



## 日暖风和

# ——2020年12月宏观经济月报

■ **受疫情影响，美欧经济持续低迷，但疫苗和宏观刺激为明年经济带来曙光。**一方面，美国11月非农新增就业仅增加24.5万，不仅在复工后首次明显低于预期，甚至低于去年同期水平，显示经济修复可能失去动能。另一方面，疫苗和宏观刺激利好不断。目前美欧主要国家均已开始大规模疫苗接种，为明年经济运行向常态化回归打下基础。在群体免疫到来前，宏观政策将继续为经济托底：欧央行12月议息会议提高了PEPP的购买上限和期限；美国新一轮财政刺激计划终于落地，尽管规模小于预期，但拜登表示将在就任后推动更大规模的刺激方案。

■ **当前经济仍处于疫后恢复的过程中，整体延续回升态势。**11月经济供需两面均动力较强，实体经济参与者信心充足。工业生产动能十足，房地产韧性仍在，消费稳步恢复。制造业投资在出口需求超预期强劲和大宗商品价格持续暴涨的带动下，大幅快速回升。但基建投资增速略弱于预期，主要源于财政支出不足，支出节奏较慢。出口在外需回暖和国外疫情爆发下维持较高增速，进口增速在内需修复下温和上行，但受原油价格影响增速有所收窄。贸易顺差有望保持高位，净出口对我国经济增长形成拉动。在经济回暖趋势延续的背景下，规上工业企业利润增速在低基数的影响下大幅上升，上中下游行业普遍好转。CPI增速在猪肉价格下行的压力下进入通缩区间，PPI受石油相关行业产品价格上行带动增速回升。前瞻地看，短期内需求回暖，生产扩张，企业利润和居民收入改善，制造业和消费等内生增长动力走强的逻辑不变，四季度经济增长有望进一步上行，略高于潜在增长率水平。

■ **总体来看，11月信贷表现偏强，社融增速已呈现见顶回落态势，后续预计将继续下行，M2增速小幅改善。**其中企业中长贷的强势表现延续，居民中长贷重拾韧性，企业短贷和居民短贷有所修复，社融其他分项（企业债券、非标、政府债券）趋弱。前瞻地看，可关注以下两个指标的指示意义：一是“社融-M2”剪刀差未来大概率继续收窄，指向后续利率上行空间有限，银行负债端压力边际缓解。二是M2-M1剪刀差连续2月收窄，指向企业的经营预期偏乐观，支付结算和投资需求上升，后续经济活力将增强。

■ **财政收入持续改善，财政支出力度加大。**11月，随着经济的持续修复，增值税、企业所得税等主要税种收入增速继续回升，财政收入累计降幅也继续收窄。财政支出也延续了往年在年底提速的特点，支出力度明显加大，而支出结构并未出现明显变化，疫情防控、脱贫攻坚、基层“三保”等增速较快的领域仍是财政支出的保障重点。土地出让收入当月增速大幅增长略超市场预期，但对缓解地方政府财政压力将起到重要作用。

谭卓，宏观经济研究所所长  
zhuotan@cmbchina.com

韩剑，宏观研究员  
hanjian\_work@cmbchina.com

杨薛融，宏观研究员  
yangxuerong@cmbchina.com

王炳，宏观研究员  
wbing@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：疫情再度来袭，全球修复分化 .....	1
二、海外宏观：修复停滞，曙光初现 .....	3
(一) 美国非农：黯淡就业加速财政刺激 .....	3
1. 就业增长失去动能 .....	3
2. 修复结构：三大特征 .....	3
3. 塞翁失马，焉知非福 .....	4
(二) 美联储：黎明前的寂静 .....	4
1. 政策立场：加入购债计划“前瞻指引” .....	4
2. 经济前景：明年步入“疫苗复苏” .....	5
3. 政策定力：三个原因 .....	6
4. 紧急信贷工具：仍将运转 .....	7
5. 前瞻：货币政策中期维持稳定 .....	7
(三) 财政刺激：拜登的“如意算盘” .....	8
1. 背景：千呼万唤始出来 .....	8
2. 结构：三大领域 .....	9
3. 前瞻：拜登的“两步走”策略 .....	9
三、实体经济：日暖风和，恢复加快 .....	11
(一) PMI：复苏韧性延续 .....	11
1. 制造业高位扩张 .....	11
2. 非制造业淡季不淡 .....	12
3. 前瞻：高景气彰显经济复苏韧性 .....	12
(二) 生产：动能十足 .....	13
(三) 消费：恢复动能加强 .....	13
(四) 投资：经济增长重要支撑 .....	14
1. 房地产投资：小幅下滑 .....	14
2. 基建投资：当月增速掉头向下 .....	14
3. 制造业投资：投资大幅加快 .....	15
(五) 贸易：红旗“逆风”飞扬 .....	15
1. 出口：各类商品多点开花 .....	15
2. 进口：原油仍是主要拖累项 .....	16
3. 前瞻：出口高景气度有望延续 .....	17
(六) 物价：食品拖累 CPI 短暂通缩 .....	18
1. CPI：畜肉和高基数驱动增速下滑 .....	18
2. PPI：原油价格带动增速回升 .....	18
(七) 工业企业利润：顺势而上 .....	19
1. 特征：经济回升下的利润改善 .....	19
2. 行业结构：自下而上传递 .....	20
3. 前瞻：顺势而上 .....	21

四、货币金融：M2-M1 剪刀差收敛.....	21
(一) 信贷：总量回升，结构合理.....	21
(二) 社融：信贷改善，其他分项趋弱.....	22
(三) 货币：M2-M1 剪刀差收窄.....	23
(四) 前瞻：经济内生动能增强.....	23
五、财政收支：持续向好.....	24
(一) 财政收入增速继续回升.....	24
(二) 财政支出增速年内首现正增长.....	25
(三) 土地出让收入：连续九个月实现正增长.....	25
六、政策跟踪：欲穷千里目，更上一层楼.....	26
(一) 12月11日中央政治局会议.....	26
1. 2021年：“新百年”的起点.....	26
2. 工作目标：重提“经济运行在合理区间”.....	26
3. 工作新思路：供需并重，兼顾发展、安全与公平.....	26
4. 小结：“新发展”思路升级.....	27
(二) 2020年中央经济工作会议.....	27
1. 经济增速：“运行在合理区间”.....	27
2. 宏观政策：“不转急弯”.....	27
3. 重点工作：统筹发展与安全，兼顾公平.....	28
3. 小结：经济与政策平稳延续.....	29



## 图目录

图 1: 美国新增非农就业低于去年同期水平.....	3
图 2: 政府部门持续拖累新增就业.....	3
图 3: “永久-临时失业差”进一步扩大.....	4
图 4: 补贴断档后美国居民收入和储蓄迅速下降.....	4
图 5: 美联储资产负债表近期扩张放缓.....	5
图 6: 8 月后美国国债收益率逐渐走高.....	5
图 7: 美联储资产负债表稳步扩张.....	6
图 8: 美国通胀出现边际下行.....	6
图 9: 美元指数持续走弱.....	7
图 10: 8 月后美国债收益率逐渐走高.....	7
图 11: 美国疫情持续失控.....	8
图 12: 2020 财年美国政府杠杆率突破 100%.....	8
图 13: 美国零售销售冲高后边际回落.....	9
图 14: 以补贴为拉动的居民收入增长消退.....	9
图 11: 制造业与非制造业 PMI.....	11
图 12: 供需缺口持续收窄.....	11
图 13: 进出口指数稳步提升.....	12
图 14: 小企业经营状况持续波动.....	12
图 15: 工业生产动能十足.....	13
图 16: 服务业稳步反弹.....	13
图 17: 消费恢复动能加强.....	14
图 18: 制造业投资大幅加快.....	14
图 19: 高频数据显示外需仍持续回暖.....	16
图 20: 我国对欧美国出口增速大幅提升.....	16
图 21: 防疫物资出口增速反弹.....	16
图 22: 传统制造业产品出口持续增长.....	16
图 23: 我国对美进口仍保持高位.....	17
图 24: 原油仍是我国进口的主要拖累项.....	17
图 23: 汽车进口显著回落.....	17
图 24: 11 月贸易顺差创历史新高.....	17
图 25: CPI 同比增速继续下行.....	19
图 26: PPI 同比筑底回升.....	19
图 27: 规上工业企业利润持续好转.....	19



图 28: 需求持续回暖.....	19
图 29: 营收及利润率增长为利润上行提供保障.....	20
图 30: 制造业引领利润回升.....	20
图 31: 11 月信贷回升超出季节性.....	22
图 32: 新增人民币贷款及构成.....	22
图 33: 新增居民贷款构成占比.....	22
图 34: 新增非金融企业贷款构成占比.....	22
图 35: 11 月社融季节性回升.....	23
图 36: 新增社融及构成.....	23
图 37: 11 月 M2-M1 剪刀差收窄.....	23
图 38: 社融存量与 M2 存量同比增速.....	23
图 43: 公共财政收入增速持续反弹.....	24
图 44: 税收与非税收入“跷跷板”效应再现.....	24
图 45: 主要税种增速有所持续改善.....	25
图 46: 公共财政支出增速转正.....	25
图 47: 债务付息支出增速继续领跑各项财政支出.....	25
图 48: 土地出让收入增速加快.....	25

## 表目录

表 1: 美联储季度经济展望预测变化.....	6
表 2: 美国第四轮财政刺激方案要点梳理.....	10



## 一、宏观概览：疫情再度来袭，全球修复分化

海外经济修复进入停滞期，但疫苗和宏观刺激为明年经济带来曙光。11月美国非农数据首次显著低于预期，失业人数和失业率持续下降，而新增就业不及前值的一半，甚至低于去年同期水平，引发市场对未来经济走向的担忧。长期失业人数创下 2013 年底以来的最高水平，未来就业修复可能会更加缓慢。货币政策上，美联储加入购债计划“前瞻指引”并基于疫苗进展上调明年经济预测。前瞻地看，中期内政策将基本保持稳定，但不确定性仍存。财政政策上，国会最终通过了总额约 9,000 亿美元的新财政刺激计划，持续半年的拉锯终于取得阶段性成果。结合疫情发展和就业数据来看，本次刺激方案仅是权宜之计，拜登就任后将尽快推动新一轮财政刺激谈判。

国内经济供需两侧均动力较强，实体经济参与者信心充足。工业生产动能十足，保持高景气度。尽管国内各地零星出现新发病例，但整体疫情防控形势受控，对服务业生产拖累较小。投资方面，房地产韧性仍在，上半年较高的土地购置面积正逐渐向新开工面积传导，后续施工面积有望出现增长，对房地产投资形成支撑；基建投资当月增速掉头往下，财政支出力度仍然不及预期，四季度基建反弹力度较弱；制造业在出口需求旺盛、利润修复和大宗商品价格上涨的背景下，投资增速大幅上行。消费恢复动能加强，必选消费品依旧维持高速增长，部分可选消费品销售快速反弹。外贸方面，出口增速再创新高，外需回暖加之海外疫情进入第三次上升期，各类商品多点开花，防疫物资出口增速回升；原油价格相较同期仍然较为低迷，进口增速放缓，但仍高于预期；年内贸易顺差有所缩窄但仍将保持高位。价格上，猪肉价格下行将 CPI 拖入通缩区间，年内仍将延续下行态势；原油相关行业产品价格上升带动 PPI 同比增速上行，但年内难以回到正区间。前瞻地看，消费、制造业投资有望取代基建、房地产投资，成为经济增长的主要驱动力，四季度经济增速有望进一步上行，略高于潜在增长率水平。

社融增速见顶回落，后续将继续下行。11 月信贷表现偏强。企业中长贷的强势表现延续，居民中长贷重拾韧性，企业短贷和居民短贷有所修复，社融其他分项（企业债券、非标、政府债券）趋弱。M2 与 M1 间的剪刀差继续收窄。当月财政实现净投放，M2 增速略超预期。M1 增速自 7 月以来连续 5 月上行，指向企业的投资进程继续提速，实体经济修复动能边际增强。前瞻地看，可关注以下两个指标的指示意义：一是“社融-M2”剪刀差未来大概率继续收窄，指向后续利率上行空间有限，银行负债端压力边际缓解；二是 M2-M1 剪刀差连续 2 月收窄，指向企业的经营预期偏乐观，支付结算和投资需求上升，后续经济活力将增强。

财政收入持续改善，财政支出力度加大。随着经济的持续修复，增值税、企业所得税等主要税种收入增速继续回升，财政收入累计降幅也继续收窄。财政支出也延续了往年在年底提速的特点，支出力度明显加大，而支出结构并未出现明显变化，疫情防控、脱贫攻坚、基层“三保”等增速较快的领域仍是财



政支出的保障重点。土地出让收入当月增速大幅增长略超市场预期，但对缓解地方政府财政压力将起到重要作用。



## 二、海外宏观：修复停滞，曙光初现

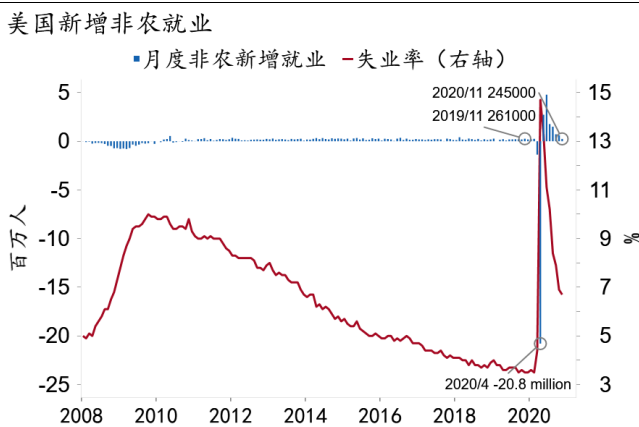
### （一）美国非农：黯淡就业加速财政刺激

美东时间 12 月 4 日，美国劳工统计局（BLS）公布了 11 月份非农就业报告。11 月份美国非农就业增加 24.5 万，显著低于市场预期（44 万），失业率则小幅下降 0.2 个百分点到 6.7%。

#### 1. 就业增长失去动能

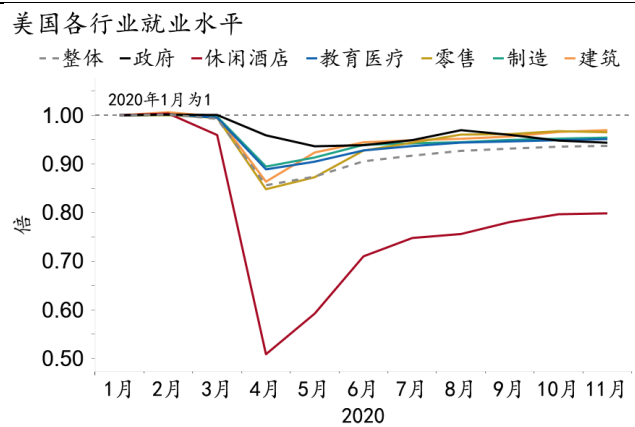
11 月非农数据是美国复工以来首份显著低于预期的就业报告，引发了市场对未来经济走向的担忧。一方面，就业市场仍位于修复通道，失业人数和失业率持续下降。另一方面，仍有近 1,000 万人因疫情失业，而新增就业不及前值的一半，甚至低于去年同期水平（26.1 万）。值得注意的是，11 月劳动参与率下降 0.2 个百分点至 61.5%，与失业率的下降幅度一致。但从人数变化看，11 月退出劳动市场的人数约 40 万，指向新增就业实际为负。近期疫情的第三次爆发使医疗资源承压，多州重启社交隔离。这是此次就业数据不及预期的主要原因。ADP“小非农”就业数据与 BLS 基本一致，显示 11 月新增就业 30.7 万人。

图 1：美国新增非农就业低于去年同期水平



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：政府部门持续拖累新增就业



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\\_466](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_466)

