

分析师:周建华

登记编码: S0730518120001

zhoujh-yjs@ccnew.com 021-50586758

经济稳健复苏,需求仍需提振

——2021年1月宏观月报

证券研究报告-宏观定期

发布日期: 2021年01月27日

相关报告

- 1 《宏观报告:着力解决中小企业融资难、融资贵问题-促进中小企业发展工作领导小组会议点评》 2021-01-22
- 2 《宏观报告:开年之际:宏观经济形势与货币政策走向-宏观专题》 2021-01-11
- 3 《宏观报告:步入温和通胀区间的前奏-12月PMI点评》 2020-12-31
- 4 《宏观报告:货币政策延续稳健,着重精准导向-国常会点评》 2020-12-23

联系人:朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

报告要点:

● 经济增长:经济全年正增长2.3%,已进入稳健区间

2020年四季度GDP当季同比增速6.5%,较前值大幅上升1.6个百分点,全年累计同比增长2.3%。2020年四季度环比增速2.6%,较前值略微回落0.4%,依然处在历史高位,或确认为拐点,代表我国经济进入稳健区间。

● 工业生产:工业增加值延续高增,制造业扩张边际回落

12月工业增加值当月同比录得7.3%,累计同比录得2.8%,较前值上升0.3个百分点,总量上工业生产稳步复苏,当月同比增速基本回到疫情前水平。

12月官方制造业PMI录得51.9,较前值回落小幅0.2个百分点,连续第十个处在荣枯线之上,且仍处在相对高位,延续了经济复苏的景气势头。具体分项指标来看,生产与需求两端的扩张程度都有所回落。

● 三大需求:消费投资需求略显不足,外贸全年节奏较好

消费:12月社会零售品销售总额当月同比增长4.6%,较上个月增速回落0.4个百分点,且相比疫情前8%以上的水平仍然有一定距离。具体来看,下游消费需求的提振依然略显不足。

投资:2020年全年固定资产投资完成额累计同比增长2.9%,相较疫情前水平仍然存在复苏空间,环比增速在3月达到高点之后逐渐回落,12月环比增速为2.32%,制造业投资需求偏弱,投资拉动主要依靠房地产业。

外贸:出口整体修复节奏较好,2020年下半年出口持续保持快速增长,12月当月同比增长18.1%,全年出口累计同比增长3.6%,进口累计下跌1.1%,全年贸易顺差5350.34亿美元,较上一年同比增长65.45%。

● 通货膨胀:下游需求偏弱,通胀温和上行

12月CPI同比增幅0.2%,从通缩区间重回正区间,主要由食品供给冲击拉动;核心CPI连续5个月持平后略微下行0.1%,反映下游需求偏弱。12月PPI同比增长-0.4%,依然处在负增区间,但较前值大幅上升1.1%。5月份形成拐点之后,PPI一路上行,反映上游工业品需求修复较好。

● 货币金融:公开市场投放放缓,信用收紧是整体趋势

12月公开市场净投放整体放缓;结合之前货币政策走向研究,信用收紧是整体趋势。12月社融存量同比录得13.3%,较前值下滑0.3%,信用需求收缩一定程度带动M2增速下滑,12月同比增长10.1%,较前值下滑0.6%。

风险提示: 货币政策转向节奏不确定,疫情或对宏观经济影响扩大

内容目录

1. 经济增长：经济全年正增长 2.3%，已进入稳健区间	4
2. 工业生产：工业增加值延续高增，制造业扩张边际回落	5
2.1. 制造业：生产需求带动价格上行，供需两侧扩张边际回落	6
3. 三大需求：消费投资需求略显不足，外贸全年节奏较好	8
3.1. 消费：必选消费基本稳健，可选消费需求偏弱	8
3.2. 投资：投资仍存复苏空间，制造业投资需求偏弱	9
3.3. 外贸：全年出口修复节奏较好	10
4. 通货膨胀：下游需求偏弱，通胀温和上行	11
4.1. CPI：食品冲击带动价格上行，下游需求偏弱	11
4.2. PPI：上游需求修复较好，高增势头或边际放缓	12
5. 货币金融：公开市场投放放缓，信用收紧是整体趋势	13
5.1. 金融市场流动性：公开市场投放放缓，货币政策存转向意味	13
5.2. 实体经济流动性：信用收紧是整体趋势，非标压降形成社融拖累	14
6. 风险提示	15

图表目录

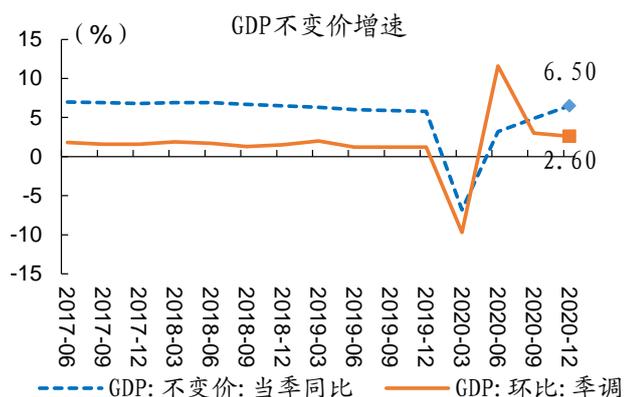
图 1：经济增长基本回到稳健区间	4
图 2：全年经济累计增长 2.3%	4
图 3：三次产业比重略有提升	4
图 4：制造业依然是我国经济的核心成分	4
图 5：工业、建筑业、信息技术、金融、地产行业是经济增长的主要拉动力	5
图 6：工业增速基本回到以前水平	5
图 7：工业各细分项目均明显修复	5
图 8：发电量大幅提升，粗钢产量震荡	6
图 9：原煤修复加快，焦炭震荡回落	6
图 10：货运量仍然存在较大修复空间	6
图 11：发电耗煤量仍然存在修复空间	6
图 12：制造业 PMI 小幅回落	6
图 13：原材料价格显著增长，供需两侧略回落	6
图 14：生产端或过渡到被动补库阶段	7
图 15：上游需求修复带动工业品价格快速上行	7
图 16：整体生产经营预期高位略有回落	7
图 17：下游需求略有回落，订单指数下降	7
图 18：下游消费回落 0.4 个百分点	8
图 19：餐饮收入持续在 0 区间附近波动	8
图 20：必选消费端基本稳健，可选消费需求偏弱	8
图 21：固定资产投资累计同比增长 2.9%	9
图 22：制造业投资录得-2.2%，形成拖累	9
图 23：产业细分项目对投资需求拉动状况	9
图 24：出口金额全年修复节奏较好	10
图 25：进出口 12 月当月同比延续高位	10
图 26：HS 分类细分项目对我国全年出口拉动	10

图 27: CPI 重回正增区间	11
图 28: 食品烟酒占据 CPI 主要成分	11
图 29: CPI 上行主要源于食品因素	11
图 30: CPI 核心成分表明需求端偏弱	11
图 31: CPI 细分项目较上月变动幅度及对 CPI 的拉动	12
图 32: PPI 较前值大幅上升	12
图 33: 上游需求修复震荡向好	12
图 34: 生产资料价格上行是 PPI 变动的核心拉动力	13
图 35: 公开市场操作力度与 7 日资金利率走势图	13
图 36: 12 月货币与社融增速均有所下行	14
图 37: 非标融资下滑是社融主要拖累力量	14
图 38: 社融细分项目对社融增速的拉动	15
表 1: 库存周期轮动	7

1. 经济增长：经济全年正增长 2.3%，已进入稳健区间

2020 年四季度我国 GDP 当季同比录得 6.5%，较前值 4.90% 大幅上升 1.6 个百分点，环比季调录得 2.6%，全年累计同比增长 2.3%。之前的报告中我们提到，经济是否已经回归潜在产出路径可以从四季度同比数据与潜在产出的相对关系，以及四季度环比数据得到判断。同比数据上，四季度录得 6.5%，略高于预期，按照我国 6% 左右的潜在增速，我国经济已经基本恢复到达疫前路径。从环比数据来看，我国 2020 年四季度录得 2.6%，较前值略微回落 0.4 个百分点，依然处在历史高位，本次环比增速或成为拐点，代表我国经济恢复逐渐进入稳健区间。

图 1：经济增长基本回到稳健区间



资料来源：Wind，中原证券

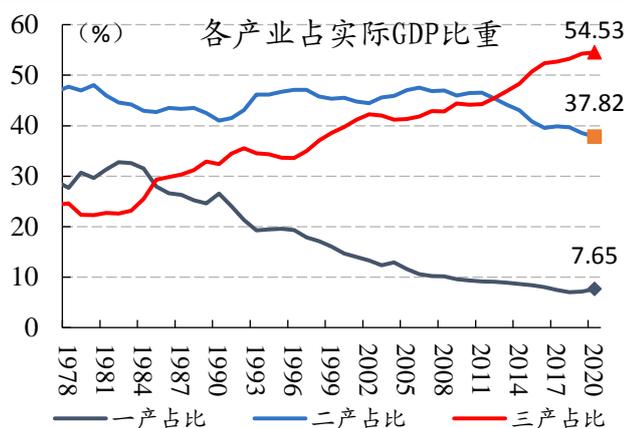
图 2：全年经济累计增长 2.3%



资料来源：Wind，中原证券

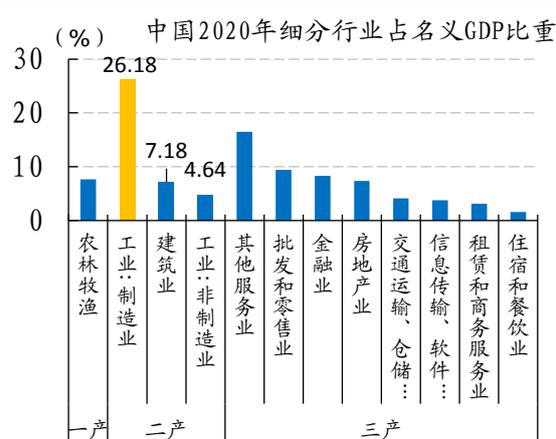
产业结构上，截止 2020 年末，我国三次产业占 GDP 比重达到 54.43%，较上一年小幅上升 0.26 个百分点，一次、二次产业分别占比 7.65% 和 37.82%，较上一年均有回落；具体来看，制造业依然是我国的核心产业，服务业当中批发零售、金融、地产行业也具有举足轻重的地位。

图 3：三次产业比重略有提升



资料来源：Wind，中原证券

图 4：制造业依然是我国经济的核心成分

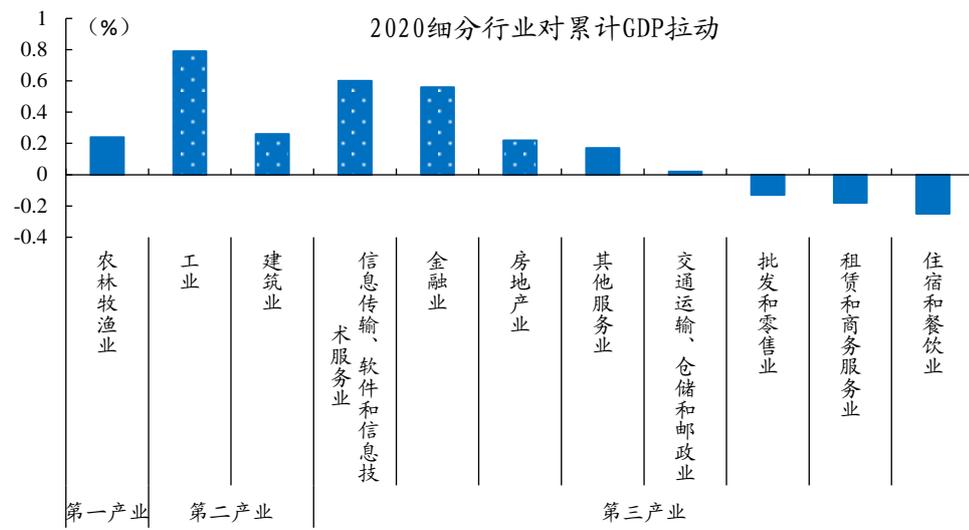


资料来源：Wind，中原证券

产出贡献上来看，工业成为我国增长的首要拉动力量，2020 全年拉动增长 0.79 个百分点，二次产业中，建筑业拉动经济总量 0.26 个百分点；三次产业中，信息技术业、金融业、房地产业表现亮眼，分别拉动我国增长 0.6、0.56、0.22 个百分点。同时受到疫情因素影响，批发零

售、租赁商务服务、住宿餐饮行业全年负增长，对我国 GDP 形成了拖累。

图 5：工业、建筑业、信息技术、金融、地产行业是经济增长的主要拉动力

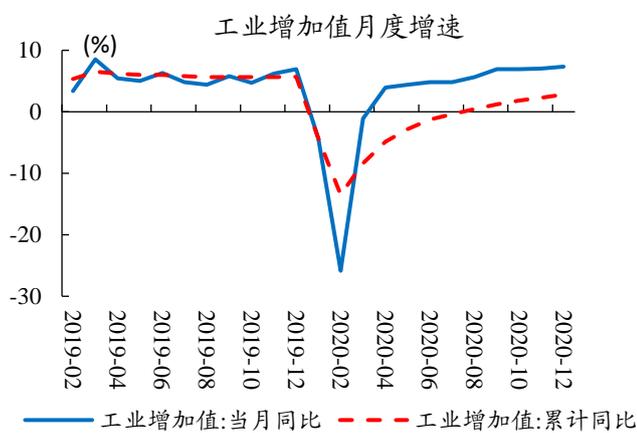


资料来源：Wind，中原证券

2. 工业生产：工业增加值延续高增，制造业扩张边际回落

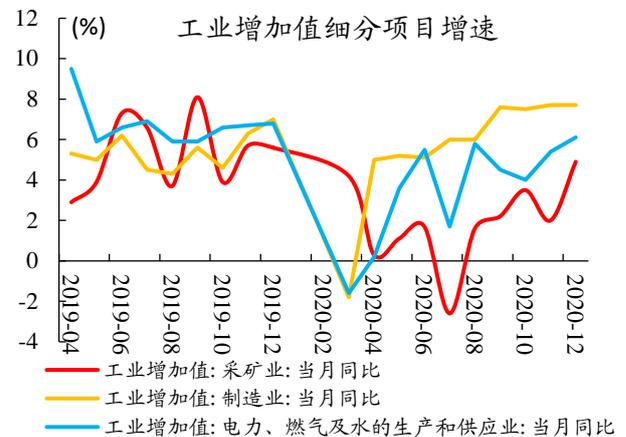
12 月我国工业增加值当月同比录得 7.3%，累计同比录得 2.8%，总量上工业生产稳步复苏，当月同比增速基本回到疫情前水平。具体分项上，采矿业与电热燃水生产供应业增速分别录得 4.9% 与 6.1%，较上个月均有明显提升；制造业同比增长 7.7% 与上个月持平，延续了高位增长。

图 6：工业增速基本回到以前水平



资料来源：Wind，中原证券

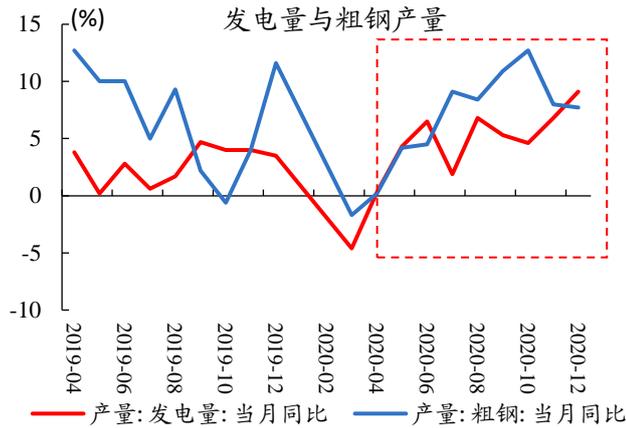
图 7：工业各细分项目均明显修复



资料来源：Wind，中原证券

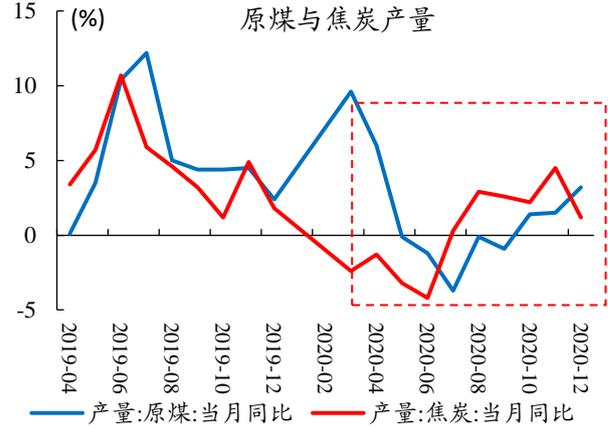
微观生产上，12 月发电量当月同比增速达 9.1%，较上月大幅提升 2.3 个百分点，钢铁生产上，粗钢产量呈现震荡趋势，较上个月略有回落。上游能源品方面，原煤、焦炭产量均存在较大复苏空间，当前呈现波动态势；其中原煤产量 12 月同比增长 3.2 个百分点，较上个月加快，而焦炭产量 12 月同比增速录得 1.2%，较前值回落 3.3 个百分点。影子指标上看，目前我国货运量水平以及日均耗煤量较疫情前依然都存在一定修复空间。整体上微观生产与总量工业增长形成相互印证，工业增加值恢复速度基本回到疫前水平，工业生产复苏开始步入稳健区间。

图 8: 发电量大幅提升, 粗钢产量震荡



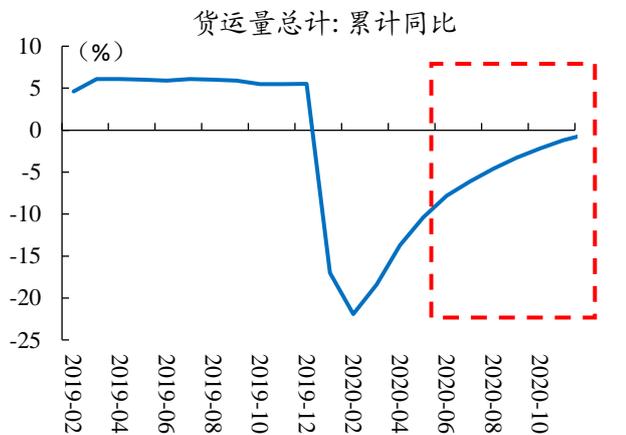
资料来源: Wind, 中原证券

图 9: 原煤修复加快, 焦炭震荡回落



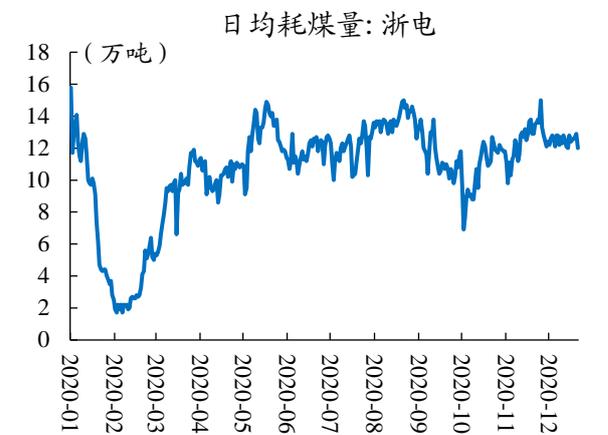
资料来源: Wind, 中原证券

图 10: 货运量仍然存在较大修复空间



资料来源: Wind, 中原证券

图 11: 发电耗煤量仍然存在修复空间

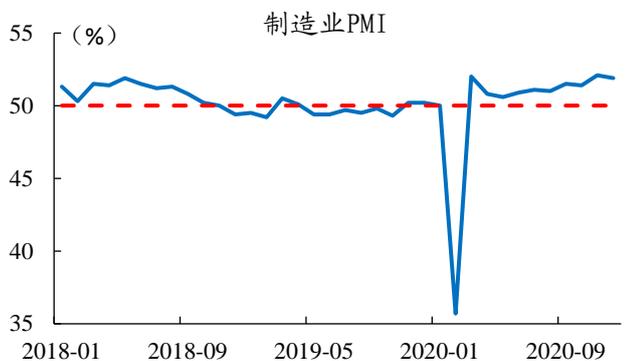


资料来源: Wind, 中原证券

2.1. 制造业: 生产需求带动价格上行, 产需两侧扩张边际回落

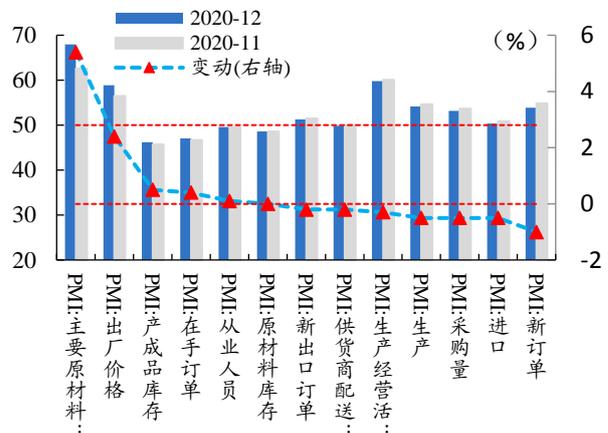
12月我国官方制造业 PMI 录得 51.9, 较前值回落小幅 0.2 个百分点, 连续第十个处在荣枯线之上, 且仍处在相对高位, 延续了经济复苏的景气势头。具体分项指标来看, 生产与需求两端的扩张程度都有所回落。

图 12: 制造业 PMI 小幅回落



资料来源: Wind, 中原证券

图 13: 原材料价格显著增长, 产需两侧略回落



资料来源: Wind, 中原证券

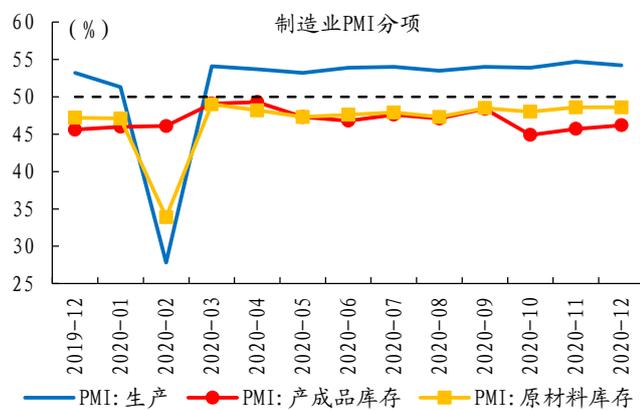
生产端，12月企业PMI生产指数录得54.2，较前值回落0.5个百分点，仍旧处在相对高位。库存周期轮动上，企业由主动补库逐渐过渡至被动补库阶段，代表生产经营补库意愿仍处在高位，经济复苏势头相对旺盛，产成品库存被动增加。上游生产需求的迅速修复，带动生产资料价格进入快速上行通道；从采购价格表现上看，上游能源品为主的大宗商品价格上涨进一步传导原材料价格，形成了原材料价格的显著上行。

表 1: 库存周期轮动

经济周期	原材料库存	产成品库存	库存周期
衰退	主动减少	被动积累	主动去库存
萧条	主动减少	被动减少	被动去库存
复苏	主动增加	被动减少	主动补库存
旺盛	主动增加	被动增加	被动补库存

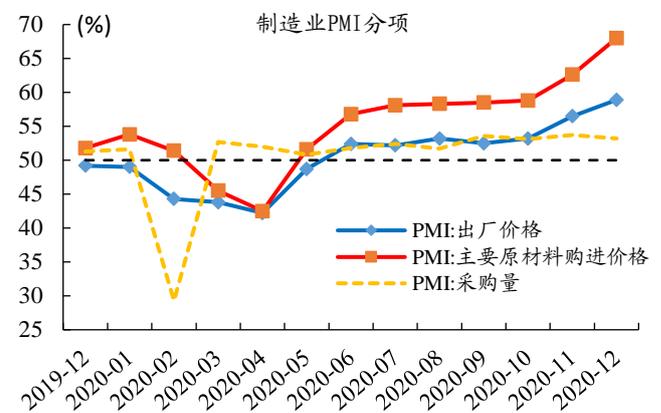
资料来源：中原证券

图 14: 生产端或过渡到被动补库阶段



资料来源：Wind，中原证券

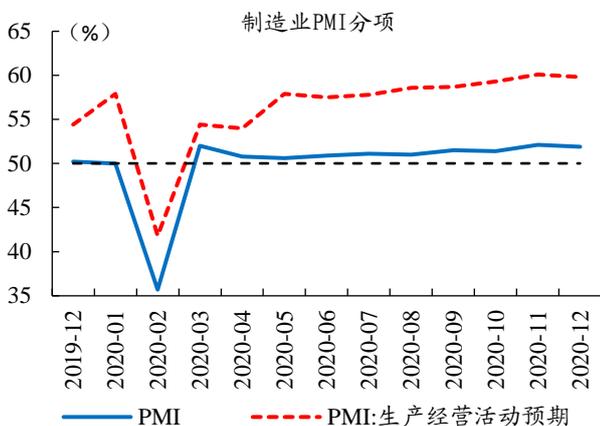
图 15: 上游需求修复带动工业品价格快速上行



资料来源：Wind，中原证券

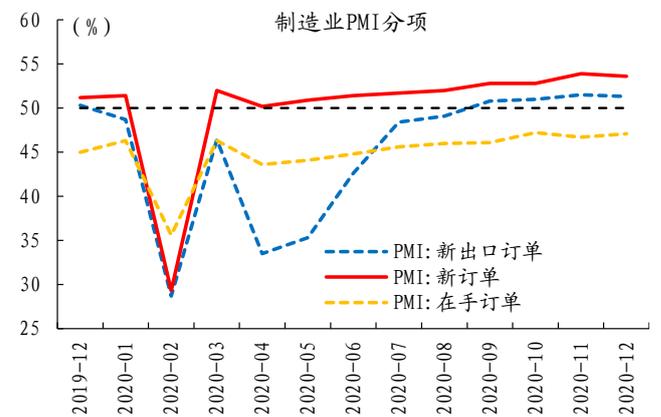
但同时也注意到，上下游的需求传导存在不通畅问题，表现为下游需求侧相对较弱。需求端，12月新订单指数录得53.9，较前值下降1个百分点，代表需求侧复苏边际回落；其中外贸表现也略微放缓，新出口订单录得51.3，较前值小幅回落0.2个百分点。整体上，需求仍然处在扩张区间且依然属于相对高位，但扩张速度边际下降。

图 16: 整体生产经营预期高位略有回落



资料来源：Wind，中原证券

图 17: 下游需求略有回落，订单指数下降



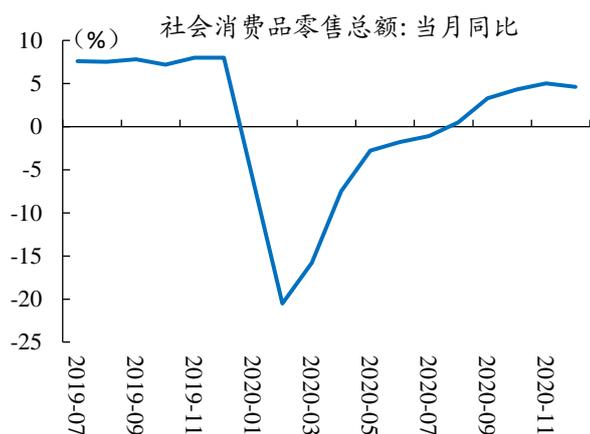
资料来源：Wind，中原证券

3. 三大需求：消费投资需求略显不足，外贸全年节奏较好

3.1. 消费：必选消费基本稳健，可选消费需求偏弱

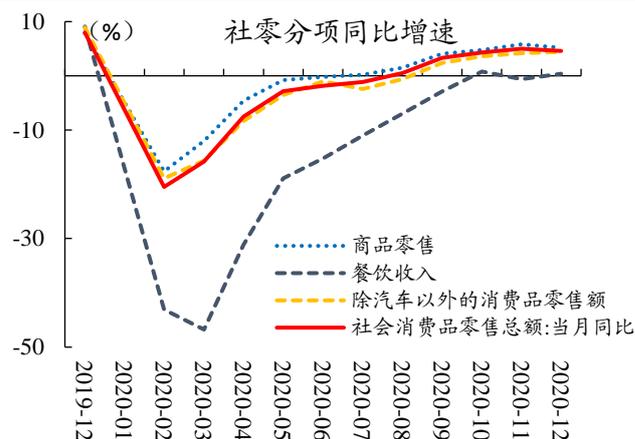
消费端，12月我国社会零售品销售总额当月同比增长4.6%，较上个月增速回落0.4个百分点，且相比疫情前8%以上的水平仍然有一定距离。具体来看，下游消费需求的提振依然略显不足，商品零售以及汽车以外的消费品零售12月同比增长5.2%和4.4%，而餐饮消费12月同比增长只有0.4%，依然在0区间附近波动。

图 18: 下游消费回落 0.4 个百分点



资料来源: Wind, 中原证券

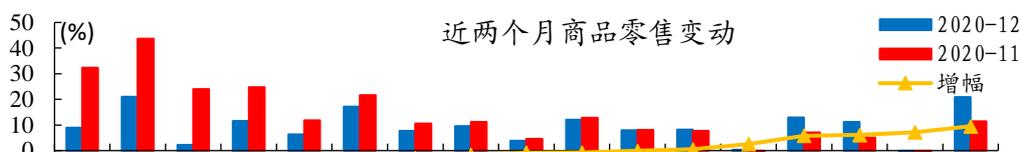
图 19: 餐饮收入持续在 0 区间附近波动



资料来源: Wind, 中原证券

从限额以上企业商品零售状况来看，12月消费增幅最大的是烟酒类商品，12月同比增速达到20.9%，而11月表现亮眼的高端可选消费领域（诸如化妆品、金银）增速则大幅下滑，化妆品消费12月同比增速9%，较前值下滑23.3个百分点，金银珠宝12月同比增速11.6%，较前值下滑13.2个百分点。整体上，必选消费端基本稳健，而可选消费领域需求则偏弱。

图 20: 必选消费端基本稳健，可选消费需求偏弱



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_18432



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn