%。

基建投资的连年高速增长，离不开背后地方债务不断扩张的支持。中央不断出台新的措施期望稳定地方债务扩张的规模。除了对地方政府债务的连续审计外，中央在修改预算法，允许地方赤字预算的基础上，试图将地方隐性债务扩张显性化，以便于地方债务监督与风险控制。因此在 2015 年，对截至 2014 年年底的地方隐性债务开启了三年置换工作。彼时楼继伟部长也对控制地方债务提出了四项措施：一是规模控制，督促地方政府落实限额管理，地方政府的债务余额不得突破已经批准的限额。二是落实偿债责任，督促地方政府统筹预算资金，偿还政府存量债务，必要时可处置政府资产。全国人大规定地方政府债务由省级发行，所以责任在省，如果有些县的债务率过高，那么这个省就有责任。三是发行地方政府债券，置换到期债务，降低利息负担，缓解当期的偿债风险。四是鼓励地方将有收入来源的项目通过政府和社会资本合作的模式进行改造，也可以化

解一部分存量债务。

站在“十二五”当期，在不允许地方显性发债的情况下，“四万亿计划”“用力过猛”，对于地方扩张隐性债务的态度也在无奈与防范之间徘徊，这也导致彼时政策空间相对狭窄的困境。之后，地方债务所谓“开前门，堵后门”的赤字预算，也并没有取得应有之效，反而经过“十三五”时期的显性、隐性双向扩张，我们似乎已经对地方政府债务的风险“视而不见”，认为其“大而不能倒”，抱着“法不责众”的心态以所谓“系统性风险”将地方隐性债务国债化。

诚然，目前没有合适的案例或经验供我们参考，进而判断债务多少可视为上限。但我们起码可以预测，按照目前政府的显性与隐性债务总额，最保守的估计，一年付息也在5万亿左右。其规模几近年税收收入的三分之一。我们也起码可以看到，在2019年的基础上，扩张了1.6万亿的专项债，也仅实现了基建投资年度4%左右的增长。且国企违约也已出现，国企违约实际反应的是地方财力紧张的事实。所以在这种情况下，参考“十二五”的经验，也不该继续实施大规模的刺激措施，应尽量节省财政政策空间留备后用。

3.熨平经济波动

我们目前使用的衡量国家经济整体状况的指标——国内生产总值，是指一个国家（或地区）所有常驻单位在一定时期内生产活动的最终成果。即年度GDP的统计代表着年度国内企业生产的总和。再从供需匹配的角度，产出扣除存货后，GDP也代表着年度国内的总需求。经济的平稳运行，也是供需平稳匹配的过程。而经济大起大落，则可能导致企业对供需预期出现偏差，生产经营发生混乱，造成了资源大量浪费和损失。

此次新冠疫情，并不同于08年金融危机。08年金融危机是需求长期透支的结果，因此危机后需求恢复困难，供给与低位需求相匹配，同样产出难以实现快速回升。而新冠危机，并非需求透支，其危机后的恢复相对金融危机更快。因此，这时政策应快速“填谷”，将产能维持在相对正常的水平，以备需求恢复后不至出现供小于求的通胀高企。

新冠这种不同与金融危机的特征，很可能导致在危机过后经济出现大起大落的情况。即如果在危机过后的需求快速恢复期，政策仍进行同向刺激，则有透支需求的可能，产出也将跟随需求的高企上升至较高的水平。这种供需的高位平衡可能反向绑架政策，因为政策后续一旦退出，则经济大落。而绑架政策成功，则埋下经济危机的隐患，且在旧有经济模式下的高增长，也不利于经济转型升级。

4.突发性事件损耗

当危机爆发时，无论是何种影响，终究会有短期无法修复的损耗，或为生产要素间的重新排列组合，或为需求端的结构性变化。如08年金融危机，海外需求遭受断崖式打

击，外需恢复困难，净出口拉动经济增长的模式被迫向内需转化，以政府投资为主的内需扩张成为稳经济增长的主要抓手。政府投资固然有效，但政府投资带动的地方政府债务累计很快就上升到了风险认知临界点。扩内需开始向消费转移，提高职工工资，提高社会保障“三条线”的保障水平，保护职工的合法权益等屡被提及，有利的一面是消费对 GDP 的贡献逐步提高，不利的一面是，人口数量红利渐失，资本的作用逐步被强化，全社会杠杆开始快速累计，财富分化加剧，导致消费升级可持续性不足（从单个产品观察，消费升级由高收入者尝试消费，然后逐步向中高及中等收入者下沉普及，进而将升级固化为常态。因此，财富分化加剧并不利于消费升级的可持续发展。美国在消费升级之初基尼系数仅有 0.39，德国则始终保持在 0.3 以下）。2020 年在面临新冠的冲击后，新的变化仍在发生。财富分化导致消费开始向高端及必选消费两端扩张，而整体消费能力下降。资本加杠杆的空间狭窄，进而加速改革向“共富”以及寻求提高“全要素生产率”转变（线上消费仅是加快现有消费能力进一步满负荷释放）。两次危机对我国而言，几乎都是供需结构的根本性转变，根本转变则意味着利好长期，也意味着短中期内的根本性“损耗”。

从 GDP 增速观察，08 年金融危机爆发前后两年，年均增速下降 3.5 个百分点。且再难回归 10% 以上的增速。2020 年，即便新冠冲击影响更为短暂，但从 GDP 的绝对数增长来看，假设 2021 年取得 9% 左右的增速，GDP 的绝对值相较于 2020 年将实现 8 万亿的增长，这种增长规模一方面远高于“十三五”时期平均 5.2 万亿的增长水平，另一方面，假设 2022 年经济重回 5%—6% 的增速，绝对增长将较 2021 年收缩 2—3 万亿。这里不管 2020 年有没有低基数的问题，起码产出会发生不正常的相对收缩，并不利于企业的正常生产经营活动的开展。从这个角度看，2021 年 7%—7.5% 的增速更合理。如果是 7.5% 的增速，2020 年与 2021 年两年平均增速为 5%。而假设 2020 年没有新冠发生，依据 2019 年 5.1% 的增速，2020 年与 2021 年两年平均增速也基本就在 5.8% 左右，前后 0.8% 之差。

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_137

