制造业扩张趋势放缓，货币政策稳字当头

——联合宏观信用观察月报（2021 年 1 月）

联合资信宏观研究部

摘要：

- 2021 年 1 月我国多地发生局部聚集性疫情，整体对经济产生的影响有限。制造业 PMI 小幅回落，制造业扩张趋势放缓，且需求端下降幅度大于生产端。
- 外贸方面，从外需环境和我国港口集装箱数据看，2021 年 1 月外需依然较好，出口贸易可能依然较为活跃。值得关注的是美国新任财政部长表示，美国将暂时保持特朗普时期实施的对中国商品征收关税的政策，后续需要持续关注。
- 价格方面，春节错期造成的高基数影响 2021 年 CPI 同比录得负增长，其中以服务类价格回落对 CPI 造成的拖累尤为明显；PPI 同比增速时隔 11 个月再次转正，主要行业价格均出现上行，预计 2021 年上半年 PPI 同比增速将继续上行。
- 社融方面，企业融资需求依然旺盛，政府债券融资拖累社融增速，后期将继续对社融形成负向拉动作用。社融增速如期回落，预计在稳杠杆政策下将继续下行。
- 区域方面，受去年政府为应对疫情减收增支和春节季节性影响，各省财政收入均有大幅改善，支出多数出现下滑；各省 CPI、PPI 同比增速差异较大。
- 随着我国疫情防控进入常态化，经济运行趋向常态，根据中央经济工作会议部署，2021 年，是“十四五”规划开局之年，我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，以扩大内需为战略基点，推进高质量发展。

一、宏观经济运行回顾

2021 年 1 月国内多省发生局部疫情，但整体对经济产生的影响有限。生产方面，全国粗钢产量、汽车轮胎开工率基本与 2019 年同期持平甚至高于 2019 年同期水平；制造业 PMI 出现小幅回落，但依然位于扩张区间。需求方面，汽车和房地产销售均延续了自 2020 年下半年以来的高增长趋势，2021 年 1 月汽车销售同比增长 29.5%；三十大城市周度交易数据显示，1 月房地产销售面积远高于 2019 年同期水平。外贸方面，结合外需先行指标以及韩国、日本、越南等国家 1 月的出口数据看，外需依然较好，有望继续支撑我国出口表现。

1．制造业扩张趋势放缓

2021 年 1 月我国多地发生局部聚集性疫情，部分企业生产经营受到一定的影响，制造业 PMI 小幅回落至 51.3%，**制造业扩张趋势放缓**。其中，生产、新订单、从业人员和供货商配送时间指数均出现不同程度的回落，且新订单指数下降幅度超过生产指数，显示**需求端受到的影响大于生产端**。分企业类型看，**大、中型企业 PMI 小幅回落，但依然位于扩张区间**，总体稳定，其中大型企业 PMI 连续 8 个月位于 52.0%及以上，对支撑制造业稳步恢复发挥了重要作用；**小型企业 PMI 较上月回升**，但**依然位于荣枯线下，景气度偏弱**。

从行业情况看，**受益于春节假日将近的需求带动，与居民消费密切相关的消费品行业市场需求释放明显，并带动相关企业生产热情**。具体看，1 月消费品行业 PMI 较上月上升 1.8 个百分点至 52.3%，生产指数和新订单指数均高于制造业总体，分别为 54.1%和 55.2%，比上月上升 1.5 和 4.3 个百分点。非消费品行业中，农副食品加工、有色金属冶炼及压延加工、计算机通信电子设备及仪器仪表等行业生产指数和新订单指数均高于 56.0%，高于制造业总体，行业增长较快；纺织、化学原料及化学制品等行业两个指数均位于临界点以下，产需均有所回落。

非制造业 PMI 较上月回落 3.3 个百分点至 52.4%，非制造业**恢复有所放缓**。其中服务业 PMI 回落 3.7 个百分点至 51.1%，主要是受局部疫情影响所致；建筑业 PMI 回落 0.7 个百分点至 60%，主要是由于受春节将至以及寒冬天气影响，建筑业进入施工淡季。

图 1：制造业 PMI 各分项指标

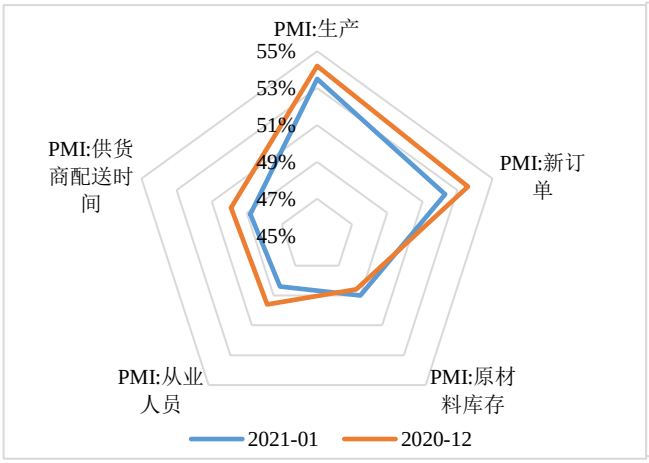
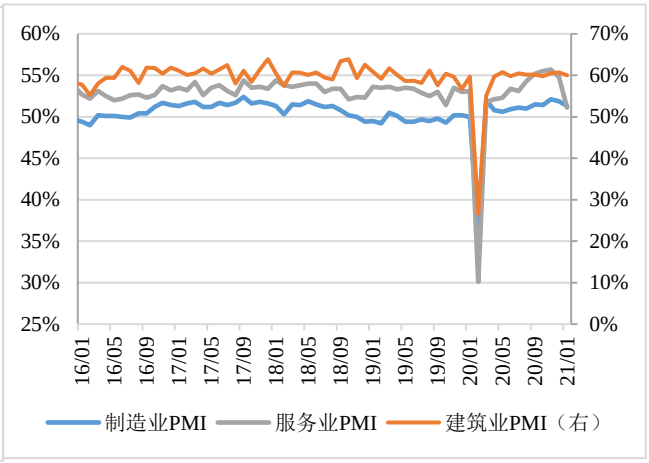


图 2：制造业和非制造业 PMI

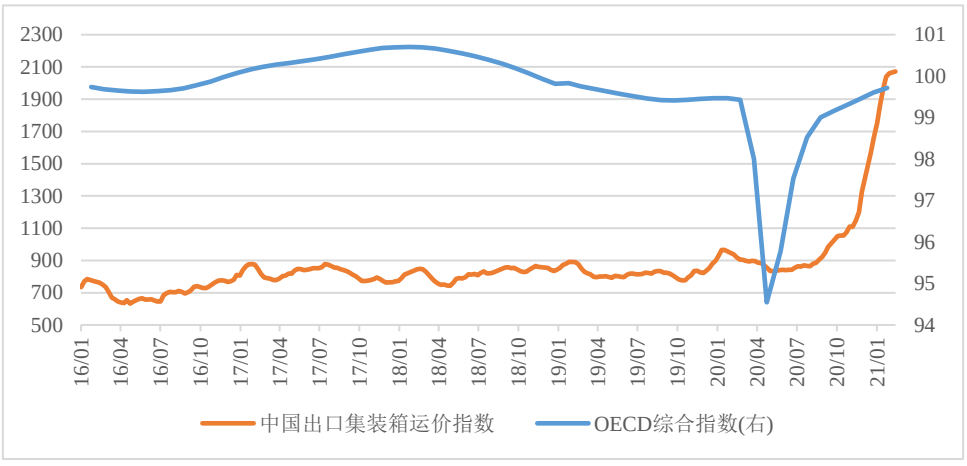


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

2、外贸较为活跃

2021 年 1 月出口贸易可能依然较为活跃。从外需环境看，1 月，OECD 综合领先指标继续回升，表明外需继续回升，这一点从韩国、越南以及日本 2021 年 1 月出口数据显著好于上年四季度可以得到印证。从港口集装箱吞吐量及运价指数看，全国八大枢纽港口集装箱吞吐量同比增长 9.6%，较去年 12 月份加快；中国出口集装箱运价指数延续自 2020 年下半年以来的上行趋势。值得关注的是，当地时间 2 月 18 日，据路透社消息，美国新任财政部长珍妮特·耶伦表示，美国将暂时保持特朗普时期实施的对中国商品征收关税的政策，不过会进一步进行审查。美国作为中国主要贸易国之一，其对中国的贸易政策将会对我国的出口贸易产生较大的影响，后续需要继续关注。

图 3：OECD 综合指数和中国出口集装箱运价指数运行趋势



数据来源：经合组织、上海航运交易所、Wind，联合资信整理

3．CPI 同比负增长，PPI 同比转正

春节错期导致高基数，CPI 同比由涨转跌；环比涨幅扩大。2021 年 1 月 CPI 同比由上月上涨 0.2%转为

下降 0.3%，其中非食品价格拉动 CPI 同比增速下降 6.4%。春节错月导致基数较高，且去年 1 月疫情影响尚未显现，而今年 1 月受局部疫情影响，服务类价格回落明显，二者共同导致 1 月 CPI 同比由涨转跌。1 月 CPI 环比上涨 1.0%（上月为 0.7%），食品项和非食品项价格环比同步上涨，主要是受春节将近以及部分地区降温降雪导致的运输成本上升所致。

PPI 同比增速转正，环比涨幅小幅回落。2021 年 1 月 PPI 同比由上月下降 0.4%转为上涨 0.3%，其中生产资料价格上涨是拉动 PPI 同比增速转正的主要因素；分行业看，主要行业出厂价格均上涨明显。1 月 PPI 环比上涨 1.0%（上月为 1.1%），环比延续上升趋势，主要是国内需求持续增加以及国际原油等大宗商品价格继续上涨带动，预计 2021 年上半年 PPI 同比增速将继续上行。

图 4：CPI 价格指数

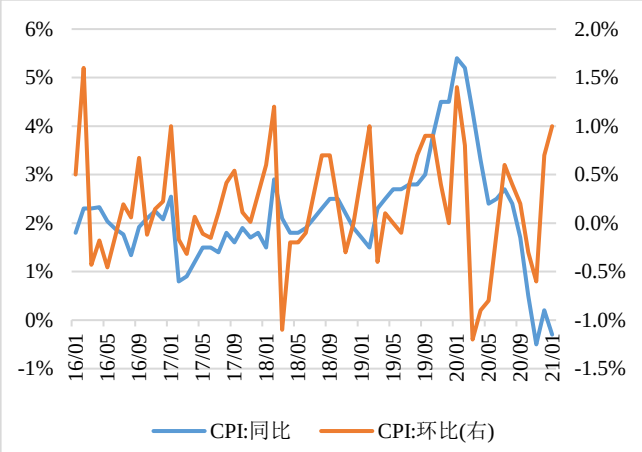
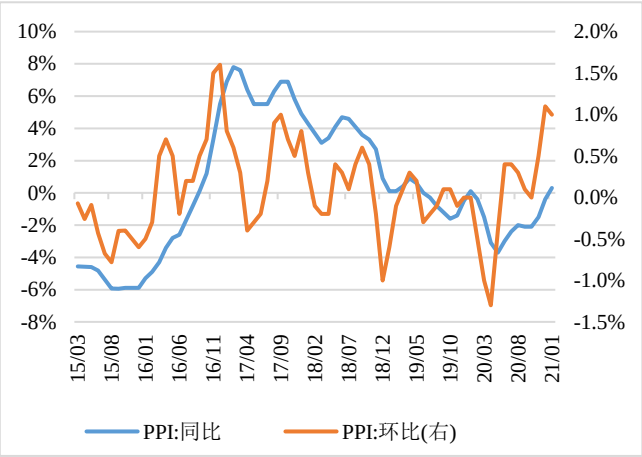


图 5：PPI 价格指数



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

4．社融增速如期回落，新增信贷创新高

社融增速如期回落。1 月新增社融 5.2 万亿，同比多增 1165 亿元；社融存量同比增速较上月下降 0.3 个百分点至 13.0%。从社融结构看，人民币贷款和未贴现银行承兑汇票是社融多增的主要贡献项，新增人民币贷款表现了企业融资需求依然旺盛，未贴现银行承兑汇票增加可能与利率上升导致企业贴现意愿下降相关；政府债券融资是 1 月社融的拖累项，主要是由于政府债券没有提前发行。1 月社融虽然迎来开门红，但在稳杠杆的政策背景下，预计社融增速将会继续下降。

新增信贷创历史新高。1 月金融机构新增人民币贷款 3.6 万亿，创历史新高；金融机构贷款余额同比增速较前值回落 0.1 个百分点至 12.7%，信用扩张增速放缓。从结构看，长期贷款依然位于主导地位。其中居民端长期贷款同样创历史最高值，与 1 月房地产销售端火热相关，在房地产贷款集中度管理制度的管控下，预计后续居民端加杠杆行为将会收敛。

M2 同比增速降、M1 同比增速升。1 月 M1 同比增速上升至 2018 年 2 月以来的最高点 14.7%，部分是

由于基数因素造成，后期可能会趋于回落，M2 同比增速回落 0.7 个百分点至 9.4%。

图 6：社融结构

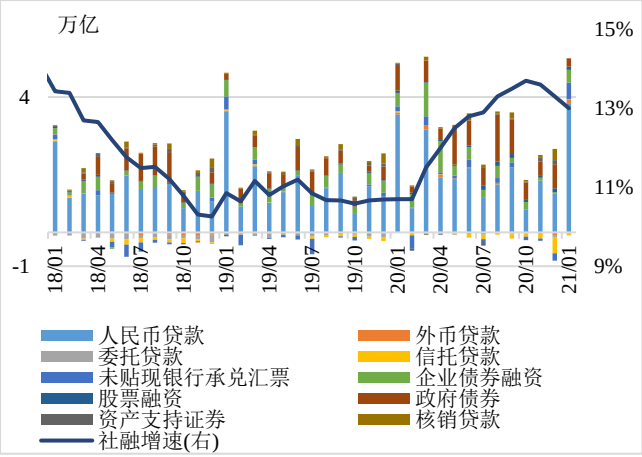
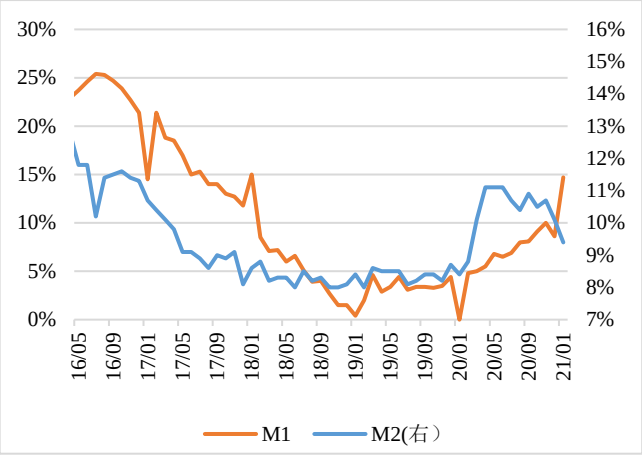


图 7：M1、M2 同比增速



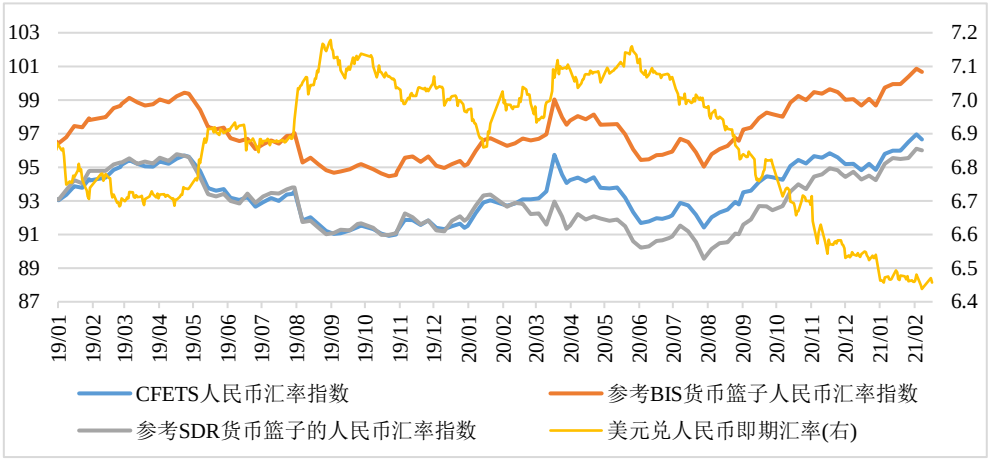
数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

5、外汇储备小幅下降，人民币汇率窄幅震荡

截至 2021 年 1 月末，我国外汇储备规模为 32107 亿美元，较 2020 年 12 月末下降 59 亿美元，降幅为 0.2%。1 月，国际金融市场上，受新冠肺炎疫苗进展、主要国家货币政策及财政政策预期等影响，美元指数上涨，主要国家金融资产价格总体下跌，非美元货币折算成美元后金额下降，加上资产价格变化等因素共同作用，当月外汇储备规模下降。

2021 年 1 月以来，人民币兑美元汇率暂停升值趋势，一直在 6.47 附近窄幅波动，人民币汇率三大指数均同步升值，主要是中国基本面依然强于世界主要经济体。短期美元依然将保持强势，人民币兑美元保持窄幅震荡趋势。

图 8：人民币兑美元汇率及三大指数走势



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

二、区域和行业运行特征

CPI 方面，19 个省份 1 月 CPI 同比负增长，海南、广东、湖北、贵州和重庆同比降幅超过 1%；9 个省份 CPI 同比上涨，西藏以 0.7%的增幅领先全国；此外，山西、湖南、广西 3 个省份 CPI 同比涨幅为 0；各省份 CPI 环比均为正增长，有 13 个省份环比超全国水平（1%）。**PPI 方面**，有 15 个省份同比增速超过全国水平（0.3%），山西和内蒙古以 7.2%的增速领跑全国；有 14 个省份 PPI 增速尚未转正。**财政收入方面**，受去年疫情政府减收增支和春节季节性影响，从公布数据的几个省份来看，2021 年 1 月财政收入均实现增长，地方财政收入情况普遍大幅改善，吉林、广西、内蒙古和江苏增速高达两位数；相比于地方财政收入的普遍增长，地方财政支出则出现普遍下滑，除了青海之外其他省份财政支出同比增速均有大幅下降。

表 1：2021 年 1 月区域部分宏观数据（单位：%）

省份	工业增加值	CPI		PPI	财政收入	财政支出
	当月同比	同比	环比	同比	累计同比	累计同比
全国	-	-0.30	1.00	0.30	-	-
北京	-	-0.80	0.70	-1.20	-	-
天津	-	-0.60	1.20	-1.20	-	-
河北	-	-0.10	1.20	4.10	-	-
山西	-	0.00	1.40	7.20	-	-
内蒙古	-	-0.10	1.20	7.20	15.10	-14.12
辽宁	-	-0.10	1.20	1.20	-	-
吉林	-	-0.60	1.20	0.90	22.70	-19.08
黑龙江	-	-0.40	1.10	-5.50	-	-
上海	-	-0.20	0.90	-1.70	-	-
江苏	-	0.40	1.10	-0.10	14.20	-
浙江	-	0.30	1.00	-1.10	-	-
安徽	-	-0.20	1.20	1.20	-	-
福建	-	-0.30	1.10	-0.80	-	-
江西	-	0.20	1.00	2.40	-	-
山东	-	-0.10	1.30	0.60	-	-
河南	-	0.30	1.20	0.60	-	-
湖北	-	-1.10	1.00	0.00	-	-
湖南	-	0.00	0.90	1.10	-	-
广东	-	-1.70	0.60	-0.90	-	-
广西	-	0.00	0.70	1.30	-	-
海南	-	-2.00	0.60	-3.80	9.10	-49.83
重庆	-	-1.00	0.90	-0.20	-	-
四川	-	-0.70	0.80	1.10	-	-
贵州	-	-1.10	0.80	0.40	3.20	-23.51
云南	-	-0.60	0.50	0.70	-	-

西藏	-	0.70	0.50	0.10	-	-
陕西	-	0.30	1.10	-0.30	-	-
甘肃	-	0.40	0.90	-2.80	2.20	-13.13
青海	-	0.10	0.80	-1.40	5.60	9.28
宁夏	-	-0.40	1.00	5.50	-	-
新疆	-	0.20	0.90	-2.90	-	-

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

2021 年 1 月，煤炭、钢铁价格延续提升态势，汽车产销大幅增长。上游行业方面，2021 年 1 月，煤炭价格同比增长 19.4%，受 12 月以来极寒天气影响，用电量需求提升，部分地区煤炭供需偏紧，库存持续下降，推动 1 月煤炭价格继续提升；原油方面，美国原油库存同比上升 2.8%，布伦特原油期货价格同比下降 13.1%，环比增长 10.2%，油价持续在回升通道。**中游行业方面**，重点钢企库存及价格均呈继续增长态势，由于库存增幅较大，预期后期钢材价格将有所回落；受冬季气温天气影响，建筑业进入施工淡季，水泥价格同比、环比均出现下降。**下游行业方面**，2021 年 1 月，百城住宅价格维持同比增长 3.6%的水平，环比变动不大；中汽协的数据显示，2021 年 1 月我国汽车产销均实现大幅增长，同比分别增长 34.6%和 29.5%，一方面是上年 1 月春节造成的低基数，另一方面是市场需求继续恢复。但由于汽车芯片供应不足影响了企业生产节奏，使得 1 月汽车产量环比下降 15.9%。

表 2：2021 年 1 月主要行业运行数据（单位：%）

行业	累计同比		库存			价格指数		
			指标名称	同比	环比	指标名称	同比	环比
房地产	竣工面积	-	累计待售面积	0.00	0.00	百城住宅	3.56	0.37
原油	表观消费量	-	美国原油库存	2.77	-1.28	布伦特原油期货	-13.12	10.16
水泥	产量	-	--	-		--	-7.34	-1.46
钢材		-	重点企业库存	5.32	18.43	--	17.75	2.19
煤炭		-	炼焦煤库存	-52.07	-10.84	--	19.40	9.72
汽车		34.60	汽车库存	-4.97	-11.78	--	-	-

数据来源：国家统计局、中汽协、Wind，联合资信整理

三、宏观政策聚焦

随着我国疫情防控进入常态化，经济运行趋向常态，根据中央经济工作会议部署，**2021 年，是“十四五”规划开局之年，我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，不急转弯**，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，以扩大内需为战略基点，推进高质量发展。

1、积极的财政政策提质增效，更可持续，支持中小企业高质量发展

1 月 28 日，财政部召开的网上新闻发布会，发布了 2020 年财政收支情况：随着疫情防控形势好转和经济逐步恢复，财政收入逐季好转，全年收入好于预期，减税降费和财政资金直达机制等规模性助企纾困政策落地见效，同时，疫情防控、脱贫攻坚、基层“三保”等重点领域支出得到有力保障。未来，财政部将进一步完善减税降费政策，提高政策的精准性和有效性，持续发挥减税降费政策效应；进一步夯实管理制度，加强专项债券管理，提高政府债券资金使用绩效，发挥专项债券对加快重大项目建设、做好“六稳”工作、落实“六保”任务的积极作用；进一步完善地方政府规范举债融资机制，抓实化解隐性债务风险工作。

2 月 3 日，财政部、工业和信息化部（统称两部门）联合发布《关于支持“专精特新”中小企业高质量发展的通知》（财建〔2021〕2 号，简称《通知》），启动中央财政支持“专精特新”中小企业高质量发展政策。在“十四五”期间，中央财政将通过中小企业发展专项资金累计安排 100 亿元以上奖补资金，引导地方完善扶持政策和公共服务体系，分三批（每批不超过三年）重点支持 1000 余家国家级专精特新“小巨人”企业高质量发展，促进这些企业更好发挥示范作用，并通过支持部分国家（或省级）中小企业公共服务示范平台强化服务水平，集聚资金、人才、技术等资源，带动 1 万家左右中小企业成长为国家级专精特新“小巨人”企业。

2、货币政策“稳”字当头，不急转向

2021 年中国人民银行工作会议于 1 月 4 日召开，提出稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，延续 2020 年末中央经济工作会议提出的要求。2 月 8 日，央行发布《2020 年第 4 季度中国货币政策执行报告》，表明稳健的货币政策灵活适度、精准导向，发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济的货币政策工具的精准滴灌作用，坚持总量政策适度、融资成本明显下降、支持实体经济三大确定性方向。提出判断短期利率走势首先要看政策利率是否发生变化，主要是央行公开市场 7 天期逆回购操作利率是否变化，而不应过度关注公开市场操作数量。

2021 年以来 7 天逆回购利率一直维持在 2.20%不变，而 DR007 虽有短期偏离的现象，但整体运行在 7 天逆回购利率附近，符合央行强调的引导市场利率围绕政策利率在合理区间波动。2 月 20 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 报价 3.85%，5 年期 LPR 报价 4.65%，连续 10 个月保持不变，体现出货币政策“稳”字当头的态度，一定程度上缓解了市场对于货币政策突然转向的担忧

3、一二线城市房地产市场升温，多地楼市调控升级

2021 年 1 月，全国多个一二线城市房地产市场热情高涨，北京、上海、杭州相继出台了楼市调控新政：

1 月 21 日，上海发布《关于促进本市房地产市场平稳健康发展的意见》，从增加土地供给、打击“假离婚”购房、调整增值税征免年限、指导银行控制房贷投放节奏以及新房摇号优先满足“无房家庭”需求等方面，加大调控力度；1 月 27 日，杭州市房地产市场平稳健康发展领导小组办公室发布了《关于进一步加强房地产市场调控的通知》，从住房限购、限售、税收和无房家庭认定标准等方面加强调控；1 月 30 日，北京银保监局发布消息称，对近期出现的“部分购房者填补房屋交易资金缺口或进行套利，挪用消费贷、经营贷资金作为购房款或‘过桥’资金”等相关舆情实施密切排查和监控。随着各地楼市调控政策收紧和房地产金融监管加强，房地产企业将面临更加严峻的挑战。