日暖风和
——2020 年 12 月宏观经济月报

谭卓，宏观经济研究所所长
zhuotan@cmbchina.com

韩剑，宏观研究员
hanjian_work@cmbchina.com

杨薛融，宏观研究员
yangxuerong@cmbchina.com

王炳，宏观研究员
wbing@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

■ **受疫情影响，美欧经济持续低迷，但疫苗和宏观刺激为明年经济带来曙光。**一方面，美国 11 月非农新增就业仅增加 24.5 万，不仅在复工后首次明显低于预期，甚至低于去年同期水平，显示经济修复可能失去动能。另一方面，疫苗和宏观刺激利好不断。目前美欧主要国家均已开始大规模疫苗接种，为明年经济运行向常态化回归打下基础。在群体免疫到来前，宏观政策将继续为经济托底：欧央行 12 月议息会议提高了 PEPP 的购买上限和期限；美国新一轮财政刺激计划终于落地，尽管规模小于预期，但拜登表示将在就任后推动更大规模的刺激方案。

■ **当前经济仍处于疫后恢复的过程中，整体延续回升态势。**11 月经济供需两面均动力较强，实体经济参与者信心充足。工业生产动能十足，房地产韧性仍在，消费稳步恢复。制造业投资在出口需求超预期强劲和大宗商品价格持续暴涨的带动下，大幅快速回升。但基建投资增速略弱于预期，主要源于财政支出不足，支出节奏较慢。出口在外需回暖和国外疫情爆发下维持较高增速，进口增速在内需修复下温和上行，但受原油价格影响增速有所收窄。贸易顺差有望保持高位，净出口对我国经济增长形成拉动。在经济回暖趋势延续的背景下，规上工业企业利润增速在低基数的影响下大幅上升，上中下游行业普遍好转。CPI 增速在猪肉价格下行的压力下进入通缩区间，PPI 受石油相关行业产品价格上行带动增速回升。前瞻地看，短期内需求回暖，生产扩张，企业利润和居民收入改善，制造业和消费等内生增长动力走强的逻辑不变，四季度经济增长有望进一步上行，略高于潜在增长率水平。

■**总体来看，11 月信贷表现偏强，社融增速已呈现见顶回落态势，后续预计将继续下行，M2 增速小幅改善。**其中企业中长贷的强势表现延续，居民中长贷重拾韧性，企业短贷和居民短贷有所修复，社融其他分项（企业债券、非标、政府债券）趋弱。前瞻地看，可关注以下两个指标的指示意义：一是“社融-M2”剪刀差未来大概率继续收窄，指向后续利率上行空间有限，银行负债端压力边际缓解。二是 M2-M1 剪刀差连续 2 月收窄，指向企业的经营预期偏乐观，支付结算和投资需求上升，后续经济活力将增强。

■**财政收入持续改善，财政支出力度加大。**11 月，随着经济的持续修复，增值税、企业所得税等主要税种收入增速继续回升，财政收入累计降幅也继续收窄。财政支出也延续了往年在年底提速的特点，支出力度明显加大，而支出结构并未出现明显变化，疫情防控、脱贫攻坚、基层“三保”等增速较快的领域仍是财政支出的保障重点。土地出让收入当月增速大幅增长略超市场预期，但对缓解地方政府财政压力将起到重要作用。

目录

一、宏观概览：疫情再度来袭，全球修复分化 1
二、海外宏观：修复停滞，曙光初现 3
（一） 美国非农：黯淡就业加速财政刺激 3
1. 就业增长失去动能 3
2. 修复结构：三大特征 3
3. 塞翁失马，焉知非福 4
（二） 美联储：黎明前的寂静 4
1. 政策立场：加入购债计划“前瞻指引” 4
2. 经济前景：明年步入“疫苗复苏” 5
3. 政策定力：三个原因 6
4. 紧急信贷工具：仍将运转 7
5. 前瞻：货币政策中期维持稳定 7
（三） 财政刺激：拜登的“如意算盘” 8
1. 背景：千呼万唤始出来 8
2. 结构：三大领域 9
3. 前瞻：拜登的“两步走”策略 9
三、实体经济：日暖风和，恢复加快 11
（一）PMI：复苏韧性延续 11
1. 制造业高位扩张 11
2. 非制造业淡季不淡 12
3. 前瞻：高景气彰显经济复苏韧性 12
（二）生产：动能十足 13
（三）消费：恢复动能加强 13
（四）投资：经济增长重要支撑 14
1. 房地产投资：小幅下滑 14
2. 基建投资：当月增速掉头向下 14
3. 制造业投资：投资大幅加快 15
（五）贸易：红旗“逆风”飞扬 15
1. 出口：各类商品多点开花 15
2. 进口：原油仍是主要拖累项 16
3. 前瞻：出口高景气度有望延续 17
（六）物价：食品拖累 CPI 短暂通缩 18
1. CPI：畜肉和高基数驱动增速下滑 18
2. PPI：原油价格带动增速回升 18
（七）工业企业利润：顺势而上 19
1. 特征：经济回升下的利润改善 19
2. 行业结构：自下而上传递 20
3. 前瞻：顺势而上 21

四、货币金融：M2-M1 剪刀差收敛 21
（一）信贷：总量回升，结构合理 21
（二）社融：信贷改善，其他分项趋弱 22
（三）货币：M2-M1 剪刀差收窄 23
（四）前瞻：经济内生动能增强 23
五、财政收支：持续向好 24
（一）财政收入增速继续回升 24
（二）财政支出增速年内首现正增长 25
（三）土地出让收入：连续九个月实现正增长 25
六、政策跟踪：欲穷千里目，更上一层楼 26
（一）12 月 11 日中央政治局会议 26
1. 2021 年：“新百年”的起点 26
2. 工作目标：重提“经济运行在合理区间” 26
3. 工作新思路：供需并重，兼顾发展、安全与公平 26
4. 小结：“新发展”思路升级 27
（二）2020 年中央经济工作会议 27
1. 经济增速：“运行在合理区间” 27
2. 宏观政策：“不转急弯” 27
3. 重点工作：统筹发展与安全，兼顾公平 28
3. 小结：经济与政策平稳延续 29

图目录

图 1：美国新增非农就业低于去年同期水平 3
图 2：政府部门持续拖累新增就业 3
图 3：“永久-临时失业差”进一步扩大 4
图 4：补贴断档后美国居民收入和储蓄迅速下降 4
图 5：美联储资债表近期扩张放缓 5
图 6：8 月后美国国债收益率逐渐走高 5
图 7：美联储资债表稳步扩张 6
图 8：美国通胀出现边际下行 6
图 9：美元指数持续走弱 7
图 10：8 月后美国债收益率逐渐走高 7
图 11：美国疫情持续失控 8
图 12：2020 财年美国政府杠杆率突破 100% 8
图 13：美国零售销售冲高后边际回落 9
图 14：以补贴为拉动的居民收入增长消退 9
图 11：制造业与非制造业 PMI 11
图 12：供需缺口持续收窄 11
图 13：进出口指数稳步提升 12
图 14：小企业经营状况持续波动 12
图 15：工业生产动能十足 13
图 16：服务业稳步反弹 13
图 17：消费恢复动能加强 14
图 18：制造业投资大幅加快 14
图 19：高频数据显示外需仍持续回暖 16
图 20：我国对欧美国家出口增速大幅提升 16
图 21：防疫物资出口增速反弹 16
图 22：传统制造业产品出口持续增长 16
图 23：我国对美进口仍保持高位 17
图 24：原油仍是我国进口的主要拖累项 17
图 23：汽车进口显著回落 17
图 24：11 月贸易顺差创历史新高 17
图 25：CPI 同比增速继续下行 19
图 26：PPI 同比筑底回升 19
图 27：规上工业企业利润持续好转 19

图 28：需求持续回暖 19
图 29：营收及利润率增长为利润上行提供保障 20
图 30：制造业引领利润回升 20
图 31：11 月信贷回升超出季节性 22
图 32：新增人民币贷款及构成 22
图 33：新增居民贷款构成占比 22
图 34：新增非金融企业贷款构成占比 22
图 35：11 月社融季节性回升 23
图 36：新增社融及构成 23
图 37：11 月 M2-M1 剪刀差收窄 23
图 38：社融存量与 M2 存量同比增速 23
图 43：公共财政收入增速持续反弹 24
图 44：税收与非税收入“跷跷板”效应再现 24
图 45：主要税种增速有所持续改善 25
图 46：公共财政支出增速转正 25
图 47：债务付息支出增速继续领跑各项财政支出 25
图 48：土地出让收入增速加快 25

表目录

表 1：美联储季度经济展望预测变化 6
表 2：美国第四轮财政刺激方案要点梳理 10

一、宏观概览：疫情再度来袭，全球修复分化

海外经济修复进入停滞期，但疫苗和宏观刺激为明年经济带来曙光。11月美国非农数据首次显著低于预期，失业人数和失业率持续下降，而新增就业不及前值的一半，甚至低于去年同期水平，引发市场对未来经济走向的担忧。长期失业人数创下 2013 年底以来的最高水平，未来就业修复可能会更加缓慢。货币政策上，美联储加入购债计划“前瞻指引”并基于疫苗进展上调明年经济预测。前瞻地看，中期内政策将基本保持稳定，但不确定性仍存。财政政策上，国会最终通过了总额约 9,000 亿美元的新财政刺激计划，持续半年的拉锯终于取得阶段性成果。结合疫情发展和就业数据来看，本次刺激方案仅是权宜之计，拜登就任后将尽快推动下一轮财政刺激谈判。

国内经济供需两侧均动力较强，实体经济参与者信心充足。工业生产动能十足，保持高景气度。尽管国内各地零星出现新发病例，但整体疫情防控形势受控，对服务业生产拖累较小。投资方面，房地产韧性仍在，上半年较高的土地购置面积正逐渐向新开工面积传导，后续施工面积有望出现增长，对房地产投资形成支撑；基建投资当月增速掉头往下，财政支出力度仍然不及预期，四季度基建反弹力度较弱；制造业在出口需求旺盛、利润修复和大宗商品价格上涨的背景下，投资增速大幅上行。消费恢复动能加强，必选消费品依旧维持高增长，部分可选消费品销售快速反弹。外贸方面，出口增速再创新高，外需回暖加之海外疫情进入第三次上升期，各类商品多点开花，防疫物资出口增速回升；原油价格相较同期仍然较为低迷，进口增速放缓，但仍高于预期；年内贸易顺差有所缩窄但仍将保持高位。价格上，猪肉价格下行将 CPI 拖入通缩区间，年内仍将延续下行态势；原油相关行业产品价格上升带动 PPI 同比增速上行，但年内难以回到正区间。前瞻地看，消费、制造业投资有望取代基建、房地产投资，成为经济增长的主要驱动力，四季度经济增速有望进一步上行，略高于潜在增长率水平。

社融增速见顶回落，后续将继续下行。11 月信贷表现偏强。企业中长贷的强势表现延续，居民中长贷重拾韧性，企业短贷和居民短贷有所修复，社融其他分项（企业债券、非标、政府债券）趋弱。M2 与 M1 间的剪刀差继续收窄。当月财政实现净投放，M2 增速略超预期。M1 增速自 7 月以来连续 5 月上行，指向企业的投资进程继续提速，实体经济修复动能边际增强。前瞻地看，可关注以下两个指标的指示意义：一是“社融-M2”剪刀差未来大概率继续收窄，指向后续利率上行空间有限，银行负债端压力边际缓解；二是 M2-M1 剪刀差连续 2 月收窄，指向企业的经营预期偏乐观，支付结算和投资需求上升，后续经济活力将增强。

财政收入持续改善，财政支出力度加大。随着经济的持续修复，增值税、企业所得税等主要税种收入增速继续回升，财政收入累计降幅也继续收窄。财政支出也延续了往年在年底提速的特点，支出力度明显加大，而支出结构并未出现明显变化，疫情防控、脱贫攻坚、基层“三保”等增速较快的领域仍是财

政支出的保障重点。土地出让收入当月增速大幅增长略超市场预期，但对缓解地方政府财政压力将起到重要作用。

二、海外宏观：修复停滞，曙光初现

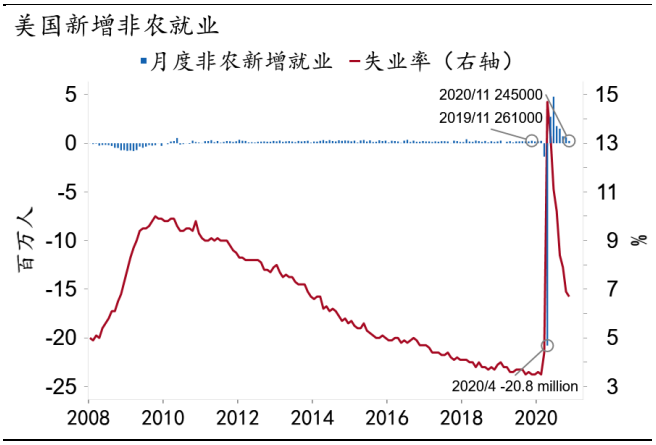
（一）美国非农：黯淡就业加速财政刺激

美东时间 12 月 4 日，美国劳工统计局（BLS）公布了 11 月份非农就业报告。11 月份美国非农就业增加 24.5 万，显著低于市场预期（44 万），失业率则小幅下降 0.2 个百分点到 6.7%。

1. 就业增长失去动能

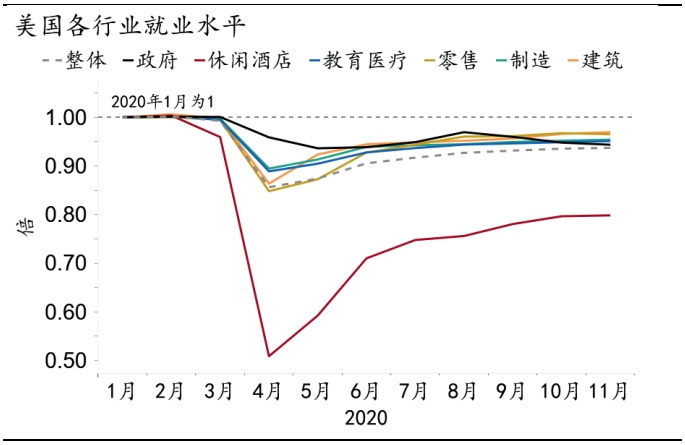
11 月非农数据是美国复工以来首份显著低于预期的就业报告，引发了市场对未来经济走向的担忧。一方面，就业市场仍位于修复通道，失业人数和失业率持续下降。另一方面，仍有近 1,000 万人因疫情失业，而新增就业不及前值的一半，甚至低于去年同期水平（26.1 万）。值得注意的是，11 月劳动参与率下降 0.2 个百分点至 61.5%，与失业率的下降幅度一致。但从人数变化看，11 月退出劳动市场的人数约 40 万，**指向新增就业实际为负。**近期疫情的第三次爆发使医疗资源承压，多州重启社交隔离。这是此次就业数据不及预期的主要原因。ADP“小非农”就业数据与 BLS 基本一致，显示 11 月新增就业 30.7 万人。

图 1：美国新增非农就业低于去年同期水平



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：政府部门持续拖累新增就业



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

2. 修复结构：三大特征

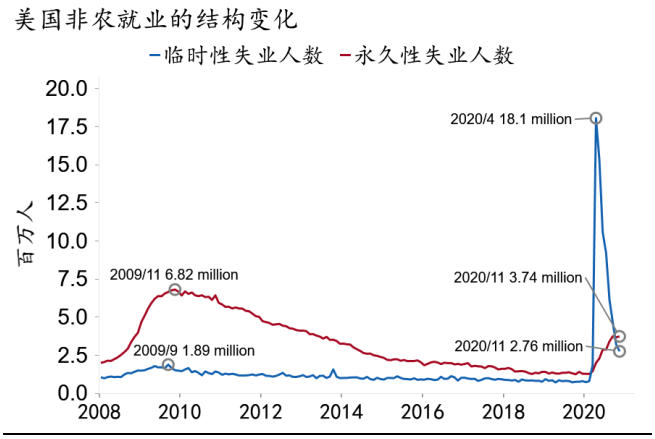
11 月美国就业数据呈现出三大结构特征：

首先，新增就业仍由私人部门拉动，政府部门拖累。11 月份私人部门增加 33.4 万就业岗位，虽然环比减少 61.9%（87.7 万），但仍是本次就业修复的主要驱动，贡献了新增就业的 140.4%。政府部门持续萎缩，但幅度放缓（环比下降 62.9%），减员 9.9 万。其中联邦政府裁员 8.6 万，主要原因依旧是 2020 全国人口普查的临时雇员完成任务后离岗；地方政府减员 1.3 万，且结构出现分化：教育雇员在疫情和财政压力下再次减少 2.1 万，但其它政府雇员增加约 7 千人。

其次，季节性雇佣规律出现变化。私人部门中，受疫情影响服务业新增仅为 28.9 万，较上月减少 48 万。值得注意的是，零售和运输仓储业出现明显分化。一方面，零售业结束了连续 6 个月的正增长，在传统的假日旺季工作岗位不增反降（-3.74 万）。休闲酒店业也呈现出类似的趋势。另一方面，运输和仓储业逆势反弹，增加 14.5 万岗位，环比增长 233.8%（同比 641.6%）。这反映了在疫情持续失控的情况下，居民消费习惯向线上倾斜，使以往季节性较强的工种，如零售店员向快递和仓储转型。

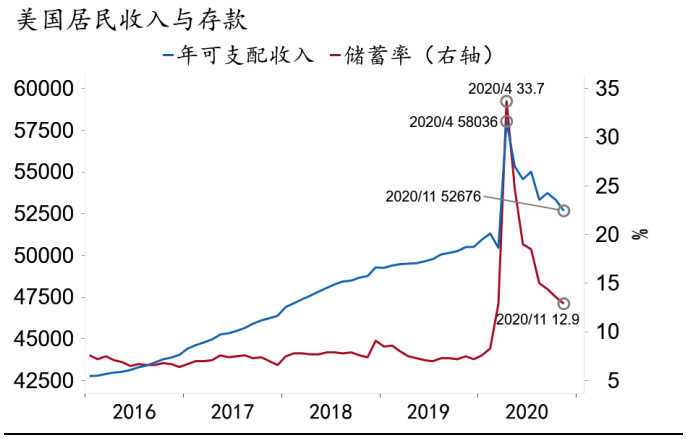
最后，临时和永久性失业人数走势持续分化。11 月临时性失业减少 44.1 万至 276 万，永久性失业小幅增加 5.9 万至 374 万。此外，长期失业人数（失业超过 27 周/半年）增加 38.5 万至 390 万，创下 2013 年底以来的最高水平，这预示着未来就业修复可能会更加缓慢。

图 3：“永久-临时失业差”进一步扩大



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 4：补贴断档后美国居民收入和储蓄迅速下降



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

3. 塞翁失马，焉知非福

尽管近期美国就业市场形势严峻，但中期看修复可能加速。首先，在疫情失控和黯淡就业数据的夹击下，两党已就下一轮刺激达成共识。目前总额约 9000 亿美元的刺激方案已由总统特朗普签署生效，尽管规模仅为预期的二分之一，但拜登表示明年就任后将推动额外的救助方案。此外，辉瑞和 Moderna 的新冠疫苗已经获批推广。随着接种率逐步提升，防疫措施逐步取消，美国经济明年有望向潜在水平加速回归。

（二）美联储：黎明前的寂静

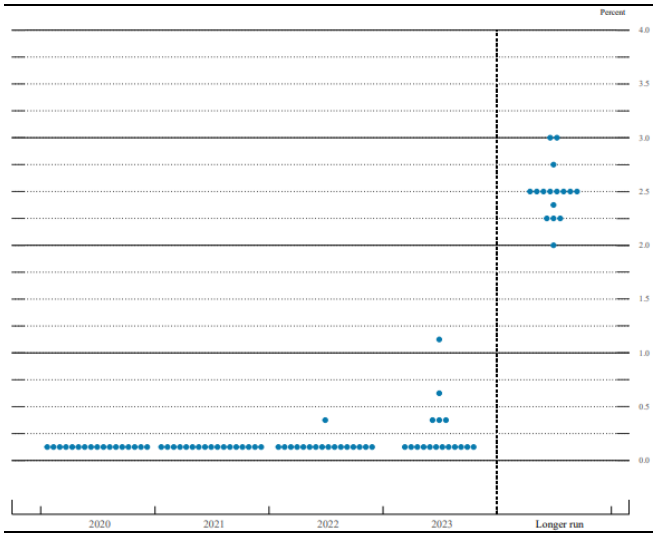
美东时间 12 月 16 日，美联储公开市场委员会（FOMC）在 12 月议息会议后发表声明，宣布将维持联邦基金利率在 0-0.25%区间及目前的购债速度不变（每月 800 亿美元国债+400 亿美元机构 MBS）。

1. 政策立场：加入购债计划“前瞻指引”

由于美国疫情持续失控、经济修复乏力，市场此前预期美联储可能扩大购债规模。尽管市场预期落空，但美联储在其货币政策前瞻指引中加入了购债方

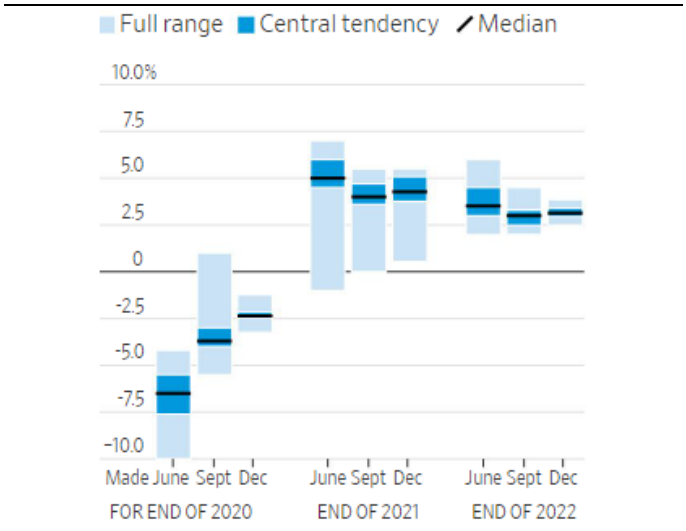
案的内容，表示将维持不低于当前的购债规模，直至其在促进充分就业和价格稳定的双重目标上取得“实质性进展”（substantial further progress）。此举旨在稳定市场预期，避免 2013 年“削减恐慌”再现（Taper Tantrum）。

图 5：美联储资债表近期扩张放缓



资料来源：Fed、招商银行研究院

图 6：8 月后美国国债收益率逐渐走高



资料来源：WSJ、Fed、招商银行研究院

2. 经济前景：明年步入“疫苗复苏”

尽管近期非农就业等数据显示美国经济修复动能趋弱，但疫苗的突破带来了明年经济将加速复苏的良好预期。辉瑞疫苗有效率达到 95%，并已开始推广。乐观情形下，美国有望在明年一季度内完成对医护和老人等高危群体的接种，经济活动将向常态回归。

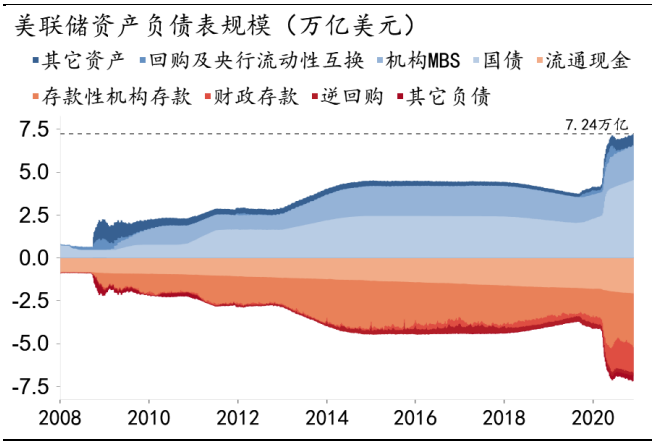
在最新的季度经济展望中，美联储全面上调了经济预测，将 GDP 增速今年预测值从三季度预测值-3.7%大幅上调至-2.4%，明年预测值也上调 0.2pct 至 4.2%；今明两年的失业率预测值分别下调至 6.7%和 5%；PCE 通胀今年维持在 1.2%不变，明年上调至 1.8%。相较前三次展望，票委们的观点进一步向中位数收敛，指向美联储认为经济运行的不确定性有所下降。中期来看，美联储预测 2023 年美国失业率和 PCE 通胀有望分别达到 3.7%和 2%，触及加息门槛。**参考美联储在次贷危机期后的操作，量化宽松力度可能在 2023 年之前逐步减弱。**

表 1：美联储季度经济展望预测变化

经济指标	发布时间	2020	2021	2022	2023	长期
实际 GDP 增速	2020-12	-2.4	4.2	3.2	2.4	1.8
	2020-09	-3.7	4.0	3.0	2.5	1.9
	2020-06	-6.5	5.0	3.5	-	1.8
	2019-12	2.0	1.9	1.8	-	1.9
失业率	2020-12	6.7	5.0	4.2	3.7	4.1
	2020-09	7.6	5.5	4.6	4.0	4.1
	2020-06	9.3	6.5	5.5	-	4.1
	2019-12	3.5	3.6	3.7	-	4.1
PCE 通胀	2020-12	1.2	1.8	1.9	2.0	2.0
	2020-09	1.2	1.7	1.8	2.0	2.0
	2020-06	0.8	1.6	1.7	-	2.0
	2019-12	1.9	2.0	2.0	-	2.0
核心 PCE 通胀	2020-12	1.4	1.8	1.9	2.0	-
	2020-09	1.5	1.7	1.8	2.0	-
	2020-06	1.0	1.5	1.7	-	-
	2019-12	1.9	2.0	2.0	-	-
联邦基金利率	2020-12	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5
	2020-09	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5
	2020-06	0.1	0.1	0.1	-	2.5
	2019-12	1.6	1.9	2.1	-	2.5

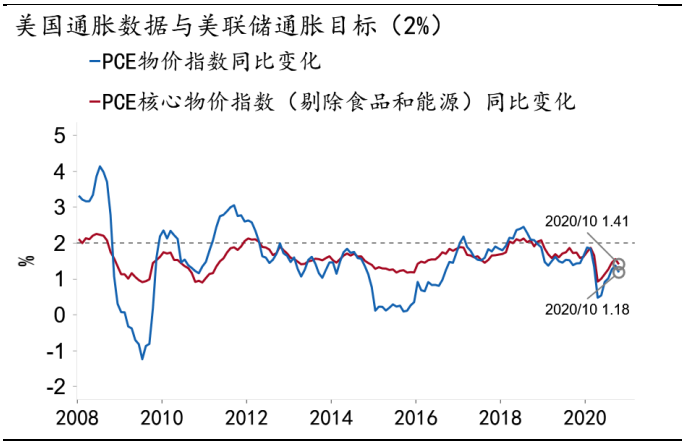
资料来源：Fed、招商银行研究院

图 7：美联储资债表稳步扩张



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 8：美国通胀出现边际下行



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

3. 政策定力：三个原因

在疫情持续失控，经济复苏乏力的情况下，美联储保持定力的主要主要原因有三：

一是美联储考虑了疫苗对经济的积极作用。随着疫苗接种率不断提升，美国经济运行有望出现实质性改善。近期经济的困难可能只是短期的波动，保持货币政策的连贯性和稳定性更为重要。

二是彼时新一轮财政刺激方案仍不明朗。尽管 12 月议息会议召开时，两党在参众两院的领袖均表态将尽力争取在休会期到来前通过新的小规模刺激方案，以延续部分即将在年底到期的补助项目，但具体方案的规模和内容在当时仍未敲定。

三是美国债长端收益率并非阻碍经济修复的主要因素。当前美国 10 年期国债收益率位于 0.94%，尽管前期“拜登交易”使其从 8 月初的低点上涨约 40bp，但仍处于历史低位。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，受利率直接影响的行业如房地产业均恢复良好，而修复滞后的行业如旅行酒店业则更多受疫情拖累，因此进一步压降国债收益率的经济收益将十分有限。

4. 紧急信贷工具：仍将运转

美联储紧急信贷工具受“关怀法案”（CARES Act）到期影响有限。鲍威尔在发布会上对美国财政部要求美联储归还未使用的“关怀法案”拨款做出说明，表示若有需要美联储仍可使用汇率稳定基金（Exchange Stabilization Fund）维持信贷工具的运转。事实上，美联储近期已经对 CPFF、MMMFLF、PDCF、PPPLF、海外央行流动性互换等工具进行了延期。尽管汇率稳定基金规模明显小于“关怀法案”的拨款，但**考虑到前美联储主席耶伦即将就任美国财长，美联储与财政部的政策协同有望加强。**

5. 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基本保持稳定，但不确定性仍存。首先，疫苗的实际效果有待验证。鲍威尔认为“疫苗在时间，产能，分发和不同人群间的有效性仍存在显著困难和不确定性”，因此仍难准确评估疫苗对经济影响的程度和进度。此外，虽然新财政刺激包近日已由特朗普签署生效，但规模较小且落地需要时间。美联储的下一次行动窗口将在明年 1 月 26-27 日的议息会议后。

图 9：美元指数持续走弱



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 10：8 月后美国债收益率逐渐走高



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

市场方面，美联储宽松力度不及预期，市场期待国会就财政刺激方案达成协议，风险偏好上升、美元指数下挫。尽管联邦基金目标利率预计维持在零利率区间不变，但缺乏 QE 近期加码的信号，使明年一季度加大宽松力度的可能

性下降。此外，美国新一轮财政刺激方案叠加英国退欧谈判的进展，导致避险买盘受挫，美元指数跌至 90 下方，处于两年半新低附近，并伴有进一步下行的趋势。货币市场方面，境内美元在年末时点及跨境融资宏观审慎调节参数调整双重作用下，机构谨慎情绪堆叠推升短端货币市场利率，CIROR 隔夜报 0.03%、1 个月 0.15%、3 个月 0.65%。

（三）财政刺激：拜登的“如意算盘”

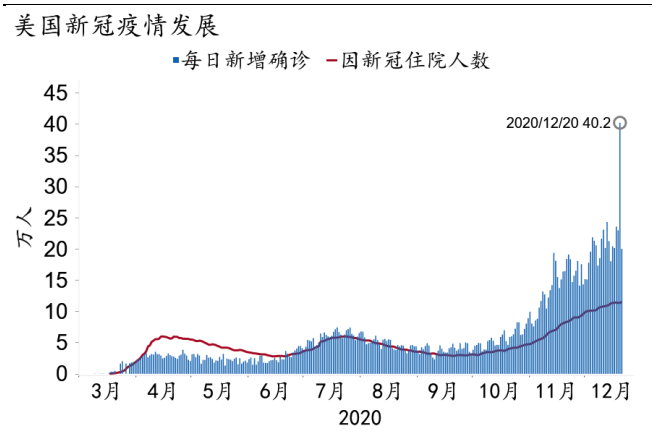
美东时间 12 月 21 日，美国国会两院高票通过（众议院 359-53，参议院 92-6）总额约 9,000 亿美元的新财政刺激计划《冠状病毒响应及救助补充支出法案》（Coronavirus Response and Relief Supplemental Appropriations Act, 2021），并由总统特朗普在 12 月 27 日签署生效。

1. 背景：千呼万唤始出来

本轮刺激方案被包含在同样大幅延期 的 2021 年财政预算《合并支出法案》（Consolidated Appropriations Act, 2021）中，并在休会期到来前获得通过。**该法案的通过标志着两党就本轮财政刺激持续半年的拉锯终于取得阶段性成果。**

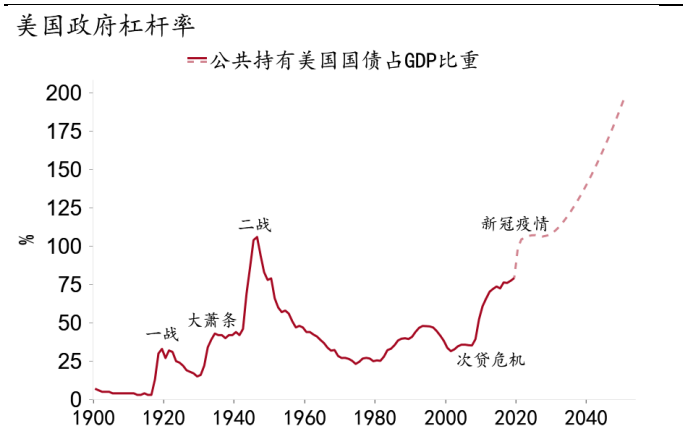
疫情爆发以来，美国政府共推出了 3 轮共约 3 万亿美元的财政刺激方案，对疫后经济迅速复苏起到了至关重要的作用。除前两轮规模较小的补助外（共计约 2,000 亿），“关怀法案”和其补充方案（共计约 2.7 万亿）减轻了疫情对美国企业和居民资产负债表的冲击，复工后零售消费和就业超预期修复，需求出现“外溢”。

图 11：美国疫情持续失控



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 12：2020 财年美国政府杠杆率突破 100%



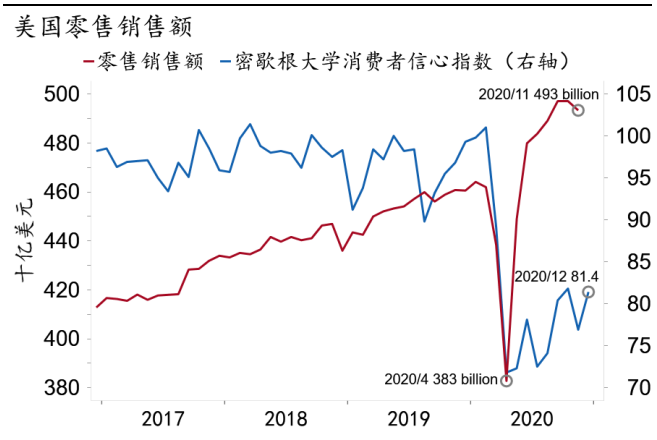
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

7 月后，随着“关怀法案”中多个关键项目相继到期，美国经济面临“断档”危机。特别是支持中小企业留用雇员的“薪酬保护计划” 以及对因疫情失业人员提供每周 600 美元额外失业补助的“联邦疫情失业补助” 的逐步退出，使美国居民可支配收入迅速下降，零售消费冲高后边际回落。

两党就本轮刺激方案的谈判可分为大选前和大选后两个阶段。大选前美国疫情尚未全面失控，经济仍处于弱修复之中，政治博弈激烈；大选后疫情迎来第三波高峰，复苏进程趋于停滞甚至出现倒退，迫使两党加速谈判进程。在共

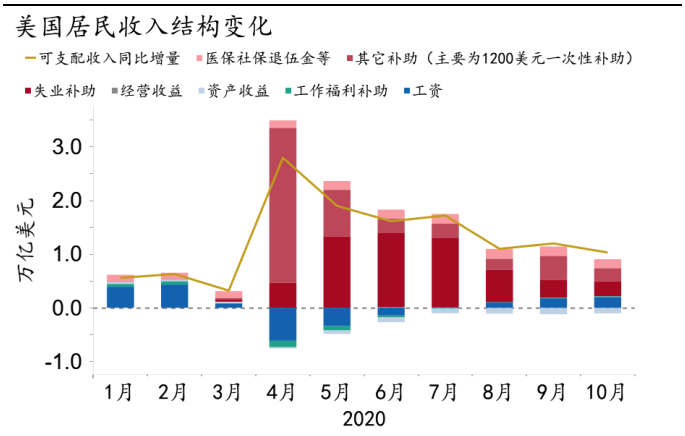
同的压力下，双方以国会“问题解决者”跨党派党团的提案为蓝本，剔除争议项目，优先推出一个规模较小但双方均认可的权宜方案，最终高票通过。

图 13：美国零售销售冲高后边际回落



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 14：以补贴为拉动的居民收入增长消退



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

2. 结构：三大领域

此次刺激方案主要涵盖居民、企业和防疫等三个领域：

对居民的补助占总体规模的近四成，主要包括三方面：一是再次发放直接补助，对 2019 年年收入在 7.5 万美元以内的成年人和 17 岁以下的儿童均给予 600 美元的一次性补贴，较“关怀法案”分别减少 600 美元和增加 100 美元。二是延长即将到期的额外失业补助至 3 月 14 日，但金额将减少至每周 300 美元，是“关怀法案”的一半。三是延长“联邦驱逐禁令”至 1 月 31 日，为符合条件的低收入群体缴纳租房欠款，确保居者有其屋。

对企业的补助占总体规模的五成以上，具体可分为两大项：一是恢复“薪酬保护计划”。该项目通过向小型企业提供运营贷款，并以雇员数为考核指标减免贷款本息，在减轻企业压力的同时降低失业。“薪酬保护计划”在 3 月底实施后获得巨大成功，也是本次刺激方案中规模最大的单一项目，拨款总额达 2,840 亿美元。二是本次刺激方案加入了对交通（飞机、铁路、公共交通）、娱乐（电影、剧场等）、学校（大学、K12、幼儿园）、邮政和农场等受疫情影响严重的行业的补贴。

防疫预算主要包括两部分：新冠检测和追踪以及疫苗购买和分发。其中，各州共将获得 224 亿美元用于新冠病毒的检测和追踪；此外，约 200 亿美元将用于采购疫苗和相关药剂，90 亿美元用于随后的运输和分发。

3. 前瞻：拜登的“两步走”策略

前瞻地看，本次刺激方案仅是权宜之计，拜登就任后将尽快推动下一轮财政刺激谈判。首先，该救助方案规模明显小于预期。大选前，两党在刺激规模的分歧已经缩小至 1.8-2.2 万亿美元，是现有方案规模的两倍以上。而且此次刺激方案的大部分项目将在明年一季度到期，更像是衔接政权交替的过渡方案。其次，该救助方案涵盖的领域较为有限。例如前期民主党大力推动的对州和地

方政府的转移支付，仍未纳入此次的刺激包，而疫后“增支减收”使各级地方政府面临巨大压力，近期政府部门雇员数出现持续下降。最后，经济修复仍存在不确定性。尽管疫苗已经开始接种，但接种率和经济活动的提升尚需时间。

表 2：美国第四轮财政刺激方案要点梳理

居民		
项目	**规模**	**备注**
直接补助	1,660 亿美元	收入低于 7.5 万美元的成人和 17 岁以下儿童一次性发放 600 美元；收入高于 7.5 万美元补贴递减，9.9 万以上无补助
失业补助	1,200 亿美元	300 美元/周至明年 3 月 14 日，是关怀法案补助额的一半
租房补助	250 亿美元	针对收入低于所在区域收入中位数 80%，家庭中起码 1 人因疫情失业，并可能失去住所的租户
食品补助	130 亿美元	增加可领取营养补助上限 15%
企业/机构		
项目	**规模**	**备注**
薪酬保护计划	2,840 亿美元	与关怀法案的规定基本一致
经济灾难贷款	200 亿美元	
航空业救助	160 亿美元	150 亿用于支付航空公司雇员薪酬，10 亿用于补助航空相关企业
铁路客运	10 亿美元	用于补贴美国国家铁路客运公司（Amtrak）
公交系统	140 亿美元	
高速公路	100 亿美元	
邮政系统	100 亿美元	与关怀法案提供的援助规模相同，但无需偿还
娱乐场所	150 亿美元	用于支持独立影院、文化机构及现场表演场地如音乐厅，剧院等
农场	120 亿美元	用于支持种植业、畜牧业和乡村社区
银行	120 亿美元	用于支持向低收入和少数族裔群体提供贷款的小型借贷机构
托儿所	100 亿美元	
K12/大学	820 亿美元	543 亿美元用于支持公立教育机构，227 亿美元用于支持高校，17 亿美元用于支持少数群体高校（黑人、部族和西裔）
防疫		
项目	**规模**	**备注**
新冠检测/追踪	224 亿美元	
新冠疫苗购买/分发	320 亿美元	约 200 亿美元用于疫苗采购；约 90 亿美元用于疫苗分发；约 30 亿美元用于建立国家疫苗储备

资料来源：Fed、招商银行研究院

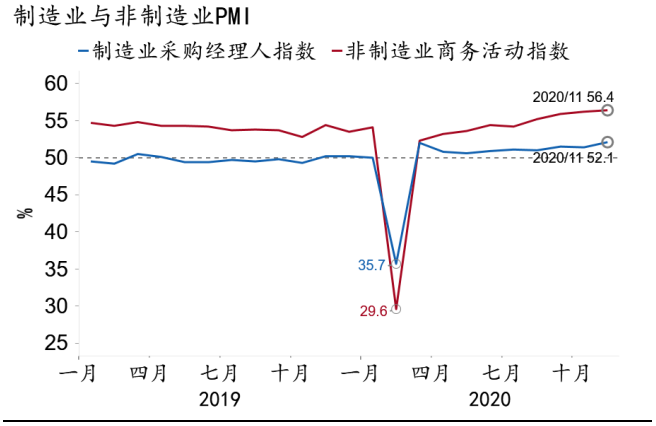
三、实体经济：日暖风和，恢复加快

当前经济供需两面均动力较强，工业生产动能十足。房地产韧性仍在，消费稳步恢复。制造业投资在出口需求超预期强劲和大宗商品价格持续上涨的带动下，大幅快速回升。但基建投资增速略弱于预期，主要源于财政支出不足，支出节奏较慢。前瞻地看，我们向上调整四季度经济展望，认为 GDP 可能回升至略高于潜在增长率的水平。

（一）PMI：复苏韧性延续

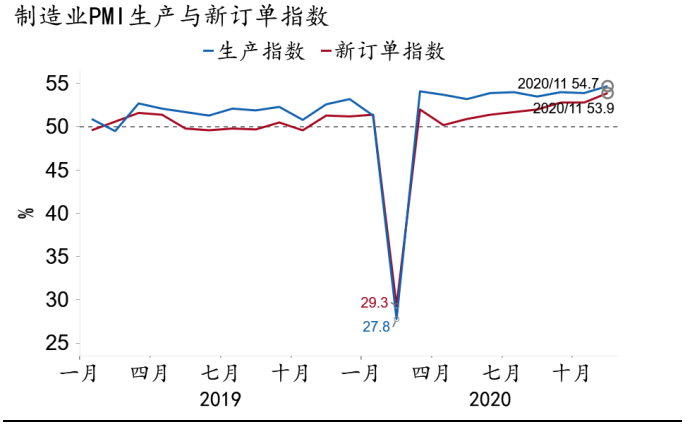
11 月中国制造业采购经理人指数为 52.1%，较上月上升 0.7 个百分点，非制造业商务活动指数为 56.4%，较上月提升 0.2 个百分点，保持高位扩张，连续 9 个月高于荣枯线，指向经济修复态势延续。

图 15：制造业与非制造业 PMI



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. 制造业高位扩张

制造业生产和需求景气度高位上行，供需缺口进一步收窄。10 月生产指数上升 0.8 个百分点至 54.7%，达到 2017 年 10 月以来的最高水平，年内工业增加值增速有望维持高位。同时，产成品库存处于 45.7%的低位，扩大了未来产能提升的空间。新订单指数提升 1.1 个百分点至 53.9%，达到疫情爆发以来的最高位，新订单指数的扩张与当前消费回暖、投资和出口保持高位的局面相互印证，未来总需求有望继续回升。此外，疫情爆发后生产好于需求的境况正在好转，新订单的上升速度持续高于生产，产需之间的背离逐渐消解。

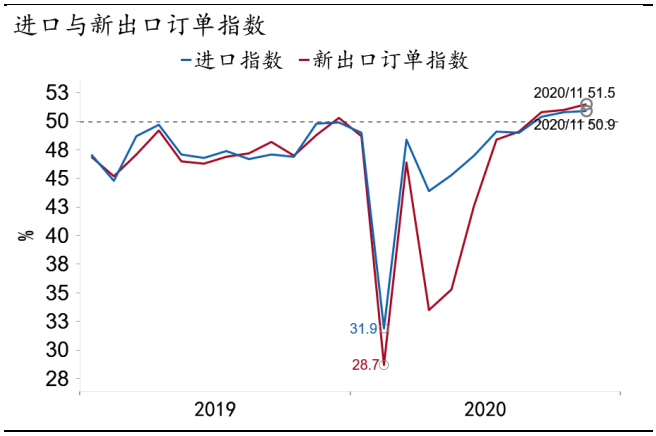
外贸展现韧性，进出口有望维持高景气。新出口订单指数和进口指数分别小幅上升 0.5 和 0.1 个百分点，至 51.5%和 50.9%，连续三个月处于扩张区间。进出口的增长依然延续此前的逻辑，一方面全球经济回暖和中外生产恢复时间差导致的替代效应支撑出口保持高增长，另一方面国内需求的回暖和大宗商品价格上行构成了进口增速修复的基础。

工业品价格受近期大宗商品上涨及产销缺口收窄影响，环比大幅上涨。原材料购进价格和产成品出厂价格指数分别上升 3.8 和 3.3 个百分点，至 62.5%

和 56.5%。价格指数的上涨表明，PPI 在经历短暂的停滞之后，未来上行趋势不变。同时，在需求回暖，产销上升的背景下，价格提升有助于工业企业利润保持增长。

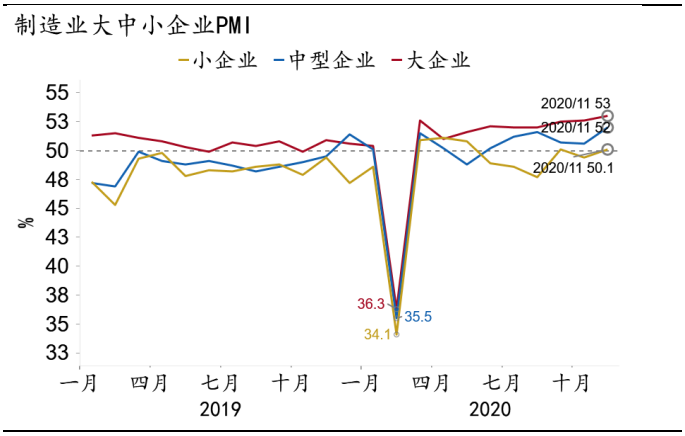
制造业大中企业修复趋势比较稳定，小企业恢复过程波动较大。11 月制造业小企业 PMI 在新订单指数回升（增长 0.8 个百分点至 50.5%）的带动下，升至 50.1%，再次升入扩张区间。但疫后小企业经营情况仍不稳定，需持续关注。

图 17：进出口指数稳步提升



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 18：小企业经营状况持续波动



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

2. 非制造业淡季不淡

尽管已经进入秋冬季节，但建筑业景气度仍然不弱。11 月商务活动指数回升 0.7 个百分点至 60.5%，是推升非制造业商务活动指数的主要力量。建筑业活动的扩张或与年底房地产和基建项目抢工期有关，建筑业较高的景气度预示着年内房地产和基建投资或将保持高位。高景气也带动用工需求进一步上行，建筑业从业人员指数上升 1.2 个百分点，达到 54.4%。

服务业仍处于疫后复苏的轨道之上。商务活动指数环比上涨 0.2 个百分点至 55.7%。从结构上看，与当前工业生产增速高于消费增速相对应，生产性服务业的经营状况要好于消费性服务业，与生产相关的交通运输、信息服务、物流等行业景气度维持高位，而与消费相关的零售、餐饮业在部分地区疫情反复和行业周期性波动的影响下，景气度分别大幅下跌 7.4 和 7.5 个百分点，至 49.2%和 50.7%。不过从三月移动平均的角度看，这两个行业的趋势仍然向好，未来受到元旦春节假期支撑，零售餐饮有望回暖。

3. 前瞻：高景气彰显经济复苏韧性

11 月 PMI 稳中有升，说明制造业和非制造业企业生产和经营向好趋势不变。作为领先指标，PMI 数据表现出的趋势与我们对未来经济走向的判断一致，2021 年我国宏观经济将维持韧性，在内外需求稳步回升的背景下，企业生产有望维持高位，工业品价格大概率走出低迷，制造业、建筑业和服务业普遍好转。

（二）生产：动能十足

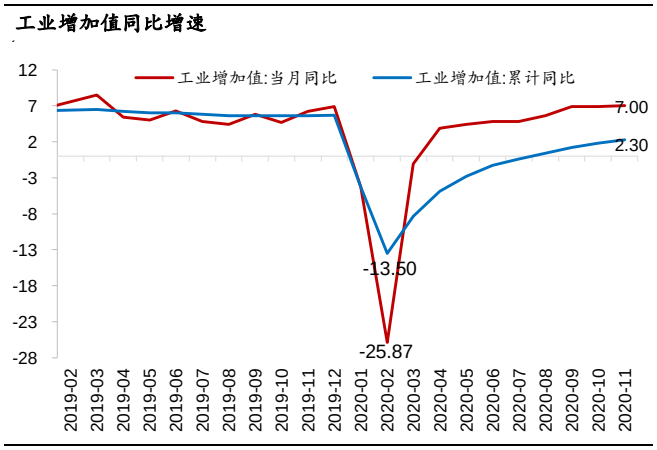
11 月工业生产动能十足，保持高景气度。11 月规模以上工业增加值同比增长 7.0%，比上月提升 0.1pct，环比增长 1.03%。从三大产业看，制造业生产维持高增速，是推动工业生产上行的主要动力（11 月同比 7.7%，前值 7.5%），采矿业增加值同比回落（11 月同比 2.0%，前值 3.5%），电力、热力、燃气及水生产和供应业增速略反弹（11 月同比 5.4%，前值 4.0%）。

尽管国内各地零星出现新发病例，但整体疫情防控形势受控，服务业生产受常态化防疫措施的拖累较小。11 月服务业生产指数当月增速不断突破前高，达到 8.0%，为近两年来该指数最高点。累计同比增速也回升至-0.7%，年内有望实现正增长。

内外需求旺盛是带动生产加速的主要原因。内需方面：首先，消费回升带动下游消费品生产行业，尤其是可选消费品以及生活性服务业生产回升；其次，制造业投资大幅加快，带动电器机械和器材制造业、黑色金属冶炼和压延加工业等行业生产上涨。外需方面：出口连续 6 个月回升，防疫物资、传统制造业产品、国外假日消费产品和电子产业链产品出口处处开花，带动相关行业生产。

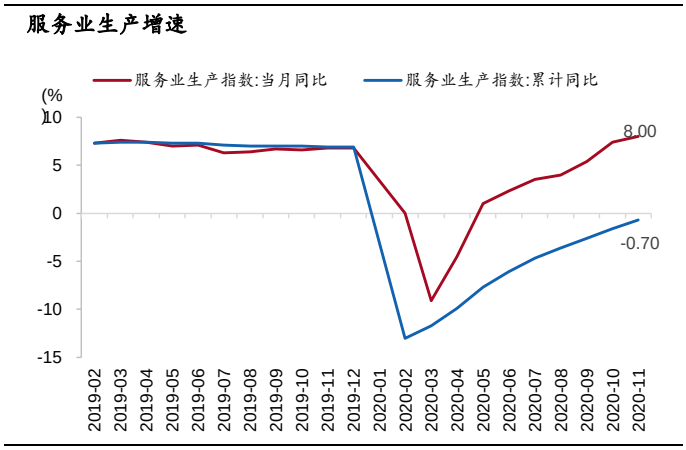
前瞻地看，考虑到内外需求回升趋势短期内仍将持续，尤其是消费和制造业投资动能较强，工业和服务业生产有望保持高增速。

图 19：工业生产动能十足



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 20：服务业稳步反弹



资料来源：WIND、招商银行研究院

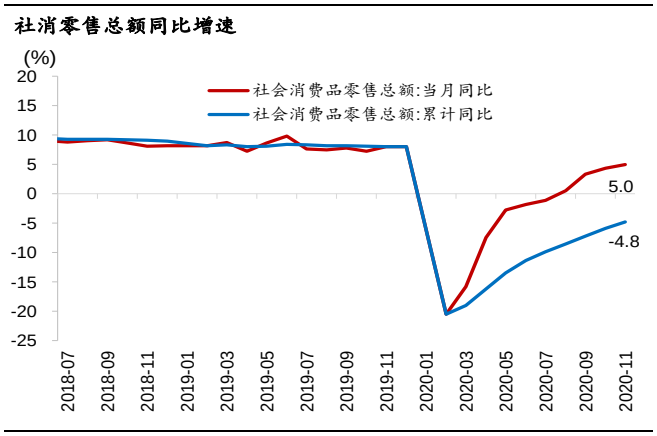
（三）消费：恢复动能加强

消费疫后恢复整体偏弱，但近 4 个月恢复动能在不断加强。11 月社会消费品零售总额当月同比增速达到 5.0%，比上月增加 0.7pct，1-11 月社零累计同比跌幅持续收窄，至-4.8%。受双十一活动的影响，11 月实物商品网上零售占比较上月提升 0.8pct，网上零售额同比增速较上月增长 0.6pct。

从消费品的结构来看，必选消费品依旧维持高增长，粮油食品、饮料、烟酒、日用品 11 月当月增速分别为 7.7%、21.6%、11.4%、8.1%；**部分可选消费品销售快速反弹**，通讯器材及汽车当月增速分别达到 43.6%和 11.8%，反映出

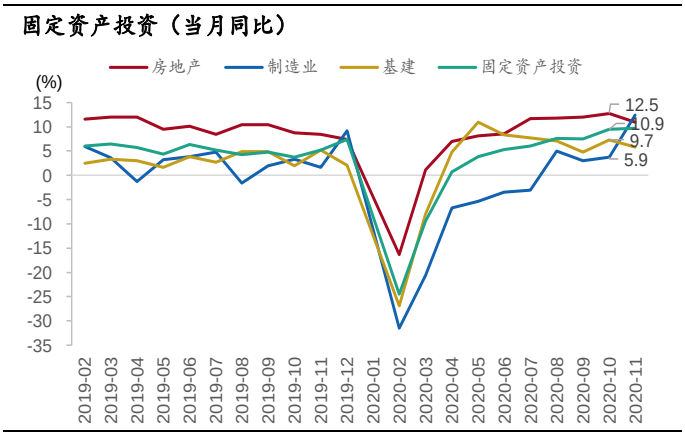
下半年新款 5G 手机的发布和推广效果明显，新能源汽车销售快速回升。不过与房地产相关的家用电器和家具类消费增速相对较慢，分别为 5.1%、-2.2%，未来随着房地产销售向下游传导，家电和家具销售有望回升。

图 21：消费恢复动能加强



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 22：制造业投资大幅加快



资料来源：WIND、招商银行研究院

（四）投资：经济增长重要支撑

1-11 月，全国城镇固定资产投资同比增速为 2.6%，较前值回升 0.8pct，11 月固定资产投资当月同比增长 9.7%，较前值上升 0.2pct。

1.房地产投资：小幅下滑

房地产销售保持较高增速，投资小幅下滑。1-11 月房地产投资同比增速较前值提升 0.5pct 至 6.8%，11 月房地产投资当月同比增长 10.9%，较前值下降 1.8pct。

房地产销售面积和金额累计同比增速保持上行，1-11 月商品房销售面积同比增长 1.9%，较前值提升 0.6pct；销售金额同比 7.2%，较前值提升 1.4pct。从地域分布来看，东部、西部地区房地产销售量价齐升，中部和东北地区销售面积和金额同比均有所下滑，但降幅有所收窄。**销售旺盛缓解了政策收紧导致的房地产企业融资压力**。房地产企业到位资金同比增长 6.6%，较前值提升 1.1pct。

四季度以来土地成交热度减弱，但总金额同比仍高增长。1-11 月土地购置面积同比-5.2%，跌幅较前值扩大 1.9pct；土地成交价款累计同比 16.1%，较前值增长 1.3pct。**上半年较高的土地购置面积正逐渐向新开工面积传导，后续施工面积有望出现增长，支撑房地产投资**。新开工面积累计同比-2.0%，降幅收窄 0.6pct；房屋施工面积累计同比增长 3.2%，增速较前值上涨 0.2pct；竣工面积累计同比-7.3%，较前值回升 1.9pct。

2.基建投资：当月增速掉头向下

1-11 月基建投资累计同比增速有所回升。1-11 月基建投资同比增速为 3.3%，较前值提升 0.3pct，11 月当月投资增速下滑至 5.9%，未延续 10 月增长加速的势头，较 10 月下降 1.4pct。

11 月基建投资当月增速掉头往下，同时金融机构财政性存款同比增速上升至 6.0%，达到年内新高，反映了 11 月份财政支出力度仍然不及预期，四季度基建反弹力度较弱。

3.制造业投资：投资大幅加快

制造业在出口需求旺盛、利润修复和大宗商品价格上涨的背景下，投资增速大幅上行。1-11 月制造业投资累计同比-3.5%，较上月回升 1.8pct，11 月当月同比增长 12.5%，连续 4 个月增长。医药、计算机电子设备、黑色金属冶炼压延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有三个：一是我国出口需求持续回暖，创 2018 年 2 月以来新高。一方面，在电子产业链景气的带动下，集成电路、液晶显示板等高技术产品增速大幅提升。另一方面，由于海外疫情进入第三次上升期，防疫物资出口增速回升。**二是需求上行推动企业利润修复**。受益于内外需求回暖，规模以上工业企业利润已连续 6 个月正增长，为制造业投资提供重要支撑。**三是大宗商品价格上涨，促使燃料加工、黑色金属等行业投资不断加速**。近期包括铁矿石和煤炭在内的大宗商品价格连续暴涨，这些行业仍然强调扭住供给侧结构性改革，产业内部产能置换的动力仍在，推动相关行业的企业加快投资。

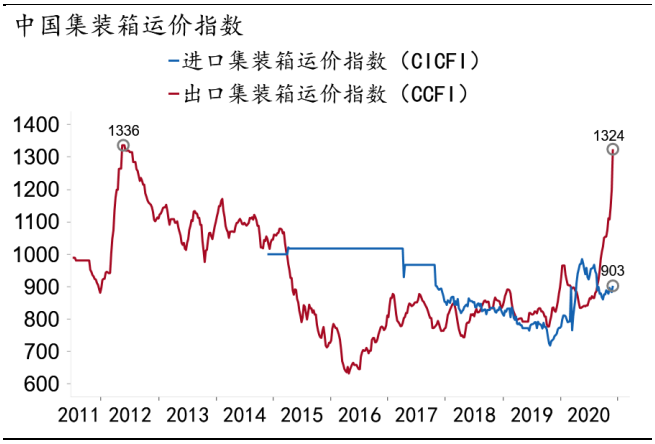
（五）贸易：红旗“逆风”飞扬

以美元计，2020 年 11 月我国出口金额 2,680.7 亿美元，同比增长 21.1%（市场预期 9.5%），较前值上升 9.7 个百分点；进口金额 1,926.5 亿美元，同比增长 4.5%（市场预期 4.3%），较前值下降-0.2 个百分点。

1. 出口：各类商品多点开花

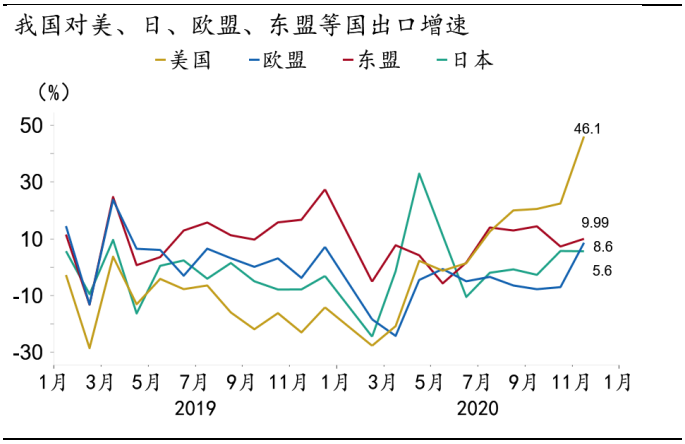
我国出口同比增速连续第 6 个月回升，创 2018 年 2 月以来新高。一是外需回暖延续。11 月我国 PMI 新出口订单指数在扩张区间继续走高，出口集装箱运价指数接近历史峰值。一方面，在电子产业链景气的带动下，集成电路、液晶显示板等高技术产品增速大幅提升，拉动我国出口 6.8pct；另一方面，随着海外年底消费旺季来临，我国对美国和欧洲出口大幅回升，对欧盟出口年内首次转正。传统制造业产品出口强劲，家具、灯具等地产相关产品和玩具等出口大幅提升，拉动我国出口 2.3pct。**二是由于海外疫情进入第三次上升期，防疫物资出口增速回升。**塑料制品出口继续高增，纺织品（含口罩）和医疗设备等出口经过 5 个月连续下滑后出现回升，防疫物资对我国出口的拉动作用回升至 3.2pct。

图 23：高频数据显示外需仍持续回暖



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 24：我国对欧美国家出口增速大幅提升

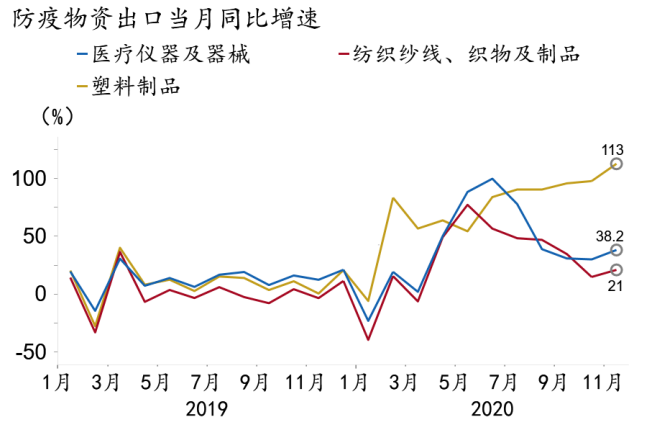


资料来源：Macrobond、招商银行研究院

分地区来看，我国对美国、欧盟的出口大幅提升，分别为 46.1%和 8.6%，较前值分别提升 23.6pct 和 15.7pct；对东盟的出口延续较高增速，提升 2.7pct 至 10.0%；对日本出口增速为 5.6%，与上月基本持平。

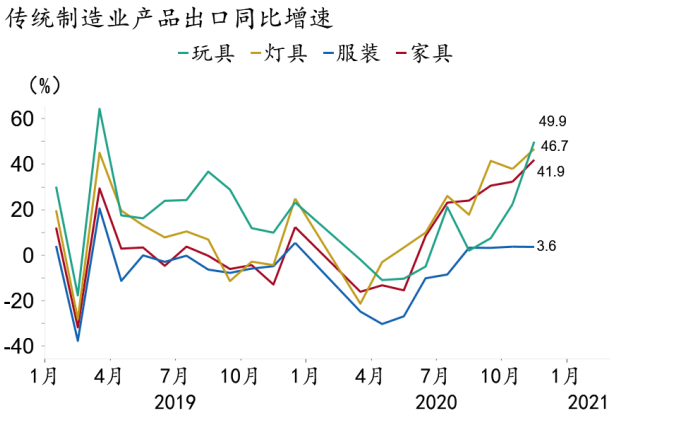
分产品看，我国高新技术产品出口增速大幅提升 16.9pct 至 21.1%，其中集成电路和液晶显示板，同比分别为 26.4%（+12.5pct）和 19.5%（+16.0pct）。防疫物资出口回升，纺织品（含口罩）和医疗器械出口同比分别为21.0%（+6.1pct）和38.2%（+8.2pct），塑料制品保持112.9%（+15pct）的较高增速。传统制造产品中，玩具、家具、灯具增速上升，同比分别为 49.9%（+27.5pct）、41.9%（+9.6pct）和46.7%（+8.8pct），服装出口增速 3.6%，与前月持平。

图 25：防疫物资出口增速反弹



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 26：传统制造业产品出口持续增长



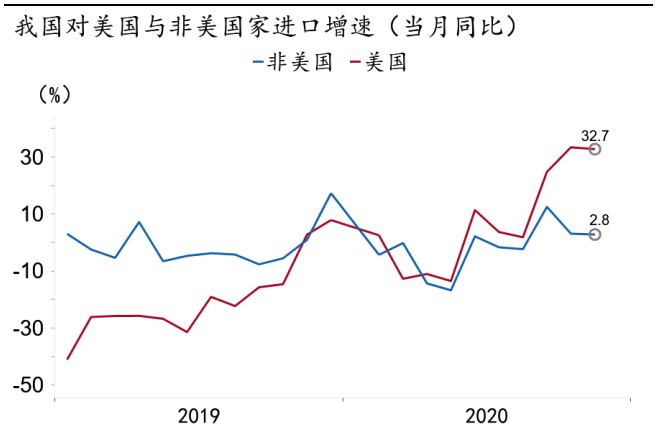
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

2. 进口：原油仍是主要拖累项

11 月我国进口增速小幅回落至 4.5%，略高于市场预期。11 月生产端保持平稳，PMI 进口指标也在扩张区间小幅提升。主要拖累因素，一方面仍是原油价格低迷，进口金额同比增速为-34.4%（+1.5pct）；二是我国自美进口上行动能放缓，农产品进口增速回落。此外，汽车进口在 4-10 月快速上行后显著回落至-6.3%，较前值下滑 108.3pct。

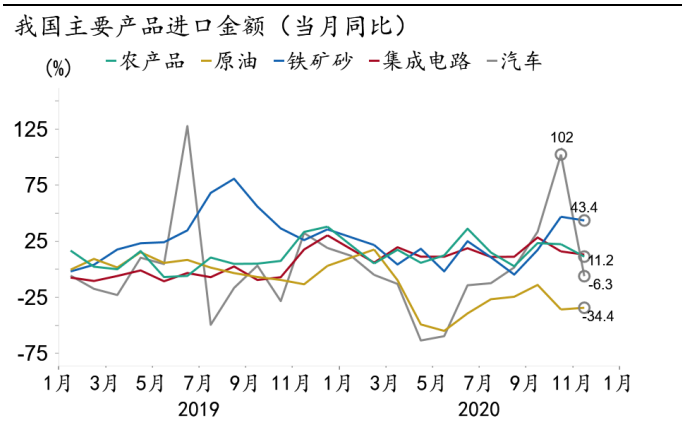
分地区看，我国对美进口在中美第一阶段协议的支撑下仍保持高位，但增速小幅回落 0.7pct 至 32.7%。我国对非美国家进口整体与前值持平，其中从欧盟进口下滑 4.5pct 至 4.5%，从日本、韩国和东南亚的进口增速伴随 RCEP 的签署均有所上升，分别为 7.1%（+1.7pct）、5.9%（+5.3pct）和 9.3%（+6.6pct）。

图 27：我国对美进口仍保持高位



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

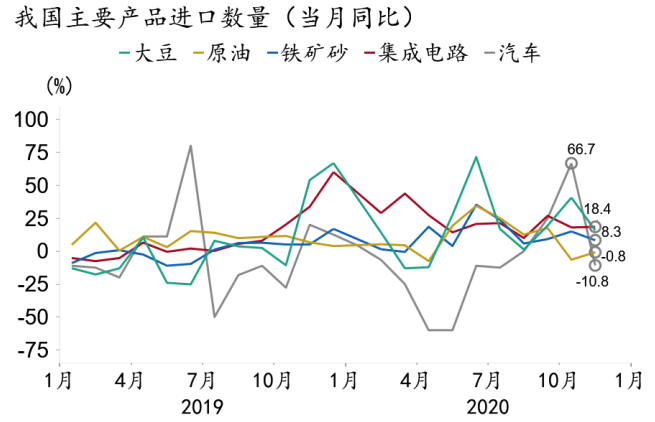
图 28：原油仍是我国进口的主要拖累项



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

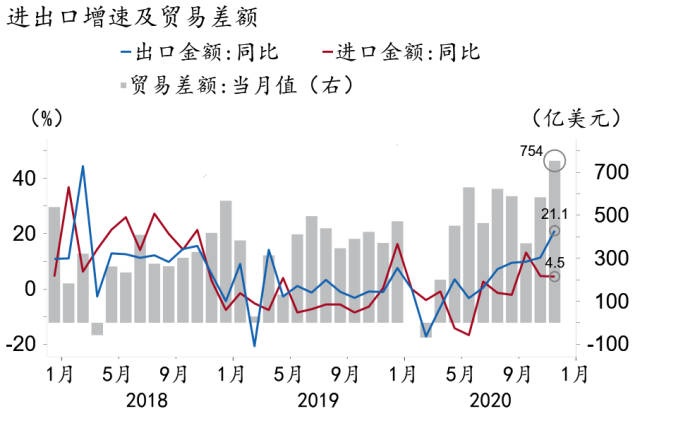
分产品看，11 月铁矿砂进口在价格大幅提升而保持较高增速，进口金额同比增速为 43.4%（-3.3pct）。集成电路进口增速为 13.0%（-2.9pct）。此外，农产品进口自高位回落，进口金额同比增长 11.2%（-11.1pct），其中大豆进口增速 21.3%（-22.7pct）。

图 29：汽车进口显著回落



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 30：11 月贸易顺差创历史新高



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

11 月我国进出口贸易顺差 754.3 亿美元，较去年同期（371.8 亿美元）扩大 103%，创 1994 年 8 月有史以来单月顺差之最。

3. 前瞻：出口高景气度有望延续

11 月我国出口的强劲再次超出市场预期，顺差创有史以来新高。考虑到当前欧美疫情仍然严峻，我国出口高景气度在未来几个月仍有望延续。未来随着疫苗加速落地，纺织品（含口罩）和医疗设备类防疫物资出口或将再度回落，塑料制品等与疫苗包装相关的商品或将成为新亮点。进口方面，随着我国内需

继续修复和中美贸易协议的推进仍将继续回暖。但 12 月由于受到高基数的扰动，进出口都将面临回落压力，当前高顺差或将收窄。

（六）物价：食品拖累 CPI 短暂通缩

2020 年 11 月 CPI 同比-0.5%（市场预期 0.05%），前值 0.5%。PPI 同比-1.5%（市场预期-1.5%），前值-2.1%。。

1. CPI：畜肉和高基数驱动增速下滑

11 月 CPI 同比继续回落，较前值下滑 1.0 个百分点，低于市场预期。CPI 增速下滑，主要受食品项和高基数影响。（1）食品项由正转负。11 月食品分项同比增速由前值 2.2%下降至-2.0%，导致 CPI 同比下跌约 0.4 个百分点。供给持续改善，11 月猪肉价格跌幅较上月扩大 9.7 个百分点，同比为-12.5%。牛肉和羊肉价格同比涨幅分别下降 2.8 和 1.4 个百分点。鲜菜价格较上月同比下降 8.1 个百分点至 8.6%。（2）非食品项跌幅扩大。11 月非食品项同比涨幅由前值 0.0%下降至-0.1%。分结构来看，11 月非食品项价格同比变化较大的主要有两个因素：一是交通工具用燃料分项，本月同比跌幅扩大 0.4 个百分点至-17.6%；二是教育文化和娱乐旅游分项，本月同比涨幅收窄 0.6 个百分点至 0.0%。

CPI 短期内将“通缩”，但长期内仍将处于温和通胀区间。今年末到明年一季度，CPI 基数将持续处于高位，对价格形成下行压力。虽然季节性因素将带动猪肉价格小幅回升，但供给增加叠加高基数效应，未来猪肉价格同比大概率仍保持回落态势。短期内 CPI 或将阶段性处于“通缩”区间。但从长期来看，明年二季度，高基数效应将逐渐消退，对 CPI 由负转正形成支撑。此外，从核心 CPI 来看，需求端并不萎靡。今年三季度起核心 CPI 持续 5 个月稳定在 0.5%，未来消费持续回升将带动核心 CPI 进一步上行。由此可以判断，明年二季度起 CPI 将处于温和的通胀区间。

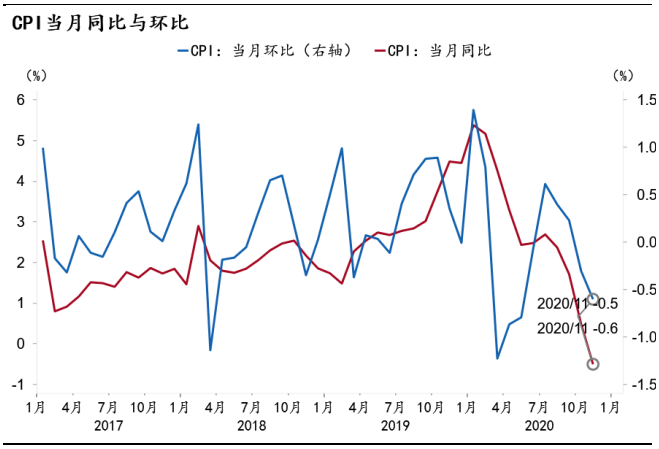
2. PPI：原油价格带动增速回升

11 月 PPI 同比-1.5%，较前值提升 0.6 个百分点。其中，生产资料价格同比-1.8%，较前值上行 0.9 个百分点；生活资料价格同比-0.8%，较前值下行 0.3 个百分点。

11 月原油价格上行驱动 PPI 同比降幅收窄。受国际原油价格上涨影响，化学原料及化学制品业和化学纤维制造业价格跌幅分别缩窄 3.0 个百分点和 3.4 个百分点，石油和天然气开采业和石油、煤炭和其他燃料加工业降幅分别收窄 0.6 个百分点和 2.2 个百分点。国内供暖需求的季节性增加带动煤炭开采和洗选业、燃气生产和供应业降幅收窄。基建和房地产投资需求带动黑色金属相关行业价格同比增速上行。从 11 月前几大影响行业来看，化学原料和化学制品、黑色金属冶炼和压延加工、石油煤炭及其他燃料加工、有色金属冶炼和压延加工、煤炭开采和洗选行业分别对 PPI 同比增速变化造成 0.23、0.13、0.12、0.07、0.07 个百分点的影响。

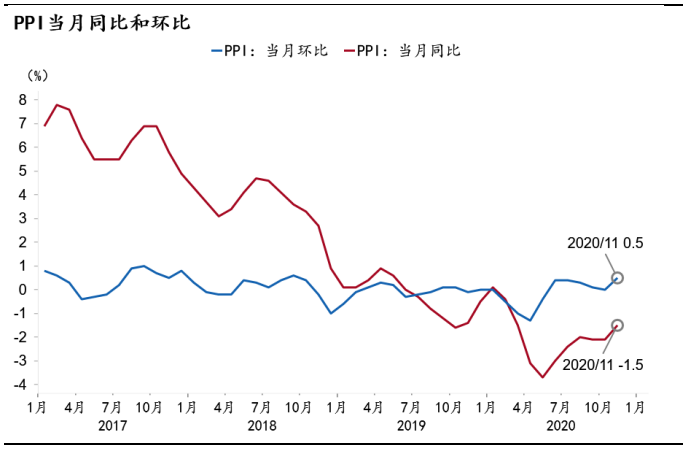
未来 PPI 将持续回升。内外需回暖将进一步拉动 PPI 上行。CRB 商品价格指数同比持续上行，工业原料和金属同比涨幅均显著扩大。OPEC+会议达成新协议，自明年 1 月每月增产 50 万桶/日并根据市场情况调整下一月产量，原油价格波动性将有所缓解。加之疫苗取得新进展，全球经济全面复苏预期调升，未来原油价格将呈温和上涨趋势，对 PPI 价格形成支撑。内需方面，基建、房地产投资保持稳定，制造业全面恢复，将会持续对 PPI 构成提振。整体来看，未来 PPI 中枢大概率仍将回升。

图 31：CPI 同比增速继续下行



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 32：PPI 同比筑底回升

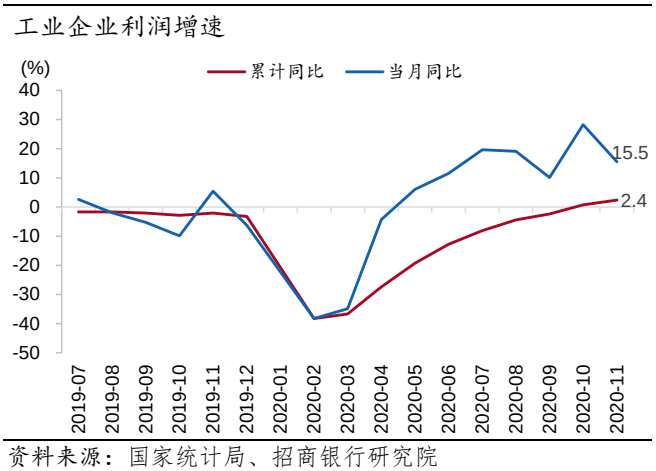


资料来源：WIND、招商银行研究院

（七）工业企业利润：顺势而上

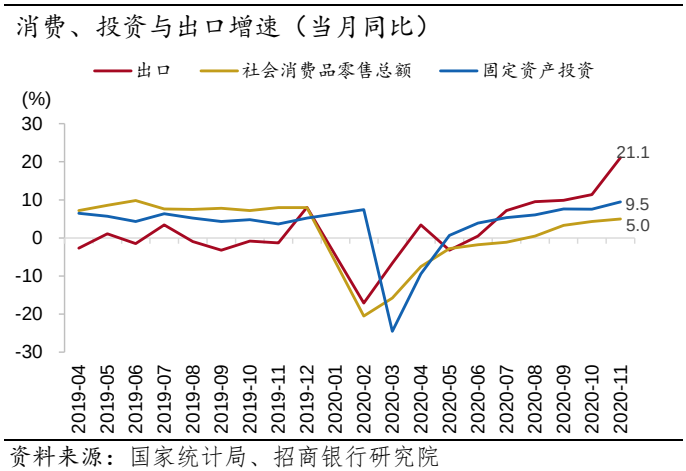
1-11 月规模以上工业企业累计利润同比增长 2.4%，比 1-10 月上升 1.7 个百分点，11 月当月规上工业企业利润同比增长 15.5%，较上月回落 12.7 个百分点，增速仍保持高位。

图 33：规上工业企业利润持续好转



资料来源：国家统计局、招商银行研究院

图 34：需求持续回暖



资料来源：国家统计局、招商银行研究院

1. 特征：经济回升下的利润改善

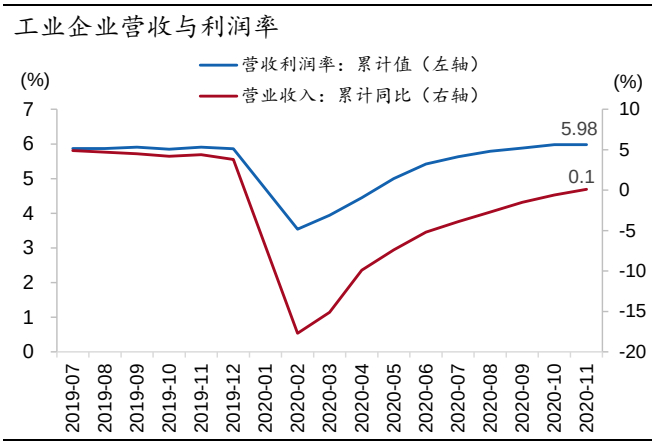
经济景气度继续上行是规上工业企业利润增长的根本动力，而利润增长又进一步夯实了经济复苏的基础。11 月经济在产需两端依旧保持较强的上升势头，在消费回升以及出口超预期增长的带动下，工业生产维持高位，PPI 有所

回升，帮助企业营收和利润保持高增长。当前经济复苏的动力正在经历从外生到内生的转换，企业利润的持续增长指向经济修复内生动力逐步加强，未来利润将进一步向下传导至投资和居民收入，提振总需求，夯实经济复苏基础。

基数回升造成 11 月规上工业企业利润当月增速有所回落。2019 年 11 月规上工业企业利润总额为 5,939 亿元，较上月增加 1,664 亿元，恢复到全年平均水平，基数的上升导致今年 11 月当月增速较上月下降 12.7 个百分点，但从绝对量上来看，11 月当月利润总额达到 7,293 亿元，为年内最高水平。

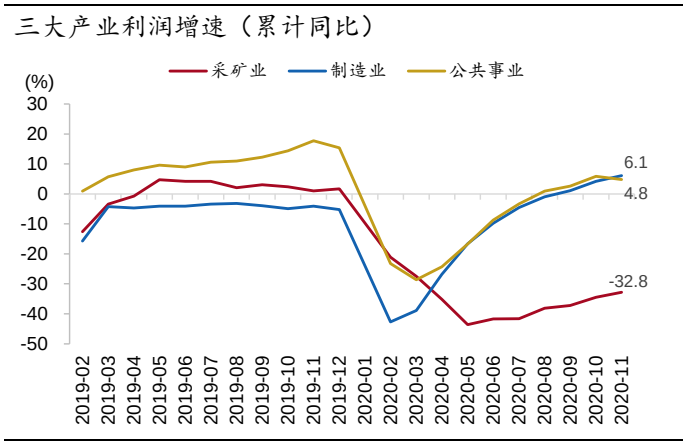
企业营收不断好转，利润率持续改善，但经营可持续性受应收账款和库存上升制约。1-11 月规上工业企业营收累计同比 0.1%，年内首次转正，当月增速逐月上升，11 月已达到 19.7%。营业收入的大幅增长，叠加营业收入利润率的持续提升，为企业利润增长提供了保障。不过，11 月末企业应收账款和产成品库存有所上升，分别同比增长 16.5%和 7.3%，较 10 月末上升 0.6 和 0.4 个百分点，可能对未来企业生产经营造成一定制约。

图 35：营收及利润率增长为利润上行提供保障



资料来源：国家统计局、招商银行研究院

图 36：制造业引领利润回升



资料来源：国家统计局、招商银行研究院

2. 行业结构：自下而上传递

1-11 月大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 25 个行业累计利润实现同比正增长，29 个行业累计利润同比增速较前值提升。分三大部门看，制造业是工业企业利润回升的主要动力，1-11 月累计同比 6.1%，公共事业部门次之，累计同比 4.8%，采矿业仍处于亏损状态，累计同比-32.8%。

上游采矿业内部分化明显，能源类行业是主要拖累。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，11 月当月同比增长 9.1%，年内首次实现正增长，累计同比增速较上月回升 3.2 个百分点至 24.5%。由于国际石油价格低迷，石油开采业利润仍处于低位，1-11 月累计同比-70.8%。在中下游基建地产、设备类投资等需求上升的拉动下，黑色、有色、非金属矿采选业利润增长较好，1-11 月累计同比增速分别为 45%、15.1%和 0.8%。

中游原材料行业利润明显改善，设备类行业利润继续小幅增长。随着利润传导逐步畅通，石油、化工、黑色、有色等原材料行业利润在下游需求增长的

带动下快速修复，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大幅反弹 8.8、7.7 和 3.7 个百分点，至-44%、10.5%和-26.3%。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 3、5.1 和 0.5 个百分点，达到-9.9%、10.1%、1.4%。同时，在制造业投资加速，机电出口持续景气的带动下，中游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利润上涨 0.5、0.1 和 3.1 个百分点，达到 12.5%、23%、6.6%。

在消费回升、出口高增长的拉动下，下游行业利润稳步回升。必选消费品行业受疫情影响较小，食品制造、饮料、烟草等行业利润保持增长，11 月累计利润同比增速分别达到了 6%、5.6%和 33%。下半年以来可选消费加速恢复，叠加传统商品出口好转，纺织服装、皮革毛皮、家具制造、文娱体育等行业利润持续回暖，11 月利润累计同比跌幅分别收窄 0.5、1.3、2.4 和 1.2 个百分点，至-20.8%、-21.5%、-17.3%和-13%。

3. 前瞻：顺势而上

在经济回暖趋势延续的背景下，11 月规上工业企业利润总额达到年内新高，继续保持两位数增长，且利润正逐渐从下游向上传递，整体结构更加均衡。**未来一段时间，随着供需两端持续向好，经济增长动力切换进一步推进，工业企业利润累计增速仍将继续保持上行，同时，前期利润下跌较多的原材料、可选消费品制造等行业利润修复或将加速，多数行业全年利润有望实现正增长。**

四、货币金融：M2-M1 剪刀差收敛

11 月我国新增人民币贷款 1.43 万亿（预期值 1.36 万亿），M2 同比增长 10.7%（预期值 10.6%），新增社融 2.13 万亿（预期值 1.98 万亿），均略高于市场预期。

（一）信贷：总量回升，结构合理

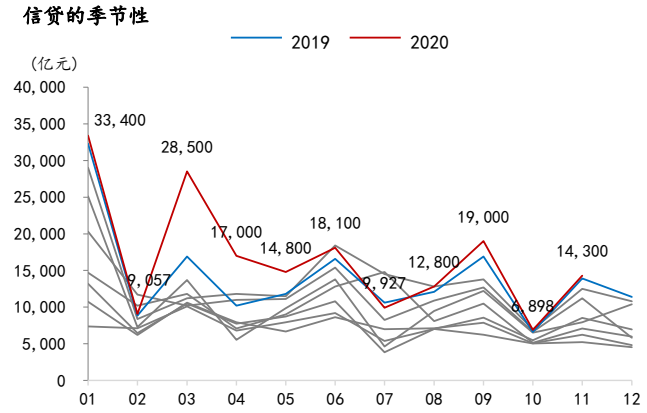
11 月新增人民币贷款环比多增 0.74 万亿至 1.43 万亿，同比多增 400 亿，创下同期历史新高，且信贷结构表现依然良好，我们认为，主要是受到以下三方面的提振：

一是基本面稳步回暖叠加政策引导的背景下，实体经济融资需求向好，带动企业中长贷表现持续亮眼。11 月新增企业贷款同比多增 0.1 万亿，环比多增 0.55 万亿。其中，中长贷同比多增 0.17 万亿元，占比仍处于 79%的高位（前值 191%），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。

二是货币政策回归中性的步伐趋缓，票据利率自 10 月末以来有所回落，企业短贷和表内票据融资有所好转。两者当月分别新增 734 亿和 804 亿，表内票据由 6 月以来的持续收缩重回扩张区间。

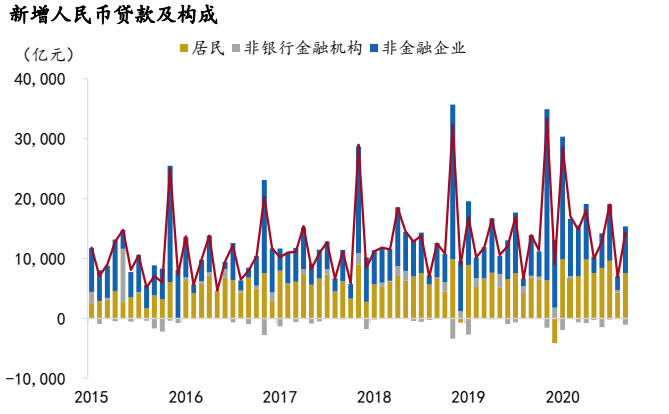
三是居民消费加速改善，房地产销售的高景气度延续。11 月居民贷款扭转 10 月的弱势表现，同比多增 700 亿，环比多增 3,200 亿，回到今年 4-9 月的平均水平附近，其中居民短贷和中长贷分别环比多增 2,200 和 990 亿，同比多增 344 和 360 亿。

图 37：11 月信贷回升超出季节性



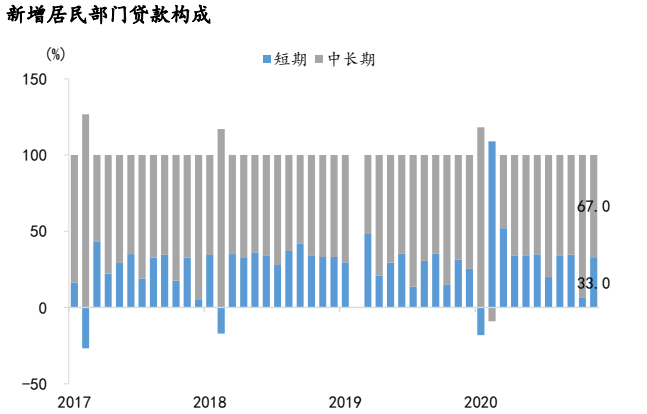
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 38：新增人民币贷款及构成



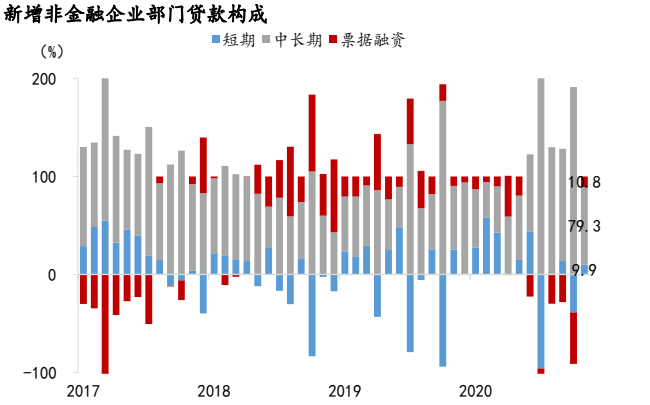
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 39：新增居民贷款构成占比



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 40：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

（二）社融：信贷改善，其他分项趋弱

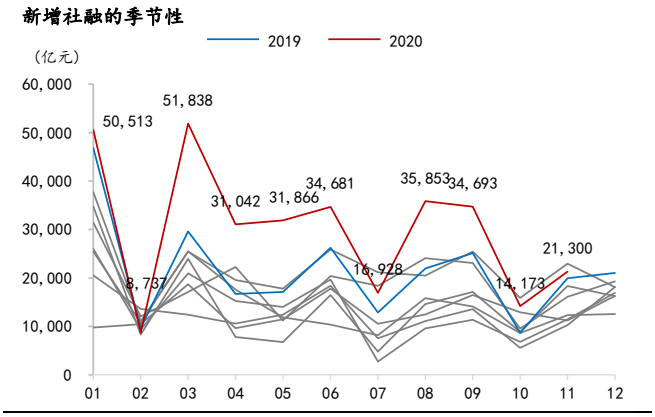
11 月新增社融 2.13 万亿，同比多增 0.14 万亿，环比多增 0.7 万亿，其环比回升符合季节性。但需注意，除信贷外的其他分项均有所回落：

一是 10 月末以来国企违约事件增多，信用市场受到冲击，导致一级市场上多只信用债取消发行，11 月企业债券融资环比减少 0.17 万亿至 0.09 万亿，同比亦大幅减少 0.25 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 0.2 万亿，同比多减 0.1 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 31、1,387、626 亿。

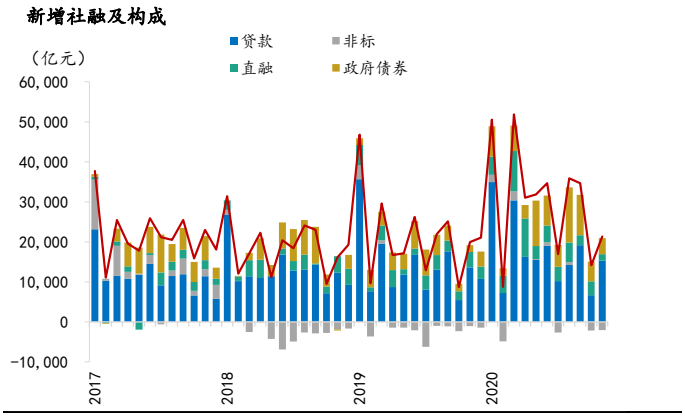
三是截至 11 月底，今年地方政府一般债已完成全年的全部发行计划，专项债已完成全年发行计划的 94.6%，11 月政府债券净融资额环比减少 0.09 万亿至 0.4 万亿，但“宽财政”基调下仍同比多增 0.23 万亿。

图 41：11 月社融季节性回升



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 42：新增社融及构成

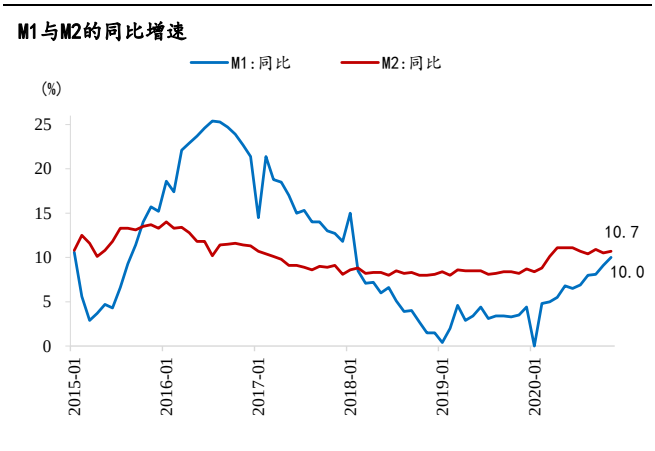


资料来源：WIND、招商银行研究院

（三）货币：M2-M1 剪刀差收窄

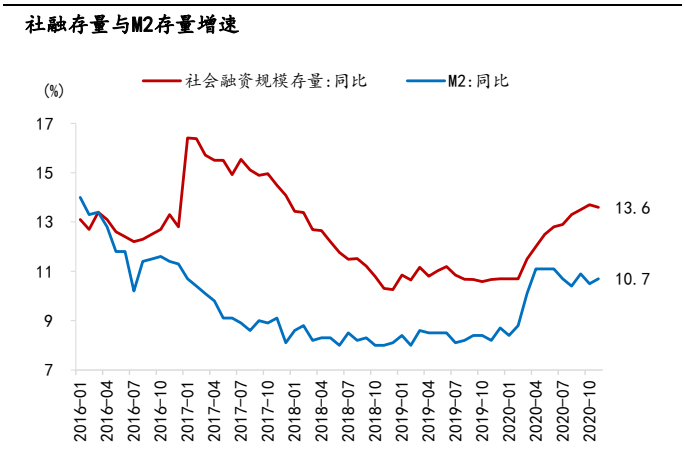
11 月 M2 同比增速环比增加 0.2pct 至 10.7%，M1 同比增速环比则继续“跳升”0.9pct 至 10%，M2 与 M1 间的剪刀差继续收窄。**M2 增速略超预期值 10.6%，主要原因在于当月财政实现净投放，**11 月财政存款减少 0.19 万亿；**且信贷渠道的货币派生动能仍较强，**居民存款和企业存款分别增加 0.63 和 0.85 万亿，前者同比多增 0.39 万亿，后者同比基本持平。**M1 增速自 7 月以来连续 5 月上行，指向企业的投资进程继续提速，实体经济修复动能边际增强。**

图 43：11 月 M2-M1 剪刀差收窄



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 44：社融存量与 M2 存量同比增速



资料来源：WIND、招商银行研究院

（四）前瞻：经济内生动能增强

总体来看，11 月信贷表现偏强，社融增速已呈现见顶回落态势，后续预计将继续下行，M2 增速小幅改善，均与我们上月的判断一致。其中企业中长贷的强势表现延续，居民中长贷重拾韧性，企业短贷和居民短贷有所修复，社融其他分项（企业债券、非标、政府债券）则趋弱。

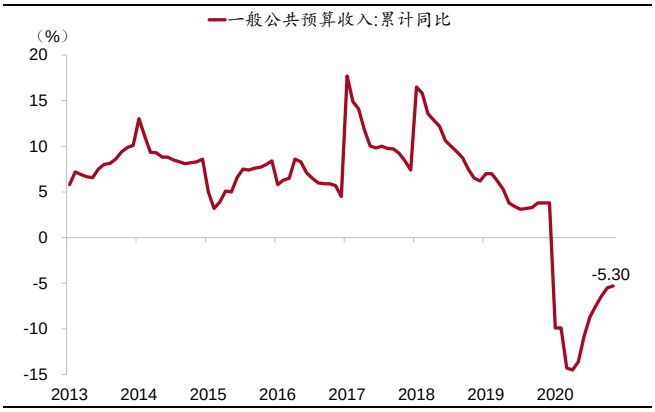
前瞻地看，可关注以下两个指标的指示意义：一是“社融-M2”剪刀差衡量了广义流动性的供需缺口，其中社融反映实体经济的资金需求，M2 反映资金供给，**这一剪刀差未来大概率继续收窄，指向后续利率上行空间有限，银行负债端压力边际缓解。**二是 M2-M1 剪刀差反映了企业对经济增长前景的判断，其中 M1 对应流动性更强的货币（活期存款和现金），M1 较 M2 更快上升，**指向企业的经营预期偏乐观，支付结算和投资需求上升，后续经济活力亦将增强。**

五、财政收支：持续向好

（一）财政收入增速继续回升

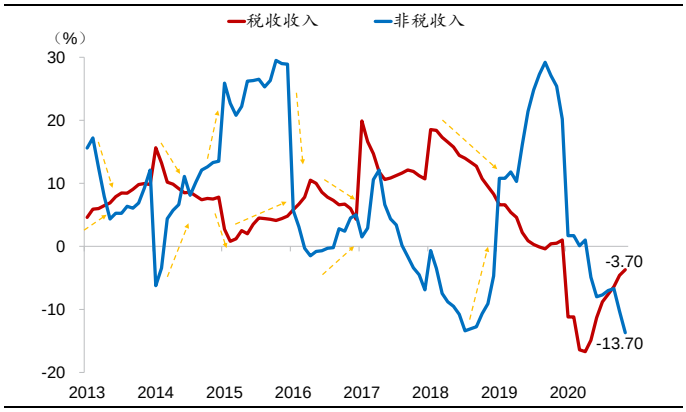
1-11 月，全国一般公共预算收入累计同比增速下降 5.3%，降幅环比收窄 0.2 个百分点。后续随着经济的继续回暖，预计财政收入增速将继续向上修复。

图 45：公共财政收入增速持续反弹



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 46：税收与非税收入“跷跷板”效应再现

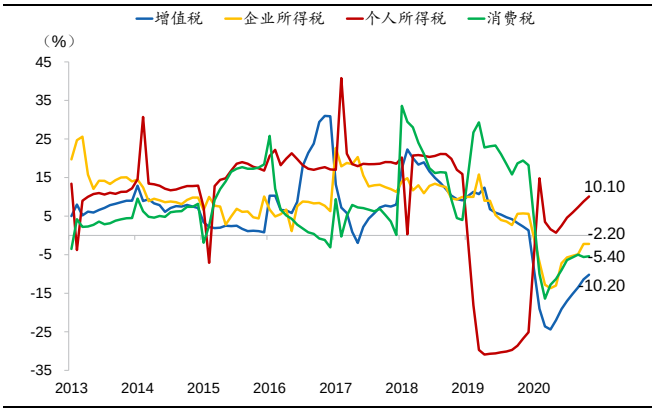


资料来源：WIND、招商银行研究院

主要税种收入同比增速降幅继续收窄，税收与非税“跷跷板”效应再现。1-11 月，全国税收收入同比下降 3.7%，环比反弹 0.9 个百分点。主要税种中，增值税、企业所得税、消费税同比分别下降 5.4%、2.2%和 5.4%，个人所得税增长 10.1%，增速环比反弹 1.3 个百分点，税收收入整体修复速度略有放缓。

此外，非税收入 11 月当月增速大幅下降 42.4%，累计增速下降 13.7%，与税收收入的“跷跷板”效应再现。这主要是由于经济的改善及其带来的税收收入的修复，为进一步降低行政事业性收费、教育费附加等专项收入赢得空间。

图 47：主要税种增速有所持续改善



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 48：公共财政支出增速转正



资料来源：WIND、招商银行研究院

（二）财政支出增速年内首现正增长

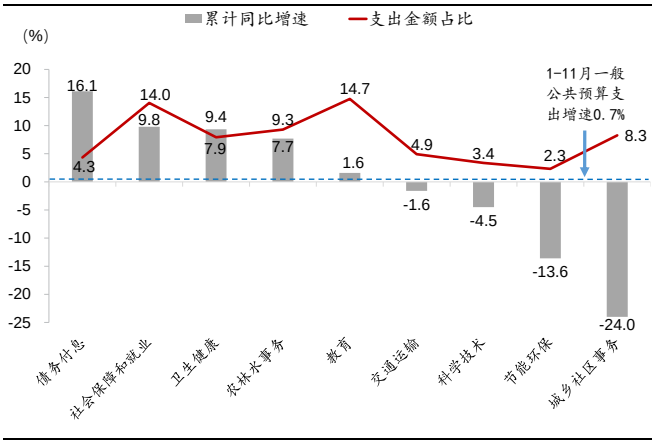
1-11 月，全国公共财政支出累计同比增长 1.2%，今年以来首次回归正增长区间，当月支出增速达到 15.9%。

债务付息支出增速继续领跑各项财政支出。受近年政府各类债券发行增长较快影响，财政债务付息压力持续增大，相关支出增速排名一直靠前。1-11 月，债务付息支出累计增速达到 16.1%，明显高于其他绝大部分领域支出。同时，受疫情影响，社会保障和就业、卫生健康等支出也增长较快。此外，在脱贫攻坚的收官之年，农林水事务支出增速也一直保持较高水平。

（三）土地出让收入：连续九个月实现正增长

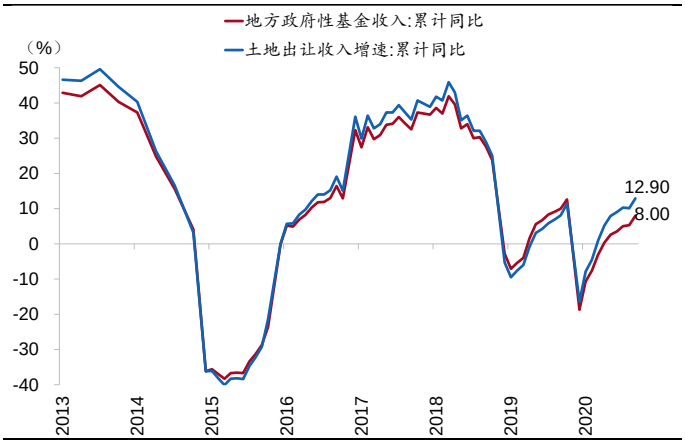
11 月，国有土地出让收入达到 9,161 亿元，创历史同期单月最高值。同时，土地出让收入当月增速达到 33%，不仅连续 9 个月实现正增长，而且创年内新高。此外，从累计增速来看，12.9%的增速也已超过去年同期，较高的增速水平能够一定程度上缓解地方政府的财政压力。

图 49：债务付息支出增速继续领跑各项财政支出



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 50：土地出让收入增速加快



资料来源：WIND、招商银行研究院

六、政策跟踪：欲穷千里目，更上一层楼

（一）12 月 11 日中央政治局会议

12 月 11 日，中共中央政治局召开会议，分析研究 2021 年经济工作。根据往年规律，中央经济工作会议将随后召开，因此本次政治局会议对明年经济工作的定调具有指向性作用，格外值得关注。

1. 2021 年：“新百年”的起点

在“新中国历史上很不平凡”的今年，我国成为“全球唯一实现正增长的主要经济体”，会议对此予以了高度评价。展望来年，会议认为“我国经济运行逐步回归常态”，但仍强调新冠肺炎疫情和外部环境的不确定性，因此要求强化“机遇意识、风险意识”，牢牢把握“经济工作主动权”。

会议指出，明年是具有“特殊重要性”的一年，既是“十四五”的开局之年，又是我党成立 100 周年，因此“做好经济工作意义重大”。

2. 工作目标：重提“经济运行在合理区间”

自去年 12 月以来，政治局会议首次重提“保持经济运行在合理区间”。结合此前“十四五”规划建议说明中“在认真测算的基础上提出相应的量化目标”的表述，这指向中央对明年的经济增长仍有量化要求，可能仍会设定 GDP 增速目标。

在工作基调上，会议延续了 730 政治局会议“六稳”“六保”、“扩大内需”“构建新发展格局”（“双循环”）的要求；同时，增加了五中全会提出的“坚持系统观念”“统筹发展和安全”等表述。

宏观政策方面的表述，由 730 会议的“确保落地见效”调整为“科学精准实施”，表明宏观政策将更多从跨周期角度出发，并根据实际相机抉择、动态调整。随着经济复苏向好的态势进一步明确，我们认为货币政策将从偏宽松状态向稳健中性取向逐步回归，财政政策的积极姿态也将有所收敛，逐步回归“常态”。

3. 工作新思路：供需并重，兼顾发展、安全与公平

发展/效率上，就构建“双循环”，会议首度提出了供需并重的工作思路：“扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革”，以“需求牵引供给、供给创造需求”。需求侧如何改革？结合“十四五”规划建议，改革重心包括“完善扩大内需的政策支撑体系”、“全面促进消费”（如鼓励新模式新业态、促进住房消费健康发展、发展服务消费等）、“拓展投资空间”（如补齐基础设施短板、推进新基建、新型城镇化）等方面。

安全上，会议一方面关注经济/产业链安全，在国民经济体系中“打通堵点，补齐短板”，“强化国家战略科技力量，增强产业链供应链自主可控能力，形

成强大国内市场，夯实农业基础”；**另一方面关注防范化解系统性风险，**包括存量风险及增量风险。会议未提“房住不炒”，保留了“促进房地产市场平稳健康发展”的表述，指向“稳”仍是房地产调控的基本思路。

公平上，会议首提“强化反垄断和防止资本无序扩张”，尤为值得关注。可以预见，社会公平将成为未来公共政策决策者的重要考量维度：垄断将阻碍公平竞争，导致消费者福利损失，资本无序扩张则将拉大社会贫富差距。“十四五”规划建议中也提出“加强反垄断和反不正当竞争执法司法”。事实上，相关工作近期正在加速推进。11 月 10 日，国家市场监管总局发布了《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》。

4. 小结：“新发展”思路升级

总体来看，面对诸多不确定性，站在“两个一百年”的历史交汇点，中央的经济工作思路正在不断升级。**根据会议“加强党对经济工作的全面领导”的要求，决策者将从“讲政治的高度思考”，**不仅重视发展，也将兼顾安全与公平，从供给和需求两方面着手，构建通畅“双循环”。

（二）2020 年中央经济工作会议

中央经济工作会议于 12 月 16 日至 18 日在北京召开，总结 2020 年经济工作，分析当前经济形势，部署 2021 年经济工作。

1. 经济增速：“运行在合理区间”

会议高度肯定了过去一年的工作成果，指出我国在新冠疫情冲击下，面对高度复杂的国际环境，仍然成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体，“十三五”规划主要目标任务即将完成，全面建成小康社会胜利在望。

2021 年是“十四五”规划开局之年，也是“两个一百年”的交汇点，意义非凡。会**议强调了外部形势和疫情导致的不确定性，指出我国“经济恢复基础尚不牢固”，并两次强调要保持经济运行在合理区间，指向中央对经济增速仍有要求。**考虑到低基数效应，明年我国 GDP 有望实现 8.8%的增长，大致修复至无疫情冲击情景下的潜在水平。

2. 宏观政策：“不转急弯”

考虑到低基数下的高经济增速，会议指出宏观政策要保持“连续性、稳定性、可持续性”。其中“连续性、稳定性”表明政策不会由于 GDP 同比增速的大幅上升而出现跳跃性变化；而“可持续性”则指向在宏观杠杆率的约束下，疫情导致的政策宽松仍将逐步退出。通稿中也形象化地指出，政策在操作上要而更加精准、“不转急弯”、注重时效。

财政政策方面，基调仍然积极，强调“提质增效、更可持续”。“提质增效”的表述与去年相同，意在优化财政支出结构。但为应对疫情冲击，今年财政政策不得不加大了宽松力度。随着经济形势的好转，对于“质”和“效”的要求

被重新提上议程。今年财政政策增加了“可持续性”的表述，指明了财政政策回归常态的方向。明年财政支出将“保持适度支出强度”，“适度”意味着在经济修复和财政可持续性之间找到平衡。因此，明年财政赤字率将回归不高于 3%的“常规”水平，新增专项债限额或将保持稳定。

从结构上看，财政资金将更加注重投向“外溢性强、社会效益高”的项目，除国家重大战略任务外，重点支持“促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配”三大领域，预计明年对于高技术和战略性新兴产业的减税减费、补贴奖励等支持政策将进一步加强，同时利用转移支付和社会保障体系，对低收入群体进行保障。

货币政策方面，依旧以稳健为基调，“灵活适度”的表述更改为“灵活精准”、“合理适度”。增加“精准”意味着货币政策操作将更多地使用结构化或创新直达实体政策工具,加大对科技创新、小微企业、绿色发展的支持力度。“合理”表明货币政策逐渐向“稳货币”、“稳信用”过渡，预计明年社融和 M2 增速都将向常态回归，小幅分别回落至 11.5%和 9.5%，与名义经济增速基本匹配。

值得注意的是，此次会议未提“降低社会融资成本”，指向在基本面复苏势头愈发明确的背景下，政策的逆周期色彩相应弱化。

对应“不转急弯”的要求，会议对宏观杠杆率的要求是“稳”而非“降”。为应对疫情冲击，今年三季度我国宏观杠杆率较去年末上升了 24.7%个百分点，但从国际上看，全球主要国家的宏观杠杆率升幅均高于我国。“稳杠杆”有助于支持经济进一步复苏，也可避免政策骤然退出所导致的风险，从而“处理好恢复经济和防范风险的关系”。会议还提出“多渠道补充银行资本金”，表明政策将持续关注受疫情影响的商业银行不良贷款风险，特别是中小银行风险。

此外，自 2017 年后，经济工作会议再一次强调“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，显示了中央对人民币快速升值的关注。

3. 重点工作：统筹发展与安全，兼顾公平

明年“双循环”新格局将迈出第一步，经济工作将围绕畅通“国内大循环”和“国内国际双循环”相互促进展开。**从思路上看，会议承袭“十四五”规划精神，围绕“发展”“安全”“公平”这三个主题词，**部署了八项重点工作，包括强化科技创新、产业链供应链安全稳定、扩大内需、改革开放、保障粮食安全、反垄断/反不正当竞争、解决大城市住房问题和做好碳排放管理。

“发展”方面，会议充分体现了“以我为主”畅通国内大循环的战略思想。在供给侧，要“强化科技力量”和“增强产业链供应链自主可控能力”。会议对科技创新的要求从去年的“深化科技体制改革”转变为“坚持战略性需求导向”、“发挥新型举国体制优势”，指向国家将进一步加大对科技创新的支持力度；产业链供应链发展强调的重点则从去年的“产业基础能力”和“现代化水平”转向“自主可控”和“安全稳定”，指向政策将进一步聚焦解决产业链上“卡脖子”的环节。

在需求侧，会议要求坚持扩大内需这个战略基点。12 月 11 日政治局会议中“需求侧改革”的表述被调整为“需求侧管理”，思路仍保持一致，即“在合理引导消费、储蓄、投资等方面进行有效制度安排”。一方面扩大消费，主要包括取消行政性限制规定、实现更加充分更高质量就业、合理增加公共消费等；另一方面引导投资，激发全社会投资活力，重点聚焦数字经济、新基建、制造业设备更新和技术改造、城市更新/旧改、现代物流体系等领域。同时，会议还特别提到“避免新兴产业重复建设”，落实财政政策“更可持续”的要求。

“安全”方面，会议延续五中全会以来的政策思路，“发展”与“安全”并重。通稿中 10 次提到“安全”一词，“统筹安全与发展”的表述，意味着在当前高度不确定的外部环境下，效率不再是政策唯一的考量维度。除去前述科技安全和产业链安全之外，会议还提出注重三方面的安全：一是对外开放安全，“完善安全审查机制”“运用国际通行规则维护国家安全”；二是粮食安全，解决好种子和耕地问题；三是经济社会安全，不仅包括地方政府隐性债务、逃废债等经济金融风险，还包括疫情反弹等社会风险。

“公平”方面，会议重申了 12 月政治局会议提出的“强化反垄断和防止资本无序扩张”，强调“金融创新必须在审慎监管的前提下进行”，并将此项工作置于住房问题之前，足见其重要性。未来平台企业的监管将趋严，反垄断和不当竞争行为的监管将加码，数字经济法律规范出台将提速。

值**得关注的是，时隔两年，房地产再次单独成为经济工作的重点任务之一。**房地产与“发展”、“安全”、“公平”三个政策维度都密切相关：既是国民经济的“旧”支柱，又与金融系统稳定密切相关，还涉及公平分配的问题。因此，房地产市场仍将是政策关注的焦点。会议在重申“房住不炒”的基础上，提出了“升级版”的“因城施策”要求，进一步聚焦解决“大城市住房”的突出问题,并提出了“租购并举”的解决思路。

3. 小结：经济与政策平稳延续

总体上看，今年我国经济复苏的良好势头，以及宏观政策基调都有望在明年稳定延续，为“十四五”规划和“新百年”开好头、起好步。在新发展理论的指引下，明年我国的经济工作将考虑发展、安全和公平三个维度，供给侧改革与需求侧管理并重，平衡好恢复经济和防范风险。

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 0755-83195702

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