

宏观视点

2020年12月31日

致2021：不一样的周期

疫情对经济的冲击符合实际商业周期理论阐述的机制，供给波动是衰退和复苏的驱动力，随着有效疫苗落地，2021年全球经济将迎来强劲反弹。疫情期间的货币放松维持了资金的有序循环，营造了类似“中性”的货币环境，但疫情后货币的“非中性”将通过传统的经济周期和金融周期体现出来。反映2020年货币投放方式的差异，美国的主要风险是通胀预期导致的长端利率上升对金融市场的冲击，中国的主要风险是债务偿还压力。2020年各国经济非同寻常地同步深度衰退，但全球范围内疫情对行业和人群的非对称冲击又罕见的类似，由此疫后的反思也可能高度一致，为国际合作带来新的契机。经济学将更具有人文精神，进一步从新古典的自由主义向亚当斯密的古典经济学回归。

关键词 | 疫情 经济周期 货币非中性 人文精神

研究员 | 彭文生

又到年尾，和各位关注我的研究的朋友们分享个人对2020年的一点感悟、对2021的展望的些许思考。去年底我的年终思考文章（“致2020:不确定性的代价”）探讨了一些经济内生的不确定因素及其影响，并没有想到2020年人类社会遭遇的巨大不确定性来自于一场公共卫生危机。如果用一个词来描述2020年，全球最大公约数应该是疫情，截止年底新冠病毒确诊病例超过8000万人，170多万人丧失生命，全球经济经历了二战以来最深的衰退，这是人类百年不遇的劫难。

一、科学的力量

如果用一个词来概括2020年值得庆祝的地方，应该是科学，人类面对“瘟疫”所展现的韧性是科学的力量。尊重科学，戴口罩、勤洗手、社交隔离等科学的应对方式有效降低了病毒传播速度，为寻求更有效的疫情控制方法赢得了时间。科学家与时间赛跑研发疫苗，中国的科学家在疫情爆发初期第一时间将分离出的病毒、测序结果与世界同行分享，全球的研究者在10个月内完成了以前10年才能完成的研发工作。尽管年尾疫情有所反复，但有效疫苗的落地让我们看到了回归正常的希望。

科学也帮助了经济，疫情给人们的生活和工作带来巨大的冲击，但也加速了数字化转型，数字经济使得大隔离下关键经济活动维持正常。全民居家的大隔离中，线上娱乐、线上社交等有效缓解了隔离对民众心理的负面影响；云会诊、AI图像诊断等提高了医护人员的战疫效率；线上办公、远程教育在一定程度上缓解了疫情对正常生产和教学秩序的冲击。

对经济研究者来讲，2020年带来的一个异常挑战是跨界学习。我自己的体会首先是要有敬畏之心，任何人对新现象、新问题的理解都有局限性。疫情爆发后，我在2月1日发表的《疫情是短期冲击，不改变经济增长趋势水平》文章中，对全年经济增长影响的估算是0.4-1.0个百分点，比2003年的非典冲击大，但现在看显然太乐观了。这让我想起凯恩斯说的“经济学家要是能像牙医那样能干又谦逊就好了”，牙医对每个人都有用，但不会夸大自己的作用，不会认为自己能挽救病患的生命。

也有一些分析和判断经受住了时间的检验。3月20号发表了《十字路口，关于疫情冲击的几个关键判断》，文章认为疫情冲击经济的源头在供给端（停工停产），不存在控制疫情和保经济增长之间的取舍问题，稳定经济首先要控制疫情；政策应对需要以民生为导向，金融应该通过减少利差来让利、不应该降低存款利率；在当时美国市场大跌、恐慌情绪蔓延的情况下，判断美国不会发生金融危机（源头是公共卫生危机，金融体系在经历次贷危机后的调整相对稳健，美联储政策支持等）。

回顾过去一年的研究，让我感受最深的在两个方面。一个是人文经济的视角。2月13日发表了标题为《口罩经济学的人文主义》文章，当时口罩供不应求，有些评论质疑限制口罩价格的适当性，认为阻碍了市场调节供求的机制，这篇文章以口罩为例分析为什么防疫物资不能以“价高者得”的自由交易决定其分配，提出应对疫情的经济分析需要人文关怀的视角。

4月8日发表的《走出疫情的人文经济学》，从公共卫生危机冲击供给出发，认为后疫情时期的经济政策不应以传统的需求刺激为导向，尤其不应指望房地产拉动需求，恢复生产和供给是关键。建议采取包括以工代赈、允许或者补贴鼓励民众以摆摊等自主择业的方式增加就业和供给能力。此文后来被社科院副院长蔡昉老师收录在他主编的《“大流行”经济学》一书中，作为全书的收官之篇。

另一个是数字经济研究，3月10日发表了题为《从无接触经济到数字经济》的文章，基于过去三年对数字经济的研究，对疫情冲击下数字化转型加速及时进行了分析。后续有几篇关于数字经济的文章，都是从宏观和公共政策角度的研究。9月24日中金公司研究部发布深度报告《数字经济：下个十年》，结合宏观、行业、投资多个角度分析数字经济发展带来的机遇与挑战，应该是市场上第一篇系统性的研究报告，受到较大的关注。

以上是个人过去一年研究工作的一点感悟，展望2021，疫情的演变仍然是主线，但与2020年初疫情爆发期不同，人类对新冠病毒的认知有了很大进步，尽管近期疫情在欧美带来新一轮冲击，在中国也出现多点零星散发病例，但应

对疫情的社会组织工作日益成熟，疫苗落地也会帮助主要经济体在明年的某个阶段形成群体免疫，经济活动有望渐进回归正常。在这个基准情形下，怎么看明年的经济？

二、不一样的周期

一位对经济运行有深刻理解的专家曾向我提出过一个很有启发性的问题，中国经济在2021年将处在经济周期的什么阶段？我想之所以有这个问题，是因为这一次和传统的经济周期不一样，也关系到怎么看驱动明年经济复苏的动力，可持续性如何及对政策的含义。过去几个月我一直在思考这个问题，不敢轻易给出答案，要避免大的偏差，需要赋予经济数据以分析框架，把经济周期理论和现实经济运行的特征结合起来。我们需要花点篇幅先简要回顾一下经济周期理论。

看2021年，市场参与者经常提到的一个问题是明年经济增长反弹会不会带来通胀上升，背后的逻辑是过去几十年主流的经济周期分析框架，即新凯恩斯经济学。一个基本的假设是短期内价格和工资有粘性（调整价格有成本、信息不对称导致经济主体看不清总体市场情况和未来等原因），商品的价格和工资在短期内不变，由此货币供给增加带来实际收入上升，提升需求，企业增加生产来满足需求，提升就业。但随着失业和其他闲置资源下降，供给相对需求不足，物价和工资上升。

如果价格和工资没有粘性，货币的增加直接转化为价格上升，供求平衡通过价格调整来实现，不影响实体经济变量比如就业和产出，这是古典经济学的货币中性假设，即货币量的变动只影响物价，不影响实体经济。这显然与现实不符，一个解释就是上述的价格粘性，新凯恩斯经济学是现代中央银行逆周期调节的理论基础，也就是通过货币政策的调整来稳定就业和经济增长，当然这种逆周期调节是短期的、有限度的，不能改变经济的潜在增长率，闲置产能被充分利用时，货币刺激只带来通胀上升。

因为央行不掌握充分的信息，加上政策从实施到影响经济活动有时间差，

逆周期调节难以精准到位，往往出现超调的现象，由此出现需求疲弱、经济衰退、物价下降，货币政策放松，到经济复苏、需求过热、物价上升，政策紧缩的周期波动。著名的美林时钟就是把经济增长、通胀和货币政策的不同组合划分为周期的4个阶段，导出对投资策略有不同的含义。把这个周期分析框架对照当前的现实，一个问题是，在疫情冲击之前，以通胀为标志的传统经济周期波动已经不再明显，美林时钟似乎失效了。为什么？

2008年全球金融危机带来的一个反思是要重视金融的顺周期性对宏观经济中周期波动的影响，金融周期刻画了信用扩张和资产价格（尤其房地产价格作为信贷抵押品）相辅相成、相互促进的机制，导致顺周期性，均值回归的动能没有传统的经济周期强。传统的经济周期一般涵盖1-8年时间，一个金融周期从繁荣到衰退持续15-20年时间。过去40年，在金融自由化、市场化的环境下，全球范围内传统的经济短周期波动的特征越来越弱，金融的顺周期性成为宏观经济不稳定的主要源头。

次贷危机前的十几年美国经济经历了所谓“大缓和”(the Great Moderation)时代，宏观经济（增长和通胀）波动下降，但最终房地产泡沫破裂，2008年金融危机爆发，导致经济大衰退（the Great Recession），随后几年去杠杆，直到2013年金融周期才在触底后再次进入扩张期。在疫情之前，美国经济连续10年正增长，是有记录以来持续时间最长的经济扩张期，似乎又回到大缓和时代，估计谁也没想到最后是一场公共卫生危机打断了这个扩张期。

过去十几年中国经济增长和通胀率的波动也明显下降，为应对全球金融危机采取的信贷扩张开启了中国的第一个金融周期，到2017年全国金融工作会议加强金融监管，信贷放缓，金融周期进入去杠杆阶段。为应对疫情的冲击，2020年再次见证信贷大扩张，一个后果是延后了金融周期的下行调整。

以上描述的经济周期（以增长和通胀为标志）和金融周期（以信用和地产价格为标志）可以说是战后以来市场经济周期波动的主要机制，头几十年经济周期是主导力量，自80年代金融自由化、贫富分化、财政受约束以来，金融周期的力量日益重要。回到上文提到的问题，怎么看经济所处的周期的阶段，关

键是要理解疫情冲击导致的经济波动和传统的经济周期与金融周期有什么不同。

首先，传统的经济周期和金融周期的波动一般是需求驱动，内生的机制，从衰退到复苏，往往是在政策的刺激下需求率先反弹，然后拉动生产。在这个过程中，需求复苏的速度快于供给，产出缺口下降，通缩压力减缓或者通胀压力上升，货币政策宽松力度下降甚至边际收紧。疫情的冲击是外生的，主要载体是停工停产和社交隔离，首先冲击的是供给，虽然需求也受到影响，但源头在供给端。疫情消退后，复苏也始于供给端，这是跟一般的经济复苏最根本的不同之处。

由此我想到曾经一段时间在学术界占有重要地位(两位主要提出者后来获得诺贝尔经济学奖)，但对政策和市场影响不大的实际商业周期理论(Real Business Cycle)。实际商业周期理论淡化需求和货币在经济周期波动中的角色，认为经济波动主要由实体经济供给端的因素驱动，比如技术进步、自然灾害等。这个理论产生的背景是1970年代，政府的需求管理过度干预经济，货币扩张带来滞胀，是经济学反思凯恩斯理论的一部分，但其否定需求和货币的作用不符合现实，使得其影响局限在学术界。

然而，任何理论都有其适用的特殊场景，2020年疫情冲击导致的经济波动比较符合实际商业周期的逻辑，尽管全球政策当局采取了大规模的货币和财政扶持，依旧不能避免经济的大幅下滑，因为经济活动受到公共卫生危机带来的物理限制约束。同理，明年疫情缓解，物理限制下降甚至消除，全球经济活动必然反弹，和财政货币无关。这是我们认识当前经济周期机制的关键一点。当然，这不代表我们可以忽视货币的角色，2020年投放的货币在2021年将发挥什么作用？

三、货币的作用

实际上，经济周期(新凯恩斯理论)、金融周期、实际商业周期之间的差别就是源自对货币角色的理解，这也是我们看明年经济复苏的力度、未来的可

持续性和风险点的关键。比如，今年的货币大规模投放会不会导致明年通胀大幅上升，如果通胀不是问题，那钱去哪儿了？债务可持续性是不是问题？

整个经济学思维的演变和货币的角色紧密相关，两大流派，古典经济学认为货币是中性的，货币供给量的变化只影响物价，不影响实体经济比如增长、就业等，实际商业周期理论把货币中性的理念推向极致，货币只是面纱，不影响资源配置。另一派，从马克思到凯恩斯认为货币非中性，货币供给的变化作用于实际消费和投资，影响实体经济。对照2020年全球货币大投放，尤其美国广义货币增长超过20%，货币发挥了什么作用？通胀没有起来，但也没能避免经济大幅衰退，那货币去哪儿了？

首先要区分货币供给与需求，疫情冲击下停工停产打断了正常的资金流动循环，维持支付（工资、租金、债务还本付息等）需要更多的备付现金，同时，面对未来发展的巨大不确定性，经济主体对货币等流动性资产的预防性需求增加。货币供给的增加满足了这些需求，避免了经济主体大规模破产，从而限制了疫情冲击通过需求乘数效应放大对经济的影响。

在4月份疫情最紧张的时候，美国一位经济学教授建议经济时钟停止在5月1号，所有的债务和应付款偿付暂停，直到疫情消退恢复正常。这个方案显然不现实，但在概念上有点类似上述增加货币供给满足备付和流动性需求的做法，都是试图把疫情的冲击限制在供给端的物理约束，降低需求端的乘数效应。从这个意义讲，货币不是中性的，其非中性不是来自疫情冲击本身，而是现代市场经济复杂的支付和债务债权关系。

那么现在的问题是，2021年疫情消退，经济活动基本恢复正常，额外的备付和流动性需求下降，2020年超常规投放的货币将如何影响经济？回到经济时钟停摆的例子，在货币层面可以假设一个情形，就是把多余的货币收回来，回归常态，这就是大家讨论的政策退出，理想的情形是货币投放和回收相互抵消，货币是中性的。但问题没有这么简单。在现代金融体系里政策的有序退出是一个挑战，说到底还是和货币非中性的作用机制有关。

首先看新凯恩斯理论的货币非中性，商品和服务价格有粘性，短期内价格不变意味货币供给增加人们的实际收入，提升实际消费和投资支出，带来产出和就业增加，但中期来讲价格是灵活的，随着需求增加、闲置产能减少、人们对未来的预期改善，物价上升。在这个框架下，经济增长提速一般是通胀上升的前奏，货币政策也把GDP增速作为判断经济过热或过冷的一个重要指标。

按照中金宏观组的预测，中国的经济增速2020年在2%左右、2021年反弹至9%，加速7个百分点，美国今年负增长3.5%、明年正增长超过5%，反弹8.5个百分点，按照历史经验应该会导致通胀显著上行。但这一次不一样，疫情冲击经济源头在供给端，或者说供给和需求同时受到影响，这是为什么今年的经济大幅下行并没有带来通缩压力，同理，明年的经济反弹首先是供给的反弹，强劲增长并不必然意味通胀上升。

关键还是要看需求和供给的相对大小，供给复苏通过乘数效应是否导致总需求大于总供给？我们判断疫情后美国的通胀风险高于中国。首先是货币增长速度有很大差异。截止11月份美国M2同比增长25%，比去年底加速18个百分点，11月中国的M2同比增速10.7%，比去年底加速2个百分点。

货币投放方式也有差异。广义货币（银行存款）一般有两个投放渠道，银行信贷和财政：贷款是货币投放、还贷是货币回笼，新增贷款是货币净投放；财政支出是货币投放，税收是货币回笼，赤字是净投放，但政府发债也是回笼货币，美联储在公开市场购买国债（量化宽松）是间接的赤字货币化。我们估算美国今年的M2加速约有一半来自赤字货币化，中国的M2投放主要靠信贷。

财政投放货币和信贷投放货币的差异在于，前者增加私人部门的净资产（对应的是政府负债的增加，国债或者央行的负债即基础货币），后者不增加私人部门的净资产（银行贷款既是借款人的当前现金流，也是借款人未来要偿还的债务），由此财政投放货币促进私人部门消费和投资的动能比银行贷款强。那为什么这么强的货币扩张并没有带来美国的通胀上升？一个解释是疫情导致被动储蓄（隔离限制了消费支出）和防御性储蓄（应对不确定性）增加。随着疫情消退，2020年累积的储蓄可能转化为消费和实体投资需求，带来物价上

升。

美国未来所面临的通胀压力是一次性、暂时的，还是代表大方向的改变？虽然有全球化后退（产业链缩短）、人口老龄化增加成本的担心，但主要还是要看贫富分化的演变。贫富分化导致消费需求不足，对应的是储蓄过剩、低通胀和低利率。虽然今年的财政扩张增加了中低收入阶层的可支配收入，但贫富分化有深层次的原因，目前看不到趋势性的改变。

尽管持续的通胀压力不是大概率事件，但阶段性的通胀预期依旧可能导致长端利率上升（对短期通胀压力容忍度的上升意味美联储提升短期利率可能性小），增加金融市场的波动。尤其考虑到2020年的货币大幅扩张，虽然部分是满足经济主体的流动性需求，部分也消化在增加风险资产配置上，美元贬值是其中一个体现。美元长端利率上升，将可能对风险资产包括美国股市和新兴市场带来冲击。按照传统的指标比如盈利收益率（PE的倒数），美国股市的估值处在历史高位，但和当下的无风险利率比较，相对估值并不那么贵，关键问题是低利率能否持续。

货币非中性现阶段在中国更多和金融周期联系在一起。2020年信贷大幅扩张，我们估算非政府部门债务/GDP（宏观杠杆率）增加了约18个百分点，是应对全球金融危机以来最大幅度的年度增加。由于地产的信贷抵押品角色，这一次的信贷扩张再次伴随房地产价格上升。信贷扩张为应对百年不遇的疫情冲击发挥了有益的作用，但也增加了未来金融周期下行调整的压力和政策面临的挑战。

2021年债务偿付压力一方面可能限制供给创造需求的乘数效应，另一方面增加了债务违约的压力。近期中央工作会议强调宏观政策的连续性、稳定性和可持续性，前两个词意味不会急转弯，可持续性意味要关注中期的风险，政策需要在短期和中期之间取得平衡。在金融周期下行调整中，理想的宏观金融环境是“紧信用、松货币、宽财政”，在经历一轮大规模信贷扩张后，经济有内生的信用紧缩动能，作为对冲，促进有序的去杠杆需要松货币和宽财政配合。如果宽财政的力度有限，信用和货币之间的跷跷板效应就会更明显。

在这样逻辑下，明年信用利差和无风险利率可能呈现此长彼消的关系，虽然GDP增速有强劲反弹，但无风险利率上升的空间有限。同理，作为上述中美之间货币非中性差异的反映，中美利差（10年期国债收益率之差）在2020年可能已经接近顶部，未来下降的可能性较大。

更深层次来讲，降低货币非中性，减少金融的顺周期性对宏观经济稳定和资源配置效率的损害，需要加强金融监管，维护以分业经营为主体的宏观审慎框架。理论上讲，混业经营可以通过不同板块协同来提升资源配置效率，但由此要求监管深入涉及金融机构的内部运作，反而会削弱市场主体的作用。宏观上来讲，混业经营的危害在于把政府信用对银行体系的担保延伸到资本市场，既干扰市场配置资源的效率，又影响金融稳定，恶化收入分配。

四、经济学的人文精神

疫情给经济社会带来二战以来最大的冲击，各国经济经历了非同寻常的同步下降，是一场真正的全球危机，而传统的经济危机或金融危机一般源于一个经济体或者一个区域，虽然通过国际贸易和金融影响其他国家，但显然有很大差别。另一方面，这次疫情在全球范围内对不同行业、不同人群有很强的非对称影响。社交接触密集的行业和相关的就业人群受到很大冲击，而通过科技和数字化实现无接触模式的经济活动受影响小，甚至受益于替代效应。

同时，为应对疫情冲击，各国中央银行的货币宽松和经济主体的债务扩张加剧了经济的结构分化，实体经济的下行和资产价格大幅上升、金融的扩张形成鲜明的对比，全球范围内资产泡沫、贫富分化和金融风险增加了。在美国，股票价格上涨主要在新经济领域，尤其是几个大型平台企业，财富的集中成为更加突出的问题。在中国，2020年“房价上升、房租下跌”的组合是疫情对高收入与低收入、金融与实体、中老年与年轻人群产生不同影响的一个集中体现。

以上两点的一个含义是，疫情后全球各国对经济社会问题的反思可能具有非同寻常的一致性。我们已经看到这方面的迹象。疫情冲击下数字经济发展成为新增长点，同时，中国、美国和欧盟的公共部门最近都在加大消费者权益保

护，强化反垄断和维护公平竞争的政策和监管力度。疫情也增加了各国对气候和绿色经济的重视，中国政府提出争取在2030年前碳排放达峰、2060年前实现碳中和，欧盟提出2050年实现碳中和，美国当选总统拜登提出重返巴黎气候协定。

从经济学思维来看，我们需要进一步反思过去几十年占主导地位的新古典经济学（Neoclassical Economics）。新古典所说的市场有效配置资源是给定财富分配前提下的帕累托最优，然而当前财富分配所决定的资源配置从长期来看是否可持续呢？在1934 - 48年期间任职美联储主席的Mariner Eccles曾经对新古典经济学思维下的资本积累有如下反思：

“像一个巨大的吸入泵的作用，到1920年代末，社会生产的财富越来越多集中在少数人手里。这个在早期起到了资本积累的作用。但是，通过剥夺大众消费者的购买力，这些资本积累者也丧失了对其生产的产品有效需求，进而也丧失了支持其进一步增加实体资本积累的基础。结果就像一场扑克游戏，筹码越来越集中在少数人手里，其他人只能通过借贷来维持游戏。当信贷难以为继时，游戏就结束了。”

疫情的影响也凸显了财富分配所决定的资源配置能否为社会伦理接受。在疫情爆发的早期，口罩供不应求，当时看到不少评论认为应该通过市场自由交易来决定口罩的分配，也就是价高者得。现在，疫苗落地，并没有看到主张自由市场交易决定疫苗接种时间先后的文章与评论。希望这是一个进步。经济学需要从新古典向早期的古典经济学（亚当·斯密）回归，需要增加人文和政治经济学的视角。

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为本文章出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。