

复苏动力虽有放缓 风险防控却在加力

——2021 年 2 月宏观经济报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2021 年 01 月 28 日

证券分析师

周喜

022-28451972

相关研究报告

- 中国经济圆满收官，2020 年四季度 6.5% 的 GDP 同比增速傲视全球，经济恢复良好与疫情防控得当密不可分，而全球则仍挣扎于疫情的磨难之中。
- 就外围而言，疫情虽较 2021 年 1 月初有所改善，由前期快速恶化逐步进入稳定态势，然而其趋势性向好的迹象并不明显。在经济影响方面，经过近一年的经验总结，此次疫情肆虐对供给端冲击的危害被有效控制。此外，拜登正式入驻白宫，接棒美国总统一职，财政刺激成为其当务之急，然而应急性政策退出的内在需求以及通胀预期回升均将导致流动性边际趋紧，无风险利率易升难降。
- 就国内而言，四季度 GDP 同比增速进一步回升至 6.5%，尽管最终消费的贡献度明显提升，但是 12 月社零同比增速的走低、依旧维持高位的失业率和较低的可支配收入增速都意味着消费总量的回升仍将维持缓慢的现有态势，特别是考虑到疫情散发对线下消费带来的冲击，一季度消费前景存在下修压力；然而立足全年，消费、制造业投资仍将是经济增长的主导因素，房地产投资则有望在租房市场构建中保持韧性。
- 就调控政策而言，尽管市场对调控政策“不急转弯”的表示普遍认同，但是对于其定量的判断标准则难有一致，央行表态和政策工具的波动均难免引发市场的各种猜度，这一方面表明市场对央行调控的敏感，另一方面则说明央行强化同市场沟通的重要性。对于近期 Shibor 利率等因央行公开市场回笼而显著提升，我们认为这并非意味着管理层维稳流动性的原则的改变，而是对过于宽松的货币环境的一种纠偏。因此，在市场利率与政策工具利率间利差水平回归正常后，其持续回收流动性的动力和必要性将显著降低，而且春节临近，参考历史同期情况，春节前两周公开市场将进入到大额投放期，以应对春节期间的各类需求。

风险提示：国际疫情发展超预期

目 录

1. 全球疫情依旧严峻 生产活动韧性十足	5
1.1 疫情数据高位震荡 趋势好转尚待时日	5
1.2 生产韧性凸显 消费承压需关注	6
2. 复苏仍在延续 动力有所放缓	8
2.1 外贸形势持续改善 贸易顺差再创新高	8
2.2 内需逐步改善 生产持续向好	9
2.3 得益于环比增速改善 CPI、PPI 同比均明显提升	11
3. 流动性收长放短 控风险溢于言表	14

图 目 录

图 1: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据	5
图 2: 亚洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据	5
图 3: 欧洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据	6
图 4: 美洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据	6
图 5: 美国制造业 PMI 指数	6
图 6: 美国 Markit 制造业 PMI 指数	6
图 7: 欧元区及主要欧洲主要国家制造业 PMI 指数	7
图 8: 主要经济体服务业 PMI 指数	7
图 9: 欧元区主要信心指数	7
图 10: 美国消费者信心指数	7
图 11: 韩国出口同比增速	7
图 12: 中国出口集装箱运价指数	7
图 13: 进出口累计同比增速	8
图 14: 高新技术产品出口情况	8
图 15: 对不同经济体出口增速	8
图 16: 当月贸易顺差情况	8
图 17: 固定资产投资同环比增速	9
图 18: 房地产投资累计同比	9
图 19: 基建投资累计同比	9
图 20: 重点行业固定资产投资累计同比	9
图 21: 消费当月及累计同比	10
图 22: 调查失业率仍维持高位	10
图 23: 工业增加值同环比数据	10
图 24: 工业增加值当月同比 (分类别)	10
图 25: 中采制造业 PMI 指数	10
图 26: 中采制造业 PMI 生产及订单指数	10
图 27: 采制造业 PMI 库存指数	11
图 28: 采制造业 PMI 从业人员指数	11
图 29: CPI 同比数据	12
图 30: 核心 CPI 数据	12
图 31: CPI 环比历史对比	12
图 32: 农产品批发价格指数	12
图 33: PPI 同环比数据	12
图 34: 生产资料当月同比	12
图 35: PPI 环比历史对比	13
图 36: 主要大宗商品月均价变动幅度	13
图 37: Shibor 利率走势	14
图 38: 产业债信用利差中位数	14
图 39: 央行公开市场操作情况	14
图 40: 央行通过公开市场收长放短	14

图 41: 主要货币市场利率与逆回购利率利差走势.....	15
图 42: 2015 年以来央行公开市场累计净投放规模.....	15
图 43: 关键年期国债收益率曲线	15
图 44: 不同等级产业债利差情况	15
图 45: 春节前公开市场操作将进入季节性净投放.....	16

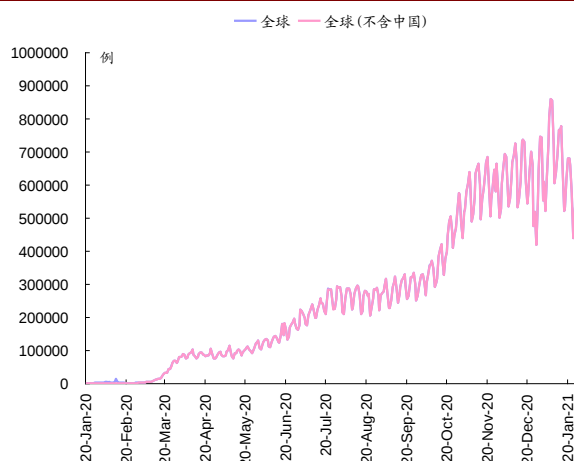
中国经济圆满收官，2020 年四季度 6.5% 的 GDP 同比增速傲视全球，经济恢复良好与疫情防控得当密不可分，而全球则仍挣扎于疫情的磨难之中。在外部环境方面，拜登正式入驻白宫，接棒美国总统一职，财政刺激成为其当务之急，然而应急性政策退出的内在需求以及通胀预期回升均将导致流动性边际趋紧，无风险利率易升难降；在国内方面，经济延续扩张态势，但供需两端的边际强度均在弱化，叠加政策调控从“稳增长”向“控风险”的过渡，经济将从全面改善转变为结构性改善，消费和制造业投资依旧是看点所在，而长租市场建设则有望令房地产投资继续呈现韧性。

1. 全球疫情依旧严峻 生产活动韧性十足

1.1 疫情数据高位震荡 趋势好转尚待时日

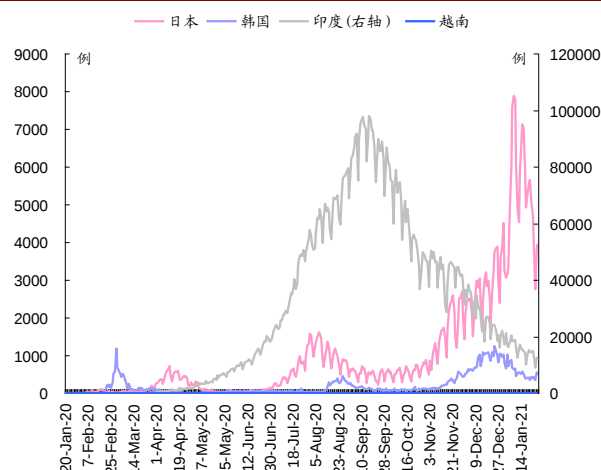
数据显示，全球日新增病例数虽较前期高点有所回落，但波动中枢依旧维持高位；欧洲地区中，英国数据虽持续好转，但是西班牙的情况则持续恶化，这导致欧洲整体日新增病例数依旧维持高位；美洲地区中，美国数据有所回落，巴西中枢水平则仍在震荡走高；相较而言，亚洲依旧是疫情控制最为良好的地区，日本日新增病例数也开始逐步回落。总体而言，疫情虽较 2021 年 1 月初有所改善，由前期快速恶化逐步进入稳定态势，然而其趋势性向好的迹象并不明显。

图 1：全球新冠肺炎疫情每日新增数据



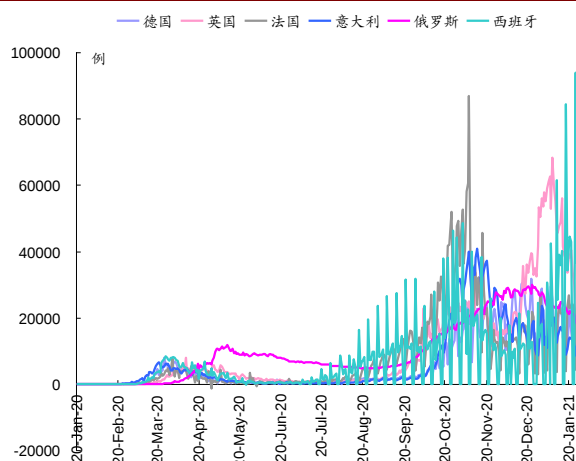
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 2：亚洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据



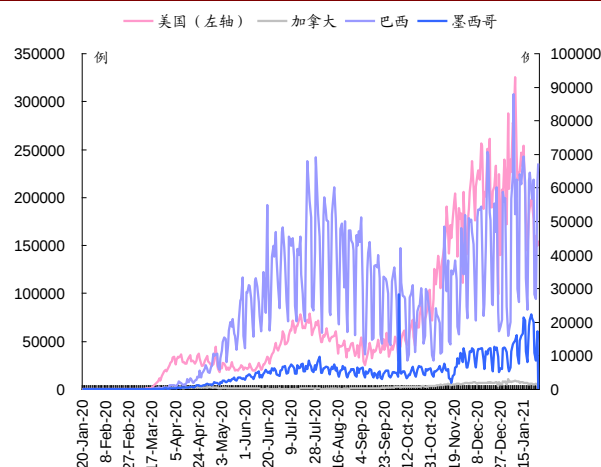
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 3: 欧洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 4: 美洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据

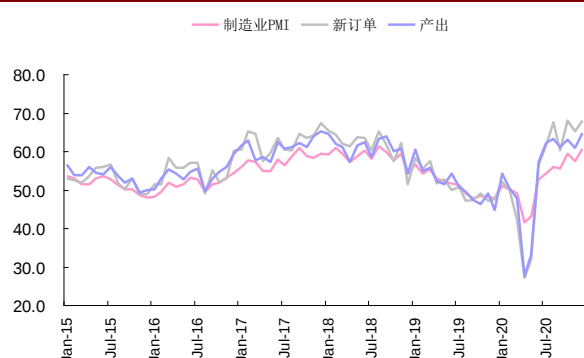


资料来源: Wind, 渤海证券研究所

1.2 生产韧性凸显 消费承压需关注

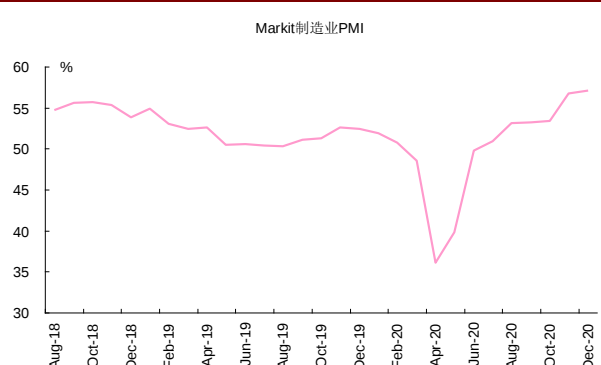
尽管疫情在欧美发达经济体再度肆虐，但是经过近一年的经验总结，疫情对供给端冲击的危害被有效控制：制造业方面，在疫情持续肆虐的四季度，美欧两大经济体的生产扩张动能稳步提升，制造业 PMI 指数逐月走高；服务业方面，相较于生产的韧性，服务业所受冲击明显更大，不仅其 PMI 指数依旧处于收缩区间，且四季度疫情冲击令其再度下挫，然而同样源于防控手段的完善以及恐惧心理的弱化，相较于 2020 年初，此次疫情肆虐在日新增病例数大幅抬升的情况下，其冲击力却明显弱化。

图 5: 美国制造业 PMI 指数



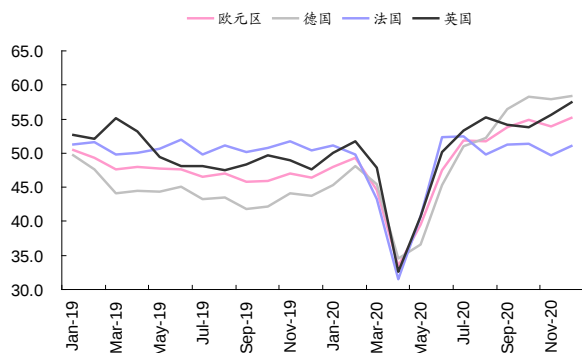
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 6: 美国 Markit 制造业 PMI 指数



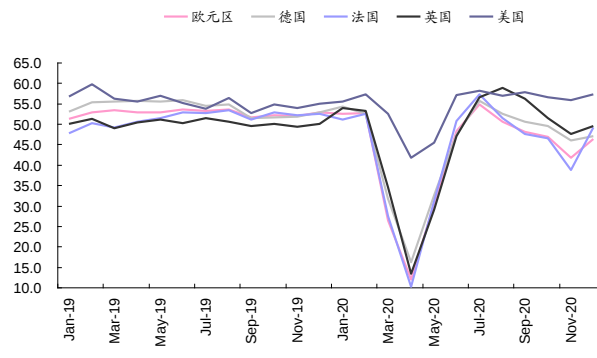
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 7: 欧元区及主要欧洲主要国家制造业 PMI 指数



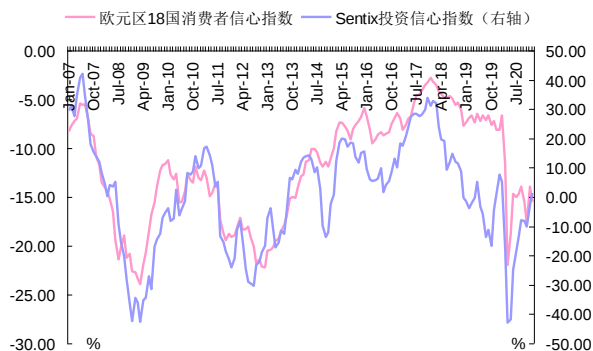
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 8: 主要经济体服务业 PMI 指数



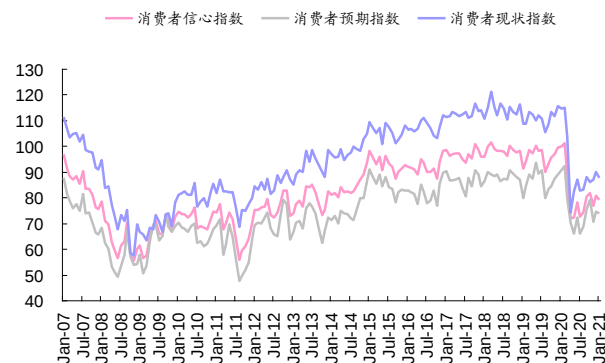
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 9: 欧元区主要信心指数



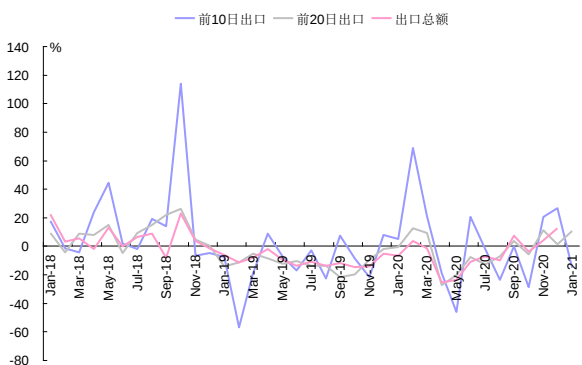
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 10: 美国消费者信心指数



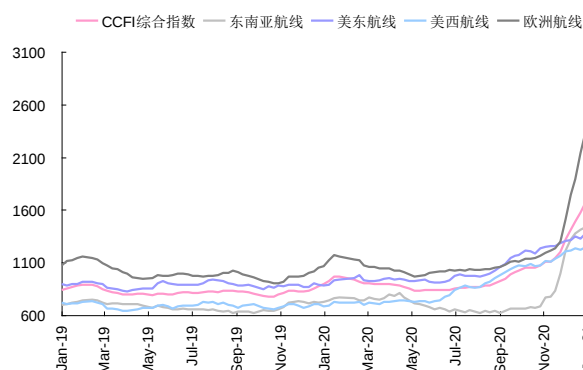
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 11: 韩国出口同比增速



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 12: 中国出口集装箱运价指数

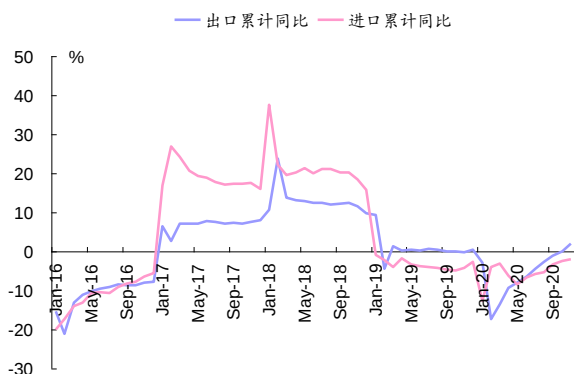


资料来源: Wind, 渤海证券研究所

2. 复苏仍在延续 动力有所放缓

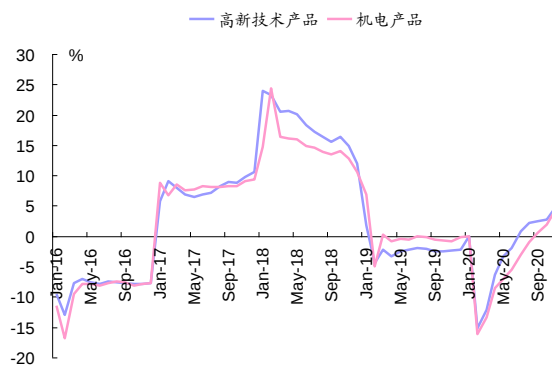
2.1 外贸形势持续改善 贸易顺差再创新高

图 13: 进出口累计同比增速



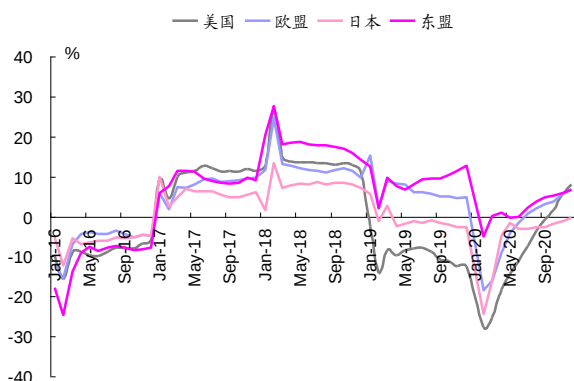
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 14: 高新技术产品出口情况



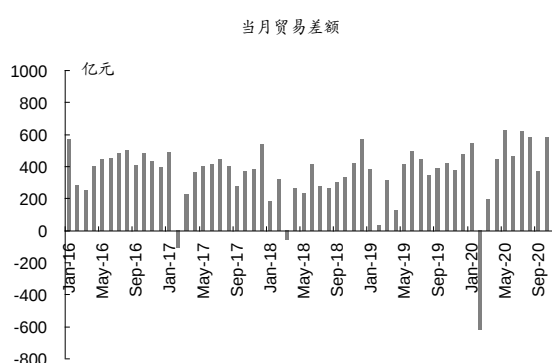
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 15: 对不同经济体出口增速



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 16: 当月贸易顺差情况



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

12月进出口累计同比增速进一步改善，其中出口增速依旧保持相对强势，当季

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_18308

