经济复苏较有韧性，结构问题仍待修复

——宏观月报

报告要点：

- **PMI 稳中略降，成本攀升影响小企业**

12 月中采制造业 PMI 指数为 51.9%，较上月回落 0.2 个百分点，略低于市场预期，连续 10 个月位于荣枯线之上。非制造业 PMI 指数为 55.7%，较上月回落 0.7 个百分点，继续位于较高景气区间。综合 PMI 产出指数为 55.1%，较上月回落 0.6 个百分点。总体来看，制造业稳步恢复，供给端维持良好趋势，生产指数与新订单指数仅低于上月的年内高点；需求端服务业维持高景气区间。但受原材料成本上涨、物流成本高企等原因影响，小型企业盈利空间遭受挤压，PMI 较上月明显回落至 48.8%。

- **CPI 由降转涨 PPI 持续修复，工业维持高增长**

12 月 CPI 同比+0.2%，由降转涨，较上月回升 0.7 个百分点，食品价格上涨为主要驱动因素。PPI 同比下降 0.4%，维持温和修复趋势。12 月规模以上工业增加值同比增长 7.3%，增速较上月回升 0.3 个百分点；2020 年全年工业增加值累计同比增长 2.8%，增速维持回升趋势。

- **消费低于预期、投资增速趋缓，进出口均景气**

消费方面，12 月社零同比增速为 4.6%，较上月小幅回落 0.4 个百分点，低于市场预期。必需消费品增速总体上回归常态，粮油食品，中西医药仍维持相对高增，日用品增速基本与上月持平；部分可选消费品分项增速放缓，汽车当月同比增速出现较大幅度回落，较上月下滑 5.4 个百分点。制造业投资渐进恢复，全年制造业投资累计增速回升至-2.2%，较 1-11 月收窄 1.3 个百分点。房地产投资保持韧性，基建投资仍然偏弱。进出口方面，12 月我国进出口同比增长 12.9%，位于年内高位。其中，受海外经济边际复苏及节假日需求高增影响，出口同比增长 18.1%；进口同比增长 6.5%，增速整体回升，但其中大宗商品需求仍偏弱。

- **社融小幅回落，信贷结构改善**

12 月社融余额同比增速 13.3%，较上月小幅回落 0.3 个百分点。随着 12 月投资保持良好态势、财政支出回归常态，M2 出现小幅下滑但仍保持相对高增。社融增速小幅回落，政府债券融资出现边际回升。企业中长期贷款延续高增，信贷结构进一步改善。

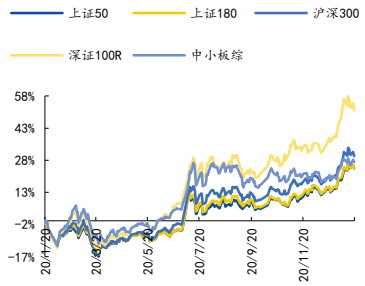
整体上看，12 月宏观经济复苏较有韧性，但结构问题仍明显。生产与消费有所分化，工业增加值维持高增，制造业稳步回暖；而消费增速弱于预期，投资增速趋缓，但在海外疫情恶化环境下进口仍位于高景气区间。货币金融方面，社融小幅回落，M2 保持相对高增。由于打击资金空转和房地产融资监管进一步趋严，表外融资仍将影响社融增速。2021 年初，受多地疫情反复以及原地过年倡议影响，预计节假日对生产的影响小于往年同期，但疫情可能对春节消费旺季造成冲击。考虑到春节前后流动性趋紧，后续需关注货币政策变动对资金面的影响情况。

风险提示：疫情变化超预期，中美关系超预期，政策不及预期

主要数据：

上证综指：	3566.38
深圳成指：	15003.98
沪深 300：	5437.52
中小盘指：	4566.40
创业板指：	3084.49

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元宏观-经济韧性好于预期，仍需关注结构修复-12 月与四季度经济数据点评》2021.01.19

《国元宏观-OMO 投放逐步缩量，利率或达合意水平-宏观流动性双周报(第 13 期)》2021.01.18

报告作者

分析师 徐颖
执业证书编号 S0020520070001
邮箱 xuying@gyzq.com.cn
电话 021-68880637-2174

内容目录

1. PMI 稳中略降，成本攀升影响小企业 4
1.1 制造业稳步恢复，供需协同改善 4
1.2 原材料价格升至全年高点，企业成本压力攀升 4
1.3 小企业 PMI 降至荣枯线下，服务业维持高景气区间 5
2. CPI 由降转涨，PPI 延续修复趋势 6
2.1 鲜菜价格回升拉动 CPI 由降转涨 6
2.2 PPI 同比降幅收窄，延续修复趋势 7
3. 12 月工业增加值维持回升趋势 7
4. 必选消费回归常态，可选消费出现分化 8
5. 投资增速逐步趋缓，地产投资保持韧性 9
6.经济持续改善，进出口均景气 11
6.1 海外经济边际复苏叠加节日需求，拉动出口增长 11
6.2 大宗商品需求偏弱，进口增速整体回升 11
7. 社融小幅回落，信贷结构改善 12
7.1 M2 增速保持高位，M1 增速达年内峰值 12
7.2 企业中长期贷款延续高增，信贷结构进一步改善 13
7.3 社融维持高增，表外融资出现回落 13

图表目录

图 1：PMI 总指数、生产与新订单 4
图 2：中采 PMI 分项 4
图 3：出厂价格指数与主要原材料购进价格指数 4
图 4：小型企业 PMI 降至荣枯线以下 5
图 5：服务业位于较高景气度区间 5
图 6：12 月 CPI 同比由降转涨 6
图 7：12 月核心 CPI 较上月回升 6
图 8：猪肉价格同比降幅收窄 6
图 9：鲜菜价格回升拉动 CPI 由降转涨 6
图 10：12 月 PPI 同比降幅收窄 7

图 11：主要行业 PPI 累计同比 7
图 12：12 月工业增加值维持回升趋势 8
图 13：四大产业工业增加值同比 8
图 14：子行业工业增加值当月同比 8
图 15：主要工业品产量仍维持较高增速 8
图 16：12 月社零增速小幅回落 9
图 17：部分可选消费品分项增速放缓 9
图 18：汽车仍是社零增长的拉动项 9
图 19：固定资产投资完成额累计同比小幅回升 10
图 20：地产投资回升速度趋缓 10
图 21：制造业投资分项情况 10
图 22：房地产投资保持韧性 10
图 23：办公楼投资回升较快 10
图 24：商品房销售面积边际回升 10
图 25：进出口位于高景气区间 12
图 26：机电产品增速边际回升 12
图 27：对美出口增速有所回落 12
图 28：部分大宗商品进口增速边际回落 12
图 29：M1 与 M2 剪刀差边际扩张 13
图 30：新增人民币存款情况 13
图 31：居民中长期贷款小幅回落 13
图 32：企业中长期贷款超季节性增长 13
图 33：社融增速小幅回落 14
图 34：表外融资大幅减少 14

1. PMI 稳中略降，成本攀升影响小企业

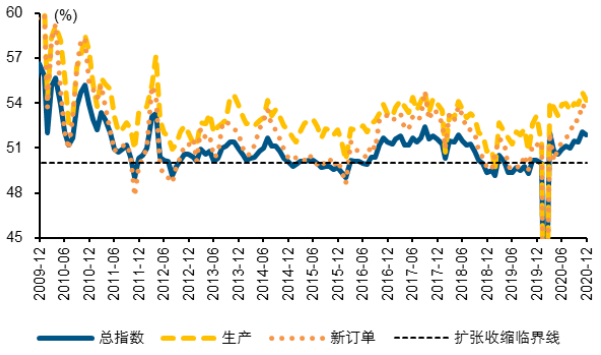
1.1 制造业稳步恢复，供需协同改善

12 月中采制造业 PMI 指数为 51.9%，较上月回落 0.2 个百分点，略低于市场预期，连续 10 个月位于荣枯线之上。非制造业 PMI 指数为 55.7%，较上月回落 0.7 个百分点，继续位于较高景气区间。综合 PMI 产出指数为 55.1%，较上月回落 0.6 个百分点。

从细分项来看，12 月生产指数为 54.2%，较上月回落 0.5 个百分点；新订单指数为 53.6%，较上月回落 0.3 个百分点。生产指数与新订单指数虽然有所回落，但仅低于上月的年内高点，制造业延续稳步恢复趋势；且两者差值持续缩小，供需协同改善。12 月新出口订单指数回落 0.2 个百分点至 51.3%，连续 4 个月位于荣枯线之上，出口需求较为旺盛。需求方面，受益于经济基本面持续修复，内需整体企稳向好，海外疫情加重、刺激政策延续及圣诞旺季支撑了外需的扩张；供给方面，企业生产经营活动持续恢复，制造业保持较好增势。

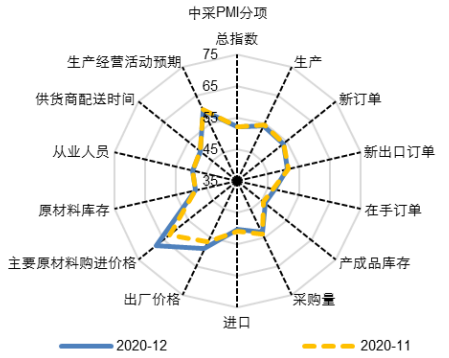
在库存方面，原材料库存指数与上月持平，仍为 48.6%，为年内高点；产成品库存指数上升 0.5 个百分点至 46.2%。随着经济基本面向好以及内外部市场需求回升，工业企业主动补库存迹象明显。在就业方面，从业人员指数小幅上升 0.1 个百分点至 49.6%，从业人员分项维持稳定。

图 1：PMI 总指数、生产与新订单



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：中采 PMI 分项

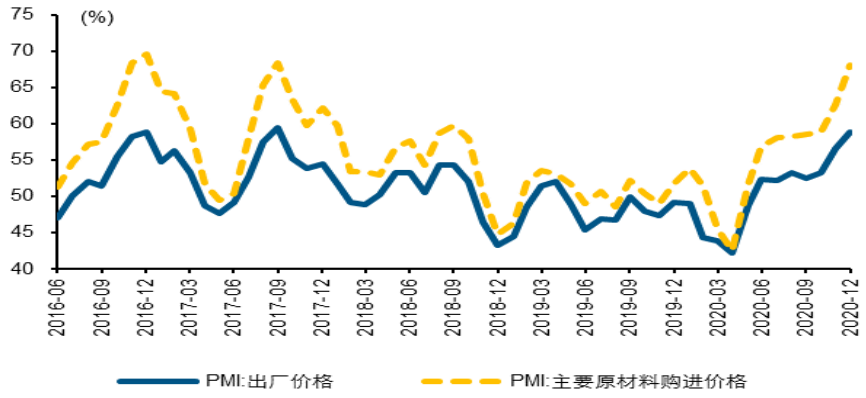


资料来源：Wind，国元证券研究所

1.2 原材料价格升至全年高点，企业成本压力攀升

12 月价格指数升至全年高点。受近期大宗商品价格攀升以及市场需求回暖影响，原材料价格较上月增长 5.4 个百分点至 68.0%，出厂价格较上月增长 2.4 个百分点至 58.9%，均为年内高点。分行业看，煤炭、铁矿石等上游行业价格较 11 月显著上涨，或将加大中下游企业的成本压力。

图 3：出厂价格指数与主要原材料购进价格指数



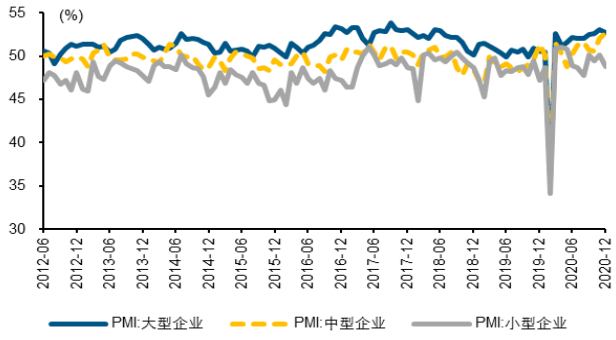
资料来源：Wind，国元证券研究所

1.3 小企业 PMI 降至荣枯线下，服务业维持高景气区间

12 月大型企业 PMI 为 52.7%，较上月回落 0.3 个百分点；中型企业 PMI 为 52.7%，较上月上升 0.7 个百分点；小型企业 PMI 为 48.8%，较上月回落 1.3 个百分点，降至荣枯线以下。受原材料成本上涨、物流成本高企等原因影响，小型企业盈利空间遭受挤压，PMI 较上月明显回落。

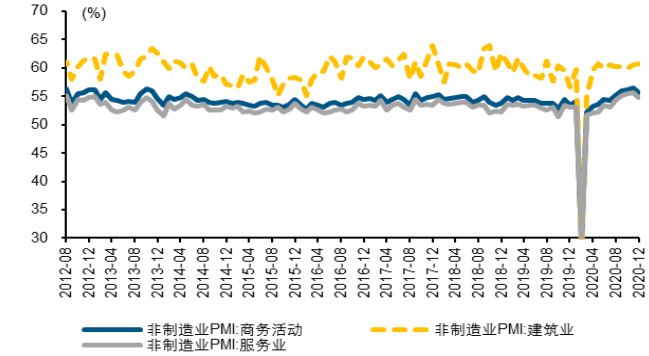
非制造业 PMI 指数为 55.7%，较上月回落 0.7 个百分点，仍位于较高景气区间。其中服务业 PMI 指数为 54.8%，较上月回落 0.9 个百分点。建筑业 PMI 指数为 60.7%，较上月上升 0.2 个百分点。服务业方面，12 月国内部分地区出现零星新冠病例，但市场需求平稳回暖的总体趋势不变；建筑业方面，新订单指数连续两个月回升，行业保持较高景气度。12 月份，综合 PMI 产出指数为 55.1%，连续 4 个月保持在 55.0%以上的较高景气区间，表明近期我国企业生产经营活动持续恢复向好。

图 4：小型企业 PMI 降至荣枯线以下



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：服务业位于较高景气度区间



资料来源：Wind，国元证券研究所

2. CPI 由降转涨，PPI 延续修复趋势

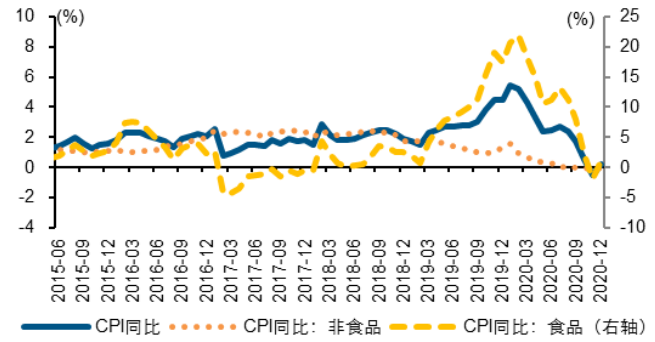
2.1 鲜菜价格回升拉动 CPI 由降转涨

国家统计局 1 月 11 日公布数据显示，2020 年 12 月 CPI 同比+0.2%（前值-0.5%），较上月回升 0.7 个百分点，由降转涨；环比+0.7%（前值-0.6%），较上月回升 1.3 个百分点。12 月 PPI 同比-0.4%（前值-1.5%），降幅较上月收窄 1.1 个百分点；环比+1.1%（前值+0.5%），涨幅较上月扩大 0.6 个百分点。CPI 与 PPI 均略高于市场预期。

12 月食品 CPI 同比变动+1.2%，增速较上月回升 3.2 个百分点；非食品 CPI 同比变动 0%，增速较上月回升 0.1 个百分点。核心 CPI 同比+0.4%，涨幅较上月回落 0.1 个百分点。

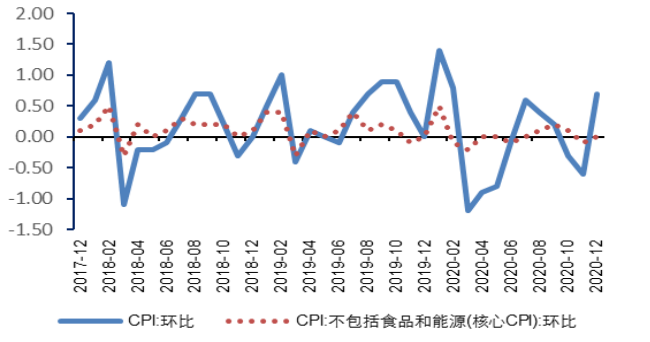
12 月食品烟酒类价格同比上涨 1.4%，影响 CPI 上涨约 0.4 个百分点，是带动 CPI 由降转涨的主要因素。食品中猪肉价格同比-1.3%，降幅收窄 11.2 个百分点，影响 CPI 下降约 0.06 个百分点；鲜菜价格同比+6.5%，影响 CPI 上涨约 0.17 个百分点。冬季为猪肉消费旺季，随着元旦春节等节假日到来，消费需求增加，猪肉价格环比由上月下降 6.5%转为本月上涨 6.5%；持续低温天气拉高鲜菜的生产与储运成本，鲜菜价格环比上涨 8.5%。其他七大类中，医疗保健、教育文娱需求继续恢复，价格小幅上行；受旅游淡季影响交通和通信价格同比下降 3.1%；房租价格同比下降 0.8%。

图 6：12 月 CPI 同比由降转涨



资料来源：中国生活用纸年鉴，国元证券研究所

图 7：12 月核心 CPI 较上月回升



资料来源：中国生活用纸年鉴，国元证券研究所

图 8：猪肉价格同比降幅收窄

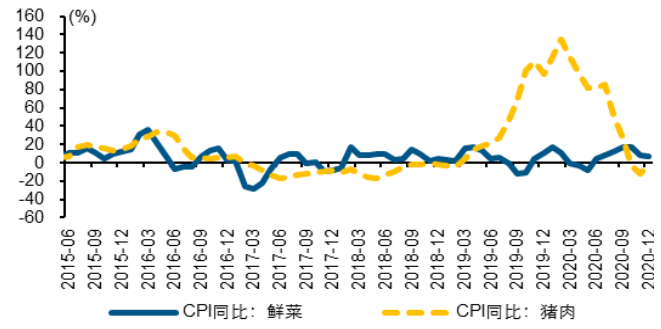
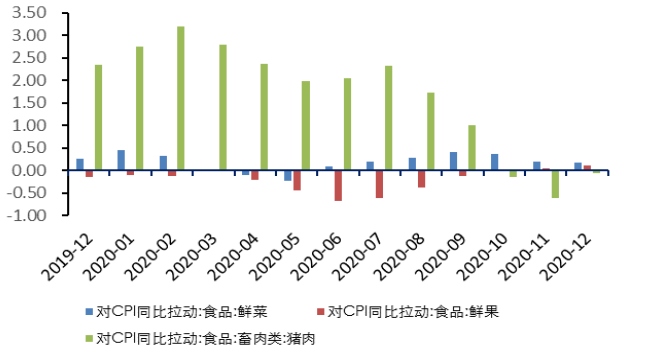


图 9：鲜菜价格回升拉动 CPI 由降转涨



资料来源：Wind，国元证券研究所

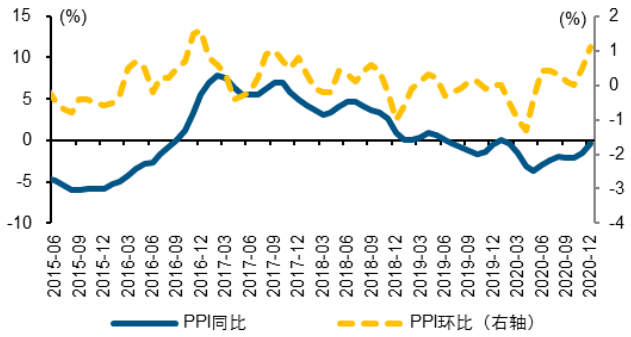
资料来源：Wind，国元证券研究所

2.2 PPI 同比降幅收窄，延续修复趋势

12 月全国 PPI 同比下降 0.4%，环比上涨 1.1%。其中生产资料价格同比-0.5%，降幅较上月收窄 1.3 个百分点；环比+1.4%，涨幅较上月扩大 0.7 个百分点；生活资料价格同比-0.4%，降幅收窄 0.4 个百分点；环比变动+0.1%，涨幅与上月相同。

受国际原油价格上涨等因素影响，石化产业链工业品价格继续上行。细分行业看，石油和天然气开采业（+7.9%），石油、煤炭及其他燃料加工业（+5.3%），化学原料和化学制品制造业（+2.3%），涨幅均有所扩大。受本年严寒低温天气影响，供暖需求增加推动相应燃料价格上行，其中燃气生产和供应业（+4.1%），煤炭开采和洗选业（+3.5%）。由于铁矿石与有色金属等国际大宗商品价格上行，国内金属相关行业价格持续上涨，其中黑色金属冶炼和压延加工业（+3.3%），有色金属冶炼和压延加工业（+3.9%）。

图 10：12 月 PPI 同比降幅收窄



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 11：主要行业 PPI 累计同比



资料来源：Wind，国元证券研究所

预计 2021 年 CPI 仍将处于低区间，PPI 温和修复趋势不变。非食品方面，消费延续回暖趋势，但受部分省份疫情反复、未来疫情防控常态化等影响，短时间难以大幅上行。食品方面，持续低温天气拉高鲜菜、鲜果价格；春节假期即将到来，需求增长将对猪肉价格形成支撑。从 PPI 看，国内需求稳定恢复，国际大宗商品价格上行，相关产业工业品价格将有所回升。同时受疫苗投放市场等利好消息影响，全球经济复苏预期增强，预计 2021 年 PPI 将维持温和修复趋势。

3. 12 月工业增加值维持回升趋势

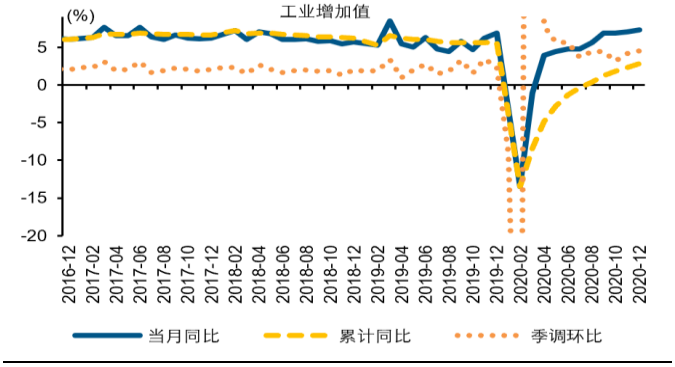
12 月规模以上工业增加值同比增长 7.3%，较上月上升 0.3 个百分点，较去年同期上升 0.4 个百分点；2020 年全年工业增加值累计同比增长 2.8%。工业增加值增速维持回升趋势。

行业大类看，制造业边际回暖，12 月同比增 7.7%，与上月持平。采矿业、公用事业及高技术产业当月同比增速均出现回升。子行业看，必选消费相关的食品制造（2.4%）、农副食品加工（1.5%）较上月分别变动 0.1、-1.4 个百分点；出口高景气的医药制造

（16.9%）、纺织（5.2%）及电子设备（11.4%）较上月分别变动 3.3、-1.3、2.1 个百分点；汽车制造业（9.7%）有所回落。投资整体维持强劲，带动钢铁（10.7%）、金属制品（13.0%）整体保持高增；交运设备（8.7%）本月增速较快，较上月回升 6.1 个百分点。

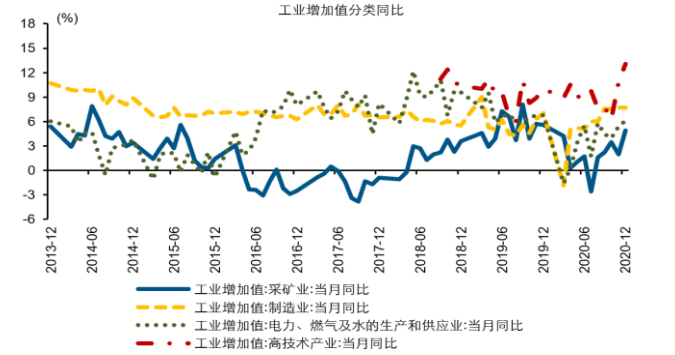
从主要工业品看，12 月发电量同比上升 9.1%，增速较上月回升 2.3 个百分点；钢材产量当月同比上升 12.8%，增速较上月回升 2 个百分点；水泥产量当月同比上升 6.3%，增速较上月回落 1.4 个百分点；而汽车产量当月同比上升 6.5%，增速较 11 月小幅回落 1.6 个百分点，其中新能源汽车产量仍维持高速增长。

图 12：12 月工业增加值维持回升趋势



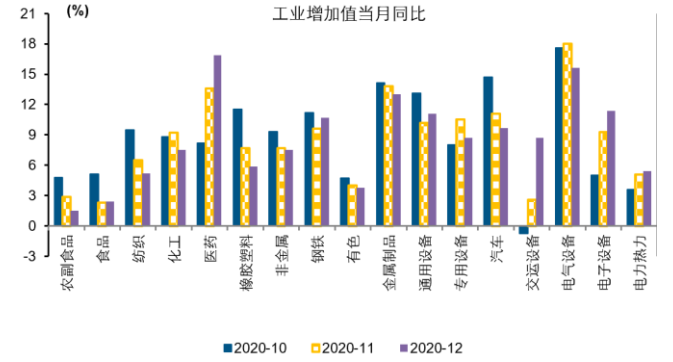
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 13：四大产业工业增加值同比



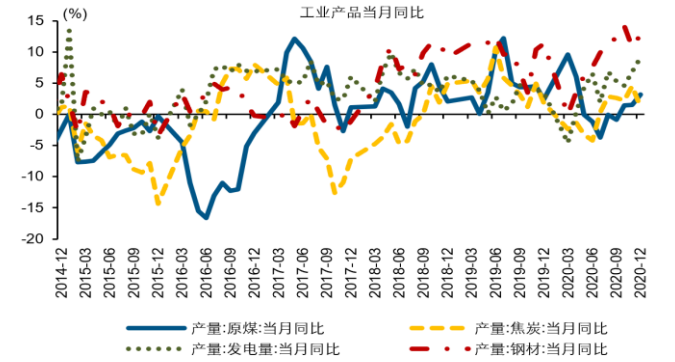
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 14：子行业工业增加值当月同比



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 15：主要工业品产量仍维持较高增速



资料来源：Wind，国元证券研究所

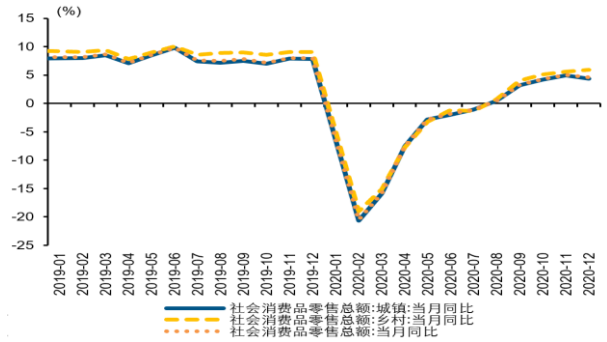
4. 必选消费回归常态，可选消费出现分化

12 月社零同比增速为 4.6%，较上月小幅回落 0.4 个百分点，低于市场预期。2020 年全年社零累计同比增速为-3.9%，较 1-11 月回升了 0.9 个百分点。整体上看 12 月社零仍在渐进修复。

必需消费品增速总体上回归常态，部分可选消费品分项增速放缓。必选消费品中限额

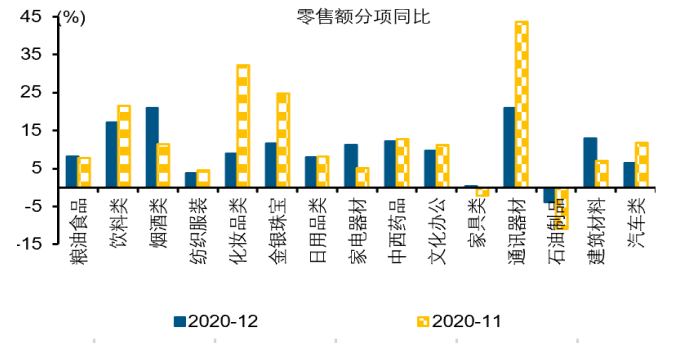
以上粮油食品（8.2%）、中西药品（12.1%）仍维持相对高增，日用品（8.0%）增速基本与上月持平；可选品中汽车（6.4%）当月同比增速出现较大幅度回落，较上月下滑 5.4 个百分点。化妆品（9.0%）、金银珠宝（11.6%）及通讯器材（21.0%）增速下滑较快。烟酒（20.9%）、家具（0.4）及家电器材（11.2%）有所改善。

图 16：12 月社零增速小幅回落



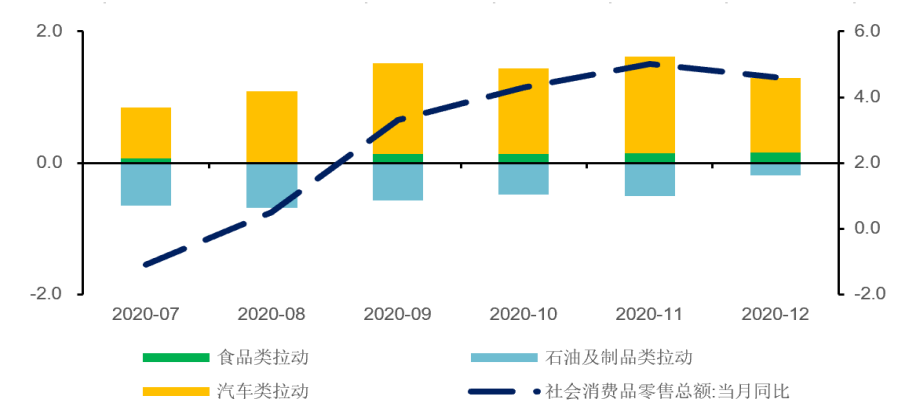
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 17：部分可选消费品分项增速放缓



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 18：汽车仍是社零增长的拉动项



资料来源：Wind，国元证券研究所

5. 投资增速逐步趋缓，地产投资保持韧性

2020 年全年全国固定资产投资同比增长 2.9%，较 1-11 月回升了 0.3 个百分点，增速进一步趋缓。

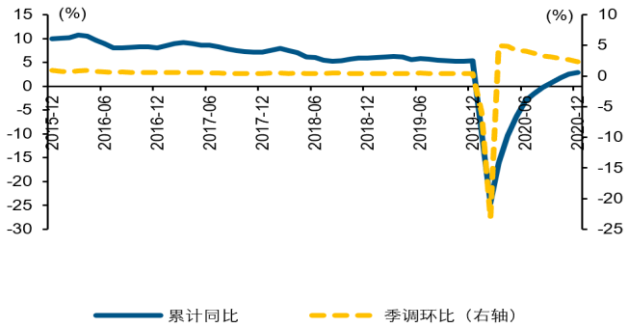
制造业投资渐进恢复。全年制造业投资累计增速回升至-2.2%，较 1-11 月收窄 1.3 个百分点。其中高新技术制造业投资同比增长 11.5%，较 1-11 月份小幅回落 1.3 个百分点，半年来首次回落。细分行业看，12 月医药、计算机通信设备维持高增，汽车、专用设备小幅回暖。伴随政策扶持力度加大以及制造业中长期贷款增速的持续向好，预计制造业投资将维持温和修复的趋势。

房地产投资仍保持韧性。全年房地产开发投资同比增长 7.0%，较 1-11 月回升 0.2 个

百分点。分类看，住宅投资、办公楼、商业地产同比分别增 7.6%、5.4%、下降 1.1%，分别较 1-11 月回升 0.2、1.2 和 0.8 个百分点。房地产需求端总体仍在边际恢复，不同城市间分化明显。全年商品房销售面积同比增长 2.6%，较 1-11 月回升了 1.3 个百分点。同时高频数据显示 12 月以来 30 大中城市中，一线城市商品房成交面积同比增速较快，而二三线城市增速缓慢，分化较为明显。其他指标看，全年房屋施工面积同比增长 3.7%，增速比 1-11 月份回升 0.5 个百分点；房屋竣工面积累计同比增速下降 4.9%，降幅收窄 2.4 个百分点。整体上地产投资仍小幅回暖，预计随着监管趋严，地产投资增速将受到影响但仍能保持韧性。

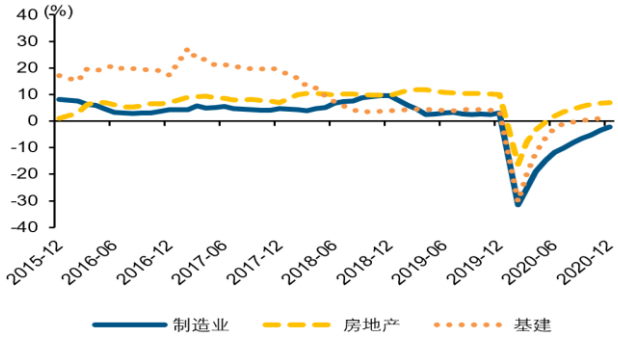
基建投资仍然偏弱。2020 年全年基建投资同比增长 0.9%，增速较 1-11 月下滑了 0.1 个百分点。随着疫情基本得到控制，通过基建投资来兜底经济的重要性逐渐减弱；同时财政支出不及预期以及优质项目仍然偏少也是基建投资偏弱的重要原因。预计随着基本面的日趋向好，财政支出不及预期，基建投资或将维持低迷。

图 19：固定资产投资完成额累计同比小幅回升



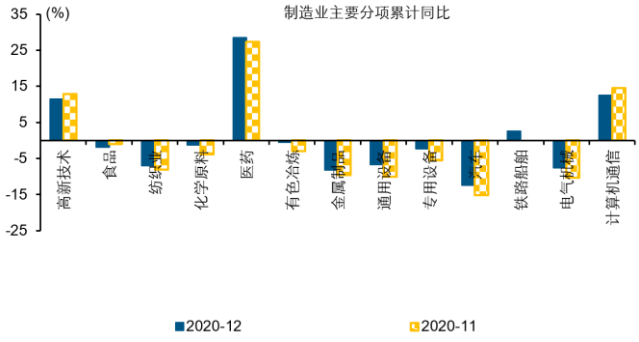
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 20：地产投资回升速度趋缓



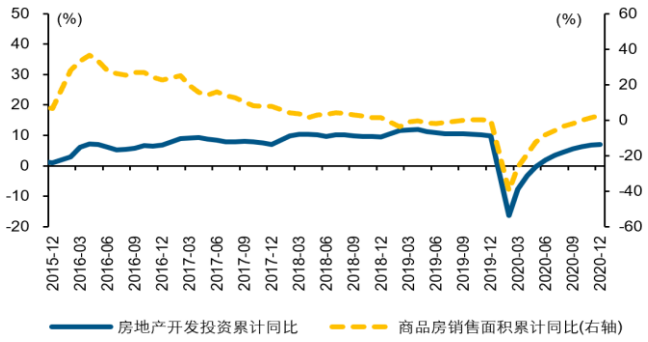
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 21：制造业投资分项情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

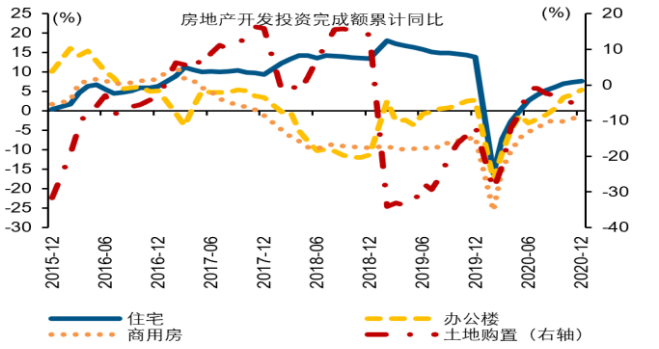
图 22：房地产投资保持韧性



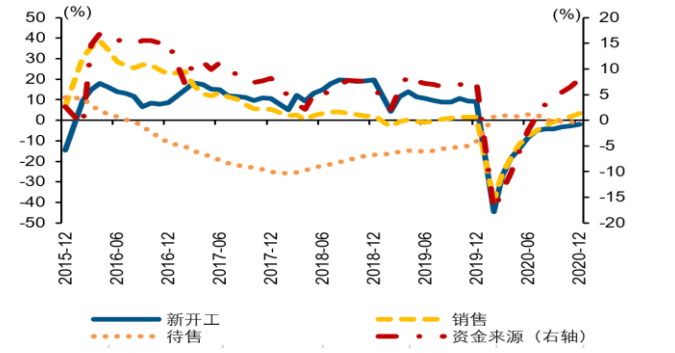
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 23：办公楼投资回升较快

图 24：商品房销售面积边际回升



资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

6.经济持续改善，进出口均景气

根据海关总署统计，2020 年 12 月我国进出口总值为 4856.8 亿美元，同比增长 12.9%，位于年内高位。其中出口 2819.3 亿美元，同比增长 18.1%，较前值 21.1%回落 3 个百分点，高于市场预期；进口 2037.5 亿美元，同比增长 6.5%，高于预期增速，较上月上升 2 个百分点；贸易差额为 781.7 亿元，较上月小幅上升。

6.1 海外经济边际复苏叠加节日需求，拉动出口增长

12 月出口仍保持强劲，数据好于市场预期。从国别来看，12 月我国对美国、日本、韩国、欧盟与东盟的出口增速分别为 34.5%、8.2%、16.4%、4.3%、18.4%，其中对东盟的出口同比增速上行较为明显，较上月上升 8.4%，对韩国出口同比增速位于年内高位。从出口产品类别上看，随着疫苗的推广接种，海外各国对医疗仪器与器械等医疗物资的需求有所回落，但总体需求仍然较为旺盛。同时伴随海外经济的边际复苏，海外工业企业开始主动补库存；叠加国内环境持续好转，供给能力进一步增强，包括家用电器在内的机电产品、汽车等产品出口有所回暖。同时 12 月海外节假日促进消费季节性增加，我国塑料制品、玩具、灯具照明等节日用品出口大幅提升。整体来看，12 月出口强劲势头仍然延续。

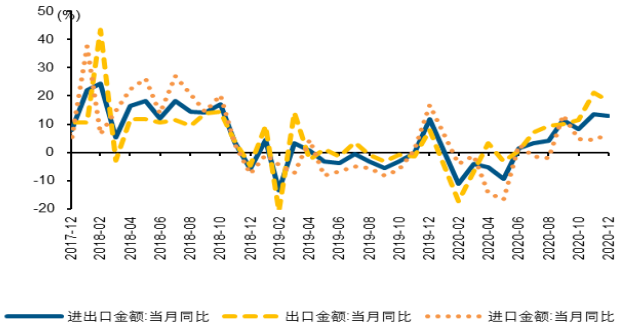
6.2 大宗商品需求偏弱，进口增速整体回升

12 月进口增速较上月有所回升，整体高于市场预期。从进口产品类别上看，12 月大豆、钢材增速同比出现较大幅度回落；铁矿、铜进口增速回落也较为明显；原油进口增速仍然为负。我们认为 12 月主要大宗商品进口量回落或一是由于部分工业企业已提前备货补库，整体上原油等大宗商品库存偏高；二是海外病毒变异疫情反弹，拖累海外产能有效恢复；同时考虑到国内生产景气度提升，对国外供给形成替代，进口需求边际回落。

总体而言，12 月我国进出口数据表现亮眼，仍位于高景气区间。展望后续，伴随我国经济的边际回暖，完整产业链为出口提供了较强的供给能力；同时海外经济开始复苏，例如同为东亚经济体的韩国出口水平大幅提升，海外工业企业逐步进入补库存周期，预计我国 2021 年初进出口数据仍将维持较高景气度。但是未来随着其他国家产能逐渐恢复，叠加贸易顺差提高带来的人民币升值预期，我国出口或将承压，进口有

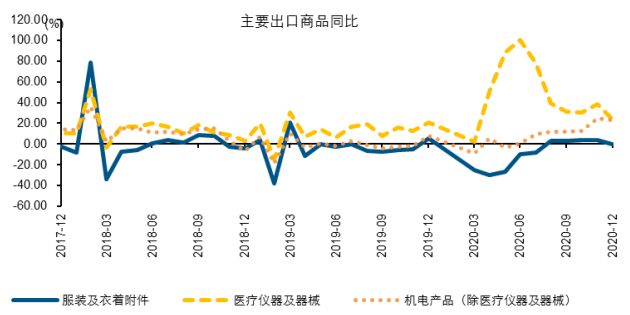
望继续增加。建议后续重点关注疫苗接种及疫情进展情况。

图 25：进出口位于高景气区间



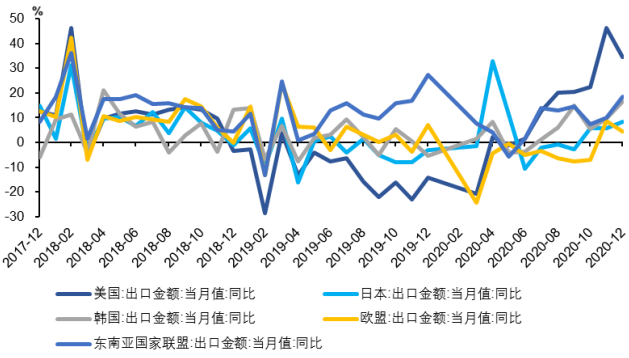
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 26：机电产品增速边际回升



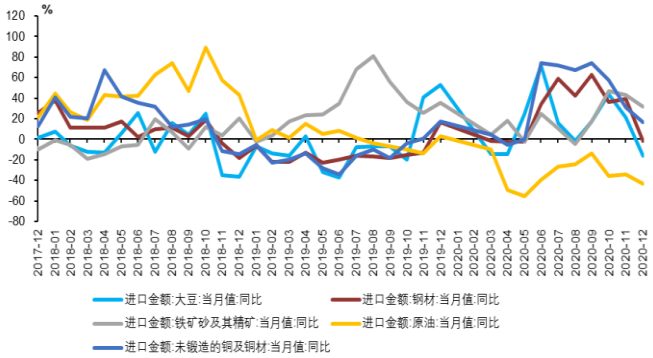
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 27：对美出口增速有所回落



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 28：部分大宗商品进口增速边际回落



资料来源：Wind，国元证券研究所

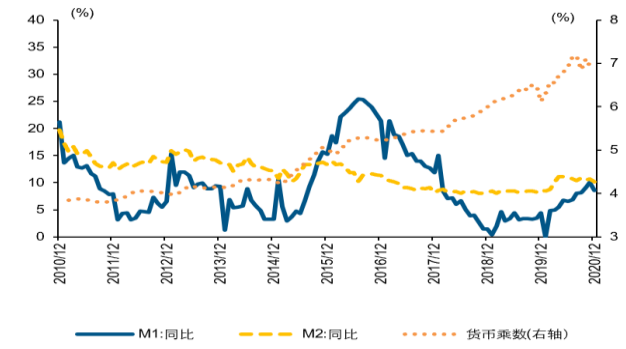
7. 社融小幅回落，信贷结构改善

7.1 M2 增速保持高位，M1 增速达年内峰值

12 月 M2 当月同比增速 10.1%，增速较上月回落 0.6 个百分点，比去年同期高 1.4 个百分点；M1 当月同比增速 8.6%，增速较上月回落 1.4 个百分点，比去年同期高 4.2 个百分点。M1 同比增速出现边际下降但依然处于年内高位，地产融资与企业生产经营或出现小幅回落；同时伴随投资保持良好态势，财政支出虽力度不足但逐渐回归常态，M2 出现小幅下滑但仍保持相对高增，M1 与 M2 剪刀差边际扩张。

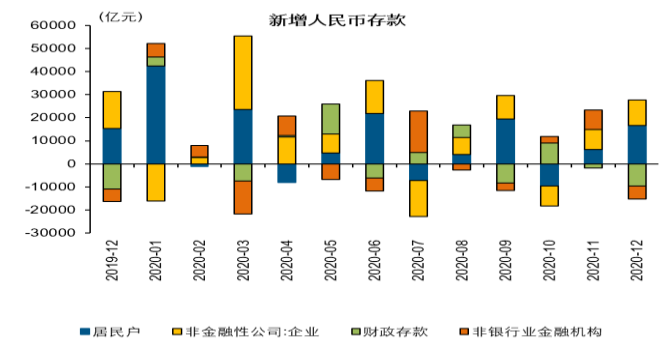
12 月人民币存款减少 2093 亿元，其中居民存款增加 16735 亿元，同比增加 1489 亿元，企业部门存款增加 10959 亿元，同比减少 5078 亿元，非银金融机构存款减少 5599 亿元；同时可以看到 12 月财政存款减少 9540 亿元，财政投放力度持续加大。

图 29：M1 与 M2 剪刀差边际扩张



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 30：新增人民币存款情况

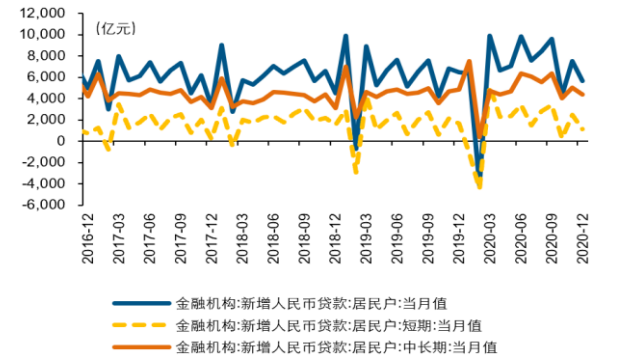


资料来源：Wind，国元证券研究所

7.2 企业中长期贷款延续高增，信贷结构进一步改善

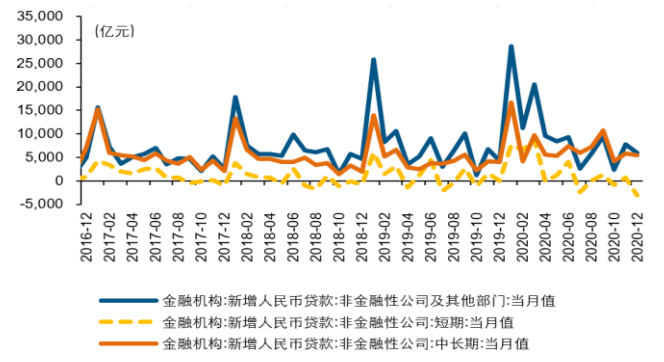
12 月份新增人民币贷款 12600 亿元，相比去年同期多增加 1200 亿元。（1）居民层面，新增居民贷款 5635 亿元，比去年同期减少 824 亿元。新增居民中长期贷款 4392 亿元，比去年同期减少 432 亿元，房地产销售增速或出现小幅回落。（2）企业融资层面，新增企业贷款 5953 亿元，比去年同期多增 1709 亿元，其中企业中长期贷款新增 5500 亿元，较去年同期多增 1522 亿元，企业中长期贷款持续超季节性增长体现制造业企业仍保持较高的融资需求，融资结构进一步改善；同时企业短期贷款新增规模较去年同期大幅减少 3132 亿元，政策引导下商业银行对企业信贷投放维持“短少长多”，信贷结构改善预计将进一步延续。

图 61：居民中长期贷款小幅回落



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 32：企业中长期贷款超季节性增长



资料来源：Wind，国元证券研究所

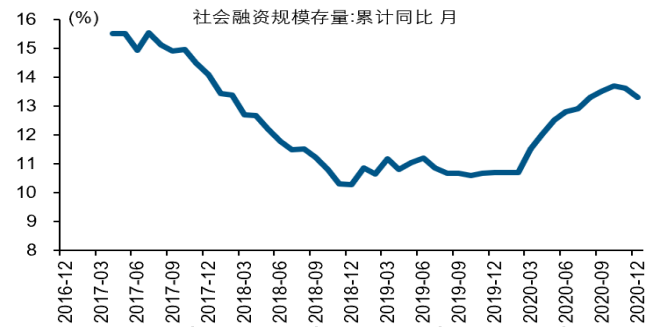
7.3 社融维持高增，表外融资出现回落

12 月社融余额同比增速 13.3%，较上月小幅回落 0.3 个百分点。当月社融规模增量为 1.72 万亿，比去年同期减少 3830 亿元。从细分项来看，表内融资方面，新增人民币贷款 1.14 万亿元。政府债券当月融资 7156 亿元，比去年同期多增 3418 亿元，政府债券融资出现边际回升。

受到打击资金空转，房地产融资监管趋严等因素的影响，当月表外融资减少 7376 亿

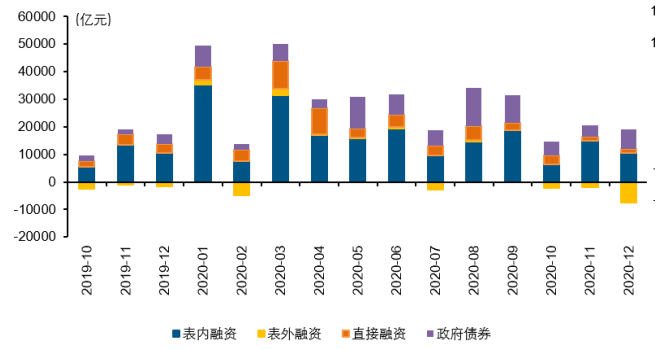
元，同比大幅减少 5920 亿元，其中当月未贴现银行承兑汇票融资减少 2216 亿元，同比减少 3167 亿元，委托贷款及信托贷款融资规模也出现不同幅度下滑。直接融资方面，当月企业债券融资为 442 亿元，比去年同期减少 2183 亿元，信用债风波对企业债券发行的影响仍在延续，预计伴随一系列防范信用债及地方隐性债务风险措施的出台，债券融资后续将出现好转。

图 33：社融增速小幅回落



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 34：表外融资大幅减少



资料来源：Wind，国元证券研究所

整体上看，12 月社融小幅回落，信贷仍位于高景气区间。随着 12 月投资保持良好态势，财政支出回归常态，M2 出现小幅下滑但仍保持相对高增。企业中长期贷款延续高增，信贷结构进一步改善。社融增速小幅回落，政府债券融资出现边际回升。伴随打击资金空转，以及房地产融资监管进一步趋严，表外融资仍将影响社融增速，但预计短期内信用收缩不会过于明显以及债券融资后续或将出现好转，社融或将维持相对缓慢的回落趋势。

风险提示：疫情变化超预期，中美摩关系预期，政策不及预期

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000
传真：（0551）62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135
传真：（021）68869125
电话：（021）51097188