

## 国内经济持续复苏 维稳政策相继减力

——2020 年 12 月宏观经济报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2020 年 12 月 03 日

## 证券分析师

周喜

022-28451972

## 相关研究报告

- 就外围而言，尽管主要地区疫情数据涨跌互现，但是全球范围内日新增病例数在经过近两个月的快速走高后，已经初现好转迹象。此次疫情反复的过程中，极具韧性的生产活动保障了国际经济运行的顺畅，尽管消费萎缩较为明显，但是仍小于年初的冲击程度，这避免了终端需求的断崖式溃塌。数据显示，11 月中旬以来，韩国出口同比增速逐步好转，考虑到疫情发展态势向好，全球总需求的恢复有望再度加速。
- 就国内而言，外部经济复苏的延续及产业链替代效果加持令出口依旧强劲，内部需求同样延续了恢复的态势，而且在工作日减少的情况下，工业增加值同比增速与 9 月持平，表明生产向好的步伐并未停止。通胀方面，尽管 11 月下旬后，食用农产品价格指数有所反弹，但是月内均值的环比降幅依旧超过 1.5%，食品价格的拖累叠加翘尾因素的降低，11 月 CPI 当月同比增速将回落至零值附近；PPI 当月同比降幅则有望在生产资料价格上涨的带动下进一步收窄。
- 就政策而言，国内经济在疫情防控形势良好的基础上持续恢复，在此过程中“稳增长”政策调控干预的迫切性、必要性逐步降低，基于“稳中求进”的总基调，“调结构”、“防风险”等中长期经济目标的重要性则渐趋提升。货币、财政刺激力度的回收以及供给侧结构性改革的加力，又将成为未来一段时期政策调控的组合方式。对于“经济进、政策退”的组合，市场几已达成一致，而分歧的焦点在于“进”和“退”的相对节奏。

风险提示：国际疫情发展超预期

## 目 录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 1. 全球疫情初见好转 外需前景有望恢复 .....        | 5  |
| 1.1 疫情数据日渐好转 疫苗研发态势良好 .....       | 5  |
| 1.2 生产韧性凸显 消费承压较大 .....           | 6  |
| 2. 经济持续恢复 供需良性反馈 .....            | 8  |
| 2.1 出口增速继续走高 贸易顺差明显回升 .....       | 8  |
| 2.2 内需逐步改善 生产持续向好 .....           | 8  |
| 2.3 CPI 增速回归 1 时代 PPI 降幅难收窄 ..... | 11 |
| 3. 稳增长迫切性降低 维稳政策相继减力 .....        | 14 |

## 图 目 录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图 1: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据 .....         | 5  |
| 图 2: 亚洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据 .....     | 5  |
| 图 3: 欧洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据 .....     | 5  |
| 图 4: 美洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据 .....     | 5  |
| 图 5: 11 月主要股指显著反弹 .....           | 6  |
| 图 6: 11 月贵金属价格明显走弱 .....          | 6  |
| 图 7: 美国制造业 PMI 指数 .....           | 6  |
| 图 8: 美国 Markit 制造业 PMI 指数 .....   | 6  |
| 图 9: 欧元区及主要欧洲主要国家制造业 PMI 指数 ..... | 7  |
| 图 10: 主要经济体服务业 PMI 指数 .....       | 7  |
| 图 11: 欧元区主要信心指数 .....             | 7  |
| 图 12: 美国消费者信心指数 .....             | 7  |
| 图 13: 韩国出口同比增速 .....              | 7  |
| 图 14: 中国出口集装箱运价指数 .....           | 7  |
| 图 15: 进出口累计同比增速 .....             | 8  |
| 图 16: 高新技术产品出口情况 .....            | 8  |
| 图 17: 对不同经济体出口增速 .....            | 8  |
| 图 18: 当月贸易顺差情况 .....              | 8  |
| 图 19: 固定资产投资同环比增速 .....           | 9  |
| 图 20: 房地产投资累计同比 .....             | 9  |
| 图 21: 基建投资累计同比 .....              | 9  |
| 图 22: 重点行业固定资产投资累计同比 .....        | 9  |
| 图 23: 消费当月及累计同比 .....             | 10 |
| 图 24: 调查失业率仍维持高位 .....            | 10 |
| 图 25: 工业增加值同环比数据 .....            | 10 |
| 图 26: 工业增加值当月同比 (分类别) .....       | 10 |
| 图 27: 中采制造业 PMI 指数 .....          | 10 |
| 图 28: 中采制造业 PMI 生产及订单指数 .....     | 10 |
| 图 29: 采制造业 PMI 库存指数 .....         | 11 |
| 图 30: 采制造业 PMI 从业人员指数 .....       | 11 |
| 图 31: CPI 同比数据 .....              | 12 |
| 图 32: 核心 CPI 数据 .....             | 12 |
| 图 33: CPI 环比历史对比 .....            | 12 |
| 图 34: 农产品批发价格指数 .....             | 12 |
| 图 35: PPI 同环比数据 .....             | 12 |
| 图 36: 生产资料当月同比 .....              | 12 |
| 图 37: PPI 环比历史对比 .....            | 13 |
| 图 38: 主要大宗商品月均价变动幅度 .....         | 13 |
| 图 39: Shibor 利率走势 .....           | 14 |
| 图 40: 产业债信用利差中位数 .....            | 14 |

---

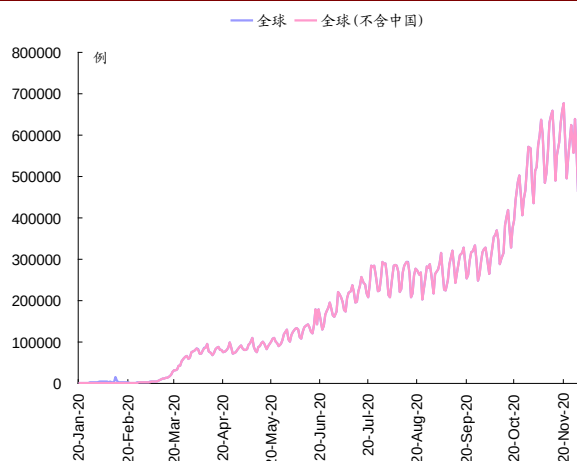
|                            |    |
|----------------------------|----|
| 图 41: 央行公开市场操作情况.....      | 14 |
| 图 42: 金融机构人民币贷款加权平均利率..... | 14 |
| 图 43: 财政当月收支情况 .....       | 15 |
| 图 44: 财政收入分类别同比增速 .....    | 15 |
| 图 45: 主要税种收入同比增速.....      | 16 |
| 图 46: 全国政府性基金支出当月同比.....   | 16 |

11月，尽管海外疫情依旧汹涌，但是生产活动的韧性则异乎寻常，疫苗研发的顺利推进叠加美国大选风险的渐趋消弭，全球资本市场显著走强。国内方面，经济改善的步伐仍在向前迈进，需求改善带动大宗商品价格迭创新高，面对内生增长动力的逐步恢复，货币财政刺激的必要性持续弱化，管理层对于风险管控的关注度不断提升，“经济进、政策退”的组合已无需多言，分歧的焦点在于“进”和“退”的相对节奏。

## 1. 全球疫情初见好转 外需前景有望恢复

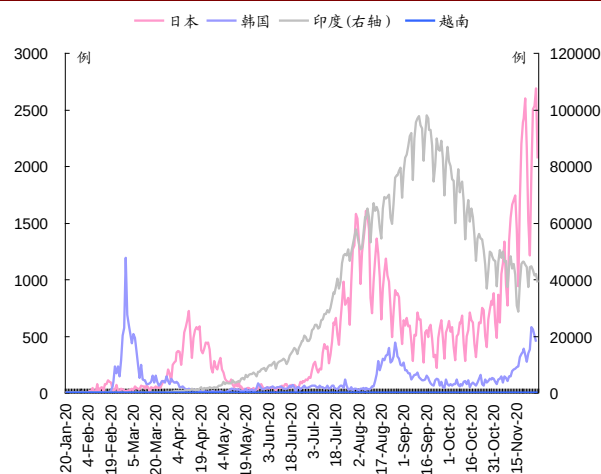
### 1.1 疫情数据日渐好转 疫苗研发态势良好

图 1：全球新冠肺炎疫情每日新增数据



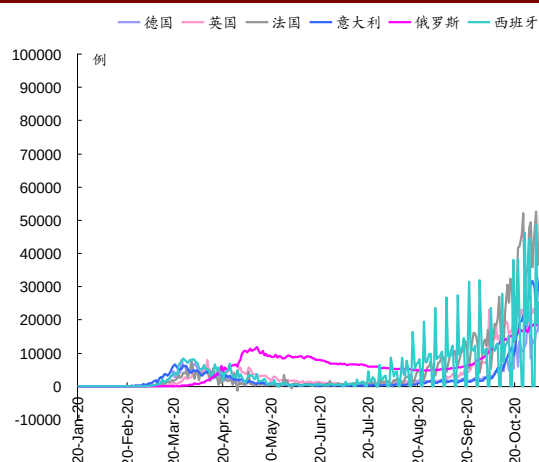
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 2：亚洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据



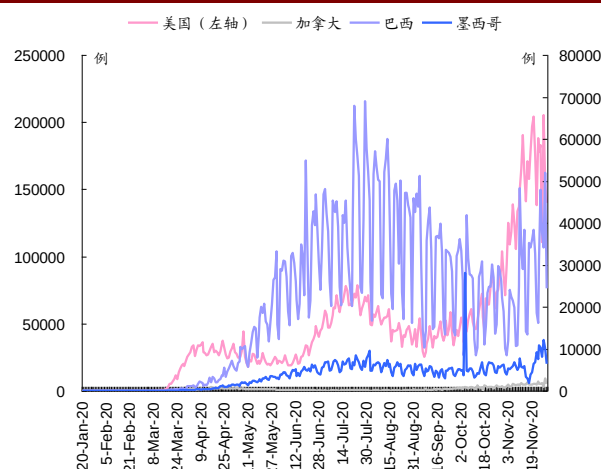
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 3：欧洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据



资料来源：Wind，渤海证券研究所

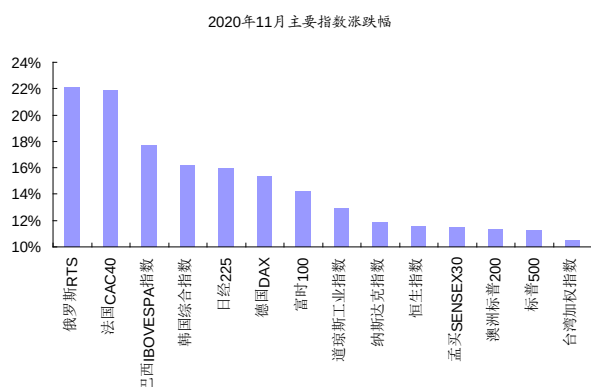
图 4：美洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据



资料来源：Wind，渤海证券研究所

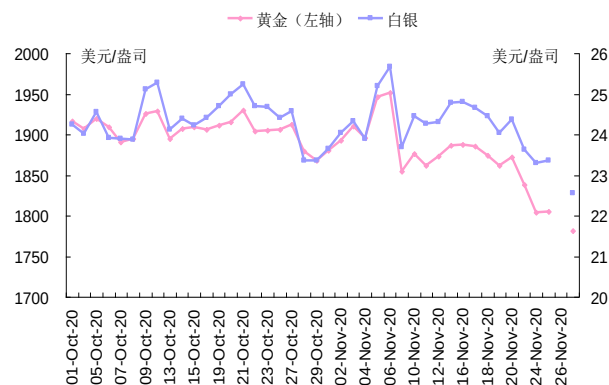
数据显示，全球新冠肺炎日新增病例数在 11 月下旬后止涨回落，其中欧洲主要国家日新增病例数高点出现在 11 月初；与此同时，美国疫情的第三个高峰也有望在近期出现；亚洲地区中印度的防疫态势持续向好，而日、韩两国的反复仍在恶化之中。尽管地区疫情数据涨跌互现，但是就全球范围而言，日新增病例数在经过近两个月的快速走高后，已经初现好转迹象。除了疫情自身发展外，疫苗研发喜讯频传，市场对疫情的担忧正在下降，叠加美国大选尘埃落定，风险偏好明显提升，主要股指显著反弹的同时，贵金属价格则明显回调。

图 5：11 月主要股指显著反弹



资料来源：Wind，渤海证券研究所

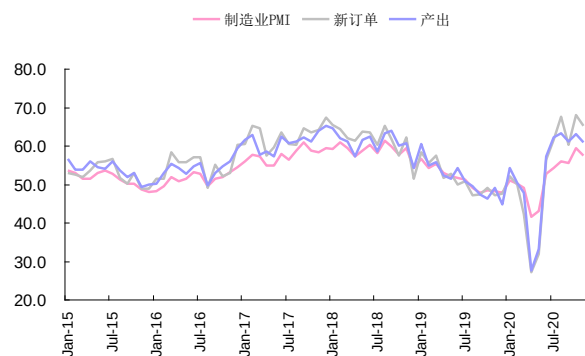
图 6：11 月贵金属价格明显走弱



资料来源：Wind，渤海证券研究所

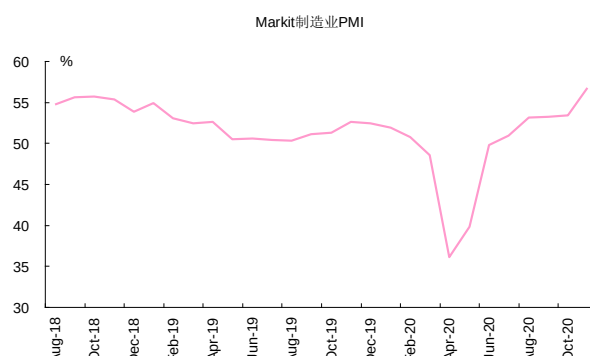
## 1.2 生产韧性凸显 消费承压较大

图 7：美国制造业 PMI 指数



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 8：美国 Markit 制造业 PMI 指数

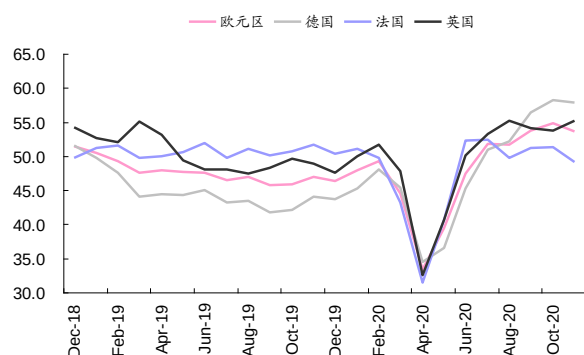


资料来源：Wind，渤海证券研究所

11 月欧元区制造业 PMI 指数较 10 月回落 1.2 个百分点至 53.6，同期服务业 PMI 指数则大幅下滑 5.6 个百分点至 41.3%，封城措施对生产的负面冲击已经显现，但生产依旧维持在扩张区间，相较于生产韧性，消费在疫情面前明显更为脆弱；美国方面，ISM 制造业 PMI 指数同样有所回落，但扩张动力依据强劲，而且此前发布的 Markit 数据显示，制造业 PMI 和服务业 PMI 指数在 11 月份均继续走高，

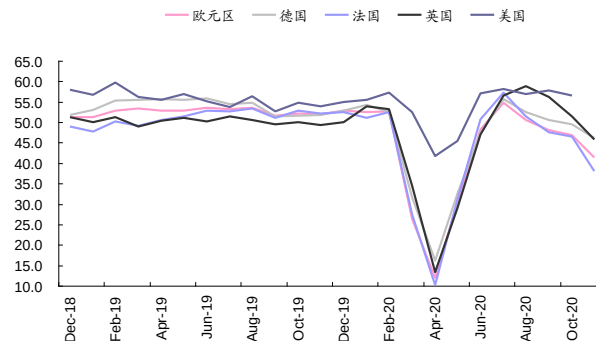
分别较 10 月提升 3.4 和 0.8 个百分点至 56.7 和 57.7。

图 9: 欧元区及主要欧洲主要国家制造业 PMI 指数



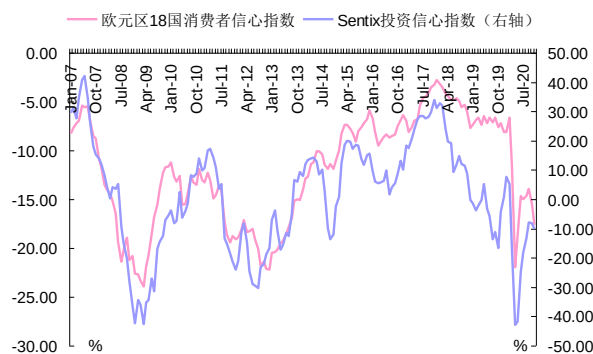
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 10: 主要经济体服务业 PMI 指数



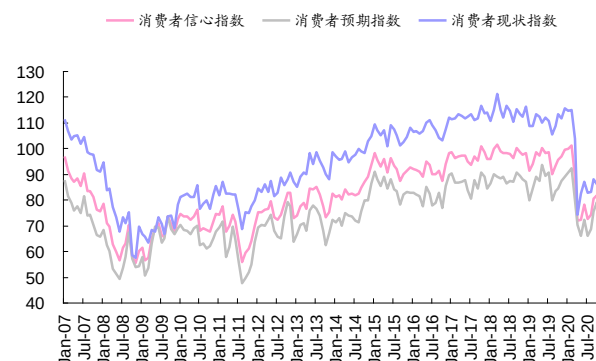
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 11: 欧元区主要信心指数



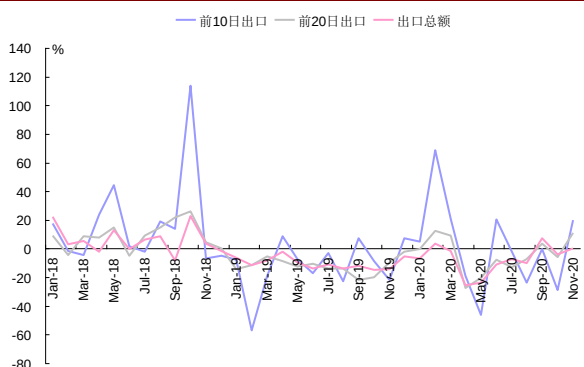
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 12: 美国消费者信心指数



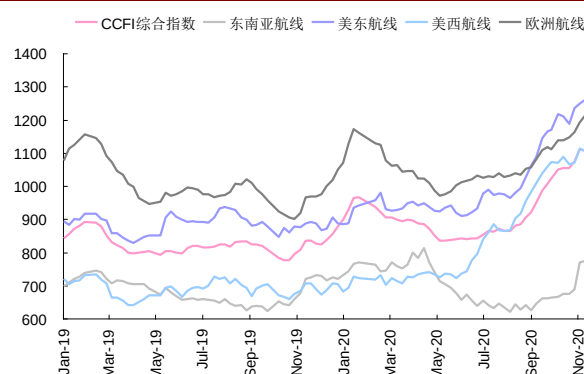
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 13: 韩国出口同比增速



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 14: 中国出口集装箱运价指数



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

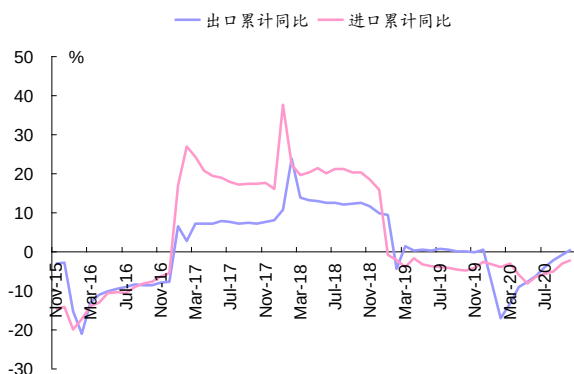
极具韧性的生产活动保障了国际经济运行的顺畅，尽管消费萎缩较为明显，但是仍小于年初的冲击程度，这避免了终端需求的断崖式溃塌。数据显示，11 月中旬以来，韩国出口同比增速逐步好转，考虑到疫情发展态势向好，全球总需求的恢复有望再度加速。



## 2. 经济持续恢复 供需良性反馈

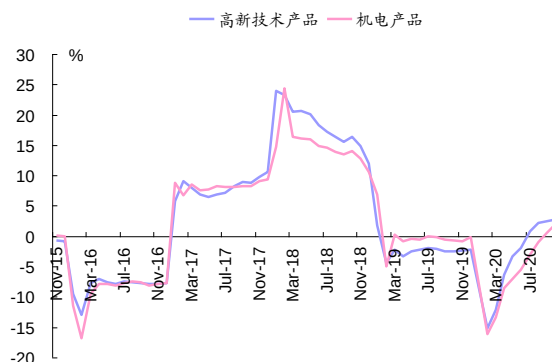
### 2.1 出口增速继续走高 贸易顺差明显回升

图 15: 进出口累计同比增速



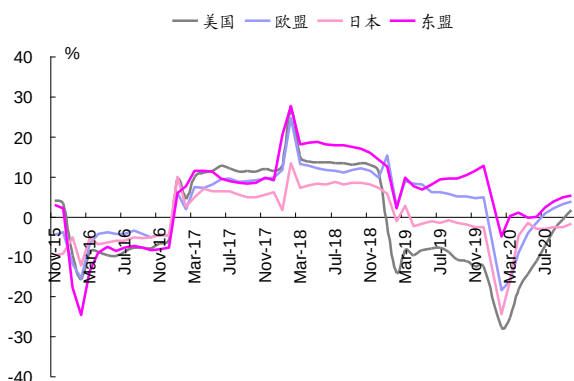
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 16: 高新技术产品出口情况



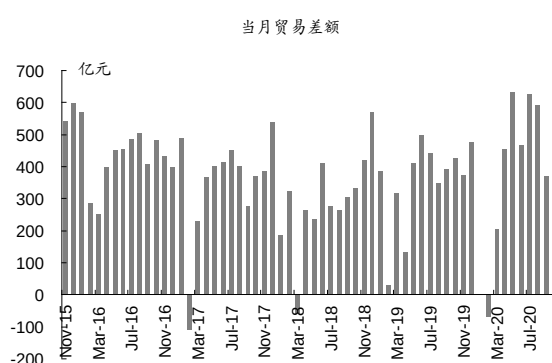
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 17: 对不同经济体出口增速



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 18: 当月贸易顺差情况



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

10 月出口累计同比增速首次站在零值上方, 当月出口季调同比增速提升至

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\\_1096](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1096)

