

2021 年 01 月 18 日

三大分化，透露的中期线索

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@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

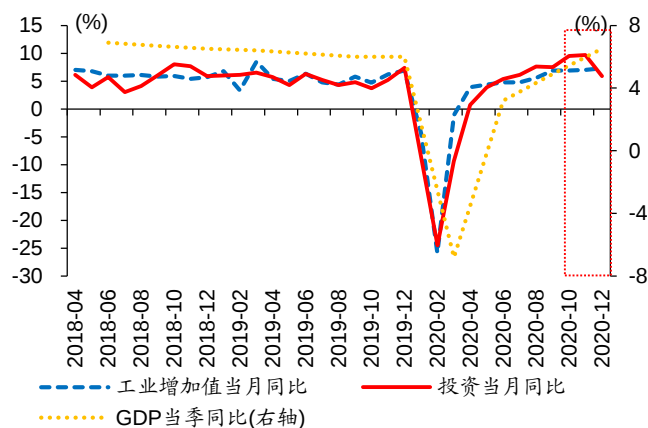
图表目录

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

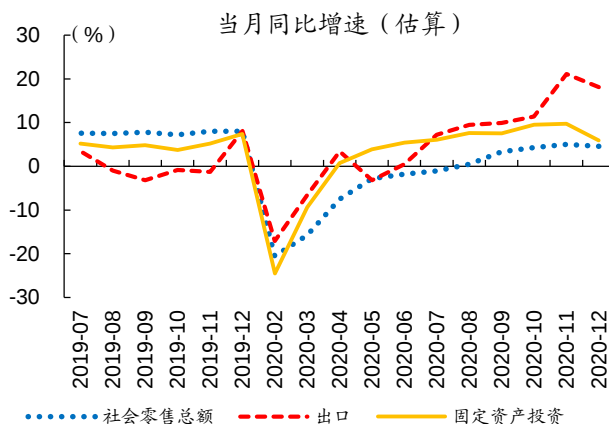
GDP 和工业生产均明显超预期，而需求有所走弱，出现典型的产、需背离。4 季度 GDP 当季同比 6.5%、12 月工业增加值当月同比 7.3%，分别超过市场预期预期的 6.2% 和 6.9%，及各自前值；而三大需求在 12 月均有所回落，投资、消费和出口当月同比增速分别较 11 月回落 3.8 个百分点、0.4 个百分点和 3 个百分点。

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

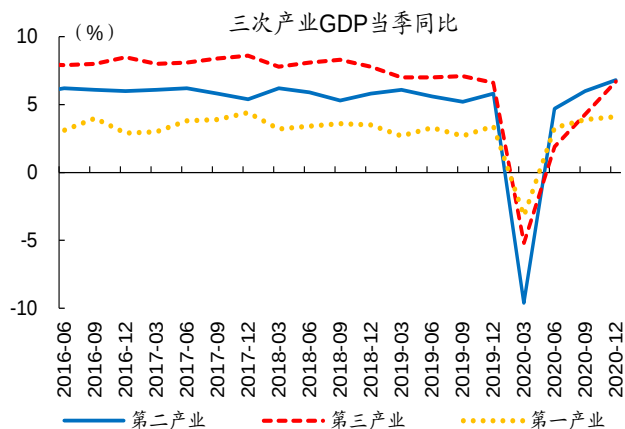
图2：三大需求均不同程度回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

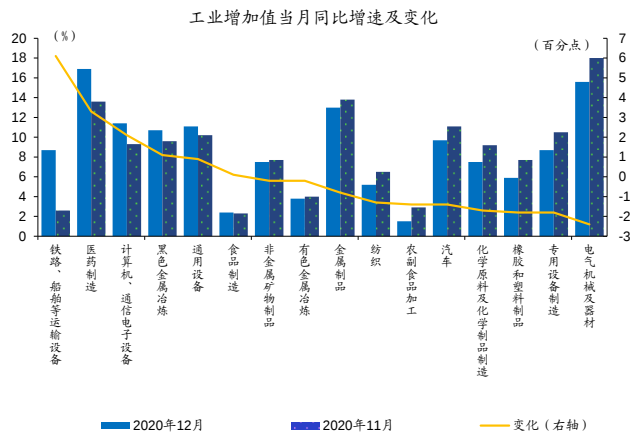
生产内部出现明显分化，第一、二产业修复节奏放缓、第三产业修复较快，第二产业汽车链生产回落。4 季度，第一、二产业 GDP 增速分别较前值提高 0.2 个百分点和 0.8 个百分点、低于三季度提升幅度，而第三产业 GDP 增速连续 2 个季度每个季度提升 2.4 个百分点。工业生产来看，12 月采矿业和电热燃工业增加值同比增速均高于前值，而制造业与前值持平，细分行业中汽车、橡胶塑料等回落。

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

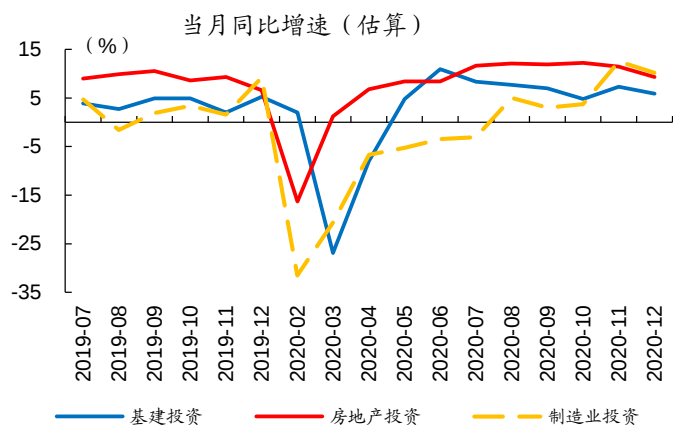


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、内需和外需明显分化，外贸链继续改善

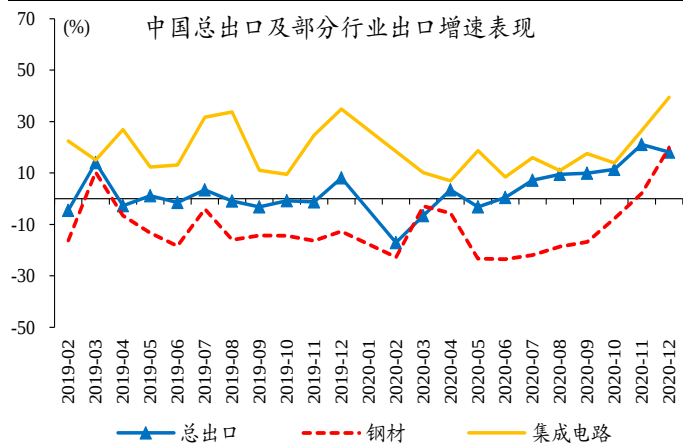
“稳增长”相关需求回落趋势已明，出口韧性较强、保持两位数增长。内需来看，12月投资和消费增速分别为5.9%和4.6%，其中，基建和地产投资增速分别较上月回落1.4、2.1个百分点，制造业投资保持较高增速。外需来看，美国和欧洲制造业PMI持续回升，外需带动下出口韧性较强、12月增速达18.1%，但结构明显分化，消费品出口普遍下滑，以集成电路、钢材为首的资本品或中间品出口加速增长。

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

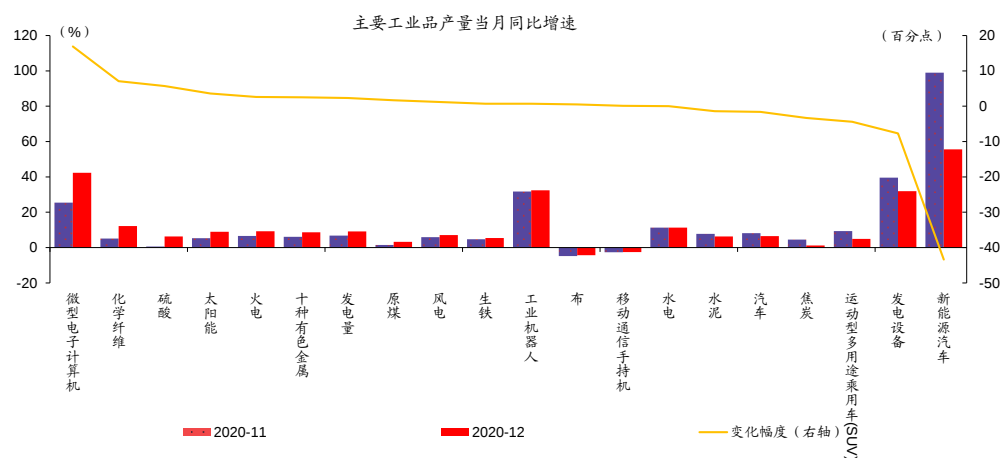
图6: 钢材、集成电路出口加快增长



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

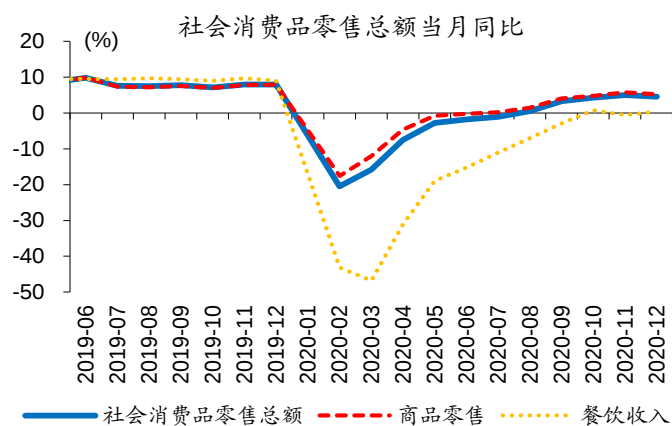


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、消费需求结构亦明显分化，汽车链拖累明显

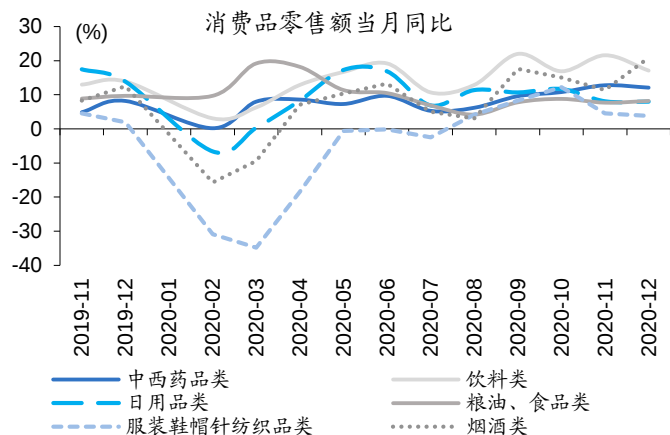
消费需求结构亦明显分化，汽车链拖累明显，线下消费修复较慢，地产链消费持续回升。尽管消费增速回落，剔除汽车以外的消费品零售增速小幅回升0.2个百分点，餐饮收入增速仍在零附近徘徊。消费品分产品来看，化妆品、通讯器材、汽车类等可选消费回落较多，竣工链相关家用电器、建筑装饰等增速持续抬升。

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

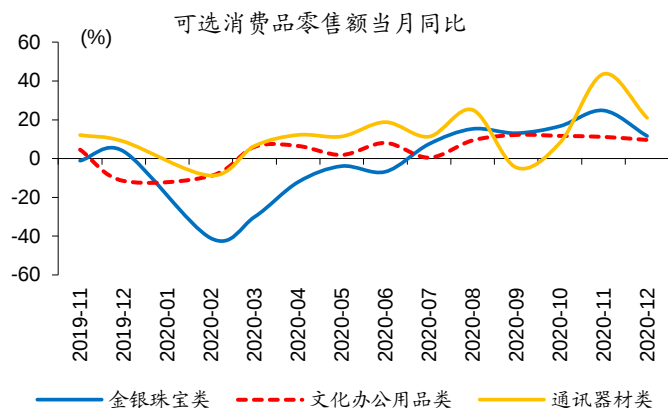
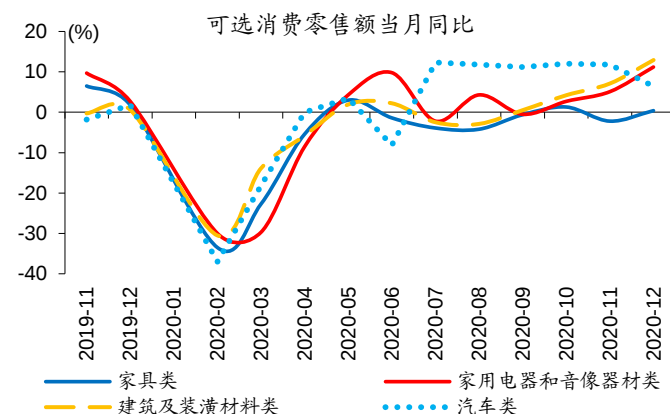


图11：建筑装饰、家用电器等增速持续回升



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_118

