

1 月：增长赶顶、信用回落

证券研究报告
2021 年 1 月 15 日

作者

2020 年 4 季度国内经济呈现出全面复苏和短暂超越潜在水平的状态，经济增速可能短暂升至潜在增长之上，预计实际 GDP 同比增长 6.6%，名义 GDP 同比增长 6.1%；2020 年全年实际 GDP 增长 2.4%，名义 GDP 增长 2.7%。

经济上行赶顶的同时，信用已经处于回落的初期。早在 20 年 7 月，社融口径的信贷增速就已经见顶，这是流动性环境向中性回归、超储率持续低位的结果。21 年针对影子银行的监管力度大概率加强，表外融资尤其是信托的压降规模不减，同时广义财政赤字规模可能较 20 年缩减 1.5 万亿左右。预计 2021 年底社融增速回落到 11.2% 附近，与名义增速水平基本相当，宏观杠杆率保持基本稳定。

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

风险提示：疫苗接种进度/效果超预期/不及预期；国内疫情形势超预期

表 1：12 月主要经济金融数据预测

同比增速 %	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020.11	2020.12(E)	WIND 预期
实际 GDP (当季)	6.1	-6.8	3.2	4.9	-	6.6	6.2
名义 GDP (当季)	7.8	-5.3	3.1	5.5	-	6.1	-
工业增加值 (当月/季)	5.7	-8.4	4.3	5.8	7.0	6.5	6.9
固定资产投资 (累计)	5.4	-16.1	-3.1	0.8	2.6	3.0	3.0
制造业投资 (累计)	3.1	-25.2	-11.7	-6.5	-3.5	-2.9	-
全口径基建投资 (累计)	3.3	-16.4	-0.1	2.4	3.3	3.7	-
房地产开发投资 (累计)	9.9	-7.7	1.9	5.6	6.8	6.9	-
社消零售总额 (当月/季)	8.0	-19	-3.9	0.9	5.0	5.6	5.4
出口 (当月/季, 美元)	0.5	-13.4	0.1	8.8	21.1	18.1	15.2
进口 (当月/季, 美元)	-2.7	-3.0	-9.7	3.2	4.5	6.5	4.6
CPI (当月/季)	2.9	4.9	2.7	2.3	-0.5	0.2	0.1
PPI (当月/季)	-0.3	-0.6	-3.3	-2.2	-1.5	-0.4	-0.7
新增实体信贷 (万亿)	-	-	-	-	-	1.15	1.21
新增社融 (万亿)	-	-	-	-	-	1.72	2.18
社会融资规模存量同比	10.7	11.5	12.8	13.5	13.6	13.3	-
M1	4.4	5	6.5	8.1	10.0	8.6	-
M2	8.7	10.1	11.1	10.9	10.7	10.1	10.7

资料来源：WIND，天风证券研究所

2020 年 4 季度国内经济呈现出全面复苏和短暂超越潜在水平的状态。海外大规模政策刺激推动需求复苏，疫情反复导致供给不足，出口增速录得 2013 年 1 季度以来的最高水平；“三道红线”加快房企开工周转，10-11 月（前冬）气温偏高有利施工，建筑业保持较高施工强度；企业盈利改善，产能利用率提升至高位，制造投资进一步温和复苏；居民失业率下降，可支配收入改善，可选消费和服务业延续复苏趋势。在上述因素的合力之下，2020 年 4 季度经济可能短暂升至潜在增长之上，预计实际 GDP 同比增长 6.6%，名义 GDP 同比增长 6.1%；2020 年全年实际 GDP 增长 2.4%，名义 GDP 增长 2.7%。

经济上行赶顶的同时，信用已经处于回落的初期。早在 20 年 7 月，社融口径的信贷增速就已经见顶，这是流动性环境向中性回归、超储率持续低位的结果。21 年针对影子银行的监管力度大概率加强，表外融资尤其是信托的压降规模不减，同时广义财政赤字规模可能较 20 年缩减 1.5 万亿左右。从社融增速看，信用已经处于回落期，20 年 10 月见顶（13.7%）、11 月开始回落（13.6%）、12 月较大回落（13.3%），预计 2021 年底社融增速回落到 11.2% 附近，与名义增速水平基本相当，宏观杠杆率保持基本稳定。

12 月国内实体经济数据继续表现出高位特征，环比开始有赶顶的征兆，具体而言：

1. 工业生产：同环比稍有回落，但较高强度短期仍将维持

从我们跟踪的几个主要行业来看，12 月唐山钢厂产能利用率、焦化厂焦炉生产率、汽车轮胎半钢胎开工率回落，PTA 开工率上升，模型结果显示工业生产强度稍有回落。

相应的，12 月 PMI 生产指数录得 54.2，环比 11 月回落 0.5，去年同期是环比升高 0.6，这意味着工增同比可能回落，生产强度的环比转弱和同比基数上升都有贡献。预计 12 月工业增加值同比增长 6.5%（前值 7.0%）。

另外，虽然生产指数环比走弱，PMI 新订单和新出口订单指数还在相对高位，因此在手订单指数环比升高 0.4，好于去年同期。因此可以预期当前较高的工业生产强度还将维持一段时间。

2. 固定资产投资：建筑业强度环比回落，制造业延续温和复苏

12 月螺纹钢产量回落，库存去化好于季节性，表观消费量环比明显回落，同比去年基本持

平，建筑业施工进入淡季、强度回落，但仍然偏强。热轧卷板产量微升，库存去化符合季节性，表观消费量环比微升、同比回落，需求相对一般。

11月当月制造业投资同比大幅增长12%，较10月的3.4%明显提升，复苏力度较强。结构上看，高技术制造业单月增速高达36%，展现了行业成长期旺盛的资本开支需求；传统制造业单月增速也回升至5.6%，与近期行业盈利改善、产能利用率回升以及融资环境仍然相对友好有关。这些有利因素短期还在延续，制造业投资有望保持复苏态势。预计2020年制造业投资同比增速-2.9%，其中高基数下12月单月同比增速回落至2%（前值12%）。

11月当月全口径基建投资增速从10月的7.2%回落至5.7%，主要与基数抬升有关，受益于北方气温偏暖，基建项目实际施工强度较高，淡季不淡。进入12月，北方正式入冬后气温回归至正常-偏低水平，螺纹钢表观消费量明显回落，建筑业施工进入淡季。预计2020年全年口径基建投资同比增长3.7%（前值3.3%），其中12月当月同比增速7.6%（前值5.7%）。

11月当月房地产开发投资同比增长10.9%，其中建安投资增速与10月持平，土地购置费增速有所回落。“三道红线”压力下房企持续推动去库存和高周转，项目施工强度较高，但12月气温较低可能对施工进度有负面影响。预计2020年房地产开发投资同比增长6.9%（前值6.8%），其中12月当月同比增速8.7%（前值10.9%）。

综上，预计2020年固定资产投资同比增长3.0%（前值2.6%），其中12月当月同比增速6.1%（前值9.6%）。

3. 房地产市场：销售面积保持高增，房价涨幅整体回落

12月30大中城市商品房成交面积同比增长9.7%，较10月和11月小幅回升。根据克而瑞数据，12月百强房企操盘口径销售金额同比增长20.6%，较11月的21.4%小幅回落，自20年9月以来持续回落。据此估计，12月当月全国商品房销售面积增速可能继续保持在11%-12%附近，对应2020年全国商品房销售面积同比增长2.6%-2.7%（前值1.3%），但房价涨幅回落可能令单月销售金额增速小幅回落。

随着三道红线和货币转紧，10-11月新开工面积增速重新转正，这是去库存和保持一定供给强度的结果，预计12月延续；10-11月建安投资高增，这是高周转和加速竣工结算的结果，预计12月延续但逐渐转弱；土地溢价率中枢震荡回落，这是房企减少拿地、去库存的结果，预计也将延续。

4. 消费：汽车销售小幅回落，可选消费温和复苏

根据乘联会数据，12月乘用车零售销量同比增长6.6%，稍低于11月的8.0%；根据中汽协数据，12月汽车销量预估同比增长5.7%，同样较11月小幅回落，其中乘用车同比增长7.2%，低于11月的9.7%。中汽协是批发数据，12月乘用车零售和批发增速均有小幅回落，商用车批发增速可作为零售情况的参考，增速较11月大幅回落。总体来看，预计12月汽车零售消费增速稍有回落。

12月国际油价环比涨幅较大，同比降幅明显收窄，国内成品油价格也按机制上调，预计12月石油及制品类消费增速回升。入冬之后国内疫情呈现散发态势，预计餐饮消费延续低斜率复苏，关注新年以来的疫情抬头对年初餐饮消费的冲击。

当前剔除汽车后的限额以上消费增速已经回归疫情之前的水平，但整体消费增速仍然较疫情前明显偏低，一方面与疫情对不同收入群体的消费能力和消费倾向冲击程度不同有关，另一方面与不同规模企业的供给能力恢复差异有关。因此，疫情冲击下的消费复苏将是一个漫长且温和的过程，疫情本身也对零售业进行了一次供给侧改革。预计12月当月社零同比增长5.6%（前值5.0%），2020年全年社零同比增长-3.8%。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下

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_168

