

宏观动态报告

2021 年 1 月 15 日

主要经济目标更换为科技战略力量， 美联储首提缩减

宏观政策 2020 年 12 月动态报告

核心内容：

- **中央经济工作会议：工作目标转变，“钢铁时代”结束** 2021 年国家经济工作重点的第一位是强化国家战略科技力量。内部劳动力结构的变化以及我国出口的变化都意味着，我国在传统优势的基础上需要在科技和产业链供应链上更上一层楼才能保证经济的继续发展，才能保证居民收入水平的持续上行。国家经济工作重点的转变也来源于此，这种转变至少会持续未来 10 年，这意味着我国支持我国经济增长的传统产业未来会保持平稳增长，也意味着“钢铁时代”结束。
- **央行工作会议强调稳健的 2021 年货币政策要灵活精准、合理适度** 政策口径回到了 2020 年初，但是比 2020 年 8 月份“货币政策要更加灵活适度”有所收紧。但 2020 年 7 月份开始货币政策已经开始小幅收紧，货币市场利率抬升，但 12 月份货币市场利率全面下滑，央行连续的超额续作 MLF，向市场补充资金。4 季度央行货币政策会议明确货币政策仍然要支持经济增长，货币增速和社融增速要与名义 GDP 相匹配，从实际操作和态度来讲，央行出现了转变。4 季度央行会议中对利率的描述也同样是努力降低一般贷款利率，引导实体经济贷款利率持续下行。
- **央行对外汇市场温柔表态** 央行对外汇市场再表态，对人民币持续升值保持谨慎。2021 年 1 月 7 日央行将企业跨境融资宏观审慎调节参数由 1.25 下调至 1.0，对境外融资形成的资金流入做出限制。1 月 5 日央行上调了境内企业境外放款的宏观审慎调节系数，增加了企业境外融资的上线，鼓励资金流出。
- **美联储首提“缩减” 2 季度可能释放信号** 美联储 1 月 6 日公布 2020 年 12 月 FOMC 会议纪要，美联储继续维持购债规模和结构，但缩减首次出现在会议纪要中。一些（a number of）委员强调了一旦在实现就业和物价目标方面取得了实质性的进一步进展，就可以开始“逐渐减少”购债。美国新一轮的财政刺激将至，预计经济在 2021 年较为繁荣。
- **欧央行再次宽松** 欧洲央行在 12 月会议上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。由于新冠疫情第二波流行，为了帮助欧元区经济稳定，扩大的债券购买希望将政府和企业的借贷成本保持在纪录低位。欧洲经济状况渐趋好转，消费者信心指数和工业生产回升，尤其是德国的经济恢复较快，预计欧央行短期内不会再扩大资产规模的购买。

分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

周世一

☎: (8610) 6656 8471

✉: zhoushiyi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S013051107000403

目录

一、中央经济工作会议：经济工作目标已经改变 “钢铁时代” 结束	3
（一）经济环境有较大的不确定性	3
（二）货币政策退出不会出现断崖式下降	3
（三）经济工作重点出现转变：科技、产业链和内需	4
（四）调控房价到调控房租	5
二、央行 2021 工作会议：重点仍然是支持经济	6
（一）货币政策持续收紧暂告一个段落	6
（二）为实体经济服务是货币政策的重点	7
（三）绿色金融框架首次进入任务目标	7
（四）化解金融风险进入平稳期	7
三、央行：跨境融资参数调整 央行对外汇市场温柔表态	8
四、全球：美联储首提缩减 欧央行继续宽松	8
（一）美联储首提缩减 可能在 2 季度释放信号	8
（二）为应对新冠疫情欧央行再次宽松	9

一、中央经济工作会议：经济工作目标已经改变 “钢铁时代” 结束

12月16日-18日，2020年中央经济工作会议在北京召开。2020年是“十三五”规划收官之年，2020年我国已经完成了“十三五”的主要经济目标。“十四五”规划对我国提出了更高的要求，指标性的任务在减少，定性的任务在增加，说明我国已经从重数量发展转变为重质量发展的阶段。在这一个阶段我国需要对社会基本矛盾、社会生活结构、权利组织形式等根本社会问题进行整改，这是我国在“十四五”以及到2035年面临的根本性问题。

（一）经济环境有较大的不确定性

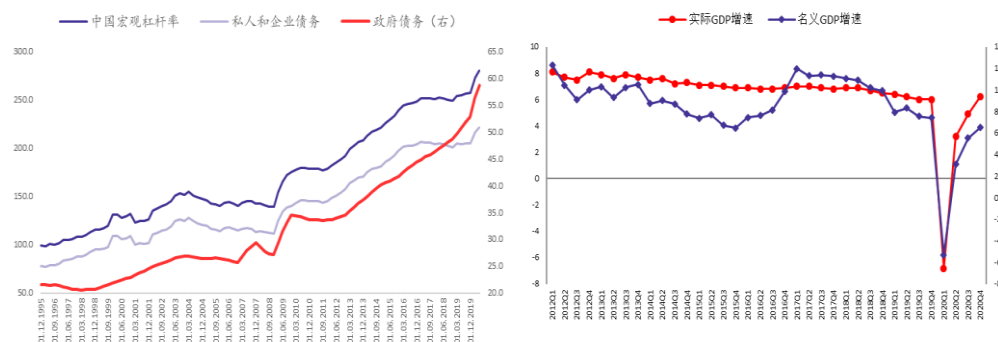
虽然2020年我国经济恢复较快，但是世界经济形势仍然较为严峻，我国复苏的基础并不牢固，仍然隐藏各种风险，尤其是疫情后我国杠杆率迅速上行，积累了系统性风险。加之2021年对房地产企业要实施“三条红线”限制，直接限制了房地产企业的融资，打击了房地产企业的高周转率运行，对经济的冲击仍然在观察中。2021年我国疫情期间的各种政策要逐步退出，尤其是“稳定宏观杠杆率”与“控制货币总闸门”必然会带来信用的收缩，而信用的收缩必然会带来经济的下滑，对经济的冲击要有充分的认识。

我国对2021年的经济运行仍然以稳定为主，防范各种系统性风险，2020年12月份发生的信用债风险在2021年可能会更加频繁，这是我国货币收缩的直接结果，也是稳定宏观杠杆率后面面临的灰犀牛。

我国经济未来要推动高质量发展，以深化供给侧结构性改革为主线，以改革创新为根本动力。这也就是说，传统行业仍然要坚持供给侧改革，实施有计划的管理，这些行业包括钢铁、煤炭、水泥、玻璃、有色以及房地产行业等，信贷要对这些行业有条件发放，防止这些行业过度扩张，带来产能浪费。同时鼓励信贷更多进入科技创新行业。

图1：中国宏观杠杆率（%）

图2：中国GDP增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（二）货币政策退出不会出现断崖式下降

我国货币条件在2021年会比2020年有所收缩，但不会出现断崖式下行，即不会出现2018-2019年的激烈去杠杆式出清。

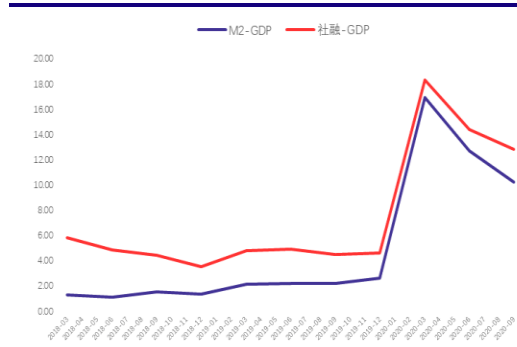
经济会议情调政策对经济恢复要有必要的支持力度，政策操作“不转急弯”，意味着政策的退出可能要延续 2-3 年，用发展来消化目前的杠杆率。财政政策会持续发力，但发力的方向要较为确定，并且未大型项目保驾护航，意味着 2021 年的投资仍然以国家投资为主，主要是铁路、道路、水利等项目，城市基础设施建设会保持合理水平，这就表示地方政府债务的上行速度减缓。

货币政策方面要“合理适度”，保持“货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速相匹配”，2021 年名义 GDP 增速可能在 7.5% 之上，这是由于 2020 年基数较低的原因。而货币仍然要与名义 GDP 相匹配，与围着 M2 增速和社会融资增速的基本平稳。

央行在提出货币供给总闸门时，下滑最迅速的是新增贷款增速和新增社融增速。M2 和社融存量增速与 GDP 名义增速相匹配是 2019 年经济工作会议中提出，2019 年全年，M2 和 GDP 增速的差值在 2-3 个百分点之间，社融和 GDP 的差值在 4-5 个百分点。假设 2021 年 GDP 增速约在 7.5% 左右，那么合意 M2 增速在 9.5%-10.5% 左右（11 月份 M2 增速 10.7%），社融总量增速在 11.5%-12.5% 左右（11 月份 13.6%）。

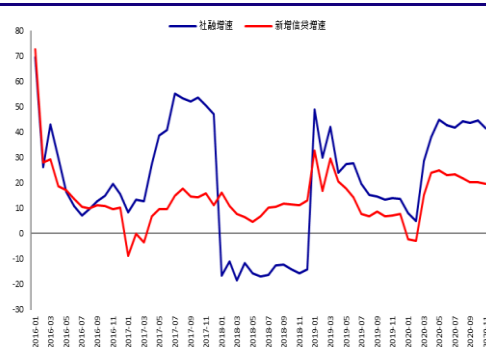
我国新增社融和新增贷款增速已经开始下滑，增速拐点已经出现，M2 增速仍然相对平稳，可以说我国现阶段货币投放仍然以稳为主，出现断崖式下滑可能性较小。2021 年由于 GDP 同比增速会有高增，所以预计 2021 年新增社融总量约在 35 万亿左右，仍然是较高水平，不会有市场所担忧的断崖式下滑。

图 3：M2、社融增速与 GDP 的差值（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：新增社融和新增信贷增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（三）经济工作重点出现转变：科技、产业链和内需

2021 年国家经济工作重点的第一位是强化国家战略科技力量，供应链产业链自主和扩大内需成为第二和第三个工作目标。

科技和自主创新已经是 2020 年经济工作的重点，这些转变已经在已有的文件和会议中有所体现，尤其是“十四五”规划中已经体现了国家对科技发展和自主创新的雄心。现阶段我国科技创新仍然是以国家投入为主，以领头人制度和高校创新为主，举国体制完成科技创新项目和技术追赶。这种方式对于我国现阶段仍然较为适用，在科技追赶体制下，集中力量做重点突破。但是科技创新对经济增长的贡献需要更市场化的环境才能实现，举国体制的创新和对重点

方向的突破需要对经济有所贡献才能获得更大的生命力和延续力。日本大藏省的例子已经说明了举国体制只适合短时间段的科技追赶，而不适用于追求科技领先。

我国经济发展到人均 1 万美元 GDP 的时刻，也需要我国产业升级给与经济更多的活力。首先，我国劳动力结构已经发生根本变化，大学生毕业数量连年上行，2019 年我国普通高校毕业生数量是 819 万，高素质劳动力人口的快速上行也改变了我国整体劳动力结构，这种变化需要社会产业的升级，也是我国需要技术升级的根本原因。

外部环境已经发生变化，我国已经是世界主要经济体，在基本贸易协议下我国在全球所占经济份额已经注定，而进一步的经贸合作需要我国在法律、规章、标准等方面与其他国家进行更紧密的合作，对我国经济发展质量提出更高的要求。中美关系在 2019 年发生巨大的变化，双方冲突多与合作，这就促使我们必须以更大的开放程度、更多的合作伙伴来对冲中美之间冲突的损失。2019 年我国出口占全球出口贸易的 13.2%，进口占全球贸易的 10.5%，我国外贸在 2020 年受到疫情影响仍然在增长，但出口比例极限已经到来。我国对外贸易合作向再进一步需要更深层次的合作，11 月份我国已经签署了 RCEP，这代表着我国与世界主要经济体都有了基本的贸易合作，而未来需要在法律、规章、标准等方面加强合作，产业链深度融合下，我国对外贸易和合作才会进入下一个层次。

图 5：高校毕业生人数上行（人）

图 6：我国出口占全球出口比例（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

内部劳动力结构的变化以及我国出口的变化都意味着，我国在传统优势的基础上需要在科技和产业链供应链上更上一层楼才能保证经济的继续发展，才能保证居民收入水平的持续上行。国家经济工作重点的转变也来源于此，这种转变至少会持续未来 10 年，这意味着我国支持我国经济增长的传统产业未来会保持平稳增长，也意味着“钢铁时代”结束。

（四）调控房价到调控房租

房地产市场是我国重点关注的领域，既有民生领域的问题，也关系到系统性金融风险。在对房地产商“三条红线”的控制下，逐步化解房地产市场的系统性风险，同时对房地产市场调控的重点变为对租房市场调控。

会议提出要“保证性租赁住房建设”、“租购住房在享受公共服务上具有同等权利”、“土地供应要向租赁住房建设倾斜”、“企事业单位自有闲置土地建设租赁住房”、“降低租赁住房税费负担”。从对租房市场的表述上来看，从建设、住房隐性福利、土地供应、税费以及打破只有开发商可建设房产的诸多条件来看，政府会全面发展租房市场。会议不再强调强控房价，转为调控房租价格，这是房地产市场工作重点的转变。

二、央行 2021 工作会议：重点仍然是支持经济

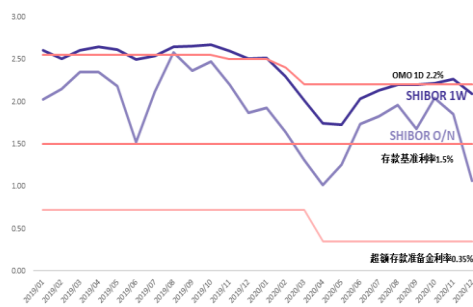
2020 年中央经济工作会议 12 月 16 日至 18 日在北京举行。

(一) 货币政策持续收紧暂告一个段落

会议强调稳健的 2021 年货币政策要灵活精准、合理适度。政策口径回到了 2020 年初，但是比 2020 年 8 月份“货币政策要更加灵活适度”有所收紧。但 2020 年 7 月份开始货币政策已经开始小幅收紧，货币市场利率抬升，但 12 月份货币市场利率全面下滑，央行连续的超额续作 MLF，向市场补充资金。4 季度央行货币政策会议明确货币政策仍然要支持经济增长，货币增速和社融增速要与名义 GDP 相匹配，从实际操作和态度来讲，央行出现了转变。4 季度央行会议中对利率的描述也同样是努力降低一般贷款利率，引导实体经济贷款利率持续下行。

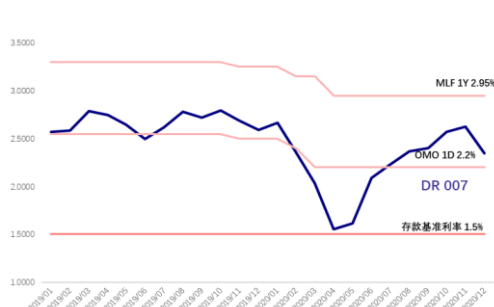
货币政策有所转变主要是因为经济先行指标出现回落。12 月份制造业 PMI 指数录得 51.9，低于市场预期，同时订单和生产均有所下滑。强劲的需求上行可能停滞，同时库存上行会在 1-2 个季度完成。虽然经济仍然向上运行，但是鉴于新冠疫情的影响以及国外形势的复杂，货币政策持续收紧的可能性下降，等待经济信号的进一步确认。

图 7：SHIBOR 利率曲线 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：存款类机构质押回购利率 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 1：央行工作会议历年主要任务

主要任务顺序	2021年	2020年下半年（8月3日）	2020年上半年	2019年
1	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度	货币政策要更加灵活适度、精准导向，切实抓好已出台稳企业保就业各项政策落实见效	保持稳健的货币政策灵活适度	稳健的货币政策保持松紧适度
2	发挥好结构性货币政策工具和信贷政策精准滴灌作用，构建金融有效支持小微企业等实体经济的体制机制	守住底线，继续打好防范化解重大金融风险三年攻坚战	坚决打赢防范化解重大金融风险攻坚战	进一步落实好金融服务实体经济各项政策措施
3	落实碳达峰碳中和重大决策部署，完善绿色金融政策框架和激励机制	坚定不移推动金融业稳妥有序开放	缓解小微企业融资难融资贵问题为重点，加大金融支持供给侧结构性改革力度	切实防范化解重点领域金融风险
4	加快完善宏观审慎政策框架，将主要金融活动、金融机构、金融市场和金融基础设施纳入宏观审慎管理	不断深化金融领域体制机制改革	加快完善宏观审慎管理框架	稳步推进人民币国际化
5	持续防范化解金融风险	继续做好金融管理和金融服务工作	继续深化金融改革开放	全面做好外汇管理与服务
6	深度参与全球金融治理，严密防控外部金融风险，稳步扩大金融双向开放		加强金融科技研发和应用	深入参与国际经济金融治理
7	稳慎推进人民币国际化		全面提高金融服务与金融管理水平	加快推动金融市场创新发展和金融机构改革
8	深化金融市场和金融机构改革			全面提高金融服务与金融管理水平
9	持续改进外汇管理和服			加强内部管理
10	提升金融服务和管理水平			

资料来源：中国银河证券研究院整理

（二）为实体经济服务是货币政策的重点

贷款的投放仍然倾斜中小企业，尤其是货币政策工具和贷款工具要同时运用，如果 2021 年出现降准，那么可能是结构性降准。而货币政策转向主要也是为了实体经济考虑，3 季度货币政策报告中一般贷款加权平均利率为 5.31%，比 6 月份上行 5BP，而贷款平均利率比 6 月份上行 6BP 至 5.12%。市场利率的持续上行已经影响到实体经济的利率水平，信用利差也在 10 月份走阔，意味着实体经济从债券市场融资的难度在加大。11 月份永煤信用债暴雷，债券市场承压，企业在债券市场融资 11 月份仅有 862 亿元，出现大幅下滑。为了维护实体经济利率的平稳以及稳定市场，12 月份央行货币政策转向，向市场明确说明继续紧缩的可能性在变小，货币政策仍然以支持实体经济，尤其是小微企业为主。

（三）绿色金融框架首次进入任务目标

无论是我国环境还是未来的发展趋势，减少碳排放量始终是我国政府的目标。绿色金融已经开展多年，但是始终缺乏顶层设计。2021 年度建立框架、推动碳排放交易市场、逐步健全标准体系等提上日程，是顶层设计的开始。

（四）化解金融风险进入平稳期

化解金融风险攻坚战取得阶段性成果，自 2018 年开始的三年化解金融风险攻坚战在 2020 年结束，2021 年进入平稳期。2018 年整治影子银行、关闭互联网金融公司起，央行力图把所有涉金融业务均纳入管理体系，防止出现超预期的金融创新。2021 年“将主要金融活动、金融机构、金融市场和金融基础设施纳入宏观审慎管理”，这是蚂蚁金服接受审查的原因。化解

金融风险是一把双刃剑，确定了今后很长一段时间，我国金融创新可能停滞，金融监管进入平稳期。

三、央行：跨境融资参数调整 央行对外汇市场温柔表态

央行对外汇市场再表态，对人民币持续升值保持谨慎。2021年1月7日央行将企业跨境融资宏观审慎调节参数由1.25下调至1.0，对境外融资形成的资金流入做出限制。1月5日央行上调了境内企业境外放款的宏观审慎调节系数，增加了企业境外融资的上线，鼓励资金流出。由于美元兑人民币汇率2021年第一个星期上行1.03%进入了6.4元区间，同期美元指数相对平稳，资金流入压力加大，央行再次向市场表态人民币升值需谨慎。

图 9：人民币汇率与美元指数 (%)

图 10：银行间质押回购加权利率下行 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、全球：美联储首提缩减 欧央行继续宽松

(一) 美联储首提缩减 可能在 2 季度释放信号

美联储1月6日公布2020年12月FOMC会议纪要，美联储继续维持购债规模和结构，但缩减首次出现在会议纪要中。会议整体与鲍威尔12月16日发言一致“在美国通胀重返正轨之前不会提前加息，并重申美联储可以扩大债券购买力度、调整所购买债券的久期，而在缩减债

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_166

