疫情局部散发暂未冲击经济复苏态势

2021 年 1 月·宏观月报　　2021 年 1 月 27 日

主要观点：

- 受冬季气温变冷以及春节假期临近的影响，高频数据显示生产整体有所放缓，预计制造业 PMI 季节性下降。建筑业生产放缓，非制造业 PMI 略有下降。
- 受主要经济体复苏利好，出口仍维持强劲态势；国际大宗商品价格普遍上涨叠加国内消费复苏带动，进口将维持正增长。
- 春节消费旺季临近促进食品价格和猪肉价格环比上升，1 月初以来零售燃油价格有两次上调。但受到翘尾因素显著走低的影响，预计 CPI 同比下降。
- 大宗商品和原油价格上升，流通领域主要生产资料价格上涨。预计 PPI 同比显著上升，有望重回正增长区间。
- 在国内疫情局部散发及房贷收紧影响下，信贷同比增速可能略有下降。为对冲疫情、税期及节前影响，货币环境有望保持稳定，短期流动性宽松不减。
- 中美利差渐趋收窄，人民币升值压力暂缓，估值效应和贸易顺差助推外汇储备小幅增加。

交通银行金融研究中心
(BFRC)

研究团队:
蔡普华（金研中心主任）
周昆平（资深专家）
唐建伟（首席研究员）
何　飞（首席政策分析师）
夏　丹(首席房地产分析师)
刘学智（资深宏观分析师）
邓　宇（高级分析师）

联系方式:
021-32169999-1028

表：2021 年 1 月中国宏观经济金融数据前瞻（红色为预测值）

指标名称	2020-8	2020-9	2020-10	2020-11	2020-12	2021-1
GDP:当季同比（%）	-	4.9	-	-	6.6	-
工业增加值 IAV:当月同比（%）	5.6	6.9	6.9	7	7.3	-
制造业 PMI（%）	51.0	51.5	51.4	52.1	51.9	51.7
非制造业 PMI（%）	55.2	55.9	56.2	56.4	55.7	55.5
固定投资 FAI:累计同比（%）	-0.3	0.8	1.8	2.6	2.9	-
消费零售 TRS:当月同比（%）	0.5	3.3	4.3	5	4.6	-
出口金额:当月同比（%）	9.5	9.9	11.4	21.1	18.1	18.2
进口金额:当月同比（%）	-2.1	13.2	4.7	4.5	6.5	22.4
贸易差额:当月值(亿美元)	589.25	369.99	584.43	754.2	781.7	580
CPI:当月同比（%）	2.4	1.7	0.5	-0.5	0.2	-0.4
PPI:当月同比（%）	-2	-2.1	-2.1	-1.5	-0.4	0.2
新增人民币贷款:当月值(亿元)	12800	19000	6898	14300	12600	34000
M2:余额同比（%）	10.4	10.9	10.5	10.7	10.1	10
新增外汇储备（亿美元）	102	-220	-146	505.	380	300
MLF:1 年（下月末）	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95
质押式回购利率:7 天（下月末）	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2

数据来源:WIND、交行金融研究中心

正文：

一、生产季节性放缓，进出口维持增长态势

制造业和非制造业PMI扩张幅度略有收窄。受冬季气温变冷以及春节假期临近的影响，1月以来高频数据显示生产整体有所放缓。高炉开工率从67.5%下降到65.5%，全国粗钢预估日均产量下降10万吨到285万吨，铁精粉日均产量也有所减少。不过柯桥纺织价格指数、中国棉纺景气指数上升，南华工业品指数也在上升，表明市场需求继续改善。1月以来南华工业品指数上升60点，月末在2620点左右，比去年同期上涨超过300点。煤炭价格综合指数上涨到184点，单月涨幅在12点左右，冬季供暖需求上升带动煤炭消耗。预计1月制造业PMI季节性下降到51.7%，略低于上个月。近期全国公路货运量、铁路客运量、公路客运量以及旅客周转量指标环比上升，但低于去年同期。公路物流运价指数上升到1000点以上，同比涨幅加大。受国内疫情局部散发的影响，预计服务业景气度难以上升。主要钢厂建筑钢材库存增加，1月下旬在370万吨以上，比上个月增加近90万吨，库存增加表明天气转冷和长假临近建筑业生产活动放缓。主要受建筑业生产放缓的影响，预计1月非制造业PMI为55.5%，比上个月小幅下降。

图 1 高炉开工率和南华工业品指数



数据来源：WIND，交行金研中心

出口仍维持强劲态势。目前全球累计新冠确诊病例超过 1 亿例，疫情形势仍存在不确定性，主要经济体经济复苏分化。IHS Markit 公布的数据显示，美国 1 月制造业与服务业 PMI 双双走高，制造业 PMI 为 59.1%，创有数据以来的新高，服务业 PMI 为 57.5%，较前月增加 2.7 个百分点；欧元区制造业与服务业景气程度有所下降，1 月制造业 PMI 下降 0.5 个百分点至 54.7%，但仍在荣枯线以上；东盟经济恢复较早，企业补库存和消费需求继续增强；日本国内疫情仍有扩散，多地出现变异病毒感染病例，管控政策升级，拖累经济复苏进程。从周边国家率先公布的贸易数据看，韩国 1 月前 20 日出口同比增速达 10.6%，创近三年同期新高；越南海关部门数据显示，2021 年 1 月上半月出口 129 亿美元，较同期大幅增长，表明周边国家出口持续改善。汇率方面，自 2020 年 5 月底以来人民币相对美元汇率升值超过 9%，对出口形成一定抑制。同时，新一任美国政府更多主张“多边主义”，并将全面评估中美第一阶段贸易协议实施情况，预计短期内对出口影响不大。考虑到基数影响，综合判断，预计 1 月出口增速同比达 18.2%，

出口额约 2500 亿美元。

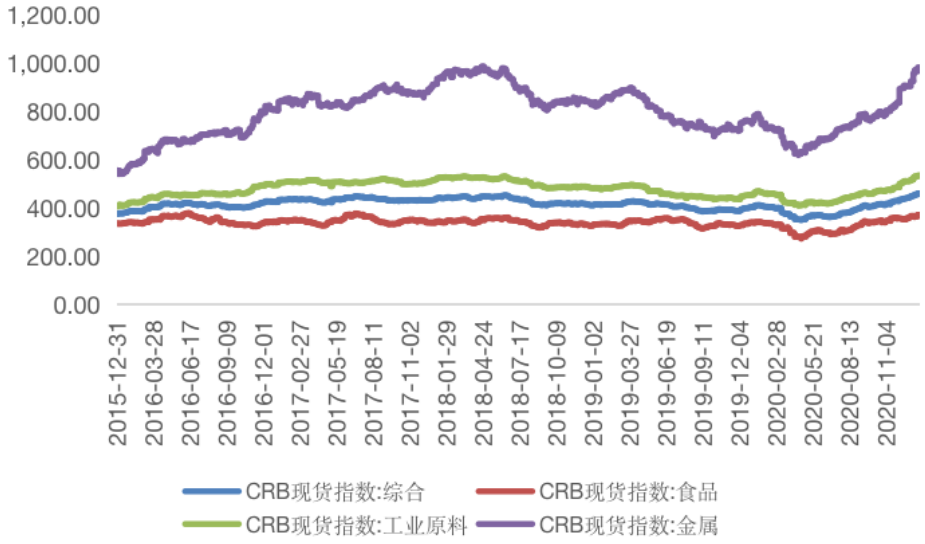
图 2 波罗的海干散货指数与原油运输指数



数据来源：WIND，交行金研中心

进口将维持正增长。从主要进口商品的价格看，1 月 CRB 现货指数升至 456.31 点，较去年同期上升近 55 个点，金属、工业原料分别较去年同期上涨超过 80 个点和 200 个点。1 月以来，美湾大豆、美西大豆进口价格较上月平均升幅均超过 11%；布伦特原油和 WTI 原油价格分别上升至 55.15 美元/桶、52.77 美元/桶，均创去年 2 月以来新高。制造业 PMI 进口指数已连续四个月超过 50%，处于扩张水平，表明企业进口意愿增强。国际大宗商品价格普遍上涨叠加国内消费复苏带动进口需求旺盛，共同对进口构成“量价齐升”的趋势。从政策面看，自 2021 年 1 月 1 日起，中国对 883 项商品实施低于最惠国税率的进口暂定税率，涵盖部分进口药品、医疗器材以及部分设备、零部件、原材料等，这有利于进一步扩大进口。综合判断，预计 1 月进口同比增长 22.4%，进口额约 1920 亿美元。贸易差额 580 亿美元左右。

图3 部分国际大宗商品价格指数

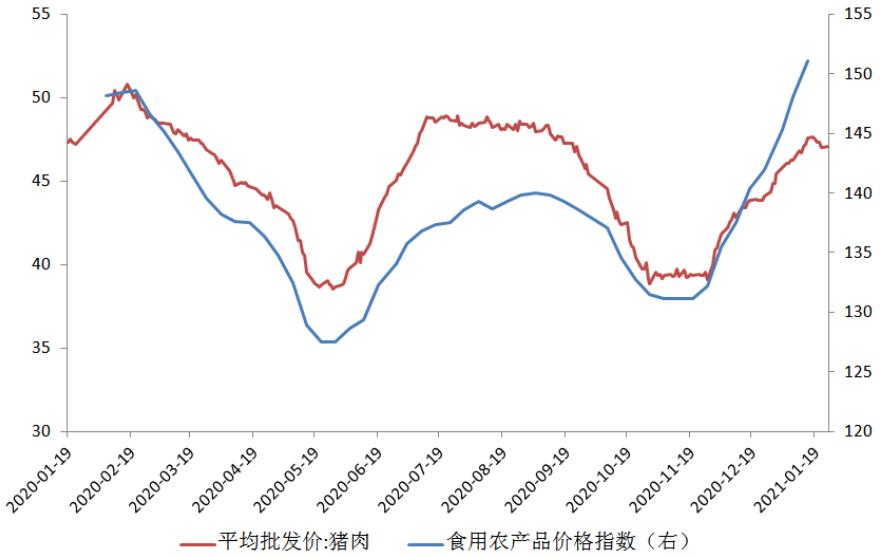


数据来源：WIND，交行金研中心

二、CPI 环比上升同比下降，PPI 同比回正

食品和非食品价格环比上涨，翘尾因素走低致 CPI 同比回落。1 月初以来食品价格显著上涨，周频的食用农产品价格指数从上个月第四周的 141.93 点上升到 1 月份第三周的 151.06 点，上涨了 9 点。猪肉价格环比上升,1 月初到目前为止猪肉平均批发价为 46.87 元/公斤,环比上涨了 9.3%，1 月末同比小幅下跌。近期全国生猪出场平均价格上升，猪粮价格持续上涨。1 月初以来牛肉、羊肉价格都略有上涨。春节消费旺季临近促进食品价格环比显著上升，但上升幅度不如往年同期。1 月初以来零售燃油价格有两次上调，对非食品价格带来抬升作用，预计非食品价格有所上涨。经过测算，1 月翘尾因素为-1.22%。综合以上因素，预计 1 月 CPI 环比上升，但受到翘尾因素走低的影响，同比涨幅回落，预计在-0.5%到-0.3%之间，取中值为-0.4%。

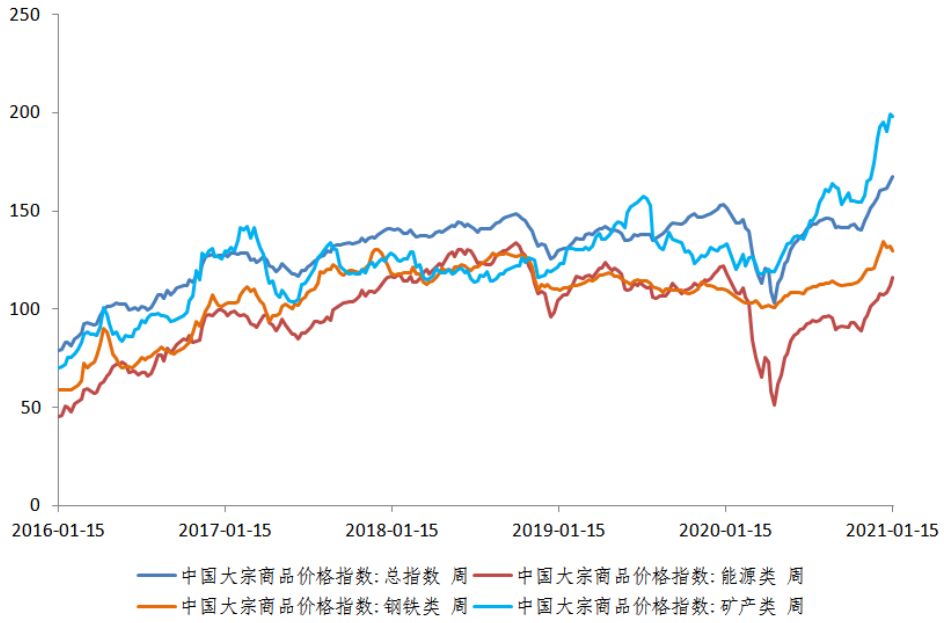
图 4 食用农产品及猪肉批发价格



数据来源：WIND，交行金研中心

大宗商品、原油价格上升，PPI 同比有望回正。1 月初以来 CRB 综合指数显著上升，月末同比涨幅扩大 12%左右。国际原油价格环比上升，同比降幅进一步收窄。国内大宗商品总指数同样上涨且涨幅加快，月末在 167 点，比月初上涨约 18 点，能源、矿产、农产品价格指数涨幅较大，近期钢铁、有色、橡胶价格涨幅有所放缓。从 1 月初以来的流通领域主要生产资料价格来看，60%的产品价格上升，价格下降的约 30%，持平的占 10%，整体环比继续上涨。经过对流通中的生产资料价格归类测算，9 大类生产资料价格 6 升 3 降，其中石油天然气、煤炭、林产品、农产品价格上涨幅度较大，化工产品、农业生产资料价格小幅上涨，黑色金属、非金属建材、有色金属价格略有下降。经过测算，1 月 PPI 翘尾因素为-0.4%，对 PPI 同比涨幅带来一定影响。预计 1 月 PPI 环比明显上涨，同比有望止跌回正，涨幅在 0.1%到 0.3%之间，取中值为 0.2%，有望时隔 11 个月重回正增长区间。

图 5 中国大宗商品价格指数



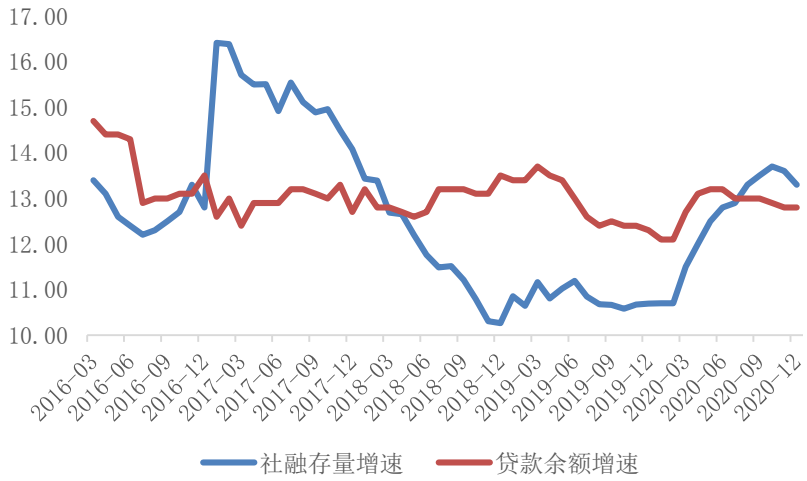
数据来源：WIND，交行金研中心

三、信贷增速略有下降，短期流动性宽松未减

1 月往往是银行信贷额度“回血”并进行大力投放的节点，但在国内疫情散点式爆发及房贷收紧影响下，信贷同比增速可能略有下降。企业部门方面，如前文分析，部分生产活动受到疫情反复和春节临近的影响，但仍表现出相对稳健的信贷需求。居民部门方面，房地产市场成交热度较上月降温，但好于去年同期。1 月前四周 30 个大中城市周均成交面积为 398.3 万平方米，较上月减少约 48.7 万平方米，较 2020 年 1 月前三周平均增加 38.8 万平方米。房贷集中度管理办法出台叠加热点地区个人房贷政策收紧后，银行个人房贷投放冲动可能有所节制，季节性激增特征略有平滑。债市融资持续活跃，1 月截至 27 日新发公司债券 96 只，发行总额与上月接近，新发地方政府债 123 只，发行总额约为上月的两倍。2020 年前 11 个月，A 股首发和增发的月平均金额为 1100 亿元，相比于 2019 年同期的月平均金额增加近 340 亿元，鉴于当前市场的融资热情不减，预计 1 月股市

融资将保持活跃。此外，表外融资监管仍未放松，单月规模继续为负增态势。预计 1 月单月信贷增量在 3.4 万亿元左右；信贷余额约 176 万亿元，同比增长 12.6%；社融存量约 290 万亿元，同比增长 13.1%。

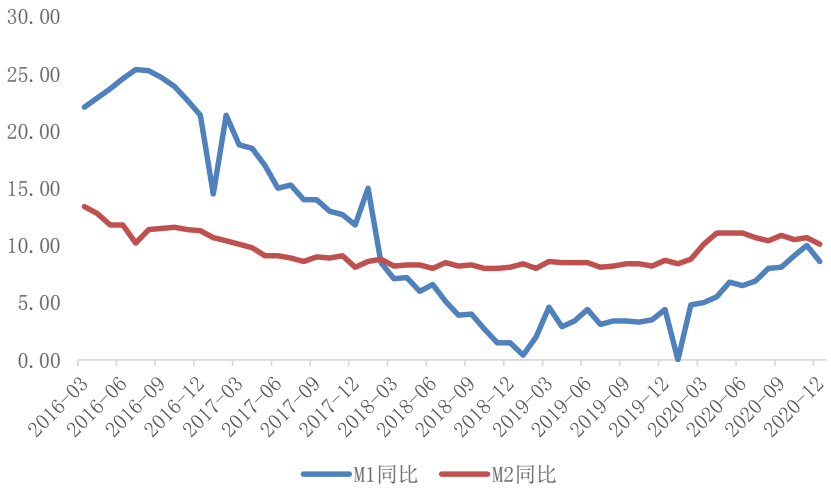
图 6：社融和信贷余额增速变动情况（单位：%）



数据来源：WIND，交行金研中心

1 月三方面因素支撑短期货币环境保持稳定，流动性宽松不减：一是国内疫情不确定性增加使流动性仍然处于相对宽松的水平，以保持对经济修复必要的支持力度。二是为对冲税期集中缴税的影响，央行在 1 月 22 日税期结束前进行了连续的大额流动性投放填补资金缺口。三是近期央行定调货币政策“稳字当头、不急转弯”，接下来一段时间还会维持流动性合理充裕。春节前流动性趋于紧张，央行将运用更加精准灵活的操作工具，进行节前的流动性投放。目前的存款准备金率被央行认为“水平不高”，因此采取降准的可能性小，LPR 继续保持稳定，更可能运用结构性货币政策工具释放流动性。预计 1 月 M2 增速小幅回落到 10%左右，MLF 利率下调可能性较低。

图 7：M1 和 M2 增速变动情况（单位：%）

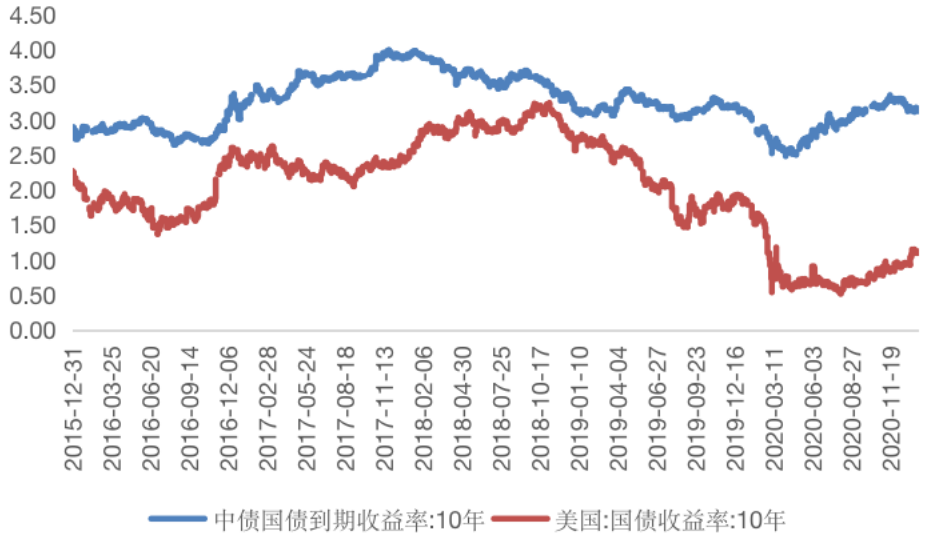


数据来源：WIND，交行金研中心

四、人民币升值压力暂缓，外汇储备料小幅上涨

中美利差渐趋收窄，人民币升值压力暂缓。开年伊始人民币即期汇率和中间价均升破“6.5”，整体看汇率位于合理均衡水平，稳定在 6.48 左右。1 月以来美元指数回升至 90 附近，美国 10 年国债收益率已恢复至 1.1%左右，中国 10 年期国债收益率小幅回落至 3.13%左右，中美利差已呈渐趋收窄态势。外汇管理部门调整境内企业境外放款宏观审慎调节系数，强调完善“宏观审慎+微观监管”和银行间外汇市场做市商制度，引导人民币汇率保持稳定预期。综合考虑，预计 2 月人民币相对美元汇率将维持在 6.5 左右，且汇率波动频率将逐步减弱。

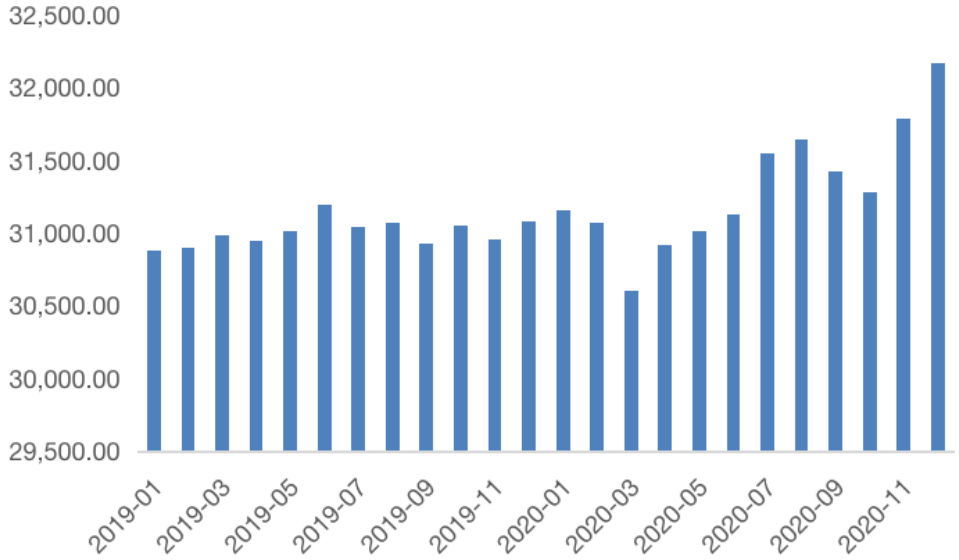
图 8 近期中美利差已呈渐趋收窄（单位：%）



数据来源：WIND，交行金研中心

贸易差额增幅缩小，预计外汇储备小幅增加 300 亿美元。1 月以来人民币汇率保持一定升值预期，一揽子货币下外汇储备资产估值效应仍突出。由于人民币升值因素影响，去年 12 月出现了企业和个人的集中结汇，整体结售汇则实现顺差达 666 亿美元，预计 1 月集中结售汇将有所下降。2021 年中国经济复苏势头不减，1 月以来 A 股行情表现活跃，1 月陆港通北上资金净流入累计超过 200 亿元；预计 1 月贸易顺差增幅将缩小。综合多方因素考虑，预计 1 月末外汇储备小幅增加约 300 亿美元。

图 9 中国外汇储备当月量（单位：亿美元）



数据来源：WIND，交行金研中心

声明：

本报告由交通银行金融研究中心撰写发布。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但交通银行对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告仅为报告出具日的观点和预测。该观点及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，交通银行金融研究中心可能会发布与本报告观点和预测不一致的研究报告。