万联证券 WANLIAN SECURITIES

经济复苏微过热，结构逐步分化

——12 月经济数据点评

日期：2021 年 1 月 19 日

投资要点：

- **四季度 GDP 增速超出市场预期，经济修复趋势不改，复苏速度微过热。**2020 年四季度 GDP 同比增速 6.5%，预期增速 6.2%，三季度增速 4.9%，经济修复趋势延续。
- **工业增加值高位继续上行，工业生产维持旺盛，发电量增速达到近年高点。**高技术产业上行速度最为显著。供暖季带动采矿业相关的原煤、天然气开采需求。上游制造业增速大多较 11 月有所回落，而黑色金属冶炼及压延加工业继续高位走强。中游设备制造业景气度依然较高，基本已恢复至疫情前水平。下游的计算机通信、医药制造等行业表现较好。
- **固定资产投资增速继续修复上行，房地产投资增速继续上行，依然为固定资产投资的主要支撑项，但月度增速呈现趋势放缓。**商品房销售房增速再次加快，销售额增速略快销售面积增速，一线城市价格上行增速最为明显，商品房库存小幅反弹。土地成交反弹上行，土地成交面积上行速度快于成交价款上行速度。房地产资金来源还未明显收缩，增速继续上行。未来对于房地产贷款集中度的管理，叠加“三道红线”的融资端限制，促使房企追赶销售回款的进度，房地产信贷融资预期在 2021 年将中性偏紧。
- **基建增速低于预期，且边际走弱，**电力行业增速一定程度上拉升了基建增速，各省近年电力建设进度较快。随经济逐步修复，逆周期调节政策也将缓步退出。
- **制造业持续顺周期修复，企业经营状况依然向好。**高技术产业为制造业的主要支撑。当前企业仍未进入补库存阶段，需要关注企业融资环境指数连续 3 个月回落，企业融资环境的边际转弱，对未来企业经营的影响。
- **社零增速略低于预期。**小幅回落 0.4 个百分点至 5%，汽车消费增速回落带动社零小幅下行。消费结构分化，化妆品、金银珠宝等可选消费回落，房地产下游行业增速上行趋势延续，餐饮收入增速转正。必选消费中，烟酒类明显反弹上行，年前备货需求有所增加，粮油、食品类也小幅上行。
- 向后看，四季度至 2021 年一季度经济修复上行的趋势没有改变，叠加低基数作用，各项投资分项或迎来年内增速高点基建预期增速基本。基建预期增速基本保持平稳，地产仍将保持韧性，起到对经济的支撑作用，造业也将继续顺周期修复。随疫苗研发的推进，服务业的修复也将加速，但消费预期对经济拉动作用依然有限。
- **风险因素：**工业生产不及预期，房地产信贷环境大幅收紧，中美贸易摩擦超预期，环保政策超预期。

分析师：徐飞

执业证书编号：S0270520010001

电话：021-60883488

邮箱：xufei@wlzq.com.cn

研究助理：于天旭

电话：021-60883499

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

相关报告

万联证券

目录

1、四季度经济增长超预期，经济复苏微过热.....3
2、生产：工业增加值高位延续，生产维持旺盛.....3
3、投资：房地产、基建增速边际放缓，制造业顺周期趋势仍强.....4
3.1 房地产仍为固投主要支撑项，增速边际放缓.....5
3.2 基建投资边际走弱.....6
3.3 制造业持续修复，企业经营状况依然向好.....7
4.消费：消费结构分化，房地产下游增速上行.....7
5.风险提示.....9

图表目录

图表 1:工业增加值与发电量（%）.....3
图表 2:工业增加值分门类增速（%）.....3
图表 3:出口交货值同比增速（%）.....4
图表 4:上游行业工业增加值同比增速（%）.....4
图表 5:中游行业工业增加值同比增速（%）.....4
图表 6:下游行业工业增加值同比（%）.....4
图表 7:固定资产投资分大项累计增速（%）.....5
图表 8:分地区固定资产投资累计增速（%）.....5
图表 9:房地产投资完成额累计增速（%）.....5
图表 10:房屋新开工、施工、竣工增速（%）.....5
图表 11:商品房销售、待售累计增速（%）.....6
图表 12:房地产开发资金来源累计同比（%）.....6
图表 13:成交土地占地面积当月同比（%）.....6
图表 14:土地购置累计同比增速（%）.....6
图表 15:工业增加值与发电量（%）.....7
图表 16:地方政府专项债发行额.....7
图表 17:制造业累计同比增速（%）.....7
图表 18:中国企业经营状况和股市走势.....7
图表 19:社会消费品零售增速（%）.....8
图表 20:网上商品和服务同比增速（%）.....8
图表 21:房地产下游行业消费增速（%）.....8
图表 22:可选消费零售额增速（%）.....8

万联证券

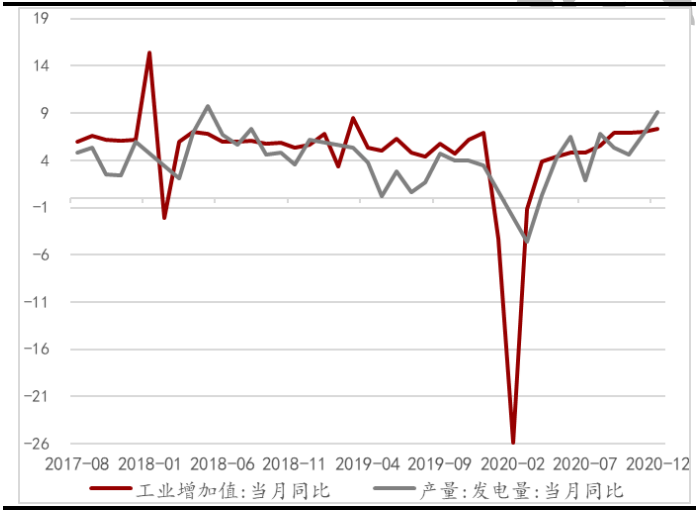
1、四季度经济增长超预期，经济复苏微过热

四季度GDP增速超出市场预期，经济修复趋势不改，复苏速度微过热。2020年四季度GDP同比增速6.5%，预期增速6.2%，三季度增速4.9%，经济修复趋势延续。2020年全年GDP同比增速2.2%，经济运行稳定恢复，“十三五”规划圆满收官。分产业来看，第一产业全年同比增速3%，第二产业同比2.6%，第三产业同比增速2.1%。

2、生产：工业增加值高位延续，生产维持旺盛

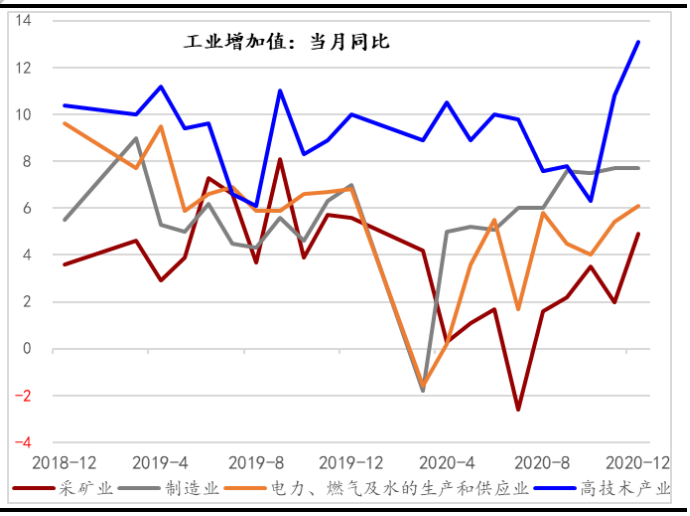
工业增加值高位继续上行，工业生产维持旺盛，发电量增速达到近年高点。高技术产业上行速度最为显著。12月工业增加值同比增速继续上行0.3个百分点至7.3%，环比上涨1.1%。2020年全年累计同比增速2.8%。发电量同比增速由上月的6.8%大幅上行至9.1%。分大类看，采矿业同比上行2.9个百分点至4.9%，原煤产量同比由11月的1.5%上行至3.2%，天然气产量同比上行1.9个百分点至13.7%，供暖季带动相关产品的开采需求；制造业同比持平于7.7%；电力、燃气及水的生产和供应业同比上行0.7个百分点至6.1%；高技术产业同比由上月的10.8%上行至13.1%。

图表1： 工业增加值与发电量走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表2： 工业增加值分门类增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

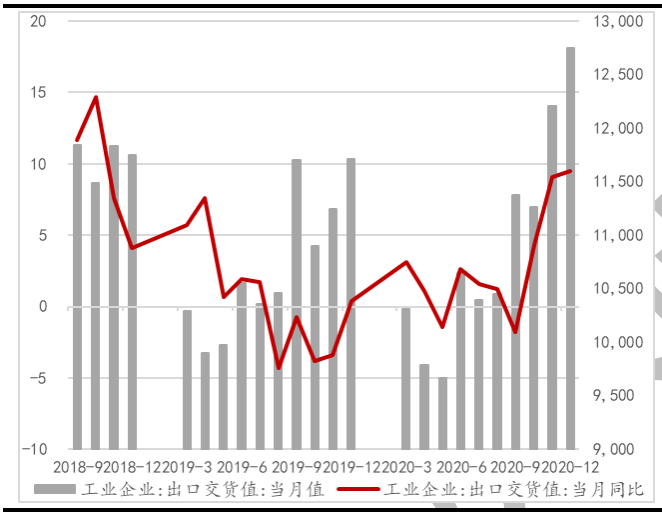
上游制造业增速大多较11月有所回落，而黑色金属冶炼及压延加工业继续高位走强。中游设备制造业景气度依然较高，基本已恢复至疫情前水平。下游的计算机通信、医药制造等行业表现较好。12月出口交货值同比由9.1%上行至9.5%，出口依然旺盛。分行业来看，黑色继续上行，有色、化学制品制造业增速有所回落。钢材产量增速上行2个百分点至12.8%，达到2014年以来的增速高点，水泥产量增速回落1.4个百分点至6.3%，乙烯产量增速也由11.6%回落至11.3%。

细分数据来看，**下游制造业中，**汽车制造业同比回落-1.4个百分点至9.7%，汽车产量同比回落-1.6个百分点至6.5%，医药制造业同比上行3.3个百分点至16.9%，计算机、通信和其他电子设备制造业同比由9.3%上行至11.4%。**中游制造业中，**通用设备制造业同比由10.2%上行至11.1%，专用设备制造业同比由10.5%回落至8.7%，依然处于高位，电器机械及器材制造业同比由18%回落至15.6%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比上行6.1个百分点至8.7%，上行幅度最为显著，纺织业同比回落-1.3个百分点至5.2%。**上游制造业中，**黑色金属冶炼及压延工业同比上行1.1个百分点至10.7%，有色同比回落-0.2个百分点至3.8%，金属制品业、非金属矿物制品业、橡胶

和塑料制品业、化学原料及化学制品制造业分别由13.8%、7.7%、7.7%、9.2%变动为13%、7.5%、5.9%、7.5%，均小幅回落，但基本上已经恢复至疫情前水平。

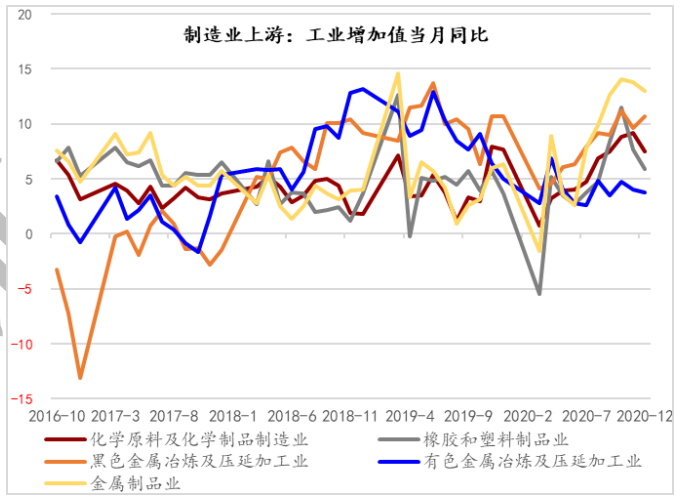
12月以来，南方多地电力供应偏紧。已有浙江、湖南、江西三省发出限电通知，陕西、湖北、河北等多地电网用电负荷已创新高。除了受工业生产修复拉动用电需求增长之外，极寒天气也带动了南方供暖耗电需求，外受电能力有限和机组故障增加电力保供困难，并且煤炭供给偏紧等因素，影响了以上省份的电力供应情况。煤炭价格12月以来也持续上行。

图表3： 出口交货值同比走势（%）



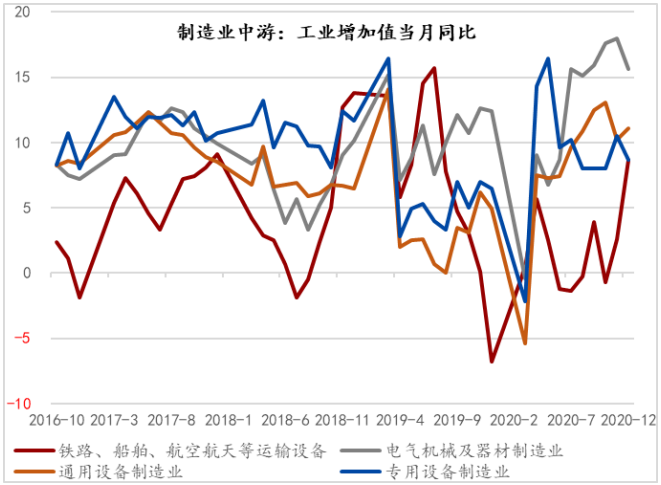
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表4： 制造业上游行业工业增加值同比增速（%）



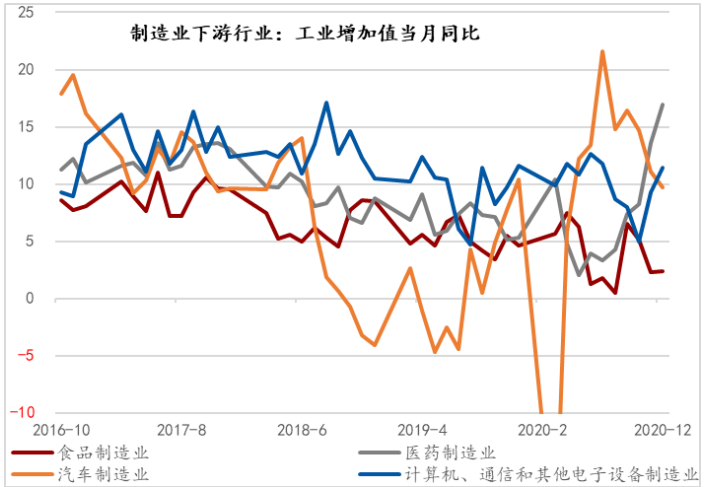
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表5： 制造业中游:工业增加值同比增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表6： 制造业下游行业工业增加值同比（%）



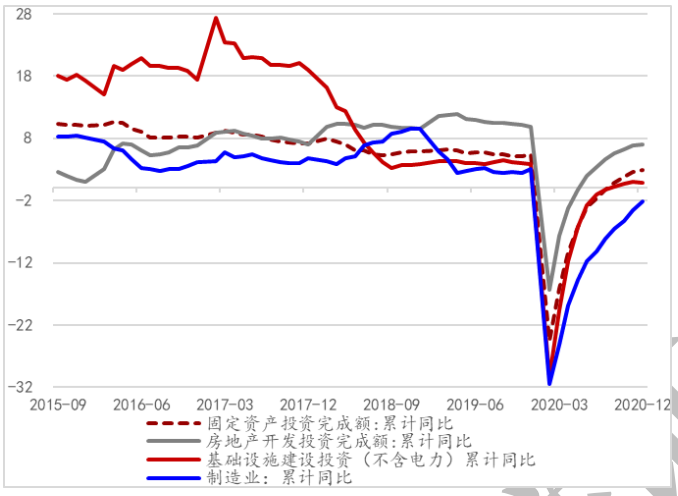
资料来源：Wind，万联证券研究所

3、投资：房地产、基建增速边际放缓，制造业顺周期趋势仍强

制造业持续顺周期修复，房地产韧性仍存，但边际逐步走弱，基建逆周期调节力度转弱。2020年全年，固定资产投资累计同比增速2.9%，前值2.6%，房地产开发投资累计同比增速上行0.2个百分点至7%，我们测算的当月同比回落-1.59个百分点至9.35%；基建累计同比增速上行0.09个百分点至3.41%，当月同比回落-1.61个百分点

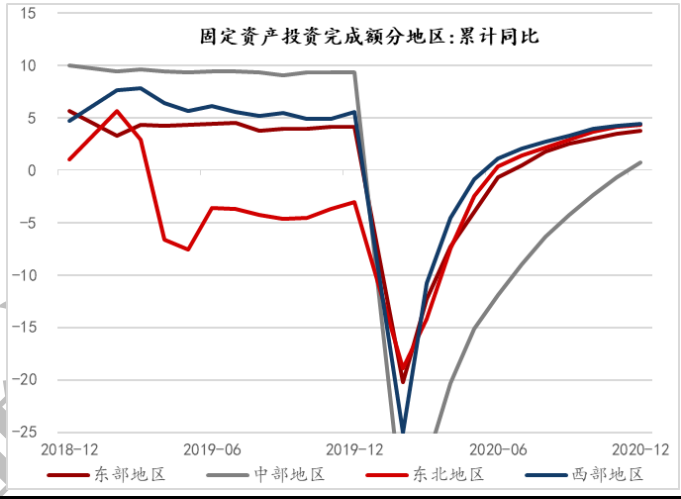
至4.26%，基建（不含电力）累计同比增速回落-0.1个百分点至0.9%，当月同比回落-3.6个百分点至-0.06%；制造业累计同比增速上行1.3个百分点至-2.2%，当月同比回落-2.24个百分点至10.22%。民间固定资产投资上行0.8个百分点至1%。中部地区固定资产投资累计增速转正，增速修复速度最快。

图表7： 固定资产投资分大项累计增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表8： 分地区固定资产投资累计增速（%）

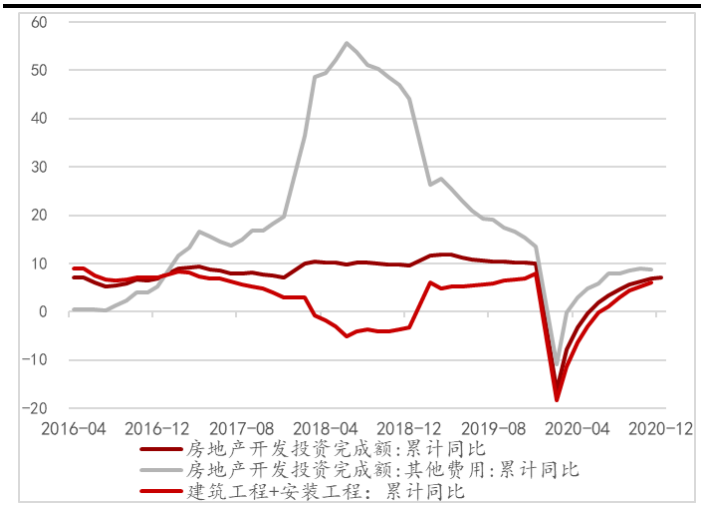


资料来源：Wind，万联证券研究所

3.1房地产仍为固投主要支撑项，增速边际放缓

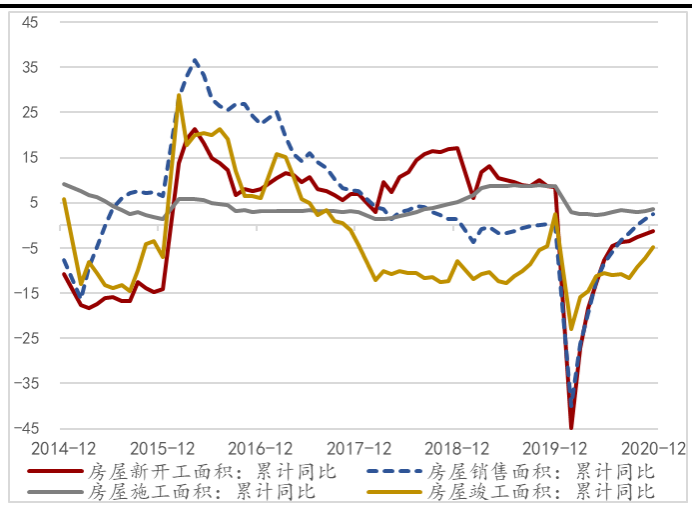
房地产投资增速继续上行，依然为固定资产投资的主要支撑项，但月度增速呈现趋势放缓。房屋新开工面积增速继续反弹0.8个百分点至-1.2%，竣工面积也明显上行2.4个百分点至-4.9%。房地产四季度仍维持增长状态。但增速边际放缓。

图表9： 房地产投资完成额累计增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表10：房屋新开工、施工、竣工增速（%）

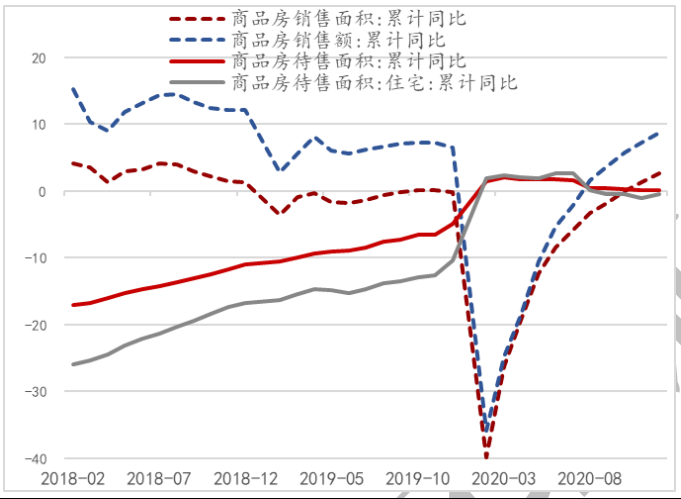


资料来源：Wind，万联证券研究所

商品房销售房增速再次加快，销售额增速略快销售面积增速，一线城市价格上行增速最为明显，商品房库存小幅反弹。地产开发资金1-12月同比增速8.1%，较上月提高1.5个百分点。其中定金及预收款上行速度最快，由5.3%上行至8.5%。商品房销售额累计增速上行1.5个百分点至8.7%，销售面积由上月的1.3%上行至2.6%。商品房待售面积累计同比由上月的-1%上行至-0.4%。融资与信贷的双双收紧，促使房企追赶销售回款的进度。

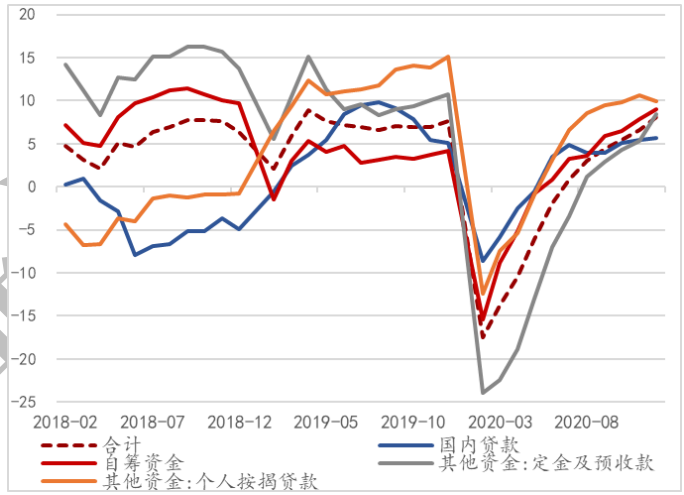
土地成交反弹上行，土地成交面积上行速度快于成交价款上行速度。房地产资金来源还未明显收缩，增速继续上行。未来对于房地产贷款集中度的管理，叠加“三道红线”的融资端限制，房地产信贷融资预期在2021年将中性偏紧。从房地产土地成交来看，本年土地购置面积累计同比从上月的-5.2%上行至-1.1%，土地成交价款累计同比上行1.3个百分点至17.4%，从百城的成交土地占地面积来看，12月季节性大幅上行，但在低基数影响下，同比增速转负。

图表11：商品房销售、待售累计增速（%）



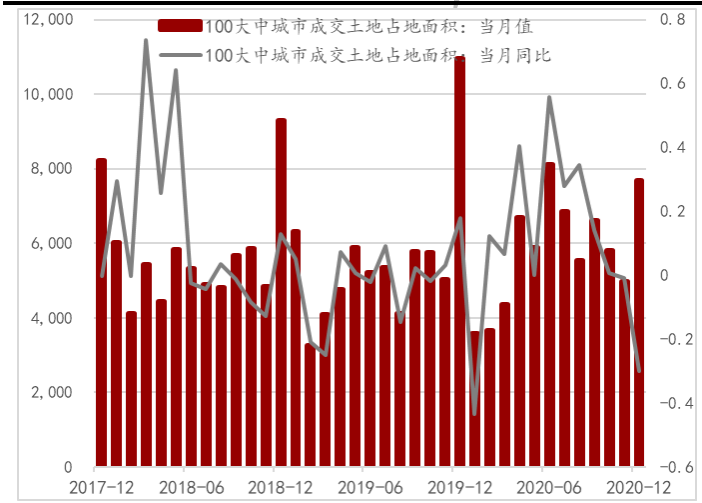
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表12：房地产开发资金来源累计同比（%）



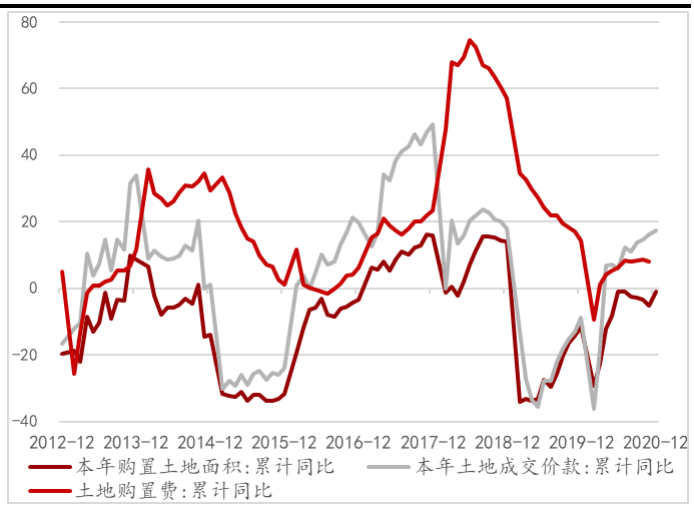
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表13：成交土地占地面积当月同比（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表14：土地购置累计同比增速（%）



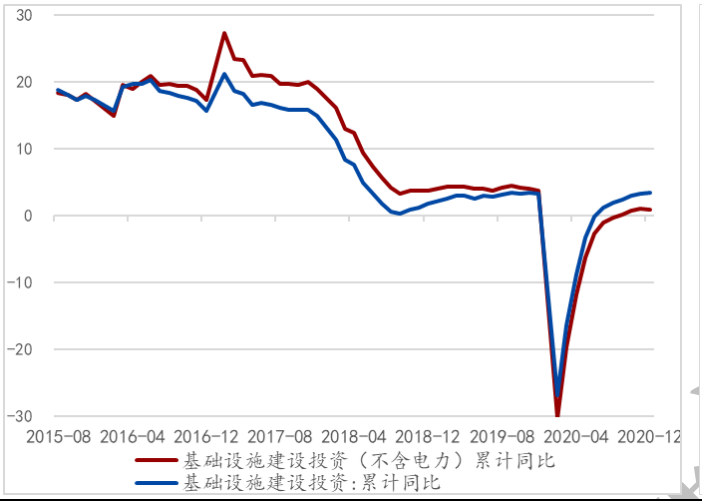
资料来源：Wind，万联证券研究所

3.2基建投资边际走弱

基建增速低于预期，且边际走弱，棚改专项债分流没有进一步扩大。基建投资1-12月累计同比上行0.09个百分点至3.41%，当月同比回落-1.61个百分点至4.26%，基建投资（不含电力）1-12月累计同比回落-0.1个百分点至0.9%，当月同比回落-3.6个百分点至-0.06%。电力行业增速一定程度上拉升了基建增速，各省近年电力建设进度较快。10月专项债发行累计值已经超过全年专项债预期额度，专项债发行支撑基建力度依然较大。四季度基建增速整体保持平稳。随经济逐步修复，逆周期调节政策也将缓

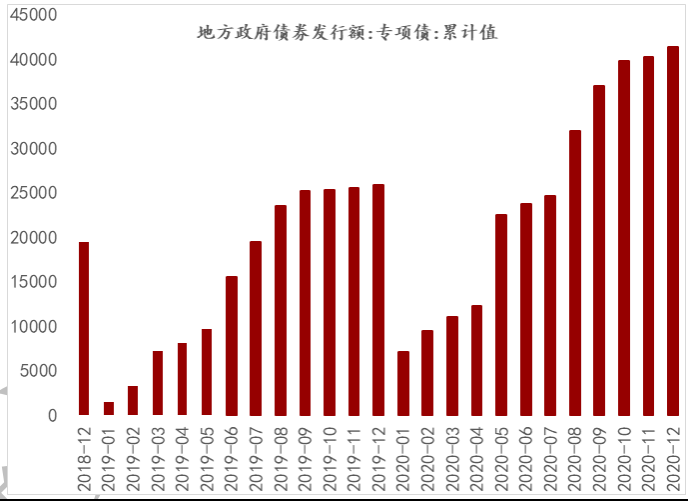
步退出。但“十四五”规划中，有对重大工程项目的开工规划，预期基建仍将整体持平。

图表15：基建累计同比增速走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表16：地方政府专项债发行额

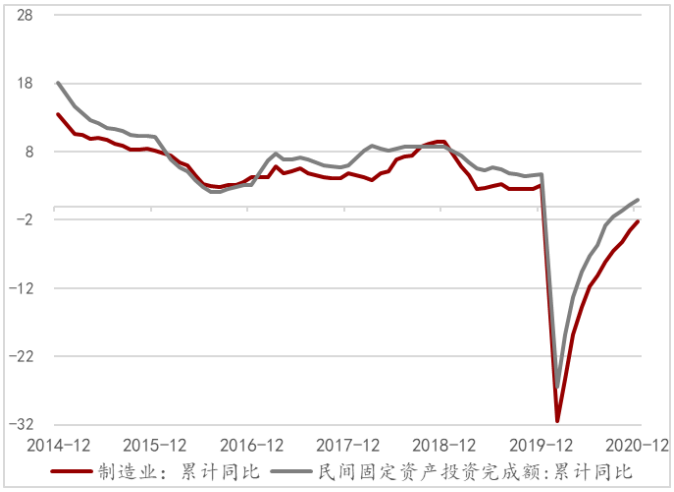


资料来源：Wind，万联证券研究所

3.3制造业持续修复，企业经营状况依然向好

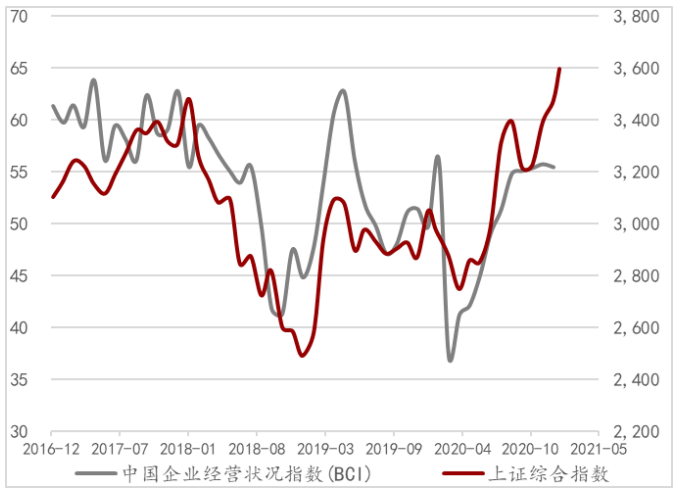
制造业持续修复，企业经营状况依然向好。高技术产业为制造业的主要支撑。制造业投资累计增速上行1.3个百分点之-2.2%，修复趋势仍强；民间固定资产投资累计同比增速上行0.8个百分点至1.0%。企业经营环境依然继续向好，从BCI企业销售和利润前瞻指数来看，12月继续上行，库存继续下滑，企业仍未进入补库存阶段。需要关注企业融资环境指数连续3个月回落，企业融资环境边际转弱，后续或将影响股市继续上行。

图表17：制造业累计同比增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表18：中国企业经营状况和股市走势



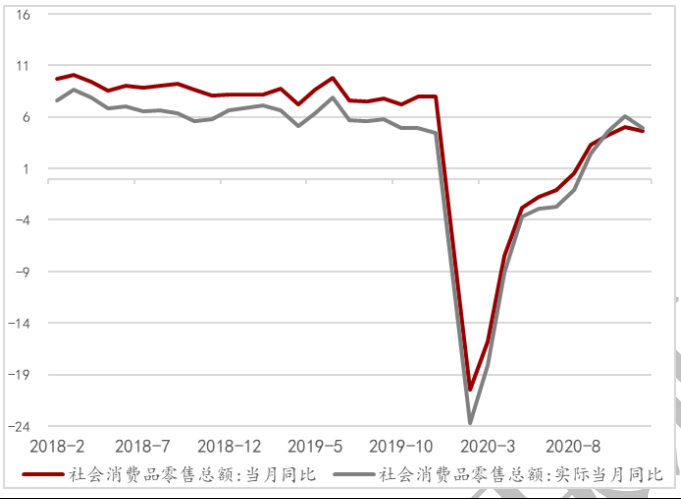
资料来源：Wind，万联证券研究所

4. 消费：消费结构分化，房地产下游增速上行

社零增速略低于预期，汽车消费增速回落带动社零小幅下行。12月，社会消费品零售总额增速小幅回落0.4个百分点至5%,除汽车以外的消费品同比增速上行0.2个百分点

至4.4%，2020年社零全年累计增速-3.9%；限额以上企业消费品零售总额同比增速回落1.9个百分点至6.4%，限额以上企业回落较为明显。12月网上商品和服务同比增速有所回落，网上销售占社零比重也有所回落，部分由于今年双十二网上促销活动力度较小，双十一带动了部分商品消费的前置。

图表19：社会消费品零售额增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

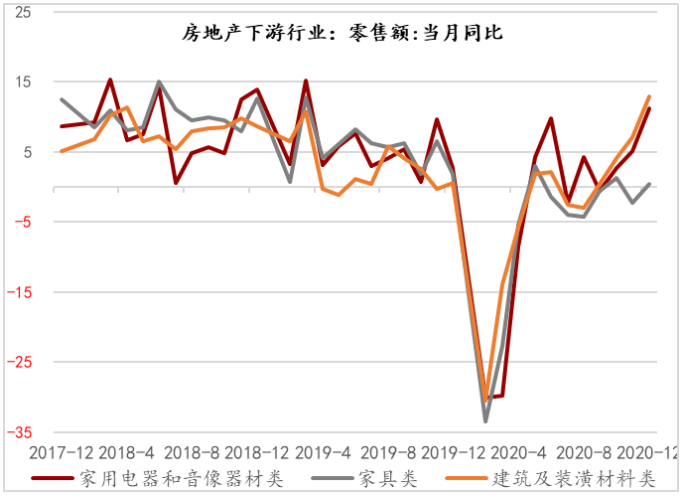
图表20：网上商品和服务同比增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

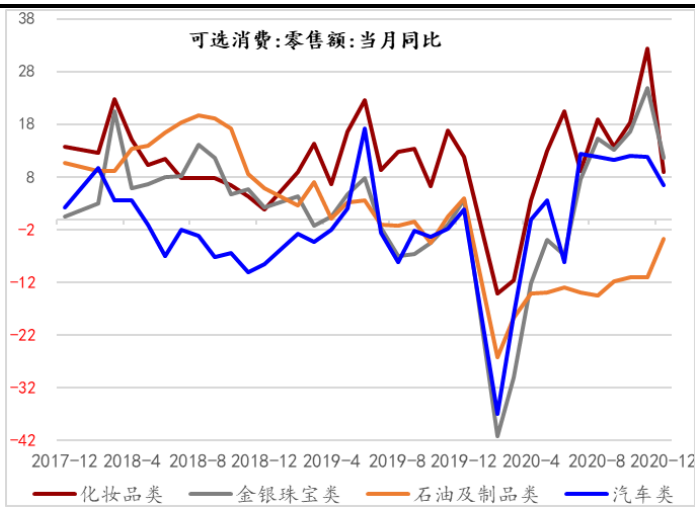
消费结构分化，化妆品、金银珠宝等可选消费回落，房地产下游行业增速上行趋势延续，餐饮收入增速转正。化妆品类增速由11月的高点32.3%快速回落至9%，金银珠宝类由24.8%回落至11.6%，双十一带动此类可选消费品消费前置，12月消费边际转弱。房地产销售的旺盛，也部分抑制了其他可选消费的支出。餐饮收入增速再度反弹转正为0.4%。汽车消费高位回落5.4个百分点至6.4%，石油及制品类上行7.2个百分点至-3.8%，部分受原油价格上行影响。房地产下游的家用电器、家具、建筑及装潢材料类分别上行至11.2%、0.4%和12.9%。国内房地产仍处于竣工周期，叠加美国房地产周期逐步走出底部，伴随经济复苏趋势，地产下游的相关行业被拉动上行。必选消费中，烟酒类明显反弹上行，年前备货需求有所增加，粮油、食品类也小幅上行。

图表21：房地产下游行业消费增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表22：可选消费零售额增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

向后看，2021年一季度经济修复上行的趋势没有改变，叠加低基数作用，各项投资分项或迎来年内增速高点，基建预期增速基本保持平稳，地产仍将保持韧性，起到对经济的支撑作用，制造业也将继续顺周期修复。冬季疫情呈散点装小规模复发，并且春节不提倡返乡过年，部分与出行服务相关的行业，如酒店、旅游、飞机高铁等，或阶段性受到抑制。但同时也减小了疫情随人流迁徙而扩散的风险，进而影响年后复工生产的可能性降低。随疫苗研发的推进，未来服务业和出行需求的修复也将加速，但消费预期对经济拉动作用依然有限。

5. 风险提示

工业生产不及预期，房地产信贷环境大幅收紧，中美贸易摩擦超预期，环保政策超预期。

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场