



春意盎然

——2021年2月宏观经济月报

■2021 开年之后，美国经济基本面明显向好。疫情方面，1 月上旬以来新增感染人数快速回落，已降至目前的 7 万人/日左右；新增死亡人数也出现大幅下降。疫苗方面，接种速度持续提升，已突破 160 万剂/日，接种率超过 13%。财政方面，随着 9,000 亿美元的财政补贴开始落地，零售消费在 3 个月的连续下跌后出现反弹。就业方面，1 月非农就业人数转正，失业率进一步回落。前瞻地看，随着疫苗接种率的提升和新财政刺激持续落地，美国经济一季度将维持弱复苏并将在二季度加速向潜在水平回归，带动全球范围的复苏共振。

■受疫情防控和就地过年政策的影响，2021 年开年我国经济修复呈现放缓趋势。供给方面，受弱季节性影响，生产呈现周期性小幅下滑。需求方面，出口扩张放缓，进口略微收缩。尽管我国经济仍在回补疫情冲击造成的缺口，但房地产基建等产业发力减弱，就地过年政策也降低了消费预期。2021 年春节消费整体表现不如疫情前的往年水平，但消费市场在几个领域表现亮眼，包括居家用品消费、新型智能消费、线上线下餐饮消费、就近休闲。价格方面，季节性因素和天气因素拉动 CPI 同比增速整体回升，大宗商品价格上涨带动 PPI 同比降幅收窄。预计未来一段时间出口需求仍将保持旺盛，制造业生产和投资延续增长，但春节期间消费受疫情反弹影响，回升速度可能放缓。

■当前属于货币政策回归中性、信用“稳”而非“紧”的阶段。1 月信贷表现强于历史同期，其中，企业、居民中长贷表现强势，企业、居民短贷有所修复。社融增量在信贷、非标支撑下表现较强，但增速继续回落 0.3pct 至 13%，预计一季度社融增速下行速度或仍将较缓。M2 增速继续受财政支出进度不及预期影响，有所下降。前瞻地看，一方面，社融-M2 剪刀差未来大概率收窄，指向后续利率上行空间有限。另一方面，M2-M1 剪刀差大幅收窄，指向企业的经营预期较为乐观，经济内生动能有望继续增强。

谭卓，宏观经济研究所所长
zhuotan@cmbchina.com

杨薛融，宏观研究员
yangxuerong@cmbchina.com

田地，宏观研究员
andrewtian@cmbchina.com

黄翰庭，宏观研究员
huanght@cmbchina.com

颜琰，宏观研究员
freyayan@cmbchina.com

牛梦琦，宏观研究员
niumengqi@cmbchina.com



目录

一、宏观概览：复苏延续，节奏放缓	1
二、海外宏观：冰雪消融	2
（一）美国非农：低速爬坡	2
1. 总量：依旧不容乐观	2
2. 结构：三大特征	2
3. 前瞻：修复将逐渐提速	3
三、实体经济：修复放缓	4
（一）PMI：修复放缓	4
1. 制造业：需求恢复暂缓	4
2. 非制造业：消费性服务业拖累	5
3. 前瞻：向常态回归	5
（二）物价：CPI 动力切换 PPI 持续回升	6
1. CPI：非食品项驱动增速下行	6
2. PPI：大宗商品普涨带动增速回升	6
四、货币金融：广义流动性缺口扩大	8
（一）信贷：总量回升，结构良好	8
（二）社融：信贷非标改善，政府债券走弱	9
（三）货币：M2-M1 剪刀差收窄	10
（四）前瞻：社融增速有望缓步下行	10



图目录

图 1: 美国新增非农就业小幅转正.....	2
图 2: 休闲酒店业持续失血.....	2
图 3: “永久-临时失业差”扩大.....	3
图 4: 不同学历人群失业率分化缩窄.....	3
图 5: 制造业与非制造业 PMI 边际回落.....	4
图 6: 需求回落幅度高于生产.....	4
图 7: 出口扩张放缓, 进口略微收缩.....	5
图 8: 工业品价格上升趋势暂停.....	5
图 9: CPI 同比增速再回负区间.....	7
图 10: PPI 同比继续回升.....	7
图 11: 1 月信贷增量创同期历史新高.....	8
图 12: 新增人民币贷款及构成.....	8
图 13: 新增居民贷款构成占比.....	9
图 14: 新增非金融企业贷款构成占比.....	9
图 15: 1 月社融增量创同期历史新高.....	9
图 16: 新增社融及构成.....	9
图 17: 1 月 M2-M1 剪刀差收窄至负区间.....	10
图 18: 社融存量与 M2 存量同比增速.....	10



一、宏观概览：复苏延续，前景明朗

2021 开年之后，美国经济基本面明显向好。一是疫情方面，1月上旬以来新增感染人数快速回落，已降至目前的7万人/日左右；新增死亡人数也大幅下降至2,000人/日。二是疫苗方面，接种速度持续提升，已突破160万剂/日，接种率超过13%。三是财政方面，随着9,000亿美元的财政补贴在1月份全面落地，零售消费在3个月的连续下跌后出现反弹。四是就业方面，1月新增非农就业人数转正，失业率进一步回落至6.3%。前瞻地看，近期市场的再通胀预期并未改变美联储的货币政策立场，总额约1.9万亿美元的财政刺激有望在3月落地，美国经济一季度将维持弱复苏并将在二季度加速向潜在水平回归，带动全球复苏共振。

受疫情防控和就地过年政策的影响，2021 年开年我国经济修复有所放缓。从PMI数据来看，虽然产需扩张速度环比有所放缓，但仍高于近年平均水平，经济修复趋势未变。总体而言，需求回落幅度高于生产，服务业回落幅度高于制造业。其中生产性服务业受制造业扩张放缓影响，指数小幅回落；消费性服务业受消费预期拖累，跌入收缩区间。供给方面，受弱季节性影响，生产呈现周期性小幅下滑。需求方面，出口扩张放缓，进口略微收缩。尽管我国经济仍在回补疫情冲击造成的缺口，但房地产基建等产业发力减弱，就地过年政策也降低了消费预期。此外，2021年春节消费整体表现不如疫情前的往年水平，但消费市场在几个领域表现亮眼，包括居家用品消费、新型智能消费、线上线下餐饮消费、就近休闲。价格方面，季节性因素和天气因素拉动CPI同比增速整体回升，大宗商品价格上涨带动PPI同比降幅收窄。预计未来一段时间出口需求仍将保持旺盛，制造业生产和投资延续增长，但春节期间消费受疫情反弹影响，回升速度可能暂缓。

当前属于货币政策回归中性、信用“稳”而非“紧”的阶段。1月信贷表现强于历史同期，其中，企业、居民中长贷表现强势，企业、居民短贷有所修复。社融增量大幅超出市场预期，主要受到信贷、非标支撑，政府债券融资额则对社融形成拖累。但增速继续回落0.3pct至13%，预计一季度社融增速下行速度或仍将较缓。M2增速继续受财政支出进度不及预期影响，有所下降。但M1增速环比“跳升”6.1pct至14.7%，重回上行区间，M2与M1间的剪刀差大幅收窄至负区间。前瞻地看，一方面，社融-M2剪刀差未来大概率收窄，指向后续利率上行空间有限。另一方面，M2-M1剪刀差大幅收窄，指向企业的经营预期较为乐观，经济内生动能有望继续增强。



二、海外宏观：曙光初现

（一）美国非农：低速爬坡

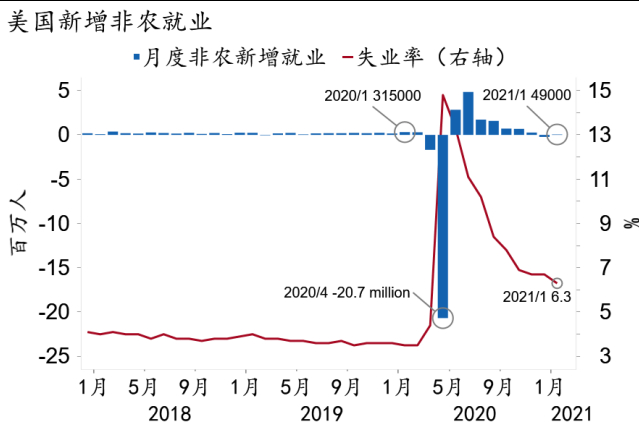
美东时间 2 月 5 日，美国劳工统计局（BLS）公布的数据显示，1 月份美国非农就业增加 4.9 万人，略低于市场预期（5 万）。失业率则从 6.7% 回落至 6.3%。

1. 总量：依旧不容乐观

作为拜登上任后的首份就业报告，1 月非农延续了自去年 11 月以来的低迷，尽管增速转正但已连续三个月不及预期。ADP “小非农” 数据显示 1 月新增就业也仅为 17.4 万。

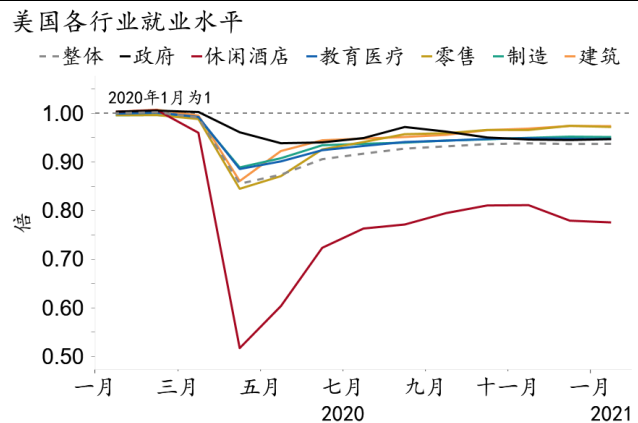
值得注意的是，尽管从数据看就业形势环比有所改善，但隐忧仍存：首先，在仍有近 1,000 万人因疫情失业的情况下，1 月就业修复速率远小于去年同期（31.5 万）。其次，失业率的下降主要源自劳动力人数的下降（环比减少 40.6 万¹）。最后，考虑到流失的劳动人口，新增非农就业实际可能为负。

图 1：美国新增非农就业小幅转正



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：休闲酒店业持续失血



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

2. 结构：三大特征

1 月美国就业修复呈现出三大结构性特征：

一是政府扛起就业大旗，私人部门持续分化。1 月私人部门新增就业仅约 6,000 人，其中制造业增长转负（减少 4,000 人），服务业小幅转正（增加 1 万人）。专业和商业服务业延续了强劲修复的势头（9.7 万），是私人部门新增就业的主要驱动。休闲酒店业本月延续了下跌的势头，但幅度大幅缩减，损失岗位环比减少近 9 成（88.6%）。此外，随着购物季的结束，前期贡献大量就业的零售、交通仓储等行业，本月增长均由正转负（分别减少约 3.8 万和 2.8

¹ BLS 每年年初会跟据人口等数据对全年数据进行调整，除去数据修正因素的劳动力人口下降为 20.6 万人。



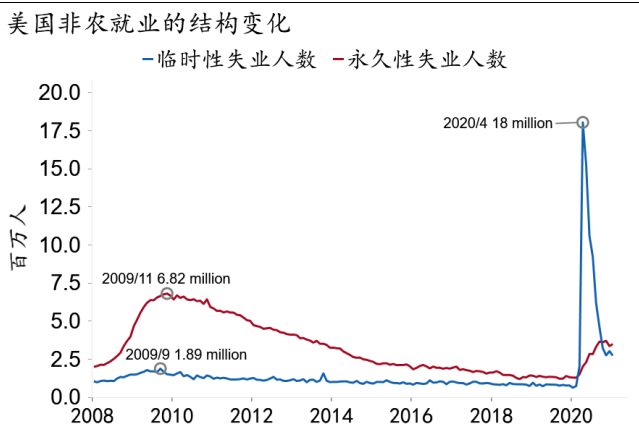
万)。但值得注意的是，随着疫后居民消费渠道的改变，快递和仓储行业的雇员仍显著高于疫前（分别较去年 2 月增加 13.7 万和 9.7 万）。

政府部门就业增加 4.3 万，贡献了本次新增非农就业的 87.8%。增量主要来自于州和地方政府教育岗位的增加（分别增加 3.6 万和 4.9 万）。但 BLS 指出，教育岗位的增长可能是对前期数据的修正所导致的。

二是新增就业主要来自临时性失业的下降。1 月份临时失业数为 274.6 万，较前值减少近 30 万，是新增非农就业的 6 倍。相较之下，永久性失业人数再次上升 13.3 万，达到 350.3 万，“永久-临时失业差”扩大至 75.7 万。

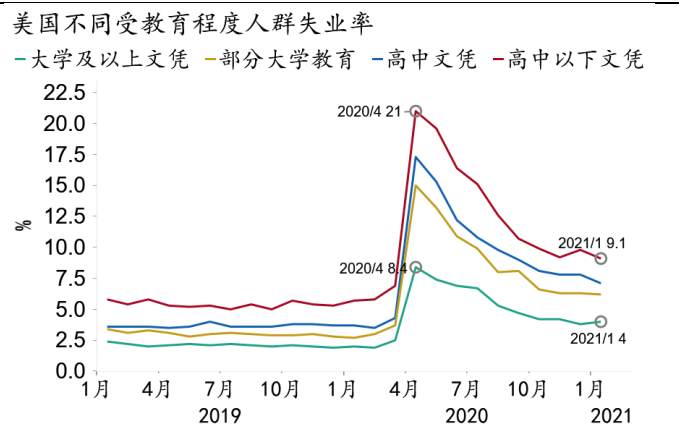
三是不同群体间失业率修复差异明显，低收入群体修复较为明显。从年龄段看，16-19 岁的青少年（teenagers）反弹最快，环比减少 1.2pct，而成年男性环比仅减少 0.4pct。从族裔看，西裔（0.7pct）与非裔（0.7pct）的修复情况比白人（0.3pct）、和亚裔（-0.7pct）更好。从学历看，受教育程度越低的群体修复程度越好，高中以下学历和高中学历人群失业率均减少 0.7pct，而大学以上学历失业率则出现上升（0.2pct）。

图 3：“永久-临时失业差”扩大



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 4：不同学历人群失业率分化缩窄



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

3. 前瞻：修复将逐渐提速

前瞻的看，美国就业修复有望于近期提速。前期影响就业的三个因素近期均出现改善：一是疫情出现好转。一月初以来，新增感染人数开始回落，目前降至 7 万/天左右。二是疫苗接种大幅提速。截至 2 月 25 日已接种疫苗超 6,700 万剂，接种率超过 13%。三是财政刺激开始发力。目前 9,000 亿美元的财政补贴已经落地，此外民主党起草的总额约 1.9 万亿的“美国救助计划”（American Rescue Plan）财政刺激法案有望于 3 月份获批通过。



三、实体经济：修复放缓

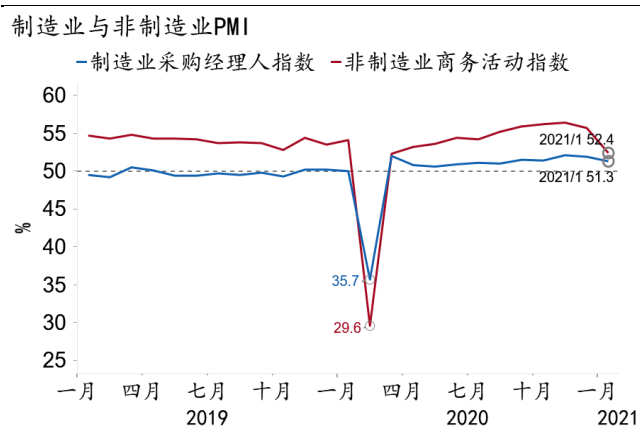
受疫情防控和就地过年政策的影响，2021年开年我国经济修复呈现放缓趋势。修复放缓表现出两个特征：需求回落幅度高于生产，服务业回落幅度高于制造业。就地过年的防疫政策支持春节期间稳岗生产，但降低了消费预期，导致供需差边际扩大，并拖累消费性服务业整体表现。

2021年春节消费整体表现不如疫情前的往年水平，但消费市场呈现许多新变化。2021年春节黄金周，全国重点零售和餐饮企业实现销售额约8210亿元，比2020年同期增长28.7%，但仅比2019年同期增长4.9%。相比之下，疫情前三年（2017-2019年）其同比增速均值为10.0%。然而，今年春节消费市场在几个领域表现亮眼，包括居家用品消费、新型智能消费、线上线下餐饮消费、就近休闲。

（一）PMI：修复放缓

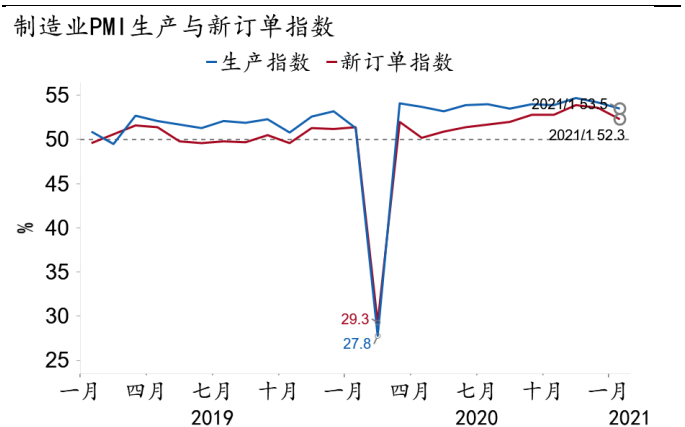
1月中国制造业采购经理人指数为51.3%，较上月下降0.6个百分点，非制造业商务活动指数为52.4%，较上月回落3.3个百分点，连续11个月高于荣枯线，指向经济持续扩张，但步伐放缓。

图5：制造业与非制造业PMI边际回落



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图6：需求回落幅度高于生产



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

1. 制造业：需求恢复暂缓

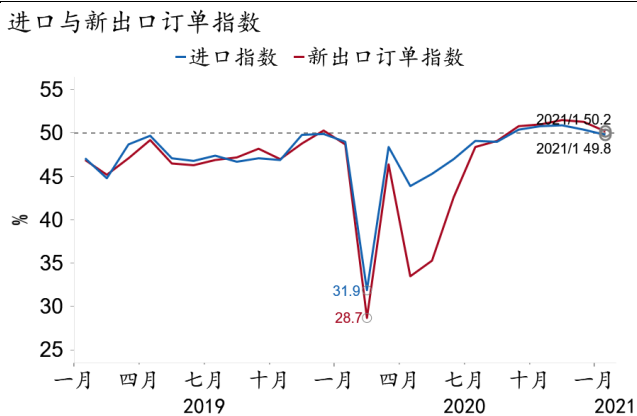
制造业产需两端景气度均回落，需求回落幅度高于生产，库存紧缩幅度收窄。1月生产指数回落0.7个百分点至53.5%，新订单指数回落1.3个百分点至52.3%，产成品库存指数上涨2.8个百分点至49.0%。虽然产需扩张速率环比有所放缓，但仍高于近年平均水平，经济修复趋势未变。产需回落原因有两点：一是尽管我国经济仍在回补疫情冲击造成的缺口，但房地产基建等产业发力减弱，钢铁行业新订单大幅回落；二是需求修复放缓叠加弱季节性，生产呈现周期性下滑。另外，就地过年的防疫政策支持春节期间稳岗生产，但降低了消费预期，导致供需差边际扩大，企业产成品库存收缩有所缓解。



出口扩张放缓，进口略微收缩。1月新出口订单指数下降1.1个百分点至50.2%，新出口订单指数的回落主要由于前期基数较高，以及欧美疫苗接种加速、疫情边际缓解带来外需边际减弱。短期来看，拜登政府预期实施大规模财政刺激计划，我国出口替代优势暂不会逆转。进口指数受生产扩张放缓，以及大宗商品价格高位趋稳影响，边际回落0.6个百分点至49.8%。

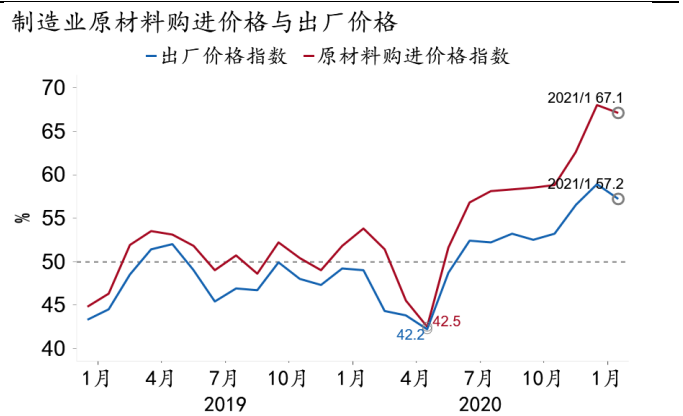
因需求短暂回落，工业品价格高位趋稳。1月原材料购进价格指数下降0.9个百分点至67.1%，产成品出厂价格指数下降1.7个百分点至57.2%。高频数据显示，1月下旬以来工业品价格指数小幅回落，可能导致PPI同比增速回升势头减弱。

图7：出口扩张放缓，进口略微收缩



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图8：工业品价格上升趋势暂停



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

2. 非制造业：消费性服务业拖累

1月非制造业商务活动继续保持扩张，但受部分区域疫情反弹和就地过年政策影响，扩张幅度大幅收窄。受消费性服务业需求下滑拖累，新订单指数比上月回落3.2个百分点至48.7%，销售价格指数回落0.9个百分点至51.4%。

建筑业景气回落，仍维持高位。建筑业商务活动指数回落0.7个百分点至60.0%，新订单指数下滑4.6个百分点至51.2%，收费价格下降1.1个百分点至52.9%，整体动能较上月略回落。受大宗商品价格高企的影响，建筑行业中间投入品价格升至近年高位，利润承压。

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_17778

