

宏观动态报告

2021 年 2 月 5 日

经济增长动力改变 未来关注 5 方面变化

宏观经济 2021 年 1 月动态报告

核心内容：

- **未来各国经济增速取决于疫苗接种速度**从 2021 年开始，新冠疫苗的接种率速度是各国经济恢复的先行指标。以现阶段美国疫苗接种速度，预计在 6 月份美国疫苗接种率会超过总人口的 50%。
- **中国经济来到分水岭**中国经济显然来到了分水岭，是继续高歌猛进还是出现拐点？出口和生产的最高峰已经过去，1 季度生产可能仍然在高水平，但支撑高水平生产的高需求已经回落。而全球经济好转后需求回升带来的我国订单回升是否能弥补订单的转移，仍然是个未知数。中国国内消费的恢复速度低于预期，疫情在 1 月份复苏给消费带来阴影，2021 年度春节假期消费起色预计低于预期。同时投资已经确定性下行，房地产和基建不再是政策选项。
- **中国货币政策微调，“紧信用+偏紧货币”持续至年后**在经济有压力的同时，中国央行同样表现出了谨慎的姿态，年前货币市场资金利率大幅波动，央行在投放上较为谨慎。而在房地产贷款受影响的情况下，2021 年度贷款上行和 M2 上行速度可能下滑。我国货币政策从“紧信用+稳货币”转变至“紧信用+边际紧货币”状态。
- **美联储态度可能在 2 季度变化**美联储在 1 月份公布的会议纪要中显示，“缩减”够债计划已经在讨论，同时对于经济的复苏进程美联储委员也在激烈的争辩。而 1 季度美国经济继续向好，通胀上行的情况下，美联储的态度会出现变化，我们预计这个时间段可能在 4-5 月份左右，这样资本市场会出现逆转。
- **美债收益率破 1 后，资产价格逻辑改变**美国 10 年期国债收益率在 1 月 6 日回升至 1%，这是 3 月份疫情以来的最高点。随着美元收益率的走高，美国国债与法、德国债利差上行，渐趋接近疫情前的水平。债券收益率利差逐步上行会使得套利交易慢慢回转，抛美元会暂告一个段落。美债收益率走高使得未来对利率水平的预期上行，会压制贵金属和风险资产价格。暂时美债可能在 1%-1.2% 之间运行，但不排除在经济继续走高的情况下，10 年期收益率上行至 1.3%-1.5%，那么风险资产的价格上行要告一段落，同时美元可能表现的更加强势。

分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

周世一

☎: (8610) 6656 8471

✉: zhoushiyi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S013051107000403

主要风险：经济政策过于谨慎的风险、全球通缩的风险

目录

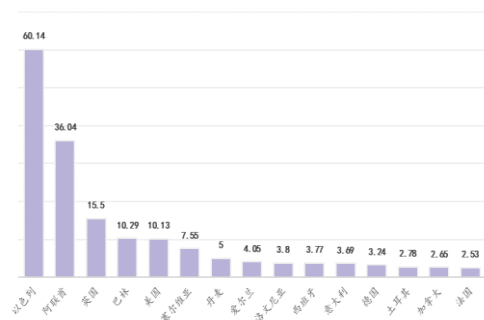
一、2021 年增长逻辑已变 预期翻转更为快速	3
(一) 各国经济增速可能取决于疫苗接种率	3
(二) 中国经济来到分水岭	3
(三) 中国货币政策微变	4
(四) 美联储态度可能在 2 季度变化	4
(五) 美债收益率突破 1% 资产价格逻辑变化	4
二、国际经济观察	5
(一) 美国: 美元反弹 美国经济继续好转	5
(二) 欧元区: 德国经济快速上行	8
(三) 日本: 经济有所好转	9
三、国内经济: 经济上行动能减弱	10
(一) 先行指标继续回落	10
(二) GDP: 增速不超预期	11
(三) 生产: 工业增加值到达顶点, 采矿业拉动工业增加值走高	12
(四) 需求端: 回升动力逐步减弱	13
1、消费: 消费仍然不及预期, 收入减少制约消费	14
2、投资: 投资增速仍上行, 制造业投资不及预期	15
3、外贸: 出口强势延续至 2 季度	17
(五) 1 季度 CPI 负增长	19
1、CPI: 1 季度 CPI 负增长	19
2、PPI: 随能源价格上行	21
四、金融: 企业融资下滑 政策调整下开启信贷收缩	22
(一) 社融增速拐点下行	22
(二) 利率水平走高	24
五、国内外主要风险	25

一、2021 年增长逻辑已变 预期翻转更为快速

(一) 各国经济增速可能取决于疫苗接种率

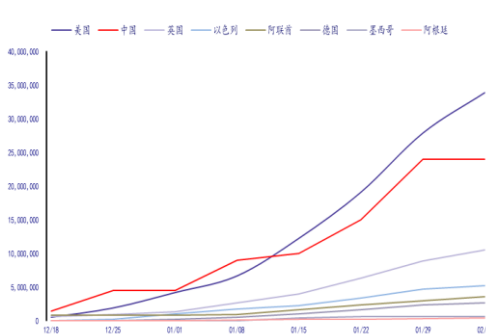
进入 2021 年，全球经济形势继续分化，美国经济在刺激政策下继续上行，美国工业生产、制造业先行指标、房地产价格、美国股指继续上行，同时就业有所好转。欧盟经济也处于持续复苏阶段，尤其是德国经济好于预期，德国制造业先行指数走高。欧美经济会随着新冠疫情的好转而逐步恢复，而从 2021 年开始，新冠疫苗的接种率速度是各国经济恢复的先行指标。以现阶段美国疫苗接种速度，预计在 6 月份美国疫苗接种率会超过总人口的 50%，而德国宣布争取在 9 月份之间全国完成第一针疫苗接种。

图 1：疫苗接种率 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：各国疫苗接种人数 (%)



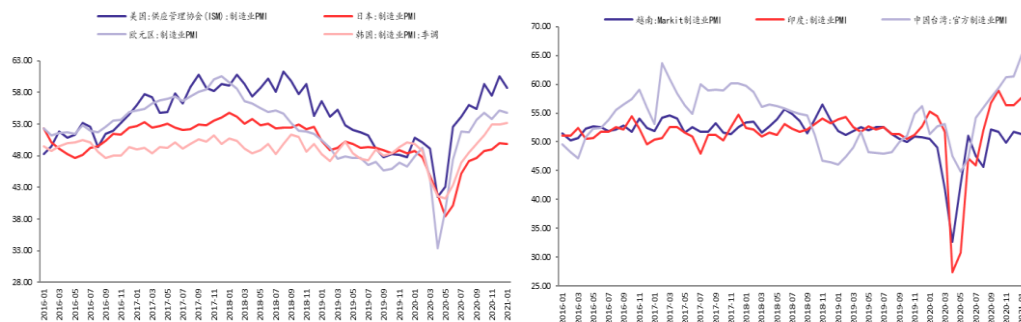
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(二) 中国经济来到分水岭

中国经济显然来到了分水岭，是继续高歌猛进还是出现拐点？从工业生产来看，1 月份的工业生产创出新高，但 1 月份的环比再上行是采矿业走高带来的，制造业生产 1 月份与 2020 年 12 月持平。制造业 PMI 新订单指数继续下行，新订单和新出口订单指数已经连续两个月下行，尤其是新出口订单回到了 50.2% 的水平。出口和生产的最高峰已经过去，1 季度生产可能仍然在高水平，但支撑高水平生产的高需求已经回落。而全球经济好转后需求回升带来的我国订单回升是否能弥补订单的转移，仍然是个未知数。

中国国内消费的恢复速度低于预期，疫情在 1 月份复苏给消费带来阴影，2021 年度春节假期消费起色预计低于预期。同时投资已经确定性下行，房地产和基建不再是政策选项。

图 3：生产国 PMI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 中国货币政策微变

在经济有压力的同时,中国央行同样表现出了谨慎的姿态,年前货币市场资金利率大幅波动,央行在投放上较为谨慎。而在房地产贷款受影响的情况下,2021年度贷款上行和M2上行速度可能下滑。我国货币政策从“紧信用+稳货币”转变至“紧信用+边际紧货币”状态。

(四) 美联储态度可能在2季度变化

同样需要担心的是美联储的操作变化,美联储在1月份公布的会议纪要中显示,“缩减”购债计划已经在讨论,同时对于经济的复苏进程美联储委员也在激烈的争辩。而1季度美国经济继续向好,通胀上行的情况下,美联储的态度会出现变化,我们预计这个时间段可能在4-5月份左右,这样资本市场会出现逆转。

(五) 美债收益率突破1% 资产价格逻辑变化

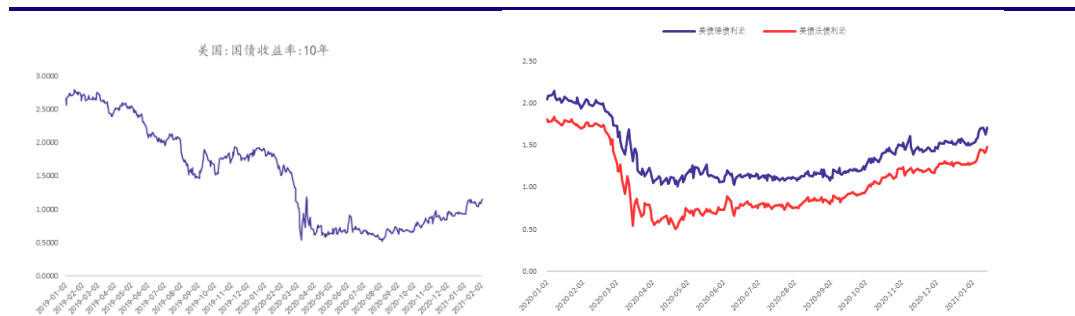
美国10年期国债收益率在1月6日回升至1%,这是3月份疫情以来的最高点。随着美元收益率的走高,美国债与法、德国债利差上行,渐趋接近疫情前的水平。债券收益率利差逐步上行会使得套利交易慢慢回转,抛美元会暂告一个段落。

长期债券收益率走高主要是因为:(1)拜登政府预计会有1.9万亿的经济刺激计划,而更多的债券发行会刺激债券收益率上行;(2)美国经济先行指数上行,美国经济好转程度可能高于市场预期,从而带动债券收益率上行。

由于美联储预计联邦基金利率上行需要等待很长一段时间,但经济好转的过程中通胀上行,所以带来了贵金属和资产价格的走高。但美债收益率走高使得未来对利率水平的预期上行,会压制风险资产价格。暂时美债可能在1%-1.2%之间运行,但不排除在经济继续走高的情况下,10年期收益率上行至1.3%-1.5%,那么风险资产的价格上行要告一段落,同时美元可能表现的更加强势。

图4: 美债收益率(%)

图5: 美债和德债、法债利差(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、国际经济观察

(一) 美国: 美元反弹 美国经济继续好转

美国制造业1月数据表现了强势,而日前公布的CPI与核心通胀数据也表明美国的温和通胀趋势已经逐渐形成,这都说明美国经济在恢复过程当中,受此影响国际原油价格再度上涨,美元进一步反弹。美国经济的复苏进程还有中期与长期的争议,但是至少在美股等资产泡沫没有破裂之前,美国经济会继续表现出恢复态势,超级QE对经济的刺激作用开始显现。由于美国经济数据明显好于欧盟,且欧盟官员近期一再表示密切关注欧元的升值问题,并表示不排除采用必要手段干预欧元升值,因此美元进入反弹期。

美国商务部28日公布的首次预估数据显示,2020年第四季度美国实际国内生产总值按年率计算增长4%,全年经济萎缩3.5%。具体来看,2020年第四季度,占美国经济总量约70%的个人消费支出增长2.5%,增幅较第三季度的41%大幅收窄。非住宅类固定资产投资增长13.8%,增幅与前一季度的22.9%相比明显下滑。同时,净出口拖累当季经济增长1.52个百分点。由于针对新冠疫情的多项联邦支出计划陆续到期且长期未有接续政策出台,联邦政府支出下降0.5%,为连续两个季度下降。美国经济在进入2020年第四季度时增长势头强劲,但在季末失速。由于新冠疫情再次反弹,各地重新对经济活动施加额外限制,美国经济活动、就业市场和消费支出增长自2020年年底出现放缓。

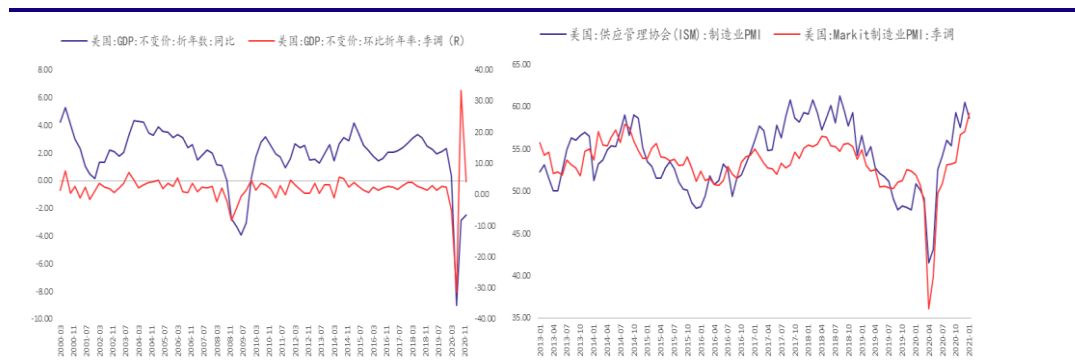
新冠疫苗进一步推广,加之美国国会继续推出经济纾困法案,美国经济有望在2021年加速复苏。美国国会预算办公室(CBO)预测,美国经济在2020年萎缩3.5%后,2021年将增长4.6%。国会预算办公室目前认为,经济将比2020年7月公布的预测更强劲,这在很大程度上是因为经济低迷没有预期的严重,且复苏的第一阶段发生得比预期更早,强度也比预期更大。CBO称,2020年的刺激计划将使美国2021财年的预算赤字增加7740亿美元,使2022财年的赤字增加980亿美元。CBO表示,预计2021年美国平均失业率将从2020年的8.1%降至5.7%,不过就业岗位数要到2024年才能恢复到疫情前的水平。这可能会引发担忧,即进一步的大规模刺激措施,以及拜登的重大基础设施投资计划,可能会让经济运行过热,并加剧通胀。ECRI领先指标继续上行,新一期指数已经到达150.09,创下了2009年以来新高,并且并未有拐点出现。

美国劳工部周五发布的美国 12 月季调后非农就业人口减少 14 万人，市场预期增加 7.3 万，前值为 24.5 万；失业率 6.7%，预期 6.8% 前值为 6.7%。非农就业大幅下降，主要是因为受到二次疫情爆发的影响。尽管美国已经开始全面接种疫苗，但目前进度有限，仅仅接种数百万支，据控制疫情的至少 3000 万支以上远远不足。目前疫情仍在持续。

劳工部 7 日公布的截至 1 月 2 日当周首次申请失业救济人数环比下降 3000 万人至 78.7 万人，是该指标连续第三周环比下滑，但降幅收窄。首次申请失业救济人数四周移动平均值增加了 1.875 万人至 81.875 万人。当周，美国全国申请失业救济人数为 507.2 万人，环比减少 12.6 万人。反应投保人员中正接受失业救济人数占比的投保失业率为 3.5%，环比持平。新冠疫情反扑的大背景下，美国就业市场和经济复苏进程有所反复。

图 6: 美国 GDP (%)

图 7: 美国 PMI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

1 月份供应管理学会 (ISM) 工厂活动指数从一个月前的 60.5 降至 58.7。高于 50 的读数表明制造业仍在扩张。原材料支付价格指数升至 2011 年 4 月以来最高点。与经济的某些部分不同 (例如陷入困境的劳动力市场)，自从防疫措施导致去年春天生产暂停以来，制造业一直在稳步恢复。1 月供应商交货量指标创下 9 个月新高，表明交货时间更长，而积压订单指数攀升至 2018 年 6 月以来最高点。生产商一直面临劳动力制约因素，例如工人需要留在家中隔离。交通和运输成本加速增长，带来更大的通货膨胀压力。尽管新订单和生产指标显示出较前一个月增速有所放缓，但这两个指数仍分别保持在 61.1 和 60.7 的较高水平。同时，较低的库存预示产量将进一步增长。ISM 对客户库存的衡量指标降至 33.1，为 2009 年 12 月以来最低。ISM 工厂就业指标上个月升至 52.6，为 2019 年 6 月以来最高水平，制造业为就业做出贡献。

2020 年 11 月消费信贷增加 152.74 亿美元，预期增加 90 亿美元，前值增加 72.28 亿美元。11 月美国进口总额增长 2.9% 至 2523 亿美元，出口连续第六个月增长，攀升 1.2% 至 1842 亿美元。商品和服务贸易逆差从 10 月份的 631 亿美元增加到了 681 亿美元。显示美国内需仍强劲。11 月份美国个人收入环比下降了 1.1%，降幅大于市场预期的 -0.3% 和 10 月份修订后的 -0.6%。当月个人消费支出环比下降了 0.4%，弱于市场预期的 -0.2% 和 10 月份 0.3% 的涨幅。人支出环比 -0.4%，为 7 个月以来首次下降。11 月消费者收入和支出下降幅度超出预期，疫情影响下，薪资所得下降，而纾困计划行将结束，如果不能达成新一轮救助，则对消费不利。美国 12 月密歇根大学消费者信心指数终值 80.7，预期 81.3，前值 81.4。消费信心意外下降，主要疫情新一轮裁员影响。

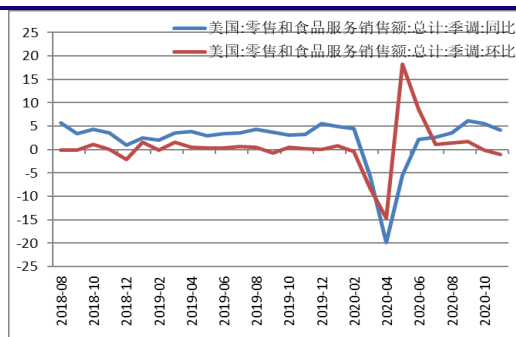
12 月份美国二手房签约量连续第四个月下降，反映出随着房价上涨令住房市场的势头放缓，美国中西部地区的房地产市场进一步疲软。美国全国房地产经纪商协会 1 月 29 日公布的数

据显示, 12 月份二手房签约量指数下降 0.3% 至 125.5, 11 月份数据经过修正后下降 2.5%。彭博调查经济学家得到的预测中值为 12 月下降 0.5%。数据下跌表明住房市场进一步上涨面临挑战, 因为房源缺乏推高了卖价, 进而限制了需求。

房价飙升和供应量处于纪录低点的局面正对火热需求形成抑制。销量下降表明强劲的需求面临制约, 待售房屋较少加之负担能力下降, 可能导致一些买家退出市场。由于建筑商难以满足超低抵押贷款利率刺激的购买需求, 房屋销售下降可能反映了可售库存不足。

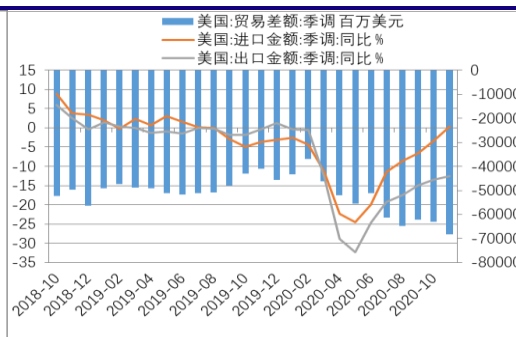
美国 2021 年 1 月 FHFA 房价指数环比升 1.0%, 预期升 0.8%, 前值 1.5%。总体上, 美国房地产市场仍是供不应求, 随着低利率的大量资金涌入, 加上疫情引爆的需求, 明年美国房地产市场继续向好。

图 8: 美国零售额小幅回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 9: 美国贸易 (%)

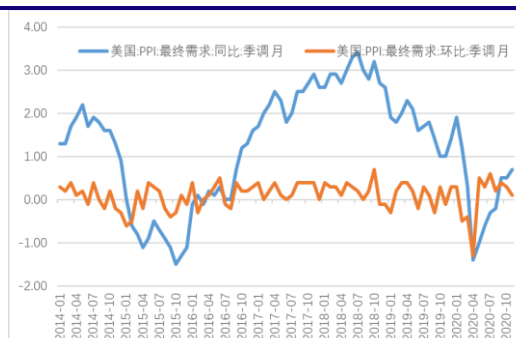


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美国 11 月份 PPI 环比增长 0.1%, 低于 10 月 0.3% 的增幅。不包括波动较大的食品和能源, 核心 PPI 比一个月前上升 0.1%, 较去年同期上升 1.4%。预测中值是环比增长 0.2%, 同比增长 1.5%。PPI 升幅保持温和, 表明尽管疫情带来供给方面的压力, 但需求受到抑制, 生产商定价能力有限。11 月末季调 CPI 同比为 1.2%, 调核心 CPI 同比为 1.6%, 与前值持平, 略超预期。11 月季调后 CPI 月率录得 0.2%, 表现略强于 0.1% 的预期, 前值 0。

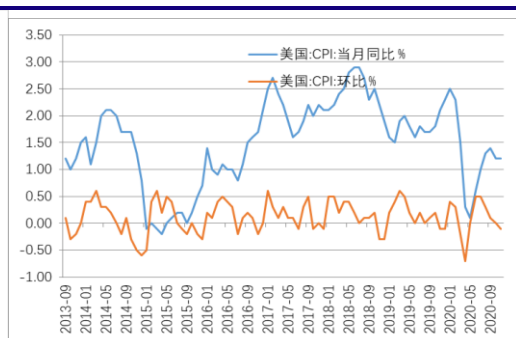
拉动 CPI 上升的主要是住宅、服装和交通运输等项表现强劲, 但其它行业因疫情抑制需求, 通胀压力温和稳定为主。通胀整体温和稳定, 因经济复苏和超低的利率, 通胀继续回落的可能性很小。而经济不确定性尚在, 疫情影响下, 供给与需求同时下降, 因而通胀大幅上升的可能也不大。

图 10: 美国 PPI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 11: 美国 CPI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 欧元区：德国经济快速上行

尽管受疫情封锁措施影响，但德国经济表现出韧性，制造业信心明显上升，服务业也有所恢复，表明企业对明年上半年的复苏形势抱有期待。德国央行行长魏德曼前一天表示，经济在短期内可能将承受较预期更大的压力，但如果封锁措施能从明年春季逐步取消，将有望实现稳健复苏。

欧元区三季度 GDP 同比终值为下滑 4.3%，预期为下滑 4.4%，初值为下滑 4.4%。三季度 GDP 季环比终值为增长 12.5%，预期 12.6%。三季度季调后就业人数环比增 1%，同比减 2.3%。

欧元区 11 月调和 CPI 同比终值-0.3%，环比终值-0.3%；11 月核心调和 CPI 同比终值升 0.2%，预期升 0.2%，前值升 0.2%。

因疫苗进展，欧元区 12 月消费者信心指数初值由 11 月半年最低的-17.6，上升至-13.9，好于市场预期的-17.3。

欧元区 12 月综合 PMI 初值由上月的 45.3，升至 49.8，远胜预期的 45.8，并接近 50 的扩张收缩分界线。欧元区 12 月制造业 PMI 初值 55.5，服务业 PMI 初值 47.3，均远胜预期。德国 12 月制造业 PMI 初值录得 58.6，创 2018 年 3 月以来最高值。法国 12 月综合 PMI 初值录得 49.6，创四个月新高。PMI 指数大幅上升，表明在 11 月受疫情防控重挫后，年底欧元区经济已接近企稳，相信今季经济下滑程度，不似疫情大流行初期造成那么大冲击。

欧元区 12 月 Sentix 投资者信心指数为-2.7，预期-8.3，前值-10。欧元区 12 月投资者信心指数升幅超过预期，触及 2 月以来最高，因市场预期抗击新冠病毒大流行的疫苗很快就能供应，经济将会好转。分项数据预期指数从 15.3 升至 29.3，达到 2015 年 4 月以来的最高水平，因人们预期新冠疫苗将有助于支撑经济增长。现况指数也从-32.3 升至-30.3，达到 3 月份以来的最高水平。

图 12：欧洲 GDP 上行 (%)

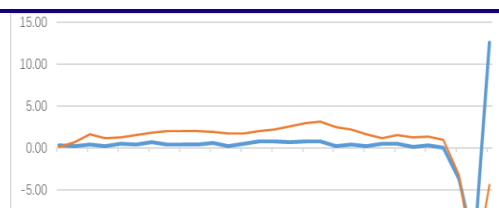
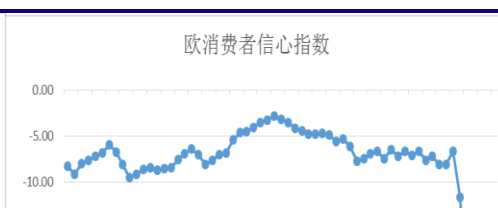


图 13：欧洲消费者信心指数 (%)



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18196

