日期：2021 年 01 月 04 日

经济暖 物价低 市场活

——2020 年 12 月份宏观经济数据预测

分析师： 胡月晓
Tel： 021-53686171
E-mail： huyuexiao@shzq.com
SAC 证书编号： S0870510120021

报告编号：

相关报告：

■ 主要观点

12 月份宏观数据预测：CPI=-0.1，PPI=-1.3，出口=17.3，进口=4.5，顺差=800（USD）亿，M2=10.5，M1=11.0，新增信贷 12000 亿，信贷余额 12.8，工业 9.0，消费 4.6，投资 4.2。

市场看法：经济延续缓回升，外需高繁荣

11 月份的实际经济运行数字，表明经济平稳运行趋势不变，市场对中国经济前景的预期更趋平稳，通胀回落进一步得到市场确认，对工业、消费、投资增长的市场预测，保持了“稳中偏升”的主流预期不变。整体上看，市场认为经济仍处于平稳中延续回升阶段，价格和外需平稳，预示政策倾向的货币环境保持稳定。从机构间预测的分布情况看，机构间的预期分歧有所提高，机构对价格前景和代表政策的货币环境变化，分歧有所扩大。虽然市场已降低了对经济回升速率的预期，但仍认为延续改善方向不变，经济将趋平稳成为市场主流预期。

我们看法：经济短期景气维持高企

笔者一直认为中外疫情控制形势差异，将增加中国经济的海外需求。中国正式进入后疫情时代，经济、社会生活以一种全新的状态恢复正常。虽然局部个别地方输入型“新冠”病例仍时有出现，疫情的影响还没有完全消退，但中国经济运行已基本恢复正常，经济出现较为普遍的赶工。疫情结束后工业经济已很快恢复正常，投资增速也在快速回升，呈现明显赶工迹象；货币在稳健政策基调下，在经济社会生活恢复正常后，逐渐从临时性宽松状态后撤。整体而言，财政宽松和货币平稳的组合不变。

房地产市场：调控体系逐渐完善

针对楼市局面，调控渐成体系化：三道红线是针对企业的，房贷集中度（即上限控制）是针对银行的；长效机制是针对政府的。由于资本对房地产市场的依赖，地方政府、银行、资本等各方对楼市利益的高度一致性，楼市价格在各方努力下维持坚挺。楼市泡沫对中国经济转型升级的阻碍，由于利益格局调整的复杂性，即使在中央长期严厉调控下，进展也比较缓慢。2020 年 12 月 2 日，央行副行长明确表态“坚决抑制房地产泡沫”；12 月 30 日，央行联合银保监会出台房地产贷款集中度管理措施；加之之前的“三道红线”融资新规，显然中国管理部门先拆“雷”压风险、再挤泡沫的政策倾向已然明晰。

政策平稳，市场回暖

货币在稳健政策基调下，在经济社会生活恢复正常后，现已后撤至政策合意状态。经济改善也为资本市场的中长期向好局面奠定了基础。未来随着中国物价通缩状态确认，货币当局下调基准货币利率概率上升；存准率下调的预期将再起，中国资本市场将逐渐走出目前低迷局面，延续分化、慢牛的格局，核心资产价值将得到体现，债券市场调整阶段已结束，正步入上行阶段。

当前市场对宏观经济形势的认识

市场看法： 经济延续缓回升，外需高繁荣

按《证券市场周刊》远见杯项目组对 12 月份中国经济数据的提前预测 POLL，整体上看，市场认为经济仍处于平稳中延续回升阶段，价格和外需平稳，预示政策倾向的货币环境保持稳定。从机构间预测的分布情况看，机构间的预期分歧有所提高，机构对价格前景和代表政策的货币环境变化，分歧有所扩大。虽然市场已降低了对经济回升速率的预期，但仍认为延续改善方向不变，经济将趋平稳成为市场主流预期。11 月份的实际经济运行数字，表明经济平稳运行趋势不变，市场对中国经济前景的预期更趋平稳，通胀回落进一步得到市场确认，对工业、消费、投资增长的市场预测，保持了“稳中偏升”的主流预期不变。当前海内外疫情重又有趋于严重态势，虽然疫苗也已出台，但大规模推广还有待时日，对经济运行有较大冲击的隔离等防控措施仍需要实施。因此，西方世界对中国制造的依赖仍将持续；全球经济重心移向中国趋势加速形成。11 月份实际 CPI 为-0.5，超出市场预期的数据公布后市场预期水准应有较大回落。

我们看法：经济短期景气维持高企

笔者一直认为中外疫情控制形势差异，将增加中国经济的海外需求。当海外疫情第二波形成时，市场已经认识到了这种变化——中国经济的海外需求保持旺盛趋势延续，因而市场对未来外贸也保持了较为一致的乐观预期。中国正式进入后疫情时代，经济、社会生活以一种全新的状态恢复正常。虽然局部个别地方输入型“新冠”病例仍时有出现，疫情的影响还没有完全消退，但中国经济运行已基本恢复正常，经济出现较为普遍的赶工。海外疫情正处第二波影响中，中外疫情态势发展呈现显著差异。由于海外疫情面临冬季再爆发，海外经济压力更加不乐观，海外市场需求对中国的供给依赖还将进一步提高，外贸情况好转局面仍将延续，笔者在国内疫情初起时的判断已全面得到印证。宏观调控的政策基调在渡过疫情扰动后，逐渐恢复正常，但一些直达实体的对冲疫情影响的扶助措施，在疫情后也将得到保留，正如笔者之前预期，疫情结束后工业经济已很快恢复正常，投资增速也在快速回升，呈现明显赶工迹象；货币在稳健政策基调下，在经济社会生活恢复正常后，逐渐从临时性宽松状态后撤。整体而言，财政宽松和货币平稳的组合不变。

12 月高频数据分析

房地产市场：调控体系逐渐完善

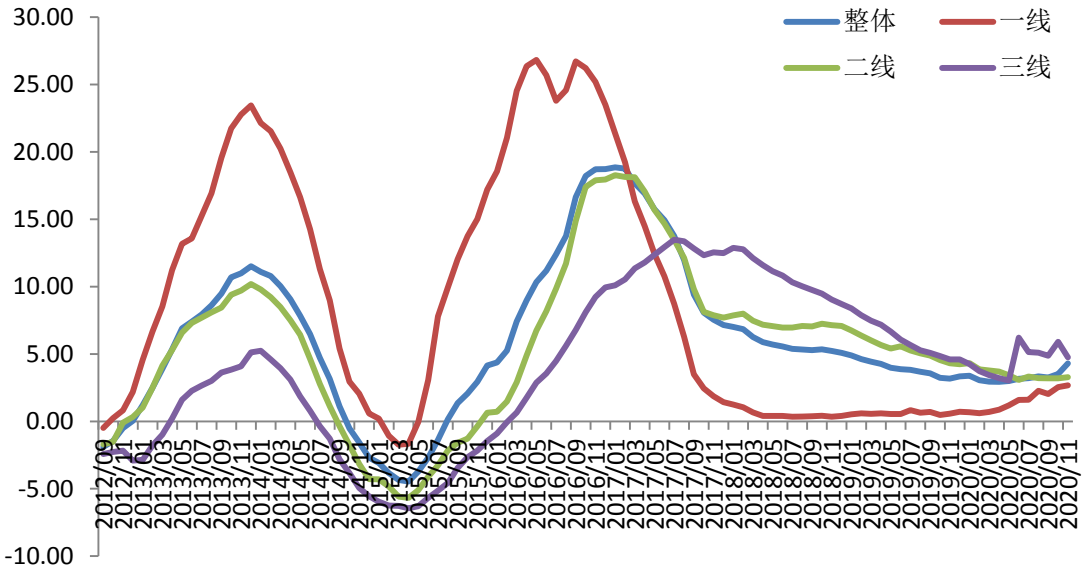
2021 年的较高增长，主要还是建立在 2020 年的低基数之上，预计 2020 年 GDP 增长约为 2.1，2021 年为 10，2020-2021 平均约为 6.0，实际上意味着中国仍未走出自 2014 年以来的“底部徘徊”状态。疫情是临时性冲击，由于应对有利，影响很快得以消除；但楼市泡沫对中国经济转型升级的阻碍，由于利益格局调整的复杂性，即使在中央长期严厉调控下，进展也比较缓慢。2020 年 12 月 2 日，央行副行长明确表态“坚决抑制房地产泡沫”；12 月 30 日，央行联合银保监会出台房地产贷款集中度管理措施；加之之前的“三道红线”融资新规，显然中国管理部门先拆“雷”压风险、再挤泡沫的政策倾向已然明晰。

在中央一再强调宏观风险和市场严控情况下，地方利益、资本利益和市场惯性仍推动了楼市的上扬，“树可以长到天上去”的市场和社会预期仍占有较大席地。疫情后楼市成交持续活跃，疫情期间压制的成交需求在疫情解除初期得到集中释放；另外，疫情带来的货币宽松直接刺激了楼市投机热情。针对楼市局面，调控渐成体系化：三道红线是针对企业的，房贷集中度（即上限控制）是针对银行的；长效机制是针对政府的。由于资本对房地产市场的依赖，地方政府、银行、资本等各方对楼市利益的高度一致性，楼市价格在各方努力下维持坚挺。

2020 年 12 月 31 日，为落实党中央、国务院实施好房地产金融审慎管理制度的要求，推动金融供给侧结构性改革，促进房地产和金融市场平稳健康发展，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，建立了银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度。《通知》明确了房地产贷款集中度管理制度的机构覆盖范围、管理要求及调整机制。综合考虑银行业金融机构的资产规模、机构类型等因素，分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限，对超过上限的机构设置过渡期，并建立区域差别化调节机制。央行认为。房地产贷款集中度管理制度是健全我国宏观审慎管理制度和完善房地产金融管理长效机制的重要举措，有助于提高金融体系韧性和稳健性，有助于银行业金融机构优化信贷结构，有助于房地产市场的平稳健康发展，有助于推动金融、房地产同实体经济均衡发展。房地产贷款集中度管理是指银行业金融机构（不含境外分行）房地产贷款余额占该机构人民币各项贷款余额的比例和个人住房贷款余额占该机构人民币各项贷款余额的比例应满足人民银行、银保监会确定的管理要求，即不得高于人民银行、银保监会确定的房

地产贷款占比上限和个人住房贷款占比上限，开发性银行和政策性银行参照执行。

图 1：中国百城房价指数延续上升态势（当月同比，%）

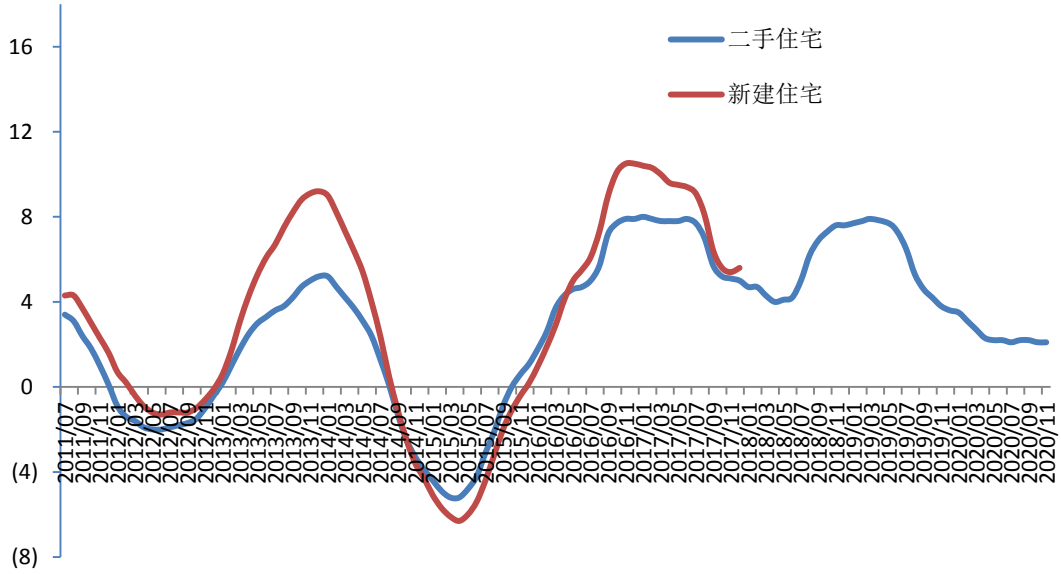


数据来源：wind，上海证券研究所

2020 年 2020 年 11 月份，各地认真贯彻落实党中央、国务院部署，紧紧围绕稳地价、稳房价、稳预期的调控目标，进一步落实房地产长效机制， 70 个大中城市房地产市场价格涨幅总体平稳，略有回落。初步测算，11 月份，4 个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.2%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。其中，北京下降 0.1%，上海和深圳持平，广州上涨 0.9%。二手住宅销售价格环比上涨 0.5%，涨幅与上月相同。其中，北京、上海、广州和深圳分别上涨 0.5%、0.3%、0.8%和 0.6%。31 个二线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.1%，涨幅与上月相同；二手住宅销售价格环比上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。35 个三线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点；二手住宅销售价格环比上涨 0.2%，涨幅与上月相同。

各线城市新建商品住宅销售价格同比涨幅比上月回落，二手住宅涨幅总体稳定。初步测算，11 月份，一线城市新建商品住宅销售价格同比上涨 3.9%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点；二手住宅销售价格同比上涨 8.3%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点。二线城市新建商品住宅销售价格同比上涨 4.2%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点；二手住宅销售价格同比上涨 2.1%，涨幅与上月相同。三线城市新建商品住宅销售价格同比上涨 3.8%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点；二手住宅销售价格同比上涨 1.5%，涨幅与上月相同。。

图 2：70 城市住宅价格增速保持平稳（当月同比，%）



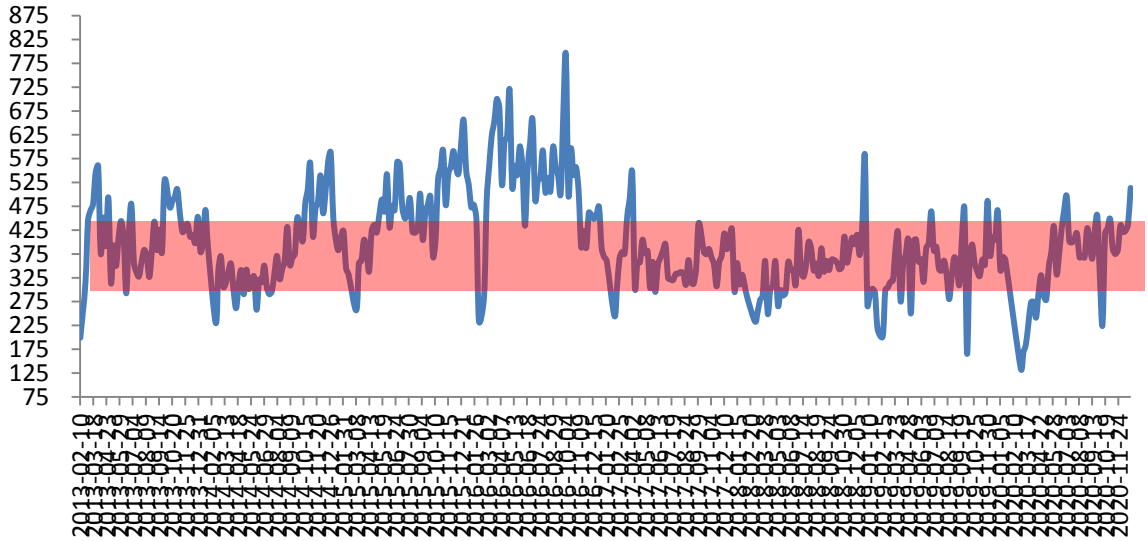
数据来源：wind，上海证券研究所

12 月 3 日，中共中央政治局常委、国务院副总理韩正 3 日在住房城乡建设部召开座谈会。韩正表示，房地产长效机制实施以来，各地各部门认真贯彻党中央、国务院决策部署，紧紧围绕稳地价、稳房价、稳预期的调控目标，坚持因城施策、一城一策，夯实城市主体责任，加强房地产金融调控，房地产工作取得了明显成效。要牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，不把房地产作为短期刺激经济的手段，时刻绷紧房地产市场调控这根弦，从实际出发不断完善政策工具箱，推动房地产市场平稳健康发展。要加强“十四五”时期住房发展顶层设计，研究好住房市场和住房保障两个体系，完善相关法规和政策，加强日常监管，促进住房租赁市场健康发展。韩正强调，要以保障性租赁住房为着力点，完善基础性制度和支持政策，加强住房保障体系建设。鼓励和指导城市政府因地制宜，完善住房保障方式，落实好城市主体责任。

市场预期和楼市调控政策间仍存较大预期，12 月楼市成交活跃局面再趋上行。2020 年 3 季度后，楼市成交已回升至疫情前水准基础上，呈现走稳迹象--2017 年以来持续在新的区间平稳运行。疫情后的货币放松，让市场再趋活跃，泡沫再度扩大，市场成交延续上扬，年中前后恢复正常，并维持偏高态势。2020 年 12 月份，全国 30 大中城市的周成交规模平均为 449.0 万方，上月为 405.2 万方，2019 年同期为 428.0 万方，虽然“金九银十”熄火，但这一季节性现象已消失多年。从月度波动上看，2020 年下半年后楼市活跃逐步上升；从整体走势上看，成交持续位于疫情前的正常区间的上方，表明楼市活跃度仍然较高，调控政策还不得放松。从前期成交规模变化态

势及政策基调看，未来成交仍会高位延续，楼市成交新平衡区或抬升到新阶梯高度，高房价对实体经济的伤害必将进一步加大。

图 3：30 个大中城市房屋成交维持高位（日均/周，万平米）

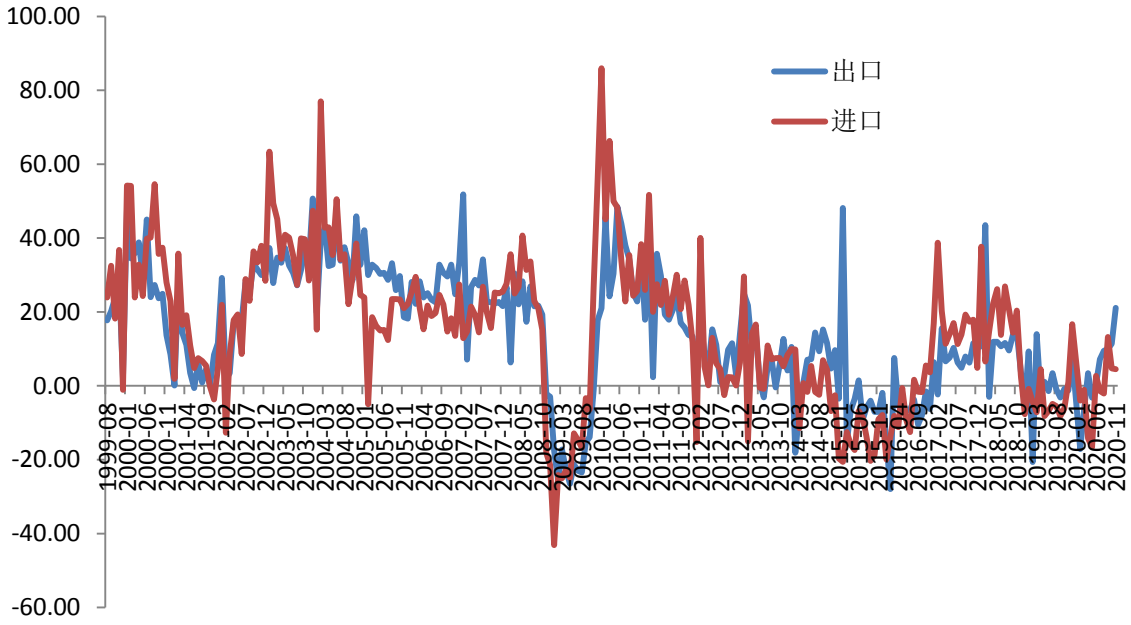


数据来源：wind，上海证券研究所

出口繁荣顶点到来

从外贸发展实际情况看，繁荣顺差预期已取代了前期的“衰退式”顺差预期，疫情使全球经济重心加速趋向中国成为市场共识。中外疫情控制形势差异，将增加中国经济的海外需求。当海外疫情第二波形成时，中国经济的海外需求保持旺盛趋势延续。

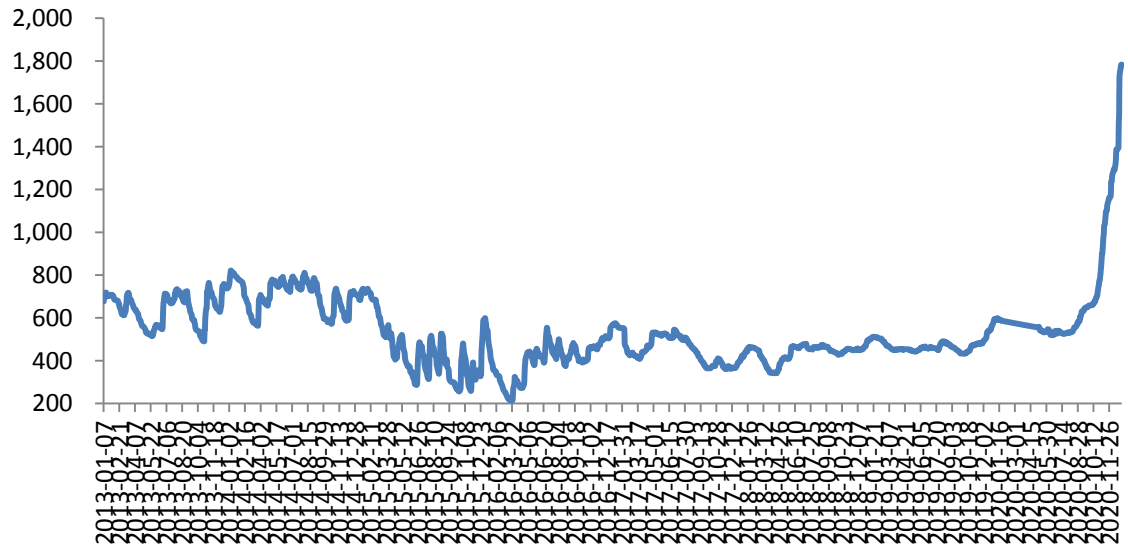
图 4：中国进出口增速变化（当月同比）



数据来源：wind，上海证券研究所

出口快速反弹，外贸面临稍有之繁荣局面。2020 年 11 月，美元计出口当月同比增长 21.1%，累计增长 2.5%，均达到 2019 年年以来的新高，外贸开始恢复正增长。出口的旺盛需求来源显然是中外疫情控制不同态势的结果，中国疫情受控后，经济生产基本恢复正常，而欧美市场苦战疫情，直接催生了对中国制造防护装置及居家工作设备的需求。欧洲及美国相继出台紧急刺激措施，挹注资金以维持消费者的采购力， 这类救助措施的外溢效应是比较明显的。海外对中国商品需求的暴增，也导致了中国外贸发展的短期失衡——进口增长相对平稳下，外贸顺差快速上升。尤其是疫情期间的非正常繁荣带来的商品流单向局面，导致了中国出口航线上集装箱的紧张，路透报道，最近出口和进口的集装箱数量之比为三比一。海外疫情导致集装箱回到中国的时间被推迟，集装箱紧张局面也使得集装箱运价暴涨，2020 年 4Q 快速上涨到正常值得 3 倍左右，造成了严重的航运瓶颈，现在已开始制约出口。出口繁荣带动了中国制造业繁荣的同时，也减少了刺激政策出台的必要性，为中国宏调政策的平稳，创造了条件。

图 5：北方国际集装箱运价指数(TCI)



数据来源：wind，上海证券研究所

价格将至收缩，通缩如期呈现

11 月份实际 CPI 为-0.5，超出市场预期的数据公布后市场预期水准应继续有较大回落； PPI 低迷走势延续是市场主流看法，笔直一直认为，经济低迷时期“防通缩”应为价格管理主要方向，这一预期显然正在兑现。

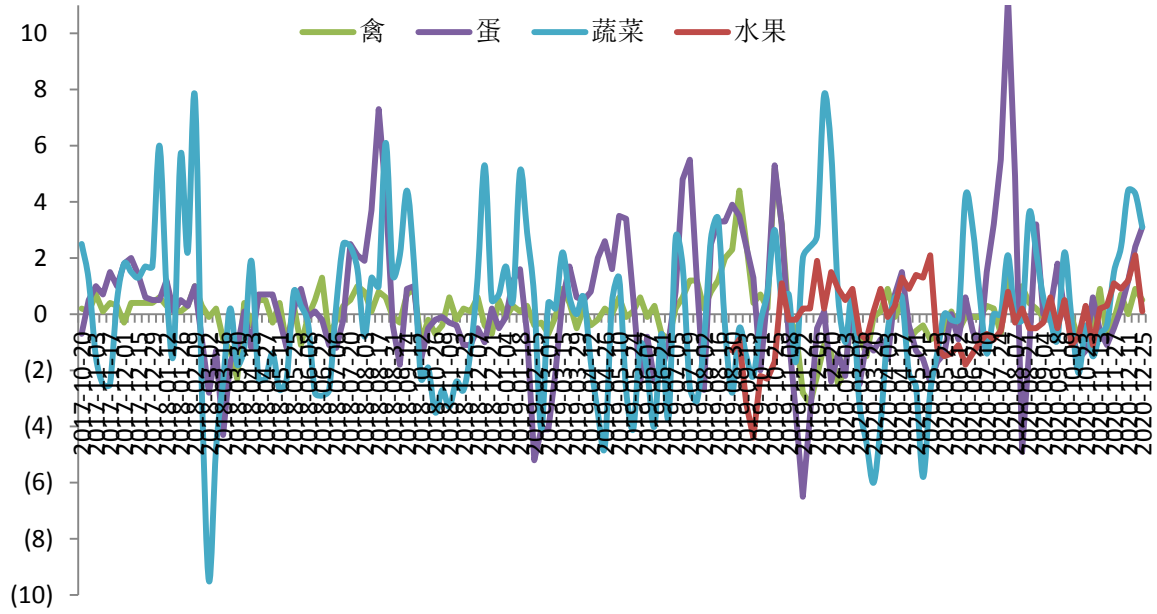
11 月份，随着各地区各部门持续推进“六稳”“六保”工作，猪肉等重要民生商品价格继续回落。从环比看，CPI 下降 0.6%。其中，

食品价格下降 2.4%，影响 CPI 下降约 0.53 个百分点。食品中，随着生猪生产不断恢复，猪肉价格继续下降 6.5%，降幅收窄 0.5 个百分点；鲜菜和鸡蛋供应充足，价格分别下降 5.7%和 1.6%。非食品价格由上月上涨 0.1%转为下降 0.1%，影响 CPI 下降约 0.09 个百分点。非食品中，旅游淡季出行减少，飞机票、旅游和宾馆住宿价格分别下降 15.6%、4.4%和 3.4%；冬装新品上市，服装价格上涨 0.4%。

从同比看，受去年同期对比基数较高影响，CPI 下降 0.5%。其中，食品价格由上月上涨 2.2%转为下降 2.0%，影响 CPI 下降约 0.44 个百分点，是带动 CPI 由涨转降的主要原因。食品中，猪肉价格下降 12.5%，降幅比上月扩大 9.7 个百分点，影响 CPI 下降约 0.60 个百分点；鸡蛋、鸡肉和鸭肉价格分别下降 19.1%、17.8%和 10.8%，降幅均有扩大；鲜菜价格上涨 8.6%，涨幅回落 8.1 个百分点；鲜果价格上涨 3.6%，涨幅扩大 3.2 个百分点。非食品价格由上月持平转为下降 0.1%，影响 CPI 下降约 0.06 个百分点。非食品中，交通和通信价格下降 3.9%，其中汽油和柴油价格分别下降 17.9%和 19.6%；医疗保健价格上涨 1.5%；教育文化和娱乐价格上涨 1.0%。

扣除食品和能源价格的核心 CPI 继续保持稳定，同比上涨 0.5%，涨幅已连续 5 个月相同。据测算，在 11 月份 0.5%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0，新涨价影响约为-0.5 个百分点。

图 6：商务部食用品价格指数季节性回升（各类别/周环比，%）



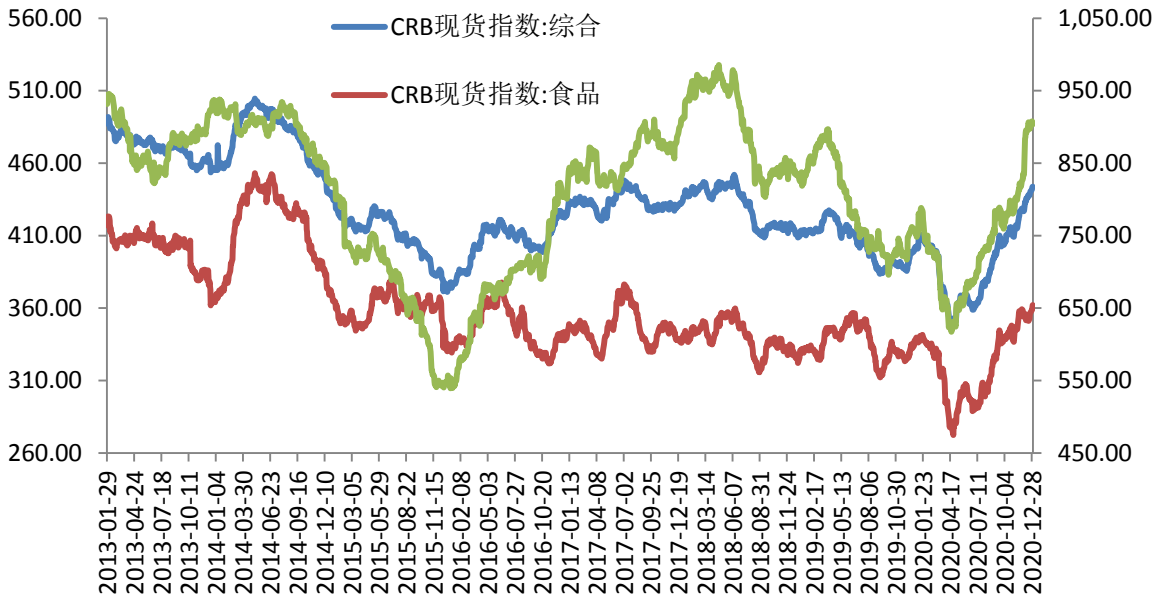
数据来源：wind，上海证券研究所

12 月份的价格环比季节性回升，但与以往相比，回升力度偏弱。经济低迷时期通胀不会持续，价格管理主要应着眼于“防通缩”，物价形势发展已经印证了笔直一直所持的此判断。“新冠”疫情不改

全年价格回落的总趋势，疫情对供需双方都有压制作用，决定中国通胀走势的还是使用农产品价格，其中猪肉是核心，2020 年猪肉供应紧张持续缓解态势不变，肉价趋向回落，12 月份的上涨属季节性上涨；工业品在需求持续低迷下，价格将延续颓势；加上国际大宗商品价格的低位运行状态持续，工业品全年都将延续低迷态势。消费品和工业品价格之间的“剪刀差”将全年延续，但随着消费品价格的逐步回落，差距也将缩小。基于消费价格的季节性变动，我们预计 12 月份 CPI 环比变动为 0.4，在基数效应影响下，CPI 同比为-0.1。

11 月份，工业生产稳定恢复，市场需求持续回暖，工业品价格继续回升。工业品价格走势受大宗商品价格和经济形势左右，更体现经济运行的周期性特征。由于经济低迷，商品价格整体运行平稳，除铁矿石等受地缘政治影响上涨较多外，整体价格都处在底部运行。煤炭都受冬季供暖需求影响，短期上涨较多。综合来看，工业品持续下行阶段已结束，未来将平稳，微副波动是主要特征。从环比看，PPI 由上月持平转为上涨 0.5%。其中，生产资料价格上涨 0.7%，涨幅比上月扩大 0.6 个百分点；生活资料价格由上月下降 0.1%转为上涨 0.1%。由于已处价格相对高点区域的大宗商品，难以再继续上涨，因此未来国内 PPI 价格绝对水准也将维持低迷走势。

图 7：大宗商品走势延续



数据来源：wind，上海证券研究所

12 月份宏观数据预测

延续以往对经济形势的看法和分析框架，我们对 12 月份的宏观经济数据预测数如下：

表 1 2020 年 12 月国内重要经济数据预测（同比增长，除 PMI 外）

预计公布日期	项目	本月预测	上月实际	上月预测	去年同期
12/30	PMI	52.0	51.9	51.5	50.2
1/1	财新 PMI	53.5	53.0	53.5	51.5
1/14	CPI 涨幅%	-0.1	-0.5	0.1	4.5
	PPI 涨幅%	-1.3	-1.5	-1.9	-0.5
1/14	出口增速%	17.3	21.0	9.3	8.1
	进口增速%	4.5	4.5	11.3	16.7
	贸易顺差（亿美元）	800	754.3	37	472.5
1/15	当月投资（计算数）%	12.6	-28.8	48.9	-32.7
	当年累计%	4.0	2.6	3.5	5.4
1/15	工业增加值%	9.0	7.0	6.5	6.9
	当年累计%	3.0	2.3	2.0	5.7
1/15	M2 增速%	10.5	10.7	10.2	8.7
	M1 增速%	11.0	10.0	9.5	4.4
	信贷新增（10 亿元）	1200	1430	1400	1140
	信贷增速	12.8	12.8	12.9	12.3
1/15	消费增速%	4.6	5.0	5.0	8.0
	当年累计%	-4.5	-4.8	-5.5	8.0
1/18	4 季度 GDP 增速%	上月预测：6.5		本月调整：6.5	
	当年累计%	上月预测：2.1		本月调整：2.1	

数据来源：上海证券研究所。

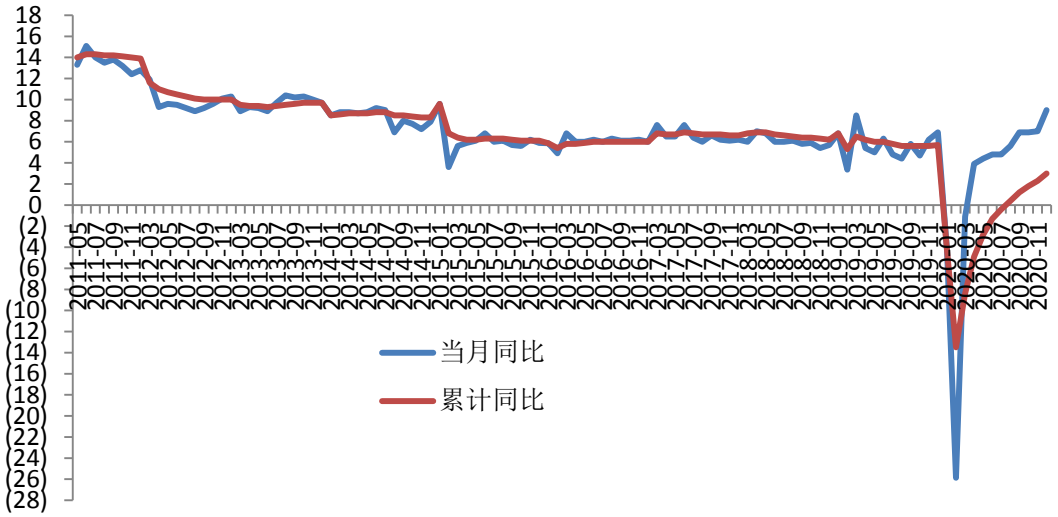
工业经济运行转向平稳

虽然局部疫情案例仍有发生，但中国经济已正式进入后疫情时代，“赶工”阶段结束，经济逐渐接近这个快速反弹期的尾声，未来回升速率下降，经济进入相对平稳运行期。海内外疫情形势的变化，使得海外世界对中国制造的需求继续维持高位，中国出口需求增长迅速，加之国内投资和消费的回升，中国工业经济运行迅速回升到高景气状态。11 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 7.0%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），增速较 10 月份加快 0.1 个百分点。从环比看，11 月份，规模以上工业增加值比上月增长 1.03%。1—11 月份，规模以上工业增加值同比增长 2.3%。

分三大门类看，11 月份，采矿业增加值同比增长 2.0%，增速较 10 月份放缓 1.5 个百分点；制造业增长 7.7%，加快 0.2 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.4%，加快 1.4 个百分点。

分行业看，11 月份，41 个大类行业中有 34 个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业增长 2.9%，纺织业增长 6.5%，化学原料和化学制品制造业增长 9.2%，非金属矿物制品业增长 7.7%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 9.6%，有色金属冶炼和压延加工业增长 4.0%，通用设备制造业增长 10.2%，专用设备制造业增长 10.5%，汽车制造业增长 11.1%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 2.6%，电气机械和器材制造业增长 18.0%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 9.3%，电力、热力生产和供应业增长 5.1%。

图 8：中国工业经济的深 V 走势



数据来源：wind，上海证券研究所

11 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 7.0%，增速比 10 月份加快 0.1 个百分点；环比增长 1.03%。1-11 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 2.3%，比 1-10 月份加快 0.5 个百分点。11 月份，分经济类型看，国有控股企业增加值同比增长 5.9%；股份制企业增长 6.8%，外商及港澳台商投资企业增长 8.3%；私营企业增长 6.8%。分三大门类看，采矿业增加值同比增长 2.0%，制造业增长 7.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.4%。12 月份，我国经济恢复向好势头继续巩固，中国制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 51.9%、55.7%和 55.1%，虽低于上月 0.2、0.7 和 0.6 个百分点，但均继续位于年内较高运行水平，连续 10 个月保持在荣枯线以上。

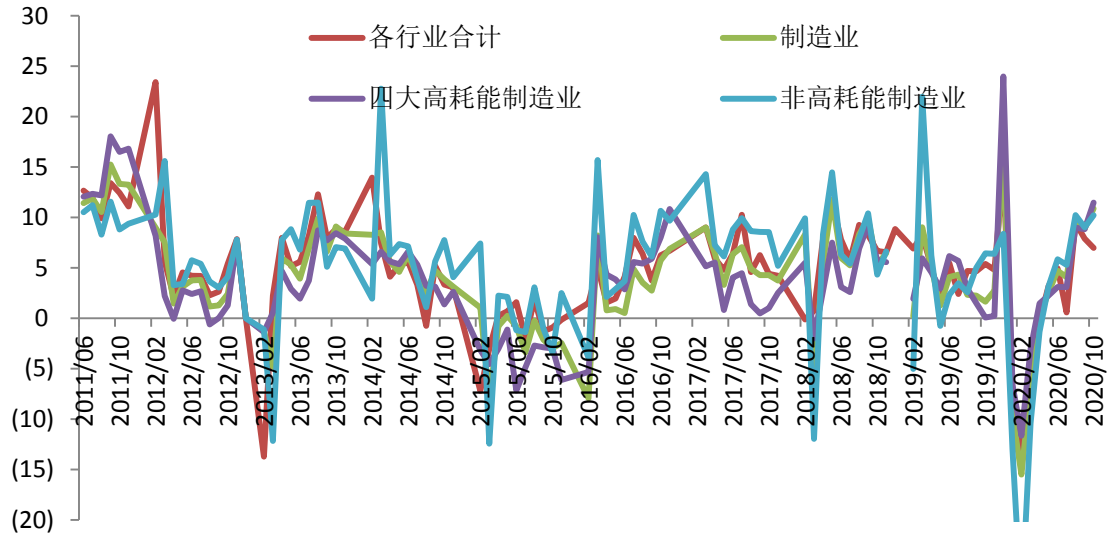
用电增长延续缓回升，表明经济回暖仍延续

12 月 22 日，中电联公布 2020 年 1-11 月份电力工业运行简况。1-11 月，全国全社会用电量 66772 亿千瓦时，同比增长 2.5%，其中，11

月份全国全社会用电量 6467 亿千瓦时，同比增长 9.4%。

分产业看，1-11 月，第一产业用电量 778 亿千瓦时，同比增长 9.9%，占全社会用电量的比重为 1.2%；第二产业用电量 45034 亿千瓦时，同比增长 2.1%，增速比上年同期回落 1.0 个百分点，占全社会用电量的比重为 67.4%；第三产业用电量 10927 亿千瓦时，同比增长 0.8%，增速比上年同期回落 8.7 个百分点，占全社会用电量的比重为 16.4%；城乡居民生活用电量 10034 亿千瓦时，同比增长 6.0%，增速比上年同期提高 0.3 个百分点，占全社会用电量的比重为 15.0%。

图 9：各行业用电增长回升态势放缓（同比，月）



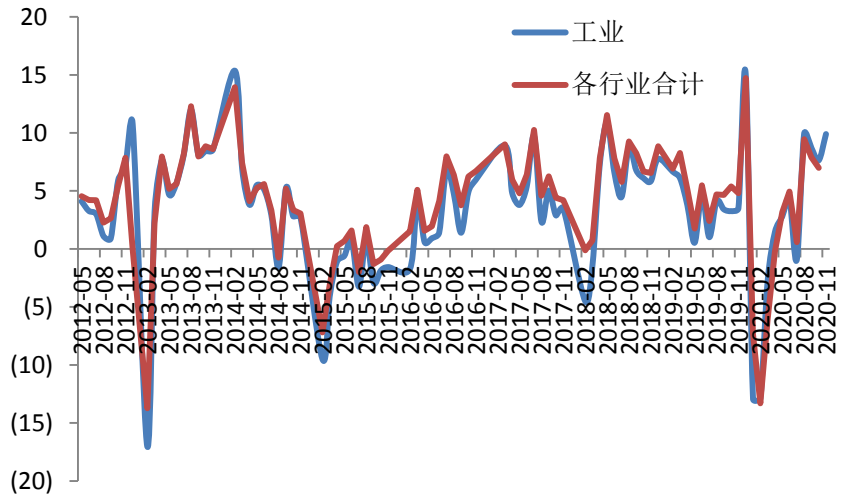
数据来源：wind，上海证券研究所

1-11 月份，全国工业用电量同比增长 2.1%，增速同比回落 0.8 个百分点。全国制造业用电量同比增长 2.4%，增速同比回落 0.6 个百分点。制造业中，四大高载能行业合计用电量同比增长 3.3%，其中，有色行业用电量同比增长 4.3%，黑色行业同比增长 3.5%，建材行业同比增长 3.5%，化工行业同比增长 1.4%；高技术及装备制造业合计用电同比增长 3.1%，其中，计算机/通信和其他电子设备制造业、汽车制造业、电气机械和器材制造业、通用设备制造业、医药制造业、仪器仪表制造业同比分别增长 15.0%、13.0%、8.1%、5.6%、4.0%和 1.2%；消费品制造业合计用电同比下降 2.4%，其中，食品制造业、农副食品加工业、家具制造业、造纸和纸制品业、酒/饮料及精制茶制造业、印刷和记录媒介复制业实现正增长，同比分别增长 9.1%、4.0%、2.9%、1.2%、0.7%和 0.2%。

11 月份，全国工业用电量同比增长 9.9%，增速同比提高 6.4 个百分点。全国制造业用电量同比增长 9.9%，增速同比提高 7.2 个百分点。制造业中，四大高载能行业合计用电量同比增长 10.7%，高技术及装备制造业合计用电同比增长 11.1%，消费品制造业合计用电

同比增长 5.1%。

图 10：工业和行业用电增长企稳回落（当月同比，%）



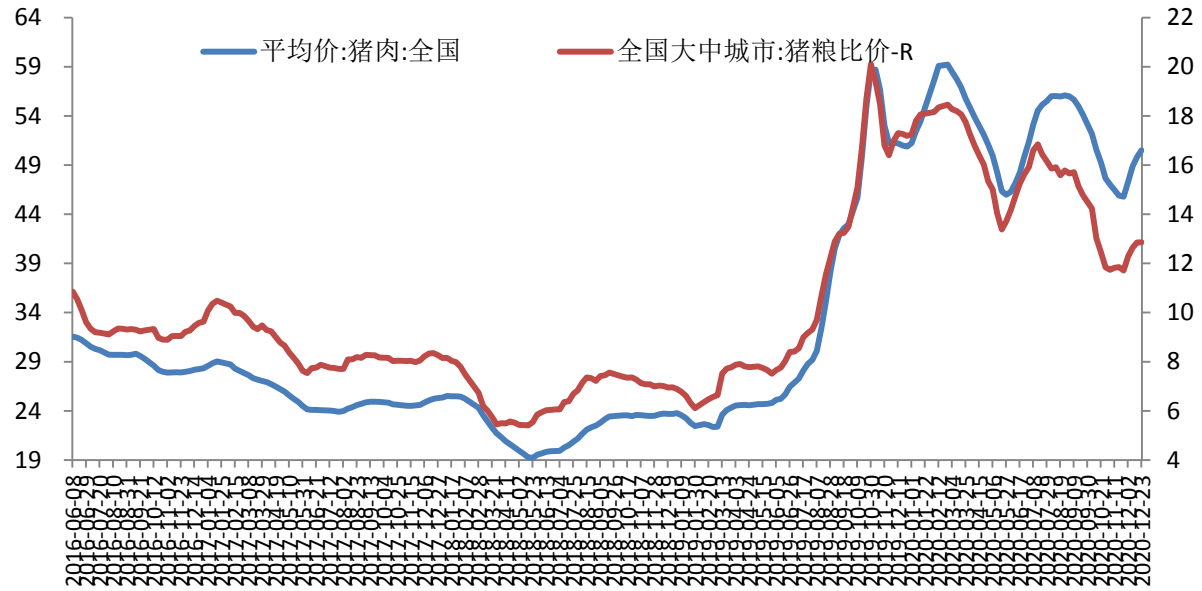
数据来源：wind，上海证券研究所

食用农产品价格季节性回升，生产资料价格趋势改变

12 月，猪肉价格季节性回升，结束前期的持续缓回落态势；其它食用品整体看呈季节性回升态势，但回升力度偏弱。未来 CPI 同比值在基数效应下，年内通胀下行趋势不变。据商务部监测，11 月 30 日至 12 月 6 日，全国食用农产品市场价格比前一周上涨 2.5%，生产资料市场价格比前一周上涨 1.1%;12 月 7 日至 13 日，全国食用农产品市场价格比前一周上涨 1.5%，生产资料市场价格比前一周上涨 0.5%；12 月 14 日至 20 日，全国食用农产品市场价格比前一周上涨 2.1%，生产资料市场价格比前一周上涨 1.1%;12 月 21 日至 27 日，全国食用农产品市场价格比前一周上涨 1.1%，生产资料市场价格比前一周上涨 1%。

CPI 环比和同比均下降。从分类别的影响看，食品价格是影响 CPI 走势的主要因素，食品价格季节性因素明显，但 12 月份季节性回升力度明显偏弱，说明疫情对经济的影响仍然存在。随着生猪生产持续向好，各项保供稳价措施不断发力，猪肉价格同比涨幅逐步回落，绝对价格水平也恢复呈现季节性波动趋势。11 月份的食品价格变动中，猪肉价格下降 12.5%，降幅比上月扩大 9.7 个百分点，影响 CPI 下降约 0.60 个百分点。从全国猪肉价格走势变动看，猪肉价格 12 月份进入回升，全国平均价 11 月末为 45.8 元/公斤。12 月底为 50.5 元/公斤，涨幅和绝对水平均较高。短期回升除了季节性因素外，还受到了疫情控制对进口冲击的短期影响，因此当前的回升速率不会延续，未来稳中趋落的态势仍将延续。

图 10：猪肉价格持续回落后走稳（全国，元/公斤）



数据来源：商务部，上海证券研究所

宏观数据对经济和资本市场的影响

经济偏暖，物价收缩

在季节性波动和基数效应的双重影响下，未来 CPI 同比值将在零基数附近波动走稳。转型期经济运行维持平稳的同时，微观经济经营主体间的竞争更趋激烈，从而价格维持低迷态势或再超出市场预期。中国经济增长动力中，消费回升较为软弱。笔者认为，消费偏软并非疫情的后续影响，而是高房价、收入等因素对消费根基损害，在疫情作用下对消费增长影响得以发酵。在政策方面，货币增长从疫情期间的临时性宽松后撤过程已结束，未来将保持平稳。笔者再次强调，即使货币增长回落，宽信用发展也将保证实体经济中流动性环境的平稳局面。

投资是中国经济第一增长动力，其增长前景如何，将直接决定中国经济增速变化，“赶工期”下的投资加速现象将更趋明显；货币政策重回中性稳健基调，货币增长将边际回落，但货币结构改善效应和强调发挥资本市场功能的促进作用，将促使稳货币、宽信用的组合逐步呈现，2021 年经济延续平稳回升的态势不变！

政策平稳，市场回暖

虽然全球疫情仍未结束，海外疫情再趋恶化，但中国疫情显然已处于可控状态，正式进入后疫情时代，经济、社会生活以一种全新的状态恢复正常。货币在稳健政策基调下，在经济社会生活恢复正常后，现已后撤至政策合意状态。

笔者一直强调经济底部徘徊时期“防通缩”是重点，2020 年末物价

走势趋通缩的格局终形成，物价回落后货币平稳局面将推动市场产生利率下降预期。宏观调控的政策基调在渡过疫情扰动后，逐渐恢复正常，但一些直达实体的对冲疫情影响的扶助措施，在疫情后也将得到保留，整体而言，财政宽松和货币平稳的组合不变。经济改善也为资本市场的中长期向好局面奠定了基础。未来随着中国物价通缩状态确认，货币当局下调基准货币利率概率上升；存准率下调的预期将再起，中国资本市场将逐渐走出目前低迷局面，延续分化、慢牛的格局，核心资产价值将得到体现，债券市场调整阶段已结束，正步入上行阶段。

分析师声明

胡月晓

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。