

民银智库研究

2020年第37期

总第156期

中国民生银行研究院

2020年12月16日

内需外需呈同步改善 供求两侧宜协调改革

——2020年12月宏观经济形势分析报告

宏观研究团队

黄剑辉

huangjianhui@cmbc.com.cn

王静文

wangjingwen2@cmbc.com.cn

应习文

yingxiwen@cmbc.com.com

孙莹

sunying16@cmbc.com.cn

张雨陶

zhangyutao@cmbc.com.cn

袁雅程

yuanyacheng@cmbc.com.cn

伊楠

yanan@cmbc.com.cn

赵金鑫

zhaojinxin@cmbc.com.cn

孔雯

kongwen1@cmbc.com.cn

程斌琪

chengbinqi@cmbc.com.cn

- **全球经济不均衡复苏。**海外疫情超预期扩散，全球经济复苏的表现并不均衡。11月摩根大通全球综合PMI下降0.2个百分点至53.1%。11月OECD综合领先指标报99.31，连续7个月回升。分国别来看，各国经济复苏仍不同步。美国济复苏疲弱，联储预计加强资产购买指引；欧元区各国政府均启动了疫情管控措施，制造业扩张放缓，服务业加剧收缩，欧央行大幅加码宽松；日本经济呈现复苏态势，但四季度经济增长压力仍然很大；新兴经济体不均衡复苏，货币政策按兵不动。
- **11月我国经济加速复苏。**从供给端看，生产动能持续增强，同比增速超预期再创新高。从需求端看，三驾马车动力均有增强，特别是出口和投资回升力度超预期；就业市场持续向好，升级类商品销售快速增长；从物价看，CPI与PPI进入“双通缩”；从金融环境看，社融触顶回落，中长期贷款稳增，结构优化；从金融市场看，人民币汇率延续升势，债券收益率高位震荡。
- **下一阶段我国经济将继续向好。**从供给端看，在我国疫情防控良好、社会环境保持相对正常的背景下，内需将继续改善，消费、投资持续恢复，助推工业生产动能保持稳健。从需求端看，制造业企业利润回升带动投资增速逐渐加快；双十二购物节会继续带动居民消费增长，前三季度居民收入实际增速由负转正，叠加城镇调查失业率连续下降，增强居民消费意愿和能力；新冠疫情发展、订单执行时滞、贸易关系粘性等因素，预计将支撑我国在全球贸易中的份额继续保持较高水平。
- **政策展望与政策建议。**我国将保持积极的财政政策取向不变，但力度会有所减弱，货币政策将继续保持稳健中性，注重调结构和防风险。为确保下一阶段经济实现高质量发展以及加快形成“双循环”发展新格局，我们建议做好以下四个方面工作：**一是**深化供给侧结构性改革的同时注重需求侧改革；**二是**增强产业链供应链自主可控能力；**三是**加快传统金融转型升级，服务实体经济高质量发展；**四是**抓好各种存量风险化解和增量风险防范。

目 录

一、全球宏观经济形势分析	1
美国：经济复苏疲弱，联储加强资产购买指引.....	1
欧洲：劳动力市场和通胀依然疲软，欧央行大幅加码宽松.....	3
日本：经济持续复苏，出台新一轮经济刺激计划.....	4
新兴经济体：经济不均衡复苏，货币政策按兵不动.....	5
二、我国宏观经济形势分析	7
工业：生产动能持续增强，同比增速超预期再创新高.....	7
投资：整体增速略超预期，民间投资首次转正.....	9
房地产：开发投资回升收窄，房价略有回落.....	10
消费：市场持续回暖，升级类商品销售快速增长.....	12
外贸：出口大超预期，进口弱于预期，顺差规模创纪录.....	13
通胀：CPI 与 PPI 进入“双通缩”	15
金融：社融触顶回落，中长期贷款稳增，结构优化.....	17
市场：人民币汇率延续升势，债券收益率高位震荡.....	19
三、政策展望与建议	21
宏观政策展望.....	21
宏观政策建议.....	22
主要宏观经济及金融数据一览表	24

一、全球宏观经济形势分析

全球经济不均衡复苏。美国大选落地与新冠疫苗的好消息推升投资者风险偏好，但海外疫情超预期扩散，全球经济复苏的表现并不均衡。11月摩根大通制造业 PMI 回升 0.7 个百分点至 53.7%，服务业 PMI 下降 0.7 个百分点至 52.2%，综合 PMI 下降 0.2 个百分点至 53.1%。11 月 OECD 综合领先指标为 99.31，连续 7 个月回升。

分国别来看，各国经济复苏仍不同步。美国济复苏疲弱，联储预计加强资产购买指引；欧元区各国政府均启动疫情管控措施，制造业扩张放缓，服务业加剧收缩，欧央行大幅加码宽松；日本经济呈现复苏态势，政府出台新一轮经济刺激计划，但第四季度经济增长压力仍然很大；新兴经济体不均衡复苏，货币政策按兵不动。

美国：经济复苏疲弱，联储加强资产购买指引

美国食品药品监督管理局于 12 月 11 日批准美国辉瑞 (Pfizer) 和德国生物新技术公司 (BioNTech) 联合研发的新冠疫苗紧急使用授权申请，标志着国际社会在抗疫方面迈出了具有里程碑意义的一步。预计美国随后将开启史上最大规模疫苗接种活动，经济状况改善预期有所增强。

经济复苏疲弱。受疫情反弹、部分州出台新限制措施影响，美国经济面临较大下行压力，感恩节后单日新增病例和死亡人数屡破纪录，复苏速度趋缓。11 月美国 ISM、Markit 制造业 PMI 分别为 57.5%、56.7%，其中前者回落近 2 个百分点且不及预期，后者则创近 6 年来新高，两数据持续波动且走势分化，集中体现出疫情反弹、经济复苏不确定性较高的风险。11 月 ISM 非制造业、Markit 服务业 PMI 分别为 55.9%、58.4%，同样在荣枯线上出现分化趋势。**消费者信心意外改善。**12 月密歇根大学消费者信心指数为 81.4，超预期较前值出现好转，在疫苗研发利好频出，年底圣诞节等节假日气氛带动下，消费者对现状及未来发展展现出更乐观态度。**零售销售远不及预期。**10 月零售销售、核心零售销售环比分别增长 0.3%、0.2%，均不及预期，大幅低于前值的 1.9%、1.5%，为今年 5 月以来最低水平，受财政刺激僵局影响，经济复苏重要引擎渐失动力。**房地产市场价量齐升。**低利率、过剩流动性和消费者居住偏好改变推动房地产市场强劲发展。11 月 NAHB 房价指数录得 90，连续 7 个月抬升，

再创历史新高。10 月 NAR 季调后成屋销售环比增长 4.3%，新屋开工环比上涨 4.9%，均超预期。

劳动力市场改善超预期放缓。11 月季调后非农就业人口仅增加 24.5 万人，为预期值一半，处经济正常情况下水平，指标增幅连续 5 个月下滑。失业率虽回落 0.2 个百分点至 6.7%，根本原因是部分工人退出劳动力市场导致。平均时薪同比、环比分别增长 4.4%、0.3%。自新冠疫情以来，美国劳动力市场遭受严重冲击（失业人数远超 2008 年金融危机水平），虽然二季度起市场开始改善，但随三季度疫情恶化、感染率再创新高、员工重返工作岗位意愿偏低、裁员潮持续，劳动力市场复苏步伐与整体经济状况一致，均明显放缓。**消费者物价指数持平前值。**11 月 CPI、核心 CPI 分别同比上升 1.2%、1.6%，仅与前值持平，较预期高出 0.1 个百分点，与联储此前预定目标 2% 尚有较大差距，走势胶着显示出市场具有较强观望情绪。

11 月 FOMC 纪要显示加强资产购买指引。纪要包括三个要点：一是美国经济未完全复苏，近月改善步伐减慢；二是耐用品消费和住宅投资强劲增长，但服务消费支出增速明显慢于前两者；三是后续将增强资产购买指引，或提高购买速度、拉长购债平均期限和延长购买时限以降低长期收益率。主席鲍威尔在国会作证时也提及，在确保经济活动完全安全前，经济不太可能全面复苏，同时他还表示，由于疫苗接种时间、生产、分销以及群体间效力均存在不确定性，因此难以评估经济影响。与此同时，在联储多次交涉后，财政部终同意将其联合制定的四项紧急贷款计划（业票据融资工具 CPFF、货币市场共同基金流动性工具 MMLF、一级交易商信贷便利 PDCF 和薪资保护计划 PPP）延期 3 个月至明年一季度末，两大机构密切合作再次对抚平当前经济波动发挥重要作用。此外，联储于近期更新经济预测框架，相比旧版式而言，更新后的 SEP 图例增加了 FOMC 会议参会官员对实际 GDP、失业率、PCE 和核心 PCE 四个指标不确定性和风险的判断。据与会者回答“相对过去 20 年预测不确定性水平更高/更低”和“在预测中风险权重上行/下行”分布，显示所有参会者均认为当前实际 GDP 增速和失业率指标走势相对此前 20 年存在更高不确定性，有高达 75% 的参会者认为失业率还存在上行风险。

拜登正式赢得 2020 年美国大选。自 11 月 7 日拜登发表胜选演讲后，美国于当地时间 14 日迎来选举人团会议投票。投票结果显示，拜登获得 306 张选举人票（逾 270 张当选门槛），确认成为第 46 届美国总统。现

任总统特朗普获得 232 张选举人票，连任失败（为二战以来第 4 位连任失败的总统）。2021 年 1 月 6 日，国会两院将举行联席会议认证投票，并正式宣布总统选举结果。如顺利，拜登将于 1 月 20 日入主白宫。此前，虽然选举结果存在部分争议，但美国国土安全部、美国联邦总务署早已将拜登作为当选总统对待，中国、澳大利亚、英国、德国、日本等多国家已纷纷向其发去电贺，而拜登方面陆续公布了其内阁班底和要职提名人选。

欧洲：劳动力市场和通胀依然疲软，欧央行大幅加码宽松

制造业扩张放缓，服务业加剧收缩。欧元区 11 月制造业和服务业终值录得 53.8% 和 41.7%，双双好于预期，但仍低于上月水平。11 月欧元区生产端动能再度减弱，主要源于各国政府均启动了疫情管控措施以应对二次疫情。但本次生产端动能减弱程度远小于今年春季，显示出欧元区制造业需求依然较强。服务业 PMI 大幅回落，显示出本次疫情影响下的欧元区经济衰退主要由服务业主导，其中餐饮、旅游、娱乐等人群聚集性产业的所受击最大，对中小企业的的影响程度也不断加深，使艰难复苏的欧元区经济雪上加霜。**需求有所回升。**欧元区 10 月零售销售环比和同比分别增长 1.5% 和 4.3%，双双大幅好于预期和前值，主要得益于二次疫情出现后网上购物激增。**生产动能修复。**欧元区 10 月工业产出同比增长 -3.8%，降幅较上月显著收窄 2.5 个百分点，为 2020 年 3 月以来新高。

失业率仍处高位。欧元区 10 月失业率录得 8.4%，从 7 月 8.7% 的高点逐月下滑，但仍处于近两年较高水平。**通胀持续负增长。**受能源成本大幅下滑拖累，11 月欧元区 CPI 同比增长 -0.3%，降幅大于预期值 -0.2%，持平上月，连续三个月位于金融危机以来的历史低点，并连续四个月负增长。

欧央行大幅加码宽松。12 月 10 日，欧央行公布最新议息决议，维持存款利率 -0.5% 不变，再融资利率 0% 不变，边际借贷利率 0.25% 不变，但大幅加码宽松，会后欧元兑美元维持走强。具体来看，本次欧央行货币政策会议主要有以下三点信息值得关注。一是**增加紧急资产购买计划 (PEPP) 额度并延长期限。**本次会议将 PEPP 规模由此前的 1.35 万亿增加 5000 亿至 1.85 万亿，并将购债周期由此前的 2021 年 6 月延至 2022 年 3 月，将本息再投资周期由此前的 2022 年底延至 2023 年底。二是**追**

加长期再融资操作。为支持欧元区银行信贷扩张、确保银行得到稳定和低成本的资金，欧央行宣布将 TLTRO III 的利率优惠时间和抵押物放宽条款延长 12 个月至 2022 年 6 月，并在 2021 年下半年额外进行三次 TLTRO 投标，以保证有充足的银行信贷流向企业和家庭，支持实体经济复苏。同时，欧央行还将在 2021 年提供额外的 4 次非定向疫情紧急长期再融资操作（PELTRO）。**三是经济展望更趋悲观。**欧央行发布的最新预测数据显示，经济增长方面，预计欧元区 2020 年 GDP 将增长-7.3%，较 9 月预期的-8%上调 0.7 个百分点；2021 年 GDP 将增长 3.9%，较 9 月预期的 5%大幅下调 1.1 个百分点。通胀方面，预计欧元区 2020 年 CPI 同比增长 0.2%，较 9 月预期的 0.3%下调 0.1 个百分点；2021 年 CPI 同比增长 1%，持平 9 月预期。可以看出，欧央行对未来两年经济展望更趋悲观。

总体来看，本次欧央行大幅加码宽松符合市场预期，进一步向市场传递了其捍卫通胀目标的决心。由于当前海外疫情尚未得到有效控制，且新冠疫苗的具体推广计划尚未制定，欧元区经济不确定性依然很大，经济前景仍面临较大下行压力。

日本：经济持续复苏，出台新一轮经济刺激计划

当前，日本经济呈现复苏态势，但国内外疫情形势严峻导致对内消费刺激措施部分暂停，对欧美出口也将大幅减少，第四季度经济增长压力仍然很大。

制造业、服务业延续改善。11 月制造业 PMI 录得 49.0%，较上月上升 0.3 个百分点，为 2019 年 8 月以来最高，且已连续第 6 个月反弹；服务业 PMI 录得 47.8%，较上月上升 0.1 个百分点，连续第 3 个月反弹。**生产正在恢复。**10 月份，通用和产业用机械、汽车、电气和信息通信机械等产业继续回暖，拉动工矿业生产指数环比上升 3.8%。与去年同期相比，10 月工矿业生产指数下降 3.2%，降幅较上月大幅收窄 5.9 个百分点。**家庭消费增速年内首次转正。**10 月家庭月消费性支出实际同比增长 1.9%，为 13 个月来首次录得正值。11 月季调后消费者信心指数为 33.7%，较上月上升 0.1 个百分点，已连续 3 个月反弹。**进出口降幅持续收窄。**10 月份，受对华出口继续扩大等因素拉动，出口同比降幅从上月的 4.9%缩小至 0.2%，已接近去年同期水平；进口同比下降 13.3%，降幅较上月收窄 4.1 个百分点；由于进口降幅大于出口，当月贸易顺差增至 8729 亿日元。

通货紧缩压力进一步加大。10 月份，日本核心 CPI 同比下降 0.7%，降幅较上月扩大 0.4 个百分点，为 2011 年 3 月以来最大。若在核心 CPI 的基础上进一步扣除能源价格影响，10 月 CPI 同比下降 0.2%，较上月低 0.2 个百分点。**失业率上升，就业形势分化。**10 月份，季调后失业率为 3.1%，较上月上升 0.1 个百分点；完全失业人数经季节调整后环比增加 8 万至 214 万；派遣工、零工及小时工等非正式就业人数同比减少 85 万。尽管 10 月有效求人倍率较上月微升 0.01 至 1.04，但疫情在日本各地扩散程度不同加剧了就业形势的分化。在疫情严重的东京、大阪等地，有效求人倍率跌至 1 以下，出现求职难现象；而在疫情相对平稳的地区则出现招工难。

消费刺激措施部分暂停。为扶持遭受疫情打击的旅游业和餐饮业，今年 7 月日本政府推出“Go To Travel”和“Go To Eat”补贴计划，为消费者减半住宿费、提供餐饮优惠券。尽管补贴计划在刺激消费方面取得了一定成效，但也导致群聚性感染，引发了疫情蔓延。对此，日本政府宣布暂停以北海道札幌市和大阪府大阪市为目的地的旅行补贴政策，同时要求都道府县知事考虑停止发放餐饮优惠券，这必然会延缓消费恢复。

政府出台新一轮经济刺激计划。为缓解疫情反弹对经济的冲击，夯实经济复苏基础，日本政府推出年内第三次经济刺激计划，总规模为 73.6 万亿日元。其中，财政支出部分达 40 万亿日元。经济结构转型成为本次经济刺激计划的重中之重，与其相关的各种对策项目总规模为 51.7 万亿日元，约占计划总规模的七成。经济结构转型主要着眼于日本首相菅义伟力推的中长期增长战略，通过设立基金等一系列扶助手段引导和推动产业经济向零排放的绿色经济转型，同时推动日本经济向数字经济转型。

新兴经济体：经济不均衡复苏，货币政策按兵不动

主要新兴经济体不均衡复苏，货币政策按兵不动。增长方面，印度、巴西和南非景气均出现小幅回落、但继续维持在扩张区间，俄罗斯经济景气继续保持在收缩区间。通胀方面，除南非外，印度、巴西和俄罗斯通胀均已超目标上限。限于通货膨胀压力，各国货币政策均按兵不动。

印度经济继续恢复。景气小幅回落。11 月制造业 PMI 由 58.9% 降至 56.3%，服务业 PMI 由 54.1% 降至 53.7%，分别连续 4 个月和 2 个月在荣枯线以上。生产继续回暖。10 月工业生产指数同比增速提高至 3.6%，9 月以来增速首次由负转正。失业小幅回升。10 月失业率由 6.7% 上升至

7%。通胀继续上升。10 月 CPI 涨幅扩大至 7.6%，继续超出央行通胀目标上限。贸易逆差扩大。10 月出口同比下降 5.1%，9 月曾短暂转正；进口同比下降 11.5%，降幅持续收窄。

印度央行维持利率不变。12 月 4 日，印度央行连续第三次宣布将基准回购利率维持在 4% 不变。通胀率持续高于通胀目标区间上限且三季度经济萎缩幅度低于预期，缓解了央行通过降息刺激经济增长的压力。

巴西经济复苏失衡。景气小幅回落。11 月制造业 PMI 由 66.7% 降至 64%，服务业 PMI 由 52.3% 降至 50.9%，分别连续 6 个月和 3 个月位于荣枯线以上。生产有所放缓。10 月工业生产指数同比增长 0.3%，9 月首次转正、增长 3.7%。需求继续回暖。10 月零售业物量指数同比增速由 7.3% 提高至 8.3%，连续 5 个月正增长。失业继续攀升。9 月末失业率 6 月末的由 13.3% 上升至 14.6%，创历史最高值。通胀继续上升。11 月广义 CPI 同比增幅提高 0.4 个百分点至 4.3%，超过目标中值 4%。

巴西央行维持利率不变。12 月 9 日，巴西央行宣布维持 2% 的基准利率不变，符合市场预期。央行表示，随着通胀率持续上升，承诺长时间维持低利率的前瞻性指引将很快不再适用，但是经济仍然需要大量刺激。

俄罗斯复苏步伐放缓。经济景气低迷。11 月制造业 PMI 由 46.9% 降至 46.3%，服务业 PMI 由 46.9% 升至 48.2%，分别连续 3 个月和 2 个月处于荣枯线以下。生产放缓不稳。10 月工业生产指数同比下滑 5.9%，降幅较 9 月有所加大。需求逐渐回暖。10 月零售营业额指数同比下降 2.4%，降幅较 9 月有所收窄。失业率持稳。10 月失业率 6.3%，与上月持平。通胀继续上升。11 月 CPI 同比上升 4.4%，比上月提高 0.4 个百分点，高于目标中值。

预计央行按兵不动。俄罗斯央行下一次货币政策会议时间为 12 月 18 日，市场预期将保持 4.25% 的基准利率不变。央行表示，目前没有足够的空间降低利率，但如果情况发生重大变化，可能将基准利率降至 4% 以下。

南非经济缓慢复苏。经济景气回落。11 月制造业 PMI 由 63.4% 降至 58.7%，连续 4 个月在荣枯线以上。生产端和需求端逐步修复。11 月消费者信心指数升至 93.4，10 月零售销售（不变价）降幅收窄至 1.8%，10 月制造业生产指数降幅收窄至 3.4%。失业率上升。三季度失业率由 23.3%

回升至 30.8%，为 2008 年有数据以来最高水平。通胀上行。11 月 CPI 同比涨幅 3.2%，较上月回落 0.1 个百分点，低于目标中值 4.5%。

央行维持利率不变。11 月 19 日，南非央行宣布维持 3.5% 政策利率不变，符合市场预期。该国央行的预测模型显示，短期内不会进一步降低回购利率，并将在 2021 年下半年开始提高利率。

二、我国宏观经济形势分析

从 11 月数据来看，我国经济加速复苏。从供给端看，生产动能持续增强，工业增加值同比增速超预期再创新高。从需求端看，三驾马车动力均有增强，出口和投资回升力度超预期；就业市场向好，升级类商品销售快速增长；从物价看，CPI 与 PPI 进入“双通缩”；从金融环境看，社融触顶回落，中长期贷款稳增，结构优化；从金融市场看，人民币汇率延续升势，债券收益率高位震荡。

预计下一阶段我国经济仍将继续向好。从供给端看，在我国疫情防控良好、社会环境保持相对正常的背景下，内需将继续改善，消费、投资持续恢复，助推工业生产动能保持稳健。从需求端看，制造业企业利润回升带动投资增速逐渐加快；前三季度居民收入实际增速由负转正，叠加城镇调查失业率连续下降，将继续增强居民消费意愿和能力；新冠疫情发展、订单执行时滞、贸易关系粘性等因素，预计将支撑我国在全球贸易中的份额继续保持较高水平。

工业：生产动能持续增强，同比增速超预期再创新高

11 月工业增加值同比增长 7%，好于预期值 6.8%，较上月加快 0.1 个百分点，连续三个月保持高增并再度刷新 2019 年 3 月以来最高水平；环比增长 1.03%。1-11 月份规模以上工业增加值同比增长 2.3%，比 1-10 月加快 0.5 个百分点，连续四个月保持正增长且持续加快。

三大门类两升一降。制造业和公共事业增加值分别同比增长 7.7% 和 5.4%，增速较上月加快 0.2 和 1.4 个百分点，其中制造业创 2019 年 3 月以来新高，持续有力拉动工业生产。采矿业增长 2%，较上月放慢 1.5 个百分点。

医药制造业创新高，受出口影响较大的制造业普遍加快。随着欧洲和美国新冠肺炎病例持续高增，医药制造业生产动能持续增强，11 月行

业增加值同比增速较上月大幅加快 5.4 个百分点至 13.6%，创 2014 年 6 月以来新高。同时，受出口影响较大的制造业普遍加快。11 月份专用设备、铁路船舶、电气机械和电子设备制造业分别较上月加快 2.5、3.3、0.4 和 4.3 个百分点至 10.5%、2.6%、18% 和 9.3%，主要源于 11 月出口和出口交货值同比增速双双创新高，拉动制造业生产。

内外需共振带动工业生产动能保持强劲。内需方面，固定资产投资和消费增速持续回升，房地产开发投资在低库存、快周转的带动下仍然保持韧性，继续带动上下游产业加速生产；外需方面，出口连续六个月加速并创 2011 年以来同期最高，受海外感恩节叠加圣诞节假期需求激增拉动，11 月工业产品出口交货值由上月的 4.3% 大幅升至 9.1%，创 2018 年 10 月以来新高，显著拉动制造业生产。

企业库存压力缓解。1-10 月产成品存货同比增长 6.9%，较上月下降 1.3 个百分点，连续两个月回升后再次回落，创年内新低。同时，10 月产成品存货周转天数同比增加 1.5 天，较上月缩短 0.2 天，库存周转进一步加快。在内外需求双双修复的背景下，企业库存压力有所缓解，去化速度加快。从库存周期角度来看，目前正处于被动去库存和主动补库存之间。

图 1：工业增加值同比与环比增速

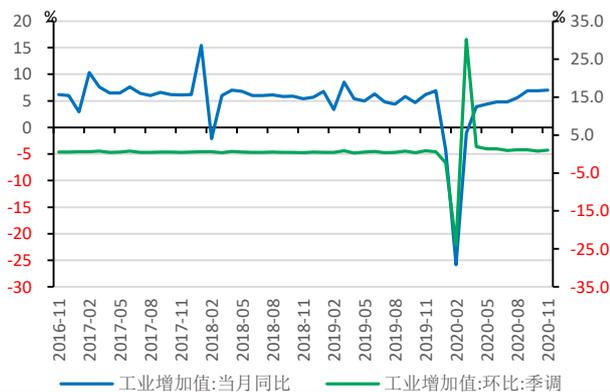
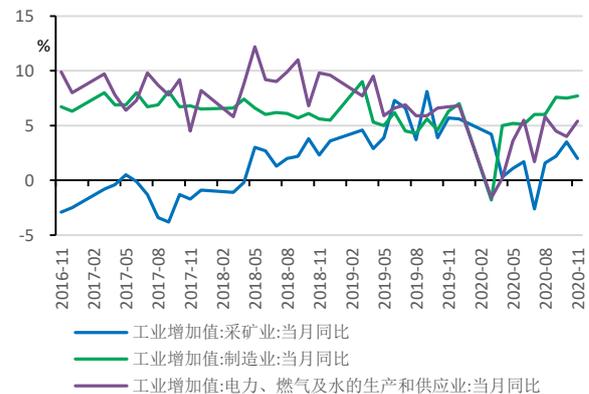


图 2：工业增加值分项同比增速



数据来源：WIND

展望年末，工业增加值有望继续保持高增。从生产端来看，考虑到去年 12 月工业增加值同比增速为年内次高点，存在一定高基数效应，叠加秋冬季节后环保限产政策趋严，可能对工业生产活动形成一定制约。从需求端来看，考虑到海外新冠肺炎病例持续高增、疫苗大规模使用仍需时间，叠加圣诞节日假期临近，出口高景气度有望延续，预计外需仍

将对工业生产特别是制造业产生强劲拉动。在我国疫情防控良好、社会环境保持相对正常的背景下，内需将继续改善，消费、投资持续恢复，助推工业生产动能保持稳健。总体来看，预计年末工业增加值有望继续保持高增。

投资：整体增速略超预期，民间投资首次转正

固定资产投资实现较强力度回升。1-11 月固定资产投资同比增长 2.6%，增速比 1-10 月份提高 0.8 个百分点，好于市场预期。经季节调整后，环比增长 2.8%。经回算，受去年低基数影响，11 月固定资产投资当月同比增速达到两位数，为今年以来最高增速。11 月以来，我国加快部署落实扩内需相关政策，抓好“六稳”工作、落实“六保”任务，积极扩大有效投资。中央及地方陆续发布十四五及二〇三五发展目标的建议，也有效激发了市场主体的投资信心。促进了投资增速进一步加快。

基建投资增速小幅回升。1-11 月基础设施投资增速同比增长 1.0%，比 1-10 月份加快 0.3 个百分点。经回算，10 月基础设施投资当月同比约增长 3.5%，较上月有所放缓。与制造业及房地产投资相比，基建投资临近年底不温不火：一是由于今年地方政府不设 GDP 目标，同时对地方政府的财政约束更加规范，疫情期间防疫与保民生支出也占用了一定财力；二是 11 月份地方债发行完成收官，仅发行了 1400 亿，在资金到位放缓；三是在整体市场环境向好的情况下，基建投资发挥压舱石作用的必要性不大，且地方政府也需要为十四五留力。

制造业降幅大幅收窄好于预期，但年内仍难转正。1-11 月制造业投资同比下降 3.5%，降幅比 1-10 月份收窄 1.8 个百分点。经回算，11 月制造业投资当月同比实现了两位数增长，且为连续第 3 个月加快，且自 8 月以来连续 4 个月回到正增长区间，表现十分强劲。但由于 1-7 月累计跌幅较大，到年底实现转正仍有困难。11 月工业生产保持较快增长，装备制造业和高技术制造业增势良好，制造业 PMI 各项数据回暖，规模以上工业增加值增速继续加快，出口数据强劲，下游需求恢复与盈利改善仍是制造业企业投资信心恢复的主要动力。

民间投资实现年内首次转正。民间投资 1-11 月同比增长 0.2%，为年内首次回归正增长，增速比 1-10 月回升 0.9 个百分点，比 2019 年同期回落 4.3 个百分点，低于全部投资增速 2.4 个百分点。1-11 月民间固定资产投资占全国固定资产投资（不含农户）的比重为 55.67%，较 1-10 月

小幅回落 0.03 个百分点，基本保持稳定。随着制造业企业利润回升以及投资增速加快，民间投资的信心恢复正在加快，增速将逐步提振。

图 3: 全部投资累计同比与民间投资累计同比

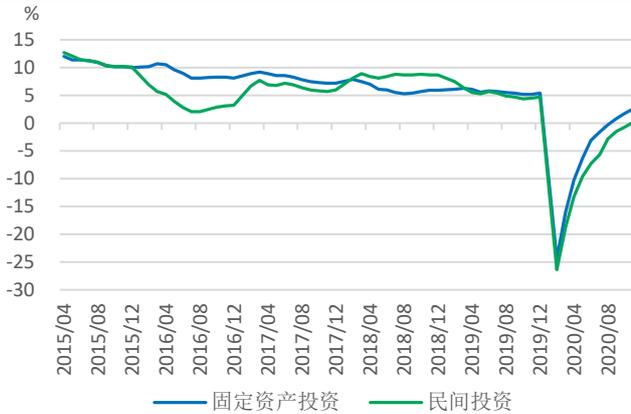
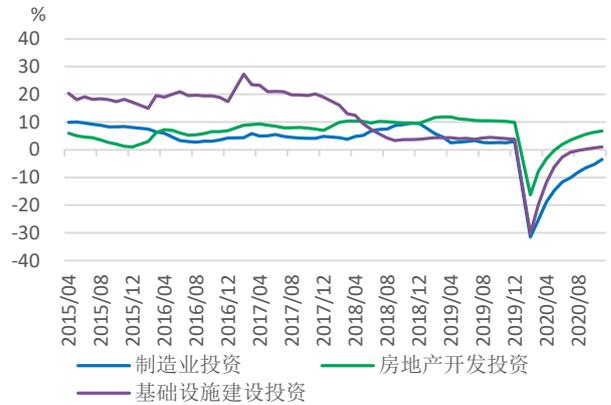


图 4: 固定资产投资分项数据



数据来源: WIND

房地产: 开发投资回升收窄, 房价略有回落

房地产开发投资维持回升, 增幅连续收窄。1-11 月房地产开发投资同比增长 6.8%, 较 1-10 月提高 0.5 个百分点, 增幅环比连续 5 个月收窄。11 月当月同比增长 10.9%, 较 10 月回落 0.8 个百分点。新开工仍慢于施工增速, 房企加速完工推盘力度不减。1-11 月新开工面积累计同比增速较 1-10 月提升 0.6 个百分点至 -2%, 当月同比回升 0.6 个百分点至 4.1%。1-11 月施工面积累计同比增速较 1-10 月提升 0.2 个百分点至 3.2%, 当月同比大幅回升 13.8 个百分点至 10.9%。虽然目前房企信用环境仍未明显改善, 但房地产投资仍是三大支柱中增速最稳定的。

整体市场成交热度延续, 不同城市有所分化。1-11 月商品房销售额累计同比增长 7.2%, 较 1-10 月提高 1.4 个百分点。1-11 月商品房销售面积累计同比增长 1.3%, 较 1-10 月提高 1.3 个百分点。单看 11 月, 销售额与销售面积同比分别增长 18.6% 和 12.1%, 较 10 月分别回落 5.3 和 3.2 个百分点, 环比仍均实现 8% 以上正增。从具体城市来看, 市场交易热度呈现一定分化。从库存来看, 1-11 月待售面积累计值同比增速已回落至 0.1%, 为年内低点, 待售面积已连续 3 个月低于 5 万平。交易的分化也直接体现在库存上, 部分热点城市房企加快供货节奏, 供求比回升较快, 如常州、宁波等城消化周期明显拉长。但在成交放量作用下, 武汉、合肥等城消化周期持续走低。

价格总体平稳，略有回落。28个城市新房价格环比下跌，较上月增加9个，23个城市二手房价格环比下跌，较上月减少4个。11月房价在10月拐点出现后继续平稳回落，市场正式进入高位缓降通道。大部分城市房价仍处于微涨区间，但下跌城市范围和幅度较前期有所扩大，上涨明显放缓，动能不足，呈现新房降温效应强于二手房的特征。除了受调控持续升级影响外，大部分房企抓紧年末供应，促销回款也是致使新房价格回调明显的主要原因。此外，土地市场明显升温，多地拍出地王，辐射效应带动下部分城市优质地块二手房出现较大涨幅，需引起监管部门注意。

土地成交缩量，地价结构性回升。1-11月房地产开发企业土地购置面积同比下降5.2%，降幅比1-10月扩大1.9个百分点。但土地成交价款增长16.1%，增速提高1.3个百分点，量价出现分化现象，这主要是受深圳、南通、合肥等热点城市高溢价优质地块成交占比较大的影响。此外，长沙、郑州、武汉、成都等城市土拍流拍率不断提升。根据克而瑞数据，重点监测城市平均流拍率环比已升至13.3%。年末是各城市优质地块推出的季节性高峰，当前房企资金环境依旧偏紧，拍地积极性偏冷，或将延续至年后。

房企资金到位稍有改善，自筹、按揭增速居前。11月房企到位资金同比增长6.6%，增速比1-10月提高1.1个百分点，自筹资金和个人按揭贷款增速居前。此外，房企债券融资走弱，高成本、短周期特征显现。根据贝壳研究院数据，1-11月房企境内债权融资较去年同期仅增0.8%，规模仅及去年全年的95.6%，预计全年房企债券规模增速将明显回落。同时，受境外债市低迷影响，11月单月境外发债规模也不及预期。

展望12月，因年底需求季节性走低，叠加“房住不炒”、信用收缩等调控措施，全国房地产开发投资增速将延续近几月增幅放缓的基本态势。各地房市在“因城施策”调控下，将呈现一定分化，核心一、二线城市房价在需求和资产配置优势支撑下表现更加突出，多数三、四线城市购买力瓶颈显露，疫情更是加剧市场下行压力。年底前，全国房价仍将延续涨多跌少的整体态势，增速继续放缓，维持低位盘整状态，以时间换取空间。

图 5：商品房销售额与销售面积累计同比

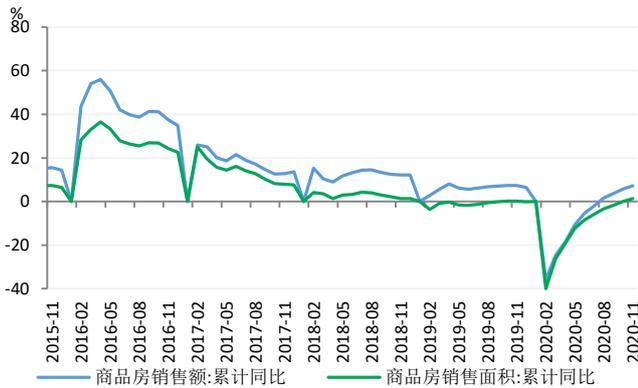
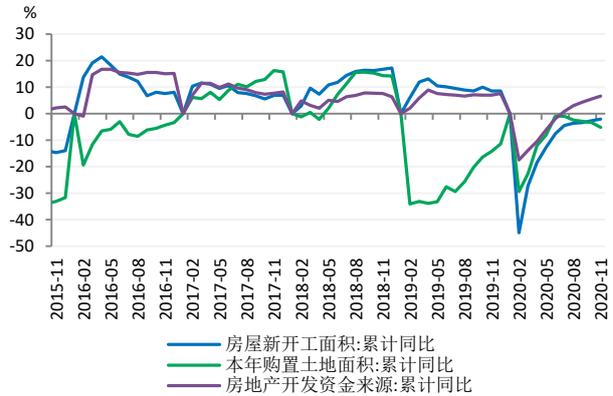


图 6：新开工、土地购置面积与资金来源累计同比



数据来源：WIND

消费：市场持续回暖，升级类商品销售快速增长

消费延续回升，增速不及预期。11月社会消费品零售总额同比增长5.0%，增速较上月加快0.7个百分点，略低于市场预期，但主要受物价回落的影响，11月CPI和RPI分别同比下降0.5%、1.1%，较上月回落1.0和0.8个百分点。此外，近期个别地区出现新冠病例，“外防输入、内防反弹”压制外出消费，餐饮收入增速再度转负，从上月的增长0.8%转为下降0.6%，也拖累消费增长。不过，若扣除价格因素，11月社会消费品零售总额实际增长6.2%，增速较上月加快1.6个百分点，较去年同期高1.3个百分点，表明消费实际恢复情况较好。

汽车销售保持强劲。11月限额以上汽车类商品零售额同比增长11.8%，略低于上月12.0%的增速，但已连续第5个月保持在11.0%以上的增长水平。若扣除汽车类商品，11月社会消费品零售总额同比增长4.2%，增速较上月加快0.6个百分点，连续第3个月正增长。

双十一购物节带动网上零售增长。1-11月份，全国网上零售总额同比增长11.5%，增速比1-10月份加快0.6个百分点；其中，实物商品网上零售额增长15.7%，占社会消费品零售总额的比重为25.0%，比1-10月高0.8个百分点。

升级类商品销售快速增长。11月份，限额以上通讯器材类、化妆品类、金银珠宝类商品同比分别增长43.6%、32.3%、24.8%，增速分别较上月加快35.5、14.0、8.1个百分点。

居住类商品消费部分好转。随着房地产销售回暖，促进家电更新消费政策发力，居住类商品零售额由降转升。11 月居住类商品零售额为 1404 亿元，高于上月 391 亿元。其中，家用电器和音像器材类、建筑及装潢材料类商品分别同比增长 5.1%、7.1%，增速较上月加快 2.4 和 2.9 个百分点；但家具类商品同比下降 2.2%，增速较上月回落 3.5 个百分点。

12 月消费市场将持续回升、平稳运行。其一，双十二购物节会继续带动居民消费增长。其二，由于目前宏观经济环境稳定，出口市场表现良好，因此对冬季出行的个性化选择带动购车热情相对较高，汽车消费有望继续保持在较高水平。其三，前三季度居民收入实际增速由负转正，叠加城镇调查失业率连续下降，增强居民消费意愿和能力。综合考虑，预计 12 月社会消费品零售总额同比增长 5.6% 左右。

图 7：名义消费与实际消费同比增速

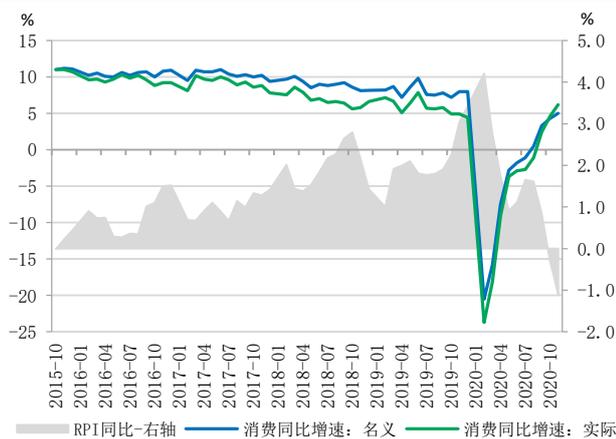
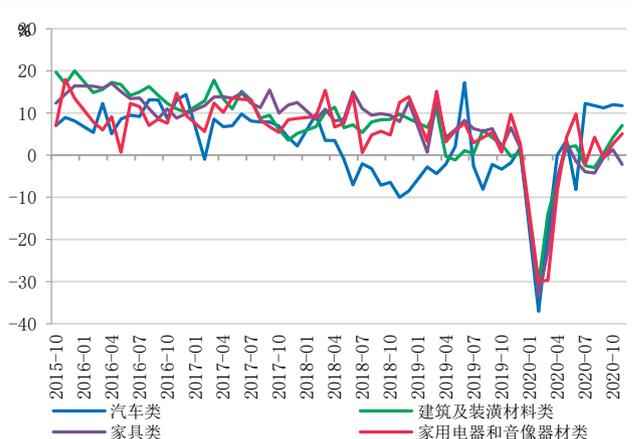


图 8：汽车与居住类商品消费同比增速



数据来源：WIND

外贸：出口大超预期，进口弱于预期，顺差规模创纪录

按美元计，11 月份我国进出口 4607.2 亿美元，同比增长 13.6%；其中，出口 2680.7 亿美元，同比增长 21.1%，前值为增长 11.4%；进口 1926.5 亿美元，同比增长 4.5%，前值为增长 4.7%；贸易顺差 754.3 亿美元，为有数据以来最高水平，去年同期 371.76 亿美元，前值 584.43 亿美元。

11 月出口同比增长 21.1%，大超预期。从先行指标看，出口形势确实持续好转。11 月，我国制造业 PMI 新出口订单指数进一步升至 51.5%，连续第三个月保持在荣枯线以上；出口集装箱运价指数（CCFI）同比上涨 39.8%，为 2010 年 8 月以来最高水平；韩国出口同比增长 4%，为全球贸易活动从低迷中复苏的最新迹象。

出口增速继续走高、并超市场预期的主要原因：一是疫情导致海外供需缺口加大。主要经济体需求持续修复，11月美国和欧洲制造业 PMI 均连续第五个月保持在荣枯线以上；同时，美国和欧洲近期新增确诊病例再次出现高峰，防控措施导致生产能力修复不及；二是抗疫物资出口。海外疫情仍在蔓延，与防疫有关的纺织品、医疗器械以及远程办公等出口支撑仍在；三是替代效应。新兴市场经济体在疫情影响下供给能力仍未修复，而我国产业链具有较强的完整性和稳定性，国际贸易份额进一步提高。

主要贸易伙伴方面，对美国和欧盟出口是主要拉动。对美国出口 519.8 亿美元，同比增长 46.1%，为年内最高值，前值 22.5%，拉动出口增速 7.4%，较上月提高 3.6%；对欧盟增速由负转正，拉动出口增速 1.3%，较上月提高 2.5%；对东盟出口拉动 1.6%，提高 0.5%；对日本出口拉动 0.3%，与上期持平；对韩国出口拉动 0.4%，提高 0.2%。重点出口商品方面，劳动密集型商品、汽车以及远程办公产品等是主要拉动力量。七大类劳动密集型商品总体增速由 18.8% 提高至 24.8%，对出口增速拉动由 3.6% 提高至 4.5%。自动数据处理设备出口增速 26.7% 提高至 34.3%，对出口拉动由 1.9% 提高至 2.4%；集成电路由 13.9% 提高至 26.4%，对出口拉动由 0.6% 提高至 1.1%；汽车（含底盘）及零配件出口增速由 27.5% 提高至 41.4%，对出口拉动由 0.7% 提高至 1%；手机出口增速由 -31.9% 转为 9%，对出口拉动由 -2.8% 转为 0.8%。此外，医疗仪器及器械出口增速由 30% 回升至 38.2%，但对出口拉动由 0.2% 回落至 0.1%。

11 月进口同比增长 4.5%，前值 4.7%，弱于市场预期。进口继续保持增长的主要原因：一是内需持续好转。下半年以来，消费和投资持续好转，显示内需正在加速复苏；二是大宗商品价格回升。CRB 综合指数 11 月均值 418.97，同比上涨 7.7%，同比涨幅持续回升；三是自美进口持续增加。下半年特别是 9 月以来，我国自美国进口增速大幅回升，连续数月保持高位。

进口增速弱于预期并非内需疲软，更多是外部因素：一是部分重点商品价格仍较大幅度低于去年同期，原油进口数量已基本持平去年同期，但进口金额同比下降超 30%；二是海外供应能力不足，疫情控制较差影响南美铜矿开采，9 月之后我国铜进口开始掉头向下；三是基数效应，去年同期进口额为全年次高点、近五年高点，一定程度上拖累进口增速。

主要贸易伙伴方面，贸易集中度进一步提升，自欧盟进口拉动下降。对于东盟、欧盟、日本、韩国、美国等主要贸易伙伴，进口额占比由 50.9% 提升至 52.7%，较去年同期增加额占比由 81.1% 提升至 108.7%。自美国进口对进口拉动 1.9%、较上月提高 0.1%，自东盟进口拉动 1.3%、提高 0.9%，自欧盟进口拉动 0.6%、下降 0.5%，自日本进口拉动 0.6%、提高 0.1%，自韩国进口拉动 0.5%、提高 0.4%。重点出口商品方面，原油进口仍是主要拖累，铁矿砂、集成电路、汽车及零配件和大豆拉动也有所下降。原油进口拖累进口增速 3.9%，较上月拖累进口 4.4% 有所下降，但仍是主要拖累因素。铁矿砂进口拉动进口增速 1.9%，较上月下降 0.5%；集成电路进口拉动 2.1%，下降 0.4%；汽车及零配件进口拉动 0.1%，下降 0.5%；大豆进口拉动 0.4%，下降 0.2%。

展望下一阶段，考虑到新冠疫情发展、订单执行时滞、贸易关系粘性等因素，预计将支撑我国在全球贸易中的份额继续保持较高水平；加之“双循环”新发展格局建设持续推进，“六稳”“六保”等稳增长政策措施深入实施，进出口有望继续保持良好发展势头。

图 9：中国月度出口总额和同比增速

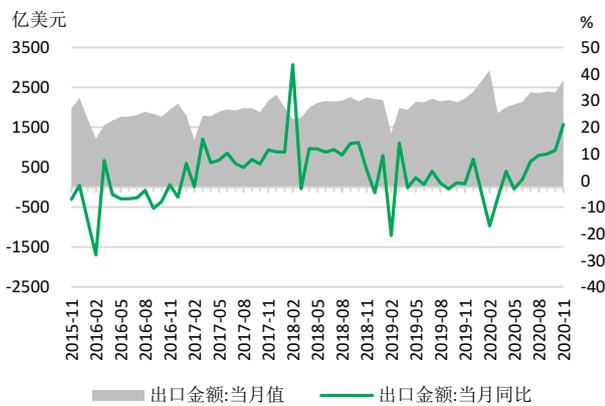
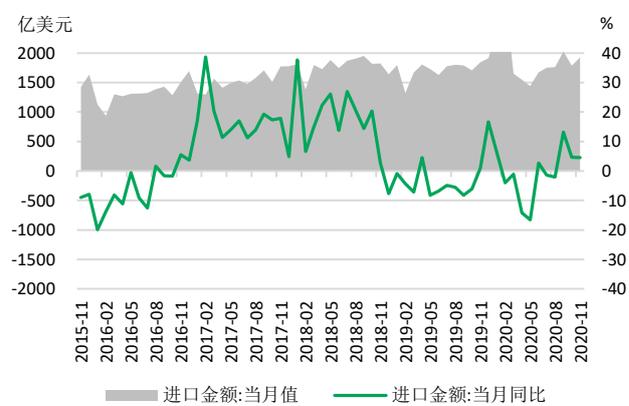


图 10：中国月度进口总额和同比增速



数据来源：WIND

通胀：CPI 与 PPI 进入“双通缩”

11 月 CPI 由上涨转为下降。11 月 CPI 同比下降 0.5%，增速较上月大幅回落 1 个百分点，环比下降 0.6%，不论是同比还是环比看均显著弱于市场预期。分项看，城市同比下降 0.4%，农村下降 0.8%；食品价格下降 2.0%，非食品价格下降 0.1%；消费品价格下降 1.0%，服务价格上涨 0.3%。1-11 月，全国居民消费价格比去年同期上涨 2.7%。

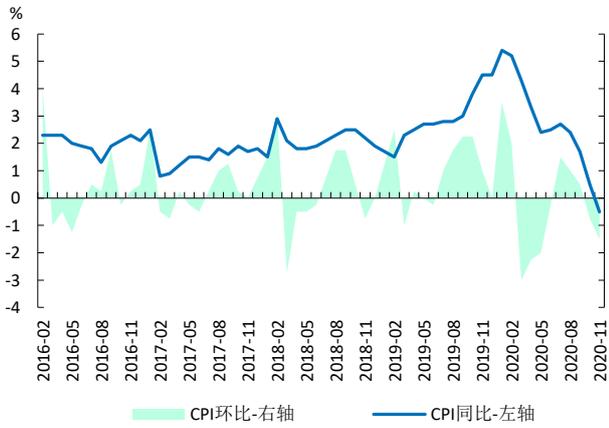
CPI 显著低于预期主要有三方面原因，一是食品价格跌幅要高于预期。11 月食品整体环比下跌-1.6%，是下半年以来的最大跌幅。从分项看猪肉、鲜菜、水产品、蛋类的跌幅最大。其中猪肉价格受到去年以来产能恢复的影响，供给开始回升，延续了 9 月以来的下跌趋势，11 月份虽然整体止跌，但相较 10 月价格仍跌去不少；鲜菜价格、水产品 and 鸡蛋则因天气晴好、休渔期结束等因素供给保障充沛。**二是非食品价格恢复弱于预期。**因疫情对经济影响的消退，9 月以来非食品价格有企稳回升趋势，但 11 月却出现意外回落，由上月环比上涨 0.1% 转为下降 0.1%，仔细看分项，可以发现主要是能源价格、文教娱乐和居住类价格环比出现下跌，其中能源价格尽管国际油价已经开始回升，但我国的成品油调价机制存在一定滞后性；文教娱乐在 9、10 月开学季及节日密集期过后，通常都会回落，但本月跌幅还是略超往年水平，主要是旅游价格大幅下跌所致；居住价格中主要是房屋租金仍在下跌。**三是去年的高基数影响。**去年 11 月 CPI 受猪肉价格影响环比上涨 0.4%，推升了基数，对今年同月的同比增速有一定拖累作用。

PPI 价格同比下降 1.5%，环比上涨 0.5%，基本符合预期。11 月国际大宗商品价格显著回升，受新冠疫苗研发进展顺利消息提振，全球主要能源、金属等资源期货价格均明显上涨。国内工业领域需求继续复苏，偶发性疫情对供给端冲击较小，煤炭、钢材等主要工业品价格有所回升。11 月制造业 PMI 表现强势，生产、新订单、新出口订单指数均有所回升，PMI 出厂价格指数由上月的 53.2% 大幅回升至本月的 56.5%。因此 PPI 的回暖符合预期。

从整体来看，尽管当前出现了 **CPI 和 PPI 双通缩**的较为罕见情况，但整体通胀水平并不如想象的悲观。首先核心 CPI 同比上涨 0.5%，与上月持平，基本保持稳定；其二，通信设备、交通工具价格环比回升，且幅度不小，耐用消费品的回升反映出长期需求企稳；其三，PPI 虽然同比仍在通缩，但环比回升力度不小，随着 12 月国际大宗商品价格的回升，后期通缩幅度有望继续缩小，工业企业景气度和盈利能力表良好；其四，预计 CPI 的通缩不会持续较长时间，12 月食品价格已出现明显回升，CPI 有可能再次转正，明年 1、2 月虽有较大概率负增长，但 3 月份后将逐步回升脱离通缩。综上所述，在其他宏观指标向好的大环境下，货币政策方面仍可保持定力，在保持稳健的基础上灵活适度，近期周小川行长撰

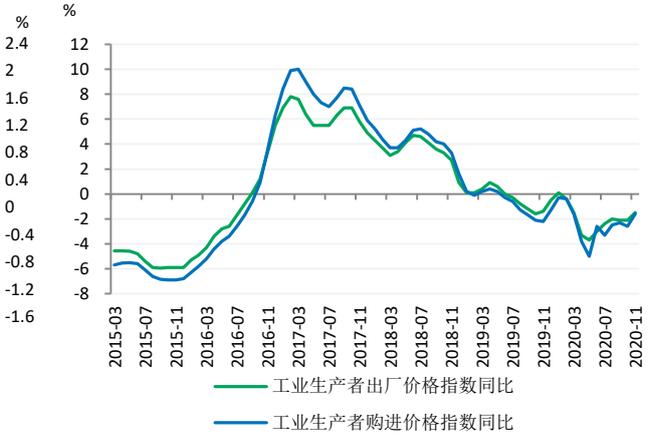
文提出应拓展通胀的概念与度量，探讨了通胀的低估问题，也暗示不应像发达国家那样锚定低通胀放任宽松货币推升资产价格。

图 11：居民消费价格指数同比与环比



数据来源：CEIC

图 12：生产者购进和出厂价格指数



数据来源：CEIC

金融：社融触顶回落，中长期贷款稳增，结构优化

人民币信贷结构稳步改善，同比小幅多增。11 月人民币贷款新增 1.43 万亿元，同比多增 400 亿元，略高于上月。贷款余额同比增长 12.8%，较上月低 0.1 个百分点，连续两个月出现回落，但仍较去年同期高 0.4 个百分点。新增信贷短期贷款、中长期贷款、票据融资三大分项均实现正增长，分别增加 4024、804 和 10936 亿元。信贷结构延续前期特征，中长期贷款占主导地位，占比处 76.5% 的相对高位。

实体经济融资需求支撑中长期企业贷款稳增，结构进一步优化，票据融资初现好转。11 月企业部门新增贷款 7812 亿元，同比多增 1018 亿元。其中，企业中长期贷款新增 5887 亿元，同比多增 1681 亿元。在连续 9 个月实现同比正增的同时，增幅有所回落，但表现仍好于企业短期贷款和票据融资，表明实体企业融资需求仍较旺盛。企业票据融资新增 804 亿元，在连续 5 个月负增后实现单月新增转正，重回扩张区间，同比多增 180 亿元。此外，企业短期贷款新增 734 亿元，同比少增 909 亿元。

居民部门扭转弱势表现，消费反弹支撑短期贷款明显改善，中长期贷款边际放缓。11 月居民部门新增贷款 7534 亿元，同比多增 703 亿元。受双十一消费强力支撑，居民短期贷款一改 10 月疲软表现，强力反弹，新增达 2486 亿元，创历史同期新高，同比多增 703 亿元。居民中长期贷

款新增 5049 亿元，同比多增 360 亿元，较前期千亿规模明显回落，主要是受商业银行压房贷、调结构所致。

新增社融触顶回落，拐点或现。11 月新增社融 2.13 万亿元，同比多增 0.14 万亿元，环比多增 0.7 万亿元，除信贷外的其他分项均有不同程度回落。社融存量规模达 283.25 万亿，同比增速较 10 月下降 0.1 个百分点至 13.6%，年内首次出现回调，触顶回落，拐点已现。

政府债券继续推动社融增速进一步上行。11 月政府债券新增融资 4000 亿元，虽同比多增 2284 亿元，但规模已连续 3 个月出现下降。值得说明的是，政府债券多增规模超过社融整体多增规模，是疫后社融稳增长最大支撑，也可看出非政府融资支撑相对乏力。年底前，政府债还剩一定额度，约 3000 亿元，如顺利发行仍对社融增速提供支撑。

企业债权融资成社融最大拖累项，股票融资韧性较强。11 月企业债券融资新增 862 亿元，同比少增 2468 亿元，为 2018 年以来最大少增。因信用债违约事件，市场风险偏好明显降低，一级市场发行受阻，预计一段时间内企业债融资将保持低位运行。此外，企业股票新增融资 771 亿元，同比多增 247 亿元，规模较前期小幅回落，表现出一定韧性。

表外融资规模持续压降，收缩力度不减。11 月表外融资负增 2044 亿元，同比少增 981 亿元。其中，委托贷款负增 31 亿元，信托贷款负增 1387 亿元，未贴现承兑汇票负增 626 亿元。在监管压降信托融资规模，信托融资收缩规模创近两年新高，12 月份降幅或将进一步扩大。

M1、M2 增速双回升，两者剪刀差继续收窄。在信贷派生和财政支出双重支撑下，11 月末 M2 同比增长 10.7%，较 10 月末提升 0.2 个百分点，增长态势趋稳。M1 同比增长 10.0%，较 10 月末提高 0.9 个百分点，连续 5 个月上行，存款活化支撑企业资产负债表持续扩张。M1 与 M2 之间剪刀差也进一步收窄，表明企业经营、扩产、投资活动提速，实体经济修复改善迹象明显。此外，在信用债风险影响下，央行加大公开市场净投放力度也是货币回升的原因之一。

展望下阶段，今年宽松货币政策下信用加速扩张基本见顶，随着国内经济持续复苏，货币政策逐渐回归常态化，逆周期货币政策工具退出，紧货币将传导至信用端，信贷供给扩张幅度减弱，社融、信贷等金融数据后续将继续回落。特别在政府债券发行回归常态和高基数效应的叠加

作用下,明年上半年社融增速将会明显下滑,全年增速预计为 10%左右,与名义国内生产总值增速基本吻合。

图 13: 社会融资总量与新增人民币贷款

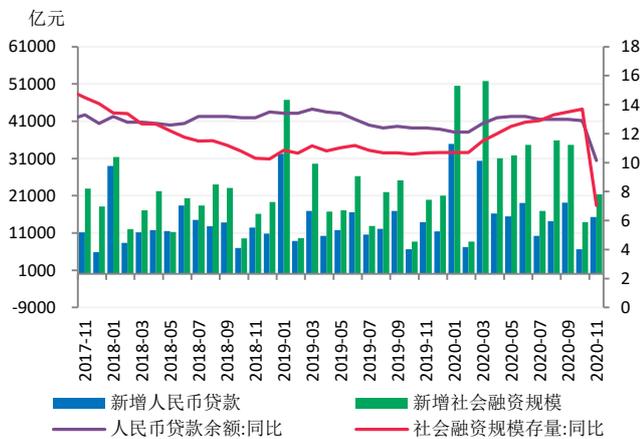


图 14: M1 与 M2 余额同比增速



数据来源: WIND

市场: 人民币汇率延续升势, 债券收益率前高后低

11 月 16 日至 12 月 15 日期间, 人民币兑美元汇率中间价由 6.6285 升至 6.5361, 在岸即期汇率由 6.6144 升至 6.5367, 分别升值 924bp、777bp。

11 月以来, 市场供需两旺, 国民经济延续稳定恢复态势, 基本面支撑下人民币汇率延续升值态势。北半球进入冬季后, 新冠疫情在欧美多国二次扩散, 全球经济复苏步履维艰。中国作为主要经济体中率先走出疫情影响的国家, 国内经济增长动力强劲, 人民币汇率在基本面支撑下, 延续升值态势, 且稳定性逐渐增强。

预计人民币汇率将以双向波动为主。一是美元指数低位盘整, 人民币汇率外部压力较轻。11 月中旬起, 美元指数在新冠疫苗取得进展、财政刺激计划向前推进和美联储延续量化宽松预期的联合作用下, 已跌至 90 附近的历史低位。虽在全球新冠肺炎病例激增和英国无协议脱欧导致的避险需求推动下, 美元指数数次反弹, 整体仍保持低位盘整。二是中美无风险利差保持高位叠加人民币汇率升值预期, 海外资本大幅加仓人民币债券。中央结算公司发布的 11 月债券托管量最新数据显示, 当月境外机构的人民币债券托管面额达到 27663.36 亿元, 环比增加 836.6 亿元, 同比涨幅达到 47.88%, 实现连续 24 个月增持。三是基本面看, 人民币汇率有稳定支撑。中国率先摆脱疫情的冲击, 经济、贸易迅速复苏, 在

全球表现一枝独秀，经济具有较强的韧性。下一步中国经济将保持稳步复苏，为人民币继续提供稳健的基本面支撑。

预计短期内人民币汇率仍将以小幅震荡为主，波动中枢围绕 6.55 震荡。美国总统换届交接临近，且海外疫情和疫苗进展仍有不确定性，美元指数有反弹动能。但美联储量化宽松背景下，美元指数大概率将维持低位盘整。我国经济基本面良好、出口增速较快以及境外主体持续增持人民币资产升值等因素的支撑下，人民币汇率近期仍有升值预期。预计 12 月末人民币兑美元即期汇率收于 6.55 左右。

债市收益率高位震荡。11 月 16 日至 11 月 27 日，11 月公布经济数据显示宏观经济供需两端保持良好修复态势，但中旬信用违约事件引发市场忧虑，债市收益率普遍上行。截至 11 月 27 日，1、5、10 年期中债国债收益率收于 2.91%、3.15%、3.30%；1、5、10 年期 AA 级中债企业债收益率收于 4.07%、4.71 %、5.12%。11 月 27 日至 12 月 14 日，监管部门表态严惩“逃废债”，同时央行对市场积极呵护，加强公开市场投放力度，11 月 30 日首次在非月中时点进行了 MLF 操作，债券市场利率整体下行。期间 1、5、10 年期中债国债分别下行 8.59bp、2.62bp、1.49bp；1、5、10 年期 AA 级中债企业债分别下行 13.17bp、3.04bp、10.99bp。

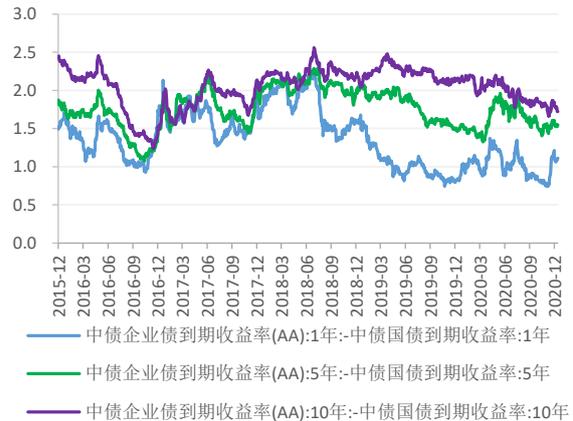
信用利差先走阔后收窄。11 月 16 日至 11 月 30 日，受信用债违约事件影响，债市收益率普遍上行，信用债收益率上行更快，信用利差走阔。11 月 27 日至 12 月 14 日，随着监管部门一系列表态，市场信心逐渐修复，债市收益率下行，信用利差逐渐收窄。

预计 2021 债市收益率仍将以阶段性机会为主。在我国经济持续复苏大背景下，宏观政策已逐渐正常化。但监管层多次强调“货币政策坚持稳健取向不变，维护正常货币政策空间”，意味着短期内货币政策大幅收紧的可能性亦不大，预计 2021 年债市收益率将延续震荡调整，难有趋势性行情，仍有阶段性机会。

图 15: 人民币对美元汇率走势



图 16: AA 企业债与同期国债利差走势



数据来源: WIND

三、政策展望与建议

宏观政策展望

从 11 月数据来看，主要经济指标高位增长，工业服务业继续回升，投资消费不断改善，就业物价总体平稳，基本民生保障有力，国民经济持续稳定恢复。这种趋势有望延伸至明年上半年。展望 2021 年，预计积极财政政策取向不变，但力度会有所减弱；货币政策将转向稳健中性，协调推进结构调整和风险防范。

财政政策积极力度会有所减弱。一是适度下调赤字规模和赤字率。主要是随着疫情和经济好转，财政增收有基础，大规模财政刺激的必要性下降，同时也为宏观调控留下更多政策空间。预计财政赤字率将重回 3% 左右水平。二是通过推进税费改革，实行结构性减税。结合改革和优化税制，实行结构性减税，重点减轻制造业、小微企业和居民税收负担，扩大企业投资，增强居民消费能力。预计 2021 年将减轻企业和居民负担约 2 万亿元。三是适度扩大支出规模，进一步优化财政支出结构，更加注重和保障民生。中央对地方均衡性转移支付增长 12% 左右，以增强地方特别是中西部地区财力；统筹财力配置，把更多的财政资源用于保障民生重点领域发展，基建投资增长的优先级将偏弱；坚持政府过紧日子，严控公用经费等一般性支出，降低行政成本；改进完善直达机制，同时加强直达资金管理，着力提升管理的科学性、规范性和有效性。四是积极扩大有效投资，重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设。2020 年专项债发行规模大幅增加，导致未来还款压力较大，

2021 年地方专项债额度也将有所减少。考虑到经济稳步恢复需要，专项债额度可能依然维持在 3 万亿元以上水平。

货币政策将继续保持稳健中性，注重防风险和降宏观杠杆。一是政策基调维持中性。11 月底的《货币政策执行报告》中，央行重提“把好货币供应总闸门”和“保持宏观杠杆率基本稳定”，预示着明年的整体基调将转向中性。预计 2021 年央行将继续通过 OMO 和 MLF 等常规工具保持狭义流动性的合理充裕，通过政策引导和监管加强避免广义流动性过快增长和杠杆率过快攀升，实现货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配，保持正常的、向上倾斜的收益率曲线，为经济主体提供正向激励。二是继续推动结构调整。在维持政策中性的前提下，央行会继续致力于推动经济结构调整，通过创新和完善结构性货币政策工具体系，精准设计激励相容机制，引导金融机构加大对符合新发展理念相关领域的支持力度，持续增加小微企业首贷、信用贷、无还本续贷，以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求，确保新增融资重点流向制造业、中小微企业，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。三是做好风险防范。预计央行会继续按照宏观审慎管理要求，严防资金违规流入房地产和金融市场，防止汇率的异常波动和杠杆率的过快提升，在继续加大对实体经济的支持力度的同时避免金融乱象和金融风险升温，守住不发生系统性金融风险的底线，实现稳增长和防风险的长期均衡。

宏观政策建议

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。在艰苦而又圆满地完成各项经济任务之后，明年经济工作的重心将放在构建新发展格局上。为确保下一阶段经济实现高质量发展以及加快形成“双循环”发展新格局，我们建议做好以下四个方面的工作。

一是深化供给侧结构性改革的同时注重需求侧改革。中央在 12 月政治局会议中首次提出“需求侧改革”，与以往稳增长导向的“需求管理”相比，这一提法无疑蕴含了更多的改革意味。事实上，要形成“双循环”新格局，扩大内需应该是战略基点，但我国前几轮扩大内需之所以效果不彰，很大原因就在于仍然存在着不少堵点和短板，使生产、分配、流通、消费各环节难以贯通。我们建议，一方面，要增强消费对经济发展的基础性作用，通过深化收入分配制度、社会保障制度等方面的改革，

促进消费潜力释放；另一方面，要发挥投资对优化供给结构的关键作用，通过拓展投资空间、优化投资结构、推动设备更新和技术改造、推进重大项目建设等方式，更好地激发有效投资活力。通过同时加大供需两侧的改革力度，形成“需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡”。

二是增强产业链供应链自主可控能力。近两年来，由于遇到西方国家的制裁，我国诸多关键技术面临着“卡脖子”问题，痛感强烈。而在疫情冲击之下，原本顺畅运行的产业链供应链出现停摆，一些发达国家借此打算重构产业链供应链，使其更粗、更短、更安全，以减少对中国的依赖。对此，我们既要拉长长板，拉紧国际产业链对我国的依存关系，形成对外方人为断供的强有力反制和威慑能力，又要补齐短板，在关键时刻可以做到自我循环，确保在极端情况下经济正常运转。对此，建议我国强化顶层设计，做好产业发展的系统部署与协同发展，优化产业链供应链，确保自主可控。

三是加快传统金融转型升级，服务实体经济高质量发展。我们建议，未来 5-10 年内，现有传统商业银行都需要“植入金融科技公司的基因”，实现升维式转型，打造数字化、场景化平台，构建“金融+生活”跨界经营为特点的全新经营范式，形成与金融科技公司之间的新型竞争格局，从而更好地服务实体经济，提升企业、民众对金融服务的满意度。

四是抓好各种存量风险化解和增量风险防范。近期在永煤违约事件发生之后，监管层对于各类金融风险更为警惕。银保监会郭树清主席在《完善现代金融监管体系》中指出了现阶段的一系列风险隐患，如房地产“灰犀牛”、高风险影子银行死灰复燃、银行业不良资产反弹、一些中小金融机构资本缺口加速暴露等。央行三季度《货币政策执行报告》除了强调“把好货币供应总闸门”和“保持宏观杠杆率基本稳定”外，还要求“稳妥推进各项风险化解任务，坚决不让局部风险发展成系统性风险、区域性风险演化为全国性风险”。建议中央尽快补齐监管短板，提升监管力度，既抓存量风险化解又抓增量风险防范，把握稳增长和防风险的动态平衡。

主要宏观经济及金融数据一览表

年-月份	20-1	20-2	20-3	20-4	20-5	20-6	20-7	20-8	20-9	20-10	20-11
国内生产总值当季											
GDP 同比增长, %			-6.8			3.2			4.9		
工业生产 当月											
增加值 同比增长, %	-4.3	-25.9	-1.1	3.9	4.4	4.8	4.8	5.6	6.9	6.9	7.0
消费 当月											
社会消费品 同比增长, %		-20.5	-15.8	-7.5	-2.8	-1.8	-1.1	0.5	3.3	4.3	5.0
固定资产投资自年初累计											
总额 同比增长, %		-24.5	-16.1	-10.3	-6.3	-3.1	-1.6	-0.3	0.8	1.8	2.6
房地产开发 同比增长, %		-16.3	-7.7	-3.3	-0.3	1.9	3.4	4.6	5.6	6.3	6.8
外贸 按美元, 当月											
进出口 同比增长, %		-11.0	-4.1	-5.1	-9.2	1.5	3.4	4.2	11.4	8.4	13.6
出口 同比增长, %		-17.1	-6.6	3.4	-3.2	0.5	7.2	9.5	9.9	11.4	21.1
进口 同比增长, %		-4.0	-1.1	-14.2	-16.6	2.7	-1.4	-2.1	13.2	4.7	4.5
贸易差额 美元, 亿		-69.2	200.6	452.0	630.3	464.2	623.3	589.3	370	584.4	754.3
通货膨胀 当月											
CPI 同比增长, %	5.4	5.2	4.3	3.3	2.4	2.5	2.7	2.4	1.7	0.5	-0.5
PPI 同比增长, %	0.1	-0.4	-1.5	-3.1	-3.7	-3.0	-2.4	-2.0	-2.1	-2.1	-1.5
社融及货币信贷											
社融规模 人民币, 万亿	5.1	0.9	5.2	3.1	3.2	3.5	1.7	3.6	3.5	1.4	2.1
新增信贷 人民币, 万亿	3.3	0.9	2.9	1.7	1.5	1.8	1.0	1.3	1.9	0.7	1.4
社融存量 同比增长, %	10.7	10.7	11.5	12.0	12.5	12.8	12.9	13.3	13.5	13.7	13.6
13.6M1 同比增长, %	0.0	4.8	5.0	5.5	6.8	6.5	6.9	8.0	8.1	9.1	10
M2 同比增长, %	8.4	8.8	10.1	11.1	11.1	11.1	10.7	10.4	10.9	10.5	10.7

声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息, 所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况, 相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归民生银行研究院(民银智库)所有, 任何对报告内容进行的复制、转载, 均需注明来源, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用, 所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议, 欢迎发送邮件至: wangjingwen2@cmbc.com.cn

欢迎扫描二维码关注民生银行研究院公众账号“民银智库”(见右图)

