



太和智库  
Taihe Institute

# 太和财经

## 无心化雪，有意开云

### 2020-2021年度经济、金融市场回顾与展望

太和智库 2021年1月 刊



关注时代  
On Times We Focus

地址：北京市朝阳区东三环南路顺迈金钻大厦23层  
电话：010-84351977 网址：[www.taiheinstitute.org](http://www.taiheinstitute.org)

## 作者简介



**张超**，太和智库研究员，中国人民大学国际货币研究所研究员，现就职于国家开发银行。中国人民大学信息学院本科，美国哥伦比亚大学 SIPA 学院硕士，师从诺贝尔经济学奖得主、欧元之父蒙代尔教授，英国雷丁大学 Henley 商学院博士。主要研究方向为宏观经济学、全球货币政策、中国资本市场改革、债券市场发展以及人民币国际化等领域。在各大全球性刊物发表文章近百篇。2016 年 G20 系列会议之智库峰会主讲人。



**张家瑞**，太和智库研究员。中国人民大学首届经济学-数学（双学位）实验班本科，德国慕尼黑大学经济学博士。现任职于宁波诺丁汉大学商学院，中国人民大学国际货币研究所研究员，从事研究和教学工作。研究方向为宏观经济学、货币政策、金融市场以及国际金融，在国际核心学术期刊和国内核心期刊上发表多篇论文，并担任多本学术期刊编辑和评审。



**欧阳睿**，太和智库研究员。中央财经大学财政学本科、英国谢菲尔德大学管理科学硕士。曾在证券、银行、信托、基金行业从事资产管理工作，对宏观、金融、实体的运行机理有深刻理解。

# 目 录

全文摘要.....	1
<b>一、中国及全球宏观经济重点事件分析.....</b>	<b>6</b>
<b>(一) 增长模式的艰难转型.....</b>	<b>6</b>
1. 外部冲击导致政策被动应对.....	6
2. 信贷结构出现明显变化.....	8
3. 牺牲效率，上下游断层加剧.....	9
<b>(二) 价格问题表明断层加剧.....</b>	<b>13</b>
1. 金融通胀，实体通缩.....	13
2. 杠杆矛盾，实体衰退.....	15
<b>(三) 全球贸易的变化：出口替代效应与区域化转型.....</b>	<b>17</b>
1. 从“贸易战”到“抗疫战”.....	18
2. 从“全球化”到“区域化”.....	22
3. 美元信用备受质疑.....	25
<b>(四) 基于制造业投资的应对方式及其合理性分析.....</b>	<b>27</b>
1. 基于制造业投资的应对方式.....	27
2. 中国应对措施合理性及其潜在问题.....	30
<b>二、中国宏观经济、金融市场回顾.....</b>	<b>33</b>
<b>(一) “黑天鹅”的冲击——第一季度宏观经济、金融市场回</b>	
<b>    顾.....</b>	<b>33</b>
1. 经济回顾.....	33

2. 金融市场回顾.....	39
<b>(二) 触底企稳——第二季度宏观经济、金融市场回顾.....</b>	<b>44</b>
1. 经济回顾.....	44
2. 金融市场回顾.....	49
<b>(三) 中国不可替代——第三季度宏观经济、金融市场回顾</b>	<b>55</b>
1. 经济回顾.....	55
2. 金融市场回顾.....	64
<b>(四) 步入正轨——第四季度宏观经济、金融市场回顾.....</b>	<b>68</b>
1. 经济回顾.....	68
2. 金融市场回顾.....	78
<b>三、中国宏观经济走势预判.....</b>	<b>82</b>
1. 寻求公平与效率间的均衡.....	82
2. 货币政策的调控目标.....	86
3. 经济的定调和落点.....	87
4. 症结的另一端.....	90
5. 2021年经济走势十大预判.....	92
<b>四、中国金融市场分析与预测.....</b>	<b>94</b>
<b>(一) 中国债券市场.....</b>	<b>94</b>
<b>(二) 大宗商品市场.....</b>	<b>95</b>

## 全文摘要

本报告回顾了 2020 年中国宏观经济和金融市场的发展，结合这一年海内外发生的主要事件，提出以下主要观点和预测：

### 观 点

**1. 中国经济增长模式转型艰难。**新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）对中国经济各个部门都构成了巨大的冲击，原本以效率驱动和去杠杆为目标的转型战略被延缓。为应对外部冲击，实现“六稳”“六保”，被迫出台扩张性的政策，不过呈现了“前松后紧”的趋势。

**2. 中国经济在多个层面上出现了“断层”现象。**首先是实体经济部门中，上游产业和下游产业出现了供需之间的断层，上游缺乏订单，不仅是因为下游需求难以匹配上游产能，更因为上下游供需不对口。疫情冲击导致上游转型变慢，进一步恶化了该断层。其次是金融市场和实体经济之间的断层。实体经济通缩，金融市场通胀。

**3. 杠杆矛盾的突出导致我国当前经济的结构化矛盾极度突出。**政府、企业和居民三大部门的杠杆均持续上升，又互相挤占资源。在疫情冲击下，政策层面依赖投资稳定宏观经济，但受限于杠杆矛盾。

**4. 国际贸易由全球化向区域化转变，在疫情冲击和美国对**

华政策的不确定性中，中国积极寻找替代方案。虽然疫情导致海外需求大幅下降，但中国依赖医疗器械出口和区域化贸易的加深，出口的整体数据仍差强人意。其他行业的大量出口型企业仍然遭受了巨大的冲击。中国的进口数据也表明内需仍然不足。

5. 货币政策方面，货币的流向以“六稳”“六保”为引导，但需打通资金传导的渠道，解决资金空转的问题。应对疫情和海外冲击，大水漫灌难以解决企业具体问题，需要因地制宜的金融政策作为辅助。

6. 债券市场整体颓势，仍在弱周期循环中。2020年的爆雷事件进一步冲击信用债市场。货币政策并未如市场预期的那样进一步宽松，监管力度也逐渐加大。多方面因素导致利率债和信用债的收益率下行条件并不充分。

7. 大宗商品市场有所分化，但整体基本上低开高走。国内复工复产后进口需求的恢复是主要原因。海外政治波动也是导致原油等商品价格大幅波动的原因。

## 十大经济预判

1. 2020年上半年因疫情造成的低基数效应会导致多项常规经济数据在2021年第一、第二季度出现远超预期的正增长。

2. 因抗疫而出台的临时短期政策退出后，供给端会在2021年继续补硬伤、补短板的进程，具体表现为产业端需求旺盛，从

而创造主动、良性的融资需求，但考虑到 2020 年超高水平的宽货币、宽财政，投资、信贷等数据维持高位的可能性存疑。

3. 在双循环的背景下，制造业进一步发展的潜能十分值得关注；国际方面，无论是在本次疫情中我国在全球贸易链中的重要地位被进一步稳固，还是美国对我国高新制造业的打压，都会促使我国制造业进一步走高。

4. 在中央政治局会议首次提出“需求侧”改革的概念后，终端需求侧消费升级的到来与消费意愿的提升值得期待，消费端在 2021 年上半年有望缓慢恢复至疫情前水平。但需要注意的是 2020 年居民部门的消费能力被“低收入高杠杆”的矛盾结构严重限制，且居民部门信贷的中长期化趋势并未出现转向，太和财经认为消费数据的长期可持续性值得进一步观察。

5. 固定资产投资结构将出现进一步分化，具体表现为基建投资走强力度较弱；而地产投资的韧性仍然可以持续到 2021 年，短时间内出现由增转降的可能性不高；制造业投资走强的可能性大大提高，同时对于固定资产投资结构性矛盾起到了一定的缓和作用。

6. 进出口将很大程度受到国际形势的不确定性影响，即使疫苗 2021 年在世界范围内逐步开始接种，外需的真正复苏仍然需要一定时日。结构方面，区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）框架内的贸易额有望出现进一步回升，与东盟、日韩等区域性贸

易伙伴的进出口活动或将更加活跃。太和财经认为中国 2021 年进出口走势有着高度的不确定性，但仍然可以预判出口的持续超预期运行或将在 2021 年结束。

7. 无论是工业价格还是居民价格，温和回升的可能性较高，但考虑到石油价格的持续波动，需要注意 PPI 与石油价格的较高相关性。由于货币政策的传导不畅，通缩快速衔接通胀的风险仍然较大。如果双循环战略的进展较为顺利，上下游价格严重分化的风险将会被一定程度地规避。

8. 货币政策在“宏观审慎”的框架内将逐渐恢复正常，在不会发生突发性破坏事件的前提下，流动性的释放会相对克制。然而，考虑到疫情对经济造成的恶劣影响远未消除，太和财经认为大幅收紧货币政策以“倒逼”各部门去杠杆的可能性极低。

9. 各部门杠杆的结构性问题会长期存在，但结构的逐步改善可以预期，尤其是在制造业开始发力，金融通缩有望缓解的背景下，杠杆率大幅走低的可能性不高，但杠杆间的转移将更加迅速，杠杆转移时的波动性需要警惕。

10. 疫情在一定程度上拖长了中国经济“八年抗战”的时间线，中国经济的“阵痛期”相较前期预判或将出现一至两年的延长并与“改革期”出现重合，为下一步经济发展提出了更大的挑战。

## 四大金融市场预判

1. 信用债市场分化将进一步扩大，大概率出现更多信用债爆雷事件。信用债市场预计会经历信用收缩、去伪存真的过程，信用债和利率债的利差大概率也会扩大。

2. 财政困局下，政府将逐渐减轻为企业担保的负担。不排除某些地方政府城投债出现压力，甚至其刚兑信仰被打破的可能。

3. 货币政策以“六稳”“六保”为基调，随着 2021 年全球不确定性风险增加，中国权益市场的震动将加大。虽然其作为相对的避险池仍能吸引海外资本，但不存在牛市的基础。

4. 随着全球经济和需求的逐渐复苏，大宗商品价格仍有进一步回暖上升的空间，特别是黑色金属和有色金属等工业原材料。原油价格则同时取决于供给侧的变化。

## 一、中国及全球宏观经济重点事件分析

### (一) 增长模式的艰难转型

2020年是不平凡的一年，疫情在全球泛滥，经济、政治、文化、民族矛盾等领域的“灰犀牛”也不断爆发，诸多不确定性反复冲击中国经济。首先，美国对中国的遏制、打击已经从“犹抱琵琶”转变为“明目张胆”，而打击领域从贸易向科技、产业、资本、文化、教育等各个领域扩散。2020年伊始，疫情突然暴发，中国政府果断发动全社会力量阻断疫情在中国的传播，付出了巨大的社会和经济成本。此前中国政府于2018年7月针对中美贸易争端等风险提出的“六稳”经济工作方针显然已经不足以应对疫情冲击下的经济形势。于是，2020年中央将“六稳”扩大为“六保”，采取了以“六稳”“六保”为核心的若干宏观经济政策。其中，“保就业”与“保民生”是底线思维的“底”，是“保公平”的核心。

在疫情暴发之前，中国通过供给侧结构性改革与“三去一降一补”等措施促进增长模式的转型，而疫情作为“黑天鹅事件”为中国经济增长模式转型带来了极大的冲击，新的不确定性对改革进度造成了影响。

**1. 外部冲击导致政策被动应对。**疫情的冲击对全球各个经济体而言都是不可预测的外部冲击，无法用单一政策予以对冲，但可以通过观察货币政策的变化直接观察到经济发展的动态，从

而进一步分析货币供给、流向与结构变化为经济结构带来的深层次影响。

扩张性的宽货币政策呈现“前松后紧”，宽松程度超出预期。太和财经在《凤凰涅槃——2019-2020 年度经济、金融市场回顾与展望》（以下简称《展望》）中提出，“2020 年央行在大方向上将保持适度宽松，且将在推行利率市场化改革进程的同时，实现降息的目的。除非发生破坏性突发事件，否则货币政策将是适应经济增长情况的、有节奏的小幅宽松”。虽然当时太和财经无法预见疫情，但 2019 年太和财经对中国货币政策的预判在 2020 年基本得到了验证。

首先，从价格方面观察，人民银行引导货币市场利率围绕公开市场操作利率平稳运行，截至 2020 年第三季度，我国公开市场 7 天期逆回购中标利率始终保持在 2.20% 不变，并未因为以美联储为代表的发达经济体持续实施宽松货币政策而放弃相对稳健的货币政策。与此同时，央行合理搭配 7 天、14 天等公开市场操作品种，及时对冲税期高峰、政府债券密集发行、季节性因素等带来的流动性短期波动，引导货币市场利率围绕公开市场操作利率在合理区间内平稳运行，利率波动性进一步下降，公开市场操作利率作为市场短期利率中枢的作用持续增强。

其次，稳定价格区间的同时，各期限流动性供给均在加大，总体呈现“前松后紧”的供给态势，缓解疫情对实体经济的冲击。

央行通过下调法定准备金率、中期借贷便利操作和公开市场操作，保持流动性充裕，维护市场利率平稳运行，为特别国债和地方政府专项债发行营造了适宜的流动性环境。在金融市场春节开市后更是提供了 1.7 万亿元的短期流动性。

另一方面，2020 年前三季度，央行累计开展中期借贷便利操作 27,000 亿元，期限均为 1 年，其中第三季度开展操作共 17,000 亿元，净投放中长期流动性 5,500 亿元。2020 年 9 月末，中期借贷便利余额为 41,000 亿元，比年初增加 4,100 亿元。2020 年 1 至 9 月三次降低存款准备金率释放了 1.75 万亿元长期资金。

在疫情初步得到控制、复产复工进程进一步推进后，央行于 2020 年 2 月 26 日增加第二批 5,000 亿元再贷款、再贴现额度，商业银行则以不超过 1 年期 LPR+50 个基点的利率发放贷款。进入第二季度后，我国疫情防控取得重大阶段性成果，生产生活秩序持续恢复，“保市场主体”成为引导宏观政策的最主要风向标。因此，人民银行于 4 月 20 日增加第三批 1 万亿元普惠性再贷款、再贴现额度，支持银行加大对涉农、小微和民营企业的信贷投放力度，尽力平均融资成本。2020 年二季度末，3,000 亿元专项再贷款和 5,000 亿元再贷款、再贴现政策于 2020 年 6 月底实施完成，截至 2020 年 9 月末，1 万亿元再贷款、再贴现政策已落实超过 80%。

## 2. 信贷结构出现明显变化，短期贷款加速向中长期贷款转

移。从居民部门来看，疫情导致消费端出现严重低迷，但居民购房需求并未受太大影响。因此，消费贷、短期贷款逐步向中长期贷款转变。虽然 2020 年 11 月居民短期贷款出现一定回升，但排除“双十一”等促进消费的因素后，可以发现居民部门自 2017 年以来短期贷款的走高在 2020 年出现逆转，贷款中长期化的趋势开始出现并有望进一步延续。从企业部门来看，贷款的中长期化趋势则更为明显，其原因则主要是内需的稳步复苏与企业的主动补库存。需要指出的是，人民币贷款出现的结构性变化为市场释放出了较为积极的信号，对冲疫情的短期货币工具正在逐步让位于中长期贷款，根据央行公布的 2020 年三季度货币政策执行报告中的数据，2020 年 9 月末，企（事）业单位贷款比年初增加 10.6 万亿元，同比多增 2.3 万亿元；制造业中长期贷款增速为 30.5%，增速连续 11 个月上升，增长极快；同时房地产行业投资再次抬头，2020 年 9 月末，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额 48.8 万亿元，同比增长 12.8%，虽然其贷款增速有小幅回落，但韧性仍然较强。

**3. 牺牲效率，上下游断层加剧。**虽然央行为应对疫情冲击在一定程度上优先保护了我国的企业部门，并有效保障了生产端率先复苏，但通过货币政策来保护企业并不能从根本上解决我国企业部门低效率的问题，甚至会加深部分企业的低效运转。

太和财经在 2019 年《展望》中指出，国企掌握经济“生死”，

但民企决定了经济发展的质量。具体而言，国有企业作为上游行业的主要构成部分，成为了经济中的供给侧，无论是从应对疫情的客观需要还是从国有企业较大的体量以及市场主导地位来看，货币政策释放出的流动性都会率先作用于国有企业；民企则往往存在于下游行业（即终端需求侧），民企消化上游产能与库存的能力决定了供需关系是否健康，从而极大程度影响着经济的发展质量。然而，在疫情的影响下，货币传导不畅的问题并未得到有效缓解，上下游供需断层的问题在 2020 年的特殊环境下尤其凸显。至 12 月中旬，中央政治局会议首次提出了“需求侧改革”，其中“形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡”值得关注。

疫情背景下，以牺牲效率为代价的复产复工使得以工业企业为代表的上游企业的产能迟迟无法被下游所消化，从而导致了 2020 年前两季度库存被动累积的局面。从图 1 可以看出，复产复工的推动使得工业企业的存货与产成品存货的被动累积在 2020 年第一季度达到高峰，而上下游的断层、终端需求的持续低迷又导致工业企业的主动补库意愿快速下滑，下行趋势仍在延续。

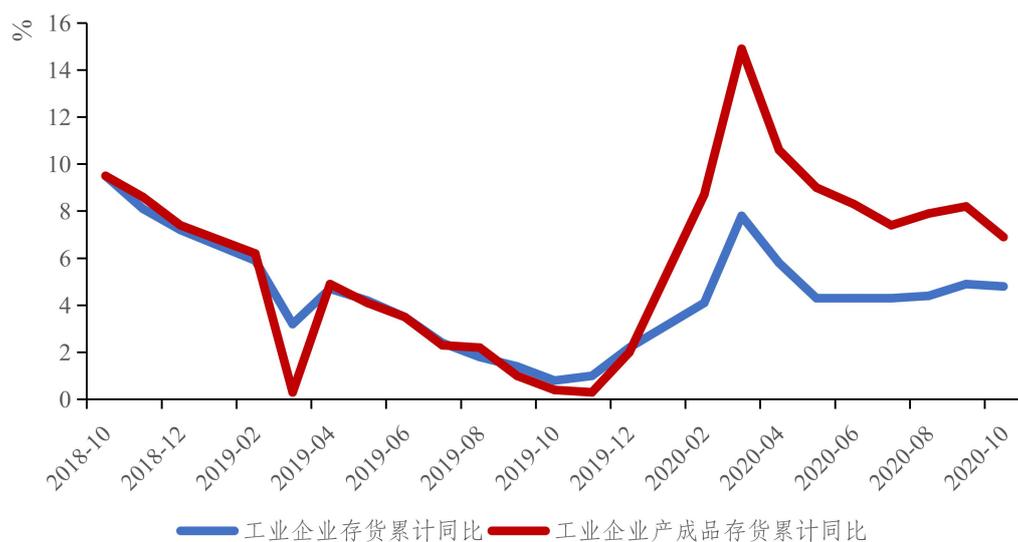


图 1 (数据来源: Wind, 太和智库数据库)

尽管从 2020 年第二季度开始, 终端需求在疫情得到有效控制后有一定回暖迹象并消化了一定数量的上游库存, 但太和财经认为工业企业存货的下滑更多是由于上下游断层带来的负面效应开始反噬生产端, 从而大大影响了上游企业主动补库的意愿。根据图 2 中工业企业的营收与利润走势可以看出, 虽然复产复工进程率先在工业部门展开, 但工业企业的利润仍遭受了严重冲击而大幅走低, 直至 2020 年 10 月, 工业企业利润累计同比才艰难转正, 但仍然远低于疫情前的水平。随着应对疫情的短期货币工具逐渐退出, 上游企业的外部融资环境也开始趋于正常, 企业现金流有再次紧张的风险。因此, 无论是上游对下游需求预期趋于悲观, 还是上游企业自负盈亏的压力增加, 都反映出保企业保就业过程中效率问题被进一步扩大。

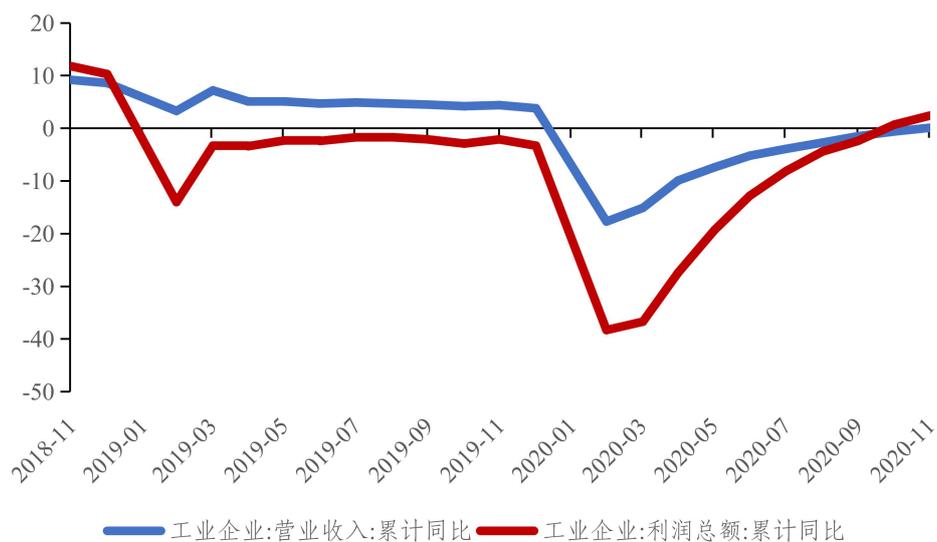


图 2 (数据来源: Wind, 太和智库数据库)

相比工业企业的整体利润下滑, 亏损企业的亏损额则更加直观地体现了上下游断层的严重性。从图 3 中可见, 疫情暴发以来, 国有企业的低效问题被显著放大, 面临亏损的低效国有企业在 2020 年 4 月遭受了前所未有的大幅亏损; 值得注意的是, 虽然生产效率相对较高的民营企业累计亏损额同比变化并不比国有企业大, 但从 2020 年 10 月以来, 上游的低效与疫情的冲击正在逐步蔓延到下游, 导致民营企业部门的亏损额同比在 2020 年首次超过了国有部门。对于体量相对较小的下游私营工业企业来说, 疫情造成的严重冲击本就急剧影响了下游需求, 回暖已经十分困难, 如果前期牺牲效率后造成的供大于求的供需结构转换为供过于求的新型断层, 可以预见最终达到均衡的市场将出现供需双双难以复苏的低迷现象, 这对经济的进一步发展是极为严重的。

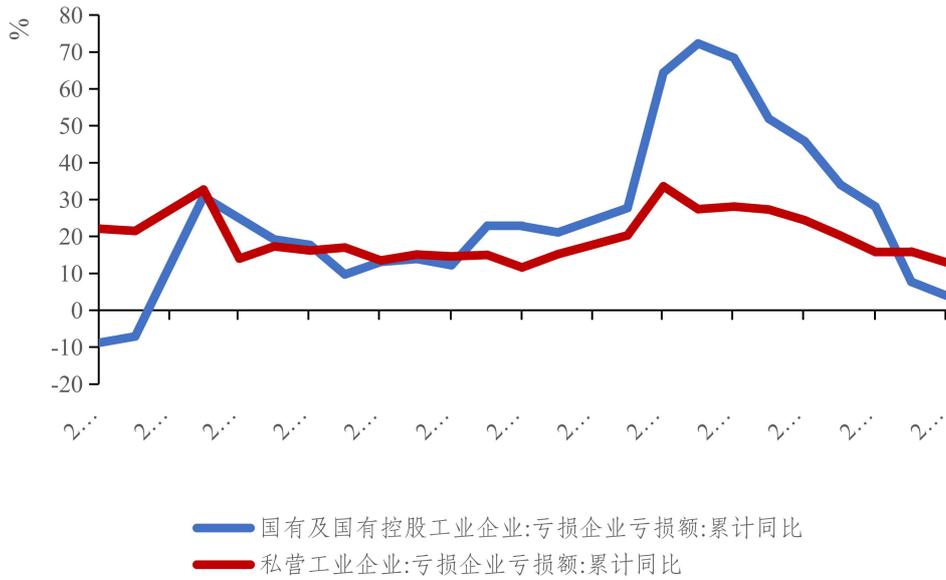


图 3 (数据来源: Wind, 太和智库数据库)

## (二) 价格问题表明断层加剧

1. 金融通胀，实体通缩。诚如上文分析，断层现象是疫情影响下的最大问题。然而，所谓“断层”不仅仅体现于上下游企业的供需断层，或者供给侧与需求侧之间的断层，太和财经认为金融市场与实体经济间的断层加剧则是多重断层问题中对经济发展冲击最深刻、最长远的。

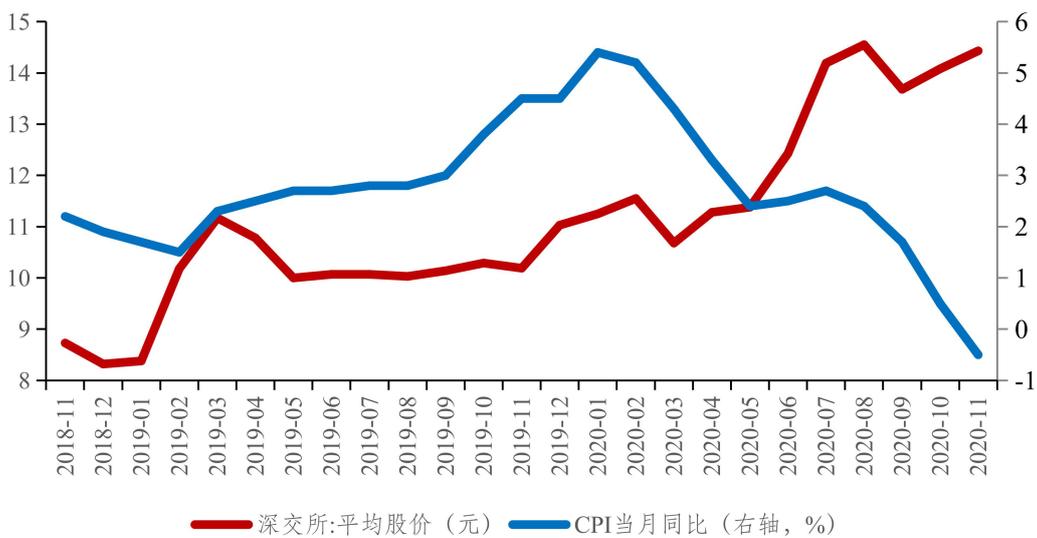


图 4 (数据来源: 深交所, 太和智库数据库)

具体而言，物价与资产价格的持续分化是体现当今实体与金融加速断层的有效指标。在金融市场中，股票市场无法再作为实体经济的“晴雨表”，股市在疫情背景下正在逐渐与实体经济运行状况脱钩，资金空转的现象再度出现。国内股票价格走高的趋势十分明显，从图 4 可以看出，根据深交所的统计数据，疫情以来国内股票的平均价格持续高速攀升。

虽然受益于我国迅速有效的疫情防控，相对积极的市场情绪也可为股价上升带来一定的提振作用，但结合资金流向来看，大量资金短时间内流入股票市场才是股票类资产价格陡升的直接原因。根据中国证监会公布的数据来看，大量流动性自 2020 年一季度以来开始迅速流入股市。至 2020 年 10 月，当月的筹资额同比增长更是来到了 99.67% 的历史高位。

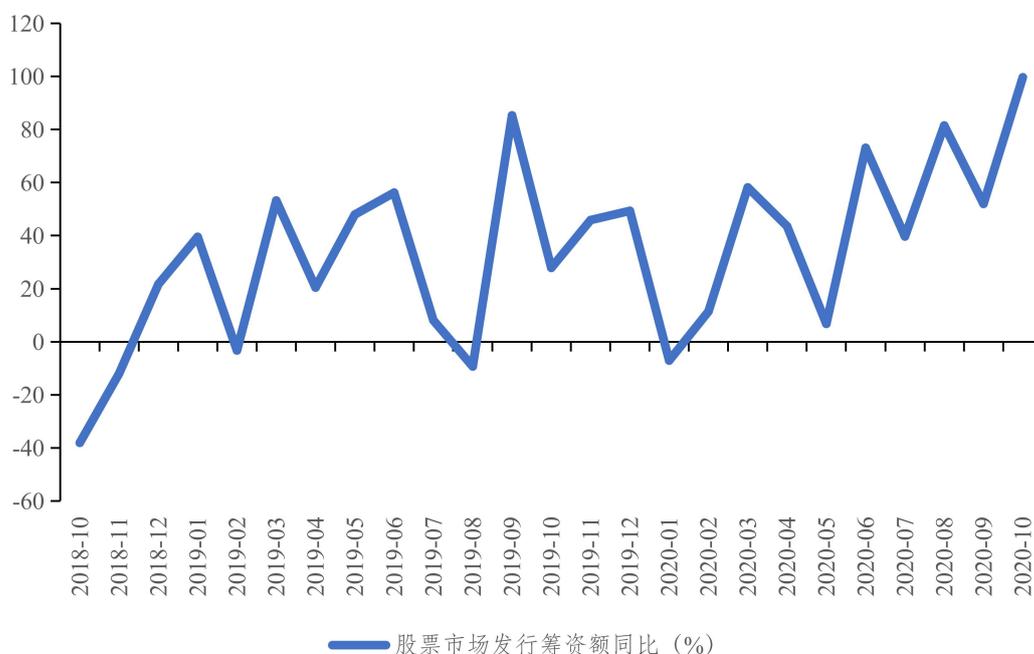


图 5 (数据来源：证监会，大和智库数据库)

而此时，中国实体经济正在步入快速的结构性通缩之中，生产端价格下行趋势虽有缓和，但下行速度仍然较快，CPI 通胀率也迅速走低，甚至于 2020 年 11 月由升转降。结合当前的宽松货币政策来看，充裕的流动性快速流入了金融市场并加速了资金空转，从而导致了金融市场的通胀，太和财经长期担忧的“金融挤出”效应在疫情期间对实体经济的运行表现出了更加明显的抑制，进而成为了实体通缩的一大重要因素。

**2. 杠杆矛盾，实体衰退。**太和财经认为，各部门杠杆的结构性问题被疫情放大，并且造成了严重的资源错配。整体来看，疫情的到来短时间内改变了前期整体去杠杆的态势，而非金融企业部门的杠杆率攀升尤为明显。截至 2020 年第三季度，中国宏观杠杆率已经上升了 27.7 个百分点。

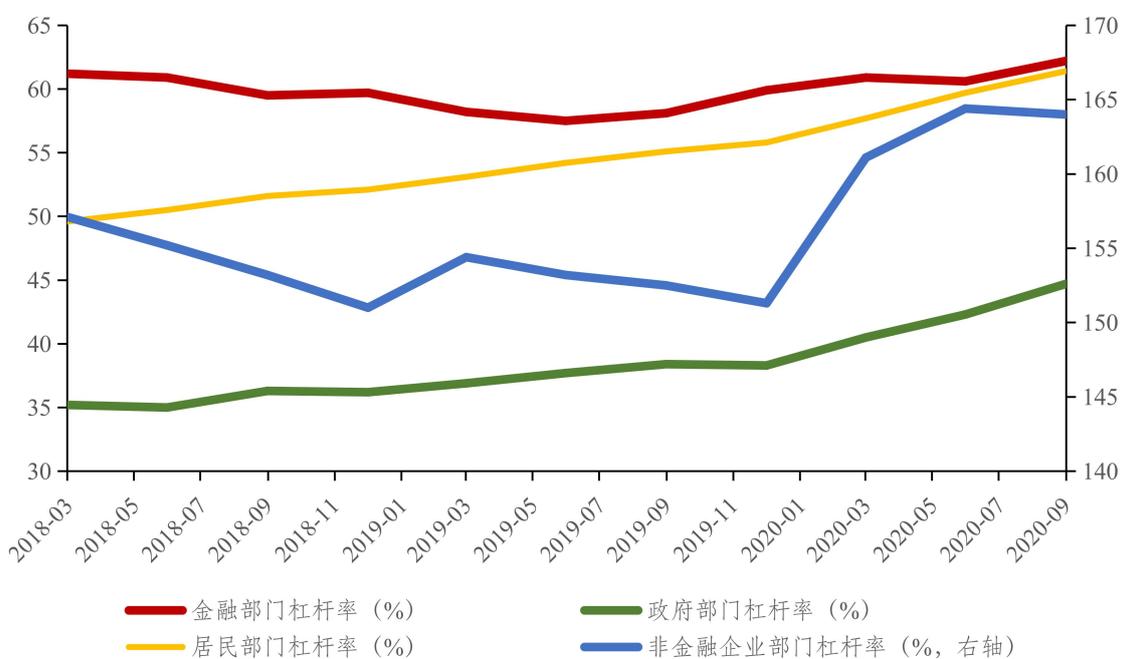


图 6 (数据来源: Wind, 太和智库数据库)

从2018年的“去杠杆”到2019年的“稳杠杆”，再到2020年“允许宏观杠杆率阶段性上升”，根据央行释放的信号来看，去杠杆进程将在一段时间内告一段落。然而，相比杠杆的再次走高，宏观杠杆中的结构性问题更加严峻。结合上文分析，货币政策的传导不畅成为了断层的关键因素，在2020年特殊宽货币政策的背景下，物价水平却出现了大幅的走低，生产资料与生活资料的结构性问题再度高企，再结合国内金融市场的资金空转，亟需杠杆加持的高效部门无法有效降低融资成本，而低效部门与高度泡沫化的地产、金融等部门却在一直加杠杆，由此可见疫情导致杠杆间的合理转移相较“稳杠杆”时期变得更加困难，债务问题加重并集中爆发。其中，实体部门尤其是私营工业企业的资产负债表再现衰退迹象就是资源错配带来的影响。

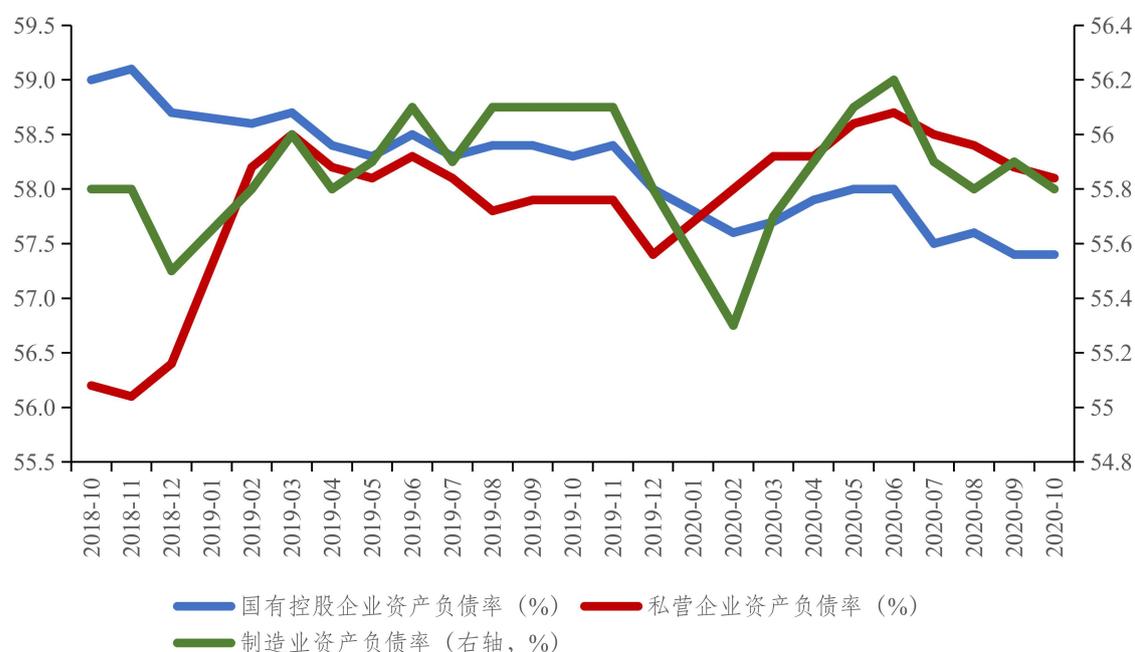


图7 (数据来源: Wind, 太和智库数据库)

图 7 描述了工业企业中国有企业、私营企业与制造业的资产负债率。在货币政策效率走低、实体出现通缩、利率位置在较低水平的背景下，资产负债率开始出现走高趋势并非乐观现象。由于生产资料价格正处于历史低位、需求端回暖缓慢等因素，当前实体部门资产价格走高的可能性不大。在货币政策传导不畅的情况下，企业资产负债率仍然向上运行，且通过金融工具在权益市场融资的途径又十分有限，资产负债率的抬升将对企业经营带来极大的压力。

如果未来货币政策收紧后出现资产价格加速走低、企业借贷意愿低迷等不利因素，叠加疫情期间财政、货币政策被动调整而付出的极大代价，多项短期政策工具的退出意味着企业部门短期内债务偿还的压力大大走高，此后经济活动迅速萎缩的可能性会进一步加大。

### **(三) 全球贸易的变化：出口替代效应与区域化转型**

疫情增加了 2020 年全球贸易的不确定性，一方面，它冲击了全球化的生产网络和贸易网络，在一定程度上造成了全球价值链的断裂和需求的断崖式下滑；另一方面，它直接导致了特朗普政府的下台，使得美国政府在全球的公信力大打折扣，从而加剧了国际政治层面的波动。面对上述不确定性，包括我国在内的许多国家开始积极寻求应对之策，使得生产和贸易的全球化逐渐向区域化转型，最终开启了全球化的“战国时代”。鉴于此，本节

将分别从国际冲击和国内应对两个层面梳理 2020 年全球贸易的变化，并在此基础上探讨我国未来贸易发展的方向。

### 1. 从“贸易战”到“抗疫战”，出口替代效应大放异彩。

太和财经在 2019 年《展望》中提出，“中国 2020 年外部经济、政治环境相比 2019 年将更加趋于恶劣”。太和财经之所以能够在疫情尚未暴发时就做出上述预测完全是基于中美贸易战的考量。自 2017 年美国政府对我国发起“301 调查”以来，中美贸易摩擦不断激化，尽管 2019 年四季度中美双方均释放了缓和贸易争端的信号，但美国政府提出的缓和措施主要是为争取特朗普连任、缓和国内经济而采用的“政治伎俩”。实际上，贸易战已经对我国进出口造成了明显的冲击。图 8 表明，美国发起的贸易战使得我国进出口数据自 2017 年二季度以来逐季度下滑，至疫情暴发前的 2019 年四季度已经降至近 3 年来的历史低点。

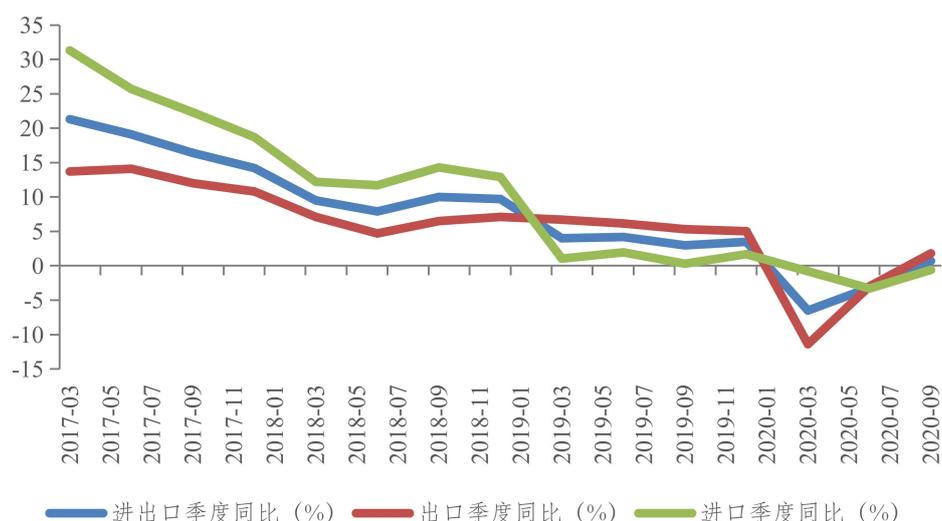


图 8 (数据来源: Wind, 太和智库数据库)

2020 年年初，在贸易冲突尚未解决的情况下，疫情不期而

至。按照一般的分析，在贸易冲突叠加疫情冲击的情况下，国外需求势必会迅速下滑，建立在外需基础上的出口贸易也将震荡下行。然而，2020年以来的数据表明，我国进出口自2020年二季度起就不断得到修复。如图9所示，5月份以来，我国出口的当月同比增速震荡上行，至11月份，出口当月同比增速已经恢复到了14.9%，创下年内最高值，也成为了近2年来的次高点。

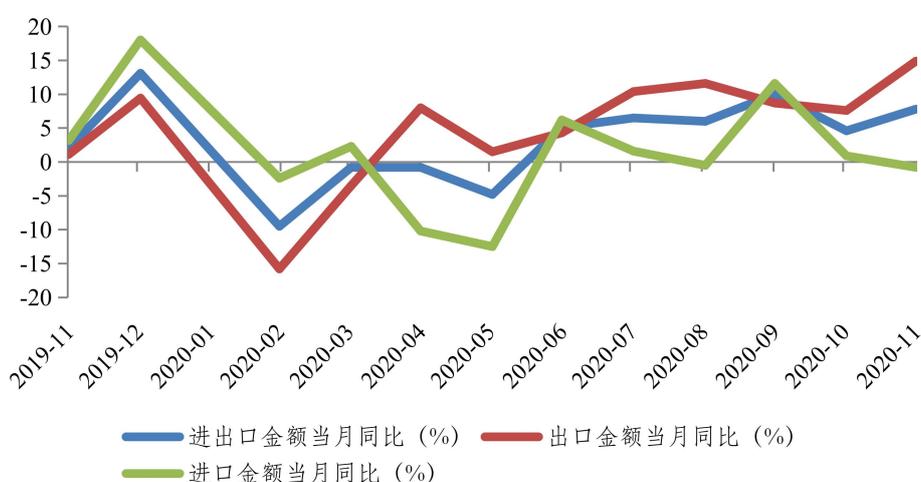


图9（数据来源：Wind，太和智库数据库）

为什么会出现在这一现象呢？太和财经认为，最为重要且直接的原因就是全球疫情背景下，我国及时控制住疫情而产生的出口替代效应。早在2020年4月份的月报分析中，太和财经就已经指出了这一效应：“考虑到全球经济活动停滞而我国复工复产进程已经基本完成，我国替代了其他疫情较为严重的国家的一些商品生产，这也成为推动出口数据走高的因素之一”。然而，当时的分析认为出口替代效应是一种短期效应，并没有指出这种替代效应的长期性。对此，我们需要详细分析出口替代效应的时效性。

2020年二季度指出的短期替代效应主要是在对国外疫情控制效率充分乐观的基础上提出的。事实上，在国内疫情暴发的1-3月份，我国政府积极推出了多项防疫措施，大到封城、建立专业治疗医院、企业停工停产，小到居家隔离、建立方舱医院、使用健康码等等，这些措施使得我国在2个月内迅速控制住了疫情。在这种情况下，我国复工复产的速度不断加快，至二季度时已经完成了复工复产。然而，以美国为首的西方国家，不仅没有积极采取有力措施应对疫情，而且连佩戴口罩、保持社交距离等最基本的防疫要求都做不到，以至于本能够在短期内控制住的疫情在全球迅速暴发。海外疫情的严峻形势极大的冲击了国际经济的供给，世界各国防疫物资、传统产品供给严重不足，许多由本国或者其他相关贸易国家提供的产品开始以进口订单的形式经由中国提供。

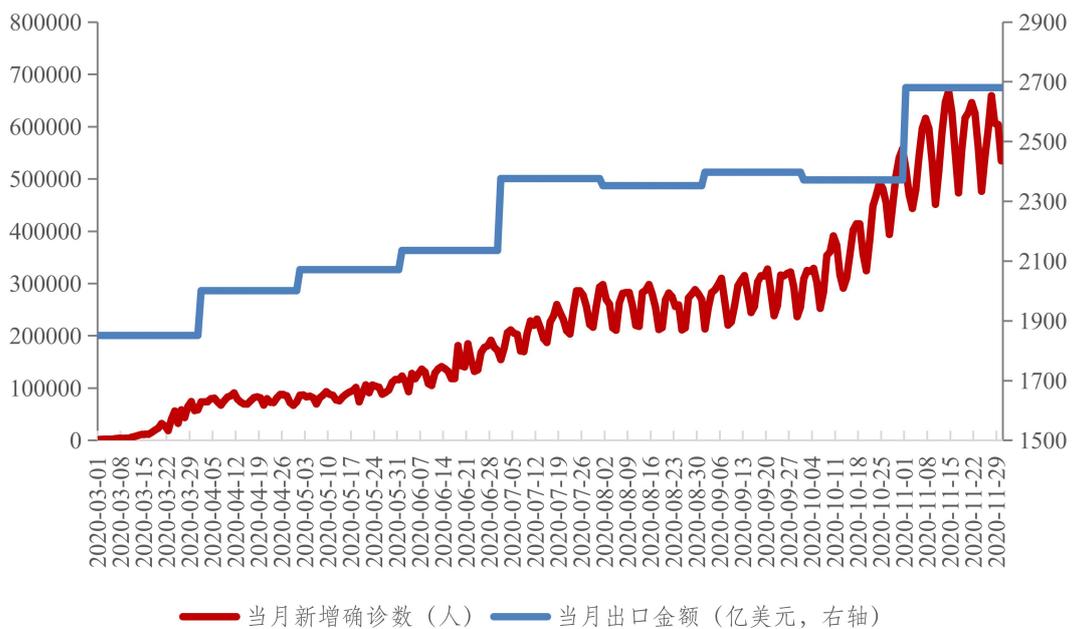


图 10 (数据来源: Wind, 太和智库数据库)

如上图 10 所示，二季度以来，我国当月出口规模与全球当月新增新冠确诊数量保持高度的正相关性。在新增确诊数量相对稳定的 8、9 月份，我国出口规模也大致维持了稳定。而随着温度降低，新增确诊数量在 11 月激增，与此相对应，出口规模也在 11 月份大幅超出预期。

实际上，出口替代效应具有结构性。如果说 3-6 月份的出口大幅增长源自于短期的、基于防疫物资的替代效应，那么三季度以来持续呈现的出口替代效应则是基于国外供需断层的长期替代效应。众所周知，随着三季度气温的回升以及防疫措施的推进，国外疫情在 7 月至 9 月保持相对稳定，世界各国对于传统商品的需求开始回升。然而，在疫情造成的劳动力锐减、产品供给疲软的情况下，世界主要国家的经济供给难以与其需求相匹配，这种国际性的供需断层为中国传统的、非防疫商品的出口打开了空间。

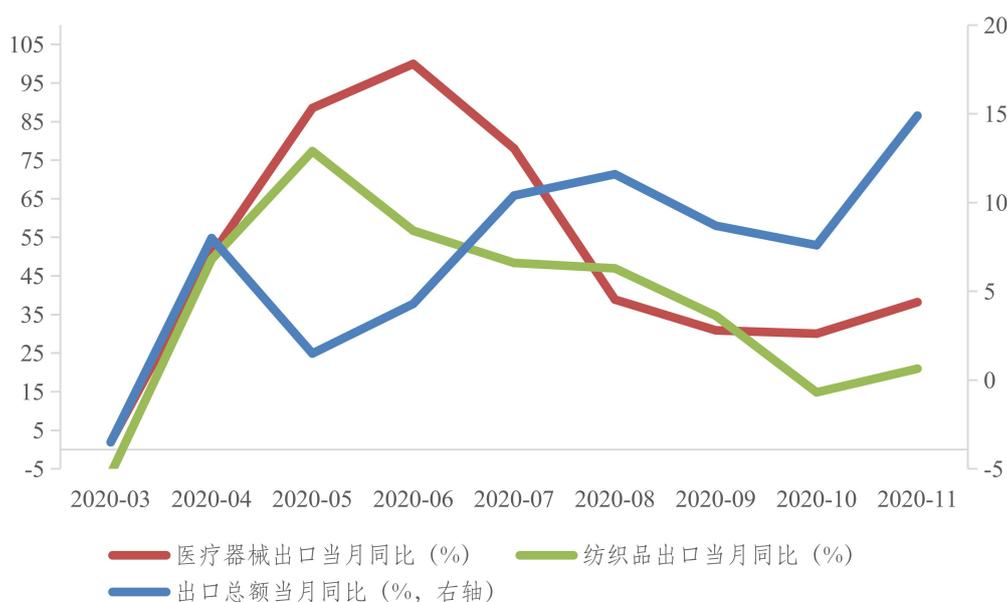


图 11 (数据来源: Wind, 太和智库数据库)

如上图 11 所示，7 月份以来，医疗器械、口罩生产所需的纺织品等防疫物资出口开始下滑，但我国出口总额却保持着同比上涨的趋势。这表明，我国的出口替代效应已不仅仅局限于出口防疫物资，更是对传统商品的出口替代，是对国际供应不足的有效补助。而随着中国贸易结构的不断调整，这种补助将使得出口替代效应由短期转变为长期影响。

2. 从“全球化”到“区域化”，国际贸易进入“战国时代”。我国为应对中美贸易冲突而做出的贸易结构调整是今年进出口屡超预期的另一重要原因。在中美贸易冲突伊始，我国就开始需求贸易结构的调整，主要体现在两个方面：一是贸易对象国的结构性调整，二是出口商品的结构性调整。前者直接涉及对外战略的调整，后者则是通过供给侧改革来打通国内国际的双循环的构建。本部分主要分析前者，下一节将展开对后者的分析。

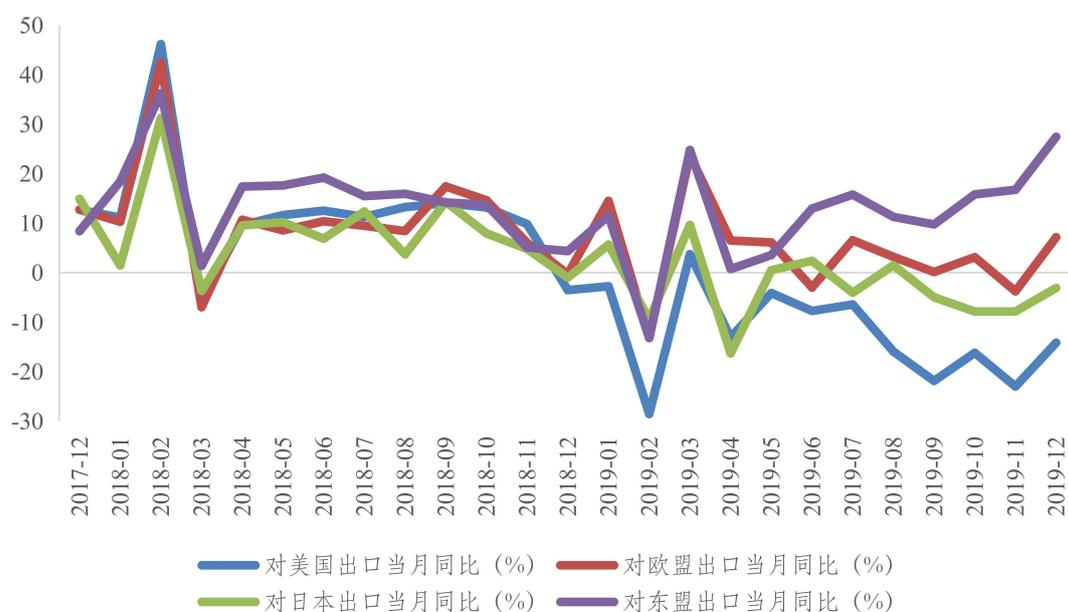


图 12 (数据来源: Wind, 太和智库数据库)

如上图 12 所示，在 2018 年之前，美国和欧盟一直是我国对外贸易的主要对象国家。随着中美贸易摩擦的加深，我国在出口贸易对象上进行了调整：逐渐增加对东盟（东南亚国家联盟）国家的出口，降低对美国的出口，减轻与美国的直接贸易从而转移税收成本。实际上，通过将订单转移给东南亚国家再由东南亚出口到美国的方法，我国逐渐形成了“中国—东盟—美国”的贸易结构。特别是在中美贸易形势最为严峻的 2019 年，东盟国家真正的成为了我国主要的贸易对象国。

如下图所示，当 2020 年初疫情暴发后，我国的出口增速并没有因为对美国或欧盟出口的急剧减少而受到制约，相反，在对东盟出口相对稳定的同时，4 月份以来，出口替代效应更是使得我国对美国出口迅速走高，叠加 2019 年的低基数，至 2020 年 11 月份，我国对美国出口的同比增速已经达到了 46%，恢复到了贸易摩擦前的水平。

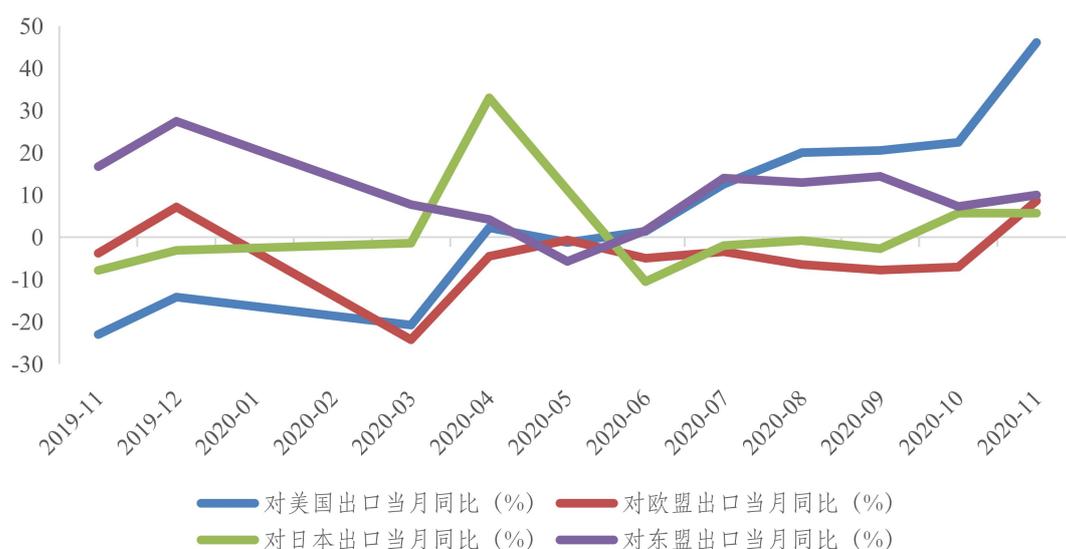


图 13 (数据来源: Wind, 太和智库数据库)

可见，出口对象国的结构性调整为我国应对生产和贸易的逆全球化打开了一把钥匙。事实上，在应对美欧各国逆全球化的过程中，包括我国和东盟在内的许多国家做出了积极努力，使得历时 8 年的区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）最终在国际贸易最艰难的时期确立了下来。众所周知，近年来以美欧为首的部分发达国家出现了逆全球化的倾向，而疫情造成的全球产业链断裂又进一步加深了世界各国脱钩的程度。在这种情况下，RCEP 的签署对于破解逆全球化困境、加强区域内部乃至全球各国的联系都起到了至关重要的作用。

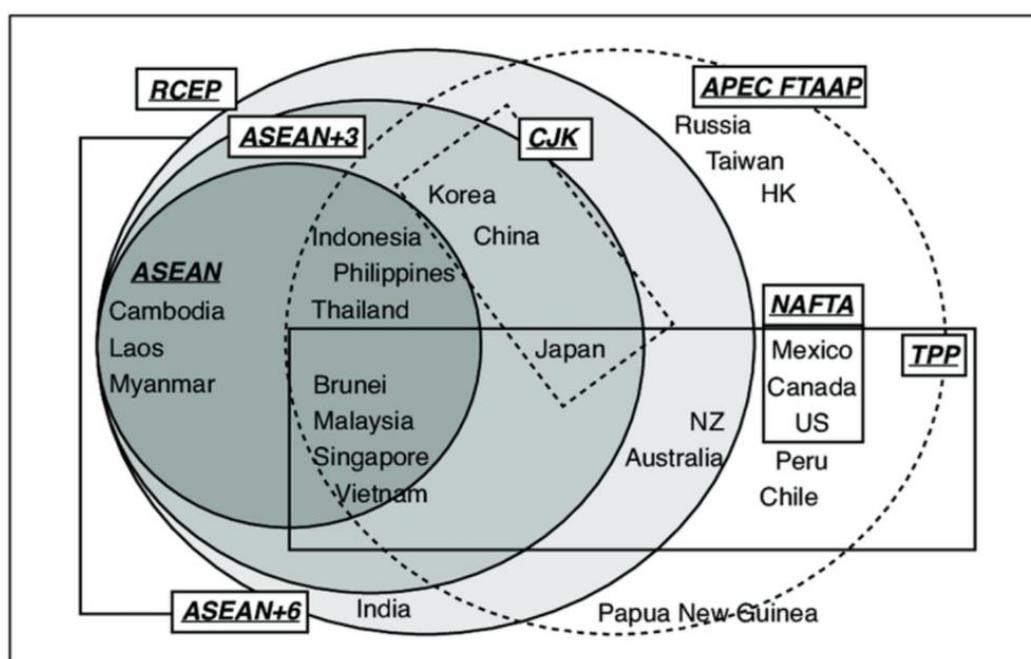


图 14（图片来源：Research Gate）

如图 14 所示，随着 RCEP 的建立，经济全球化正逐渐让位于区域化。在以往的全球化格局中，尽管各国都是按照比较优势进行劳动分工、商品生产和资本贸易，但是所有过程的中心都是

美国。近 5 年来，随着美国经济的式微以及美国政府的逆全球化举措，世界各区域间的合作愈加紧密：英国脱欧虽然缩小了欧盟但也使其联系得更加紧密；亚洲各国新建立的 RCEP 也必将使各国的产业链形成互补。在这种情况下，全球经济的一体化将通过区域内部的一体化以及区域间的合作、竞争来呈现，即使没有在同一区域内的国家也通过区域间的交流而联系在一起。因此，建立在区域化基础上的全球化将各国由过去一超多强的“霸权时代”带入到合作纷争并存的“战国时代”。在这一时代中，全球化层次的经济一体化与区域层次的自贸协定共存。不同的自贸协定之间以及同一自贸协定内部成员国之间合作与竞争共存，将会是未来经济全球化的基本发展趋势。我国之所以能够在疫情影响下的 2020 年国际贸易和全球供应上“鹤立鸡群”，正是由于积极融入了上述发展趋势才得以实现的。

**3. 美元信用备受质疑，拜登上台难以扭转全球贸易的区域化转型。**尽管逆全球化是特朗普政府的政治诉求，似乎拜登上台后可以扭转这一趋势。但是，美国经济以及全球经济的走向并不是特定人物造成的，他们只是按照自己的方式加速了历史的进程。美国的逆全球化趋势不是特朗普自己完成的，而是亿万美国人选择的结果，与此一样，应对逆全球化也并非拜登自己就能够完成。实际上，近年来美国经济的式微和基于债务杠杆的经济发展模式已经让世界各国对美元信用失去了信心，叠加美国抗疫不利的大

背景，拜登上台后将会面临非常棘手的局面。面对这一烂摊子，出身民主党的拜登无非会通过扩大政府赤字、增加政府杠杆的方式来提振经济。根据美国联邦预算委员会的测算，拜登当选总统后，预计到 2030 年，美国政府债务占 GDP 之比的中枢线将会由当前的 98% 上升到 127%，而按照当前正常的债务发展规律来看，2030 年的债务占比应为 109% 左右。在“现代货币理论”（MMT）的支持下，“财政赤字货币化”的理论势必能够在后疫情时代的美国，特别是民主党阵营内受到拥戴，届时，美国政府的债务将会持续走高。

与此同时，拜登还会抛弃特朗普政府的弱美元、低利率政策，将美元战略转变为维持债券利率上行、吸收国际资本流入的“强美元”战略。

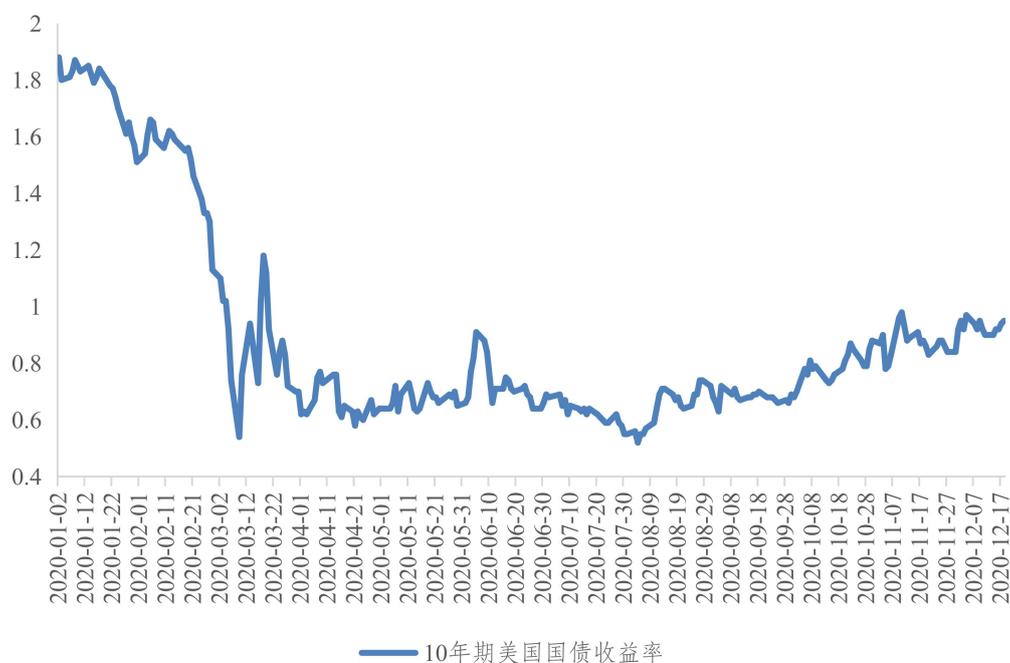


图 15（数据来源：Wind，太和智库数据库）

自从 2020 年 8 月拜登民调显著高于特朗普以来，市场上普遍认为其会通过财政刺激以稳定经济，并通过提升债券利率以强化美元信用，受这一预期的影响，美国国债的收益率出现了回弹。但是，财政赤字所增加的政府债务必定是需要还本付息的，如果利率高企，美国政府的债务利率也会水涨船高，届时，美国民众以及世界各国都将会对美国政府债务的偿还能力产生质疑。诚然，美国仍可以通过不断发放滚动式的新债来偿还旧债，但是在这一过程中，美元的信用也会随之被透支。在这种情况下，美国过去承载的那个一超多强的“霸权时代”已经很难持续下去了，随着美元信用的透支，国际贸易和全球生产将会朝向区域化转型。

#### **（四）基于制造业投资的应对方式及其合理性分析**

1. 基于制造业投资的应对方式。上文表明，面对国际贸易环境的变化，我国积极参与了全球生产贸易的区域化转型，从而在面对疫情这一外部性冲击时能够发挥出口替代效应。但是，要想使出口替代效应长期存在，就需要利用国内外疫情应对错位的空档期，加大对特定产品的生产和出口以不断扩大替代效应。那么，特定产品是什么呢？显然不可能是防疫物资的出口，因为该产品出口完全依赖于疫情走向，随着疫苗研发和海外疫情的控制，未来防疫物资出口会维持在相对稳定的水平。因此，为了厘清未来维持出口替代效应的产品类别，就需要了解主要出口品的增长情况。

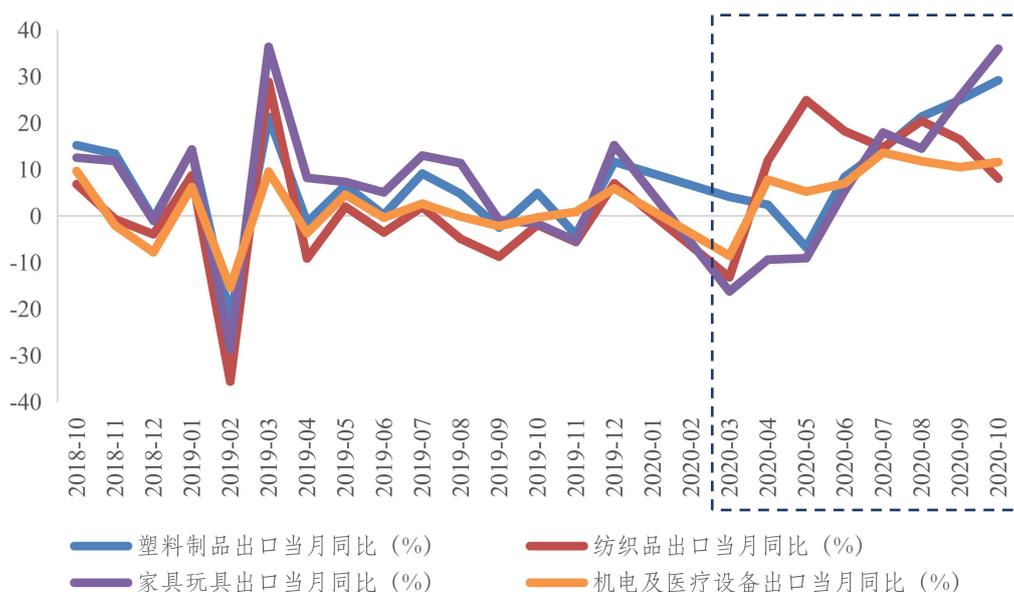


图 16 (数据来源: Wind, 太和智库数据库)

按照国际通用的 HS 分类标准, 出口产品可以分为 22 类, 而上图则是我国出口份额较高的几类。不难看出, 我国塑料制品和纺织品的出口增速一直维持在较高水平, 特别是在出口替代效应开始显现的 5 月份, 包含口罩生产的纺织品以及一般防疫物资的塑料制品出口增长迅速。然而, 三季度以来, 随着国外疫情防控的常态化发展, 防疫物资的出口进入了相对瓶颈期。尽管四季度疫情的再度暴发在一定程度上增加了对防疫物资的需求, 但其整体的增长势头乏力。

上图表明, 在疫情期间, 抓住国内外疫情错位机遇的是家具玩具制品和机电设备制品。这两种产品原本同短期内的出口替代联系不大, 因为短期内主要是防疫物资的替代, 然而, 4 月份以来, 机电设备便增长迅猛, 恢复到了疫情前的水平, 三季度后更是维持在 10% 的增长水平。家具玩具制品也在 7 月份开始发力,

至 10 月份同比增速已经高达 35%。可见，无论是家具玩具制品等中低端制品还是机电设备中高端制品，制造业投资所带来的出口增长已经替代了原先的防疫物资，成为 2020 年下半年出口替代效应的主角。就目前而言，尽管制造业的出口仍然是以家具玩具等中低端制品为主要推动力，但应该注意到我国在高新技术产业的投资力度以及其所拉动的出口规模。

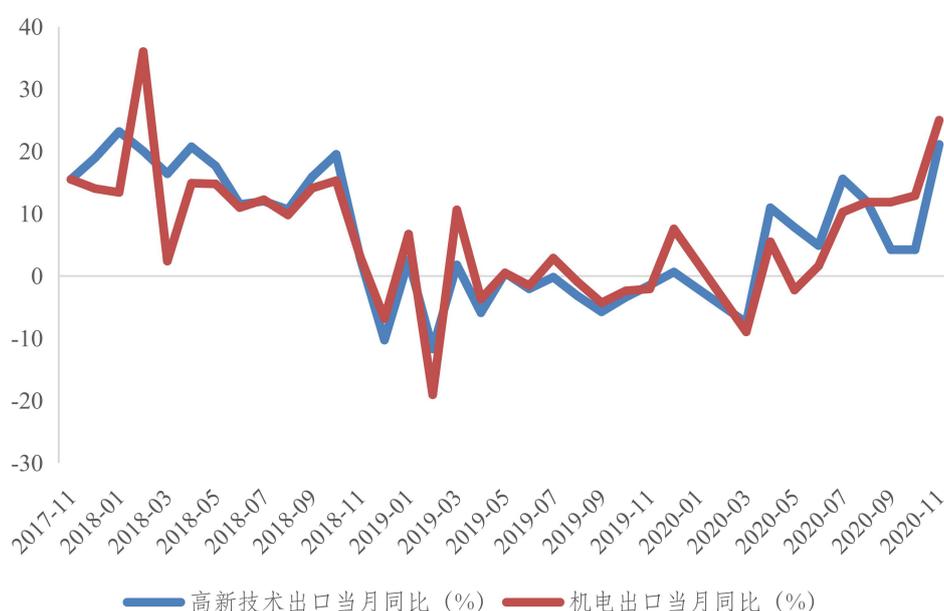


图 17 (数据来源: Wind, 太和智库数据库)

上图表明，高新技术出口和机电设备出口增速自三季度以来不断提升，至 11 月份已经超过了近 3 年来的同期水平。这种逆势增长无疑是替代了部分发达国家中高端制造业的出口规模。

可见，2020 年后半年，我国出口替代效应已经由原先的防疫物资替代逐渐转变为了制造业制品的替代。其中，中低端制造业制品替代了海外发展中国家的中低端产品，高端制造业制品则替代了部分发达国家因疫情冲击而造成的订单转移。值得注意的

是，出口替代之所以能够出现结构性转变，其原因在于国内基于制造业投资的政策配合，特别是 2020 年上半年积累的产成品供给。事实上，在国有企业定“生死”、民营企业保“活力”的条件下，上半年政策发力主要集中在国有企业，随着国有企业复工复产的推进，国有制造业产成品库存被动积累。这些积累下来的产成品部分通过出口替代的结构性转变而得以消解，但却使得企业上下游供需断层的效率问题被遗留了下来。因此，太和财经需要进一步分析通过增加制造业投资应对国际生产和贸易环境变化的合理性。

**2. 中国应对措施的合理性及其潜在问题。**从国际层面来看，通过制造业投资应对全球经济的变动至少在两个方面存在其合理性。

第一，全球经济正处于修复的初始阶段，世界各国亟需补库存，这为我国制造业产品出口提供了契机。疫情已经造成海外各大经济体的库存供应不足，据资料统计，美国和欧洲的库存都已降低至金融危机和次贷危机以来的最低点，分别较 2010 年下降了 6 个和 8 个百分点。其中，受制于疫情的冲击，制造业补库存速度最为缓慢，而我国完全可以抓住这个契机，实现制造业制品的出口替代。

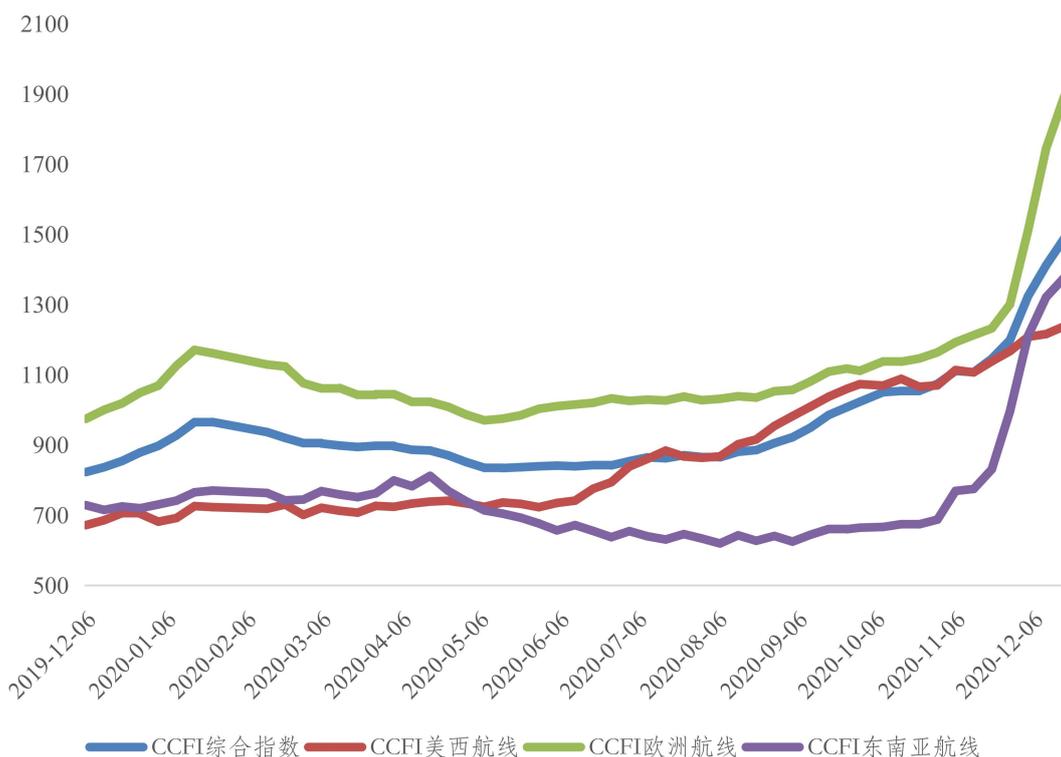


图 18 (数据来源: Wind, 太和智库数据库)

上图表明，中国出口集装箱运价指数（CCFI）已经由 2019 年 12 月中旬的 836 点（1998 年 1 月 1 日为 1000 点）上升到了 2020 年 12 月中旬的 1488 点，年度增幅高达 78%，完全抵消了疫情的冲击。其中，美西航线和欧洲航线的 CCFI 分别上升到了 1238 和 1893 点，增幅分别达到 81% 和 89%。东南亚航线的增幅更是高达 93%。这表明，我国制造业出口逐渐成为全球经济的重要支撑，利好制造升级。

第二，2020 年第四季度，海外疫情再次呈现了反弹的趋势，其必然会引起海外企业资产负债表的破坏甚至崩溃，最终导致海外的制造业企业出现破产、倒闭的情形。国际供给不足将再次提振我国制造业在全球市场的份额。据数据显示，2008 年以来，

我国制造业占全球制造业的比重已经由 15% 增加至 30%。有理由相信，在 2021 年的后疫情时代，随着海外供给缺口的持续以及国内循环和 RCEP 区域内循环体系的完善，中国制造业在全球的供应占比仍将增加，届时，以通用设备、电气器械、电子通信设备为代表的装备制造业将成为我国出口替代的持续推动力，并以此为基础带动国内外经济的回暖复苏。根据美国智库彼得森国际经济研究所的估计，到 2030 年 RCEP 将使成员国国民收入每年新增 1860 亿美元，助力成员国 GDP 年均增长 0.2%。而另一美国智库布鲁金斯学会的看法则更为乐观，认为到 2030 年 RCEP 将使成员国国民收入每年新增 2090 亿美元，为世界贸易增长贡献 5000 亿美元。

然而，在制造业投资带动国内外经济回暖的同时，还应注意其中隐含的问题。事实上，我国制造业产品存在着国内标准化程度不高、国内外产品标准不一致、推广及出口受限制等多种原因，仅仅依靠制造业出口获取出口替代效应的方式很难独善其身。为此，还需要国内经济政策的配合。然而，正如前文已经指出的，国内的制造业投资已经出现了上下游断层、债务杠杆突出等低效率的问题。如何在提升国内效率、实现国内大循环的基础上打通国内与 RCEP 区域内以及同全球经济的双循环将是未来一段时间的重要发展方向。太和财经认为，未来国内投资的重点应该集中于满足高端消费品的供应上，减少低效率的基建投资并更有针

对性的进行“新基建”投资，防止出现互联网企业的泡沫化发展。只有国内制造业投资的效率得以提升、投资结构转型得以完善，国内国际的双循环才能够实现。因此，我们需要抓住国内外疫情错位带来的契机，以国内制造转型升级带动对外出口替代效应的持续稳定。

## 二、中国宏观经济、金融市场回顾

### （一）“黑天鹅”的冲击——第一季度宏观经济、金融市场回顾

#### 1. 经济回顾

2020年第一季度，疫情突然暴发，为保护人民群众生命安全，中国政府果断采取封锁措施，抑制疫情的扩散，但不可避免地造成大面积停工停产，加之春节假期的影响，需求“断崖”下降伴随物资紧缺，导致食品价格上涨，生产价格下跌。而另一方面，疫情也导致企业现金流突然紧张，投资增速也必然大幅下滑，企业生存遭受考验。因此，第一季度价格的结构性和投资的变化较好地反映了疫情对中国经济的冲击。

（1）价格“一升一降”反映受疫情冲击。2020年一季度消费领域价格结构性上涨、生产领域价格下降。CPI比去年同期上涨4.9%，涨幅比去年同期扩大3.1个百分点，比去年四季度扩大0.7个百分点。但随着疫情逐渐得到控制，季度内消费领域价格走势逐月回落。3月份，CPI环比由涨转降，下降1.2%，同比涨

幅回落 4.3%，重回“四时代”。而受到疫情影响，一季度 PPI 逐月走低，由去年同期上涨 0.2% 转为下降 0.6%。

其中，食品价格上涨是影响 CPI 涨幅的决定性因素，也反映出疫情初期物资的紧缺对消费的影响。受到春节、疫情等因素叠加影响，一季度，食品价格上涨 20.3%，涨幅比去年同期扩大 18.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 4.09 个百分点。食品中，猪肉价格上涨 122.5%，影响 CPI 上涨约 2.91 个百分点。分月看，3 月 CPI 回落，也是由于猪肉的生产周期导致猪肉在内的食品价格环比出现下降。另外，随着 3 月复工复产，社会交通物流业恢复畅通，市场供给得到改善，也使季末 CPI 涨幅回落。不过对比食品类价格，非必需类消费品价格出现涨幅收窄、同比价格回落的现象。一季度，扣除食品和能源价格的核心 CPI 上涨 1.3%，涨幅比去年同期回落 0.6 个百分点，比去年四季度回落 0.1 个百分点，体现了消费结构性分化的现象，但核心 CPI 暂时维持在较低水平。

由于年初季节性因素和疫情带来的影响，工业企业生产性需求减弱。2020 年 1-3 月全国工业生产者出厂价格同比分别为 0.1%，-0.4% 和 -1.5%。值得注意的是，受到主要产油国价格战的影响，第一季度国际原油价格暴跌，带动我国石油相关行业价格震荡下行。同时，由于大宗商品价格走低，PPI 受到原材料价格下降影响，也出现显著的分化，生产资料价格的降幅扩大是 PPI 持续下行的主要原因。生活资料方面，由于疫情防控食品和医疗防护物

资供应紧张，一季度农副产品加工业价格同比上涨 7.1%，医药制造业价格上涨 0.9%。

(2) “投资断崖”反映生存危机。第一季度之初，疫情的全面暴发，国内开始停工停产。伴随着需求的大幅度下滑，大量企业遭遇了现金流的枯竭，甚至面临生存危机。在这种情况下，寻找资金续命是企业当时最重要的任务，而用资金去增加新的投资超出了绝大部分企业的能力范围。因此，总投资数据在第一季度出现断崖式下跌是正常现象。为了防止经济过度失速，货币政策紧急提供流动性，但也主要是为了缓解企业的债务压力和现金流问题，对于刺激投资效果不大。而财政政策方面不得不再次祭出**基建和房地产这两项武器**，这成为了**第一季度投资的主要驱动力**。随着疫情带来的负面影响逐渐消退，复工复产逐渐开展，需求逐渐复苏，现金流逐渐恢复正常，直到 2020 年一季度末，各项投资数据触底后才开始反弹。1-3 月，全国固定资产投资同比增速为-16.1%，降幅较 1-2 月收窄了 9.5 个百分点。分产业看，1-2 月数据触底后，季末三大产业投资同步缩窄：第一产业、第二产业、第三产业投资同比降幅分别比 1-2 月份收窄 11.8%、6.3% 和 9.5%。

一季度第二产业回弹力度最弱，制造业投资反弹幅度明显低于房地产和基建投资。数据显示，1-3 月制造业投资同比下降 25.2%，而第三产业投资增速为-13.5%，其中基础建设和房地产

投资降幅均在3月大幅缩小，地产投资开始复苏。其中，3月住宅投资16015亿元，下降7.2%，降幅收窄8.8个百分点。同时，房地产企业融资环境有所好转，房地产开发企业到位资金33566亿元，同比下降13.8%，降幅比2020年1-2月份收窄3.7个百分点。虽然地产融资政策并未大幅放松，以及考虑到“房住不炒”的核心精神，面对疫情冲击，房地产投资的韧性仍然存在，对流动性造成挤占。

在疫情冲击的背景下，基建和房地产投资在很大程度上起到驱动、支撑经济的作用；相比之下，一季度制造业投资小幅回升，仍然承受较大压力。

**(3) 疫情之“殇”冲击扩大。**第一季度其他指标整体出现断崖式下跌。工业方面经历1-2月近两个月的生产活动停滞，一季度末工厂开始复工复产，工业出现复苏迹象。3月份，全国规模以上工业企业开工率达到97.2%，比2月底提高18.9个百分点。疫情背景下，一季度制造业受疫情冲击影响下降最明显，民营经济韧性显著；但比起1-2月，各经济类型均遏制进一步大幅下滑的趋势。整体来看，3月工业增加情况好转，供给端出现反弹，优先开始恢复。然而生产端的改善同时伴随着内外需的压力（即下文的消费和贸易）。

消费方面，疫情对居民消费冲击较大，一季度最终消费支出拉动GDP下降4.4个百分点。由于一季度末国内疫情出现好转，

社会消费市场出现恢复态势。不过相比与供应端，虽然消费数据降幅收窄，结构差异逐步显现。疫情冲击下，生活必需消费品较有韧性，增速最高，可选类消费下滑明显，同比降幅均超过 20%，纺织服装零售降幅扩大至-34.8%。除了疫情直接限制居民外出消费的主要原因外，居民实际可支配收入增长不足、居民负债过多杠杆过高，也在一定程度上限制了居民消费能力。一季度末，政府出台消费券政策增加民众购买力和消费需求，并且在短期内打开消费增长空间，拉动消费端恢复。并且，全国范围内有 50 多个城市借助电子支付平台发放数字消费券，其优势在于节约成本、缩短链条、更加便捷、更好与需求相匹配。

贸易方面，进出口走势受国际疫情影响明显，一季度贸易下行压力较大。一季度我国货物贸易进出口总值为 6.57 万亿元人民币，比去年同期下降 6.4%。但进出口贸易降幅在季末出现超预期回升。疫情防控的“时间差”是 3 月外贸出现反弹迹象的主要原因。海外疫情 3 月起逐渐扩散，包括日本、欧盟、英国和美国在内的贸易成员国疫情开始蔓延，相反同期国内疫情逐渐得到控制，工厂开始复工复产，前期因延期复工积压的出口订单陆续交付。

**(4) 一季度受疫情冲击明显，经济“负能量”较重。**总体来看，第一季度是 2020 年中国经济最困难的时期，首次出现负增长。一季度 GDP 为 206,504 亿元，比上年同期下降 6.8%，创

有数据以来的最低记录。其中，三大产业对 GDP 均为负拉动，二三产业遭受重创，但与直观感受不同的是，受疫情冲击最明显的并非服务业第三产业，而是第二产业。第二产业当季 GDP 增速较上季度 2019 年 Q4 下滑 15.4 个百分点，第三产业下滑 11.8 个百分点，第三产业下滑幅度弱于第二产业。不过得益于复工复产推进，经济各项指标的降幅进入到 3 月季末开始缩窄。

疫情对企业冲击更大，生产经营阻力明显。以央企为例，一季度实现营业收入 6 万亿元，同比下降 11.8%；实现净利润 1304 亿元，同比下降 58.8%，57 家企业净利润同比下滑，26 家企业经营净亏损，虽然 3 月份月度净利润比 2 月份明显回升，但与上年同期相比还有较大差距。另一方面，资产负债表恶化明显。一季度新增社融达 11.07 万亿元，社融的边际增量为 2.47 万亿元，其中新增短期融资的边际增量达 1.77 万亿元，创 2011 年来的新高，企业资产负债表显著恶化。社融增长、负债表恶化的原因在于疫情带来的企业收入大幅下降。长时间停产停工对企业的现金流产生毁灭性打击，再加上收入降低，但企业短期内支出保持不变，现金流缺口急剧放大，企业大量举债。外部融资只是用于填补当期缺口，或用于现金流储备，而非新增开支或投资，因此资产负债表进一步弱化。

工业企业受疫情冲击明显，制造业面临严峻的考验。1-3 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 7814.5 亿元，同比下

降 36.7%，特别是对于制造业，1-3 月份实现利润总额 6079.6 亿元，同比下降 38.9%，降幅在三大业中最为明显。考虑到 3 月海外疫情蔓延恶化，结合贸易数据分析，如果不依靠进口，国内一些企业很难独立完成生产，国内制造业受到全球产业链断裂的影响，面临长期压力。

不过一季度支持企业运行的政策已初步落地。在一系列政策措施作用下，工业生产、企业运行数据大幅下滑的局面得到了有效遏制。国家加快重大项目和重大民生工程建设，加大对企业减税降费力度，实施普遍降准、定向降准等保持流动性合理充裕的措施，强化对中小微企业的普惠性金融支持措施，全力促消费、稳投资、拓出口，着力稳住经济基本面。针对消费，国家出台了刺激消费的相关政策，有助于增加小微企业和个体工商户收入，让他们的经营状况有所好转，从而实现稳就业；同时，政府加大了卫生健康等民生保障支出，推进各领域复工复产，对稳定内需、释放国内市场需求潜力发挥了重要作用。

## 2. 金融市场回顾

在 2020 年第一季度中，金融市场动荡不安，市场上避险情绪浓厚，整体呈现债强股弱的局面。从债市和股市的具体数据来看，第一季度的债市延续了 2019 年年末债券市场的强势，大部分债券收益率整体呈下行趋势。以利率债收益率为例，从 1 月 2 日到 3 月 31 日，10 年期国债收益率由 3.1956 点下跌到 2.6124

点，10年期国开债收益率由3.5941点下跌到2.9476点。

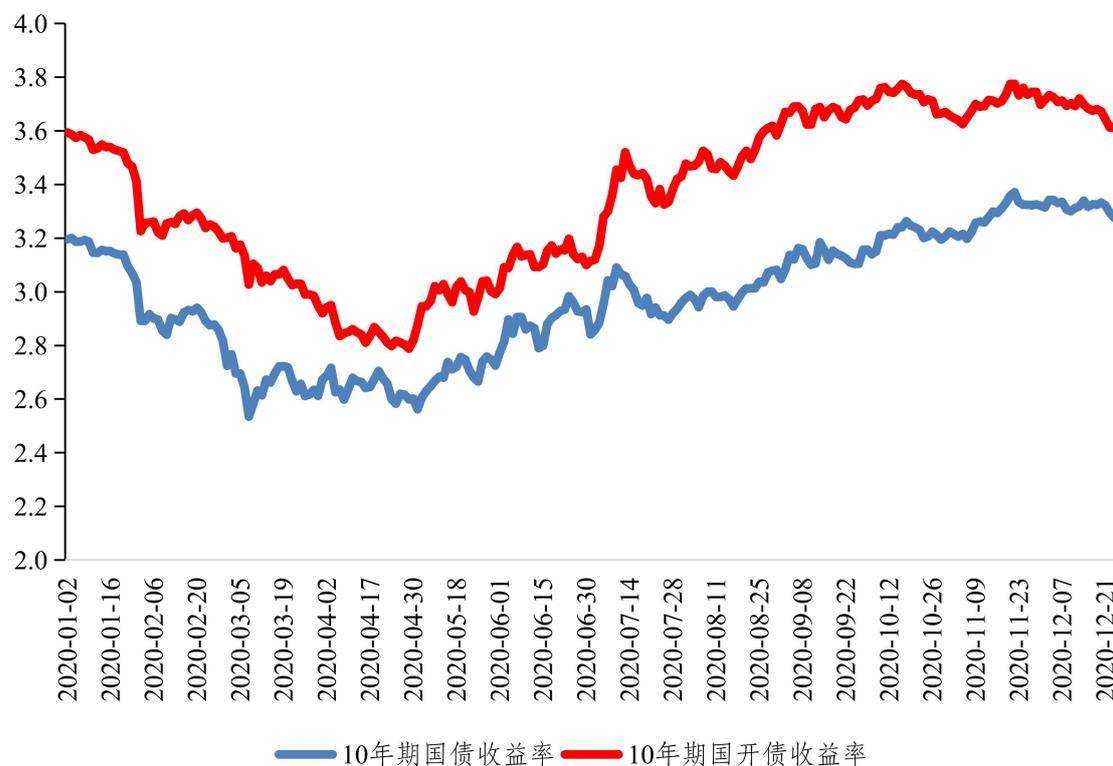


图 19 (数据来源: 中国外汇交易中心、国家开发银行、太和智库数据库)

而国内股市在第一季度中虽出现了上涨的小趋势，但整体呈现下行的大趋势，同时强烈震荡。首先在春节过后的2月3日，股市快速下行，上证综指、创业板指、深证成指三大指数分别由2976.53点、1927.74点、10681.90点跌至2746.61点、1795.77点、9779.67点。随后，股市由跌转涨，至2月25日，三大指数分别回升至3013.05点、2287.31点、11856.08点。此后，股市在第一季度的最后阶段继续下跌，至3月31日，三大指数的收盘价分别为2750.30点、1871.92点、9962.30点。

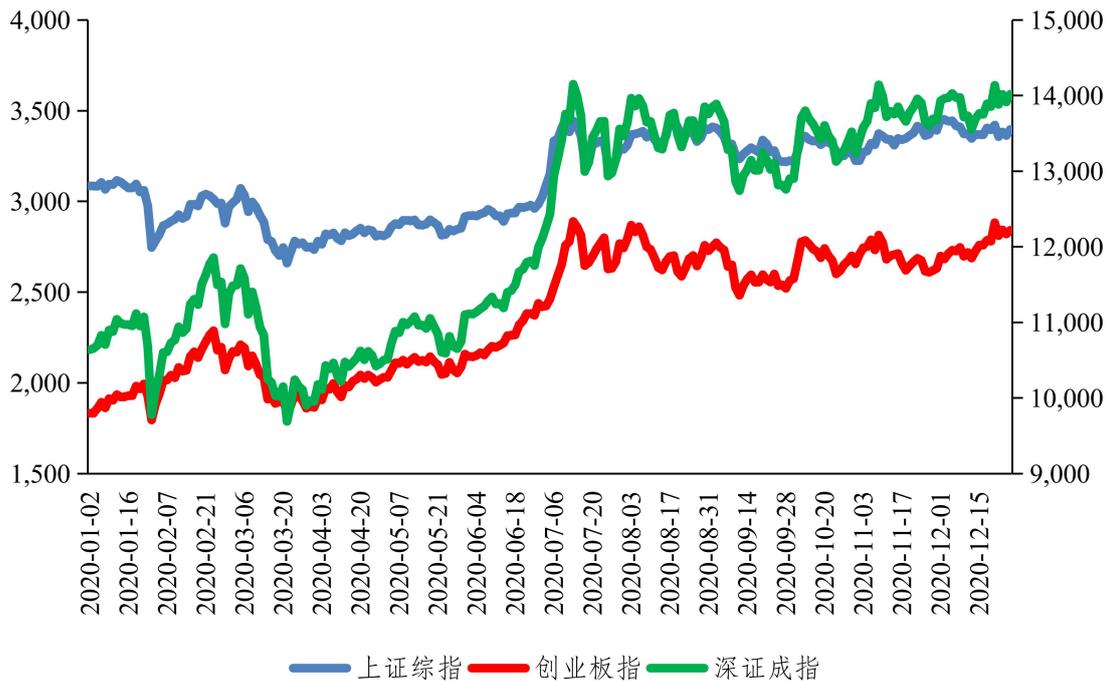


图 20 (数据来源: Wind、太和智库数据库)

一季度在春节后的下跌主要受投资者对于经济预期的悲观情绪影响。一方面，具有全球性影响的疫情极大限制了国内的产能、旅游出行和购买需求；另一方面，中美贸易摩擦虽有缓和，但第二阶段的协议能否达成依然是未知数。这两个关键性的因素从多方面打击了国内经济，也放大了金融市场上的波动风险和恐慌情绪。而这样的情绪在春节后得以释放，造成了利率债收益率和股市指数急速下跌的局面。同时，由于防疫控制较为良好，投资者普遍认为，疫情的冲击对国内资本市场较为有限，偏向于短期影响；随后，政府针对疫情冲击出台了支持性的货币政策和财政政策，包括财政拨款、贷款贴息、个人财政补助、税收减免、优化政府债券投向、公开市场逆回购等政策，在具体数据中，隔夜同业拆借利率 Shibor 和隔夜质押式回购利率 DR001 从 1 月的

高位下降，在 2 月一直维持在较低的位点。这支撑了实体经济的延续并促进了流动性的宽松，使得大量资金进入股市，股市也因此从多方面被推动上涨。

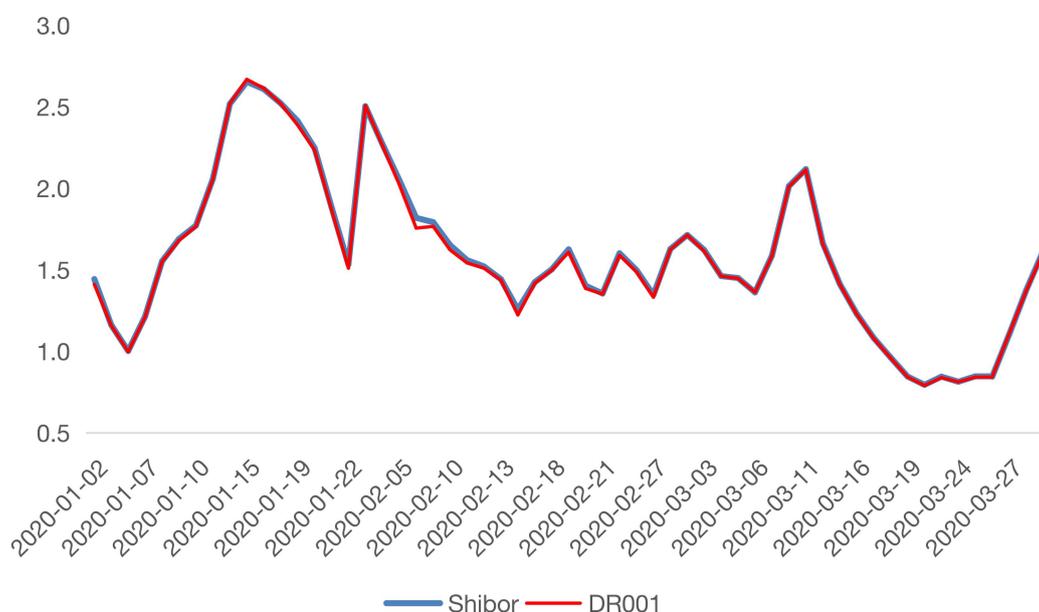


图 21（数据来源：中国货币网、全球经济网、太和智库数据库）

一季度最后阶段的重新下跌则主要受外围因素影响。具体而言，虽然国内疫情有所好转，但国外的疫情却日益严重，这造成了外围股票市场的紧缩和流动性危机的发生，美国市场和香港市场所受的影响尤为严重。美股因受疫情和原油价格的双重冲击连续于 3 月 9 日、12 日、16 日、18 日出现 4 次熔断，VIX 指数飙升，并在 3 月 16 日升至 82.69 点，达到了 2008 年金融危机之后的最高位；同时中资美元债也未能幸免，美股暴跌后，离岸市场的中资美元债也遭“腰斩”，3 月 29 日，恒大集团 2022 年到期的美元债价格跌至 81.64，收益率则攀升至 32.98%，而对比国内，15 恒大 03 债券的二级收益率只有 6.53%。美联储为缓解流动性

危机和大规模企业信用风险，迅速降息至 0-0.25%，购买大规模资产，启动 CPFF（商业票据融资支持工具）、PDCF（一级交易商信贷便利机制）、MMLF（货币市场共同基金流动性工具）、TALF（定期资产抵押证券贷款工具）、SMCCF（二级市场公司信贷融资工具）等一系列措施，力图在金融市场内注入流动性。而外围股市的暴跌一方面影响了国内投资者对于全球性经济衰退的担忧，另一方面则迫使国外机构投资者为了维持流动性，减少在 A 股的投资，3 月 18 日即有流言称桥水基金因为大规模赎回和流动性紧缩问题爆仓，这虽被证实是谣言，但疫情带来的问题的严重性，以及投资者的又一波恐慌情绪则可见一斑。外围因素使得国内金融市场的流动性再次降低，国内股指也因此下跌，国内政府则加大扶持，Shibor 利率和 DR001 利率也随之在 3 月份继续下降至 1.0 点以下。

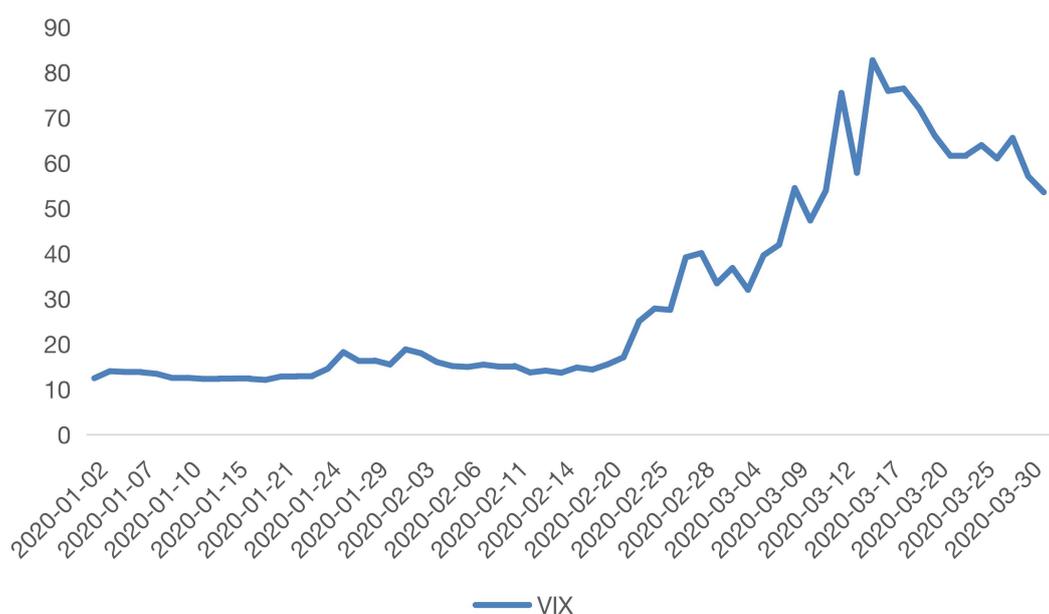


图 22（数据来源：CBOE、太和智库数据库）

概括而言，2020年第一季度影响全球金融市场最重要的因素便是疫情及疫情下各国的即时应对政策。在全球疫情对于实体经济与金融流动性的冲击下，各国普遍采取了降息、财政补助、补贴实体经济等大同小异的政策，然而能否快速度过危机，不仅取决于良好的扶持政策，还要看各国在疫情之下的取舍和博弈。时至今日，疫情的延展牵扯到各国的政治经济、民族文化和社会发展阶段等多方面的问题，也对一季度之后的一系列重大国际时政事件包括美国大选、RCEP 协定签署、中欧贸易谈判在内的重头戏，以及其带动的金融市场走势具有深远的影响。

## **(二) 触底企稳——第二季度宏观经济、金融市场回顾**

### **1. 经济回顾**

2020年第二季度，中国疫情得到有效控制，国内经济开始复苏。供给端开始复苏，企业开始逐渐由被动去库存转向补加库存，工业价格环比降幅收窄。但需求端压力依然较大，由于疫情带来的极大不确定性，在收入稳定性预期下降与杠杆的双重压力下，居民消费意愿大幅下降，消费复苏偏弱。因此恢复性增长的结构不平衡，经济反弹的主要原因是工业驱动，而非消费。价格走势分化加剧，生产价格的通缩和生活价格通胀以及消费的变化造成的供需断层。

(1) “价格断层”有所收敛。二季度 CPI 涨幅呈回落态势，国内消费领域物价压力得到缓解，物价恢复至正常水平，PPI 则

保持下降走势。从 2020 年 2 月开始，中国 CPI 逐月递减，并在 2020 年 5 月回落至“2”时代。上半年，CPI 比去年同期上涨 3.8%，涨幅比一季度回落 1.1 个百分点。生产领域价格低位运行，但二季度随着制造业逐步恢复，市场需求回暖。5 月份环比降幅收窄 1.3 个百分点至 -0.5%，但受去年同期对比基数较高影响，同比降幅扩大至 3.7%；6 月份，PPI 同比降幅收窄至 3.0%。

从消费领域来看，二季度 CPI 快速回落的主要原因是肉类供给、食品类价格趋于稳定。但 CPI 结构性分化的问题依然存在，反映终端需求不足。4-6 月扣除食品和能源价格的核心 CPI 分别同比上涨 1.1%，1.1%和 0.9%，核心 CPI 持续处于低位，表明疫情带来的影响仍未消除，居民终端需求仍然不强。二季度末，由于六月猪肉价格有所回升，持续强降雨天气在短期推升菜价，食品 CPI 时隔 4 个月再度反弹。6 月 CPI 同比上涨 2.5%，较 5 月小幅回升 0.1 个百分点。

从生产领域来看，由于疫情原因，库存被动积压严重。PPI 持续下行 5 个月后，受国际油价、国内制造业稳步恢复以及市场需求回暖的影响，部分行业二季度由被动去库存逐步转向补库存。二季度末，PPI 同比降幅逐步收窄。其中，生产资料价格同比下降 4.2%，降幅收窄 0.9 个百分点，生活资料同比增长 0.6%，叠加油价出现反弹、基建加码、需求边际改善等因素，能源、化工、有色以及黑色金属均出现显著上涨。

贸易“时间差”。贸易方面，在经历了一季度震荡下行后，二季度进出口有所回稳。二季度我国外贸进出口 7.67 万亿元，由一季度的同比下降 6.5% 提高至二季度同比下降 0.2%。从 2020 年 6 月单月贸易数据来看，进、出口增速为年内首次转正。

由于国内外抗疫“时间差”，我国率先推动企业复工复产，同时由于疫情在全球的蔓延，市场需求减弱，并引发避险情绪突增，带动包括原油、煤炭在内的大宗商品价格明显下跌。随着我国企业复工复产速度加快，也拉动了煤炭等能源原材料的进口明显增加，因此支撑进口值回升。数据显示，2020 年 6 月，大宗商品进口数量平均同比增速达 48%。同时，随着国内工业生产逐渐复苏，疫情严重的国家对我国进口需求出现增长，促进了出口值回升。

**(2) 地产投资与消费是动力“源”。**投资在二季度同比降幅收窄，二季度资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，扭转了一季度向下拉动的态势。全国固定资产投资同比降幅比一季度收窄 13 个百分点。

地产、基建投资增速不断走高，1-6 月累计同比增速为 1.9%，显示出较大韧性，成为疫情背景下持续对冲的投资工具。地产、基建快速回弹，主要原因是政府增加投资托底，包括央行一季度宽松货币政策和增加基础建设。一系列措施下，货币传导效率明显，短期内对投资拉动作用显著。相对于地产、基建投资，制造

业改善幅度较小、投资增速压力较大。二季度制造业投资同比下降 11.7%，降幅比 1-5 月份收窄 3.1 个百分点。其中分行业看，装备制造业、消费品制造业投资降幅分别收窄 2.5 和 4.4 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长 18.2%。受政策刺激影响小、消费端疲弱是制造业与地产、基建投资分化较大的原因。

二季度工业生产恢复较快，工业增加值增速继续上升。规模以上工业企业已基本全面开工，其中有 68.4% 的企业达到正常生产水平的八成以上。全国规模以上工业增加值由一季度的下降 8.4% 转为二季度的增长 4.4%，说明在疫情防控得当的情况下，全产业链的复工复产正在提速。特别值得注意的是，制造业三大门类，采矿业、制造业以及供应业均实现由降转升，但结构性特点更加突出。受需求端非均衡修复影响，工业生产也随之表现出行业分化特征。正如前部分提到，地产、基建投资加速，钢材、水泥、挖掘机、铲土运输机械等建材和工程机械类产品生产表现反弹亮眼。相比之下，下游消费品行业生产偏弱，农副食品加工业下降 2.4%，运输设备制造业下降 1.2%。

消费方面，二季度消费呈现持续好转态势，居民消费活动逐渐恢复，但是增幅逐渐偏缓。与供给端相比，消费者需求疲软，复苏不平衡的趋势明显。上半年 1-6 月社会消费品零售总额 172,256 亿元，同比收窄至 -11.4%，其中二季度下降 3.9%，比一

季度收窄 15.1 个百分点。居民消费有所回升但延续负增长，消费改善力度偏弱。

二季度社会零售消费品持续增长，是“六稳六保”“消费券”政策落地后的反应。疫情背景下，短期内，促消费的政策使二季度社会消费品零售额数据逐渐转好。然而消费增速放缓，消费端需求持续疲软是长期趋势，无法通过促销费政策一次性改善。更深层的原因是，居民收入表现不佳。从 2019 年一季度，全国居民人均可支配收入的同比增长持续处于下行区间。今年上半年全国居民人均可支配收入名义增长是正的，但扣除物价因素后，实际收入却下降 1.3%。同时，结合社融数据，我国居民部门举债过高，杠杆持续攀升，二季度住户部门贷款增加，尤其是短期贷款向中长期贷款转移趋势明显。因此居民消费意愿下降，整体看消费对经济复苏拉动力不足。

**(3) 宏观经济触底企稳。**总体来看，二季度我国经济增长由负转正，经济运行维稳复苏，主要经济指标均呈现复苏迹象。二季度 GDP 为 250,110 亿元，同比增长 3.2%。三大产业均有所回升，第一产业、第二产业、第三产业增加值分别增长 3.3%、4.7%和 1.9%。第二产业的改善力度要强于第三产业。从生产端看，二季度第二产业增速大幅回升转正，对 GDP 增速的拉动也高于第三产业，意味着本轮经济复苏主要是来源于工业生产的改善。相对来看，需求端整体仍偏疲弱，各项经济指标增速仍处于

下降区间。加之 4-6 月，我国面临疫情反复、全球经济衰退、中美冲突等挑战，二季度需求端回升压力较大。

## 2. 金融市场回顾

在 2020 年第二季度中，疫情仍然是引领金融市场变化的一大因素，各国的经济形势因抗疫力度的不同出现了较大的分化，中国的经济形势最为优异，二季度的国内股市和债市也因此一反一季度的金融形势，开始呈现股市强劲、债市震荡下行的局面。从 4 月 1 日到 6 月 30 日，10 年期国债收益率由 2.6729 点上升至 2.9341 点，10 年期国开债收益率由 2.9201 点上升至 3.1000 点，期间利率债波动率较大，收益率整体呈上行趋势。

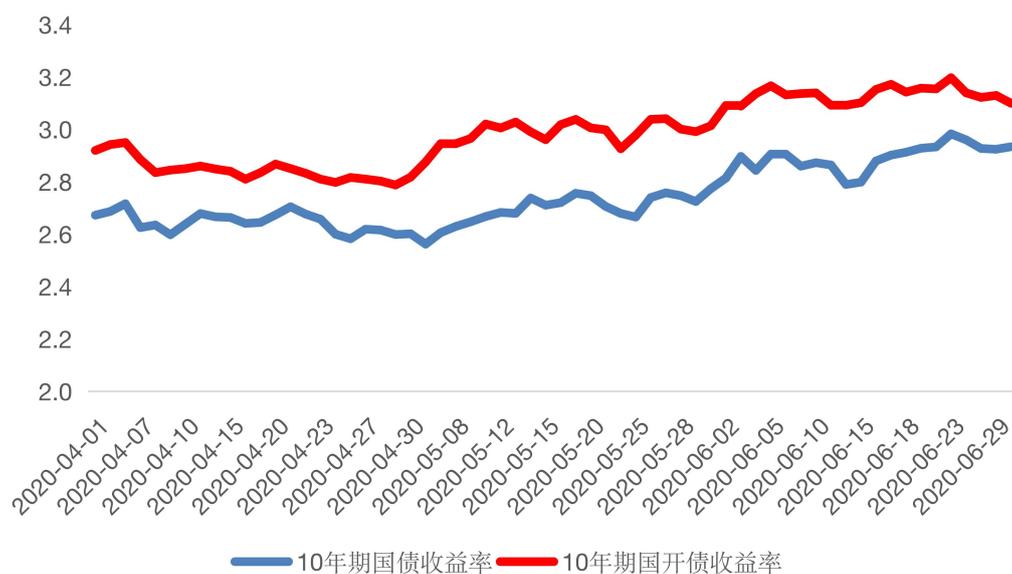


图 23（数据来源：中国外汇交易中心、国家开发银行、太和智库数据库）

而这一时期的股市同样呈上升趋势，且该趋势相较之下较为稳固，其中，上证综指、创业板指、深证成指分别由 2734.52 点、1864.80 点、9951.84 点涨至 2984.67 点、2438.20 点、11992.35

点。其中，创业板指在 6 月越过年初高点，创下了 4 年以来的新高。

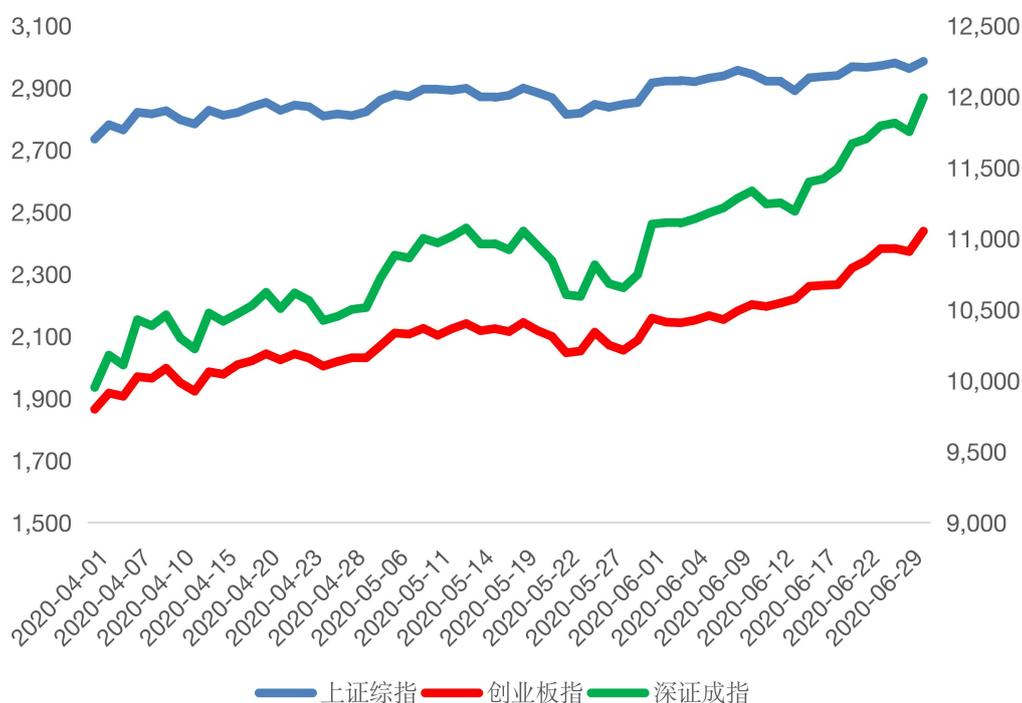


图 24 (数据来源: Wind、太和智库数据库)

二季度是一个多空因素交织混杂的时期，股市触底后的反弹以及稳步上升在情理之中却又出人意料。二季度初期，国内疫情的控制状况远远好于国外，政府推出的财政、货币、产业政策也在一定程度上缓解了经济下行的压力，这无疑是推动股指和利率债收益率上行的因素；然而，一季度的上行阻力因素依然存在，即资金面处于信心修复期，市场中资金不足，投资者也有对于流动性的担忧，预计短期内难有大量资金涌入。在股市触底前后，沪深 300 主连基差以及中证 500 主连基差保持着高贴水，多数投资者对未来股市的观点依然偏空。

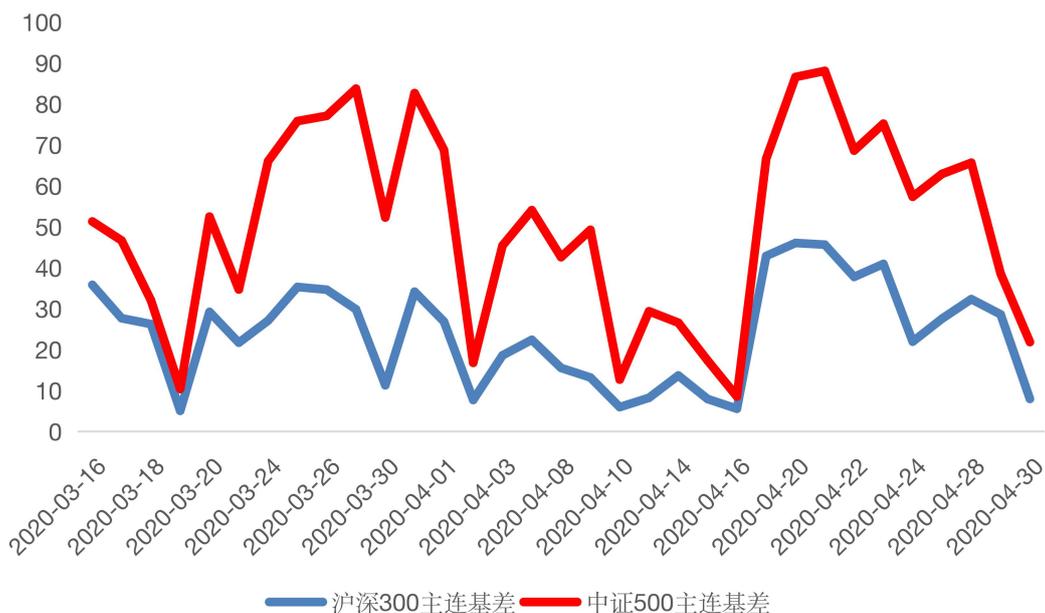


图 25 (数据来源: 同花顺、太和智库数据库)

然而，二季度后期的经济则超出市场预期，全球疫情下，国外的产业链与供应链几近崩溃，而中国的生产线则因高效抗疫一枝独秀，这也吸引了诸多海外投资者的目光，于是在出口数据上涨的同时，外国直接投资（FDI）数据也加速上行，股市有较强的经济基本面支撑。同时，央行在 6 月开始对货币政策进行预期管理，并未对发行量巨大的 5 月专项债、特别国债等降息，而仅以公开市场操作对冲流动性，没有盲目进行刺激性的财政政策，中国经济、金融系统因此有着较少的泡沫，股市也由这两方面主要因素推动上行。

值得注意的是，尽管股市的回升可喜可贺，繁荣的背后仍然有隐藏的问题。二季度股市攀升的主要原因是优秀的出口经济以及海外加大向国内投资的带动，而国内的实体经济事实上并不乐观。2020 年 5 月份，中国制造业 PMI、CPI 以及 PPI 等能够反映

实体经济发展水平的指数均出现了不同程度的下行。与此同时，货币政策因疫情下刺激需求的需要而有所转变，由原先压制信用的去杠杆、宽货币政策变为了宽信用托举的政策，5月份的货币资金价格也因此走高，与实体经济的发展相背，由此可以看出，中国实体经济与货币资金的价格出现了一定程度的背离，出现了资金“脱实入虚”的现象。究其原因，一方面，中国金融供给的结构决定了宽信用的主要方向仍然受限。中国的金融结构以间接融资，特别是大型银行为主，这导致了市场中的主要偏好相对较低，于是在疫情中受到最大冲击的中小企业虽然有宽信用政策扶持，却依然难以获得资金，而金融机构手中多余的资金无处入实，大多只会在金融领域内部周转，最终出现资金空转的现象。另一方面，在反复的疫情下，国内外需求的冲击巨大，消费、投资、进出口的环比数据仍不容乐观，实体经济的不确定性再次加强，金融机构将资金传递给实体企业资金时会更加谨小慎微，尤其是具有更高风险的中小企业。因此，在这两方面因素的影响下，宽信用货币政策造成的资金“脱虚入实”在所难免，而这一现象将会对中国未来的经济走势产生重要的影响。

最后，二季度中值得一提的还有原油和黄金的价格走势。原油方面，继一季度美股接连四次熔断后，投资者们在4月份再次见证历史，原油价格出现了前所未有的负数价格，4月21日北京时间凌晨，WTI5月原油期货报价最低跌至-40美元每桶。原

油整体走势先跌后涨，WTI原油连续价格由4月1日的21.15美元每桶跌至4月27日的12.80美元每桶，再涨至6月30日的39.74美元每桶。原油大跌的根本原因在于疫情，各地疫情利空全球经济增长，导致石油需求下滑，国际能源署在4月15日预估，4月全球石油需求将减少2900万桶/日，达到近25年内的最低水平，2020年全年石油需求较2019年减少930万桶/日。供给端方面，OPEC+产油国经过多轮协商，达成减产协议共识：5-6月减产1000万桶/日，7-12月减产800万桶/日，2021年1月至2022年4月减产600万桶/日，这虽然在一定程度上使原油价格有所回升，但由于减产规模仍不及市场预期，无法完全抵消需求的萎缩。同时，在减产之前，供需不平已经导致全球原油无处安放，WTI原油期货到期实物交割地库欣的库容在4月中旬就被预定一空，仓储费用和运输费用同样给原油价格的上升带来阻力。

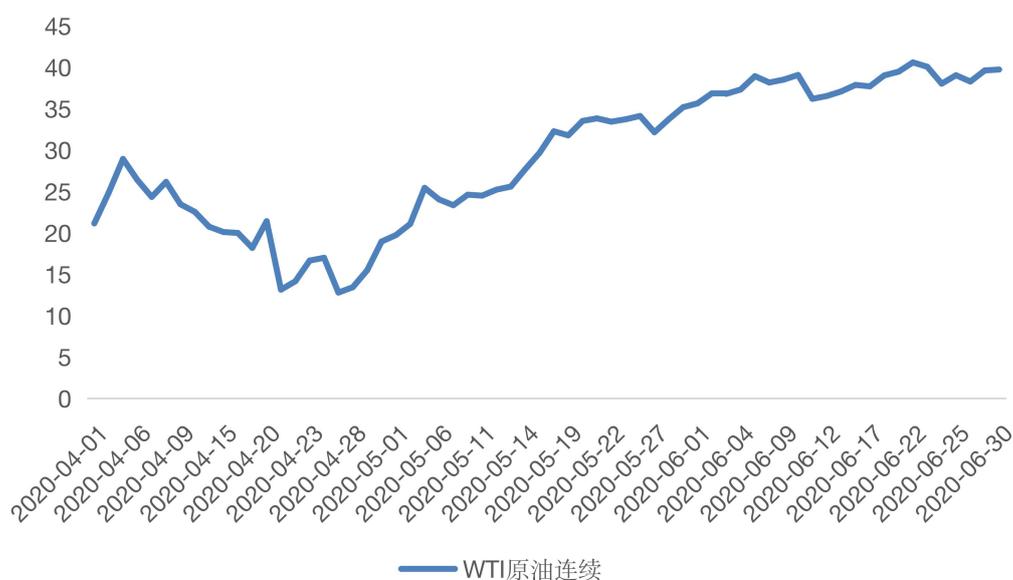


图 26 (数据来源: 同花顺、太和智库数据库)

黄金方面，黄金价格整体震荡上行，纽约黄金连续价格由4月1日的1603.4美元每盎司上涨至6月30日的1798.1美元每盎司。在全球疫情的状况下，全球经济不作好，政治局势不稳定，同时美联储推行急速扩表，无底线的MMT货币政策会大大损害美元的公信力，作为避险资产的黄金有长期向好的价格无可厚非，然而二季度阻碍黄金价格上升的因素仍然存在，5、6月份，全球股市因宽松的货币政策表现普遍较好，尤其是美股等风险资产有强劲的反弹，全球资本市场的避险情绪有所下降，投资者对未来经济的向好预期有所加强，加上黄金价格本身已经处于高位，多方面原因导致二季度黄金价格在上行的同时伴随着震荡。

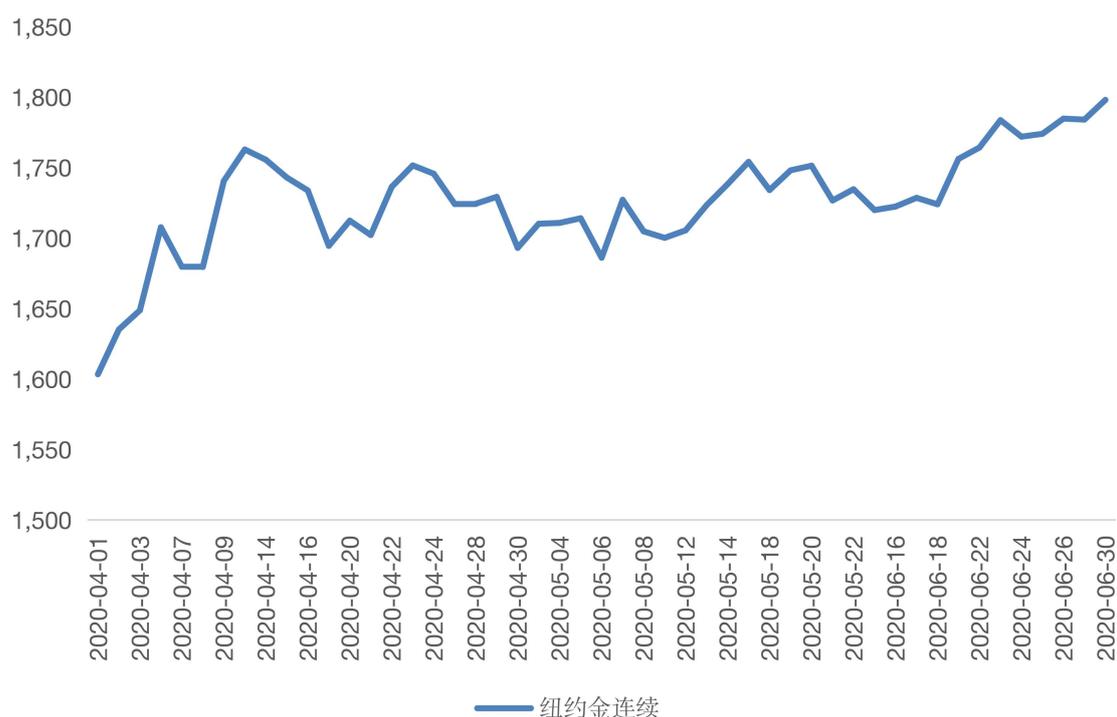


图 27 (数据来源: Wind, 太和智库数据库)

### **(三) 中国不可替代——第三季度宏观经济、金融市场回顾**

#### **1. 经济回顾**

2020年第三季度，全球疫情进入“僵持”期，感染人数在欧美国家不断走高。然而，与中国稳扎稳打的抗疫手段截然相反，海外宽松的疫情防控、高涨的“甩锅”热情、分化的抗疫态度等等，让世界再次认识到中国面临冲击时政府的责任心和决心。再加上美国的总统大选在三季度逐渐临近，新的不确定性加强了全球的避险情绪，也让“经济世界”发现中国在稳定全球经济增长中不可替代的重要性。同时，贸易区域化、海外市场复产复工、超预期的“借债发钱”规模所催生出的“外需”也需要产品消纳，而中国亮眼的进出口数据也从客观上反映了中国在全球“贸易链”和“产业链”中举足轻重的地位。

**(1) 亮眼的贸易数据。**事实上，2020年以来，进出口数据波澜起伏，从海外疫情暴发以来的萧条，到不断超出市场预期，都反映了中国对全球经济的重要影响。继第一季度大幅回落、第二季度止跌企稳之后，第三季度出现进出口全面反弹的态势。

2020年1-9月中国进出口总额为23.12万亿元，同比增长0.7%，2020年9月单月，中国进出口总额3.07万亿元，同比增长10.0%。其中，出口1.66万亿元，同比增长8.7%；进口1.40万亿元，同比增长11.6%，贸易顺差2,576.8亿元；按美元计，2020年9月单月，中国进出口总额4,425.2亿美元，同比增长

11.4%；其中，出口 2,397.6 亿美元，同比增长 9.9%；进口 2,027.6 亿美元，同比增长 13.2%，贸易顺差 370.0 亿美元。

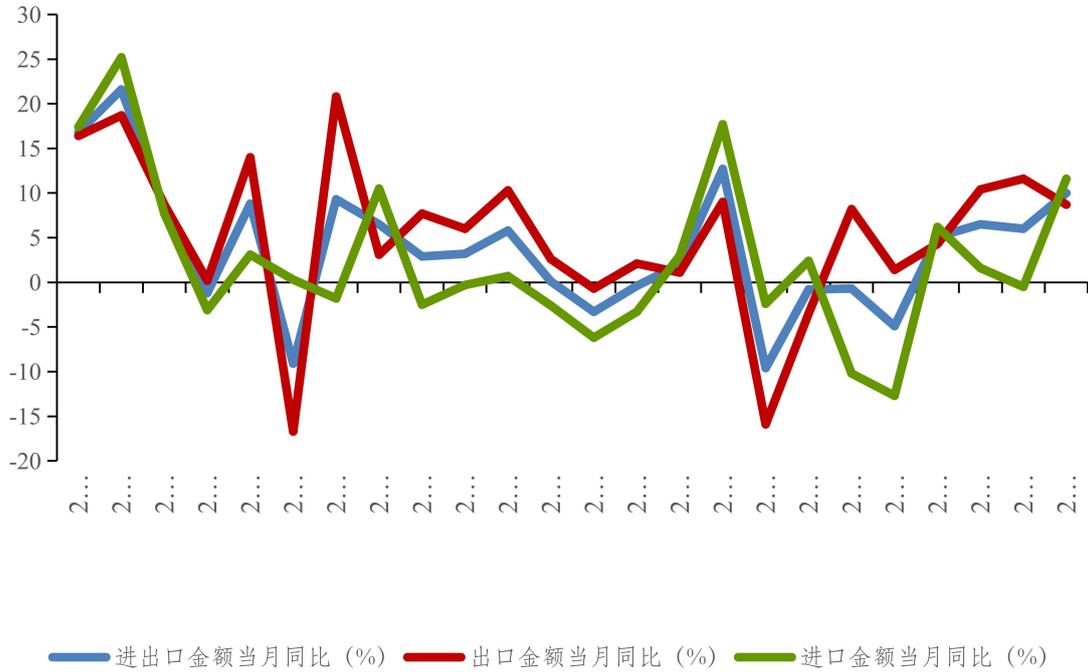


图 28（数据来源：海关总署，太和智库数据库）

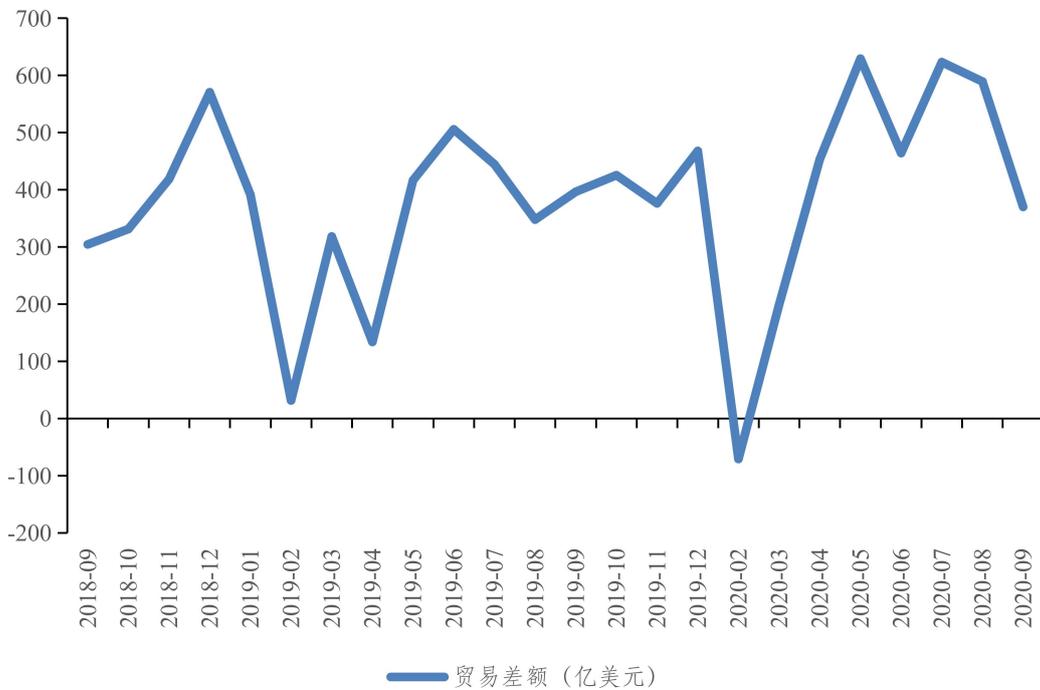


图 29（数据来源：海关总署，太和智库数据库）

出口方面，2020年第三季度出口基本延续先前扩张的态势，继4月以来，呈现出第6个月的强韧性和正增长。首先，疫情仍在蔓延，部分企业抓住海外疫情过程中防疫物资需求增长的趋势，拉动出口增长2.2个百分点，其中包括口罩在内的纺织品、医疗器械、药品合计1.04万亿元，增长36.5%；但防疫物资的需求随着国外疫情僵化，增长速度也逐渐趋于平坦。以9月数据为例，口罩等纺织类同比从48.5%下降到36.0%，医疗仪器及器械同比从39.0%下降到30.9%。其次，海外楼市回暖，家用物品出口增长，以9月为例，家用电器同比从39.3%增长至42.9%，家具同比从28.9%增长至36.0%，灯具同比从18.2%增长至41.8%。再者，线上办公用品等“宅经济”商品拉动出口增长1.1个百分点；我国消费类电子产品产业链、供应链优势明显，合计出口笔记本电脑、平板电脑、家电等“宅经济”商品8808亿元，增长17.8%。最后，除防疫物资、线上办公、房地产等个别题材外，随着中国复产复工有序推进，海外需求迅速增加，如汽车零件、船舶、农产品等物资的出口增速也在快速反弹。

在这个过程中，中国竞争优势凸显，出口产品结构逐渐优化。例如，前三季度我国机电产品出口增长3.2%，占我国出口总值的58.7%，所占比重较去年同期提升0.8个百分点；其中，电脑、集成电路出口分别增长16.9%和14.9%。

进口方面，2020年9月大幅超预期增长，主要是因为电子

与汽车产业链的改善，以及大宗商品进口的上升。具体来看，一方面，集成电路进口同比上升 27.7%，反映美国打压中国科技企业时期加紧囤积芯片的现象。另一方面，以原油、天然气、煤炭为主的能源进口普遍下降，但农产品进口同比上升 27%，汽车进口同比上升 32.8%，计算机进口同比上升 40.2%，可见以农产品为首的其他大宗商品，以及汽车、计算机为首的民用消费品均明显增长。

三季度国际贸易更引人注目的变化是贸易区域化逐步替代贸易全球化。特朗普政府任职期间掀起了逆全球化的风浪。在这种情况下，中国以及全球其他经济体积极寻找替代方案，区域贸易谈判便逐渐形成趋势。从国际贸易数据可以看出，中国的区域合作愈发紧密，贸易伙伴多元且共同发展。2020 年前三季度，东盟反超传统贸易伙伴美国、欧盟，成为我国最大的对外贸易伙伴，美国跌落成为中国第三大贸易伙伴。具体来看，2020 年 1-9 月，中国对东盟进出口 3.38 万亿元，增长 7.7%，占中国外贸总值的 14.6%。其中，中国对东盟出口 1.87 万亿元，增长 7.7%；自东盟进口 1.5 万亿元，增长 7.7%。欧盟为中国第二大贸易伙伴，中国对欧盟进出口 3.23 万亿元，增长 2.9%，占中国外贸总值的 13.98%。其中，中国对欧盟出口 1.96 万亿元，增长 5.8%；自欧盟进口 1.27 万亿元，下降 1.3%。美国为中国第三大贸易伙伴，中国对美国进出口 2.82 万亿元，增长 2%，占中国外贸总值的

12.19%。其中，中国对美国出口 2.18 万亿元，增长 1.8%；自美国进口 0.64 万亿元，增长 2.8%。日本为中国第四大贸易伙伴，中国对日本进出口 1.61 万亿元，增长 1.4%，占中国外贸总值的 6.97%。其中，中国对日本出口 0.73 万亿元，减少 0.2%；自日本进口 0.89 万亿元，增长 2.8%。同期，中国对韩国进出口增长 1.1%，对“一带一路”沿线国家进出口增长 1.5%。

(2) “价格断层”转向“供需断层”。三季度价格指数延续了二季度的趋势，CPI 同比涨幅和环比涨幅均出现逐月回落态势，而 PPI 同比降幅保持稳定，“价格断层”在收敛。

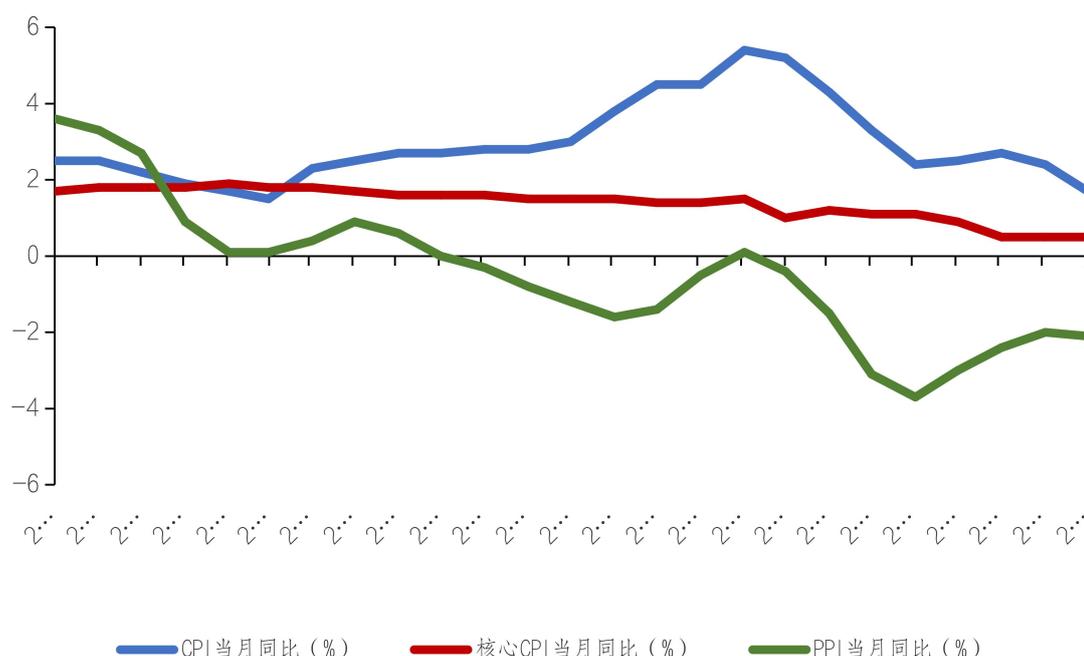


图 30 (数据来源：国家统计局，太和智库数据库)

价格断层在三季度出现收敛迹象的主要原因是 CPI 的回落，而 PPI 在这一段时间内基本保持稳定。具体而言，PPI 的生产资料价格涨幅逐渐收窄，仍然在拉低 PPI 指数。例如，以采掘工业、

原材料工业和加工工业价格为例，涨幅依次为 7 月 3.1%、0.9%、0.1%，8 月 1.6%、0.5%、0.2%，9 月 0.6%、0.3%、0.1%；但生活资料中，食品与一般消费品价格则保持上涨趋势，这使得 PPI 同比涨幅在三季度基本保持稳定。而 CPI 同比在这段时间内的持续回落则主要是因为猪肉价格涨幅大幅回落和交通通信价格的回落。这其中汽油、柴油价格下降带来的影响也是重要原因。居民终端需求仍处于较为低迷的状态，并未取得较大改善。

(3) 投资、工业数据稳中有进。投资方面，2020 年 1-9 月，全国固定资产投资（不含农户）436,530 亿元，同比增长 0.8%，实现年内首次转正。其中，民间固定资产投资 243,998 亿元，下降 1.5%，降幅环比收窄 1.3 个百分点。从环比速度看，9 月固定资产投资（不含农户）增长 3.37%。

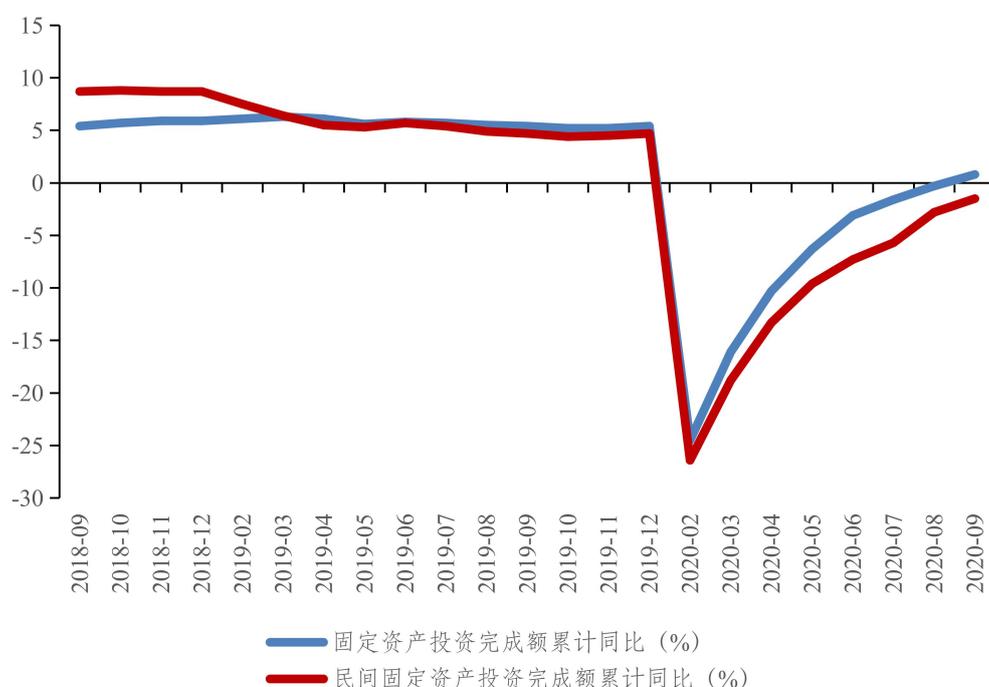


图 31（数据来源：国家统计局，太和智库数据库）

总体来看，第三季度固定资产投资增速持续回暖，其主要原因是房地产投资的强势回暖。在“房住不炒”的大环境中，第三季度消费的整体疲弱以及外贸的不确定性持续走高，持续凸显了固定资产投资对经济的拉动作用。

而工业增加值方面，2020年第三季度，规模以上工业增加值同比实际增长，7月4.5%、8月5.6%、9月6.9%，保持连续稳定增长。

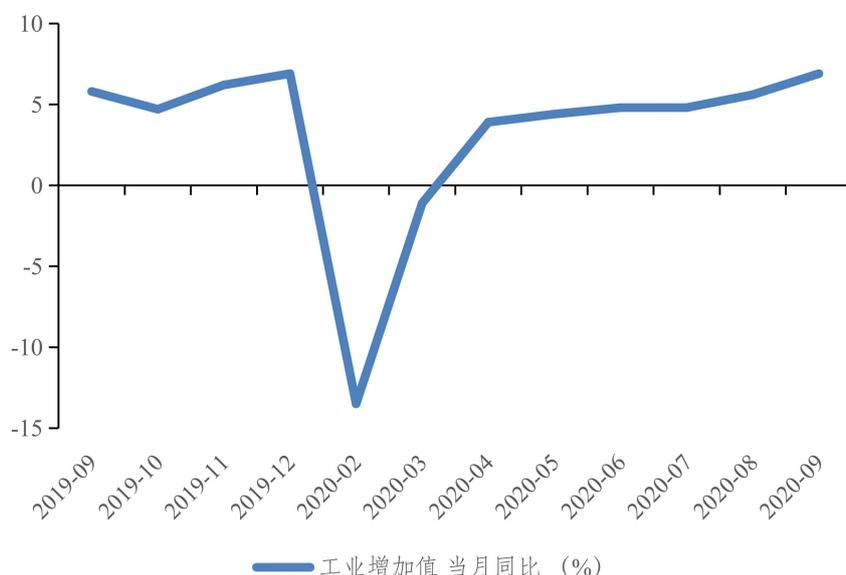


图 32（数据来源：国家统计局，太和智库数据库）

分经济类型看，各类经济均保持不断增长态势。以 2020 年 9 月为例，国有控股企业增加值同比增长 6.5%，股份制企业增长 6.8%，外商及港澳台商投资企业增长 7.1%，私营企业增长 7.9%。整体来看，各经济类型均在复产复工、复商复市、疫情防控、经济社会发展稳步推进的趋势中逐渐恢复增长；其中，私营以及股份制企业增长活力较强，体现了民营部门决定中国经济发展质量

的重要地位；而国有控股企业增加值的恢复仍不及前者。但值得注意的是，一方面，疫情期间长时间的生产停工对很多企业的现金流已产生毁灭性打击，而当今恢复的各项产能若无法及时被下游企业消化，就不能及时解决上游工业企业的流动性问题；另一方面，国外疫情得到控制仍将是一个漫长的过程，金融市场走势正在和实体经济运行情况逐渐脱钩。在这种情况下，未来工业增加值有望继续反弹，但反弹的力度和速度仍然存疑。

值得注意的是，尽管中国工业增加值的增速有一定的恢复，但从工业企业经济效益的角度看，以工业为代表的供给侧已受到十分严重的供需断层影响。从企业利润角度看，中国规模以上工业企业利润总额的同比增长已长期趋于收缩区间。供需断层导致的产成品与订单的不匹配是工业企业经济效益走弱的主要原因。从细分数据中看，以2020年9月末为例，中国规模以上工业企业的产成品存货42,383.3亿元，同比增长1.0%；产成品存货周转天数为17.0天，同比减少0.2天；应收票据及应收账款平均回收期为54.6天，同比增加1.7天。恢复的产能无法及时转化为有效的订单，工业企业便失去了提高企业效率的基本面。

**（4）消费仍然低迷，整体经济全面复苏仍任重道远。**商品零售额增速虽然持续加快，但整体消费增速远未回到疫情冲击前的水平。一方面，疫情尚未彻底消退，或在一定程度上解释了消费的低迷。然而消费数据相对于其他宏观指标复苏得更慢，也表

明了决定消费的底层趋势性因素尚未重新回到正轨。换言之，疫情影响消费情绪，是短期因素；而可支配收入的缓慢增长，上、下游经济断层，居民部门债务率的不断攀高，是导致消费长期增长趋势下滑的真正原因。

当然，餐饮业经营持续好转。以9月为例，餐饮收入3,715亿元，同比下降2.9%，降幅比8月收窄4.1个百分点，餐饮市场规模逐步接近上年同期水平。而全国网上零售额在2020年1-9月也达到80,065亿元，同比增长9.7%。其中，实物商品网上零售额66,477亿元，增长15.3%，占社会消费品零售总额的比重为24.3%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长35.7%、3.3%和16.8%。同时值得注意的是，消费升级类商品零售加快增长。8-9月，限额以上金银珠宝类、化妆品类商品零售额均实现两位数增长，以9月为例，同比分别增长31.1%和13.7%；化妆品和文化办公用品类商品零售额已连续六个月实现增长。

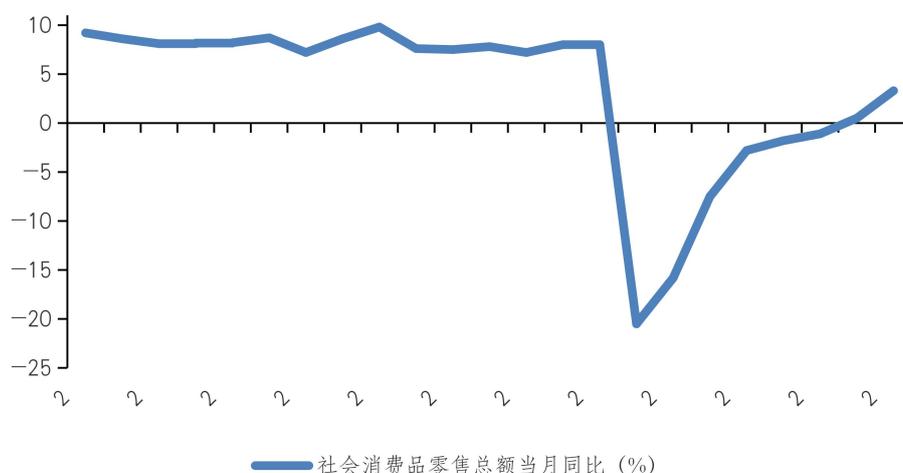


图 33 (数据来源：国家统计局，太和智库数据库)

总体来看，2020年第三季度中国GDP为266,172亿元，比上年同期增长4.9%。其中，三大产业均大幅回升，其中，第二产业的改善力度要强于第三产业，第二产业同比增长6.0%，第三产业同比增长4.3%，中国经济保持稳中有进的总体态势。

## 2. 金融市场回顾

进入三季度以来，随着复工复产范围和深度的不断扩大，各项金融数据指标总体均维持着稳步向好的态势。其中，货币社融增速保持高位，企业融资环境继续改善。三季度，广义货币供应量（M2）、社会融资规模等主要金融指标继续保持较快增长，增速与二季度基本持平，信用环境维持稳定。8月末，M2及社会融资规模存量增速分别为10.4%和13.3%。与此同时，M1增速继续呈现改善迹象，8月末M1同比增速为8%，比2019年年末提高3.6个百分点，比二季度末提高1.5个百分点，企业融资环境进一步向好。随着货币政策逆周期调控持续发力，企业融资可得性得到切实改善。社会融资规模继续保持较快增长，部分表外融资项目修复性反弹。截至8月末，社会融资规模存量为276.74万亿元，同比增加32.43万亿元，增速为13.3%，比2019年增速快2.61个百分点，比二季度快0.5个百分点。社会融资规模保持较快增长，主要是因为人民币贷款、企业债券和政府债券的快速增加，8月末三者同比增速分别达到13.3%、21.1%和18.7%，依旧保持在较高水平。

从市场方面来看，A股整体呈震荡上行态势，上证综指从6月末的2985点升至9月22日的3274点，涨幅为9.7%。主要特点如下：一是经济基本面向好，企业盈利持续恢复。中国经济率先从疫情的负面影响走出，企业利润不断提升，投资者的市场信心逐步恢复。

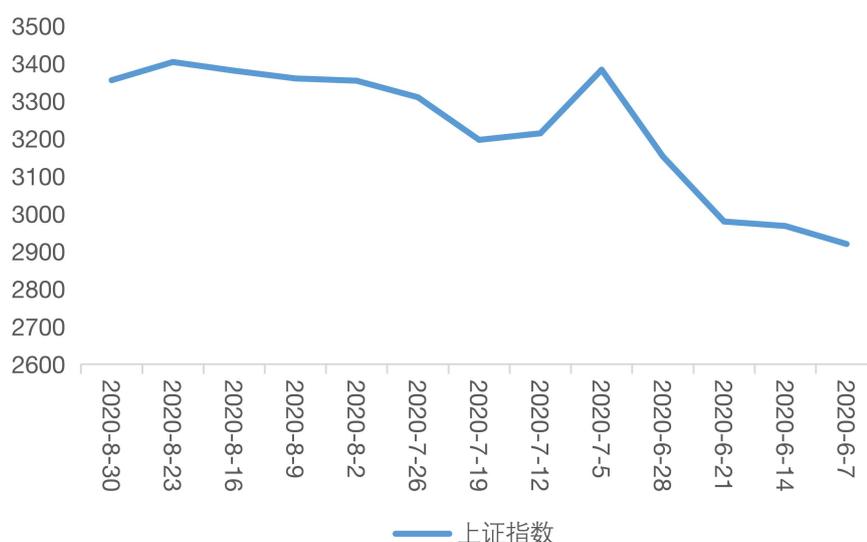


图 34（数据来源：雅虎财经,太和智库数据库）

7月份，规模以上工业企业实现盈利总额同比增长19.6%，增速比6月份加快了8.1个百分点。二是跨境资本流动波动幅度增大，并对股市运行产生影响。中国资本市场短期成为国际资本的避风港，随后8月和9月中上旬呈流出态势，导致股市出现一定程度的震荡。三是资本市场改革持续推进。三季度，中国资本市场延续改革势头。科创板注册制落地，为后续资本市场存量改革带来宝贵经验。此外，还推出了深港ETF互通产品，有助于推动深港市场的互联互通，为两地投资者提供更丰富的跨境投资选择，实现更高层次的对外开放。

三季度 A 股持续震荡上行。经济基本面的恢复将给 A 股带来较强支撑，三季度中国经济增速持续回升，企业盈利情况好转。中国市场对外资具有较强的吸引力，外资布局 A 股进一步提速。但同时，疫情发展不确定性依然较大，对经济恢复形成掣肘。国际方面，巴西、印度等“第三波疫情国家”形势尚不明朗；国内方面，“外防输入、内防反弹”依然严峻。二是中美博弈的持续将对市场情绪产生明显扰动。随着美国大选来临，将加剧中美关系复杂化，影响将波及经贸、科技、地缘政治等多重领域，以上这些都是形成股市不稳定的主要因素。

三季度，货币信贷继续保持平稳增长，增速与二季度基本持平，普惠金融领域信贷“量增、价降、面扩”。不同市场的利率走势出现分化。一方面，受货币政策操作由前期的宽松转向稳健等影响，货币市场利率有所上行并带动债券市场利率上行，1 年期、10 年期国债收益率已上升至 2.5%、3% 以上水平，债券市场持续承压。另一方面，在银行让利于企业、定向支持中小企业降低融资成本等政策作用下，企业一般贷款加权平均利率持续下行，与银行间市场批发利率走势背离。与此同时，受益于中国经济表现好于其他主要经济体、投资者信心增强、境外资本流入增多等因素，股票市场持续上扬，人民币强势升值，成为全球货币表现最好的国家之一。2020 年 9 月 22 日，人民币兑美元汇率相比二季度末升值 4.1%，相比 2019 年末升值 2.63%。

在第三季度，货币信贷保持了高速的增长，中小企业融资环境呈现不断改善的态势。随着货币及财政政策的不断发力，货币信贷继续保持增长，中小企业获得政策的较大支持。同时，货币市场流动性持续宽裕，市场利率保持平稳运行。货币政策将与财政政策积极配合，避免政府债券集中发行对流动性带来冲击。随着6月1日，人民银行推出了中小微企业贷款阶段性延期还本付息政策、普惠小微企业信用贷款支持计划这两项新的直达实体经济的货币信贷政策工具，缩减了传统货币政策的政策时滞，增加了结构性货币政策的精准程度，提升了货币政策传导效率。不过，由于海内外疫情不断反复，以及国际贸易营商环境的恶化，内外形势不确定性仍然较大，使得证券市场呈现了一定积极的态势。同时，中美利差仍然维持高位，使得资本流入，对国内债券市场形成支撑。

### 美元兑人民币汇率



图 35 (数据来源: 美国联邦储备局、太和智库数据库)

总的来看，疫情因素一直是主导金融市场走向的主要因素。在第三季度期间，随着海外疫情出现了逐步缓和的迹象，全球市场的风险偏好普遍上升，这与对于全球发达国家陆续初步复工复产以及政策宽松政策有着很大关系。但由于第二波疫情的担忧，和国内在不同城市小规模暴发疫情，都在时刻影响着金融市场中的不确定性，也使得国内的金融刺激政策更为审慎，由于国内已经较为深入的展开了复工复产活动，因此国内金融主要数据普遍向好，国内股指则呈现震荡小幅度上行的态势。

#### **（四）步入正轨——第四季度宏观经济、金融市场回顾**

##### **1. 经济回顾**

在经历了疫情从暴发到常态化防控的过程后，2020年第四季度，消费逐渐改善，投资与进出口增速由负转正，工业生产加快，价格断层现象继续收敛。第四季度的一个观察重点在于货币政策和社会融资。

**（1）社融由升转降，结构性问题凸显，债务违约进一步爆发。**接着三季度的社融数据来看，9月末M2余额为216.4万亿元，同比增长10.9%，社会融资规模存量为280.07万亿元，同比增长13.5%。2020年前三季度，社会融资规模增量累计为29.62万亿元，比上年同期多9.01万亿元。前三季度社会融资规模增量主要有以下特点：一是人民币贷款同比多增较多；二是委托贷款降幅收窄，未贴现银行承兑汇票同比多增；三是企业债券和股

票融资同比增加较多；四是政府债券融资同比明显多增；五是存款类金融机构资产支持证券融资同比多减，贷款核销同比多增。

而到第四季度，**11月社融同比多增规模明显下降，社融增速12个月以来首降**，表内贷款、政府债券和委托贷款是**11月社融主要支撑**。具体来看，11月新增社融2.13万亿元，同比多增1363亿元，但多增量显著低于此前（3月以来月均1.16万亿元，最低为4055亿元）；11月新增政府债券4000亿元，同比多增2284亿元，但预计不及三季度。11月委托贷款减少31亿元，同比少减928亿元。

从未来趋势看，社融增速反映了融资的结构性问题，受信用债违约事件、影子银行压降等因素拖累，社融拐点将至。今年的较高社融水平由特殊时期特殊政策推动，实体经济去杠杆的问题和压力仍然存在。因此，无论是当前社融**13.6%的增速还是M2 10.7%的增速都是不可持续的，压缩M2信贷规模仍是趋势**。

具体来看，制造业保持了中长期贷款置换短期贷款的趋势，2020年11月，企业中长贷新增5,887亿元，同比多增1,681亿元，占企业贷款比重为75%，可见企业中长期融资需求仍较旺盛。**9月末普惠小微贷同比增长29.6%**。同时，为对抗疫情，今年财政赤字规模比上年增加1万亿元，发行了**抗疫特别国债1万亿元**。这些都体现了在金融层面的扶贫政策。

商业银行从地方债补充资本金的完成度较高。截至10月末，

今年下达的 35,500 亿元新增地方专项债已发行 35,466 亿元，完成 99.9%；报经国务院批准，11 月 11 日，先行下达新增专项债券额度 2000 亿元，用于支持化解中小银行风险，用于补充中小银行资本金的 2000 亿元专项债有望迅速发行。

(2) 价格断层继续显著收敛。下图显示，CPI 和 PPI 同比涨幅继续趋同。其中，CPI 同比与环比均出现回落是主要原因。

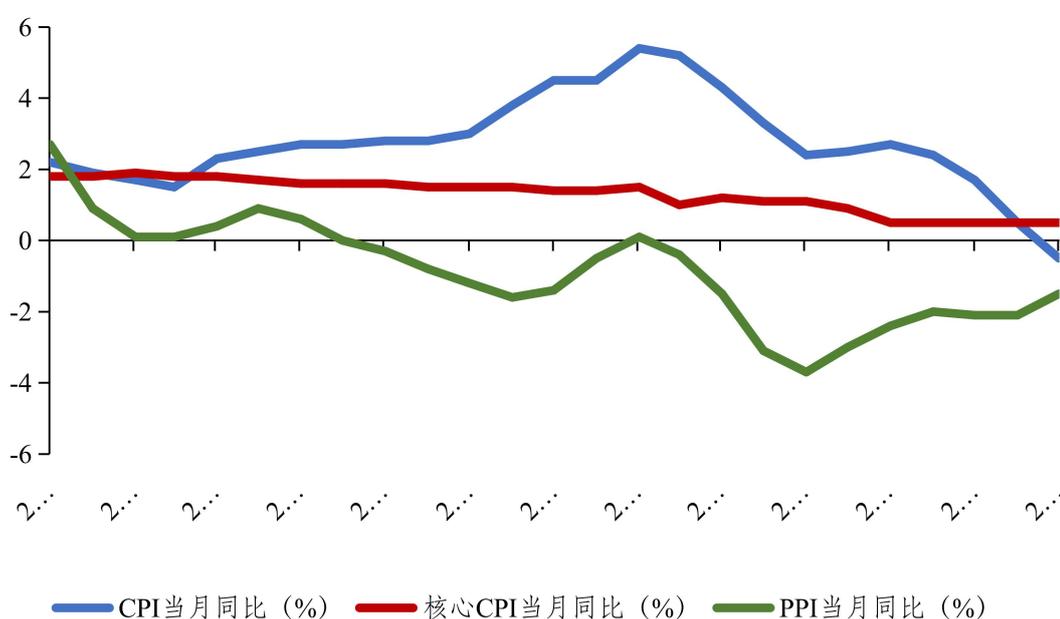


图 36 (数据来源：国家统计局，太和智库数据库)

第四季度导致 CPI 较大幅度收窄的最大因素仍然是猪肉价格的下行，再叠加去年同期高基数效应，以及翘尾因素的减少(趋于 0)。扣除食品和能源的核心 CPI 当月同比涨幅开始高于整体 CPI 涨幅，前者保持 0.5%，后者逐渐下降。这同样印证居民终端需求的疲软。

而 PPI 方面，至 11 月，PPI 同比下降 1.5%，虽然这表明工

业生产端的低迷状态仍在延续，但环比而言已出现恢复的迹象。以 11 月为例，工业生产持续恢复，市场需求逐渐回暖，工业品价格继续回升，PPI 环比上涨 0.1%。其中，生产资料价格上涨 0.7%，涨幅比上月扩大 0.6 个百分点；生活资料价格由上月下降 0.1% 转为上涨 0.1%。调查的 40 个工业行业大类中，价格上涨的有 24 个，比上月增加 12 个，上涨面达六成。受国际原油价格上涨等因素影响，化学原料和化学制品制造业价格上涨 2.2%，化学纤维制造业价格上涨 1.9%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨 1.7%，石油和天然气开采业价格上涨 0.9%。供暖需求季节性增加，燃气生产和供应业、煤炭开采和洗选业价格分别上涨 2.8% 和 2.2%。金属相关行业价格由降转涨，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 1.5%，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 1.1%。此外，非金属矿物制品业、造纸和纸制品业、纺织业价格分别上涨 0.7%、0.5% 和 0.5%，涨幅均有所扩大。

总体来看，2020 年第四季度 CPI 保持回落，PPI 环比由平转涨、同比降幅收窄，二者弥合趋势愈发明显。其中，CPI 指数变化主要与猪肉价格下行和去年同期高基数效应有关；而 PPI 环比由平转涨、同比降幅收窄，则表明生产端开始走弱，也受国际原油价格变动影响。

(3) 投资继续复苏，民间投资年内首次回正，但房地产仍是主要动力。2020 年 1-11 月，全国固定资产投资（不含农户）

499,560 亿元，同比增长 2.6%，增速比 1-10 月提高 0.8 个百分点。其中，民间固定资产投资 278,088 亿元，增长 0.2%，1-10 月为下降 0.7%，由降转涨。从环比速度看，11 月固定资产投资（不含农户）增长 2.80%。

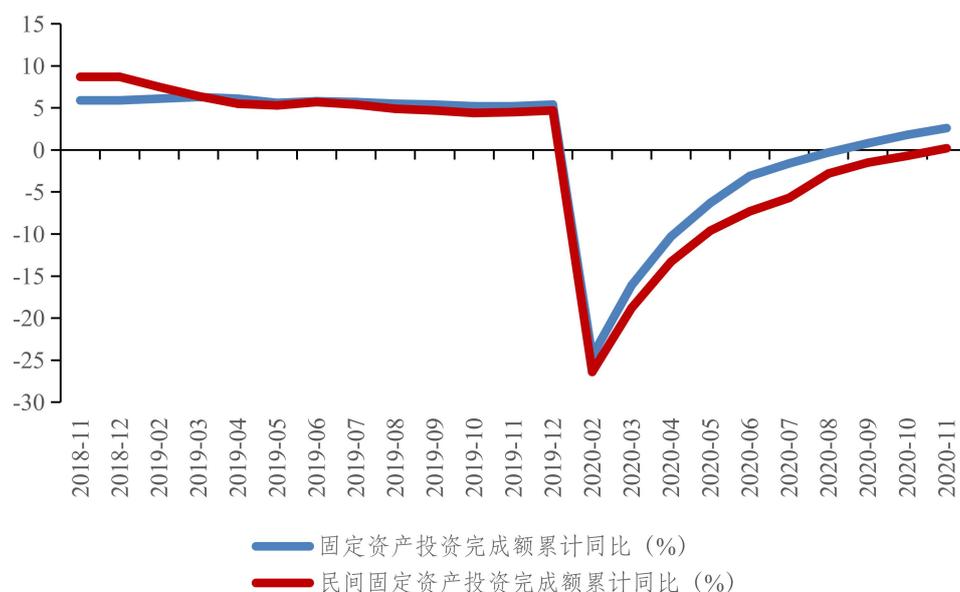


图 37 (数据来源：国家统计局，太和智库数据库)

分产业看，第一产业投资 12,259 亿元，同比增长 18.2%，增速比 1-10 月提高 0.9 个百分点；第二产业投资 144,081 亿元，下降 0.7%，降幅收窄 1.4 个百分点；第三产业投资 343,220 亿元，增长 3.5%，增速提高 0.5 个百分点。第二产业中，工业投资同比下降 0.8%，降幅比 1-10 月收窄 1.4 个百分点。其中，采矿业投资下降 9.2%，降幅扩大 0.8 个百分点；制造业投资下降 3.5%，降幅收窄 1.8 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长 17.5%，增速回落 0.7 个百分点。第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 1.0%，

增速比 1-10 月提高 0.3 个百分点。其中，铁路运输业投资增长 2.0%，增速回落 1.2 个百分点；道路运输业投资增长 2.2%，增速回落 0.5 个百分点；水利管理业投资增长 3.1%，增速提高 0.4 个百分点；公共设施管理业投资下降 1.8%，降幅收窄 0.7 个百分点。

**四季度全国固定资产投资增速继续复苏，但主要支持动力仍是房地产。**其中，2020 年 1-11 月，全国房地产开发投资 129,492 亿元，同比增长 6.8%，增速比 1-10 月提高 0.5 个百分点。其中，住宅投资 95,837 亿元，增长 7.4%，增速提高 0.4 个百分点。具体而言，房屋新开工面积 201,085 万平方米，下降 2.0%，降幅收窄 0.6 个百分点。1-11 月，房地产开发企业土地购置面积 20,591 万平方米，同比下降 5.2%，降幅比 1-10 月扩大 1.9 个百分点；土地成交价款 13,890 亿元，增长 16.1%，增速提高 1.3 个百分点。商品房销售面积 150,834 万平方米，同比增长 1.3%，增速比 1-10 月提高 1.3 个百分点。房地产开发企业到位资金 171,099 亿元，同比增长 6.6%，增速比 1-10 月提高 1.1 个百分点。

总体来看，2020 年 1-11 月固定资产投资增速持续回暖，**民间固定资产投资增速今年首次回正**，其主要原因仍然是房地产投资的支撑。尽管有“房住不炒”的政策背景，但当前消费的整体疲弱以及出口的不确定性，固定资产投资在 GDP 中的占比更加突出。中国固定资产投资结构持续分化，在基建投资与制造业投资的边际效益已非常有限的情况下，房地产投资将继续维持超预期

“韧性”。

(4) 工业维持稳定，消费艰难复苏。2020年11月，规模以上工业增加值同比实际增长7.0%，增速较10月加快0.1个百分点。分地区看，11月，东部地区增加值同比增长8.8%，中部地区增长6.7%，西部地区增长5.2%，东北地区增长6.4%。累计而言，1-11月，规模以上工业增加值同比增长2.3%。

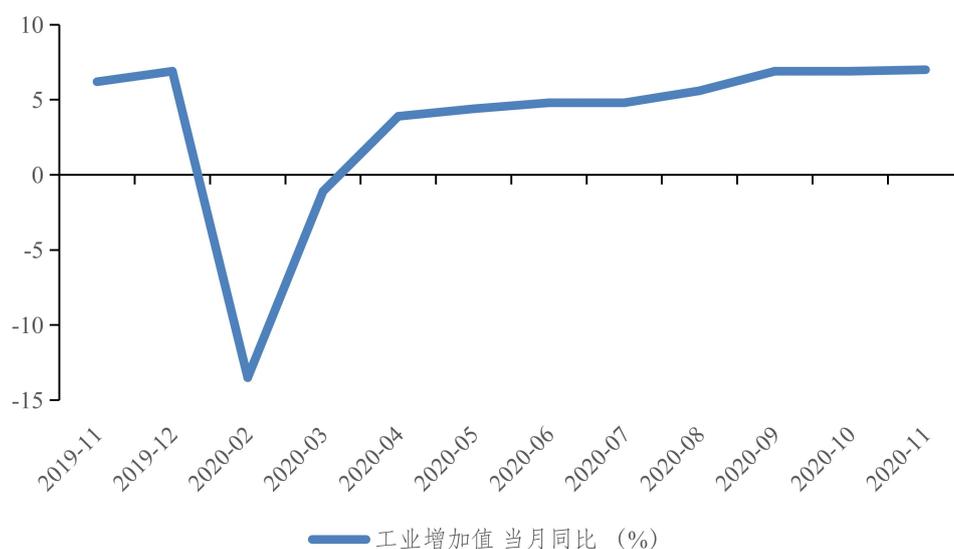


图 38 (数据来源：国家统计局，太和智库数据库)

在“六稳”“六保”政策的落地过程中，现阶段疫情防控和经济社会发展稳步推进，工业生产总体保持平稳增长。多数行业持续恢复，累计增长面逐步扩大。分行业看，以11月为例，41个大类行业中有34个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业增长2.9%，纺织业增长6.5%，化学原料和化学制品制造业增长9.2%，非金属矿物制品业增长7.7%，黑色金属冶炼和压延加工业增长9.6%，有色金属冶炼和压延加工业增长4.0%，通用设备制造业增长10.2%，专用设备制造业增长10.5%，汽车制造业增长11.1%，

铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 2.6%，电气机械和器材制造业增长 18.0%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 9.3%，电力、热力生产和供应业增长 5.1%。

然而，值得注意的是，尽管中国工业增加值的增速在四季度保持了稳定，但从工业企业经济效益的角度看，上下游供需不匹配，实体经济断层的现象仍十分严重。例如，中国规模以上工业企业利润总额的同比增长已长期处于收缩区间，以国有控股企业为代表的上游企业低效问题迟迟无法得到解决。当前国内外经济形势仍具有复杂性和不确定性，工业生产运行仍面临较大压力。

消费增速虽然仍在恢复，但已经有放缓的势头，趋势性问题并未得到解决。以 11 月为例，社会消费品零售总额 39,514 亿元，同比增长 5.0%，增速虽比上月加快 0.7 个百分点，但从下图的走势可以看出，消费复苏的势头已有所放缓。

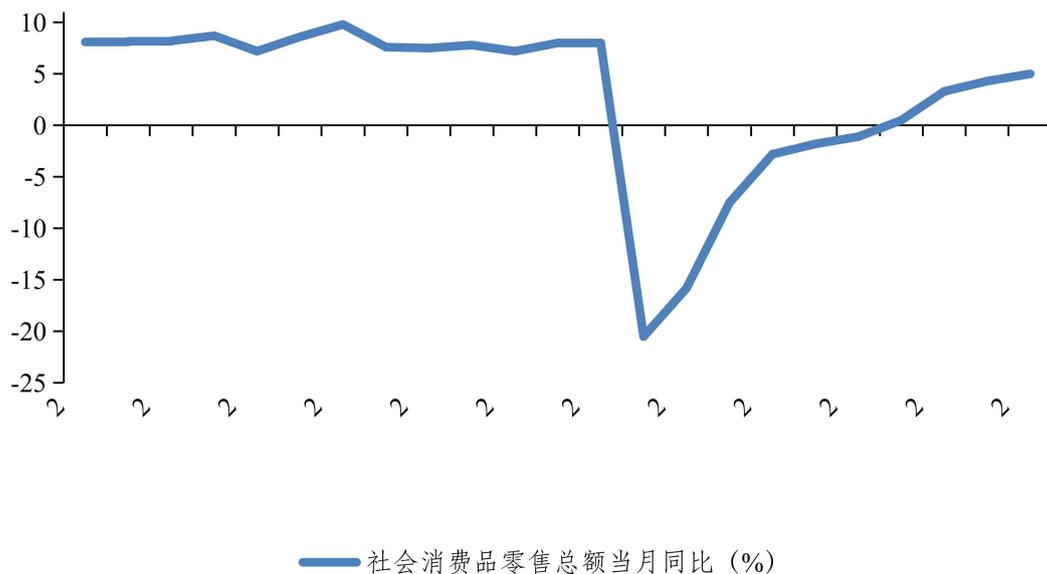


图 39（数据来源：国家统计局，太和智库数据库）

分析细分数据可看出，商品零售增速放缓（11月为同比增长5.8%），特别是餐饮收入再次出现同比下降（11月为同比下降0.6%）。随着秋冬季节到来，海外疫情再次猖獗，国内疫情也出现零星反复，这对国内消费者情绪再次构成打击。本该是消费旺季的第四季度，市场消费环境本应出现短期改善，例如国庆长假叠加“双十一”购物节等线上活动和新品上市等，但目前消费数据的表现却不尽如人意，和疫情前的增速仍有较大差距。在居民部门收入和债务压力得到根本性缓解之前，消费增长的潜力仍然堪忧。

**（5）进出口继续超预期，但未来不确定性和机遇并存。**继第一季度大幅回落、第二季度止跌企稳、第三季度全面反弹之后，四季度进出口继续超预期大幅增长。截至2020年11月，2020年1-11月全国进出口总额为29.04万亿元，同比增长1.8%。其中，出口16.13万亿元，同比增长3.7%；进口12.91万亿元，同比下降0.5%；贸易顺差3.21万亿元。按美元计价，1-11月，中国进出口总值4.17万亿美元，同比增长0.6%。其中，出口2.32万亿美元，同比增长2.5%；进口1.86万亿美元，同比下降1.6%；贸易顺差4,599.2亿美元。

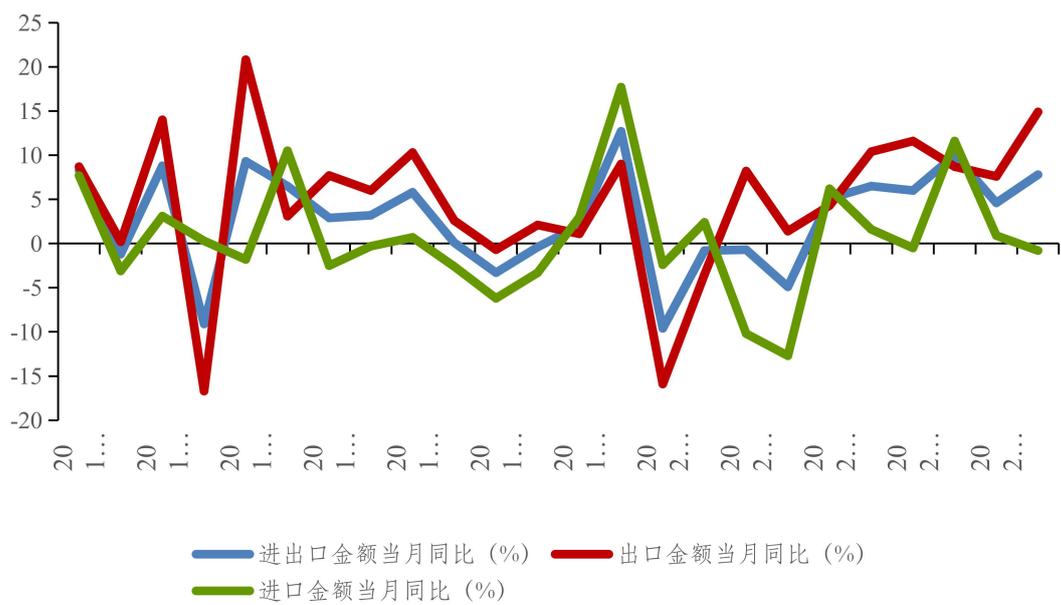


图 40 (数据来源: 海关总署, 太和智库数据库)

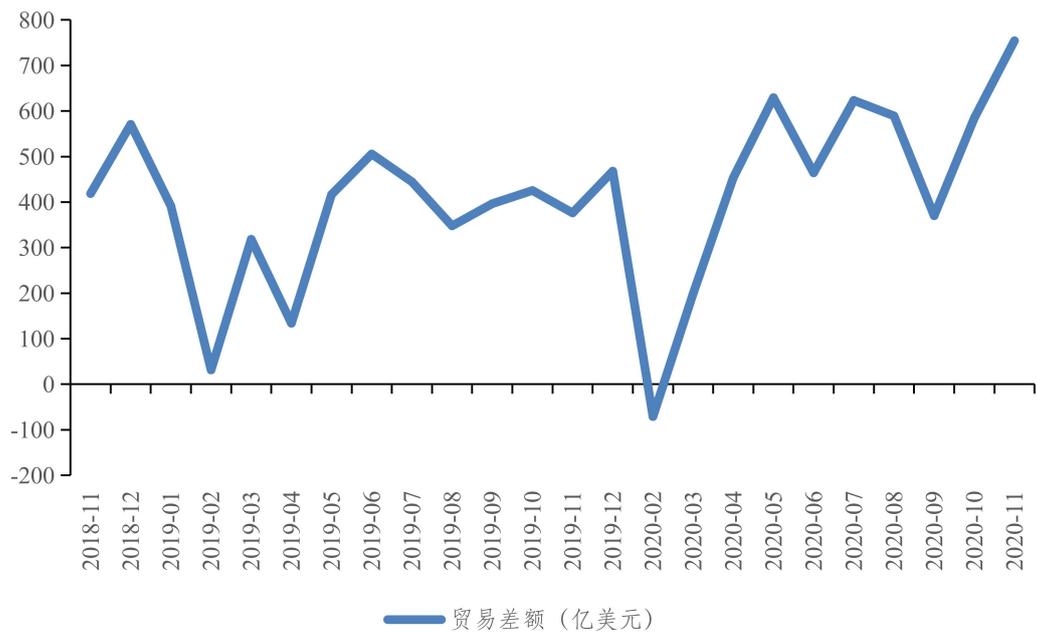


图 41 (数据来源: 海关总署, 太和智库数据库)

出口方面, 2020 年 11 月出口延续先前扩张的态势, 继 4 月以来, 呈现出第 8 个月的强韧性和正增长。出口大幅扩张与欧美疫情再次反复有关。具体来看, 欧美疫情再次反复, 11 月纺织品、塑料制品等医用防疫物资出口骤增; 同时, 欧美居民减少外

出，带动“宅经济”，家具、玩具、灯具等居家用品出口显著反弹；对美国、欧盟出口加速上升。另一方面，疫情拖累了欧美自身复工复产，增强了欧美对中国商品的依赖度。考虑到未来几个月冬季欧美疫情仍将延续，尤其是美国，第三波疫情的严峻程度远超前之前，太和财经认为，接下来的几个月中国出口仍将强劲。

进口方面，2020年11月进口减弱，太和财经认为，主要是因为高基数效应与中国近期出现多例与进口冷链相关的新冠肺炎病例。同时，受国际原油价格与大宗商品价格波动影响，原油和成品油进口增速较上月上升，但铁矿石、铜及铜材进口增速有所下降。

国际贸易区域化的趋势仍在深化发展。伴随着 **RECP** 的落地，中国对成员国以及东盟其他国家的贸易额继续保持强劲增长。东盟为我第一大贸易伙伴，1-11月中国与东盟贸易总值4.24万亿元，同比增长6.7%，占我国外贸总值的14.6%；当然，欧盟和美国仍然是中国的重要贸易伙伴，其中欧盟与中国贸易总值为4.05万亿元，增长4.7%，占中国外贸总值的13.9%；中美贸易总值为3.65万亿元，增长6.9%，占中国外贸总值的12.6%。

## 2. 金融市场回顾

整个十月与十一月，宏观调控政策将更加注重跨周期的平衡，这使得货币信贷供给整体稳中趋缓。受益于实体经济信贷需求的复苏、基建等领域投融资需求强劲以及国家对小微企业支持政策

的强化，新增信贷尤其是中长期贷款保持平稳增长；货币市场利率维持稳定；债券市场情绪依然偏弱，维持震荡格局。但受益于经济恢复速度快于全球主要经济体，叠加中国货币政策相对更审慎，中国金融资产吸引力上升，股市震荡上行，人民币呈现上升趋势。

纵观 2020 年，中国金融市场表现优于多数经济体，人民币资产倍受全球资金青睐。从股市看，年初以来中国股市虽然出现了小幅下跌，但此后大幅上扬，成为全球表现最好的股市之一。前 11 个月，上证综指上涨幅度约为 11.6%，仅低于韩国（19.1%）和美国（12.3%）。从债券市场来看，国际主要发达国家的国债收益率节节走低，11 月中下旬，美国 10 年期国债收益率已降至 1% 以下，德国、欧元区和日本则分别为负利率。而中国 10 年期国债收益率在 3.3% 左右的较高水平。



图 42（数据来源：中国银行，太和智库数据库）

中国金融市场的表现主要与中国货币政策相对更加审慎以及经济持续复苏等有关。从外汇市场看，当前中美利差处于高位水平，人民币汇率伴随着美元走弱和全球风险情绪好转，跨境资金流入动力进一步增强，这些因素推动人民币汇率节节走高。截至2020年11月24日，人民币兑美元汇率升值5.9%，改变了过去两年人民币波动走贬的运行态势，是主要经济体中升值幅度较大的国家之一。

中国开放的大门进一步打开，跨境资本持续流入中国。其中，人民币贷款增速“前高后低”，M2和社融增速稳中趋降。2020年货币社融主要呈现如下特征：一是M2增速先升后降，社融增速保持高位运行。M1增速由2019年年末的4.4%持续上升至10月末的9.1%，同样创下近年新高。从社会融资规模看，社融存量稳步增长，由2019年年末的10.69%上升至2020年10月末的13.7%，为近3年新高。主要分项指标增速明显加快，人民币贷款、政府债券、股票、企业债券同比增速由2019年年末的12.53%、14.3%、4.96%和13.35%增长至2020年10月末的13.3%、20.9%、11%和20.4%，分别加快0.87、6.6、6.04和7.05个百分点。政府债券、股票、企业债券三项指标增速较快，证券市场对实体经济支持力度不断增强。

另一个关注点是人民币贷款规模创历史新高，中长期贷款占比稳步提升。金融机构对实体经济的支持力度不断增强。2020

年前 10 个月，累计新增人民币贷款 17.36 万亿元，预计全年将达到 19 万亿元左右，将明显超过 2019 年的规模(16.88 万亿元)。与此同时，中长期贷款占比明显提升。2020 年前 10 个月，累计新增中长期贷款占新增贷款的比重为 74.9%，相比上年同期提高了 17.9 个百分点。

2020年新增人民币贷款(单位：万亿元)

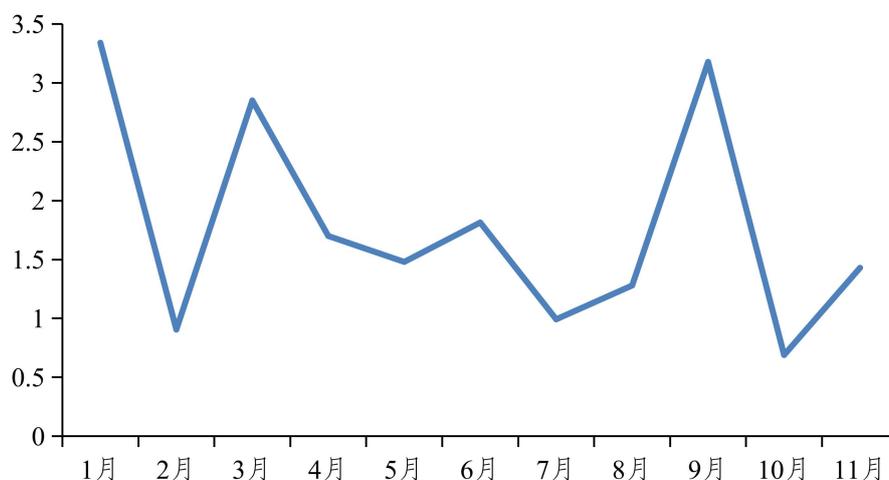


图 43 (数据来源：东方财富网，太和智库数据库)

A 股震荡向上，市场韧性或将进一步凸显。受国内经济复苏、资本市场改革推进、疫情全球蔓延及贸易摩擦、美国大选等“利多”和“利空”因素相互博弈的影响，2020 年 A 股维持整体震荡上行态势。截至 11 月 24 日，上证综指收盘报 3402.82 点，相较 2019 年年底上涨 11.6%。主要呈现以下特点：一是全年呈“W”型走势，总体涨幅较大。自 7 月起，随着中国疫情得到有效控制，A 股持续走强，整体在 3300 点的高位运行。总的来看，2020 年 A 股涨幅高于全球主要国家。

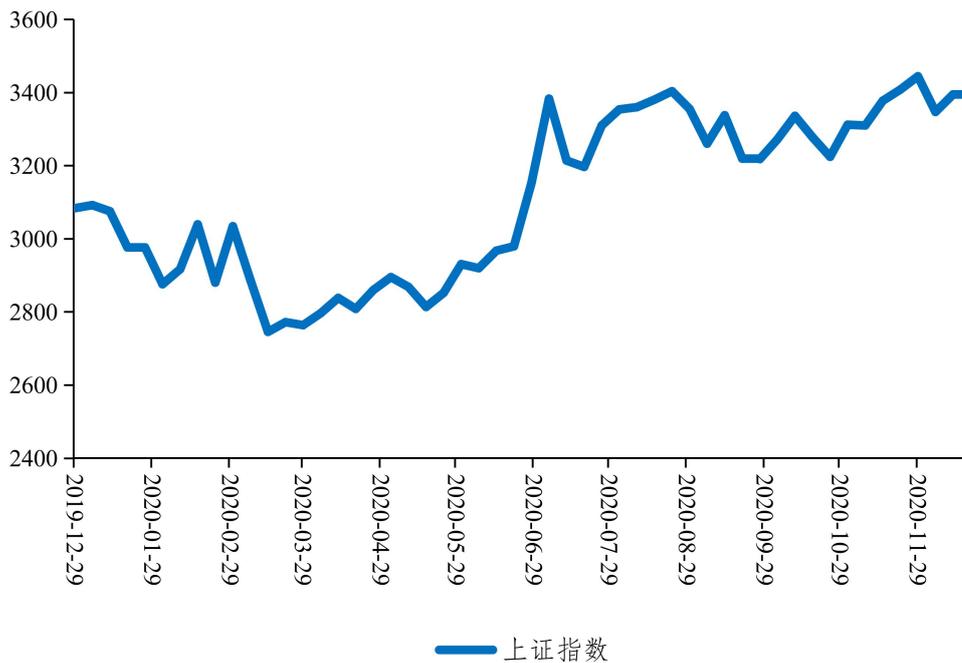


图 44 (数据来源: 雅虎财经、太和智库数据库)

截至 2020 年 11 月 24 日, 创业板、中小板、深证成指的涨幅分别达 46.0%、33.9%和 30.7%, 在全球主要股票市场指数中排前三。二是结构化行情明显。受疫情之下抗疫物资需求上升、宅经济崛起和消费结构变化等影响, 科技、消费、医药板块持续领涨, 而金融、房地产、传统能源等行业持续处于低位。三是外资对股市的影响有所增大。随着中国经济持续复苏, A 股成为国际资本的避风港。

### 三、中国宏观经济走势预判

1. 寻求公平与效率间的均衡。正如第二章中的相关分析, 在疫情冲击下, 中国宏观经济在公平与效率的抉择中选择了牺牲一定程度的效率, 优先保护市场的公平性。但太和财经需要强调的是, 过度追求“绝对公平”会大大牺牲经济增长的效率, 处于

长期低效率的实体经济将非常严重地阻碍进一步追求公平的进程。反之，盲目追求“市场效率”而毫无可持续性，最终也将会迅速被公平严重缺失带来的恶劣影响反噬。

鉴于目前的局势，引导“公平”与“效率”逐步恢复至均衡状态是未来经济工作的短期目标，而逐步消除“公平”与“效率”在经济发展中的对立程度可以被考虑为中国经济发展的长期目标。为实现目标并使得经济尽快恢复至健康增长轨道，太和财经认为以下两大风险需要被重点关注：

第一，就国内形势而言，杠杆矛盾的突出导致我国当前经济的结构化矛盾极度突出。结构化矛盾一直是太和财经持续关注的问题，上文中提到的杠杆问题便是结构化矛盾形成的根本原因。从 GDP 支出法的角度分析结构化矛盾可以发现，传统意义上的三大经济增长动力的贡献率从 2020 年第二季度出现了非常严重的分化。如图 44 所示，考虑到疫情带来的多方面影响，持续低迷的终端需求疲弱幅度急速扩大，导致消费不足严重拖累了经济增长，外需的持续疲软也使得货物、服务净出口持续受挫，投资驱动不得不成为“牺牲效率保公平”阶段的唯一动力来源。然而，正如太和财经反复强调的，投资所剩余的边际已经十分有限，而疫情到来后地方政府财政做出了极大牺牲，地方政府专项债等财政投入已经接近极限。

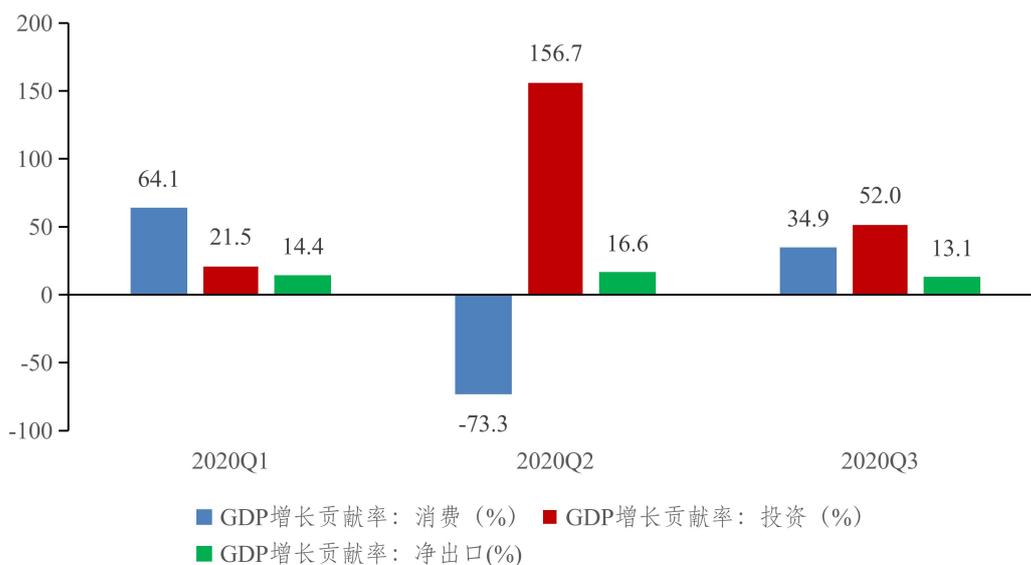


图 45 (数据来源：Wind，太和智库数据库)

即使具体来看固定资产投资，其内部的结构矛盾也对经济恢复十分不利。即使提出“新基建”的概念后，基建投资回弹力度低于市场预期，而房地产仍在持续吸收大量流动性，从而对其他部门产生了抑制。从消费来看，结构矛盾主要体现在必需消费与可选消费中。由于居民部门举债到达历史高位，信贷结构的中长期化使得消费失去短期信贷的支持，而人均可支配收入的回弹又十分艰难，消费中的结构性矛盾也释放出了对消费数据回暖不宜盲目乐观的信号。

第二，综合全球局势而言，外部风险持续恶劣，“战国”体系下博弈加剧。美国方面，考虑到拜登政府即将上任，我国在短期内或许会获得一定的喘息机会，但从长期来看，我国的外部风险并不会随之消失，甚至会进一步走高。

从美国的角度来看，美国将在未来 4 年大概率通过国际机制

和多边框架与中国乃至中国参与的多边框架展开竞争，而这种竞争很有可能因为美国对矛盾转嫁的迫切转为恶性。虽然中美贸易协定持续推进，疫情影响下美国对相关产品补库需求强烈，中美贸易出现短暂复苏，但太和财经对疫情结束后中美贸易走高的可持续性高度存疑。

需要强调的是，由于以美国为首的西方经济体在疫情冲击下选择了与中国相背的“牺牲公平保效率”策略，但从实际结果来看，极端冒进追求效率的代价则是公平与效率的双失，这将大概率导致海外需求的复苏更加困难。因此，可以预见各个经济体正在逐步寻求在区域化框架内展开合作以抵御全球经济衰退。但需要强调的是，即使不同多边框架已经形成，但对于同在一个或多个框架内的经济体来说，在短时间内达成全面深化的经贸合作是较为理想的。以 RCEP 为例，虽然中澳两国均属于 RCEP 协议内的经济体，但当下两国贸易不仅没有改善，反而更加紧张。此外，市场一直憧憬的“中日韩自贸区”始终因为各种内外矛盾难以解决而停留在蓝图阶段。因此，展开合作的前提是在当今世界的“战国”体系下率先解决被疫情放大的矛盾，使得多边框架更加稳固，但太和财经认为这仍需时日。

针对上述对中国经济内部与外部主要风险的论述，在这种预期背景下，中国经济面临的最核心问题就是“后疫情时代，中国经济短期与长期增长的引擎是什么，增长引擎需要如何维护才能

稳定持续输出？”围绕本核心问题，太和财经将从“货币政策”与“国内国际双循环”两个主要角度对上述问题提供相应的合理化建议。

2. 货币政策的调控目标：在货币政策方面，太和财经认为货币的流向需要以“六稳”“六保”引导，从而在价格上给出一定的空间。首先，经济增长不能仅靠货币政策的加持。对于企业部门来说，2020年货币政策带来的相对舒适的流动性是无法长期维持的，如果政府部门在2021年仍然为刺激经济而不对货币政策加以控制，那么今年依靠货币政策存活下来的企业很有可能在需求完全恢复前盲目扩大投资、提高杠杆，随后再度导致产能过剩、经济过热，从而使得经济无法摆脱供需断层。尤其是在2021年前二季度市场预期空前向好的背景下，不合理的货币政策所带来的内生性波动将更加危险，如果前期本就传导不畅的流动性再叠加新的所谓流动性，上游首先表现出的高价格会严重抑制下游，从而导致整体性的货币型通胀，这是十分需要警惕的。

其次，具体的金融政策可以作为辅助性工具，打通资金传导渠道。金融市场的资金空转一直是急需解决的问题，如何使金融市场的资金真正服务于实体经济是下一年货币政策需要考虑的一大问题。太和财经一直强调，政府部门无需对经济周期波动过多干预，尤其是疫情一直对当前企业进行洗牌的背景下，如果过于低效、对经济拖累过于严重的部门可以被淘汰掉，那么高效部

门就可以获得更多必要的生存空间，从而通过灵活的金融工具进行融资，这不仅仅可以解决货币传导不畅的问题，同时也是令金融市场避免泡沫化的机会。

最后，在杠杆的转移过程中需要预防大的波动，决策部门需要协助资源的市场化再分配。如果杠杆转移得过快，那么该进程势必会对原有的经济结构造成非常大的冲击，从而推升了金融风险。例如 2020 年频繁的信用违约事件，其背后就包含了杠杆转移时违约风险、信用风险与市场风险快速加剧这一逻辑。央行可以在金融政策层面上加大监管，在实体经济的层面上对于高效率部门加大协助。太和财经需要强调，信用环境一旦持续恶化，实体部门受到的打击是远大于金融市场的，因为这不仅会加大企业的融资难度，还会加快实体通缩的进程。

**3. 经济的定调和落点：打通双循环，以国内大循环为主体、国内国际双循环互相促进的新发展格局。**正如前文所预测，后疫情时代，国际贸易区域化，多极化“战国”形式下，世界经济长期下行停滞是新趋势。同时，我国经济结构化矛盾突出，投资和消费对经济增长分化严重。因此，以国内大循环为主体，构建国内循环与国际循环互相促进的新发展格局是当前的重要战略举措。总体来看我国需求侧应对面临三个挑战。

第一，中国经济增长外部环境发生巨大转变，外需仍然重要，但我国经济更大程度上需要依赖内需驱动增长。2020 年，中美

贸易摩擦持续加剧，虽然中美完全脱钩可能性不大，但中美贸易摩擦频发，尤其是在科技领域存在长期化的趋势。从全球经济来看，世界经济自 2008 年起开始处于长期停滞的状态，并很大概率因为此次疫情而加深。另外，虽然随着“一带一路”的推进、RCEP 签订和亚洲基础设施投资银行、丝路基金的建设等一系列项目推动，我国外部贸易和投资在疫情冲击下形成多边框架，向区域性经济转型。但在国际“逆全球化”的大背景下，中国经济增长面临的外需仍存在较大波动性，世界经济的复苏将处于不稳定的环境中。因此，我国在充分利用好现有国际多边框架、兼顾国际产业链位置的同时，需要进一步挖掘国内需求的潜力。

**第二，结构化矛盾是双循环困难之源。**从三大经济增长动力贡献率来看，投资和消费对 GDP 分化明显。投资需求支撑经济增长的不可持续性逐渐凸显，投资所剩余的边际已经十分有限。结合外部环境恶化、全球长期停滞的背景，投资对经济拉动效率的趋势必然下降。中国经济的拖累因素集中在消费领域。消费部门与投资贡献相反，不仅是单看国内数据，对比其他发达国家经济体来看，消费对我国经济的贡献长期以来都要低很多。如图 45 所示，根据世界银行公布的消费率数据，相比于欧美、日本等经合组织（OECD）发达国家，我国最终消费占 GDP 总额的比重明显长期偏低。

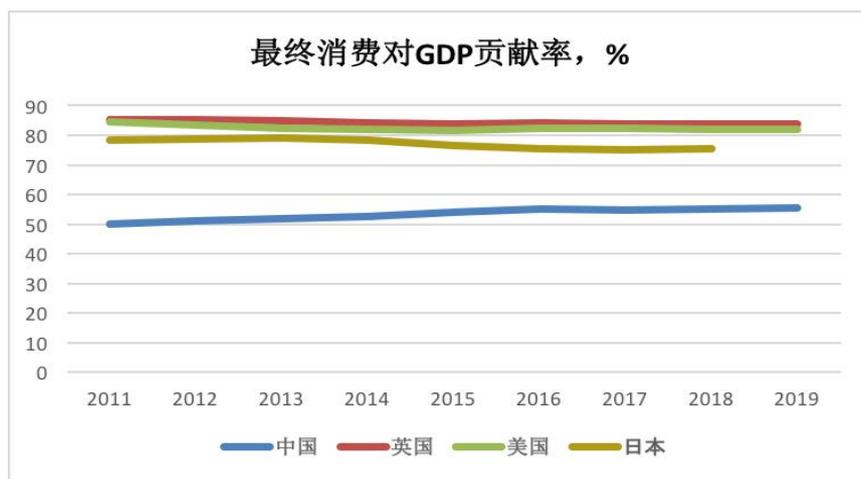


图 46（数据来源：世界银行，太和数据库）

但同时，最终消费对 **GDP 增长** 的百分比逐年稳步提高，这说明，内循环核心症结在于消费，扩大内需、增加居民消费应成为拉动经济增长的重要因素。

第三，开展需求侧改革，需要解决消费能力和消费意愿之间的差距问题。从消费习惯上看，和西方国家不同，我国居民不仅没有超前消费的偏好，还有买房的传统。因此，消费贡献率低、实体部门杠杆长期居高不下。正如上文中提到的，货币宽松政策大多将流动性投放进上游建筑行业市场，上游的高价格导致近年来房价上涨幅度远大于物价通货膨胀。所以即使可支配收入在名义上增加，但去除物价因素后实际下降，因此，居民杠杆率不断提高，抑制实际可支配收入的上涨。另外，观察今年的社融数据，居民部门举债过高，信贷结构从短期转为中长期的态势明显。地产价格上涨迅速，推升了收入贫富差距扩大，实际上是收入、财富再分配的效果。从数据上看，这也反映为疫情得到控制后，可选消费领域，奢侈品消费回升比大众消费反弹早。

因此畅通内循环，促进有效消费的核心在于经济增长模式转型，摆脱过分依赖地产投资，优化收入分配结构，平缓消费能力和消费意愿之间的差距。太和财经认为，提升居民有效消费能力有两个要点：**加收入和去负债**。

从收入角度看，政府应加大居民内部收入再分配的力度。首先，近年来可支配收入上涨并没有呈现明显的分化趋势。整体来看，各人群收入水平均有所提高。因此，**调整收入再分配机制**将成为提升居民消费的重点。对于消费增长，中低收入群体的边际效应明显高于高收入群体，因此政府需扩大中低收入人群规模，用税收、社会基本公共福利等政策加速收入再分配，将收入从高收入群体转向低收入群体。

从负债角度看，政府应对资本市场，尤其是**房地产市场应加强监管**，同时**减少对经济周期波动过多的财政干预**。固定资产投资扩大，利益只普及少数人，加剧贫富差距，牺牲更多人承担成本，明显体现于居民杠杆率不断上涨。与“新基建”投资不同，地产业并不符合中国经济结构性转型的需要，且不断吸收流动性货币，导致居民消费长期疲软。因此，针对不断攀升的负债，促进住房消费健康发展，坚持“房住不炒”的政策，避免房地产对消费增速的排挤效应。

**4. 症结的另一端：供给创造需求，消费品供给需要高质量发展。**另一方面，消费升级拉动内需，需要关注消费品供给端。

首先，在消费能力提升的情况下，消费产品供给需要匹配增长的消费需求。居民消费水平增长缓慢另一原因，则是虽然居民消费能力恢复，但消费意愿不匹配市场供应。目前，中国家庭对包括汽车、家电在内的传统制造商品消费已经比较充分，消费层次已经从温饱型开始向全面小康型转化，消费品质由中低端向中高端转化。同时，消费外流现象严重，跨境电商进口规模翻倍增长，海淘用户扩张的现象也说明国内消费商品和服务很难满足消费者需求。

因此，提高供给水平需要通过**服务产业升级，行业行规改善，大力发展科技**。从产品种类看，居民消费意愿开始偏向为优质服务型产品，比如教育、医疗和养老服务；这些服务型行业目前还处于被国有资本垄断的状态，政府应考虑引进民间资本，开放竞争市场，提高优质服务品的供给能力。另外，供给端创新依靠科技创新。在中美贸易摩擦频发，美国对中国高科技型企业进行打压的背景下，国内的产业结构升级需要依靠国内自身技术的自主创新。因此，融资端需要投入大量的资金，也就意味着核心发展资本市场。发展科技还需要在制度的保障下支持创新型企业上市，通过连续有保障性的政策创造公平竞争的市场环境。同时，近期5G、高铁等“新基建”普及的大环境也在科技发展前期提供了技术性的支持和优质的环境。另外，值得注意的是，供给端产业升级，产品提升也可以推动国际外循环，有助于提升我国经济的

国际竞争力。

但是，消费升级的核心仍然在于改善消费需求。解决供应端技术问题的前提，是优先改善消费能力。由投资驱动到消费驱动的转型依然是中国经济目前面临的首要任务。需求侧改革是重中之重，扩大内需的着力点还应从投资转向消费，以增加消费需求、升级消费产业为主，再进而解决供应端的技术问题。

**5. 2021 年经济走势十大预判：**基于上文对 2020 年中国宏观经济回顾与分析并提出有关未来发展的相关建议后，太和财经对 2021 年中国宏观经济走势做出以下十点预判：

第一，2020 年上半年因疫情造成的低基数效应会导致多项常规经济数据在 2021 年第一、第二季度出现远超预期的正增长。

第二，因抗疫而出台的临时短期政策退出后，供给端会在 2021 年继续补硬伤、补短板的进程，具体表现为产业端需求旺盛，从而创造主动、良性的融资需求，但考虑到 2020 年超高水平的宽货币、宽财政，投资、信贷等数据维持高位的可能性存疑。

第三，在双循环的背景下，制造业进一步发展的潜能十分值得关注；国际方面，无论是在本次疫情中我国在全球贸易链中的重要地位被进一步稳固，还是美国对我国高新制造业的打压，都会促使我国制造业进一步走高。

第四，在中央政治局会议首次提出“需求侧”改革的概念后，终端需求侧消费升级的到来与消费意愿的提升值得期待，消费端

在 2021 年上半年有望缓慢恢复至疫情前水平。但需要注意的是 2020 年居民部门的消费能力被“低收入高杠杆”的矛盾结构严重限制，且居民部门信贷的中长期化趋势并未出现转向，太和财经认为消费数据的长期可持续性值得进一步观察。

第五，固定资产投资结构将出现进一步分化，具体表现为基建投资走强力度较弱；而地产投资的韧性仍然可以持续到 2021 年，短时间内出现由增转降的可能性不高；制造业投资走强的可能性大大提高，同时对于固定资产投资结构性矛盾起到了一定的缓和作用。

第六，进出口将很大程度受到国际形势的不确定性影响，即使疫苗在 2021 年在世界范围内逐步开始接种，外需的真正复苏仍然需要一定时日。结构方面，RCEP 框架内的贸易额有望出现进一步回升，与东盟、日韩等区域性贸易伙伴的进出口活动或将更加活跃。太和财经认为中国 2021 年进出口走势有着高度的不确定性，但仍然可以预期到出口的持续超预期运行或将在 2021 年结束。

第七，无论是工业价格还是居民价格，温和回升的可能性较高，但考虑到石油价格的持续波动，需要注意 PPI 与石油价格的较高相关性。由于货币政策的传导不畅，通缩快速衔接通胀的风险仍然较大。如果双循环战略的进展较为顺利，上下游价格严重分化的风险将会被一定程度地规避。

第八，货币政策在“宏观审慎”的框架内将逐渐恢复正常，在不会发生突发性破坏事件的前提下，流动性的释放会相对克制。然而，考虑到疫情对经济造成的恶劣影响远未消除，太和财经认为大幅收紧货币政策以“倒逼”各部门去杠杆的可能性极低。

第九，各部门杠杆的结构性问题会长期存在，但结构的逐步改善可以预期，尤其是在制造业开始发力，金融通缩有望缓解的背景下，杠杆率大幅走低的可能性不高，但杠杆间的转移将更加迅速，杠杆转移时的波动性需要警惕。

第十，疫情一定程度上拖长了中国经济“八年抗战”的时间线，中国经济的“阵痛期”相较前期预判或将出现一至两年的延长并与“改革期”出现重合，为下一步经济发展提出了更大的挑战。

需要指出的是，中国经济“危”与“机”将长期并存，中国经济需要珍惜疫情防控争取来的“时间差”，将“保公平”贮藏的势能通过有效的改革加快释放出来，将“牺牲效率”积累的矛盾快速解决是2021年经济工作的主要目的。

## **四、中国金融市场分析与预测**

### **(一) 中国债券市场**

展望2020年，太和财经预计国内债券在未来一段时间内的弱势不会改变。经历了2008年到2018年债券的强周期修正后，债券开始新一轮的长时间的弱周期循环，在中国经济基本面较为

良好的条件下，央行对信用政策的态度大概率会持续偏鹰，去杠杆的意图在长期内不会改变，同时 2020 年年底发生的企业债券爆雷事件相较去年并未减少，投资者在债市的投资会更加谨慎，多方面因素导致利率债和信用债的收益率下行条件并不充分。

另一方面，在经济基本面向好的前提下，债市监管的力度将会逐渐加大，中国债券市场将逐步走向市场化、法治化的道路，在这个过程中，信用债市场预计会经历信用收缩、去伪存真的过程，信用债和利率债的利差大概率也会扩大。海外方面，美元信用随美联储不断降息而收缩，美元进入了弱势周期，欧元也有类似的趋势，而新兴市场货币相较之下略为出色。未来几年欧美各国银行应该会保持低利率，并限制国债收益率的上升，这也将导致未来中美及中欧利差的大概率扩大。

## **(二) 大宗商品市场**

**铁矿石价格 2020 年年初下跌，随后大幅度上行，2021 年将持续上涨。**作为基础建设的重要原材料，铁矿石在 2020 年的表现可谓亮眼。在 2020 年年初受疫情封锁以及周期性停工的影响，铁矿石的需求出现了较大幅度的下降。但随着复工复产的稳步推进，以及国家对于基础建设方面经济刺激性政策的到位，铁矿石的需求大幅度上扬。截止 2020 年 11 月底，中国铁矿石的进口量已经达到了 10.73 亿吨，同比增加了 11%。受到来自中国的强劲需求和巴西铁矿停工导致供给下降的影响，铁矿石期货价格出现

大幅度上升。根据大宗商品报价机构阿格斯（Argus）的数据显示，运往华北的指标 62%铁矿石价格达到每吨 150.15 美元，较今年 3 月时的低点 79.60 美元大涨了 89%，创下来八年以来的数据新高。随着疫苗研发和分配的不断推进，以及拜登总统的当选，都对稳定全球政治经济局势、推进全球经济复苏起到了“定心丸”的作用。随着需求侧的不断扩大，铁矿石在 2021 年预计仍将保持稳步上扬的趋势。但是，作为中国铁矿石的最大出口方，澳大利亚承担着中国铁矿石三分之二的进口需求，随着中澳关系的不断恶化，双方是否会选择铁矿石行业这一双边关系“核选项”来达成政治目的，仍会是一个影响该行业的很大不确定因素。

**有色金属价格大幅度上扬，并将在 2021 年维持上行趋势。**

在有色金属方面，铜期货在 2020 年的走势则基本反映了世界经济局势的变化。作为应用最为广泛的工业生产原料之一，铜的使用量往往会较为准确地反映出地区工业生产的程度。在经历年初的大幅度下跌之后，随着中国经济的逐步恢复以及海外供给仍然紧俏的影响，铜的价格在过去几个月间稳步上升，相比于年初，伦铜 CFD 的价格目前已经上升了约 55%，达到了 8,000 美元上下。随着 2021 年海外经济的缓慢复苏，铜价预计仍将维持相对平稳上升的局面。

出于贸易保护主义和环境保护主义之目的，煤炭 2021 年涨势将十分有限。2020 年中国煤炭方面的局势则较为复杂，尽管

随着国内生产生活的持续恢复，对于煤炭的需求也出现相应的上涨。但相比较于其他大宗商品的数据，煤炭的表现则显得平平无奇。而随着中国政府出台了一系列节能减排措施，本身已经是夕阳产业的煤炭行业也可能受到更多的压缩。中国日前宣布停止进口澳大利亚的焦煤，给国内煤炭行业结构带来了较大的冲击，而随着蒙古煤炭的产能因为疫情原因仍处于低位，国内煤炭目前出现了供不应求的局面。与此同时，随着拜登政府于 2021 年一月份上台，预计将执行较为环保主义的能源政策，因此各大煤炭生产商可能会提前选择降低产能以稳定价格。因此，尽管全球范围内的复工复产将开始逐步推进，不过对于 2021 年煤炭产业的预测并不会像其他行业那样较为乐观。

**原油价格大幅度下跌，随后价格震荡缓慢上行，2021 年将维持这一小幅度上行走势。**作为最为重要的大宗商品，石油价格在 2020 年出现了大幅度的震荡起伏，超出了所有人的预期。年初疫情大规模暴发之后，国际对于石油的需求出现较大幅度下降，而随着 OPEC+ 内部未就石油减产达成一致协定，导致了沙特阿拉伯和俄罗斯两个能源巨头之间爆发大规模石油价格战。双方的大幅度报复性生产在将世界每天石油产量推向历史最高值的同时，世界主要石油期货指数也出现了断崖式下跌的情况，布伦特原油指数从年初的约 80 美元一桶下跌到四月初的仅 15 美元一桶，而美国德州轻原油指数更是跌倒了负数的历史最低值。在国际主

要石油巨头于四月底达成初步减产协定之后，国际油价开始逐步回暖，自五月份以来，布伦特原油期货价格大体回升并维持在40美元上下。尽管2021年的世界经济复苏将显著提高对于石油的需求，但石油行业的前景却可能并非如想象中的一帆风顺。**2021年对于石油更多的需求将推动国际油价的上涨，不过OPEC+国家之间的减产协定将于1月份到期，届时是否会有国家承受不住高油价的诱惑，拒绝进一步在国际石油市场上的合作仍然是一个未知数。**同时，随着油价的上升，美国页岩油将重新在世界石油市场上变得有竞争力，这将使本身就难以形成合作的石油市场局势更为复杂多变。相比于9、10月份，世界油价在11、12月已经出现了上升的信号，但此时距离经济全面复苏仍然遥遥无期，而如果各大主要产油国在经济恢复之前未能达成明确的石油协议，国际油价仍然有着较大震荡的可能。

受疫情和世界政治局势动荡的双重影响，国际大宗商品市场受到巨大冲击，其影响在2021年仍未完全消失。尽管随着疫苗的陆续获批，国际疫情有望得到较大的缓解，复工复产将显著加速，但由于疫苗的运输和分配都存在着较大问题，且近些年保护主义、单边主义给世界贸易结构带来的严重冲击，全球复工复产更有可能会演变成一场“不平衡的”“有竞争性”的复工复产活动。不可否认大宗商品的需求将得到较大的提升，但价格震荡的可能性仍然较大。

参与写作:

中国人民大学	黄泽清
英国华威大学	张睿骐
英国牛津大学	金渚寒
英国卡斯商学院	马旌航
宁波诺丁汉大学	诸哲恺
加拿大多伦多大学	赵子木

## 免责声明

本文件由太和智库制作，仅供派发予太和智库特定收件人，不得作为业务招揽或相关商业活动之用。本文件的版权为太和智库所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

本文件中的信息均来源于我们认为可靠的公开资料，但太和智库对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文件中的信息、意见等均仅供收件人参考之用，而不应视为出售要约、订购招揽或向浏览人士提出任何投资建议或服务。该等信息、意见并未考虑到获取任何人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。收件人应当对本文件中的信息进行独立评估，并应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本文件所造成的一切后果，太和智库及/或其关联人员均不承担任何法律责任。