国元期货 Guoyuan Futures Co . Ltd .

2021.3.1

宏观月报

宏观金融

国元期货研究咨询部

国内经济扩张放缓

电话：010-59544994

主要结论：

2021 年开年以来由于先后受到局部疫情、春节放假等因素影响，经济景气扩张速度放慢。在影响消退之后，国内经济将增速加快。

2021 年中国经济增速上升，主要原因在于经济增长内生动能将会延续增强趋势，在全球经济复苏的进程中起到引领作用。2021 年宽松货币政策将有序退出，财政扩张力度大概率较 2020 年收缩。政府赤字率下降，经济总体杠杆率持稳。

相关报告

目　　录

一、经济扩张放缓.....1
二、价格指标分化.....3
三、金融数据回落.....5
四、后期宏观趋势研判.....8

附　图

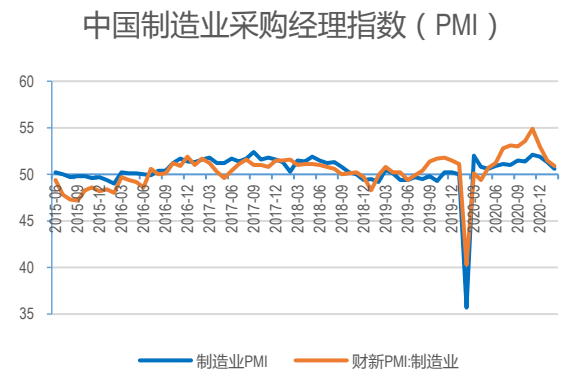
图 1：制造业 PMI 1
图 2：非制造业 PMI 1
图 3：PMI 生产和新订单指数 2
图 4：各类型企业 PMI 2
图 5：CPI 3
图 6：CPI 新涨价因素与翘尾因素 3
图 7：PPI 4
图 8：PPI 新涨价因素与翘尾因素 4
图 9：货币供应 6
图 10：社会融资规模 6
图 11：M2、社会融资剪刀差 7
图 12：贷款余额同比增速 7

2021 年中国经济增速将延续上升趋势，同比经济数据前高后低，上半年会显著高于下半年，环比数据则不会有特别显著的波动。2021 年初由于局部疫情、春节放假等突发、季节性因素的影响，经济增长步伐有一定程度的放缓。可以承受正常的景气波动，说明经济已经恢复正常且韧性较强。

一、经济扩张放缓

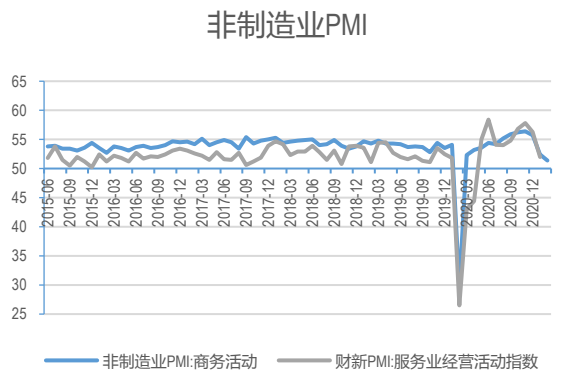
领先指标来看 2021 年 2 月受季节因素影响景气下降。首先春节时传统生产的淡季，PMI 走弱有一定的季节性因素。另一方面，局部疫情的防疫措施和“就地过年”等政策对内需造成负面影响。PMI 指数仍保持在扩张区间，若疫情超预期发展或者地产基建领域收缩，PMI 将继续回落。

图 1：制造业 PMI



数据来源：Wind、国元期货

图 2：非制造业 PMI



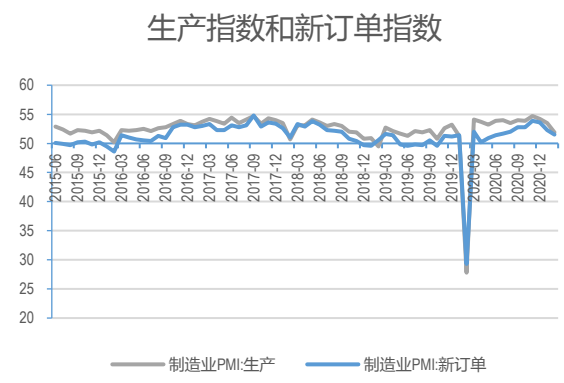
数据来源：Wind、国元期货

2021 年 2 月 PMI 数据全面回落，基本符合市场预期。2 月官方制造业 PMI 为 50.6%，较 1 月回落 0.7 个百分点，连续 12 个月处于临界点上方，制造业景气度回落。财新制造业 PMI 为 50.9%，较上月下降 0.6 个百分点，景气改善势头减弱，变化趋势与官方数据相同。制造业扩张速度明显放缓。2 月官方非制造业

PMI 为 51.4%，较 1 月下降 1 个百分点，非制造业扩展放缓。非制造业维持较高景气，但受局部疫情影响，非制造业的活力下降。

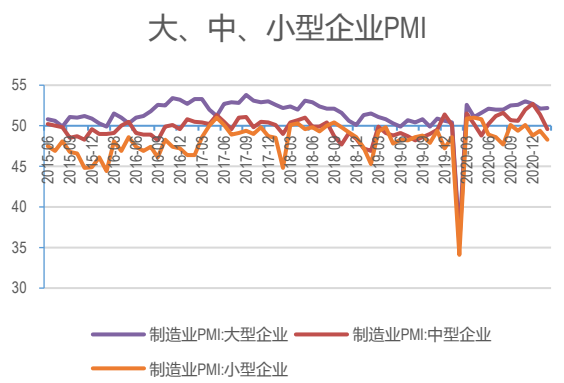
2 月大型企业 PMI 为 52.2%比上月上升 0.1 个百分点、中型企业 PMI 为 49.6 下降 1.8 个百分点、小型企业 PMI 为 48.3%回升 1.1 个百分点，低于临界点。各类型企业景气整体下降。中大型企业的景气度要相对好于小型企业，小型企业的景气偏弱，对制造业就业造成负面影响。

图 3：PMI 生产和新订单指数



数据来源：Wind、国元期货

图 4：各类型企业 PMI



数据来源：Wind、国元期货

从分类指数来看，2 月构成制造业 PMI 的 5 个分类指数全部较上月下降。5 个分类指数中仅生产指数、新订单指数位于临界点之上。其中生产指数为 51.9%下降 1.6 个百分点，生产扩张放缓；新订单指数为 51.5 下降 0.8 个百分点，需求扩张减弱；原材料库存指数 47.7%下降 1.3 个百分点，库存下降；从业人员指数为 48.1%下降 0.3 个百分点，制造业就业景气较低；供应商配送时间指数 47.9%下降 0.9 个百分点，供货时间放慢。

进出口重要指标显示，新出口订单指数 48.8%下降 1.4 个百分点，进口指数

为 49.6 %下降 0.2 个百分点，进出口均有所回落，有一定季节因素影响，也有内外需求走弱的因素，需求下降将拖累外贸领域景气度。

二、价格指标分化

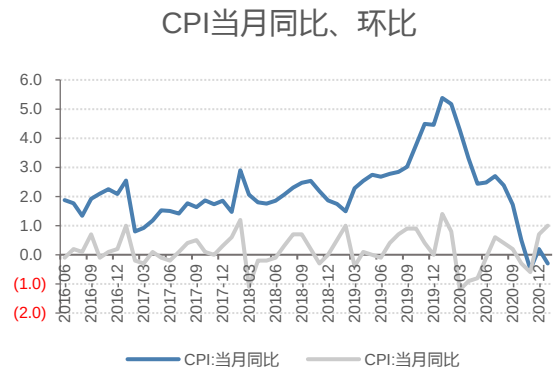
1 月份价格指标走势分化，然价格指标均处于低位。CPI 同比下降 0.3%，由正转负，环比上涨 1.0%；PPI 同比上涨 0.3 %，由负转正，环比上涨 1.0%。消费品价格逐步下滑，工业品价格企稳回升，CPI-PPI 剪刀差继续下降。

CPI 方面，2021 年 1 月 CPI 同比-0.3%涨幅由正转负，基期效应和春节错位扰动是主要原因。其中食品价格上涨 1.6%，非食品价格下降 0.8%。非食品价格下降拖累 CPI 同比出现走弱，受疫情、就地过年政策、春节错月等因素的影响服务价格等非食品价格同比降幅较大。受季节因素影响鲜菜肉蛋价格同比上涨，受基数因素影响猪肉价格同比下降。原油价格稳步上行，带动汽油、柴油和液化石油气价格上涨。核心 CPI 同比-0.3%，回落 0.7 个百分点。1 月份 CPI 环比增长 1%，属于季节性走强，消费品价格温和企稳态势不变。

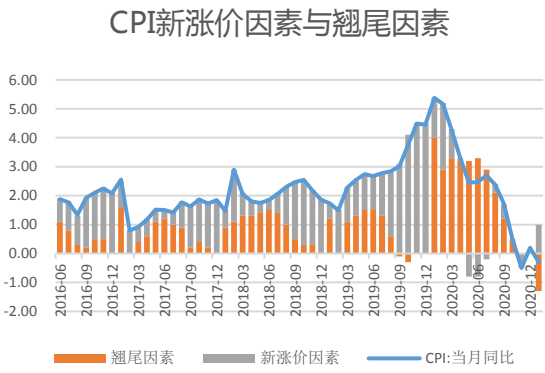
在 1 月份 0.3%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-1.3 个百分点，新涨价影响约为 1.0 个百分点。新涨价动能的持续性应该尚可，由于 12 月以来农产品价格、能源价格有一定上行，叠加春节因素，一般消费品价格易涨难跌，而基数效应和春节错位的影响是短期的将逐步消退，因此一季度 CPI 继续处于低位小幅温和回升概率大。

图 5：CPI

图 6：CPI 新涨价因素与翘尾因素



数据来源：Wind，国元期货



数据来源：Wind、国元期货

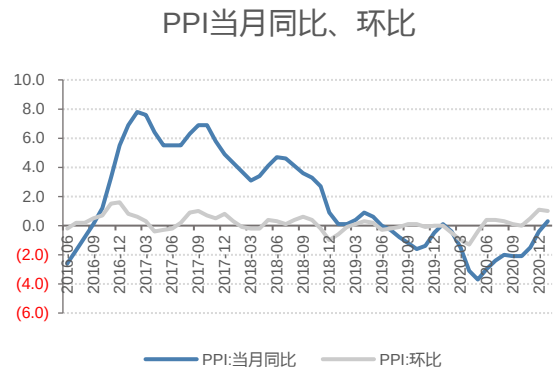
PPI 方面，工业品价格继续回升，印证生产端较强的市场判断。2021 年 1 月 PPI 同比上涨 0.3%，同比首次转正，得益于今年的原地过年政策，生产较强，工业品需求不弱，PPI 环比上涨 1%。上游生产资料价格继续较快上扬，原油、有色、黑色、煤炭产业链商品价格普遍大涨，随着上游工业品价格传导，中下游工业品价格也逐渐转暖。

国内产出增长相对较快，工业品需求较好。国际方面，疫苗落地后全球需求复苏预期以及美国财政扩张预期支撑国际油价、有色、铁矿石价格大幅上升。经济修复渐进式推进的过程没有结束，PPI 仍处于低位回升的过程中，2021 年初应继续攀升。

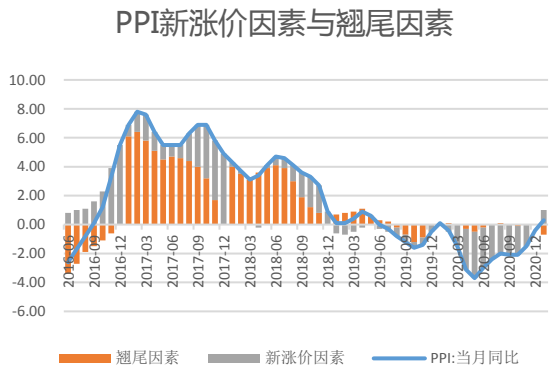
CPI 在 2021 年位于低位，先走低再回升，整体温和；PPI 在 2021 年继续攀升，先回升再回落，整体好于 2020 年。

图 7：PPI

图 8：PPI 新涨价因素与翘尾因素



数据来源：Wind、国元期货



数据来源：Wind、国元期货

三、金融数据回落

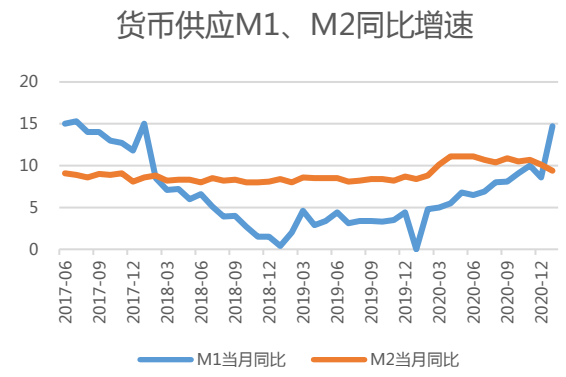
1 月金融数据增速回落。2021 年 1 月 M2 余额 221.3 万亿元，同比增长 9.4%；社会融资规模存量 289.74 万亿元，同比增长 13%；人民币贷款余额 176.32 万亿元，同比增长 12.7%。整体来看，货币供应、社融、信贷增长依然处于高位，但增速继续回落，确认此轮金融数据的高点已过。依据央行对于 2021 年的货币政策表述，金融数据继续高增长的空间有限，大概率在现有水平上持续小幅回落。

货币供应方面，货币供应增速波动较大。1 月末 M2 余额 221.3 万亿元，同比增长 9.4%，增速较上月下降 0.7 个百分点，较上年提高 1 个百分点；M1 余额 62.56 万亿，同比增长 14.7%，较上月上升 6.1 个百分点，较上年升 14.7 个百分点；M0 余额 8.96 万亿，同比下降 3.9%，较上月下降 13.1 个百分点，较上年升 10.5 个百分点，净投放现金 5310 亿元。M0 大幅波动主要源于春节错位，现金投放较去年同期下降。M1 增速大幅上行，一方面是因为今年春节在 2 月中旬，企业留存了大量活期存款以发放年终奖，另一方面由于房地产销售较强，企业利润较好

等因素企业留存现金增加。M2 增速受到财政存款大幅高增的拖累，M2 回落符合市场预期。

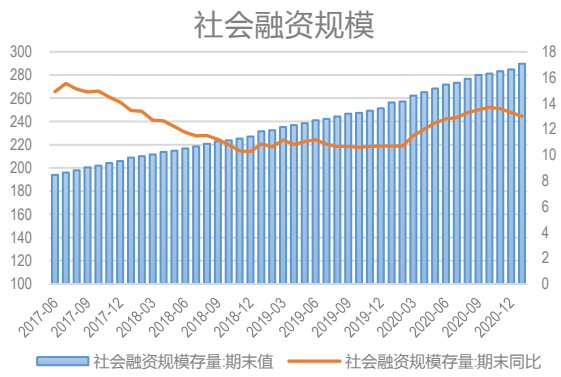
过于宽松的流动性容易引发通胀担忧，央行将依据经济状况逐步回收去年因疫情投放的货币，2021 年宏观政策以稳杠杆为主，在稳杠杆阶段 2021 年总量政策大概率保持适度收敛。

图 9：货币供应



数据来源：Wind、国元期货

图 10：社会融资规模



数据来源：Wind、国元期货

社会融资方面，1 月社融增速小幅回落，主要是受 1 月份信贷规模管控、地方债发行后置的影响。目前社融增速虽大概率见顶但依然处于高位，市场对 1 月份社融增速放缓已有预期。

存量看 1 月社会融资规模存量为 289.74 万亿，同比增长 13%，比上月下降 0.3 个百分点，较去年同期提高 2.3 个百分点。分项来看同比上升的有：政府债券 46.29 万亿同比增长 20.3%，较上月下降 1.8 个百分点；企业债券 27.83 万亿同比增长 16.9%，较上月下降 0.9 个百分点；实体经济人民币贷款 175.41 万亿元同比增长 13.1%，较上月下降 0.1 个百分点；非金融企业境内股票 8.35 万亿同比增

12.5%，较上月上升 0.4 个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额为 4 万亿同比增长 15.1%，较上月上升 9.8 个百分点。同比下降的有：委托贷款款 11.05 万亿同比降 3.5%，降幅较上月扩大 0.1 个百分点；信托贷款 6.38 万亿同比降 16.2%，降幅扩大 1.4 个百分点。信贷需求强劲，非标融资压力下降，社融增速整体放缓，符合市场预期。

从增量看，1 月社会融资规模增量为 5.17 万亿元，同比多增 1207 亿元。其中人民币贷款同比多增 3258 亿、未贴现票据同比多增 3167 亿，政府债券净融资同比少增 5176 亿。信贷、表外票据大幅增长，对冲政府债券融资下滑。今年专项债未提前下达额度拖累社融。

2021 年在货币政策转向之后社融增速下降的概率较大。虽社融高点已过，年初社会融资规模增速尚且处于较高位置。

图 11：M2、社会融资剪刀差

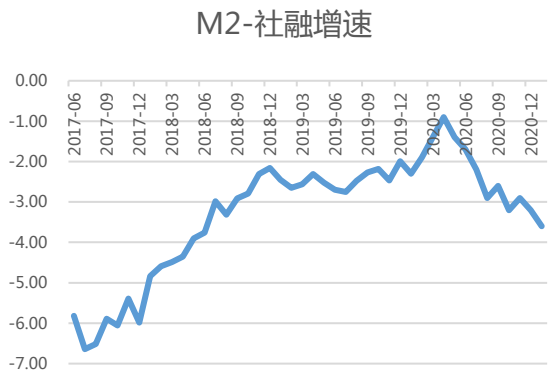
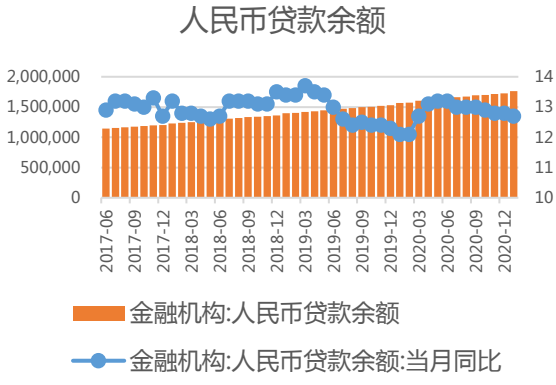


图 12：贷款余额同比增速



存贷款方面，1 月份新增人民币贷款增速小幅下降。存量看 1 月末人民币贷款余额 176.32 万亿元，同比增长 12.7%，增速较上月下降 0.1 个百分点。增量看

1 月当月新增人民币贷款 3.58 万亿同比多增 2252 亿元,信贷增长依然维持强势。其中居民户新增人民币贷款 1.27 万亿元同比多增 6359 亿，企业贷款增加 2.55 万亿，同比少增 3100 亿，企业贷款继续呈现中长贷多增、短贷少增趋势，而居民贷款超预期多增。存款增长平稳，1 月份人民币存款余额 216.14 万亿，同比增长 10.4%，增速较上月上升 0.2 个百分点。1 月当月存款增加 3.57 万亿，同比多增 6900 亿。春节错位、财政存款增加对 1 月份存款影响较大。

对于 2021 年货币政策基调应较 2020 年收紧，金融数据大概率回落，全面低于 2020 年。因 2021 年货币政策会根据经济增长和价格形势变化相机调整，且由于经济回归正常，名义 GDP 增速上行，现在的货币政策又比较注重经济增速与货币供应、社融增速相匹配，故金融数据回落的幅度也不会太大。

四、后期宏观趋势研判

2021 年开年经济增长有所放缓。之后中国经济增速继续上升的概率较大，主要原因在于经济增长内生动能将延续增强趋势，另外由于 2020 年基数影响，表观数据可能会好于体感数据。同比经济数据前高后低，上半年会显著高于下半年，环比数据则不会有特别显著的波动。

2021 年生产端表现应该延续强势,起到经济、民生、就业的中流砥柱的作用。2021 年需求端表观数据应有明显好转。消费方面 2021 年消费表观数据大概率反弹，因为 2020 年上半年的基数较低，只要经济正常化，消费水平即会随之上升。从外需来看，由于中国疫情控制的领先优势仍在，外部需求规模难减，依然有望成为全球净供应国。

宏观政策方面，2021 年宽松货币政策将有序退出，财政扩张力度大概率较 2020 年收缩。政府赤字率下降，总体杠杆率增速下降。政府支出方面，从财政约束的角度来看，对于 2021 年财政政策扩张的力度不宜预期太高。

2021 年价格指标走势大概率分化，CPI 中枢低于 2020 年，PPI 中枢高于 2020 年。CPI 方面，在基数作用下 2021 年 CPI 先走低再回升。PPI 方面，在新涨价因素的作用下，PPI 上半年继续从底部回升之后再回落。

2021 年在主要国家研发的新冠疫苗先后上市以来，全球资本市场的风险偏好逐步上升，市场开始对全球经济增长快速恢复。今年以来美国、欧元区经济数据表现强劲。主要经济体财政政策扩张、货币政策宽松。相对而言中国的宏观政策更加稳健务实，中国在经济、政策等多方面具有先行优势。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部
地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 21 层
电话：010-84555000
合肥分公司
地址：合肥市金寨路 329 号国轩凯旋大厦 4 层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115908
福建分公司
地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）
电话：0592-5312522
大连分公司
地址:大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。
电话：0411-84807840
西安分公司
地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室
电话：029-88604088
上海分公司
地址：中国（上海）自由贸易试验区民生路 1199 弄 1 号楼 3 层 C 区
电话：021-68400292
通辽营业部
地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦 12 层
电话：0475-6380818
合肥营业部
地址：合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115906、0551-68115888
郑州营业部
地址：郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室
电话 ：0371-53386892/53386809
青岛营业部
地址：青岛市崂山区香港东路 195 号 9 号楼 9 层 901 室
电话 0532-66728681
深圳营业部
地址：深圳市福田区园岭街道百花二路 48 号二层（深圳实验小学对面）
电话：0755-82891269
唐山营业部
地址：唐山市路北区北新西道 24 号中环商务 20 层 2003-2005 室
电话：0315-5105115
杭州营业部
地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室
电话：0571-87686300