

日期：2021 年 02 月 02 日

货币趋势性平稳 物价季节性波动

——2021 年 1 月份宏观经济数据预测



分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120021

报告编号:

相关报告:

■ 主要观点

1 月份宏观数据预测: CPI=0.4, PPI= -0.3, 出口= , 进口= , 顺差= (USD) 亿, M2=10.0, M1=8.0, 新增信贷 33000 亿, 信贷余额 12.5, 工业 , 消费 , 投资 。

■ 市场看法: 物价延续低迷, 外需保持繁荣

整体上看, 市场认为经济运行特征不变: 物价延续低迷, 外需维持较高增速, 预示政策倾向的货币环境重现边际后撤态势。本 1 月份公布的宏观经济数据只有物价、进出口和货币, 因而市场关注重心实际上集中在物价和货币上。从机构间预测的分布情况看, 机构间的预期分歧维持了偏高态势, 机构对价格前景和代表政策的货币环境变化, 分歧都比较大。市场并未形成通胀预期, 货币缓回落的主流预期不变。

■ 我们看法: 基数效应下经济高增速实为平稳

虽然疫苗各国均陆续推出, 但受产量限制影响, 大规模接种还待时日; 全球疫情仍未结束, 海外疫情只是控制住了恶化, 连缓解态势都未形成。受海内外疫情形势差异, 出口需求延续保持了旺盛状态, 工业经济也得以继续保持繁荣, 投资也进入赶工结束后的平稳回升状态; 货币在稳健政策基调下, 重新回归稳中偏紧状态。叠加季节性因素和货币充裕的双重影响, 短期物价环比上涨明显, 但在基数效应下, CPI 同比值仍平稳。宏观调控的政策基调在渡过疫情扰动后, 逐渐恢复正常, 财政宽松和货币平稳的组合不变。经济改善为资本市场的中长期向好局面奠定了基础, 短期受流动性边际变化影响, 调整或有出现。

■ 房地产市场: 泡沫再起, 调控加码

2020 年末和 2021 年开年之际, 多地楼市泡沫再现, 上海、杭州、深圳等地的楼市泡沫再度搅动市场, 引发市场恐慌。为避免楼市泡沫风险无限上行, 真正将中央政策落实到位, 多地出台了多项楼市调控“打补丁”措施。针对楼市局面, 调控渐成体系化: 三道红线是针对企业的, 房贷集中度(即上限控制)是针对银行的; 长效机制是针对政府的。由于资本对房地产市场的依赖, 地方政府、银行、资本等各方对楼市利益的高度一致性, 楼市价格在各方努力下维持坚挺。

■ 政策平稳, 市场波动

财政宽松和货币平稳的组合不变。经济改善也为资本市场的中长期向好局面奠定了基础。海外疫情第二波对资本市场的影响趋于弱化, 中国经济回暖延续和政策平稳的市场预期较为充分, 前期资本市场运行表现逐渐回升在经历一段时期后, 或转平稳, 市场或在波动中保持平稳偏暖态势。货币市场流动性在中性趋紧政策影响下, 短期波动也将增加。

当前市场对宏观经济形势的认识

市场看法：物价延续低迷，外需保持繁荣

按《证券市场周刊》远见杯项目组对 2021 年 1 月份中国经济数据的提前预测 POLL，整体上看，市场认为经济运行特征不变：物价延续低迷，外需维持较高增速，预示政策倾向的货币环境重现边际后撤态势。本提前预测为上期（2020 年 12 月份）数据未公布前完成，由于避免了近期经济数据对情绪的影响，该预测（1 月份经济数据）较好地体现市场上机构对经济短期前景的真实看法。1 月份公布的宏观经济数据只有物价、进出口和货币，因而市场关注重心实际上集中在物价和货币上。从机构间预测的分布情况看，机构间的预期分歧维持了偏高态势，机构对价格前景和代表政策的货币环境变化，分歧都比较大。本次 POLL 表明，市场并未形成通胀预期，货币回落的主流预期不变。12 月份实际 CPI 为 0.2，实际数字高于超出市场预期较多，因而市场对物价前景预期应已有修正——收缩幅度收窄；从商品期货变化看，PPI 回升态势已明确，因而 PPI 虽然预期也和 CPI 类似，但回升方向明确。货币预测的差异也仅在于回落幅度，稳中偏降的方向预期一致。

我们看法：基数效应下经济高增速实为平稳

虽然疫苗各国均陆续推出，但受产量限制影响，大规模接种还待时日；全球疫情仍未结束，海外疫情只是控制住了恶化，连缓解态势都未形成。冬春之际气候有利疫情生发；人员有季节性流动增加也不利于疫情控制。为此，各国都加强了社会隔离性控制措施；中国疫情虽然已处于可控状态，正式进入后疫情时代，但为保障疫情控制效果，也采取了减少人员流动、加强监测等控制措施，经济、社会生活不可避免受到影响。受海内外疫情形势差异，出口需求延续保持了旺盛状态，工业经济也得以继续保持繁荣，投资也进入赶工结束后的平稳回升状态；货币在稳健政策基调下，重新回归稳中偏紧状态。

叠加季节性因素和货币充裕的双重影响，短期物价环比上涨明显，但在基数效应下，CPI 同比值仍平稳。宏观调控的政策基调在渡过疫情扰动后，逐渐恢复正常，财政宽松和货币平稳的组合不变。经济改善为资本市场的中长期向好局面奠定了基础，短期受流动性边际变化影响，调整或有出现。

1 月高频数据分析

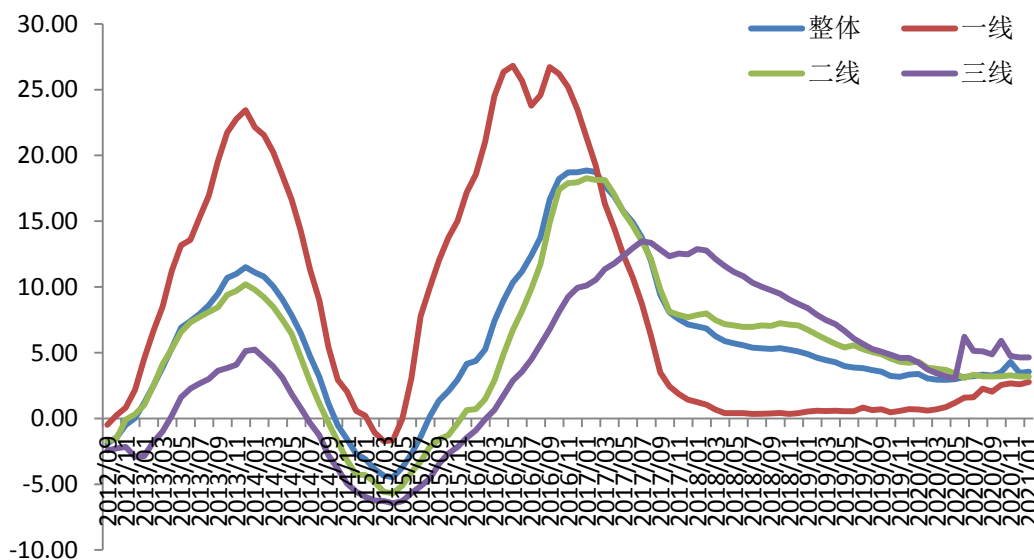
房地产市场：泡沫再起，调控加码

2020 年末和 2021 年开年之际，多地楼市泡沫再现，上海、杭州、深圳等地的楼市泡沫再度搅动市场，引发市场恐慌。为避免楼市泡沫风险无限上行，真正将中央政策落实到位，多地出台了多项楼市调控“打补丁”措施。1 月 23 日，深圳住建局发布了《关于进一步加强我市商品住房购房资格审查和管理的通知》，强调商品住房购房资格审查，进一步严厉打击“代持”等炒房现象；一旦违规，购房者在深圳将被暂停买、卖房 3 年。1 月 29 日，上海银保监局印发通知，再次强化“房住不炒”的定位，并对个人住房信贷管理工作提出了进一步要求：会严格管控个人住房贷款的发放，后续房贷将重点支持购买首套自住房的贷款需求，同时需要满足条件还包括房屋类型为中小户型、建筑结构已经封顶。1 月 21 日，上海发布楼市新政，包括将增值税征免年限从 2 年提高至 5 年；夫妻离异 3 年内购房商品房，住房套数按离异前家庭总套数计算等。1 月 27 日，杭州从住房限购、住房限售、税收调节和无房家庭认定标准及高层次人才优先购房政策等方面进一步加强调控；杭州市房地产市场平稳健康发展领导小组发布《关于进一步加强房地产市场调控的通知》《通知》主要从五方面来加强杭州房地产市场的调控。一是增加二手房交易成本，调节税收：明确在本市限购范围内，个人住房转让增值税征免年限由 2 年调整为 5 年。二是限售升级，加紧住房限售。规定新建商品住房项目公证摇号公开销售中签率小于或等于 10%的，自取得不动产证之日起 5 年内不得转让，优先满足无房家庭购房需求的热点商品住房项目，购房人以优先购买方式取得的商品住房，自取得不动产证之日起 5 年内不得转让。三是关闭投机通道，加强了住房限购标准。规定落户本市未满 5 年的，在本市限购范围内限购 1 套住房，还规定将本市限购范围内住房赠与他人的，赠与人须满 3 年才可以购买限购范围内的住房，受赠人家庭必须符合本市住房限购政策（不含遗赠）。四是人才限购升级，完善高层次人才优先购房政策，高层次人才转让本市限购范围内住房的，必须在本市限购范围内无自有住房记录满 3 年方可享受高层次人才优先购房。五是调整无房家庭的认定标准，从 2018 年 4 月 4 日后转让本市限购范围内住房的，在本市限购范围内无自有住房记录满 3 年，才能认定为无房家庭。

在中央一再强调宏观风险和市场严控情况下，地方利益、资本利益和市场惯性仍推动了楼市的上扬，“树可以长到天上去”的市场和社会预期仍占有较大席地。疫情后楼市成交持续活跃，疫情期间压制的成交需求在疫情解除初期得到集中释放；另外，疫情带来的货

币宽松直接刺激了楼市投机热情。针对楼市局面，调控渐成体系化：三道红线是针对企业的，房贷集中度（即上限控制）是针对银行的；长效机制是针对政府的。由于资本对房地产市场的依赖，地方政府、银行、资本等各方对楼市利益的高度一致性，楼市价格在各方努力下维持坚挺。

图 1：中国百城房价指数延续上升态势（当月同比，%）

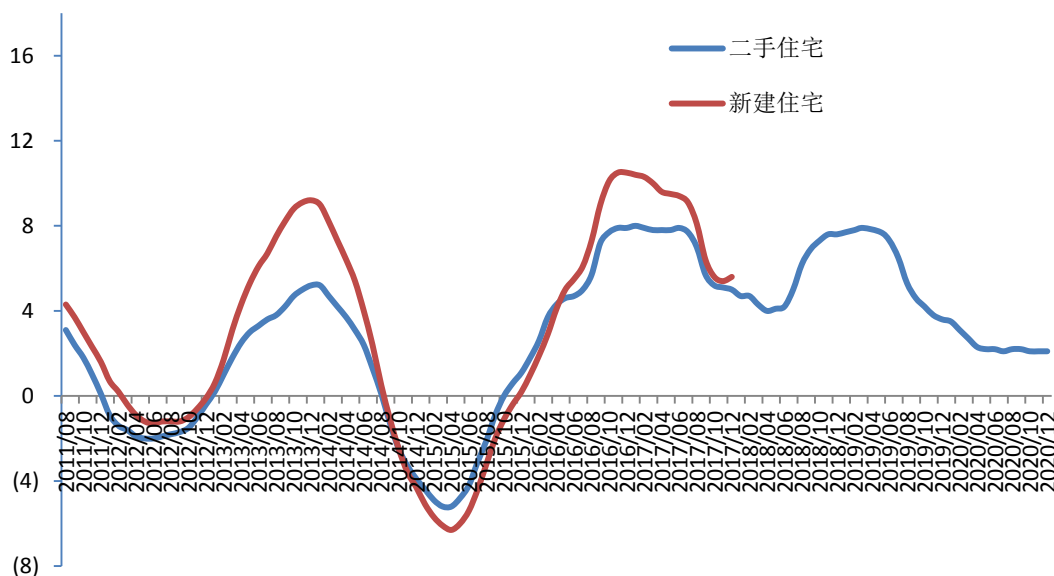


数据来源：wind，上海证券研究所

2020 年 12 月份，70 个大中城市房地产市场价格稳中略涨。各线城市商品住宅销售价格环比涨幅总体稳定。初步测算，12 月份，4 个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.3%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。其中，北京、上海和广州分别上涨 0.3%、0.2%和 0.7%，深圳下降 0.1%。二手住宅销售价格环比上涨 0.6%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。其中，北京、上海、广州和深圳分别上涨 0.5%、0.6%、0.7%和 0.5%。31 个二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比均上涨 0.1%，涨幅均与上月相同。35 个三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比分别上涨 0.1%和 0.2%，涨幅均与上月相同。

各线城市商品住宅销售价格同比涨幅有扩有落。12 月份一线城市新建商品住宅销售价格同比上涨 3.9%，涨幅与上月相同；二手住宅销售价格同比上涨 8.6%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点。二线城市新建商品住宅销售价格同比上涨 4.0%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点；二手住宅销售价格同比上涨 2.2%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨 3.5%和 1.4%，涨幅比上月分别回落 0.3 和 0.1 个百分点。

图 2：70 城市住宅价格增速保持平稳（当月同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

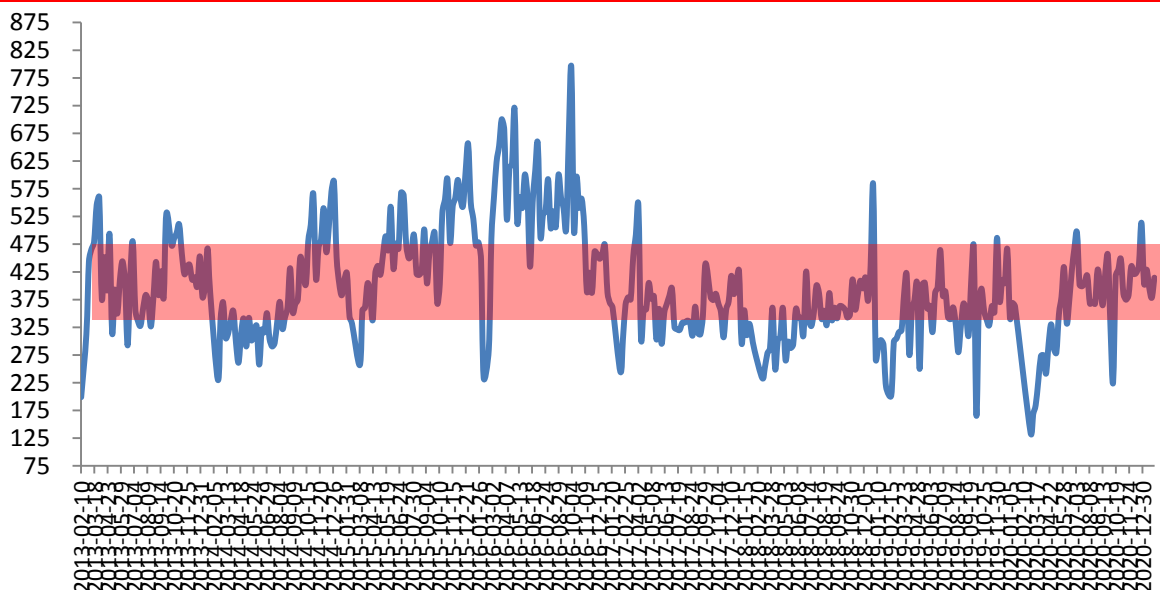
12 月 31 日，为落实党中央、国务院实施好房地产金融审慎管理制度的要求，推动金融供给侧结构性改革，促进房地产和金融市场平稳健康发展，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，建立了银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度。《通知》明确了房地产贷款集中度管理制度的机构覆盖范围、管理要求及调整机制。综合考虑银行业金融机构的资产规模、机构类型等因素，分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限，对超过上限的机构设置过渡期，并建立区域差异化调节机制。

2020 年 12 月 2 日，央行副行长明确表态“坚决抑制房地产泡沫”；12 月 30 日，央行联合银保监会出台房地产贷款集中度管理措施；加之之前的“三道红线”融资新规，显然中国管理部门先拆“雷”压风险、再挤泡沫的政策倾向已然明晰。然而，尽管产业层面的“三道红线”融资新规、金融层面的房地产融资上限管理、政府层面的长效机制等楼市调控“三位一体”体系趋完善，货币政策也延续中性稳健，但在货币过分充裕环境下，楼市泡沫对中国经济转型升级的阻碍，由于利益格局调整的复杂性，即使在中央长期严厉调控下，仍难得到有效压制。

市场预期和楼市调控政策目标间仍存较大差距，11 月楼市成交活跃局面再趋上行。2020 年 3 季度后，楼市成交已回升至疫情前水准基础上，呈现走稳迹象——2017 年以来持续在新的区间平稳运行。疫情后的货币放松，让市场再趋活跃，泡沫再度扩大，市场成交延续上扬，年中前后恢复正常，并维持偏高态势。2021 年 1 月份，全国

30 大中城市的周成交规模平均为 404.5 万方，上月为 449.0 万方，2020 年同期为 357.8 万方-扣除春节因素影响。从月度波动上看，2020 年下半年后楼市活跃逐步上升；从整体走势上看，成交持续位于疫情前的正常区间的上方，表明楼市活跃度仍然较高，调控政策还不得放松。从前期成交规模变化态势及政策基调看，未来成交仍会高位延续，楼市成交新平衡区或抬升到新阶梯高度，高房价对实体经济的伤害必将进一步加大。

图 3：30 个大中城市房屋成交维持高位（日均/周，万平米）

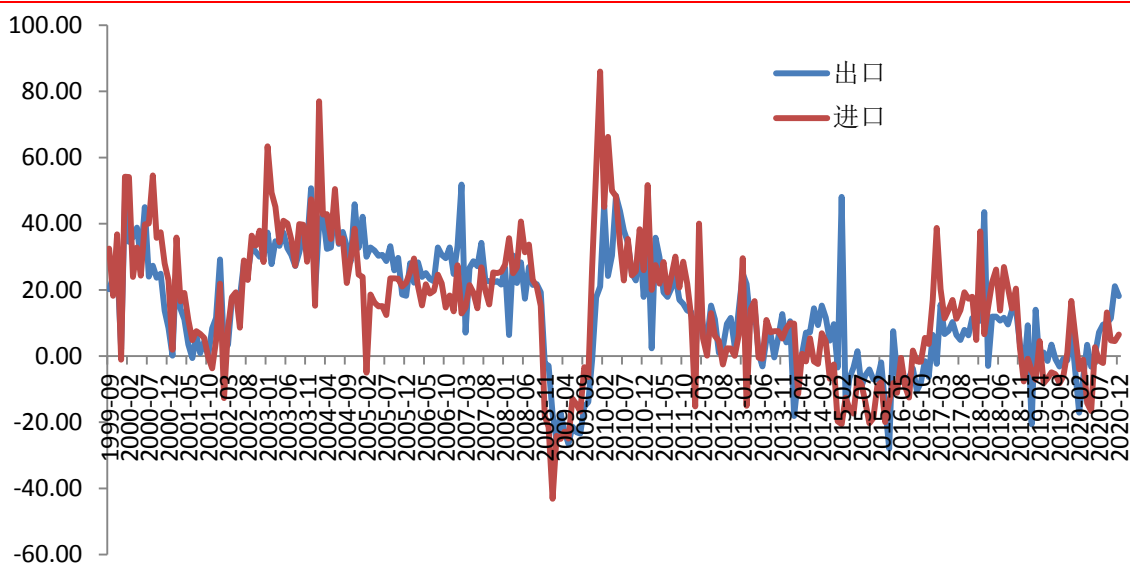


数据来源：wind，上海证券研究所

出口繁荣维持，或达中短期规模顶点

外贸外资增长好于预期，在全球贸易和跨境投资大幅萎缩的情况下，2020 年我国货物进出口总额创历史新高，比上年增长 1.9%。海外疫情对当地经济社会生活的影响仍比较严重，全球生产重心仍集聚于中国。从外贸发展实际情况看，繁荣顺差预期已取代了前期的“衰退式”顺差预期，疫情使全球经济重心加速趋向中国成为市场共识。中外疫情控制形势差异，将增加中国经济的海外需求。只要海外疫情第二波延续，中国经济的海外需求保持旺盛趋势就将延续。据海关统计，2020 年，我国货物贸易进出口总值 32.16 万亿元人民币，比 2019 年增长 1.9%。其中，出口 17.93 万亿元，增长 4%；进口 14.23 万亿元，下降 0.7%；贸易顺差 3.7 万亿元，增加 27.4%。进出口规模和国际市场份额再创历史新高。2020 年，我国外贸经历了一季度大幅震荡后快速回稳，进出口规模逐季攀升，全年进出口总值超过 32 万亿元，创历史新高。

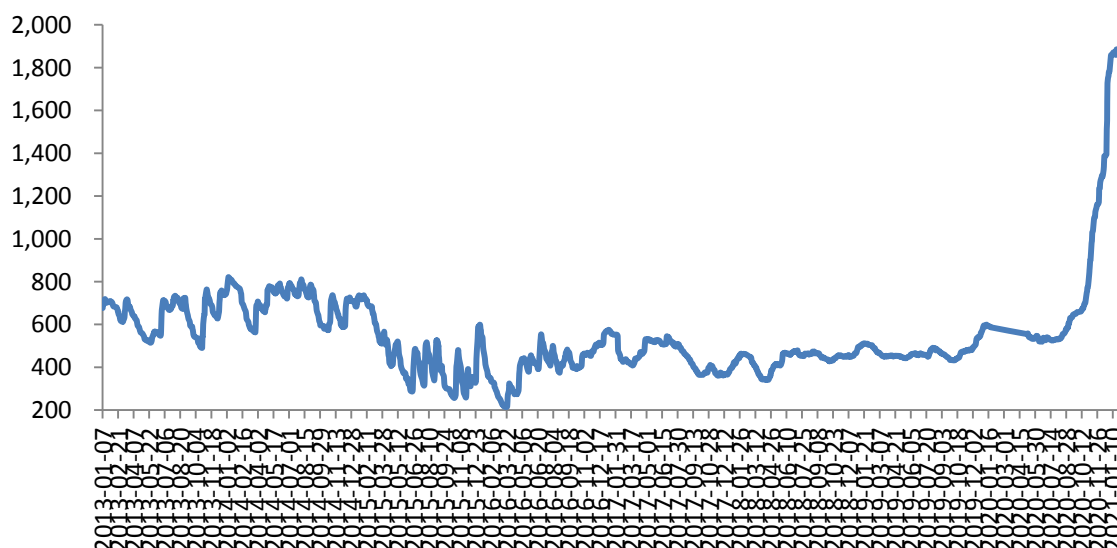
图 4：中国进出口增速变化（当月同比）



数据来源：wind，上海证券研究所

出口增速维持高位，进口则受集装箱限制和海外生产受限、以及大宗商品价格平稳的影响，保持相对稳定，仍将处在低位。2020 年 12 月，美元计出口当月同比增长 18.1%，进口当月同比增长 6.5%，外贸延续繁荣局面。出口的旺盛需求来源显然是中外疫情控制不同态势的结果，海外维持对中国制造防护装置及居家工作设备的高额需求。海外对中国商品需求的暴增，也导致了我国外贸发展的短期失衡——进口增长相对平稳下，外贸顺差快速上升。出口繁荣带动了中国制造业繁荣的同时，也减少了刺激政策出台的必要性，为我国宏观政策的平稳，创造了条件。

图 5：北方国际集装箱运价指数(TCI)



数据来源：wind，上海证券研究所

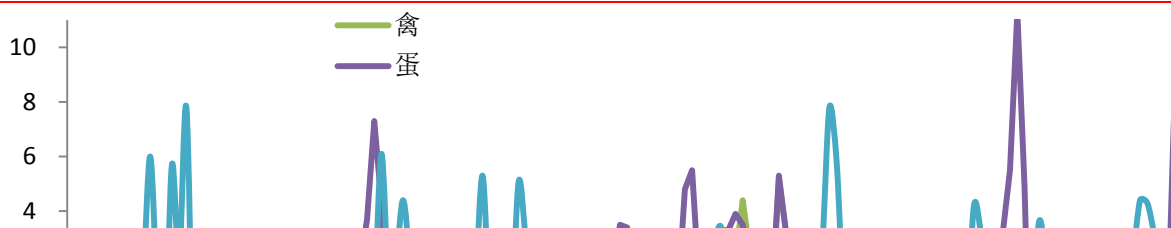
价格维持低位, 通缩预期消退

12 月份实际 CPI 同比为 0.2, 加之春节前价格的季节性上涨, 市场通缩预期因此大为消退; PPI 低迷走势延续仍是市场主流看法, 但由于近期大宗商品价格上涨, PPI 环比也维持了缓升态势。但笔者仍然认为, 经济低迷时期“防通缩”应为价格管理主要方向, 2021 年全年价格仍将维持低迷态势。

2020 年, CPI 从高点逐步回落, PPI 从低位稳步回升, 全年物价走势基本平稳, CPI 月度同比前高后低。分月看, 同比总体呈前高后低走势。前两个月, 受新冠疫情、“猪周期”和春节等因素叠加影响, 猪肉等食品价格上涨较快, 带动 CPI 上涨较多, 同比分别上涨 5.4%和 5.2%; 随着疫情防控形势持续向好, 生猪产能不断恢复, 各项保供稳价措施持续发力, CPI 涨幅从 3 月份开始回落; 6、7 月份, 由于高温和降雨等极端天气影响, 涨幅略有扩大; 8 月份 CPI 继续回落, 至 11 月份转为下降 0.5%。全年扣除食品和能源价格的核心 CPI 上涨 0.8%, 涨幅比上年回落 0.8 个百分点。

PPI 整体先降后升。2020 年, PPI 下降 1.8%, 降幅比上年扩大 1.5 个百分点。分月看, 年初受疫情等因素影响, 工业品需求低迷, 2 月份起 PPI 环比和同比进入下降区间; 随着国内疫情防控形势持续向好, 工业生产稳定恢复, 基建和房地产投资持续发力, 加之部分国际大宗商品价格波动上行, 6 月份起 PPI 环比止降转涨, 同比降幅稳步收窄。12 月份, PPI 环比上涨 1.1%, 为 2017 年 1 月份以来最大涨幅; 从绝对价格看, 已大体接近疫情冲击前的水平。

图 6: 商务部食品价格指数季节性回升 (各类别/周环比, %)



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_18264

