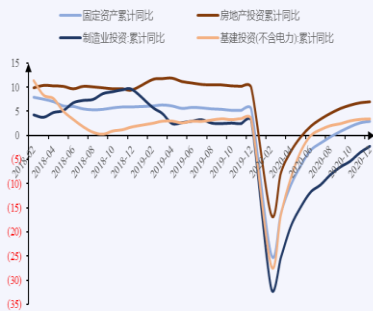


宏观经济与大类资产研究系列——宏观经济月报

2021年01月25日

经济延续复苏态势，内生动力继续上行

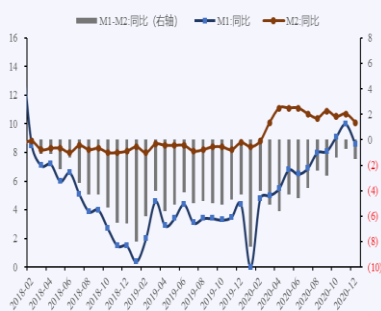
固定资产投资



工业增加值



货币供给



相关报告
暂无

研究员
应汇康
李立
马超

核心内容：国内经济延续稳定复苏态势，并已进入深水区，支撑经济增长的动能处于切换阶段。2021年，全球经济复苏仍是宏观经济的主线，我国迎来“十四五”规划的开局之年，国内经济最大的关注点将是双循环新发展格局驱动下经济增长动能是否能够平稳切换。具体来说，是经济能否实现由“房地产+出口”的外生驱动模式逐步转变为“制造业+消费”的内生驱动模式。

- **需求侧：动能切换可期，关注疫情扰动。**12月固定资产投资累计同比增速为2.9%，环比上涨0.3%。分项来看，地产韧性犹存，制造加速修复，基建托底作用弱化。12月社会消费零售总额同比增长4.3%，环比回落0.4%，消费需求逐步回到正轨还需一定时日。12月出口额同比增长18.1%，进口额同比增长6.5%，在高基数效应作用下外贸仍维持高增长。尽管地产基建投资和外贸出口拉动仍是疫后经济修复的主要动力，但从动态趋势看，经济动能结构性调整的势头已开始显现，经济增长的内生力量将发挥越来越大的作用，预计2021年该趋势将得以延续。
- **供给侧：企业利润支撑工业生产持续恢复。**12月工业增加值同比增长7.3%，为2019年3月以来的新高，工业生产在投资和出口双轮驱动下保持加速。制造业的高位企稳与其他产业的增长提速是维持12月工业增加值持续回升的主要原因。海外主要经济体的PMI回升也将会给出口外需带来韧性。同时，产能利用率已经回升到疫情之前的水平，反映出生产已经充分恢复。另外，需要注意不同规模企业的景气度出现分化带来的就业冲击。
- **通胀：内外部共振，通胀超预期。**2020年CPI同比上涨2.51%，但核心CPI长期低迷。受猪肉价格和成品油价格上涨的共同推动，2020年末CPI环比涨幅比较大。2021年通胀的主要矛盾将会发生两个层面的切换，一是从食品转向非食品，二是从供给端转向需求端。12月PPI的加速回升，一方面是由于中国周期复苏动能愈发强劲，但更主要是全球“复苏交易”下大宗商品涨价所致。对于国内而言，猪周期趋势向下决定了CPI不构成市场的主要风险，“输入型通胀”和PPI通胀更值得关注。
- **信用货币：政策稳中有收，信用或走向拐点。**12月新增社会融资规模1.72万亿，环比回落0.41万亿，主要是受到非标大幅压降及企业债融低迷的拖累，信用周期或已靠近拐点。12月MLF超预期净投放3500亿元，跨年流动性较宽松，资金价格中枢有所回落。整体而言，“宽货币”转向“稳货币”的取向已基本明确，信用扩张的主要动力或将从政策“宽货币”转向企业内生融资需求的增长。随着货币政策正常化，央行在货币供给上难以大幅宽松，资金面或将延续紧平衡，短端利率走高的动力将持续存在，对长端利率形成向上牵引力。
- **经济政策：2021年经济政策不急转弯，但政策取向从总量转向结构，从逆周期逻辑转向顺周期逻辑难以避免，经济政策将更加依靠释放长期红利而非短期刺激效应。**
- **风险提示：疫情超预期发展，经济政策过快转向。**

正文目录

一、宏观经济运行概述.....	4
二、需求侧：动能切换可期，关注疫情扰动.....	5
1、投资：地产保持韧性，制造加速修复.....	5
2、消费：消费引擎暂歇，政策引领仍是关键.....	6
3、外贸：出口韧性犹存，进口强势收官.....	7
三、供给侧：供需两端更趋平衡，工业生产持续恢复.....	8
1、工业：企业利润支撑，生产继续复苏.....	8
2、PMI：PMI 高位趋缓，补库意愿仍存.....	8
四、通胀：内外需共振，通胀超预期.....	9
1、CPI：食品通胀回升，核心 CPI 维持平稳.....	9
2、PPI：大宗商品反弹，PPI 加速修复.....	10
五、金融数据：政策稳中有收，信用或走向拐点.....	10
1、信用：社融有所回落，中长期贷款仍有支撑.....	10
2、货币：M1 结束 5 连升，“宽货币”转“稳货币”.....	11
3、公开市场操作：跨年流动性较宽松，资金价格中枢回落.....	12
六、经济政策前瞻分析.....	12
1、经济政策概述：“双循环”、“需求侧改革”.....	12
2、货币政策：“稳字当头”、“不急转弯”.....	13
3、财政政策：“积极”、“提质增效”、“更可持续”.....	14
4、金融监管政策：严监管态势延续.....	14

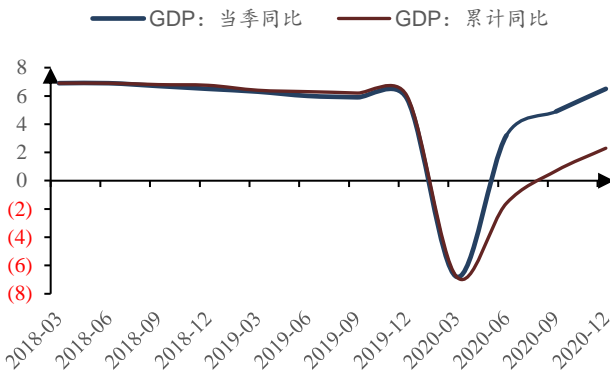
图表目录

图 1: 国内 GDP 单季及累计同比 (%)	4
图 2: 三大产业 GDP 累计同比 (%) 及贡献度	4
图 3: 固定资产投资及其主要分项累计同比增速 (%)	5
图 4: 社消总额当月同比增速及消费者信心指数 (%)	6
图 5: 12 月国内社消零售分项表现 (%)	6
图 6: 进出口增速变动 (%)	7
图 7: 对主要经济体贸易差额 (亿美元)	7
图 8: 工业增加值及利润当月同比增速 (%)	8
图 9: 工业增加值分项当月同比增速 (%)	8
图 10: 中国及主要经济体制造业 PMI (%)	9
图 11: 国内 PMI 分项表现 (%)	9
图 12: CPI 当月同比增速 (%)	9
图 13: 12 月 CPI 分项环比增速 (%)	9
图 14: PPI 当月同比及环比增速 (%)	10
图 15: 12 月 PPI 分项环比增速 (%)	10
图 16: 新增社融及其构成 (亿元)	11
图 17: 12 月 M1、M2 增速回落 (%)	11
图 18: 12 月资金价格走势 (%)	12

一、宏观经济运行概述

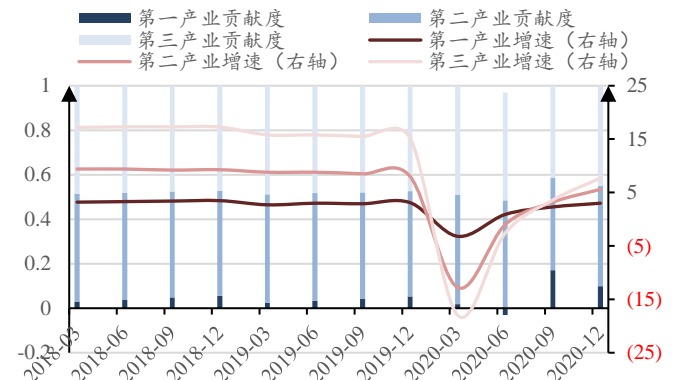
回顾 2020 年，在新冠疫情冲击、地缘政治博弈和大国内政外溢等多重扰动下，中国聚焦国内问题，采取果断的疫情防控措施和相对克制的刺激政策，宏观经济率先进入重启与复苏的轨道。总量上，四季度的 GDP 增长 6.5%，趋近于常态水平，全年 GDP 首次突破 100 万亿元，同比增长 2.3%，增速大幅领先于其他主要经济体；结构上，第二产业与第三产业累计同比增速分别为 2.6% 与 2.1%，累计同比贡献率分别为 42.56% 与 48.35%，第三产业的贡献度在四季度反超第二产业。在需求端，房地产投资保持强韧性和出口超预期增长是 2020 年拉动经济复苏的主要动能，基建投资起着稳增长的关键作用，但从动态变化来看，制造业和消费的边际贡献逐步提升，经济增长的内生动力不断加强。

图 1：国内 GDP 单季及累计同比 (%)



资料来源：Wind、杭州工商信托

图 2：三大产业 GDP 累计同比 (%) 及贡献度



资料来源：Wind、杭州工商信托

2021 年既是过去的延续，又是全新的起点。一方面，经济运行依然具有疫情阶段的特征，制造业、消费、就业等多个关键领域的增速仍在爬坡，需求端出口保持高增速弥补国内消费疲软的态势依旧延续，供给端产出缺口的不断补足还是短期内经济增长的重要动力。但疫情的散点爆发将不可避免地导致部分行业重新出现阶段性收缩，内需的负面冲击是短期经济复苏的最大障碍，经济增长始终面临一定程度不确定性。另一方面，2021 年是“十四五规划”的元年，也是全面建设社会主义现代化国家新征程的开局之年。站在长期的、战略的视角上，2021 年会是在双循环新发展格局和需求侧改革的引导下，经济增长动能切换的关键之年。具体来讲，经济动能有望在制造业库存周期和消费修复的双重作用下，逐步由“房地产+出口”的外部依赖模式转变为“制造业+消费”的内生驱动模式，进而推进供给端产能的再扩大与再升级。

2021 年一季度，经济大概率延续 2020 年下半年的趋势，即经济仍在爬坡但复苏已进入深水区，支撑经济增长的动能基本回归常态化。在需求端，房地产投资将在周转加速的作用下保持一定韧性，基建投资基本维稳，制造业则会进入主动补库存的阶段，节假日因素对社会消费形成支撑，生产国逻辑仍将主导出口形势；在供给端，工业增加值有望高位企稳，利润增长与库存扩张将继续支持生产复苏。需要注意的是，2020 年的低基数效应会对一季度同比数据产生较大影响，高增速未必意味着绝对的高增长，因此刺穿高增速表象，考察 2020 与 2021 两年的平均增速更有助于准确把握现阶段宏观经济的真实状态。

经济政策层面，中央经济工作会议已明确指出，宏观政策保持稳定性、可持续性，强调政策操作“不急转弯”，为 2021 年财政和货币政策定下“稳”字基调。但“不急转弯”

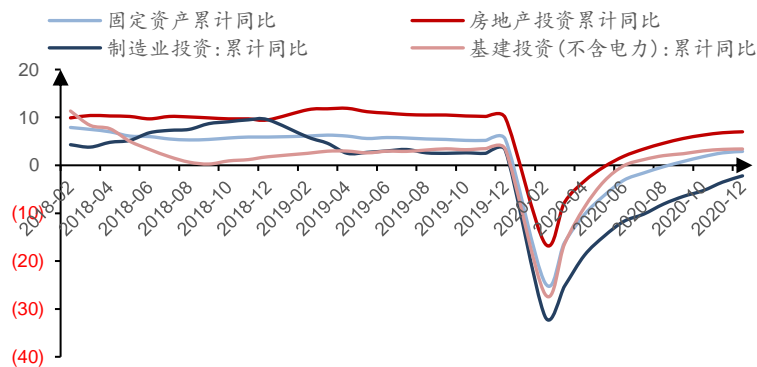
绝不等于“不转弯”，随着经济步入稳定增长的区间，全年的政策取向从总量转向结构，从逆周期逻辑转向顺周期逻辑难以避免，经济政策将更加依靠释放长期红利而非短期刺激效应。从“十四五”战略起点的视角来看，经济政策也会为整个规划周期留足空间，财政和货币政策的力度大概率有所收敛。

二、需求侧：动能切换可期，关注疫情扰动

1、投资：地产保持韧性，制造加速修复

12月固定资产投资累计同比增速为2.9%，环比上涨0.3%，不同于往年四季度累计投资增速平缓的走势，投资累计增速转正后继续增长，表明经济仍处于修复阶段。分项来看，房地产投资累计同比增长7%，小幅提升0.2个百分点，当月同比增长9.35%，环比下降1.58个百分点。商品房销售面积累计同比增速提升至2.6%，印证近期房地产市场仍保持一定热度，但是随着资金面的逐步收紧和政策的压制，地产投资增速边际放缓的趋势难以扭转。基建投资（不含电力）累计同比增长0.9%，环比下降0.1个百分点，当月同比增长5.87%，环比下降1.61个百分点。随着经济逐步恢复常态，年底政府融资趋缓，基建投资托底经济的力度开始逐步弱化。制造业投资累计同比增速为-2.2%，环比上升1.3个百分点，当月同比增速为10.22%，环比收缩2.24个百分点，但仍处于季节性高位，同时制造业投资当月同比已连续第二个月略超房地产，表明投资结构呈现持续改善的趋势。

图3：固定资产投资及其主要分项累计同比增速（%）



资料来源：Wind、杭州工商信托

12月房地产投资延续较强的韧性，地产企业土地补库存叠加年末加速开工效应对固定资产投资形成较强的支撑。8月底推行的房地产融资“三条红线”新政与12月底发布的房地产贷款集中度管理制度都将会让未来开发商融资性现金流受到大幅限制，同时也将会对购房者，尤其是那些多套房及炒房投机者的房贷杠杆产生一定约束。综合来看，今年房地产投资增速料将下滑，但地产仍将作为固定资产投资的重要动力去支撑内需。

12月基建投资增速边际放缓。其中，交运仓储投资，尤其是铁路及道路投资是主要拖累项，而水利环境设施投资累计同比增速略有涨幅。尽管去年四季度以来，伴随前期地方政府专项债加速落地，基建稳定支撑固定资产投资增长，但总体而言基建投资增速仍然低于市场普遍预期，基建更多地发挥了对投资端的托底作用而非牵引作用。预计2021年一季度，基建重点项目投资仍将在财政和地方政府的支持下发挥稳定内需的关键作用，但随着财政政策回归常态，叠加后续基建投资中资金到位效应的逐渐削弱，政府专项债

额度也很难重现去年的扩张态势，因此基建投资的力度将难以大幅增长。

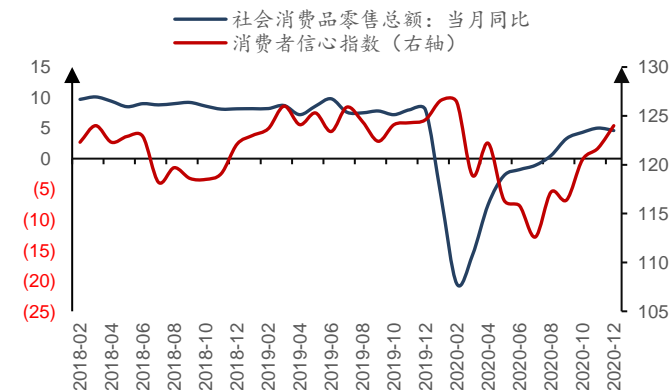
12月制造业投资持续改善。从结构上看，中游装备行业及医药制造业的高速增长是主要支撑项。综合来讲，12月制造业投资的突出表现主要源于需求端的复苏和政策环境的改善。首先是12月终端需求受抑制的局面有所改善，出口明显好于预期，企业利润也持续回升；其次是央行对房地产贷款占比设定上限之后，对银行“增加制造业中长期贷款”提供了更强保障，12月中长期信贷增速保持高位。因此企业补库存动力明确，制造业投资增速出现加速修复的趋势。预计2021年制造业投资将继续回暖，一方面，从需求扩张端看，国内外疫情尚未完全控制，尤其是欧美等进口型大国的供需缺口仍存，并且相比服务业来说，制造业更加适应与疫情共生，因此补库存需求还在回升阶段，利好我国生产型出口需求的稳定增长；另一方面，从生产盈利端看，企业盈利改善叠加信贷支持倾斜力度加大，制造业投资意愿和能力均有望提升。另外，作为“十四五”规划的元年，2021年产业技术升级周期或将加速启动，从而为制造业投资增长提供长期支撑动力。

整体而言，进入2021年，驱动经济增长的动力能否在双循环新发展格局的引领下实现内生性将是需求端的主线。目前来看，支撑投资增长的因素已出现边际转化的趋势，尽管当前投资端对房地产的依赖程度较大，但地产投资增速将随政策收紧而趋缓，基建投资在政策的支持下保持平稳运行，制造业投资正处于顺周期开启时期，在外需和消费的进一步驱动下有望提速修复，这一趋势将在2021年一季度得到延续。

2、消费：消费引擎暂歇，政策引领仍是关键

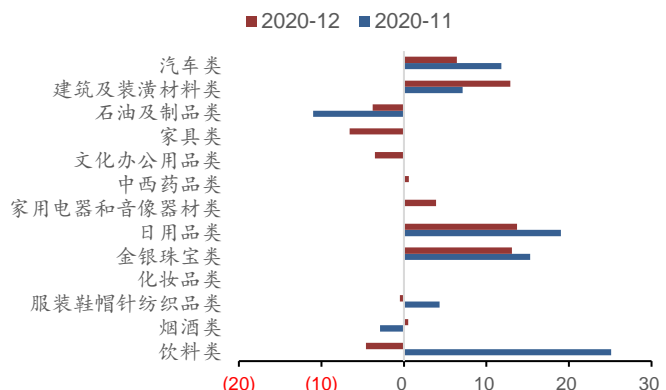
12月社会消费零售总额同比增长4.6%，环比回落0.4%，限额以上企业商品零售总额同比增速6.6%，环比下降2.1%。12月商品零售和餐饮收入同比增速分别为5.2%和0.4%，对社消零售的拉动分别为4.57%和0.05%。从限额以上企业商品零售的分项来看，汽车消费同比增长6.4%，环比回落5.4个百分点，是12月社消环比增速下降的主要拖累项，排除汽车后的零售环比增速仍在上升。具体细分商品种类看，必选消费品中节假日效应引致烟酒类零售上涨加快；可选消费品中除地产相关及石油制品类油零售继续上升，其他类零售均有不同程度的下降，这也是受到“双十一”的提前透支消费影响。从去年全年来看，社消零售的回升主要还是源于商品零售端的复苏，而餐饮收入对社消零售的拖累虽然逐渐消减，但在疫情完全被控制以前餐饮服务业想要修复至常态化水平的难度依然较大。

图4：社消总额当月同比增速及消费者信心指数（%）



资料来源：Wind、杭州工商信託

图5：12月国内社消零售分项表现（%）



资料来源：Wind、杭州工商信託

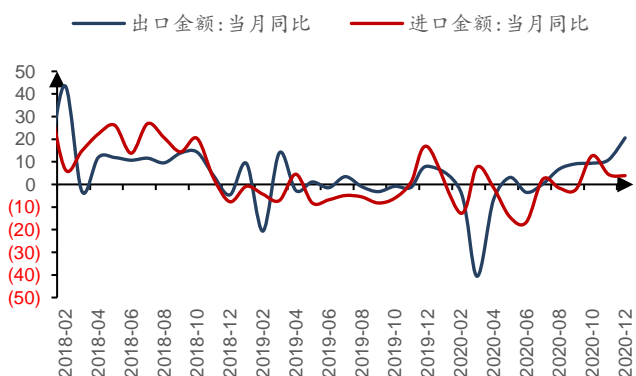
进入 2021 年，在双循环的引领下，增长动能具备从投资向消费迁移的条件，消费或将成为 2021 年需求端的重要增长点。一方面，随着居民就业和收入的进一步修复，居民消费将继续处于复苏的轨道，政府消费将继续发挥重要作用，公共卫生健康支出仍将是财政支出的重要部分。另一方面，消费结构也将有所调整，消费支出将更多的向可选消费和服务消费倾斜，文教娱乐、餐饮消费、烟酒饮料、场景类的消费将稳定增长。另外，后续随着失业下降、收入恢复，消费的增长大概率保持平稳而缓慢，并且疫情区域扩散影响仍存，叠加居民收入水平修复有较为明确的上限，这都将限制未来消费扩容的空间。整体来看，提振内需应是今年全年需要重点关注的问题，为了维护消费更加健康、更可持续性的复苏，还是要靠政策的进一步推动。

3、外贸：出口韧性犹存，进口强势收官

12 月出口额同比增长 18.1%，环比回落 9.7 个百分点，但高于市场普遍预期。分国别来看，对美出口增速下降较快、对欧出口增速小幅回落，但对东盟日韩等出口拉动继续提升，尤其是对东盟、中国香港出口拉动增长较多。分产品看，机电、高新技术产品出口同比增速仍然保持高位，其中结构上机电产品小幅回落，高新技术产品小幅上升；防疫物资出口同比拉动继续下降，其他产品出口增速继续小幅上涨。

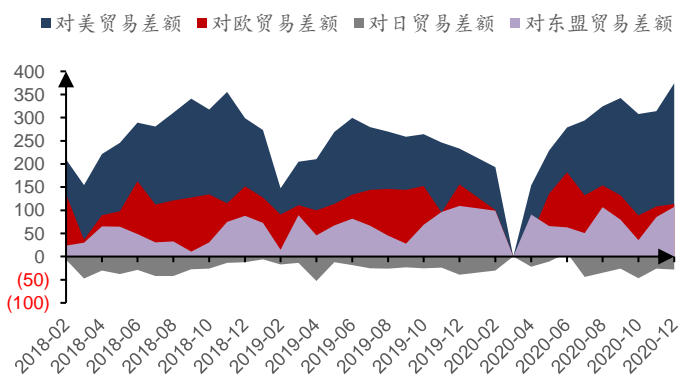
12 月进口额同比增长 6.5%，环比上涨 2%，高于市场普遍预期，同时一定程度上表明内需的边际好转。分项来看，钢材、原油进口数量小幅回落，但价格大幅增加，煤炭进口量价同比均大幅飙升。整体来看，节假日效应及汇率升值是 12 月进口增速超预期提升的主要推手。不过需要注意的是，在海外大宗商品价格普涨背景下，价格因素对 12 月进口的贡献要明显大于数量因素。考虑到去年同期进出口基数较高，因此在高基数效应作用下外贸仍维持高增长，表明出口和进口需求韧性强劲。

图 6：进出口增速变动（%）



资料来源：Wind、杭州工商信托

图 7：对主要经济体贸易差额（亿美元）



资料来源：Wind、杭州工商信托

从去年全年来看，在全球贸易大幅萎缩的情况下，2020 年中国进出口总值、出口总值双双增长并创历史新高，中国出口占全球的比重有望上升到 14% 左右，连续 7 年成为全球最大出口国。贸易顺差 5350.3 亿美元，比上年扩大 27.1%，净出口对经济增长的贡献达到约 15%。回顾 2020 年，国内出口超预期且屡创新高主要是源于疫情背景下的外需驱动。前期由于海外疫情爆发，医疗物资等出口增速大幅提升，尽管下半年医疗物资类出口有所回落，但外需回暖叠加率先开工的替代效应，延续支持出口强势。

进入 2021 年，外需的走势取决于海外经济活动的恢复程度，而经济活动的恢复很大程度上取决于疫苗的研发和投入使用进度。一方面，由于疫苗在生产及推广方面都存在较

强的不确定性，尤其是进入冬季以来，疫情蔓延形势有所加重，对美欧等主要经济体的生产恢复节奏有所削减，而海外供需缺口将继续支撑中国消费需求型出口；另一方面，由于包括中日韩在内的亚洲经济体前期对于疫情的控制效果更为明显，整个亚洲的供应链及产业链的恢复速度更快，这又将利好中国的生产需求型出口。整体来看，考虑到目前海外疫情的发展情况，海外对消费品类需求仍然较强，一季度出口大概率仍保持韧性，出口增速将延续。但随着海外经济活动的进一步修复，叠加高基数效应，预计下半年出口中枢或将有所回落。

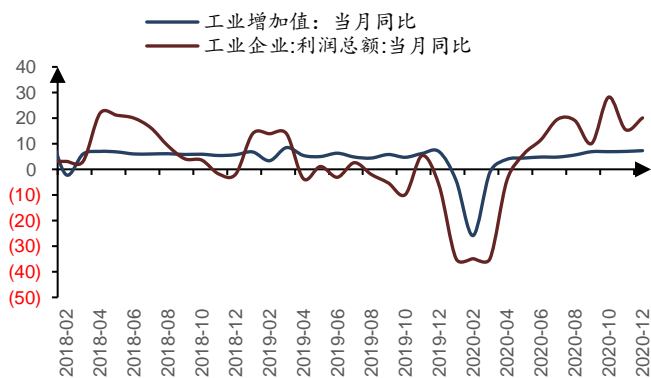
三、供给侧：供需两端更趋平衡，工业生产持续恢复

1、工业：企业利润支撑，生产继续复苏

12月工业增加值同比增长7.3%，环比上升0.3%，同比增速为2019年3月以来的新高，工业生产在投资和出口双轮驱动下保持加速。从产业结构来看，采矿业、制造业、高技术产业以及电力、热力、燃气及水生产和供应业增速分别为4.9%、7.7%、13.1%和6.1%，制造业的高位企稳与其他产业的增长提速是维持12月工业增加值持续回升的主要原因。

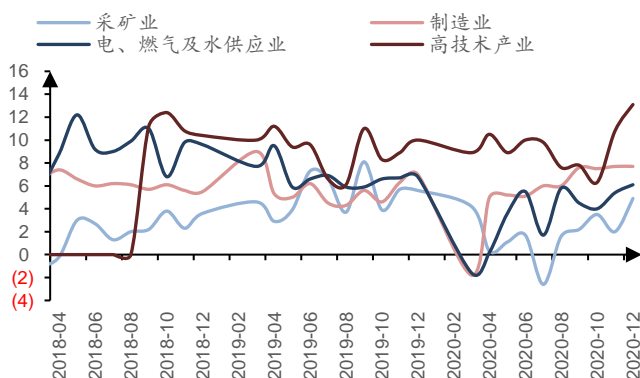
12月工业利润同比上涨20.1%，环比上升4.6%，已经连续7个月维持10%以上的高位增速。1-12月累计同比由负转正至4.1%，延续10月以来的正增长走势。四季度全国工业产能利用率为78%，同比提升0.5%，环比上涨1.3%。目前产能利用率已经回升到疫情之前的水平，同时达到了近年来的最高值，反映出生产已经充分恢复。随着疫后快速反弹阶段结束，规模以上工业企业盈利增速将向均值回归，保持平稳增长。

图 8：工业增加值及利润当月同比增速（%）



资料来源：Wind、杭州工商信托

图 9：工业增加值分项当月同比增速（%）



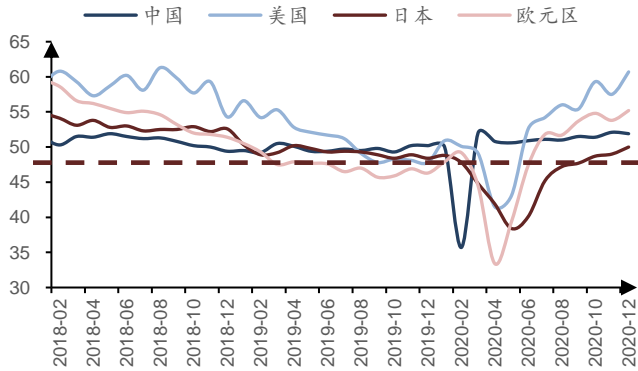
资料来源：Wind、杭州工商信托

2、PMI：PMI 高位趋缓，补库意愿仍存

12月官方制造业PMI为51.9%，环比回落0.2%，低于市场普遍预期，但仍处于景气扩张区间；非制造业PMI为55.7%，环比回落0.7%。分项来看，12月PMI生产量、新订单、新出口、采购量、进口、供应商配送时间及生产经营活动预期等指标均有小幅回落，但持续弱化趋势并不明显，尤其是美日欧等主要经济体的PMI回升将会给出口外需带来韧性。12月PMI在手订单、产成品库存、出厂价格及主要原材料购进价格都存在不同程度的上涨，一方面是因为全球疫情发展分化，供需缺口主要还是由中国承担；

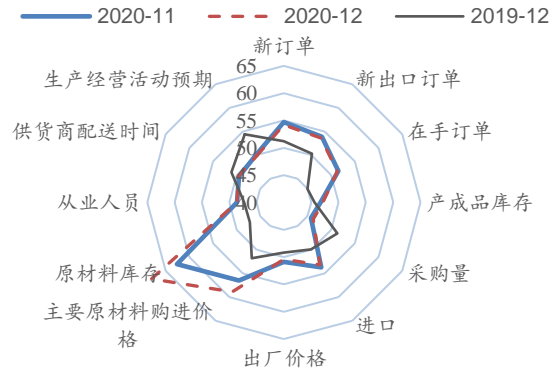
另一方面也验证了企业正在主动补库存。需要注意的是，不同规模企业的景气度出现分化，小企业 PMI 重回荣枯线以下，这尤其不利于低技能劳动力的就业稳定，也将对中低收入群体构成新的冲击。

图 10：中国及主要经济体制造业 PMI (%)



资料来源：Wind、杭州工商信托

图 11：国内 PMI 分项表现 (%)



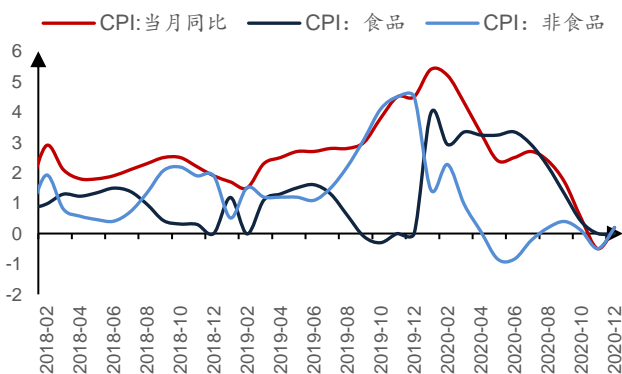
资料来源：Wind、杭州工商信托

四、通胀：内外需共振，通胀超预期

1、CPI：食品通胀回升，核心 CPI 维持平稳

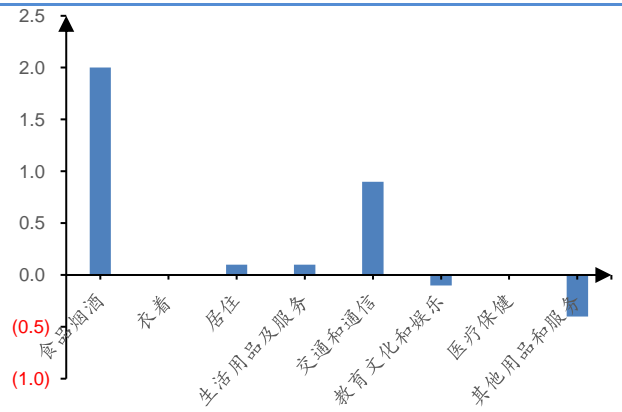
12 月 CPI 同比增长 0.2%，环比上升 0.7 个百分点；核心 CPI 同比增长 0.4%，环比回落 0.1 个百分点。分项来看，食品价格上涨 1.2%，非食品类价格持平。其中，由于春节效应下猪价对 CPI 拖累减弱，猪肉价格环比上涨 6.5 个百分点，拉动 CPI 环比上涨 0.28 个百分点。与此同时，受极端气候影响，鲜菜价格环比涨幅也达到 8.5% 高位，拉动环比 CPI 上涨 0.22 个百分点。

图 12：CPI 当月同比增速 (%)



资料来源：Wind、杭州工商信托

图 13：12 月 CPI 分项环比增速 (%)



资料来源：Wind、杭州工商信托

从去年全年看，CPI 同比上涨 2.51%，其中猪肉批发价格平均上涨 78.94%，对 CPI 运行短期偏离经济基本面造成较大扰动；而核心 CPI 持续低迷，下半年始终处于历史低位。需要注意的是，受猪肉价格和成品油价格上涨的共同推动，2020 年末 CPI 环比涨幅比较大。但从中长期来看，随着 2020 年粮食生产再获丰收，生猪产能也已经基本恢复到正常年份的水平，所以 CPI 环比持续大幅上涨的可能性不大。与此同时，由于居民收入增速仍然在恢复过程中，再叠加局部地区疫情的反复导致服务性消费仍然受到一定

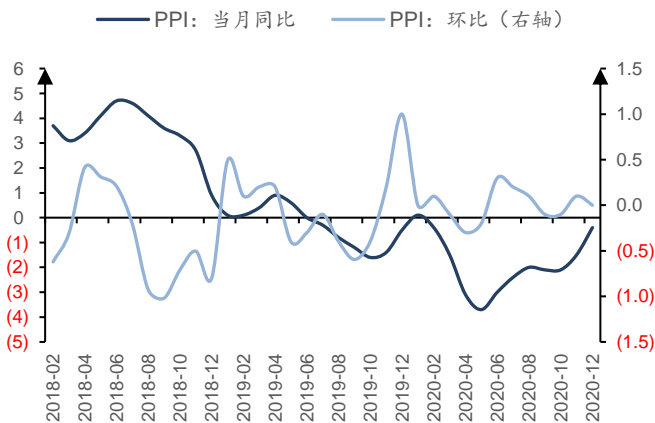
制约，因此剔除食品和能源的核心 CPI 仍然处于低位。

下一步，随着我国经济持续稳定恢复，国内消费需求逐渐复苏释放，未来核心 CPI 有望继续回升。总体来看，2021 年我国的物价水平大概率会保持温和上涨，受上年同期基数的影响，预计全年 CPI 同比涨幅将会出现先升后稳的走势。

2、PPI：大宗商品反弹，PPI 加速修复

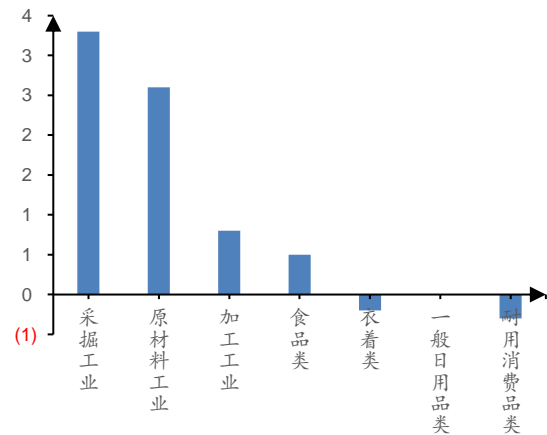
12 月 PPI 同比下降 0.4%，环比上涨 1.1 个百分点，为 2016 年 12 月以来新高。分项来看，12 月 PPI 生产资料价格环比回升 1.3 个百分点，PPI 生活资料价格环比上涨 0.4 个百分点，其中上游原材料价格是 PPI 的主要拉动力量，下游加工行业价格较为疲弱，而生活资料价格上涨则主要集中在食品类。

图 14：PPI 当月同比及环比增速 (%)



资料来源：Wind、杭州工商信托

图 15：12 月 PPI 分项环比增速 (%)



资料来源：Wind、杭州工商信托

整体来看，12 月 PPI 的加速回升，一方面是由于中国周期复苏动能愈发强劲，但更主要是全球“复苏交易”下大宗商品涨价所致。12 月以来全球主要经济体的制造业 PMI 指数均升至 50% 的荣枯线之上，进而推动包括原油在内的大部分原材料价格持续上涨。

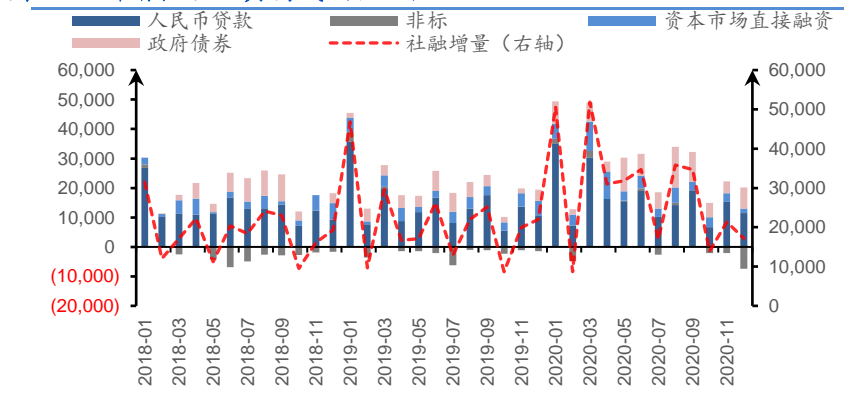
前瞻来看，在全球经济逐步复苏、主要经济体货币政策维持宽松、大宗商品需求回暖及 2020 年全年较低基数的共同作用下，2021 年上半年 PPI 有望走出强势回升的轨迹，其中，国际油价的恢复性上涨及其他上游原材料的成本提升或将是支撑本轮 PPI 上涨的重要动力。对于国内而言，猪周期趋势向下决定了 CPI 不构成债市主要风险，“输入型通胀”和 PPI 通胀是更需防范的风险项。

五、金融：政策稳中有收，信用或走向拐点

1、信用：社融有所回落，中长期贷款仍有支撑

12 月新增社会融资规模 1.72 万亿，同比减少 0.48 万亿，环比回落 0.41 万亿。从结构上看，12 月社融回落主要是受到非标大幅压降及企业债融低迷的拖累，而政府债融则持续坚挺。其中，包括委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票在内的非标融资减少 0.74 万亿，同比下降 0.59 万亿；企业债融减至 442 亿，同比下降 0.22 万亿；政府债融环比增加 0.32 万亿至 0.72 万亿，同比多增 0.34 万亿。

图 16: 新增社融及其构成 (亿元)



资料来源: Wind、杭州工商信托

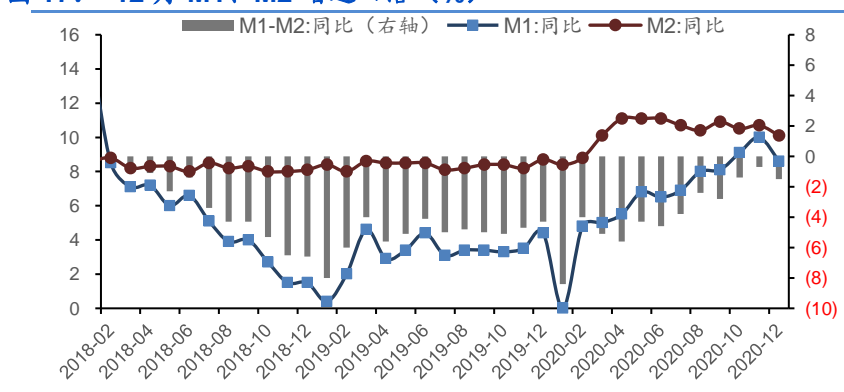
12 月新增人民币贷款 1.26 万亿，同比多增 0.12 万亿。分部门看，居民贷款增加 5635 亿元，同比减少 824 亿元，其中短期贷款新增 1142 亿，同比减少 493 亿，中长期贷款新增 4392 亿元，同比减少 432 亿元；企业中长期贷款新增 5500 亿元，相比去年同期多增 1522 亿元，企业短期贷款减少 3097 亿，降至历史同期最低；票据融资新增 3341 亿元，同比多增 3079 亿元，对企业短期贷款的下滑起到缓冲作用。

从 2020 年全年来看，我国社会融资规模存量同比增长 13.3%，比上年末高 2.6 个百分点，新增社融 34.8 万亿元，同比多增 9.28 万亿，其中政府债券融资和信贷融资分别增加 3.61 万亿和 3.14 万亿，分别占 2020 年新增社融的 38.9% 和 33.8%。

2、货币：M1 结束 5 连升，“宽货币”转“稳货币”

12 月 M2 余额 218.68 万亿，同比增长 10.1%，环比回落 0.6 个百分点，低于市场普遍预期，主要是由于企业存款下行较快以及财政投放不如往年同期平均水平；M1 余额 62.56 万亿，同比增长 8.6%，环比回落 1.4%，结束了自去年 7 月以来的“5 连升”，虽仍处于年内高位，指向实体经济将继续修复，但修复速度或将面临边际递减。从去年全年来看，M1-M2 剪刀差自 4 月开始就呈现持续收窄的趋势，这反映了在经济复苏过程中，企业经营活跃度上升，融资压力减小，实体经济得到提振，同时也验证了制造业投资的持续高位增长。

图 17: 12 月 M1、M2 增速回落 (%)



资料来源: Wind、杭州工商信托

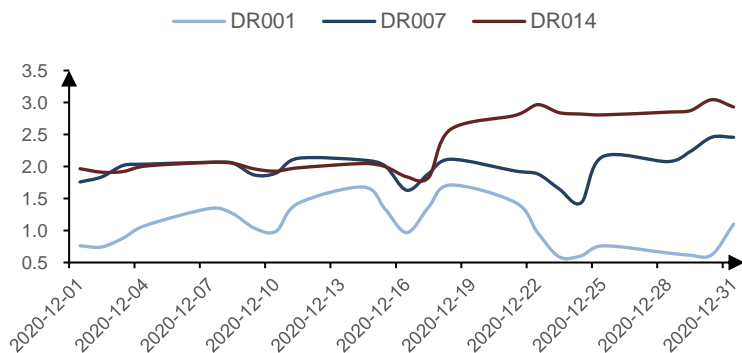
整体前瞻来看，一方面，“社融-M2”增速剪刀差在 12 月重新小幅走阔，反映出广义流动性的供需缺口扩大，银行负债端压力边际上升，指向后续利率上行压力仍存。另一方

面，2021 年央行工作会议中对总量指标的描述是社融增速与 M2 增速与名义 GDP 相匹配，而 2021 年的 GDP 增速受到基数的影响会相对较高，预计社融和 M2 增速下滑但幅度有限。

3、公开市场操作：跨年流动性较宽松，资金价格中枢回落

12 月央行呵护年末市场流动性的意图较为强烈，共投放资金 18100 亿元，到期 14400 亿元（不含国库现金定存到期），净投放 3700 亿元。其中，逆回购净投放 200 亿元，MLF 超预期净投放 3500 亿元，创历史新高。值得一提的是，12 月央行开展公开市场操作的频率超出往年同期，在每个工作日均开展逆回购操作。在中标价格方面，7 天、14 天逆回购中标利率分别维持在 2.20%、2.35%，MLF 操作利率维持在 2.95%，连续 9 个月未做调整。12 月同业存单共发行 2775 只，实际发行规模 20011 亿，环比增加 2118 亿。受银行结构性存款压降压力和年末央行大方呵护市场流动性的影响，12 月中长端同业存单利率同步回落。

图 18：12 月资金价格走势（%）



资料来源：Wind、杭州工商信托

12 月银行间市场中不同期限的资金价格波动较大，基本呈现先降后升的走势。从 12 月整月来看，尽管 SHIBOR 与银行间质押回购利率均有所上升，但 12 月整体 DR007 中枢仍然低于 2%，银行间市场流动性的宽松程度与 6 月持平，短端资金利率依然处于较低水平。整体来看，跨年资金面始终处于较为宽松状态，资金价格中枢有所下行。

进入 2021 年，受货币工具到期、缴税缴准、地方债发行及节假效应等因素影响，1 月银行间流动性缺口较大，但与去年相比，今年春节时点后移缓和了银行取现压力，叠加债券供给压力明显回落，流动性压力有所缓解。中长期来看，随着货币政策正常化，央行在货币供给上难以大幅宽松，资金面延续紧平衡，短端利率走高的动力将持续存在，对长端利率形成向上牵引力。但短期来看，疫情局部爆发导致需求阶段性收缩，货币政策收紧的空间有限，央行在春节前后大概率将维持市场资金充裕。

六、经济政策前瞻分析

1、经济政策概述：“双循环”、“需求侧改革”

2021 年是我国全面建设社会主义现代化国家新征程的开局之年，对经济政策的预判要站在长期的、战略的视角上，着眼于当下的问题。十九届五中全会指出，“十四五”时

期经济工作要坚持稳中求进总基调，以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，以改革创新为根本动力，以满足人民日益增长的美好生活需要为根本目的，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，为 2021 年的经济政策奠定了主基调。

12 月召开的中央政治局会议和中央经济工作会议在十九届五中全会公报的基础上加入了“需求侧改革”的表述。中央经济工作会议通稿指出，要紧紧扭住供给侧结构性改革这条主线，注重需求侧管理，打通堵点，补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，提升国民经济体系整体效能。

依照“十四五”和中央经济工作会议的主线，双循环格局下的长期的供给侧结构性改革和中短期的需求侧改革将会有机结合起来，以有效需求拉动供给增长，以创新驱动和高质量供给创造新需求。具体来看，以下三个方面政策将成为下一阶段的重点。

一是政策将坚持以扩大内需为战略基点，加快培育完整内需体系。要畅通国内大循环，促进国内国际双循环，必须继续拓展投资空间，大力促进国内消费。2021 年，投资将继续发挥支撑经济增长和优化供给结构的关键作用，但投资的主基调将不再是债务驱动投资粗放式扩张的模式，而是通过有效需求牵引投资稳健增长。与此同时，消费将成为经济长期增长的新抓手，国内消费引领服务业发展水平提升将为供给端增长提供新的动力。

二是国内产业链条将更加优化。政策将继续推进产业基础高级化、产业链现代化，提高经济质量效益和核心竞争力。提升产业链供应链现代化水平，发展战略性新兴产业，加快发展现代服务业。加速供给端产业链升级和本土科技供应链的构建，为内循环提供持续不断的动力。

三是政策将继续推动城镇化和城市更新进程驱动投资消费，带动创新发展，加快粤港澳、长三角等区域一体化，深化都市圈格局，形成区域内、区域间优势互补，粤港澳等重点地区将得到持续的政策供给。

2、货币政策：“稳字当头”、“不急转弯”

12 月中央经济工作会议指出“要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效”，并强调了“宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。”

随着我国经济向步入稳定增长区间，货币政策逐步正常化的趋势明确，央行通过多个渠道表达“把好货币供应总闸门”，“既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来”，指明了下一阶段我国货币政策坚持稳健中性的主基调。全年的政策取向从总量转向结构，从逆周期逻辑转向顺周期逻辑难以避免。但短期来看，疫情变化和外部环境仍存在诸多的不确定性，当前货币政策不具备掉头转向的条件，“稳字当头”的基调下灵活精准、合理适度。

国际经济金融形势仍然复杂严峻，经济恢复基础尚不牢固，货币政策在有力支持实体经济的同时要处理好恢复经济和防范风险的关系。因此 2021 年货币政策要稳字当头，不急转弯，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好时度效，保持好正常货币政策空间的可持续性。

3、财政政策：“积极”、“提质增效”、“更可持续”

中央经济工作会议提出的财政政策基调没有实质性改变，但在强调“提质增效”的同时突出“更可持续”。在主要任务上，此次会议对财政政策促进经济结构调整有了全新的要求。一是要增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，二是要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子。

回顾 2020 年，我国宏观经济政策始终围绕疫情发展和对冲经济不确定性展开，财政政策逆周期取向明确，但随着经济基本面的持续修复，逆周期政策托底的必要性有所下降，另一方面，考虑到经济长期增长的不确定性，财政政策仍需为未来发展留出空间，预计 2021 年的财政政策大概率将回归常态。具体来看，赤字率与政府债务总额或将有所缩减，政策重心上更加偏重提高预算内支出效率，以及社保、转移支付在民生上的支持作用，但考虑到基础设施建设重大战略项目在内需中的重要作用，以及地方债务风险的暴露等现实情况，地方专项债难以大幅缩减，预计政府债务总额将略少于 2020 年，但仍会超过 2019 年度。

整个“十四五”期间，经济政策将更加注重经济发展的质量，积极有为的财政政策将在促进经济双循环的过程中发挥重要作用，同时“更可持续”的财政政策将更加强调提质增效，强化预算约束，控制地方政府的杠杆水平。

4、金融监管政策：严监管态势延续

12 月份，金融监管部门继续保持严监管态势，多次强调了审慎监管的重要性，进一步对现有金融政策体系进行了完善，金融严监管的基调将会在 2021 年延续。

12 月 4 日，由中国银保监会主管主办的《金融监管研究》发布《中国影子银行报告》，《报告》详细描述了影子银行的起源和发展演变，中国影子银行的判别标准、范围和规模，以及影子银行三年治理的背景、过程和成效等，并提出相应的监管建议。

12 月 16-18 日，中央经济工作会议在北京举行，会议指出要强化反垄断和防止资本无序扩张，反垄断、反不正当竞争，并强调金融创新必须在审慎监管的前提下进行。

12 月 18 日，财政部发布《地方政府债券发行管理办法》，《办法》明确了地方政府发行债券的基本原则、放开期限管理、健全评级和信息披露机制，从制度上对地方政府举债融资进行了规范化、精细化，提高市场化水平。

12 月 31 日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，《通知》根据银行业金融机构的资产规模、机构类型等因素，分档设定了房地产贷款集中度管理要求。房地产贷款集中度管理制度是全我国宏观审慎管理制度和完善房地产金融管理长效机制的重要举措，进一步推动金融、房地产同实体经济均衡发展。

12 月 31 日，银保监会强调，金融创新必须审慎监管的前提下进行，必须有利于服务实体经济、有利于便利人民群众生产生活、有利于防范风险、有利于保护投资者合法权益，对“伪创新”“乱创新”严厉打击，对各类违法违规行“零容忍”。

作者介绍

应汇康，经济学博士，毕业于英国布里斯托大学，复旦大学经济学博士后，现为杭州工商信托战略规划与研究发展部总经理助理。曾任职于中建投信托等机构，参与世界银行、英国政府国际发展部（DFID）资助的经济发展课题。

李立，经济学博士，毕业于上海财经大学，现为杭州工商信托策略配置部经理。

马超，毕业于中国人民大学经济学专业，曾任职于海航资本、渤海人寿，现为杭州工商信托战略规划与研究发展部研究员。

重要声明

本报告由杭州工商信托股份有限公司（以下简称“本公司”）撰写发布，仅代表上述作者的观点和立场。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则本公司将保留追究其法律责任的权利。

报告中的相关信息来源于已公开信息、数据或其他资料，但本公司对该类信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，对由于该问题产生的一切责任，本公司不做任何承诺或保证。

本报告仅为报告出具日的观点、分析及评估，本公司对报告内容可在不发出通知情形下做出更改。在不同时期，本公司可能发布与本报告观点不一致的研究报告。

本报告内容仅供参考，所载观点不构成对任何特定投资者的任何特定建议。投资者仍需根据自身独立判断做出投资决策，本公司不对投资后果承担任何法律责任。