

民银智库研究

2021年第2期

总第158期

中国民生银行研究院

2021年1月19日

经济超预期收官 绸缪“十四五”开局

——2020年宏观经济分析及2021年一季度展望

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.cn

孙莹

sunying16@cmbc.com.cn

张雨陶

zhangyutao@cmbc.com.cn

袁雅程

yuanyacheng@cmbc.com.cn

伊楠

yinan@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 2020 年四季度复苏势头有所减弱。**受疫情进一步蔓延和防控措施收紧拖累，全球经济复苏势头略有减弱。美国经济改善步伐放缓，美联储继续维持零利率和每月 1200 亿 QE 规模；欧元区经济复苏受疫情拖累，英国脱欧贸易协定达成，欧央行认为有必要加大宽松、英央行按兵不动；日本经济缓慢复苏，货币政策宽松力度保持不变；新兴市场经济复苏分化明显，宽松货币政策继续暂缓降息。展望 2021 年一季度，全球经济增长将继续回升，宽松货币政策继续托底。
- **我国经济 2020 年四季度圆满收官，延续逐季回升态势。**四季度 GDP 同比增长 6.5%，全年同比增长 2.3%，均超市场预期，成为全球唯一实现增长的主要国家。**12 月主要经济指标稳中向好：**一是工业增加值增速继续攀升，12 月同比增速创 2019 年 3 月以来新高；二是固定资产投资保持持续复苏态势，制造业投资复苏动力强劲；三是社会消费品零售总额小幅回落，但非汽车类消费继续回升；四是出口增速保持高位，进口增速小幅回升，贸易顺差创历史新高；五是 CPI 重回正区间，PPI 即将脱离通缩；六是信贷稳中放缓，但结构持续优化，社融低于预期，拐点进一步确认。
- **2021 年一季度经济向好动能继续积聚。**从供给端看，工业生产将保持高位，服务业有望持续回升；从需求端看，投资、消费和进出口均呈现“环比回落，同比高增”走势；从物价看，一季度 CPI 或将陷入负增长，PPI 有望走出通缩；从金融数据看，信贷结构继续优化，社融增速继续回落，人民币汇率升幅收窄，债券市场延续调整。
- **政策展望及建议。**2021 年是“十四五”开局之年和建党 100 周年，政策将致力于推动经济持续恢复和高质量发展。预计货币政策将灵活精准、合理适度，财政政策将提质增效、更可持续。此外，我们建议：一是巩固好疫情防控和经济社会发展成果；二是协调好供给侧结构性改革和需求侧改革；三是统筹好产业链供应链锻长板和补短板工作；四是解决好北方和南方经济差距扩大问题；五是处理好恢复经济和防范风险关系。

目 录

一、全球宏观经济形势分析	1
(一) 2020 年四季度回顾	1
1. 美国：经济改善步伐放缓，联储维持宽松基调	1
2. 欧洲：疫情拖累经济复苏，英国脱欧贸易协定达成	3
3. 日本：经济缓慢复苏，货币政策宽松力度保持不变	6
4. 新兴经济体：复苏分化明显，宽松继续暂缓	8
(二) 2021 年一季度展望	10
1. 美国：拜登新政推出，经济延续修复	10
2. 欧洲：经济复苏缓慢，短期难见起色	11
3. 日本：经济或将大幅下滑，央行优化政策框架	12
4. 新兴经济体：经济持续复苏，疫情风险仍大	13
二、我国宏观经济形势分析	14
(一) 2020 年四季度回顾	14
1. GDP：疫情难阻增长，全球一枝独秀	14
2. 供给端：工业生产迭创新高，服务业修复逐步加快	16
3. 需求端：投资年末反弹，消费保持平稳，贸易明显改善	17
4. 通胀形势：CPI 重回正区间，PPI 即将脱离通缩	22
5. 金融环境：信贷稳中放缓结构优化，社融拐点进一步明确	24
6. 金融市场：人民币汇率延续升势，债券市场收益率震荡回落	26
(二) 2021 年一季度展望	27
1. 供给端：工业生产保持高位，服务业持续回升	27
2. 需求端：低基数推动三驾马车同比高增	29
3. 通胀形势：CPI 保持较低水平，PPI 有望走出通缩	31
4. 金融环境：信贷结构持续优化，社融冲高回落	32

5. 金融市场：人民币汇率升幅收窄，债券市场延续调整	33
三、政策回顾与展望	34
（一）2020 年四季度政策回顾	34
1. 货币政策：维持稳健基调	34
2. 财政政策：更加积极有为	35
（二）2021 年一季度政策展望	36
1. 货币政策展望：灵活精准、合理适度	36
2. 财政政策展望：提质增效、更可持续	36
（三）政策建议	37
主要宏观经济及金融数据一览表	40

一、全球宏观经济形势分析

（一）2020 年四季度回顾

全球经济复苏势头有所减弱。四季度以来，尽管全球疫情仍在加速蔓延，一些国家重新收紧防控措施，经济复苏势头有所减弱。2020 年 12 月摩根大通全球制造业 PMI 为 53.8%，持平于上月，连续六个月位于扩张区间；服务业 PMI 下降 0.4 个百分点至 51.8%；综合 PMI 下降 0.4 个百分点至 52.7%。主要经济体经济边际好转，OECD 综合领先指标 12 月为 99.58，连续八个月上升。

分国别来看，美国经济改善步伐放缓，美联储维持近零利率；欧元区疫情拖累经济复苏，英国脱欧贸易协定达成，欧央行认为有必要扩大宽松力度，英央行按兵不动；日本经济缓慢复苏，货币政策宽松力度保持不变；新兴市场经济复苏分化明显，继续维持宽松政策。

1. 美国：经济改善步伐放缓，联储维持宽松基调

美国经济改善步伐放缓。美国 2020 年三季度实际 GDP 年化季环比终值 33.4%，较二季度大幅回升 64.8 个百分点，创 1947 年统计以来最高水平。从四季度情况看，受第三波疫情和各州重新封锁影响，零售销售表现低迷，劳动力市场改善步伐放缓，经济增长动能减弱。但年末疫苗和财政刺激均出现利好，经济状况改善预期有所增强，疫情防控下整体经济活动继续反弹。从全年表现来看，2020 年经济总体将呈现“V 型”复苏。

制造业景气度稳中有升。四季度景气度指数继续保持在荣枯线以上，制造业投资乐观情绪稳中有升。其中 Markit 制造业 PMI 于 12 月达 57.1%，创近六年来新高，同期 ISM 制造业 PMI 录得 60.7%，为近两年半来峰值。防疫引起非制造业景气度小幅下滑，12 月 Markit 服务业 PMI 为 54.8%，从近五年半高位回落，但同期 ISM 非制造业 PMI 回升至 57.2%。零售销售增速急剧放缓。疫情反扑导致四季度零售销售接连降温，数据自 10 月起超预期下滑。12 月零售销售、核心零售销售环比分别下跌 0.7%、1.4%，后者为 4 月疫情高峰以来最大降幅。2021 年 1 月密歇根大学消费者信心指数 79.2，未达市场预估，近月该指标呈上下波动态势。工业投资继续反弹。四季度以来，复工复产、归家工作带动工业投资和办公类电子产

品等持续反弹，缓解运输类行业疲软拖累。11月耐用品订单环比增长0.9%，同期扣除飞机非国防资本耐用品订单环比上涨0.4%，已连续第七个月正增长，但复苏速度持续减缓。**房地产市场略有降温。**随天气转冷及房价走高（11月NAHB房价指数90，再创历史新高），美国楼市有所降温。11月NAR季调后成屋销售指数、新屋开工指数分别环比下滑2.6%、11.0%，均弱于预期，在连续七个月抬升后高位回落。

劳动力改善步伐持续趋缓，物价走势小幅上扬。12月非农就业人口意外减少14万人，新增人数在连续第六个月回落后首次出现负增，为疫情发生以来次低。同期失业率录得6.7%。此外，平均时薪同比和环比分别增长5.1%、0.8%，由低收入人群严重失业导致的就业结构性失衡问题存隐忧。受能源价格恢复性上涨影响，12月CPI同比增长1.4%，高于前值0.1个百分点；核心CPI同比上涨1.6%，符合预期持平前值。总体通胀小幅上扬，但尚未回归正轨。

美联储维持利率近零并开始设计量化宽松缩减路径。美联储11、12月议息会议均决定维持联邦基金利率在0-0.25%区间，后次会议承诺将以每月至少800、400亿美元速度增持国债、机构抵押贷款支持证券。联储官员预测，2020、2021年经济实际GDP增速中值为-2.4%、4.2%（相较9月预测分别上调1.3、0.2个百分点），失业率为6.7%、5.0%（下调0.8、0.4个百分点）。会议纪要一是肯定了疫苗取得积极进展，将为中期家庭支出形成支撑，但提示冬季疫情加剧担忧，短期通胀疲软及就业市场复苏渐缓状态或持续，预计第四季度增长将放缓。二是继续根据通胀和就业目标的实质性进展适时开展资产购买，同时大多与会者认为当前执行节奏较为合适。三是该文件首次出现“taper”一词，参会者认为逐渐缩减量化宽松应建立在尽力缓和短期冲击和市场恐慌前提下。此外，主席鲍威尔就疫情应对措施第三次于国会作证，主要提及与整体经济状况一致，劳动力市场改善步伐也出现放缓迹象，在确保广泛经济活动安全之前，不太可能出现全面复苏。针对市场关注的加息事宜，鲍威尔多次表示，直到通胀回归正轨前都不会实施加息，因此该时机“不会很快到来”。

拜登正式赢得2020年美国大选。2021年1月6日，参众两院举行联席会议，宪法认定各州选举人团计票结果。至此，拜登将在1月20日政权交接后入职白宫。同时民主党同时控制了众议院和参议院，这为拜登后期出台刺激政策提供了便利，美国10年期国债收益率持续回升，并

带动美元指数反弹。此外，发因于国会大厦的抗议冲突事件，导致特朗普再遭弹劾（美国历史上首位在任期间两次遭弹劾的总统），与首次结果一致，众议院通过对现任总统特朗普的弹劾案，指称其“煽动叛乱”。

美国 FDA 批准新冠疫苗紧急使用授权申请。2020 年 12 月 11 日，美国食品药品监督管理局（FDA）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。随后，美国陆续开启四阶段疫苗接种活动（史上最大规模疫苗接种），有望于 2021 年中实现群体免疫。

图 1：美国 GDP 环比折年率及各项贡献

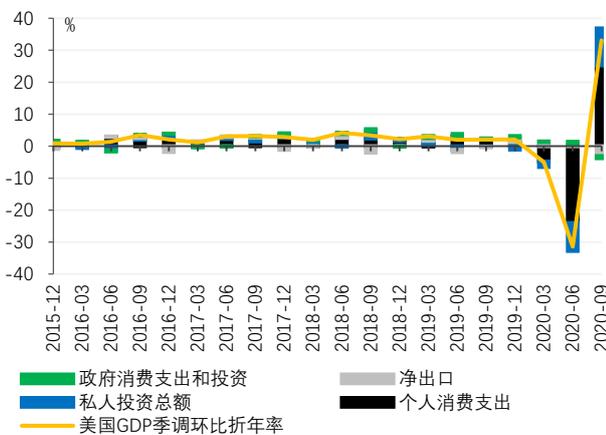


图 2：美国 CPI 与核心 CPI 同比增速

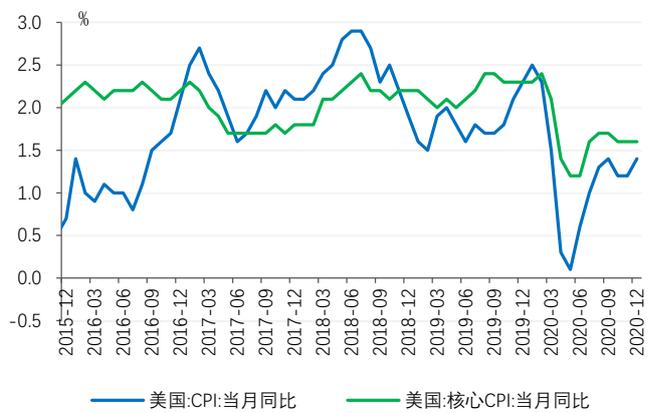


图 3：美国工业产出与零售销售指数同比增速

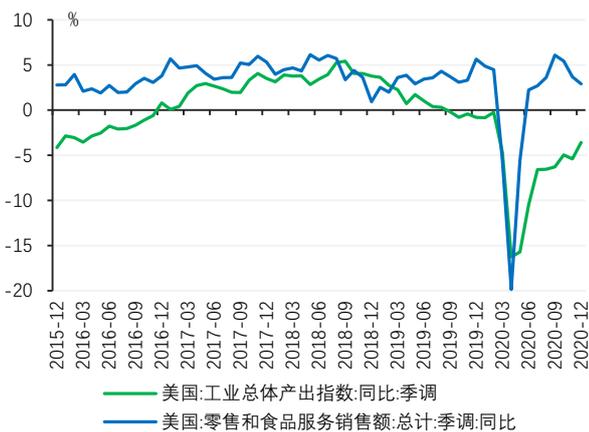
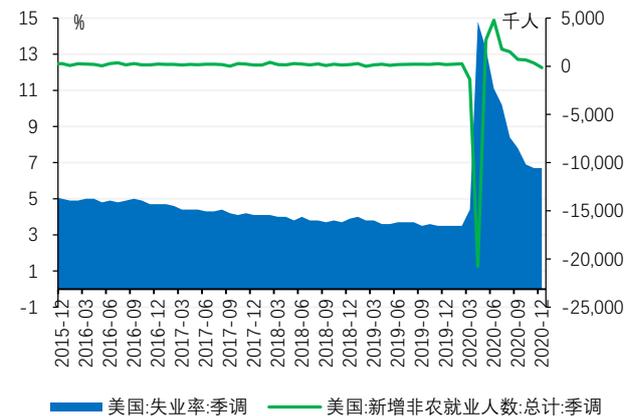


图 4：美国月度失业率与新增非农就业人数



数据来源：WIND

2. 欧洲：疫情拖累经济复苏，英国脱欧贸易协定达成

二次疫情拖累经济复苏。作为新冠肺炎疫情“震中”，2020 年欧元区在发达经济体中受冲击最大，一、二、三季度 GDP 同比增速分别增长

-3.2%、-14.7%和-4.3%。进入四季度，随着欧元区疫情二次反弹、病毒变异和疫情持续扩散升级，欧洲各国相继加紧防疫措施，欧元区经济在冬季的恢复受到显著拖累，但经济并未像二季度疫情第一次爆发时那般疲软。据欧央行2020年12月发布的最新预测，预计欧元区2020年GDP将同比增长-7.3%，较9月预期的-8%上调0.7个百分点。

制造业加快扩张，服务业持续收缩。欧元区2020年12月制造业和服务业PMI终值双双意外下修，制造业PMI录得55.2%，不及预期，但高于前值53.8%，为2018年5月以来最高水平，自2020年下半年以来连续扩张，主要源于德国对欧元区制造业拉动作用明显。欧元区2020年12月服务业PMI录得46.4%，不及预期，但仍显著好于前值41.7%，连续四个月位于收缩区间。

需求骤降。受疫情复燃使欧元区各国再度加紧防疫管控措施影响，欧元区11月零售环比和同比增速双双显著不及预期，均创2020年4月以来新低，环比增长-6.1%，不及预期值-3.4%和前值-1.4%；同比增速由正转负，由上月的4.2%降至-2.9%，不及预期值0.8%。

劳动力市场持续改善。欧元区2020年11月失业率录得8.3%，好于预期值8.5%和前值8.4%，为2020年下半年以来最低水平，连续四个月改善。**通胀持续负增长。**欧元区2020年12月CPI同比增长-0.3%，不及预期值-0.2%，持平上月，连续五个月负增长。

欧央行会议纪要认为有必要扩大宽松力度，关注欧元升值风险。在2020年12月召开的货币政策会议上，欧央行如期扩大并延长宽松，将紧急抗疫购债计划(PEPP)总体规模增加5000亿欧元至1.85万亿欧元，并将该计划延长9个月至2022年3月。最新公布的12月会议纪要显示，欧央行决策者们认为，在当前高度不确定性的疫情风险影响下，PEPP比降息更有效。委员们普遍认为，扩大经济刺激计划是合适的。部分委员主张更温和地增加PEPP的额度，但有些委员则强调不一定用尽PEPP的额度。受欧元兑美元汇率持续升值影响，货币政策委员们在纪要中还表达了对欧元汇率相关风险的担忧，认为这些风险可能对通胀前景产生负面影响。欧央行指出，基于模型的证据表明，全球经济更快复苏的前景促使风险情绪改善，进而成为近期推动欧元升值的主要因素。

中欧投资协定谈判如期完成。中欧投资协定谈判于2013年启动，历经7年，在举行35轮谈判后，最终于2020年12月30日由中欧领导人共同宣布如期完成谈判。作为中国与欧盟27个成员国达成的全面覆盖欧

盟的投资协定，中欧投资协定将取代现有的中国与除爱尔兰之外的欧盟 26 个成员国之间在不同时间签署、内容不一、部分条约较为落后的双边投资条约。协定着眼于制度型开放，涉及领域远远超越传统双边投资协定，谈判成果涵盖市场准入承诺、公平竞争规则、可持续发展和争端解决四方面内容。

英央行按兵不动。12 月 17 日，英央行货币政策委员会一致同意维持基准利率在 0.1% 不变，维持资产购买总规模在 8950 亿英镑不变，维持央行企业债购买规模 200 亿英镑不变，同意将中小企业定期融资机制延长 6 个月，符合市场预期。英央行表示，资产购买速度最初可能会保持在当前水平左右，如有需要，随时准备加快资产购买的步伐。如果前景恶化，英央行还有足够空间进一步强化经济刺激，其中的措施可能包括实施负利率。

英国脱欧贸易协定达成。12 月 24 日，距离英国脱欧过渡期最后期限仅剩一周之际，英国与欧盟最终就英国脱欧贸易问题达成协议。英国首相约翰逊宣布，该协议是双方签署的最大双边贸易协议，涵盖 2019 年价值 6680 亿英镑（约合 5.9 万亿人民币）的贸易。据报道，英国在谈判中做出了“巨大让步”，且主要是在捕鱼领域。协议在货物贸易方面约定，英国商品继续享有零关税、零配额。然而，额外增加的检验检疫等要求仍将无形中增加英国出口商品的时间和金钱成本，削弱其在欧盟的竞争力。英国脱欧过渡期于 2020 年 12 月 31 日结束，英国随之退出欧洲单一市场和关税同盟。英国和欧盟在最后关头达成了英国脱欧后的贸易协议，使英国成功摆脱了无贸易协议“硬脱欧”的巨大风险。

图 5：欧元区 GDP 与三大需求对 GDP 的拉动

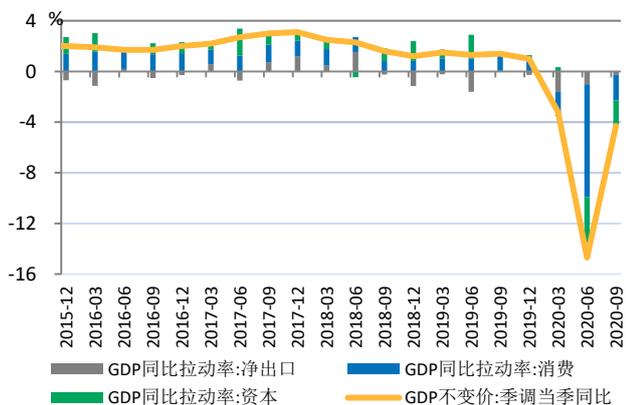


图 6：欧元区制造业 PMI 与服务业 PMI

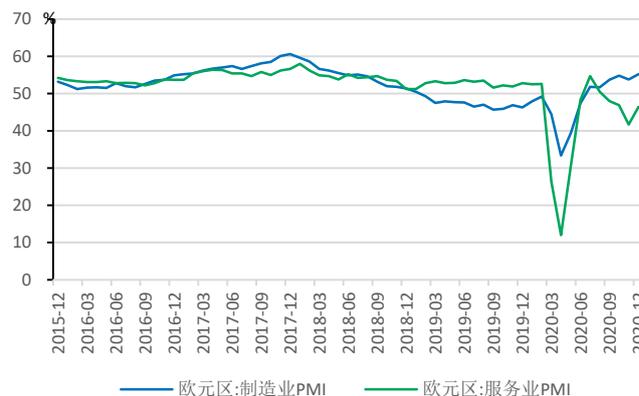


图 7：欧元区工业产出与零售销售指数同比增速

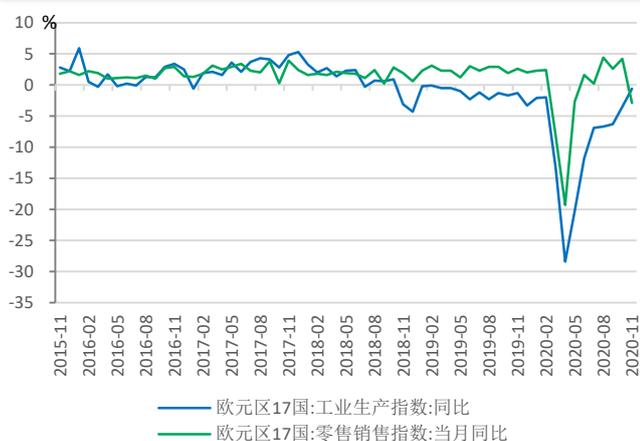
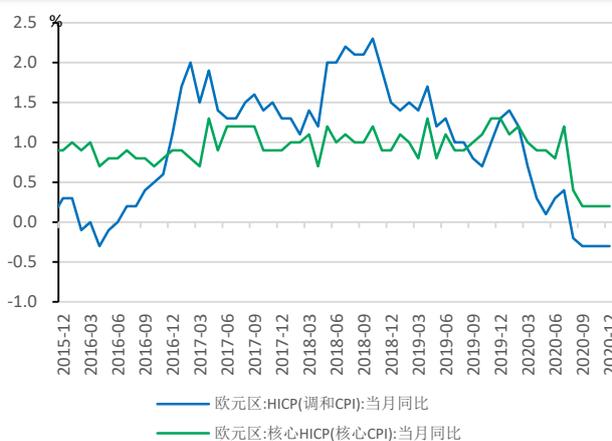


图 8：欧元区 CPI 及核心 CPI 同比增速



数据来源：WIND

3. 日本：经济缓慢复苏，货币政策宽松力度保持不变

2020 年 11 月以来，日本遭受“第三波”疫情考验，进入 12 月后，情况愈发严重，单日新增人数一度刷新纪录。鉴于欧美疫情蔓延波及出口，国内疫情反弹拖累消费，2020 年四季度 GDP 增速可能放缓，经济恢复至疫前水平尚需时日。

制造业、服务业延续改善。2020 年 10-12 月，日本制造业 PMI 分别为 48.7%、49.0%、50.0%，自 2019 年 4 月以来首次触及 50 荣枯线，结束了有记录以来持续时间最长的下降，表明制造商正在摆脱新冠病毒大流行的负面影响；服务业 PMI 分别为 47.7%、47.8%、47.7%，整体高于三季度水平；综合 PMI 分别为 48.0%、48.1%、48.5%，连续三个月回升。**生产好转。**2020 年 10、11 月，工业生产指数分别同比下降 3.0%、3.4%，降幅较三季度显著缩小。日本经济产业省对工矿业生产基本情况的判断

为“正在恢复”。消费疲弱。2020年10、11月，家庭月消费性支出实际同比分别增长1.9%、1.1%，连续两个月保持增长，但受疫情恶化影响，11月消费增速有所回落。

通缩风险持续升高。2020年10、11月，核心CPI同比分别下降0.7%、0.9%，降幅持续扩大，距离2%的政策目标渐行渐远。**失业率处于高位，有效求人倍率处于低位，就业形势分化。**2020年10、11月，季调后失业率分别为3.1%、2.9%，有效求人倍率分别为1.04、1.06。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。

日本央行宣布延长企业融资优惠政策期限。2020年12月18日，日本央行公布利率决议，宣布保持当前货币政策宽松力度，维持利率水平不变，同时决定把将于2021年3月底到期的企业融资优惠政策期限延长半年至2021年9月底，如有需要会继续延长，以支持企业资金周转和稳定金融市场。

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2020年12月8日推出新一轮经济刺激计划，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。

图9：日本GDP与三大需求对GDP的拉动

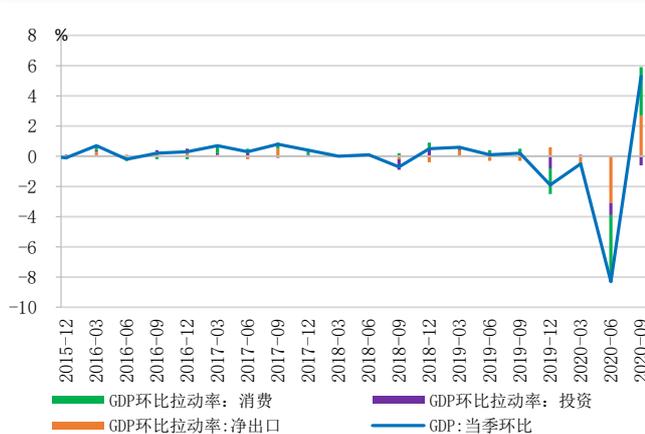


图10：日本制造业PMI和服务业PMI

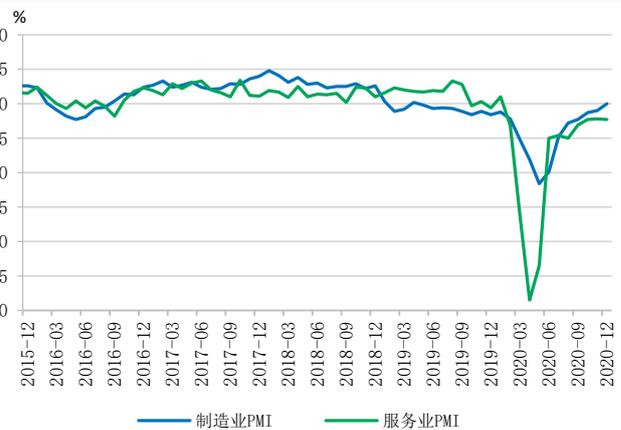


图 11: 日本工业生产指数与家庭消费性支出同比增速

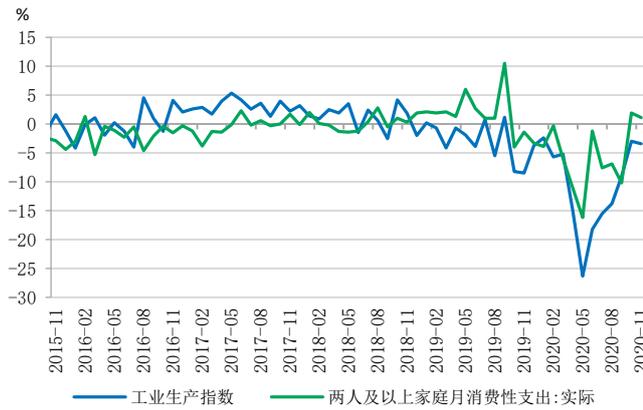
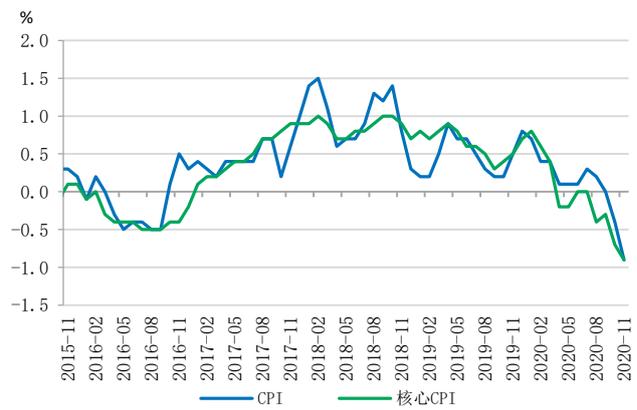


图 12: 日本 CPI 和核心 CPI 同比增速



数据来源: WIND

4. 新兴经济体: 复苏分化明显, 宽松继续暂缓

2020 年四季度以来, 疫情形势有所反复, 以金砖国家为代表的新兴市场经济体经济复苏分化明显, 宽松政策继续暂缓。增长方面, 印度持续复苏, 巴西形势复杂, 俄罗斯复苏脆弱, 南非前景堪忧; 通胀方面, 除印度外, 其余国家通胀均有所上升, 部分国家通胀水平高于通胀目标。货币政策方面, 受通胀因素限制, 宽松进程继续暂缓。

印度经济持续改善。2020 年三季度, 印度 GDP 同比下滑 7.5%, 降幅较一季度收窄 16.4 个百分点。进入四季度, 经济景气有所提高。10、11、12 月制造业 PMI 分别为 58.9%、56.3%、56.4%, 服务业 PMI 分别为 54.1%、53.7%、52.3%, 分别连续 5 个月和 3 个月保持在荣枯线以上。**生产端再度放缓。**10、11 月工业生产指数分别为 129.2 和 126.3, 同比增速分别为 4.2% 和 -1.9%。**失业率有所下行。**10、11 月失业率分别为 7%、6.5%, 为年内最低水平。**通胀触顶回落。**10、11、12 月 CPI 分别同比上升 7.6%、6.9%、4.6%, 高于 4% 中值、低于 6% 上限。

印度央行维持利率不变。2020 年 12 月 4 日货币政策会议上, 印度央行决定基准回购利率维持在 4% 不变, 符合市场预期。去年下半年以来, 印度经济持续恢复, 但经济依旧疲软, 且通胀压力高企。该国央行表示, 当前宽松货币政策立场至少将保持到下一财政年度开始(2021 年 4 月)。

巴西复苏形势复杂。2020 年三季度, 巴西 GDP 同比下滑 3.9%, 降幅较二季度收窄 7.0 个百分点。进入四季度, 经济景气继续回升。10、11、12 月制造业 PMI 分别为 66.7%、64%、61.5%, 服务业 PMI 分别为

52.3%、50.9%、51.1%，分别连续7个月和4个月保持在荣枯线以上。**生产端继续修复**。10、11月工业生产指数分别同比增长0.3%和2.8%，连续三个月保持增长。**需求端信心走低**。10、11、12月消费者信心指数分别为85、83.7、80.6，逐渐下行。**失业率出现回落**。10月末失业率14.3%，较9月末的史上最高水平回落0.3个百分点。**通胀继续上涨**。10、11、12月广义消费者物价指数分别同比增长3.9%、4.3%、4.5%，高于目标中值4%。

巴西央行维持利率不变。2020年12月9日，巴西央行宣布维持基准利率2%不变，符合市场预期。巴西央行表示，随着通胀接近目标值，承诺长时间维持低利率的前瞻性指引很快将不再适用，不过经济仍然需要大量货币刺激措施，市场解读认为这并不意味着央行将立即加息。

俄罗斯经济复苏脆弱。2020年三季度，俄罗斯GDP同比下滑3.4%，降幅较二季度收窄4.6个百分点。进入四季度，**经济景气震荡回落**。10、11、12月制造业PMI分别为46.9%、46.3%、49.7%，服务业PMI分别为46.9%、48.2%、48%，分别连续4个月和3个月位于荣枯线以下。**生产端和需求端逐渐缓慢**。10、11月工业生产指数降幅分别为5.5%、2.6%，降幅呈收窄态势；零售业营业额同比降幅分别为1.4%和3.1%，降幅呈扩大态势。**失业率出现回落**。10、11月失业率分别为6.3%和6.1%，已降至2019年5月以来最低水平。**通胀有所上升**。10、11、12月CPI分别同比上升4%、4.4%、4.9%，延续年初以来上升态势。

俄罗斯央行维持利率不变。2020年12月18日，俄罗斯央行决定维持目前4.25%的基准利率不变，符合市场预期。居民和企业通胀预期上升以及供给侧约束的背景下，一次性因素对物价上行影响更为显著和持久。由于疫苗取得进展，预计世界经济将更快复苏，外部金融和大宗商品市场的情况有所改善。

南非经济前景堪忧。2020年三季度，南非GDP同比下滑6.1%，降幅较二季度回落11.5个百分点。进入四季度，**经济景气逐渐回落**。10、11、12月PMI分别为63.4%、58.7%、49.1%，再次落入荣枯线以下。**供给端和需求端逐渐修复**。10、11月制造业生产指数同比下滑3.2%和2.6%，10月零售销售同比下滑1.8%，降幅持续收窄。**失业率大幅上升**。官方失业率从二季度末的23.3%升至三季度末的30.8%，为2008年有季度数据以来最高水平。**通胀继续上升**。10、11月CPI同比增速分别为3.3%和3.2%，较三季度继续上升。

南非央行维持利率不变。2020年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。央行表示,该国通胀前景温和,但新管疫情不确定性仍挥之不去;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。

图 13: “金砖国家” GDP 增速

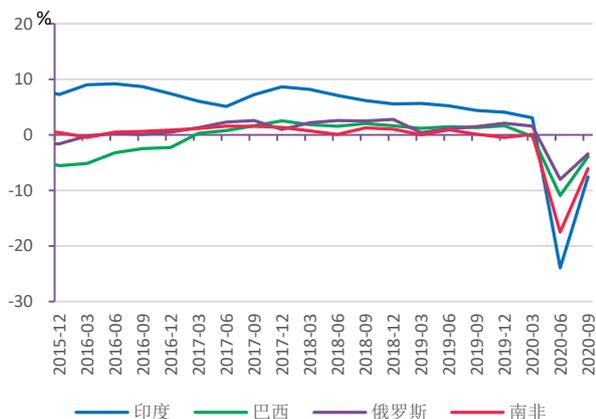
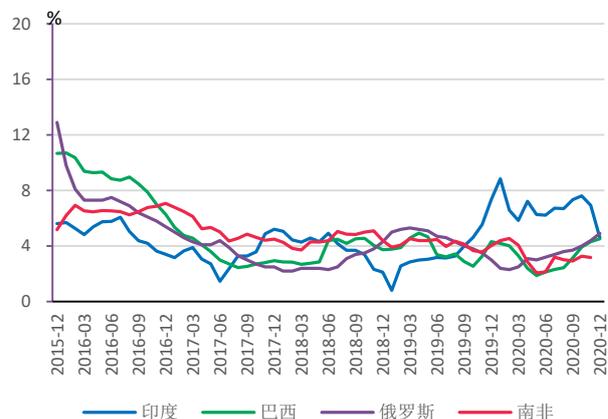


图 14: “金砖国家” 通货膨胀率



数据来源: WIND

(二) 2021 年一季度展望

IMF 预计, 2021 年全球经济增速由-4.4%回升至 5.21%。展望 2020 年一季度, 预计全球经济增长将继续回升, 宽松货币政策继续托底。

分国别来看, 美国经济将延续修复态势, 货币政策继续保持宽松, 美联储考虑适时调整资产购买计划; 欧元区经济保持增长势头依然可期, 但疫情复燃、病毒变异和疫苗接种问题仍将给欧元区经济复苏带来挑战, 一季度经济恐难见显著起色; 日本新冠疫情不断蔓延, 经济或将大幅下滑, 央行优化货币政策框架, 政策力度将保持不变; 新兴经济体经济将继续保持复苏态势, 货币政策宽松姿态继续保持。

1. 美国: 拜登新政推出, 经济延续修复

随着美国正式进入拜登时代, 主攻防疫及修复经济将同步进行, 财政刺激政策的提振作用愈加凸显, 加之疫苗推广利好影响, 2021 年上半年美国经济或延续修复态势, 下半年有望实现强势反弹。美联储预测 2021 年 GDP 增速中值为 4.2%, 较 9 月预测上调 0.2 个百分点。

经济延续修复态势。一方面, 现任总统特朗普已签署的 2.3 万亿美元刺激法案(含约 9000 亿美元新冠纾困法案和 1.4 万亿美元 2021 政府

支出拨款)将挽回部分疫情伤害和维持政府运转。另一方面,根据当选总统拜登“重建更好未来”方案,已公布的 1.9 万亿美元抗疫纾困计划及未来即将公布的经济复苏计划会极大提振市场信心,减缓疫情对失业民众和商业等造成的反复冲击,同时解决就业创造、基础设施改革和种族平等等长期问题,有助推升美国经济复苏。与此同时,尽管民主党和共和党之间关系依旧紧张,但鉴于民主党已同时获得白宫和参众两院控制权,拜登任内施政或将更得力,后续有望催化更多刺激措施落地。此外,仍不可忽视疫苗分化混乱、接种率低下等问题。

货币政策继续保持宽松,美联储考虑适时调整资产购买计划。2020 年年末两次 FOMC 会议纪要均显示,美国经济尚未完全复苏,近月改善步伐有所减慢,中期经济前景仍存在部分风险。在疫苗接种刚刚开启、关键经济数据趋向疲软的情况下,联储维持宽松货币政策态度料不会变。考虑到“接触性”服务再度受限、裁员潮持续,恢复增长尚需时日,同时个人消费支出出现松动,美联储预判货币政策工具的边际效用或加速减弱,承诺以一定速度增持国债和机构抵押贷款支持证券的做法难支撑经济强劲复苏。对此,联储后续或在适时扩大债券购买力度的基础上,对债券久期进行调整,通过增加长久期债券占比、降低长端收益率以强化前瞻指引。

2. 欧洲:经济复苏缓慢,短期难见起色

展望 2021 年一季度,鉴于近期欧元区制造业大幅反弹并持续扩张、工业生产动能持续增强、经济景气有所回升、失业率持续下降,2021 年欧元区经济保持增长势头依然可期,但疫情复燃、病毒变异和疫苗接种问题仍将给欧元区经济复苏带来挑战,一季度经济恐难见显著起色。欧央行 2020 年 12 月发布的最新预测显示,2021 年欧元区 GDP 将增长 3.9%,较 9 月预期的 5% 大幅下调 1.1 个百分点。

欧元区一季度经济恐难见显著起色。从疫情管控角度来看,如果不能一次到位管控好疫情,而是任由其不断反复,终将拖累社会生产与需求。从疫苗接种角度来看,虽然欧盟委员会主席冯德莱恩表示,到 2021 年底前,欧盟拥有的疫苗数将超过欧盟总人口,但在接种过程中,欧洲多国仍存在交货延迟及民众对疫苗的不信任问题。因此,疫情对欧元区经济的影响恐难在短期内结束。

欧央行一季度或将按兵不动，延续鸽派立场。近期欧央行行长拉加德表示，2021 年欧元区经济开局比一些人认为的更积极，PEPP 关键在于保持其灵活性。如果确实需要更多 PEPP 额度，将重新对 PEPP 额度做出必要的调整。欧央行将继续非常谨慎地监控欧元汇率走势，而不是将其作为货币政策目标。欧央行执委施纳贝尔则指出，预计欧元区通胀将在 2021 年上升，短期通胀上升不会改变欧央行的货币政策立场。结合 2020 年 12 月欧央行会议纪要来看，除了决策者们更多暗示欧央行正在密切关注欧元汇率升值问题以外，并没有太多迹象表明欧央行目前会继续加码宽松。因此，预计在 1 月的货币政策会议上，欧央行大概率将按兵不动，仅通过前瞻指引来继续释放鸽派信号。

英国经济仍面临重重挑战。英欧双方就英国脱欧贸易协定达成一致的好处，更多在于能够减少英国退出欧盟的损失，并且排除市场面临的一大不确定性。但随着 2021 年 1 月 1 日开始，英国退出欧盟单一市场和关税同盟以及所有欧盟政策和国际协议，英国和欧盟之间人员、货物、服务和资本的自由流动也将结束，未来英国在货物和服务贸易中仍面临诸多不利因素，恐将使当前本已因疫情管控升级而遭受冲击的英国经济雪上加霜。同时，作为英国服务业核心的金融业将失去在欧盟的服务许可，面临不同欧盟国家的约束，业务开展牌照将不同程度受限，从业者也面临诸如签证、从业资格等更多阻碍，进而可能对伦敦作为金融中心的地位造成一定冲击。为弥补与欧盟“分手”后的贸易损失，预计未来英国将积极寻求与美国和中国等大型经济体达成自贸协定。

3. 日本：经济或将大幅下滑，央行优化政策框架

展望 2021 年一季度，面对不断蔓延的新冠肺炎疫情，日本政府再次宣布部分地区进入紧急状态，结束期限为 2021 年 2 月 7 日。为减少对经济的影响，本次紧急状态的措施比第一次更为克制，重点针对被认为加剧疫情扩散的餐饮业，幼儿园和中小学不需停课，商店也将继续开放。此举或拖累日本经济大幅下滑。

投资保持恢复态势。继 2020 年 10 月环比上升 17.1% 后，2020 年 11 月核心机械订单额经季节调整后环比上升 1.5%。其中，制造业在上月上升的基础上有所回落，但仍保持稳定，非制造业也出现复苏迹象。日本内阁府在报告中对机械订单基本情况的判断由“停止下降”上调为“有恢复迹象”，连续第 2 个月上调判断基调。**疫情扩散遏制消费。**由于消费

者减少外出，加之店铺歇业或缩短营业时间，日本家庭消费支出将显著减少。2020年12月消费者信心指数季调后为31.8%，终止连续3个月反弹。日本内阁府对消费者信心的判断基调从2020年10月、11月的“虽然形势严峻，但回升趋势仍在继续”下调为“停滞”。**外贸形势严峻。**全球疫情反扑导致海外需求低迷，出口将继续承压。但国际市场能源价格下降和日本国内内需低迷，使得进口降幅大于出口降幅，贸易收支将继续保持顺差。

日本央行将调整政策路线，减少其负面影响。日本央行行长黑田东彦2020年12月18日在记者会上表示，央行将评估当下政策措施，包括资产购买操作和收益曲线控制措施，从而探讨更有效、更可持续的宽松政策，目标是将短期和长期政策利率保持在当前或更低的水平，结果将于2021年3月公布。**政策力度方面保持不变。**鉴于当前物价持续下跌，通缩压力加大，而且经济复苏前景仍面临不确定性，预计日本央行会维持现行货币政策宽松力度。

4. 新兴经济体：经济持续复苏，疫情风险仍大

展望2021年一季度，受益于宽松货币政策和经济刺激计划延续，新兴经济体经济将继续保持复苏态势，叠加2020年同期基数较低，一季度或将普遍出现较快增长。但地区之间将继续分化，以中国为核心的全球产业链供应链将会平稳运行，产业链上的亚洲新兴经济体也有望获得快速扩张；全球复苏共振带动大宗商品价格上涨，对于拉美、中东、非洲等地区的经济增长有利；去年以来复苏进程缓慢的俄罗斯和南非等国，依旧面临较为复杂的环境。

短期内，新冠疫情仍然对新兴市场脆弱的复苏构成风险。新冠疫情方面，新兴市场疫情未见好转、疫情冲击仍在延续，巴西、俄罗斯、墨西哥、南非等国疫情再度出现扰动，新增病例高居榜首。由于检测和治疗能力相对落后，人口结构相对更加复杂，疫情可能成为新兴经济体发展的掣肘。

货币政策方面，预计新兴经济体货币政策将保持观望态势，宽松姿态继续保持、但是降息步伐继续暂停：一方面，新冠疫情仍在蔓延，复苏前景仍偏脆弱，需要政策保持宽松；另一方面，物价或将随大宗商品价格走高而继续回升，货币政策空间受到限制。

二、我国宏观经济形势分析

（一）2020年四季度回顾

2020年四季度GDP当季同比增长6.5%，延续逐季攀升态势，经济向好动能继续积聚。2020年我国经济运行呈现出“急剧下坠—持续回升”的态势。一季度疫情同时冲击供需两端，GDP出现了-6.8%的罕见负增长，二季度统筹疫情防控和经济社会发展取得成效，复工复产进程明显加快，供给端修复快于需求端，GDP回升至3.2%。下半年以来，需求端加速追赶供给端，推动GDP增速由4.9%回升至6.5%，超出6.0%左右的潜在增长水平，达到近两年来最高的季度增速。

2020年12月我国主要经济指标稳中向好：一是工业增加值增速继续攀升，12月同比增速创2019年3月以来新高；二是固定资产投资保持持续复苏态势，制造业投资复苏动力强劲；三是社会消费品零售总额小幅回落，但非汽车类消费继续回升；四是出口增速回落、仍保持高位，进口增速小幅回升，贸易顺差创历史新高；五是CPI重回正区间，PPI即将脱离通缩；六是信贷稳中放缓，但结构持续优化，社融低于预期，拐点进一步确认。

1. GDP：疫情难阻增长，全球一枝独秀

2020年我国经济运行前低后高，全年实现国内生产总值1015986亿元，首次突破百万亿大关。按可比价格计算同比增长2.3%，成为全球唯一实现增长的主要国家。面对新冠疫情的巨大冲击，我国各地区各部门坚持稳中求进工作总基调，统筹疫情防控和经济社会发展工作，扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务。

分季度来看，一季度受疫情停工停产影响，GDP同比下降6.8%，但疫情得到有效控制，为后期经济复苏打下了坚实基础；二季度开始我国疫情逐步恢复，复工复产不断加快，各地做好内防反弹、外防输入工作，各地本土新发病例陆续清零，GDP同比实现转正，增长3.2%；三季度我国在复工复产基础上逐步复商复市复学，有效控制新疆、北京等地的零星疫情反弹，在经济增长与防控疫情上取得了高效平衡，GDP增速加快至4.9%。

四季度以来，随着秋冬季节海外疫情第二波来袭，我国面临的输入型疫情压力有所增加，局部地区因冷链环节传播等因素出现疫情反复，对我国生产生活造成了一定影响。此外，2020年冬季寒冷天气甚于往年，也对经济产生一定影响。面对以上种种困难，我国积极采取常态化疫情防控，加快部署落实扩内需相关政策，经济运行内生动力有所加强。与此同时，全球物资生产供应受损，对我国的产品需求有所上升，疫情相关和生活必需用品出口订单旺盛，制造业景气持续，部分地区再现多年未遇的缺电现象，侧面反映出需求的旺盛。最终实现当季GDP同比增长6.5%，增速明显好于预期，取得了举世瞩目的成绩。

从各产业看，2020年四季度，第一产业同比增长4.1%，比三季度加快0.2个百分点，夏粮、早稻、秋粮皆实现丰收，主要农产品产量实现同比增长；年末生猪存栏、能繁殖母猪存栏比上年末分别增长31.0%、35.1%，猪肉供应持续回升。第二产业同比增长6.8%，比三季度加快0.8个百分点，为经济复苏提供强劲支撑；工业生产持续景气，制造业表现强劲，能源供应紧俏，采矿业有所恢复；产业继续升级，工业机器人、新能源汽车、集成电路、微型计算机设备同比大幅增长。第三产业同比增长6.7%，比三季度加快显著2.4个百分点，传统服务业继续回归正常化，成为当季经济回升的最大动力。餐饮、住宿、文化、娱乐、教育等回归正增长，互联网等新兴服务业热度不减，金融业继续保持稳健，房地产显示较强韧性。

图 15：中国 GDP 当季同比

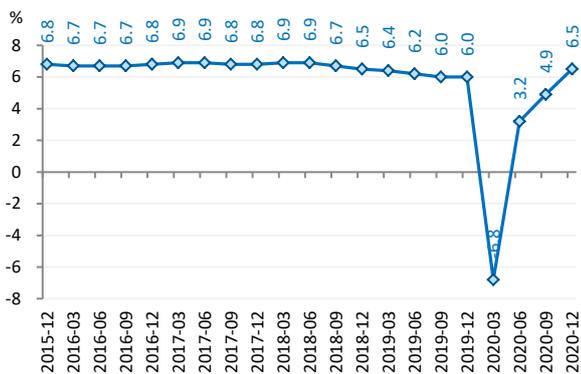
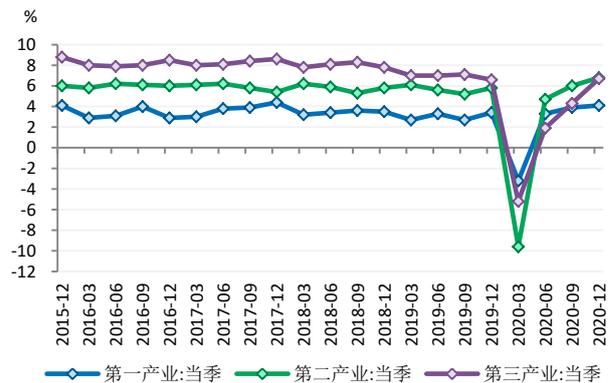


图 16：三大产业增加值同比增速



数据来源：WIND

2. 供给端：工业生产迭创新高，服务业修复逐步加快

工业生产迭创新高。2020年工业特别是制造业总体呈现稳步恢复、逐季回升的态势。工业生产在一季度受到疫情意外冲击导致断崖式下跌后，自二季度社会经济秩序逐步恢复以来迅速反弹并逐月稳步回升，从单月增速来看，4月实现由负转正，7月达到上年同期水平，随后继续逐月攀升，并自9月开始率创2019年3月以来新高，12月录得7.3%，分别较上月和上年同期提高0.3和0.4个百分点；从累计同比增速来看，1-8月增速实现转正，全年累计同比增速为2.8%。四季度产能利用率为78.0%，较三季度上升1.3个百分点，达到2013年以来的最高水平。

工业生产动能持续增强的三大原因。一是相比于服务业，工业生产受疫情冲击相对较小，由停工转向开工的难度也相对较小；二是政策加大支持力度。政府把“保企业稳就业”作为各项工作核心，通过一系列减税降费、减租降息等手段，降低企业负担，确保企业能够开工运行；三是内外需的逐步好转推动企业加快生产。下半年以来，随着海外疫情二次爆发和节假日来临，外需明显走好，出口对工业生产的拉动作用持续增强，四季度以来出口交货值同比增速屡创新高，内需也逐渐恢复，工业企业利润增速下半年持续保持高位，连续6个月保持两位数增长，企业进入被动去库存和主动补库存阶段之间，推动工业生产速度进一步加快。

服务业修复逐步加快。服务业生产经营在年初大幅下滑后，呈现逐季恢复态势。一季度，我国严格的疫情管控和封锁措施使得服务业近乎陷入停摆，服务业指数降幅创历史新低。此后，随着复工复产展开和社会环境逐渐恢复正常，服务业指数逐月回暖，但修复速度慢于工业生产。从单月增速来看，5月份实现转正，10月份超过上年同期水平，12月受冬季疫情局部散发、管控措施再度加强影响而首次出现下滑，较上月下降0.3个百分点至7.7%，但仍高于上年同期0.9个百分点；从累计增速看，四季度服务业生产指数同比增长7.7%，比三季度加快3.4个百分点，2020年1-12月累计增速为0，年内首次摆脱负增长。

图 17: 工业增加值同比与环比增速

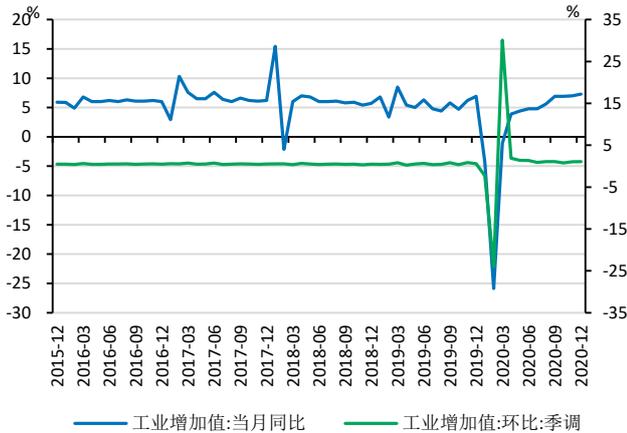
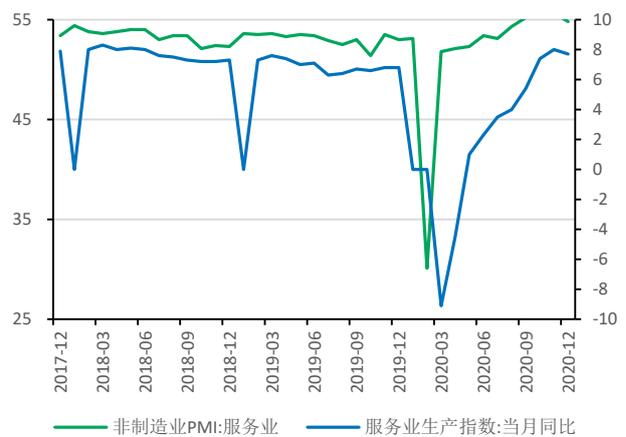


图 18: 服务业 PMI 与生产指数同比增速



数据来源: WIND

3. 需求端: 投资年末反弹, 消费保持平稳, 贸易明显改善

(1) 固定资产投资增速: 延续复苏态势

四季度固定资产投资保持持续复苏态势。四季度以来, 我国加快部署落实扩内需相关政策, 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。自三季度我国累计投资增速回正以来, 四季度我国投资增速继续保持逐月回升, 最终全年实现 2.9% 的同比增速, 较前三季度 0.8% 的增速大幅回升。经回算, 10、11、12 月的当月投资增速均在 10% 以上, 实现了 2016 年二季度以来的最好成绩。1-12 月民间投资同比增长 1%, 较 1-11 月加快 0.8 个百分点, 经回算, 当月增速接近 20%, 动力强劲。

基建投资增速全年小幅增长, 12 月有所回落。2020 年 1-12 月基础设施投资增速同比增长 0.9%, 比 1-11 月份放缓 0.1 个百分点。经回算, 12 月基础设施投资当月同比约下降 0.1%, 是疫情复苏以来的首次月度收缩。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 2020 年不设 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; 二是多地新冠疫情有所反复, 且今冬寒潮不断, 影响工程进度; 三是与 2019 年 11 月底即提前下达地方债部分限额不同, 至 2020 年末地方债限额仍未下达, 或预示财政政策

力度将边际回收；四是目前经济内生动力较强，市场主导投资有所复苏，基建托底必要性下降，同时需要为“十四五”开局留力。

制造业年内未实现转正，但四季度复苏动力强劲。2020年1-12月制造业投资同比下降2.2%，降幅比1-11月份收窄1.3个百分点。经回算，12月制造业投资当月同比实现了两位数增长，且为连续第2个月超过10%，自8月以来连续5个月回到正增长区间，表现强劲。但由于1-7月累计跌幅较大，到年底尚未实现转正。12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。同时，海外防疫与制造业产品需求持续旺盛，推动制造业出口数据强劲，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。

房地产投资增速回升乏力，增幅持续收窄。受融资政策持续收紧，四季度全国房地产开发投资增速较三季度明显放缓，10、11、12月累计投资增幅持续收窄，单月投资同比增速分别录得12.73%、10.93%和9.35%，逐月下行，高位见顶。全年房地产投资规模较上年增长7.0%，与2017年持平，为近三年最低水平。从各分项来看，房企融资受限致使新盘开工和土地购置规模不及去年，全年累计新开工面积和土地购置面积较去年分别减少1.2%和1.1%；为加快销售回笼资金，房企加快施工、竣工进度，全年累计施工面积较去年增加3.7%；对应商品房销售也创历史新高，全年销售总额突破17万亿，同比增长8.7%；去库存进展顺利，12月待售面积同比仅增0.1%，连续四个月低于5亿平米。但在“房住不炒、因城施策”指导下，各线城市房价稳中略涨，12月70个大中城市新建商品住宅价格同比增长3.7%，较去年同期回落3.1个百分点，为近五年最低增幅。

图 19：全部投资累计同比与民间投资累计同比

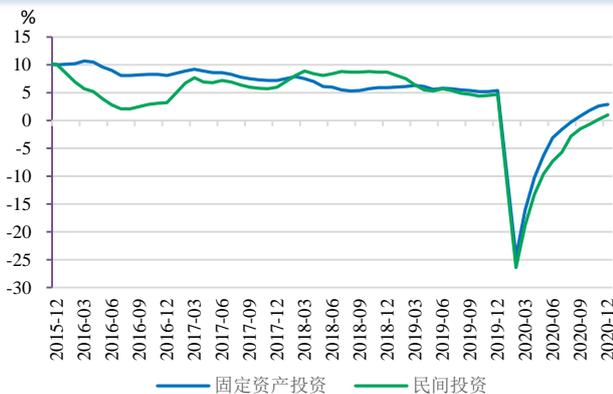


图 20：固定资产投资分项数据

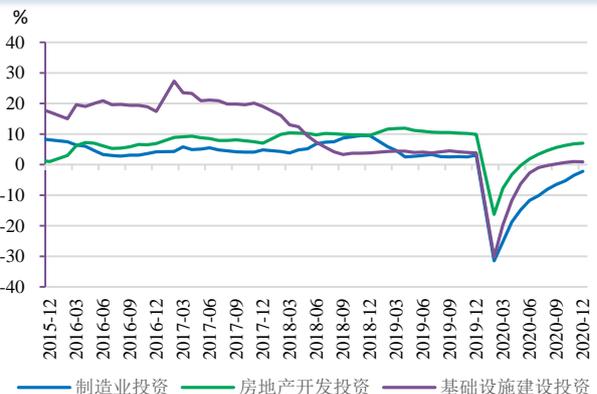
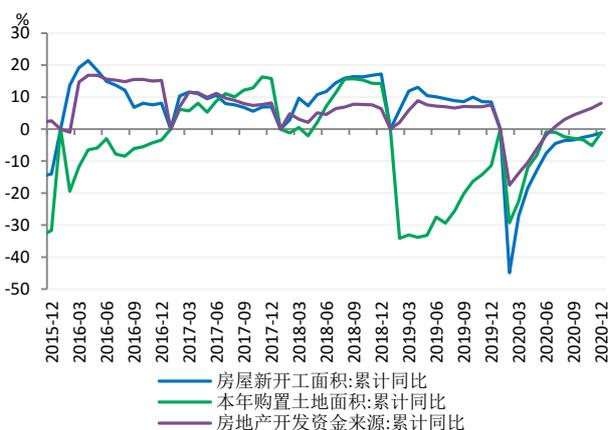


图 21: 商品房销售面积与销售额累计同比增速



图 22: 新开工、竣工与土地购置面积累计同比增速



数据来源: WIND

(2) 社会消费品零售: 增速先抑后扬, 发挥主要拉动力作用

2020年12月消费增速回落。2020年12月, 社会消费品零售总额同比名义增长4.6%, 较上月回落0.4个百分点, 扣除价格因素实际增长4.9%, 较上月回落1.2个百分点, 低于市场预期。

汽车是主要拖累因素。2020年12月, 限额以上汽车类商品零售额同比增长6.4%, 较上月回落5.4个百分点。若扣除汽车类商品, 12月社会消费品零售总额同比增长4.4%, 增速较上月加快0.2个百分点, 显示其他消费继续回升。

2020年消费先抑后扬, 仍发挥主要拉动力作用。上半年受到疫情防控因素限制, 线下接触型消费断崖式下跌, 线上消费则明显加速。下半年线下消费逐渐回暖, 推动消费增速逐渐向正常水平靠拢。全年社会消费品零售总额同比下降3.9%, 较上年回落11.9个百分点。2020年, 最终消费支出占GDP的比重达到54.3%, 高于资本形成总额11.2个百分点, 仍然是经济稳定运行的压舱石。

2020年我国消费主要呈现出四方面特征:一是线下接触型消费受疫情影响较大, 对社会消费品零售总额增速造成重大拖累。随着居民外出购物、就餐和旅游活动增多, 百货店等实体店铺持续改善, 餐饮、住宿等消费稳步恢复。全年餐饮收入同比下降16.6%, 较上年回落26个百分点。

二是疫情期间, 我国线下消费向线上转移趋势明显, 网络购物、订餐、娱乐等新型消费蓬勃壮大。全年全国网上零售额同比增长10.9%,

高于社会消费品零售总额增速 14.8 个百分点。其中，实物商品网上零售额增长 14.8%，占社会消费品零售总额的比重为 24.9%，较上年同期高 4.2 个百分点。

三是车市在疫情后呈现 V 型反转态势，销售增长强劲，对整体消费市场回暖产生了明显带动作用。2020 年 7-12 月份，限额以上汽车类商品零售额平均同比增长 10.9%，保持较强的增长态势。这首先是因为疫情改变了人们的出行需求；其次是国民经济持续稳定恢复，稳住了消费信心；第三是 2020 年以来各部门各地区相继推出放宽限购限行、鼓励购买国六车型、补贴新能源车型、推动以旧换新、开展“汽车下乡”等措施，积极促进汽车消费。

四是吃穿用等基本消费需求稳定增长，商品消费持续升级。2020 年，化妆品类、中西药品类、文化办公用品类、通讯器材类等升级商品分别同比增长 9.5%、7.8%、5.8%、12.9%，销售增幅明显。这一方面是因为随着复工复产有序推进，供给能力不断提升，特别是新一代信息技术的应用创造出更多新业态新模式，进一步激发了消费潜力的释放；另一方面源于疫情强化了居民公共卫生和健康意识，从而带动健康消费增速由负转正，同时也助推消费升级步伐不断加快。

图 23：名义消费与实际消费同比增速

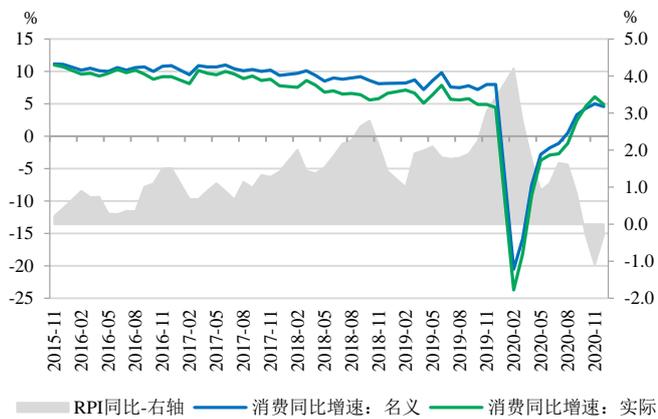
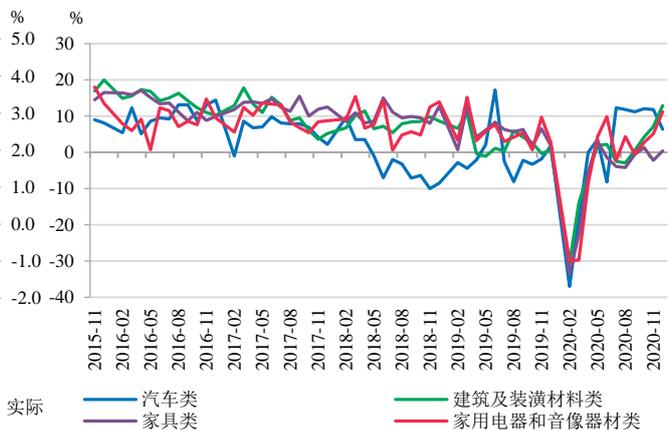


图 24：汽车与居住类商品消费同比增速



数据来源：WIND

（3）进出口：出口回落、进口回升，贸易顺差创历史新高

2020 年 12 月出口 2819.3 亿美元，同比增长 18.1%，前值 21.1%；进口 2037.5 亿美元，同比增长 6.5%，前值 4.5%；贸易顺差 781.7 亿美元，为有统计以来最高值，前值 754.01 亿美元。

12月出口2819.3亿美元，同比增长18.1%，高于市场预期。出口增速较11月有所回落，但继续保持较高水平，主要原因：一是疫情并未显著影响海外经济动能。12月，美欧制造业PMI均连续六个月保持在荣枯线以上，外需仍在逐渐修复；二是抗疫物资出口态势持续。海外疫情仍在蔓延，与防疫有关的纺织品、医疗器械、医药产品以及远程办公等出口支撑仍在；三是新兴市场经济体供给能力仍未修复，出口替代效应将继续显现。不过，由于2019年12月出口额和同比增速为年内最高值，对2020年12月出口增速形成一定拖累。

主要贸易伙伴方面，对美国 and 东盟出口为主要拉动。出口额和增速上，对美国出口465亿美元，增速降至34.5%，对东盟出口444.3亿美元，增速提高至18.4%，对欧盟出口420.6亿美元，增速降至4.3%。出口增长贡献上，对美国、东盟、欧盟出口拉动分别为5.0%、2.9%、0.7%。与11月相比，对主要贸易伙伴出口贡献升降不一，其中对美和对欧盟出口拉动贡献分别下滑2.4个百分点和0.6个百分点，对东盟出口拉动提高1.3个百分点。

重点出口商品方面，劳动密集型商品、汽车及零配件、自动数据处理设备和集成电路是主要拉动。七大类劳动密集型商品出口额531.3亿美元，增速回落至15.2%，塑料、家具、纺织和玩具是主要增长点；汽车及零配件出口76.7亿美元，增速回落至21.7%；自动数据处理设备出口223亿美元，增速提高至54.5%；集成电路出口134.8亿美元，增速提高至39.4%；医疗仪器及器械出口16.3亿美元，增速降至24.3%。出口增长贡献上，七大类劳动密集型商品整体拉动2.9%，较11月回落1.5个百分点；汽车及零配件拉动0.6%，回落0.4个百分点；自动数据处理设备拉动3.3%，提高0.8个百分点，集成电路拉动1.6%，提高0.7个百分点。医疗仪器及器械拉动0.1%，回落0.1个百分点。

12月进口2037.5亿美元，增速6.5%，高于市场预期。进口同比增速较11月有所回升，主要原因：一是我国内需仍然比较稳健。12月高炉开工率平稳，粗钢产量上行，生产端和需求端均保持稳定；二是大宗商品价格回升。12月CRB现货综合指数同比上涨10.3%，涨幅较上月扩大，铁矿石等大宗商品价格上涨明显；三是其他经济体的产能有所恢复，可以满足我国的进口需求。此外，2019年12月进口同比增长16.7%，为全年最高水平，能在这一高基数上实现同比增速回升，显示出我国的内需仍然强劲。

主要贸易伙伴方面，自美国、欧盟和东盟进口拉动均出现回升。进口额和增速上，自美国进口 165.9 亿美元，增速升至 47.7%；自欧盟进口 285.4 亿美元，增速提高至 15.5%；自东盟进口 323.6 亿美元，增速升至 21.7%。进口增长贡献上，自美国、欧盟、东盟进口拉动分别为 2.8%、2.0%、3.0%。与 11 月相比，自美国、欧盟和东盟进口拉动贡献分别提高 0.9 个百分点、1.4 个百分点和 1.7 个百分点。

重点进口商品方面，铁矿砂、集成电路、汽车及零配件是主要拉动。进口数量和进口金额上，铁矿砂进口数量下降至-4.5%，增速由正转负，进口额增速回落至 32%；集成电路进口量提高至 24.6%，进口额增速回升至 26.5%；汽车及零配件进口额增长 36.2%，增速由负转正。进口增长贡献上，铁矿砂对进口拉动 1.5%，较 11 月回落 0.5 个百分点；集成电路拉动 3.8%，提高 1.7 个百分点；汽车及零配件拉动 1.3%，提高 1.4 个百分点。此外，大豆进口数量和进口金额增速均由正转负，分别为-21.1%和-16%，对进口拉动贡献亦由正转负；原油进口数量和进口金额降幅扩大，分别为-15.4%和-43.2%，对进口拉动贡献进一步下降。

图 25：中国月度出口总额和同比增速

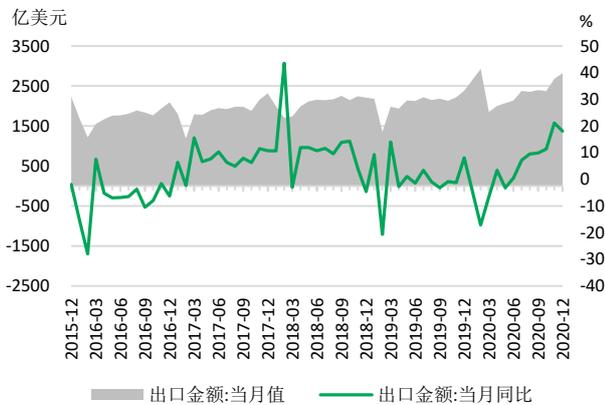
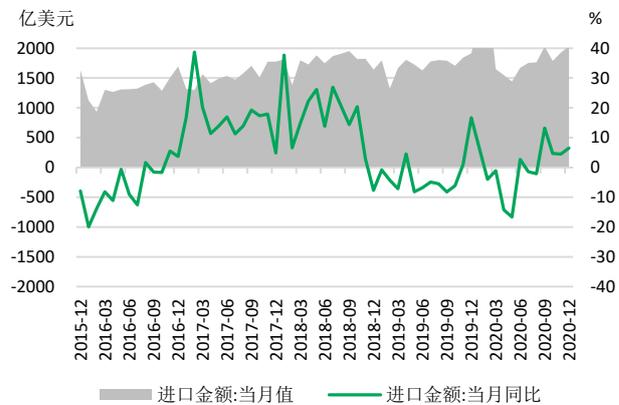


图 26：中国月度进口总额和同比增速



数据来源：WIND

4. 通胀形势：CPI 重回正区间，PPI 即将脱离通缩

12 月 CPI 同比上涨 0.2%，环比上涨 0.7%，在 11 月出现较为意外的负增长后，迅速回归正区间，基本符合市场预期。分项看，城市同比上涨 0.2%，农村上涨 0.2%；食品价格上涨 1.2%，非食品价格持平；消费品价格上涨 0.2%，服务价格上涨 0.3%。2020 年全年，全国居民消费价格比上年上涨 2.5%。

12月CPI同比增速回升，主要受食品价格大幅反弹以及去年偏低基数影响。从食品价格看，临近年关，猪肉需求明显增加，上涨情绪导致部分养殖户压栏惜售，寒冷天气因素也影响运输，造成猪肉价格反弹迅猛，12月环比上涨6.5%。受此传导影响，其他肉类也保持小幅上涨，牛肉和羊肉分别环比上涨0.5%和2.6%。节日因素则推升鸡蛋、奶制品价格出现反弹，分别环比上涨2.4%和0.3%。此外，天气因素也导致鲜菜鲜果价格有所上涨。最终食品价格环比上涨2.8%，同比上涨1.2%，影响CPI同比上涨约0.26个百分点。

非食品方面，能源价格上涨推动非食品环比小幅上涨0.1%，但各类服务、房屋租金、制造业产品仍保持弱势。分项看，文化、娱乐和教育价格受局部地区疫情反复影响，环比下降0.1%；衣着价格在新品上市效应消退后环比持平；医疗价格保持稳定环比持平；主要制造业产品价格仍保持弱势，但由于工业品和能源价格明显回升，交通通信环比大涨0.9%，生活用品环比上涨0.1%；受疫情反复，房屋租金价格保持弱势，环比下降0.1%。此外，由于2019年12月CPI环比持平，弱于历史平均水平（通常12月因寒冷天气及需求回升因素会环比上升），为2020年12月提供了相对较低的基数，也是CPI同比转正的一大原因。

从全年CPI来看，2020年同比上涨2.5%，低于5月政府工作报告提出的3.5%目标。一方面说明猪肉供给有效恢复，疫情期间的一些必需品囤积涨价很快过去，另一方面是疫情后期经济更多表现出需求不足导致的价格回落。整体看2.5%的通胀水平还是比较合理和可接受的。

12月PPI同比跌幅大幅收窄至0.4%，环比大涨1.1%，略超市场预期。12月国际大宗商品价格延续涨势。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明显上涨，部分地区工业订单充足，生产形势良好甚至导致缺电现象。12月制造业PMI表现较为强势，生产、新订单、新出口订单指数均为年内次高值，PMI出厂价格指数由上月的56.5%大幅上升至本月的58.9%，反映当前工业受需求回暖影响景气程度较高，出厂价格上涨带动利润空间回升。

图 27: 居民消费价格指数月度同比与环比

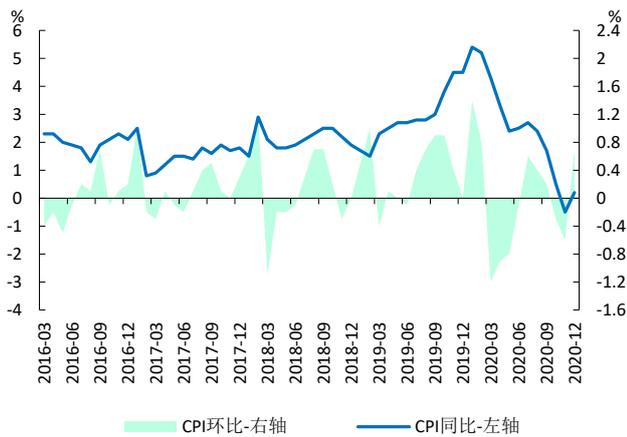
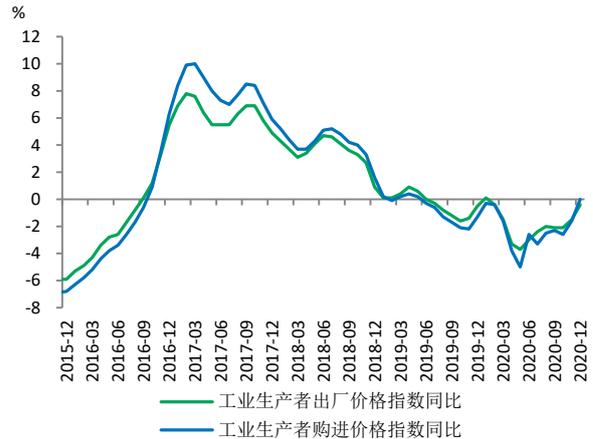


图 28: 生产者购进和出厂价格指数



数据来源: CEIC

5. 金融环境：信贷稳中放缓结构优化，社融拐点进一步明确

明确

2020年四季度信贷长增短减，结构持续优化。四季度新增人民币贷款3.38万亿，同比多增1885亿元。其中，企业和居民中长期贷款均实现同比多增，分别多增400亿元和5100亿元；而企业和居民短期贷款均同比少增，分别少增3700亿元和500亿元。信贷长增短减，结构持续优化，四季度中长期贷款占比高达85.80%，较去年同期提升12.17个百分点。全年新增人民币贷款19.64万亿，较去年多增2.82万亿，基本符合年中“20万亿”的政策预期。

单看12月，新增人民币贷款1.26万亿，同比多增1200亿元，同比增速录得12.8%。企业中长期贷款和票据融资提供了主要支撑，其中，企业中长期贷款新增5500亿元，同比多增1522亿元，虽保持多增趋势，但动能不足、稳中放缓的疲态已现，环比连续三个月少增。这主要是受银行年底信贷额度紧张，储备项目来年释放，抢业绩“开门红”影响。因而，年底央行公开市场操作流动性超预期投放并未在信用层面完全显现。而市场流动性边际趋松致使票据贴现利率下行，表内票据融资走高，当月新增3341亿元，同比多增3079元，创年内峰值，也一定程度分流了企业短期贷款。因而，企业短期贷款表现较差，当月少增3097亿元，同比少增3132亿元，为年内最低值。反观居民部门，则表现平平，短期、中长期分别新增1142亿元和4392亿元，同比少增493亿元和432亿元。

其中,居民中长期贷款同比增量由正转负,但全国商品房交易并未趋冷,规模还创新高,价格稳中略涨,可能是因银行按揭贷款供给延后所致。

四季度新增社融合计 5.25 万亿元,同比多增 1848 亿元。除前述信贷稳增长外,同比改善主要由地方政府专项债、委托贷款、股票融资提供支撑,分别同比多增 1198 亿元、2178 亿元和 1687 亿元。而信托贷款、承兑汇票和企业债券融资则形成主要拖累,分别同比少增 4474 亿元、4399 亿元和 5381 亿元。全年社会融资规模增量累计为 34.86 万亿元,比上年多 9.19 万亿元,实现了年中“超 30 万亿”的政策预期。

12 月新增社融 1.72 万亿元,同比少增 4813 亿元,低于市场预期,拐点进一步确认。除贷款外,仅新增政府债券和股票融资实现超千亿正增,分别为 1184 亿元和 1125 亿元,同比多增 1144 亿元和 693 亿元。当月企业债券融资净融资规模仅为 442 亿元,主要受高评级信用债违约事件、年底集中到期以及债券收益率下行融资需求延后等多方面影响,同比少增 3151 亿元。此外,表外融资在监管重压下也难见好转迹象,当月表外融资少增 7376 亿元,同比少增 5920 亿元,对社融新增造成较大拖累。其中,当月信托贷款少增 4601 亿元,同比少增 3509 亿元,远超全年平均水平。这主要是由于资管新规旧过渡期是 2020 年 12 月份导致很多非标集中到期,以及前期监管要求主动管理类融资信托规模较 2019 年压降 20%,但受疫情影响前期压降不足,12 月机构集中压降所致。

M1、M2 增速回落,剪刀差扩大。12 月 M1 环比增速回落 1.4 个百分点至 8.6%,M2 环比增速回落 0.6 个百分点至 10.1%。M1-M2 增速剪刀差扩大至 1.5 个百分点,结束了连续 7 个月的收窄态势,或表明企业对未来经济增长预期转为谨慎。

图 29: 人民币信贷与社融增长情况

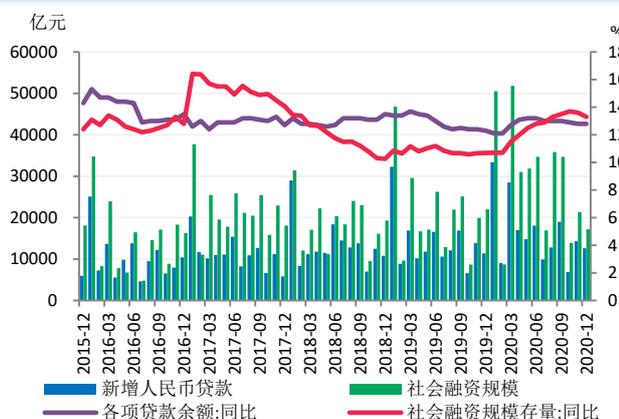
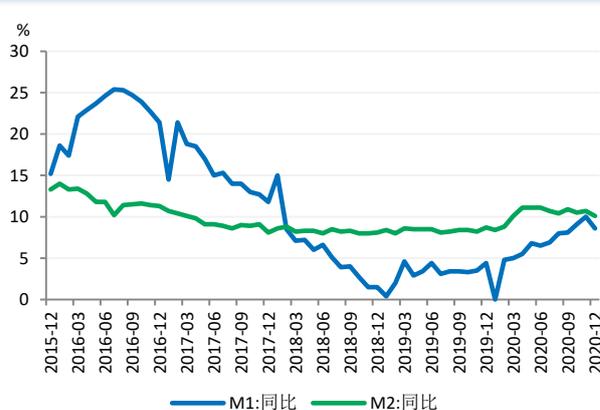


图 30: M1 与 M2 余额同比增速



数据来源：WIND

6. 金融市场：人民币汇率延续升势，债券市场收益率震荡回落

2020 年四季度向好的基本面支撑下，人民币汇率延续升势。中国经济率先摆脱新冠疫情影响，四季度 GDP 同比增长 6.5%，超过上年同期，为 2019 年以来最高当季增速。基本面表现优异，人民币进入升值通道。2021 年 1 月 15 日，人民币兑美元汇率中间价和即期汇率分别收于 6.4633 和 6.4752，较 10 月 15 日升值 4.21%、3.89%。

从支撑人民币汇率升值的主要因素看，一是中美基本面差异明显。受益于我国率先控制住疫情，四季度 GDP 超预期回升，强劲的基本面支撑人民币汇率持续走强。二是中美利差有所收敛仍于高位，外资持续增持人民币资产。近期美债收益率快速上行，叠加 2020 年末较为宽松的资金面引起的中国债市反弹，中美利差已逐渐收敛。截至 1 月 15 日，中美 10 年期国债利差为 204bp，但仍处于历史较高水平。中央结算公司最新发布数据显示，12 月境外机构增持 1185.1 亿元人民币债券，连续第 25 个月增持中国债券。三是美元指数低位震荡，缓和人民币汇率贬值压力。四季度，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带来的避险需求推动下，数次反弹，整体仍保持低位盘整，缓和了人民币汇率贬值压力。

债市收益率前震荡回落。2020 年 10 月 15 日至 11 月 23 日，在经济稳步恢复、疫情特殊期间的货币政策逐步退出、央行资金净投放规模减少等因素影响下，利率债收益率逐渐上行。期间 1、5、10 年期国债收益率分别上行至 2.9510%、3.1337% 和 3.265%。受信用违约事件影响，信用债收益率上行更快，1、5、10 年期 AA 级企业收益率分别上行至 4.0872%、4.7386% 和 5.1312%。随后，央行在 11 月中旬开启宽松操作并延续至年末，债市在资金面宽松的带动下开始下行。截至 2021 年 1 月 15 日，1、5、10 年期国债收益率分别降至 2.3843%、2.9634% 和 3.1508%；同期企业债收益率降至 3.7294%、4.5834% 和 4.9559%。

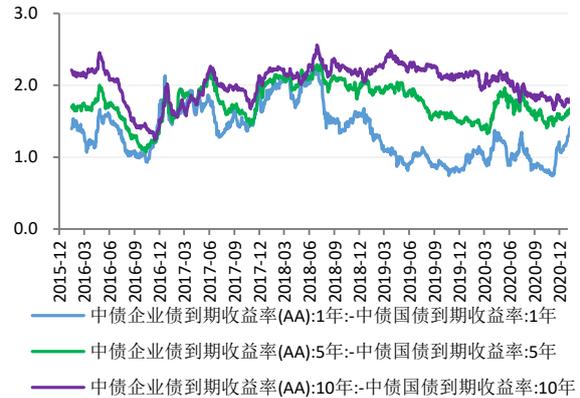
信用利差震荡走阔。2020 年 11 月中旬违约事件发生后，负面情绪推高信用利差。截至 2020 年 11 月 30 日，1、5、10 年期 AA 级企业债信用利差分别为 121bp、160 bp 和 184bp。随后多个部门表态将严惩逃废债

叠加央行流动性呵护，债市情绪开始缓和。此前大幅调整的债市收益率开始震荡回落。但因市场风险偏好依然谨慎，信用利差仍居高不下。截至2021年1月30日，1、5、10年期AA级企业债信用利差分别为135bp、162bp和181bp。

图 31：人民币对美元汇率走势



图 32：AA 企业债与同期国债利差走势



数据来源：WIND

（二）2021 年一季度展望

展望 2021 年，预计全年我国经济将呈现“前高后低”走势。一季度受全球疫情二次暴发影响，我国输入型疫情压力较大，常态化防控措施继续加强等影响，GDP 环比增速将会回落，但疫情期间的刺激政策尚未退出，且在 2020 年同期低基数的衬托下，同比有望实现超过 15% 的高增长。

从供给端看，工业生产将保持高位，服务业有望持续回升；从需求端看，投资、消费和进出口均呈现“环比回落，同比高增”走势；从物价看，一季度 CPI 或将陷入负增长，PPI 有望走出通缩；从金融数据看，信贷和社融规模扩大，结构优化，人民币汇率冲高回落，债券市场延续调整。

1. 供给端：工业生产保持高位，服务业持续回升

（1）预计工业增加值仍将保持高位

展望 2021 年一季度，考虑到上年同期基数为历史低点，预计工业增加值仍将保持高位。

从需求来看。外需方面，2021 年一季度海外新冠肺炎病例或将继续

高增、疫苗大规模使用仍需时间，出口高景气度有望延续，相关制造业仍能保持较高景气；内需方面，基建投资在“十四五”开局之后将会发力，房地产开发投资在高施工率的带动下仍然保持韧性，消费在就业和收入好转之后将会继续反弹，内外需共振将会对工业生产形成支撑。

从产能和库存来看。2020年四季度，全国工业产能利用率为78.0%，比三季度和去年同期分别上升1.3和0.5个百分点，企业下半年持续满负荷运转。2020年1-11月规模以上工业企业利润总额累计同比增长2.4%，21个月以来首度由负转正并连续两个月保持正增长，同期产成品存货同比7.3%，较1-10月回升0.4个百分点。企业利润回升带动库存增加，这意味着工业企业已向主动补库存阶段过渡。产能和库存均有利于下一阶段生产继续扩大。

从政策因素来看。一方面，本次春节期间为做好疫情防控，政策倡导企业合理安排生产、错峰放假调休，以岗留工、以薪留工，春节效应对生产开工时长的拖累或有所减弱。另一方面，“十四五”期间，国家将会加速发展现代产业体系，坚定不移建设制造强国、质量强国、网络强国、数字中国，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，智能制造等相关产业将会得到进一步发展，对工业生产形成有力支撑。

(2) 预计服务业有望持续回升

展望2021年一季度，预计冬季局部地区疫情对我国服务业的负面影响将一定程度被上年同期的低基数效应所抵消，服务业生产指数同比增速有望将继续回升。

从发展环境来看。虽然冬季我国一些地区出现散发病例乃至局部聚集性疫情，对线下服务业持续恢复带来了一些不确定性，但考虑到我国前期疫情防控积累了丰富经验，有利于发生疫情的地方迅速采取行动并遏制疫情扩散，实行精细化防控举措也降低了对线下服务业的影响，叠加春节假期期间服务需求有所上升，将有望整体推动国内服务业继续回升。

从行业动能来看，疫情催生了新型服务商业模式，推动了线上线下服务加速融合，5G、人工智能、物联网等新技术得到了广泛应用，短视频、直播带货等在线娱乐、在线营销逆势增长，远程办公、在线教育、互联网医疗等新模式成长壮大，为服务业发展注入新的活力，一季度有

望继续助推服务业动能增强。

从盈利情况来看。2020年1-11月份，规模以上服务业企业营业收入累计同比增长1.6%，在10月首度转正后连续第二月正增长，较1-10月加快1.3个百分点。考虑到技术因素，预计2021年一季度服务业营业收入将会继续大幅改善，推动服务业生产向好。

从政策因素看，“十四五”期间，我国将会加快发展现代服务业。一方面，推动生产性服务业向专业化和价值链高端延伸，另一方面，推动生活性服务业向高品质和多样化升级，加快发展健康、养老、育幼、文化、旅游、体育、家政、物业等服务业。无论是生产性服务业还是生活性服务业都将获得政策支持。

2. 需求端：低基数推动三驾马车同比高增

(1) 预计一季度投资保持较高增速

受2020年一季度投资大幅下降的低基数影响，以及考虑到“十四五”开年各地投资热情较高，一季度投资将明显加速。不过，河北、黑龙江等地的疫情反复，以及寒冷天气将对投资产生一定不利影响。综合看，一季度固定资产投资可能跳升至20%以上。

基建投资保持稳健，蓄势待发。作为稳投资政策的压舱石，一季度各项政策仍将聚焦“大基建”领域，随着各地大项目陆续开工，基建投资将蓄势待发，力争为“十四五”开好局。不过，与整体投资相比基建投资将相对平稳，一方面2021年地方债发行进度放缓，财政部对专项债的要求更为严格。另一方面，目前经济增长内生动力较为充沛，基建作为压舱石可暂时留力。预计一季度基建投资增速与整体投资增速大体持平。

制造业投资将实现较快增长。一季度我国制造业投资在全球二次疫情持续重创各国生产能力，防疫等刚需物资需求继续保持旺盛的大环境下，将一举跳出2020年的负增长局面。此外，由于去年制造业投资相对较低的基数，加之目前工业投资相关商品价格上涨的因素，一季度制造业投资有望实现30%-40%左右的超高增长。

受低基期干扰，一季度房地产开发投资增速将大幅回升，后逐季回落，全年有望实现同比高增。积极方面，一是在前期土储和在建项目积累的支撑下，全年建安投资有望持续增长；二是2020年下半年土拍市场

见底回升，前期土地成交将会直接体现在2021年土地购置费用的稳定增长上；三是中央提出增加租赁住房供给、补齐租赁住房短板。新增租赁住房用地和新建租赁住房将有力拉动全年房地产投资；四是一二线核心城市资产配置优势和部分三四线城市“因城施策”调控放松将会给全年市场销售提供稳定支撑。消极方面，房地产金融长效机制下“五条红线”明显制约房企融资和投资空间，降杠杆、降负债、去库存将成为房企贯穿全年的主旋律。

(2) 预计一季度社会消费品零售增速将达到28%左右

2021年一季度，多重因素助力消费企稳。一是社会环境进一步正常化。2020年12月31日，国药集团中国生物新冠灭活疫苗已获得国家药监局批准附条件上市，并对全民免费提供，这意味着接种将全面有效推进，疫情在中国已基本被控制住，餐饮等服务消费将迎来加速恢复期，主要消费种类将逐步回到正常增长区间。而且由于出境游难以快速恢复，国内游、国内买成为新选择，国人大量免税需求将会回流。二是政策将会进一步加力。为畅通国民经济循环，促进形成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，各部门、各地区会牢牢把握扩大内需这个战略基点，继续出台政策措施，助力新型消费发展壮大，促进传统消费增长。三是就业形势好转。随着经济回暖向好，一度严峻的就业形势逐步改善，2020年12月份，全国25-59岁就业主体人口的城镇调查失业率为4.7%，恢复至上年同期水平，这将有助于居民收入增速回升和消费信心回暖。

从不利因素看：其一，居民收入下降压制消费支出，内需提振仍需时间。2020年疫情导致居民收入增速显著放缓，从而造成了预防性储蓄的增高和边际消费倾向下降，压制了消费的复苏速度。其二，居民部门杠杆率攀升抑制消费。2020年三季度，居民部门杠杆率已升至61.4%，再度刷新历史高点，对消费的挤出效应会持续显现。其三，政府消费难有改善。2021年财政仍面临较大压力，为保障重点领域支出，一般性支出要坚决压减，因此政府机构和事业单位的消费需求将继续承受较大压力。

由于低基数效应，预计一季度社会消费品零售总额同比增长28%左右，最终消费支出对经济增长的贡献率将稳定在60%左右。

(3) 进出口：预计一季度出口继续高增，高顺差局面持续

从 2020 年全年来看，我国出口 25906.5 亿美元，同比增长 3.6%；进口 20556.1 亿美元，同比下降 1.1%；贸易顺差 5350.3 亿美元，仅次于 2015 年的 5939 亿美元，为有数据以来次高水平，2019 年为 4210.73 亿美元。

展望 2021 年一季度，出口将继续保持高增长，进口将持续回升，高贸易顺差局面或将持续。

出口方面，全球经济继续复苏，外需对出口仍有支撑；海外疫情仍未有效控制，疫苗大规模接种仍需时日，供需恢复错位状况持续，防疫物资、远程办公等产品韧性仍在；12 月 PMI 新出口订单指数继续位于景气区间，出口企业生产经营活动预期指数连续 8 个月回升，制造业出口企业对市场发展信心不断增强，叠加 2020 年一季度出口数据基数较低，出口将继续保持高增长。同时，持续紧张的集装箱运力和保持升值的人民币汇率以及不断上涨的原料成本或将对出口形成一定拖累。

进口方面，国内经济持续复苏，内需有较好支撑；各国生产能力逐渐修复，外部供给逐渐好转；全球经济触底回升和美元处于相对低位，利好大宗商品价格；人民币汇率保持强势，也有利于促进进口；叠加去年同期疫情期间基数相对较低，预计进口将保持高位增长。

3. 通胀形势：CPI 保持较低水平，PPI 有望走出通缩

未来一段时期通胀压力将较为中性。2020 年 12 月 CPI 暂时结束通缩，以及 PPI 通缩幅度大幅收窄，基本符合我们此前的预期，不必为“双通缩”过于担忧。12 月剔除食品与能源价格后的核心通胀环比持平，同比上涨 0.4%，虽然相对弱势，但考虑到冬季疫情影响仍有反复，也不必过于悲观。预计未来一段时间整体物价不论是通胀还是通缩压力均不大，对货币政策的影响较为中性。

一季度 CPI 将再次走低，3 月开始逐步回升。2021 年 1、2 月份受春节错位影响，CPI 仍有进入通缩区间的可能，但持续时间不会太长。此外，2021 年 2 月国家统计局或将调整 CPI 篮子的权重和基年，预计食品类权重将有所降低，居住、服务类将有所升高，CPI 受猪肉大幅波动的扰动将有所减小。预计新基年及新权重下 2020 年修正的 CPI 涨幅会小幅下调，而对 2021 年全年 CPI 的影响则基本保持中性。整体看，预计 2021 年一季度 CPI 将保持较低水平，但二季度开始将有所回升。

一季度 PPI 将走出通缩。目前 PPI 离转正只有一步之遥，随着 2021

年全球疫情逐步向后疫情时代过渡，全球需求复苏支撑能源价格回升，PPI 有望在一季度走出通缩。但需求复苏的同时供给也将有所恢复，预计 PPI 回升幅度仍然有限。

4. 金融环境：信贷结构持续优化，社融冲高回落

2021 年一季度信贷有望实现“开门红”，企业融资需求，结构仍将不断优化。一是基本面持续回暖背景下，出口数据连续超预期，制造业景气度不断攀升，企业中长期贷款需求旺盛，新增规模仍将亮眼；二是在房地产融资政策约束下，特别是叠加年初出台银行房地产贷款集中度管理的两道红线，房地产信贷、居民按揭增速可能面临天花板，但仍有一定韧性；三是基建等广义政府资金需求在 2021 年财政刺激小幅收缩的前提下，相关信贷需求将略有下降。此外，政策仍将加大对科技创新、小微企业、民营企业等薄弱环节的金融支持力度，继续运用普惠性再贷款、再贴现政策，信用投放规模或将小幅回落。叠加“早投放、早收益”的季节性因素，预计一季度企业中长期贷款仍将有望继续放量，对信贷新增形成稳定支撑。

一季度表外、政府专项债、企业债融资规模萎缩，新增社融缓步下行。首先，2021 年为资管新规过渡期最后一年，结合因疫情规模压缩放缓，全年非标融资压缩力度将有所增大，制约表外融资新增规模；其次，随着经济步入常态，特别抗疫国债将不再发行，地方政府专项债发行规模也将有所萎缩；最后，企业债券发行短期内仍将受到高评级信用债违约事件影响，发行规模将延续同比少增态势。上年社融数据高基数因素也是制约今年增速的主要因素之一。此外，企业股权融资仍将得利于资本市场改革，维持较高融资规模。

展望全年，2021 年国内疫情防控和稳增长压力仍旧相对较大，央行一再强调货币政策调整不能仓促，信用“稳”字当头，避免出现“政策断崖”，处理好恢复经济和防范风险的关系，维持货币政策稳定性和持续性尤为重要，将平滑退出疫情期间临时性刺激政策，拉长退出周期，保持广义货币（M2）和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。因此，预计 2021 年全年新增信贷、社融增速延续上年末高位回落趋势，缓慢回调。

5. 金融市场：人民币汇率升幅收窄，债券市场延续调整

2021年一季度，人民币汇率有望延续回升，但升幅逐渐收窄。全年来看，大致在[6.3-6.8]范围内波动。在中美经济增速差收窄、中美利差收敛、美元指数出现阶段性反弹、经常项目顺差减少以及央行对汇率加强审慎管理等多种因素作用下，预计人民币汇率难以持续走强，在年初惯性冲高之后，将会进入震荡回落态势。但是，人民币兑美元汇率还会受到中美双边关系的影响。拜登上台之后，中美关系是继续缓和还是走向恶化，中美能不能继续推进第二阶段贸易协议签署，都面临一定的不确定性，这将在一定程度上对人民币兑美元汇率形成扰动。

2021年一季度债市收益率延续调整。预计一季度债市收益率仍将延续调整。2021年初，猪价短期企稳回升，但不改CPI中期下行趋势，且地方政府债券发行较2020年减量，债券市场供给压力不大，债市收益率有下行可能。但央行多次强调货币政策基调维持稳健中性，预计此后将通过政策工具调节流动性度，短期内总量政策难有放松，结构性政策延续背景下，债市收益率难以大幅下行。

三、政策回顾与展望

（一）2020年四季度政策回顾

1. 货币政策：维持稳健基调

2020年四季度以来，货币政策维持稳健基调，央行通过超额续作MLF和公开市场操作向市场提供流动性，以对冲政府债券发行、信用债违约和结构性存款压降等带来的冲击，市场利率围绕政策利率波动，基本满足了市场需求，实现了政策目标。

一是货币、信贷增长基本实现年度目标。2020年末，广义货币供应量（M2）同比增长10.1%，比上年末高1.4个百分点；人民币贷款累计新增19.6万亿元，比上年多增2.8万亿元；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。从全年来看，央行通过三次降低存款准备金率，为实体经济提供了1.75万亿元长期流动性。央行累计推出9万多亿元的货币政策支持措施，确保了“货币总量适度，流动性合理充裕”的政策目标。

二是信贷结构优化。制造业企业、中小微企业贷款持续发力，金融对实体经济重点领域的精准支持力度加大。2020年，制造业中长期贷款余额增长35.2%，比上年高20.3个百分点，增速已连续14个月上升。普惠小微贷款增长30.3%，比上年高7.2个百分点。同时，房地产调控政策效果逐步释放，房地产贷款余额增速已连续29个月回落。

三是持续深化金融供给侧结构性改革，实体经济融资成本明显下降。2020年，利率市场化改革持续推进，存量浮动利率贷款定价基准转换如期顺利完成，利率改革红利持续释放，货币政策传导效率增强，推动企业贷款利率明显下降。2020年末，全国企业贷款加权平均利率为4.61%，比上年末下降了0.51个百分点，创2015年有统计以来的最低水平。同时，金融系统千方百计降低企业融资成本，圆满实现向实体经济让利1.5万亿元的目标。

四是金融支持“三大攻坚战”成效显著。2020年，防范化解金融风险攻坚战取得重要阶段性成果。P2P平台已全部“清零”，各类高风险金融机构得到有序处置，影子银行规模缩减，资管产品风险明显收敛，同业关联嵌套持续减少。同时，央行坚决支持打赢精准脱贫攻坚和绿色

发展，也取得积极成效。

2. 财政政策：更加积极有为

2020 年四季度以来，积极的财政政策继续统筹疫情防控和经济社会发展，通过加强应对疫情财税政策保障、加大政策对冲、强化攻坚保障、突出民生兜底、深入推进供给侧结构性改革、稳步推进财税体制改革，有力推动经济恢复和社会大局稳定。

一是财政收支情况持续向好，重点领域支出得到有力保障。2020 年 11 月，全国一般公共预算收入同比下降 2.7%，扣除去年同期特定国有金融机构和央企上缴利润抬高基数等因素之后，连续第 6 个月保持增长，反映了经济持续稳定恢复。同时，全国一般公共预算支出继续恢复性增长，新冠肺炎疫情防控、脱贫攻坚、基层“三保”等重点领域支出得到有力保障。

二是减税降费措施落实有力，政策效果正在逐步显现。2020 年以来，为应对疫情冲击，财政部会同有关部门连续发布实施了 7 批 28 项优惠力度大的减税降费措施，聚焦支持疫情防控保供、帮扶受疫情影响较大的困难行业、支持企业复工复产。这些政策措施加上 2019 年大规模减税降费形成的翘尾减收，全年为企业新增减负超过 2.5 万亿元。为确保减税降费切实落实到位，相关部门采取了一系列积极有效的举措，提高政策实施的时效性和精准性。

三是直达资金全部下达，使用效果明显。财政资金直达机制是有效应对疫情影响的重要举措，是财政宏观调控方式的重大创新。从 2020 年实施情况看，直达资金下达速度更快、投向更加精准、管理更加规范，在改进预算管理、提高资金使用效益、增强财政调控效果等方面发挥了重要作用。截至 2020 年底，直达资金预算下达已经完成，其中 1.52 万亿元资金已经投入使用，为地方做好“六稳”工作、落实“六保”任务提供了坚实保障。

四是地方政府专项债券发行使用情况总体良好。2020 年，全国发行新增地方政府债券 45525 亿元，完成下达债务限额的 96.2%。其中，一般债券 9506 亿元，完成 97.0%；专项债券 36019 亿元，完成 96.1%。专项债券资金主要用于党中央、国务院确定的交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、民生服务、冷链物流设施、市政和产业园区基础设施等七大领域，同时积极支持“两新一重”、公共卫生设施建设等。

（二）2021年一季度政策展望

1. 货币政策展望：灵活精准、合理适度

展望2021年，考虑到经济增速继续回升，产出缺口继续收敛，物价表现整体温和，同时又不存在过热风险，预计货币政策基调将延续2020年下半年的稳健中性状态。

一是稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。中央要求“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”。2021年名义经济增速预计在10%左右，预计社融增速应不会低于10%，这样大致可以保持宏观杠杆率基本稳定，这意味着2021年的信用环境将比2020年边际收紧。不过，央行也表示会延续货币政策的连续性、稳定性、可持续性，“稳字当头，不急转弯”。总的来说，预计2021年货币政策的调整将较为温和，会充分考虑评估政策调整的时间、力度和效果。

二是继续推动结构调整。央行将继续发挥好结构性货币政策工具和信贷政策精准滴灌作用，一方面，发挥再贷款、再贴现和直达实体经济货币政策工具的牵引带动作用，加大对科技创新、小微企业和绿色发展的金融支持。另一方面，继续引导金融机构增加制造业中长期贷款，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应。

三是做好风险防范。遵循中央会议精神，央行要求“前瞻应对不良资产反弹，精准防控重点领域金融风险”“推动中小银行深化改革、化解风险”“坚决打击各种逃废债行为”等，并要求“坚持金融创新必须在审慎监管的前提下进行”“加强互联网平台公司金融活动的审慎监管，抓紧补齐监管制度短板”“强化支付领域监管，个人征信业务必须持牌经营”等，2021年监管的穿透性、统一性和权威性将继续增强。

2. 财政政策展望：提质增效、更可持续

展望2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，推动经济社会发展行稳致远。一方面，进一步完善政策实施机制，向内挖潜，切实提升政策效能和资金效益。另一方面，支出规模和政策力度保持基本稳定，为应对新的风险挑战留出政策空间。

一是在保持一定减税降费力度基础上，着力完善相关政策，让企业

有更多获得感。综合考虑财政承受能力和实施助企纾困政策需要，保持一定的减税降费力度，继续实施制度性减税降费政策帮扶企业。同时，严控非税收入不合理增长，加大各类违规涉企收费整治力度，坚决防止弱化减税降费政策红利等。

二是总结完善财政资金直达机制的经验做法，形成常态化制度化安排。通过合理扩大直达资金范围、完善部门协调配合工作机制、强化直达资金监控系统支撑、推动将直达机制嵌入预算管理流程，切实提高财政资金使用效益。2021 年直达资金总量将比去年有所增加。

三是用好地方政府债券，防范化解地方政府债务风险。开好“前门”，合理确定地方政府债务规模；堵住“后门”，严禁地方政府以各种名义违法违规或变相举债，加强风险评估预警结果应用，有效前移风险防控关口，坚决刹住违法违规举债行为；完善管理，按照“资金跟着项目走”的原则，适当放宽专项债发行时间限制，合理扩大使用范围，引导地方精准聚焦重点领域。

四是坚持尽力而为、量力而行，加强基本民生保障。确保民生支出与经济发展相协调、与财力状况相匹配，不断把民生红利落到实处。措施包括落实就业优先政策，统筹用好就业补助资金等各类资金；促进教育高质量发展，加大教育财政投入；稳步提高社会保障水平，推进企业职工基本养老保险全国统筹；完善全国社会保障基金管理，深化投资运营管理体制机制改革；推进健康中国建设；支持发展文化事业产业。

五是强化财税政策支持和引导，坚定实施扩大内需战略。加大税收、社保、转移支付等调节力度，促进扩大居民消费；优化投资结构，积极拓展投资空间；落实国家重大区域战略；推进以人为核心的新型城镇化。

（三）政策建议

2021 年是我国现代化建设进程中具有特殊重要性的一年，既需要为“十四五”开好局，以优异成绩庆祝建党 100 周年，又需要为构建“双循环”新格局打好基础。为推动经济持续恢复和高质量发展，建议做好以下方面工作：

1. 巩固好疫情防控和经济社会发展成果

进入冬季以来，国内疫情呈点状散发状态，形势逐渐严峻，不少地区已经重新加大了疫情防控力度，这将会在短期内对服务业和消费形成

拖累。在疫苗大规模推广使用之前，疫情防控的弦仍然不能松。建议采取综合防控措施，做好疫情溯源工作，力争做到“精准防控，不伤全局”，同时应保持宏观政策的连续性、稳定性和可持续性，疫情期间的小微企业救助措施不宜过快退出，避免出现政策悬崖。

2. 协调好供给侧结构性改革和需求侧改革

供给侧改革是过去几年的政策主线，但在“双循环”新格局下，需求侧改革也应得到重视。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”。

3. 统筹好产业链供应链锻长板和补短板工作

增强产业链供应链的自主可控能力是加快形成“双循环”新格局的题中之义。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。

4. 解决好北方和南方经济差距扩大问题

十三五期间，我国区域经济格局由“东西差距”变为“南北差距”，北方省份普遍出现经济增速下滑，有些地区甚至出现了“区域塌陷”问题，而南方则仍然保持平稳发展势头。两者差距扩大的根本原因，在于北方地区的市场化程度弱于南方，因而经济活力相对不足。建议高度关注这一趋势，通过深化改革开放创新予以扭转：一是引导北方省份学习南方经验，打造强化市场型、服务型、创新型政府，持续改善营商环境，激发市场经济活力；二是将京津冀协同发展打造为北方经济创新驱动主引擎、示范区，引领北方发展新格局；三是鼓励北方省份打造数字化政府平台，充分发挥数字经济在激活市场化进程和民营经济高质量发展中的积极作用。

5. 处理好恢复经济和防范风险关系

去年底的中央经济工作会议围绕“处理好恢复经济和防范风险关系”做了一系列部署，要求“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”“打击各种逃废债行为”，并首次在公报中提出“多渠道补充银行资本金”。此外，还就“强化反垄断和防止资本无序扩张”做了专门部署。建议监管部门根据上述要求，前瞻应对不良资产反弹，精准防控重点领域金融风险，补齐互联网平台公司等监管制度短板，确保金融创新在审慎监管前提下进行。

主要宏观经济及金融数据一览表

年-月份		20-3	20-4	20-5	20-6	20-7	20-8	20-9	20-10	20-11	20-12
国内生产总值当季											
GDP	同比增长, %	-6.8			3.2			4.9			6.5
工业生产 当月											
增加值	同比增长, %	-1.1	3.9	4.4	4.8	4.8	5.6	6.9	6.9	7.0	7.3
消费 当月											
社会消费品	同比增长, %	-15.8	-7.5	-2.8	-1.8	-1.1	0.5	3.3	4.3	5.0	4.6
固定资产投资自年初累计											
总额	同比增长, %	-16.1	-10.3	-6.3	-3.1	-1.6	-0.3	0.8	1.8	2.6	2.9
房地产开发	同比增长, %	-7.7	-3.3	-0.3	1.9	3.4	4.6	5.6	6.3	6.8	7.0
外贸 按美元, 当月											
进出口	同比增长, %	-4.3	-5.3	-9.4	1.1	3.1	3.9	10.9	8.0	13.0	12.9
出口	同比增长, %	-6.9	3.1	-3.5	0.2	6.8	9.1	9.4	10.9	20.6	18.1
进口	同比增长, %	-1.3	-14.4	-16.7	2.3	-1.6	-2.3	12.7	4.4	3.9	6.5
贸易差额	美元, 亿	198.0	449.1	626.1	462.8	618.8	584.8	367.5	580.7	755.0	781.7
通货膨胀 当月											
CPI	同比增长, %	4.3	3.3	2.4	2.5	2.7	2.4	1.7	0.5	-0.5	0.2
PPI	同比增长, %	-1.5	-3.1	-3.7	-3.0	-2.4	-2.0	-2.1	-2.1	-1.5	-0.4
社融及货币信贷											
社融规模	人民币, 万亿	5.2	3.1	3.2	3.5	1.7	3.6	3.5	1.4	2.1	1.7
新增信贷	人民币, 万亿	2.9	1.7	1.5	1.8	1.0	1.3	1.9	0.7	1.4	1.3
社融存量	同比增长, %	11.5	12.0	12.5	12.8	12.9	13.3	13.5	13.7	13.6	13.3
M1	同比增长, %	5.0	5.5	6.8	6.5	6.9	8.0	8.1	9.1	10.0	8.6
M2	同比增长, %	10.1	11.1	11.1	11.1	10.7	10.4	10.9	10.5	10.7	10.1

*注: 数据为 1-2 月累计增速

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

欢迎扫描二维码加入民生银行研究院公众账号“民银智库”(见右图)

