

# 五大首席横谈纵论:又是冬去春来 还看“中国期待”



**杨成长**  
申万宏源  
首席经济学家

## 宏观调控 着力长远问题

证券时报记者 王玉玲  
实习生 王砚菲

2020年,中国成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体,三大攻坚战取得决定性成就。2021年,宏观经济又将如何演绎?

申万宏源首席经济学家杨成长接受证券时报记者专访指出,要充分肯定疫情后我国经济恢复取得的成果,诸如疫情防控、六稳六保等一切措施使得中国经济率先得到恢复。同时,也不能简单地认为中国经济处于一枝独秀状态。

杨成长说,要看到经济复苏的特殊性。这次经济复苏不是周期性的,也不是金融危机后的恢复,而是“爬坡式”的复苏。这种复苏有几个特点:

第一,是相比较的迷惑性。2013年中国经济开始回调,2015年开始实行供给侧结构性改革,2016年四季度经济开始回升,2017年增速回升到6.7%,2018年一季度经济表现仍较好。2018年二季度中美贸易摩擦、民营企业问题开始出现,市场开始悲观,2019年国家采取大力措施,但经济增速依然下行,仅获得6.1%的增长。因此,不能简单认为,现在出现了后疫情时期的恢复,经济反而比之前更乐观。那可能是因为看问题的视角变了:从“坑”里往上爬,比较基数是“坑”,所以增长的数据都会很乐观。

第二,是横向比较,不是正常经济增长状态下的比较。目前关注哪个国家率先从疫情的“坑”中爬出来,这并不是在正常经济增长状态下的比较。

第三,是同比数据严重失真,因为各国砸出的“坑”的深度其实都是很偶然的,深度也不代表经济受损程度,可能在几个月或一个季度的时间内砸了个“坑”。因此,从“坑”里往上爬,需要关注的是环比数据,同比数据会出现失真。现在做宏观分析,特别是看到物价、经济增速等各种各样的指标,心里都要有底,即同比数据是完全紊乱的。

展望2021年,杨成长预计实际GDP增速或可达到8%,名义GDP增速在8%-10%之间。杨成长认为,今年宏观调控最需要关注以下几方面:

首先,是科技创新。要自立自强,提高我国产业链的主导性和安全性,保证我国供应链的全球畅通。

其次,要进行供给侧和需求侧改革的管理,将二者对称,特别是将扩大需求放在更加突出的位置。同时,要强调公平公正的市场竞争,防止垄断和资本的无序扩张。

最后,要关注经济发展的安全性。后疫情时期,全球金融市场波动加剧,国内金融、房地产、科技也在转型期内的价格偏高,经济增长一定要处理好稳增长与防风险的关系,做好安全与发展的平衡关系。

总之,无论是宏观调控还是供给侧与需求侧改革,都需要助力中国经济的长期发展,即构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。



**伍戈**  
长江证券  
首席经济学家

## 疫情不改 货币运行内在规律

2020年,新冠肺炎疫情给全球经济带来了极大的冲击,或许是洞察到疫情冲击与传统危机的不同,或许是从“四万亿”刺激中学到了很多,或许是为了不蹈西方零利率覆辙,去年以来我国宏观政策在逆周期调整过程中保持相对克制,却无碍经济修复回升。在“不急转弯”的政策基调下,未来货币利率究竟何去何从?

从历史来看,面临冲击后的经济下行压力,银行间利率往往率先下调,信用随即开启扩张。但经济止跌回升后,货币运行似乎存在“三部曲”节奏的规律:首先,利率下行,信用扩张,经济止跌回升,直至社融出现峰值;接着,社融开始回落,但经济与利率仍呈上升趋势;最后,随着社融继续收缩,经济筑顶并回落,利率再次步入下行。具体来看:

第一部曲,经济快速修复。该阶段的特征是宏观经济呈现快速向上态势,前期银行间利率抬升还未对实体经济产生影响,存在传导时滞;财政政策仍在发力过程中,存在向上惯性”。这些都使得社融增速保持扩张直至其峰值出现。

第二部曲,经济平稳扩张。该阶段刺激性政策逐步退出,但前期政策对经济的滞后影响依然。投融资项目的持续性仍对后续形成支撑,尽管有些动能可能边际减弱,整体经济仍保持平稳扩张的惯性。此时,信用开始收缩,利率持续上升,直至经济出现拐点。

第三部曲,经济开始回落。随着经济筑顶回落,利率再次步入下行通道,社融持续收缩。与前一阶段政策主动约束资金供给不同,本阶段的社融收缩主要缘于融资端需求的回落。

鉴往知来,从当前来看,我国社融拐点特征明显,经济正从快速修复的“第一部曲”向稳步扩张的“第二部曲”迈进。值得一提的是,今年一季度我国经济同比增速会因基数效应而明显高企,这未必代表实际经济动能的急剧走强。不过历史表明,即使经济环比增速有所下降,利率大概率也将跟随经济同比的方向。

展望新年,在前期政策的滞后影响及外需支撑下,上半年经济走强和利率上行仍将持续,这与基数干扰无必然关联;下半年货币运行或进入“第三部曲”,即信用收缩收敛,利率随经济而回落。周而复始,改变的是疫情,未改的仍是货币运行内在规律。

## 沪指近十年K线走势



**鲁政委**  
兴业银行与华福证券  
首席经济学家

## 用心迎接 新“朱格拉周期”

2020年是“极不平凡的一年”,新冠肺炎疫情、全球经济衰退和逆全球化给我国经济带来了前所未有的挑战。2020年也是“于变局中开新局”的一年,我国经济率先走出了疫情阴影,成为全球主要经济体中唯一实现正增长的经济体。

经济动能转换加快。进入2021年后,我国经济有望延续复苏的态势,且经济复苏的主导因素正在从以政府为主导投资向以消费、制造业投资为代表的市场动能转换。从消费来看,就业市场已经出现了明显的改善,2020年第三季度外出农民工工资同比已经转正,6月以来就业人员平均工作时间持续处于满负荷水平。就业市场改善将带动居民收入增速回升,促进消费回暖。从制造业来看,得益于强有力的疫情防控措施和海外宽松政策的外溢,2020年10月工业企业利润当月同比增速达到了2012年有数据以来的最高水平。在利润上升的提振下,2021年有望见证一轮制造业投资的小高潮。

危中育机。面对经济形势的新变化,政策当局提出构建“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。疫情的冲击加速了经济新旧动能的转换,数字化、绿色化等新经济方兴未艾,在构建新发展格局的过程中,我们需要抓住“三化”,即新型城镇化、数字化和绿色化带来的重要机遇。

第一,新型城镇化是扩大内需的最大潜力所在。与发达国家相比,我国的城镇化率,尤其是户籍人口城镇化率依然偏低。新型城镇化是以人为核心的城镇化,其内涵既包括推动农业转移人口市民化,也包括将基本公共服务的覆盖面扩大至城镇常住人口,还包括城市的生态修复。新型城镇化能够进一步释放居民的消费潜力,并且是带动基础设施“补短板”的投资。

第二,绿色化将加速渗透至生产生活的方方面面。为了实现碳达峰、碳中和的目标,清洁能源在能源消费中的占比将进一步提升,碳市场的发展空间将进一步打开。截至目前,占全球GDP总量六成以上的经济体都已承诺将在2050年前后实现碳中和,由此将引致大量的新增绿色投资。

第三,非接触经济将加速发展。新冠肺炎疫情的暴发使2020年全球固定资产投资急剧降温。2021年全球经济复苏共振将重新唤醒产能扩张的需求,而在疫情中表现亮眼的非接触经济领域,将成为投资扩张的焦点。

由此来看,2021年不仅是我国经济的复苏之年,更是一轮新“朱格拉周期”的起点。



**刘利刚**  
花旗银行  
首席中国经济学家

## M2、社融增速下降 是大概率事件

证券时报记者 段久惠

今年整体增速预测将达8.2%,上半年中国经济同比增速将非常强劲,因为基数原因,下半年则会逐步收敛,回归潜在增长率。预计一至四季度的GDP同比增速分别为16%、8%、6%和5%。”花旗银行研究部董事总经理、首席中国经济学家刘利刚向证券时报记者分享关于今年中国经济的乐观展望,认为年内消费将会支撑中国经济快速复苏和反弹,而出口对于GDP增速的贡献则会降低。

在假设疫苗有效并且顺利推出的情况下,预测被疫情压抑的消费,尤其是旅游、酒店、餐饮等将快速恢复,零售业务同比增速会创十年新高,达到16.5%。而因疫情影响而扩大的出口业和萎缩的进口业将恢复常态,预计年内出口同比增速会回落到3.5%,而进口增速会反弹到5.6%,经常账户顺差占GDP的比例将会缩小。”刘利刚认为,基数效应、疫苗出现后带来经济复苏、劳工市场回暖,居民储蓄率创新高,城镇化率走高将刺激消费等,都将推动消费稳增长。

在投资方面,刘利刚预计房地产投资年内会回到同比5%的增速,比去年6.8%的增速会下降一些;预计今年制造业的投资或大幅反弹到12%,成为支持中国经济恢复的亮点。

在财政政策上,刘利刚表示,今年将会是逐渐走向正常化和可持续的过程。去年受到疫情影响,政府债务占GDP比重上升较快,中国总政府债务从前年占GDP的78%上升到90%,财政赤字也有所提升,而今年则都将回归正常化。”他和花旗团队预计,今年地方专项债会从去年的3.75万亿元降到3万亿元,年内也不会再发行特别国债,同时企业的减费降税也会从去年的2.5万亿元降到2万亿元左右。

在货币政策上,刘利刚判断今年既不会加息也不会降准,预计社融总量增速会从13.5%降到11.1%,M2增速下降至约9%,“今年信贷资金紧张,M2和社融增速下降也是大概率事件”。而在外部,目前美国、欧洲、日本都在继续采取量化宽松政策进行刺激,美联储表示2023年才会考虑退出量化宽松和零利率,海外流动性释放非常大。”

刘利刚认为,考虑到海外非常宽松的货币政策条件,央行对货币政策的退出将相对谨慎,否则过快转向或退出将吸引更多外资流入,人民币会进一步升值。海外投资者会首选中国债市,同时一些周期性、与消费相关的行业也会受到投资者追捧,但需要警惕一部分资本流入到高收益行业如房地产或股市,造成新一轮资产泡沫。



**安仁礼**  
瑞士再保险集团  
首席经济学家

## 全球经济主题—— 兴建、巩固、升级

证券时报记者 刘敬元

2021年全球经济会围绕着三个B字母开头的英文单词来展开,也就是兴建(Build)、巩固(Back)和升级(Better)。”瑞士再保险集团首席经济学家安仁礼(Jérôme Jean Haegeli)博士说,通过兴建、巩固、升级,全球经济可以得到更好地恢复、更快地发展,这对保险行业也是巨大的机会。

安仁礼认为,疫情阴霾之下的全球经济发展会是一个疲弱且长期的复苏进程。他表示,2020年,中国是重要经济体中唯一对全球经济产生积极作用的国家,未来关于中国将引领全球经济恢复的预判也不会改变。据瑞再研究院预测,中国2020年的经济增速在2.3%左右,2021年将达到7.4%,这一表现是非常了不起的。”

全球的情况没有中国这么乐观。安仁礼表示,预计全球经济2021年会有反弹的迹象,但是反弹速度会很慢。这主要是因为全球各个国家都有比较高的负债率,投资收益率也偏低。另外,受疫情影响,去年全球生产力下降,今年随着疫苗问世,会注入一些积极因素,整体上全球经济走势会是从负面转向中性。

这两年,瑞再研究院一直在研究全球“经济韧性”。安仁礼说,去年受疫情影响,全球的经济韧性降低了20%,经济韧性降低会让一个国家应对不确定性的能力降低。从主要经济体的经济韧性指数看,英国、日本、美国的情况都非常不乐观,瑞士、加拿大和芬兰是经济韧性最佳的国家,中国在新兴经济体中排名前列。

在全球经济韧性降低的情况下,“兴建、巩固、升级”的全球主题显得格外有意义。安仁礼强调,“兴建、巩固、升级”战略也需要兼顾社会效应、可持续性和环境。也就是说,我们需要把投资有效地引入到基础设施建设,引入到数字经济发展,引入到有助于经济恢复的行业振兴里。我们也欣喜地看到,这些要点都在中国“十四五”规划的重点领域里有所提及,所以我们再次看到在全球危机到来的时候,中国又一次化危为机、抓住发展机遇,将继续引领全球经济的恢复。”安仁礼说。

他还表示,相较宏观经济,保险行业的韧性是较好的。全球非寿险及寿险业在新冠肺炎疫情之下呈现出V形反弹。其中,中国保险市场前景非常乐观,预计2020年中国保费将同比增长5.8%,2021年增速将达到9.8%。

总体展望经济与保险市场,安仁礼拿出了一张照片——阳光下的瑞士雪山山巅北喻。他说,目前全球经济所处的状况就像雪山山顶上一阵寒冷,全球经济至少欧洲国家的经济,是脆弱而且乏力的,但是,向远处看,可以看到阳光,这缕阳光来自中国,也代表着疫苗,还象征着全球保险市场。