

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。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

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

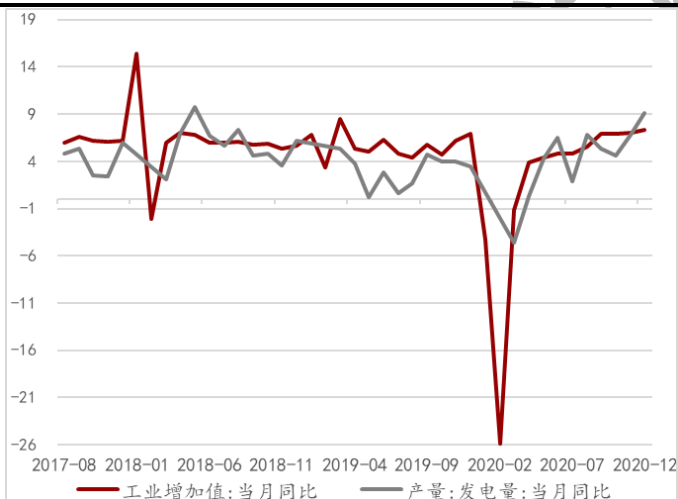
1、四季度经济增长超预期，经济复苏微过热

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

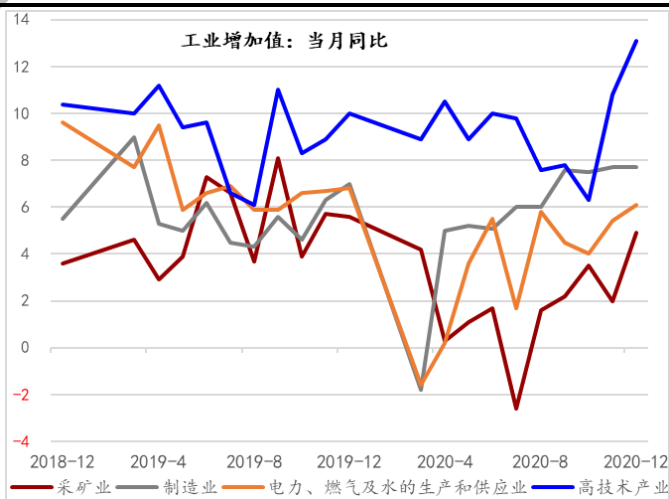
工业增加值高位继续上行，工业生产维持旺盛，发电量增速达到近年高点。高技术产业上行速度最为显著。12月工业增加值同比增速继续上行0.3个百分点至7.3%，环比上涨1.1%。2020年全年累计同比增速2.8%。发电量同比增速由上月的6.8%大幅上行至9.1%。分大类看，采矿业同比上行2.9个百分点至4.9%，原煤产量同比由11月的1.5%上行至3.2%，天然气产量同比上行1.9个百分点至13.7%，供暖季带动相关产品的开采需求；制造业同比持平于7.7%；电力、燃气及水的生产和供应业同比上行0.7个百分点至6.1%；高技术产业同比由上月的10.8%上行至13.1%。

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

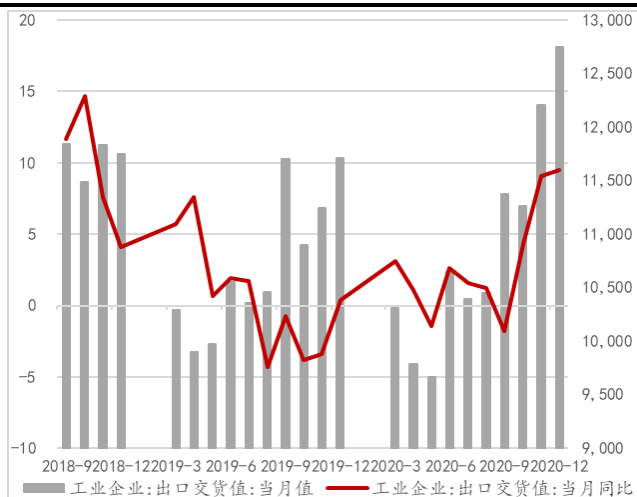
上游制造业增速大多较11月有所回落，而黑色金属冶炼及压延加工业继续高位走强。中游设备制造业景气度依然较高，基本已恢复至疫情前水平。下游的计算机通信、医药制造等行业表现较好。12月出口交货值同比由9.1%上行至9.5%，出口依然旺盛。分行业来看，黑色继续上行，有色、化学制品制造业增速有所回落。钢材产量增速上行2个百分点至12.8%，达到2014年以来的增速高点，水泥产量增速回落1.4个百分点至6.3%，乙烯产量增速也由11.6%回落至11.3%。

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。

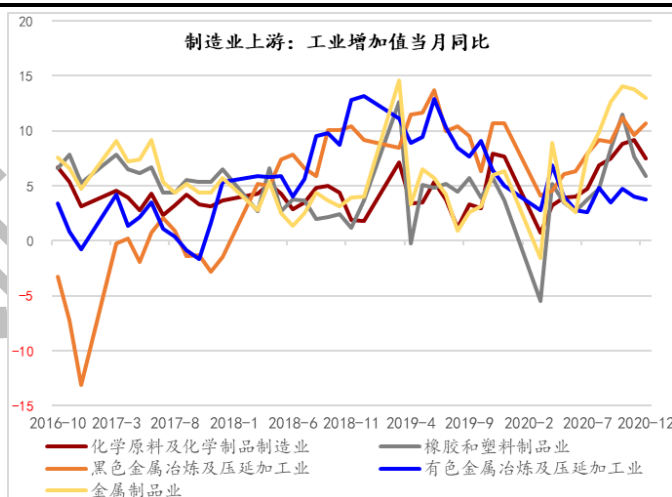
12月以来，南方多地电力供应偏紧。已有浙江、湖南、江西三省发出限电通知，陕西、湖北、河北等多地电网用电负荷已创新高。除了受工业生产修复拉动用电需求增长之外，极寒天气也带动了南方供暖耗电需求，外受电能力有限和机组故障增加电力保供困难，并且煤炭供给偏紧等因素，影响了以上省份的电力供应情况。煤炭价格12月以来也持续上行。

图表3： 出口交货值同比走势 (%)



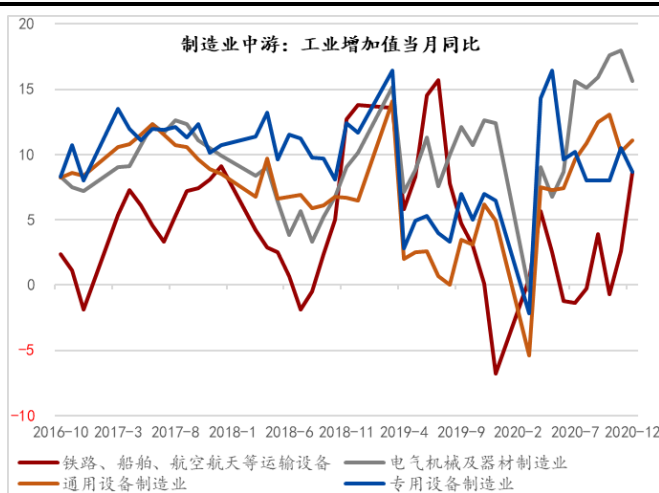
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表4： 制造业上游行业工业增加值同比增速 (%)



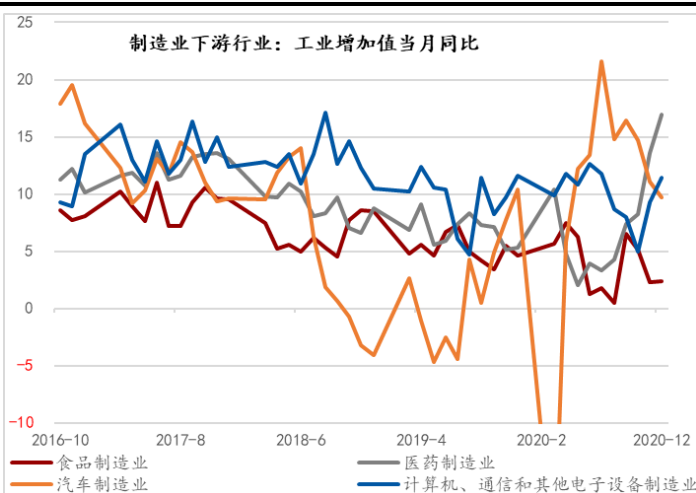
资料来源：Wind，万联证券研究所

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 (%)



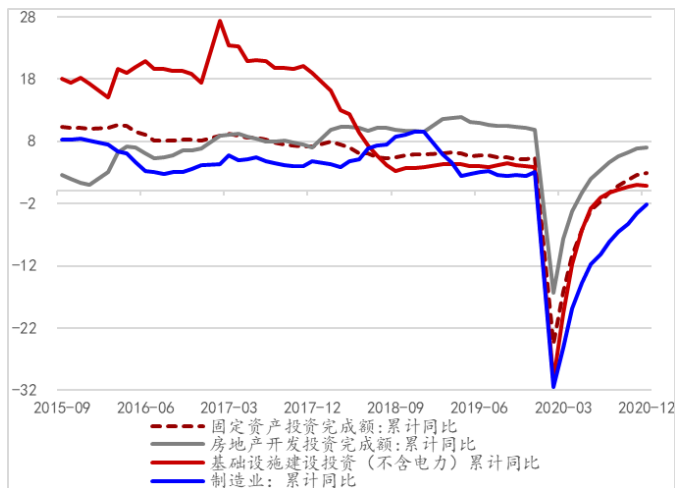
资料来源：Wind，万联证券研究所

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

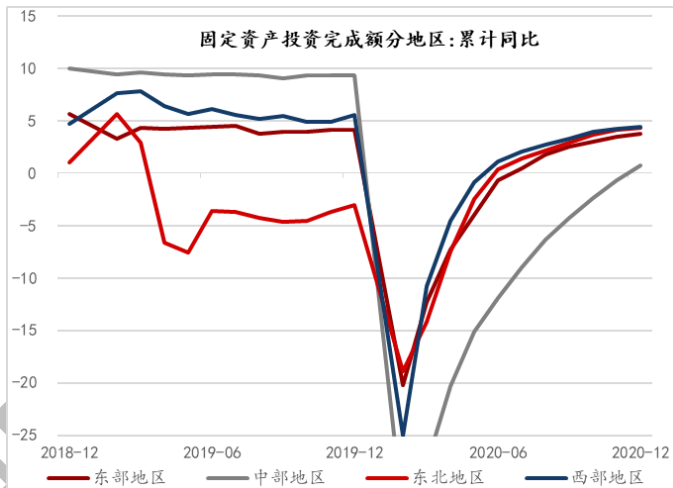
至4.26%，基建（不含电力）累计同比增速回落-0.1个百分点至0.9%，当月同比回落-3.6个百分点至-0.06%；制造业累计同比增速上行1.3个百分点至-2.2%，当月同比回落-2.24个百分点至10.22%。民间固定资产投资上行0.8个百分点至1%。中部地区固定资产投资累计增速转正，增速修复速度最快。

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 (%)

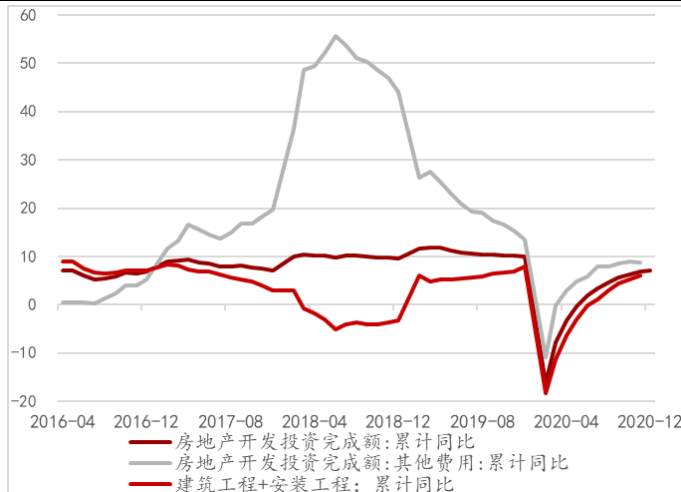


资料来源：Wind，万联证券研究所

3.1 房地产仍为固投主要支撑项，增速边际放缓

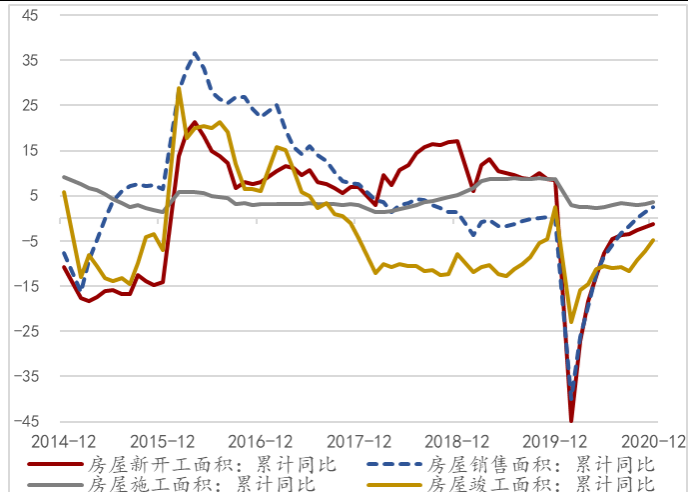
房地产投资增速继续上行，依然为固定资产投资的主要支撑项，但月度增速呈现趋势放缓。房屋新开工面积增速继续反弹0.8个百分点至-1.2%，竣工面积也明显上行2.4个百分点至-4.9%。房地产四季度仍维持增长状态。但增速边际放缓。

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 (%)

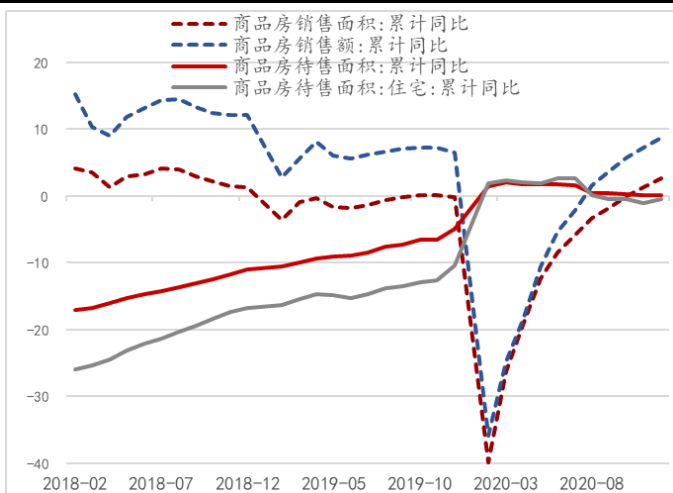


资料来源：Wind，万联证券研究所

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。

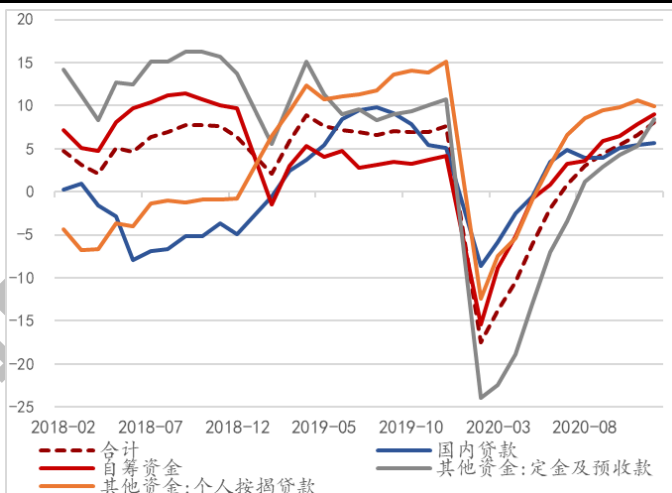
土地成交反弹上行，土地成交面积上行速度快于成交价款上行速度。房地产资金来源还未明显收缩，增速继续上行。未来对于房地产贷款集中度的管理，叠加“三道红线”的融资端限制，房地产信贷融资预期在2021年将中性偏紧。从房地产土地成交来看，本年土地购置面积累计同比从上月的-5.2%上行至-1.1%，土地成交价款累计同比上行1.3个百分点至17.4%，从百城的成交土地占地面积来看，12月季节性大幅上行，但在低基数影响下，同比增速转负。

图表11：商品房销售、待售累计增速 (%)



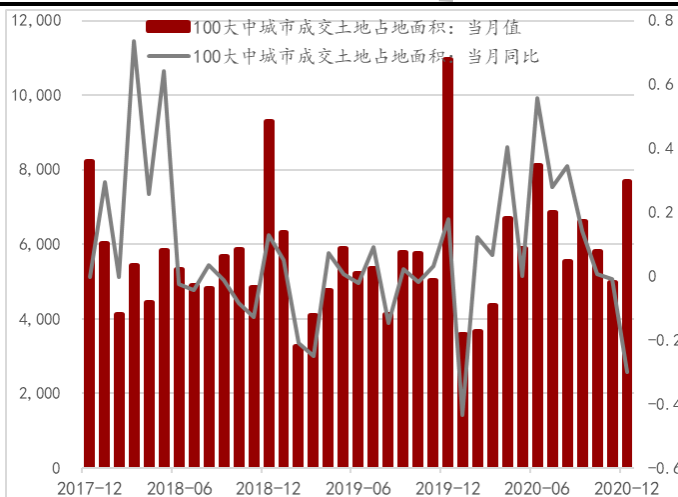
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表12：房地产开发资金来源累计同比 (%)



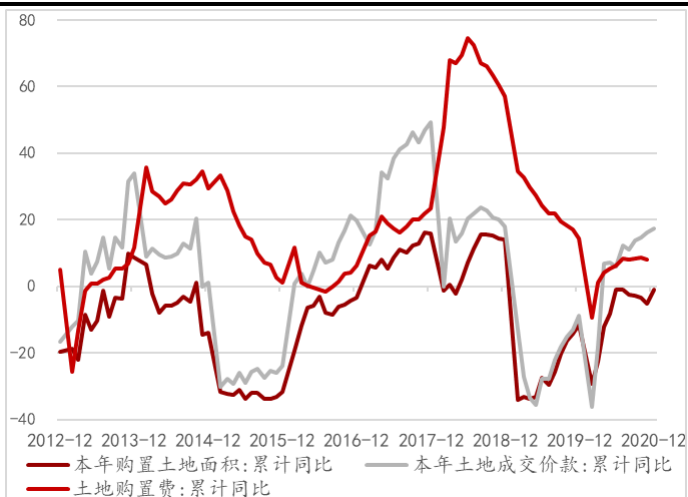
资料来源：Wind，万联证券研究所

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 (%)



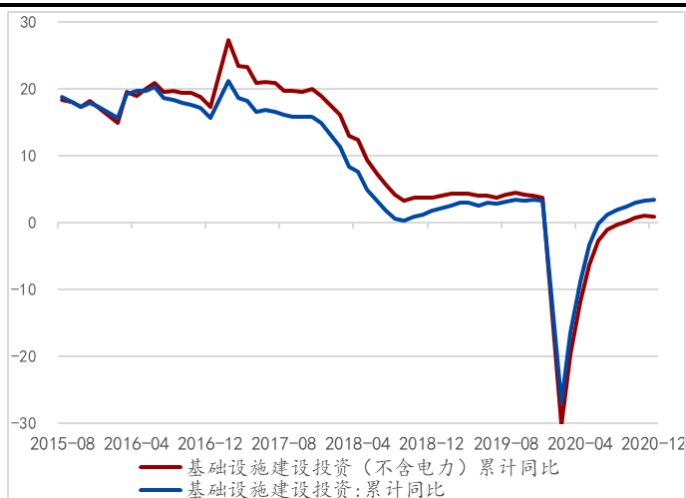
资料来源：Wind，万联证券研究所

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

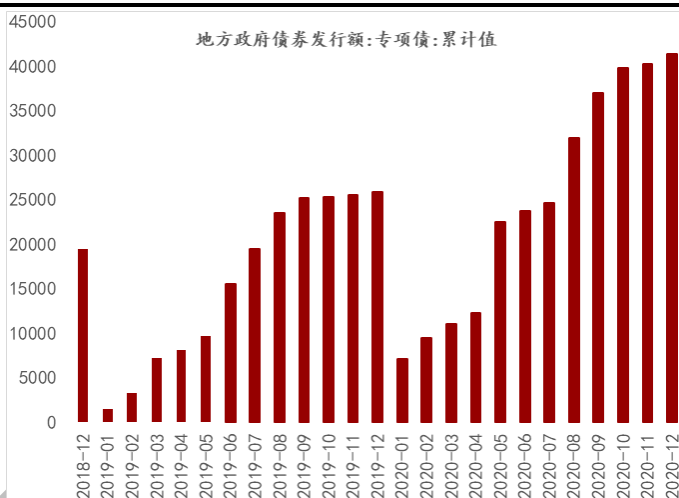
步退出。但“十四五”规划中，有对重大工程项目的开工规划，预期基建仍将整体持平。

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

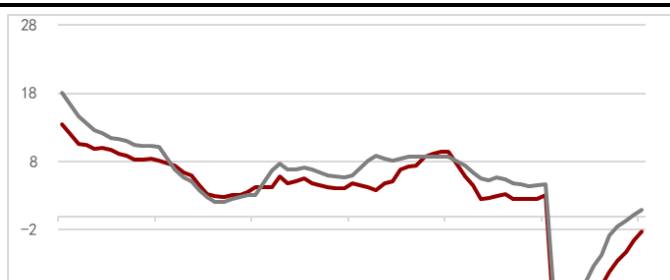


资料来源: Wind, 万联证券研究所

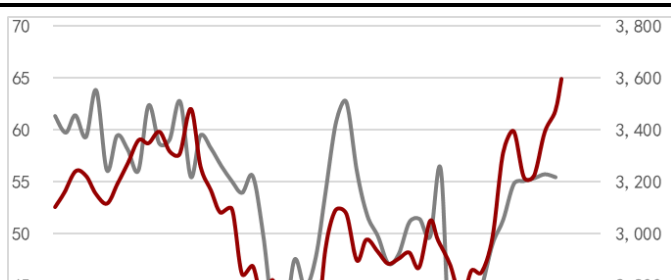
3.3制造业持续修复，企业经营状况依然向好

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个百分点至-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 (%)



图表18: 中国企业经营状况和股市走势



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_62

