

平衡与失衡，毁灭与新生： “莲花山论坛”2021 年宏观经济展望

■ 回望 2020 年，新冠疫情对全球经济造成了颠覆性冲击，表现为经济政策与经济运行上的结构性分化，并呈现出两条主线。一是防疫策略和效果的差异决定了各国经济表现的差异。当前发达国家疫情濒临失控，但其防疫政策并非以阻绝病毒传播为目标，而是适度控制疫情速度，以防范/缓解医疗系统“挤兑”。相较之下，我国防疫交出了一份近乎满分的答卷，经济表现因此在全球一枝独秀。二是宏观政策侧重点的差异造成了经济结构上的差异。发达国家刺激政策的重心在居民，因此需求表现强于供给，并对全球外溢；中国逆周期政策的重心在企业，因此供给修复快于需求，并填补了发达国家的供需缺口，在全球贸易的“蛋糕”中占据了更大的份额。

■ 展望 2021 年，在疫苗的作用下，全球将步入“疫苗复苏”，经济结构上平衡与分化并存，中美欧有望复苏共振。海外方面，基准情形下，只要病毒变异不令疫苗失效，美欧在完成医护人员及老年人等高危人群的疫苗接种后，新增死亡人数就将大幅下降，这将极大缓解医疗系统压力，并提振公众信心，助推美欧经济自二季度开始加速复苏。发达国家的供需缺口将因此收敛。中国方面，尽管发达国家“需求外溢”和我国“出口替代”的效应将减弱，但外需复苏将使得全球贸易“蛋糕”总体变大，我国出口仍有望维持高景气，并传导至制造业和消费。由于逆周期政策稳步退出，房地产和基建对经济增长的贡献将有所下降，我国经济增长的动能将相应发生切换。

■ 从长期看，新冠大流行给全球经济留下了丰富的“遗产”，对经济的诸多方面造成了永久性改变，包括天量的政府债务规模、世界格局加速“双极化”、全球经济“区域化/本土化”、扩张的贫富差距，以及线上经济的跳跃式发展等。这些永久性变化，将使得全球财政政策崛起，并极大提高各国政府对经济安全、社会公平以及数字经济的重视程度。新冠疫情将加速人类生产和消费方式变革的来临。

本报告基于笔者在 2020 年 12 月 28 日招商系“莲花山论坛”上宏观经济展望演讲整理而成，并对相关细节进行了补充。

谭卓

宏观经济研究所所长

☎: 0755-83167787

✉: zhuotan@cmbchina.com

目录

一、挥别 2020：“极不平凡的一年”	1
（一）疫病特征与防疫政策	2
（二）宏观政策与经济结构	5
二、展望 2021：平衡与失衡	8
（一）疫苗复苏：形态猜想	9
（二）复苏特征：结构推演	12
（三）新冠“遗产”：永久性变化	14
三、结语：毁灭与新生	16

图目录

图 1: 新冠冲击在宏观经济运行趋势上带来颠覆性改变	1
图 2: 新冠新增确诊人数与病死率显著背离	2
图 3: 新冠病死率与年龄正相关	3
图 4: 美国新冠死亡人数中 65 岁以上占比 80%	3
图 5: 2020 年二三季度美国经济活动与疫情发展正相关	3
图 6: 2020 年四季度美欧新增死亡再度快速上升	4
图 7: 2020 年四季度欧洲经济活动显著走弱	4
图 8: 新冠新增确诊人数与病死率显著背离	4
图 9: 美国政府补贴助推居民收入同比大增	5
图 10: 美国人均零售支出“深 V 型”反弹	5
图 11: 美国供需裂口走阔	6
图 12: 英国供需裂口走阔	6
图 13: 法国供需裂口走阔	6
图 14: 德国供需裂口走阔	6
图 15: 2020 年中国在全球贸易份额显著增加	6
图 16: 2020 年我国出口增速持续上行	6
图 17: 我国生产修复领先需求	7
图 18: 我国中游表现最为景气	7
图 19: 美国人均服务支出大幅负增长	7
图 20: 美国酒店休闲就业收缩 20%	7
图 21: 我国工业生产表现强于服务增长	8
图 22: 我国商品零售增长显著强于餐饮	8
图 23: 美国“宅经济”消费大幅增长	8
图 24: 美国耐用品消费大幅增长	8
图 25: 新冠新增确诊人数与病死率显著背离	9
图 26: 新冠疫苗研发时间创纪录	10
图 27: 新冠疫苗在不同技术路径上的分布	10
图 28: 2021 年前全球疫苗供给可达 110 亿剂	10
图 29: 欧美首批接种人口约占 20%	10
图 30: 美国新冠疫苗接种意愿极低	11
图 31: 美国疫苗接种的三种情形	11
图 32: 美国经济活动修复将呈 S 型	11
图 33: 2021 年美国 GDP 同比将于二季度达到峰值	11
图 34: 全球生产与贸易正从底部复苏	12
图 35: 外需与出口正相关	12

图 36: 新出口订单与企业利润正相关.....	13
图 37: 企业利润与制造业投资增速正相关.....	13
图 38: 中美欧日在全球经济占比达 65%	13
图 39: 全球疫苗分配不均.....	13
图 40: 我国塑料制品出口爆发性增长.....	14
图 41: 我国传统制造业和电子出口有望高速增长.....	14
图 42: 中美欧日在全球经济占比达 65%	14
图 43: 中国经济总量即将于 2030 年超越美国.....	14
图 44: 部分“中国制造”在全球占据绝对比重	15
图 45: 疫情冲击下中美经济依赖度大幅跳升.....	15
图 46: 美国低学历人群受疫情冲击较大.....	15
图 47: 我国一线城市房价房租分化.....	15
图 48: 2020 年美国线上销售跳跃式发展	16
图 49: 疫情推升我国线上销售占比.....	16
图 50: 新冠新增确诊人数与病死率显著背离.....	16
图 51: 美国商业机构注册申请出现跳升.....	17
图 52: 美国快运仓储行业雇员显著增长.....	17



大家下午好，非常荣幸有这次机会同大家在线上进行交流，聊一聊宏观经济。我分享的主题是“平衡与失衡，毁灭与新生”，这也是我作为宏观研究员，对当前全球经济形势的感触。在接下来的时间里，我的演讲将围绕疫情冲击下，宏观经济中有哪些平衡与分化，为什么会有这些平衡与分化，以及在这场大流行中，孕育着哪些新的生机和希望。我的分享将分为两个大的部分：回顾 2020，展望 2021。

一、挥别 2020：“极不平凡的一年”

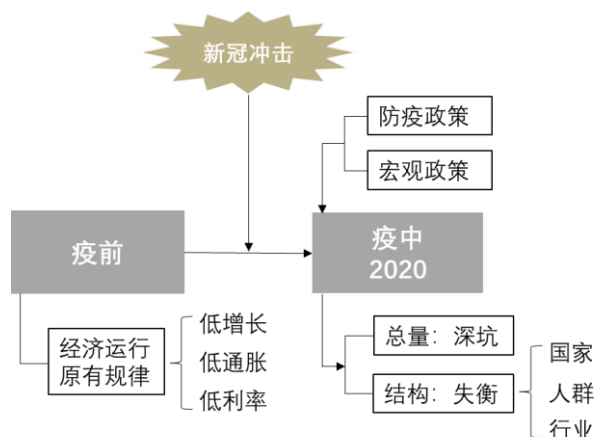
与其它事物一样，宏观经济的发展和变化是连续的。所以我们要讨论 2021 年的宏观经济，离不开对 2020 年的理解。尤其是，即将过去的 2020 年，又特别的不一样。刚刚结束的中央经济工作会议，将 2020 年定义为“新中国历史上极不平凡的一年”。

我想大家应当和我一样，对此都深有体会。突如其来的疫情，改变了我们生活的方方面面。我们习惯了戴口罩，习惯了远程办公，习惯了线上会议；我们当中的许多人，不得不去适应因防疫封锁而造成的与家人的分离。

甚至，我们也见证了更多的生离死别。2020 年全球已有超过 170 万人因感染新冠病毒而死亡。美国由于疫情失控，死亡人数高达 34 万，远远超过了其在一战期间的死亡人数（11.6 万），正逼近其在二战期间的死亡人数（40.5 万）。对我国而言，由于防疫管控得力，新增确诊人数在 3 月初就已回落至 100 以下，经济也从 3 月开始逐步修复。

从宏观经济上看，新冠疫情就像一枚重磅炸弹，在全球经济原有的低增长、低通胀、低利率的“三低”趋势基础之上，颠覆性地改变了政府、居民、企业的行为（图 1）。

图 1：新冠冲击在宏观经济运行趋势上带来颠覆性改变



资料来源：招商银行研究院

这种改变首先体现在经济总量上，各国经济增速普遍在一二季度出现了一个“深坑”。更重要的是，新冠疫情深刻地改变了经济结构，其中不少变化将是永久性的。总量上的“深坑”，和结构上失衡或扭曲，是新冠疫情冲击下经济所

呈现出来的显著特征，也是各国政府在未来的经济管理中所需要应对的首要问题。

2020 年我在各种场合都会讲，新冠大流行是一种结构性冲击。所以下面我想花一些时间，梳理一下这些结构性特征。

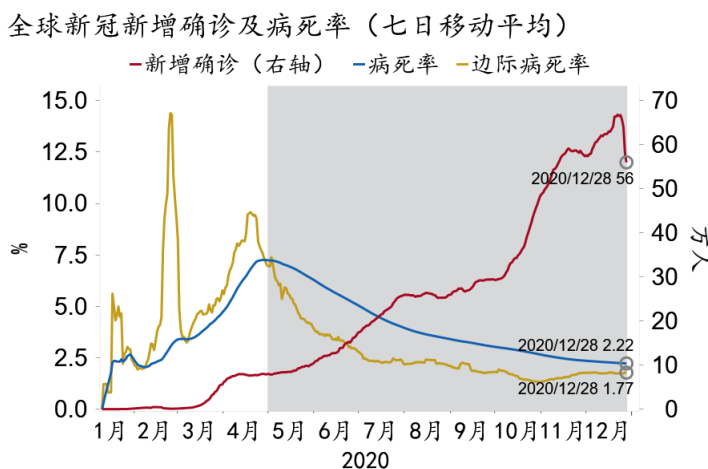
（一）疫病特征与防疫政策

站在 2020 年年初，由于全人类对新冠病毒一无所知，各国普遍采取了全面封锁的防疫措施。但随着时间过去，人类对新冠病毒的特征，及其对经济影响的认知也越来越清晰。这些认识，又会反过来影响防疫政策，并进一步作用于宏观经济和政策。

回顾 2020 年全球疫情的发展，不难发现两个“意外”。

第一个“意外”是新增确诊人数与病死率（case fatality rate）之间的背离（图 2）。尽管全球新增确诊人数不断上升，但 5 月之后，感染人群的死亡率却在趋势性走低。当前全球新冠病死率约 2.2%，疫情的“震中”美国和欧盟，病死率分别为 1.8% 和 2.4%。当前全球的边际/新增病死率约 1.8%，其中美国约 1.1%，意味着未来病死率仍将持续下行。

图 2：新冠新增确诊人数与病死率显著背离



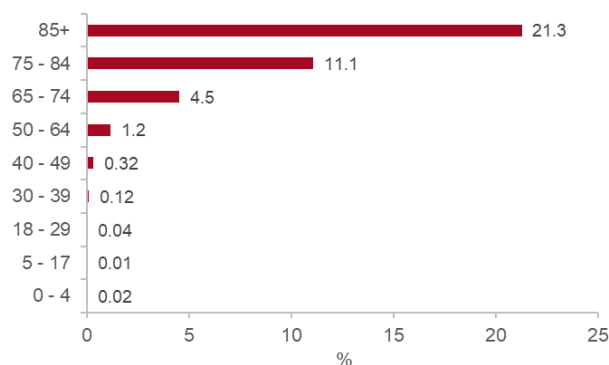
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

这一方面是因为医疗系统治疗疫病的经验更丰富、方案更完善。但更重要的原因则是，随着疫情的扩散，有更多年轻人感染。新冠病毒本身有着结构性的特征，病死率与感染者的年龄显著正相关。换言之，新冠病毒对老年人更加致命：根据美国 CDC 数据，最年长群体的病死率和死亡人数是最年轻群体的 1,100 倍（图 3，4）。这表明新冠疫情中的“高危”人群，并非劳动力市场的主

力。因此从社会福利分析，长时间封锁 100%的人口以降低 1-2 个百分点的死亡率是“不经济”的¹。

图 3：新冠病死率与年龄正相关

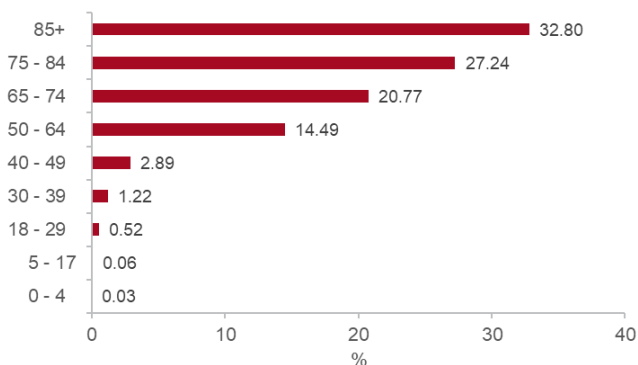
美国各年龄段新冠病死率



资料来源：CDC（截至 12 月 29 日），招商银行研究院

图 4：美国新冠死亡人数中 65 岁以上占比 80%

美国新冠死亡各年龄段人数占比

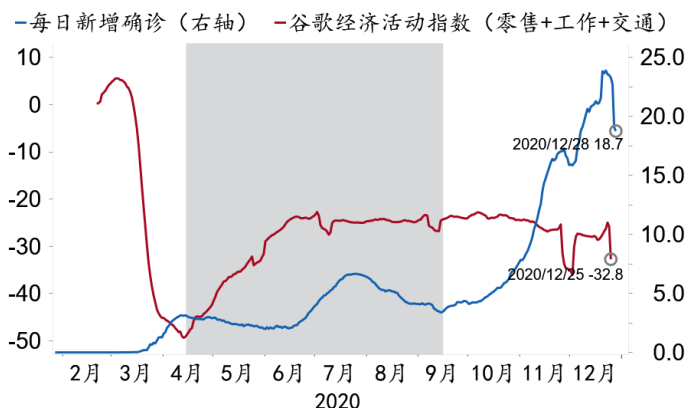


资料来源：CDC（截至 12 月 29 日），招商银行研究院

因此，西方国家自 3 月中开始的全面封锁只持续了一个多月，5 月起便逐步放松。之后美尽管欧的疫情仍在蔓延，但经济活动却在稳步修复，疫情发展与经济走势呈正相关（图 5）。这便是第二个“意外”。这也给我们一个启示，新冠疫情对经济冲击主要来自于防疫措施，而非病毒本身。

图 5：2020 年二三季度美国经济活动与疫情发展正相关

美国疫情发展与经济活动



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

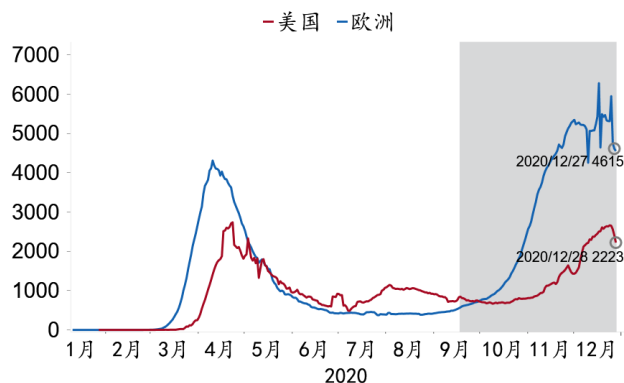
但政府是否可以置疫情于不顾，采取完全放任的态度？答案是否定的。约束来自于医疗系统的荷载，也来自于死亡人数激增所带来的道德压力。9 月之后，欧洲主要国家新增死亡人数再度开始快速上升（图 6），各国逐步重启封锁，使得经济活动再度收缩，特别是在 11 月多国宣布全国封锁之后（图 7）。近期部分欧洲国家新冠病毒发生变异，在医疗资源已颇为紧张之际，病毒的传播力大幅提升，封锁措施不得不相应升级，将不可避免地经济造成进一步冲

¹ 美国媒体近期报导，白宫内部邮件显示，美国卫生及公共服务部前高级官员曾大力推动“群体免疫”策略：
<https://edition.cnn.com/2020/12/16/politics/trump-administration-herd-immunity/index.html>。

击。美国方面，在总统换届的交接期，特朗普对疫情采取了完全放任的态度，只有少数州采取了部分封锁措施，经济活动总体上仍大致稳定（假期除外）。

图 6：2020 年四季度美欧新增死亡再度快速上升

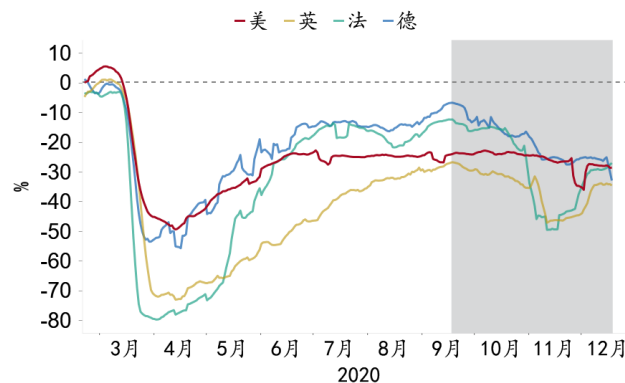
美欧新冠新增死亡人数（七日移动平均）



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 7：2020 年四季度欧洲经济活动显著走弱

发达国家谷歌活动指数周移动平均（零售+交通+工作）



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

考虑到疫病蔓延的现状和病死率特征，美欧当前的“二次封锁”力度要远小于上半年的“一次封锁”，经济收缩幅度也相应弱化（图 7）。在“二次封锁”中，考虑到新冠病死率的年龄结构特征，各国也并未关闭学校。这表明西方国家当前的防疫政策并非以阻绝病毒传播为目标，而是适当控制疫情发展速度，以防范/缓解医疗资源“挤兑”。

相较之下，我国的防疫交出了一份近乎满分的答卷。这一方面归功于我国的制度及文化优势，另一方面则归功于我国全球领先的数字经济。健康码和行程追踪使得精细的“网格化”防疫成为可能，发达的平台经济和高效的物流网络则为隔离防疫提供了物资保障。在疫苗出现之前，这是近乎最优的防疫策略。

图 8：新冠新增确诊人数与病死率显著背离

主要经济体 2020 年增长率



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_395

