



NIFD

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

“疫苗复苏”周期下的经济与政策

——2月宏观经济月报

华 丽 张 平

2021年2月

摘要

国内方面，中国经济复苏短期受“就地过年”影响或对消费形成压制，预计一季度 GDP 环比增速将弱于季节性；政策上，由于生产强于需求的分化结构，上游价格上涨带来通胀压力，但下游消费需求疲弱，令货币政策松紧两难，当前货币政策正在走向“正常化”，不“急转弯”，但市场感觉偏紧。海外方面，2021 年 1 月以来欧美疫苗接种加速，“疫苗复苏”周期逐步启动，经济复苏和通货膨胀预期直接导致了美国 10 年期国债利率上升较快，达到 1.3%，如果超过 1.5%，市场将一致预期为货币紧缩，当前市场对此有所担忧，然而在此背景下财政刺激加码依然，美国正在推进 1.9 万亿美元的新财政刺激计划。总体来看，欧美国家在 2021 年下半年经济复苏的可能性较大，通胀和利率大概率会保持逐步上行的态势，这或是未来市场面临的较为确定性的灰犀牛。



目 录

一、疫苗复苏：疫苗接种逐步开展，欧美疫情出现缓解，疫苗推动经济复苏.....	1
二、国内外宏观经济环境.....	2
（一）国内经济与政策环境现状与展望.....	2
（二）海外经济与政策环境现状与展望.....	8
（三）小结.....	11

一、疫苗复苏：疫苗接种逐步开展，欧美疫情出现缓解，疫苗推动经济复苏

美国方面，1月以来，随着拜登上台美国防疫常态化，同时新冠疫苗加速接种，美国疫情逐步缓解。数据上看，1月前四周周均日增新冠病例分别为24.1万人、24.5万人、19万人及16.3万人，2月前两周周均日增新冠病例分别为12.1万人和9.3万人，呈逐级回落走势。其中，在1月8日，美国新冠疫苗接种率达2%时，日增确诊病例开始见顶（日增32万例）回落，截至2月17日，美国新冠疫苗接种率为16.83%，同时日增新冠确诊病例已经降至7.2万例。目前美国人口3.3亿，按照2月中旬以来美国日均接种疫苗160万剂次速度保守估计，预计到今年5月底美国疫苗接种率将达到60%。

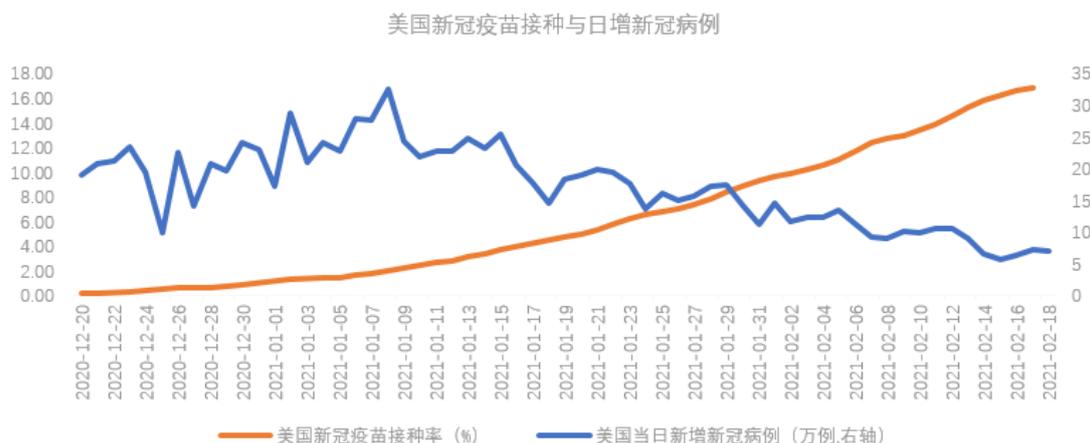


图1 随着疫苗加速接种，1月8日美国日增新冠确诊人数出现拐点

数据来源：wind。

欧洲方面，我们监测的欧洲六国（英法德意俄西）1月前四周周均日增新冠病例分别为14.4万人、15.6万人、14.6万人及12.8万人，2月前两周周均日增新冠病例分别为10.5万人和8.2万人，也呈逐级回落走势。但在疫苗接种速度方面，除英国外（截至2月16日，接种率为24.3%），其他欧洲国家疫苗接种速度整体偏慢，截至2月17日，德国、意大利、西班牙和法国等主要欧洲国家接种率均不到6%，这与疫苗供给及执行效率偏低有较大关系。

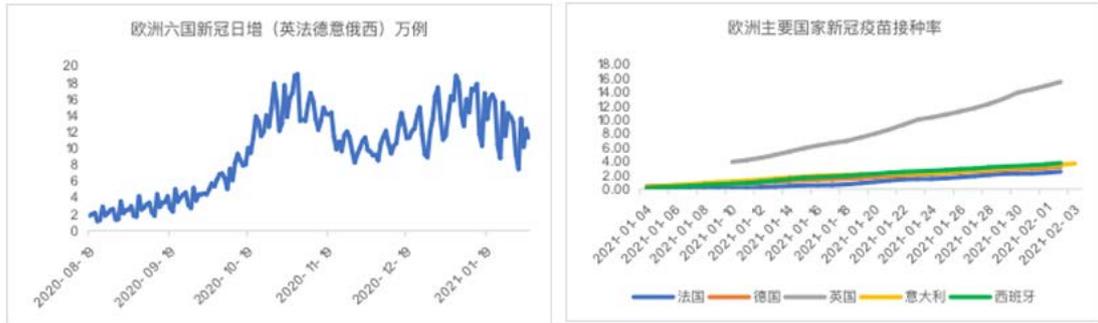


图 2 截至 2 月 4 日，欧洲主要国家疫情及疫苗接种情况

数据来源：wind。

全球来看，截至 2 月 17 日，全球累计接种新冠疫苗 1.88 亿剂次，接种比率为 2.42%。从接种量上来看，位居全球前三的国家分别为美国（5628 万剂次）、中国（4052 万剂次）和英国（1650 万剂次）；从接种率上看，位居前三的分别为以色列（79.48%）、阿联酋（53.43%）和英国（24.3%）。

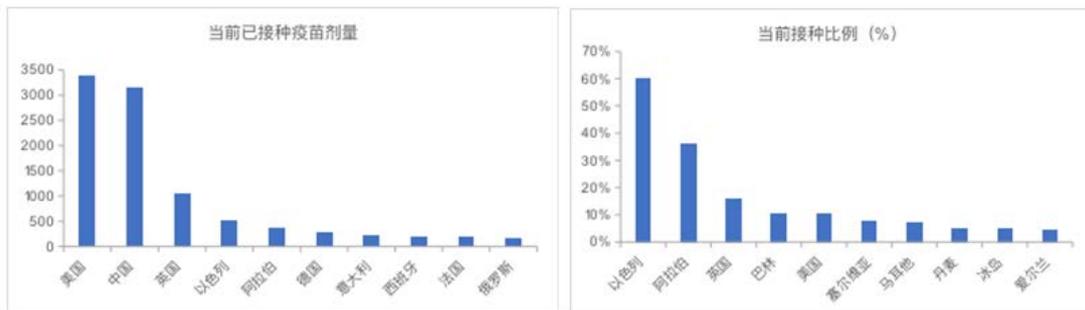


图 3 截至 2 月 4 日，全球疫苗接种总量及比率前十国家

数据来源：wind。

二、国内外宏观经济环境

（一）国内经济与政策环境现状与展望

1. 四季度 GDP 超预期增长 6.5%，三产强劲修复

中国四季度 GDP 实际增速为 6.5%，超出我们预期的 5.5%，主要在于低估了第三产业服务业的上行幅度。从生产法角度看，四季度第一产业同比增速为 4.1%，好于第三季度的 3.9%；第二产业同比增速为 6.8%，好于第三季度的 6%；第三产业同比增速为 6.7%，好于第三季度的 4.3%，也好于 2019 年四季度的 6.6%，预计后续三产生产上行空间较为有限。

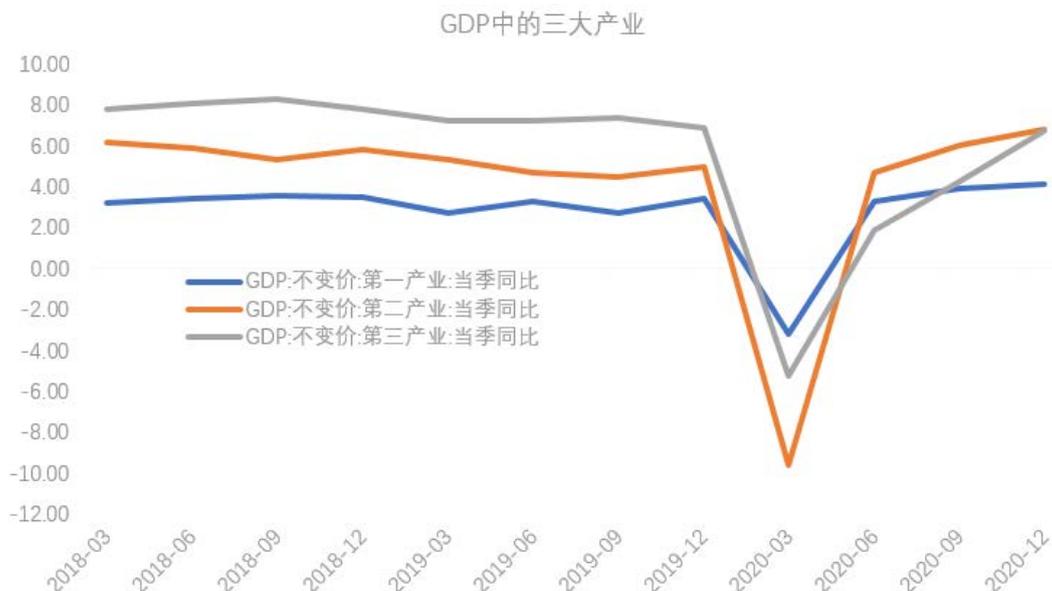
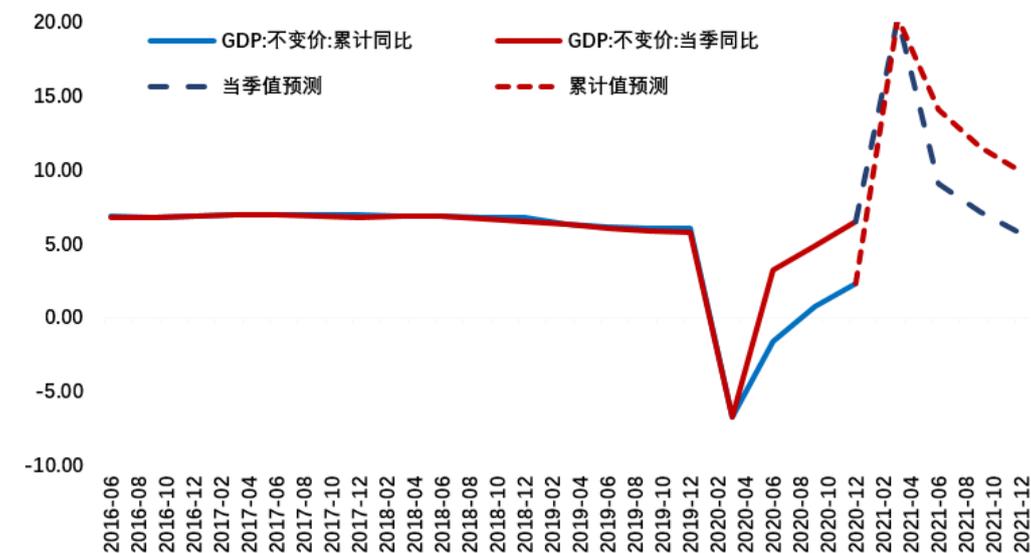


图4 2020年4季度三产增速超预期

数据来源：wind。

2020年12月30日，国家统计局经最终核实，2019年中国GDP增速下调0.1个百分点，各季度环比均出现调整。我们参照调整后的2019年各季度环比数据，对2021年各季度GDP进行预测得出，预计2021年各季度GDP同比增速分别为20.3%、9.1%、7.2%和5.7%，全年增速为9.9%。



%	GDP 当季环比预测	GDP 当季同比预测	GDP 累计值同比预测
2021-03	2.0	20.3	20.3
2021-06	1.2	9.1	14.1
2021-09	1.2	7.2	11.6
2021-12	1.2	5.7	9.9

图 5 2021 年各季度 GDP 增速预测 图&表

数据来源：wind。

2. 生产仍强于需求，上游价格上涨带来通胀压力，但下游消费需求疲弱

(1) 工业：12 月工业同比增速为 7.3%，好于预期和前值，需求补库及冬季采暖带动采矿业上行。

(2) 零售：12 月社零同比增速为 4.6%，较上月回落，但消费结构改善，限额以下继续上行，限额以上小幅回落。

(3) 出口：12 月出口小幅回落，出口结构从“供给替代”逐步转为“需求修复”。

(4) 投资：12 月投资总体小幅走弱，其中地产基建回落，制造业走强。

(5) 通胀：1 月核心 CPI 大幅下行至-0.3%，PPI 同比转正，工业品价格呈普涨局面支撑 PPI 上行。上游价格上涨带来通胀压力，但下游消费需求疲弱，令货币政策松紧两难，倒逼货币结构性宽松，不“急转弯”。

(6) 社融信贷：1 月社融信贷超预期，居民企业融资需求旺盛，实体经济仍有韧性。

(7) 货币：1 月 M1 上行主要源于春节错位影响，M2 超预期回落至 9.4%。

(8) 就业：12 月失业率为 5.2%，与前期持平。全年失业率为 5.6%，低于 6%的预期目标。

指标名称	2020-01	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11	2020-12
PMI	50.00	35.70	52.00	50.80	50.60	50.90	51.10	51.00	51.50	51.40	52.10	51.90
财新中国PMI	51.10	40.30	50.10	49.40	50.70	51.20	52.80	53.10	53.00	53.60	54.90	53.00
工业增加值:当月同比	-4.31	-25.87	-1.10	3.90	4.40	4.80	4.80	5.60	6.90	6.90	7.00	7.30
工业企业:利润总额:当月同比			-34.90	-4.30	6.00	11.50	19.60	19.10	10.10	28.20	15.50	20.10
CPI:当月同比	5.40	5.20	4.30	3.30	2.40	2.50	2.70	2.40	1.70	0.50	-0.50	0.20
PPI:全部工业品:当月同比	0.10	-0.40	-1.50	-3.10	-3.70	-3.00	-2.40	-2.00	-2.10	-2.10	-1.50	-0.40
出口:同比	-2.90	-40.60	-6.90	3.10	-3.50	0.20	6.80	9.10	9.40	10.90	20.60	18.10
进口:同比	-12.70	7.70	-1.30	-14.40	-16.70	2.30	-1.60	-2.30	12.70	4.40	3.90	6.50
贸易差额:当月值(亿美元)	547	-621	198	449	626	463	619	585	368	581	755	782
固定资产投资:累计同比		-24.50	-16.10	-10.30	-6.30	-3.10	-1.60	-0.30	0.80	1.80	2.60	2.90
房地产:累计同比		-16.30	-7.70	-3.30	-0.30	1.90	3.40	4.60	5.60	6.30	6.80	7.00
制造业投资:累计同比		-31.50	-25.20	-18.80	-14.80	-11.70	-10.20	-8.10	-6.50	-5.30	-3.50	-2.20
基建投资:累计同比		-26.86	-16.36	-8.78	-3.31	-0.07	1.19	2.02	2.42	3.01	3.32	3.41
零售:当月同比		-20.50	-15.80	-7.50	-2.80	-1.80	-1.10	0.50	3.30	4.30	5.00	4.60
M1:同比	0.00	4.80	5.00	5.50	6.80	6.50	6.90	8.00	8.10	9.10	10.00	8.60
M2:同比	8.40	8.80	10.10	11.10	11.10	11.10	10.70	10.40	10.90	10.50	10.70	10.10
社融当月值(亿元)	50,535	8,737	51,838	31,027	31,866	34,681	16,928	35,853	34,693	13,929	21,355	17,192
新增人民币贷款当月值(亿元)	33,400	9,057	28,500	17,000	14,800	18,100	9,927	12,800	19,000	6,898	14,300	12,600
公共财政收入:当月同比			-26.11	-14.98	-10.01	3.22	4.34	5.29	4.53	2.97	-2.73	17.44
公共财政支出:当月同比			-9.41	7.48	-3.87	-14.37	18.46	8.74	-1.11	19.03	15.94	16.45
财政收支差额:当月值(亿元)		-2,569	-12,182	-2,163	-1,146	-7,626	1,461	-4,383	-11,026	3,277	-7,451	-24,336

图 6 2020 年各月经济数据

数据来源: wind。

总体来看,经济数据呈现三大特征:第一,国内生产仍强于需求,生产资料价格继续回升,但核心通胀仍处于较低水平;第二,货币政策结构性宽松,不“急转弯”;第三,内外需结构发生变化,内部消费结构逐步改善,限额以下消费逐步回升,外贸出口结构从“产业补缺口”逐步转为“需求修复”。

每年的 1-2 月份是重磅经济真空期,1-2 月份合并的数据将在 3 月中旬公布,与此同时,每年前两个月的经济数据都会受到春节假期的扰动,呈现“生产弱、需求强”的局面。今年受疫情影响,“就地过年”政策在各省逐步推行,这将使得过去“生产弱、需求强”的局面有所弱化,与春节相关的消费将弱于往年,同时返乡工人的减少,将使春节前后开工率及产能利用率强与往年,这意味着工业生产活动或强于预期。

因此,在 3 月中旬前,行业高频数据及 PMI 数据将成为主要的观测点,从 1 月官方 PMI 数据看,受冬季疫情点状再起及“春节效应”等因素影响,制造业及非制造业 PMI 均出现回落,制造业 PMI 分项数据中,生产、需求及价格分项纷纷回落,显示经济环比动能有所弱化;高频数据中,1 月以来,上游水泥、玻璃及螺纹钢价格显著回调,同时钢厂开工率及产能利用率也在 1 月出现回落,这与 PMI 生产分项数据相互印证。

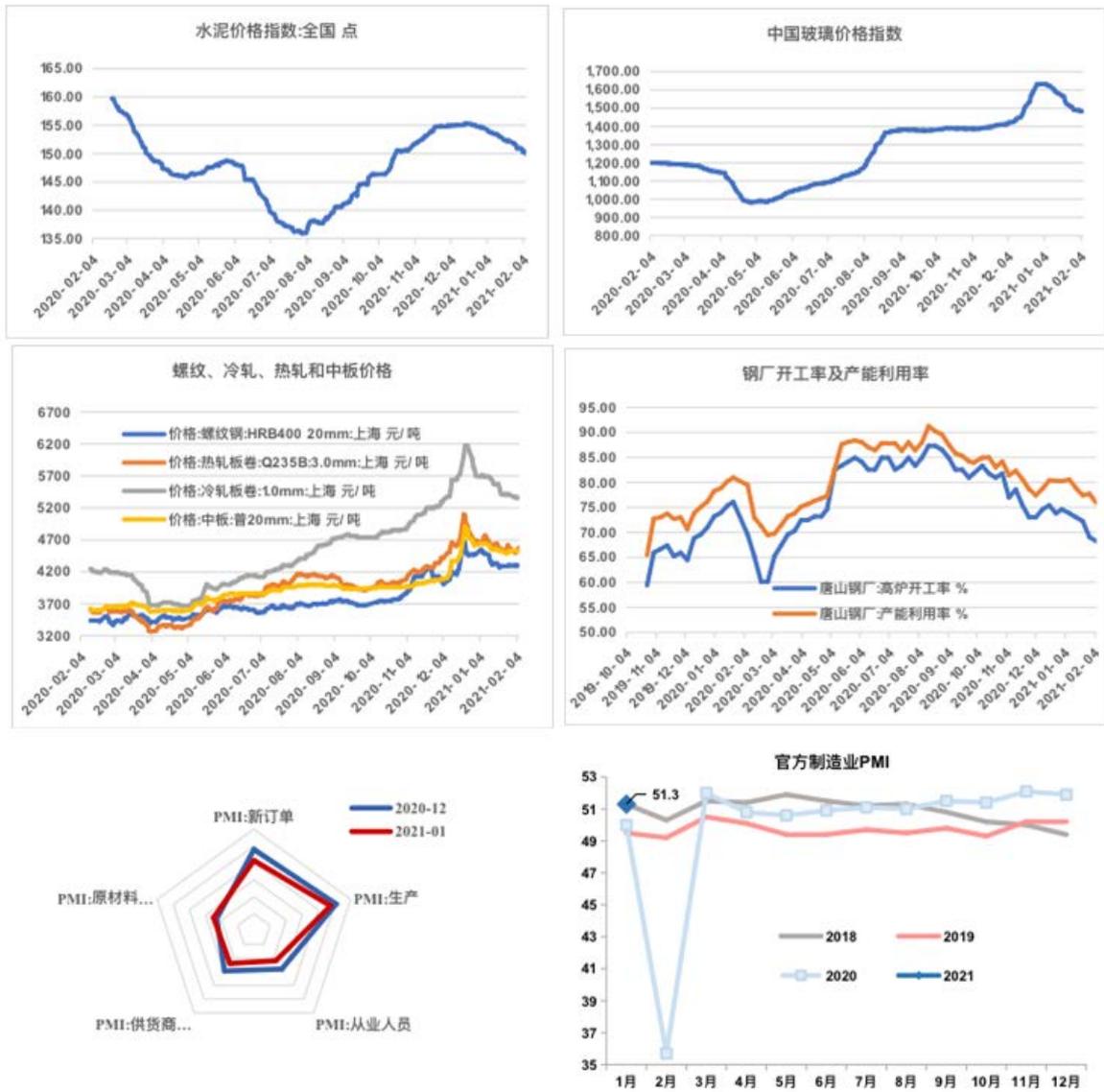
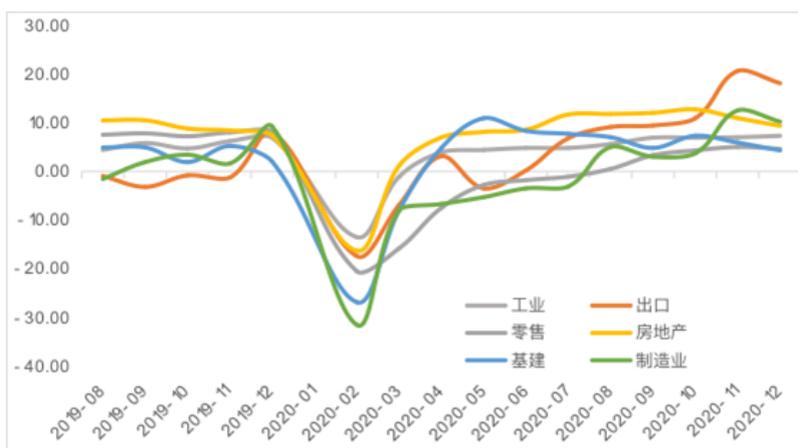


图7 疫情再起及春节假期临近，1月水泥、玻璃及螺纹钢价格出现回落

数据来源：wind。



排序	2020-12	2020-11	2020-10	2020-09	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2019年
1	出口	出口	房地产	房地产	房地产	房地产	房地产	基建	房地产	房地产	工业	房地产
2	制造业	制造业	出口	出口	出口	基建	基建	房地产	基建	工业	房地产	零售
3	房地产	房地产	基建	工业	基建	出口	工业	工业	工业	出口	出口	工业
4	工业	工业	工业	基建	工业	工业	出口	零售	出口	基建	零售	基建
5	零售	零售	零售	零售	制造业	零售	零售	出口	制造业	制造业	基建	制造业
6	基建	基建	制造业	制造业	零售	制造业	制造业	制造业	零售	零售	制造业	出口

图 8 国内经济增长动能切换 图&表

数据来源：wind。

3. 货币政策与流动性:中期呈现结构性宽松，不“急转弯”

1月中旬，央行公开市场持续净回笼资金，令银行间流动性骤然收紧，超出市场预期，一线城市地产销售火爆及近期股票及商品等资产价格不断走高，是短期流动性骤紧的主要原因。二月第一周央行开启了跨节资金投放，资金面得到缓解，R007 和 DR007 回落到 2.3%左右的水平，不过从投放量上看，央行操作较为克制，全周净投放 960 亿元，然而在春节过后前三个工作日，央行在公开市场上实现净回笼 3300 亿元，央行主管媒体《金融时报》当天发文称，“央行在公开市场操作中更加注重利率目标，主要盯住 DR007 等货币市场短期基准利率开展操作。当前已不应过度关注央行操作数量，否则可能对货币政策取向产生误解”。

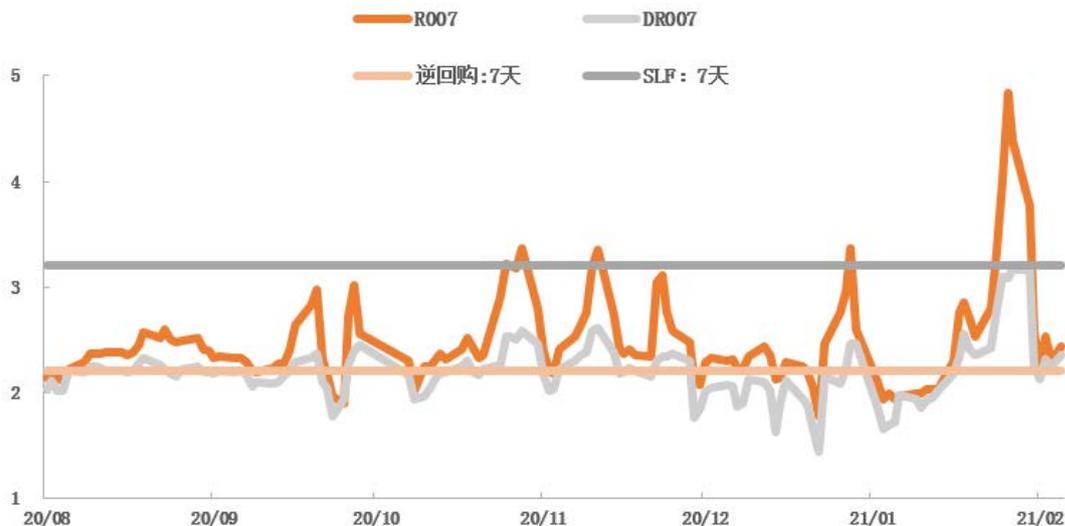


图9 央行公开市场操作利率

数据来源：wind。

总体上看，短期，货币政策受制于宏观杠杆率及地产价格，单边宽松预期已被打破；中期，随着经济逐步修复，政策全面宽松已告一段落，但囿于工业生产和居民需求恢复的不平衡，中期货币政策在继续回归常态化过程中，呈现结构性宽松，不“急转弯”，2月3日，中国人民银行货币政策司司长孙国峰在发文中定位2021年货币政策四大方针“稳字当头、灵活调整、精准操作、量价合适”，与政策不“急转弯”定位相一致。

(二) 海外经济与政策环境现状与展望

1. 美国：国债收益率上升，财政货币持续发力

经济方面，仍在持续修复，但就业市场呈现K型复苏，十年期国债收益率上升

美国经济仍在持续修复，但就业市场呈现K型复苏。生产恢复势头较强，1月美国制造业PMI达到60.5，前值为57.5；非制造业PMI达到57.7，前值为55.9。就业市场温和反弹，但就业结构并不乐观，1月新增非农就业人数虽反弹至4.9万人，且失业率较上月稍有下降至6.3%，但剔除政府就业后新增仅0.6万人。就业的结构方面，呈现K型复苏，高收入职业就业恢复更好。

1月以来，随着新冠疫苗的加速接种，美国疫情显著好转，同时货币宽松方向不变，新一轮1.9万亿美元的财政刺激即将落地，美国经济复苏及通胀预期不

断加强，在此背景下，2月16日，美国10年期国债收益率近期上行至1.3%，后续如果超过1.5%，市场一致预期为货币紧缩，当前市场对此有所担忧。

2021年美国经济修复有两大引擎，一方面来自企业补库存，另一方面来自**房地产销售**的增长。2020年疫情发生以来，“需求强，生产弱”的局面令美国商品库存快速去化，2020年6月，美国制造、零售和批发三大供应商库存同比增速均已跌至历史低位。参考历史经验，美国在危机冲击时往往会经历比较猛烈的去库，后续在经济复苏的时候，补库逐渐成为主要支撑。去年三季度以来，美国企业库存已经开始反弹，2021年随着美国经济活动进一步恢复，美国企业主动补库的确定性较强，从可取的最新的11月数据看，美国制造商、批发商、零售商同比仍有0.7%、2.1%、7.1%的缺口待回补，后续补库动力充足。地产方面，低利率的环境及疫情居家改变了居民的居住习惯，美国购房需求持续向好，带动新屋建造进度加快。当前美国房地产市场整体呈现供不应求局面，已销售房屋中，在建和未开工的占比出现明显上升，预计后续购房需求将持续。

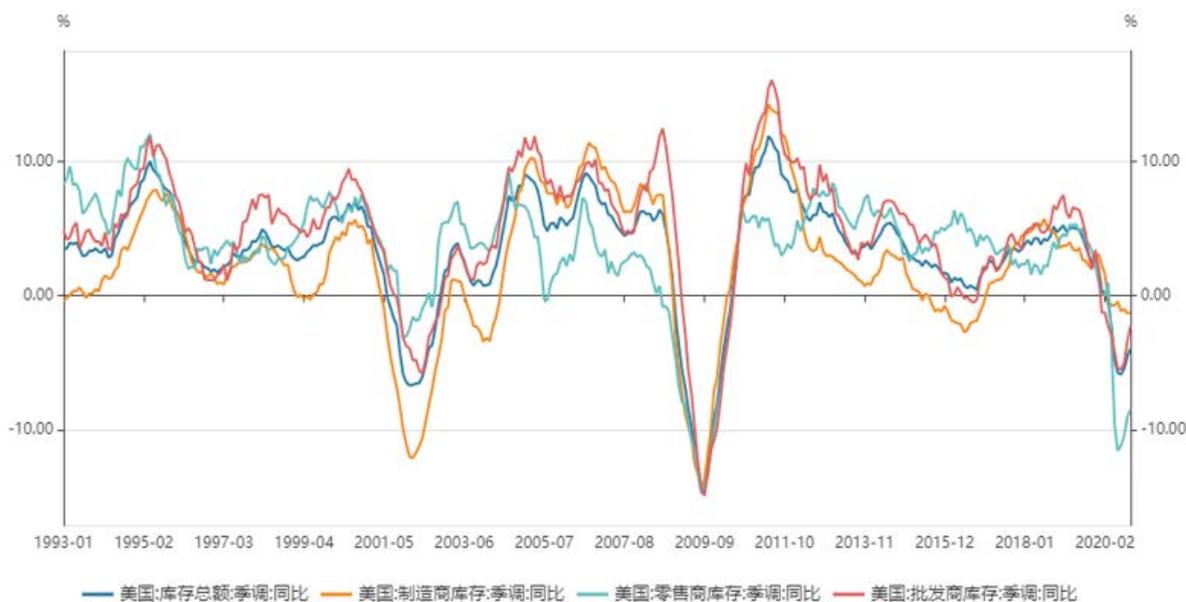


图 10 美国制造、零售和批发三大供应商库同比增速均已跌至历史低位

数据来源：wind。

政策：货币继续维持宽松，1.9 万亿财政刺激即将落地

1 月份，美联储部分官员释放缩减 QE 的信号令市场不安，后鲍威尔讲话强调短期不会考虑退出宽松平复市场情绪。美国 1 月份的议息会议，虽无超预期之

处，但再次把长时间维持宽松的信息传递得非常明确，会议纪要显示，联储官员 1 月份认为缩减资产购买的条件在一段时间内难以达到。鲍威尔表示，尽管短期内美国经济恢复仍然由于变种新冠病毒、疫苗接种不及预期的问题而存在不确定性，但他对于 2021 年下半年的经济持有信心，这主要基于中期内疫苗接种的逐步铺开、财政刺激落地等因素。

在疫情过后，各国都会因为抗击疫情迎来高债务时代，将利率维持在较低的水平，或许可以保持债务可持续。1 月耶伦也表示，目前债务利息成本与国内生产总值之比低于 2008 年金融危机期间的水平，这增强了通过赤字融资来刺激经济、缓解疫情影响的理由。

2020 年疫情爆发以来，美国已经先后进行了 4 万亿美元（3.1 万亿+9000 亿）的财政刺激计划，拜登提案的 1.9 万亿美元财政刺激计划预计将在 3 月初落地，这意味着财政部借债、美联储买单的“赤字货币化”模式仍将延续，在如此大的刺激背景下，美联储短期难以提前撤退。值得注意的是，一季度后，随着美国疫苗接种比例的扩大及全体免疫的形成，货币预期上的微妙变化需持续关注。

2. 欧洲：经济出现回暖迹象，宽松政策维持不变

经济：1 月经济出现回暖迹象，通胀指标走高

1 月欧洲主要国家制造业 PMI 有喜有忧，但均在荣枯线之上。具体来看，1 月德国制造业 PMI 为 57.1，前值 58.3；法国制造业 PMI 为 51.6，前值 51.1；英国为 54.1，前值 57.5，仍超预期；就业市场逐步回暖，12 月欧元区和欧盟 27 国失业率分别降至 8.3% 和 7.5%，为 7 月以来的最低水平；值得关注的是，HICP 同比在连续 5 个月呈负值后，1 月突然转正至 0.9%，同时，1 月核心 HICP 达到 1.4%，为 5 年来最高水平，预期 0.9%，前值仅 0.2%，经济回暖、增值税提高及 HICP 权重在 1 月份的调整均促使欧元区通胀大幅上涨。

政策：货币宽松维持不变，2021 年或有 4900 亿欧元财政刺激落地

货币政策方面，1 月欧央行议息会议表示，将保持货币宽松，低利率的水平保持不变；继续推进总量为 1.85 万亿欧元的 PEPP¹，资产净购买周期至少延续至 2022 年 3 月，本息再投资时间至少持续到 2023 年底，若未来金融状况转好，PEPP 的购债额度并不需要用尽；继续以再融资操作提供充足流动性，用 TLTRO

¹ PEPP 为大流行资产购买紧急计划

III²向银行提供有吸引力的资金；APP³将以每月 200 亿欧元的速度推进，并保持本息再投资直到开始加息后一段时间。值得关注的是，短期通胀水平跳升，欧洲央行后续或效仿美联储实施“平均通胀目标制”。

财政政策方面，2020 年新冠疫情以来，欧盟的财政计划主要是去年通过的 1.8 万亿欧元的一揽子长期刺激计划，包括 1.07 万亿欧元的 MFF⁴和 7500 亿欧元的 NGEU⁵。但 MFF 的时间跨度为 2021-2027 年，NGEU 的时间跨度为 2021-2023 年，从资金规划上看，预计欧盟在 2021 年财政政策刺激总额为 4900 亿欧元，这与美国即将到来的 1.9 万亿美元的新一轮的财政刺激相差较多。

（三）小结

国内方面，中国经济复苏短期受“就地过年”影响或对消费形成压制，预计一季度 GDP 环比增速将弱于季节性；政策上，由于生产强于需求的分化结构，上游价格上涨带来通胀压力，但下游消费需求疲弱，令货币政策松紧两难，当前货币政策正在走向“正常化”，不“急转弯”，但市场感觉偏紧。海外方面，1 月以来欧美疫苗接种加速，“疫苗复苏”周期逐步启动，经济复苏和通货膨胀预期直接导致了美国 10 年期国债利率上升较快，达到 1.3%，如果超过 1.5%，市场将一致预期为货币紧缩，当前市场对此有所担忧，然而在此背景下财政刺激加码依然，美国正在推进 1.9 万亿美元的新财政刺激计划。总体来看，欧美国家在 2021 年下半年经济复苏的可能性较大，通胀和利率大概率会保持逐步上行的态势，这或是未来市场面临的较为确定性的灰犀牛。

2 TLTRO III 为定向长期再融资三期

3 APP 为资产购买计划，指的主要是 EAPP(拓展资产购买计划)，包括 PSPP(公共部门采购计划)和 CSPP(企业部门采购计划)，顾名思义，它们分别购买公共部门和企业部门的债券。

4 MFF 长期财政预算(Multiannual Financial Framework, MFF)，MFF 的时间跨度为 2021-2027 年，平均每年的资金规模在 1500 亿欧元左右，用途主要是经济基础设施修复，科技创新，绿色经济转型，难民和边境安全，资金来源主要是自欧盟各成员国的税收、成员费、欧盟进口关税等。

5 NGEU 为“下一代欧洲计划”(Next Generation EU, NGEU)，NGEU 的时间跨度为 2021-2023 年，这三年的资金规模分别约为 3400 亿、3100 亿、1000 亿欧元，用途主要是应对疫情的贷款和转移支付，资金来源是欧盟联合债券的发行。