顺势而行
——2021 年 1 月宏观经济月报

谭卓，宏观经济研究所所长
zhuotan@cmbchina.com

杨薛融，宏观研究员
yangxuerong@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

■2020 年末美国经济修复受阻，但整体向好的基本面未发生改变。在疫情失控和财政补贴“青黄不接”的双重压力下，美国四季度经济增速环比大幅放缓，不及市场预期，12 月美国非农就业亦再度陷入负增长。在经济复苏动能减弱，新政府仍处于过渡期的情况下，美联储维持现有宽松货币政策不变。前瞻地看，美国经济整体向好的趋势没有改变，而且随着疫苗接种加速推进和未来财政刺激持续落地，美国经济一季度将维持弱复苏并将在二季度加速向潜在水平回归，带动全球范围内的复苏共振。

■中国经济实现完美收官，12 月供需两端皆有亮点。供给方面，工业生产保持强劲，增速上扬；服务业逐渐摆脱疫情影响，生产指数恢复至上年同期水平。需求方面，净出口为经济增长提供重要支撑，出口受圣诞订单和发达国家供需缺口提振，维持较高增速，进口在生产保持高位、加工贸易改善及大宗商品价格上涨支撑下温和修复，贸易顺差保持高位；投资整体增速回落。制造业投资在企业利润改善、新经济投资迅猛增长的背景下，继续领跑。房地产受政策和资金约束，增速下滑，但去年高土地购置将向开工和施工传导，支撑房地产投资保持一定韧性。基建投资增速连续两月下滑，由于财政部尚未下达提前批次新增专项债券额度，导致基建投资回升动力不足；消费保持增长，但部分可选消费品受“双十一”消费前置，以及冬季疫情局部反弹影响，增速有所下滑。价格方面，季节性因素和天气因素拉动 CPI 同比增速整体回升，大宗商品价格上涨带动 PPI 同比降幅收窄。预计未来一段时间出口需求仍将保持旺盛，制造业生产和投资延续增长，但春节期间消费受疫情反弹影响，回升速度可能放缓。

■当前仍属于“稳信用”而非“紧信用”阶段，且今年一季度“稳货币”“稳信用”的政策基调有望延续。12 月信贷表现强于历史同期。社融增速受非标和企业债收缩影响继续回落；但今年一季度社融增速下行速度或将偏缓，呼应“不转急弯”的政策思路。M2 增速受财政投放偏缓影响有所下降。其中，企业中长贷的强势表现延续，居民短贷和中长贷尚处在稳定区间，票据融资继续修复。货币政策方面，继续向中性回归。月初两项直达实体工具的延期使得政策对小微企业融资的支持将至少延续至三季度，月中 MLF 缩量续作并不意味着货币政策立场的跳跃性变化。前瞻地看，货币政策的总量调节色彩正逐步淡化，结构性政策工具的重要性将继续上升。一季度应无降准，MLF 利率和 1 年期/5 年期 LPR 均将保持不变。

■2020 年财政呈现“超收歉支”的特点。全国一般公共预算收入同比下降 3.9%，高于年初制定的-5.3%的预算增速，显示经济稳步修复情况好于年初预期。2020 年全国公共财政支出同比增长 2.8%，低于年初制定的 3.8%的预算增速，或与地方优质项目储备不足有关，且财政支出进度总体偏缓。在“房住不炒”政策基调延续的背景下，土地出让收入增速依然明显回升。展望 2021 年，随着经济活动继续修复，财政政策将逐步回归“常态”。预计财政赤字可能仍会高于 3.0%的“常规”水平。特别国债将不会继续发行，继续大规模减税降费的可能性不大。新增专项债额度大概率低于去年的 3.75 万亿。

目录

一、宏观概览：经济持续向好，政策回归中性 1
二、海外宏观：曙光隐现 3
（一）美国非农：阳光总在风雨后 3
1.意料之外，情理之中 3
2.结构：三大特征 3
3.阳光总在风雨后 4
（二）美联储：也无风雨也无晴 4
1.大背景：修复遇阻，新政未稳 4
2.经济预期：美国步入“疫苗复苏” 5
3.缩减购债：“为时尚早” 6
4.前瞻：货币政策中期维持稳定 6
（三）美国经济：步履不停 7
1.总量：修复遇阻，差距仍存 7
2.驱动：消费投资角色切换 8
3.拖累：净出口与政府支出 8
4.前瞻：二季度美国经济或将加速修复 8
三、实体经济：“超潜”增长有望持续 10
（一）PMI：修复持续 10
1.制造业：修复速率边际放缓 10
2.非制造业：季节性放缓 11
3.前瞻：向常态回归 11
（二）生产：景气持续，增速上扬 12
（三）消费：持续恢复 12
（四）投资：制造业投资继续领跑 13
1.制造业投资：“疫情差”决定高景气 13
2.房地产投资：销售与投资分化 13
3.基建投资：表现乏力 14
（五）贸易：“出口替代”延续 14
1.出口：“替代效应”延续 14
2.进口：景气提升拉动 15
3.前瞻：短期延续强势 16
（六）物价：CPI 由负转正 物价整体回升 16
1. CPI：食品项驱动增速回升 16
2. PPI：大宗商品普涨带动增速回升 17
（七）工业企业利润：主要工业板块实现正增长 18
1.动力：需求引领，量升价稳 18
2.结构：主要工业板块均实现正增长 19
3.前瞻：2021 年上半年有望保持增长 20

四、货币金融：信用“稳”而非“紧” 21
（一）两项直达实体工具延期：让子弹再飞一会儿 21
1.政策背景：“不转急弯” 21
2.政策特征：“直达性”“市场化” 21
3.政策影响：“稳总量”“重结构” 22
（二）2020 年 12 月金融数据 23
1.信贷：总量季节性回落，结构大幅优化 23
2.社融：政府债券改善，非标企业债走弱 24
3.货币：M2-M1 剪刀差走阔 25
4.前瞻：“稳货币”“稳信用”基调延续 25
（三）1 月 15 日央行发布会及 MLF 操作：货币政策并未大幅转向 26
1.经济前景：经济稳步回暖，物价温和上涨 26
2.金融市场：两大关注点 26
3.政策操作：稳步回归中性 26
4.小结：货币政策并未大幅转向 27
五、财政收支：收入稳步达标，支出仍待发力 29
（一）公共财政收入降幅收窄 29
（二）公共财政支出进度偏缓 30
（三）土地出让收入以稳为主 30
（四）结论：财政政策有望回归“常态” 31

图目录

图 1：美国新增非农就业转负 3
图 2：休闲酒店业修复出现反转 3
图 3：“永久-临时失业差”缩窄 4
图 4：不同学历人群就业趋势分化 4
图 5：美联储资债表近期扩张放缓 5
图 6：美国疫情传播速率边际下行 5
图 7：美国通胀近期出现边际下行 5
图 8：新财政刺激使 12 月美国居民收入边际提升 5
图 9：去年 8 月后美国债收益率逐渐走高 7
图 10：美元指数有所企稳 7
图 11：四季度 GDP 增速骤减 8
图 12：美制造业 PMI 处于近年高位 8
图 13：国民经济活动指数边际回升 9
图 14：美国谷歌经济活动指数缓慢下降 9
图 15：制造业与非制造业 PMI 边际回落 10
图 16：供需缺口持续收窄 10
图 17：进出口扩张放缓 11
图 18：价格进入上升通道 11
图 19：工业生产增速持续上扬 12
图 20：服务业恢复至 2019 年同期水平 12
图 21：消费持续恢复 13
图 22：制造业投资继续领跑 13
图 23：12 月贸易顺差再创新高 15
图 24：中国对美国和东盟出口大幅提升 15
图 25：防疫物资出口增速仍处高位 15
图 26：传统制造业产品出口保持韧性 15
图 27：我国自美国进口增速高于其他国家 16
图 28：原油仍是我国进口的主要拖累项 16
图 29：CPI 同比增速由负转正 18
图 30：PPI 同比继续回升 18
图 31：规上工业企业利润持续好转 18
图 32：各类需求逐次回升 18
图 33：量升价稳扩大利润空间 19
图 34：营收增长慢于利润，营收利润率处于高位 19
图 35：普惠小微贷款增速不断提升 22

图 36：12 月信贷增量创同期历史新高 24
图 37：新增人民币贷款及构成 24
图 38：新增居民贷款构成占比 24
图 39：新增非金融企业贷款构成占比 24
图 40：12 月社融季节性回落 25
图 41：新增社融及构成 25
图 42：12 月 M2-M1 剪刀差走阔 25
图 43：社融存量与 M2 存量同比增速 25
图 44：DR007 已处于 7 天逆回购利率下方 27
图 45：同业存单利率已处于 MLF 利率下方 27
图 46：公共财政收入增速处于历史较低水平 29
图 47：增值税累计同比增速继续反弹 29
图 48：税收收入增速继续小幅反弹 30
图 49：公共财政支出增速继续反弹 30
图 50：债务付息支出增速领跑各项财政支出 31
图 51：国有土地出让收入增速延续反弹 31

表目录

表 1：美联储议息会议声明表述变化 7

一、宏观概览：经济持续向好，政策回归中性

2020 年末美国经济修复受阻，但整体向好的基本面未发生改变。在疫情失控和财政补贴“青黄不接”的双重压力下，美国四季度经济增速环比大幅放缓，不及市场预期，12 月美国非农就业亦再度陷入负增长。在经济复苏动能减弱，新政府仍处于过渡期的情况下，美联储维持现有宽松货币政策不变。前瞻地看，美国经济整体向好的趋势没有改变，而且随着疫苗接种加速推进和未来财政刺激持续落地，美国经济一季度将维持弱复苏并将在二季度加速向潜在水平回归，带动全球范围内的复苏共振。

中国经济实现完美收官，12 月供需两端皆有亮点。供给方面，工业生产保持强劲，增速上扬；服务业逐渐摆脱疫情影响，生产指数恢复至上年同期水平。需求方面，净出口为经济增长提供重要支撑，出口受圣诞订单和发达国家供需缺口提振，维持较高增速，进口在生产保持高位、加工贸易改善以及大宗商品价格上涨的支撑下温和修复，贸易顺差保持高位；投资整体增速回落。制造业投资在企业利润改善、新经济投资迅猛增长的背景下，继续领跑。房地产受政策和资金约束，增速下滑，但去年高土地购置将向开工和施工传导，支撑房地产投资保持一定韧性。基建投资增速连续两月下滑，由于财政部尚未下达提前批次新增专项债券额度，导致基建投资回升动力不足；消费保持增长，但部分可选消费品受“双十一”消费前置，以及冬季疫情局部反弹影响，增速有所下滑。价格方面，季节性因素和天气因素拉动 CPI 同比增速整体回升，大宗商品价格上涨带动 PPI 同比降幅收窄。预计未来一段时间出口需求仍将保持旺盛，制造业生产和投资延续增长，但春节期间消费受疫情反弹影响，回升速度可能放缓。

随着经济逐渐恢复，宏观政策亦将向常态回归。不过，根据中央经济工作会议精神，宏观政策的调整将保持“连续性、稳定性、可持续性”，短期不会大幅转向。

货币政策当前仍属于“稳信用”而非“紧信用”阶段，且今年一季度“稳货币”“稳信用”的政策基调有望延续。12 月信贷表现强于历史同期。社融增速受非标和企业债收缩影响继续回落；但今年一季度社融增速下行速度或将偏缓，呼应“不转急弯”的政策思路。M2 增速受财政投放偏缓影响有所下降。其中，企业中长贷的强势表现延续，居民短贷和中长贷尚处在稳定区间，票据融资继续修复。货币政策方面，继续向中性回归。月初两项直达实体工具的延期使得政策对小微企业融资的支持将至少延续至三季度，月中 MLF 缩量续作并不意味着货币政策立场的跳跃性变化。前瞻地看，货币政策的总量调节色彩正逐步淡化，结构性政策工具的重要性将继续上升。一季度应无降准，MLF 利率和 1 年期/5 年期 LPR 均将保持不变。

财政政策在去年相对积极，受疫情影响，表现出“超收歉支”的特点，今年财政政策将随着经济活动修复，逐步回归“常态”。2020 年，全国一般公共预算收入同比下降 3.9%，高于年初制定的-5.3%的预算增速，显示经济稳步修

复情况好于年初预期。2020 年全国公共财政支出同比增长 2.8%，低于年初制定的 3.8%的预算增速，或与地方优质项目储备不足有关，且财政支出进度总体偏缓。在“房住不炒”政策基调延续的背景下，土地出让收入增速依然明显回升。2021 年，预计财政赤字可能仍会高于 3.0%的“常规”水平。特别国债将不会继续发行，继续大规模减税降费的可能性不大。新增专项债额度大概率低于去年的 3.75 万亿。

二、海外宏观：曙光隐现

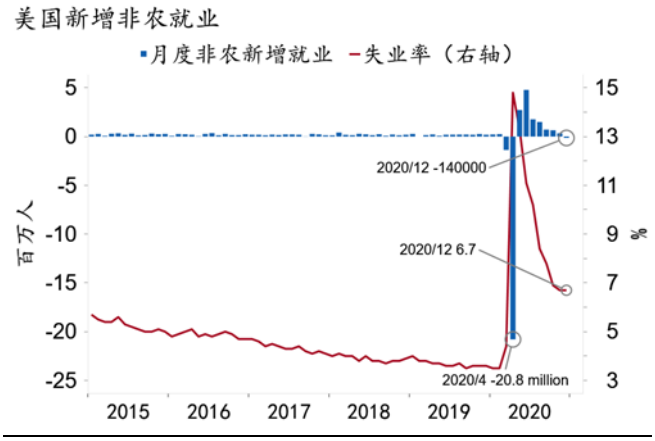
（一）美国非农：阳光总在风雨后

美东时间 1 月 8 日，美国劳工统计局（BLS）公布了 2020 年 12 月的非农就业报告。去年 12 月份美国非农就业减少 14 万，未达到市场预期的正增长（5 万），失业率则仍维持在 6.7%不变。

1. 意料之外，情理之中

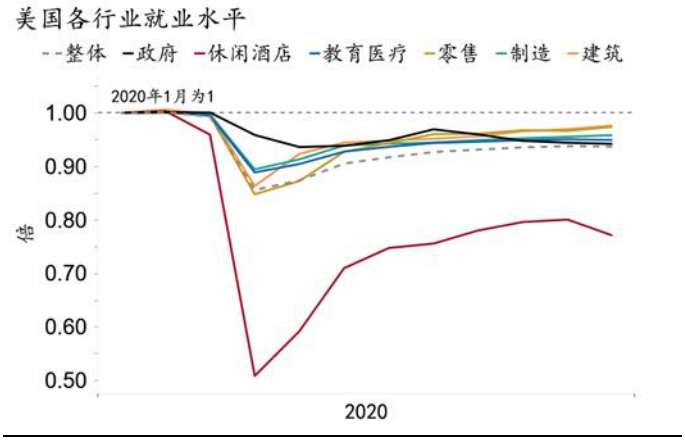
12 月美国非农就业在连续 7 个月的正增长后再度转负。作为 2020 年的收官报告，这也意味着去年美国就业净损失定格在 937 万，创下 1939 年有记录以来的最高值，也远高于 2009 年次贷危机期间的 500 万。事实上，考虑到劳动参与率的下降，11 月起新增就业已实际转负。12 月就业形势恶化的原因主要有三方面：一是疫情的第三次爆发使医疗资源承压，多州重启隔离。二是财政刺激“青黄不接”，第三轮财政刺激基本结束而第四轮补贴在圣诞节后方才签署生效。三是冬季来临使部分商业活动，特别是服务业受到抑制。ADP“小非农”就业数据与 BLS 基本一致，显示 12 月就业减少 12.3 万人。

图 1：美国新增非农就业转负



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：休闲酒店业修复出现反转



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

2. 结构：三大特征

12 月美国就业数据呈现出三大结构特征：

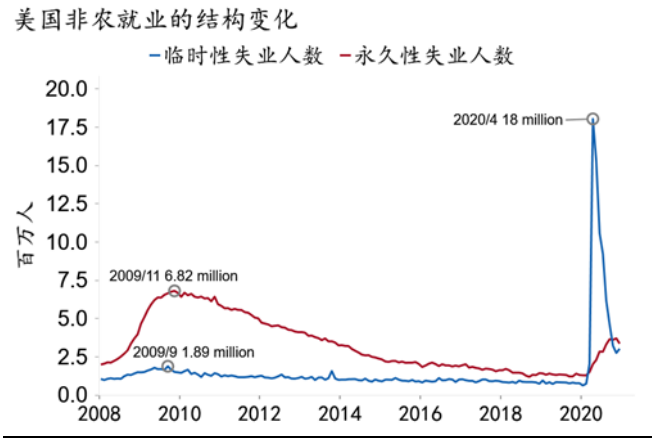
首先，私人部门分化，政府部门减员。12 月份私人部门减少 9.5 万就业岗位，占总损失的 67.9%，增量更环比减少了 51.2 万。私人部门中不同行业出现明显分化，绝大部分行业仍在持续修复，贡献负增长的主要是两大行业：一是休闲酒店减少 49.8 万，打破去年 5 月重启后的持续复苏趋势。其中餐饮业损失最为严重，减员约 37.2 万。二是私立教育减少约 6.2 万。政府部门则持续萎缩，但幅度有所放缓，减员约 4.5 万，主要来自于州和地方政府。疫情爆发后，美国州和地方政府在财政“增支减收”的窘境下不断裁员，而美国新一轮财政刺激中受共和党的阻挠并未包含任何对地方政府的转移支付。具体来看，州政府

减员 1.9 万，主要受公立教育机构约 2 万人的缩编拖累；地方政府减员 3.2 万，主要源自普通雇员的减少（3.15 万）。

其次，就业损失主要来自临时性失业。居民调查显示 12 月临时性失业增加 27.7 万，贡献了非农就业损失的 198%，而永久性失业逆势大幅下降 34.8 万，使永久-临时失业差缩小至约 40 万。**这指向劳动力市场对中长期经济走势持乐观态度，经济复苏的内生动力未发生改变。**

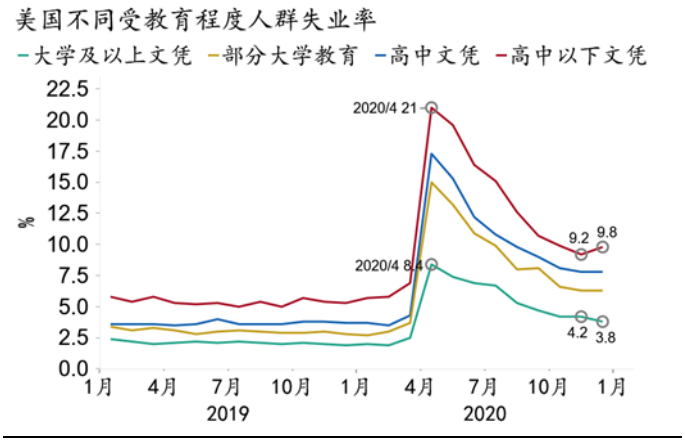
最后，不同劳动群体分化再现。12 月美国不同学历人群失业率出现明显分化。其中高中以下学历人群失业率环比反弹 0.5pct 至 9.8%，而大学以上学历人群失业率则持续下降 0.4pct 至 3.8%，**指向受疫情反弹影响的人群仍主要是从事服务业的低收入群体。**这样的分化也反映在平均收入水平的变动上：12 月非农就业时薪上涨 23 分至每小时 29.81 美元，指向损失的岗位收入多低于平均工资水平。

图 3：“永久-临时失业差”缩窄



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 4：不同学历人群就业趋势分化



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

3. 阳光总在风雨后

前瞻地看，就业市场的短期困难未改变经济基本面整体向好的趋势。一方面，美国大选和国会换届尘埃落定。随着国会对选举结果的认定以及参议院归属的明确，拜登就职后施政的阻力已大为减弱，联邦政府对居民和地方的转移支付有望大幅加强。另一方面，美国疫苗接种持续加速。截至 1 月 29 日近 2800 万人已接种疫苗，每日接种约 38 万人且仍在持续提速。尽管整体接种率未及预期且疫苗有可能随病毒变异失效，但乐观情形下今年二季度美国经济活动有望开始向潜在水平加速回归。

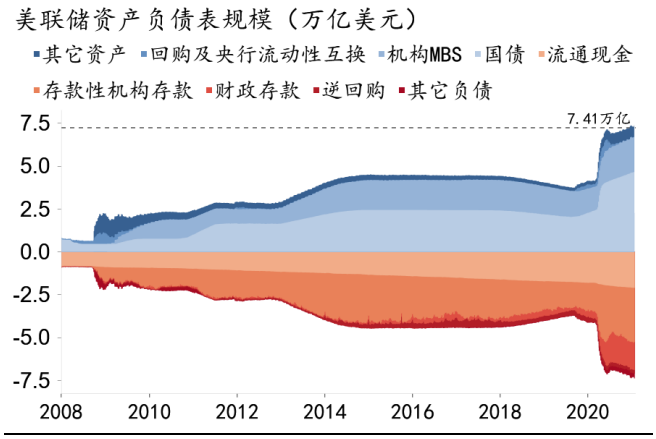
（二）美联储：也无风雨也无晴

美东时间 1 月 27 日，美联储公开市场委员会（FOMC）在 1 月议息会议后发表声明，宣布将维持联邦基金利率在 0-0.25%区间及目前的购债速度不变（每月 800 亿美元国债+400 亿美元机构 MBS）。

1. 大背景：修复遇阻，新政未稳

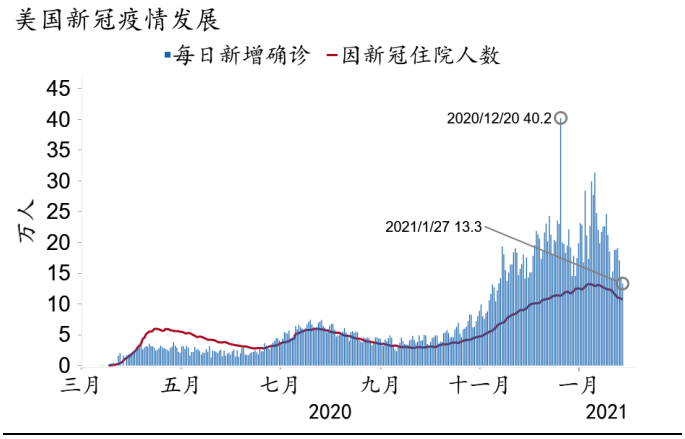
作为拜登就任后美联储的首次会议，本次议息会议受到市场的广泛关注。一方面，去年 10 月以来，新冠疫情在美再度失控，各州被迫升级防疫措施，经济修复步伐大幅放缓，就业再现负增长。另一方面，尽管拜登已经顺利就职，但新政府仍处于过渡期，内阁核心岗位人员尚未搭建完成，多位提名人选尚待国会批准。此外，拜登政府的财政计划和酝酿中的下一轮财政刺激方案尚不明朗。市场关注焦点集中在美联储对未来经济走势及货币政策预期的表述上，特别是购债计划的削减时点。

图 5：美联储资债表近期扩张放缓



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 6：美国疫情传播速率边际下行



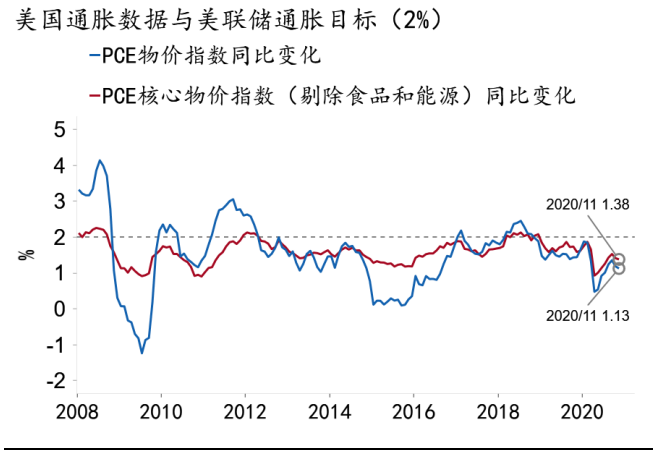
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

2. 经济预期：美国步入“疫苗复苏”

美联储对美国经济状况的表述较先前出现了明显变化：

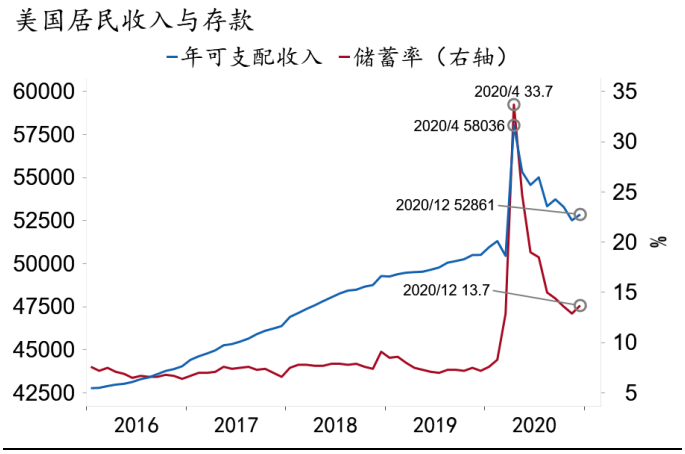
短期内，美联储认为美国经济自去年底开始承压。在疫情失控和财政补贴青黄不接的双重压力下，美联储在会议声明中将经济活动和就业“持续修复”的表述调整为“修复在近几月放缓”。

图 7：美国通胀近期出现边际下行



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 8：新财政刺激使 12 月美国居民收入边际提升



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

中期内，美联储主席鲍威尔疫后首次公开表示对美国经济前景持审慎乐观态度。鲍威尔会后表示“今年晚些时候经济前景出现改善”（an improved outlook for later this year）的原因包括：（1）疫苗开始大规模接种；（2）社

交隔离和佩戴口罩等防疫措施持续实施；（3）有效的财政刺激；（4）疫后经济展现的超预期韧性；（5）宽松的货币政策。

在去年 12 月的季度经济展望中，美联储全面上调了经济预测，将今年 GDP 增速预测值上调 0.2 个百分点至 4.2%，失业率预测值下调至 5%。基于疫苗和财政补贴的乐观预期，IMF 本周也将美国今年 GDP 增速大幅上调 2 个百分点至 5.1%。

值得注意的是，疫苗接种率将成为美联储决策的重要参考指标。美联储在声明中将疫苗接种进度（progress on vaccinations）纳入了决定未来经济走向的因素中。拜登本周公布了在其上任 100 天内接种 1 亿人的计划。目前美国已有两种疫苗获批，整体接种 2,354 万剂，平均增速每天达 110 万且仍在加速。强生疫苗也有望在两周内获得 FDA 的紧急使用许可，有助于改善当前疫苗短缺的状况。

3. 缩减购债：“为时尚早”

短期内美联储的购债计划不会发生调整。会后鲍威尔再次强调削减购债“为时尚早”（premature），需待美联储的充分就业和价格稳定目标取得“实质性进展”（substantial progress）。当前对美联储而言，就业目标优先级显然高于通胀。去年 12 月，美国仍有近 1,000 万人因疫情失业，失业率高达 6.7%。

此外，鲍威尔特别强调，购债计划调整前美联储会给出明确指引，以防止可能带来的意外和恐慌，避免类似 2013 年的“削减恐慌”（Taper Tantrum）。参考美联储在次贷危机后的操作，量化宽松力度可能在 2023 年之前开始减弱。

4. 前瞻：货币政策中期维持稳定

前瞻地看，美联储货币政策在中期内将保持稳定。我们预计，在二季度美国完成高危人群接种后，经济修复就将加速上行。但考虑到疫情长期失控对供给侧造成的深度损伤，“平均通胀目标”框架下的美国货币政策仍将延续宽松，政策立场“回拨”的时点将显著晚于“疫情顶”/“经济底”。本月新任财长耶伦在国会明确表示美国财政政策需有“大动作”（act big），而低利率则是美国高额财政赤字可持续的必要条件。

图 9：去年 8 月后美国债收益率逐渐走高



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 10：美元指数有所企稳



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

市场方面，因美联储鸽派立场符合市场预期，财政刺激计划不确定性引发市场波动。美联储议息会议前夕，因市场对拜登政府 1.9 万亿美元刺激计划的落地规模与实施时间表存在疑虑，使得美股下挫、美债收益率下行。鲍威尔重申维持宽松政策的承诺，并未考虑升息或缩减购债的时间表，使十年期美债收益率重回 1%。美股散户与机构的多空对决，叠加前期涨幅过高和通胀预期上行等因素点然市场避险情绪，美股回调，美元指数上行至 90.7。货币市场方面，境内美元伴随春节假日临近跨节需求旺盛，因美元整体供给充足，呈现中性偏宽松格局。

表 1：美联储议息会议声明表述变化

类型	2021 年 1 月 17 日	2020 年 12 月 16 日
经济状况	经济活动和就业修复在近几月放缓，特别是受疫情影响最为严重的行业	经济活动和就业持续修复但仍显著低于年初水平
	经济的走向很大程度取决于疫情，包括疫苗接种进度	经济的走向很大程度上取决于疫情
	当前的公共卫生危机将持续对经济活动、就业和通胀带来压力，并为经济前景带来风险	当前的公共卫生危机将在短期持续对经济活动、就业和通胀带来压力，并为中期经济前景带来风险

资料来源：Fed、招商银行研究院

（三）美国经济：步履不停

2020 年四季度美国实际 GDP 环比折年率初值为 4%（同比-2.5%），略低于市场预期（4.3%）。

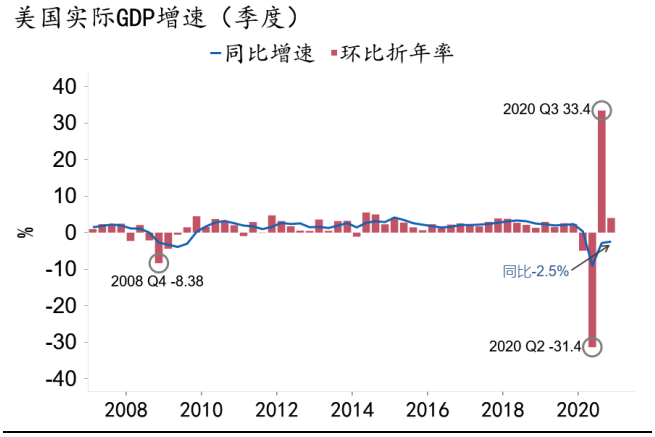
1. 总量：修复遇阻，差距仍存

2020 年美国实际 GDP 增速为-3.5%，创下二战后最低值。2009 年次贷危机期间美国 GDP 增速为-2.5%。

从节奏上看，疫情冲击下，过去一年美国经济仿佛坐上过山车，一季度环比年化增速-5%（同比 0.32%）；二季度社交隔离导致经济断崖式下跌，-31.4%

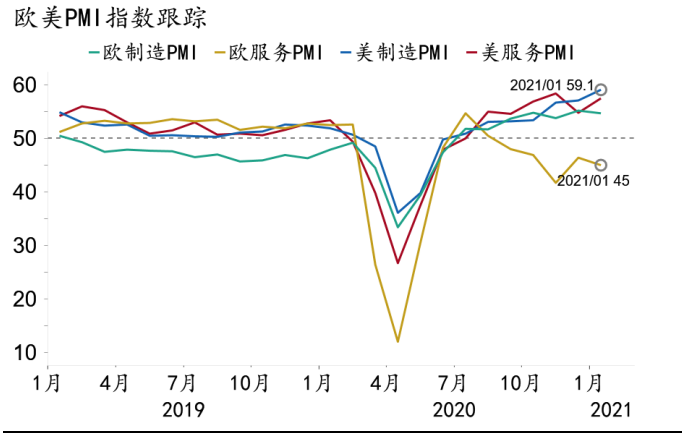
（同比-9%）的增速为二战后以来最大单季跌幅；三季度复工后美国经济强劲反弹，创下最大单季涨幅 33.4%（同比-2.8%）；四季度美国疫情反弹，经济复苏动能骤减，增速回落至 4%（同比-2.5%）。

图 11：四季度 GDP 增速骤减



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 12：美制造业 PMI 处于近年高位



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

2. 驱动：消费投资角色切换

私人投资和消费仍是四季度 GDP 的主要支撑因素，但增速显著下降。其中，私人投资和商品消费均已超越疫前水平，而服务类消费仍显著低于疫前水平（同比-6.8%）。

私人投资环比增加 25.3%（同比 3.2%），取代消费成为四季度经济增长的主要动能，拉动 GDP 环比增长约 4.06pct，其中固定资产投资拉动 3.02 pct，库存拉动 1.02pct。

占美国 GDP 约 7 成的消费在四季度增速大幅回落，环比增速较前值下跌 38.5pct 至 2.5%（同比-2.6%），拉动 GDP 环比增长 1.7 个百分点。从构成上看，由于财政刺激“断档”，居民收入和储蓄持续下降，使得商品消费环比小幅负增长（-0.4%）。服务消费则好于预期，在疫情反弹下仍维持弱复苏（4%），其中八成增量来自医疗类支出。

3. 拖累：净出口与政府支出

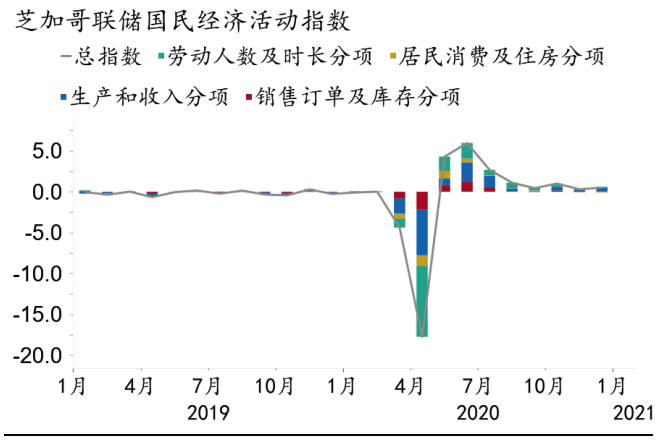
需求“外溢”使净出口持续成为美国经济的主要拖累（拖累环比增速 1.5pct）。四季度美国进出口连续第二季高增长，在生产修复滞后需求的情况下，进口环比增速（29.5%，同比-0.6%）明显高于出口（22%，同比-11%）。

政府支出环比继续下降，但降幅收窄至-1.2%（同比-0.6%），拖累 GDP 约 0.2 个百分点。除防务支出持续加大（5%，同比 2.9%）外，联邦及地方政府开支均出现下降。

4. 前瞻：二季度美国经济或将加速修复

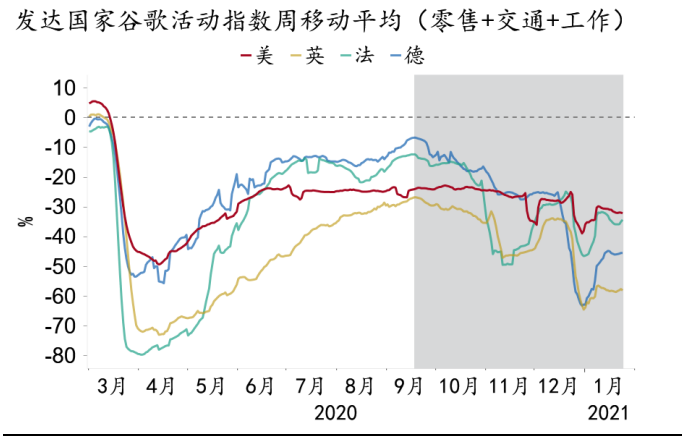
前瞻地看，美国经济基本面向好的趋势没有改变，今年一季度经济将维持弱复苏，二季度有望加速向潜在水平回归。主要原因有三：

图 13：国民经济活动指数边际回升



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 14：美国谷歌经济活动指数缓慢下降



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

一是疫情回落。美国目前日均新增已回落至 15 万例以内，因新冠住院人数也较月初的 13 万峰值回落至约 10 万人，医疗资源压力边际缓解，防疫措施或相应有所松动。

二是疫苗接种。拜登就任后宣布了 100 天接种 1 亿人的计划，截至 1 月 28 日美国疫苗接种剂数达 2,465 万剂（每百人接种 7.45 剂），未来接种率有望进一步加速上行。今年二季度美国高危人群接种完成后，经济有望加速复苏。

三是拜登新政。民主党掌控两院为拜登施政争取了更多空间。新任财长耶伦在国会明确表示财政应“大胆行动”（act big），未来美国大概率将在 3 月底本轮补贴到期前出台大规模财政刺激计划。

三、实体经济：复苏延续

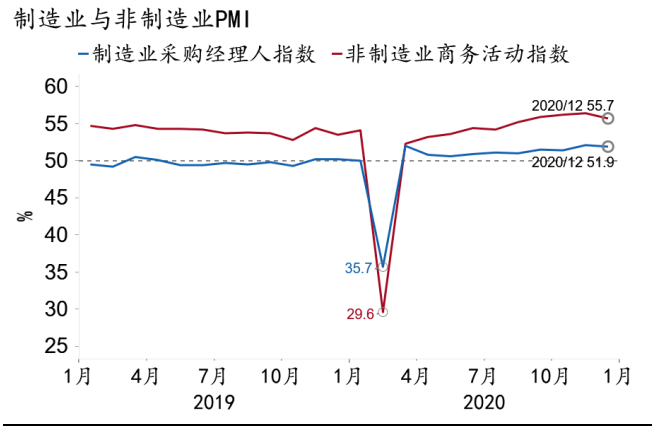
新冠疫情冲击下，2020 年中国经济走出 V 型反转。一季度 GDP 增速剧烈下滑至-6.8%后，经济增速逐季走高，四季度达到 6.5%，超过潜在增长水平。值得注意的是，这部分得益于统计局将 2019 年四季度 GDP 增速下修 0.2pct 至 5.8%。

2020 年我国经济修复的支撑因素不断变化：一季度末主要得益于全国疫情受控以及大面积复工复产；二季度，逆周期政策发力，基建和房地产为经济托底；下半年之后，“出口替代”与“进口替代”效果逐渐增强，强化了居民和企业市场信心，经济增长动能不断增强。

（一）PMI：修复持续

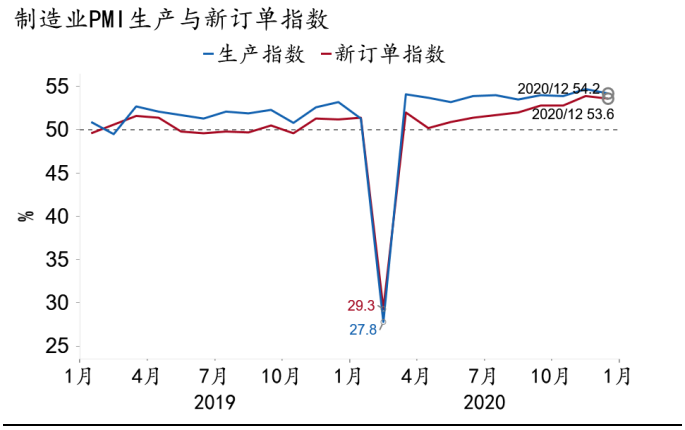
12 月中国制造业采购经理人指数为 51.9%，较上月下降 0.2 个百分点，非制造业商务活动指数为 55.7%，较上月下降 0.7 个百分点，连续 10 个月高于荣枯线，指向经济修复态势延续。

图 15：制造业与非制造业 PMI 边际回落



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 16：供需缺口持续收窄



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

1. 制造业：修复速率边际放缓

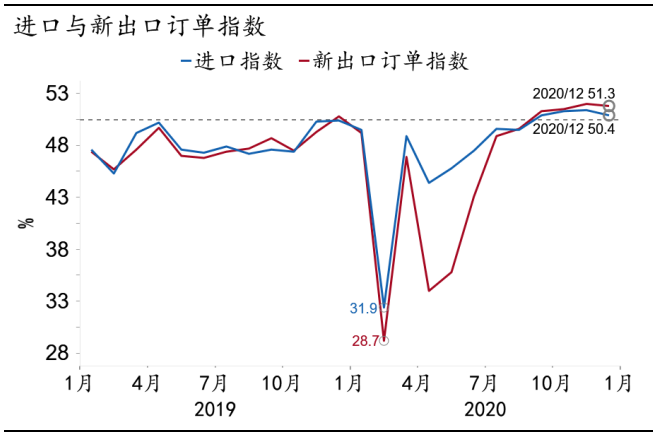
制造业产需两端景气度双双回落，但长期趋势仍处于上升通道。12 月生产指数回落 0.5 个百分点至 54.2%，新订单指数回落 0.3 个百分点至 53.6%。虽然扩张速率环比有所放缓，但仍高于近年平均水平，说明经济修复趋势未变。产需指数环比收缩的原因有两点：一是 10-11 月在外需带动下生产和需求扩张幅度较大，工业增加值、出口增速处于高位，因此进一步上升的空间受限；二是季节性因素影响，冬季一般是制造业的淡季，受疫情影响，海外订单回流，使周期弱化，但随着外需扩张放缓，供需周期性下落逐渐显现。

价格上行趋势显现，PPI 或将进入加速回升。在总需求持续回升背景下，3 月以来供大于求的局面不断好转，受此影响，工业品价格进入上升通道。价格 12 月原材料购进价格指数上升 5.4 个百分点至 68%，产成品出厂价格指数上升 2.4 个百分点至 58.9%，连续两个月大幅增长。反映在产品价格上，11 月

PMI 指数已同比回升 0.6 个百分点至-1.5%，未来在全球经济回暖、大宗商品价格上升的推动下，PPI 有望继续上行。

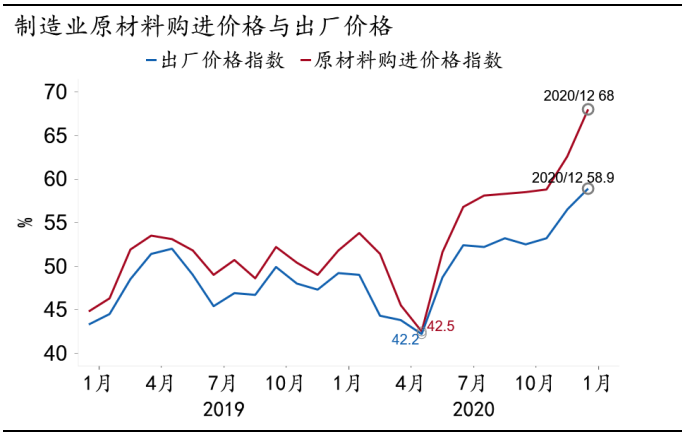
进出口扩张放缓。12 月新出口订单指数下降 0.2 个百分点至 51.3%，新出口订单指数的回落主要由于前期基数较高，当前欧美正处于第三波疫情的高峰，我国出口替代优势短期内不会逆转。进口指数受生产扩张放缓，以及欧洲封锁导致海外供应链再次阻塞影响，边际回落 0.5 个百分点至 50.4%。

图 17：进出口扩张放缓



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 18：价格进入上升通道



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

2. 非制造业：季节性放缓

12 月非制造业商务活动继续保持扩张，但受季节性因素和近期部分区域疫情反弹影响，扩张幅度有所下降。新订单指数受季节性因素影响，比上月回落 0.9 个百分点至 51.9%。在需求上行的带动下，中间投入价格与收费价格指数继续回升，企业利润空间得到拓展。

建筑业依旧景气，订单及利润空间有所增长。建筑业商务活动指数回升 0.2 个百分点至 60.7%，继续保持高位。新订单指数上升 1.8 个百分点至 55.8%，年底新订单增长指向明年建筑施工活动保持景气。建筑业收费价格指数上升 2.7 个百分点至 54%，建筑行业利润有望上升。

服务业扩张放缓，生产性服务业景气度高位回落，消费性服务业小幅上升。服务业商务活动指数回落 0.9 个百分点至 54.8%。其中生产性服务业受制造业整体扩张放缓影响，回落 3.7 个百分点至 58.2%，是服务业指数下降的主要拖累因素。消费性服务业上升 2.1 个百分点至 55.4%，零售、住宿、居民服务等行业均有所增长，但餐饮业受疫情局部爆发影响，下降 1.6 个百分点至 49.1%，出现收缩。

3. 前瞻：向常态回归

12 月 PMI 继续处于扩张区间，但扩张幅度边际下降，说明我国经济复苏已进入最后阶段，四季度 GDP 增速有望达到或小幅超出趋势水平。未来我国经济将继续回补疫情冲击造成的缺口，修复速度或将进入边际递减过程，PMI 也将逐渐向历史中枢回归。

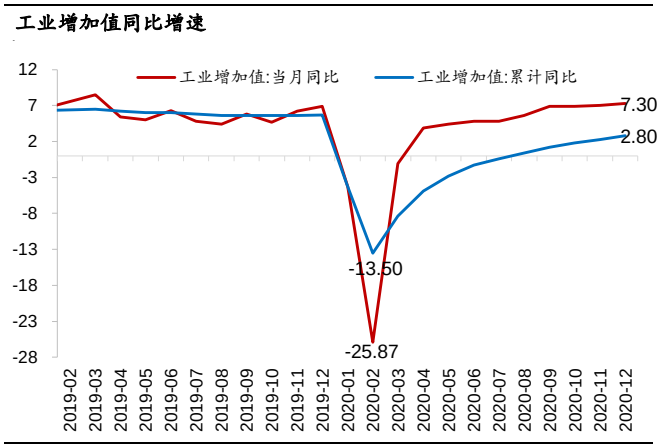
（二）生产：景气持续，增速上扬

12 月规模以上工业增加值同比增长 7.3%（比上月提升 0.3pct），为去年最高；环比增长 1.1%，为去年下半年最高。**分三大产业看，中游生产仍然最为景气**。严寒天气和大宗商品价格上行是上游增速跳升的主要原因（12 月同比 4.9%，前值 2.0%）；制造业增加值同比增速与上月持平（12 月同比 7.7%），其中医药制造（16.9%）、通讯电子（11.4%）和通用设备（11.1%）行业表现亮眼，增速继续上行；电力、热力、燃气及水生产和供应业略加速 0.7pct（11 月同比 6.1%，前值 5.4%）。

由于疫情受控，服务业生产在年底恢复至 2019 年同期水平。12 月服务业生产指数当月增速维持在 7.7%的高位，四季度该指数比三季度加快 3.4 个百分点。

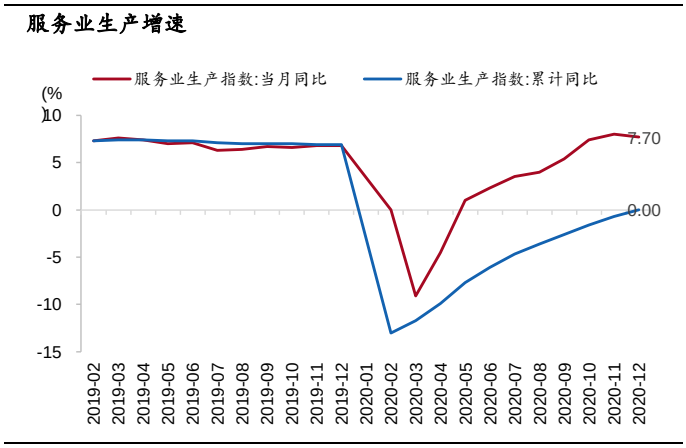
前瞻地看，今年初制造业景气指数仍将处在上升通道，潜在影响来自内外两方面：一是国内多地出现零星疫情反弹，“就地过年”等防疫政策出台，将制约服务业反弹动能；二是海外疫情失控，疫苗尚未起效，叠加美国新一轮 1.9 万亿美元刺激方案，仍将从外部支撑我国生产。

图 19：工业生产增速持续上扬



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 20：服务业恢复至 2019 年同期水平



资料来源：WIND、招商银行研究院

（三）消费：持续恢复

疫情冲击下，我国居民人均可支配收入增速显著下滑，拖累消费支出。去年全年我国居民人均可支配收入 32,189 元，实际增长 2.1%，社会消费品零售总额累计同比下跌 3.9%。

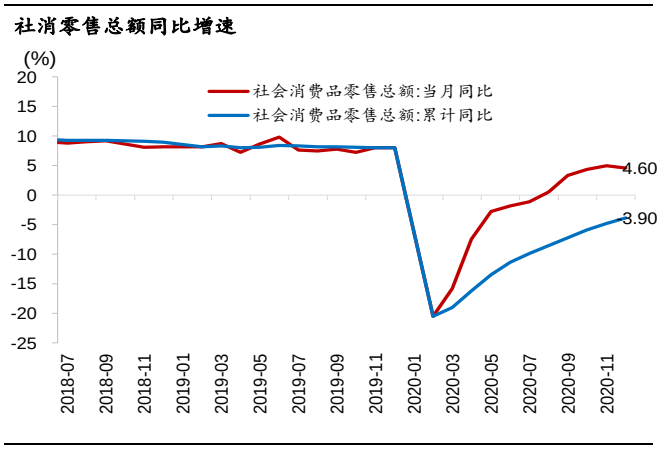
四季度消费持续恢复。12 月社会消费品零售总额当月同比增速 4.6%，低于上月 0.4pct，但除汽车以外的消费品零售额同比增速 4.4%，比上月回升 0.2pct。受 2019 年底高基数扰动，汽车消费增速下滑，但汽车需求仍然强劲。

从结构上看，必选消费品依旧维持高增长，粮油食品、饮料、烟酒、日用品 12 月当月增速分别为 8.2%、17.1%、20.9%、8.0%；**部分可选消费品受“双十一”消费前置影响，12 月增速大幅下滑**，化妆品、金银珠宝、通讯器材增速分别下滑 23.3pct、13.2pct、22.6pct。餐饮消费同比增长 0.4%，年内首次转

正。此外，**与房地产相关的消费品类出现回升势头**，家用电器、建筑及装潢材料类消费增速分别上升至 11.2%和 12.9%。

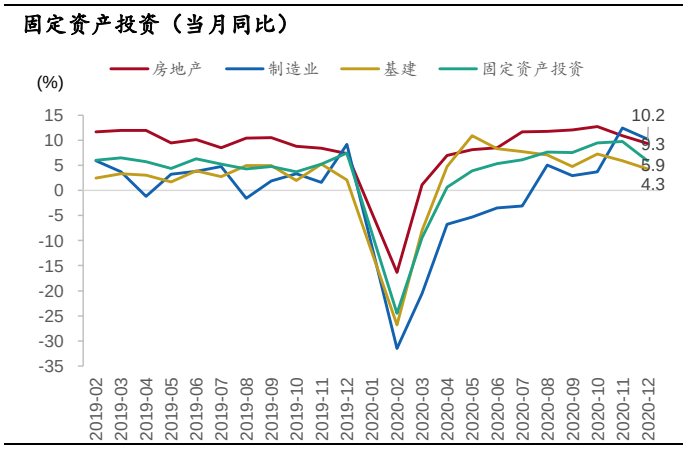
前瞻地看，消费有望继续回暖，但受疫情反弹影响，修复速度或将放缓。首先是由于经济和就业形势不断好转。四季度就业形势进一步回稳向好，12 月份失业率降至 5.2%，与 2019 年同期持平。其次是受“内循环”战略下提振消费政策的推动。

图 21：消费持续恢复



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 22：制造业投资继续领跑



资料来源：WIND、招商银行研究院

（四）投资：制造业投资继续领跑

1-12 月，全国城镇固定资产投资同比增速为 2.9%，较前值提高 0.3pct，12 月固定资产投资当月同比增长 5.9%，较前值下降 3.8pct。

1.制造业投资：“疫情差”决定高景气

制造业在出口需求旺盛和生产动力充足的背景下，投资继续修复。1-12 月制造业投资累计同比-2.2%，较上月继续回升 1.3pct，12 月当月同比增长 10.2%，连续 5 个月正增长。电气机械、通讯电子、汽车等行业是制造业投资的主要增长点。

制造业投资增长的来源于三方面：**一是出口需求强劲**。由于海外疫情失控，防疫物资出口增速仍处高位，机电产品和高新技术产品出口保持高速，传统出口商品中的家具、家电、灯具依然不弱。**二是企业利润改善，信心充足**。1-11 月规上企业利润累计同比增长 2.4%，企业资产负债表修复，经济恢复内生动力逐步增强，投资稳步回升。**三是新经济投资增长迅猛**，主要包括医药制造业（12 月累计同比 28.4%）和通讯电子（12.5%）。

2.房地产投资：销售与投资分化

房地产销售和投资增长出现分化。一方面，销售增速继续上行。1-12 月商品房销售面积同比增长 2.6%，较前值提升 0.7pct；销售金额同比 8.7%，较前值提升 1.5pct。**另一方面，房地产投资增速继续下滑**，1-12 月房地产投资同比增速较前值提升 0.2pct 至 7.0%，12 月房地产投资当月同比增长 9.3%，较前值下

降 1.6pct。**土地成交热度有所恢复，总金额同比继续增长。**1-12 月土地购置面积同比-1.1%，跌幅较前值缩小 4.1pct；土地成交价款累计同比 17.4%，较前值增长 1.3pct。

销售旺盛叠加房地产贷款政策收紧，房企开发投资资金结构出现调整。12 月房地产企业到位资金同比增长 8.1%，较前值提升 1.5pct。自筹资金（12 月累计同比 9.0%）、定金及预收款（8.5%）、个人按揭贷款（9.9%）增速均高于国内贷款（5.7%）。

前瞻地看，房地产贷款集中度管理制度和房企融资“三条红线”政策将自今年 1 月 1 日起实施，将同时约束房地产市场供需两端，对房地产销售和投资造成一定负面影响。但房企去年高土地购置将向开工和施工传导，从而支撑房地产投资保持一定韧性。

3.基建投资：表现乏力

基建投资当月增速连续两月下滑。12 月当月投资增速下滑至 4.3%，较 11 月下降 1.6pct。目前财政部仍未下达 2021 年提前批次新增专项债券额度，打破前两年提前发行次年专项债的惯例，一定程度上制约了财政收支，导致基建投资回升动力不足。

前瞻地看，基建投资将保持温和增长。一方面，随着经济企稳恢复、地方政府债务付息压力增大，逆周期政策可能逐步退出；房地产企业融资约束渐显，拿地热情受到抑制，土地财政将不断弱化。另一方面，新基建领域将加快建设，聚焦“两新一重”和补短板，支撑基建增速。

（五）贸易：“出口替代”延续

2020 年 12 月进出口依旧强劲，贸易顺差进一步扩大。以美元计，2020 年 12 月我国出口金额 2,819.3 亿美元，同比增长 18.1%（市场预期 15.2%），较前值回落 3 个百分点；进口金额 2,037.5 亿美元，同比增长 6.5%（市场预期 4.6%），较前值上升 2 个百分点。12 月进出口贸易顺差 781.7 亿美元，再创新高。

2020 年全年出口金额同比增长 3.6%，比 2019 年增长了 3.1 个百分点。全年进口金额同比下跌 1.1%，较上年略有回落。全年贸易顺差 5,350.3 亿美元，为有数据记录以来的第二高点，仅次于 2015 年。

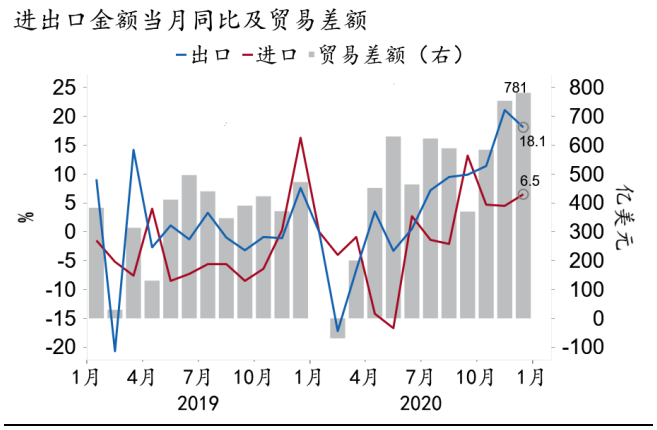
1. 出口：“替代效应”延续

我国出口同比增速较上月小幅回落，但仍超越市场预期，处于近年高位。支撑出口的逻辑与前期相同，主要是由于美欧地区疫情尚未得到有效控制，生产生活无法恢复，需求出现外溢，以及中国对其他受疫情冲击的发展中国家的出口替代。

分地区来看，美国和东盟是出口增长的主要贡献地区。我国对美国出口仍处于高位，12 月同比增长 34.5%（-11.6pct）；对东盟出口增速大幅提升至

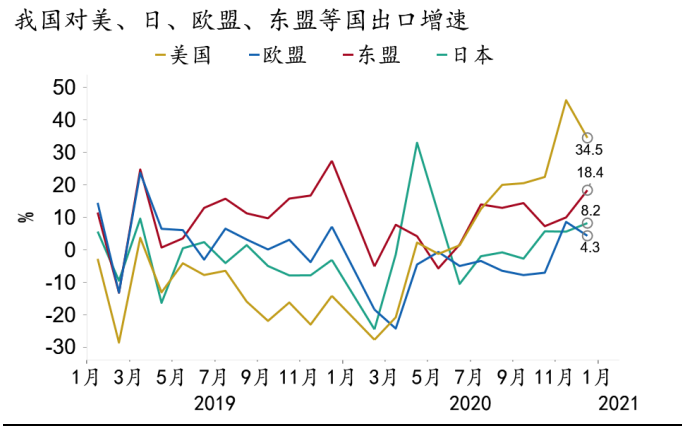
18.4%（+8.4pct）；对日本出口增长 8.2%（+2.6pct）；对欧盟出口增长 4.3%（-4.3pct）。

图 23：12 月贸易顺差再创新高



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

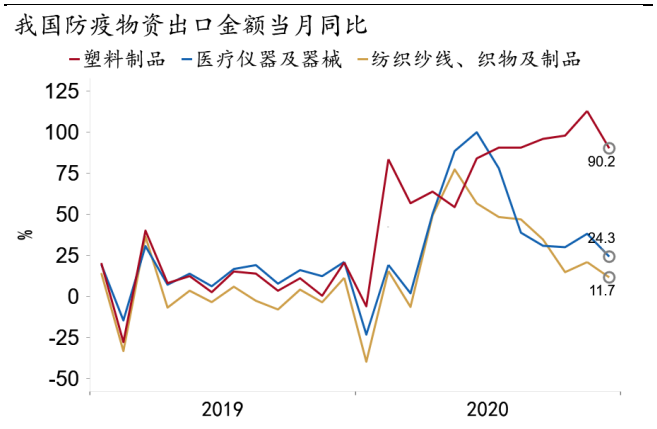
图 24：中国对美国和东盟出口大幅提升



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

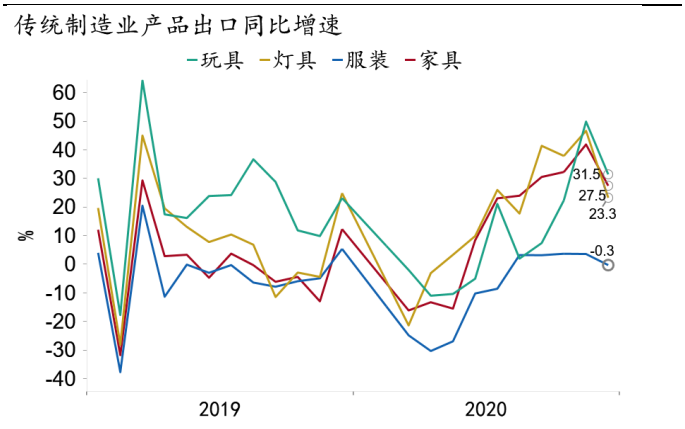
分产品看，防疫物资出口增速继续回落但仍在高位，机电产品和高新技术产品出口保持高速，传统出口商品中的家具、家电、灯具依然不弱。防疫物资方面，纺织品和医疗器械出口同比分别为 11.7%（-9.3pct）和 24.3%（-13.9pct）。机电产品同比增长 23.1%（-1.9pct），高新技术产品出口增长 26.5%（+5.4pct），其中集成电路和液晶显示板同比增速分别为 39.4%（+13pct）和 27.8%（+8.3pct）。传统制造产品中，玩具、家具、灯具增速有所回落，同比分别为 31.5%（-18.4pct）、27.5%（-14.4pct）和 23.3%（-23.4pct），服装出口增速出现下滑，至-0.3%（-3.9pct）。

图 25：防疫物资出口增速仍处高位



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 26：传统制造业产品出口保持韧性



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

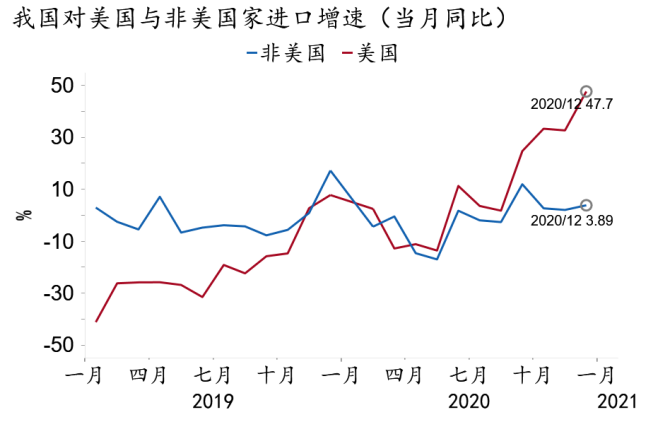
2. 进口：景气提升拉动

12 月我国进口增速小幅上升，高于市场预期。进口回升主要受国内生产保持高位、加工贸易改善以及大宗商品价格上涨支撑。当前工业增加值连续两个月保持 7%的高增速，同时 PMI 数据显示短期内生产依旧将保持景气。进料加工贸易连续两个月大幅反弹，12 月进口同比增长 17.6%。大宗商品价格显著上行，12 月 CRB 现货综合指数同比上涨 10.3%。

分地区看，在全球产业链逐渐恢复的背景下，12 月中国至美日欧及东盟的进口均大幅增长，但对美国进口增长大于其他国家。12 月对美国进口同比增长 47.7%（+15pct）；对东盟进口增速大幅提升至 21.7%（+12.4pct）；对日本进口增长 12.3%（+5.1pct）；对欧盟进口增长 15.5%（+11pct）。

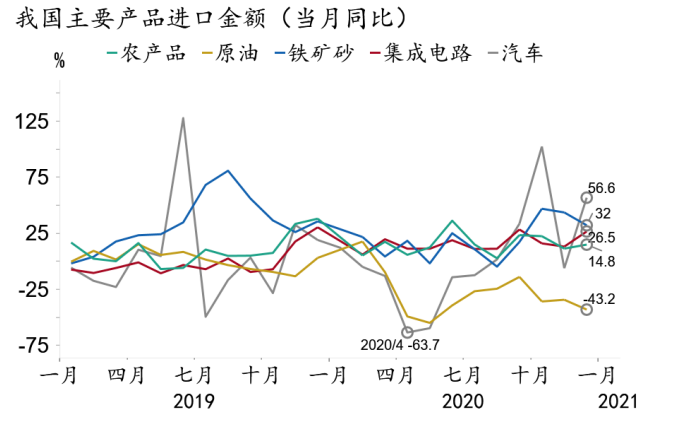
分产品看，12 月进口的增量主要由铁矿砂、机电产品和高新技术产品拉动，原油仍然是进口主要的拖累项。12 月铁矿砂进口金额因价格提升而保持较高增速，同比增长 32%（-11.4pct）。机电产品进口金额增速为 20.2%（+9.5pct）。高技术产品进口金额同比上涨 20.1%（+6.5pct）。原油进口金额同比下降 43.2%（-8.8pct）。农产品进口增速有所回升，进口金额同比增长 14.8%（+3.6pct）。

图 27：我国自美国进口增速高于其他国家



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 28：原油仍是我国进口的主要拖累项



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

3. 前瞻：短期延续强势

12 月我国进出口表现强劲，再次超出市场预期，贸易顺差再创新高。考虑到短期内欧美疫情无法得到有效控制，上半年我国外贸高景气度有望延续。不过，随着疫苗加速落地，发达国家经济活动有望在下半年回归正常，我国出口的替代效应将有所减弱，但在全球经济复苏共振下，全球经济和贸易的回升将强化我国进出口韧性。

（六）物价：CPI 由负转正 物价整体回升

2020 年 12 月 CPI 同比 0.2%（市场预期 0.1%），前值-0.5%。PPI 同比-0.4%（市场预期-0.7%），前值-1.5%。

1. CPI：食品项驱动增速回升

12 月 CPI 同比由负转正，较前值上升 0.7 个百分点，高于市场预期。具体来看，季节性因素和天气因素是拉动 CPI 同比增速整体回升的主要原因。

食品项仍是 CPI 回升的主要驱动力。12 月食品项和非食品项同比均由负转正。其中食品项同比由上月-2.0%回升至 1.2%，拉动 CPI 增速约 0.3 个百分点。受季节性因素以及饲料成本上涨影响，畜肉类价格有所回升，其中猪肉价格同比

缩窄 11.2 个百分点至-1.3%。而受持续低温天气影响，鲜菜、鲜果的生产和储运成本增加，价格均有所上升，特别是鲜果价格，同比涨幅扩大 2.9 个百分点至 6.5%。非食品方面，国际原油价格波动带动交通和通信价格回升，汽油、柴油和液化汽油价格上升使得交通工具用燃料同比降幅收窄。但反映有效需求的核心 CPI 却持续下降。12 月核心 CPI 同比较上月下降 0.1 个百分点至 0.4%，需求侧的修复仍需时日。

我们仍然维持长期温和通胀的判断不变。食品方面，季节性和天气因素带来的价格回弹在开春之后将逐步消退，高基数效应和猪肉价格持续下行将对整体价格形成下行压力。能源方面，全球经济修复向好将带动能源价格进一步回升。随着经济恢复常态，需求回暖叠加低基数效应将拉升消费，带动核心 CPI 回升并对整体价格形成支撑。整体来看，今年二季度开始，CPI 将逐步上行并处于温和的通胀区间内。

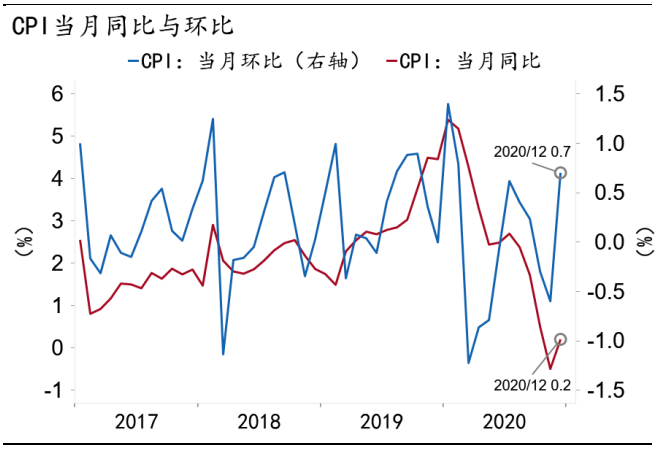
2. PPI：大宗商品普涨带动增速回升

12 月 PPI 同比-0.4%，较前值提升 1.1 个百分点。生产资料和生活资料同比降幅均收窄，其中生产资料收窄 1.3 个百分点至-0.5%，生活资料收窄 0.4 个百分点至-0.4%。

大宗商品价格上涨是带动 PPI 同比降幅收窄的主要原因。随着国内市场需求持续回暖，上中下游产品价格均有所回升。受国际大宗商品价格上涨等因素，上游的采掘业和原材料工业价格涨幅较为明显。中游加工工业价格增速由负转正。石油、煤炭及其他燃料加工业跌幅收窄，黑色金属、有色金属冶炼和压延加工业涨幅扩大。国内气温较往年同期偏低，供暖需求带动燃气生产和供应业跌幅收窄。下游行业中，农产品价格上涨拉动农副食品加工业增速回升。

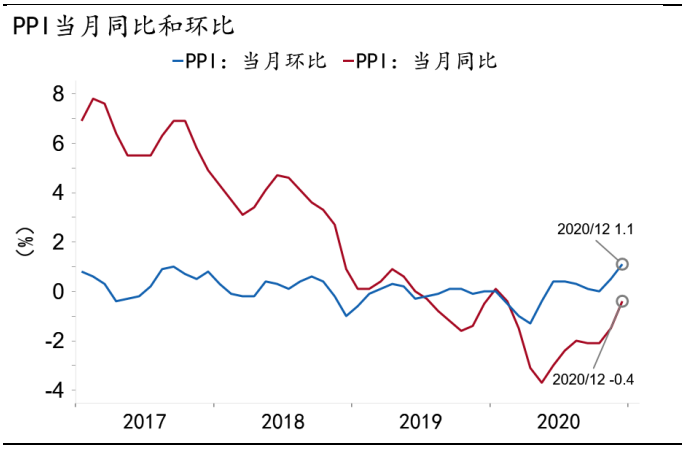
生产端修复较强，PPI 持续回升的趋势不变。内外需回暖将进一步拉动 PPI 上行。外需方面，CRB 商品价格指数持续上行，工业原料和金属同比涨幅均显著扩大。1 月 OPEC+会议达成新协议，沙特阿拉伯将在 2 月和 3 月大幅减产，其他成员国则基本保持原有供应计划，全球市场原油供给量相应降低。加之美国民主党拿下参议院，多国开始疫苗接种，全球经济全面复苏预期调升，未来原油价格将呈温和上涨趋势，对 PPI 价格形成支撑。内需方面，基建、房地产投资保持稳定，制造业强势反弹，将会持续对 PPI 构成提振。整体来看，未来 PPI 中枢大概率仍将回升。

图 29：CPI 同比增速由负转正



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 30：PPI 同比继续回升

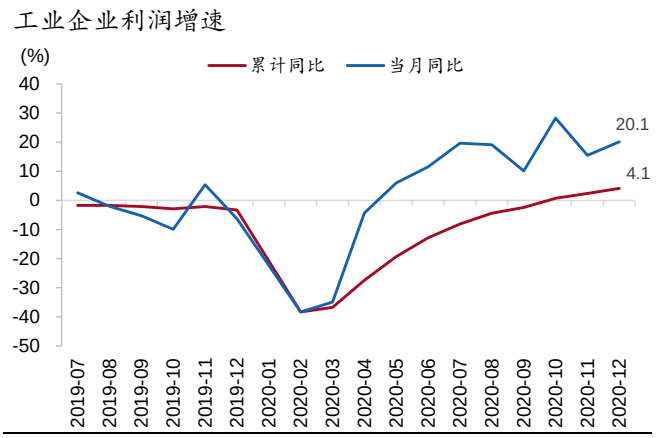


资料来源：WIND、招商银行研究院

（七）工业企业利润：主要工业板块实现正增长

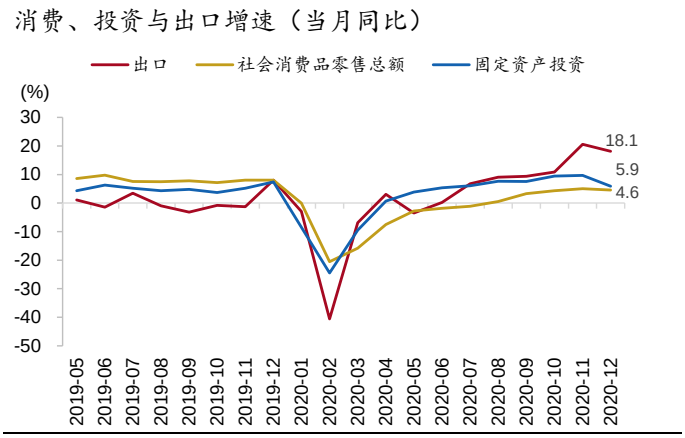
2020 年 1-12 月规模以上工业企业累计利润同比增长 4.1%，比 1-11 月上升 1.7 个百分点，12 月当月规上工业企业利润同比增长 20.1%，较上月提升 4.6 个百分点。

图 31：规上工业企业利润持续好转



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 32：各类需求逐次回升



资料来源：WIND、招商银行研究院

1. 动力：需求引领，量升价稳

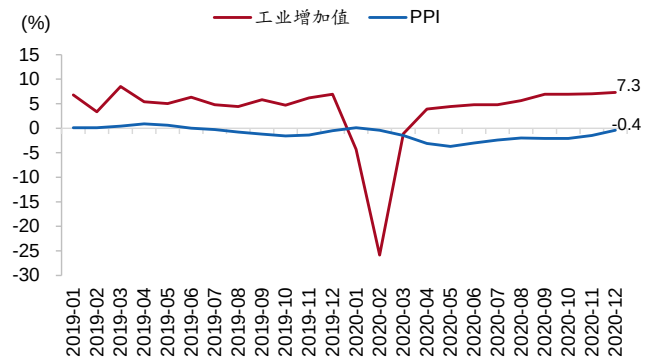
内外需求提升是拉动企业利润增长的根本动力，全年来看，随着需求端的投资、出口和消费先后回暖，各主要工业板块利润也逐次回升。复工复产后，房地产和基建率先发力，防疫物资出口爆发增长，拉动与之相关的黑色金属、非金属矿、医药制造、纺织等行业生产提速，利润上涨。去年下半年以来，消费逐渐回暖、传统出口产品增速回升、制造业投资开始发力，带动中下游设备类、消费类行业利润增长，并逐步传导至采矿和原材料行业。此外，农副产品加工、食品制造等必选消费品行业受疫情影响较小，利润始终保持增长。

生产上行、价格回升为企业利润增长创造空间。受出口高增长带动，12 月工业增加值同比增速上升至 7.3%，处于历史高位。同时，工业品价格在大

宗商品走强的支撑下，低位上行，12月PPI同比升至-0.4%，环比上涨1.1%。量价齐升为企业利润增长创造有利条件。

图 33：量升价稳扩大利润空间

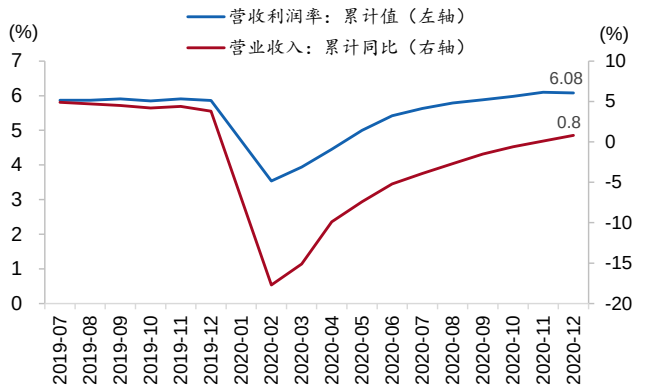
工业增加值和PPI当月同比增速



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 34：营收增长慢于利润，营收利润率处于高位

工业企业营收与利润率



资料来源：WIND、招商银行研究院

2. 结构：主要工业板块均实现正增长

1-12月多数行业利润增速较上期明显增长。41个工业大类行业中，有26个行业累计利润实现同比增长，27个行业实现当月利润同比增长。

上游采矿业在价格和需求双双提升的拉动下，利润普遍增长。累计利润同比增速上升1.3个百分点至-31.5%，当月同比增长11.3%。**煤炭开采和洗选业受冬季需求上升影响，价格上涨，利润加速修复，**累计同比增速较上月回升3.4个百分点至-21.1%。**在房地产投资保持景气、制造业投资需求上升的拉动下，黑色、有色、非金属矿采选业利润增长较好，**1-12月累计同比增速分别为74.9%、14.7%和4.2%。**由于国际油价较低，我国石油和天然气开采业持续亏损，**1-12月累计同比-83.2%，比1-11月下降12.4个百分点。

中游利润改善仍集中于设备类与原料类行业。由于生产持续处于高位，原材料需求得到提振，叠加原材料购进价格持续上涨，石油、化工、黑色、有色等原材料行业利润快速修复。石油、煤炭及其他燃料加工业、化学原料及化学制品制造业和化学纤维制造业累计利润同比增速分别反弹17.5、10.4和11.2个百分点，至-26.5%、20.9%和-15.1%。黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业利润累计同比增速分别较上期增加2.4、10.2和1.3个百分点，达到-7.5%、20.3%、2.7%。**在制造业投资加速，机电出口持续景气的带动下，设备类行业利润保持增长，**通用设备制造、专用设备制造和电气机械等行业累计利润增速分别达到13%、24.4%和6%。

下游消费品制造行业出现分化，必选消费品以及与出口景气相关的医药、电子产品制造业利润保持上行，而部分可选消费品制造业受社零消费增速下滑影响，利润增长受到压制。食品制造、饮料等必选消费行业利润保持增长，12月累计利润同比增速分别达到了6.4%和8.9%。医药制造、计算机电子设备等行业在疫情和电子设备更新换代的影响下，利润保持正增长，分别较上月

提升 0.9 和 1.5 个百分点，至 12.8%和 17.2%。纺织服装、汽车制造等行业由于销售增速下行，累计利润同比分别下降0.5和3.2个百分点，至-21.3%和4%。

3. 前瞻：2021 年上半年有望保持增长

2020 年 12 月工业企业利润延续上升势头，全年利润实现正增长，基本化解了疫情对企业利润的负面冲击。**前瞻地看，在出口短期保持强劲，消费和制造业投资回升的大背景下，需求端对企业生产和利润的拉动仍将持续，叠加低基数影响，今年上半年企业利润有望继续保持增长。不过，当前企业营收利润率已处于历史高位，且营收累计同比增速低于利润，可能对未来利润增长形成压制。**

四、货币金融：信用“稳”而非“紧”

（一）两项直达实体工具延期：让子弹再飞一会儿

1 月 4 日，央行等五部委发布关于继续实施普惠小微企业贷款延期还本付息政策和普惠小微企业信用贷款支持政策有关事宜的通知，明确两项政策均延期至 2021 年 3 月 31 日，受政策支持的贷款到期时限也递延至三季度。

1. 政策背景：“不转急弯”

作为去年 6 月出台的两项直达实体工具的延续，本次是对 2020 年中央经济工作会议（12 月中旬）和国常会（12 月下旬）的及时响应，符合市场预期。中央经济工作会议指出，宏观政策要保持“连续性、稳定性、可持续性”，已向市场传递出政策立场不会出现跳跃性变化的信号；会议还强调政策在操作上要更加精准、“不转急弯”、注重时效，意味着央行将更多地使用结构化或创新直达实体政策工具，加大对经济重点领域和薄弱环节的支持力度。国常会则进一步决定延续两项直达货币政策工具。

考虑到当前信用环境仍相对脆弱，央行“维稳”的必要性上升。结合 11 月金融数据，10 月末国企违约事件增多后，信用市场受到冲击，一级市场上多只信用债取消发行，当月企业债券融资骤降至 900 亿，同比大幅减少 2,500 亿。央行已通过加大逆回购投放力度、超预期完成两笔 MLF 净投放（11 月 30 日的 2,000 亿和 12 月 15 日的 3,500 亿）对冲信用事件的负面影响。而中小银行信贷投放的领域信用风险相对较高，叠加延期还本付息政策原本将于 3 月底到期，资产质量和资本补充压力本就较高的中小银行面临不良密集暴露的潜在风险，本次政策的延续使得这一风险得到缓释。

从市场表现看，央行较强的呵护意愿带动资金利率自 11 月下旬以来整体回落，跨年资金面处于适度宽松区间。DR007 由 11 月末当周的 2.3%降至 12 月 26 日当周的 1.81%，年末季节性回升至 2.31%；同期 10 年期国债收益率由 3.28%小幅回落 3.15%。

2. 政策特征：“直达性”“市场化”

两项直达实体工具的延期使得政策对小微企业融资的支持将至少延续至三季度，主要包含以下两方面的内容：

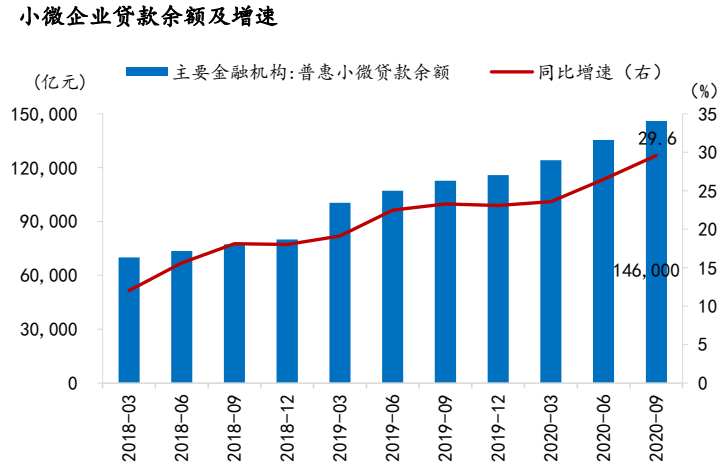
一是普惠小微企业贷款延期还本付息的退出将由今年 3 月末延续至今年 6 月以后。首先，此前享受激励并无延期时间的硬性规定，但此次针对今年 1 季度内到期的普惠小微企业贷款，新增了“办理贷款延期的期限不少于 6 个月”规定，这意味着政策的退出至少会等到 6 月末以后。其次，此前只要承诺“稳就业”的普惠小微企业均可享受一次延期还本付息，而此次强调“按市场化原则”应延尽延，银行落实政策的主动性将明显上升。最后，激励比例保持 1%不变，对应支持的延期贷款本金约为国务院批准额度的 100 倍。

二是普惠小微企业信用贷款支持计划期限由去年底延长至 3 月末。具体规定较此前并无明显变化，可参考我们前期的报告《创新激励，直达实体——2020 年 6 月 1 日央行创新货币政策工具点评》。结合政策支持范围为今年 1 季度新发且期限不小于 6 个月的普惠小微企业信用贷款，意味着信用贷款的支持也将延续至 6 月末以后。

3. 政策影响："稳总量""重结构"

目前来看，两项直达实体工具的成效已有所显现。结合易纲行长去年末的新年致辞，2020 年全年银行业金融机构已对 6 万多亿贷款本息实施了延期；累计发放普惠小微信用贷款 3 万多亿。2020 年以来，普惠小微贷款余额增速不断提升，已由 2019 年末的 23.1%升至 2020 年 9 月末的 29.6%。

图 35：普惠小微贷款增速不断提升



资料来源：WIND、招商银行研究院

前瞻地看，总量上，结合今年上半年实体融资需求有望保持旺盛、三季度融资需求可能边际回落，此次政策将小微企业的融资保障至少递延至三季度，一定程度上有助于平滑各季度的融资需求，保障全年融资环境的稳定。

结构上，信用违约事件冲击下，债券市场融资功能受到冲击，尤其是部分省份的融资环境受到较大的影响。三季度之后，由于各地区面临的融资接续压力不同，不排除针对部分地区再次递延的可能由于各地区面临的融资接续压力不同，不排除再次部分递延的可能，未来结构性政策工具留有相机抉择空间。**预计在基本面稳步回暖、房地产贷款管控趋严的背景下，银行贷款结构面临调整，信贷资源将由房地产领域流向实体经济。信用环境较好地区的中小银行风险偏好有望得到提振，执行政策的积极性相对更高。**

总体而言，货币政策的总量调节色彩正逐步淡化，结构性政策工具的重要性明显上升。主要是因为，总量维度，我国经济复苏已进入最后阶段，2020 年四季度 GDP 增速有望小幅超出趋势水平；但结构维度，后疫情时代下小微企业的修复落后于大中企业，且小微企业的经营状况仍不稳定。货币政策操作上，数量型调控方面，一季度应再无降准，央行更倾向于通过 OMO/MLF 弥补商业银行短期/中长期资金缺口；**央行亦可能新设针对科技创新领域的直达实**

体工具。年初流动性有望保持在合理充裕区间，“稳货币”“稳信用”的政策基调有望延续。价格型调控方面，央行将引导市场利率围绕政策利率运行，一季度 MLF 利率和 1 年期/5 年期 LPR 均有望保持不变。

（二）2020 年 12 月金融数据

12 月我国新增人民币贷款 1.26 万亿（预期值 1.21 万亿），略高于市场预期；M2 同比增长 10.1%（预期值 10.7%），新增社融 1.72 万亿（预期值 2.18 万亿），均低于市场预期。

1. 信贷：总量季节性回落，结构大幅优化

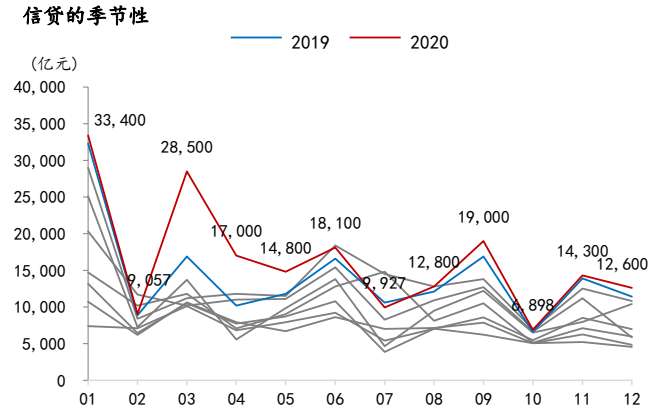
12 月新增人民币贷款环比季节性回落 0.17 万亿至 1.26 万亿，同比多增 0.12 万亿，创下同期历史新高，且信贷结构大幅改善，我们认为，主要是受到以下三方面因素支撑：

一是基本面稳步回暖背景下，实体经济维持较强的融资需求，带动企业中长贷表现持续亮眼。12 月新增企业贷款同比多增 0.17 万亿，环比减少 0.19 万亿。其中，中长贷同比多增 0.15 万亿元，环比基本持平，占比升至 96%的高位（前值 79%），依然指向制造业中长期融资呈现供需两旺态势，基建领域融资韧性仍存。

二是 12 月以来资金面呈现边际宽松局面，票据利率亦延续 10 月以来的回落态势，表内票据融资对企业短贷形成替代。前者当月增加 0.33 万亿，后者当月减少 0.31 万亿，表内票据连续两月处于扩张区间。

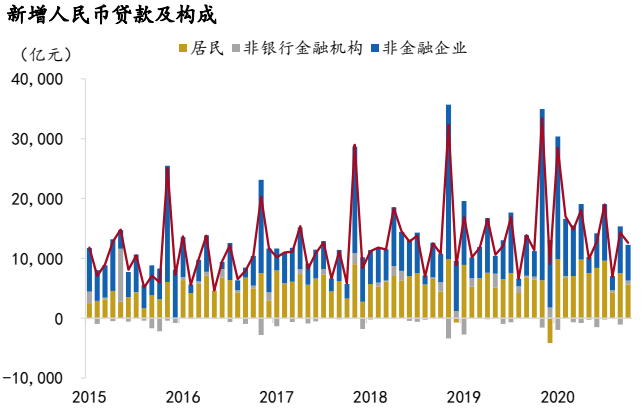
三是居民贷款整体表现较为平稳，但后续房贷集中度新规对居民房贷的制约将逐步显现。12 月居民贷款同比减少 824 亿，环比季节性减少 0.19 万亿，其中居民短贷同比减少 493 亿，环比减少 0.13 万亿；居民中长贷同比减少 432 亿，环比减少 657 亿。

图 36：12 月信贷增量创同期历史新高



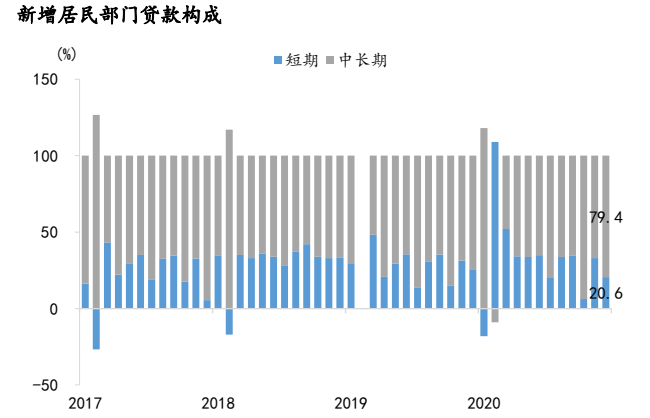
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 37：新增人民币贷款及构成



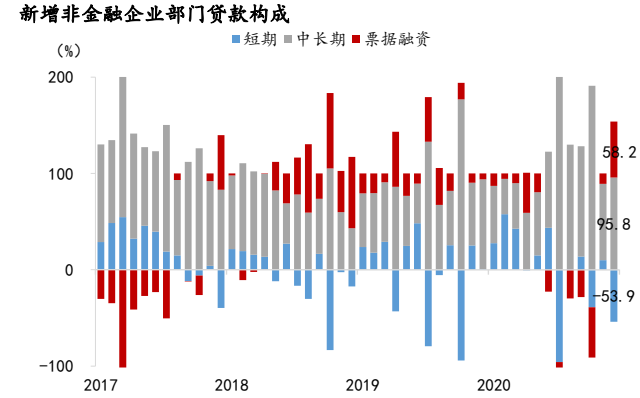
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 38：新增居民贷款构成占比



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 39：新增非金融企业贷款构成占比



资料来源：WIND、招商银行研究院

2. 社融：政府债券改善，非标企业债走弱

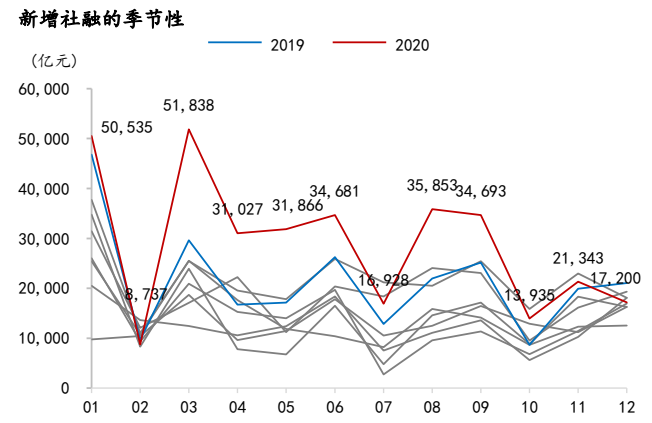
12 月新增社融 1.72 万亿，环比减少 0.41 万亿，同比减少 0.38 万亿，大幅低于市场预期的 2.18 万亿，主要受到企业债券融资依旧低迷、非标大幅压缩的拖累，政府债券融资额则有所回暖。

一是国企违约事件的影响尚未完全消散，企业发债难度上升。12 月企业债券融资继续环比减少 420 亿至 442 亿，同比大幅减少 0.22 万亿。

二是随着资管新规过渡期末的临近，非标压降力度明显上升，当月减少 0.74 万亿，同比大幅多减 0.59 万亿，其中委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票分别减少 559、4,601、2,216 亿。

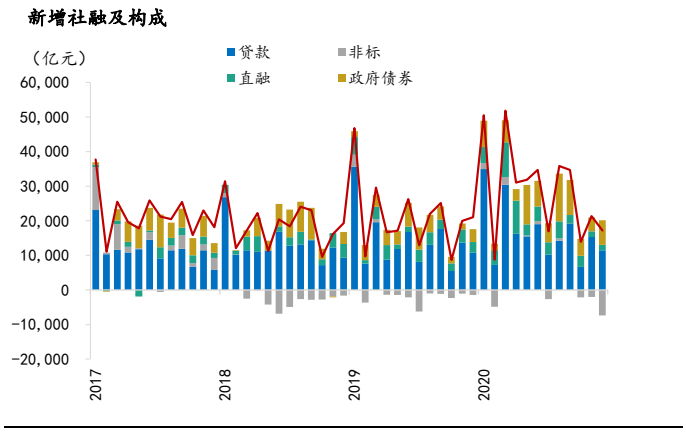
三是“宽财政”基调下，12 月政府债券净融资额环比增加 0.32 万亿至 0.72 万亿，同比多增 0.34 万亿。

图 40：12 月社融季节性回落



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 41：新增社融及构成

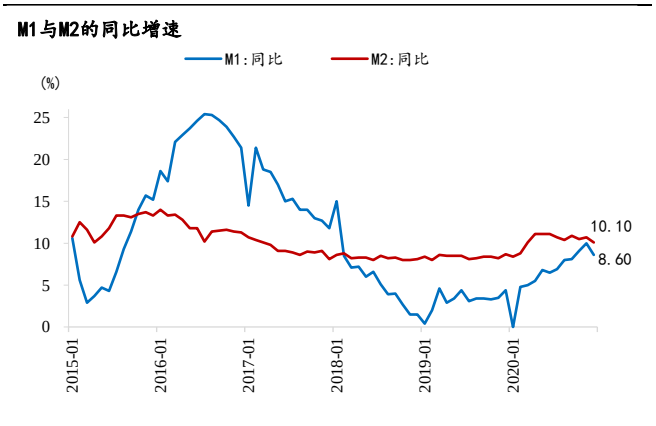


资料来源：WIND、招商银行研究院

3. 货币：M2-M1 剪刀差走阔

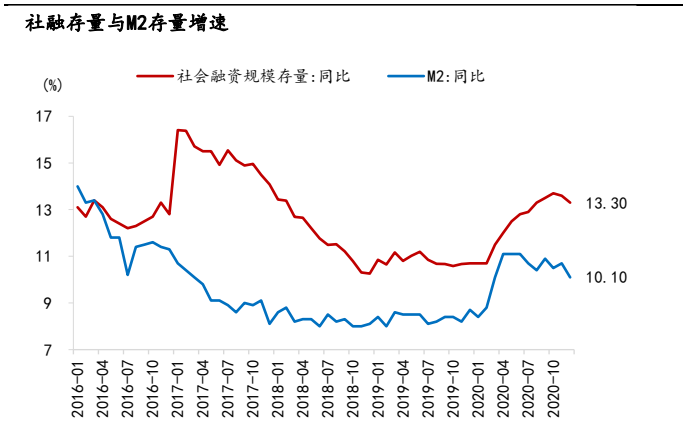
12 月 M2 同比增速环比减少 0.6pct 至 10.1%，M1 同比增速环比回落 1.4pct 至 8.6%，M2 与 M1 间的剪刀差重新走阔。**M2 增速低于市场预期值 10.7%，主要原因在于当月财政投放不及预期，**虽然 12 月财政净投放达 0.95 万亿，但同比减少 0.14 亿，且 2020 年全年财政存款合计增加 0.39 万亿（2019 年全年仅 301 亿），指向仍有部分财政存款待释放。此外，结构性存款压降叠加同业投资收缩，导致企业存款派生动力减弱。12 月居民存款和企业存款分别增加 1.67 和 1.1 万亿，前者同比多增 0.15 万亿，后者同比减少 0.51 万亿。M1 增速结束了自 7 月以来的“5 连跳”，但仍处于年内高位，**指向实体经济将继续修复，但修复速度或将步入边际递减区间。**

图 42：12 月 M2-M1 剪刀差走阔



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 43：社融存量与 M2 存量同比增速



资料来源：WIND、招商银行研究院

4. 前瞻：“稳货币”“稳信用”基调延续

总体来看，当前仍属于“稳信用”而非“紧信用”阶段，今年一季度“稳货币”“稳信用”的政策基调有望延续。12 月信贷表现强于历史同期。社融增速受非标和企业债收缩影响继续回落，**符合我们此前的判断，即社融增速在 10 月见顶后将步入下行周期；但今年一季度社融增速下行速度或将偏缓，呼应“不转急弯”的政策思路。**M2 增速受财政投放偏缓影响有所下降。其中，

企业中长贷的强势表现延续，居民短贷和中长贷尚处在稳定区间，票据融资继续修复。

前瞻地看，一方面，“社融-M2”剪刀差在12月重新小幅走阔，**反映出广义流动性的供需缺口扩大，银行负债端压力边际上升，指向后续利率上行压力仍存。**另一方面，随着经济向常态化复苏，逆周期调节政策回归中性，2021年货币信贷增速将保持在与名义 GDP 增速相匹配的水平上，**这意味着广义流动性将有所收敛。**基准情形下，2021 年末社融存量增速或将回落至 11.5%；M2 增速或将降至 9.5%；人民币贷款增速持平，为 12.8%。

（三）1 月 15 日央行发布会及 MLF 操作：货币政策并未大幅转向

1 月 15 日，国新办举行 2020 年金融统计数据新闻发布会，央行关于货币金融政策的表述成为市场焦点。同日，央行进行5,000亿MLF操作，本月MLF和 TMLF 到期量合计为 5,405 亿。

1. 经济前景：经济稳步回暖，物价温和上涨

央行对国内经济前景持乐观态度，但仍对外部不确定性保持警惕。央行认为，目前我国经济已经回到潜在产出水平，内生动力增强，企业融资需求强劲。外部风险主要来自三方面：一是国际金融市场波动幅度加大；二是跨境资本流动方向易变、波动较大；三是低收入国家债务风险将进一步上升。政策思路上，央行将“以我为主”、“不转急弯”。

物价方面，央行判断今年全年 CPI 同比有望先升后稳。核心 CPI 有望随着消费需求的复苏继续回升，但考虑到猪肉价格将因供给改善而下行，今年我国物价水平大概率会保持温和上涨的态势。此外，虽然资产价格短期内不会纳入通胀，但央行仍会通过宏观审慎政策来防范资产价格大起大落带来的宏观金融风险。

2. 金融市场：两大关注点

第一，房地产金融的监管力度将持续加大，住房租赁金融支持政策有望落地。随着房地产的金融调控加强，截至 2020 年末，房地产贷款增速 8 年来首次低于各项贷款增速，新增房地产贷款占各项贷款的比重降至 28%，较 2016 年末减少 16.6pct。同时，央行将加快研究金融支持住房租赁市场的政策，并于近期公开征求意见。

第二，央行对人民币快速升值保持关注。2020 年三季度以来，美元兑人民币中间价已由 5 月末的高点 7.13 持续降至今年 1 月 15 日的 6.46。对此，央行表示“人民币将在合理均衡水平上保持基本稳定”，避免形成汇率升值的单边预期，且判断汇率变动对出口和经济的影响有限。

3. 政策操作：稳步回归中性

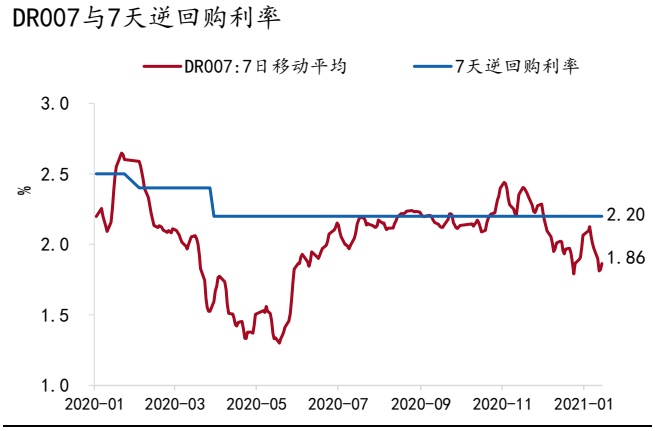
数量型操作上，结合历史和国际比较，央行认为“目前的存款准备金率水平不高”1，指向一季度应再无降准。价格型操作上，央行认为“当前利率水平是合适的”，指向一季度 MLF 利率将保持不变。

近期央行的政策操作传递出稳步回归中性的政策基调。结合当前的市场利率水平，MLF 缩量续作并不意味着货币政策大幅转向。开年以来，央行每日均进行逆回购操作，但投放量由 1 月 4 日的 200 亿逐渐收缩至 1 月 15 日的 20 亿。一方面，信用违约事件的负面影响还未完全消散，央行仍有必要“维稳”；但另一方面，资金利率自 11 月下旬以来整体回落，并降至政策利率下方，不利于央行传递回归中性的政策信号。目前 DR007 已由 11 月末的 2.3%降至 1 月中旬的 2.01%，步入 7 天逆回购利率（2.2%）下方；同期 1 年期 AAA 同业存单利率由 3.25%降至 2.76%，亦位于 1 年期 MLF 利率（2.95%）之下。因此，1 月 15 日，央行结束了此前连续 5 个月超额续作 MLF，转而小幅缩量续作 MLF，实现净回笼 405 亿，避免资金利率继续下行。**观察货币政策立场，“价”比“量”更重要。**

4. 小结：货币政策并未大幅转向

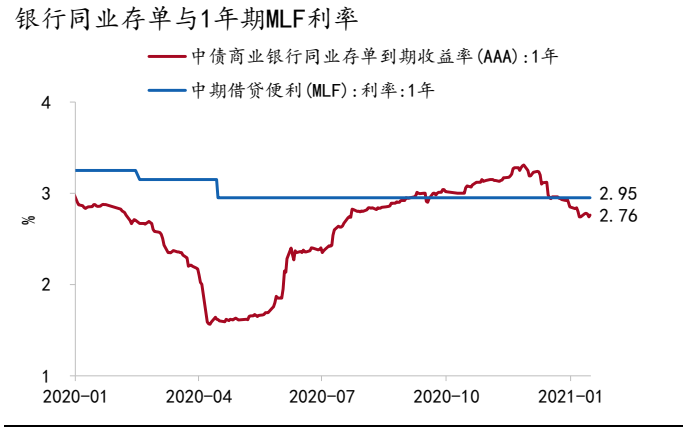
总体来看，货币政策继续向中性回归。我国经济增长已经回到甚至短期超出潜在产出水平，物价水平有望呈现先升后稳走势。央行高度关注外部金融风险、房地产风险、汇率升值等问题。MLF 缩量续作并不意味着货币政策立场的跳跃性变化，呼应中央经济工作会议“不转急弯”的政策要求。央行“稳货币”“稳信用”的政策基调有望延续。

图 44：DR007 已处于 7 天逆回购利率下方



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 45：同业存单利率已处于 MLF 利率下方



资料来源：WIND、招商银行研究院

前瞻地看，货币政策的总量调节色彩正逐步淡化，结构性政策工具的重要性将继续上升。数量上，一季度应无降准，央行更倾向于通过 OMO/MLF 弥补商业银行短期/中长期资金缺口，使流动性处于合理充裕区间，**引导市场利率围绕政策利率运行。**结构上，再贷款再贴现、直达实体工具有望继续发力；央行亦可能新设针对科技创新领域的直达实体工具。价格上，一季度 MLF 利率

[1] 目前金融机构平均存款准备金率为 9.4%，其中超过 4000 家的中小存款类金融机构的存款准备金率为 6%。

和 1 年期/5 年期 LPR 均将保持不变；随着企业信贷需求继续走强，**贷款利率可能出现结构性分化，**其中小微企业贷款利率预计将继续下行，大型企业贷款利率或保持稳定。

五、财政收支：收入稳步达标，支出仍待发力

1 月 28 日，财政部公布了 2020 年全国财政数据：一般公共预算收入增速累计同比下降 3.9%（前值-5.3%，预算-5.3%）；税收收入同比下降 2.3%（前值-3.7%）；非税收入同比下降 11.7%（前值-13.7%）；国有土地使用权出让收入同比增长 15.9%（前值 12.9%）；一般公共预算支出累计同比增长 2.8%（前值 0.7%，预算 3.8%）。对此我们点评如下：

（一）公共财政收入降幅收窄

2020 年全国一般公共预算收入同比下降 3.9%，降幅自 5 月以来连续收窄，且高于年初制定的-5.3%的预算增速，显示经济稳步修复情况好于年初预期。2020 年公共财政收入呈现两大特点：

一是经济基本面回暖带动主要税种增速逐步回升。2020 年，全国税收收入同比下降 2.3%，延续了自 5 月以来的修复态势。主要税种中，增值税同比下降 8.9%，降幅连续 8 个月收窄。企业所得税同比下降 2.4%，降幅亦呈现收窄态势，主要是受到企业利润改善的推动。个人所得税增长 11.4%，增速连续 7 个月反弹，主要是因为居民收入有所修复、股权转让等财产性收入增加。

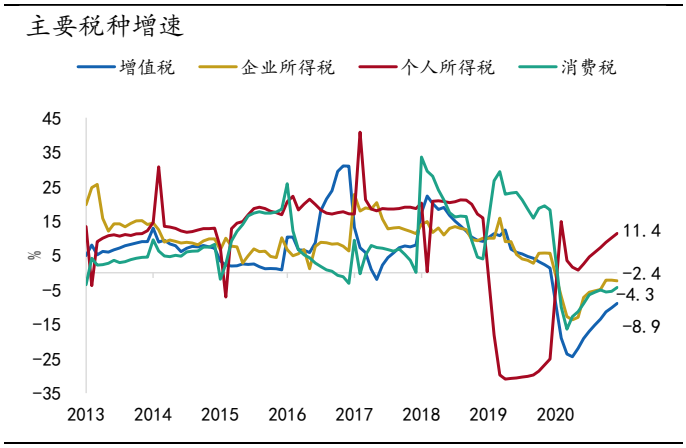
二是盘活国有资源对地方非税收入形成支撑，中央非税收入、涉企收费有所下降。2020 年，全国非税收入同比下降 11.7%，全年增速波动向下。在特定国有金融机构和央企上缴利润的高基数作用下，中央非税收入下降幅度高达 62.3%。地方非税收入增长 5.6%，其中地方国有资源有偿使用收入增长 17.8%，拉高地方非税收入增幅 5.4pct。此外，涉企收费继续下降：全国行政事业性收费收入同比下降 1.4%，教育费附加等专项收入同比下降 0.3%。

图 46：公共财政收入增速处于历史较低水平



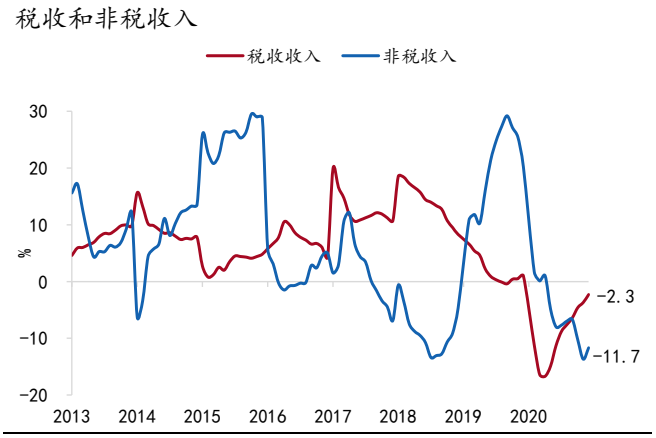
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 47：增值税累计同比增速继续反弹



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 48：税收收入增速继续小幅反弹



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 49：公共财政支出增速继续反弹



资料来源：WIND、招商银行研究院

（二）公共财政支出进度偏缓

2020 年全国公共财政支出同比增长 2.8%，增速自 7 月以来持续回升，但低于年初制定的 3.8%的预算增速，或与地方优质项目储备不足有关。2020 年公共财政支出呈现两大特点：

一是财政支出进度总体偏缓，未完成年初制定目标。2020 年年初制定的全国一般公共预算支出约为 24.8 亿元，上半年、前三季度、全年实际分别完成年初预算的 47%、71%、99%，均低于序时进度。此外，中央财政对地方政府的转移支付力度仍在加大，全年下达 8.4 万亿元，同比增长 12.8%，增量和增幅均为近年来最高。

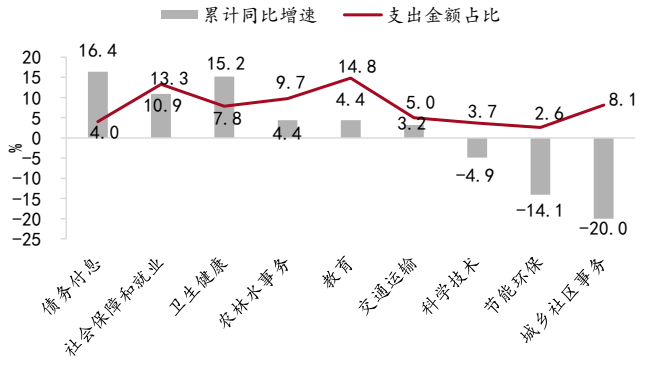
二是财政政策通过压减一般性支出、非急需非刚性支出等，实现对重点领域支出的保障。全国非急需非刚性支出压减达 50%以上。财政的债务付息压力持续增大，支出增速为 16.4%，明显高于其他支出领域。同时，财政资金也重点向卫生健康、社会保障和就业、农林水事务、教育等方面倾斜，相关支出增速分别为 15.2%、10.9%、4.4%、4.4%。

（三）土地出让收入以稳为主

在“房住不炒”政策基调延续的背景下，土地出让收入增速明显回升，显示其对地方政府具有重要性。2020 年，国有土地出让收入增速为 15.9%，显著超越 2019 年的 11.4%，增速于 5 月转正后逐步回升。随着地方政府进入偿债高峰期、以及大规模减税降费政策实施，公共财政收支压力加大，地方政府对土地出让收入的依赖程度较高。前瞻地看，预计 2021 年土地收入仍将以稳为主。

图 50：债务付息支出增速领跑各项财政支出

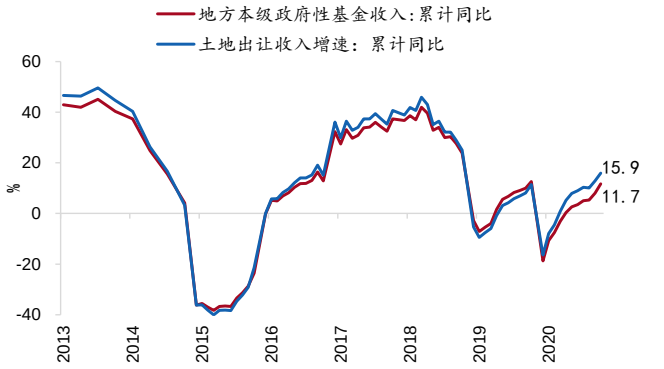
各项支出的增速及占比



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 51：国有土地出让收入增速延续反弹

政府性基金收入和土地出让收入增速



资料来源：WIND、招商银行研究院

（四）结论：财政政策有望回归“常态”

总体来看，为应对疫情冲击，去年我国采取了积极的财政政策，包括加大减税降费力度、压缩一般性支出、保障重点领域支出、提高赤字率水平、发行特别国债、提高专项债限额等，财政收支平衡压力亦有所加大。

展望 2021 年，随着经济活动继续修复，财政政策将逐步回归“常态”。从中长期视角看，考虑到政府整体杠杆率较高，进一步降低债务利息负担将成为趋势，除了继续用地方债替代隐性债务外，预计今年的财政赤字可能仍会高于3.0%的“常规”水平。特别国债将不会继续发行，继续大规模减税降费的可能性不大。财政收入增速预计将明显回升；中等口径财政支出增速（包含一般公共支出和政府性基金支出）有望保持在 2020 年的水平。**值得注意的是，2020 年财政的“超收歉支”为今年初的财政投放奠定了基础，这可能是今年专项债提前批额度未按惯例提前下达的原因之一。我们预计今年新增专项债额度大概率低于去年 3.75 万亿的水平。**

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085

更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇