宏观经济

专题报告

申港证券股份有限公司证券研究报告

工业继续向上 消费修复趋缓

——12 月经济数据点评

申港证券 SHENGANG SECURITIES

2021 年 01 月 19 日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

投资摘要：

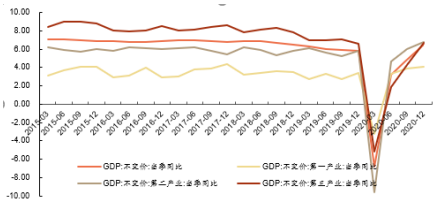
2020 年全年经济增长 2.3%，其中四季度 GDP 同比增速为 6.5%，略高于预期。四季度实际增长已修复甚至高于 2019 年，恢复速度快于预期。受地产强韧性及工业生产持续修复支撑，第二产业贡献显著，20 年 4 季度，第二产业当季同比 6.8%（19 年 4 季度为 5.8%）。

- **工业生产增长继续向上，已修复甚至略高于疫情前相对较高水平，制造业同比增长维持在 7.7%，很大程度上支持了工业增加值持续上涨。**结构上，中游制造业，通用设备制造业、专用设备制造业、电气机械增速维持高位。下游医药制造业继续复苏，或反映入冬以来疫情小范围反复带来医药的消费需求继续拉动。受季节性因素影响，下游汽车行业整体小幅回落，新能源汽车增速有所回落但仍维持高位。尽管 2021 年政策补贴退坡，但幅度有限。排除季节效应，汽车产销两旺，未来新能源汽车替代传统燃油车趋势确定，预计需求端支撑有望维系。
- **基建投资增速略微回落，仍保持增长。**1-12 月基建投资累计同比增长 3.41%（1—11 月份为 3.32%），整体仍保持增长，但单月增速有所放缓。随经济增逐步修复至常态，逆周期因子有退出空间。
- **房地产投资增速持续高位，销售、新开工、施工、竣工仍维持高位，其中竣工显著上修。**2020 年全年房地产在投资端三大分项中对经济提供了最大支撑，显示地产端在疫情冲击下的强韧性。但政策端“稳”基调明显，尽管随经济逐步修复至常态，逆周期因子有退出空间，但 21 年集中竣工叠加商品房低库存，地产投资增速回落空间有限。
- **消费继续修复，或受冬季小范围疫情影响，修复幅度边际趋缓，餐饮收入增速回落至负后再次转正。**品类上，受益于地产强韧性，建筑及装潢材料、家具类同比增长明显。汽车零售、通讯器材增速大幅回落，但仍维持高增长。
- **出口继续高增长，对东盟出口恢复强劲，全球经济持续恢复，外需整体向好。**12 月份出口增速较 11 月有所回落但仍维持高位，其中对美国出口仍为主要贡献，对东盟、日本出口恢复明显。随着拜登当选，短期中美贸易摩擦将有望平缓，随全球全面复工带来的经济修复及产业链联动，出口增速有望继续提高。
- **CPI 由负转正，PPI 降幅收窄，2021 年，预计核心 CPI 温和通胀，PPI 上行通道。**12 月份全国 CPI 同比超预期上涨，主要是由于猪肉、鲜菜等环比大幅上涨。前者由于元旦春节的消费需求季节性增加、供给端回暖速度低于预期推动猪肉价格短期上涨。后者由于冷冬导致鲜果的生产储运成本增加；2021 年整体通胀压力不大，核心通胀将随着经济复苏重返上行通道。PPI 降幅超预期收窄或与国际原油价格上涨和市场需求持续回暖，铁矿石和有色金属等国际大宗商品价格持续攀升等因素有关。

投资策略：持续关注消费端内生需求恢复程度及幅度。海外需求持续性。

风险提示：预期外宏观经济变化、需求回暖强度、二次疫情爆发及疫苗进度等。

GDP 及三个产业季度累计增幅



资料来源：WIND

1、《社融增速超预期回落 信贷结构继续优化：12 月金融数据点评》2021-01-14

2、《稳前棋 步步扩先：——2021 年年度经济展望与宏观策略》2021-01-06

3、《消费修复边际趋缓 对美出口创新高：11 月经济数据点评》2020-12-16

4、《流动性拐点将至？资产价格怎么走？：——宏观策略周报》2020-12-07

5、《80-90 年代日本“双循环”的启示：——双循环系列报告之三》2020-11-30

2021 年中国主要经济指标预测

指标	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
实际 GDP	6.90	6.70	6.10	1.60	9.00
名义固定资产投资	7.20	5.90	5.40	2.90	6.50
名义社会零售总额	9.40	8.16	8.00	-3.5	13.00
CPI	1.56	2.10	2.90	2.50	1.20
PPI	6.31	3.54	-0.32	-1.50	1.50
顺差对 GDP 贡献度	0.6	-0.60	0.70	0.25	0.10
利率（1 年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.59	6.89	7.01	6.50	6.20

资料来源：申港证券研究所

内容目录

1. 工业继续向上 消费复苏趋缓 出口维持高增长 4
1.1 工业继续向上 消费复苏趋缓 出口维持高增长 4
1.2 制造业支撑工业生产继续向上 4
1.3 固定资产投资 各分项继续回升 7
1.4 消费回升步伐放缓 餐饮收入增速持续向上修复 9
1.5 出口继续高增长 对新兴市场出口修复中 10
1.6 CPI 由负转正 PPI 降幅收窄 12

图表目录

图 1： 制造业带动工业持续向上 5
图 2： 黑色、有色金属冶炼工业增加值 5
图 3： 专用设备、通用设备与电气机械及器材制造业 5
图 4： 食品、医药、纺织业、橡胶与塑料增加值 6
图 5： 汽车工业增加值与汽车产量 6
图 6： 固定资产投资 7
图 7： 消费端购房的按揭贷款持续反弹 7
图 8： 商品房销售面积 8
图 9： 新开工、施工与竣工 8
图 10： 服装类、烟酒类、饮料类当月同比 9
图 11： 建筑及装潢材料、家具类当月同比 9
图 12： 通讯器材、汽车当月同比 9
图 13： 餐饮收入 10
图 14： 发达经济体工业景气指数修复明显 10
图 15： 出口新订单预期也依然强劲 11
图 16： 对东南亚、日本出口 11
图 17： 对美国、欧盟出口 12
图 18： 原油燃料、PPI 触底回升 13

1. 工业继续向上 消费复苏趋缓 出口维持高增长

1.1 工业继续向上 消费复苏趋缓 出口维持高增长

工业生产增长继续向上，消费继续修复，出口维持高增长。消费继续修复，或受冬季疫情小范围发散影响，修复幅度边际趋缓，餐饮收入增速后再次转正。制造业支撑工业生产继续向上。房地产投资增速持续高位，销售、新开工、施工、竣工仍维持高位，其中竣工显著上修。出口继续高增长，对美欧出口有所回落，对东盟出口大幅提升，出口端外需整体向好。

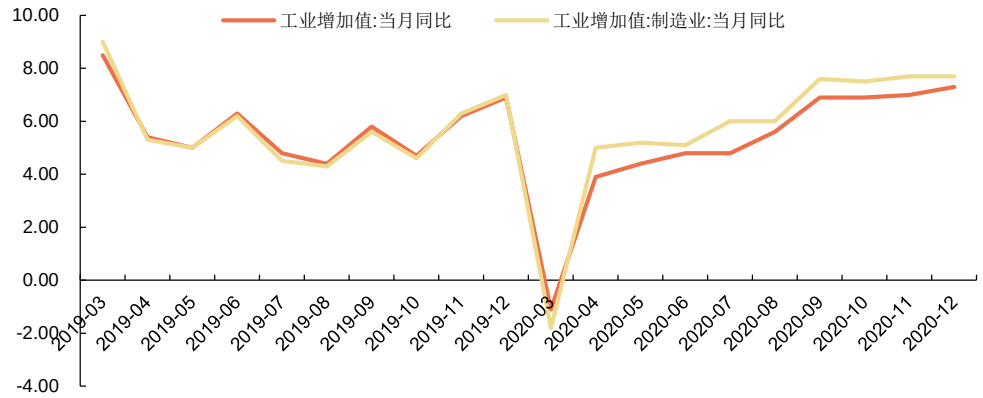
- **制造业支撑工业生产继续向上，处于最近 3 年相对较高水平。**结构上，中游制造业，通用设备制造业、专用设备制造业、电气机械同比增速维持在高位。下游医药制造业继续复苏，或反映入冬以来疫情小范围反复带来医药的消费需求继续拉动，食品制造业小幅上升，纺织业、橡胶及塑料向下回落。受春节来临消费淡季影响，下游汽车行业整体小幅回落，新能源汽车增速有所回落但仍维持高位。尽管 2021 年政策补贴有一定退坡，但幅度有限。排除季节效应产销两旺，未来新能源汽车替代传统燃油车的趋势确定，预计需求端支撑有望维系。
- **基建投资增速略回落，仍保持增长。**1-12 月基建投资累计同比增长 3.41%（1—11 月份 3.32%），整体仍保持增长，但单月增速有所放缓。随经济增逐步修复至常态，逆周期因子有退出空间。
- **房地产投资增速持续高位，销售、新开工、施工、竣工仍维持高位，其中竣工显著上修。**2020 年全年房地产在投资端三大分项中对经济提供了最大支撑，显示地产端在疫情冲击下的强韧性。但政策端“稳”基调明显，尽管随经济逐步修复至常态，逆周期因子有退出空间，但 21 年集中竣工叠加商品房低库存，地产投资增速回落空间有限。
- **消费继续修复，修复幅度边际趋缓，或受零星疫情影响，餐饮收入增速回落至负后再次转正。**品类上，必选消费大类中除烟酒类大幅上升外，或反映了节日因素对于烟酒消费的影响，饮料类、服装类均向下回落，但仍处相对高位；受益于地产强韧性，建筑及装潢材料同比增长明显，继续向上修复；汽车零售，通讯器材均有所回落但依然维持较高增长；12 月餐饮等线下消费在上月受挫后再次转正，表明消费者对于线下消费的信心在缓慢修复。
- **出口继续高增长，对东盟出口增长明显，全球经济持续恢复，外需整体向好。**12 月份中国出口金额有所回落，但仍维持高位，其中对美国出口带动整体增长。随着拜登当选新一任美国总统，中美贸易摩擦将相对减轻，美国或将超越欧盟重新成为中国第一大出口贸易地区。东盟改善明显。3 月以来对欧盟出口同比首次恢复正增长。随疫苗研发成功，全球全面复工带来的经济修复及产业链联动，出口增速有望继续提高。

1.2 制造业支撑工业生产继续向上

制造业支撑工业生产继续向上。12 月工业增加值同比增长 7.3%（前值 7.0%），工业生产增长持续较旺，略高于预期恢复至疫情前相对较高水平，至 12 月底，工业增加值累计同比达 2.8%。制造业同比增长 7.7%（前值 7.7%），恢复至最近 3 年

年内较高水平，很大程度上支持了工业增加值持续上修。

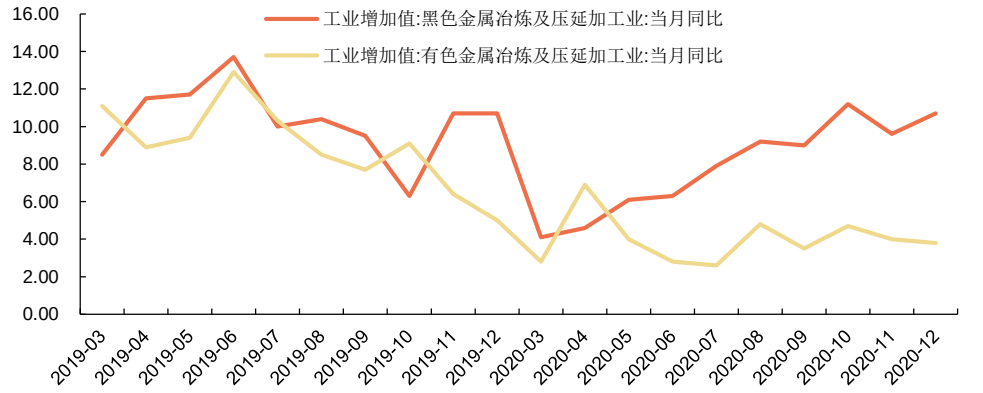
图1：制造业带动工业持续向上



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **结构上，中上游周期行业增速小幅回升。**黑色金属冶炼和压延加工业增长 10.7%（前值 9.6%），有色金属冶炼和压延加工业增长 3.8%（前值 4.0%）。

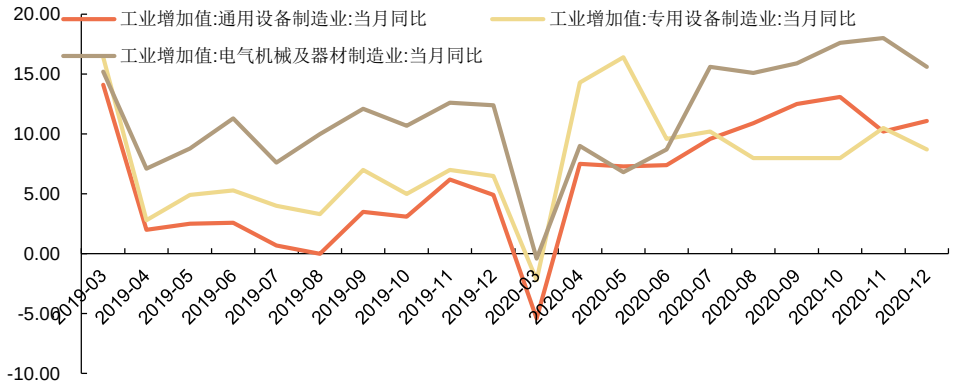
图2：黑色、有色金属冶炼工业增加值



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **中游制造业，通用设备制造业、电气机械和器材制造业、专用设备制造业继续高位小幅波动。**12 月，通用设备制造业增长 11.1%（前值 10.2%），电气机械和器材制造业增长 15.6%（前值 18.0%），专用设备制造业增长 8.7%（前值 10.5%），三者仍处于高位，反映了外需持续旺盛及核心的制造业行业高景气维系。

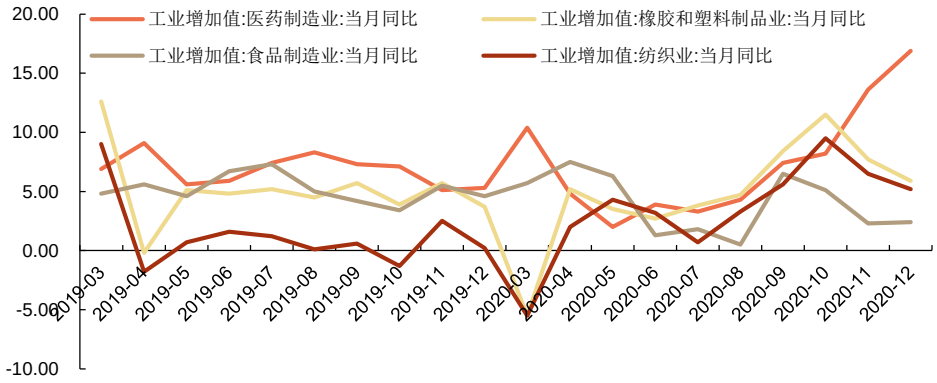
图3：专用设备、通用设备与电气机械及器材制造业



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **受疫情零星爆发影响，下游医药制造业继续上行。**食品小幅回升，纺织业、橡胶及塑料向下回落。12 月，医药制造业增长 16.9%（前值 13.6%），反映出冬季疫情的小范围发散使得对于医药的消费需求旺盛，持续拉动增长。食品制造业增长 2.4%（前值 2.3%），纺织业增长 5.2%（前值 6.5%），橡胶及塑料增长 5.9%（前值 6.5%）。纺织品、橡胶及塑料向下回落或与前期高基数回落有关。

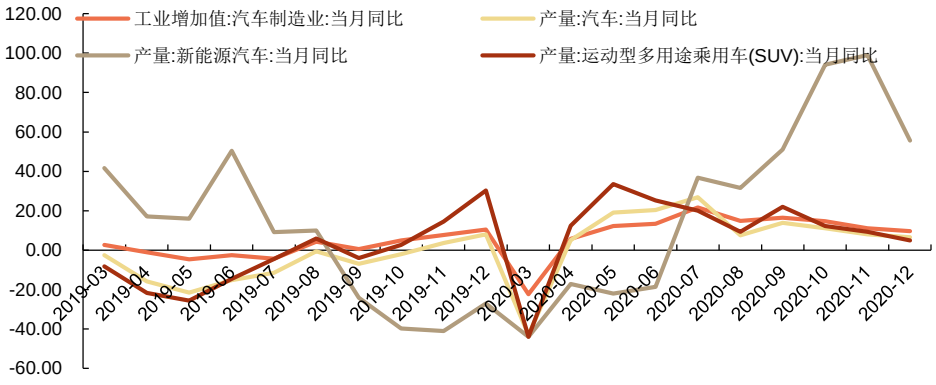
图4：食品、医药、纺织业、橡胶与塑料增加值



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **受季节因素影响，下游汽车行业整体小幅回落，新能源汽车增速有所回落但仍维持高位。**12 月，汽车制造业增长 9.7%（前值 11.1%），汽车产量同比增长 6.5%（前值 8.1%），其中新能源汽车产量继续增长，12 月产量同比增长 55.6%（前值 99.0%）。新能源汽车增速有所回落但仍维持高位，尽管 2021 年政策补贴有一定退坡，但幅度有限。排除季节效应产销两旺，未来新能源汽车替代传统燃油车的趋势确定，预计需求端支撑有望维系。

图5：汽车工业增加值与汽车产量

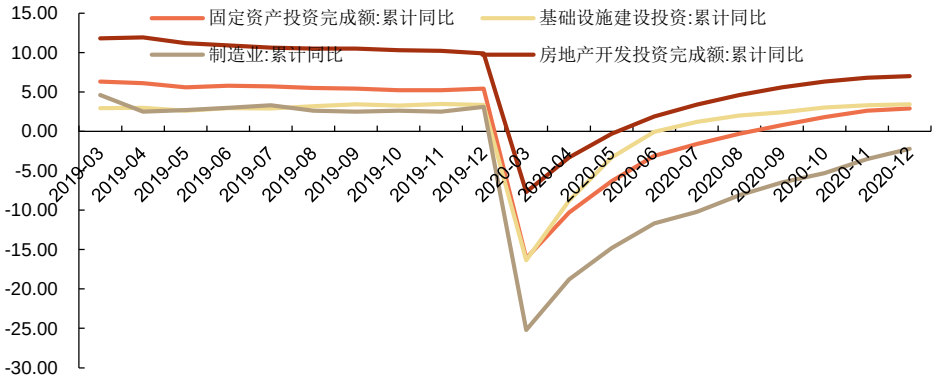


资料来源：Wind，申港证券研究所

1.3 固定资产投资 各分项继续回升

12 月，固定资产投资继续上修，制造业修复最明显。销售、新开工继续上行对地产投资仍有支撑。制造业降幅环比持续收窄，产能利用率处于最近 3 年高位，制造业继续上修仍有较高确定性。

图6：固定资产投资

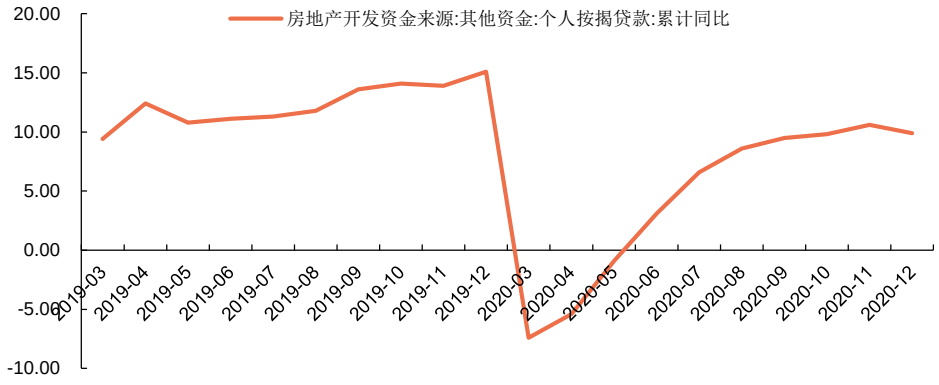


资料来源：Wind，申港证券研究所

12 月房地产开发投资继续增长。销售上升，新开工、施工、竣工继续上行。地产投资的强表现得益于需求后置、经济预期持续性改善及居民对保值增值需求的属性配置，融资端显示整体内生韧性较强。

- **融资端，地产相关信贷继续获得支撑。**1-12 月个人按揭贷款累计同比 9.9%（1-11 月个人按揭贷款累计同比 10.6%），数据表明购房的按揭贷款增速尽管略有回落但仍维持高位，显示需求端仍有支撑。

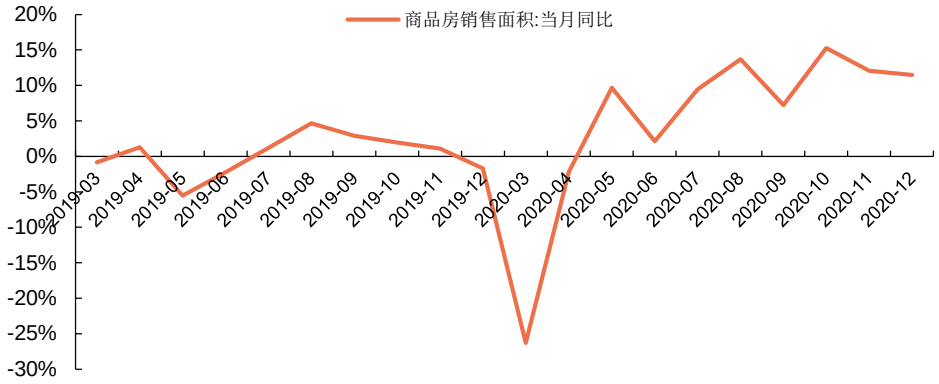
图7：消费端购房的按揭贷款持续反弹



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **销售端，12 月商品房销售面积增长依然维持在相对高位。**12 月商品房销售面积当月同比增长为 11%（前值 12%）。2020 年全年房地产在投资端三大分项中对经济提供了最大支撑，显示地产端在疫情冲击下的强韧性。但政策端“稳”基调明显，尽管随经济逐步修复至常态，逆周期因子有退出空间，但 21 年集中竣工叠加商品房低库存，地产投资增速回落空间有限。

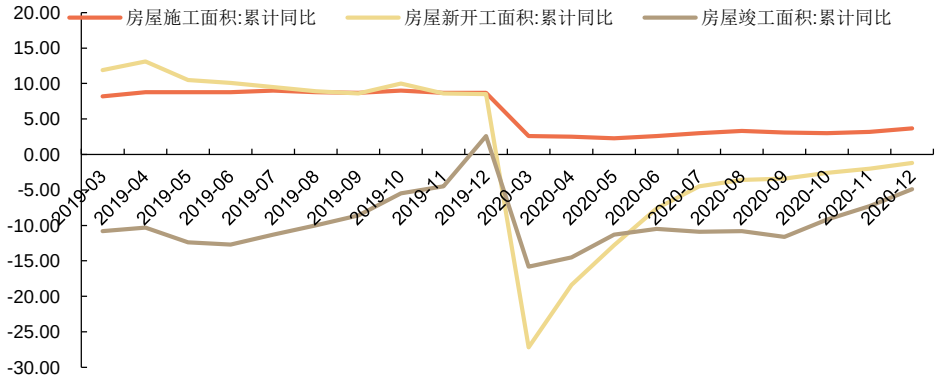
图8：商品房销售面积



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **新开工、施工、竣工增速均继续好于上月，地产竣工明显。**截至 12 月，新开工、施工、竣工累计同比增速分别-1.2%（前值-2.0%），3.7%（前值 3.2%），-4.9%（前值-7.3%），较 1-11 月继续收窄。或反应了“三道红线”影响下，房企倾向于加快开工以回款。

图9：新开工、施工与竣工



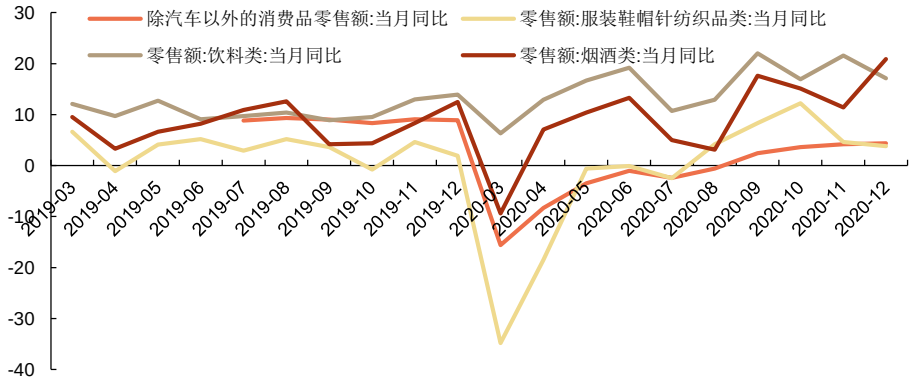
资料来源：Wind，申港证券研究所

1.4 消费回升步伐放缓 餐饮收入增速持续向上修复

12 月，社会消费品零售总额同比增长 4.6%（前值 5.0%），消费继续修复，增长幅度继续趋缓，12 月 0.4%（11 月改善 0.7%，10 月改善 1%），餐饮收入增速年内转正后持续向上修复。

- **12 月，必选消费大类中除烟酒类回暖外，饮料类、服装类均向下回落。**12 月，除汽车外的社会消费品零售同比增速为 4.4%（前值 4.2%），其中服装鞋帽针纺织品类同比增速为 3.8%（前值 4.6%），饮料类零售同比增速为 17.1%（前值 21.6%），烟酒类零售同比增速为 20.9%（前值 11.4%），年底迎来烟酒消费旺季，但居民消费内生动力修复放缓。

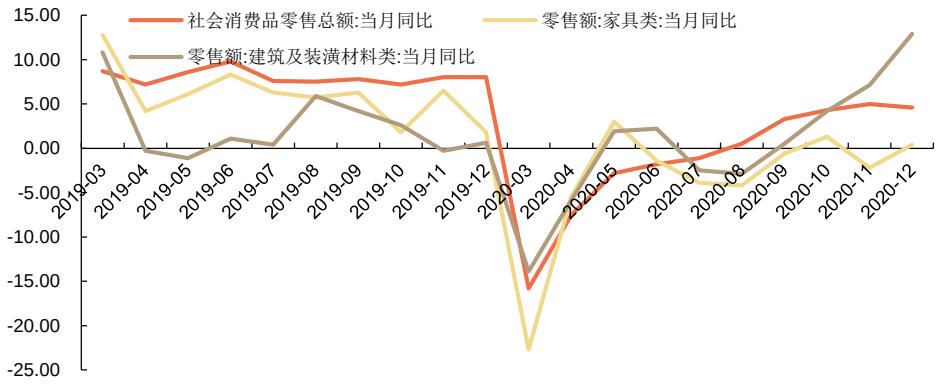
图10：服装类、烟酒类、饮料类当月同比



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **受益于地产强韧性，建筑及装潢材料、家具类同比增长明显。**12 月建筑及装潢材料零售同比增速为 12.9%（前值 7.1%），家具类继上月受挫下行后转正，12 月家具类零售同比增速为 0.4%（前值-2.2%），与施工竣工加快互相验证。

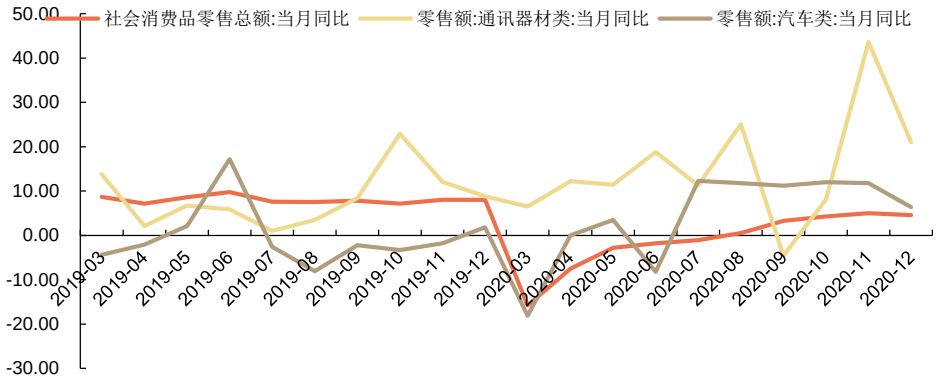
图11：建筑及装潢材料、家具类当月同比



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **汽车零售、通讯器材增速大幅回落，但仍维持高增长。**12 月通讯器材零售同比增速为 21.0%（前值 43.6%），汽车消费复苏维持高景气度，12 月汽车单月销售额同比增长 6.4%（前值 11.8%）。

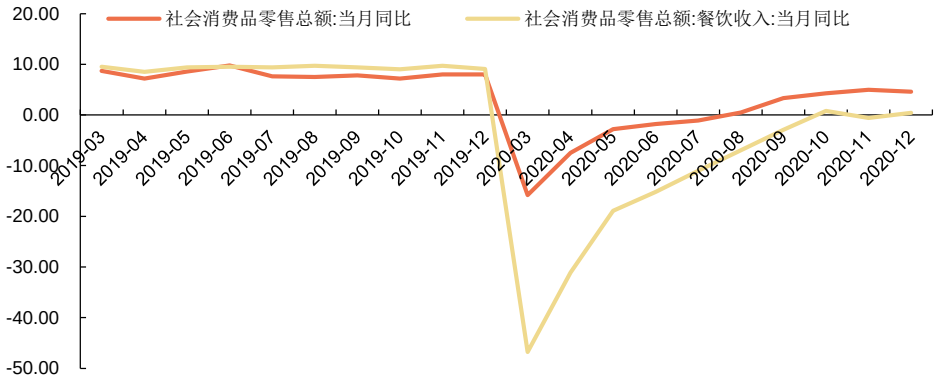
图12：通讯器材、汽车当月同比



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **12 月餐饮等线下消费再次转正。**12 月餐饮收入同比增长 0.4%（前值-0.6%），随年底节日效应，消费者对于线下消费的信心仍在缓慢修复中。

图13：餐饮收入



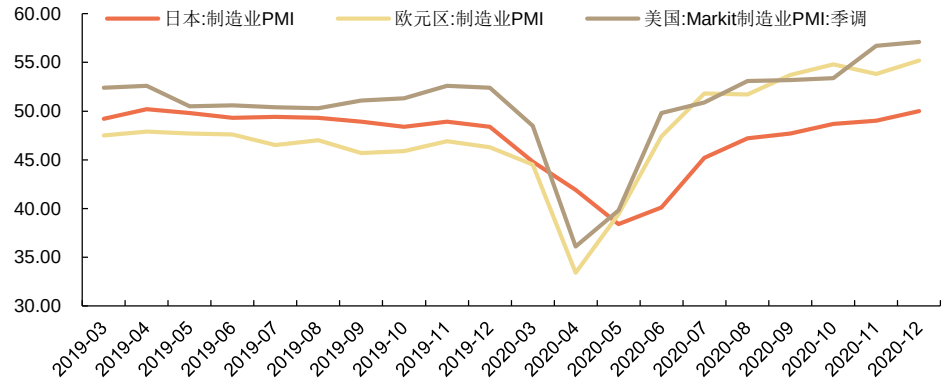
资料来源：Wind，申港证券研究所

- **线上消费表现亮眼。**2020 全年全国网上零售额比上年增长 10.9%。其中，实物商品网上零售额增长 14.8%，占社会消费品零售总额的比重为 24.9%，比上年提高 4.2 个百分点。疫情在一定程度上改变了居民消费习惯，促进了线上消费的发展。

1.5 出口继续高增长 对新兴市场出口修复中

全球经济持续恢复，前景较为乐观，外需整体向好。发达经济体方面，经济重启后景气指数的修复较为明显，其中美国 12 月 PMI57.1 为近五年最高点。至 12 月，美国、欧元区和日本制造业 PMI 指数均保持在 50 及以上的持续扩张区间，处于两年内相对高点，日本修复程度不及美欧，但疫情后也处于持续上升通道，至 12 月 PMI 已达到 50.0，略高于疫情前水平，海外供需缺口仍具备较大空间。

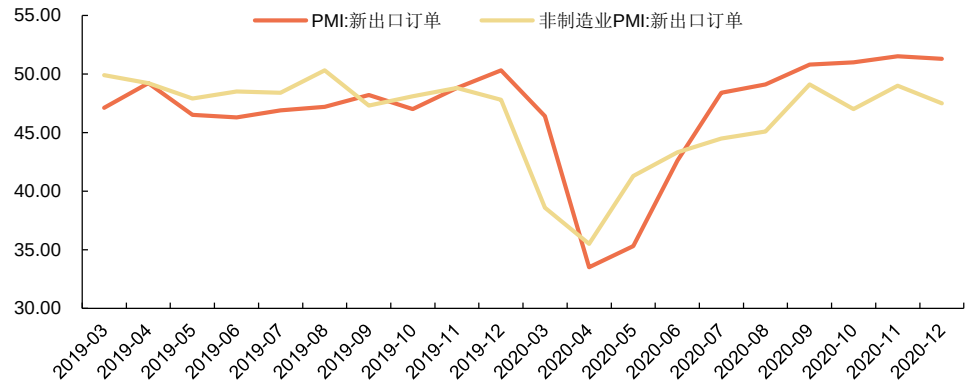
图14：发达经济体工业景气指数修复明显



资料来源：Wind，申港证券研究所

新订单等前瞻指标略有回落但仍保持较高水平，显示需求恢复具备持续性。12 月 PMI：新出口订单为 51.3（前值 51.5），从出口新订单等前瞻指标观测，虽然数据略微回落，但仍维持较高水平，需求恢复具备持续性，出口产业链的景气改善值得持续关注。随拜登即将上台可能使中美关系相对缓和，出口需求的持续性有望延续。

图15：出口新订单预期也依然强劲

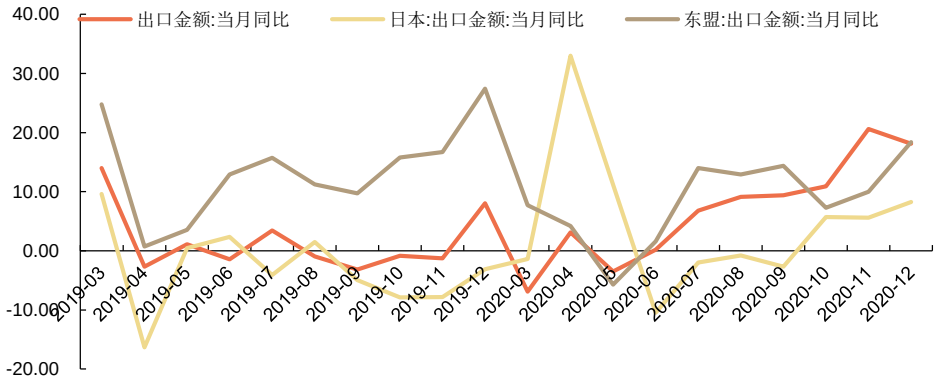


资料来源：Wind，申港证券研究所

区域上，对美国出口依然是主要贡献，对东盟改善明显。12 月份中国出口较 11 月增速虽有所回落但仍维持高位，出口金额当月同比 18.1%（前值 21.1%），对美国出口依然是主要贡献，对东盟改善明显。

- **对东盟、日本出口增速回升。12 月对日本以及东盟的出口增速分别为 8.58%（前值 5.60%）、18.39%（前值 8.78%）。**
- **发达国家需求持续修复，新兴市场需求修复略有提速。**随疫苗研发成功，全球全面复工带来的经济修复及产业链联动，出口增速有望继续提高。

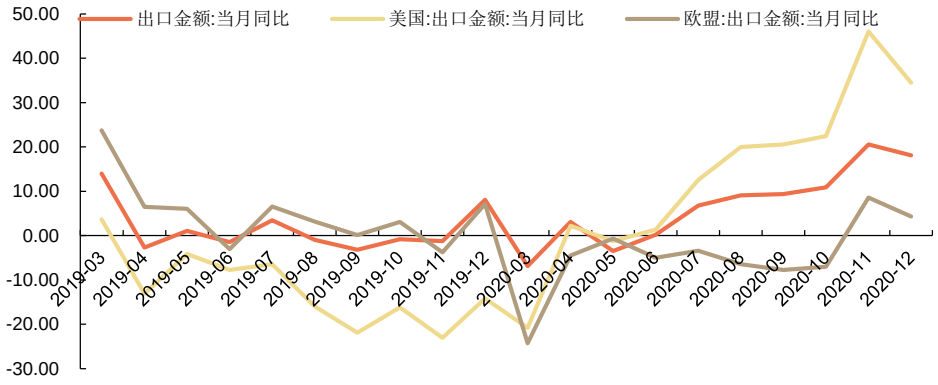
图16：对东南亚、日本出口



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **12 月对美、欧盟增速回落。**对美国出口同比增长 34.5%（前值 46.1%），虽较 11 月有所回落但仍保持较快增长。随着拜登 1 月就职，短期中美贸易摩擦将有望平缓，美国进口需求有望持续。对欧盟出口增速回落。继 11 月对欧盟出口同比首次恢复正增长后，12 月同比增长 4.3%（前值 8.62%）。对美欧出口增速的回落或与圣诞季终端消费品的季节性需求有关。

图17：对美国、欧盟出口



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **品类上，集成电路、高新技术产品、机电产品、通用机械设备、车辆等品类维持高增速。**12 月高新技术产品、机电产品出口金额增长 26.5%（前值 21.1%）和 23.1%（前值 21.2%），仍稳定在较高水平。此外，自动数据处理设备及附件和集成电路，分别增长 54.5%（前值 34.4%）与 39.4%（前值 26.4%），为整体出口增长的主要拉动项。

1.6 CPI 由负转正 PPI 降幅收窄

12 月份 CPI 数据超预期上涨，CPI 同比上涨 0.2%（前值-0.5%），结构上看，食品价格上涨是 CPI 上涨的主因。12 月食品价格同比上涨 1.2%（前值-2.2%）。从主要食品分项看，多数食品价格环比均出现上涨，其中，猪肉、鲜菜等环比大幅上涨是食品价格由跌转涨主因。

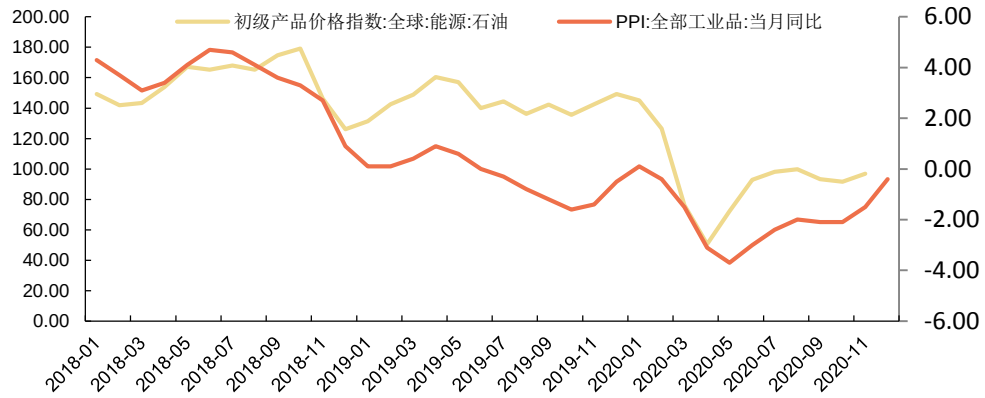
- **一方面，受持续低温天气影响**，导致鲜果的生产和储运成本增加，鲜菜、鲜果

价格分别环比上涨 8.5%（前值-5.7%） 和 3.5%（前值 0%）。

- **另一方面，元旦春节的消费需求季节性增加以及饲料成本上涨等，且供给端回暖速度低于预期**（现有母猪存栏结构比纯二元母猪能够提供的供应量减少了 16.1%）叠加影响，猪肉价格上涨 6.5%（前值-6.5%），结束了连续三个月的环比下跌。
- **中长期来看供给确定性回升推动猪价进入下行通道逻辑不改。**2021 年整体通胀压力不大，核心通胀将随着经济复苏重返上行通道。

PPI 同比下降 0.4%（前值-1.1%），超预期回升，或与国际原油价格上涨和市场需求持续回暖，铁矿石和有色金属等国际大宗商品价格持续攀升等因素有关。

图18：原油燃料、PPI 触底回升



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **原油燃料价格处于低位，预计 2021 年持续回升趋势。**4 月，基本金属、能源化工价格相继见底反弹。原材料大多临近出清，受益于原油燃料价格低位回升、后续补库叠加疫情影响逐步消退经济修复共振，预计后期 PPI 回升趋势有望继续。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上