2021 年 01 月 18 日

证券研究报告•宏观简评报告

数据点评

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

# 100 万亿捷报背后：扩内需仍待加力

## ——12 月经济数据点评


**摘要**

- **GDP：下半年拾级而上，固定资产投资稳步回升。**2020 年我国国内生产总值首次突破 100 万亿元大关，同比增长 2.3%，二季度增速转正后拾级而上。目前复工复产稳步推进，供需两端逐步恢复，投资仍是经济修复的主力。2020 年全国固定资产投资同比增长 2.9%，基建投资不及预期，房地产投资韧性较强，制造业投资恢复势头良好；但消费尚未完全恢复，全年社会消费品零售总额同比下降 3.9%，分化趋势明显。2020 年居民收入增长逐步恢复，但仍低于疫情前，就业目标超额完成。

- **工业生产加快恢复，高新产业增势良好。**12 月，规模以上工业增加值同比增长 7.3%，比上月加快 0.3 个百分点。制造业增长 7.7%，增速与上月持平，其中高技术制造业同比增长 13.1%，增速较 11 月加快 2.3 个百分点，保持着良好的增长势头。受国内散点疫情影响和居家办公带动，医药制造业、计算机通信和其他电子设备制造业同比增速较前月加快。随着我国进入工业互联网的快速成长期，2021 年在稳增长政策持续发力，工业企业将进一步加速会暖。

- **制造业投资复苏延续，产能利用率保持升势。**12 月，制造业投资同比保持 10%左右的增速，虽然较 11 月放缓，但考虑到基数影响，12 月制造业投资表现并不差。四季度制造业产能利用率达 78.4%，同比上升 0.4 个百分点，除纺织业，计算机、通信和其他电子设备制造业外，其他行业产能利用率均维持稳定或小幅上升。当前全球疫情防控形势依然严峻，国内有散点疫情出现反复，但随着疫苗的全面推广和经济的进一步恢复，加之 2020 年基数较低，预计 2021 年制造业投资将呈现较快增长态势。

- **基建投资单月同比转负，新周期即将开启新行情。**2020 年基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 0.9%，其中，12 月当月同比下降 0.06%，为 4 月份以来首次单月同比增幅转负，与财政支出进度不及预期，天气因素及局部地区散点疫情出现有关。新周期开启叠加基数效应将推高基建投资表现。2021 年伊始，上海、广州、湖北、天津等多地加速布局新基建，国家层面关于新基建的相关规划有望加快出台，受新基建拉动和低基数影响，乐观估计全年基金投资增速有望上行至 7%。

- **商品零售增速回落，耐用消费品需求减弱。**12 月份，社会消费品零售同比增长 4.6%，增速年内首次回落。除汽车外消费品零售额增长 4.4%，增速较 11 月份加快 0.2 个百分点，但增幅边际放缓。12 月份，化妆品类、通讯器材类和金银珠宝类耐用消费品增速回落最多，主因“双十一”购物节提前消费与囤货，短期内有效需求减弱；烟酒类、石油制品类、家用电器类增速加快显著。2020 年全国居民人均可支配收入名义增速较 2019 年放缓，加之受近期国内多地散点疫情影响，往年的“春节效应”或将减弱，一季度社零总额增速或将不及预计。

- **风险提示：**疫情反复，外需恢复和经济复苏不及预期，政策力度不及预期。



**西南证券研究发展中心**

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-58251911

邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦

电话：010-58251904

邮箱：wangrm@swsc.com.cn


**相关研究**

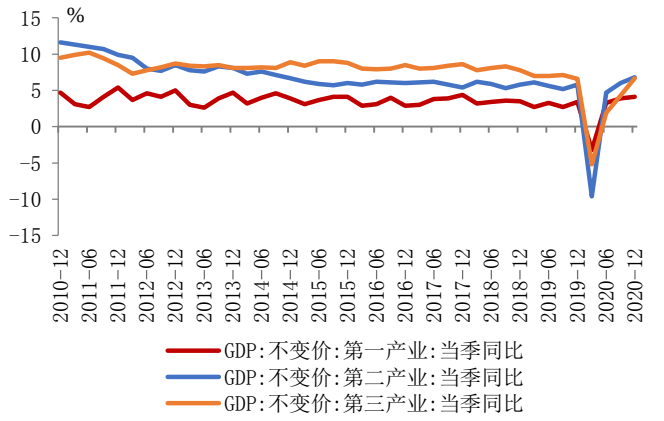
1. 流动性要收紧？鲍威尔如是说 (2021-01-15)
2. 出口强势延续，特殊贸易方式成长较快 (2021-01-14)
3. 牛市+严监管，社融结构多有变 (2021-01-13)
4. 核心 CPI 创新低，PPI 回升加速能持续多久？ (2021-01-11)
5. 起飞的下沉消费，与疯狂的比特币 (2021-01-08)
6. 期待：中欧投资的潜力，疫苗上市后的暖阳 (2021-01-02)
7. 从 12 月 PMI 看企业面临的两大风险 (2020-12-31)
8. 同一个世界，不同的“宽松” ——中美欧货币政策对比及展望 (2020-12-29)
9. 脱欧破局，迎接英国的却不是坦途 (2020-12-25)
10. 如何在绿水青山中寻找金山银山？——低碳经济的发展路径与投资机会 (2020-12-22)

# 1 GDP 增速逐季而上，投资稳步前行

面对复杂严峻的国内外环境，2020 年我国全年国内生产总值 101.6 万亿元，首次突破 100 万亿元大关，同比增长 2.3%。二季度增速转正后，下半年呈拾级而上态势，四季度增长 6.5%。目前复工复产稳步推进，全年规模以上工业增加值比上年增长 2.8%，供需两端逐步恢复，消费、投资、贸易等领域主要指标回升，投资仍是经济修复的主力。2020 年全国固定资产投资 51.9 万亿元，同比增长 2.9%，国有控股投资增速依然快于民间投资。三大产业投资实际增速均转正，二产业复苏最快，而第三产业下半年恢复速度显著，第一、二、三产业全年投资同比增速分别为 19.5%、0.1%和 3.6%。

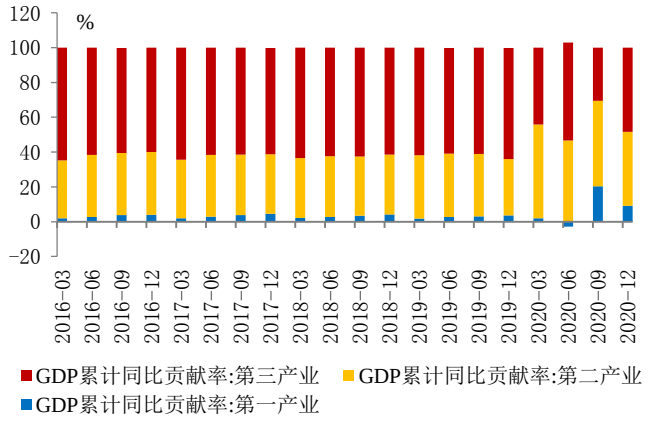
**消费尚未完全恢复，消费分化趋势明显。**2020 全年社会消费品零售总额 391981 亿元，比上年下降 3.9%，最终消费支出超过 55 万亿元，其中四季度，社会消费品零售总额同比增长 4.6%，比三季度加快 3.7 个百分点。同时，疫情也使得消费分化的趋势日趋明显。**居民收入增长与经济增长基本同步，就业目标超额完成。**2020 全年全国居民人均可支配收入 32189 元，比上年名义增长 4.7%，扣除价格因素实际增长 2.1%，与经济增长基本同步；全年全国居民人均消费支出 21210 元，比上年名义下降 1.6%，扣除价格因素实际下降 4.0%，疫情对居民消费总量和消费预期均产生了冲击；全年城镇新增就业 1186 万人，明显高于 900 万人以上的预期目标，完成全年目标的 131.8%。

**图 1：三大产业稳步复苏**




*数据来源：wind、西南证券整理*

**图 2：三大产业对 GDP 的贡献率**



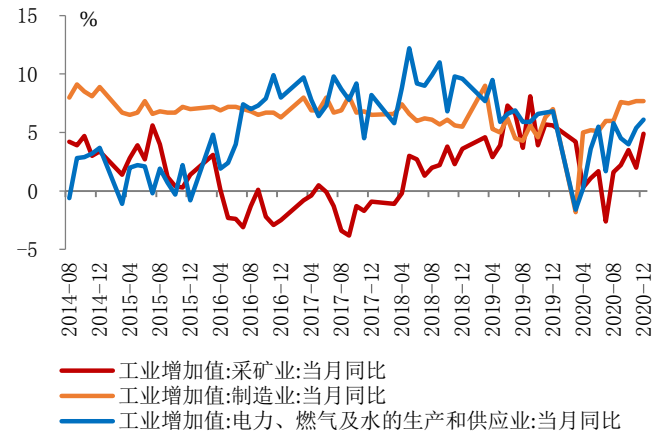

*数据来源：wind、西南证券整理*

# 2 工业增加值增速年内新高，高技术制造势头正劲

2020 年全年规模以上工业增加值增速虽不及疫情前，但 9 月后单月增速已显著高于疫情前。12 月份，规模以上工业增加值同比增长 7.3%，比 11 月加快 0.3 个百分点，环比增长 1.10%。三大门类中，受国际大宗商品价格上涨等因素带动，采矿业增加值同比增长 4.9%，增速较 11 月份加快 2.9 个百分点；制造业增长 7.7%，增速与上月持平，其中高技术制造业同比增长 13.1%，增速较 11 月加快 2.3 个百分点，2021 至 2023 年是我国工业互联网的快速成长期，新型基础设施建设量质并进，新模式、新业态大范围推广，今年我国工业稳增长将持续发力，高新产业将保持较快增长势头。

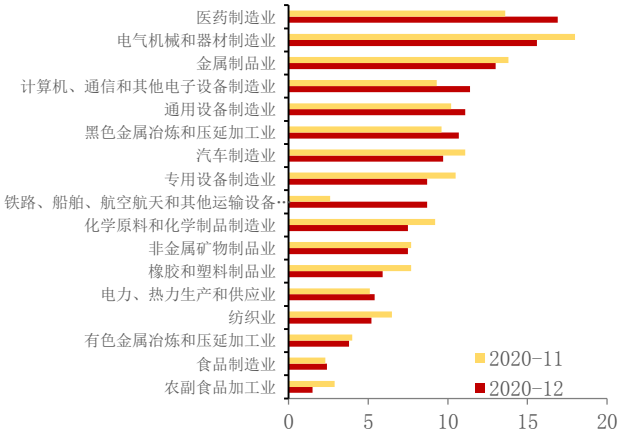
具体行业来看，12 月份，受国内散点疫情影响和居家办公影响，医药制造业、计算机通信和其他电子设备制造业同比分别增长 13.6%和 9.3%，较 11 月份增幅扩大 3.3 和 2.1 个百分点；而电气机械和器械制造业同比增速较前值回落最多，较 11 月减少 2.4 个百分点。

**图 3：12 月采矿业工业增加值边际增速大幅回升**




*数据来源：wind、西南证券整理*

**图 4：规模以上工业增加值月度同比增速对比**



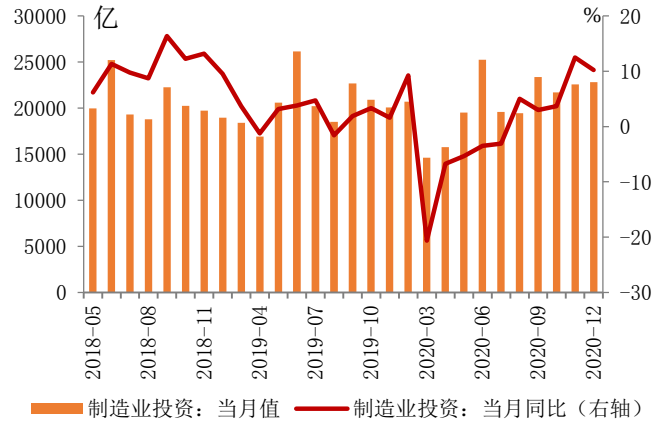

*数据来源：wind、西南证券整理*

## 3 制造业投资复苏延续，产能利用率保持升势

2020 全年制造业投资同比下降 2.2%，降幅较 1-11 月份收窄 1.3 个百分点，降幅收窄速度有所放缓。分行业来看，2020 年高技术制造业投资同比增长 11.5%，其中医药制造业、计算机及办公设备制造业投资分别增长 28.4%、12.5%，大幅高于整体制造业投资增速，高技术制造业对制造业投资拉动效果明显。但其他制造业细分领域固定资产投资大都不及 2019 年，其中汽车制造业、金属制品业、纺织业和通用设备制造业固定资产投资下滑尤为明显，同比分别下降 12.4%、8.2%、6.9%和 6.6%，虽从全年增速来看尚未完全恢复，但月度同比降幅都在持续收窄。制造业固定资产投资复苏趋势在产能利用率方面也有体现，2020 年制造业产能利用率较前值下降 2.2 个百分点至 74.9%，但四季度制造业产能利用率达 78.4%，同比上升 0.4 个百分点，除纺织业，计算机、通信和其他电子设备制造业外，其他行业产能利用率均维持稳定或小幅上升。同时，制造业 PMI 连续 10 个月位于临界点之上，也反映出制造业的持续复苏。

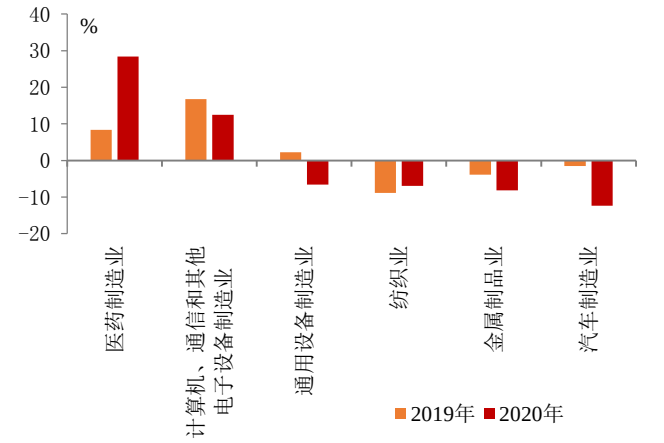
单月来看，12 月制造业投资同比增长 10.2%，连续 2 个月保持两位数增长，虽然较 11 月放缓 2.3 个百分点，但考虑到上一年同期高基数的影响，12 月制造业投资表现并不差。当前全球疫情防控形势依然严峻，国内有散点疫情出现反复，但随着疫苗的全面推广和经济的进一步恢复，加之 2020 年基数较低，预计 2021 年制造业投资将呈现较快增长态势；另一方面，随着国家对集成电路和软件产业等行业的政策支持力度进一步加大，2021 年高技术制造业投资有望延续较快增长态势。

图 5：制造业投资延续复苏态势




数据来源：wind、西南证券整理

图 6：制造业分项投资增速表现（年度对比）



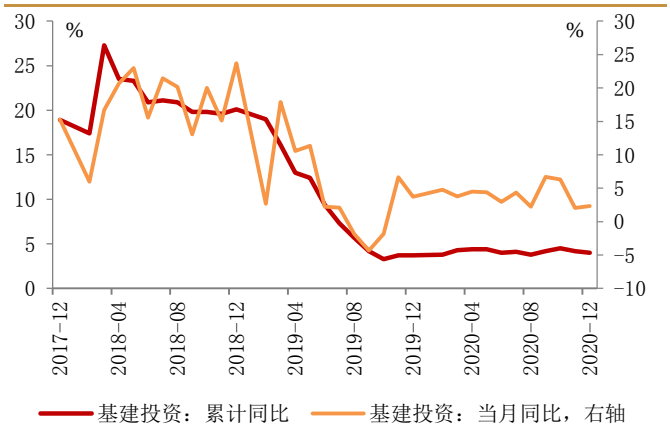

数据来源：wind、西南证券整理

# 4 基建投资单月同比转负，新周期即将开启新行情

**基建投资单月同比转负，或与三大因素有关。**2020 年基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 0.9%，较 1-11 月回落 0.1 个百分点。其中，铁路运输业投资下降 2.2%，1-11 月份为增长 2.0%；道路运输业投资增长 1.8%，增速回落 0.4 个百分点；水利管理业投资增长 4.5%，增速提高 1.4 个百分点；公共设施管理业投资下降 1.4%，降幅收窄 0.4 个百分点**四季度为基建投资的传统淡季，12 月基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增速为负可能与财政支出进度不及预期，天气因素及局部地区散点疫情出现有关。**今冬寒潮部分地区出现了“供电不足”的超负荷现象，导致阶段性拉闸限电的非常规措施出现，一定程度上影响了基建项目的施工强度；近期部分地区出现了散点疫情，也在一定程度上影响了施工进度，截止日前，全国共有 3 个高风险地区，78 个中风险地区。多因素的共同影响下，12 月基建投资当月同比下降 0.06%，为 4 月份以来首次单月增速转负。

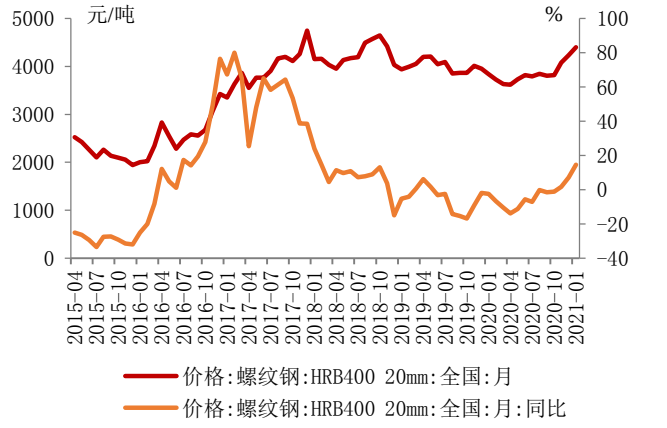
**新周期开启叠加基数效应将推高基建投资表现。**根据 1 月 16 日中共国家发展改革委党组的表述，2021 年要实施好关键核心技术攻关工程，尽快解决一批“卡脖子”问题；推进“十四五”重大工程项目建设，加大新型基础设施投资力度；加快京津冀、长三角、粤港澳大湾区城际和市域（郊）铁路建设。2021 年伊始，上海、广州、湖北、天津等多地加速布局新基建，国家层面关于新基建的相关规划有望加快出台，作为“十四五”规划的开官之年，预计新基建在投资中的占比将显著提高，进一步推动 2021 年的基建投资维持较高的增速，受新基建拉动和低基数影响，乐观估计全年基建投资增速有望上行至 7%左右。

图 7：2020 年下半年基建投资增速持续下滑




数据来源：wind、西南证券整理

图 8：10 月以来螺纹钢价格加快回升

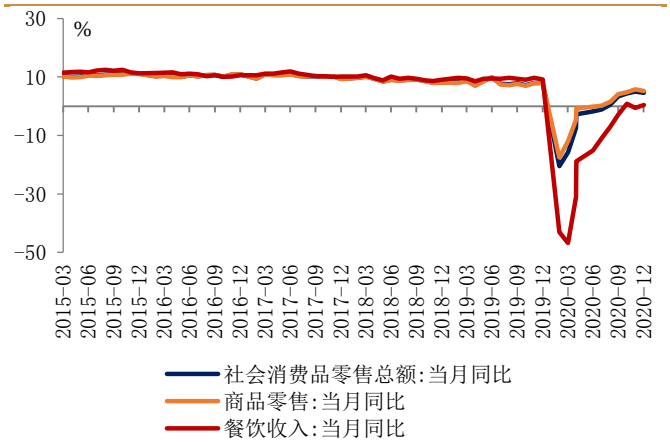



数据来源：wind、西南证券整理

## 5 商品零售增速回落，耐用消费品需求减弱

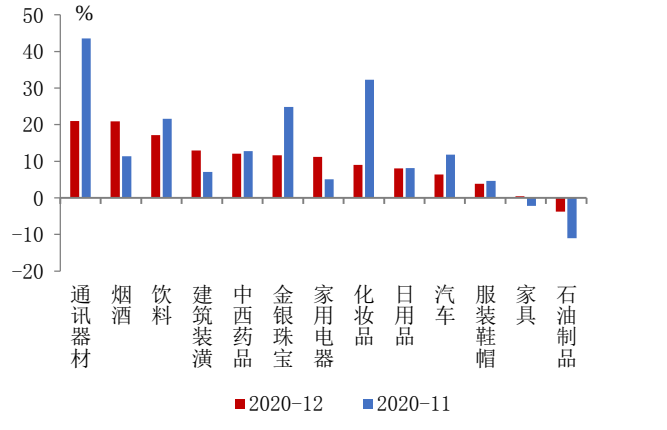
12 月份，社会消费品零售同比增长 4.6%，较 11 月出现回落，除汽车外消费品零售额增长 4.4%，增速较 11 月份加快 0.2 个百分点，但增幅边际放缓。虽然受到疫情影响，但餐饮消费增速再次转正，商品零售增速回落是 12 月社零增速回落的主要原因，具体类别来看，化妆品类、通讯器材类和金银珠宝类耐用消费品增速回落最多，较 11 月分别降低 23.3、22.6 和 13.2 个百分点，“双十一”购物节带动提前消费和囤货，短期内有效需求减弱；烟酒类、石油制品类、家用电器类增速加快显著，较 11 月分别上升 9.5、7.2 和 6.1 个百分点，一方面，临近年底，烟酒价格出现上涨，家用电器消费需求增加，另一方面，12 月国际原油价格上涨带动石油相关制品价格走高。2020 年全国居民人均可支配收入名义增长 4.7%，较 2019 年放缓 4.3 个百分点，加之受近期国内多地散点疫情影响，往年的“春节效应”或将减弱，一季度社零总额增速或将不及预计。

图 9：12 月社零总额增速出现回落




数据来源：wind、西南证券整理

图 10：主要品类消费月度同比增速对比




数据来源：wind、西南证券整理

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

| | |
|---|---|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

**重庆**

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

**深圳**

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|---|---|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 吴菲阳 | 销售经理 | 021-68415020 | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn |
| | 付禹 | 销售经理 | 021-68415523 | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn |
| | 黄滢 | 销售经理 | 18818215593 | 18818215593 | hying@swsc.com.cn |
| | 蒋俊洲 | 销售经理 | 18516516105 | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn |
| | 刘琦 | 销售经理 | 18612751192 | 18612751192 | liuqi@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 陈慧琳 | 销售经理 | 18523487775 | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn |
| 北京 | 张岚 | 高级销售经理 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 彭博 | 销售经理 | 13391699339 | 13391699339 | pbyf@swsc.com.cn |
| 广深 | 王湘杰 | 地区销售副总监 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 林芷豌 | 高级销售经理 | 15012585122 | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn |
| | 陈慧玲 | 高级销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |
| | 谭凌岚 | 销售经理 | 13642362601 | 13642362601 | tll@swsc.com.cn |
| | 郑龑 | 销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |