

经济先行指标拐点回落 信用收缩未 来带来经济周期下行

宏观经济 2020 年 12 月动态报告

核心内容：

- **经济刺激计划推迟 欧美经济4季度可能回落** 美国经济的刺激计划因为美国大选，预计在 2021 年 1 季度无法实现。欧洲受到疫情影响部分经济体再次封闭，欧美经济在 4 季度可能会重新回落。
- **国内经济先行指标回落** 12 月份经济先行指标拐点性回落，12 月份 PMI 走低，房地产土地出让面积下滑，同时信贷收缩拐点已经确认。先行指标回落后，经济指标可能在 1-2 个季度走缓。2021 年房地产投资下滑，房地产信贷下行，但由于我国新产业在蓬勃发展，可能会部分补充由于房地产信贷确实带来的信贷下行，但是我国经济周期重要动力之一房地产信贷收缩可能短时间仍然无法打破。

现阶段经济仍然上行，从生产端来看，工业生产进入高位区域，但由于订单支持和补库存需要，预计生产高位会持续至 1 季度。从需求端来看，海外需求仍然较为稳健，预计会持续至 1 季度。政府投资已经下行，房地产投资走弱，制造业投资快速上行，预计 2021 年 1 季度总投资平稳。社会消费仍然受到新冠疫情的影响，上行速度减缓，预计 2021 年 1 季度到达短期平衡点。

- **社融拐点下行 信贷收缩延续** 我国 2020 年社融增速超水平上行有很大一部分原因是政府债券发行上行，而政府债券的大幅发行是为了支持新冠疫情下的经济增长。2021 年新冠疫情影响降低，同时政府着力保证宏观杠杆率平稳，预计赤字率要低于 2020 年，2021 年政府债券发行下行。

2021 年央行工作会议中对总量指标的描述是社融增速与 M2 增速与名义 GDP 相匹配，由于 GDP 增速在 2021 年受到基数的影响会相对较高，预计社融和 M2 增速下滑有限。以 2019 年来看，社会融资规模存量增速可能在 12%-13% 之间，下滑 1 个百分点左右，M2 在 9%-10% 左右。

12 月份社会融资规模和货币投放已经下滑，意味着资金数量指标回落，资金价格指数在 12 月份回落，1 月份相对平稳。金融周期仍然处于下行阶段，信贷收缩引导下，经济可能拐点也要到来，打破经济上行趋势。

主要风险：经济政策过于谨慎的风险、全球通缩的风险

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

目录

一、中国经济先行指标出现拐点 信用收缩未来引领经济向下.....	3
二、 国际经济观察.....	3
(一) 美国: 经济有望 1 季度回升	3
(二) 欧元区: 德国经济快速上行	6
(三) 日本: 经济有所好转	8
三、 国内经济: 经济继续上行	9
(一) 先行指标回落 经济是否拐点已至仍要观察	9
(二) 生产: 工业生产乐观持续至 1 季度	10
(三) 需求端: 回升曲线变平	11
1、消费: 再次受到新冠疫情影响 可选消费单月爆发	12
2、投资: 制造业投资快速回升 房地产先行指标回落	13
3、外贸: 出口强势延续至 2 季度	15
(四) 基数作用下 CPI 进入低位区间, 我国重新进入低通胀时期.....	18
1、CPI: 基数作用下 CPI 进入低位区间	18
2、PPI: 随油价上行	20
四、 金融: 企业融资下滑 政策调整下开启信贷收缩.....	21
(一) 社融增速拐点下行	21
(二) 利率水平下行	23
五、 国内外主要风险	24

一、中国经济先行指标出现拐点 信用收缩未来引领经济向下

中国内部疫情控制情况较好，工业生产景气度较高，主要受到海外订单回流以及国内需求增长的影响。需求端方面，居民消费稳步回升，政府消费稍有回落。这种生产端和需求端的配合可能持续至 2021 年 1 季度。促使中国经济快速回升的增长动力在 2021 年均有一定程度的减弱，2021 年经济增长在下半年有小幅下滑。

当疫情后经济增长动力减弱，新冠疫情得到控制，那么我国仍然要面临总需求不足的问题，也即是经济增长要寻找新的增长点，经济增速中枢会继续下移直至新的均衡，经济会换挡前行。

12 月份经济先行指标拐点性回落，12 月份 PMI 走低，房地产土地出让面积下滑，同时信贷收缩拐点已经确认。先行指标回落后，经济指标可能在 1-2 个季度走缓。2021 年房地产投资下滑，房地产信贷下行，但由于我国新产业在蓬勃发展，可能会部分补充由于房地产信贷确实带来的信贷下行，但是我国经济周期重要动力之一房地产信贷收缩可能短时间仍然无法打破。

货币政策方面，央行操作重回稳定，即重回相机抉择。4 季度央行的操作思路已经充分展现，重提货币供给总闸门，重提宏观经济杠杆率，社会融资增速和 M2 增速要与经济增长相匹配。货币和贷款投放总量预计要有所下行，但由于 2021 年度 GDP 增速仍然较高，社融增速和贷款增速不会出现断崖式下滑。12 月份货币市场利率下行，同时信用利差持续上行，货币市场稍显宽松。银行超额准备金率仍然处于极低的水平，银行总体资金也较为紧张，而经济仍然在恢复过程中，贷款需求仍然较为强劲，根据 3 季度央行货币政策报告，一般贷款平均利率上行。这种资金稍显紧张、利率小幅上行的状态可能持续至 2021 年 1 季度，持续的货币紧张也不利于经济的恢复，过紧的货币政策不会长时间持续。

但是仍然要注意到 4 季度央行重提稳定宏观杠杆率，而我国稳定宏观杠杆率即意味着企业杠杆率的下滑，如果过分重视杠杆率水平，2021 年的货币政策可能重复 2018 年。

二、国际经济观察

（一）美国：经济有望 1 季度回升

美国三季度 GDP 终于向上修正 0.3% 至增长 33.4%。12 月非农就业大幅减少 14 万人，远低于预期，疫情再次爆发的影响；制造业 PMI 指数从 11 月的 57.5 升至 12 月的 60.7，为 2018 年 8 月以来的最高水平，非制造业 PMI 57.2，创去年 9 月以来新高，进出口上升，贸易逆差创新高，国内需求不减；个人收入支出 0.4%，是 7 个月来首次下降，个人消费贷款大幅上升，如果纾困计划不能在近期推出，将影响到失业者收入，从而拖累美国消费。内需方面，个人收入支出、零售下降超预期，疫苗上市消费信心强劲；工业生产与新屋开工上升，申请失业人数连续上升。CPI 同比 1.2%，通胀稳定。预计四季度美国经济低速增长后，明年一季度应该会加速。

民主党拜登当选总统，将在 1 月 20 日宣誓就任。而华盛顿发生特朗普支持者冲击国会事件，特朗普总统被主流互联网媒体禁言，声望再次受到打击。拜登胜选、民主党赢得佐治亚州决选两席之后掌握参院些微优势，再加上本来在众院的多数，等于迎接完全执政，有利推动更

多财政援助，刺激经济前景。这将是民主党 2015 年以来首次重掌参议院多数，完全执政的局面有利拜登总统提高更多财政刺激的可能性，推动优先政策目标，对未来美国税收和支出政策、新冠刺激法案，以及美股前景将产生重大影响。

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。

不过初请失业金人数不断的下降，ADP 私营就业下降幅，企业裁员人数大幅上升，表明虽然 PMI 指数显示经济正在复苏之中，但非制造业就业指数录得 48.2，创去年 8 月以来新低，经济回暖不足拉到就业回升。

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 1: 美国失业率 (%)

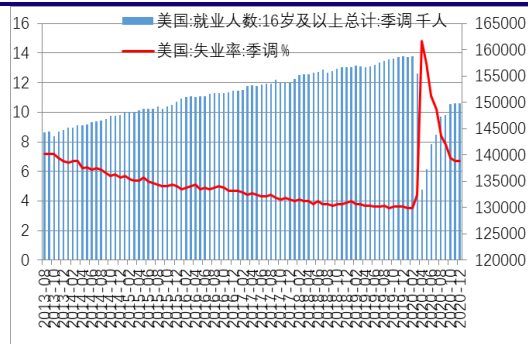
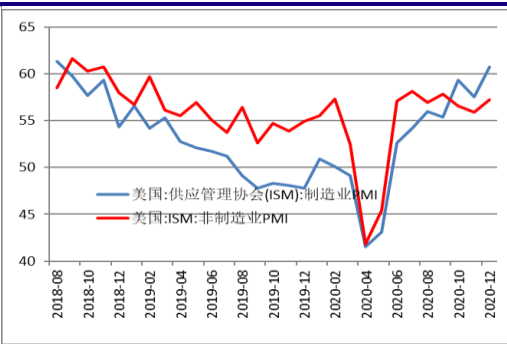


图 2: 美国 PMI (%)



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

美国 12 月 ISM 制造业 PMI 从 11 月的 57.5 升至 12 月的 60.7，为 2018 年 8 月以来的最高水平，而预期值仅为 57，表明尽管疫情严重，美国制造业强劲反弹。目前美国对制成品的需求保持强劲，结合进口大幅上升情况看，内需强劲。美国 2020 年 12 月 ISM 非制造业 PMI 57.2，创去年 9 月以来新高，预期 54.6，前值 55.9。美国服务业活动在 12 月加速，但新冠肺炎确诊病例激增抑制了就业，加大了经济自劳动力市场复苏以来首次出现就业岗位减少现象的风险。但积压订单数量录得减少，表明短期内服务业活动或放缓。

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。

11 月份美国新房销量为 84.1 万套，低于市场预期的 98.9 万套和 10 月份的 99.9 万套。新建住宅价格中值较上年同期上涨 2.2% 至 335300 美元。11 月份房屋库存可供销售 4.1 个月，这是自 6 月以来的最高水平。但仍低于正常的 6 个月左右。

美国全国房地产经纪商协会（NAR）周二发布的成屋折合年率销量降至 669 万套，比前一个月的近 15 年高点下降 2.5%，同比增长 25.8%。成屋中间价同比上涨 14.6%，至 310800 美元，为连续第四个月两位数增长。待售存量房同比减少 22% 至 128 万套，是 1982 年开始编纂该数据以来最低。从上市到销售用时 21 天，与前一个月持平，仍处于纪录低点。以当前速度出清市场上所有待售房屋需要 2.3 个月，亦为纪录低点。

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 11 月营建许可总数修正为 163.5 万户，月率修正为 5.9%。美国 11 月新屋开工数增长超预期，达到 9 个月来的最高水平，突显出在低利率刺激下旺盛的需求提振了住房市场的强劲表现。美国新屋开工数增长 1.2%，折合成成年率达 154.7 万套，前月数据被向下修正至 152.8 万套。美国 10 月 FHFA 房价指数环比升 1.5%，预期升 0.6%，前值 1.7%。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 3: 美国零售额小幅回落 (%)

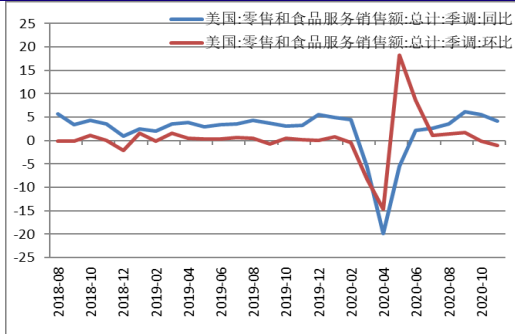
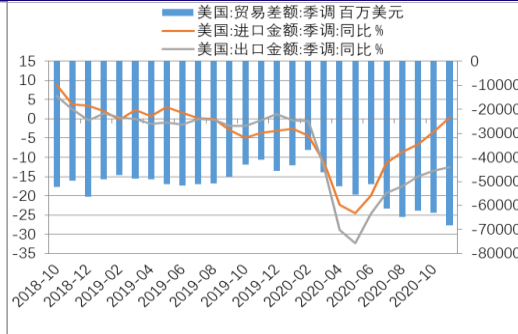


图 4: 美国贸易 (%)



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

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。

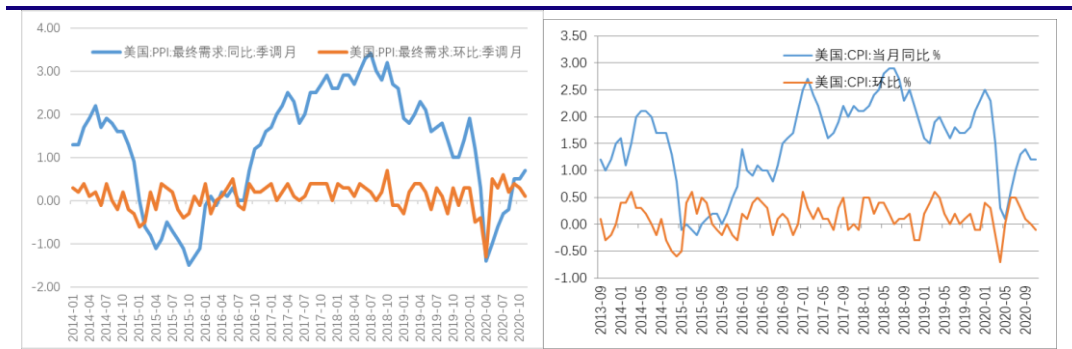
11 月份美国零售销售额环比下降 1.1%，为连续第二个月下滑，该降幅远超市场预期，且高于 10 月份时 0.1% 的环比降幅，是自 4 月份以来该指标首次出现环比下降。显示在疫情肆虐和家庭收入下滑等因素拖累下，美国经济复苏遭遇阻力。在扣除汽车、汽油、建筑材料和食品服务后，11 月份核心零售额下降 0.5%，10 月份核心零售额也向下修正为下降 0.1%。

美国联邦储备委员会公布的因美股和房屋价值的上涨，9 月份美国家庭的财富达到创纪录的 123.5 万亿美元。第三季度整体家庭债务的年化增长率为 5.6%，而第二季度为 0.8%，这一增长主要由住房抵押贷款推动。股市上涨为家庭资产增加了 2.8 万亿美元，房地产价值上涨增加了约 4000 亿美元。最值得注意的是，现金、支票账户和储蓄存款的余额总共增加了 4730 亿美元，达到创纪录的 13.4 万亿美元。美国人连续第三个季度偿还了信用卡债务。信用卡未偿款下降 396 亿美元至 9452 亿美元，为 2017 年第二季度以来的最低水平。自 2019 年第四季度创下近 1.1 万亿美元的纪录以来，美国人的信用卡债务总共减少了 1490 亿美元。

美国居民正在积极投资于房产。抵押贷款债务总额达到创纪录的 10.8 万亿美元，超过了 2008 年金融危机前创下的峰值。

图 5：美国 PPI (%)

图 6：美国 CPI (%)



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) 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%。

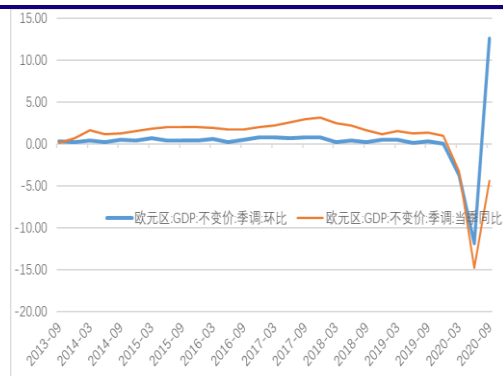
因疫苗进展，欧元区 12 月消费者信心指数初值由 11 月半年最低的-17.6，上升至-13.9，好于市场预期的-17.3。

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7: 欧洲GDP上行(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图8: 欧洲消费者信心指数(%)

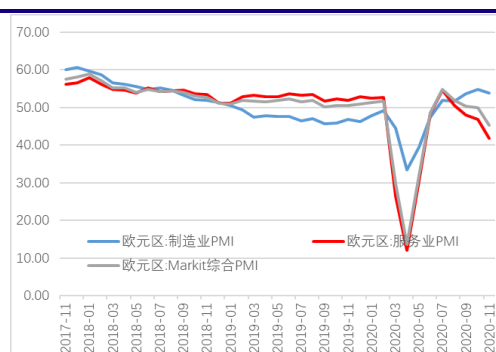


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

欧元区10月零售销售同比增4.3%,预期增2.7%,前值由增2.2%修正为增2.5%;环比增1.5%,预期增0.8%,前值由减2%修正为减1.7%。欧元区10月工业产出环比增2.1%,预期增2%,前值由减0.4%修正为增0.1%;同比减3.8%,预期减4.4%,前值由减6.8%修正为减6.3%。

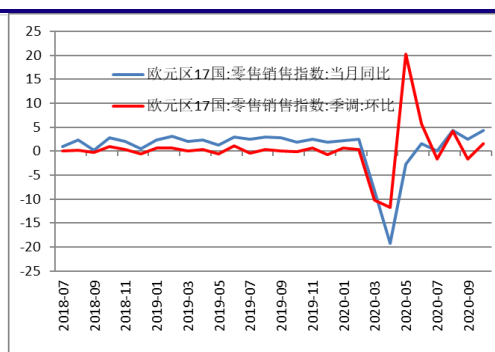
欧元区10月未经季节调整的贸易顺差300亿欧元,按年增长10.3%,由于出口按年跌9%而进口则跌11.7%。欧元区过去半年出口复苏速度快过进口,贸易顺差回复至疫情前水平。但与2月实际防疫限制措施前比较,出口及进口分别跌6.2%及7.4%

图9: 欧元区制造业PMI(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图10: 欧元区零售指数(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 日本：经济有所好转

日本今年第三季度日本实际 GDP 环比上升 5.0%，按年率计算增幅为 21.4%，是 1980 年起有可比数据以来的最大增幅。核心 CPI 同比下降 0.9%，是 10 年以来最大降幅，通缩压力上升。11 月出口同比下降 4.2%，连续 24 个月下降，1979 年来最长，疫情打击日本国际竞争力下降。央行维持利率不变，政府推出 19 万亿日元的第三次补充预算刺激经济。

日本政府在 12 月经济报告中保持总体经济预期不变；提高了对出口、产出、企业利润和破产的评估；由于新冠病毒，日本经济形势严峻，但已出现好转迹象。

10 月同步指标终值为 89.4，前值 89.7；环比升 4.6%，前值升 4.9%；领先指标终值 94.3，前值 93.8；环比升 1%，前值升 0.5%。日本 11 月季调后零售销售环比降 2%，预期降 0.8%，前值修正为增 0.5%；日本 11 月零售销售同比增 0.7%，预期增 1.7%，前值增 6.4%。

11 月日本经季节调整后的完全失业率降至 2.9%，完全失业人数经季节调整后环比减少 16 万，至 198 万。不过，与去年同期相比，完全失业人数增加 44 万，连续 10 个月增加。从就业人数来看，11 月为 6707 万，同比减少 55 万，连续 8 个月同比下降。

日本总务省 18 日发布的 11 月去除生鲜食品外的核心消费价格指数（CPI）经季节调整后为 101.2，同比下降 0.9%，连续第四个月同比下降，且降幅为 2010 年 9 月以来最高。11 月造成物价下跌的因素主要包括：日本政府推出的旅游促销活动导致酒店住宿价格大幅下滑；能源价格下跌导致汽油、电力等价格下降。当月，手机通信、家庭耐用消费品等价格上涨。

日本 11 月商品出口年率为 -4.2%，同比连续第 24 个月下滑，根据 1979 年以来日本财政部的可比数据，这是有史以来最长的一次。同时，由于原油及液化天然气、飞机等产品进口显著下滑，日本 11 月进口额同比下降 11.1%。日本 11 月季调后商品贸易顺差为 5701.67 (亿日元)，略微好于市场预期。

图 11：日本 PMI 指数

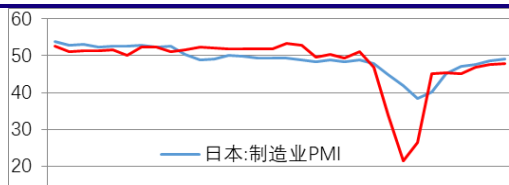
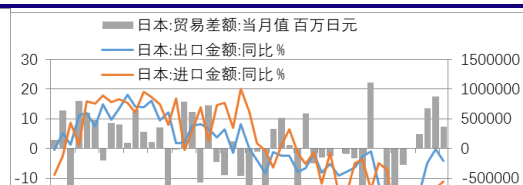


图 12：日本进出口 (%)



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_203

