



CMF宏观经济月度数据分析会

(2021年1月) (总第44期)

# 疫后中国经济复苏的风险与挑战

**主办单位：**

中国人民大学国家发展与战略研究院  
中国人民大学经济学院  
中诚信国际信用评级有限责任公司

**承办单位：**

中国人民大学经济研究所

2021年1月

# 疫后中国经济复苏的风险与挑战 ——CMF 中国宏观经济月度数据分析报告 (2021 年 1 月) <sup>①</sup>

---

<sup>①</sup> 本报告为中国人民大学中国宏观经济论坛（CMF）研究成果，执笔人为闫衍，报告贡献人有：袁海霞、王秋凤、汪苑晖、张林、张堃。本报告基础数据来自中国宏观经济论坛、wind、中诚信国际宏观债务风险数据库。

## 摘要

2020年初爆发的新冠疫情对中国经济和全球经济均产生了重大冲击。但是，得益于中国有效的疫情防控以及稳增长政策效果的逐步显现，2020年二季度以来，中国经济从一季度的大幅下滑中逐步修复和恢复，全年GDP同比增长2.3%，是大疫之年全球唯一实现正增长的经济体。展望2021年，疫后修复依然是中国经济运行的主旋律。受基数效应的影响，2021年中国经济增长中枢将显著高于2020年，甚至高于新常态以来的历年平均水平，全年呈现“前高后低”走势。但值得关注的是，宏观经济数据同比高位运行与微观主体的感受分化较大，对2021年宏观经济分析，需要高度关注微观主体运行所面临实际困难及宏观经济数据的环比变化。

尽管中国经济持续修复，但经济运行依然面临内外多重挑战。从外部环境来看，新冠疫情发展的不确定性依然存在，疫情对逆全球化的影响短期内仍然不会消除，大国博弈下全球地缘政治风险仍需担忧，“百年未有大变局”下外部不确定性、不稳定性持续存在。与此同时，国内经济修复仍然面临多重风险与挑战。首先，国内经济复苏并不平衡，存在结构分化，这将影响中国经济修复的可持续性和质量。其次，疫情冲击下的稳增长政策导致非金融部门债务增长加快，宏观杠杆率上扬，债务“灰犀牛”对宏观政策的制约持续存在，需要警惕债务风险超预期释放引发系统性风险。尤为值得一提的是，2020年信用风险呈现先抑后扬走势，一些体制性、周期性、行为性信用事件强烈冲击资本市场。2021年随着政策调整以及债务到期压力加大，信用风险释放或将有所加速，尤其需要警惕国企信用风险频发导致信用体系重构加剧市场波动。再次，2020年以来，政府部门逐渐成为加杠杆的主体，显性债务继续增加，且在2020年宽信用环境下融资平台融资保持较快增长，地方政府隐性债务风险也有所加大。2021年随着对地方政府债务管理的加强，地方政府债务风险或将在部分高风险区域有所暴露，在适当推动债务市场化处置的同时，仍需防范其对金融市场带来的冲击。此外，随着宏观政策逐步转向常态化，货币政策大概率保持稳健基调，积极财政政策力度边际减弱，可能会导致非金融企业部门和地方政府部门债务风险的加速释放。

在经济复苏持续但仍面临多重挑战的背景下，中国应利用好经济错峰发展的时间窗口，做好应对全球变局的准备。从宏观政策看，2021年宏观政策回归常态化应循序渐进，避免政策悬崖效应，保持宏观政策的连续性、可持续性和政策弹性；在总量政策之外注重结构视角，从供需、行业、企业、收入分配等经济结构性层面出发帮助微观主体克服实际困难；加大财政与货币政策的协调性，避免政策内耗。

## 一、 疫后中国经济快速反弹、逐步修复与复苏的可持续性

2020 年，新冠疫情成为冲击中国经济、全球经济的最大黑天鹅事件。受疫情冲击，一季度中国经济出现有季度统计数据以来的首次负增长。得益于强有力的疫情防控，随着稳增长政策效果的显现，二季度经济快速反弹，GDP 当季同比由负转正。但经济的持续修复将是一个相对漫长的过程，并非一蹴而就。虽然 2020 年中国经济全年同比增长 2.3%，是大疫之年全球唯一实现正增长的经济体，但当前的经济增长水平与正常状态仍有差距。2021 年，中国经济在疫情之后的逐步修复依然是主旋律，且由于低基数效应的影响，宏观数据将呈现超高增速的特点。但是，这并不表示经济环比修复动能增强，微观经济主体所面临实际困难仍然持续存在，“强反弹、弱修复”或是 2021 年经济修复的一个重要特点。

表 1：主要宏观经济数据一览表

	2020 年				2019 年				最新变化
	Q4	Q3	Q2	Q1	Q4	Q3	Q2	Q1	
GDP（当季同比）	6.5	4.9	3.2	-6.8	6.0	6.0	6.2	6.4	↑
GDP（累计同比）	2.3	0.7	-1.6	6.0	6.1	6.2	6.3	6.4	↓
工业增加值（累计同比，%）	2.8	1.2	-1.3	-8.4	5.7	5.6	6	6.5	↓
投资（累计同比，%）	2.9	0.8	-3.1	-16.1	5.4	5.4	5.8	6.3	↓
社零额（累计同比，%）	-3.9	-7.2	-11.4	-19.0	8.0	8.2	8.4	8.3	↓
出口：累计同比（%，美元）	3.6	-0.8	-6.2	-13.30	0.51	-0.03	0.12	1.40	↑
进口：累计同比（%，美元）	-1.1	-3.1	-7.1	-2.90	-2.72	-4.72	-3.88	-4.12	↑
贸易顺差（累计，亿美元）	5350	3260	1678	132	4217	2946	1768	729	↑
CPI（累计同比，%）	2.5	3.3	3.8	4.9	2.9	2.5	2.2	1.8	↓
PPI（累计同比，%）	-1.8	-2.0	-1.9	-1.3	-0.8	-0.3	0.2	0	↓
M2：同比（%）	10.1	10.9	11.1	10.1	8.7	8.4	8.5	8.6	↑
社会融资规模（当季值，亿元）	52478	87551	97232	110800	49647	59970	60076	86058	↑

（注：→表示与上年同期持平，↓表示与上年同期相比有所下降，↑表示与上年同期相比有所上升）

### （一） 疫情冲击下中国经济运行遵循“疫情冲击-疫后修复”的逻辑，GDP 同比增速逐季回升，受疫情冲击三次产业与需求结构出现短时扭曲

新冠疫情是 2020 年中国经济运行的主要冲击因素。从全年经济情况来看，经济运行基本遵循了“疫情冲击—疫后修复”的逻辑。一季度，新冠疫情爆发、武汉“封城”、全国大部分经济活动近乎“停摆”，经济大幅下行，GDP 当季同比下滑 6.8%，为 1992 年公布季度 GDP 数据以来的最低值。二季度随着疫情得到有

效控制，在政策支持下各地持续复工复产，GDP 当季同比回升至 3.2%，带动累计同比降幅收窄至 1.6%；三季度经济持续修复，当季同比进一步回升至 4.9%，累计同比实现 0.7%的正增长。四季度经济修复态势不改，当季同比实现 6.5%的增长，全年累计同比增长 2.3%。但值得关注的是，虽然经济延续修复，但从季度 GDP 环比来看，经济修复动能逐季趋弱，季调后的 GDP 环比增速逐季回落。

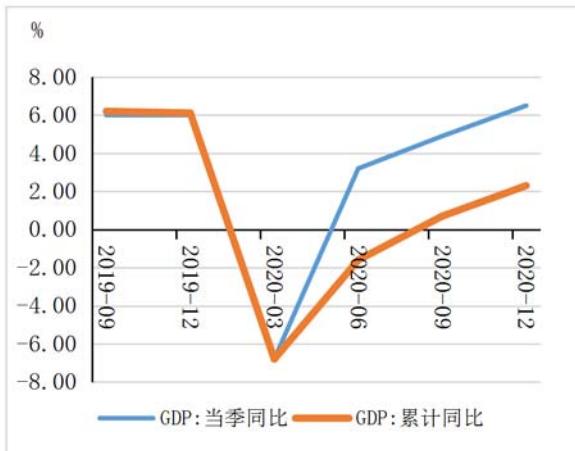


图 1：二季度以来 GDP 逐季修复

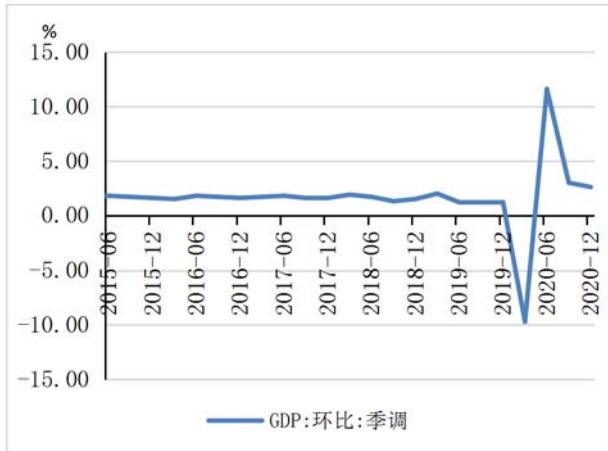


图 2：季调后的 GDP 环比增速逐季回落

受疫情影响，产业结构、需求结构出现短时扭曲，但随着经济的持续修复这一情况有望得到改善。分三次产业来看，三次产业均延续改善态势，全年第一、二、三产业同比增长分别为 3.0%、2.6%、2.1%，分别较上半年回升 2.1、4.5 和 3.7 个百分点，但第三产业的修复较为缓慢，由此导致第三产业对经济增长的贡献率从上年的 63.9%回落至 48.3%。从三大需求来看，受疫情冲击影响，今年以来三大需求对经济增长的贡献率大幅波动，拉动力能更好的反映三大需求对于经济的贡献情况。具体来看，在居民消费信心仍有待恢复的情况下，前三季度最终消费对 GDP 增长拖累 2.5%；资本形成对 GDP 增长拉动 3.1 个百分点，资本形成是经济增长的主要影响因素；在出口“错峰增长”背景下，净出口对 GDP 增长拉动 0.1 个百分点。从产业结构与需求结构来看，在疫情冲击下三次产业与需求结构均出现一定程度的扭曲，具体表现在第三产业对经济增长贡献率大幅下滑，消费成为经济增长的拖累项，但后续随着经济持续修复，在疫情得到有效控制情况下经济增长趋于正常化，这种经济结构扭曲的情况将有望好转。

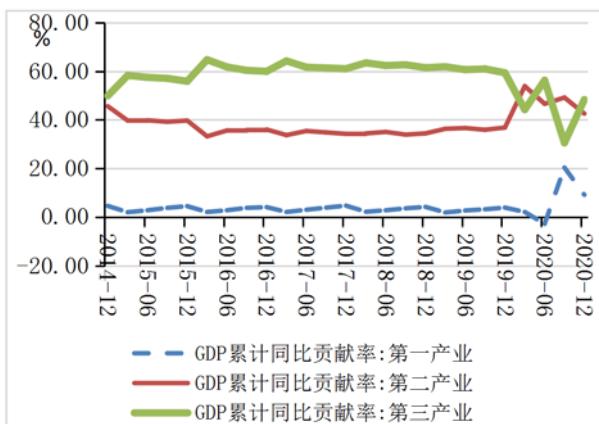


图3: 第三产业贡献率低于正常水平

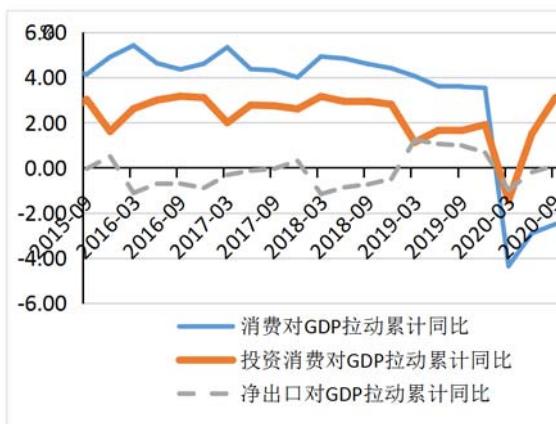


图4: 投资对GDP的拉动上升

## (二) 工业生产反弹迅速但修复力量趋于见顶，服务业生产仍处于持续修复过程

从2020年生产侧的运行来看，一个突出的特点是，前期受行政性的复工复产政策支持，工业生产在疫情得到控制之后迅速反弹，4月份即实现正增长，此后，受出口高增和国内生产补进度的支撑，工业生产仍持续保持较高速的增长，8月份以来同比增速持续高于去年同期。相比之下，服务业生产受疫情的冲击更为持久，一季度以后疫情的零星爆发使得疫情对居民外出活动的动力和信心的负面影响持续存在，导致服务业修复相对较为缓慢。虽然在9-10月份服务业生产出现明显修复加快的势头，但随着寒冷天气到来，国内疫情防控压力进一步加大，疫情对服务业的负面影响仍持续存在。2021年，工业生产的修复或趋于见顶，生产侧的修复力量将更多依赖于服务业，而疫苗逐渐普及背景下疫情对服务业的影响能否如预期趋弱，将是2021年生产侧需要重点关注的变化。

工业生产反弹迅速但修复力量或趋于见顶。工业生产是疫情得到控制之后恢复最快的变量之一。尽管在全国经济近乎停摆的二月份，工业增加值当月同比一度大幅下滑24.5%，与投资等变量的下滑幅度大致相当，但在各类行政性复工复产措施的推动下，4月份工业生产当月同比已经反弹至3.9%，此后在国内赶生产进度和出口错峰高位增长等因素的支撑下持续修复，8月份以来当月同比持续高于上年同期，全年累计同比增长2.8%，整体修复较好。但是，工业生产修复力量在未来有可能趋弱：一方面，从国内因素来看，虽然国内经济仍然持续修复，但修复的环比增速或趋于平缓，尤其是对工业生产带动较大的基建和房地产投资

受到的制约较大，需求侧修复的环比放缓使得其对生产的带动作用受到制约；另一方面，从海外因素看，虽然当前全球疫情仍处于高位，但全球经济或出现一定的对疫情“免疫”的特征。同时，随着疫苗的推广，海外供给持续恢复的可能性更大，出口交货值的增长后续或将放缓，从而使得出口对国内工业生产的带动作用也可能弱化。综合来看，在2021年一季度低基数导致的高增之后，二季度工业增速将有所回落，甚至有可能低于2020年四季度增速。

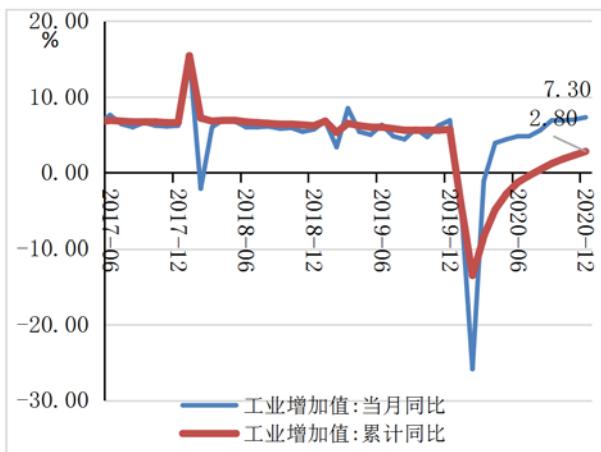


图5：工业生产在疫情后反弹较快

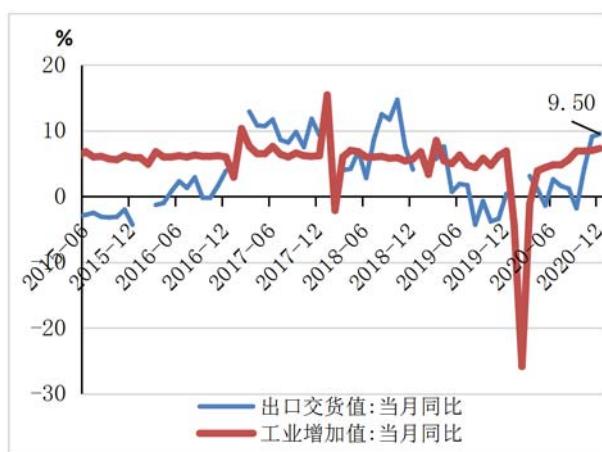


图6：出口交货值暂保持高位增长

服务业复苏相对较为滞后，但持续修复仍可期待。相比工业生产，服务业的生产和消费更加依赖于居民的经济活动，因此受疫情影响时间相对更长。从服务业生产指数来看，虽然10月以来随着国内疫情防控形势较好以及国庆假期的带动，服务业生产指数当月同比已经接近于去年同期水平，但受前几个月的低迷态势影响，服务业生产指数全年零增长。值得关注的是，一方面服务业整体表现较为低迷，另一方面服务业内部结构分化明显。具体来看，住宿和餐饮业、批发和零售业、交通运输、仓储和邮政业受疫情冲击较大，信息传输、软件和信息技术服务业等对人员集聚要求较低的行业保持高速增长，金融业实现了逆势增长。2020年12月份以来，国内疫情再次出现多点零星爆发态势，多地政府呼吁居民“就地过年”，元旦、春节假期对服务业的拉动作用或将弱化。但未来几个月，随着疫苗接种、气温升高病毒活性减弱，服务业的持续复苏仍可期待。



图 7：服务业生产指数累计同比仍负增长

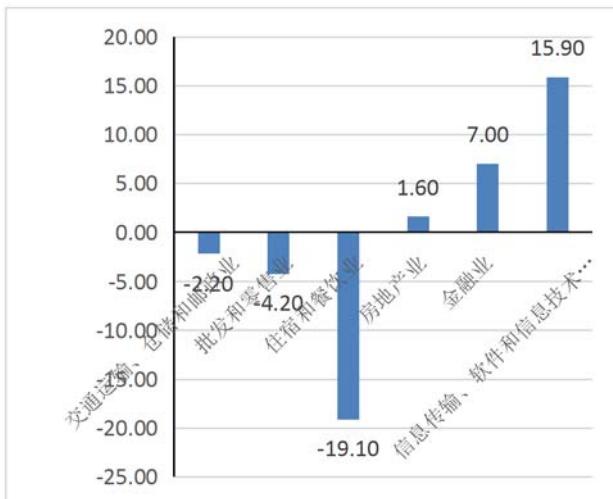


图 8：不同服务业行业走势分化

### (三) 内需逐步恢复，出口短期错峰增长但仍面临不确定性

从 2020 年需求侧的修复来看，政策性因素先复苏、市场性因素后复苏是其典型特征。这一特征在投资方面表现得尤为明显：基建投资、房地产投资率先复苏，市场化程度较高的制造业投资恢复较为缓慢；国有投资恢复较快，民间投资恢复相对较慢。此外，居民消费等受市场因素制约较大的变量也恢复较慢。不过，纵观全年，出口的错峰增长是需求侧最为超预期的一个变量，在疫情全球蔓延的情况下，海外主要出口经济体的生产均受到了冲击，中国在全球率先复工复产为我国出口赢得了错峰增长的机会，出口在三季度以来持续高速增长。展望 2021 年，随着宏观政策逐步向常态化回归，政策性因素的修复力量或边际弱化，市场性因素修复将成为主导 2021 年需求走势的关键因素。但相比政策性因素，市场性因素的修复空间更大，在构建以内循环为主体的新发展格局下，进一步扩大内需、提升需求质量也将为需求的修复提供持续的支撑。但值得一提的是，随着海外供给的修复，2021 年外部需求所面临的不确定性将有所加大。

政策性投资恢复快但后续受到的制约加大，投资内生动力正逐步增强。投资全年同比增长 2.9%，房地产投资依然是支撑 2020 年全年投资最重要因素。在地产企业为加快资金周转抢开工、抢施工的背景下，房地产投资全年累计同比增长 7.0%，成为三大类投资中同比增速最高的投资类别；与此同时，在加大专项债投入的背景下，基建投资也实现了正增长，同比增长 0.9%，“托底”作用依然存在；相比之下，制造业投资修复明显较为缓慢，前 8 个月降幅持续维持在两位

数，但三季度以来随着企业信心的逐步修复，制造业投资降幅进一步收窄，全年同比下降 2.2%。从所有制来看，国有及国有控股单位投资同比增速在政策引导下快速反弹至 0%以上，但民间投资直到 11 月份才实现正增长，民间的修复明显慢于政策性投资的修复。展望 2021 年，随着政策逐步转向常态化，基建以及国有企业投资的修复动能或将弱化，行业周期底部运行和“房住不炒”下地产严调控不改，房地产投资大幅回升的动力不足，制造业和民间投资等内生投资动能的修复或将主要支撑投资。

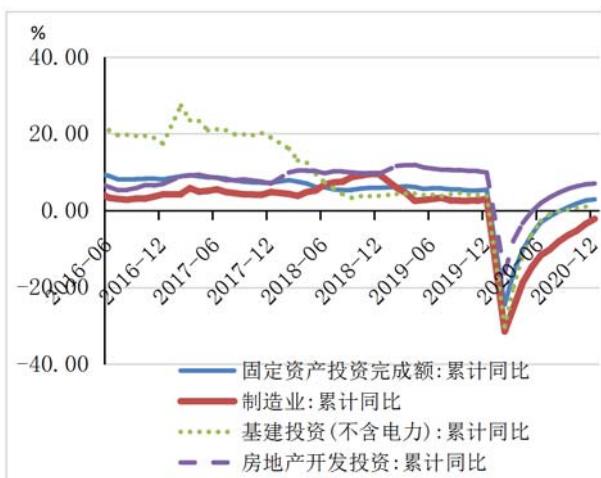


图 9：投资及其三大类走势



图 10：民间投资与国有投资走势

**消费逐步修复，未来改善可期，但需关注消费领域“马太效应”。**与服务业生产类似，消费修复也与疫情冲击后居民活动及消费信心修复密切相关，而这需要相对较长的时间。从 2020 年全年的社零额当月同比走势来看，上半年社零额当月同比持续处于负增长态势，三季度以来随着疫情有效控制，居民外出活动增多，消费持续修复且各月均实现了正增长，11 月份在“双 11”效应的带动下更是实现了 5% 的较高增速。但受前期拖累，全年来看，消费同比增长 -3.9%，仍然远低于正常水平。12 月以来疫情的零星爆发有可能对元旦、春节假期对消费的带动作用产生一定负面影响，但综合来看，随着疫情影响的逐步淡化，以及构建以内循环为主体的新发展格局下注重保障就业、提升居民收入等相关扩大内需政策的实施，消费的持续修复可期。在消费稳步修复的过程中，其表现出的结构分化特点值得高度关注，如受政策支持和疫情之下居民消费心理变化影响，汽车消费强劲反弹，尽管受一季度的拖累全年汽车销售额同比仍为负值，但下半年以来持续维持两位数高增长，持续高于除汽车外的社零额增速，这一方面体现了汽车

领域扩大内需政策的积极效应，但也在另一方面表明，居民除汽车外的基础性消费仍有不足。同时，分城乡区域来看，城市居民与农村居民社零额在疫情后出现同步反弹，农村居民社零额增速持续高于城市居民社零额增速，但二者之间的差距有所收窄。这种分化现象在一定程度表明居民自发消费动力不足，尤其是中低收入群体的消费动力不足，未来仍需关注疫情冲击导致的消费领域“马太效应”。由于服务消费暂无相关统计数据，但我们可以从服务 CPI 的走势大抵判断服务消费的情况：2020 年全年，在服务业供给并不景气的情况下，服务 CPI 仍大幅低于前两年，可见服务业消费低迷，考虑到服务业消费在最终消费中近 50% 的占比，服务业消费的低迷已经成为最终消费最大的拖累因素。

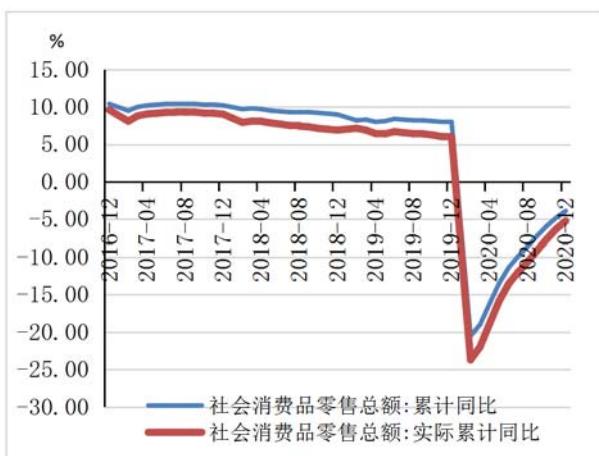


图 11：社零额累计同比仍处于负增长态势

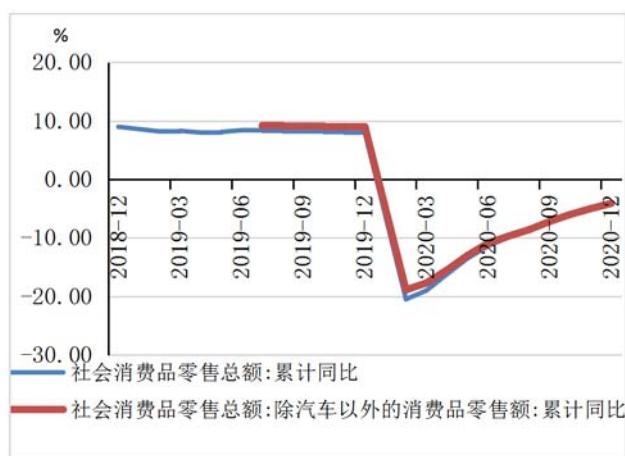


图 12：汽车消费增速高于不含汽车消费增速

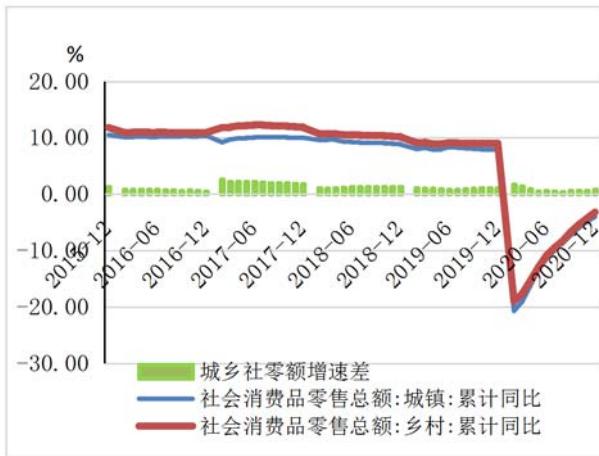


图 13：城乡居民消费增速差距收窄

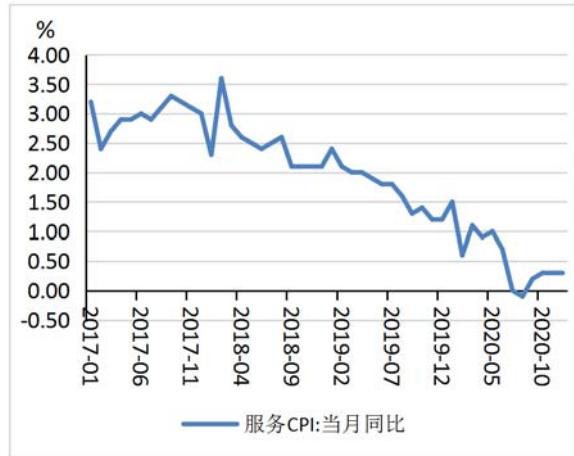


图 14：服务 CPI 大幅低于前两年

出口错峰增长，但后续这一优势或将有所弱化。如前所述，疫情全球蔓延背景下出口的错峰增长是 2020 年中国经济运行中的超预期因素。2020 年全年出口

累计同比增长 3.6%，进口累计同比下降 1.1%，出口的错峰增长带动贸易顺差再度保持在较高水平，全年实现贸易顺差 5350 亿美元，较上年增加 1140 亿美元。从月度走势来看，下半年以来出口持续保持在 7%以上的高位增长，11-12 月月份在西方国家疫情再度加剧和圣诞节临近等多重因素的作用下，更是出现 15%以上的同比高增速。从出口产品看，主要以疫情防控相关产品以及“宅”经济相关产品为主。展望 2021 年，随着主要出口国家生产的恢复，对中国制造的依赖将有所弱化，但全球需求的恢复也将给我国出口带来一定支撑，对 2021 年出口也无需过分悲观。

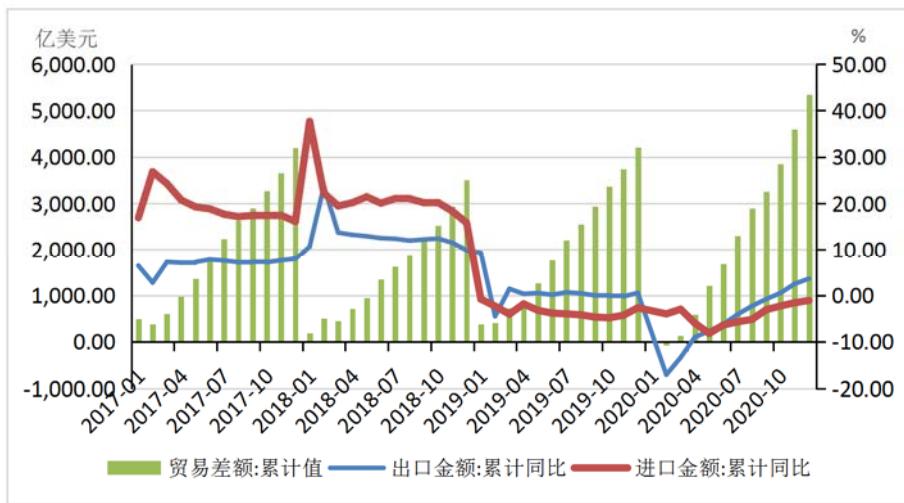


图 15: 20201 年中翘尾因素相对较高

#### （四）新动能逆势增长，构建双循环新发展格局有望继续推动新动能发展

尽管 2020 年经济运行受到疫情的巨大冲击，需求结构与三次产业结构均出现了一定程度的扭曲，且目前仍未完全修复，但在疫情冲击下，经济运行中也出现了一些积极的结构变化，其中最为突出特点即是新动能出现了逆势增长。这具体表现在以下几个方面：

**高科技产业生产和投资保持较快增长。**今年以来，内外多重因素为国内高科技产业的发展提供了机遇。首先，受中美博弈和疫情冲击影响，部分高科技企业转而寻求国内供应商，在一定程度上带动了国内相关产业的发展；其次，构建以内循环为主体的新格局下，伴随科创板、注册制等资本市场改革的落地，资本对高科技产业的关注加大；再次，疫情影响下，市场对医疗卫生等用品的需求量较大，在一定程度上带动了医药制造业等高科技行业发展；此外，相比劳动力密集型产业，高科技产业以资本密集和智力密集为主，对人员集聚要求相对较低，因

此疫情对相关产业的冲击也相对较小。综合来看，受多重支撑因素影响，高科技产业的生产和服务投资增速均保持在较高水平。全年高技术产业增加值同比增长 7.1%，高于工业增加值同比增速 4.3 个百分点；高技术产业投资同样保持稳步上升态势，同比增长 10.6%，比投资整体高 7.7 个百分点，其中，高技术制造业投资增长 11.5%，高技术服务业投资增长 9.1%。

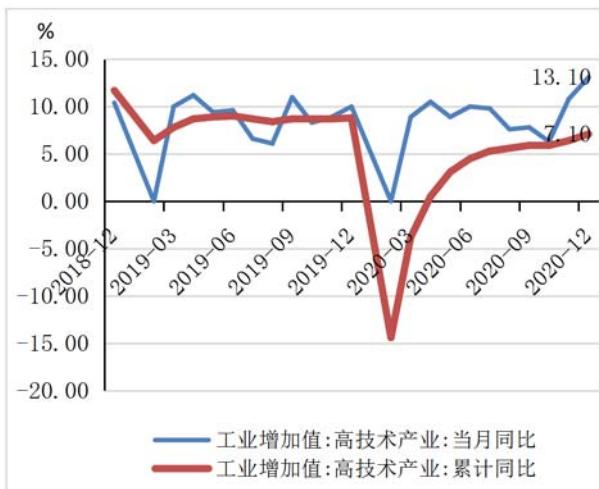


图 16：高技术产业生产回暖较快

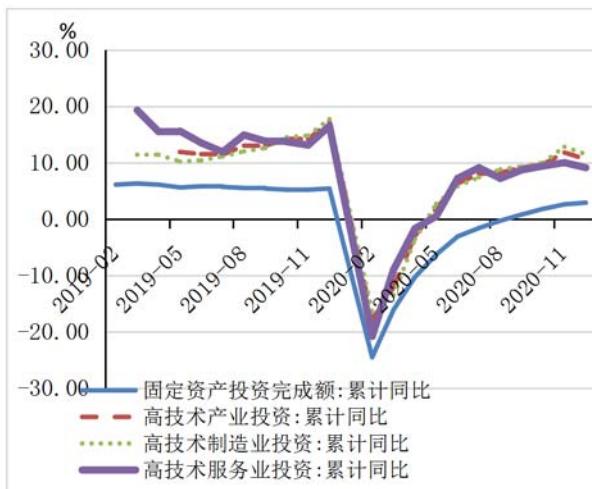


图 17：高技术产业投资保持较高增速

线上消费、线上教育等应对疫情下生产生活方式转变的行业出现较快增长。疫情期间，网络消费在助力疫情防控、保障居民生活、促进经济增长方面都发挥了非常重要的作用。其中实物商品网上零售额在疫后物流复工复产力度加大背景下，同比增速整体呈上升趋势，全年实物商品网上零售额同比增长 14.8%，占社会消费品零售总额的 24.9%。疫情期间网上办公、在线问诊和在线教育等新兴需求大大提高，带动相关行业迅速发展。

## （五）猪周期走弱 CPI 回落，经济修复支撑 PPI 改善，2021 年通胀通缩整体或仍可控

“猪周期”步入下行区间，2020 年 CPI 走势“前高后低”。2020 年，CPI 同比增速为 2.5%，低于 2020 年政府工作报告中“全年保持在 3.5% 左右”的既定目标。从月度数据看，2020 年全年价格呈现出显著的前高后低特征，且斜率较大。主要是由于“猪周期”在新年过后开始进入下行区间，猪肉产量上升，价格回落。特别是四季度猪肉价格出现同比负增长，其中 11 月份猪肉价格同比大幅下降 12.5%，带动当月 CPI 同比下降 0.5%，为 11 年来首次为负，12 月份 CPI 虽有回升但幅度较小，仅同比增长 0.2%。同时在疫情冲击下，需求复苏弱于供给，

CPI、食品 CPI、核心 CPI 和非食品 CPI 均进入下行通道。

PPI 不断修复但仍处低位。从年度数据看，我国通过防疫措施及时实现了复工复产，逆周期政策取得了一定托底作用，PPI 并未因疫情冲击出现大幅下滑，全年回落 1.8%，降幅较上年同期扩大 1.5 个百分点，在需求偏弱背景下整体处于低位。从全年走势来看，2020 年初 PPI 延续着 2019 年的改善趋势，不过在疫情的冲击下，需求低迷，大宗商品价格低位，为此 PPI 同比降幅持续扩大；随着国内疫情得到控制，生产和需求端均有所改善，PPI 降幅持续收窄，延续向上修复态势。

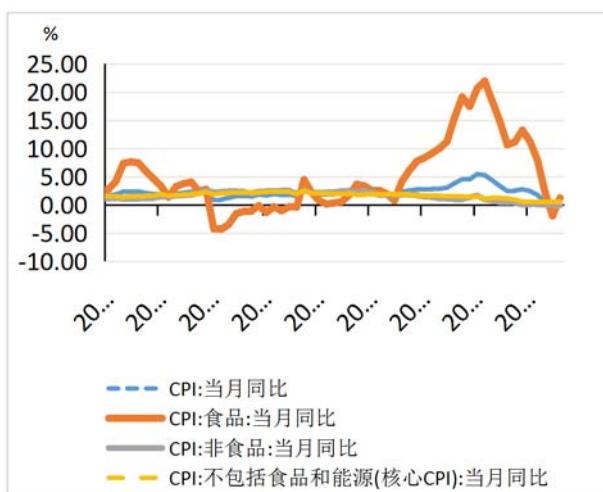


图 18: CPI 呈下行趋势

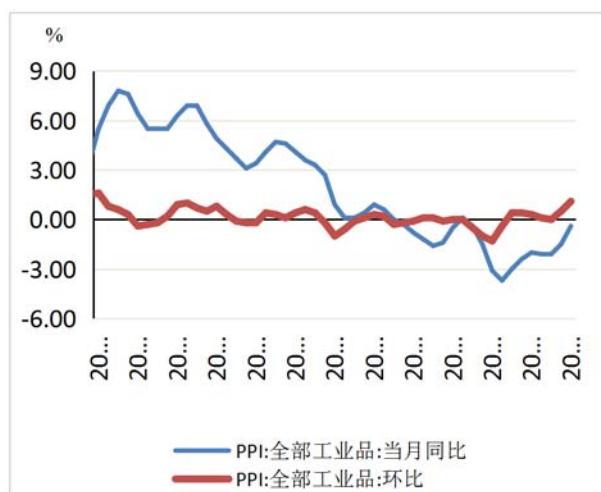


图 19: PPI 有所修复

2021 年通胀通缩均较为可控，或不会成为影响宏观政策的重要变量。CPI 方面，季节因素叠加春节影响猪肉等食品价格或出现一定回调，但 2021 年一季度翘尾因素对 CPI 同比将形成较大拖累，加之核心 CPI 处于历史低位，综合考虑下 2021 年一季度 CPI 不会出现大涨，基数效应下 2021 年 CPI 高点或出现在年中。从 PPI 来看，随着中国经济和全球经济的边际修复，大宗商品价格对 PPI 的支撑或有增强，PPI 同比有望高于 2020 年水平，同时考虑到翘尾因素的影响，全年高点或出现在二季度，至二季度后 PPI 或将进入一段相对平稳区间。



图 20: 2020 年中 CPI、PPI 翘尾因素均相对较高

## (六) 企业盈利改善但整体仍处于低位

工业企业利润持续修复，高新技术行业表现亮眼。2020 年，疫情冲击导致 1-2 月工业企业利润同比大幅下降 38.3%，特别是上半年大宗商品价格的大幅下降导致采矿业利润同比大幅下行，是工业企业利润最大的拖累项。随着疫情得到控制，国内供需均显著恢复，企业融资成本不断降低，工业企业利润持续修复。此外在国内与海外形势逆转的背景下，我国迎来了错峰发展的机遇。6 月份以来，工业企业利润单月同比增速均达两位数，累计同比增速在 10 月份转正。其中，高新技术行业利润快速增长，1-11 月，电子器件制造业利润同比增速高达 49.2%，电子元件及电子专用材料、电子信息以及仪器仪表制造业增速分别为 11.1%、15.7% 和 13.3%，推动制造业利润加速恢复。整体来看，虽然工业企业利润持续修复态势较好，但增速仍弱于去年同期，仍处于低位运行态势。

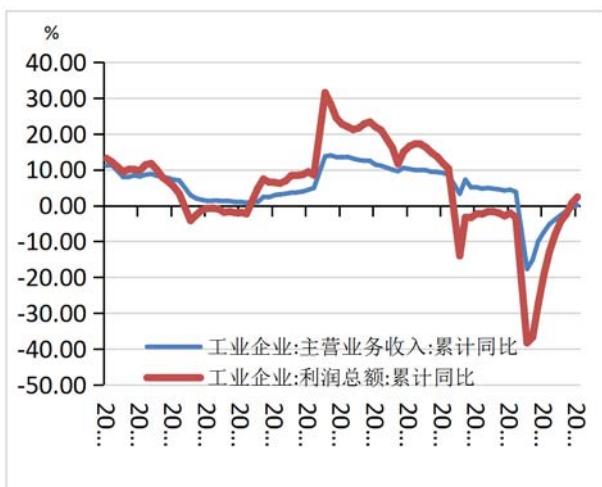


图 21: 工业企业经济效益持续修复

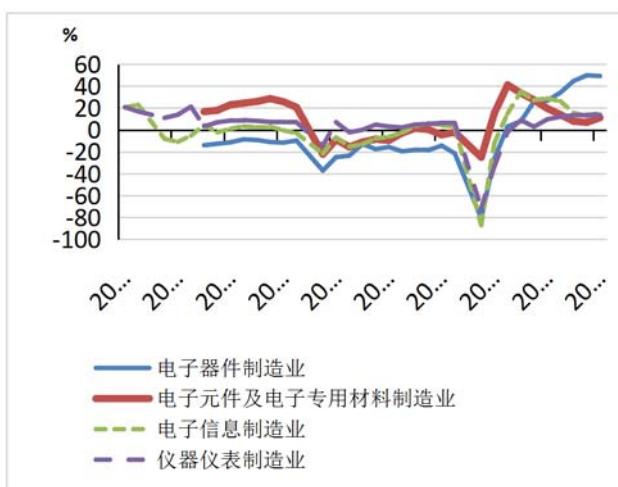


图 22: 高新技术行业利润保持高速增长

短期内企业盈利延续修复，但中长期利润增长承压。随着国内经济修复，在低基数的背景下，2021年初工业企业利润的修复态势仍将持续。不过当前工业企业经济效益改善仍存在一定的隐忧：规模以上工业企业应收账款和产成品存货同比增速加快，工业企业产销率单月同比持续下降，表明当前虽然生产加快，但需求提升相对缓慢，同时政策的边际调整或将给企业带来一定压力，为此工业企业利润仍面临压力。此外，随着海外疫苗的广泛应用，海外生产或将回暖，这将在中长期对国内工业生产和利润产生一定的冲击。

#### （七）宏观政策虽有调整但宽信用基调延续，金融市场及外汇市场基本保持平稳运行

应对疫情冲击，宽货币、宽信用，M2与社融增长加快。2020年我国货币政策由“紧急性宽松”逐步回归常态化，坚持稳健取向不变，注重总量政策适度、支持实体经济和降低融资成本，根据形势变化和市场需求及时调节政策力度、节奏和重点，把好货币供应总闸门，尽可能长时间实施常规货币政策。综合来看，货币政策呈现前松后紧的趋势，市场流动性保持充裕。在此背景下，全年新增社融达34.86万亿元，高出2019年9.28万亿元，社融存量增速为13.3%，高出2019年2.51个百分点。其中在提高赤字率、发行特别国债以及扩大地方专项债背景下，政府债券融资显著高于往年同期。疫情爆发后持续宽松的货币政策带来M2的高位运行，3月份以来M2同比增速均超过10%。随着货币政策精准导向、直达实体，M1增速同比不断上升，M1与M2剪刀差不断收窄，实体经济活跃程度在经历年初的低迷后有所提高。

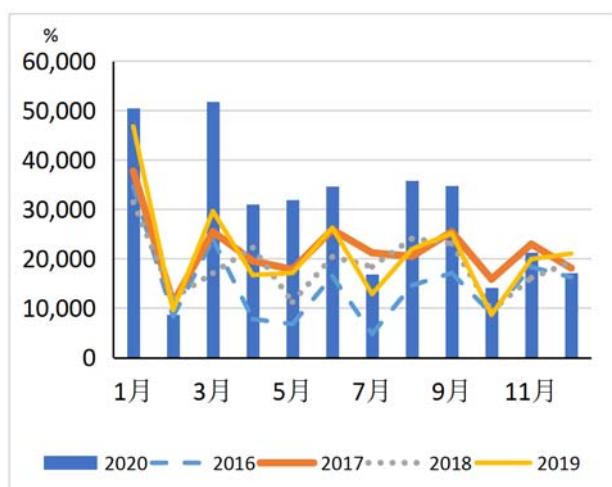


图23：新增社融保持高位

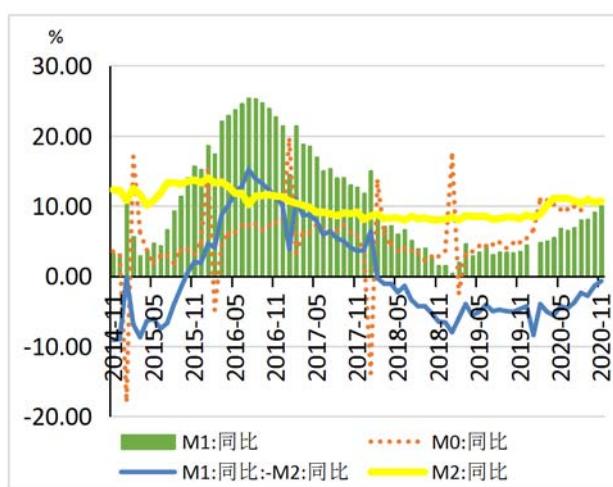


图24：M1与M2剪刀差收窄

中国经济率先复苏、美元弱势等因素支撑人民币走强，2021年人民币升值压力或边际缓解。2020年在受到疫情冲击较大的一季度，人民币汇率整体呈波动贬值趋势，美元外汇储备也随之波动下行。不过随着国内和海外疫情防控结果不同，国内供给加快修复，中国替代效应不断增强，出口不断高增，外汇储备波动攀升，人民币汇率进入升值通道，并在2021年1月5日破6.5的关口。后续来看，中国利率相对走高，人民币仍有一定的升值压力。虽然当前疫苗在全球范围内使用，但由于产能受限，海外各国基本面修复仍需时日，短期内对人民币地位的影响有限。不过从2021年全年来看，随着全球范围内疫苗广泛使用，美国经济修复，美元可能略有走强，在一定程度上缓解人民币升值压力。

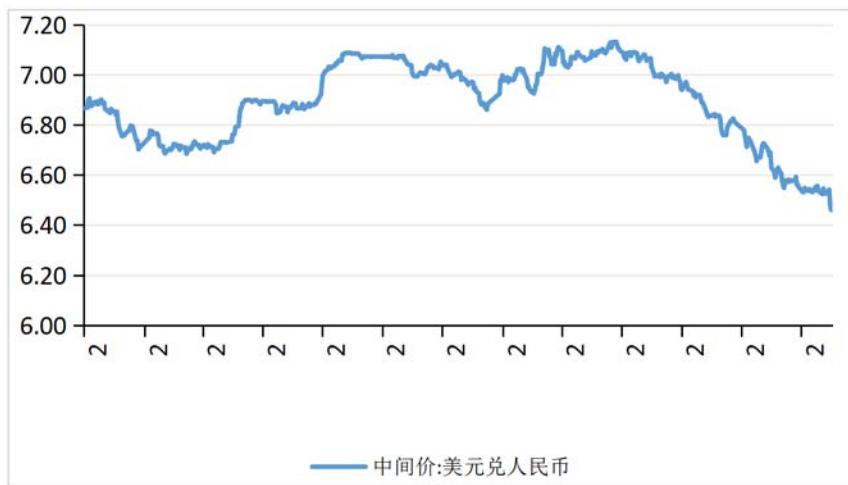


图 25：人民币汇率波动上行

疫情短暂冲击股市，但不改全年温和上涨基调。疫情爆发后，我国股市受到较大的冲击，不过随着应对疫情政策的不断推出并落实，上证综指有所修复。但疫情在全球的蔓延对国际金融市场造成巨大的冲击，美股出现史诗级的4次熔断，受此影响，上证综指再度下挫。后续随着我国经济的持续修复，股市自4月份开始，整体呈现温和上升的态势。2020年最后一个交易日上证综指较第一个交易日上涨12.57%，上交所市盈率提高2.04倍，wind全A指数市净率2020年最后一个交易日较第一个交易日上涨0.3倍，为2.03。2020年全年首发募集企业共396家，比上年增加193家，募集资金4700亿元，较上年增加2168亿元。2021年随着我国经济将延续基本面的修复，股市或将延续温和上涨的态势。

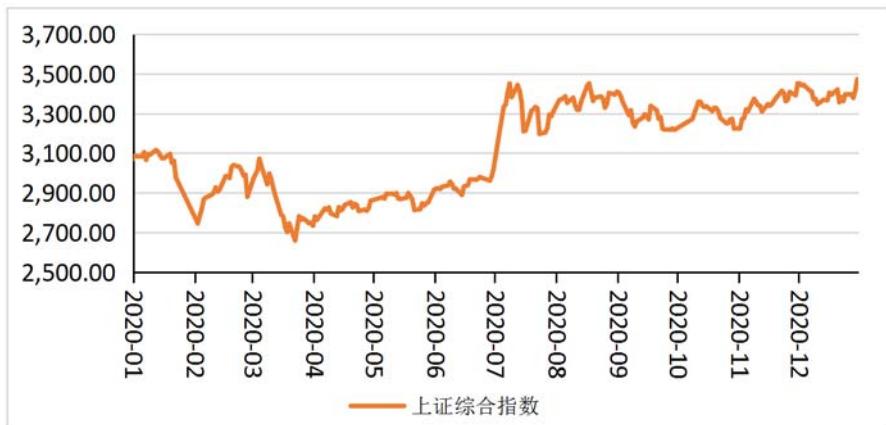


图 26：上证综指温和上涨

### (八) 展望：2021 年经济走势将呈现“前高后低”态势，需高度关注微观主体运行的困难与压力

如前所述，虽然中国经济是大疫之年全球唯一实现正增长的主要经济体，但全年经济增速仍处于历史低点，并未回到正常的增长水平，经济修复并非一蹴而就，修复仍然是 2021 年经济运行的主旋律。不过，相较于 2020 年政策性因素修复较快、对经济增长的支撑能力更强，2021 年经济运行的主要影响因素在于市场性因素能否持续修复：制造业投资与民间投资的韧性、消费修复的空间和速度、服务业的恢复程度，等等。从现有情况来看，2021 年市场性因素的修复仍将持续，经济继续改善仍可期待。从全年经济运行的走势来看，受基数效应的影响，2021 年中国经济增长中枢将显著高于 2020 年，甚至高于新常态以来的历年平均水平，基数效应导致的高增长将突出表现在第一季度，后续将逐步回落，向潜在增速回归，全年将呈现“前高后低”走势。<sup>②</sup>但值得关注的是，宏观经济数据同比的高位运行与微观主体的感受分化较大，对 2021 年宏观经济的分析需要高度关注微观主体运行所面临实际困难及宏观经济数据的环比变化。

## 二、 疫后中国经济复苏面临的风险与挑战

尽管中国经济持续修复，但经济修复的过程并非没有风险和挑战。从外部环境来看，全球经济复苏仍有压力，新冠疫情发展的不确定性依然存在，疫情对逆全球化的影响短期内仍然不会消除，大国博弈下的全球地缘政治风险仍需担忧，“百年未有大变局”下外部不确定性、不稳定性持续存在。与此同时，国内经济

<sup>②</sup> 详情参考 CMF 中国宏观经济分析与预测报告（2020-2021）《迈向双循环新发展格局的中国宏观经济》

修复仍然面临多重风险与挑战。首先，国内经济复苏并不平衡，结构分化进一步加剧，这将影响中国经济修复的可持续性和质量。其次，疫情冲击下的稳增长政策导致非金融部门总债务增长再度加快，宏观总杠杆率上扬，借新还旧压力较大，尤需警惕债务风险超预期释放引发系统性风险。值得一提的是，2020年信用风险呈现先抑后扬走势，并呈现从民企向国企蔓延的态势，2021年随着政策的调整，信用风险释放或将有所加速，尤其需要警惕国企信用风险频发导致信用体系重构，加剧金融市场的波动和风险。再次，2020年以来，政府部门逐渐成为加杠杆的主体，地方政府显性和隐性债务压力加大，2021年随着对地方政府债务管理的加强，地方政府债务风险或将在部分高风险区域有所暴露，在适当推动债务市场化处置同时仍需防范其对金融市场带来的冲击。此外，随着宏观政策逐步转向常态化，可能会导致非金融企业部门、地方政府部门债务风险的加速释放。

### （一）2021年全球经济大概率步入复苏，但外部多重挑战仍存

疫情持续蔓延，全球经济复苏之路道阻且长。相比于2020年经济的大幅下行，2021年全球经济将明显改善，已成为主要国际机构的共识。但随着疫情持续扩散，许多国家放慢了经济重启进程，同时多地发现变异新冠病毒也为疫情带来更多不确定性，部分国家再度实施了封锁措施，防控形势严峻。出于对疫情的担忧，主要国际机构在最新预测报告中均下调了对2021年经济增速的预测结果。IMF2020年10月份发布的《世界经济展望》预测2021年全球经济增速为5.2%，比6月份的预测下调0.2个百分点，主要是下调了发达经济体的经济增速预测值；世界银行2021年1月份发布的《全球经济展望》预测2021年全球经济增速为4%，比2020年6月份的预测下调0.2个百分点，普遍上调新兴市场和发展中经济体的经济增速预测值。尽管疫苗接种为经济复苏带来希望，但全球经济恢复到疫情前水平依然道阻且长，而且极易出现倒退。

表2 主要国际机构对2021年经济增长的预测

	IMF 预测		世界银行预测	
	6月预测	10月预测	6月预测	1月预测
全球经济增速	5.4	5.2	4.2	4
发达经济体	4.8	3.9	3.9	3.3
美国	4.5	3.1	4.0	3.5

欧元区	6.0	5.2	4.5	3.6
日本	2.4	2.3	2.5	2.5
新兴市场和发展中经济体	5.9	6.0	4.6	5
中国	8.2	8.2	6.9	7.9
印度	6.0	8.8	3.1	5.4
巴西	3.6	2.8	2.2	3

全球疫情发展对中国经济的影响依然存在不确定性。当前，全球多个国家均开始推广新冠疫苗的注射，全球经济也呈现出一定的对新冠疫情“免疫”的特征正在逐步修复，但疫情的发展仍存在多重不确定性。一方面，如果新冠病毒出现变异，疫苗的作用较为有限，导致现有全球疫情防控压力依然巨大，全球需求低迷也将对中国经济带来一定拖累，与此同时，在疫情全球蔓延的背景下，国内疫情防控压力巨大，同样制约国内经济的修复。另一方面，如果疫情逐步得到控制，全球经济的修复快于全球需求的修复，中国出口错峰增长的优势将有所弱化。

中国经济复苏仍然地缘政治风险持续、逆全球化趋势明显等多重外部挑战。从地缘政治风险来看，大国博弈的风险依然存在。尽管拜登的行为相较于特朗普更有可预见性，短期内其也将更关注于国内议题，中美冲突短期存在边际缓和可能，但遏制中国基本上已经成了美国两党的共识，拜登上台后不会改变中美博弈大势，反而要警惕其团结美国传统盟友实现多边施压、一致对华。此外，疫情冲击下逆全球化思潮加速，主要发达国家均考虑或正在实施加快制造业回流。这种趋势下势必对我国产业结构尤其是外贸依赖度相对比较高的行业影响比较大且较为深远。

## （二）经济修复仍存在多重不平衡，影响中国经济修复的质量和可持续性

在有效的疫情防控和稳健的复工复产背景下，我国经济快速反弹，持续修复，但当前来看，我国经济复苏的基础并不牢靠，结构性失衡问题突出，制约着我国2021年经济修复的可持续性和高质量发展。

2021年宏观数据的高景气与微观主体面临的现实困境存在背离。2021年虽然受低基数效应的影响，各项数据料将出现高增长，但宏观经济数据同比的高位运行与微观主体的感受分化较大。特别是，今年以来企业和居民存款逆势高增长，侧面反映了企业投资动力不足，居民消费倾向趋于保守。此外，疫情得到控制之

后，工业企业利润虽然持续修复，但整体处于低位运行，企业特别是中小企业经营仍存在困难，抑制企业投资意愿。虽然二季度以来居民人均收入增速保持上涨，但在疫情冲击、就业压力增大的背景下，收入的增幅相对较小。居民消费正常化仍受制于消费信心恢复缓慢、居民收入结构性分化以及国内零星散发病例和局部暴发疫情的风险等因素。

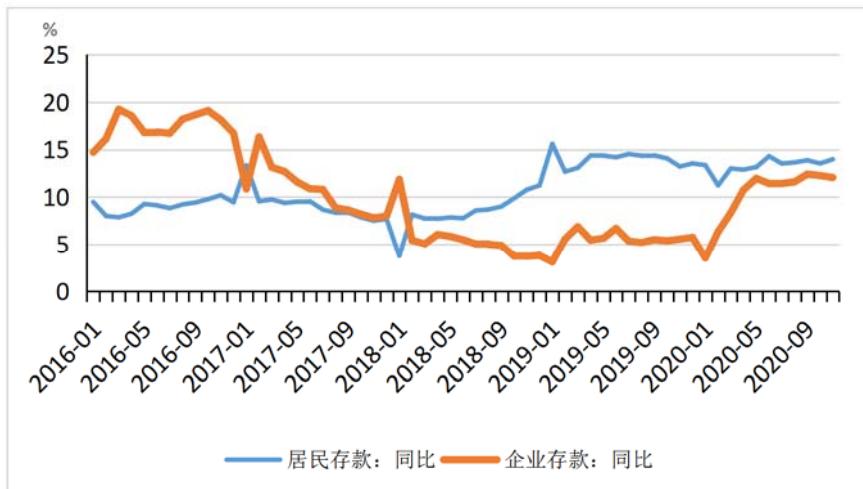
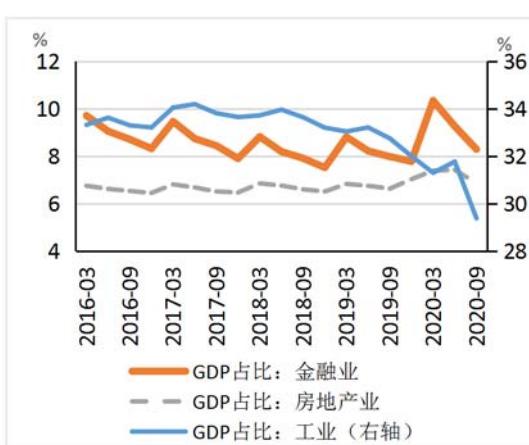


图 27：居民与企业存款逆势增长

经济运行中结构性失衡仍存，或将拖累 2021 年经济持续修复。尽管三季度以来，市场性力量的修复已经有所加强，但是结构性的失衡依然存在，主要体现在四个方面：一是供需结构失衡依然较为突出。疫情以来，供给的修复始终快于需求，12 月份工业增加值同比增速高达 7.3%，同期社会消费品零售总额虽然也出现较大幅度的上升，同比增速达到 4.6%，但依然落后于生产的恢复速度。考虑 2021 年出口的高增长很可能难以持续，居民消费信心恢复缓慢、居民收入结构性分化以及国内局部暴发疫情的风险等因素，供需矛盾可能持续存在，进而拖累宏观经济整体修复。二是不同所有制投资的恢复程度失衡。在稳增长和宽信用政策支持下，国有企业投资的修复明显好于民营企业投资。全年国有及国有控股单位投资累计同比增长 5.3%，民间投资全年仅同比增长 0.2%。三是实体经济与金融业发展不平衡。宽货币、宽信用虽然有助于缓释疫情冲击下实体经济的流动性风险，但也导致实体经济与金融业发展的不平衡再度加剧。截至 2020 年三季度，工业 GDP 占比由 2019 年年末的 32%回落至 29.38%，金融业 GDP 占比由 7.78%上升至 8.29%，房地产 GDP 占比仅由 7.03%小幅下降至 6.86%。四是不同规模企业生产经营改善程度失衡。由于抗风险能力较弱等因素影响，中小企业受到的疫情

冲击远大于大型企业。从制造业 PMI 数据来看，12 月大、中、小型企业 PMI 依次为 52.7%、52.7% 和 48.8%，侧面说明小企业修复难度大于大型企业，修复速度也慢于大型企业。



### （三）债务压力居于高位，警惕债务风险超预期释放

2008 年金融危机以来，中国经济运行呈现在波动中增长的特征。在此过程中，为了稳增长，中国经济出现了多轮加杠杆周期<sup>③</sup>，由此也导致债务风险不断累积，债务还本付息压力加大。2020 年，为了应对新冠疫情冲击的负面影响，我国也采取了一系列宽松政策对冲经济下行压力，宽货币、宽信用、积极财政政策加力提效，我国正式开启了金融危机以来第四轮加杠杆周期。<sup>④</sup>这一系列稳增长措施对冲疫情冲击，促进经济修复产生重要作用，但导致债务风险再度攀升。

<sup>③</sup> 袁海霞，王秋凤，汪苑晖，金融危机十年来中国债务周期演变，2018.

<sup>④</sup> 闫衍，疫情冲击下新一轮信用扩张与宏观杠杆趋势，《金融市场研究》2020(09).

对冲疫情冲击的稳增长政策导致债务风险高位攀升。2020年以来对冲疫情冲击的宽松政策带动债务风险再度快速上扬。根据中诚信国际的测算，截至2020年三季度末，我国宏观总债务达到298万亿元，较上年同期同比增长12.6%，较上年底增长加快2.1个百分点，总宏观杠杆率达到291%，较上年底攀升近17个百分点，其中企业部门贡献了44.3%，政府部门贡献了31.1%，其余为居民部门所贡献。

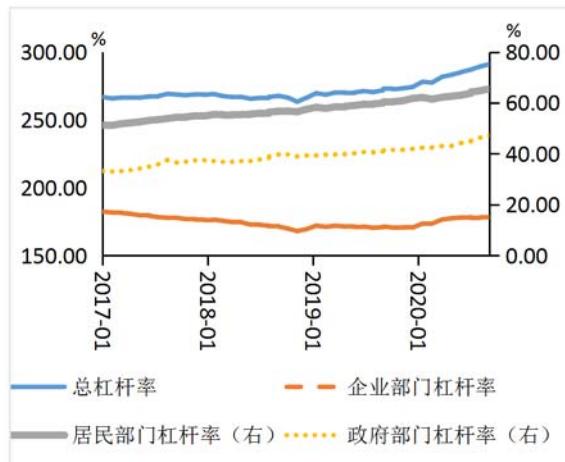
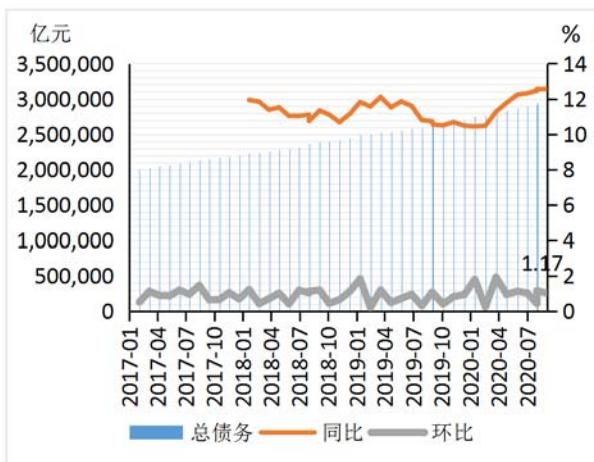


图32: 非金融部门债务增长加快

图33: 宏观杠杆率快速攀升

还本付息压力大，蕴藏债务风险超预期释放的风险。2020年12月中央经济工作会议明确提出，“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”，但由于债务基数已经较大，且仍需保持一定的债务增速以避免杠杆过快收缩导致“债务-通缩”风险。因此，2021年债务增速有望放缓，但预计仍将继续保持增长态势。中诚信国际预计，2021年非金融部门总债务规模或达到336万亿左右。巨量债务的累积使得还本付息压力突出。假设2021年GDP名义增速为10%、社融增速为11%的背景下，假设平均利率水平为5%，则2021年还本付息规模将达到当年度GDP总规模的14.8%，占当年新增社融的比重高达53%。虽然我们的测算与实际情况或仍有差距，不同口径之间的测算结果也存在差异，但其中一个特出的特点是，2017年以来还本付息规模占GDP、新增社会融资的比重总体呈现波动攀升态势，表明还本付息压力持续加大。尤为值得一提的是，非金融企业部门债务占比高达60%以上，企业部门还本付息压力突出。且当前的融资中存在大量的“庞氏融资”，在巨大的还本付息压力下，一旦处置不当，“庞氏融资”难以为继，将有可能导致债务风险超预期释放压力。

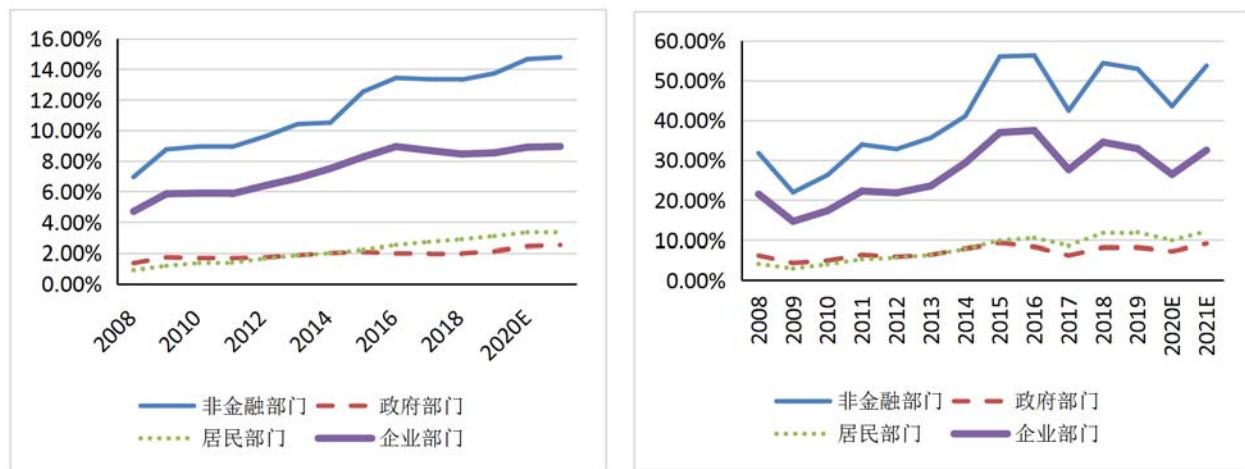


图 34：各部门还本付息额占 GDP 比重  
 (按平均利率为 5% 估算)

图 35：各部门还本付息额占当年新增社融比重  
 (按平均利率为 5% 估算)

**信用风险从民企向国企蔓延，警惕信用体系重构导致金融市场波动和风险。**  
 2020 年上半年，受新冠肺炎影响，企业正常经营受到一定阻碍。为缓解疫情冲击，各监管部门多措并举，为企业创造了较为宽松的融资环境，保证流动性合理充裕。与此同时，部分发行人通过债务展期、发行置换债券等多元化手段缓释债务压力，进一步推动上半年信用风险暴露趋缓。但进入下半年，随着企业复工复产步伐加快，针对疫情的货币宽松政策逐步退出市场，企业融资环境宽松力度不及上半年，部分信用资质较弱的主体违约风险陆续暴露，推动信用风险呈边际回升趋势。据中诚信国际统计，2020 年共有 150 支债券（其中私募债券仅包括市场上公开违约信息的债券）发生违约，涉及发行人共 47 家，违约金额合计 1235.66 亿元，同比减少近 12%。年内新增违约主体共计 32 家，较 2019 年减少 12 家，其中有 1 家为主体违约债项由担保方代偿。分月度来看，上半年新增违约家数 13 家，下半年则增加至 19 家。相比往年，虽然民营企业依旧是违约主体的主要组成部分，但今年以来，在外部环境变化之下国有企业自身经营和管理问题加速暴露，国有企业违约有所增多，尤其是高级别国企违约给信用市场带来较大扰动。2020 年新增 10 家国企违约主体，包括 2 家央企和 8 家地方国企，违约规模合计为 664 亿元，占全年违约规模比例的 53.8%，规模和占比均创新高。2021 年，融资力度和信用环境相对 2020 年边际收紧，整体信用风险可能将进一步上扬，并且分化会进一步加剧，仍需防范信用风险的持续释放尤其是国有企业的违约导致其“国企信仰”受到冲击，给金融市场带来的扰动，信用体系面临重构。

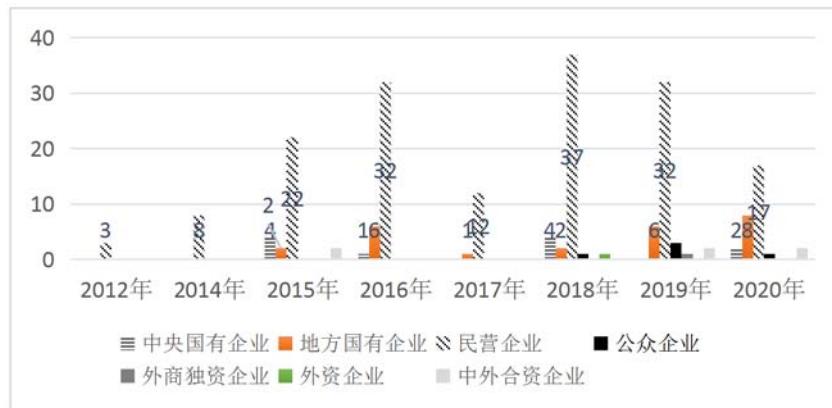


图 36: 2012 年以来违约企业主体性质分布 (按新增违约家数)

#### (四) 财政收支压力加剧, 政府部门尤其是地方政府债务压力凸显

2020 年超常规积极财政政策推动了政府部门杠杆率的抬升, 政府部门逐渐成为加杠杆主体, 显性债务风险有所上升。同时, 宽信用环境下融资平台融资的较快增长使得地方政府隐性债务风险有所加大。在地方政府财政收支承压以及 2021 年财政政策边际收紧的压力下, 未来政府部门特别是地方政府债务风险或将继续暴露。

疫情冲击下地方政府财政收支承压。2020 年以来, 受疫情冲击影响, 地方政府收入断崖式下滑, 支出压力却有增无减, 财政收支压力尤其是地方政府收支压力明显加大。2020 年 1-11 月共实现一般公共预算收入 16.9 万亿元, 同比下降 5.3%, 而同期公共预算支出同比增长 0.7%, 狹义财政赤字达到 3.8 万亿元, 较上年增加 1.08 万亿元, 财政收支平衡矛盾日益突出。



图 37: 地方财政收支压力加大

疫情冲击下地方政府债券发力，显性债务快速增加，风险进一步加大。为了对冲新冠疫情的负面影响，我国采取了一系列措施稳增长，在积极财政政策进一步加力的背景下，地方政府债券发力，专项债大幅扩容，政府部门加杠杆明显。一季度，在专项债额度提前下发的背景下，政府部门杠杆率攀升 1.1 个百分点；二季度，随着第二轮专项债额度的提前下发和全年新增专项债额度的落地，政府部门杠杆率攀升了 1.9 个百分点；三季度，专项债集中发行进一步带动政府部门杠杆率攀升了 2.3 个百分点，已经成为支撑当季杠杆率攀升的主导因素。虽然明年政府部门加杠杆空间收缩，但在稳增长压力下地方债仍将继续扩容。根据中诚信国际测算，2021 年新增地方债额度建议为 4.2 万亿（新增专项债 3.2 万亿、新增一般债 1 万亿），考虑再融资债的发行，地方债发行规模或接近 7 万亿，至 2021 年底我国地方政府债务余额或升至 33 万亿。与此同时，地方债将迎来到期高峰，2021-2023 年到期规模均超过 2.5 万亿，2023 年将超过 3.5 万亿，较高的偿债付息规模将进一步加剧地方政府财政压力。根据中诚信国际测算，假设平均利率水平为 3%-5%，则 2021 年政府部门还本付息规模将达到当年度 GDP 总规模的 1.5%-2.5%。因此，在地方政府债扩容的同时需牢牢守住风险关，防范化解存量及增量债务风险。

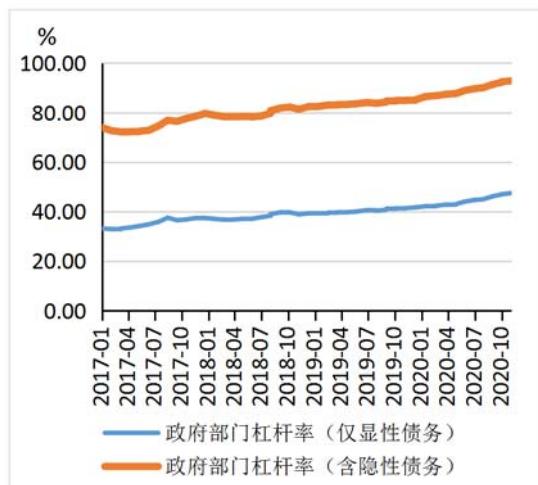


图 38：政府部门杠杆率持续攀升

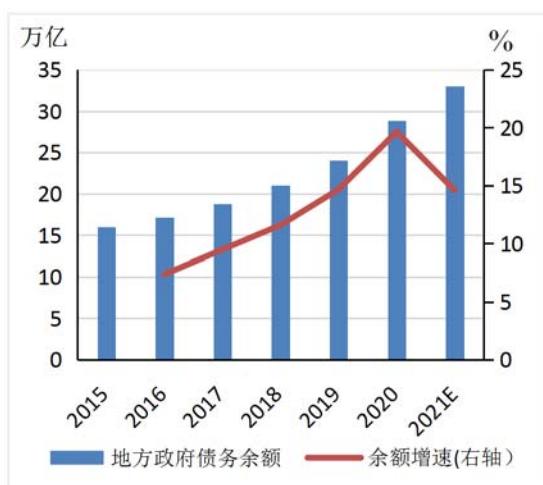


图 39：地方政府债务规模仍将持续增长

地方政府隐性债务风险仍然需要重点关注，在推动债务市场化处置的同时，需防范其对金融市场带来的冲击。在 2020 年宽信用环境下融资平台融资保持较快增长，地方政府隐性债务风险也有所加大。近期中央经济工作会议提及“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”，下阶段地方政府隐性债务风险治理仍是工作

重点之一。由于我国目前地方经济状况结构性分化显著，各地地方政府综合财力以及资金需求缺口差异明显，地方政府隐性债务风险区域分化明显。根据中诚信国际 AHP 地方政府债务风险指数（隐性债务口径）预测，截至 2020 年底，区域隐性债务风险分化凸显，其中吉林、陕西、贵州、宁夏、青海、甘肃等省份风险尤为突出。与 2019 年相比，陕西等省份隐性债务风险抬升。在地方政府财政平衡压力加大，以及 2021 年财政政策边际收紧的压力下，未来高债务压力区域的风险或将继续暴露。近期，有媒体报道交易所将城投企业按照地方政府债务率和政府收入划分为红黄绿三挡进行管理，部分城投企业发债或将面临收紧。城投债是地方隐性债务的主要组成部分，将各区域债务风险与城投债发行挂钩将直接限制债务风险较高地区的债务规模。对城投融资加强管理，虽然从中长期来看能有效防范增量债务风险，但短期内对城投企业发债的限制或将导致部分区域城投风险加速释放，在适当推动地方政府隐性债务市场化出清的同时，仍需防范“城投信仰”受到冲击带来的金融市场波动。

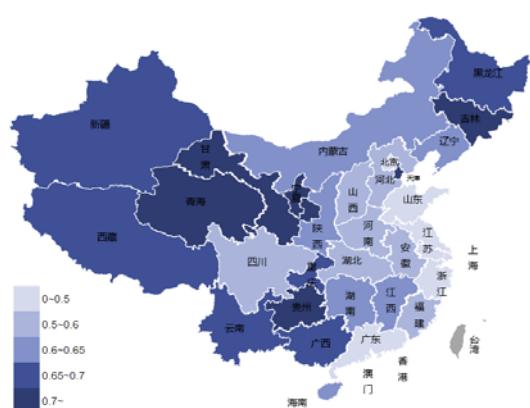


图 40：2019 年地方隐性债务风险热力图

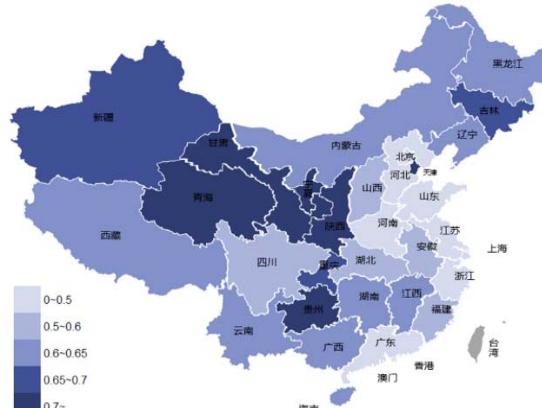


图 41：2020 年地方隐性债务风险热力图（预测）

## （五）防范宏观政策回归常态化过程中风险的超预期释放

2020 年年底的中央经济工作会议明确提出，“明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”，这也就意味着宏观政策将不会出现“断崖式”变化。但随着经济的逐步修复，政策有望边际调整。一方面，“积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度”，财政政策将在 2020 年超常规发力的基础上边际收紧，赤字率或有所下调，特别国债将不再发行，新增专项债额度有多收缩，但

考虑到减税降费、惠企利民等长远措施，财政政策大幅收紧概率较低；另一方面，“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”。国内经济的快速修复促使我国货币政策在全球率先实现常态化，2020年下半年也延续了稳健基调，通过灵活的公开市场操作维护流动性合理充裕，并积极配合财政政策引导资金精准投向实体经济，如果没有进一步的经济下行压力，2021年货币政策大概率维持常态化。展望2021年，随着超常规政策陆续退出，债务风险或将加速释放。且近期以来，大型地方国企超预期违约事件对市场形成较大冲击，信用风险进一步抬升。特别是明年上半年债券到期高峰的到来，违约风险存在短期集中暴露的可能，部分行业经营风险或有所抬高，需警惕周期性行业风险、个体债务压力较大的企业风险和财政实力较弱的地方政府债务风险。

### 三、 政策建议

中国经济在疫情冲击下显示出了较强的韧性，迎来了再次与发达国家错峰发展的时间窗口，但内外多重挑战仍存，我们应为此做好充足的准备。从宏观政策看，2021年逆周期政策回归常态化应循序渐进、避免政策悬崖效应，保持政策连续性、可持续性和调整弹性。2021年的经济增速统计将显著好于2020年，但尤其需要从供需、行业、企业、收入分配等经济结构性层面出发，帮助微观主体克服实际困难，避免高景气统计与实体经济艰难的过度背离。此外应加大财政与货币政策的协调性，避免政策内耗。

#### （一）应对全球变局，利用好错峰发展的时间窗口

改革开放以来中国经济表现出较强的韧性，每当全球经济发生危机或衰退时，中国经济往往成为逆周期的力量，并因此获得与发达国家错位发展的机会。2007年中国GDP仅为美国的24.6%（以美元计价，下同），次贷危机爆发后中国连续几年保持9%以上的经济增速，此后中美经济之间的差距加快缩小。2008年中美GDP之比跃升至31.2%，至2018年中国GDP已经上升为美国GDP的67.5%。按照2008年以来中美之间经济差距的线性趋势值来估算，到“十四五”收官的2025年，中国GDP将超过美国GDP的80%，如果进一步假设中美在后疫情时代实际增速保持4个百分点左右的差距，2025年中国GDP将超过美国GDP的85%。

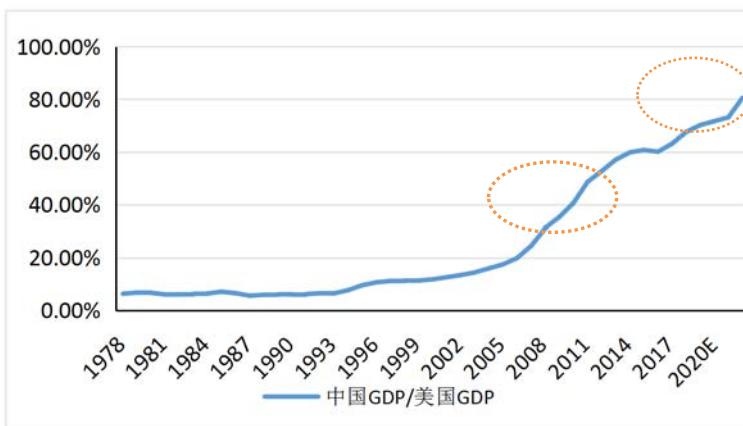


图 42：中美经济总量在危机时加速缩小

因此，新冠疫情虽然重创了全球经济，但从经济相对表现方面，却是中国在2008年金融危机之后的第二次错峰发展窗口。我们认为本次错峰发展的机遇尤为宝贵，具体体现在以下几个方面：其一，中美博弈迎来暂时缓和。拜登当选后美对华政策可预测性更高，且拜登短期内主要是专注国内议题，中国的外部环境将出现一段短时间的相对好转。其二，我国出口仍有一定支撑。对比欧美国家侧重于“补居民、保需求”，中国则侧重于“补企业、保供给”，对我国的出口部门形成了支撑，但这一支撑存续的时间或许是有限的。其三，疫情应对提高了海外及国内对中国模式的认可程度。

为了把握好本次错峰发展窗口期，除了2020年中央经济工作会议中提出的包括提升科创水平在内的八大重点任务、长期任务之外，我们建议短期内应重点在以下几点取得突破：

**一是全面塑造自由贸易的国家形象。**积极加快海南自贸港的改革措施落地、推动香港经济社会重启、积极加入CPTPP，同时努力将外商投资的负面清单进一步缩短，争取在全球营商环境排名更靠前。这些举措不仅有助于发挥中国超大规模市场的优势，还有助于重拾我国与欧美各方的经贸关系“压舱石”，增加其与中国发生政经摩擦的成本。

**二是加强双边经贸往来与区域合作。**2008年全球经济危机之后，国际贸易额增速、各国贸易依存度下降，贸易保护主义重新抬头，2020年新冠疫情冲击加剧了逆全球化潮流的涌动，单靠我国的力量难以顺利推动全球一体化。在此背景下，我国应尽快加强与欧盟、日韩、东盟的双边及区域经贸往来，巩固好东盟成为我国第一大贸易伙伴的现状，加快推动与各国RECP落地的谈判，尽早落实

中欧投资协定的具体细节。

三是加大国企改革的步伐与力度。国有企业参与市场竞争下如何实现公平竞争是中欧投资协定谈判的关键问题，要根据国企改革三年行动方案的要求，将做优做大做强国企与国企的市场化改革统筹推进，取消对国企的特殊待遇。

## （二）宏观政策回归常态化应循序渐进，避免“政策悬崖效应”

由于 2020 年经济增速的低基数，以及我国经济发展向高质量转型，2021 年经济同比增速将有较大提高，稳增长压力相对较小，为宏观政策回归常态化提供了一定基础，但应谨慎避免逆周期政策退出过快带来的“政策悬崖效应”。

一是要保持宏观调控政策的连续性和稳定性。积极的财政政策和稳健的货币政策作为宏观调控组合应长期坚持，保持对经济恢复的必要政策支持力度。积极的财政政策要提质增效、更可持续。保持适度的财政支出强度，在加快经济结构调整、调节收入分配上发挥更大作用，并且要对战略性新兴产业加大投资力度，对“卡脖子”环节加大补贴和投入。稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。同时要处理好恢复经济和防范风险的关系，保持宏观杠杆率基本稳定，多渠道补充中小银行资本金，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持。

二是要保证宏观政策组合的可持续性。一方面，经济逐步恢复常态化运行，需要稳妥退出一些临时性的救助政策，避免经济主体对救助政策形成依赖，进一步完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡。另一方面，除少数国家重大项目以外，财政与货币政策支持的方向和领域应当具有自身的造血功能，正向发挥宏观政策的乘数效应，从根本上保证政策的可持续性。

三是注重保持宏观政策的调控空间与调整弹性。由于基数效应，2021 年经济增速前高后低，坡度较为陡峭，面对 2021 年下半年可能出现的较低增速，需要对抗疫支持政策逐渐撤出后，市场主体能否恢复元气，居民消费意愿能否明显回升保持高度敏感性。此外，即便按照 2021 年能够实现经济增速 9% 的乐观估计，2020 年与 2021 年两年合计的平均增速也不到 6%。此外，我国经济社会发展的外部环境并不长期稳定，因此要留有政策的储备和后手，保持一定的调整空间。2021 年要综合考虑宏观和微观、同比和环比、季度和全年、国内和国际等方面指标变化情况，根据实际相机决策、保持政策弹性。

### (三) 政策的制定与执行不应仅关注总量，更应注重结构视角

2021年经济增速压力较小，这也为调整国内经济结构本身的失衡提供了一个机会，宏观政策应着力缓解供需、行业、企业以及实体与金融之间的不平衡。此外，收入结构的优化和调整不仅直接关系到经济“扩内需、促循环”的效果，也关系到社会运行的稳定，收入分配问题在宏观政策视角中的重要性将进一步上升。

#### 1、关注经济结构失衡和微观主体面临实际困难

放眼2021年，在总量宏观政策相对确定的情况下，调控政策应当更加注重结构视角，努力克服后疫情时代经济结构的不平衡问题。

**一是着力缓解供需之间的不平衡。**2020年12月，生产端的规模以上工业增加值同比增长7.3%，已经恢复至疫情之前的水平，甚至还有所超越；而同期需求端的社会消费品零售总额同比只增长了4.6%，较前值还有所下滑。2020年社会消费品零售总额同比增速仅为-3.9%，距离转正尚需时日。外需方面，到2020年12月份，医疗物资对中国出口的拉动从5月时的4.7个百分点下降到1.0个百分点，虽然机电等产品的贡献由负转正，但2021年下半年的产业链转移仍是潜在风险。在此情况下，建议从以居民消费为代表的需求端破局，加快解决国内由于行政性限制举措，而导致汽车、住房等部分消费受限的状况。

**二是着力缓解不同行业修复的不平衡。**当前工业恢复仍快于服务业，从累计增速看，至2020年12月第二产业GDP增速大幅反弹12.2个百分点至2.6%；而第三产业仅回升7.3个百分点至2.1%，部分服务业如住宿餐饮、租赁与商务服务业的修复还任重道远。随着服务业在经济、就业中的占比不断提升，这一失衡也将对经济复苏形成拖累。建议在临时性救济政策退出的同时，对疫情冲击较大的服务类行业制定新的、长期的扶持计划，实现产业政策对高新技术产业与传统与劳动密集型产业的兼顾与平衡。

**三是着力缓解不同规模企业修复的不平衡。**当前大型企业恢复快于中小企业。从PMI景气指标看，大中型企业当前已经稳定在扩张区间，而中小企业景气指数时常位于荣枯线以下。而以中小微企业为主体的民营企业贡献了我国60%以上的GDP和80%以上的城镇就业，是中国经济的基本盘，建议全力帮助中小微企业渡过难关，考虑将普惠小微企业贷款延期支持工具及普惠小微企业信用贷款支持计划进行发展创新，并制度化、长期化。

四是着力解决实体与金融的不平衡。疫情爆发后，实体经济遭受严重冲击，而金融体系所面临的冲击则被逆周期政策所缓释，2020年金融业增加值增速为7%，较GDP整体高出4.7个百分点，较服务业整体高出4.9个百分点。2021年应加大力度引导金融支持实体并继续向实体让利，实现实体经济与金融体系的良性互动。这需要多头并进，包括着力推进“僵尸”企业以及低效无效资产在金融市场快速市场出清、盘活金融存量，引导好金融资产投向先进制造业、战略性新兴产业以及传统产业升级，加大普惠金融力度，等等。

## 2、在全球量化宽松背景下，政策需要特别关注收入分配结构

在2008年金融危机后，欧美日等发达经济体相继出台大规模的量化宽松计划。按照宏观经济调控的传统理论框架，量化宽松计划将提高通胀水平，甚至可能引发恶性通货膨胀。然而在发达经济体推出量化宽松政策的十余年间，大多数国家的通货膨胀水平均低于预期水平，日本、欧洲和美国甚至相继陷入高政府债务、低经济增长、低通货膨胀、基准利率水平触及零利率下限约束的局面。

全球性货币超发、低利率，却没有引发普遍的严重通胀，但导致了股市、房市等资产价格大涨，进而导致社会财富差距、收入分配差距拉大。以美国为例，1980年代，美国收入前40%的家庭的平均收入是后60%家庭的4倍。但在2008年金融危机之后，这一数字呈现出增长趋势，前40%家庭的收入开始不断增加，而后60%家庭的收入水平开始持续下降。到2016年底，两者的平均收入之比增加到了10倍。另有机构预测，在美国应对疫情刺激政策推出之前，前10%的人口约占据70%的财富，而刺激政策将扩大此比例至75%。贫富差距扩大是导致美国民粹主义、逆全球化等思潮泛滥的温床。

借鉴美国经验教训，以及我国扩大内需的现实要求，建议在收入分配结构角度尽快采取以下政策：

**一是借助产业政策改善人力资本结构。**高技术制造业发展是我国未来经济增长的重要支撑和扩大内需的重要突破口，需要不断延长高技术制造业的产业链条、丰富产业生态，辐射带动相关产业发展，增加较高收入行业的市场规模，并根据产业结构调整扩大职业技术教育。

**二是不断推动要素市场化改革。**充分释放土地、劳动力、资本、技术、数据五个要素的经济活力，确保要素所有者和使用者都能分享经济增长的红利并获得相应收入，丰富收入获取的渠道和手段。

三是增加居民部门在国民收入分配中的比重。近年来，在国民经济三部门中，无论是参与初次分配还是再分配，都呈现住户部门（包括家庭及其所属的非法人企业）份额明显下降，企业部门份额明显上升，政府部门份额基本稳定。因此应通过税制结构调整等手段，促进居民部门收入的宏观占比有所上升。

四是增加公共物品供给、完善社会保障体系。加大教育均等化力度、完善医保和养老体系，加快缓解居民部门内部的贫富差距过大问题。

#### （四）加强财政政策与货币政策协调

随着我国潜在经济增速下滑叠加债务风险累积，宏观调控政策的实施空间有所收窄，对货币政策与财政政策之间的协同性要求也越来越高。2020年面对疫情冲击，围绕是否需要进行“赤字货币化”的问题，我国财政部门与货币部门展开了针锋相对的争论，凸显出完善政策协调机制的重要性。

从本轮海外主要经济体应对疫情冲击的经验看，财政部门与货币当局保持了行动的一致性。美国联邦政府于3月末推出2万亿美元的财政刺激计划；美联储则分别于3月和4月推出不限量的量化宽松政策，同期，美联储创立薪金保护计划流动性便利工具，支持银行向小企业提供贷款以帮助其支付工资与日杂费用。英国财政部和中央银行（英格兰银行）则在4月就扩大政府在央行设立的度支垫款便利的透支规模达成共识，根据该共识，英国政府可直接向中央银行提取透支借款以填补抗疫期间面临的财政缺口。欧洲央行管委会委员建议采取货币当局直接向企业输入资金等“超先例货币政策”，同时欧盟经济委员会建议采取协同财政政策以配合欧洲央行的救援行动，以防止疫情引发欧洲经济衰退。

但是，欧美国家经济刺激计划的效果在边际弱化。多轮的利率降低以及增加结构性赤字的刺激政策，使得利率水平过早触及零利率下限，受高负债以及“流动性陷阱”影响，财政政策和货币政策的逆周期调节效果持续减弱。一方面，零利率限制了各国执行标准货币政策的能力，以往通过降息传导至实体经济从而引发通胀上升和名义需求提高的标准货币政策传导机制几乎失效，却往往催生资产价格膨胀并带来经济泡沫。另一方面，高额的财政赤字和债务余额使得债务风险上升，经济危机的风险反而因刺激政策有所加大。

放眼国内，我国在财政与货币政策调整上空间较大，协同效应的效果空间也较大。但我国也面临着具有自身特征的政策约束：多层次的减税降费政策逐步到

达有效期限，企业税收负担或出现一定反弹；非金融企业部门负债水平较高，部分企业摆脱疫情时期“现金流危机”后又可能陷入“债务危机”；疫苗陆续上市背景下海外经济体的产业链与供应链开始修复，对于我国出口部门的支撑或有所减弱。基于多重风险因素影响，未来几年中国财政形势较为严峻，尤其是地方财政在保运转、保工资、保基本民生等领域承受较大压力。另一方面，疫情冲击下我国宏观杠杆率又有所抬升，2016年以来经济去杠杆的部分成果受到一定侵蚀，特别是2020年信用风险持续释放，国企违约风险也有所提高。上述因素决定了我国加大宏观政策协调性的必要性以及复杂性，我们对于完善财政货币政策的协调性提出以下几点建议：

**首先，政策组合搭配应以稳为主。**2021年的宏观调控要以稳为主，避免调控部门的多项政策目标之间的掣肘加大。货币政策不宜过快收紧，建议保持稳健基调。财政政策边际调整，但同样不宜大幅收紧，建议专项债额度设置为3.2万亿元<sup>⑤</sup>。在调控节奏上有所配合，尤其避免调控政策同时过快收紧。

**其次，在操作目标上达成一致。**2020年受疫情冲击最大的是实体企业和中小企业，而增发国债、地方债等逆周期政策惠及的首先是金融部门和国有企业。建议2021年货币政策和财政政策形成合力，以稳定实体经济和中小企业为共同目标。

**第三，加强包容性政策的边际创新。**充分利用现有政策框架，通过制度创新积极探索财政政策与货币政策的协同。例如地方政府专项债补充中小银行资本金可以说是财政货币政策协同发力的典范。一方面，该项政策旨在通过专项债资金提高中小银行的金融服务能力，借力财政畅通货币政策服务实体经济的传导机制。另一方面，中小银行提供各类金融服务有比较稳定的收益，可用于偿还专项债的本金和利息，是金融部门协助财政防范化解债务风险的重要体现。

<sup>⑤</sup> 闫衍 袁海霞 汪苑晖.《明年新增专项债宜控制在3.2万亿左右》.<http://finance.sina.com.cn/roll/2020-12-24/doc-iiznctke8157866.shtml>



地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层

Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,  
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,  
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站：<http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号：

