



顺势而行

——2021 年 1 月宏观经济月报

■2020 年末美国经济修复受阻，但整体向好的基本面未发生改变。在疫情失控和财政补贴“青黄不接”的双重压力下，美国四季度经济增速环比大幅放缓，不及市场预期，12 月美国非农就业亦再度陷入负增长。在经济复苏动能减弱，新政府仍处于过渡期的情况下，美联储维持现有宽松货币政策不变。前瞻地看，美国经济整体向好的趋势没有改变，而且随着疫苗接种加速推进和未来财政刺激持续落地，美国经济一季度将维持弱复苏并将在二季度加速向潜在水平回归，带动全球范围内的复苏共振。

■中国经济实现完美收官，12 月供需两端皆有亮点。供给方面，工业生产保持强劲，增速上扬；服务业逐渐摆脱疫情影响，生产指数恢复至上年同期水平。需求方面，净出口为经济增长提供重要支撑，出口受圣诞订单和发达国家供需缺口提振，维持较高增速，进口在生产保持高位、加工贸易改善及大宗商品价格上涨支撑下温和修复，贸易顺差保持高位；投资整体增速回落。制造业投资在企业利润改善、新经济投资迅猛增长的背景下，继续领跑。房地产受政策和资金约束，增速下滑，但去年高土地购置将向开工和施工传导，支撑房地产投资保持一定韧性。基建投资增速连续两月下滑，由于财政部尚未下达提前批次新增专项债券额度，导致基建投资回升动力不足；消费保持增长，但部分可选消费品受“双十一”消费前置，以及冬季疫情局部反弹影响，增速有所下滑。价格方面，季节性因素和天气因素拉动 CPI 同比增速整体回升，大宗商品价格上涨带动 PPI 同比降幅收窄。预计未来一段时间出口需求仍将保持旺盛，制造业生产和投资延续增长，但春节期间消费受疫情反弹影响，回升速度可能放缓。

■当前仍属于“稳信用”而非“紧信用”阶段，且今年一季度“稳货币”“稳信用”的政策基调有望延续。12 月信贷表现强于历史同期。社融增速受非标和企业债收缩影响继续回落；但今年一季度社融增速下行速度或将偏缓，呼应“不转急弯”的政策思路。M2 增速受财政投放偏缓影响有所下降。其中，企业中长贷的强势表现延续，居民短贷和中长贷尚处在稳定区间，票据融资继续修复。货币政策方面，继续向中性回归。月初两项直达实体工具的延期使得政策对小微企业融资的支持将至少延续至三季度，月中 MLF 缩量续作并不意味着货币政策立场的跳跃性变化。前瞻地看，货币政策的总量调节色彩正逐步淡化，结构性政策工具的重要性将继续上升。一季度应无降准，MLF 利率和 1 年期/5 年期 LPR 均将保持不变。

■2020 年财政呈现“超收歉支”的特点。全国一般公共预算收入同比下降 3.9%，高于年初制定的-5.3%的预算增速，显示经济稳步修复情况好于年初预期。2020 年全国公共财政支出同比增长 2.8%，低于年初制定的 3.8%的预算增速，或与地方优质项目储备不足有关，且财政支出进度总体偏缓。在“房住不炒”政策基调延续的背景下，土地出让收入增速依然明显回升。展望 2021 年，随着经济活动继续修复，财政政策将逐步回归“常态”。预计财政赤字可能仍会高于 3.0%的“常规”水平。特别国债将不会继续发行，继续大规模减税降费的可能性不大。新增专项债额度大概率低于去年的 3.75 万亿。

谭卓，宏观经济研究所所长
zhuotan@cmbchina.com

杨薛融，宏观研究员
yangxuerong@cmbchina.com

田地，宏观研究员
andrewtian@cmbchina.com

黄翰庭，宏观研究员
huanght@cmbchina.com

颜琰，宏观研究员
freyayan@cmbchina.com

牛梦琦，宏观研究员
niumengqi@cmbchina.com

目录

一、宏观概览：经济持续向好，政策回归中性	1
二、海外宏观：曙光隐现	3
（一）美国非农：阳光总在风雨后	3
1. 意料之外，情理之中	3
2. 结构：三大特征	3
3. 阳光总在风雨后	4
（二）美联储：也无风雨也无晴	4
1. 大背景：修复遇阻，新政未稳	4
2. 经济预期：美国步入“疫苗复苏”	5
3. 缩减购债：“为时尚早”	6
4. 前瞻：货币政策中期维持稳定	6
（三）美国经济：步履不停	7
1. 总量：修复遇阻，差距仍存	7
2. 驱动：消费投资角色切换	8
3. 拖累：净出口与政府支出	8
4. 前瞻：二季度美国经济或将加速修复	8
三、实体经济：“超潜”增长有望持续	10
（一）PMI：修复持续	10
1. 制造业：修复速率边际放缓	10
2. 非制造业：季节性放缓	11
3. 前瞻：向常态回归	11
（二）生产：景气持续，增速上扬	12
（三）消费：持续恢复	12
（四）投资：制造业投资继续领跑	13
1. 制造业投资：“疫情差”决定高景气	13
2. 房地产投资：销售与投资分化	13
3. 基建投资：表现乏力	14
（五）贸易：“出口替代”延续	14
1. 出口：“替代效应”延续	14
2. 进口：景气提升拉动	15
3. 前瞻：短期延续强势	16
（六）物价：CPI 由负转正 物价整体回升	16
1. CPI：食品项驱动增速回升	16
2. PPI：大宗商品普涨带动增速回升	17
（七）工业企业利润：主要工业板块实现正增长	18
1. 动力：需求引领，量升价稳	18
2. 结构：主要工业板块均实现正增长	19
3. 前瞻：2021 年上半年有望保持增长	20

四、货币金融：信用“稳”而非“紧”	21
（一）两项直达实体工具延期：让子弹再飞一会儿	21
1.政策背景：“不转急弯”	21
2.政策特征：“直达性”“市场化”	21
3.政策影响：“稳总量”“重结构”	22
（二）2020 年 12 月金融数据	23
1.信贷：总量季节性回落，结构大幅优化	23
2.社融：政府债券改善，非标企业债走弱	24
3.货币：M2-M1 剪刀差走阔	25
4.前瞻：“稳货币”“稳信用”基调延续	25
（三）1 月 15 日央行发布会及 MLF 操作：货币政策并未大幅转向	26
1.经济前景：经济稳步回暖，物价温和上涨	26
2.金融市场：两大关注点	26
3.政策操作：稳步回归中性	26
4.小结：货币政策并未大幅转向	27
五、财政收支：收入稳步达标，支出仍待发力	29
（一）公共财政收入降幅收窄	29
（二）公共财政支出进度偏缓	30
（三）土地出让收入以稳为主	30
（四）结论：财政政策有望回归“常态”	31

图目录

图 1: 美国新增非农就业转负.....	3
图 2: 休闲酒店业修复出现反转.....	3
图 3: “永久-临时失业差”缩窄.....	4
图 4: 不同学历人群就业趋势分化.....	4
图 5: 美联储资产负债表近期扩张放缓.....	5
图 6: 美国疫情传播速率边际下行.....	5
图 7: 美国通胀近期出现边际下行.....	5
图 8: 新财政刺激使 12 月美国居民收入边际提升.....	5
图 9: 去年 8 月后美国债收益率逐渐走高.....	7
图 10: 美元指数有所企稳.....	7
图 11: 四季度 GDP 增速骤减.....	8
图 12: 美制造业 PMI 处于近年高位.....	8
图 13: 国民经济活动指数边际回升.....	9
图 14: 美国谷歌经济活动指数缓慢下降.....	9
图 15: 制造业与非制造业 PMI 边际回落.....	10
图 16: 供需缺口持续收窄.....	10
图 17: 进出口扩张放缓.....	11
图 18: 价格进入上升通道.....	11
图 19: 工业生产增速持续上扬.....	12
图 20: 服务业恢复至 2019 年同期水平.....	12
图 21: 消费持续恢复.....	13
图 22: 制造业投资继续领跑.....	13
图 23: 12 月贸易顺差再创新高.....	15
图 24: 中国对美国和东盟出口大幅提升.....	15
图 25: 防疫物资出口增速仍处高位.....	15
图 26: 传统制造业产品出口保持韧性.....	15
图 27: 我国自美国进口增速高于其他国家.....	16
图 28: 原油仍是我国进口的主要拖累项.....	16
图 29: CPI 同比增速由负转正.....	18
图 30: PPI 同比继续回升.....	18
图 31: 规上工业企业利润持续好转.....	18
图 32: 各类需求逐次回升.....	18
图 33: 量升价稳扩大利润空间.....	19
图 34: 营收增长慢于利润, 营收利润率处于高位.....	19
图 35: 普惠小微贷款增速不断提升.....	22

图 36: 12 月信贷增量创同期历史新高	24
图 37: 新增人民币贷款及构成.....	24
图 38: 新增居民贷款构成占比.....	24
图 39: 新增非金融企业贷款构成占比.....	24
图 40: 12 月社融季节性回落	25
图 41: 新增社融及构成.....	25
图 42: 12 月 M2-M1 剪刀差走阔	25
图 43: 社融存量与 M2 存量同比增速.....	25
图 44: DR007 已处于 7 天逆回购利率下方	27
图 45: 同业存单利率已处于 MLF 利率下方.....	27
图 46: 公共财政收入增速处于历史较低水平.....	29
图 47: 增值税累计同比增速继续反弹.....	29
图 48: 税收收入增速继续小幅反弹.....	30
图 49: 公共财政支出增速继续反弹.....	30
图 50: 债务付息支出增速领跑各项财政支出.....	31
图 51: 国有土地出让收入增速延续反弹.....	31

表目录

表 1: 美联储议息会议声明表述变化.....	7
-------------------------	---



一、宏观概览：经济持续向好，政策回归中性

2020 年末美国经济修复受阻，但整体向好的基本面未发生改变。在疫情失控和财政补贴“青黄不接”的双重压力下，美国四季度经济增速环比大幅放缓，不及市场预期，12 月美国非农就业亦再度陷入负增长。在经济复苏动能减弱，新政府仍处于过渡期的情况下，美联储维持现有宽松货币政策不变。前瞻地看，美国经济整体向好的趋势没有改变，而且随着疫苗接种加速推进和未来财政刺激持续落地，美国经济一季度将维持弱复苏并将在二季度加速向潜在水平回归，带动全球范围内的复苏共振。

中国经济实现完美收官，12 月供需两端皆有亮点。供给方面，工业生产保持强劲，增速上扬；服务业逐渐摆脱疫情影响，生产指数恢复至上年同期水平。需求方面，净出口为经济增长提供重要支撑，出口受圣诞订单和发达国家供需缺口提振，维持较高增速，进口在生产保持高位、加工贸易改善以及大宗商品价格上涨的支撑下温和修复，贸易顺差保持高位；投资整体增速回落。制造业投资在企业利润改善、新经济投资迅猛增长的背景下，继续领跑。房地产受政策和资金约束，增速下滑，但去年高土地购置将向开工和施工传导，支撑房地产投资保持一定韧性。基建投资增速连续两月下滑，由于财政部尚未下达提前批次新增专项债券额度，导致基建投资回升动力不足；消费保持增长，但部分可选消费品受“双十一”消费前置，以及冬季疫情局部反弹影响，增速有所下滑。价格方面，季节性因素和天气因素拉动 CPI 同比增速整体回升，大宗商品价格上涨带动 PPI 同比降幅收窄。预计未来一段时间出口需求仍将保持旺盛，制造业生产和投资延续增长，但春节期间消费受疫情反弹影响，回升速度可能放缓。

随着经济逐渐恢复，宏观政策亦将向常态回归。不过，根据中央经济工作会议精神，宏观政策的调整将保持“连续性、稳定性、可持续性”，短期不会大幅转向。

货币政策当前仍属于“稳信用”而非“紧信用”阶段，且今年一季度“稳货币”“稳信用”的政策基调有望延续。12 月信贷表现强于历史同期。社融增速受非标和企业债收缩影响继续回落；但今年一季度社融增速下行速度或将偏缓，呼应“不转急弯”的政策思路。M2 增速受财政投放偏缓影响有所下降。其中，企业中长贷的强势表现延续，居民短贷和中长贷尚处在稳定区间，票据融资继续修复。货币政策方面，继续向中性回归。月初两项直达实体工具的延期使得政策对小微企业融资的支持将至少延续至三季度，月中 MLF 缩量续作并不意味着货币政策立场的跳跃性变化。前瞻地看，货币政策的总量调节色彩正逐步淡化，结构性政策工具的重要性将继续上升。一季度应无降准，MLF 利率和 1 年期/5 年期 LPR 均将保持不变。

财政政策在去年相对积极，受疫情影响，表现出“超收歉支”的特点，今年财政政策将随着经济活动修复，逐步回归“常态”。2020 年，全国一般公共预算收入同比下降 3.9%，高于年初制定的-5.3%的预算增速，显示经济稳步修



复情况好于年初预期。2020 年全国公共财政支出同比增长 2.8%，低于年初制定的 3.8% 的预算增速，或与地方优质项目储备不足有关，且财政支出进度总体偏缓。在“房住不炒”政策基调延续的背景下，土地出让收入增速依然明显回升。2021 年，预计财政赤字可能仍会高于 3.0% 的“常规”水平。特别国债将不会继续发行，继续大规模减税降费的可能性不大。新增专项债额度大概率低于去年的 3.75 万亿。



二、海外宏观：曙光隐现

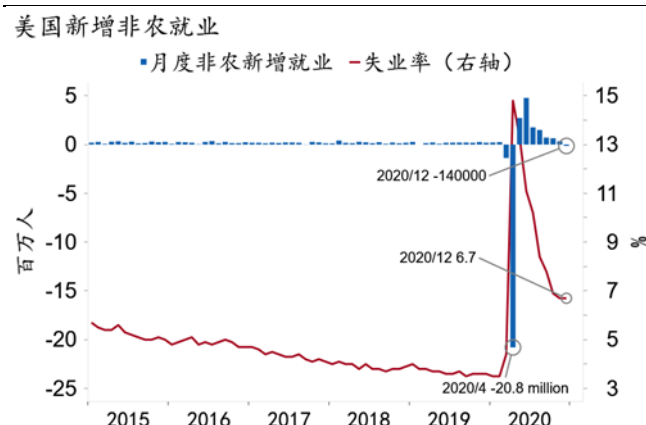
（一）美国非农：阳光总在风雨后

美东时间 1 月 8 日，美国劳工统计局（BLS）公布了 2020 年 12 月的非农就业报告。去年 12 月份美国非农就业减少 14 万，未达到市场预期的正增长（5 万），失业率则仍维持在 6.7% 不变。

1. 意料之外，情理之中

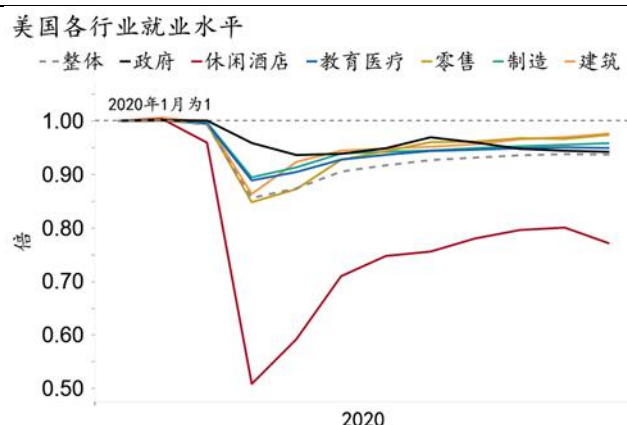
12 月美国非农就业在连续 7 个月的正增长后再度转负。作为 2020 年的收官报告，这也意味着去年美国就业净损失定格在 937 万，创下 1939 年有记录以来的最高值，也远高于 2009 年次贷危机期间的 500 万。事实上，考虑到劳动参与率的下降，11 月起新增就业已实际转负。12 月就业形势恶化的原因主要有三方面：一是疫情的第三次爆发使医疗资源承压，多州重启隔离。二是财政刺激“青黄不接”，第三轮财政刺激基本结束而第四轮补贴在圣诞节后方才签署生效。三是冬季来临使部分商业活动，特别是服务业受到抑制。ADP “小非农” 就业数据与 BLS 基本一致，显示 12 月就业减少 12.3 万人。

图 1：美国新增非农就业转负



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：休闲酒店业修复出现反转



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

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_18277

