

民银智库研究

2021年第5期

总第161期

中国民生银行研究院

2021年3月16日

宏观数据呈跳跃式上升 内需延续恢复性增长

——2021年3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

yinan@cmbc.com.cn

赵金鑫

zhaojinxin@cmbc.com.cn

孔雯

kongwen1@cmbc.com.cn

程斌琪

chengbinqi@cmbc.com.cn

- **疫情防控向好，全球经济复苏预期增强。**各国公共卫生政策发挥作用，全球新增确诊病例持续下降，全球经济加速重启。2月摩根大通全球制造业PMI环比提高0.3个百分点至53.9%，为2018年3月以来高点；OECD综合领先指标为99.87，连续11个月上升。分国别看，美国经济复苏步伐加快，1.9万亿美元财政刺激落地；欧洲生产修复，通胀显著上升，欧央行承诺加快购债；日本一季度经济或再现负增长，未采取新刺激措施；新兴经济体持续复苏，央行按兵不动。
- **1-2月我国主要经济指标均录得30%以上同比涨幅，积极因素继续增多。**从供给端看，“就地过年”和叠加需求端支撑推升工业生产升至高位；从需求端看，三驾马车仍然保持恢复性增长势头，尤其是出口和房地产开发投资表现较好；从物价看，猪肉回落、局部疫情及去年高基数压低CPI同比涨幅，连续两个月处在通缩区间，需求复苏和大宗商品涨价推动PPI涨幅扩大；从金融环境看，实体经济融资需求旺盛，信贷社融同创历史同期新高；从金融市场看，人民币汇率小幅贬值，债券收益率震荡调整。
- **下阶段我国经济仍将保持较快增长。**从供给端看，随着冬季局部聚集性疫情和“就地过年”效应扰动结束，工业生产动能有望增强；从需求端看，替代国生产加速与外需整体反弹两方面此消彼长，对出口整体影响尚需观望；随着各地重大项目集中开工，财政金融支持资金逐步落实到位，基建、制造业投资增速将有所走强，带动整体固定资产投资增速继续恢复，但房地产投资在调控约束下将渐进回落。
- **政策展望与建议。**下一阶段财政政策将兼顾稳增长和防风险需要，优化结构，加强管理，切实提升政策效能和资金效益；货币政策将在稳字当头的框架下加强对实体经济重点领域的结构性支持。结合当前国内外形势，我们建议做好以下三方面工作：一是发挥消费的基础性作用，积极扩大国内需求；二是深化改革，缩小“南北差距”；三是抓住机遇，加快推进数字化转型。

目 录

一、全球宏观经济形势分析	1
美国：经济复苏步伐加快，1.9 万亿美元财政刺激正式落地.....	1
欧洲：生产持续修复，通胀显著上升，欧央行将加快购债.....	3
日本：一季度经济或再现负增长，未采取新的刺激措施.....	4
新兴经济体：经济持续复苏，央行按兵不动.....	5
二、我国宏观经济形势分析	7
工业：“就地过年”叠加需求端支撑，推升生产至新高位.....	7
投资：投资仍未全面恢复，基建、制造业投资偏弱.....	9
房地产：开发投资发挥支撑作用，多地房价重回上涨通道.....	10
消费：汽车消费一枝独秀，社零保持恢复性增长.....	12
外贸：进出口超市场预期，贸易顺差大幅走阔.....	13
通胀：整体通胀矛盾正由下游猪肉转向上游能源.....	15
金融：实体经济融资需求旺盛，信贷社融同创历史同期新高.....	17
市场：人民币汇率小幅贬值，债券收益率震荡调整.....	19
三、政策展望与建议	20
宏观政策展望.....	20
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

疫情防控持续向好。2 月中旬以来，全球新增确诊病例持续下降。世界卫生组织总干事谭德塞表示，新增确诊持续下降说明即便出现变异毒株，各国的公共卫生政策依然发挥了积极作用。截至 3 月 8 日，全球接种新冠疫苗人数已超 3 亿，占全球人口总数的 3.8%，是全球确诊病例数量的 2.5 倍。其中，疫苗接种人数排名前五的国家为美国、中国、英国、印度和巴西，这五个国家疫苗接种人数之和超过了全球接种总数的 60%。

全球经济复苏预期不断增强。2021 年 2 月，摩根大通全球制造业 PMI 报 53.9%，较上月提高 0.3 个百分点，达到 2018 年 3 月以来的最高水平；服务业 PMI 报 52.8%，较上月提高 1.2 个百分点；综合 PMI 报 53.2%，较上月提高 0.9 个百分点。OECD 综合领先指标为 99.87，连续 11 个月上升。

分国别来看，美国经济复苏步伐加快，1.9 万亿财政刺激正式落地；欧洲生产持续修复，通胀明显上升，欧央行承诺将加快购债；日本一季度经济或再现负增长，未采取新的刺激措施；新兴经济体经济持续复苏，央行保持观望。

美国：经济复苏步伐加快，1.9 万亿美元财政刺激正式落地

美国经济复苏步伐加快。2 月以来，美国当日新增确诊病例维持快速下降态势，全国疫苗接种速度加快。与此同时，经济景气度保持扩张，房地产需求旺盛供应乏力，劳动力市场持续快速改善，通胀压力有所加大。

经济景气度保持扩张。2021 年 2 月美国 Markit 制造业、服务业 PMI 录得 58.6%、59.8%，均保持在荣枯线以上，略好于预期。2 月 ISM 制造业、非制造业 PMI 为 60.8%、55.3%，前者为近三年峰值，后者为近 9 个月低点，制造业活动总体延续扩张，但极寒天气拖累部分州非制造业表现。

消费信心超预期提升。2021 年 3 月密歇根大学消费者信心指数为 83.0，创近一年来峰值，分项现状指数和预期指数均超预期。此前，2 月谘商会消费者信心指数 91.3，连续 3 个月下滑后扭负为正。在疫苗全国推广、新增病例放缓、大规模财政刺激出台三重因素影响下，经济复苏

前景向好，消费者信心走出低谷，指标明显转好，有望继续推动零售销售大幅改善。

房地产需求旺盛供应乏力。2021 年 1 月 NAR 季调后成屋签约销售环比下滑 2.8%，为去年 5 月以来最低。同期营建支出环比增长 1.7%，新屋销售环比提升 4.3%，两指标均超预期。在 30 年期固定抵押贷款保持历史低位、民众购房负担大幅降低的环境下，市场住房需求强劲，但由于待售成屋供应较少，房价涨幅明显扩大，尽管住宅营建、新屋销售势头良好，但远不足以弥补住房缺口。

劳动力市场持续快速改善。2021 年 2 月新增非农就业 37.9 万人，继续大幅回升，高于上月的 4.9 万，为去年 10 月以来最高；同期失业率为 6.2%，较前值回落 0.1 个百分点，再创疫情暴发后新低，虽然就业数量明显修复，但相对千万失业人口而言，增量并不算高。2 月平均时薪同比和环比分别增长 5.3%、0.2%，与前值相差不大，劳动参与率稳于 61.4%，在疫苗接种节奏加快情形下，服务部门或带动就业市场快速回暖。

通胀压力有所加大。2 月 CPI 同比上升 1.7%，持平市场预期，为近一年来最大升幅，核心 CPI 同比增长 1.3%，增幅连续两个月放缓，回落至去年年中水平，但其反弹回升力量正在不断蓄积。2 月 PPI、核心 PPI 同比分别增长 2.8%、2.5%，增速连续两个月陡升，创近两年半、两年来峰值，反映疫情逐步受控后经济活动和需求加快修复，后续或引致 CPI 攀升。

美联储重申货币政策保持宽松。当地时间 2 月下旬，美联储主席鲍威尔就疫情应对措施在国会两院作证。他指出当前经济复苏不平衡且不全面，从大流行中走出仍有漫漫长路，劳动力市场今年难以恢复至充分就业，并重申将继续实施近零利率政策，同时按当前速度进行资产购买，直到严重失业问题得到解决、经济实现进一步复苏。另外，他谈及今年经济增速预计在 6% 以内，还表示将把数字美元事项定为优先。

鲍威尔就国债收益率温和表态。3 月 4 日，鲍威尔在本月 FOMC 会议噤声期前最后一次发表讲话，坦言注意到债券收益率大幅提升，同时评论这是对经济走向复苏的正常反映，并非整体市场无序的表现，他进一步指出当前政策立场较适当，暗示不会立即采取任何行动。尽管市场认为物价数据严重滞后，对央行调整货币政策的预期持续增强，但鉴于联储明示维持宽松并对通胀暂时性大幅上扬保持耐心，预计货币政策尚

难出现转向，但不排除金融状况持续紧缩、威胁其双重目标实现而调整资产购买的可能。

拜登签署 1.9 万亿美元财政刺激法案。在预算和解程序推动下，总统拜登于本月 11 日签署 1.9 万亿美元财政刺激法案，该案是其在立法方面取得的首项重大成就，同时标志新政府最优先关注事项顺利落地。法案内容涉及以下方面：一是对薪资低于 7.5 万美元的个人直接支付 1400 美元；二是批准每周 300 美元且持续至 9 月 6 日的失业救济补助；三是分别提供 1600、480、390、290、220 和 75 亿美元以援助学校和大学、实施病毒检测和追踪、支援儿童保育、餐饮、租金和疫苗分发领域。同日，拜登还发表电视演讲，以纪念新冠疫情暴发一周年，讲话强调提前 40 天实现执政百日内“1 亿支疫苗接种”竞选承诺，同时警示抗疫之战“远未结束”，要继续抗疫以防病毒变异和疫情恶化。

欧洲：生产持续修复，通胀显著上升，欧央行将加快购债

经济增速终值下调。欧元区 2020 年四季度 GDP 终值同比和环比分别增长-4.9%和-0.7%，较预期和初值下降 0.1 个百分点。

制造业持续强劲复苏，服务业连遭疫情重创。欧元区 2 月制造业 PMI 升至 57.9%，显著好于预期和前值 54.8%，连续 8 个月保持在荣枯线以上，并创三年新高。一方面源于在出口和消费等需求回升助推下，封锁措施下的工厂仍维持生产；另一方面源于疫苗接种使企业对复苏前景更趋乐观。欧元区 2 月服务业 PMI 却持续收缩，录得 45.7%，略好于前值 45.4%，但仍连续 6 个月处于收缩区间。欧洲新冠疫情确诊病例数再次上升，政府不得不重新实施部分限制措施甚至延长限制时间，导致欧元区服务业普遍萎缩。2 月欧元区综合 PMI 录得 48.8%，较上月有所回升，但仍处于收缩区间，欧元区一季度经济继续萎缩几乎无可避免。

需求超预期下滑。欧元区 2021 年 1 月零售销售环比增长-5.9%，降幅远超预期值-1.1%和前值 1.8%，再度由正转负，主要源于疫情限制措施导致商店关闭以及冬季除食品和线上消费以外其他商品销售均十分疲软。**生产首现正增长。**欧元区 2020 年 1 月工业产出同比增速由负转正至 0.1%，较上月提高 0.3 个百分点，逾两年以来首现正增长，生产动能持续修复。

失业率意外下降，通胀继续显著上升。欧元区 1 月失业率较预期和前值下降 0.2 个百分点至 8.1%，显示出欧元区休假补贴计划在帮助职工

保住工作岗位方面仍发挥着重要作用。欧元区 2 月 CPI 初值同比增长 0.9%，持平预期值和前值，连续第二个月显著上升。值得注意的是，欧元区成员国通胀分化趋势正在加剧。德国、荷兰 2 月通胀涨幅分别高达 1.6% 和 1.9%，而希腊仍为 -1.9%。考虑到欧元区供给端承压导致物价上涨的情况仍在延续，预计欧元区年内通胀水平将继续攀升。

欧央行承诺提高购债速度。3 月 11 日，欧央行在货币政策会议上宣布维持三大利率和 1.85 万亿欧元紧急抗疫购债计划（PEPP）规模不变，符合市场预期。**购债方面**，本次欧央行虽未扩大购债规模，但表示将在下个季度显著加快购债速度。当前欧央行推行的 PEPP 计划是在 2020 年 3 月疫情之后推出的，计划持续到 2022 年 3 月，规模总计 1.85 万亿欧元，目前以每月 200 亿欧元的速度进行购债，还有 1 万亿欧元左右额度尚未使用。考虑到近期欧债收益率不断攀升，可能危及欧洲地区融资条件和经济复苏，欧央行表示将根据对融资条件和通胀前景的联合评估加快购债。会议声明发布后，欧元区国债收益率应声下跌。

欧央行行长拉加德表示，今年以来，由于银行使用无风险利率和主权债券收益率作为确定信贷条件的主要参考，如果市场利率持续大幅上升而不加以控制，可能导致所有经济部门的融资条件过早收紧。目前仍有必要保持欧元区有利的融资条件，减少不确定性，增强信心，支持经济活动，确保中期价格稳定。在欧元区有利融资条件得到保证的前提下，PEPP 额度不需全额动用。若融资条件恶化，欧央行将在必要时再次调整 PEPP 规模。

拉加德还表示，虽然 2021 年欧元区总体经济形势预计有所改善，但近期经济前景仍存在不确定性。新冠病毒感染率居高不下，变异病毒扩散，相关限制措施延长或收紧，均在短期内对欧元区经济活动造成负面影响。只有当疫情影响消退，欧元区通货膨胀的压力才将逐渐上升。

日本：一季度经济或再现负增长，未采取新的刺激措施

因疫情恶化，今年 1 月日本多地再次进入紧急状态，一季度经济或再现负增长。

制造业活动回暖，服务业活动持续萎缩。2 月份，制造业 PMI 录得 51.4%，较上月上升 1.6 个百分点，创下自 2018 年 12 月以来新高，显示日本制造业已成功地经受住了防疫紧急措施的影响，这主要得益于海外

对科技零部件的强劲需求；服务业 PMI 录得 46.3%，较上月上升 0.2 个百分点，结束连续两个月恶化，但已连续 13 个月收缩。

生产正在恢复。1 月份，工矿业生产指数环比增长 4.2%，结束两个月连降。**消费者继续对支出持谨慎态度。**1 月份，家庭月消费性支出实际同比下降 6.1%，降幅较上月扩大 5.5 个百分点，且已连续第 2 个月负增长；2 月份，季调后消费者信心指数为 33.8%，较上月回升 4.2 个百分点。

物价持续下跌。1 月日本核心 CPI 同比下降 0.6%，降幅较上月收窄 0.4 个百分点。由于疫情导致消费疲软，未来数月 CPI 将持续在负区间徘徊。**失业率下降，有效求人倍率上升，就业形势仍不明朗。**1 月份，季调后失业率为 2.9%，较上月下降 0.1 个百分点；有效求人倍率环比上升 0.05 点至 1.10 倍。日本厚生劳动省官员表示，紧急状态对就业影响有可能滞后，目前还很难说就业形势出现改善，对未来几个月的就业形势保持谨慎态度。

鉴于财政状况“非常严峻”，日本政府目前没有采取任何新的刺激措施。日本财务省发布的数据显示，截止到 2020 年 12 月末，包括日本政府国债、借款和政府短期证券余额在内的国家借款总额首次突破 1200 万亿日元，达到 1212 万亿日元(约合 11.5 万亿美元)；日本政府债务总额占国内生产总值的比重为 200%，居全球第一。

新兴经济体：经济持续复苏，央行按兵不动

主要新兴经济体经济持续，央行按兵不动。增长方面，印度经济持续回暖，巴西经济继续复苏，俄罗斯经济进一步改善，南非经济温和复苏；通胀方面，印度、巴西、俄罗斯和南非通胀均有所回升，巴西通胀超区间上限，俄罗斯通胀再创阶段性新高；货币政策方面，1-2 月印度、巴西、俄罗斯和南非等主要新兴经济体央行均维持利率不变，市场预计下一次议息会议将继续按兵不动。

印度经济持续回暖。景气进一步回升。2 月，综合 PMI 由 1 月的 55.8% 提高至 57.3%，显示与前一个月相比经济活动增强。其中，制造业 PMI 由 57.7% 微降至 57.5%，服务业 PMI 由 52.8% 提高至 55.3%，为一年来最高水平。**失业大幅下降。**1 月失业率为 6.5%，较 2020 年 12 月的 9.1% 下降 2.6 个百分点。**通胀有所回升。**由于燃料价格上涨，2 月 CPI 同比上升 5.0%，较 1 月提高 0.9 个百分点，为三个月高点，高于 4% 的目标中值。

市场预计 2021 财年印度年度平均通胀为 4.6%。

印度加息预期增强。2 月掉期利率飙升显示货币政策收紧预期增强，油价不断上涨导致的通胀担忧再起也助长了猜测，印度可能成为亚洲最快收紧货币政策的国家。下一次议息会议时间为 4 月 5-7 日，市场预期保持利率不变。

巴西经济继续复苏。经济景气回升。2 月制造业 PMI 回升至 58.4%，显示制造业商业状况有所改善，很大程度上是由于国内需求坚挺，导致产量和新订单增加。**失业率继续下降。**2020 年 12 月失业率为 13.9%，较前一个月下降 0.2 个百分点，延续 10 月以来的下降态势。2020 年平均失业率 13.5%，为 2012 年以来最高水平。**通胀四年多来首次超 5%。**2 月，主要受燃料价格上涨推动，广义消费者物价同比上涨 5.2%，超越了央行 3.75±1.25% 的目标范围，较 1 月提高 0.6 个百分点，为 2017 年 1 月以来最高水平。市场预计 2021 年巴西通胀率为 3.6%。

巴西央行保持利率不变。近期巴西央行始终保持按兵不动，其认为近期通胀率不断上升主要由于全球大宗商品价格近期回升，并对食品和能源价格产生影响。由于通胀预期和预测已接近通胀目标，未来货币政策将取决于通胀风险的平衡。下一次议息会议时间为 3 月 16-17 日，市场预期央行按兵不动。

俄罗斯经济进一步改善。景气有所回升。2 月，综合 PMI 由 1 月的 52.3% 升至 52.6%，制造业和服务业经营状况差距持续缩小。制造业 PMI 从 50.9% 升至 51.5%，为 2019 年 4 月以来最佳读数；服务业 PMI 从此前的 4 个月高点 52.7% 回落至 52.2%，显示服务业状况持续改善但幅度放缓。**失业率继续下行。**1 月失业率从 2020 年 12 月的 5.9% 降至 5.8%，延续去年 9 月以来下降态势，为去年 4 月以来最低值，好于市场预期。**通胀再度触及阶段新高。**2 月 CPI 同比由 1 月的 5.2% 提高至 5.7%，为 2016 年 9 月以来最高水平，该国央行预计通胀将在 4 月放缓。市场预计 2021 年俄罗斯通胀率将达到 3.6%。

俄罗斯央行按兵不动。近期俄央行连续维持利率不动，符合市场预期。俄央行认为，需求复苏快于预期、供给方约束持续存在，家庭和企业对通胀预期提高。下一次议息会议时间 3 月 19 日，市场预期利率不变。

南非经济温和复苏。景气小幅回落。2 月 PMI 由 50.8% 降至 50.2%，仍位于荣枯线以上，表明商业状况仅较前一个月有所改善但有降温势头。

失业继续上行。2020 年四季度失业率从上期的 30.8% 上升至 32.5%，为 2008 年提供季度数据以来的最高失业水平。通胀有所回升。1 月，CPI 同比上涨 3.2%，略高于去年 12 月的 3.1%，处于通胀目标区间下限附近，主要贡献来自食品和非酒精饮料、住房和公用事业以及杂项商品和服务。市场预期 2021 年南非通胀率平均为 3.9%。

南非央行保持利率不变。央行表示，决定的背景为短期增长前景低迷、通胀压力减弱，由于新冠病例增加和重启封锁措施，预计一季度增长将保持低迷，复苏之路仍然坎坷。展望未来，政策决策将以数据为依据，预计短期内不会继续放松，二三季度可能加息。下一次议息会议时间 3 月 25 日，市场预期利率不变。

二、我国宏观经济形势分析

1-2 月我国主要经济指标均录得 30% 以上同比涨幅，积极因素继续增多。从供给端看，“就地过年”和叠加需求端支撑推升工业生产升至高位；从需求端看，三驾马车仍然保持恢复性增长势头，尤其是出口和房地产开发投资表现较好；从物价看，猪肉回落、局部疫情及去年高基数压低 CPI 同比涨幅，连续两个月处在通缩区间，需求复苏和大宗商品涨价推动 PPI 涨幅扩大；从金融环境看，实体经济融资需求旺盛，信贷社融同创历史同期新高；从金融市场看，人民币汇率小幅贬值，债券收益率震荡调整。

下阶段我国经济仍将保持较快增长。从供给端看，随着冬季局部聚集性疫情和“就地过年”效应扰动结束，工业生产动能有望增强；从需求端看，替代国内生产加速与外需整体反弹两方面此消彼长，对出口整体影响尚需观望；随着各地重大项目集中开工，财政金融支持资金逐步落实到位，基建、制造业投资增速将有所走强，带动整体固定资产投资增速继续恢复，但房地产投资在调控约束下将渐进回落。

工业：“就地过年”叠加需求端支撑，推升生产至新高位

2021 年 1-2 月工业增加值同比增速录得 35.1%，好于预期值 31.3%，即便与正常年份的 2019 年相比，增速也高达 16.9%，两年平均增长 8.1%，为近年来同期较高水平。

三大门类齐齐升至历史高点，采矿业增加值同比增长 17.5%，两年平均增长 4.8%；制造业增长 39.5%，两年平均增长 8.4%；电力、热力、

燃气及水生产和供应业增长 19.8%，两年平均增长 5.5%。从环比看，2 月份规模以上工业增加值比上月增长 0.69%。

具体来看，1-2 月工业生产超预期升至新高位主要源于三方面因素影响。一是“就地过年”政策。2021 年春节前后的“就地过年”政策使大量劳动力人口就地过年，返乡和复工的季节性弱化，进而使得工作人口增加、生产实际工作时间延长，春节前后生产和复工复产的衔接更为顺利和迅速。国家统计局对近 5000 家工业企业开展了快速调查，结果显示春节期间工业企业平均放假天数 7.5 天，明显少于正常年份；大概接近一半被调查企业表示超过九成员工选择就地过年，从而对工业生产产生了明显的推动作用。

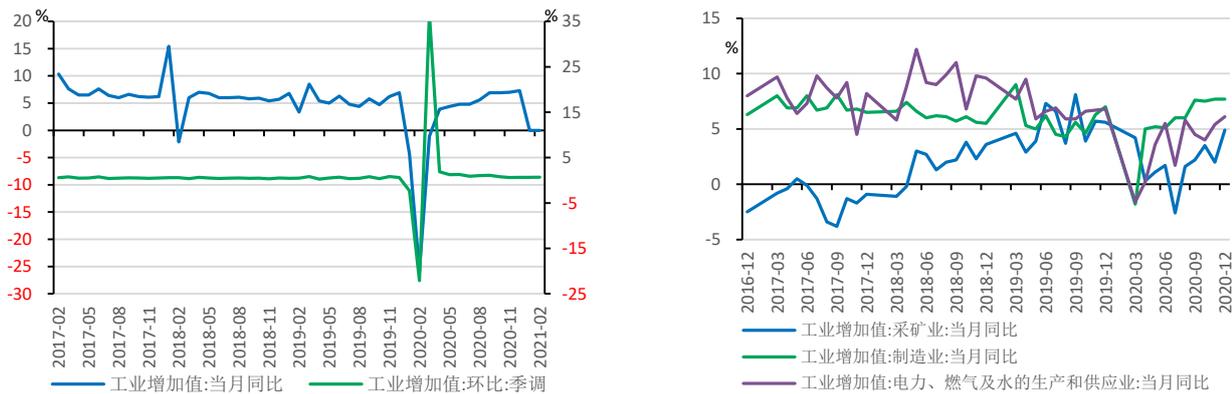
二是需求端回升支撑工业生产订单。外需方面，2 月以来，随着疫苗接种人数的增加和确诊人数的下降，全球经济进入重启状态，欧美等主要经济体消费复苏，推动外需进一步走高。今年 1-2 月，出口累计同比 60.6%，在主要指标中表现最好。1-2 月出口交货值同比增速升至历史高点的 42.5%，显著推动制造业生产。内需方面，1-2 月消费和房地产开发投资继续保持恢复性增长，对工业生产形成支撑。

三是低基数效应。受疫情影响下的停工停产冲击，2020 年 1-2 月工业增加值累计同比增长-13.5%，创历史新低，特别是 2 月同比增长-25.9%。在去年同期低基数的基础上，2021 年 1-2 月工业生产增速被显著抬高。

3 月工业增加值有望继续保持高增。一是随着冬季局部聚集性疫情扰动和“就地过年”效应结束，企业员工到岗、采购、物流运输均有所加快，3 月上旬汽车钢胎、半钢胎周开工率均好于近三年同期水平，工业生产动能有望增强；二是随着疫苗逐步推广接种，经济复苏、需求回暖仍是大趋势。加之工业企业产成品存货已在 2020 年底连续两个月上行，预计未来整体库存仍有望继续震荡上行，主动补库存可期；三是 2020 年 3 月录得的-1.1%的工业增加值同比增速为历史次低水平，预计低基数效应将继续抬高 3 月工业增加值同比增速。

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

投资：投资仍未全面恢复，基建、制造业投资偏弱

固定资产投资同比回升，但仍未全面恢复。进入 2021 年，在中央统一部署下，各地区、各部门积极推动一批重大项目集中开工，新基建、新技术、新能源成为各地投资重点，保障投资资金落实到位。同时，叠加上年低基数因素，1-2 月全国固定资产投资同比增速回升至 35.0%，比 2019 年 1-2 月份增长 3.5%，两年平均增长为 1.7%，弱于消费和进出口。2 月份固定资产投资环比增长 2.43%，较上月回落 0.8 个百分点，边际回落，说明投资仍处缓慢恢复性增长中。

基建投资恢复仍然偏弱。1-2 月，基础设施投资同比增速回升至 36.6%，但两年平均仍负增 1.6%，低于 2019 年同期的 4.3%，表现偏弱。这主要由中央的稳杠杆导向以及今年地方政府债券未能前置发行所致。1-2 月地方政府债实际发行规模约 4180 亿元，较去年同期 12230 亿元规模明显减小，一定程度延缓基建投资修复速度。此外，1、2 月建筑业 PMI 分别回落至 60% 和 54.7%，均弱于 2019 年同期水平。

制造业投资恢复势头较慢，不及预期。1-2 月，制造业投资同比增速由去年末的 -2.2% 回升至 37.3%，结束连续 12 个月的同比负增，但两年平均仍负增 3.4%，弱于 2019 年同期的 5.9%。疫后制造业企业是金融、财税等政策纾困重点，制造业 PMI 连续 12 个月在临界点以上，下游需求恢复与盈利也明显改善，但企业利润尚未充分转化为现金流，资金周转状况距疫情前仍有差距，企业扩建投资信心和能力的恢复仍需一定时间。

民间投资相对较弱。1-2 月，民间投资同比增速为 36.4%，两年平均增长 1.4%，低于整体投资两年增速 0.3 个百分点。近期出台的一系列促进民间投资的引导政策，将进一步激发民间投资活力，有效解决不能投、不敢投、不知往哪投等问题，提振民间投资热情。

下一阶段，随着今年各地重大项目集中开工，财政金融支持资金逐步落实到位，企业盈利和信心稳步恢复，基建、制造业投资增速将有所走强，带动整体固定资产投资增速继续恢复。

图 3：全部投资累计同比与民间投资累计同比

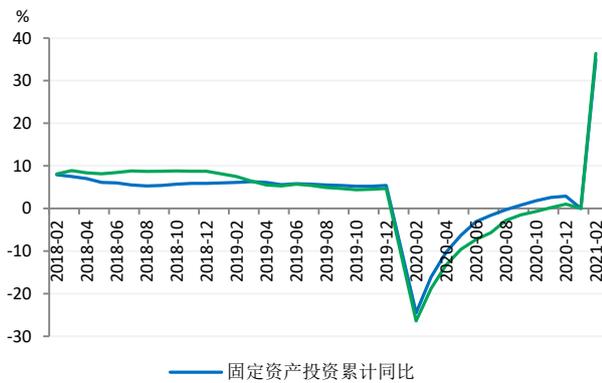
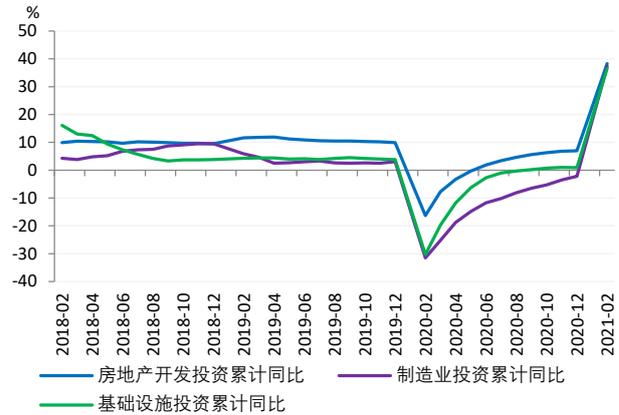


图 4：固定资产投资分项数据



数据来源：WIND

房地产：开发投资发挥支撑作用，多地房价重回上涨通道

房地产投资发挥支撑作用。1-2 月，全国房地产开发投资同比增速报 38.3%，两年平均正增 7.6%，明显强于基建和制造业投资。进入 2021 年，部分城市市场火热，销售数据强势反弹，库存去化较快，有效带动房企施工竣工。施工、新开工和竣工面积分别同比增长 11.0%、64.3%和 40.4%。同时，去年下半年房企大量拿地补土储，也支撑了今年投资数据回升。此外，房地产开发景气指数逐月攀升，2 月报 101.41，较上月提升 0.32，连续七个月高于 100。

“就地过年”引发城市购房潮，销售增速超预期。1-2 月，全国商品房销售面积同比增长 1.05 倍，两年平均增长 11.0%；销售额同比增长 1.33 倍，两年平均增长 22.3%，平均增速均高于 2018、2019 年同期水平。在疫情和严调控影响下，市场仍保持一定惯性，表现不俗，这主要得益于“就地过年”政策引发城市春节购房热潮，北京、上海、广州等一线城市放量显著，南京、杭州、宁波、东莞、佛山等核心二三线城市也保

持成交热度。根据克而瑞数据，2月29个重点城市成交同比增长223%，较2019年同期增长了30%。其中，一线城市成交面积同比增长337%，较2019年同期增长103%。在销售的有力支撑下，重点城市库存面积普遍环比明显回落。然而，三四线低量级城市和小城镇市场明显遇冷，成交规模不尽人意。

多地房价重回上涨通道。2月70个大中城市房价同基本处于微涨区间，上涨城市的范围和幅度较前期明显扩大，出现一轮涨价小高潮。“就地过年”政策造成市场销售出现分化，亦反映在价格上。一线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨4.8%和10.8%，涨幅较前月分别扩大0.6和1.2个百分点，上涨幅度远高于二三线城市。从具体城市来看，广州新建商品住宅价格同环比涨幅均领涨一线城市，而二手住宅销售价格同环比涨幅分别由深圳和北京领衔，对市场具有明显示范效应，需警惕引发全面普涨。仅牡丹江、安庆、北海等少量低量级城市同环比小幅负增。

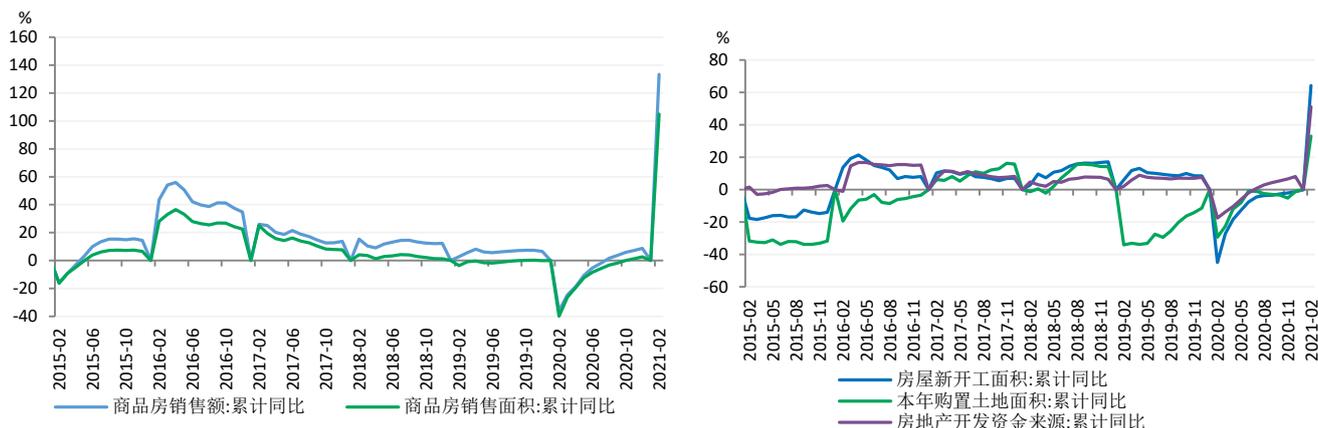
土地成交小幅缩量，“两集中”改革影响后市。1-2月，房地产土地购置面积和成交价款分别同比增长33.0%和14.3%，均略低于2019年水平。虽然成交量整体萎缩，但优质地块成交占比却进一步提升，如上海、广州、宁波等城市优质地块高溢价出让支撑土拍数据回暖。局部市场热度升高与22个重点城市供地“两集中”改革不无关系。重点城市的优质地块在短期内面临断供，房企为了在新政前尽可能增加优质土储拍地热情高涨。未来土地出让节奏将受到严控，房企应合理统筹资金参与土拍、提升投资效率。

房企资金到位稍有改善。1-2月，房地产开发企业到位资金同比增长51.2%，比2019年同期增长24.7%，两年平均增长11.7%。其中，定金及预收款、按揭和自筹资金增速居前，充分反映了“三道红线”制约下房企融资策略的改变。同时，近期北京、上海、广州、杭州等多地金融监管部门严查经营贷违规流入楼市，房地产融资环境将长期低位运行。

展望下一阶段，在“房住不炒”的基本定位下，房地产金融强监管信号不断，结合供地“两集中”等多项“因城施策”政策，特别是前期涨幅较大的热点城市会密集出台新的调控政策，投资增速回落将是大概率事件。

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: 汽车消费一枝独秀, 社零保持恢复性增长

消费稳步恢复。受同期基数较低影响, 1-2 月份, 社会消费品零售总额同比增速高达 33.8%, 扣除价格因素实际增长 34.3%; 比 2019 年同期增长 6.4%, 两年平均增长 3.2%, 弱于 2019 年同期的 8.2%, 仍未恢复至正常水平。

汽车销量增速较高, 是社零重要拉动因素。1-2 月份, 随着我国经济形势稳定向好, 中小城市和县乡市场汽车消费潜力逐步释放, 新能源汽车带动汽车销量增长, 限额以上汽车类商品零售额同比增长 77.6%, 高于社零增速 43.8 个百分点, 两年平均增速为 5.8%, 高于社零增速 2.6 个百分点。除汽车以外的社会消费品零售总额同比增长 30.4%, 两年平均增长 2.9%。

1-2 月消费市场主要呈现出以下特点: 其一, 升级类商品销售快速增长, 基本生活消费保持稳定增长。1-2 月份, 限额以上单位商品零售额中, 18 个商品类别同比增速均超过 10%。其中, 通讯器材类、体育娱乐用品类商品两年平均增速均为 18.2%, 粮油食品类商品两年平均增长 10.3%。

其二, 餐饮消费进一步改善。1-2 月份, 餐饮收入同比增长 68.9%, 高于社零增速 35.1 个百分点, 但两年平均增速为 -2.0%, 消费潜力尚未完全释放。

其三, 线上线下消费增势良好。1-2 月份, 实物商品网上零售额两年平均增长 16.0%, 限额以上零售业实体店商品零售额增长 4.1%。在网上

零售保持较快增长的同时，实体店铺在疫情得到有效防控的背景下逐渐恢复性增长。

其四，受就地过年政策影响，乡村消费慢于城镇。1-2 月份，乡村消费品零售额同比增长 26.7%，低于城镇消费 8.2 个百分点；两年平均增长 1.3%，低于城镇消费 2.1 个百分点。

随着我国对疫情控制持续向好，经济运行态势不断好转，居民消费信心趋于增强，叠加消费利好政策密集出台、一系列援企纾困政策持续发力，消费市场将延续稳定复苏态势，3 月社会消费品零售总额有望增长 28% 左右。

图 7：名义消费与实际消费同比增速

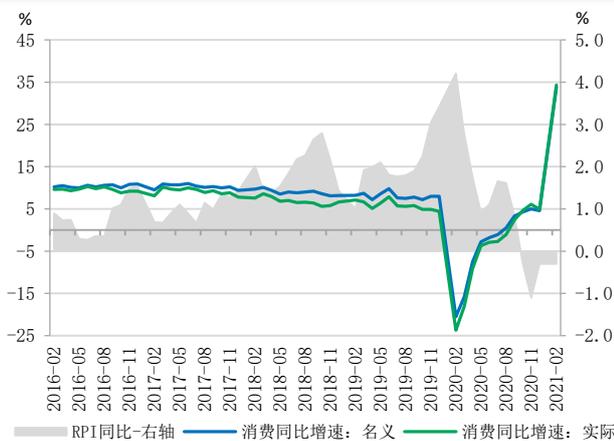
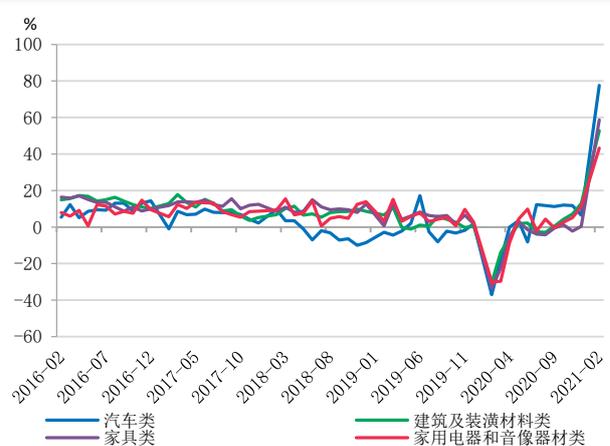


图 8：汽车与居住类商品消费同比增速



数据来源：WIND

外贸：进出口超市场预期，贸易顺差大幅走阔

1-2 月，我国进出口总值 8344.9 亿美元，增长 41.2%。其中，出口 4688.7 亿美元，增长 60.6%；进口 3656.2 亿美元，增长 22.2%；贸易顺差 1032.6 亿美元，去年同期贸易逆差 71 亿美元。

1-2 月出口同比 60.6%，大超市场预期。原因大致包括以下几个方面：一是外需回升。2 月以来，随着疫苗接种人数的增加和确诊人数的下降，全球经济已进入重启状态，摩根大通全球制造业 PMI 回升，欧美等主要经济体消费复苏，周边经济体出口已达到疫情以来的高点。

二是就地过年效应。今年实行就地过年政策，使得春节前后生产和复工复产衔接更为顺利和迅速。海关总署指出广东浙江等外贸大省不少企业春节期间都维持了生产，统计局指出 2 月反映劳动力成本高和劳动力供应不足的企业比重处于近期高点，在手订单仍然充沛。

三是基数因素。由于受疫情冲击,2020年1-2月出口同比下降17.2%,特别是2月同比下降40.6%。在低基数基础上,有利于抬高今年的增速。

从国别来看。1-2月对美国出口805.3亿美元,同比增长87.3%;对欧盟出口737.16亿美元,同比增长62.6%;对东盟出口673.83亿美元,同比增长53%;对日本出口252亿美元,同比增长47.7%。对欧美国家出口增速高于整体增速,对东盟和日本出口则低于整体增速,显示目前的出口仍以最终消费品为主。

从产品来看。通用机械设备同比增长49.6%,手机同比增长59.4%,服装出口同比增长50.0%,大致持平或略低于整体增速。明显偏高的种类包括:一是汽车(包括底盘)同比增长106.8%,二是家居类,如灯具、照明装置及其零件同比增长122.1%,家电同比增长93.7%,家具及其零件同比增长81.7%;三是自动数据处理设备及零部件(电脑类),同比增长80.0%;四是医疗仪器及器械,同比增长75.3%。

1-2月进口同比22.2%,略超市场预期。推动进口高增的原因包括以下几个方面:一是大宗商品价格持续上行。1月以来,受全球经济重启和通胀预期推动,CRB价格指数持续上涨,如铁矿石价格等出现较大幅度上涨。二是中国经济复苏势头良好,增长动能有所恢复,对主要原材料和半成品需求持续增加。海关总署调研显示,部分企业提前备货,主要进口集成电路、能源资源性产品,如集成电路、铁矿砂、原油进口量分别增长36%、2.8%、4.1%。三是去年下半年以来人民币汇率持续升值,有助于促进进口。四是基数效应,受到疫情影响,去年同期进口同比下降4%,也在一定程度上推高进口增速。

从国别来看。自东盟进口531.28亿美元,同比增长29.9%;自欧盟进口458.87亿美元,同比增长32.5%;自美国进口292.68亿美元,同比增长66.4%;自日本进口283.7亿美元,同比增长26.8%。随着疫情逐渐得到控制,其他国家尤其是欧美发达国家的生产能力正在恢复,也有利于我国扩大进口。

从主要产品看。增长较快的产品包括:集成电路进口金额同比增长34.3%,高新技术产品进口金额同比增长35.1%,铁矿砂进口金额同比增长60.9%;汽车及零配件进口金额增长33.8%;粮食进口金额同比增长49.1%。原油和煤炭进口是主要拖累。原油金额数量增长4.1%,但进口金额下降19.6%;煤及褐煤进口数量和金额分别下降39.5%和47.7%。

下一阶段展望。出口方面，全球经济重启下，防疫物资出口下降和订出口单转移增加与外需整体反弹两方面此消彼长，整体影响尚需观望；PMI 新出口订单指数回落至 48.8%，已连续 3 个月回落，预示着出口订单已经开始减少，出口增速后续或将会渐进回落。进口方面，PMI 进口指数则回落至 49.6%，已连续两个月处于荣枯线以下，预示着进口增速也将会渐进回落，但考虑到大宗商品价格的持续上涨以及中国经济的稳健复苏，进口增速有望保持在较高水平。

中美关系对外贸影响仍然喜忧参半，需要持续关注。一方面，两国关系出现边际上的缓和迹象，拜登政府仍要求中国履行第一阶段贸易协议，科技和人员方面的限制有所放松；另一方面，中美科技和人员高端领域限制有所强化，美国也在重新审视产业链供应链稳定性。

图 9：中国月度出口总额和同比增速

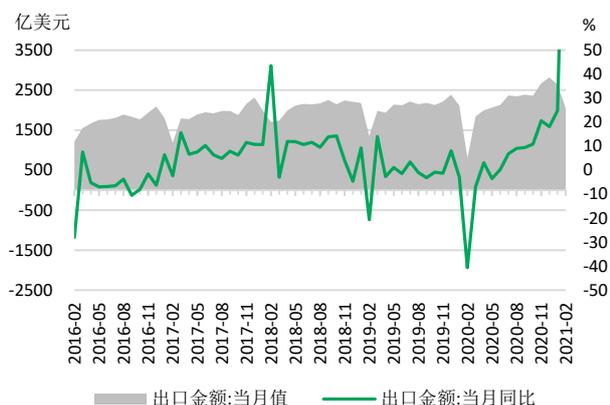
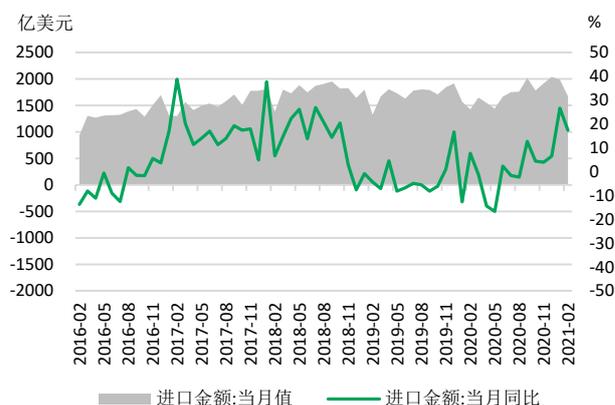


图 10：中国月度进口总额和同比增速



数据来源：WIND

通胀：整体通胀矛盾正由下游猪肉转向上游能源

2 月份 CPI 同比下降 0.2%，连续两个月处在通缩区间，环比上涨 0.6%，基本符合预期。其中，城市同比下降 0.2%，农村下降 0.1%；食品价格下降 0.2%，非食品价格下降 0.2%；消费品价格下降 0.3%，服务价格下降 0.1%。1-2 月平均，全国居民消费价格比去年同期下降 0.3%。

从各方面影响因素来看，春节就地过年以及能源价格上涨是 CPI 环比上涨的主要原因。一是春节因素推动食品、文化娱乐、服务品价格环比上涨。从食品价格来看，在春节因素供给下降需求上升的影响下，牛肉、羊肉、鲜菜、粮油、鲜果和水产品均录得环比上涨，但猪肉价格在 1 月大涨至高点后，节后明显回落，拖累了食品涨幅。从非食品看，就

地过年政策使得春节期间城市需求增加，推动以城市消费为主的家庭服务、文教娱乐、邮递服务等分别环比上涨 1.7%、0.8% 和 0.7%。二是能源价格上涨传导至 CPI 中的相关项目，推动交通工具燃料环比上涨 3.3%，水电燃料环比上涨 0.1%。

猪肉回落、局部疫情及去年高基数压低 CPI 同比增速。在环比上涨的同时，CPI 同比增速依旧维持在通缩区间，主要有以下几方面原因：一是生猪出栏持续恢复，猪肉价格在节后回落拖累食品价格的涨幅，使得今年春节环比涨幅不如去年，从而限制同比增速。二是局部疫情下的就地过年政策导致机票等交通出行费用同比大幅下跌。三是去年 2 月恰逢疫情爆发，尽管从长期看对 CPI 形成了拖累，但短期引发的物资短缺，供应中断，应急储备需求增加推升了同期的 CPI 基数。

2 月 PPI 同比上涨 1.7%，环比上涨 0.8%，基本符合预期。工业生产者购进价格同比上涨 2.4%，环比上涨 1.2%。国际大宗商品价格大体延续涨势，原油价格创疫情全球扩散以来新高，有色金属价格全面走强，CRB 工业现货指数持续走高。国内工业领域需求继续复苏，偶发性疫情对供给端冲击有限。2 月制造业 PMI 出厂价格指数由上月的 57.2% 升至本月的 58.5%，持续大幅高于 50% 临界线。从分项看，生产资料环比上涨 1.1%，仍是 PPI 上涨主因，上游的石油、煤炭金属价格领涨，下游生活资料环比持平。

整体通胀矛盾正由下游猪肉转向上游能源。2 月核心 CPI 环比上涨 0.2%，同比则由上月的下降 0.3% 转为持平。综合来看，新冠疫情对下游需求的抑制减轻，核心通胀相对稳定。输入型通胀对上游的通胀压力有所增加，整体通胀矛盾正由下游猪肉转向上游能源。通胀继续呈现显著的上下游差异性、结构性特点，对货币政策的影响仍然为中性，更多需要通过构建国内大循环等结构性经济政策进行调节。

图 11: 居民消费价格指数同比与环比

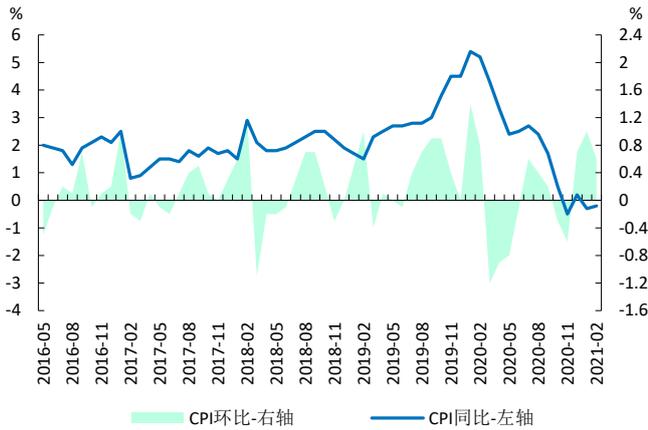
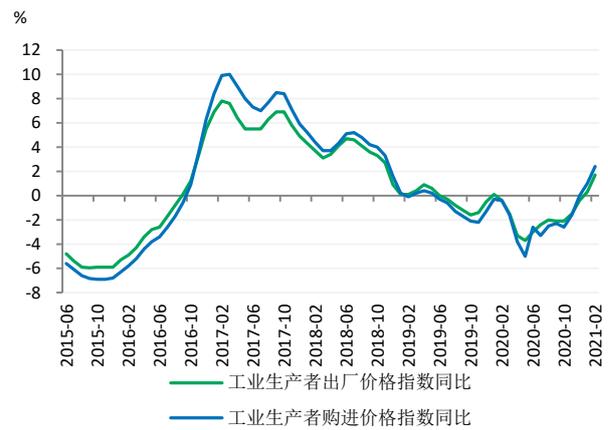


图 12: 生产者购进和出厂价格指数



数据来源: CEIC

金融：实体经济融资需求旺盛，信贷社融同创历史同期新高

2 月新增信贷创历史同期新高，信贷结构继续向中长期倾斜。2 月人民币贷款新增 1.36 万亿元，创历史同期最高水平，同比多增 4529 亿元。贷款余额同比增速回升 0.2 个百分点至 12.9%。2 月信贷超预期高增主要源于企业和居民中长期贷款双双创历史同期新高。

中长期贷款放量与短期贷款、票据融资同比大幅减少对冲下企业部门信贷同比仅呈小幅增长。2 月企业部门新增贷款 1.2 万亿元，中长期贷款高增和短期贷款、票据融资同比为负相互抵消，使得企业部门新增贷款仅同比多增 700 亿元。其中短期贷款新增 2497 亿元，同比大幅少增 4052 亿元，主要与上年同期的基数有关；中长期贷款新增 1.1 万亿元，为历史同期最高水平，同比多增 6843 亿元，反映出疫情好转与政策支持下企业补库存需求上升、资本开支回暖，信贷融资需求十分旺盛；票据融资则减少 1855 亿元，同比多减 2489 亿元，源于银行压缩票据融资规模以满足中长期贷款需求所致。

短期贷款同比少减和中长期贷款同比多增的双重支撑下，居民部门贷款表现不俗。2 月居民部门贷款增加 1421 亿元，同比多增 5554 亿元。其中短期贷款减少 2691 亿元，同比少减 1813 亿元，表明随着疫情好转，居民消费较上年同期显著恢复；中长期贷款增加 4113 亿元，同比多增 3742 亿元，2 月楼市成交仍然保持热度，支撑居民中长期贷款继续多增。

信贷投放倾向实体经济，非银贷款同比少增明显。2 月非银行业金融机构贷款增加 180 亿元，为历史同期最低水平，同比少增 1606 亿元，从侧面反映出企业融资需求旺盛的态势。

2 月新增社融同样创历史同期新高。2 月新增社融 1.71 万亿元，同比多增 8392 亿元，带动社融存量同比增速较 1 月末提升 0.3 个百分点至 13.3%，为 4 个月以来首次反弹。实体融资需求旺盛带动信贷融资和未贴现银行承兑高增，共同支撑 2 月新增社融再创历史同期新高。

从结构上看，信贷多增为主要支撑。社融中人民币贷款新增 1.34 万亿，同比多增 6211 亿元，信贷投放倾向实体经济，结构不断优化。未贴现银行承兑汇票同比大幅高增也是重要贡献。委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票三项融资合计减少 396 亿元，同比少减 4461 亿元，其中未贴现银行承兑汇票增加 640 亿元，同比多增 4601 亿元，经济活跃度提升下企业申请银行承兑汇票需求增加，但表内外票据呈相反走势，或反映了当前信贷额度偏紧的格局。政府债券净融资同比小幅减少。由于今年来地方政府债券发行节奏较慢，政府债券净融资新增 1017 亿元，同比少 807 亿元。股票融资增长平稳。新增 693 亿元，同比多 244 亿元。企业债券净融资受季节性影响显著下滑。企业债券净融资 1306 亿元，同比少 2588 亿元，受上年同期高基数影响虽同比少增，但显著高于 2018、2019 年，发行节奏较为平稳。

M1-M2 剪刀差重新回负。2 月末 M2 同比增长 10.1%，增速较 1 月末高 0.7 个百分点。信贷超预期和财政支出投放支撑 M2 显著高增。2 月财政存款大幅下降 8479 亿元，表明财政投放开始加快。M1 同比增长 7.4%，增速较 1 月末低 7.3 个百分点，M1-M2 再现负剪刀差，春节前年终奖发放带来企业活期存款向居民存款的转移，导致 M1 增速大幅下滑。

实体融资需求旺盛、货币政策稳字当头使得 1-2 月信贷出现开门红，但难改后续信贷社融增速回落趋势：一是随着疫情防控形势好转和经济内生增长动力增强，货币政策基调将较上年边际收紧；二是年初信贷放量投放挤占后续额度；三是金融防风险权重有所上升。预计年内信贷社融增速将缓步回落。

图 13: 社会融资总量与新增人民币贷款

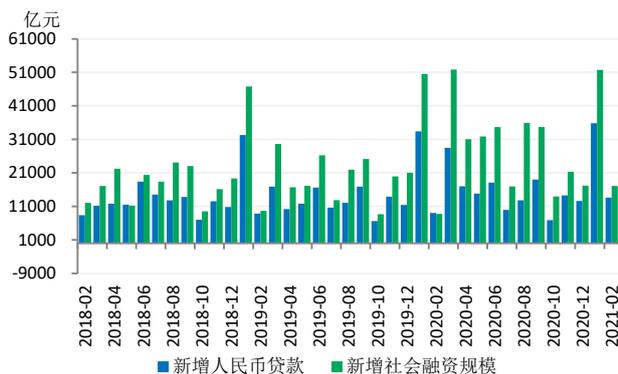
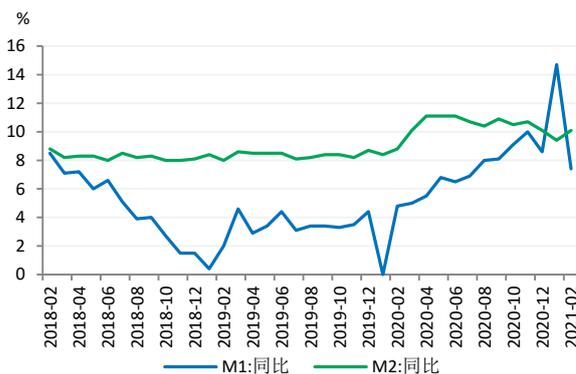


图 14: M1 与 M2 余额同比增速



数据来源: WIND

市场: 人民币汇率小幅贬值, 债券收益率震荡调整

人民币兑美元汇率小幅贬值。2 月下旬以来, 人民币汇率未能延续自 2020 年 3 月以来的强势升态势。3 月 15 日中间价和在岸即期汇率分别收于 6.5010、6.5031, 较 2 月 10 日(春节前最后一个交易日)贬值 0.96%、1.01%; 美元指数多次反弹, 3 月 15 日收于 91.8032, 较 2 月 10 日升值 1.52%。但是, 人民币对美元汇率贬值的同时, 人民币对欧元、日元等货币的汇率仍在升值。

美元指数在美国经济复苏预期增强、美债收益率上升等因素支撑下走强, 对人民币汇率形成压制。近期, 美国疫苗接种速度加快, 新冠肺炎确诊人数下降, 经济复苏预期良好。叠加大规模经济刺激计划, 通胀担忧卷土重来, 美债收益率快速突破 1.6%, 引发资金回流。此外, 美国 10 年期国债收益率作为全球资产定价的锚, 其飙升导致全球金融市场随之剧烈波动, 市场避险情绪升温也是推动美元指数升值的原因。

短期内人民币汇率难以延续单边升值走势, 更多呈现双边波动。随着中国经济稳定恢复, 稳健的经济基本面将继续对人民币汇率形成支撑。但由于通胀预期致使美债收益率上升, 中美利差已逐渐缩窄, 继续推动人民币汇率升值动能减弱。美国经济复苏超预期, 美元指数有继续上行可能, 或使人民币汇率受到压制。

债市收益率整体震荡调整。资金面总体保持收紧趋势, 债市维持震荡调整。2 月 10 日至 3 月 15 日期间, 1、5、10 年期国债收益率分别升 1.91bp、1.75bp、2.91bp 至 2.6750%、3.0999%、3.2740%; 1、5、10 年期 AA 级企业收益率分别降 8.48bp、6.19bp、11.83bp 至 3.6938%、4.5179%

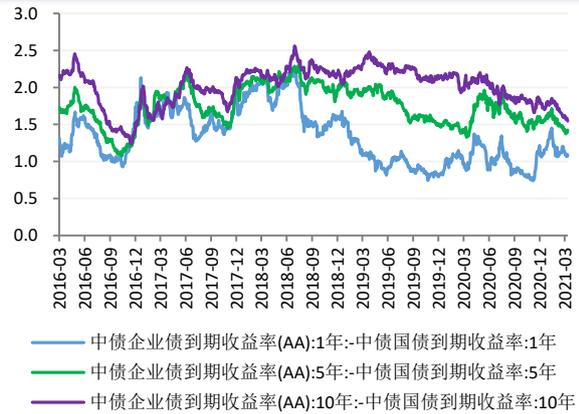
和 4.8049%。考虑到 CPI 和 PPI 呈现分化特征，对近期货币政策收紧的制约有限，资金总体供求平衡，短期债市收益率或仍将保持区间震荡。

信用利差持续收窄。受益于流动性环境平稳，利率债总体发行压力较小，信用债收益率普遍下行，信用利差主动收窄。截至 3 月 15 日，1 年期、5 年期、10 年期 AA 企业债与同期国债利差为 102bp、142bp 和 153bp，较上月收窄 10.39bp、7.94bp 和 14.74bp。

图 15：人民币对美元汇率走势



图 16：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

1. 财政政策

今年，积极的财政政策将提质增效、更可持续。一方面，从支出规模和政策力度着眼，兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定。另一方面，从优化结构和加强管理着眼，进一步完善政策实施机制，切实提升政策效能和资金效益。

一是下调赤字规模和赤字率，增强财政可持续性。今年赤字率拟按 3.2% 左右安排，比去年下调 0.4 个百分点，但是突破了之前数年 3% 的天花板。之所以较上年下调，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。此外，2020 年政府负债率上升 7.5 个百分点至 45.8%，风险总体可控，但赤字大幅扩张不是常态。之所以仍保持在 3.0% 以上，一方面为应

对疫情反复等不确定性留有余地，另一方面也为体现出政策的连续性、不急转弯。今年赤字规模大约为 3.57 万亿，较上年的 3.76 万亿下降不多，比 2019 年增加 0.81 万亿。

二是保持适度支出强度，加强基本民生保障。今年财政支出总规模比去年增加。其中，全国一般公共预算支出安排超过 25 万亿元，增长 1.8%；中央对地方一般性转移支付增长 7.8%，增幅明显高于去年，以增强地方特别是中西部地区财力；直达资金总量为 2.8 万亿，比去年的 2 万亿明显增加，切实兜牢基层“三保”底线；中央本级支出继续安排负增长，进一步大幅压减非急需非刚性支出，降低行政成本。

三是持续推进减税降费，激发市场主体活力。延长小规模纳税人增值税优惠等部分阶段性政策执行期限。同时，为对冲部分政策调整带来的影响，实行新的结构性减税举措，重点减轻制造业和小微企业税收负担，扩大企业投资。

四是坚定实施扩大内需战略。一方面，积极扩大有效投资，优化投资结构。考虑到地方政府债务的压力，以及地方监管趋严导致土地出让收入回落，地方政府的资金来源承压，今年拟安排地方政府专项债券 3.65 万亿，仅比去年减少 1000 亿，比 2019 年增加 1.5 万亿。中央预算内投资安排 6100 亿元，比去年小幅增加 100 亿，继续支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”建设。另一方面，加大税收、社保、转移支付等调节力度，着力提高低收入群体收入，扩大中等收入群体，促进扩大居民消费。

2. 货币政策

货币政策将稳步推进正常化进程。1-2 月经济延续稳定恢复态势，各项经济数据向好，信贷融资迎来开门红，但与此同时风险挑战犹存，经济复苏基础尚不牢固。对此，货币政策将把握好回归正常化的节奏，根据国内经济复苏进程和国际形势变化灵活调整，在稳字当头的框架下加强对实体经济重点领域的结构性支持。

一是货币政策将保持总体稳健中性，维持流动性紧平衡。面对国内外市场的不确定性，货币政策回归正常化的进程不会一蹴而就，而将是渐进的，监管层将保持合理的货币供应量和社融规模增长，使之与名义经济增速基本匹配，市场流动性将继续边际趋紧。

二是降低企业融资成本仍是重点工作之一。根据政府工作报告,2021 年将“优化存款利率监管,推动实际贷款利率进一步降低”。预计央行将继续实施金融让利,通过结构性货币政策工具降低小微企业贷款利率。不过,考虑到 2021 年物价上涨压力大于上年,名义贷款利率下降幅度将不及上年,实体经济降成本压力有所加大。

三是加快完善货币政策利率传导机制。央行将着力完善以公开市场操作利率为短期政策利率和以中期借贷便利利率为中期政策利率的央行政策利率体系,引导市场利率围绕政策利率波动。

四是把握稳增长与防风险的平衡。货币政策将更加注重精准性,通过结构性工具引导资金更多流入科技创新、绿色发展、小微企业、新型农业经营主体等实体经济的重点领域和薄弱环节,继续实施小微企业贷款延期还本付息、再贷款再贴现、小微企业融资担保降费奖补等相关信贷优惠和定向支持政策。同时,为避免宏观杠杆率攀升对实体经济造成不利影响,稳杠杆、防风险权重将进一步上升,保持宏观杠杆率基本稳定。

宏观政策建议

今年两会上正式通过了《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》,要求准确把握新发展阶段、深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局。政府工作报告从稳定政策、推进改革、依靠创新、扩大内需、乡村振兴、高水平开放、污染防治、改善民生等方面进行了全面部署。我们建议,还应重点做好以下方面工作:

1. 发挥消费的基础性作用,积极扩大国内需求

十四五规划要求深入实施扩大内需战略,增强消费对经济发展的基础性作用,建设消费需求旺盛的强大国内市场。我们建议,一是完善促进消费的制度环境。加快修改完善适应数字化、平台化消费趋势,促进新型消费发展的法律法规。优化营商环境和消费市场环境,积极推进消费领域信用体系建设,畅通消费者维权渠道,为消费者营造安心放心诚信的消费环境。加快教育、医疗等领域对外资、民资的开放进程。二是打造高质量供给。推进新型基础设施建设,培育新型消费模式。增强家庭服务业发展动能。做大做强健康类消费市场,加大对“健康+人工智能”、

生物科技等跨界产品和服务的监管力度，尽快明确监管标准。三是提升有效需求。继续实施就业优先政策，最大限度挖掘就业潜力。着重保护劳动所得，完善工资决定和正常增长机制，健全资本、知识、技术、管理等由要素市场决定的报酬机制。健全税收杠杆对收入分配的再调节功能，进一步完善社会保障体系，重点解决好居民的养老、托幼、医疗、教育、住房问题。进一步降低所得税率，增加居民的可支配收入。

2. 深化改革，缩小“南北差距”

十四五规划要求聚焦实现战略目标和提升引领带动能力，推动区域重大战略取得新的突破性进展，促进区域间融合互动、融通补充。下一阶段，应深入实施区域重大战略，深化改革尤其是北方省份的改革以缩小南北差距。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；三是积极推进土地、户籍等方面的改革，鼓励资源的自由流动，吸引南方产业向北方转移。

3. 抓住机遇，加快推进数字化转型

十四五规划对数字经济极为重视，要求迎接数字时代，激活数据要素潜能，推进网络强国建设，加快建设数字经济、数字社会、数字政府，以数字化转型整体驱动生产方式、生活方式和治理方式变革。建议按照全面深化改革和数字中国建设的重大部署，全面加快数字化改革。一方面，以数字化手段推进政府治理全方位、系统性、重塑性变革，构建整体高效的政府运行体系、优质便捷的普惠服务体系、公平公正的执法监管体系；另一方面，围绕数字产业化和产业数字化，推动公共基础数据、企业生产数据、供应链数据、消费服务数据、贸易流通数据的融合应用，实现资源要素的高效配置和经济社会的高效协同。

主要宏观经济及金融数据一览表

年-月份		20-6	20-7	20-8	20-9	20-10	20-11	20-12	21-1	21-2
国内生产总值当季										
GDP	同比增长, %	3.2			4.9			6.5		
工业生产										
当月										
增加值	同比增长, %	4.8	4.8	5.6	6.9	6.9	7.0	7.3		35.1
消费										
当月										
社会消费品	同比增长, %	-1.8	-1.1	0.5	3.3	4.3	5.0	4.6		33.8
固定资产投资自年初累计										
总额										
	同比增长, %	-3.1	-1.6	-0.3	0.8	1.8	2.6	2.9		35
房地产开发	同比增长, %	1.9	3.4	4.6	5.6	6.3	6.8	7.0		38.3
外贸										
按美元, 当月										
进出口	同比增长, %	1.1	3.1	3.9	10.9	8.0	13.0	12.9		41.2
出口	同比增长, %	0.2	6.8	9.1	9.4	10.9	20.6	18.1		60.6
进口	同比增长, %	2.3	-1.6	-2.3	12.7	4.4	3.9	6.5		22.2
贸易差额	美元, 亿	462.8	618.8	584.8	367.5	580.7	755.0	781.7		1032.6
通货膨胀										
当月										
CPI	同比增长, %	2.5	2.7	2.4	1.7	0.5	-0.5	0.2	-0.3	-0.3
PPI	同比增长, %	-3.0	-2.4	-2.0	-2.1	-2.1	-1.5	-0.4	0.3	1
社融及货币信贷										
社融规模	人民币, 万亿	3.5	1.7	3.6	3.5	1.4	2.1	1.7	5.2	1.7
新增信贷	人民币, 万亿	1.8	1.0	1.3	1.9	0.7	1.4	1.3	3.6	1.4
社融存量	同比增长, %	12.8	12.9	13.3	13.5	13.7	13.6	13.3	13.0	13.3
M1	同比增长, %	6.5	6.9	8.0	8.1	9.1	10.0	8.6	14.7	7.4
M2	同比增长, %	11.1	10.7	10.4	10.9	10.5	10.7	10.1	9.4	10.1

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)

