国元期货 Guoyuan Futures Co . Ltd .

2021.2.1

宏观月报

宏观金融

国元期货研究咨询部

国内经济景气回落

主要结论：

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。我国疫情控制领先全球主要经济体，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，总体杠杆率增速下降。2021 年开年在局部疫情的影响下国内经济景气度有一定程度的下降。

电话：010-59544994

相关报告

目　　录

一、经济加速修复.....1
二、价格指标上升.....12
三、进出口延续上行趋势.....14
四、金融数据回落.....16
五、后期宏观趋势研判.....19

附　图

图 1：GDP 2
图 2：GDP 增速分产业 2
图 3：制造业 PMI 2
图 4：非制造业 PMI 2
图 5：PMI 生产和新订单指数 3
图 6：各类型企业 PMI 3
图 7：工业增加值 5
图 8：工业增加值 5
图 9：固定资产投资 7
图 10：基础设施投资 7
图 11：财政收入 8
图 12：财政支出 8
图 11：房地产开发投资 9
图 12：社会消费品零售总额 9
图 15：工业企业利润总额累计值 12
图 16：当月利润 12

图 17：CPI 13
图 18：CPI 新涨价因素与翘尾因素 13
图 19：PPI 14
图 20：PPI 新涨价因素与翘尾因素 14
图 21：进出口同比 15
图 22：月度进出口数据 15
图 23：外汇储备 16
图 24：外汇占款 16
图 25：货币供应 17
图 26：社会融资规模 17
图 27：M2、社会融资剪刀差 18
图 28：贷款余额同比增速 18

2021 年中国经济增速将延续上升趋势，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。在经济恢复到正常水平之后会有一定的波动属于可以接受的范围。2021 年 1 月受局部疫情影响经济景气下降。

一、经济加速修复

四季度经济增长表现强劲。由于受到疫情的短期冲击，2020 年一季度中国 GDP 同比下降 6.8%，中国首次出现了季度 GDP 负增长。3 月份之后，国内疫情受控经济稳步复苏，二季度 GDP 增速回归正增长，三季度 GDP 增速进一步提高，四季度 GDP 增速超过了去年同期水平。2020 年中国经济迎难而上，最终取得正增长，GDP 达到 101.6 万亿元，经济总量迈上百万亿元新台阶。

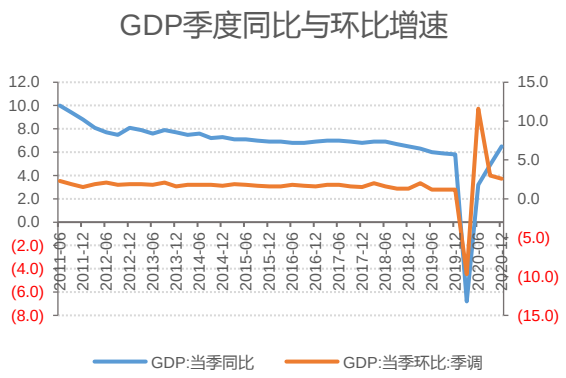
2020 年四季度 GDP 为 29.6 万亿元，按可比价格计算，同比增涨 6.5%，较三季度的 4.9%进一步稳健回升。分产业看，第一产业增加值 2.96 万亿元，增涨 4.1%；第二产业增加值 11.4 万亿元，增长 6.8%；第三产业增加值 15.3 万亿元，增长 6.7%。第二产业受到的疫情影响最大，疫情受控制后反弹幅度最大，四季度第二产业增长大超去年同期水平。第三产业四季度在金融、地产、信息软件等行业的带动下复苏强劲，已经接近去年同期水平。

从环比看，经季节因素调整后，四季度 GDP 环比上涨 2.6%。2020 年前 GDP 累计增速 2.3%勉力维持年度正增长，是 2020 年全球唯一实现经济正增长的主要经济体。

在 IMF 世界经济展望报告中，预测 2021 年中国实际 GDP 将反弹至 8.2%。

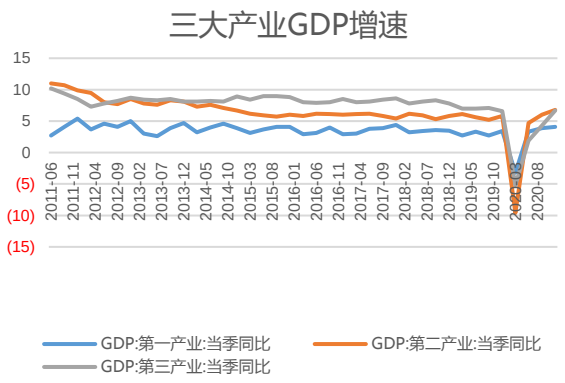
在 2021 年全球经济复苏的特大环境下，中国经济更强，仍然是世界经济增长的引擎。

图 1：GDP



数据来源：Wind、国元期货

图 2：GDP 增速分产业



数据来源：Wind、国元期货

领先指标来看，2021 年 1 月受局部疫情影响景气下降。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，由于地产政策强力收紧，地产、基建领域景气明确下滑，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，出口景气小幅回落。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 3：制造业 PMI

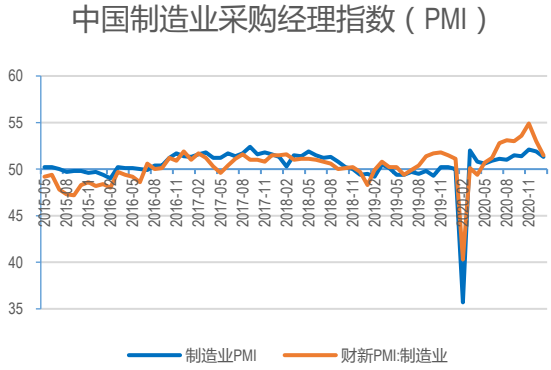
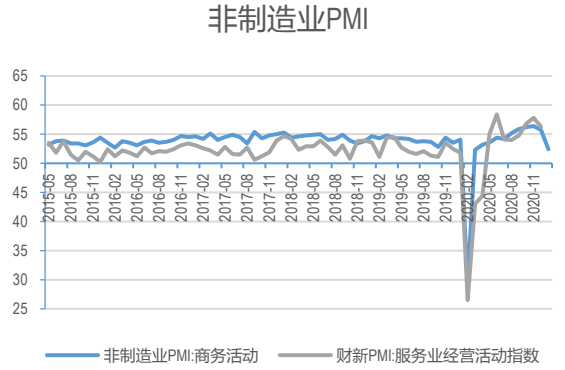


图 4：非制造业 PMI



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

2021 年 1 月 PMI 数据全面回落，基本符合市场预期。1 月官方制造业 PMI 为 51.3%，较 12 月回落 0.6 个百分点，连续 11 个月处于临界点上方，制造业景气度回落。财新制造业 PMI 为 51.5%，较上月下降 1.5 个百分点，为半年低点。制造业扩张速度明显放缓。1 月官方非制造业 PMI 为 52.4%，较 12 月下降 3.3 个百分点，非制造业景气度走弱。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。

1 月大型企业 PMI 为 52.1%比上月回落 0.6 个百分点、中型企业 PMI 为 51.4 下降 1.3 个百分点、小型企业 PMI 为 49.4%回升 0.6 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 5：PMI 生产和新订单指数

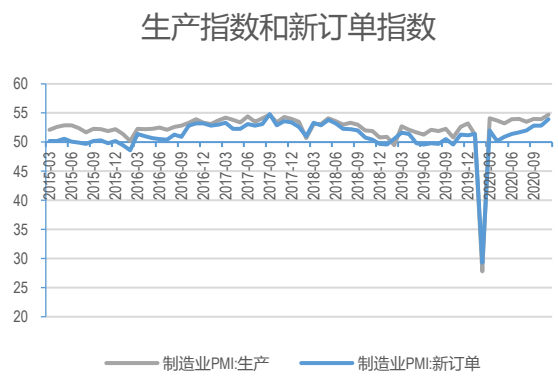
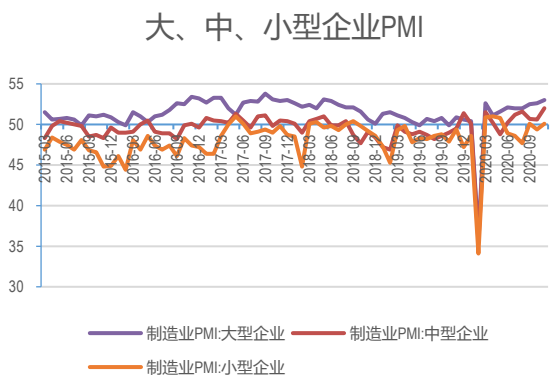


图 6：各类型企业 PMI



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

从分类指数来看，1 月 5 个分类指数中仅原材料库存指数上升。在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中生产指数、新订单指数位于临界点之上。其中生产指

数为 53.5%下降 0.7 个百分点，生产扩张放；新订单指数为 52.3%下降 1.3 个百分点，需求增加；原材料库存指数 49%回升 0.4 个百分点，库存下降；从业人员指数为 48.4%下降 1.2 个百分点，制造业就业景气较低；供应商配送时间指数 48.8%下降 1.1 个百分点，供货时间放慢。

进出口重要指标显示，出口新订单指数 50.2%下降 0.8 个百分点，进口指数为 49.8 %下降 0.6 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，需求下降或将拖累外贸领域景气度。

生产方面，工业生产维持高增长，工业增加值同比超过 2019 年年末的水平。一季度工业生产受到疫情影响严重下滑，疫情受控制后工业生产率先启动修复进程，二季度开始生产端加速恢复，之后生产端一直保持强势。

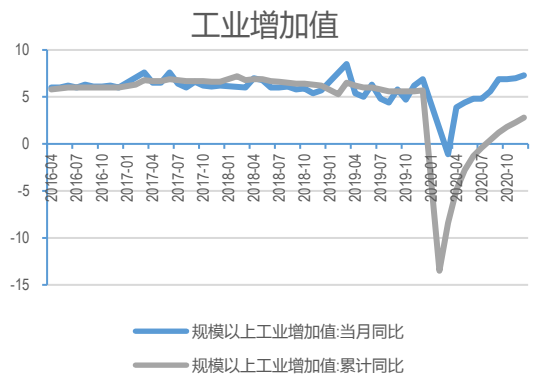
2020 年 12 月中国工业增加值同比增长 7.3%，较上月提高 0.3 个百分点，高于上年同期 0.4 个百分点。环比增长 1.1%，环比增速较 11 月份提高，强于季节性表现。从单月数据来看，生产端持续强势，恢复情况已经达到疫情之前的水平。2020 年规模以上工业增加值同比增长 2.8%。

12 月份三大门类中采矿业增加值同比增长 4.9%增速加快 2.9 个百分点，制造业增长 7.7%增速持平，电热燃气水增长 6.1%增速加快 0.7 个百分点。制造业持续保持了较高增速，采矿业拖累整体工业生产。41 个行业大类中有 35 个行业增加值保持同比增长，较 11 月增加 1 个；612 种产品中有 417 种产品同比增长，较 11 月减少 22 种。工业生产数据中结构特征依旧明显，汽车产业链景气度持续修复，建筑业景气度好建材生产较强，下游偏消费类行业生产疲弱态势有一定

改善。

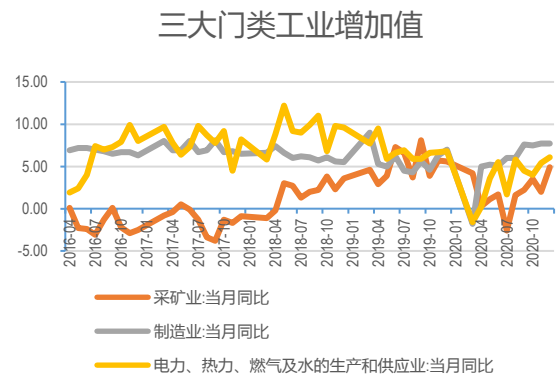
国内生产端已经接近疫情之前的水平，需求响应相对滞后，9 月份之后消费好转需求端走强，由于需求端响应逐步增强可望形成“生产-消费-生产”相互促进的正向循环，市场对于生产端增长能够保持较长的持续性偏向乐观。由于基数效应 2021 年初工业增加值增速应维持在高位。

图 7：工业增加值



数据来源：Wind、国元期货

图 8：工业增加值



数据来源：Wind、国元期货

投资方面，固定资产投资增速走高。国内疫情受控之后投资持续反弹，整体上投资恢复的进程较为迟缓，其中地产投资表现较强、基建投资偏弱、工业投资最弱。疫情的负面影响消退之后，正常的投资需求应成为投资增长的主要动力，主动投资的意向逐步走强。投资的主要成分中地产投资继续向好，基建投资当月增速略有放缓，制造业投资恢复较弱。2020 年固定资产投资增速处于低位，为历史低点。

1-12 月份中国固定资产投资 51.9 万亿元，同比增长 2.9%，较 1-11 月提高 0.3

个百分点，较 2019 年低 2.5 个百分点。其中民间投资 28.9 万亿元，同比增长 1%，扩大 0.8 个百分点，民间投资的恢复弱于投资整体。11 月份固定资产投资环比增长 2.32%。12 月单月投资增速约 11.3%，较 11 月的 33%回落。

分产业看，第一产业投资 1.33 万亿元，同比增长 19.5%，增速较 1-11 月加快 1.3 个百分点；第二产业投资 14.9 万亿元，同比降 0.1%较上月的下降 0.7%转正；第三产业投资 35.6 万亿元，同比增长 3.6%增速提高 0.1 个百分点。前期第二产业投资恢复进展较慢，三季度开始加速。其中制造业投资在出口回暖带动下维持弱复苏，对投资整体拖累减轻。第三产业的进展比较稳健，可以部分对冲制造业投资需求不足的影响。

固定资产投资渐进式修复，主动投资需求依然不够强。2021 年初继续弱修复的概率较大。

制造业投资方面，1-12 月制造业投资增速同比-2.2%，同比降幅仍然在持续收窄，仍为负增长。其中医药制造业和有色金属冶炼及压延加工业回升比较快，主要是因为疫情持续存在的情况下，医疗器械以及药物的需求扩大，以及电子制造业持续改善，汽车行业景气程度提升，投资增速持续改善。

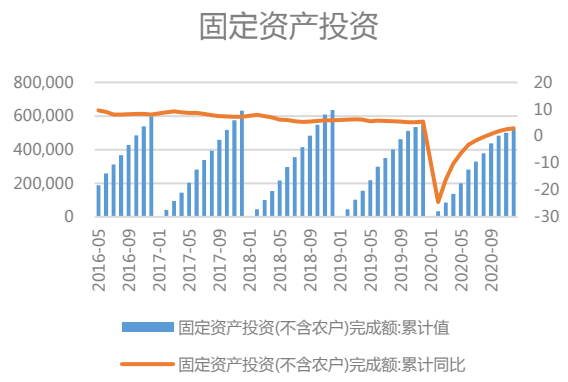
基础设施投资方面，增速放缓，年内逐步好转、起到托底作用，三季度基建投资增速逐月小幅放缓。在疫情冲击下基建增速大幅下降，之后在宏观政策逆周期调节的作用下开始修复，增速逐月提升，起到托底投资、托底经济的作用。2020 年基建增速较低。

1-12 月基础设施投资增速同比增长 0.9%较 1-11 月下降 0.1 个百分点。单月

基建投资增速从 11 月同比 5.9%下降至 12 月同比 4.2%，连续两个月下降。财政支出减速拖累基建投资下行，政府对于基建发力的目的在于“稳增长”托底经济而不在于拉动经济。基础设施投资仍处于底部区域，2021 年基建投资增速继续修复的概率较高,但在财政约束下向上的空间也不大,整体上会好于 2020 年。

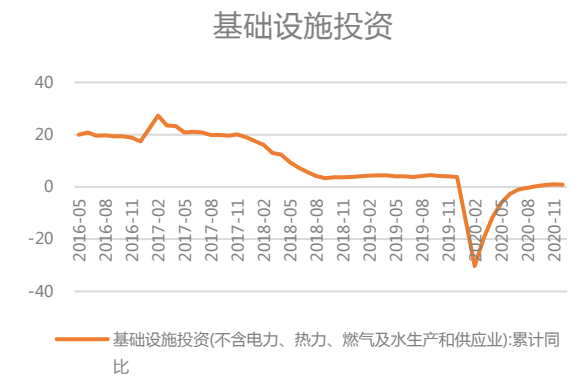
在结构方面基建投资或依据政策导向调整，代表传统基建的电力、铁路、公路等领域的投资增速下降，但是新基建方向的智能交通基础设施，智慧能源基础设施以及国家大力发展的充电桩、光伏、风电这些产业增速提高。

图 9：固定资产投资



数据来源：Wind、国元期货

图 10：基础设施投资



数据来源：Wind、国元期货

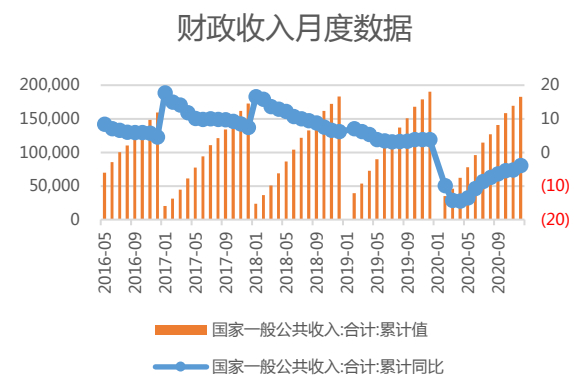
2020 年财政政策扩张力度加大，财政赤字率提高，政府债务规模上升，政府部门杠杆率提升，减税降费规模增加。对于 2021 年财政政策扩张的力度不宜预期太高，大概率较 2020 年收缩。从财政约束的角度来看，对于财政政策托底基建的力度不宜预期太高。

2020 年全国一般公共预算收入 18.3 万亿，同比下降 3.9%，降幅较 1-11 月收窄 1.4 个百分点，较 2019 年的 3.8%下降 7.7 个百分点。全国税收收入 15.4 万亿

元，同比下降 2.3%。2020 年全国一般公共预算支出 24.6 万亿，同比增长 2.8%，较 1-11 月增幅扩大 2.1 个百分点，较 2019 年的 8.1%下降 5.3 个百分点。财政平衡的压力仍较大。

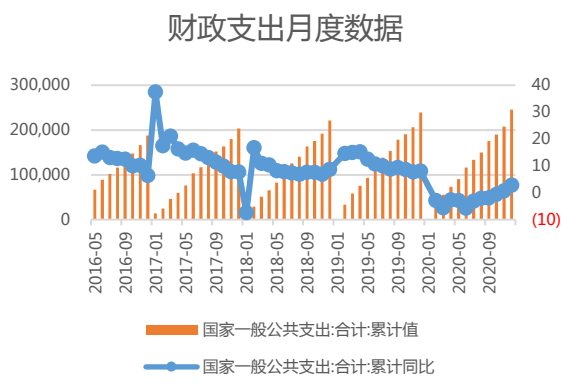
受疫情影响之后诸多民生、就业、企业纾困等问题还需要政府扩大支出解决，2021 年内财政支出能消减的地方少。在政府杠杆率不能大幅上升的条件下，对于财政政策托底基建的力度不宜预期太高。

图 11：财政收入



数据来源：Wind、国元期货

图 12：财政支出



数据来源：Wind、国元期货

房地产开发投资表现强于其他领域。由于需求支撑较强，在受疫情冲击的主要投资板块中，房地产投资属于跌幅相对较少的部分，之后房地产投资增速持续回升，累计增速于 6 月率先转正。2020 年 1-12 月中国房地产开发投资 14.1 万亿，同比增长 7%，涨幅较上月扩大 0.2 个百分点，恢复情况明显好于其他领域的投资，2020 年房地产投资增速较 2019 年低 2.9 个百分点。

施工方面，1-12 月房屋施工面积 92.7 亿平方米，同比增长 3.7%涨幅扩大 0.5 个百分点，较 2019 年低 5 个百分点；新开工面积 22.4 亿平方米，同比下降 1.2%

降幅收窄 0.8 个百分点，较 2019 年低 9.7 个百分点；竣工面积 9.1 亿平方米，同比下降 4.9%降幅收窄 2.4 个百分点，较 2019 年低 7.5 个百分点。竣工增速恢复相对较慢，施工面积累积速度较快。

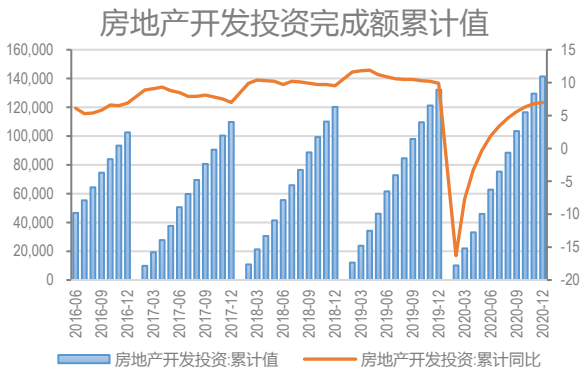
销售方面，1-12 月商品房销售面积 17.6 亿平方米，同比增长 2.6%，增速扩大 1.5 个百分点，较 2019 年高 2.7 个百分点；销售额 17.4 万亿元，同比增长 8.7%提高 1.5 个百分点，较 2019 年高 2.2 个百分点。地产销售持续好转，销售数据一直比较乐观。

地产政策导向上中央一直坚持房住不炒，又以因城施策为补充，市场主流观点认为 2021 年房地产投资增速不会太高，由于监管严格与高基数的影响，房地产投资增速或逐渐回落。

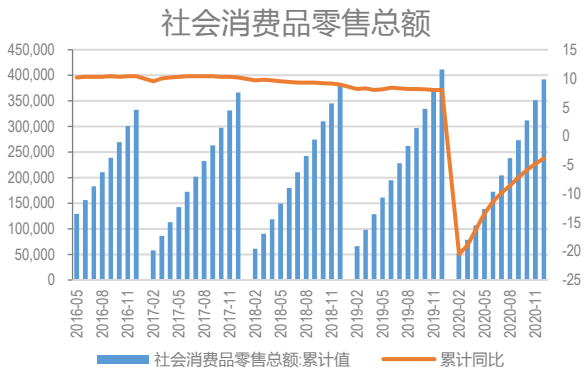
市场主流观点认为 2021 年房地产投资增速持续处于高位有压力，回落的概率较高，全年投资增速不会太高，而制造业投资能够低位回升对冲房地产投资的下滑影响，基建稳定依然起到托底经济的作用。整体来看，2021 年主动性投资需求将继续回升，同时扩张性的财政政策在投资领域起到重要作用，逆周期调节政策会起到托底作用。

图 13：房地产开发投资

图 14：社会消费品零售总额



数据来源：Wind、国元期货



数据来源：Wind、国元期货

消费方面，12 月社会消费品零售总额增速放缓。2014 年以来社会消费品零售总额的增速一直处于缓慢下行的趋势中，长期的缓慢趋势没有明显改善。2020 年初消费领域受到了严重的打击，3 月份之后疫情有效管控，消费逐步回升。由于年内经济压力较大，就业、居民收入均受影响，消费恢复也有一定的阻力。到 8 月份单月社会消费品零售总额数据才年内首次正增长，三季度之后消费才加速好转，属于需求端最弱势的部分。

2020 年社会消费品零售总额 39.2 万亿，名义同比下降 3.9%，降幅较 1-11 月份收窄 0.9 个百分点。单月来看社零增速放缓，12 月份社会消费品零售总额 4.06 万亿元，同比增长 4.6%，较上月下降 0.4 个百分点，主要是受商品零售下滑拖累较大，同时餐饮收入仍然维持较低水平。后疫情时期全国居民的消费行为发生了显著的结构性变化。

居民收入增长受经济下行影响的概率较大，从而对消费的恢复过程造成负面影响。2020 年全国居民人均可支配收入 32189 元，同比名义增长 4.7%，实际增长仅 2.1%。12 月份全国城镇调查失业率是 5.2%与上月持平，就业压力仍存。

可以说与疫情前相比居民就业、收入方面的增长还面临不小的压力。就业与收入压力可能会对消费持续回升造成不利影响。

2021 年一季度由于去年的基数很低，消费大概率反弹，社零增速继续回升。

企业经营方面，工业企业利润持续改善。一季度新冠疫情对工业企业经营状况造成了重大的影响，二季度经营环境好转各方面经营指标逐步修复，显示出国内企业的韧性较强，企业经营向乐观的方向发展。三季度工业企业利润延续快速回暖趋势，四季度各项经营指标加速修复，10 月份企业利润增速年内首次由负转正。年末企业经营、盈利情况已经超过去年同期水平。

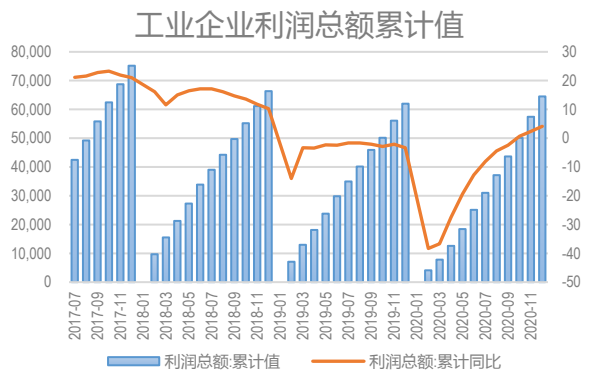
2020 年全国规模以上工业企业实现利润总额 6.5 万亿元，比上年增长 4.1%，增速比 1-11 月份提高 1.7 个百分点。在 41 个工业大类行业中，26 个行业利润总额同比增加，较上期持平，15 个行业减少，中上游行业利润增速受价格上涨推动，石油、煤炭、化工、有色等行业利润增速改善幅度较大，汽车和烟草等行业利润出现下滑。2020 年 12 月份，规模以上工业企业实现利润总额 7071.1 亿元，同比增长 20.1%，增速比 11 月份加快 4.6 个百分点。

2020 年规模以上工业企业实现营业收入 106.14 万亿元，同比增长 0.8%，营业收入数据进一步好转。各项指标均相互印证显示企业经营压力缓解，业绩逐步改善，年末工业品价格上涨也对企业经营好转有正面的贡献。

2020 年企业经营状况尚可，工业企业利润总额增速高于 2019 年的-3.3%。实体企业盈利在 2020 年经过反复，整理情况好于市场对于疫情的预期。2021 年一季度企业利润受内外需回升的影响，应处于较好水平，叠加去年一季度的低基

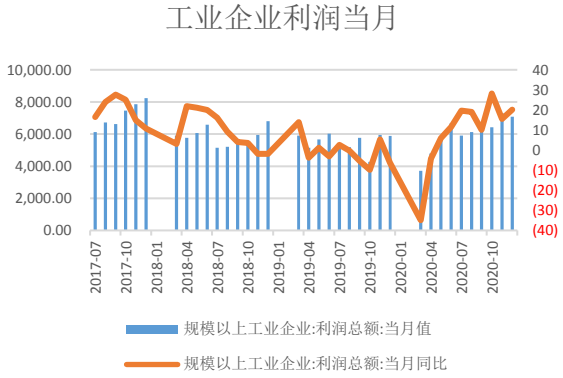
数，工业企业利润增速达概率继续从底部攀升。

图 15：工业企业利润总额累计值



数据来源：Wind、国元期货

图 16：当月利润



数据来源：Wind、国元期货

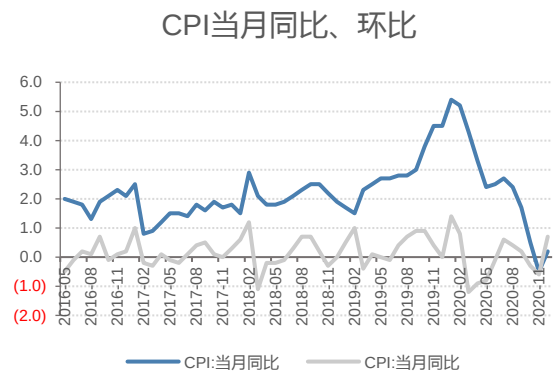
二、价格指标上升

12 月份价格指标上升，价格指标均处于低位，温和再通胀。CPI 同比上涨 0.2%，较 11 月回升 0.7 个百分点，环比上涨 0.7%；PPI 同比下降 0.4 %，降幅继续收窄，环比上涨 1.1%。消费品价格由于需求不足等因素带动逐步下滑，工业品价格企稳回升，CPI-PPI 剪刀差继续下降。CPI 环比由降转涨，PPI 环比涨幅扩大，价格指标有企稳回升的迹象。

CPI 方面，2020 年 12 月 CPI 同比上涨 0.2%，由 11 月的下降 0.5%转正。其中，非食品价格表现平稳，食品价格上涨 1.2%较上月的-2%回升较多。主要是因为猪肉价格在年末出现了一轮快速上行，12 月猪肉价格同比下降 1.3%，降幅较 11 月收窄 11.2 个百分点,环比由前值的-6.5%变为 6.5%。同时原油价格稳步上行，带动汽油、柴油和液化石油气价格上涨。猪肉、能源价格共振上行。核心 CPI 同比 0.4%，回落 0.1 个百分点。环比增长 0.7%，消费品价格温和企稳回升。

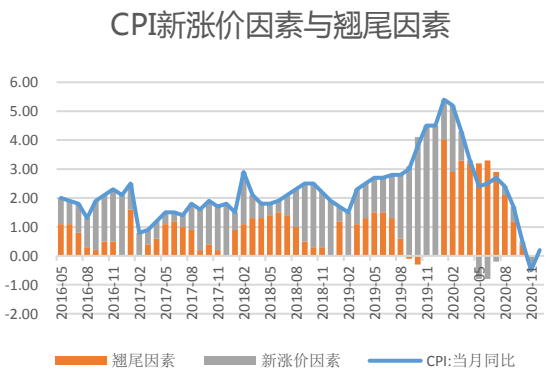
12 月以来农产品价格、能源价格有一定上行，叠加春节因素，一般消费品价格易涨难跌，一季度 CPI 继续处于低位小幅温和回升概率大。

图 17：CPI



数据来源：Wind，国元期货

图 18：CPI 新涨价因素与翘尾因素



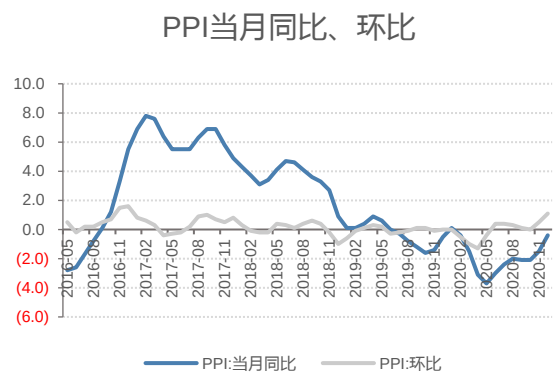
数据来源：Wind、国元期货

PPI 方面，工业品价格继续回升。2020 年 12 月 PPI 同比下降 0.4，较上月回升 1.1 个百分点。11 月以来工业品价格修复回升趋势加速。PPI 环比上涨 1.1%，为 2017 年以来最高。新涨价动能不弱。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。

国内复工复产进度较快，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。不过由于推动工业品价格全面上涨的动力不够，PPI 大幅上涨的可能性也不高。

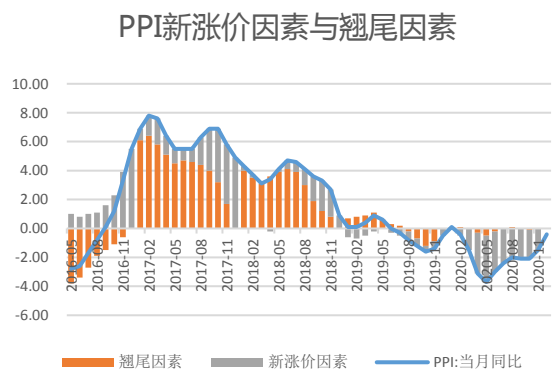
CPI 在 2021 年位于低位，先走低再回升，整体温和；PPI 在 2021 年继续攀升，先回升再回落，整体好于 2020 年。

图 19：PPI



数据来源：Wind、国元期货

图 20：PPI 新涨价因素与翘尾因素



数据来源：Wind、国元期货

三、进出口延续上行趋势

今年进出口受到新冠疫情的影响，可喜的是下滑幅度好于市场预期。年初疫情对贸易领域的冲击较大，二季度开始由于中国的疫情率先受控，外贸领域逐渐修复，于 6 月当月进出口实现了正增长，前三季度我国进出口累计增速实现了正增长。主因在于国内经济稳步增长叠加外部需求好转带动外贸领域景气度提高，贸易领域逐渐走向正常化。

10 月出口增速延续上行趋势。2020 年 1-10 月份中国进出口总值 25.95 万亿，同比增长 1.1%较 1-9 月提高了 0.4 个百分点；出口 14.33 万亿，同比增长 2.4%，较上月提高 0.6 个百分点；进口 11.62 万亿，同比下降 0.5%，降幅收窄 0.1 个百分点；贸易顺差 2.71 亿元。外部主要经济体快速修复，外需增强出口增速提高。

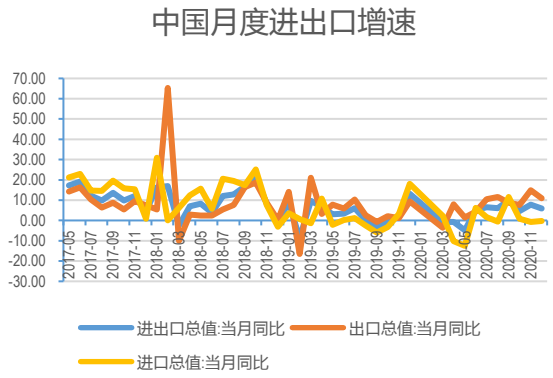
当月来看 10 月份的进出口数据较 9 月份小幅回落。10 月中国进出口总值 2.84 万亿，同比增长 4.6%，环比下降 7.5%；出口 1.62 万亿，同比增长 7.6%，环比下降 2.4%；进口 1.22 万亿，同比增长 0.9%，环比下降 12.9%；顺差 4017.5 亿。整

体上 10 月份进出口数据延续了强势。

内需方面国内经济复苏势头良好，内需稳步恢复。外需方面全球经济恢复是带动出口强劲的主要因素，目前来看海外经济复工与复苏的前景并不悲观，远好于市场预期。2020 年净出口大概率对 GDP 增速构成正贡献。

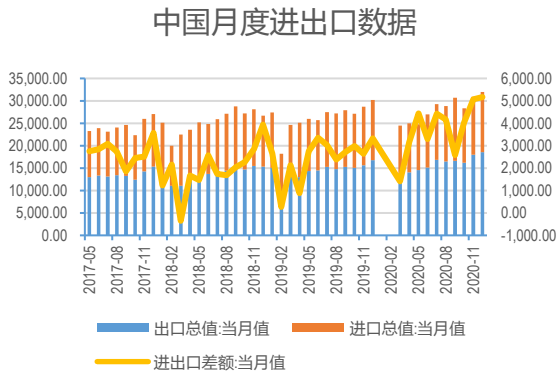
由于全球主要经济体尚未摆脱疫情阴影，经济增长压力依旧较高，经济复苏节奏也不稳固，2020 年的进出口前低后高，全年来看大概率仍在低位正增长区间运行。

图 21：进出口同比



数据来源：Wind、国元期货

图 22：月度进出口数据

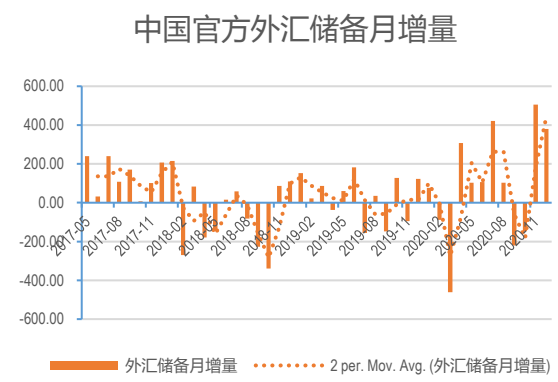


数据来源：Wind、国元期货

外汇储备平稳增长。中国 2020 年 12 月外汇储备为 3.217 万亿美元，较 11 月末上升 380 亿美元，2020 年我国外汇储备规模增加 1086 亿美元，外汇储备规模保持相对稳定，创 2016 年以来新高。估值变动是导致 12 月外汇储备规模上升的主要原因，美元指数下跌，非美元货币及主要国家资产价格均有上涨。外汇储备以美元为计价货币，非美元货币折算成美元后金额增加，加上资产价格上涨等因素共同作用，当月外汇储备规模上升。

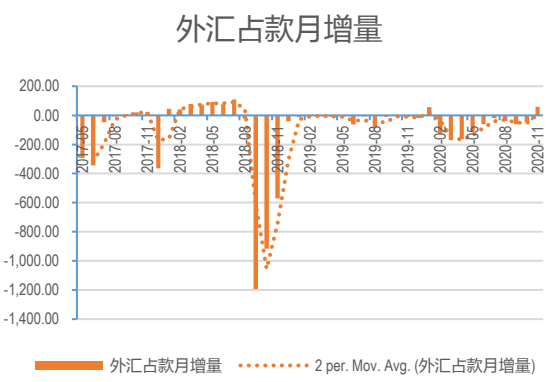
中国中长期基本面依然稳健，外汇储备具有较为坚实的稳定基础，中国外汇储备规模稳定在 3 万亿上方。

图 23：外汇储备



数据来源：Wind、国元期货

图 24：外汇占款



数据来源：Wind、国元期货

外汇占款规模基本稳定在 21 万亿。

四、金融数据回落

2020 年金融数据全年维持强势。货币政策推进逆周期调节政策，货币政策保持流动性宽松，为实体企业提供各种信贷支持，为经济复苏提供宽松适宜的金融环境。由于经济稳步恢复，货币政策转向，更加灵活适度、精准导向，在稳增长与防风险之间取得平衡。2021 年宽松货币政策将有序退出。央行比较重视货币供应、社会融资增速与名义 GDP 相匹配，预估 2021 年名义 GDP 在 10%左右，考利稳杠杆的政策目标，则社融增速应在 12%上下浮动。

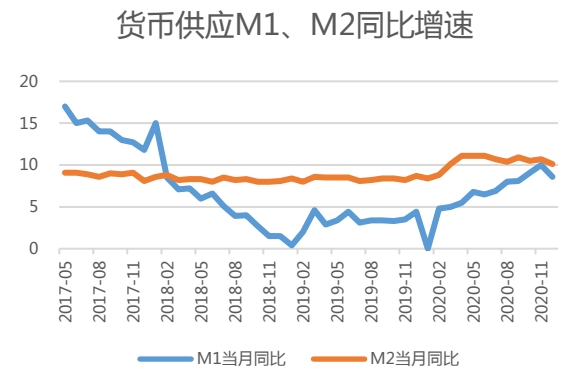
12 月金融数据表现偏弱。2020 年 12 月 M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.1%；社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.3%；人民币贷款余额 172.75 万亿元，同比增长 12.8%。整体来看，货币供应、社融、信贷增长依然处于高位，但

增速回落，2020 年 10 月应是此轮金融数据上行的高点。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小幅回落。

货币供应方面，货币供应增速回落。12 月末 M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.1%,增速较上月下降 0.6 个百分点,较上年提高 1.4 个百分点;M1 余额 62.56 万亿，同比增长 8.6%，较上月下降 1.4 个百分点，较上年升 4.2 个百分点；M0 余额 8.43 万亿，同比增长 9.2%，较上月下降 1.1 个百分点，较上年升 3.8 个百分点，净投放现金 2706 亿元。M1 增速放缓，可能因房地产融资收紧、地产销售走弱等方面的影响，企业活期存款、融资现金流下降。

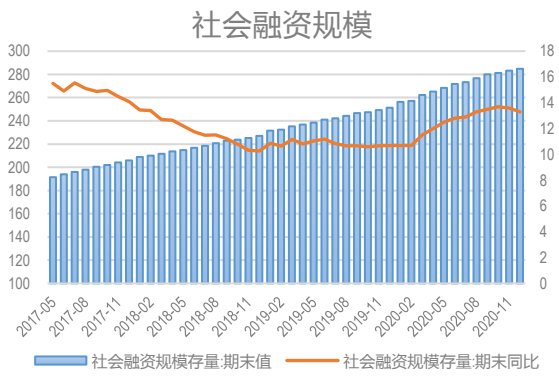
过于宽松的流动性容易引发通胀担忧与汇率压力，央行有可能根据经济状况逐步回收投放的货币，在稳杠杆阶段 2021 年总量政策大概率保持收敛。

图 25：货币供应



数据来源：Wind、国元期货

图 26：社会融资规模



数据来源：Wind、国元期货

社会融资方面，12 月社融增速高位回落，主要是受非标压降、债券融资下降、信贷增速下降的影响。目前社融增速虽大概率见顶但依然处于高位。

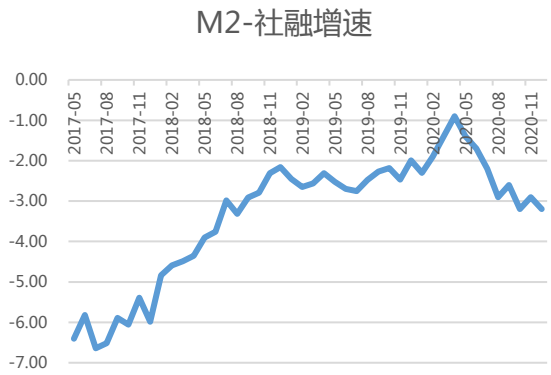
存量看 12 月社会融资规模存量为 284.83 万亿，同比增长 13.3%，比上月下降 0.3 个百分点，较去年同期上行 2.6 个百分点，依然处于 2018 年以来的高位。分项来看同比上升的有：政府债券 46.06 万亿同比增长 22.1%，较上月增加 0.7 个百分点；企业债券 27.62 万亿同比增长 17.2%，较上月下降 2.1 个百分点；实体经济人民币贷款 171.6 万亿元同比增长 13.2%，较上月下降 0.1 个百分点；非金融企业境内股票 8.25 万亿同比增 12.1%，较上月上升 0.8 个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额为 3.51 万亿同比增长 5.3%，较上月下降 9.9 个百分点。同比下降的有：委托贷款款 11.06 万亿同比降 3.4%，降幅较上月收窄 0.6 个百分点；信托贷款 6.34 万亿同比降 14.8%，降幅扩大 4.9 个百分点。资管新规下表外融资压降，表外融资收缩拖累社融增速回落。

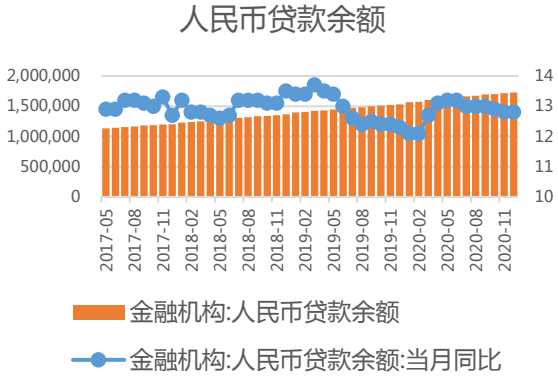
从增量看，12 月社会融资规模增量为 17192 亿元，同比少增 3838 亿元。其中人民币贷款同比多增 688 亿、股票融资同比多增 694 亿，同比少增幅度较大的有信托贷款同比少增 3528 亿、未贴现票据同比少增 3167 亿。主要是表外融资影响，企业生产活动和中长期融资的活跃。

2021 年在货币政策转向退出宽松之后社融增速下降的概率较大。虽社融高点已过，年初货币环境尚未收紧且经济上行时，社会融资规模增速将会维持较高增速。

图 27：M2、社会融资剪刀差

图 28：贷款余额同比增速





存贷款方面，12 月份新增人民币贷款增速持平。存量看 12 月末人民币贷款余额 172.75 万亿元，同比增长 12.8%，增速与上月持平。增量看 12 月当月新增人民币贷款 12600 亿同比多增 1170 亿元，信贷增长依然比较强势。其中居民户新增人民币贷款 5635 亿元同比少增 824 亿，企业贷款增加 5500 亿，同比多增 1522 亿，企业端延续多增趋势，但增幅继续回落。存款增长平稳，12 月份人民币存款余额 212.57 万亿，同比增长 10.2%，增速较上月回落 0.5 个百分点。12 月当月存款减少 2093 亿，同比多减 8088 亿。年底信贷总量管控等因素致 12 月存贷款较 11 月走弱。

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。

五、后期宏观趋势研判

2021 年中国经济增速继续上升，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。在经济恢复到正常水平之后会有一定的波动属于可以接受的范围。

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。从内需来看，随着经济逐步恢复，内需响应逐步跟上，汽车、电子产品等的生产还能维持较高水平，加上国家产业政策的倾斜，高新产业的发展动能较强。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。

2021 年需求端表观数据应有明显好转。投资领域 2021 年主动性投资需求将继续回升，同时扩张性的财政政策在投资领域起到重要作用，逆周期调节政策会起到托底作用，使 2021 年固定投资增速回升。消费方面 2021 年消费表观数据大概率反弹，因为 2020 年上半年的基数确实太低了，只要经济正常化，消费水平即会随之上升。外贸领域，由于明年内外部经济景气度好于今年，在内外需支持下 2021 年进出口增速应较 2020 年增速提升。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。综合来看需求应好转。

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。

2021 年价格指标处于偏低水平，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。

新冠疫情在欧洲、美国、中东、南亚等地区扩散，不但时刻干扰市场情绪，也对各国经济形成实质性的负面影响。全球经济下行风险依然突出。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，中国再经济、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