

经济复苏较有韧性，结构问题仍待修复

——宏观月报

报告要点：

● PMI 稳中略降，成本攀升影响小企业

12 月中采制造业 PMI 指数为 51.9%，较上月回落 0.2 个百分点，略低于市场预期，连续 10 个月位于荣枯线之上。非制造业 PMI 指数为 55.7%，较上月回落 0.7 个百分点，继续位于较高景气区间。综合 PMI 产出指数为 55.1%，较上月回落 0.6 个百分点。总体来看，制造业稳步恢复，供给端维持良好趋势，生产指数与新订单指数仅低于上月的年内高点；需求端服务业维持高景气区间。但受原材料成本上涨、物流成本高企等原因影响，小型企业盈利空间遭受挤压，PMI 较上月明显回落至 48.8%。

● CPI 由降转涨 PPI 持续修复，工业维持高增长

12 月 CPI 同比+0.2%，由降转涨，较上月回升 0.7 个百分点，食品价格上涨为主要驱动因素。PPI 同比下降 0.4%，维持温和修复趋势。12 月规模以上工业增加值同比增长 7.3%，增速较上月回升 0.3 个百分点；2020 年全年工业增加值累计同比增长 2.8%，增速维持回升趋势。

● 消费低于预期、投资增速趋缓，进出口均景气

消费方面，12 月社零同比增速为 4.6%，较上月小幅回落 0.4 个百分点，低于市场预期。必需消费品增速总体上回归常态，粮油食品，中医药仍维持相对高增，日用品增速基本与上月持平；部分可选消费品分项增速放缓，汽车当月同比增速出现较大幅度回落，较上月下滑 5.4 个百分点。制造业投资渐进恢复，全年制造业投资累计增速回升至-2.2%，较 1-11 月收窄 1.3 个百分点。房地产投资保持韧性，基建投资仍然偏弱。进出口方面，12 月我国进出口同比增长 12.9%，位于年内高位。其中，受海外经济边际复苏及节假日需求高增影响，出口同比增长 18.1%；进口同比增长 6.5%，增速整体回升，但其中大宗商品需求仍偏弱。

● 社融小幅回落，信贷结构改善

12 月社融余额同比增速 13.3%，较上月小幅回落 0.3 个百分点。随着 12 月投资保持良好态势、财政支出回归常态，M2 出现小幅下滑但仍保持相对高增。社融增速小幅回落，政府债券融资出现边际回升。企业中长期贷款延续高增，信贷结构进一步改善。

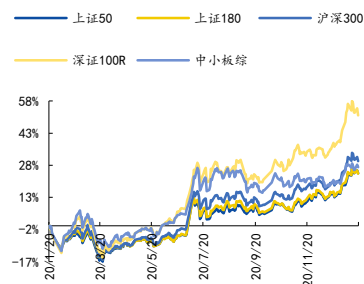
整体上看，12 月宏观经济复苏较有韧性，但结构问题仍明显。生产与消费有所分化，工业增加值维持高增，制造业稳步回暖；而消费增速弱于预期，投资增速趋缓，但在海外疫情恶化环境下进口仍位于高景气区间。货币金融方面，社融小幅回落，M2 保持相对高增。由于打击资金空转和房地产融资监管进一步趋严，表外融资仍将影响社融增速。2021 年初，受多地疫情反复以及原地过年倡议影响，预计节假日对生产的影响小于往年同期，但疫情可能对春节消费旺季造成冲击。考虑到春节前后流动性趋紧，后续需关注货币政策变动对资金面的影响情况。

风险提示：疫情变化超预期，中美关系超预期，政策不及预期

主要数据：

上证综指：	3566.38
深圳成指：	15003.98
沪深 300：	5437.52
中小盘指：	4566.40
创业板指：	3084.49

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《国元宏观-经济韧性好于预期，仍需关注结构修复-12 月与四季度经济数据点评》2021.01.19
- 《国元宏观-OMO 投放逐步缩量，利率或达合意水平-宏观流动性双周报(第 13 期)》2021.01.18

报告作者

分析师 徐颖
执业证书编号 S0020520070001
邮箱 xuying@gzyq.com.cn
电话 021-68880637-2174

内容目录

1. PMI 稳中略降，成本攀升影响小企业	4
1.1 制造业稳步恢复，供需协同改善	4
1.2 原材料价格升至全年高点，企业成本压力攀升	4
1.3 小企业 PMI 降至荣枯线下，服务业维持高景气区间	5
2. CPI 由降转涨，PPI 延续修复趋势	6
2.1 鲜菜价格回升拉动 CPI 由降转涨	6
2.2 PPI 同比降幅收窄，延续修复趋势	7
3. 12 月工业增加值维持回升趋势	7
4. 必选消费回归常态，可选消费出现分化	8
5. 投资增速逐步趋缓，地产投资保持韧性	9
6. 经济持续改善，进出口均景气	11
6.1 海外经济边际复苏叠加节日需求，拉动出口增长	11
6.2 大宗商品需求偏弱，进口增速整体回升	11
7. 社融小幅回落，信贷结构改善	12
7.1 M2 增速保持高位，M1 增速达年内峰值	12
7.2 企业中长期贷款延续高增，信贷结构进一步改善	13
7.3 社融维持高增，表外融资出现回落	13

图表目录

图 1: PMI 总指数、生产与新订单	4
图 2: 中采 PMI 分项	4
图 3: 出厂价格指数与主要原材料购进价格指数	4
图 4: 小型企业 PMI 降至荣枯线以下	5
图 5: 服务业位于较高景气度区间	5
图 6: 12 月 CPI 同比由降转涨	6
图 7: 12 月核心 CPI 较上月回升	6
图 8: 猪肉价格同比降幅收窄	6
图 9: 鲜菜价格回升拉动 CPI 由降转涨	6
图 10: 12 月 PPI 同比降幅收窄	7

图 11: 主要行业 PPI 累计同比	7
图 12: 12 月工业增加值维持回升趋势	8
图 13: 四大产业工业增加值同比	8
图 14: 子行业工业增加值当月同比	8
图 15: 主要工业品产量仍维持较高增速	8
图 16: 12 月社零增速小幅回落	9
图 17: 部分可选消费品分项增速放缓	9
图 18: 汽车仍是社零增长的拉动项	9
图 19: 固定资产投资完成额累计同比小幅回升	10
图 20: 地产投资回升速度趋缓	10
图 21: 制造业投资分项情况	10
图 22: 房地产投资保持韧性	10
图 23: 办公楼投资回升较快	10
图 24: 商品房销售面积边际回升	10
图 25: 进出口位于高景气区间	12
图 26: 机电产品增速边际回升	12
图 27: 对美出口增速有所回落	12
图 28: 部分大宗商品进口增速边际回落	12
图 29: M1 与 M2 剪刀差边际扩张	13
图 30: 新增人民币存款情况	13
图 31: 居民中长期贷款小幅回落	13
图 32: 企业中长期贷款超季节性增长	13
图 33: 社融增速小幅回落	14
图 34: 表外融资大幅减少	14

1. PMI 稳中略降，成本攀升影响小企业

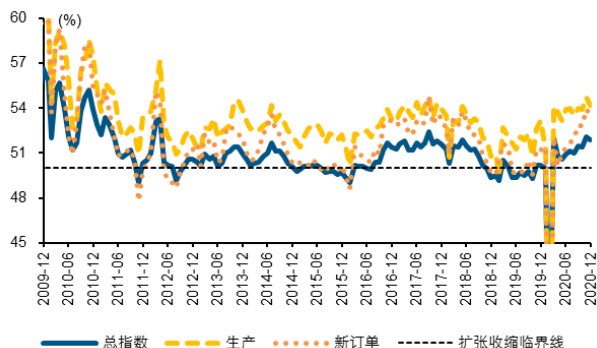
1.1 制造业稳步恢复，供需协同改善

12 月中采制造业 PMI 指数为 51.9%，较上月回落 0.2 个百分点，略低于市场预期，连续 10 个月位于荣枯线之上。非制造业 PMI 指数为 55.7%，较上月回落 0.7 个百分点，继续位于较高景气区间。综合 PMI 产出指数为 55.1%，较上月回落 0.6 个百分点。

从细分项来看，12 月生产指数为 54.2%，较上月回落 0.5 个百分点；新订单指数为 53.6%，较上月回落 0.3 个百分点。生产指数与新订单指数虽然有所回落，但仅低于上月的年内高点，制造业延续稳步恢复趋势；且两者差值持续缩小，供需协同改善。12 月新出口订单指数回落 0.2 个百分点至 51.3%，连续 4 个月位于荣枯线之上，出口需求较为旺盛。需求方面，受益于经济基本面持续修复，内需整体企稳向好，海外疫情加重、刺激政策延续及圣诞旺季支撑了外需的扩张；供给方面，企业生产经营活动持续恢复，制造业保持较好增势。

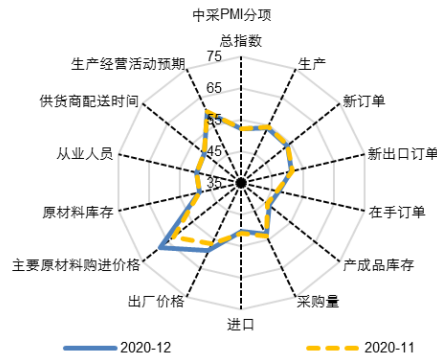
在库存方面，原材料库存指数与上月持平，仍为 48.6%，为年内高点；产成品库存指数上升 0.5 个百分点至 46.2%。随着经济基本面向好以及内外部市场需求回升，工业企业主动补库存迹象明显。在就业方面，从业人员指数小幅上升 0.1 个百分点至 49.6%，从业人员分项维持稳定。

图 1：PMI 总指数、生产与新订单



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：中采 PMI 分项

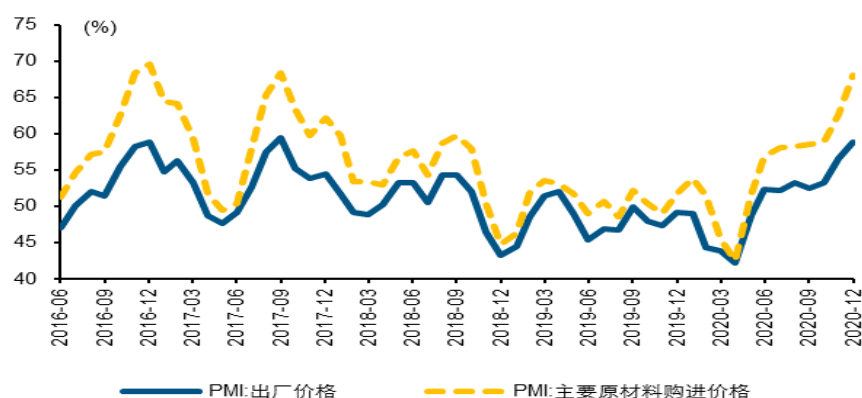


资料来源：Wind，国元证券研究所

1.2 原材料价格升至全年高点，企业成本压力攀升

12 月价格指数升至全年高点。受近期大宗商品价格攀升以及市场需求回暖影响，原材料价格较上月增长 5.4 个百分点至 68.0%，出厂价格较上月增长 2.4 个百分点至 58.9%，均为年内高点。分行业看，煤炭、铁矿石等上游行业价格较 11 月显著上涨，或将加大中下游企业的成本压力。

图 3：出厂价格指数与主要原材料购进价格指数



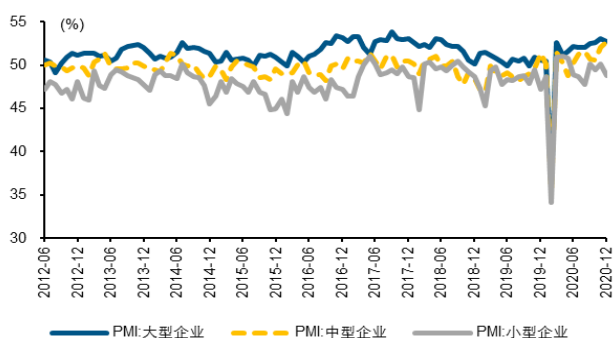
资料来源：Wind, 国元证券研究所

1.3 小企业 PMI 降至荣枯线下，服务业维持高景气区间

12月大型企业PMI为52.7%，较上月回落0.3个百分点；中型企业PMI为52.7%，较上月上升0.7个百分点；小型企业PMI为48.8%，较上月回落1.3个百分点，降至荣枯线以下。受原材料成本上涨、物流成本高企等原因影响，小型企业盈利空间遭受挤压，PMI较上月明显回落。

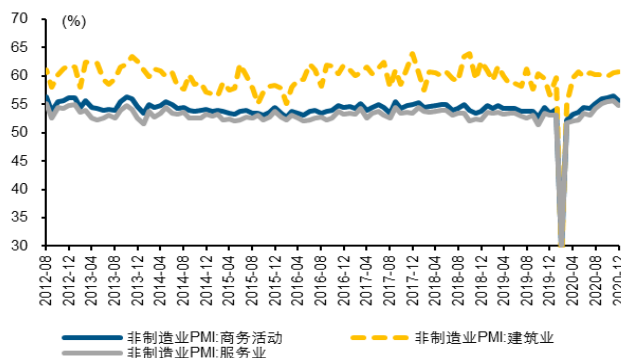
非制造业PMI指数为55.7%，较上月回落0.7个百分点，仍位于较高景气区间。其中服务业PMI指数为54.8%，较上月回落0.9个百分点。建筑业PMI指数为60.7%，较上月上升0.2个百分点。服务业方面，12月国内部分地区出现零星新冠病例，但市场需求平稳回暖的总体趋势不变；建筑业方面，新订单指数连续两个月回升，行业保持较高景气度。12月份，综合PMI产出指数为55.1%，连续4个月保持在55.0%以上的较高景气区间，表明近期我国企业生产经营活动持续恢复向好。

图4：小型企业 PMI 降至荣枯线以下



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图5：服务业位于较高景气度区间



资料来源：Wind, 国元证券研究所

2. CPI 由降转涨，PPI 延续修复趋势

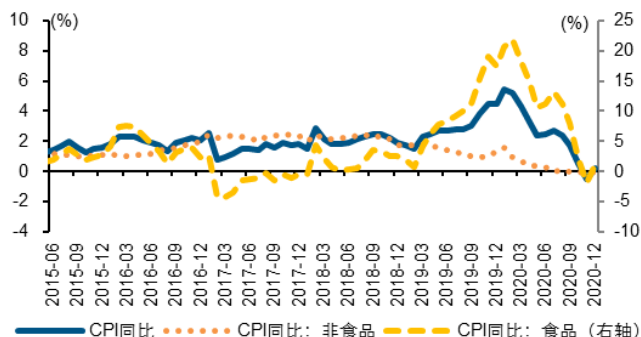
2.1 鲜菜价格回升拉动 CPI 由降转涨

国家统计局 1 月 11 日公布数据显示，2020 年 12 月 CPI 同比+0.2%（前值-0.5%），较上月回升 0.7 个百分点，由降转涨；环比+0.7%（前值-0.6%），较上月回升 1.3 个百分点。12 月 PPI 同比-0.4%（前值-1.5%），降幅较上月收窄 1.1 个百分点；环比+1.1%（前值+0.5%），涨幅较上月扩大 0.6 个百分点。CPI 与 PPI 均略高于市场预期。

12 月食品 CPI 同比变动+1.2%，增速较上月回升 3.2 个百分点；非食品 CPI 同比变动 0%，增速较上月回升 0.1 个百分点。核心 CPI 同比+0.4%，涨幅较上月回落 0.1 个百分点。

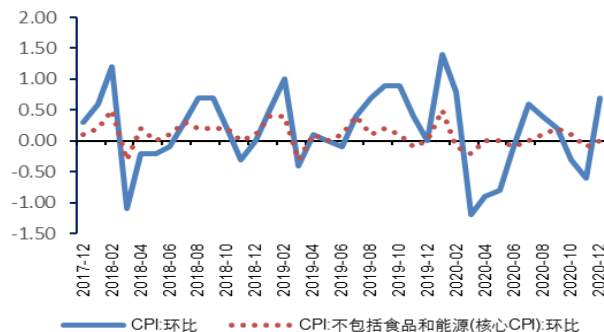
12 月食品烟酒类价格同比上涨 1.4%，影响 CPI 上涨约 0.4 个百分点，是带动 CPI 由降转涨的主要因素。食品中猪肉价格同比-1.3%，降幅收窄 11.2 个百分点，影响 CPI 下降约 0.06 个百分点；鲜菜价格同比+6.5%，影响 CPI 上涨约 0.17 个百分点。冬季为猪肉消费旺季，随着元旦春节等节假日到来，消费需求增加，猪肉价格环比由上月下降 6.5%转为本月上涨 6.5%；持续低温天气拉高鲜菜的生产与储运成本，鲜菜价格环比上涨 8.5%。其他七大类中，医疗保健、教育文娱需求继续恢复，价格小幅上行；受旅游淡季影响交通和通信价格同比下降 3.1%；房租价格同比下降 0.8%。

图 6：12 月 CPI 同比由降转涨



资料来源：中国生活用纸年鉴，国元证券研究所

图 7：12 月核心 CPI 较上月回升



资料来源：中国生活用纸年鉴，国元证券研究所

图 8：猪肉价格同比降幅收窄

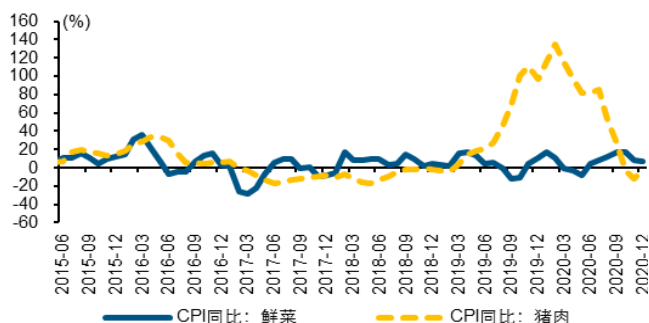
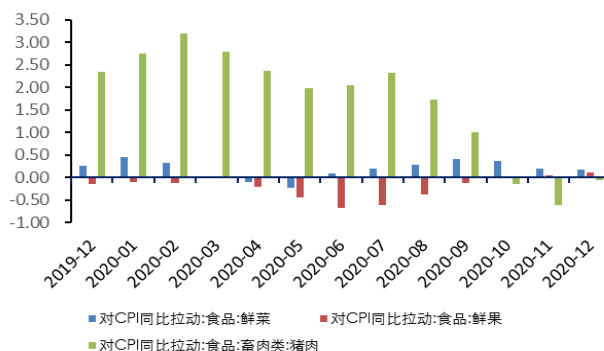


图 9：鲜菜价格回升拉动 CPI 由降转涨



资料来源：Wind，国元证券研究所

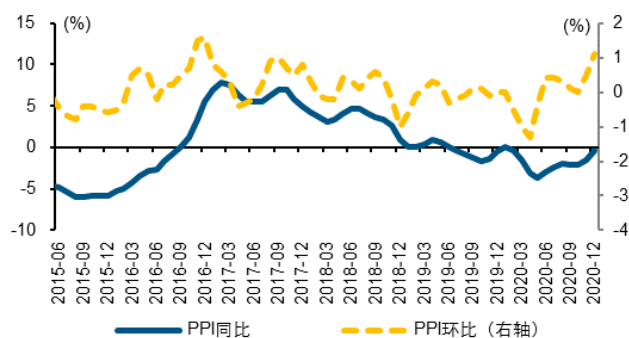
资料来源：Wind，国元证券研究所

2.2 PPI 同比降幅收窄，延续修复趋势

12 月全国 PPI 同比下降 0.4%，环比上涨 1.1%。其中生产资料价格同比-0.5%，降幅较上月收窄 1.3 个百分点；环比+1.4%，涨幅较上月扩大 0.7 个百分点；生活资料价格同比-0.4%，降幅收窄 0.4 个百分点；环比变动+0.1%，涨幅与上月相同。

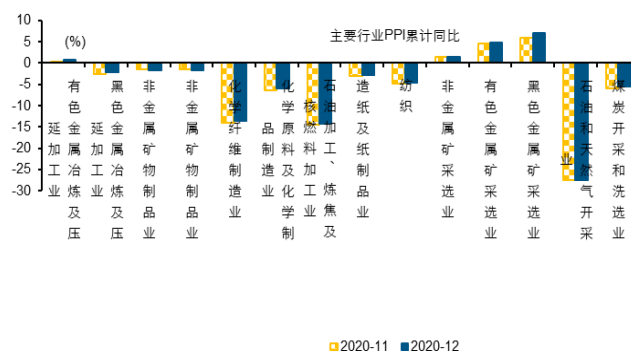
受国际原油价格上涨等因素影响，石化产业链工业品价格继续上行。细分行业看，石油和天然气开采业（+7.9%），石油、煤炭及其他燃料加工业（+5.3%），化学原料和化学制品制造业（+2.3%），涨幅均有所扩大。受本年严寒低温天气影响，供暖需求增加推动相应燃料价格上行，其中燃气生产和供应业（+4.1%），煤炭开采和洗选业（+3.5%）。由于铁矿石与有色金属等国际大宗商品价格上涨，国内金属相关行业价格持续上涨，其中黑色金属冶炼和压延加工业（+3.3%），有色金属冶炼和压延加工业（+3.9%）。

图 10：12 月 PPI 同比降幅收窄



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 11：主要行业 PPI 累计同比



资料来源：Wind，国元证券研究所

预计 2021 年 CPI 仍将处于低区间，PPI 温和修复趋势不变。非食品方面，消费延续回暖趋势，但受部分省份疫情反复、未来疫情防控常态化等影响，短时间难以大幅上行。食品方面，持续低温天气拉高鲜菜、鲜果价格；春节假期即将到来，需求增长将对猪肉价格形成支撑。从 PPI 看，国内需求稳定恢复，国际大宗商品价格上涨，相关产业工业品价格将有所回升。同时受疫苗投放市场等利好消息影响，全球经济复苏预期增强，预计 2021 年 PPI 将维持温和修复趋势。

3. 12 月工业增加值维持回升趋势

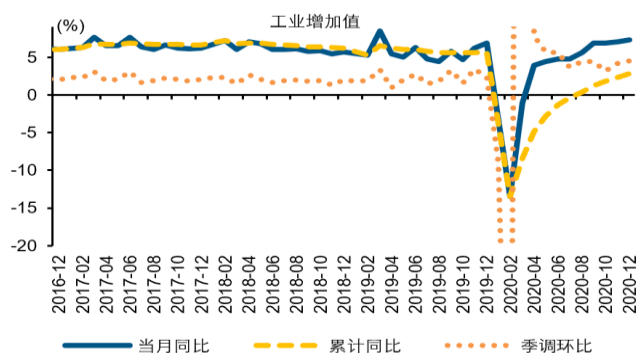
12 月规模以上工业增加值同比增长 7.3%，较上月上升 0.3 个百分点，较去年同期上升 0.4 个百分点；2020 年全年工业增加值累计同比增长 2.8%。工业增加值增速维持回升趋势。

行业大类看，制造业边际回暖，12 月同比增 7.7%，与上月持平。采矿业、公用事业及高技术产业当月同比增速均出现回升。子行业看，必选消费相关的食品制造（2.4%）、农副食品加工（1.5%）较上月分别变动 0.1、-1.4 个百分点；出口高景气的医药制造

(16.9%)、纺织(5.2%)及电子设备(11.4%)较上月分别变动3.3、-1.3、2.1个百分点;汽车制造业(9.7%)有所回落。投资整体维持强劲,带动钢铁(10.7%)、金属制品(13.0%)整体保持高增;交运设备(8.7%)本月增速较快,较上月回升6.1个百分点。

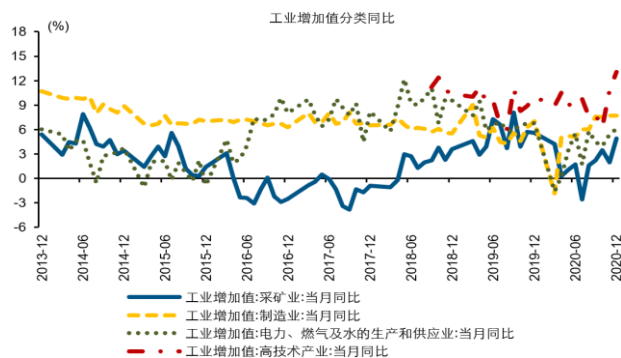
从主要工业品看,12月发电量同比上升9.1%,增速较上月回升2.3个百分点;钢材产量当月同比上升12.8%,增速较上月回升2个百分点;水泥产量当月同比上升6.3%,增速较上月回落1.4个百分点;而汽车产量当月同比上升6.5%,增速较11月小幅回落1.6个百分点,其中新能源汽车产量仍维持高速增长。

图 12: 12 月工业增加值维持回升趋势



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 13: 四大产业工业增加值同比



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 14: 子行业工业增加值当月同比

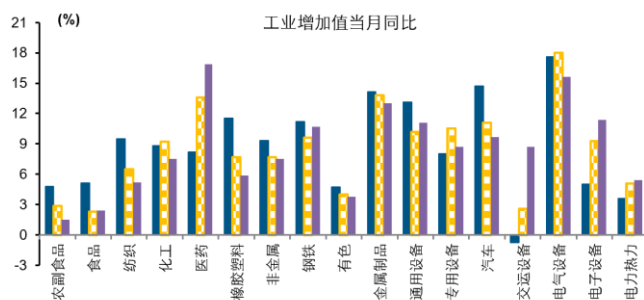
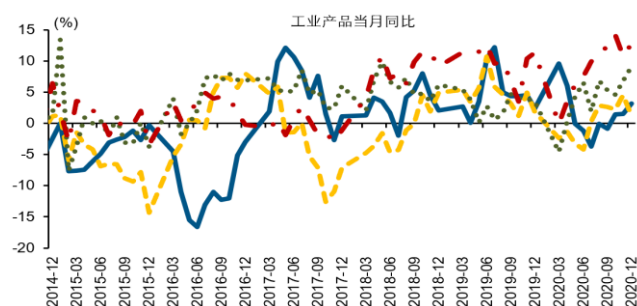


图 15: 主要工业品产量仍维持较高增速



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_38

