

# 国内外补库存开启，关注上游行业利润增长



川财证券  
CHUANCAI SECURITIES

——2021 年跨年宏观环境展望

## ❖ 年末制造业景气度回升，国内生产持续恢复，

制造业生产整体修复。2020 年 3 月以来，制造业生产指数持续较高，国内企业生产活动维持活跃。且值得注意的而是，四季度制造业生产经营活动预期指数一度接近 60%，创 2018 年以来新高，企业投资、再生产意愿较强，中长期有望带动企业加大资本投入，拉动投资指标进一步改善。

传统、新兴行业共同拉升工业增速。2020 年工业增速持续改善，新老基建相关行业表现突出。当年四季度规模以上工业增加值增速同比恢复至 7% 以上，工业增速有望持续修复。且值得一提的是，四季度装备制造业增加值持续回暖，传统基建开工“淡季不淡”。战略新兴产业方面，2020 年四季度国内新能源汽车，工业机器人，挖掘、铲土运输机械，微型计算机设备，集成电路产量同比增速均超 20%，新能源汽车增速持续高于 90%。高技术附加值产业一季度有望继续贡献工业增速。

## ❖ 2020 年出口超预期表现，一季度有望维持韧性

一季度海外补库存有望开启，“出口替代”逻辑有望维持。2020 年外贸进出口持续向好，连续 10 个月实现正增长。虽然 12 月出口增速环比回落 7.4 个百分点，但出口数据回暖趋势不改变。从出口国别看，12 月我国对欧盟、美国的出口延续改善。新兴经济体中，我国对东盟的出口表现也延续较强。

当前海外、国内企业开启主动补库存，带动国际大宗商品价格明显上涨。但在疫情的影响下，海外生产端恢复较慢，短时间供给难以跟上补库存节奏，国内商品“出口替代”的逻辑有望延续，支撑一季度外部需求。

## ❖ 一季度大宗商品价格有望延续上行，关注上游周期行业表现

四季度以来，工业生产者出厂价格降幅持续收窄，需求、成本端共同支撑 PPI 数据改善。一方面国内需求持续回暖，带动工业品价格上行；而另一方面，随着海外补库存周期的开启，国际大宗商品价格延续上涨，工业生产成本压力或传导至产品端。

2020 年 12 月，国内规模以上工业企业利润表现分化明显。得益于大宗商品价格上涨，石油、煤炭、化工、有色等中上游行业利润增速明显加快，其中石油和天然气开采业和煤炭开采和洗选业利润同比分别增长 139% 和 44.6%。考虑到一季度大宗商品价格仍将有望上行，关注上游周期行业业绩超预期表现。

## ❖ 风险提示：海外疫情超预期发展，国内消费需求持续低于预期。

## 📌 证券研究报告

所属部门 总量研究部

川财一级行业 总量研究

川财二级行业 宏观经济

报告类别 宏观深度

报告时间 2021/1/28

## 📌 分析师

陈雳

证书编号：S11000517060001  
chenli@cczq.com

陈琦

证书编号：S1100520120001  
chenqi@cczq.com

## 📌 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 正文目录

一、生产：生产持续恢复，制造业景气回升 .....	4
1.1 前瞻性指标显示制造业景气度持续回升 .....	4
1.2 工业生产持续回暖，制造业增加值增速加快 .....	4
二、投资：基建、地产推动内需，制造业投资持续改善 .....	6
三、外贸：一季度出口有望维持韧性 .....	7
四、物价：CPI 一季度或延续增长，关注大宗商品价格上涨 .....	9
五、流动性拐点已来，一季度信用环境将维持常态 .....	10
六、疫情催生新消费模式 .....	12
附件： .....	14
风险提示 .....	18

## 图表目录

图 1: PMI 生产持续修复.....	4
图 2: 补库存趋势显现.....	4
图 3: 工业增加值恢复良好.....	5
图 4: 高技术产业增加值表现较好.....	5
图 5: 传统基建相关产业同样维持高增速.....	5
图 6: 制造业增加值是重要增量.....	5
图 7: M1 增速印证企业活期存款上行.....	6
图 8: 基建投资上行趋势明确.....	6
图 9: 地产投资对固定资产投资也有支撑.....	6
图 10: 制造业投资年内持续改善.....	7
图 11: 民间投资年内首度转正.....	7
图 12: 出口维持高增.....	8
图 13: PMI 新出口订单持续回暖.....	8
图 14: 东盟贸易额稳健发展.....	8
图 15: 对欧美出口年末回暖.....	8
图 16: 口罩带动纺织品出口活跃.....	8
图 17: 机电产品出口持续增加.....	8
图 18: 年底 CPI 增速小幅回升.....	9
图 19: 12 月 CPI 七大分项环比有升有降.....	9
图 20: 年底 PPI 增速显著回升.....	10
图 21: 上游行业价格表现较好.....	10
图 22: M2 增速小幅走弱.....	11
图 23: M1 增速维持韧性.....	11
图 24: 社融年内维持较高增速.....	11
图 25: 地方政府债融资规模持续较高.....	11

## 一、生产：生产持续恢复，制造业景气回升

### 1.1 前瞻性指标显示制造业景气度持续回升

制造业整体修复，但小型制造企业经营压力仍需关注。尽管四季度制造业 PMI 指数整体小幅下降，但自 3 月起，制造业 PMI 持续位于荣枯线以上，制造业景气度回暖趋势明显。

从不同规模企业的表现看，小型制造企业经营压力有所上升。一方面，四季度大、中型企业 PMI 指数持续改善，均保持在荣枯线以上，经营状况平稳。

另一方面，四季度三个月中，小型企业 PMI 指数两度低于荣枯线，海外疫情反弹或对小型企业景气度有所压制。在海外疫情的影响下，部分国内制造企业面临进口原料采购周期加长、运输成本增加等压力，小型企业经营改善放缓。

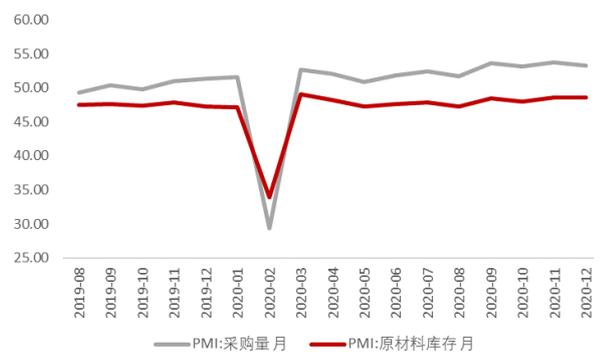
生产方面，2020 年 3 月以来，制造业生产指数持续较高，国内企业生产活动维持活跃。且值得注意的而是，四季度制造业生产经营活动预期指数一度接近 60%，创 2018 年以来新高，制造企业投资、再生产意愿较强，中长期有望带动企业加大资本投入，拉动制造业投资指标进一步改善。

图 1： PMI 生产持续修复



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 2： 补库存趋势显现



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：亿元

### 1.2 工业生产持续回暖，制造业增加值增速加快

工业增速持续改善，新老基建相关行业表现突出。四季度规模以上工业增加值增速同比恢复至 7% 左右，工业增速持续修复。值得一提的是，四季度，装备制造业增加值持续回暖。“新老基建”仍是四季度工业增长的重要支点，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

战略新兴产业方面，10月、11月国内新能源汽车，工业机器人，挖掘、铲土运输机械，微型计算机设备，集成电路产量同比增速均超20%，新能源汽车增速持续高于90%。

传统基建方面，四季度周期品冶炼加工行业增加值延续较好表现，10月、11月黑色、有色金属冶炼和压延工业增加值延续正增长，此外，钢材、水泥及有色金属产品增加值也维持较高增速。

图 3： 工业增加值恢复良好



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

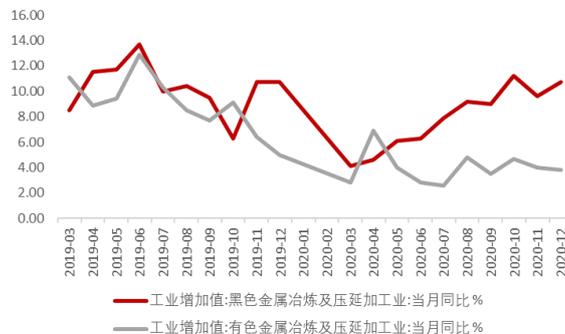
图 4： 高技术产业增加值表现较好



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

制造业增长势头良好。制造业是四季度工业生产修复的重要推动力；截至12月底，高技术制造业和装备制造业已成为国内工业增长的重要增量点，同比增速分别为7.1%、6.6%，快于规模以上工业4.3和3.8个百分点。从具体产品的产量看，2020年国内工业机器人、新能源汽车、集成电路、微型计算机设备同比分别增长19.1%、17.3%、16.2%、12.7%，新兴产业对工业增速的提振较为明显。

图 5： 传统基建相关产业同样维持高增速



资料来源：wind，川财证券研究所

图 6： 制造业增加值是重要增量



资料来源：wind，川财证券研究所

此外，四季度M1维持较高增速，企业支票存款规模维持较高，印证企业生产

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

意愿较为强劲，增速有望持续修复。

图 7： M1 增速印证企业活期存款上行



资料来源: wind, 川财证券研究所, 单位: %

## 二、投资：基建、地产推动内需，制造业投资持续改善

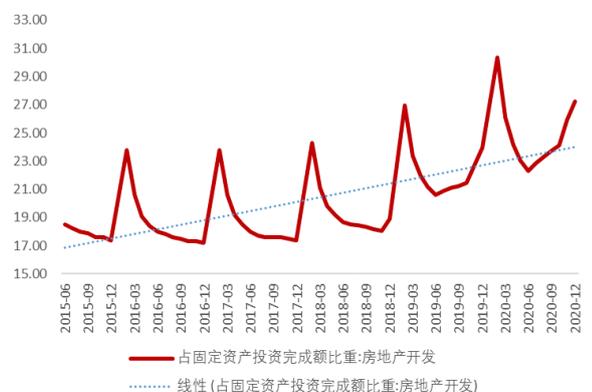
固定资产投资上行趋势明确。2020 年全年，国内基建投资表现延续改善。基建、地产是年内内需的重要支撑力。值得一提的是，从环比速度看，12 月国内固定资产投资增速实现 2.32%，较 11 月小幅放缓，固定资产投资的单月表现或与地产、基建开工的季节性走弱相关。

图 8： 基建投资上行趋势明确



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 9： 地产投资对固定资产投资也有支撑



资料来源: wind, 川财证券研究所, 单位: %

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

一如我们在上文所提的观点，四季度，尽管国内第二产业投资增速仍为负，但12月同比降幅继续缩窄，制造业投资的显著回暖趋势延续，对工业投资增速有所支撑。第三产业投资增长较快，四季度以来，医药制造业、计算机及办公设备制造业投资增速同比均高于20%。民间投资增速同样于11月转正，固定资产投资有望延续较好表现。

图 10：制造业投资年内持续改善



资料来源：wind，川财证券研究所

图 11：民间投资年内首度转正



资料来源：wind，川财证券研究所

### 三、外贸：一季度出口有望维持韧性

年底出口维持韧性，对美出口占比小幅回暖。2020年外贸进出口持续向好。当前我国出口已连续10个月实现正增长，虽然12月出口增速环比回落7.4个百分点，但出口数据回暖趋势不改变。从出口国别看，12月我国对欧盟、美国的出口累计同比增速分别为6.7%和7.9%，环比分别改善1.0和2.2个百分点，其中对美出口商品同比增速明显回升。

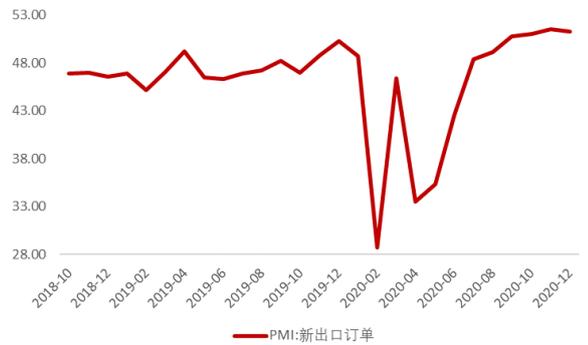
新兴市场方面，12月我国对东盟商品出口的累计同比增速为6.7%，较上月再度加快0.9个百分点。东盟、欧盟、美国、日本和韩国是当前我国前五大的贸易伙伴，12月进出口分别为7.68、7.06、6.31、3.18和2.77万亿美元，贸易伙伴更趋多元化。值得一提的是，12月以来，对美出口商品同比增速明显回升，单月金额首度突破500亿美元。

图 12: 出口维持高增



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 13: PMI 新出口订单持续回暖



资料来源: wind, 川财证券研究所, 单位: %

图 14: 东盟贸易额稳健发展



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 15: 对欧美出口年末回暖

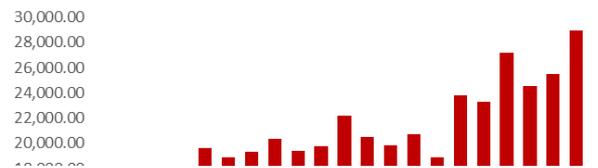


资料来源: wind, 川财证券研究所

图 16: 口罩带动纺织品出口活跃



图 17: 机电产品出口持续增加



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\\_18371](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18371)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn