

# 民银智库研究

2021年第4期

总第160期

中国民生银行研究院

2021年2月20日

## 疫情防控持续向好 就地过年影响有限

——2021年2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

- **疫情防控持续向好，全球经济复苏预期增强。**2021年1月，摩根大通全球制造业PMI报53.5%，较上月小幅回落0.3个百分点，连续七个月位于扩张区间；OECD综合领先指标为99.71，连续十个月上升。由于疫情防控已现拐点，IMF预测2021年全球经济增长5.5%，较上次预测上调0.3个百分点。分国别看，美国经济复苏显现新气象，美联储维持利率不变；欧洲经济数据总体好于预期，两大央行按兵不动；日本经济复苏步伐短暂放缓，货币政策宽松力度保持不变；新兴经济体经济处于复苏轨道，货币政策按兵不动。
- **1月我国经济继续稳健复苏。**从供给端看，工业生产淡季叠加冬季疫情与就地过年政策影响，生产高位回落；从需求端看，三驾马车仍然保持增长势头，尤其是出口和制造业投资表现较好；从物价看，春节错位导致1月CPI转负，大宗商品涨价推动PPI转正；从金融环境看，信贷实现“开门红”，居民部门提供明显支撑；从金融市场看，人民币汇率小幅升值，债券收益率震荡上行。
- **下阶段我国经济将呈现“环比回落，同比高增”态势。**从供给端看，尽管1月PMI在季节性和疫情扰动下有所回落，但工业和服务业仍保持修复趋势；从需求端看，全球经济共振复苏将推动出口稳定增长，由此带来的补库存需求将推动制造业投资继续修复，就地过年并未对消费造成冲击，但基建投资受资金拖累，以及房地产开发投资受调控限制将会温和增长。总体来看，在去年一季度低基数的映衬下，我国经济将呈现“环比回落，同比高增”态势。
- **政策展望与建议。**我国积极的财政政策将在提质增效、更可持续上下功夫；货币政策要坚持稳字当头，不急转弯，把握好政策时度效，处理好恢复经济和防范风险的关系，保持好正常货币政策空间的可持续性。结合当前国内外形势，我们建议做好以下四个方面工作：一是妥善处理中美关系；二是防范通胀预期升温；三是深化改革缩小“南北差距”；四是抓住机遇推进数字化转型。

## 目 录

<b>一、全球宏观经济形势分析 .....</b>	<b>1</b>
美国：经济复苏显现新气象，美联储维持利率不变.....	1
欧洲：经济数据总体好于预期，两大央行按兵不动.....	3
日本：经济复苏步伐放缓，货币政策宽松力度保持不变.....	5
新兴经济体：经济处于复苏轨道，货币政策按兵不动.....	6
<b>二、我国宏观经济形势分析 .....</b>	<b>8</b>
工业：生产淡季叠加冬季疫情与“就地过年”政策扰动，生产高位回落.....	8
投资：各地促投资，为“十四五”开好局.....	10
房地产：调控加码，投资、土储、融资增速均有回落.....	11
消费：市场持续升温，社零高速增长.....	11
外贸：海外疫情反复、就地过年和低基数推动进出口高增.....	12
通胀：CPI 转负，PPI 转正，统计局调整价格指数基期.....	13
金融：信贷实现“开门红”，居民部门提供明显支撑.....	14
市场：人民币汇率小幅升值，债券收益率震荡上行.....	16
<b>三、政策展望与建议 .....</b>	<b>18</b>
宏观政策展望.....	18
宏观政策建议.....	19
<b>主要宏观经济及金融数据一览表 .....</b>	<b>22</b>

## 一、全球宏观经济形势分析

**疫情防控持续向好。**2021 年 1 月中旬以来，美国新增确诊数字持续下降，最新 7 日中心移动平均数已回落至 8 万以下，远低于 1 月中旬的 25 万，英德日等国新增疫情同样呈回落趋势。同时，新冠疫苗推广再提速，美国单日疫苗接种数已达 170 万剂左右，约为拜登刚上任时 90 万剂的两倍，每百人接种已达 16 剂左右。2 月 16 日，拜登在推特上表示，相信能够实现甚至打破上任 100 天内让 1 亿人接种的目标。乐观预计，部分发达国家如美国有望在年中实现群体免疫。

**全球经济复苏预期增强。**2021 年 1 月，摩根大通全球制造业 PMI 报 53.50%，较上月小幅回落 0.3 个百分点，2020 年 5 月以来首次出现回落；服务业 PMI 报 51.6%，较上月小幅回落 0.2 个百分点；综合 PMI 报 52.3%，较上月回落 0.4 个百分点。OECD 综合领先指标为 99.71，连续 10 个月上升。IMF 在 1 月发布的《世界经济展望》预测 2021 年全球经济增长 5.5%，较上次预测上调 0.3 个百分点。

**分国别来看，**美国经济复苏显现新气象，美联储维持利率不变；欧洲经济数据总体好于预期，两大央行按兵不动；日本经济复苏步伐放缓，货币政策宽松力度保持不变；新兴经济体经济处于复苏轨道，货币政策按兵不动。

### 美国：经济复苏显现新气象，美联储维持利率不变

**2020 年四季度经济增速略低于预期。**四季度 GDP 环比折年率为 4.0%，略低于经济学家预期的 4.3%。由于上半年疫情导致的深度衰退，2020 年美国全年 GDP 同比下降 3.5%，创 1946 年以来新低。不过，在疫情确诊人数逐渐回落、接种人数不断增加，以及拜登加速推出 1.9 万亿财政刺激政策等利好因素的推动下，近期美国经济继续表现出复苏势头。

**经济景气度趋势向好。**2020 年 1 月美国 Markit 制造业 PMI 为 59.2%，创近 14 年来新高，制造活动恢复力度强劲，实际产出已接近大流行前水平。1 月 Markit 服务业 PMI 为 58.3%，为近 5 年高位，疲弱状态有所改善。同期 ISM 制造业、非制造业 PMI 均为 58.7%，后者达近两年来峰值，指标有望随疫苗接种率增加而上升。

**零售销售转正且远超预期。**2021 年 1 月零售销售、核心零售销售环比分别上涨 5.3%、5.9%，指标均由假日期间负值转正，增幅显著好于预

期的 1%，达近 7 月以来最高，主要由家居装修和居家办公相关电子产品拉动；2 月密歇根消费者信心指数为 76.2，不及市场预估和前值，居近半年频繁波动期内低谷。

**房地产市场维持高位。**受百年一遇寒潮影响，2021 年 1 月新屋开工年化环比下滑 6.0%，低于预期 5.5 个百分点，供不应求局面促使房价高位运行，2 月 NAHB 房价指数 84，维持温和波动走势，较疫前水平已攀升近 17%。

**劳动力市场恢复增长。**1 月新增非农就业 4.9 万人，在连续半年回落后出现回升，较去年 12 月增加 18.9 万人，就业市场由复苏放缓转为恢复增长；1 月失业率为 6.3%，较前值回落 0.4 个百分点，创去年 3 月疫情爆发后新低。平均时薪同比和环比分别增长 5.4%、0.2%，劳动参与率持续下降，就业市场结构性失衡问题仍较严重。

**通胀走高。**2021 年 1 月 CPI 同比上升 1.7%，增幅较前期明显加快，核心 CPI 同比增长 2.0%，为疫情发生以来最高，创下近一年半来峰值。在原油价格上升、再通胀交易升温影响下，通胀预期或将持续提高。FOMC 参会官员指出，不应关注临时性通胀指标，核心 PCE 物价指数还处于低位。

**美联储维持联邦基金利率不变。**当地时间 1 月 26 日，美联储 2021 年首次议息会议决定维持联邦基金利率目标区间在 0-0.25% 不变，符合市场预期。会后声明突出经济活动和就业复苏步伐放缓，后期经济发展也将受“疫苗接种进展”影响。

相比 12 月，会议纪要显示两点变化：一是不再提及去年年底“探讨逐渐缩减量化宽松”事宜，同时指出疫情继续对经济前景构成相当大风险，维持当前政策“对促进经济进一步复苏至关重要”；二是多次强调与会官员们一致认为当前经济远未达到长期目标，尤其离劳动力市场“广泛和包容性目标”还相去甚远。此外纪要提到，去年年底财政刺激、今年预备计划及疫苗分发将“导致经济活动大幅提振”。

主席鲍威尔在新闻发布会上也表示，经济可能还“需要一段时间”才能取得进一步实质性进展，此言暗示经济明显复苏前无意退出宽松政策。与此同时，华尔街关注前期大幅降息、无限量 QE 以及数万亿财政纾困推升房屋、股票等金融产品价格创新高，并警示泡沫风险。鉴于拜登上台后鲍威尔讲话明示竭尽所能促就业、继续实施宽松货币政策，预

计短期内联储将维持当前利率不动摇，必要时还将加强前瞻指引、加码资产购买，而讨论缩减事项将无限期延后。

**拜登上任立即重构治理体系。**当地时间 1 月 20 日，拜登就任美国第四十六任总统，他呼吁公众在分裂和危机面前团结一致。2 月 4 日，拜登造访国务院发表外交政策演说，强调“美国回来了”，并称盟友是美国最伟大的资产。入主白宫一个月来，拜登已签署十余项行政命令：一方面，以“战时”状态遏制疫情，出台百日口罩令、增设疫情应对协调员职位、恢复全球卫生安全与生物防御理事会和重新加入 WHO；另一方面，力推就业保护和移民政策改革，提高联邦雇员最低时薪至 15 美元、停修美墨边境隔离墙，且指示国土安全部保护和加强“暂缓遣返”计划；此外，拜登还高度关注气候问题，下令重返《巴黎气候协定》、撤销美加输油管道建设许可并指导相关机构审查排放标准。在内政外交各领域，拜登雷厉风行推翻特朗普“美国优先”导向决策，严控疫情的同时增购疫苗、加速推进 1.9 万亿美元重大纾困计划立法，市场对美国经济复苏前景普遍看好。

### 欧洲：经济数据总体好于预期，两大央行按兵不动

**经济增速好于预期。**欧元区 2020 年四季度 GDP 初值同比增长-5.0%，好于预期，较三季度下降 0.7 个百分点；环比增长-0.6%，好于预期，较三季度大幅下降 13 个百分点。在第二次疫情爆发较预期更为严重和持久的情况下，欧元区 2020 年四季度 GDP 仍好于预期，一是源于二次封锁措施不如第一次严格，二是企业和家庭已更为适应疫情下的生产和生活，三是欧元区制造业复苏较为强劲。

**制造业和服务业持续分化，服务业加剧收缩。**受出口需求增加提振，欧元区制造业仍维持强劲的复苏势头，2021 年 1 月欧元区制造业 PMI 54.8%的水平虽较上月的 55.2%有所回落，但仍远高于荣枯线，连续 7 个月保持扩张；随着欧元区新冠病例数再度激增和许多国家采取或延长限制措施，欧洲大部分地区酒店和娱乐场所被迫关闭，服务业活动受到严重抑制，欧元区服务业 PMI 从上月的 46.4%继续降至 45.4%，连续 5 个月低于荣枯线。考虑到欧元区当前疫苗供给远低于预期、疫苗接种速度落后于计划，实现民众普遍免疫尚需时日，预计短期内“制造强、服务弱”的态势仍将延续。



**需求有所回升。**欧元区 2020 年 12 月零售销售同比增长 0.6%，好于预期值 0.3%和前值-2.2%，主要得益于欧元区 2020 年 12 月下旬开始的新冠疫苗接种，人们对解决新冠疫情危机的信心有所增强，叠加圣诞节假期效应拉动消费。**生产动能修复。**欧元区 2020 年 12 月工业产出同比增长-0.8%，降幅较上月扩大-0.2 个百分点，为 2019 年 5 月以来次高水平，生产动能持续修复。

**失业率符合预期，通胀好于预期。**欧元区 2020 年 12 月失业率录得 8.3%，持平预期值和前值。2021 年 1 月 CPI 初值同比增长 0.9%，显著好于预期值 0.5%和前值-0.3%，在连续 5 个月负增长后首度转正，创 2020 年 2 月以来新高，主要源于欧元区消费者物价调和指数权重发生了变化。根据欧盟统计局的要求，欧洲大多数统计机构在 2021 年 1 月改变了 HICP 权重，以应对疫情导致的消费模式的变化。在新冠肺炎疫情之前，欧元区通胀始终徘徊在 1%左右，未来由于需求总体依然疲软、劳动力市场不振，预计欧元区通胀水平依然低迷且将持续较长时间。

**欧央行如期按兵不动，货币政策仍将维持宽松。**在 1 月 21 日召开的货币政策会议上，欧洲行公布利率决议维稳利率不变，重新确认其非常宽松的货币政策立场，宣布将继续在紧急抗疫购债计划（PEPP）下进行总规模为 1.85 万亿欧元的资产购买。欧央行表示，仍将维持非常宽松的货币政策立场。尽管本次欧央行按兵不动，押注其上个月扩大的经济刺激方案足以帮助欧元区经济渡过危机，但其仍在前瞻指引中保持了较为鸽派的立场。欧央行指出，将继续通过长期银行贷款提供充裕的流动性。拉加德强调，欧央行将准备好在需要时调整所有工具，在政策方面不排除任何选项。

值得注意的是，本次欧央行在政策决定中加入了一句话，指出如果不耗尽 PEPP 情况下融资条件能够保持当前水平，则不必全额使用 PEPP 额度。这可以视为是对上次会议中更偏鹰派成员的让步。但同时，为了平衡这一表态，欧央行还强调，若融资条件恶化，欧央行将在必要时再次调整紧急购债规模。因此，会后市场仍普遍预期欧央行最终仍将会全额使用 PEPP 额度，但大概率不需要再次增加 PEPP 额度。

**英央行保持按兵不动。**英央行 2 月 4 日宣布维持基准利率在 0.10% 不变，称如果通胀前景减弱，将准备采取任何必要的额外行动来实现通胀目标。英央行指出，2020 年英国四季度 GDP 明显强于 11 月份的预期，

预计 2020 年四季度英国 GDP 将较三季度-8.58%的降幅略有收窄，预计同比增长-8%，2021 年一季度 GDP 预计同比增长约-4%。

### 日本：经济复苏步伐放缓，货币政策宽松力度保持不变

**经济复苏步伐放缓。**受“第三波”新冠肺炎疫情影响，2020 年四季度，日本 GDP 环比增长 3.0%，与前一季度创下的 5.3%的近 40 年高点相比有所放缓，但仍保持较快增长。2020 年全年，疫情相关的经济活动放缓导致 GDP 同比下降 4.8%，11 年来首次呈现负增长。

2021 年年初，第二波疫情蔓延使得日本经济面临风险，通胀前景倾向下行，就业形势严峻。不过，考虑到近期疫情逐渐受控，以及全球经济进入共振复苏通道，日本经济有望逐步反弹。

**制造业重陷萎缩，服务业萎缩加剧。**2021 年 1 月，制造业 PMI 录得 49.8%，由前值所创 2019 年 4 月以来高位回落；服务业 PMI 录得 46.1%，连跌第 2 个月至近 5 个月来的最低点，且已连续 12 个月收缩。

**消费疲弱，但投资继续恢复。**2020 年 12 月，家庭月消费性支出实际同比下降 0.6%，3 个月来首次下降；2021 年 1 月，季调后消费者信心指数为 29.6%，较上月回落 2.2 个百分点。2020 年 12 月，核心机械订单额经季节调整后环比增长 5.2%，连续第 3 个月上升，日本内阁府在报告中对机械订单基本情况的判断维持在“有恢复迹象”。

**就业形势依然严峻。**2020 年 12 月，日本经季节调整后的失业率与前一个月持平，为 2.9%，处于历史高位；有效求人倍率也维持上月水平，为 1.06 倍，处于历史低位。且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。

**通胀率持续在负区间徘徊。**2020 年 12 月，受疫情蔓延、原油价格低迷、全国范围的旅游促销活动等因素影响，日本核心 CPI 同比下降 1.0%，降幅较上月扩大 0.1 个百分点，创 2010 年 9 月以来新低。若在核心 CPI 的基础上进一步扣除能源价格影响，则 CPI 同比下降 0.4%，降幅较上月扩大 0.1 个百分点。2021 年，随着经济复苏，价格下行压力将逐步减弱，CPI 有望上涨 0.5%。

日本央行保持现行货币政策宽松力度不变，符合市场预期。2021 年 1 月 21 日，日本央行公布利率决议，宣布继续保持目前的货币政策宽松

力度，维持为应对疫情而采取的各种宽松政策，以支持企业资金周转和稳定金融市场。下一阶段，日本央行将优化政策框架，减少其负面影响。由于担心长期实行超宽松货币政策有副作用及该政策能否顺利退出，央行正重新检视当下的政策措施，探讨更有效率、更可持续的宽松政策，结果会于 2021 年 3 月货币政策会议公布。

### 新兴经济体：经济处于复苏轨道，货币政策按兵不动

主要新兴经济体经济处于复苏轨道，货币政策按兵不动。增长方面，印度经济继续回暖，巴西经济缓慢复苏，俄罗斯经济复苏态势增强，南非复苏前景仍不容乐观；通胀方面，印度通胀回落、但仍高于目标中值，巴西和俄罗斯创阶段性新高、均已超目标中值，南非通胀回落、处于目标区间下限；货币政策方面，印度、巴西、俄罗斯和南非等主要新兴经济体央行均按兵不动、维持利率不变，部分经济体开始研究向中性政策转变。

**印度经济继续回暖。景气进一步回升。**1 月，综合 PMI 在荣枯线上方进一步上涨，由去年 12 月的 54.9% 提高至 55.8%，表明经济活动进一步回暖。其中，制造业和服务业 PMI 分别为 57.7% 和 52.8%，分别较上月回升 1.3 和 0.5 个百分点。**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。**通胀明显回落。**2020 年 12 月同比上升 4.6%，较上月回落 2.3 个百分点，为 2019 年 9 月以来最低值，但仍超 4% 的目标中值。预计 2020 财年和 2021 财年 CPI 分别同比上涨 6.2% 和 4.5%。

**印度央行按兵不动。**2 月 5 日，印度央行宣布维持回购利率 4% 不变，符合市场预期。考虑到经济活动持续复苏但仍然疲软，同时通货膨胀压力相对较大，这将有助于确保经济状况继续改善。展望未来，当前宽松货币政策立场至少将保持到下一财政年度开始，以支持经济复苏，同时确保通货膨胀率保持在目标区间。

**巴西经济复苏放缓。景气有所回落。**1 月，制造业 PMI 为 56.5%，较去年 12 月的 61.5% 明显下降，暗示制造业活动失去动力。数据很大程度上反映了新订单增长的疲软，由于需求疲软，新订单增速为七个月来最弱水平。尽管如此，在新冠疫苗接种支持下，企业对未来一年前景仍然保持乐观。**失业率继续下降。**截至 2020 年 11 月，失业率为 14.1%，较 8 月末下降 0.3 个百分点，略高于市场预期的 14%。**通胀触及短期高**



位。1 月，广义消费者物价同比上涨 4.6%，为 2019 年 5 月以来最高水平，2020 年全年平均通胀率为 3.2%，预计 2021 年通胀率为 3.6%。

**巴西央行保持利率不变。**1 月 20 日，巴西央行宣布维持基准利率在 2% 历史低点不变，为连续第四次按兵不动，符合市场预期。该国央行表示，决定的背景是近期通胀率的不断上升，这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。

**俄罗斯经济呈复苏态势。景气有所回升。**1 月，综合 PMI 由去年底的 48.3% 升至 52.3%，反映了制造业和服务业的广泛复苏。其中，制造业 PMI 录得 50.9%，较上月提高 1.2 个百分点，服务业 PMI 录得 52.7%，较上月提高 4.7 个百分点，标志着自去年 8、9 月份以来，制造业和服务业经营状况的首次改善。**失业率继续下行。**2020 年 12 月失业率 5.9%，前值 6.1%，连续第二个月下降，为去年 4 月以来最低值，好于市场预期。**通胀触及阶段新高。**1 月，CPI 同比上升 5.2%，高于去年 12 月的 4.9%，为 2019 年 4 月以来最高水平。2020 年平均通胀率为 3.4%，预计 2021 年将达到 3.5%。

**俄罗斯央行按兵不动。**2 月 12 日，俄罗斯央行决定将关键利率维持在 4.25% 的历史新低，为连续第四次按兵不动，符合市场预期。该国央行表示，决定是在价格压力持续上升的背景下做出的，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；展望未来，通胀风险将逐步缓和，将研究恢复中性货币政策的时间表和路线图。

**南非复苏前景仍不乐观。景气小幅回升。**1 月，PMI 录得 50.8%，较上月提高 0.6 个百分点，为三个月来最高水平。PMI 上涨很大程度反映了产出的增长，在新订单增加的情况下，产出以 2016 年 12 月以来最快速度增长。**失业率大幅上行。**2020 年三季度失业率从前一时期的 23.3% 上升至 30.8%，为 2008 年提供季度数据以来的最高失业水平，主要是由于封锁措施放宽导致寻找工作人数增加。**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 3-6% 通胀目标下限附近，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。2020 年平均通胀率为 3.3%，预计 2021 年通胀率平均为 4.0%。

**南非央行保持利率不变。**1 月 16 日，南非央行宣布将回购利率保持在 3.5% 历史低位不变，符合市场预期。该国央行表示，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。

## 二、我国宏观经济形势分析

从 1 月相关数据来看，我国经济仍在稳步复苏。从供给端看，工业生产淡季叠加冬季疫情与就地过年政策影响，生产高位回落；从需求端看，三驾马车仍然保持增长势头，尤其是出口和制造业投资表现较好；从物价看，春节错位导致 1 月 CPI 转负，大宗商品涨价推动 PPI 转正；从金融环境看，信贷实现“开门红”，居民部门提供明显支撑；从金融市场看，人民币汇率小幅升值，债券收益率震荡上行。

预计下阶段我国经济仍将持续向好。从供给端看，尽管 1 月 PMI 在季节性和疫情扰动下有所回落，但工业和服务业仍保持修复趋势；从需求端看，全球经济共振复苏将推动出口稳定增长，由此带来的补库存需求将推动制造业投资继续修复，就地过年并未对消费造成冲击，但基建投资受资金拖累，以及房地产开发投资受调控限制将会温和增长。总体来看，在去年一季度低基数的映衬下，我国经济将呈现“环比回落，同比高增”态势。

### 工业：生产淡季叠加冬季疫情与“就地过年”政策扰动， 生产高位回落

**1 月 PMI 高位回落。**1 月官方制造业 PMI 为 51.3%，较上月回落 0.6 个百分点，连续 11 个月位于临界点以上，表明制造业继续保持扩张，但连续第二个月回落，显示扩张步伐有所放缓。非制造业 PMI 降至 52.4%，比上月回落 3.3 个百分点，降幅显著超季节性，为 2020 年 4 月以来新低，主要受服务业拖累。1 月综合 PMI 产出指数录得 52.8%，较上月回落 2.3 个百分点。

结合高频数据来看，1 月实体经济主要呈现以下三方面特点：

**一是工业生产转弱。**一般来说，春节前后是我国制造业的传统淡季，1 月制造业 PMI 通常会低于上年的 12 月，过去 5 年中的平均回落幅度接近 0.2 个百分点。不过，2021 年 1 月制造业 PMI 0.6 个百分点的回落无疑大幅弱于季节性表现。从制造业 PMI 分项指数来看，1 月生产指数较上月回落 0.7 个百分点至 53.5%，与高频数据相互印证。1 月汽车钢胎、

半钢胎开工率当月均值较上月大幅下滑，高炉开工率月均值也环比略有放缓，指向工业生产扩张力度减弱。这主要源于近期冬季局部聚集性疫情扰动以及随之而来的“就地过年”政策，使得员工正常到岗受到影响，部分人员提前返乡，企业用工缺口加大，生产、采购、物流运输也面临一定困难。

**二是企业显著补库存。**1月制造业 PMI 分项指数中原材料库存指数由上月的 48.6% 小幅升至 49%，产成品库存指数由上月的 46.2% 大幅升至 49%，双双连续第 3 个月走平或回升。考虑到原材料库存变动不大，但产成品库存大幅上升，一定程度反映出疫情和“就地过年”政策影响下，需求放缓导致企业被动补库存。

**三是服务业受明显冲击。**1月非制造业 PMI 分项指数中，服务业商务活动指数较上月大幅回落 3.7 个百分点至 51.1%，连续第 2 个月回落，受疫情和“就地过年”政策冲击明显，特别是旅游和餐饮等接触式、聚集性服务行业。旅游方面，人口出行减少、景区实行预约制和限制人数等管理方式，使景区及家庭远距离出游受限，加之多地发布通知取消庙会、年会等大型活动举办，使人们在交通运输、景区、酒店等服务业方面的支出随之大幅度削减；餐饮方面，出于防疫需要，多地都出台了类似于“禁止春节前后开展聚集性活动”的相关政策，并且针对餐饮业发布了多项管理措施，导致大规模的宴席和聚会取消。考虑到往年春节宴席是餐饮企业的一大重要收入来源，今年春节期间餐饮行业经营依然承压。1月建筑业商务活动指数为 60%，较上月小幅回落 0.7 个百分点，主要受冬季低温天气及春节淡季影响，但仍位于较高景气区间。

**展望 1-2 月份，尽管 1 月 PMI 在季节性和疫情扰动下有所回落，但预计生产端仍将保持修复趋势。**一是考虑到今年春节有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，因此预计春节前后的生产活动尤其是工业生产和建筑业将比往年正常情况有所增强；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，预计库存整体仍趋震荡上行，主动补库存依然可期；三是由于跨地区人员流动与走亲访友频率大幅度减少，人们居家时长同样有望得到提升，而在节日休闲娱乐氛围的影响下，游戏、短视频、直播带货、在线拼团、线上教育、线上医疗问诊等线上服务业需求仍有望继续维持高位。

## 投资：各地促投资，为“十四五”开好局

进入 2021 年以来，各地政府工作会议陆续召开，在敲定“十四五”发展目标和重点任务的同时，也明确了 2021 年经济发展路线图。从地方政府工作报告释放的信号看，全力扩内需、加码创新和产业升级成为重头戏。预计在出口回升和库存回补的带动下，制造业投资有望继续修复，由于今年政府债发行并未提前，基建投资或继续保持温和增长势头。

各地“十四五”规划开局将促进新基建、新技术、新能源等领域投资快速增长。各地政府工作报告陆续发布，将大基建、数字经济等投资作为重要政策着力点。如北京提出规划建设一批“轨道交通微中心”，推进站城融合发展。上海提出大力推进一批新基建重大项目，加快建设国际数据港。广东提出大力发展天然气、风能、太阳能、核能等清洁能源。江苏提出扎实推进“5G+工业互联网”融合发展。湖北提出实施战略性新兴产业倍增计划等。可以看出，2021 年作为十四五开局之年，各地将积极扩大新基建、新技术、新能源、新城镇化等领域的投资，为投资稳健增长提供支持。

各部委、央企、各地政府积极加快各项产业、区域规划，推动一批重大项目集中开工。工信部印发《工业互联网创新发展行动计划（2021-2023 年）》提出，到 2023 年覆盖各地区、各行业工业互联网网络基础设施初步建成，在 10 个重点行业打造 30 个 5G 全连接工厂；打造 3-5 个具有国际影响力的综合型工业互联网平台。国家电网表示未来 5 年将年均投入超过 700 亿美元，推动电网向能源互联网升级。各地重大项目陆续开工，新年首个工作日，上海市 64 个重大项目集中开工，总投资超 2700 亿元。广州、珠海、佛山、东莞、中山、江门、肇庆七市城际铁路项目建设工作会议召开，广州都市圈城际铁路项目包括 15 项，其中 13 个项目由广州市牵头推动，总投资达 3783 亿元。

多项财政金融政策保障政府与企业投资资金落实到位，为投资增长提供资金保障。央行等五部委发布通知明确，普惠小微企业贷款延期还本付息政策、普惠小微企业信用贷款支持政策均延期至 3 月 31 日，保障小微企业生产经营。发改委决定建立全国基础设施 REITs 试点项目库。沪深交易所发布公募 REITs 相关配套业务规则，包括公募 REITs 业务办法、发售业务指引和审核关注事项指引。各项措施为稳妥开展基础设施 REITs 试点工作奠定坚实基础，基建 REITs 已箭在弦上，蓄势待发。



## 房地产：调控加码，投资、土储、融资增速均有回落

在“三道”+“两道”红线约束下，叠加各地持续推出的楼市调控政策，房企投资、土储力度相对谨慎。根据克而瑞数据，1月30家典型房企新增土储面积为1826万平方米，新增土地成交总价1193亿元，相比去年月均的4648万平方米和2439亿元均有明显收窄。但资金相对宽裕的央企房企当月投资表现相对突出，投资、土储规模居监测房企前列。此外，投资分化还表现在城市区位上，房企回归一二线趋势明显。30家典型房企在一二线城市土地成交占比超过50%，杭州、南京、成都等热点城市排名靠前。

调控加码下销售数据同比回暖，环比回落。根据克而瑞数据，1月29个重点城市合计成交2667万平方米，同比增长66%，环比下降24%。商品房销售同比数据出现强势反弹，既有去年春节错位和疫情爆发导致的低基数因素，也有今年热点城市市场持续回暖的缘故。其中，一线城市市场热度延续，深圳成交创近年来单月新高；二三线城市杭州、合肥等热度不减，郑州、天津、海口、南宁等下行压力加剧。从环比数据来看，在去年末的翘尾行情后，主要城市持续出台房贷调控措施，导致成交缩量，环比数据高位回调。其中，上海、广州成交环比跌幅都在20%附近，仅限于北京因供应显著缩量，成交环比跌幅超4成。

信用环境收紧，房企积极境外融资。根据克而瑞数据，1月100家典型房企融资总额环比上升18.6%，同比下降26.1%。值得注意的是，去年底及今年初房企债务集中到期较多，叠加境内信用环境趋紧，美元贬值，全球流动性宽松，以及年初各机构额度宽松等多重因素支撑下，房企积极境外融资，境外发债融资规模环比上升430.8%，同比下降22.8%。

展望下一阶段，在房地产长效调控机制引导下，涉房信用面仍将维持紧平衡，叠加春节错位和就地过年政策，低量级城市、城镇返乡置业需求或将受到影响，房企投资、土储等指标同环比亦将有所回落。而如粤港澳大湾区、长三角热点地区或北上广深等高量级城市市场或因就地过年政策有望实现春节淡季不淡局面。

## 消费：市场持续升温，社零高速增长

2021年1-2月份，随着国民经济整体运行态势不断好转，居民消费信心趋于增强，叠加消费利好政策密集出台，元旦、春节等积极因素推



动，使消费市场“暖”开局。据商务部监测，春节期间（2月11日-17日），全国重点零售和餐饮企业实现销售额约8210亿元，比去年春节黄金周增长28.7%，比2019年春节黄金周增长4.9%。

春节黄金周，全国消费市场主要呈现五大特点：一是升级类消费需求集中释放。商务部重点监测零售企业的珠宝首饰、服装、通讯器材、家电数码比去年同期分别增长160.8%、107.1%、39.0%和29.9%。辽宁、吉林、浙江等地重点监测企业通讯器材、高端日用品、汽车类商品销售实现成倍增长。二是新型消费模式加快发展。疫情防控带动安全、智能消费迅速壮大，无接触交易服务加快发展，网购年货、数字红包等消费方式成为今年春节新潮流。商务部会同相关部门指导开展的“全国网上年货节”，假期前6天网络零售额超1200亿元。三是餐饮消费显著改善。大型支付机构监测餐饮商户销售额同比增长约1.3倍，部分外卖平台线上餐饮消费额增长2倍以上。四是各地就近休闲消费明显增长。就地过年带火本地游、周边游、短途自驾游，北京延庆、密云、怀柔等郊区住宿消费额同比增长3倍以上，上海崇明、青浦、嘉定等郊区住宿消费额增长2倍以上；全国电影票房收入突破70亿元，创下历史同期最高纪录。五是生活必需品量足价稳。各地生活必需品市场供应充足，品种丰富，价格高位趋稳、稳中有降。

由于低基数效应，2021年1-2月社会消费品零售总额有望实现30%左右的超高增长。

### 外贸：海外疫情反复、就地过年和低基数推动进出口高增

出口增速将大幅上行。1月我国制造业PMI中的新出口订单指数下行1.1个百分点至50.2%，但仍保持在荣枯线以上；韩国1月出口增速回落1.2个百分点至11.4%，2月上旬出口同比增长近70%。预计1-2月出口实际表现将弱于去年同期，但由于低基数效应，1-2月出口同比增速将大幅上行。

具体原因：一是海外供需缺口仍然较大。海外疫情继续反复，再次启动封锁措施；同时，美国、欧元区经济仍相对稳健，1月制造业PMI仍维持高位；二是国内供应有保障。国内就地过年将使春节后复工复产更为顺利和迅速，生产端供应有保障。三是基数效应。2020年同期出口受到严重冲击，出口同比下降17.2%，基数效应将导致出口增速大幅上升。预计1-2月出口4094亿美元、同比增长40%。

进口增速也将明显上行。1 月制造业 PMI 由 51.9% 降至 51.3%，其中进口指数由 50.4% 降至 49.8%，显示进口态势或有所放缓，但是考虑到我国经济恢复势头良好、大宗商品价格上行以及去年同期低基数等因素，1-2 月进口增速也将明显上行。

具体来说：一是经济恢复势头良好。去年末以来，我国经济已经基本恢复至潜在增速附近，叠加春节就地过年平抑了生产波动，国内需求有望进一步扩张；二是大宗商品价格持续上行。1 月以来，CRB 价格指数持续上涨，如国际原油价格一度重新站上 60 美元/桶，铁矿石价格也出现较大幅度上涨；三是低基数推动作用。去年 1-2 月，进口 2995.4 亿美元、同比下降 4%，较低基数将对进口增速构成明显影响。预计 1-2 月进口 3444 亿美元、同比增长 15%。

贸易盈余方面，1-2 月，出口 4094 亿美元，进口 3444 亿美元，预计贸易顺差 650 亿美元。

### 通胀：CPI 转负，PPI 转正，统计局调整价格指数基期

疫情、基期调整等多因素促使 CPI 重现小幅通缩。1 月份 CPI 环比上涨 1.0%，同比下降 0.3%，与我们预期值基本相符。受局部地区疫情反复、寒冷天气、食品及能源价格上涨、CPI 基期及权重调整、春节错位因素等综合影响，1 月 CPI 重现小幅通缩。

CPI 环比上涨因素主要来源于食品与能源。从食品价格看，1 月猪肉价格延续了去年 12 月涨势，环比上涨 5.6%，主因农历春节临近，猪肉需求增加，同时寒冷天气因素影响猪肉供给。猪肉价格上涨也推动牛肉、羊肉等替代肉类价格分别上涨 1.2% 和 2.7%。其他食品方面，寒冷天气与节日因素共同推动鲜菜、鲜果、蛋类、水产品价格明显上涨。从能源价格看，随着国际石油价格连续上涨，国内成品油价格连续 6 次上涨，推动交通工具用燃料环比大涨 4.1%，水电燃料上涨 0.5%。

CPI 同比下跌因素则来自于多方面。一是局部地区疫情反复，出行、旅游、餐饮等活动受限，对文化、娱乐、教育等服务业需求产生较大冲击，0.4% 的环比涨幅，显著低于往年春节。二是本月 CPI 恰逢统计局进行五年基期转换与权重调整，由于过去 5 年食品价格涨幅明显，基期重设后其累计增量影响会削弱，加之居民消费篮子变化使统计局调降食品比重，使得食品能源对 CPI 的影响下降。三是今年春节在 2 月，与去年 1 月的春节发生错位，导致去年 1 月节日效应更为明显，将对本月 CPI 的

同比产生明显拖累。以上三因素叠加，使得本月 CPI 在环比大涨的情况下，同比依然陷入负区间。

**1 月份 PPI 环比大涨 1%，同比转正为上涨 0.3%。**从外部看，1 月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，有色金属价格多数走强，CRB 工业现货指数明显回升。从内部看，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。1 月制造业 PMI 小幅回落，但考虑疫情与春节临近影响，实际仍表现较强势，PMI 出厂价格指数由上月的 58.9% 小幅回落至本月的 57.2%，但仍显著高于 50% 临界线。分项看，生产资料价格是上涨主推动力，本月同比由降转涨，上涨 0.5%，生活资料环比也小幅上涨，但由于去年基数原因，同比下降 0.2%。

从整体通胀来看，由于食品能源是 CPI 上涨主力，本月核心 CPI 同比下降 0.3%，环比微涨 0.1%，不过 PPI 环比同比均上涨，已走出通缩。可见当前通胀压力主要在食品、能源和上游工业品，而下游产成品、服务品（特别是文化旅游等非刚需服务）相对弱势，通胀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 1：居民消费价格指数同比与环比

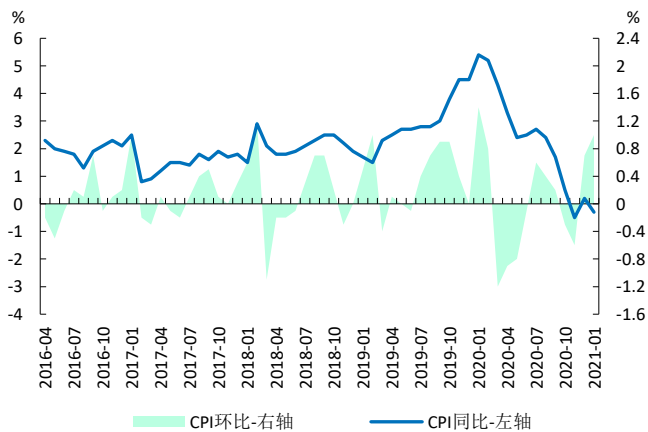
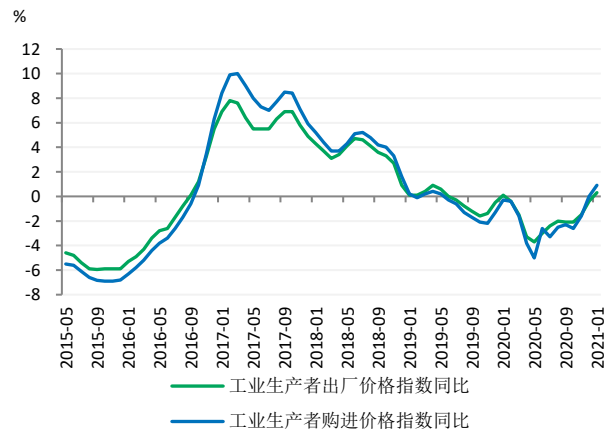


图 2：生产者购进和出厂指数



数据来源：CEIC

## 金融：信贷实现“开门红”，居民部门提供明显支撑

人民币信贷“开门红”，新增规模创同期历史新高。1 月人民币贷款新增 3.58 万亿，同比多增 2400 亿元，创历史同期新高。贷款余额 176.32 万亿元，同比增长 12.7%，基本符合市场预期。居民部门支撑强于企业，

中长期贷款占主导地位，占比攀升至 83.37%，较上年末提升 4.9 个百分点。

**企业中长期贷款支撑仍存，短贷、票据延续收缩态势。**1 月企业部门新增贷款 2.55 万亿，同比少增 3100 亿元，弱于居民部门。在经济基本面回暖支撑下，各家银行年初集中投放，早投放力争“开门红”，企业中长贷新增 2.04 万亿，单月新增规模创新高，同比多增 3800 亿元，支撑作用仍存；企业短贷新增 5755 亿元，同比少增 1944 亿元，延续边际下降趋势；票据融资负增 1405 亿元，同比少增 5001 亿元，仍是新增信贷最大拖累项。

**居民部门扭转前期弱势表现，消费复苏叠加购房需求支撑短贷、中长贷发力。**1 月新增居民贷款 1.27 万亿元，同比多增 6359 亿元，均为历史新高；其中，新增短期贷款 3278 亿元，同比多增 4427 亿元，贡献较大，一是受去年春节错位造成低基期，二是居民消费需求旺盛支撑，三是或存在消费贷流入楼市可能。新增长期贷款 9448 亿元，同比多增 1957 亿元，系年初楼市火热行情导致居民按揭需求强劲。

**新增社融增速放缓，规模略超预期。**在信贷投放有力推动下，1 月新增社融 5.17 万亿元，创同期历史新高，同比小幅多增 1165 亿元。1 月末，社会融资规模存量为 289.74 万亿元，同比增长 13.0%，较上月小幅回落 0.3 个百分点。

**专项债额度未提前下达，导致政府债券融资成为最大拖累。**1 月政府债券融资 2437 亿元，同比少增 5176 亿元。专项债额度延后主要有如下三方面原因：一是地方债务风险加大，去年末财政工作重心主要为防风险以及债务风险评估；二是财政部提高专项债发行要求提高，额度延迟下发，为给地方留出更充分的项目储备时间；三是地方政府债券信息公开平台管理制度建设稍显滞后。

**未贴现票据表现明显改善，信托、委托贷款规模持续压降。**1 月表外融资新增 4151 亿元，同比多增 2342 亿元。其中，委托贷款新增 91 亿元，信托贷款负增 842 亿元，资管新规制约下增长仍显乏力。但未贴现承兑汇票新增 4902 亿元，同比多增 3499 亿元，主要是在央行表内考核额度较紧叠加融资需求旺盛的背景下，未贴现票据成为银行向企业授信变通渠道。

企业直接融资规模符合市场预期。1月企业债券新增融资 3751 亿元，同比少增 216 亿元。企业债融资仍受去年信用债违约事件影响，延续低位运行态势。此外，企业股票新增融资 991 亿元，同比多增 387 亿元，保持正常水平。

**M1 冲高，M2 回落，剪刀差收窄至负区间。**1月 M1 同比增速录得 14.7%，环比增加 6.1 个百分点，重回上行区间。M1 增速大幅冲高与春节错位有关，且受疫情冲击影响，M1 基数较低。M2 同比增速录得 9.4%，环比下降 0.7 个百分点，稍低于市场预期。一是春节错位导致居民年终奖发放滞后至 2 月，致使本月居民存款同比少增 2.76 万亿，企业存款同比多增 2.56 万亿；二是财政支出较弱，缴税大月致使大量资金沉淀在财政系统；三是年前央行收紧货币操作拉低 M2 增速。

展望下阶段，由于去年同期受疫情影响，各项指标基数较低，但需对冲过年假期影响，预计信贷、社融等增速将短期稍有抬升。未来货币政策回归常态化，后期各项指标将稳中降速，信用扩张延续收敛态势。

图 3：社会融资总量与新增人民币贷款

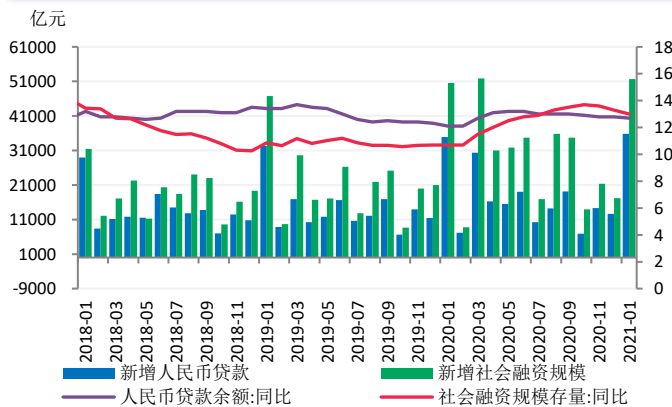
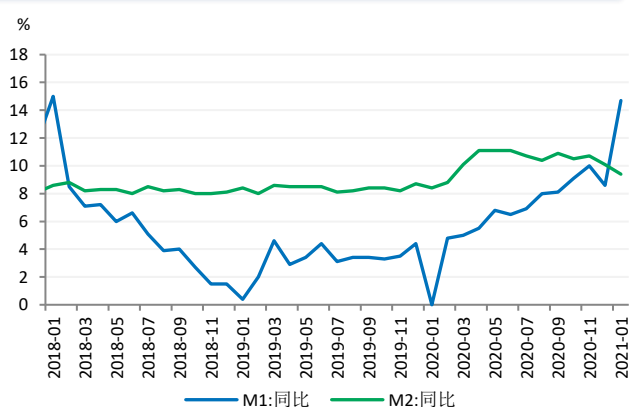


图 4：M1 与 M2 余额同比增速



数据来源：WIND

### 市场：人民币汇率小幅升值，债券收益率震荡上行

人民币兑美元汇率小幅升值。人民币兑美元汇率较上月小幅升值，2月18日中间价和在岸即期汇率分别收于 6.4536、6.4706，较 1月15日升值 0.15%、0.07%；美元指数低位反弹后震荡下行，2月18日收于 90.5555，较 1月15日贬值 0.26%。1月中旬后，美元指数低位反弹，对人民币汇率带来一定扰动。



经济基本面向好、中外利差收窄以及美元指数低位反弹影响下，人民币汇率升势渐缓。从内部看，在新冠疫情和外部诸多不利因素影响下，中国统筹疫情防控和社会经济发展工作，经济实现强劲反弹，经济动能再上台阶，向好的经济基本面继续对汇率起到支撑作用。从外部看，美国大选不稳定因素消退，拜登政府大规模财政刺激计划的预期升温，美元指数震荡上行，对人民币汇率形成扰动，不再延续之前的单边升值，转入平稳震荡。此外，中外利差虽然收窄但仍保持高位，也是支撑现阶段人民币汇率的主要因素。

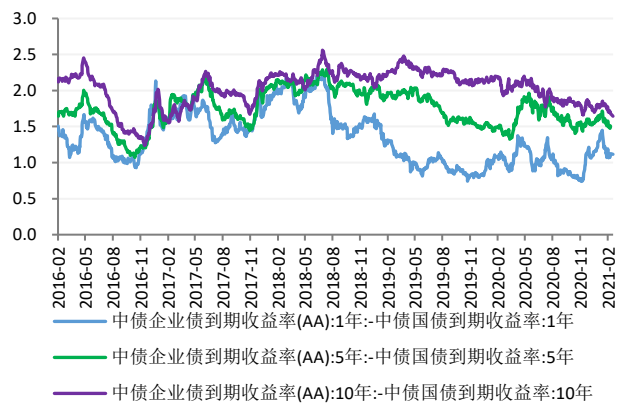
**债市收益率整体震荡上行。**近期主导债市调整的是国内资金面及政策预期。1月中旬以来，央行公开市场操作逐步从净投放转向净回笼，超出市场预期，引发资金面持续收紧，市场利率快速抬升。春节后首个交易日，央行净回笼 2600 亿元让债市进一步承压。1月15日至2月18日期间，1、5、10年期国债收益率分别升至 2.6916%、3.1158%和 3.2831%；1、5、10年期 AA 级企业收益率分别升至 3.8058%、4.5818%和 4.9281%。预计未来一段时间央行将继续维持“稳”的主基调，货币政策紧平衡将成为常态，债市情绪偏谨慎。

**信用利差持续收窄。**受资金面整体偏紧、通胀预期抬升以及 1 月金融数据好于预期影响，债市收益率普遍上行，信用利差被动收窄。截至 2 月 18 日，1 年期、5 年期、10 年期 AA 企业债与同期国债利差为 111bp、147bp 和 165bp，较上月收窄 23.09bp、15.40bp 和 16.01bp。

图 5 人民币对美元汇率走势



图 6 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

2020 年，积极的财政政策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。展望 2021 年，在经济持续回暖的大背景下，针对疫情出台的各项宽松措施将有序退出，积极的财政政策将在提质增效、更可持续上下功夫。

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，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。预计 2021 年财政赤字率将回调至 3% 左右，新增地方债规模将在 2019 年 3.06 万亿的基础上保持 10% 左右的增速，约为 3.37 万亿，较 2020 年减少 1.36 万亿。同时，加大预算统筹力度，大力盘活存量资金，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，支持地方扎实做好“六稳”、“六保”工作。

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。其一，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。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。其二，用好地方政府专项债券。按照“资金跟着项目走”的原则，适当放宽发行时间限制，合理扩大使用范围，提高债券资金使用绩效。债券资金主要用于党中央、国务院确定的重点领域项目，优先支持在建工程后续融资。其三，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。主要措施包括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等。2021 年直达资金总量将比去年有所增加。其四，进一步调整优化支出结构。坚持政府过紧日子，大幅度压减非刚性、非重点项目支出和公用经费，并对一些重点项目和政策性补贴按照从严从紧、能压则压的原则进行压减；严把紧

预算支出关口，深入挖掘节支潜力，加大重点领域和刚性支出保障力度；加快建立全方位全过程全覆盖的预算绩效管理体系，切实做到花钱要问效、无效要问责。

## 2. 货币政策

2021 年，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持稳字当头，不急转弯，把握好政策时度效，处理好恢复经济和防范风险的关系，保持好正常货币政策空间的可持续性。

一是稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。为对冲疫情影响，支持宏观经济恢复和发展，央行在 2020 年采取了相对宽松的货币政策。随着经济逐渐恢复，疫情期间的特殊、阶段性的政策在完成使命后将退出，2021 年货币政策将稳字当头、灵活调整、操作精准、量价合适。

二是发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济的货币政策工具的精准滴灌作用。受疫情冲击影响，2020 年央行采取了一些特殊化的货币政策支持小微企业实体经济发展。为进一步加大对重点领域和薄弱环节的金融支持，做好稳企业保就业纾困政策的适当接续，继续支持民营小微企业发展，2021 年央行将进一步强化金融有效支持实体经济的体制机制，健全具有高度适应性、竞争力、普惠型的现代金融体系，设计和创新结构性货币政策工具，继续支持好实体经济特别是小微企业的发展。

三是健全市场化利率形成和传导机制。2020 年，央行持续深化 LPR 改革，加快推动市场报价利率运用和转换，推动金融机构向企业合理让利，企业综合融资成本明显下降。2021 年，央行将深化 LPR 改革，推动存款利率逐步市场化，打击各种不规范的变相存款创新产品，维护存款市场公平竞争秩序。健全政策利率体系和货币市场基准利率，完善以公开市场操作利率为短期政策利率和以 MLF 利率为中期政策利率的中央银行政策利率体系，引导市场利率围绕政策利率波动。

## 宏观政策建议

1 月以来，从国际来看，美国完成了总统交接，全球疫情蔓延势头逐渐减弱，但供需缺口推动大宗商品价格上涨；从国内来看，经济恢复增长的同时南北差距继续拉大，需要进一步深化改革创新予以应对。我们提出以下四个方面的政策建议：

### 1. 妥善处理中美关系

1月20日，拜登已经正式就任美国总统。在从特朗普手中接过权杖之后，拜登正致力于全面扭转前任的各项政策，弥合国内矛盾，重回国际体系中心。这对国际格局、中美关系等都将产生重要影响。2月11日，中美两国元首首次通话，对外释放了积极信号。建议中美双方重新建立各种对话机制，准确了解彼此的政策意图，避免误解误判，同时在抗疫、气候、环保、反恐、核武器等国际议题上加强合作，推动中美关系健康稳定向前发展，同各国和国际社会共同维护和平与发展的国际环境。

### 2. 防范通胀预期升温

目前疫情的传播势头已经明显走弱，而各国的疫苗普及进度则在不断加快，全球经济即将迎来后疫情时代的共振复苏阶段，由于供需缺口短期内仍难以修复，加上美元去年下半年以来的持续贬值，大宗商品价格近段时间明显走高，带动 PPI 进入正增长区间。下一阶段，需要关注输入型通胀以及引发的通胀预期升温，维护好市场秩序，管理好市场预期，防止通胀预期的自我实现。

### 3. 深化改革缩小“南北差距”

从 2020 年各省经济表现来看，全国 18 个省份 GDP 跑赢全国平均水平，南方省份占 12 席，远超北方，“南强北弱”形势越发明显。在一定程度上，这体现出北方省份的市场化程度和经济活力不足。下一阶段，应通过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。

### 4. 抓住机遇推进数字化转型

数字化改革是新发展阶段全面深化改革的重要抓手，后疫情时代我国将会加快数字化建设步伐。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
<b>国内生产总值当季</b>									
GDP	同比增长, %	3.2			4.9			6.5	
<b>工业生产 当月</b>									
增加值	同比增长, %	4.8	4.8	5.6	6.9	6.9	7.0	7.3	
<b>消费 当月</b>									
社会消费品	同比增长, %	-1.8	-1.1	0.5	3.3	4.3	5.0	4.6	
<b>固定资产投资自年初累计</b>									
总额	同比增长, %	-3.1	-1.6	-0.3	0.8	1.8	2.6	2.9	
房地产开发	同比增长, %	1.9	3.4	4.6	5.6	6.3	6.8	7.0	
<b>外贸 按美元, 当月</b>									
进出口	同比增长, %	1.1	3.1	3.9	10.9	8.0	13.0	12.9	
出口	同比增长, %	0.2	6.8	9.1	9.4	10.9	20.6	18.1	
进口	同比增长, %	2.3	-1.6	-2.3	12.7	4.4	3.9	6.5	
贸易差额	美元, 亿	462.8	618.8	584.8	367.5	580.7	755.0	781.7	
<b>通货膨胀 当月</b>									
CPI	同比增长, %	2.5	2.7	2.4	1.7	0.5	-0.5	0.2	-0.3
PPI	同比增长, %	-3.0	-2.4	-2.0	-2.1	-2.1	-1.5	-0.4	0.3
<b>社融及货币信贷</b>									
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
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
社融存量	同比增长, %	12.8	12.9	13.3	13.5	13.7	13.6	13.3	13.0
M1	同比增长, %	6.5	6.9	8.0	8.1	9.1	10.0	8.6	14.7
M2	同比增长, %	11.1	10.7	10.4	10.9	10.5	10.7	10.1	9.4

## 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)

