

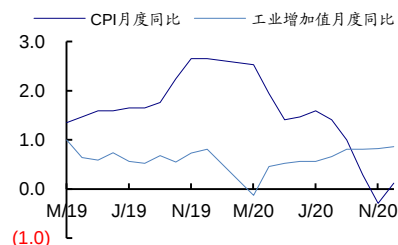
证券研究报告—动态报告

宏观经济

宏观经济月报

2021年01月29日

CPI与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	2.90
社零总额当月同比	4.60
出口当月同比	18.10
M2	10.10

相关研究报告:

《大类资产配置月报: 大选结束后, 风险资产有望迎来普涨》——2020-11-05
 《宏观经济月报: 经济内生动能进一步加强, CPI同比或已见底》——2020-12-26
 《宏观经济月报: 四季度投资拉动或再次上升, 消费修复动能仍充足》——2020-10-23
 《大类资产配置月报: 2021年关注全球经济复苏带来的交易机会》——2021-01-05
 《大类资产配置月报: 继续期待顺周期资产的表现》——2020-12-05

证券分析师: 李智能

电话: 0755-22940456

E-MAIL: lizn@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516060001

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158

E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

宏观月报

2020年四季度中国经济内生动能显著提升

● 四季度 GDP 解读: 补偿增长发力, 经济内生动能显著提升

2020年四季度中国实际GDP当季同比增长6.5%, 超过2019年全年水平, 较2020年三季度抬升1.6个百分点。

从支出法来看, 四季度GDP增速抬升最重要的拉动力量来自消费。支出法的最终消费中既有实物产品的消费, 也有服务品消费。和实物产品消费相关的社会消费品零售总额剔除价格后的实际同比数据显示, 2020年四季度国内实物产品消费同比增速已经超过了疫情前2019年四季度时的水平。因此, 我们认为2020年四季度国内补偿性增长达到了一个峰值, 推动了实物产品消费增速超过了疫情前的水平, 背后的驱动力来自前期积累的预防性储蓄。

虽然2020年四季度社会消费品零售总额实际同比增速已经高于2019年四季度, 但从整体消费拉动情况来看, 2020年四季度整体消费拉动仍然明显低于2019年四季度, 表明2020年四季度服务品消费仍然较为低迷。由于实物消费数据表明疫情带来的不确定担忧影响已经明显消除, 因此当前服务品消费低迷主要原因或来自消费场景的缺失, 未来随着疫苗逐渐普及, 消费场景或能重建, 届时服务品消费的恢复将继续拉动整体消费增速上升。

投资需求方面, 固定资产投资完成额分项数据显示, 四季度地产、基建投资同比均有所回落, 但制造业投资同比大幅上升, 四季度制造业投资同比增速超过了2019年平均水平一倍有余, 是四季度投资需求拉动继续提升的关键力量。制造业投资的持续高速增长表明中国经济内生动能已经显著提升, 中国经济增长的瓶颈正在逐渐破除, 中国经济或已经脱离了前十年的一路下行格局, 开始进入中高速增长的平台时期, 我们预计这一平台或是以6%增速为中枢。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

内容目录

四季度 GDP 解读：补偿增长发力，经济内生动能显著提升	4
12 月经济增长数据解读：制造业投资反映的经济内生动能仍较强劲	7
生产端：高技术制造业推动工业生产热度继续上升	7
需求端：投资——制造业当月环比仍然强于历史同期均值	9
需求端：消费——冬季疫情影响下消费增速有所回落	11
需求端：进出口——国内机电产品出口维持高景气	11
12 月通胀解读：短期肉价上涨推升 CPI，PPI 同比上行速度明显加快	13
2020 年 12 月 CPI 数据分析与未来走势判断	13
2020 年 12 月 PPI 数据分析与未来走势判断	16
国信证券投资评级	19
分析师承诺	19
风险提示	19
证券投资咨询业务的说明	19

图表目录

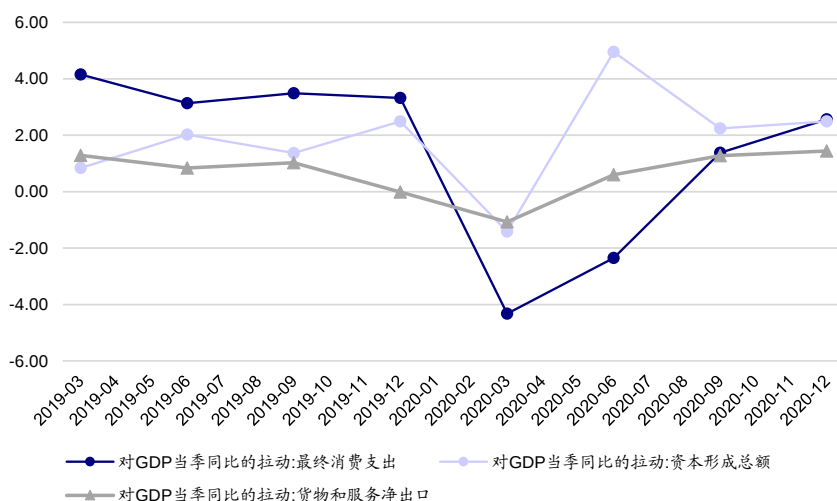
图 1: 四季度支出法中消费的拉动继续明显上升, 但拉动幅度仍明显低于 2019 年	4
图 2: 2020 年四季度社会消费品零售总额增速已经超过疫情前 2019 年四季度水平 ...	5
图 3: 城镇调查失业率已回到疫情前的水平, 就业稳定有利于不确定心理因素消除	5
图 4: 城镇居民收入与消费增速差进一步收敛, 疫情带来的不确定性担忧或已很弱	6
图 5: 四季度地产、基建投资同比增速回落, 制造业投资同比增速大幅上升	6
图 6: 2020 年 12 月工业增加值同比增速继续上升, 高技术制造业表现亮眼	8
图 7: 12 月制造业工业增加值同比维持高位	8
图 8: 12 月粗钢、水泥、乙烯产量同比继续回落	9
图 9: 12 月机器人、集成电路产量同比有所上升	9
图 10: 房地产与基建、制造业投资当月同比增速一览	10
图 11: 制造业新旧动能投资当月同比增速一览	10
图 12: 房地产销售当月同比增速一览	11
图 13: 12 月消费同比增速有所回落	11
图 14: 中国进出口当月同比增速变化一览	12
图 15: 国内贸易顺差金额一览	13
图 16: CPI 环比与历史均值比较	13
图 17: CPI 食品项环比与历史均值比较	14
图 18: CPI 非食品服务项环比与历史均值比较	14
图 19: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较	15
图 20: 1 月食品价格持续上涨	15
图 21: 目前 1 月食品高频数据中的蛋、肉、水产品、菜价环比均明显高于历史均值	16
图 22: 1 月非食品高频价格亦明显上涨	16
图 23: 2020 年 12 月 PPI 生产资料价格环比明显高于历史均值	17
图 24: 2020 年 12 月 PPI 生产资料各分项价格环比与历史均值比较	17
图 25: 2020 年 12 月 PPI 生活资料各分项价格环比与历史均值比较	18
图 26: 流通领域生产资料价格高频指标走势图	18

未找到图形项目表。

四季度 GDP 解读：补偿增长发力，经济内生动能显著提升

2020 年四季度中国实际 GDP 当季同比增长 6.5%，超过 2019 年全年水平，较 2020 年三季度抬升 1.6 个百分点。

图 1：四季度支出法中消费的拉动继续明显上升，但拉动幅度仍明显低于 2019 年



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

从支出法来看，四季度 GDP 增速抬升最重要的拉动力量来自消费。四季度最终消费对 GDP 当季同比的拉动为 2.57 个百分点，较三季度抬升 1.19 个百分点；资本形成总额拉动 2.49 个百分点，较三季度抬升 0.25 个百分点；净出口拉动 1.44 个百分点，较三季度抬升 0.16 个百分点。

支出法的最终消费中既有实物产品的消费，也有服务品消费，服务品消费数据统计局并未公布，但和实物产品消费相关的社会消费品零售总额剔除价格后的实际同比数据显示，2020 年四季度国内实物产品消费同比增速已经超过了疫情前 2019 年四季度时的水平。

2020 年 10、11、12 月社会消费品零售总额实际同比增速分别为 4.6%、6.1%、4.9%，平均约为 5.2%，而 2019 年 10、11、12 月社会消费品零售总额实际同比增速分别为 4.9%、4.9%、4.5%，平均约为 4.8%。

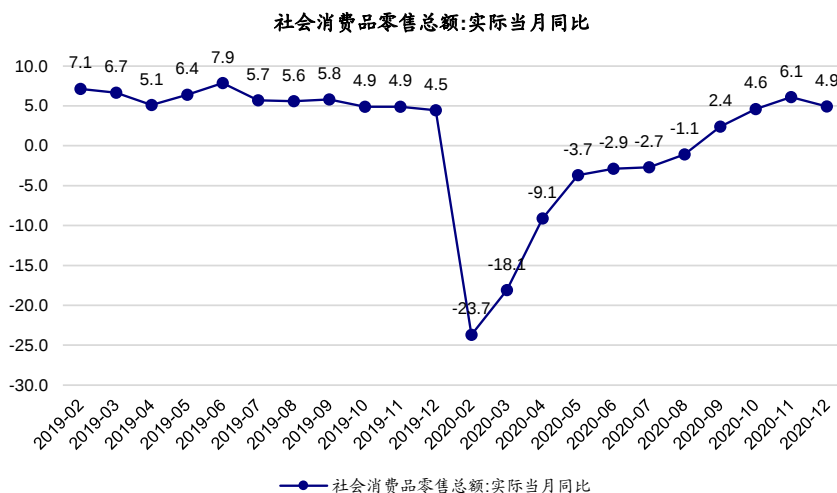
因此，我们认为 2020 年四季度国内补偿性增长达到了一个峰值，推动了实物产品消费增速超过了疫情前的水平，背后的驱动力来自前期积累的预防性储蓄。

2020 年四季度城镇调查失业率已回到疫情前的水平，而就业稳定无疑有利于居民未来不确定性担忧心理因素的消除。2020 年四季度城镇居民收入与消费增速差值进一步收敛，表明疫情带来的不确定性影响或已经很弱，居民开始释放更多的前期积累预防性储蓄。

虽然 2020 年四季度社会消费品零售总额实际同比增速已经高于 2019 年四季度，但从整体消费拉动情况来看，2020 年四季度整体消费拉动 2.57 个百分点，仍然明显低于 2019 年四季度 3.32 个百分点的水平，表明 2020 年四季度服务品

消费仍然较为低迷。由于实物消费数据表明疫情带来的不确定担忧影响已经明显消除，因此当前服务品消费低迷主要原因或来自消费场景的缺失，未来随着疫苗逐渐普及，消费场景或能重建，届时服务品消费的恢复将继续拉动整体消费增速上升。

图 2：2020 年四季度社会消费品零售总额增速已经超过疫情前 2019 年四季度水平



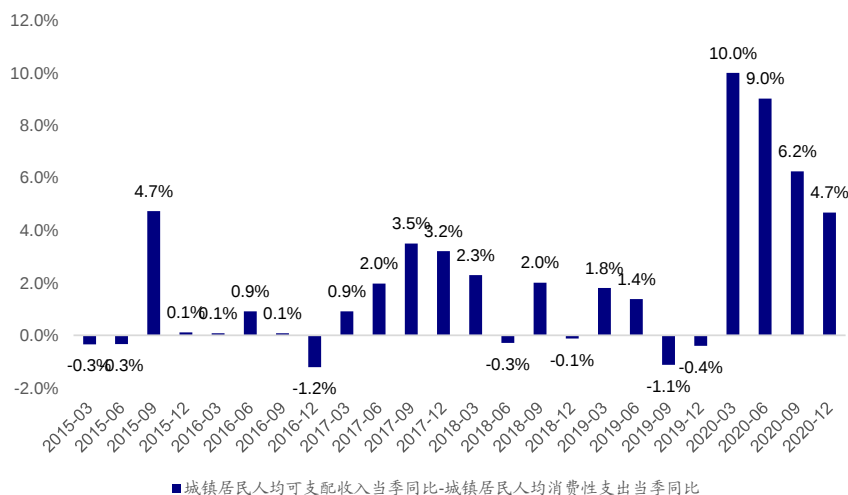
数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 3：城镇调查失业率已回到疫情前的水平，就业稳定有利于不确定心理因素消除



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 4: 城镇居民收入与消费增速差进一步收敛, 疫情带来的不确定性担忧或已很弱



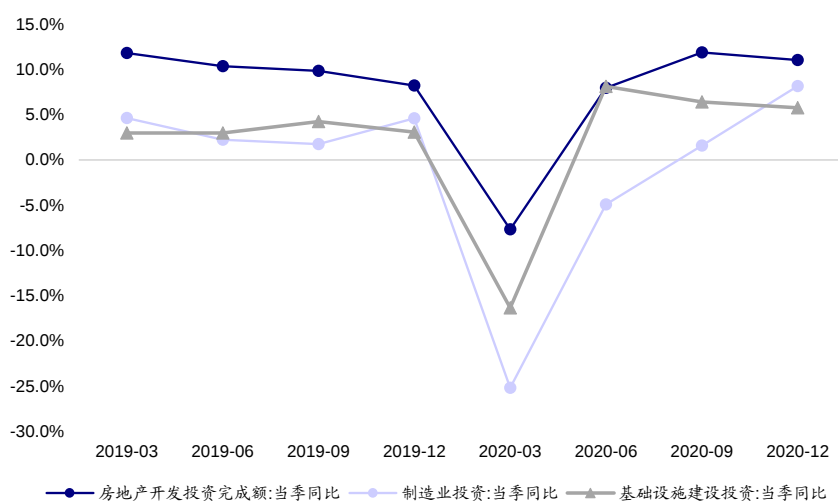
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

投资需求方面, 固定资产投资完成额分项数据显示, 四季度地产、基建投资同比均有所回落, 但制造业投资同比大幅上升, 四季度制造业投资同比增速超过了 2019 年平均水平一倍有余。因此, 制造业投资是四季度投资需求拉动继续提升的关键力量。

2019 年四个季度制造业投资当季同比分别为 4.6%、2.2%、1.7%、4.6%, 平均约为 3.3%, 而 2020 年四季度制造业投资当季同比达到 8.2%, 增速超过 2019 年平均水平一倍有余。

2020 年四季度中国制造业投资同比增速大幅超越 2019 年全年水平, 表明中国经济内生动能已经显著提升, 中国经济增长的瓶颈正在逐渐破除, 中国经济或已经脱离了前十年的一路下行格局, 开始进入中高速经济增长的平台时期, 我们预计这一平台或是以 6% 增速为中枢。

图 5: 四季度地产、基建投资同比增速回落, 制造业投资同比增速大幅上升



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

12 月经济增长数据解读：制造业投资反映的经济内生动能仍较强劲

从生产端来看，同比和环比数据均显示 12 月国内工业生产热度仍然很高。从需求端来看，12 月固定资产投资完成额环比明显低于历史同期环比均值，但其中制造业投资环比仍然高于历史同期环比均值，表明国内经济内生动能仍较强劲，12 月固定资产投资热度下降主要受房地产与基建投资拖累；商品零售环比亦低于历史同期环比均值，或受短期冬季疫情反复影响，不具有太强的持续性；内需强劲推动进口环比增速维持强劲走势；中国机电产品出口竞争力强大，中国出口增速维持较高水平。

根据我们在报告《宏观经济专题：“十四五”产业发展背后的经济逻辑》中得到的结论，当前中国面临的经济增长瓶颈主要集中在：①基建规模过大带来的金融资源浪费；②土地财政依赖下房价上涨过快，增加了整体经济运行的成本。今年四季度以来，随着国内经济持续修复，基建投资增速有所回落，金融资源逐渐流向更有效率的制造业部门，带动国内经济内生动能进一步加强。

生产端：高技术制造业推动工业生产热度继续上升

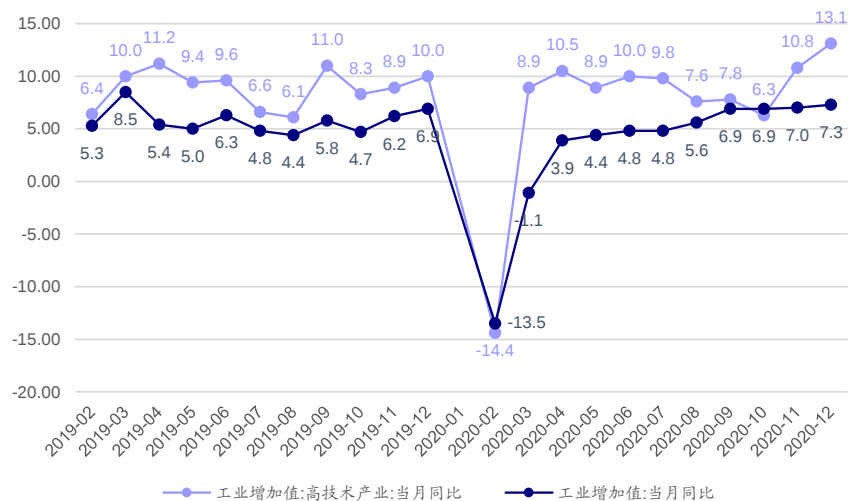
12 月工业增加值同比增速为 7.3%，较 11 月继续上升 0.3 个百分点。根据工业增加值定基指数可以计算得到 12 月环比为 8.9%，高出过去三年同期环比均值 8.0% 约 0.9 个百分点，12 月工业生产热度仍然非常高。

分三大门类看，12 月制造业同比增速维持高位，采矿业和公用事业同比明显上升。12 月采矿业同比 4.9%，较 11 月上升 2.9 个百分点，已非常接近 2019 年全年 5% 的增速水平；制造业 7.7%，持平 11 月，明显高于 2019 年全年 6% 的增速水平；公用事业 6.1%，上升 0.7 个百分点，但仍低于 2019 年全年 7% 的增速水平。

分产品看，12 月上中游原材料产品产量增速有涨有跌，而高技术制造业增加值同比继续明显上升，12 月工业生产增速上升背后主要仍是高技术制造业的支撑。

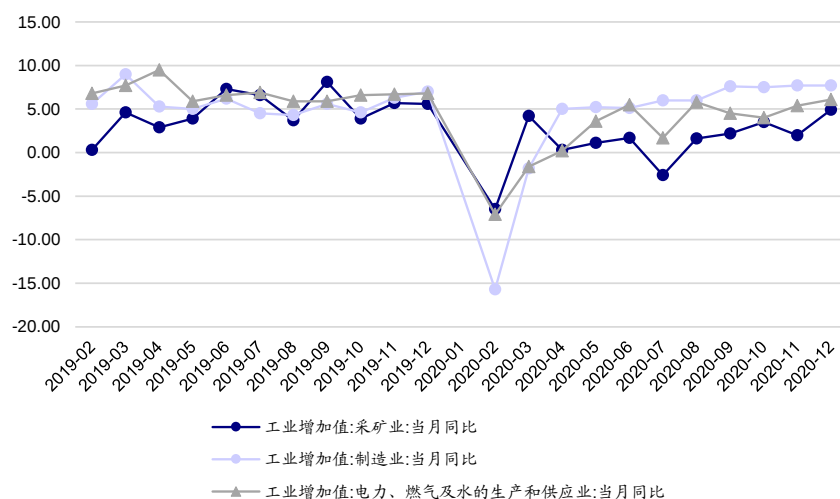
12 月粗钢产量同比 7.7%，较 11 月回落 0.3 个百分点；钢材产量同比为 12.8%，上升 2.0 个百分点；水泥产量同比为 6.3%，回落 1.4 个百分点；十种有色金属产量同比为 8.6%，上升 2.5 个百分点；乙烯产量同比为 11.3%，回落 0.3 个百分点；汽车 12 月产量同比为 6.5%，回落 1.6 个百分点；工业机器人、集成电路产量同比为 32.4%、20.8%，分别较 11 月上升 0.7、1.2 个百分点，明显高于 2019 年全年 -6.1%、7.2% 的同比水平；整体高技术制造业增加值 12 月同比为 13.1%，较 11 月继续明显上升 2.3 个百分点。

图 6：2020 年 12 月工业增加值同比增速继续上升，高技术制造业表现亮眼



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 7：12 月制造业工业增加值同比维持高位



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

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_18351

