2021 年 01 月 18 日

三大分化，透露的中期线索

——宏观经济点评

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）
majieying@kysec.cn
证书编号：S0790120080081

最新的 GDP 和工业生产显著超预期，然而“靓丽”的数据背后，结构分化明显：外需与内需、内需与生产、“稳增长”链条与线下消费等。重申后疫情时代，全球性政策“退潮”大势所趋，国内地产、基建等“稳增长”链条动能或加速衰减，新兴产业继续保持高景气；外需链条，重点关注服务于美欧生产活动的出口链。

● **生产和需求明显分化，生产内部亦有分化，三产业修复较快，汽车链生产回落**

GDP 和工业生产均明显超预期，而需求有所走弱，出现典型的产、需背离。4 季度 GDP 当季同比 6.5%、12 月工业增加值当月同比 7.3%，分别超过市场平均预期的 6.2%和 6.9%，及各自前值。而三大需求在 12 月均有所回落，投资、消费和出口当月同比增速分别较 11 月回落 3.8 个百分点、0.4 个百分点和 3 个百分点。

生产内部出现明显分化，第一、二产业修复节奏放缓、第三产业修复较快，第二产业汽车链生产回落。4 季度，第一、二产业 GDP 增速分别较前值提高 0.2 个百分点和 0.8 个百分点、低于三季度提升幅度，而第三产业 GDP 增速连续 2 个季度每个季度提升 2.4 个百分点。工业生产来看，12 月采矿业和电热燃工业增加值同比增速均高于前值，而制造业与前值持平，细分行业中汽车、橡胶塑料等回落。

● **内需和外需明显分化，投资和消费增速较低，出口韧性较强、外贸链继续改善**

“稳增长”相关需求回落趋势已明，出口韧性较强、保持两位数增长。内需来看，12 月投资和消费增速分别为 5.9%和 4.6%，其中，基建和地产投资增速分别较上月回落 1.4、2.1 个百分点，制造业投资保持较高增速。外需来看，美、欧制造业 PMI 持续回升，外需带动下出口韧性较强、12 月增速达 18.1%，但结构分化，消费品出口普遍下滑，以集成电路、钢材为首的资本品或中间品出口加速增长。

出口链改善带动下，机电类、部分上游原材料等工业品产量增速较高。12 月主要工业品产量来看，微型电子、工业机器人、金属切削机床、集成电路等增速均超过 20%、且较 11 月增长加快，与外贸链相关行业出口高景气一致；上游天然气、钢材、化学纤维、乙烯等增速在 10%以上、较 11 月不同程度提升，也一定程度得益于外需改善；而汽车、新能源汽车、平板玻璃、水泥、烧碱等增速回落。

● **消费需求结构亦明显分化，汽车链拖累明显，疫情影响下线下消费等修复较慢**

消费需求结构亦明显分化，汽车链拖累明显，线下消费修复较慢，地产链消费持续回升。尽管消费增速回落，剔除汽车以外的消费品零售增速小幅回升 0.2 个百分点，餐饮收入增速仍在零附近徘徊。消费品分产品来看，化妆品、通讯器材、汽车类等可选消费回落较多，竣工链相关家用电器、建筑装饰等增速持续抬升。

重申观点：2021 年，信用“收缩”之年。政策“退潮”下，信用收缩通道已经开启，带来的影响分化会非常明显，不同部门、行业分化或将加大。重点关注“转型”相关产业、前期修复不足的线下消费，及服务于美欧生产活动的出口链等。

● **风险提示：**全球疫情反复、疫苗接种不及预期，信用违约增多。

相关研究报告

《宏观经济专题-中美利差收窄，大势所趋》-2021.1.17

《宏观经济专题-10Y 美债利率走势研判》-2021.1.16

《宏观经济点评-相比总量，出口结构的变化更值得关注》-2021.1.14

目　录

1、 生产和需求明显分化，生产内部亦有分化 3
2、 内需和外需明显分化，外贸链继续改善 4
3、 消费需求结构亦明显分化，汽车链拖累明显 5
4、 风险提示 5

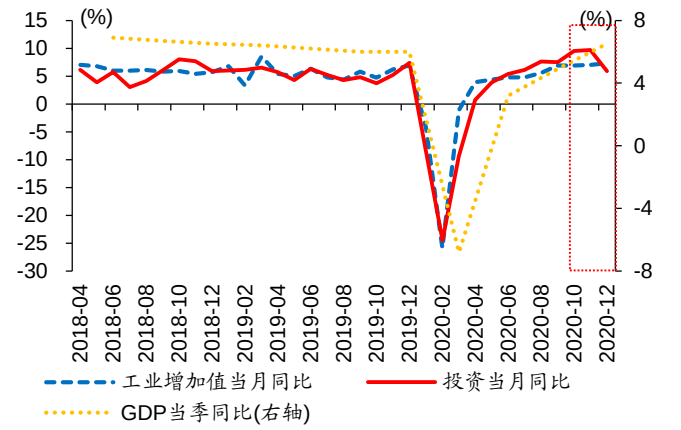
图表目录

图 1: 2020 年年底生产和投资明显背离 3
图 2: 三大需求均不同程度回落 3
图 3: 第三产业 GDP 增速连续 2 个季度大幅提升 3
图 4: 汽车、橡胶、化学原料等生产回落 3
图 5: 三大类投资均不同程度回落 4
图 6: 钢材、集成电路出口加快增长 4
图 7: 汽车、水泥等产量增速明显回落 4
图 8: 近几个月餐饮收入增速在零附近徘徊 5
图 9: 粮油、日用品等必需消费品增长较为平稳 5
图 10: 通信器材等增速回落 5
图 11: 建筑装饰、家用电器等增速持续回升 5

1、 生产和需求明显分化，生产内部亦有分化

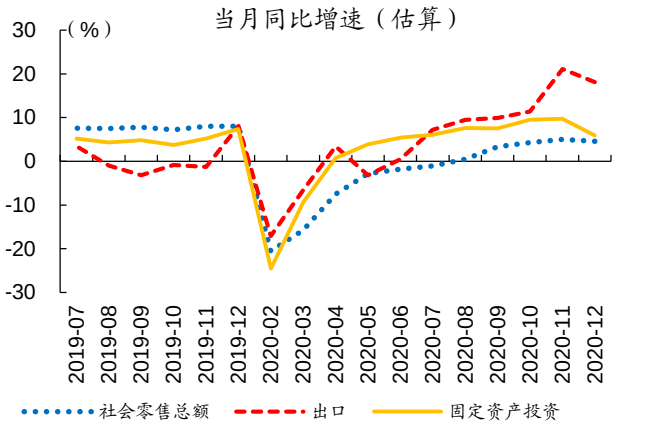
GDP 和工业生产均明显超预期，而需求有所走弱，出现典型的产、需背离。4 季度 GDP 当季同比 6.5%、12 月工业增加值当月同比 7.3%，分别超过市场平均预期的 6.2%和 6.9%，及各自前值；而三大需求在 12 月均有所回落，投资、消费和出口当月同比增速分别较 11 月回落 3.8 个百分点、0.4 个百分点和 3 个百分点。

图1：2020 年年底生产和投资明显背离



数据来源：Wind、开源证券研究所

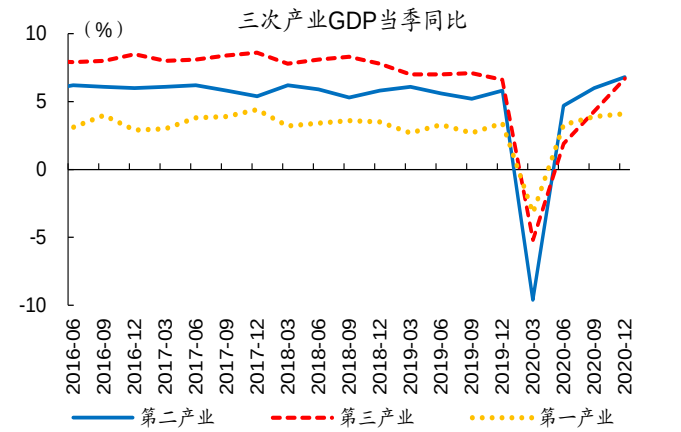
图2：三大需求均不同程度回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

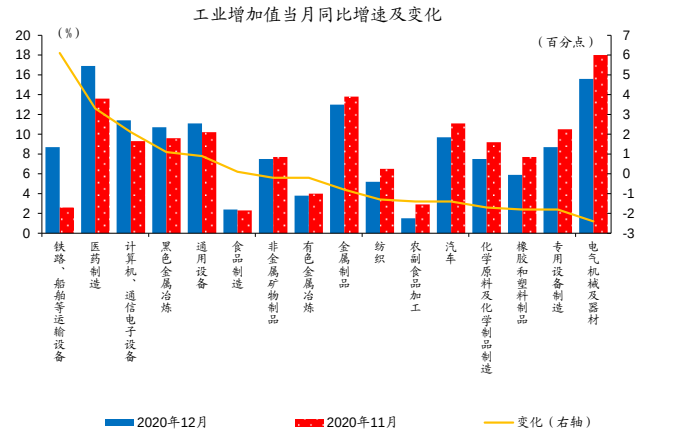
生产内部出现明显分化，第一、二产业修复节奏放缓、第三产业修复较快，第二产业汽车链生产回落。4 季度，第一、二产业 GDP 增速分别较前值提高 0.2 个百分点和 0.8 个百分点、低于三季度提升幅度，而第三产业 GDP 增速连续 2 个季度每个季度提升 2.4 个百分点。工业生产来看，12 月采矿业和电热燃工业增加值同比增速均高于前值，而制造业与前值持平，细分行业中汽车、橡胶塑料等回落。

图3：第三产业 GDP 增速连续 2 个季度大幅提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：汽车、橡胶、化学原料等生产回落

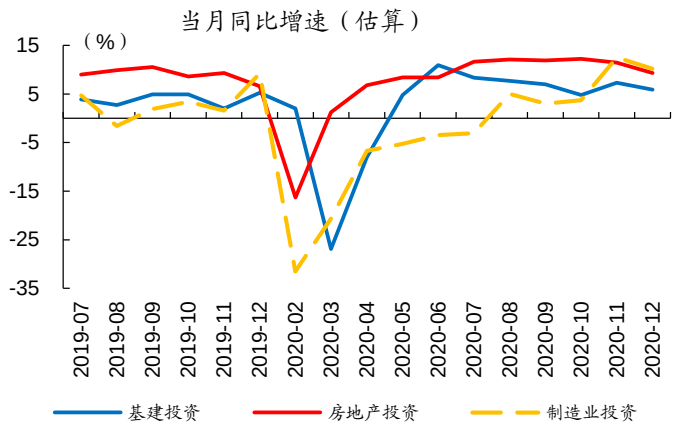


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 内需和外需明显分化，外贸链继续改善

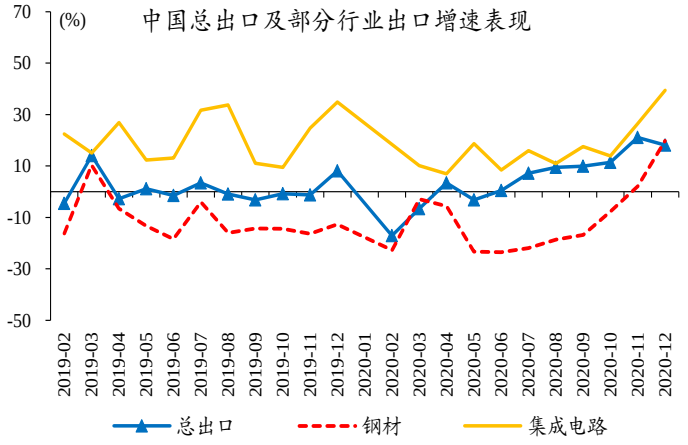
“稳增长”相关需求回落趋势已明，出口韧性较强、保持两位数增长。内需来看，12 月投资和消费增速分别为 5.9%和 4.6%，其中，基建和地产投资增速分别较上月回落 1.4、2.1 个百分点，制造业投资保持较高增速。外需来看，美国和欧洲制造业 PMI 持续回升，外需带动下出口韧性较强、12 月增速达 18.1%，但结构明显分化，消费品出口普遍下滑，以集成电路、钢材为首的资本品或中间品出口加速增长。

图5：三大类投资均不同程度回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

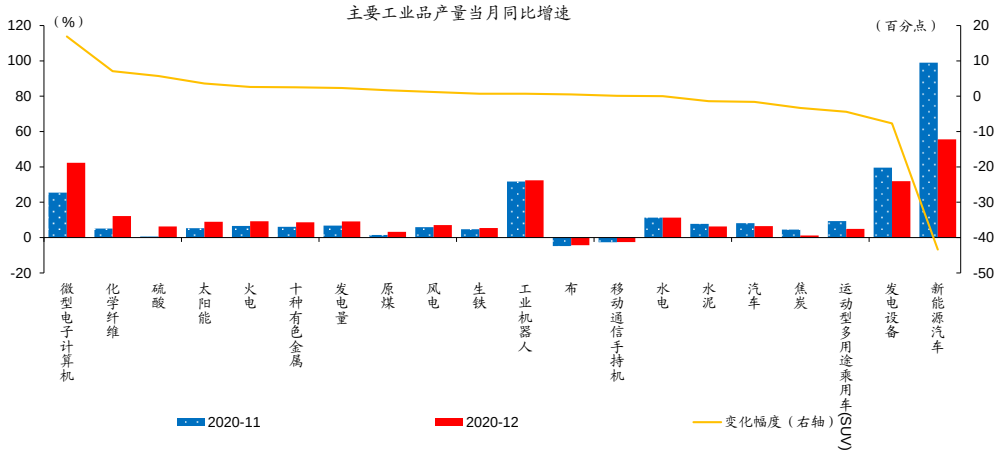
图6：钢材、集成电路出口加快增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

出口链改善带动下，机电类、部分上游原材料等工业品产量增速较高。12 月主要工业品产量来看，微型电子、工业机器人、金属切削机床、集成电路等产量增速均超过 20%、且较 11 月增长加快，与外贸链相关行业出口高景气一致；上游天然气、钢材、化学纤维、乙烯等增速在 10%以上、较 11 月不同程度提升，也一定程度得益于外需改善；而汽车、新能源汽车、平板玻璃、水泥、烧碱、焦炭等产量增速均回落。

图7：汽车、水泥等产量增速明显回落

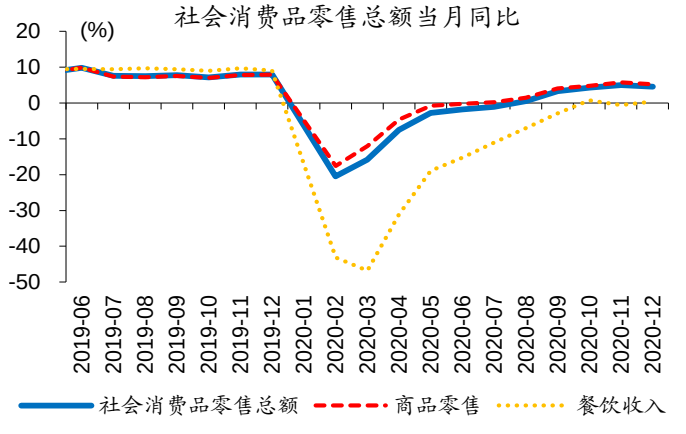


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 消费需求结构亦明显分化，汽车链拖累明显

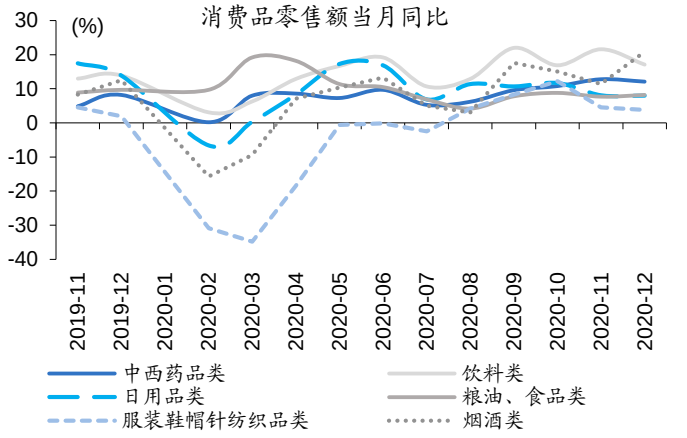
消费需求结构亦明显分化，汽车链拖累明显，线下消费修复较慢，地产链消费持续回升。尽管消费增速回落，剔除汽车以外的消费品零售增速小幅回升 0.2 个百分点，餐饮收入增速仍在零附近徘徊。消费品分产品来看，化妆品、通讯器材、汽车类等可选消费回落较多，竣工链相关家用电器、建筑装饰等增速持续抬升。

图8：近几个月餐饮收入增速在零附近徘徊



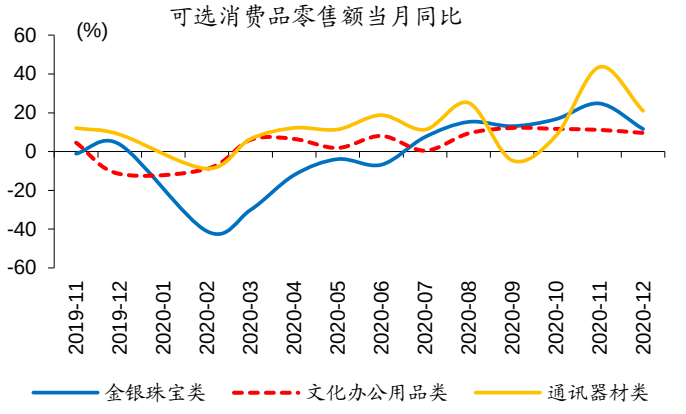
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：粮油、日用品等必需消费品增长较为平稳



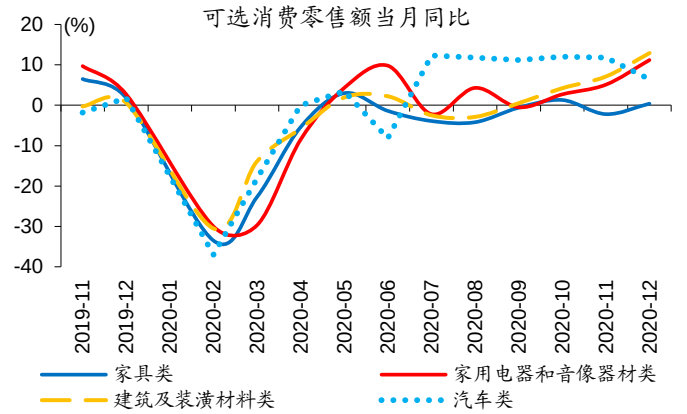
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：通信器材等增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：建筑装饰、家用电器等增速持续回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

重申观点：2021 年，信用“收缩”之年。政策“退潮”下，信用收缩通道已经开启，带来的影响分化会非常明显，不同部门、行业分化或将加大。重点关注“转型”相关产业、前期修复不足的线下消费，及服务于美欧生产活动的出口链等。

4、 风险提示

全球疫情反复、疫苗接种不及预期，信用违约增多。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn