

宏观动态报告

2020 年 12 月 14 日

经济上行延续 货币市场流动性紧张**宏观经济 2020 年 11 月动态报告****核心内容:**

- **经济刺激计划推迟 欧美经济 4 季度可能回落** 美国经济的刺激计划因为美国大选, 预计在 2021 年 1 季度无法实现。欧洲受到疫情影响部分经济体再次封闭, 欧美经济在 4 季度可能会重新回落。
- **国内经济上行动力延续** 中国展示出了更加积极的信号, 中国在生产恢复、消费、房地产和出口方面都表现良好。工业生产再创新高, 订单水平保持高位, 为未来的生产奠定基础。消费仍然在稳步回升, 虽然回升速度偏弱, 但新冠疫情下偏弱的消费回升也属正常状态。房地产仍然较为乐观, 单月房地产投资增速已经达到了 12%。出口更为乐观, 订单驱动下出口创历史新高, 这种出口优势预计会持续至 2021 年 1 季度。

中国内部疫情控制情况较好, 工业生产景气度较高, 主要受到海外订单回流以及国内需求增长的影响。需求端方面, 居民消费稳步回升, 政府消费稍有回落。这种生产端和需求端的配合可能持续至 2021 年 2 季度。促使中国经济快速回升的增长动力在 2021 年均会有不同程度的减弱, 2021 年经济增长在下半年有小幅下滑。

- **货币市场利率上行** 人民银行第三季度政策报告发布, 报告对中国未来经济仍然有信心, 认为未来通胀会较为稳定。未来货币方面回归常态, 会根据“宏观经济形势和市场需求”来调整流动性。从表述的时间来看, 央行自 6 月份开始就已经暗示货币政策要回归常态, 4 季度央行密集的表态已经显示出了未来至少 2 个季度央行货币操作思路, 仍然是以 MLF 和公开市场操作结合来微调货币市场利率, 短期内政策利率保持不变。

市场利率已经小幅上行, 尤其是 11 月份无论是 SHIBOR 还是银行间质押回购利率均有所上升。银行间质押回购利率是央行衡量流动性的重要指标, 11 月份平均上行 5BP, 8 月份以来上行 25BP, 上行速度较快, 银行间市场流动性仍然稍显紧绷。

主要风险: 经济政策过于谨慎的风险、全球通缩的风险

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

特别鸣谢:

吴君越

目录

一、中国货币继续收紧 经济仍然向上	3
二、 国际经济观察	3
（一）美国：等待新一轮刺激政策	3
（二）欧元区：经济好于预期	6
（三）日本：未来仍然面临较多困难	8
三、国内经济：经济继续上行	9
（一）PMI：供需旺盛，PMI 保持强势	9
（二）生产：制造业生产再上行，4 季度生产保持乐观	10
（三）需求端：回升曲线变平	12
1、消费：增速小步慢行态势不变	12
2、投资：制造业投资回升 房地产仍有韧性	13
3、外贸：4 季度出口强势延续	15
（四）高增长低通胀延续，CPI 低位运行，PPI 上行放缓	18
1、CPI：未来 CPI 以降为主	18
2、PPI：上行放缓	19
四、金融：央行操作略有收紧，仍然致力于实体经济	21
（一）货币投放数量拐点已现	21
（二）利率水平稍有上行	22
五、国内外主要风险	23

一、中国货币继续收紧 经济仍然向上

中国内部疫情控制情况较好，工业生产景气度较高，主要受到海外订单回流以及国内需求增长的影响。需求端方面，居民消费稳步回升，政府消费稍有回落。这种生产端和需求端的配合可能持续至 2021 年 2 季度。促使中国经济快速回升的增长动力在 2021 年均会有不同程度的减弱，2021 年经济增长在下半年有小幅下滑。

当疫情后经济增长动力减弱，新冠疫情得到控制，那么我国仍然要面临总需求不足的问题，也即是经济增长要寻找新的增长点，经济增速中枢会继续下移直至新的均衡，经济会换挡前行。

货币政策方面，央行操作重回稳定，即重回相机抉择。4 季度央行的操作思路已经充分展现，重提货币供给总闸门，重提宏观经济杠杆率，社会融资增速和 M2 增速要与经济增长相匹配。货币和贷款投放总量预计要有所下行，但由于 2021 年度 GDP 增速仍然较高，社融增速和贷款增速不会出现断崖式下滑。由于 11 月份货币市场利率已经小幅上行，同时信用利差持续上行，显示货币市场仍然处于紧平衡。银行超额准备金率仍然处于极低的水平，银行总体资金也较为紧张，而经济仍然在恢复过程中，贷款需求仍然较为强劲，根据 3 季度央行货币政策报告，一般贷款平均利率上行。这种资金稍显紧张、利率小幅上行的状态可能持续至 2021 年 1 季度，持续的货币紧张也不利于经济的恢复，过紧的货币政策不会长时间持续。

但是仍然要注意到 4 季度央行重提稳定宏观杠杆率，而我国稳定宏观杠杆率即意味着企业杠杆率的下滑，如果过分重视杠杆率水平，2021 年的货币政策可能重复 2018 年。

二、国际经济观察

（一）美国：等待新一轮刺激政策

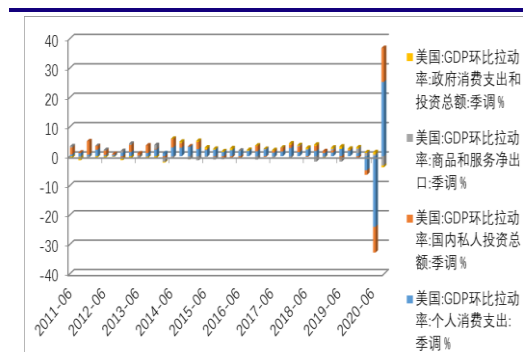
随着联邦总署通知拜登团队准备总统移交工作，美国大选尘埃落定，拜登当选新一任美国总统。民主党和共和党议员组成的小组 12 月 2 日公布了一项规模 9080 亿美元的刺激提案。其中，向小企业提供 2880 亿美元类似“薪资保护计划”的贷款援助，以及向州和地方政府提供 1600 亿美元的救助。另外，还有 1800 亿美元将用来发放 300 美元/周的补充失业救济金直至明年 3 月。计划还将在疫苗分发、病毒检测和接触者追踪方面投入 160 亿美元，在教育方面投入 820 亿美元，在运输方面投入 450 亿美元，还有部分资金将用于租金支持、儿童看护和宽带业务。因目前正处于总统权力交接的过渡期，预计两党在短期内很难就刺激方案达成并实施。正常情况下，应该会在 1 月 20 日拜登正式入主白宫后才会出台正式的刺激措施。

经济走势方面，三季度 GDP 确认增长 33.1%。11 月非农就业增长 24.5 万，失业率连续 7 个月下降至 6.7%，基本上已经恢复到正常水平。进出口创出半年新高，但疫情限制人员国际流动，导致服务贸易大幅下滑；9 月订单回升，但 11 月 PMI 指数明显回落。由于供给不足，利率历史低位，加上疫情导致需求上升，房地产市场非常火爆。但内需的核心指标，个人收入支出、零售销售与消费信心有所回落。而通胀低迷，为进一步的财政和货币刺激提供了宽松的环境。随着疫苗有效性得到确认，加上大选尘埃落定，预计四季度美国经济低速增长后，明年一季度应该会加速。

美国商务部 11 月 25 日公布的第三季度美国 GDP 修正后年率计算增长 33.1%，与 10 月末发布的初次数据保持一致。消费仍是主力，占经济总量约 7 成的消费支出增长 40.6%，较初次数据下调 0.1 个百分点。企业资本支出的非住宅类固定资产投资增长 21.8%，与初次数据相比上调 1.5 个百分点。上调了住宅类固定资产投资、出口等，下调了政府支出、进口等数值。

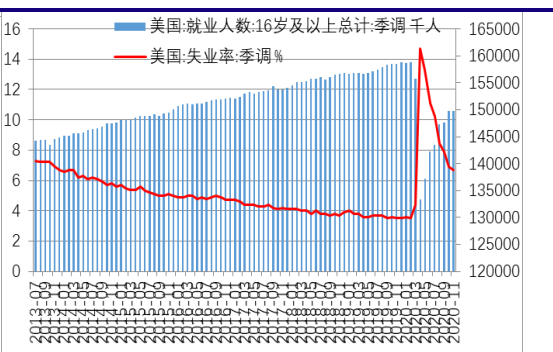
不过，内需动力在四季度开始减弱。主要原因是疫情持续，而财政刺激计划因大选的党争而搁置。10 月个人收入支出、零售均大幅回落，而消费信心指数也有所下降。居民消费支出占全部美国内需的 8 成左右，居民消费动力下降，意味着美国内需对经济的贡献在四季度会明显回落，从而拖累 GDP 增速。

图 1: 美国 GDP (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 2: 美国失业率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

11 月非农就业增长 24.5 万，失业率连续 7 个月下降至 6.7%，基本上已经恢复到正常水平。进出口创出半年新高，但疫情限制人员国际流动，导致服务贸易大幅下滑；9 月订单回升，但 11 月 PMI 指数明显回落。由于供给不足，利率历史低位，加上疫情导致需求上升，房地产市场非常火爆。但内需的核心指标，个人收入支出、零售销售与消费信心有所回落。而通胀低迷，为进一步的财政和货币刺激提供了宽松的环境。随着疫苗有效性得到确认，加上大选尘埃落定，预计四季度美国经济低速增长后，明年一季度应该会加速。

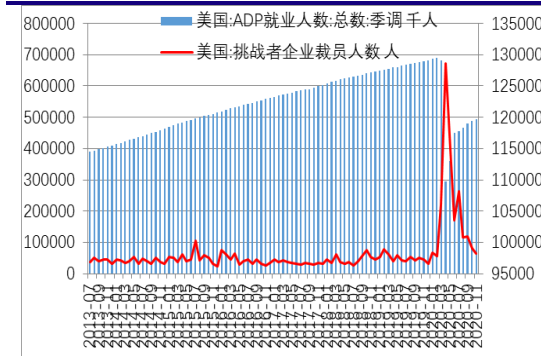
美国 11 月非农就业人口增加 24.5 万人，失业率下降至 6.7%，连续第 7 个月回落，并创下 3 月以来新低。11 月美国劳动力总人口缩减了约 40 万人，劳动力参与率下降到 61.5%。虽然失业率下降，但就业增长大幅放缓，新增岗位也低于 10 月份增加的 61 万个工作岗位。同时失业 6 个月以上失业者的比例正快速接近历史峰值。失业至少 27 周的工人数量增加了 38.5 万人，达到 390 万人。这占所有失业工人的 37%，高于 10 月份的三分之一和 9 月份的 19%。长期失业率此前在 2010 年 4 月大衰退后达到 45% 以上的峰值。总体上，目前美国就业总人数仍比疫情前少近 1000 万。

美国 11 月挑战者企业裁员人数从 8.07 万降到了 6.48 万，连续第 3 个月回落。今年到目前为止，已宣布裁员 222.7725 万人，比 2019 年 11 月宣布的 55.9713 万人高出 298%，为有记录以来最高年度总数。上个月的大部分裁员来自娱乐/休闲公司，他们宣布裁员 11666 人。

美国供应管理协会公布的美国 11 月非制造业活动指数从 10 月的 56.6 降至 55.9，这是自 5 月经济开始复苏以来的最低位。但服务业的就业分项指数从 10 月的 50.1 升至 51.5。这表明就业市场在 11 月继续复苏，不过步伐温和。11 月制造业指数下降 1.8 个点至 57.5，仍远高于 50 的荣枯分水岭。就业指数下跌 4.8 点至 48.4。

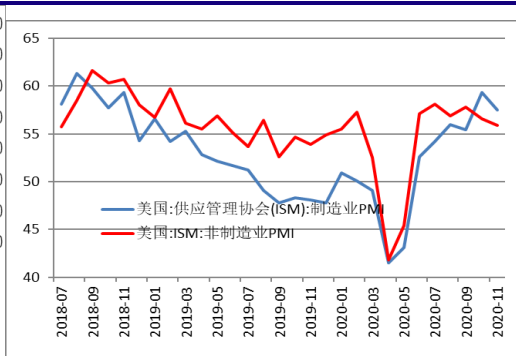
由于疫情期间订单增长放缓且企业活动受限，美国 11 月 PMI 扩张速度略有下降，但整体仍处于稳健水平。耐用品订单 10 月份增长 1.3%，9 月份增长 2.1%。消费品出货 10 月份下降 0.5%，9 月份增长 0.4%。从订单与 PMI 情况看，美国国内生产继续增长。

图 3: 美国 ADP 就业人数 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 美国制造业 PMI (%)

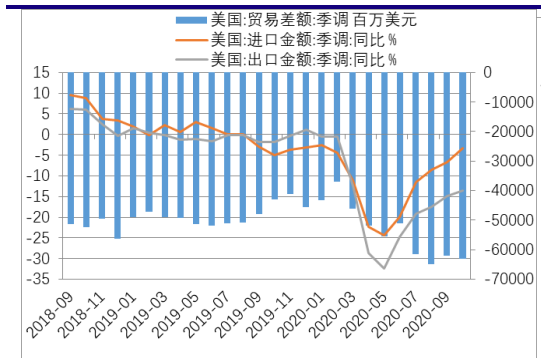


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

贸易逆差扩大，反映美国国内需求仍旺盛。美国 10 月的进出口贸易总额升至 4272 亿美元，为 2 月份以来的最高水平。商品和服务贸易逆差 10 月份扩大至 631 亿美元，9 月份修正后为 621 亿美元。美国 10 月份贸易逆差扩大，进口额超过出口额，其中进口额增长 2.1% 至 2451 亿美元，为 2 月以来的最高水平，出口额也连续第五个月升高，增长 2.2% 至 1820 亿美元。服务贸易顺差下降 2.2% 至 183 亿美元，为 2012 年 8 月以来的最低水平，商品贸易逆差增长 0.8%，至 814 亿美元。

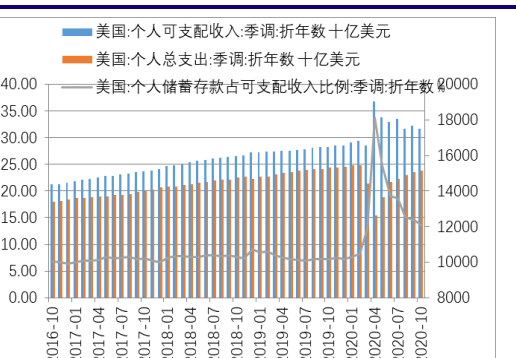
10 月美国个人消费支出环比增长 0.5%，远低于 9 月从 1.4% 下修至 1.2% 的调整后增速，为六个月来最低增速，但优于市场预期增速 0.4%，为连续第六个月环比增长。支出下降的主要原因是收入下降。10 月美国个人收入环比下降 0.7%，而市场预期下降 0.1% 或是零增长，9 月增速从 0.9% 下修至 0.7%。

图 5: 美国贸易顺差扩大 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 6: 美国个人可支配收入和支出 (%)



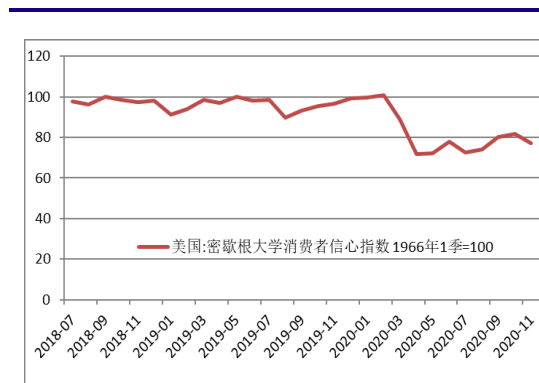
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

与个人收入支出下降对应的是零售增长下降。2020 年 10 月美国零售月率增长 0.3%，是半年来的最低，远低于预期的增长 0.5%。9 月份零售销售额增幅从 1.9% 向下修正 0.3 个百分点至 1.6%。不包括汽车、汽油、建筑材料和食品服务在内的核心零售额 10 月仅微升 0.1%，9 月数据则从 1.4% 下调至 0.9%，这进一步显示出消费恢复低于预期。美国零售额 10 月增速降至六个月来最低，对经济的拉动下降。

美国 11 月密歇根大学消费者信心指数终值 76.9，预期 77，前值 77。消费者信心在 11 月下旬保持不变，与月中数据仅相差 0.1 个百分点，尽管预期部分显著下降，但影响被对当前经济状况更有利的评估所抵消。受美国多州实施新一轮限制措施和失业补贴到期等因素影响，消费支出疲软态势未来料将更加严峻，美国经济复苏或因此进一步放缓。

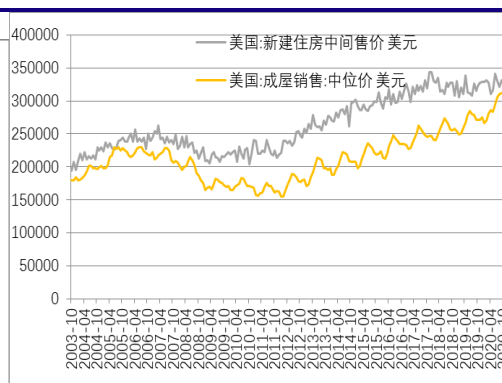
近期美国房价表现强劲，在疫情刺激居家办公的推动下，更多购房者涌向郊区和面积更大的房产，以寻求更加舒适的办公空间。强劲的需求，加上低利率环境，是美国房价上涨主因。房地美近日公布的美国 30 年期固定抵押贷款利率均值进一步降至 2.72%，是该项调查开始近 50 年来的最低水平，也是该利率今年以来第 13 次创历史新低。由于抵押贷款利率的下降，自 2018 年底以来，美国家庭的月供中位数呈下降趋势。今年 8 月份，美国家庭的月供中位数为 1019 美元。低利率叠加楼市供不应求的中期难题，美国房价明年还将持续走强。

图 7：密歇根大学消费者信心指数 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：美国房价快速上行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

10 月份成屋销售价格中值同比增长 15.5%至 31.3 万美元，也创下历史最高纪录，反映出高端房产销售有所增加。按地区来看，美国四大地区成屋购买量均有增长，其中南部和中西部地区销售增长达到有记录以来最高，西部地区销量来到 2006 年以来最高水平。同时，四大地区成屋销售价格中值同比涨幅均达到两位数。10 月份美国待售房屋库存同比下降 19.8%至 142 万套。以目前的销售速度，房屋库存将仅能维持 2.5 个月，为历史最低值。美国全国房地产经纪协会认为，房屋供应量低于 5 个月表明房地产市场吃紧。

美国新建住宅销量在 10 月份保持坚挺，依然处于 2006 年以来高点附近，并且大大高于疫情前的水平。新屋方面，销量有所下降而价格大幅上升。10 月份新建住宅折合年率销量下降 0.3%至 99.9 万套，上月数据上修至 100.2 万套。新建住宅价格中值较上年同期上涨 2.5%至 330,600 美元，10 月份 16.0%的新建住宅售价超过 500,000 美元。全年新建住宅销量有望达 82.3 万套，2019 年为 68.3 万套，10 月份房屋库存可供销售 3.3 个月，9 月份为 3.3 个月。

(二) 欧元区：经济好于预期

鉴于再次封闭的经济，为了对抗新冠疫情带来的影响，欧央行保持宽松的货币环境，增加资产购买计划。

欧洲中央银行 12 月 10 日决定维持主导利率不变，同时宣布包括将应对新冠疫情的紧急资产购买计划规模增加 5000 亿欧元在内的多项措施，以保持宽松的融资条件。紧急资产购买计划规模由此前的 1.35 万亿欧元扩大至 1.85 万亿欧元，购债至少持续至 2022 年 3 月。

欧央行行长拉加德表示，受疫情影响，第四季度欧元区经济可能再次出现萎缩。欧洲央行认为通货膨胀的长期疲软比此前设想严重。在此背景下，保持有利融资条件，有助于减少不确定性并增强信心。

数据显示，欧元区通胀率降至四年多来的最低水平。欧元区 11 月 CPI 初值同比降 0.3%，预期降 0.2%，前值降 0.3%；环比降 0.3%，预期降 0.3%，前值升 0.2%。欧元区 10 月生产者价

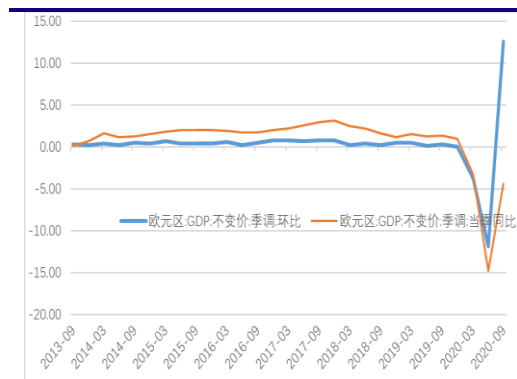
格环比涨幅超过预期，因 10 月时经济在第二波新冠疫情爆发前持续复苏。能源价格是推动 10 月份 PPI 上涨的主要因素，10 月份能源价格环比上涨 1.4%，同比下降 7.6%。受能源成本大幅下滑拖累，11 月欧元区消费者物价较上年同期降幅大于预期。欧洲央行希望在中期内将 CPI 年率控制在低于但接近 2% 的水平。

欧元区经济恢复好于预期，但由于欧元区自 10 月底开始，陆续采取新一轮封锁措施，从 PMI、经济景气指数等领先指标，和零售等内需数据看，预计经济在第四季度承压。欧盟统计局发布的欧元区三季度 GDP 修正值同比下降 4.4%；预估同比下降 4.3%，环比增长 12.6%；预估环比增长 12.7%；欧盟 GDP 环比增长 11.6%；同比下降 4.3%。欧盟经济在第二季度急剧下滑后于第三季度出现强劲反弹。在防疫措施最严格的第二季度，欧盟和欧元区经济环比分别下滑 11.4% 和 11.8%。

德国第三季度 GDP 环比增幅超过此前预期，经价格、季节和工作日调整，受私人消费、商业投资以及出口增加影响，德国今年第三季度国内生产总值环比增长 8.5%，创下历史最高涨幅，且超过此前预期的 8.2% 的增幅。反弹主要是由家庭支出增加和出口大幅增长推动的。

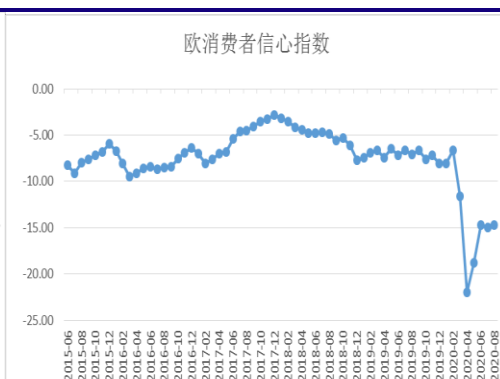
欧盟预计 2020 年欧元区经济将萎缩 7.8%，因第二波疫情及限制措施，第四季度欧元区经济增速将环比下跌 0.1%；将 2021 年欧元区经济增速预期自 6.1% 下调至 4.2%；预计 2020 年欧元区通胀将为 0.3%，2021 年为 1.1%，2022 年为 1.3%。欧盟将 2021 年欧元区经济增速自 6.1% 下调至 4.2%。

图 9：欧元区 GDP (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：欧洲消费者信心指数 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

内需方面，尽管全球疫情严重，但欧元区 9 月季调后贸易帐录得 240 亿欧元，为 2020 年 2 月以来新高。但受到疫苗有效刺激，欧元区 10 月零售销售大幅反弹，四季度内需有望回升。欧元区 11 月 Sentix 投资者信心指数跌至负 10，差过 10 月的负 8.3，连续两个月恶化。11 月现况指数由负 32 跌至负 32.3，预期指数由 18.8 跌至 15.3，是 5 月以来最低。欧元区 11 月 ZEW 经济景气指数自上月的 52.3 大幅下降至 32.8，远低于预期，主要是疫情再起，欧洲再次采取封锁措施的影响。不过，德国现况指数连续 6 个月上升，触及 3 月以来最高，至于预期指数跌至 5 月以来最低，但数据仍正面，反映当地经济沿着复苏轨道回升。

欧元区 10 月零售销售同比和环比增幅均大大高于此前市场调查的预期中值，表明欧元区四季度消费增长强劲。欧元区 11 月服务业 PMI 终值为 41.7，预期 41.3，前值 41.3；综合 PMI 为 45.3，预期 45.1，前值 45.1。欧元区经济 11 月再度滑落，因各国政府都启动了疫情管控措施应对第二波疫情，但这次的下滑比今年春季小很多。尽管 11 月欧元区服务业的衰退程度远小于春季，制造业迄今仍在继续扩张，但四季度欧元区经济仍有可能再次出现负增长，其中

法国、西班牙和意大利的经济下滑尤为严重。值得注意的是，随着疫苗的发展，企业对 2021 年的增长预期已经上升。

图 11: 欧元区 PMI 下行 (%)

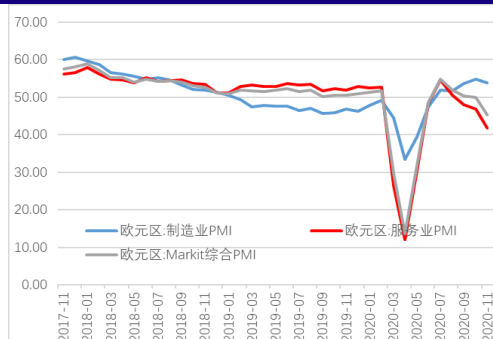
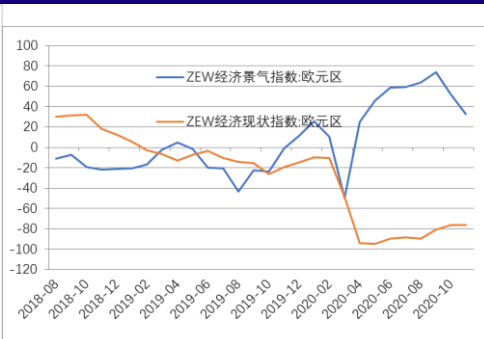


图 12: 欧元区经济景气指数 (%)



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

7 月 21 日，欧盟峰会就七千五百亿欧元规模的“复苏基金”达成一致，这是欧洲首次类财政联合体，复苏基金未来会为欧盟经济增长贡献积极的力量。“复苏基金”由欧盟作为一个整体从金融市场借贷，并与额度达 1.074 万亿欧元的 2021—2027 欧盟多年度财政预算框架挂钩。“复苏基金”是欧盟有史以来规模最大的财政支出计划，总额为 7500 亿欧元，其中 3900 亿欧元为无偿赠款，3600 亿欧元为低息贷款。具体来看，“复苏基金”由 7 项独立计划构成，包括 6725 亿欧元的复苏和韧性工具（含 3600 亿欧元的贷款和 3125 亿欧元的赠款）、475 亿欧元欧盟反应计划、50 亿欧元欧洲地平线计划、56 亿欧元投资欧洲计划、75 亿欧元乡村发展计划、100 亿欧元过渡专用基金、19 亿欧元欧洲救援计划。

（三）日本：未来仍然面临较多困难

日本今年第三季度日本实际 GDP 环比上升 5.0%，按年率计算增幅为 21.4%，是 1980 年起有可比数据以来的最大增幅。占日本经济比重一半以上的个人消费环比回升 4.7%，二季度骤降 8.1%。但投资仍继续恶化，经济前景不明，当季企业设备投资继续下滑，环比降幅达 3.4%，住宅投资下滑 7.9%。而受中国经济率先复苏等因素影响，日本汽车等制造业产业出口明显回暖，拉动第三季度出口环比增长 7.0%，而进口则环比下降 9.8%。

由于欧美疫情蔓延波及日本出口，加上政府向个人发放的 10 万日元补贴对消费的拉动效应已经过去，日本国内个人消费将下滑，10 月至 12 月第四季度 GDP 增速将大幅减缓。

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_620

