

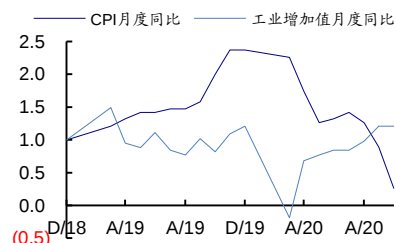
证券研究报告—动态报告

宏观经济

宏观经济月报

2020 年 12 月 26 日

CPI 与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	1.80
社零总额当月同比	4.30
出口当月同比	-20.70
M2	10.70

相关研究报告:

《大类资产配置月报: 大选结束后, 风险资产有望迎来普涨》——2020-11-05
 《宏观经济月报: 四季度投资拉动或再次上升, 消费修复动能仍充足》——2020-10-23
 《宏观经济月报: 消费补偿增长叠加积极财政或推动国内经济短期过热》——2020-09-30
 《大类资产配置月报: “股强债弱” 格局仍将延续》——2020-10-12
 《大类资产配置月报: 继续期待顺周期资产的表现》——2020-12-05

证券分析师: 李智能

电话: 0755-22940456

E-MAIL: lizn@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516060001

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158

E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

宏观月报

经济内生动能进一步加强, CPI 同比或已见底

● 经济增长: 经济增长内生动能进一步加强

从生产端来看, 环比数据显示 11 月国内工业生产热度持续提升。从需求端来看, 11 月固定资产投资完成额环比继续高于历史同期环比均值, 其中制造业投资环比高于历史同期环比均值的幅度较大; 社会消费品零售总额环比亦高于历史同期环比均值, 表明消费的补偿性增速仍在延续; 内需强劲推动进口环比增速维持强劲走势; 欧美疫情复发, 中国生产供应竞争力再次凸显, 出口增速进一步上升。

根据我们在报告《宏观经济专题: “十四五” 产业发展背后的经济逻辑》中得到的结论, 当前中国面临的经济增长瓶颈主要集中在: ①基建规模过大带来的金融资源浪费; ②土地财政依赖下房价上涨过快, 增加了整体经济运行的成本。今年四季度以来, 随着国内经济持续修复, 基建投资增速有所回落, 金融资源逐渐流向更有效率的制造业部门, 带动国内经济内生动能进一步加强, 国内经济增长向上的趋势进一步强化。

● 通货膨胀: CPI 同比或已见底, PPI 同比上行速度加快

从高频数据来看, 截至 12 月 18 日, 国信编制的商务部农副产品价格总指数 12 月环比为 3.69%, 明显高于历史均值 2.51%, 预计 12 月食品价格环比或明显高于季节性水平。

非食品方面, 截至 12 月 24 日, 12 月国信非食品高频指标环比为 3.54%, 明显高于历史均值-0.27%, 考虑到国内通胀预期有所抬头, 服务品价格或开始超越季节性水平。综合来看, 12 月整体非食品环比或超过季节性水平。

预计 2020 年 12 月 CPI 食品环比约为 3.5%, 非食品环比约为 0.2%, CPI 整体环比约为 0.9%, CPI 同比或上升 0.9 个百分点至 0.4% 左右。未来 CPI 同比或震荡上行, 本轮 CPI 同比或已在 11 月见底。

从工业品高频价格数据来看, 在需求推动下, 12 月工业品价格加速上涨。截至 2020 年 12 月中旬, 国信编制的流通领域生产资料价格指数 12 月环比约为 6.3%, 根据流通领域生产资料价格与 PPI 环比的线性关系, 预计今年 12 月 PPI 环比约为 1.2%, PPI 同比或大幅上升至 -0.3%。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

内容目录

11 月经济增长数据解读：经济内生动能进一步加强	4
生产端：高技术制造业推动工业生产热度继续上升	4
需求端：投资——当月环比仍然明显强于历史同期均值	6
需求端：消费——餐饮仍在拖累消费修复	7
需求端：进出口——欧美疫情复发，中国生产供应竞争力再次凸显	8
11 月通胀解读：CPI 同比或已见底，PPI 同比上行速度加快	9
2020 年 11 月 CPI 数据分析与未来走势判断	9
2020 年 11 月 PPI 数据分析与未来走势判断	13
国信证券投资评级	16
分析师承诺	16
风险提示	16
证券投资咨询业务的说明	16

图表目录

图 1: 2020 年 11 月工业增加值同比增速继续上升, 高技术制造业表现亮眼.....	5
图 2: 11 月制造业工业增加值同比再创新高.....	5
图 3: 11 月消费相关的乙烯、有色产量同比明显回落.....	6
图 4: 11 月机器人、集成电路产量同比也有所回落.....	6
图 5: 房地产与基建、制造业投资当月同比增速一览.....	6
图 6: 制造业新旧动能投资当月同比增速一览.....	7
图 7: 房地产销售当月同比增速一览.....	7
图 8: 11 月消费同比增速继续上升.....	8
图 9: 中国进出口当月同比增速变化一览.....	9
图 10: 国内贸易顺差金额一览.....	9
图 11: 2020 年 9 月 CPI 食品、非食品价格环比均低于季节性.....	10
图 12: CPI 食品项环比与历史均值比较.....	10
图 13: CPI 非食品服务项环比与历史均值比较.....	11
图 14: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较.....	11
图 15: 12 月食品价格持续上涨.....	12
图 16: 目前 12 月食品高频数据中的肉类价格环比明显高于历史均值.....	12
图 17: 12 月非食品高频价格亦明显上涨.....	13
图 18: 2020 年 11 月 PPI 生产资料价格环比明显高于历史均值.....	13
图 19: 2020 年 11 月 PPI 生产资料各分项价格环比与历史均值比较.....	14
图 20: 2020 年 11 月 PPI 生活资料各分项价格环比与历史均值比较.....	14
图 21: 流通领域生产资料价格高频指标走势图.....	15

未找到图形项目表。

11 月经济增长数据解读：经济内生动能进一步加强

从生产端来看，环比数据显示 11 月国内工业生产热度持续提升。从需求端来看，11 月固定资产投资完成额环比继续高于历史同期环比均值，其中制造业投资环比高于历史同期环比均值的幅度较大；社会消费品零售总额环比亦高于历史同期环比均值，表明消费的补偿性增速仍在延续；内需强劲推动进口环比增速维持强劲走势；欧美疫情复发，中国生产供应竞争力再次凸显，出口增速进一步上升。

根据我们在报告《宏观经济专题：“十四五”产业发展背后的经济逻辑》中得到的结论，当前中国面临的经济增长瓶颈主要集中在：①基建规模过大带来的金融资源浪费；②土地财政依赖下房价上涨过快，增加了整体经济运行的成本。今年四季度以来，随着国内经济持续修复，基建投资增速有所回落，金融资源逐渐流向更有效率的制造业部门，带动国内经济内生动能进一步加强，国内经济增长向上的趋势进一步强化。

生产端：高技术制造业推动工业生产热度继续上升

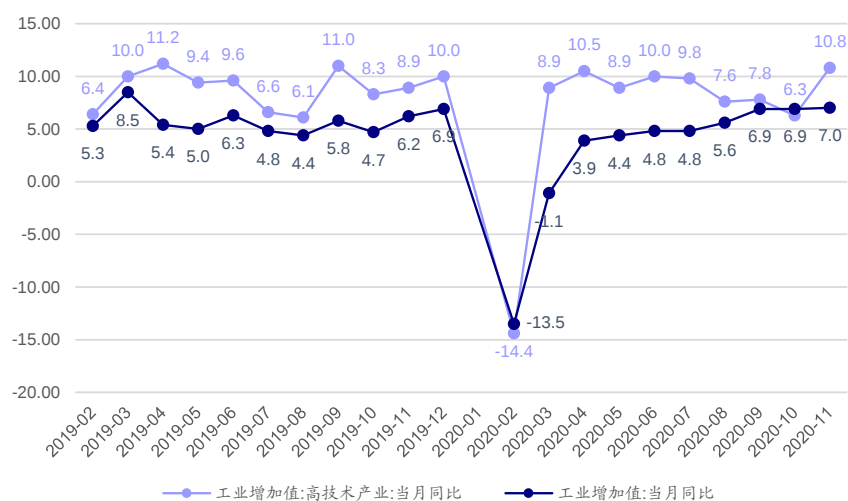
11 月工业增加值同比增速为 7.0%，较 10 月上升 0.1 个百分点。根据工业增加值定基指数可以计算得到 11 月环比为 6.0%，高出过去三年同期环比均值 5.1% 约 0.9 个百分点，11 月工业生产热度继续抬升。

分三大门类看，11 月制造业同比增速继续上升，已明显超越去年全年同比水平，采矿业和公用事业同比仍明显低于去年全年水平。11 月采矿业同比 2.0%，较 10 月回落 1.5 个百分点，仍明显低于 2019 年全年 5% 的增速水平；制造业 7.7%，较 10 月上升 0.2 个百分点，明显高于 2019 年全年 6% 的增速水平；公用事业 5.4%，上升 1.4 个百分点，仍明显低于 2019 年全年 7% 的增速水平。

分产品看，11 月大多数传统上中游原材料产品产量增速均明显回落，而高技术制造业增加值同比明显上升，11 月工业生产热度上升背后主要是高技术制造业的支撑。

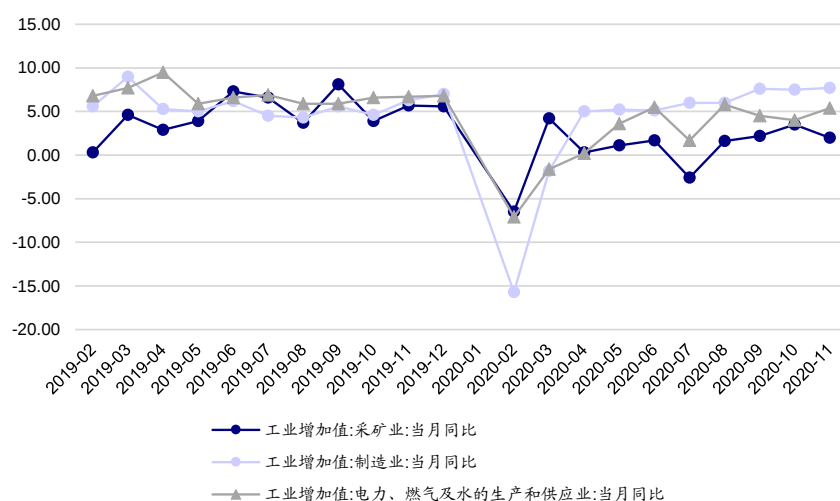
11 月粗钢产量同比 8.0%，较 10 月回落 4.7 个百分点；钢材产量同比为 10.8%，较 10 月回落 3.4 个百分点；水泥产量同比为 7.7%，较 10 月回落 1.9 个百分点；十种有色金属、乙烯产量同比为 6.1%、11.6%，分别较 10 月回落 2.9、4.9 个百分点；汽车 11 月产量同比为 8.1%，较 10 月回落 3.0 个百分点；工业机器人、集成电路产量同比为 31.7%、19.6%，分别较 10 月回落 6.8、0.8 个百分点，明显高于去年全年 -6.1%、-7.2% 的同比水平；整体高技术制造业增加值 11 月同比为 10.8%，较 10 月明显上升 4.5 个百分点。

图 1: 2020 年 11 月工业增加值同比增速继续上升, 高技术制造业表现亮眼



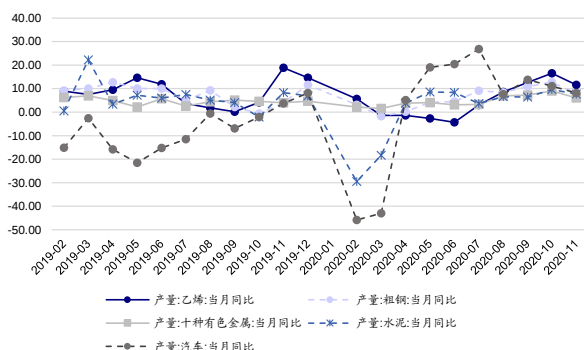
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 2: 11 月制造业工业增加值同比再创新高



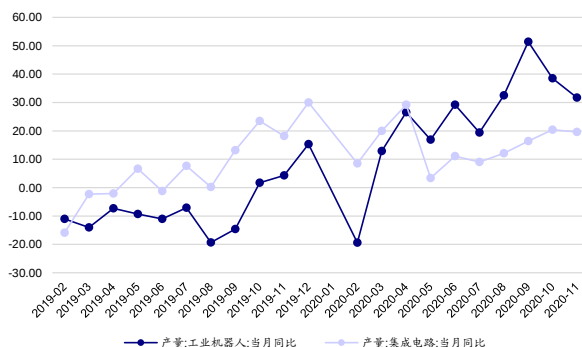
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 3: 11 月消费相关的乙烯、有色产量同比明显回落



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 4: 11 月机器人、集成电路产量同比也有所回落



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

需求端: 投资——当月环比仍然明显强于历史同期均值

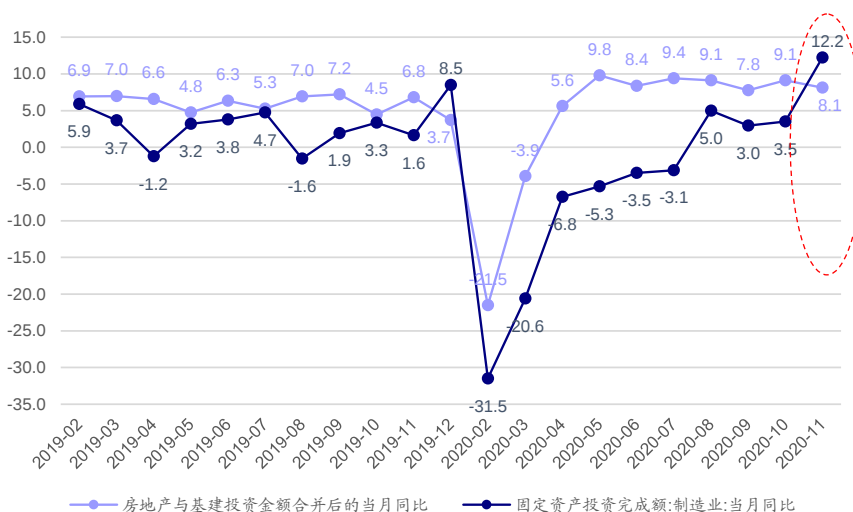
固定资产投资 11 月当月同比增速较上月继续上升, 其中房地产、基建投资同比增速均较 10 月有所回落, 制造业投资同比增速明显上升。

11 月固定资产投资当月同比增 9.7%, 较 10 月上行 0.4 个百分点。其中房地产开发投资当月同比为 11.4%, 回落 0.8 个百分点; 制造业当月同比 12.2%, 大幅上升 8.7 个百分点, 其中我们拟合的高技术制造业投资 11 月当月同比增 29.5%, 较 10 月大幅上升 21 个百分点, 旧产能制造业投资同比为 7.9%, 较 10 月上升 5.8 个百分点; 基建投资同比 5.9%, 回落 1.2 个百分点。

从环比来看, 11 月固定资产投资环比增速为-4.0%, 高出 2017-2019 年同期环比均值-5.2%约 1.2 个百分点, 11 月固定资产投资仍然保持强劲走势。分项中, 房地产投资环比高于历史均值 0.2 个百分点, 制造业投资环比高于历史均值约 7.2 个百分点, 基建投资环比高于历史均值约 0.2 个百分点。11 月房地产投资、基建投资同比回落主要是高基数所致, 制造业投资明显走强, 制造业投资仍然是推动 11 月整体固定资产投资继续走强的主要驱动力。

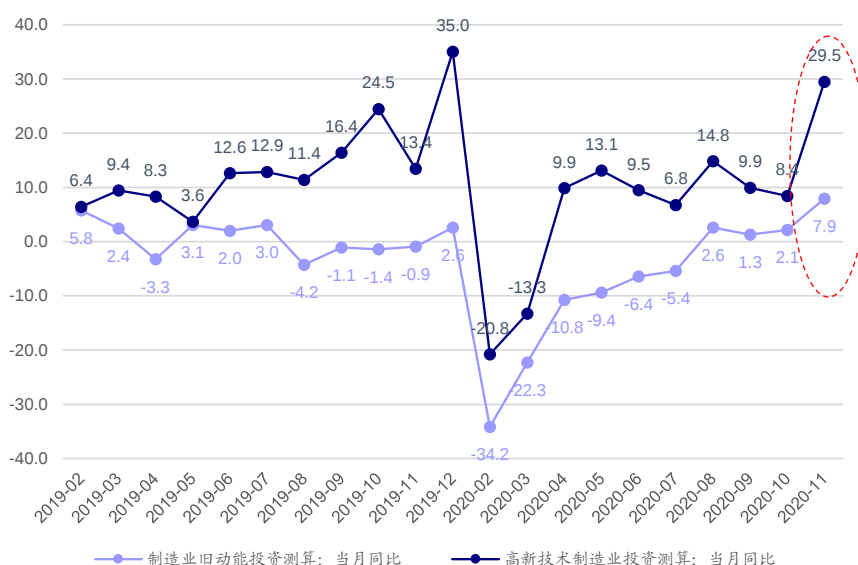
11 月制造业投资环比继续明显高于历史均值, 表明国内经济内生动力持续增强。

图 5: 房地产与基建、制造业投资当月同比增速一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和测算

图 6：制造业新旧动能投资当月同比增速一览

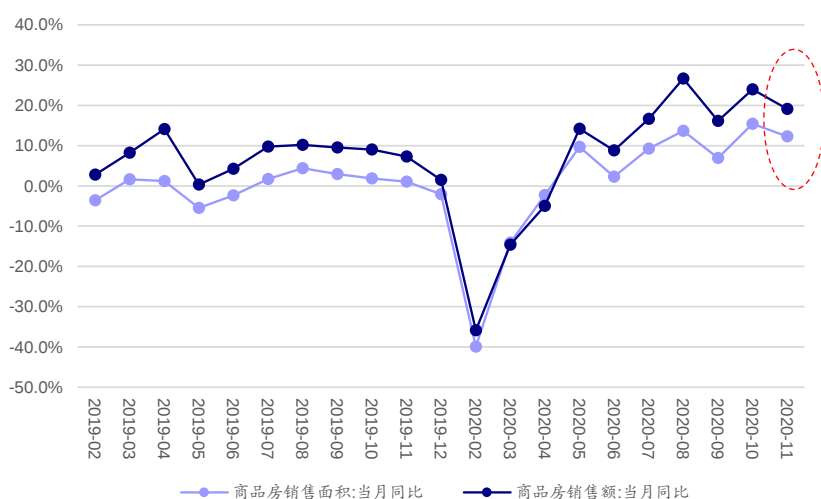


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

11月房地产销售增速有所放缓，但整体增速仍处于较高水平。商品房销售面积11月同比增12.3%，较10月回落3.1个百分点；商品房销售金额同比增19.2%，较10月回落4.9个百分点。

今年货币环境较宽松，即使政府“房住不炒”基调不变，但房地产企业正常融资应该不会受到影响，疫情后房地产销售的回暖也一定程度上会提升房地产投资，今年全年房地产投资同比或能维持在6%以上。

图 7：房地产销售当月同比增速一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

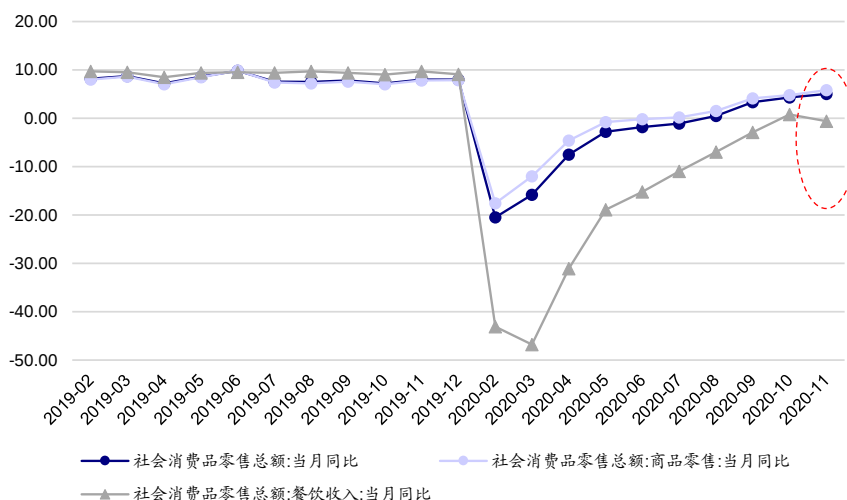
需求端：消费——餐饮仍在拖累消费修复

11月社会消费品零售总额同比增速继续上升，但餐饮仍在拖累整体消费修复。11月社会消费品零售总额同比增速为5.0%，较10月上升0.7个百分点。分消

费类型来看，11月商品零售同比增速为5.8%，较10月上升1.0个百分点；餐饮-0.6%，较10月回落1.4个百分点。限额以上商品零售中，化妆品、金银珠宝、家电、通讯工具、装修材料等同比继续明显上升，可选品消费的补偿性增长仍在延续。

从环比来看，11月社会消费品零售总额环比为0.4%，高出2017-2019年同期环比均值0.0%约0.4个百分点。11月社会消费品零售总额环比仍然高于历史均值，表明国内消费仍然处于快速修复进程中。

图 8：11月消费同比增速继续上升



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

需求端：进出口——欧美疫情复发，中国生产供应竞争力再次凸显

11月进口同比增速-0.8%（按人民币计，下同），较10月回落1.7个百分点，源于去年同期基数太高，实际上11月进口环比明显超过过去三年历史同期均值。

11月出口同比增速为14.9%，较10月明显上升7.3个百分点，欧美疫情复发影响下国内出口增速明显上升，再次超出市场预期。从出口产品来看，11月我国机电产品出口金额约为11163亿元，同比增18.6%，较10月明显上升回落9.6个百分点，连续八个月维持正增长。包含口罩在内的纺织品11月出口金额约为808亿元，同比增14.8%，增速较10月上升3.8个百分点，防疫物质同比增速上升幅度相对有限。家具、玩具11月出口同比增速分别为34.8%、42.5%，

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_593

