



**NIFD**

国家金融与发展实验室  
National Institution for Finance & Development

# NIFD季报

主编:李扬

## 国内宏观经济

张平

杨耀武 杜邢晔

2021 年 2 月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、银行业运行、保险业运行、特殊资产行业运行等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

# 疫后复苏、结构重塑与政策支持

## 摘 要

2020 年初，面对突发的新冠肺炎疫情，中国充分发挥体制优势，在抗击疫情中“先进先出”，为疫情防控及经济恢复给出了典范经验。在统筹推进疫情防控和经济社会发展的情况下，境内生产生活较快恢复，这不仅有利于经济率先复苏，也为保持全球供应链稳定做出了巨大贡献。在注重供给优先恢复过程中，最终消费受疫情影响较明显，但在投资乘数效应逐步发挥和外贸出口增长较快情况下，最终消费增速呈逐季回升之势，经济增长的内生动力逐步增强。

当前，影响全球经济最重要的因素仍是疫情的蔓延状况，欧美等国第二波疫情暴发造成的每日新增确诊病例远超 2020 年二季度，但其对经济造成的冲击明显减弱。从发达国家近期经济表现来看，居民实物消费已恢复至疫情前水平，但服务消费和工业产能利用仍处在恢复过程中，离疫情前水平还有大小不等的差距。一些受疫情冲击严重的新兴经济体，经济也处在逐步恢复中。预计在疫情未完全消退、经济未充分复苏前，欧美等发达经济体不会过快退出宽松货币政策，但财政救助则会视就业市场恢复情况且战且退。随着疫苗的大面积接种，全球经济有望在 2021 年二季度后迎来全面复苏。随着经济复苏，全球产业链或出现再调整，疫情冲击导致的某些技术应用加速和生产生活方式改变可能引起产业和就业格局重塑。各主要国家

本报告负责人：张平

本报告执笔人：

● 杨耀武

国家金融与发展实验室  
经济增长与金融发展实  
验中心研究员

● 张平

国家金融与发展实验室  
副主任

● 杜邢晔

国家金融与发展实验室  
经济增长与金融发展实  
验中心副主任

## 【NIFD 季报】

全球金融市场

人民币汇率

国内宏观经济

中国宏观金融

宏观杠杆率

中国财政运行

中国金融监管

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

特殊资产行业运行

需加速启动宏观政策协调机制以及金融结构性改革，资产负债表修复等多个方面都将面临考验。

在疫情暴发后，中国央行采取了一系列积极措施，精准应对市场流动性恐慌，保持了市场平稳，通过降低政策利率希望引导市场利率下降。从2020年的政策实践来看，货币供给和流动性管理取得非常卓著的成效，但政策利率引导效果不佳，政策利率与市场利率出现不同走向。在资产负债率不断提高的情况下，付息现金流压力增大。政策利率引导和利率市场化改革应该是2021年关注的政策重点。面对中美利差走阔，要重点关注“热钱”大量流入进行套息交易，在美国经济好转时又大量涌出，从而对金融市场稳定造成冲击。

总体来看，2021年属于“疫苗复苏”过程中的恢复期，政策操作上要更加“精准有效，不急转弯，把握好政策时度效”。财政政策要保持适度支出强度，着力化解地方政府隐性债务风险，货币政策方面要保持较宽松的货币供给以利于经济实现充分的复苏。

## 目 录

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 一、2020 年中国经济运行回顾.....                      | 1  |
| 二、2021 年中国经济展望.....                        | 4  |
| (一) 中国经济发展面临的外部环境 .....                    | 4  |
| (二) 2021 年中国经济走势前瞻.....                    | 8  |
| 三、宏观杠杆率提高与市场利率上升 .....                     | 10 |
| (一) 宏观杠杆率迅速上升, 资产负债表需修复 .....              | 11 |
| (二) 政策利率下降, 市场利率上升, 政策利率与市场利率分歧<br>加大..... | 12 |
| 四、宏观政策应保持连续性和稳定性 .....                     | 13 |
| (一) 财政政策要保持适度支出强度, 着力化解地方政府隐性债<br>务风险..... | 13 |
| (二) 货币政策继续保持稳定, 重点改革利率传导机制 .....           | 14 |

## 一、2020 年中国经济运行回顾

2020 年初，面对突发的新冠肺炎疫情，中国充分发挥了体制优势，在武汉等地实行限制人员流动等严格防控措施 6 周后，就将境内日新增确诊病例降到三位数以下。在统筹推进疫情防控和经济社会发展的情况下，境内生产生活状况较快得以恢复，这不仅有利于经济的率先复苏，也为保持全球供应链的稳定做出了巨大贡献。2020 年，中国经济实际同比增长 2.3%，成为全球唯一实现正增长的主要经济体。分季度看，一季度 GDP 实际同比增长-6.8%，二季度为 3.2%，三季度为 4.9%，四季度为 6.5%，经济复苏步伐逐步加快。2020 年，居民消费价格指数（CPI）上涨 2.5%，涨幅较上年回落 0.4 个百分点；其中，食品价格上涨 10.6%，非食品价格仅上涨 0.4%；工业生产者出厂价格指数（PPI）下降 1.8%，降幅比上年扩大 1.5 个百分点；其中，生产资料价格下降 2.7%，生活资料价格上涨 0.5%。2020 年，全国城镇调查失业率全年平均为 5.6%，比上年提高 0.4 个百分点。全年农民工总量为 2.86 亿人，比 2019 年减少 517 万，下降 1.8%；其中，本地农民工下降 0.4%，外出农民工下降 2.7%。人民币汇率先贬后升，美元兑人民币收盘价在 5 月触及 7.16 的高点后，12 月 31 日收于 6.54。

从拉动经济增长的动力来看：**一是最终消费受疫情影响最为明显，但增速呈逐季回升之势。**2020 年，最终消费支出拉动 GDP 向下 0.5 个百分点；其中，居民人均消费支出较上年下降 4.0%。受疫情影响，在居民消费的八大类商品中，降幅居前的是“教育、文化和娱乐”、“衣着”、“医疗保健”、“食品烟酒”，分别下降 20.18%、7.29%、4.82%、2.91%，同样受居家办公和线上消费影响，“居住”、“交通和通信”是仅有的实现正增长的两类商品，分别增长了 3.58%和 0.01%。居民消费支出下降，主要受以下三方面因素影响：一是居民可支配收入增速放缓，2020 年，全国居民人均可支配收入实际增长 2.1%，较上年下降 3.7 个百分点；二

是疫情带来的不确定性增加了居民预防性储蓄，部分服务消费无法完全展开也增加了居民被动储蓄；三是房贷和个人经营贷的增加推动居民部门杠杆率，按国家金融与发展实验室公布的国家资产负债表数据，2020 年三季度末，居民部门杠杆率较 2019 年末上升 5.6 个百分点，居民部门杠杆率上升主要由住房贷款增长和个人经营性贷款增长所拉动，而短期消费贷款则下降了 11%。

随着疫情防控在二季度取得重大战略成果，全国生产生活逐步得以恢复，叠加投资乘数效应发挥和外贸出口增长较快，最终消费增速修复状况明显好转。2020 年，一至四季度最新消费支出分别拉动 GDP 增长-4.3、-2.3、1.4 和 2.6 个百分点。社会消费品零售总额同比增速也逐季上升，三季度增速首次转正，四季度增速进一步提高到 4.6%，较三季度加快了 3.7 个百分点；受疫情影响，2020 年全国网上零售额比上年增长了 10.9%。

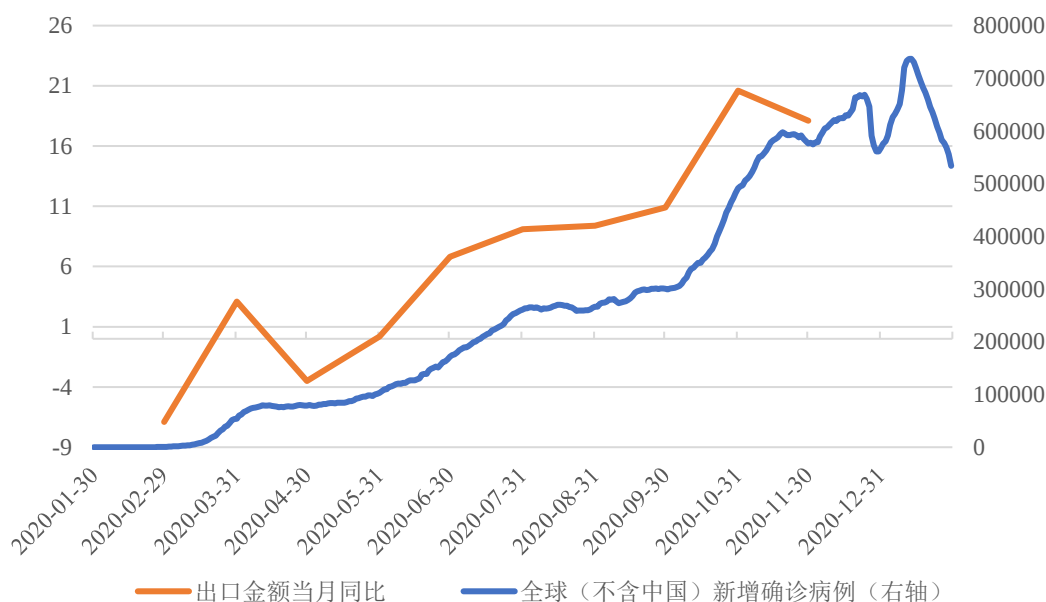
二是房地产投资和基建投资有效地发挥了稳增长的作用，制造业中各类投资增速存在明显分化。2020 年，资本形成总额拉动 GDP 增长 2.2 个百分点，对 GDP 增长的贡献率高达 94.1%；全国固定资产投资同比增长 2.9%。从投资的三大领域来看，2020 年，基建投资同比增长 0.9%，其中信息传输业投资同比增长 16.0%，增幅居前；房地产开发投资同比增长较快，全年实现了 7.0% 的增长，其中占比最大的建筑工程同比增长 8.8%；制造业投资同比下降 2.2%，其中“医药制造业”、“黑色金属冶炼和压延加工业”、“计算机、通信和其他电子设备制造业”投资增长分别为 28.4%、26.5%、12.5%，增速居前三位，而“纺织服装、服饰业”、“金属制品、机械和设备修理业”、“文教、工美、体育和娱乐用品制造业”投资分别下降了 31.9%、31.3%、26.5%，是投资下降幅度居前的三个行业，这充分反映了疫情对制造业不同行业冲击的异质性。

从三大领域投资中增长最快的房地产开发投资来看，2020 年，房地产开发投资及商品房销售整体表现超预期。2020 年，商

商品房销售面积和销售额同比增长分别为 2.6%和 8.7%，较上年分别提高了 2.7 和 2.2 个百分点，这有力地拉动了房地产开发投资的增长。商品房销售的快速增长，一方面是缘于 2020 年上半年在疫情冲击之下整体利率水平较低；另一方面也存在为助力经济恢复，房地产政策有所松动，多省市在土地出让环节给市场、企业减压，提振居民的购房意愿。下半年随着政策逐步回归常态，房地产监管政策再度收紧，令房地产市场景气度又有所下降。

**三是在海外疫情持续蔓延情况下，中国净出口实现了超预期增长。**2020 年，中国货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.7 个百分点，对 GDP 增长的贡献率为 28.0%，较上年提高 15.4 个百分点。分季度看，一至四季度净出口分别拉动 GDP 增长-1.1、0.6、1.3、1.4 个百分点，拉动作用逐季增强。全年进出口总值为 4.65 万亿美元，其中，出口总值为 2.59 万亿美元，同比增长 3.6%，进口总值为 2.06 万亿美元，同比下降 1.1%，贸易顺差 5350.3 亿美元，比上年增长 26.9%。

2020 年，中国净出口实现超预期增长，主要是受以下两方面因素影响，一是在海外疫情持续拖累产能恢复而防疫医疗用品和部分电子设备消费增加，一些生活必需品消费仍要延续，中国的产能恢复和出口增长有效弥补了这一空缺，降低了疫情对全球供给端的冲击。在海关总署公布的全国出口重点商品量值表中，2020 年“医疗仪器及器械”、“纺织纱线、织物及制品”、“家用电器”以美元计价的出口额同比分别增长 40.5%、29.2%、23.5%，居于前列。二是海外疫情持续降低了旅游等服务消费的需求，服务贸易逆差大幅减少。1~11 月份，中国服务出口同比下降 2.3%，进口同比下降 24.0%。



**图 1 全球（不含中国）新增确诊病例与中国对外出口金额同比增长情况**

注：新增确诊病例为近 7 日移动平均，出口金额为滞后 1 个月数值，以反映当月海外疫情蔓延对下月中国出口的影响。

## 二、2021 年中国经济展望

### （一）中国经济发展面临的外部环境

虽然，近年来保护主义、逆全球化明显抬头，叠加新冠肺炎疫情冲击，全球贸易整体出现下滑，但世界各国之间的经贸联系仍然紧密，不管是抗疫还是推动经济和社会发展，都需要世界各国通力合作，推动构建人类命运共同体的价值导向不能也不应该有所变化。

目前来看，影响全球经济最重要的因素仍是疫情的蔓延状况。根据世界卫生组织（WHO）数据，截至 2021 年 1 月 30 日，全球新冠肺炎累计确诊病例已超 1.01 亿，比 2020 年底增加近 2000 万，累计确诊病例数是 2020 年三季度末的近 3 倍。从累计确诊和死亡病例的全球分布来看，美国、印度和巴西三国人口之和占全球总人口的 24.8%，累计确诊和死亡病例之和却占全球总量的 44.6%和 36.7%。虽然，全球累计确诊病例仍在持续攀升，但随着各国医疗系统资源的启动、相关检测、治疗手段的丰富，确诊病例死亡率在 2020 年二季度到达峰值 7%左右后出现了持续下

降，现在约为 2%。目前，欧美等国第二波疫情暴发所造成的每日新增确诊病例远超 2020 年第二季度的每日峰值，但其对经济造成的冲击明显减弱。

从发达国家近期经济表现来看，居民实物消费已恢复至疫情前水平，但服务消费和工业产能利用仍处在恢复过程中，离疫情前的水平还有大小不等的差距。美国 2020 年四季度个人耐用品和非耐用品消费支出同比分别增长 12.3%和 4.3%，已高于 2019 年四季度水平；但个人服务消费支出同比下降 6.8%，虽较 2020 年三季度降幅收窄 0.3 个百分点，但较 2019 年同期 1.9%的增速还有较大差距，仅恢复了疫情导致的最大跌幅的一半。2020 年 12 月，美国全部工业部门产能利用率 74.5%，较 9 月份提高 2.2 个百分点，为 2017~2019 年同期平均水平的 95%；工业总体产出指数跌幅逐步收窄，恢复了疫情造成的最大跌幅的四分之三左右。

欧盟和日本在消费和工业产能利用率恢复方面的情况与美国较为类似。欧盟 27 国零售销售指数，在 2020 年三季度已恢复至疫情前水平，但由于四季度陆续采取了一些较为严格的限制性措施，11 月份零售销售指数同比回落 2.0%，但较 4 月份同比 17.9% 的下降要温和很多。2020 年 12 月，欧盟 27 国制造业产能利用率为 78.2%，较 9 月份回升 5.0 个百分点，但较 2019 年 12 月份仍低 2.9 个百分点。2020 年四季度，日本商业销售额同比增长 19.9%，为近年来的高点，但服务业 PMI 自 2020 年 2 月份以来始终处于 50 的荣枯线以下。

一些受疫情冲击严重的新兴经济体，经济也处在恢复进程中。巴西零售业物量指数 2020 年 10、11 月份分别同比增长 8.4%和 3.4%，超过上年同期 4.3%和 3.1%的水平；2020 年 12 月，巴西制造业 PMI 为 61.5，处在较为强劲的复苏进程中，服务业 PMI 为 51.1，也继续维持 9 月份以来所处的扩张区间。印度工业生产指数 2020 年 9、10 月份同比小幅转正，11 月份又现近 2.0%的跌幅。2020 年 12 月，印度制造业 PMI 和服务业 PMI 分别为 56.4、

52.3，持续处于扩张区间。

2021 年，在疫情未完全消退经济未充分复苏前，欧美等发达经济体不会过快退出宽松货币政策，但财政救助则会视就业市场恢复情况且战且退。美联储 1 月议息会议重申政策宽松立场，预计 2021 年货币政策将以稳为主。欧央行在 1 月议息会议上重申保持关键利率不变，继续推进总量为 1.85 万亿欧元的 PEPP（大流行资产购买紧急计划），但也表示若未来金融状况转好，PEPP 的购债额度并不需要用尽。财政救助方面，美国终于在 2020 年底通过了新一轮，主要针对受疫情冲击较为严重的小企业和家庭的 9000 亿美元财政救助方案，这比新上任总统拜登所预想的要缩水很多。欧盟原定推动的总规模达 1.82 万亿欧元的财政救助计划，目前来看落地实施仍存不小困难。

2021 年，对全球经济复苏进程可能产生重大影响的将是新冠疫苗的接种和有效状况。随着疫苗的大面积接种，全球经济有望在 2021 年二季度后迎来全面复苏。美国作为目前全球累计确诊和死亡病例最多的国家，新任总统拜登在疫情防控方面的思路与前任有很大区别，加快疫苗接种是他居前的任务选项，目前拜登提出在首个 100 日给 1 亿美国人接种疫苗。同时，包括中国在内的一些国家疫苗接种工作也在积极推进。与疫苗生产和分配等环节遇到的困难相比，疫情对全球产出和福利造成的损失要大的多，因此后续疫苗生产和接种速度完全有可能加快。不管未来是病毒彻底得到控制，还是人们可以更坦然的与之相处，全球经济活动的完全恢复必须解除悬在头顶的这把疫情之剑。疫苗的有效性可能存在一些不确定性，但至少让人们看到了希望。

对于在疫情中缓慢恢复的全球经济，以及疫苗接种陆续推出可能带来的光明前景，一些国际组织对未来两年全球经济增速给出了比较乐观的预测。世界银行估计 2020 年全球产出将下降 4.3%，预测 2021 和 2022 年将分别实现 4.0%和 3.8%的增长。IMF 估计 2020 年全球产出将收缩 3.5%，预计 2021 年和 2022 年

将分别实现 5.5%和 4.2%的增长。根据世界银行和 IMF 对全球主要经济体今明两年的增速预测可以推算出，这些主要经济体在 2020~2022 年相对于 2019 年经济体量的年均复合增长速度。

**表 1 全球部分主要经济体 GDP 增速预测（单位：%）**

| 区域  | 世界银行 |      |      |      |           | 国际货币基金组织（IMF） |      |      |      |           |
|-----|------|------|------|------|-----------|---------------|------|------|------|-----------|
|     | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2020-2022 | 2019          | 2020 | 2021 | 2022 | 2020-2022 |
| 全球  | 2.3  | -4.3 | 4.0  | 3.8  | 1.09      | 2.8           | -3.5 | 5.5  | 4.2  | 1.99      |
| 中国  | 6.1  | 2.0  | 7.9  | 5.2  | 5.01      | 6.0           | 2.3  | 8.1  | 5.6  | 5.31      |
| 美国  | 2.2  | -3.6 | 3.5  | 3.3  | 1.01      | 2.2           | -3.4 | 5.1  | 2.5  | 1.34      |
| 欧元区 | 1.3  | -7.4 | 3.6  | 4.0  | -0.08     | 1.3           | -7.2 | 4.2  | 3.6  | 0.06      |
| 日本  | 0.3  | -5.3 | 2.5  | 2.3  | -0.23     | 0.3           | -5.1 | 3.1  | 2.4  | 0.06      |
| 印度  | 4.2  | -9.6 | 5.4  | 5.2  | 0.08      | 4.2           | -8.0 | 11.5 | 6.8  | 3.09      |
| 巴西  | 1.4  | -4.5 | 3.0  | 2.5  | 0.27      | 1.4           | -4.5 | 3.6  | 2.6  | 0.50      |
| 俄罗斯 | 1.3  | -4.0 | 2.6  | 3.0  | 0.48      | 1.3           | -3.6 | 3.0  | 3.9  | 1.04      |

注：2020~2022 表示的是按 2020 年预估值以及 2021、2022 年预测值，全球及各主要经济体在 2020 至 2022 年实现的年平均复合增长率。

从表 1 中可以看出，全球经济复苏的进程大致呈对勾型，即受疫情影响下探速度较快而复苏进程则相对缓慢，如果从季度来看，情况更是如此。这是将全球作为一个整体或从均值的一维角度来考察问题，如果再增加一些维度就会呈现出不同国别、行业等疫情造成冲击的差异性。中国作为全球第二大经济体，在包括 2020 年在内的 2020~2022 年可能实现超过 5%的年均复合增长，经济增速基本恢复到潜在增长水平，而日本、欧元区、巴西、印度经济则有可能萎缩或处于近乎停滞状态。

全球经济复苏，可能会带来产业链的再调整，疫情冲击导致的某些技术应用加速和生产生活方式改变可能引起产业和就业格局重塑。各主要国家需加速启动宏观政策协调机制以及金融结构性改革，资产负债表修复等多个方面都将面临考验，未来经济持续复苏发展的基础仍不牢固。

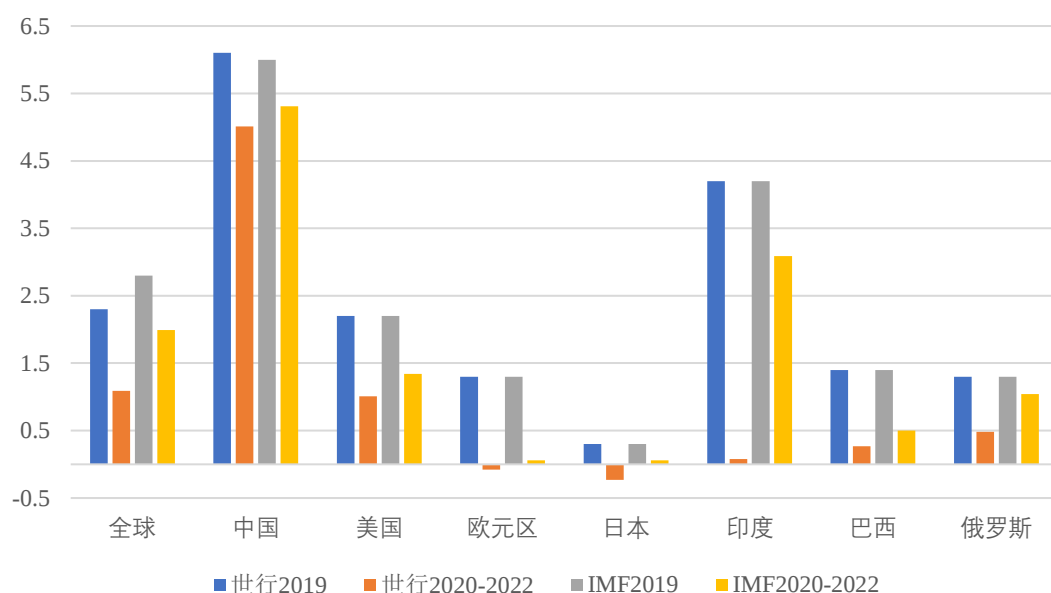


图 2 全球部分主要经济体 GDP 增速预测

## (二) 2021 年中国经济走势前瞻

最终消费增长将接力投资和净出口的强劲拉动发挥稳定经济增长的基础性作用。最终消费稳增长基础性作用的发挥主要受以下三方面因素影响：一是疫情影响消退使一些消费所受限制逐步解除，这是消费得以彻底恢复的重要条件；二是政策推动的投资乘数效应在经济中逐步得以充分扩散，同时出口强劲增长带来的收入效应逐步发挥作用；三是 2020 年消费增长的低基数效应。从 2020 年各季度看，最终消费支出的增速逐步加快，对经济增长拉动的百分点逐季提高。

表 2 2020 年各季度三大需要对经济增长的拉动百分点和贡献率

| 季度        | 最终消费支出 |        | 资本形成总额 |        | 货物和服务净出口 |        |
|-----------|--------|--------|--------|--------|----------|--------|
|           | 拉动百分点  | 贡献率(%) | 拉动百分点  | 贡献率(%) | 拉动百分点    | 贡献率(%) |
| 2020 年一季度 | -4.32  | 63.5   | -1.41  | 20.8   | -1.07    | 15.7   |
| 2020 年二季度 | -2.35  | -73.3  | 4.95   | 154.6  | 0.60     | 18.7   |
| 2020 年三季度 | 1.38   | 28.1   | 2.24   | 45.7   | 1.28     | 26.2   |
| 2020 年四季度 | 2.57   | 39.6   | 2.49   | 38.3   | 1.44     | 22.1   |

资料来源：根据国家统计局数据整理。

投资结构或将呈现房地产、基建投资下降，而制造业投资回升的局面，政策推动的投资应视经济增长内生动力恢复状况有步骤的退出。2020 年房地产和基建投资作为应对疫情冲击的重要调节手段，发挥了稳定经济的关键性作用。2020 年，房地产投资及基础设施建设投资（全口径）分别增长 7.0%和 3.4%；而制造业投资下降 2.2%，分月来看，仍在负区间逐步爬升。随着国内经济继续回暖，制造业投资将逐步显著增长。一方面，受疫情冲击以来，中国制造业优势突显，在欧美疫情较为严重产能不足之时，承担了部分产业链补缺口的作用，由此带来的增长或在明年上半年持续；另一方面，“十四五”规划和“双循环”的发展战略均对制造业尤其是先进制造业提出了更高的要求 and 诉求，政策上将对制造业的发展形成有力支持。基建投资方面，2021 年随着经济稳步回暖，基建投资再度发力的必要性下降，预计 2021 年地方政府专项债额度或将低于上年，同时抗疫特别国债也将取消发行，此外考虑到地方政府债务压力不断攀升，基建作为托底经济而非刺激经济的手段将缓慢退出。同时，房地产投资或在政策收紧、因城施政及房企加速销售和竣工实现快速回款等多重因素作用下，在 2021 年呈现温和回落。

2021 年出口增速，在欧美等发达国家产能进一步恢复，以及基数效应作用下，呈前高后低走势；预计 2021 年下半年净出口同比增速将现较大幅度回落。目前来看，随着海外疫情有望得到逐步控制，欧美等发达国家及部分新兴经济体持续缓慢爬升的产能利用有可能加速恢复，从而降低对中国防疫物资以及工业产品进口的依赖。2020 年，在全球贸易出现收缩的情况下，中国出口逆势增长，在全球贸易中的占比显著提高，预计 2021 年出口份额的回落将是大概率事件。从 2020 年净出口的月度同比增速来看，呈现出明显的前低后高走势，11 月份一度攀升到超过 20%，在如此高基数的情况下，2021 年下半年净出口同比增速或现大幅回落。

展望 2021 年，中国经济增长将进一步恢复，IMF 预测 GDP 将增长 8.1%，世界银行预测为 7.9%，中国社科院《经济蓝皮书》预测为 7.8%，一些市场机构给予的预测基本上在 7.5%~9.5% 之间。如果以中国社科院经济研究所《中国经济报告（2020）》关于中国经济 2020 年和 2021 年潜在增长率为 5.93% 和 5.75% 的水平为基准，结合 2020 年实际增速 2.3%，那么 2021 年经济增速达到 9.5%，则完全恢复到了原有的增长轨道。

**表 3 海外投行及机构对 2021 年中国 GDP 预测**

| GDP 季度同比            | 2021 一季度 | 2021 二季度 | 2021 三季度 | 2021 四季度 |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|
| Barclays            | 19.6     | 7.7      | 5.6      | 3.8      |
| Blommberg Economics | 15.2     | 7.2      | 6.2      | 5.9      |
| Deutsche Bank       | 19.8     | 8.8      | 7.1      | 5.8      |
| Credit Suisse       | 16.0     | 3.2      | 5.0      | 5.2      |
| Goldman Sachs Group | 15.9     | 5.5      | 5.3      | 5.2      |
| JPMorgan Chase      | 18.3     | 7.0      | 6.6      | 5.1      |
| Margan Stanley      | 19.6     | 8.0      | 6.4      | 5.0      |
| UBS                 | 18.3     | 7.0      | 5.3      | 4.9      |
| 均值                  | 17.8     | 6.8      | 5.9      | 5.1      |

资料来源：Bloomberg。

经济总量恢复是我们观察疫后经济恢复的一个重要维度，但同样的总量恢复，可能包含着完全不同的经济结构特征。在结构特征视角下，K 型复苏是否存在是一个非常值得关注的问题。在疫情冲击之下，一些产业或行业未来可能加速成长，而另一些则可能出现持续衰落。符合经济发展规律的产业或行业的兴替是正常现象，而如何加速衰落产业或行业人员就业的转移，降低疫情持续期间及行业兴替过程中对他们及其家庭成员特别是未成年子女人力资本积累的负面冲击，这涉及到让全体社会成员平等享受经济恢复成果以及降低阶层分化等问题。

### 三、宏观杠杆率提高与市场利率上升

2008 年全球金融危机暴发以来，各国央行针对危机的冲击

基本上采取了两步走的方针，一是通过货币供给的“量宽”政策，进行市场操作，注入流动性稳定市场，减缓危机冲击导致流动性枯竭引起的巨大市场波动；二是通过降低利率，如采用“扭转交易”压低长期利率，修复资产负债表，以期恢复经济。2020年，面对全球疫情冲击，美欧日等国经济体再次祭出“量宽”政策，加大了对相关资本市场标的购买范围，同时欧洲、日本更采取了激进的负利率政策，美国10年期国债到期收益率压低到了1%以内。中国人民银行也采取了积极措施，精准应对市场流动性恐慌，保持了市场平稳，通过降低政策利率希望引导市场利率下降。从2020年的政策实践来看，货币供给和流动性管理取得非常卓著的成效，并化解了新冠肺炎疫情、“包商银行”、“永煤”等事件的冲击，市场总体平稳。但政策利率引导市场利率下行效果不佳，政策利率与市场利率出现了不同的走向。

### **（一）宏观杠杆率迅速上升，资产负债表需修复**

2020年在疫情冲击下，中国通过财政、货币向市场投入资金稳定市场和恢复生产生活，货币供给增加，经济增长放缓，直接推高了宏观杠杆率。国家金融与发展实验室公布的2020年前三季度国家资产负债表显示，2020年前三季度宏观杠杆率（负债/GDP）增幅为27.7个百分点，由上年末的245.4%上升到270.1%；结构上家庭负债上升较快，2020年前三季度居民部门杠杆率上升了5.6个百分点，由上年末的55.8%上升到61.4%。按国际清算银行（BIS）2020年12月份公布的数据，2020年上半年中国家庭债务激增约3800亿美元，这一增量差不多是排名第二的美国的四倍。居民负债增长的同时，为了防范风险不断增加储蓄，二者都直接影响了消费支出的恢复。政府负债加大，2020年前三季度从2019年末的38.3%，上升到44.7%，这属于正常的逆周期调节。而企业负债2020年前三季度为160%，在高位上继续上涨。总体宏观杠杆率提高，直接增加了负债的利息支出，加重了资产负债表修复的压力。

## （二）政策利率下降，市场利率上升，政策利率与市场利率分歧加大

2020 年 1~4 月央行降息两次，2 月份降息 10BP，4 月份再次降息 20BP，OMO、MLF 和 LPR 都同步降息。随着央行货币政策在 2020 年 5 月份正常化后，反应资金市场利率变化的银行同业存单(AAA 一年期)到期收益率从 1.6%上涨到 12 月的 3.2%，翻了一倍。同业存单反应了银行真实负债水平，其利率上升过快，必然传递到贷款层面。因此，央行政策利率对市场利率的传导仍然不畅。央行从 6 月份开始强调预期引导，让市场利率向政策利率靠拢。市场普遍预期是要 1 年期同业存单利率向 MLF 利率靠拢（1 年期 2.95%）；7 天回购利率向 OMO 利率靠拢（2.2%）。但 2020 年下半年以来，政策利率未变但市场利率持续走高。市场利率与政策利率分歧扩大，截至 2021 年 1 月末，1 年期 AAA 同业存单到期收益率为 3.1086%，比 MLF 利率高出 16BP。在 MLF 利率比 2019 年下降 30BP 的情况下，1 年期同业存单利率比去年反而有所提高。尽管 OMO 政策利率未动，但实际上，R007 相比 2019 年底也有所上升；10 年期国债到期收益率 2021 年 1 月末较 2019 年底上升 5 个 BP，企业债发行利率也在上行。市场利率上行，固然与近期债券市场风险暴露和压缩信托等整顿有关，但市场利率上升确实与政策利率希望引导的方向不同，这直接增加了企业的负债成本。

中国 10 年期国债收益率上行，中美利差扩大，会加重“热钱”流入中国进行套息交易。中美 10 年期国债收益率 2018 年的均值为 73BP，2019 年的均值为 106BP，2020 年均值上升为 220BP。美国 10 年期国债 2020 年收益率下行 95BP（2020 年初 1.88% 现在 0.93%），欧洲则是下行进入负利率区间。相比之下，中国 10 年期国债收益率反而有所上行。随着 CPI 有可能出现负增长，国内实际利率上升，利率上升会直接影响中国资产负债表的修复和经济中的支出。因此，中国资产负债率不断提高，付息现金流

压力增大，只有通过降低负债成本，才能改善资产负债表，保持正常支出平稳。当前债券市场、信托、银行等金融体系风险不断暴露，已经可以窥见债务可持续性所面临的挑战，利率政策应作为最重要的调节工具。

目前，中国基于 LPR 的市场利率和贷款利率引导，作用于购房贷款利率最为直接，容易受到房产市场调控政策的牵制，同时，如果存贷款利差收窄过大也会增加银行等金融机构的压力。在中美利差走阔情况下，“热钱”大量流入进行套息交易，在美国经济好转的时候又会大量涌出，从而对金融市场的稳定造成冲击。目前来看，货币政策调控确实面临多重难题。2021 年初以来，美国 10 年期国债收益率上行了 17BP，如果美国经济在今年二季度后复苏强劲的话，有可能进一步推动其国债收益率上行。

## 四、宏观政策应保持连续性和稳定性

2021 年是我国“十四五”规划开局之年，是建党 100 周年，同时也是美国新政治周期开启之年，在这样的历史定位下，2020 年中央经济会议指出要用好宝贵时间窗口，集中精力推进改革创新，以高质量发展为“十四五”开好局，2021 年宏观政策要保持“连续性、稳定性、可持续性”，政策操作上要更加“精准有效，不急转弯，把握好政策时度效”。

### （一）财政政策要保持适度支出强度，着力化解地方政府隐性债务风险

2020 年，积极财政的落脚点在于支持疫情防控、保就业、保民生以及助力扶贫。2021 年，在疫情有可能逐步消退的情况下，抗疫特别国债大概率将不再发行。2020 年 12 月的中央经济工作会议为 2021 年财政定调，指出“积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度”，其中“提质增效”或意味着将对债券发行有所规范、支出更加注重效益，“更可持续，保持适度支出强度”意味着宽松财政将温和退出，不会出现“急转弯”。

此外，会议还特别提出“要抓好化解地方政府隐性债务风险”与此前政治局会议提出的“抓好存量风险化解和增量风险防范”相呼应，明年可能会有更多化解地方政府隐性债务风险的举措落地，其中债务置换依然是修复地方资产负债表最为平稳的举措，需要国家进一步增长其负债来对地方政府负债置换，同时降低地方负债成本。这需要财税体制的进一步改革。

## **（二）货币政策继续保持稳定，重点改革利率传导机制**

货币政策继续保持与名义 GDP 相一致的增长速度，预计 M2 增长保持在 10% 的水平，WIND 一致预期为 9%，如果低于 9% 或低于实际 GDP 增速水平，则会带来收缩效应。总体来看，2021 年属于“疫苗复苏”进程中的恢复期，保持较宽松的货币供给有利于经济复苏。2021 年，CPI 大概率会低于 2020 年的 CPI，造成实际利率提高，加上市场利率与政策引导目标相背离，有持续上升的可能。因此，需要政策利率继续下调，有目的引导市场利率下行，这利于资产负债表的修复。同时，完善 LPR 的市场机制改革，让更多的银行参与报价，调整以特定时点为贷款基准，可以采用滚动 LPR 加权等方式让定价更平稳。利差不变的贷款利率定价机制与风险定价相冲突，这都需要进一步改革来加以完善。否则政策利率下行后，住房贷款直接与 LPR 挂钩，而市场利率未必下行，因此利率市场化改革仍要在完善 LPR 机制上再探索和改善利率传导机制。

利率市场化基准应该是国债收益率曲线，有利于平衡国际套息活动。央行现在以银行持有债券抵押利率为基准，即 MLF 为基准，实际上仍然是央行直接定价的一种方式，对市场利率的反应不足，是近来政策导引与市场定价越来越分歧的重要原因。当然这一改革涉及到债券市场建设的完善和部门间协调机制的建立。面对人民币国际化迈出坚实步伐，国内利率市场化定价必须

跟进，才能降低国际资金制度性套息行为。当前的国内市场利率上行，实际利率更有持续上升的可能，这不利于国内资产负债表的修复，居民、企业、政府因负债压力，减少支出，影响经济复苏进程。对外则存在过高息差，吸引全球套息资金涌入。因此，政策利率引导和利率市场化改革应该是 2021 年关注的政策重点。

版权公告：**【NIFD 季报】**为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。