

旬度经济观察

——本轮经济恢复的趋势或将延续

袁方¹

2021年1月20日

内容提要

随着民众对国内疫情担忧的缓解，私人部门投资和消费成为驱动四季度国内需求复苏的主要力量。

考虑到当前工业活动“填坑”尚未结束，居民预防性储蓄仍在回落之中，私人部门投资和消费的力量将持续推动经济在未来一个季度恢复。

本轮由央行流动性宽松带来的债券市场收益率下行告一段落，市场交易的重心将逐步转入经济基本面恢复的进度，以及信贷投放的变化。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

¹ 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

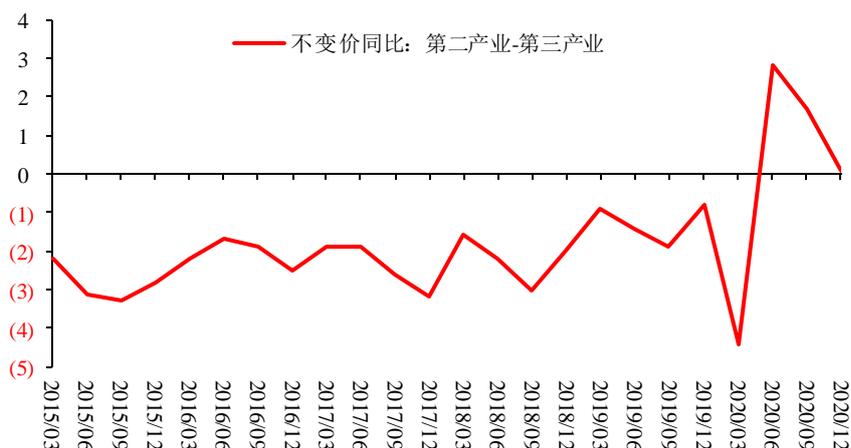
一、经济恢复有望延续

今年4季度，名义和实际GDP增速持续反弹。国内GDP实际同比6.5%，较3季度回升1.6个百分点；名义同比6.6%，较3季度回升1.1个百分点。

相比3季度，第一产业和第二产业回升的幅度均有放缓，而第三产业维持较快复苏，是支撑经济反弹的主要力量。

往后看，工业数据“填坑”的过程尚未结束，边际消费倾向的回升将继续推动消费和服务业回暖，宏观经济仍处于恢复的状态之中。

图1: GDP实际同比: 第二产业-第三产业, %



数据来源: Wind, 安信证券

1、工业生产加速的趋势延续

2020年4季度规模以上企业工业增加值同比7.1%，较3季度回升1.3个百分点。

月度层面，工业生产的加速仍在延续，12月工业增速达到7.3%，创近三年新高，这表明部分疫情期间推迟的交易活动仍在回补。

从已经公布的行业数据看，12月铁路、船舶、航空航天和其他运输设备，医

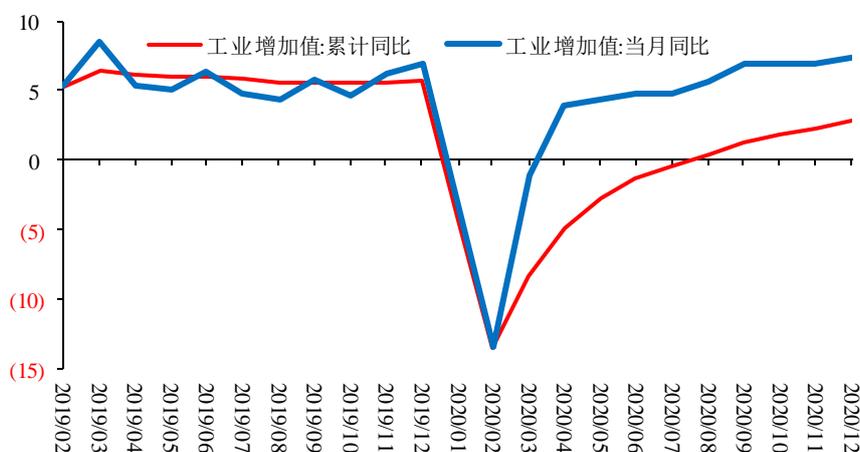
药制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业等下游行业涨幅居前，这与制造业投资的分项数据表现一致，暗示这些行业产能加速扩张；化学原料及化学制品，橡胶和塑料制品，电气机械及器材制造表现偏弱。

物量数据涨跌互现，原煤、十种有色金属产量小幅回升，粗钢、水泥、焦炭出现回落。

与此同时，12月PPI环比增速大幅抬升，流通领域生产资料价格、南华工业品指数均显著上行。

结合量价指标，终端需求的回暖仍在延续，这也是支撑经济复苏的主要力量。尽管当前工业增速处于高点，但考虑到工业累计增速较疫情前仍有较大空间，未来工业有望维持较高增速。

图2：工业增加值累计同比和当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券

2、制造业投资成为支撑投资的主要力量

2020年4季度固定资产投资同比15.7%，较3季度回升6.9个百分点。制造业投资是支撑整体投资的主要力量。

12月固定资产投资同比11.3%，较11月回落22.5个百分点。各分项均出现走弱，其中地产投资下滑相对明显。

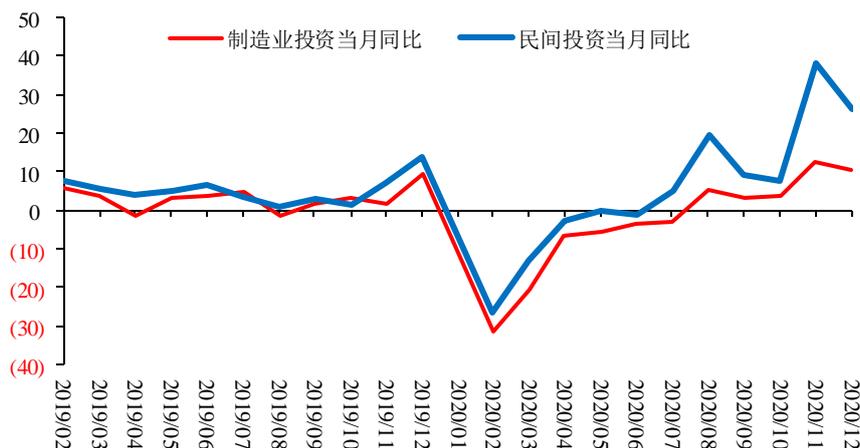
12月基建投资（含电力）延续了11月以来下行的趋势，这既受到地方政府加杠杆积极性偏弱的影响，也与优质项目普遍缺乏有关。从这个角度来看，基建投资未来或许长期维持低增长。

制造业投资4季度同比8.7%，较3季度回升7.2个百分点；其中12月同比增速10.2%，较上月回落2.2个百分点，但仍处于年内较高水平。

根据已经公布的数据，12月铁路、船舶、航空航天和其他运输设备，计算机、通信和其他电子设备，医药制造业涨幅居前，汽车制造业和金属制品业表现偏弱。

尽管12月制造业投资增速出现小幅回落，但从企业中长期贷款、出口以及制造业投资“填坑”的进展来看，未来制造业投资有望维持较高增速，进而对经济的恢复形成支撑。

图3：制造业投资和民间投资同比，%

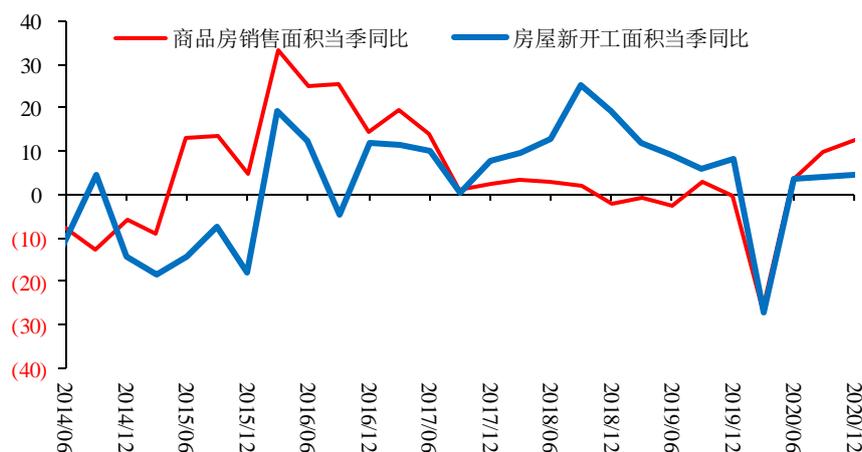


数据来源：Wind，安信证券

4 季度房地产投资同比 11%，较 3 季度回落 0.9 个百分点。12 月房地产投资同比 9.2%，较上月小幅回落 2.3 个百分点。与此同时，地产销售小幅回落，但仍处于较高水平；新开工面积小幅回升。

9 月以来，房地产销售持续攀升的同时，全国范围内房价环比增速逐步回落，房屋新开工增速稳定低于销售增速。这暗示在房地产融资“三条红线”政策的影响下，地产商在加速销售以回笼资金，这一政策或许正在影响地产商意愿存货的持有量，并对地产投资产生额外的压力。整体而言，考虑到存货回补接近尾声，以及地产“填坑”状态的结束，今年地产投资的增速或将逐步下行。

图4：房屋新开工面积和销售面积当季同比，%



数据来源：Wind，安信证券

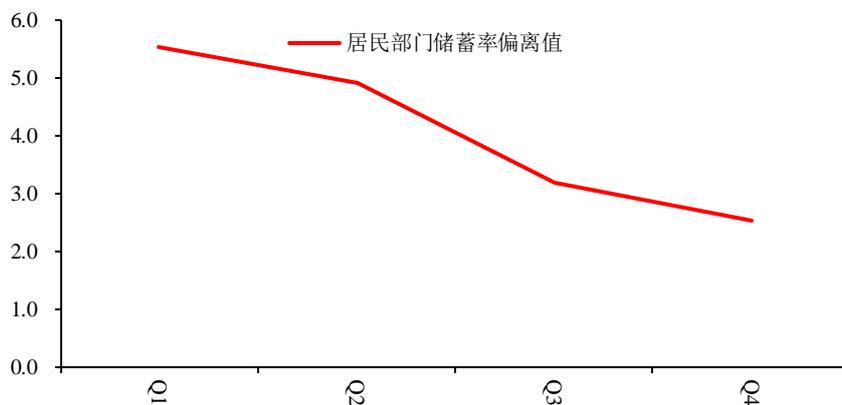
3、消费恢复的态势或将持续

4 季度，社会消费品零售名义同比增长 4.6%，较 3 季度回升 3.7 个百分点。12 月社会消费品零售名义同比增长 4.6%，较上月小幅回落 0.4 个百分点。

分项来看，限额以上企业零售出现回落，而限额以下企业零售小幅上升。汽车、化妆品、通讯器材等可选消费均出现回落，而石油类消费出现回升。

从最新数据来看，4 季度居民部门的预防性储蓄仍在回落，但距离回到正常水平有不小空间，这意味居民边际消费倾向的回升将推动消费活动持续回暖。而且当前外出农民工收入远未恢复到正常水平，未来收入的恢复也将对消费产生额外的贡献。

图5：居民部门预防性储蓄，%



数据来源：Wind，安信证券

综合来看，随着民众对国内疫情担忧的大幅缓解，四季度私人部门投资和消费是驱动国内需求复苏的主要力量。考虑到当前工业活动“填坑”尚未结束，居民预防性储蓄仍在回落之中，私人部门投资和消费的力量将推动经济在未来一个季度继续走强。

二、债券市场收益率逐步抬升

12 月社融、M2 增速回落，贷款增速走平，结构改善，与此同时，非标利率维持高位。这一组合显示，社融增速的回落可能并非源于经济需求的走弱，而与社融供应端有关，比如信托融资的短期收缩、以及信用债融资的低迷。

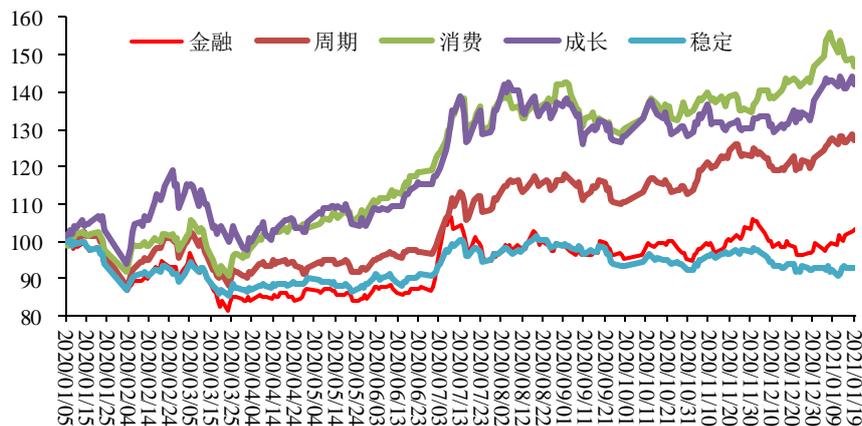
今年以来，金融机构信贷投放普遍积极，权益市场交易活跃，基金发行火爆，市场情绪始终偏强。

进入中旬以来，权益市场各板块表现趋于均衡。受益于经济基本面的改善以及工业品价格的普遍上涨，金融、周期类表现相对偏强，而此前涨幅居前的成长和消费类出现回落。

短期而言，美国刺激政策的落地，叠加美国房地产市场的复苏对全球工业品的需求形成支撑，与此同时供应的响应整体缓慢，这将有助于大宗商品价格的持续抬升以及相关板块盈利的改善。

当前信贷供应整体充裕，货币信贷出现系统性收紧的概率较低，同时预防性储蓄的存在以及贸易盈余的扩张都在边际上增加了流动性的供应，这一宏观环境有望在一季度维持，并对权益市场形成支撑。

图6：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

中旬以来央行逆回购的投放规模逐步缩减，MLF缩量操作，显示本轮央行宽松操作在逐步退出。

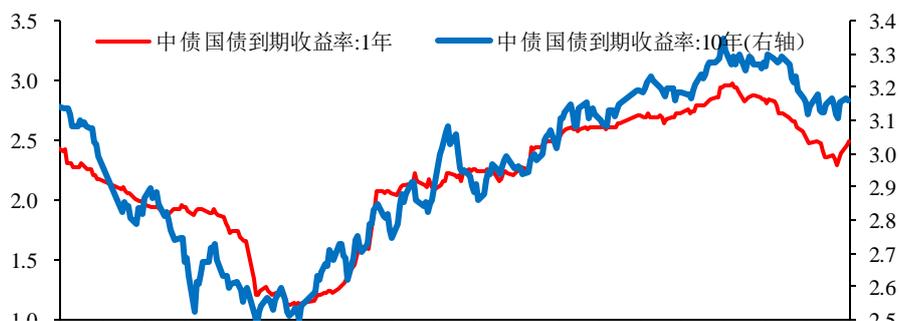
在此背景下，DR001、DR007 的利率快速抬升，1 年期同业存单利率也出现上行，不过仍低于 1 年 MLF 的水平。

银行间流动性的边际收紧带动债券市场收益率上行，短端受到的冲击相当明显。1 年期国债和国开收益率从低点分别上行 15BP、19BP，长端 10 年国债和国开债上行幅度在 5BP 左右，进而使得收益率曲线走平。

本轮由央行流动性宽松带来的债券市场收益率下行告一段落，市场交易的重心将逐步转入经济基本面恢复的进度，以及信贷投放的变化。

从四季度的经济数据来看，国内经济仍处于加速恢复的趋势中，终端需求的恢复叠加存货的回补共同推动工业品价格上涨。考虑到年初信贷投放的扩张，以及未来两个月经济数据处于真空期，经济恢复的进度短时间内难以验证，债券市场收益率可能呈现震荡向上的行情。

图7：1 年和 10 年期国债收益率，%



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_44

