日期：2021 年 01 月 19 日

生产投资提速 经济圆满收官

——2020 年 1-12 月宏观数据点评

分析师： 陈彦利
Tel： 021-53686170
E-mail： chenyanli@shzq.com
SAC 证书编号： S0870517070002

报告编号：

相关报告：

■ **主要观点：**

生产投资提速，消费偏弱

12 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 7.3%，增速较 11 月份加快 0.3 个百分点，再创新高。三大产业均有所加快，其中采矿业回升较多。与上月相比，医药、电子设备、通用设备、运输设备、黑色金属冶炼等等行业生产加快，下游行业表现强于上游。1—12 月份，全国固定资产投资比上年增长 2.9%，提高 0.3 个百分点。本月固定投资继续加快，基本符合市场预期。基建投资高点已过，且受天气寒冷以及疫情影响有所放缓。出口拉动以及货币结构持续改善，尤其企业中长期贷款持续增加，制造业投资修复持续，但慢于其余投资，年内仍未实现转正。房地产投资持续加快，即使在三条红线监管调控后仍显韧性。其中新开工降幅是持续收窄，而施工加快，拉动建筑安装投资。另外土地购置面积收窄，成交价款回升，也说明了当前房企的购地需求仍强。三条红线监管下，销售的回升使得房地产开发资金中定金以及预收款增长明显，满足了房企的资金需求，也支撑了房地产投资的韧性。12 月消费有所回落，远不及市场预期。其中服装、汽车、通讯器材等消费下降明显。12 月消费或受到部分地区疫情反弹影响，且汽车消费下滑也对消费造成较大的拖累。房地产销售增长带来的下游消费家具、建材等则增长较快。四季度 GDP 为 6.5%，加快 1.6 个百分点，全年增长 2.3%，超出市场预期，实现圆满收官。

资本市场逐步回暖

海内外疫情不同的防控态势，改变了中国经济运行的格局：外需持续强劲为中国经济增添了新动力。“直达实体”的货币政策使得稳健货币政策基调下，金融领域的“宽信用”仍有望得到发展，货币边际收紧和宽信用发展将同步呈现。海外疫情第二波对资本市场的影响趋于弱化，美国大选尘埃落定；中国经济回暖延续和政策平稳的预期下，前期资本市场运行表现平稳中偏软的态势将改变，逐渐回暖将成趋势。资本市场短期受货币政策变化带来的心理冲击，有所波动，尤其是债券市场受到影响较为明显，而信用风险暴露导致债市调整较多，但随着事件平息，市场情绪的修复，流动性预期改善，债市走稳回升。

经济稳中偏升，结构问题仍存

12月中国经济运行延续了前期平稳缓回升势头，在出口和投资带动下，工业保持了稳中偏升态势。显然经济运行还具有疫情期间的特征——中外疫情形势差异下，出口保持较高增速，弥补了国内消费疲软的态势。预计此种状态仍将延续2-3Q。2021年中国经济平稳中偏升的整体态势不变，但结构性问题也越发突出：楼市泡沫叠加疫情影响，消费增速仍然偏软，经济内在动力仍需多方努力培育。应对性的适合政策仍然是财政偏松下的结构性货币政策；货币政策已由总量转向结构，财政政策转向结构性的客观需要也在上升——十四五规划纲要建议中的建立直接税体系越加快建立，越有利于中国经济渡过转型期，而直接税体系则基本意味着物业税的完善和普及推广。

事件：1-12 月实体经济数据公布

1.工业生产持续加快

12月份，规模以上工业增加值同比实际增长7.3%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），增速较11月份加快0.3个百分点。从环比看，12月份，规模以上工业增加值比上月增长1.10%。2020年，规模以上工业增加值比上年增长2.8%。

2.固定资产投资增长提速

2020年1—12月份，全国固定资产投资（不含农户）518907亿元，比上年增长2.9%，增速比1—11月份提高0.3个百分点。其中，民间固定资产投资289264亿元，增长1.0%，增速提高0.8个百分点。从环比速度看，12月份固定资产投资（不含农户）增长2.32%。

3.消费加速回升

12月份，社会消费品零售总额40566亿元，同比增长4.6%，增速比上月回落0.4个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额35695亿元，增长4.4%。

	实际值	上月值	去年同期
工业增加值（当月）	7.3	7.0	6.9
固定资产投资（不含农户）	2.9	2.6	5.4
社会消费品零售（当月）	4.6	5.0	8.0

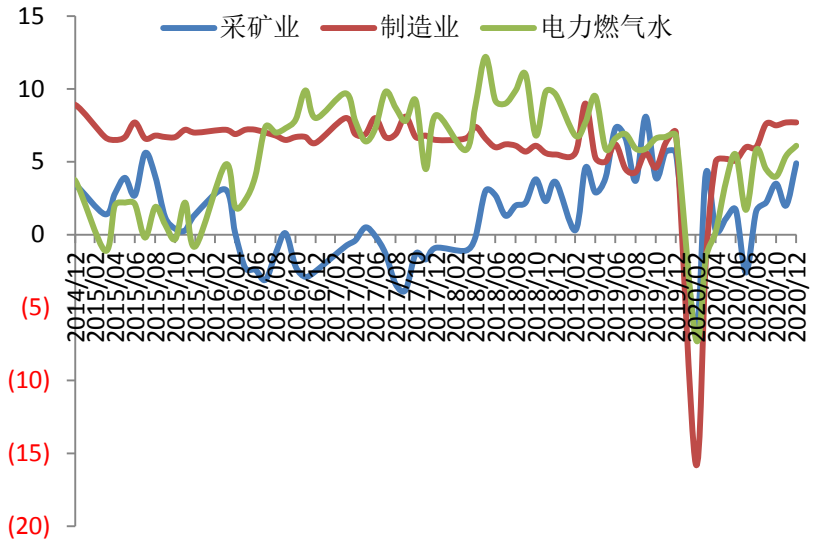
数据来源：上海证券研究所

事件解析：数据特征和变动原因

1.三大产业均有所加快

12月份，规模以上工业增加值同比实际增长7.3%，增速较11月份加快0.3个百分点，再创新高。12月份，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；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长6.1%，加快0.7个百分点。三大产业均有所加快，其中采矿业回升较多。从产量来看，原煤产量明显回升，并且在价格的带动下，采矿业增长显著；而制造业中，钢材、有色、计算机产量增长加快，水泥、乙烯、汽车产量则有所下滑；公共事业中，发电量有所回升，带动公共事业产值增加。

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%）

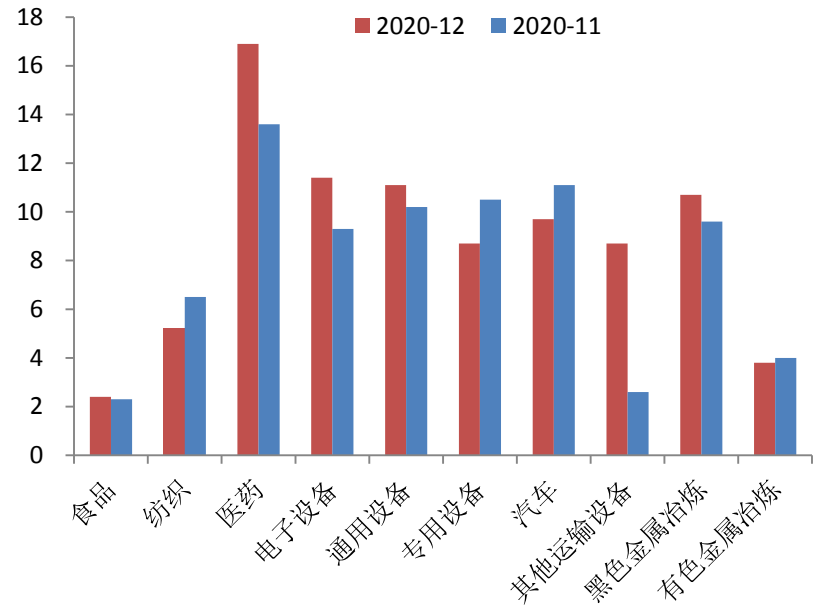


数据来源：wind，上海证券研究所

2.主要行业增长加快

分行业看，12月份，41个大类行业中有35个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业增长1.5%，纺织业增长5.2%，化学原料和化学制品制造业增长7.5%，非金属矿物制品业增长7.5%，黑色金属冶炼和压延加工业增长10.7%，有色金属冶炼和压延加工业增长3.8%，通用设备制造业增长11.1%，专用设备制造业增长8.7%，汽车制造业增长9.7%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长8.7%，电气机械和器材制造业增长15.6%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长11.4%，电力、热力生产和供应业增长5.4%。与上月相比，医药、电子设备、通用设备、运输设备、黑色金属冶炼等等行业生产加快，下游行业表现强于上游。

图 2：主要行业工业增加值增速（同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

3.固定投资提速

2020 年 1—12 月份，全国固定资产投资（不含农户）518907 亿元，比上年增长 2.9%，增速比 1—11 月份提高 0.3 个百分点。其中，民间固定资产投资 289264 亿元，增长 1.0%，增速提高 0.8 个百分点。从环比速度看，12 月份固定资产投资（不含农户）增长 2.32%。

分产业看，第一产业投资 13302 亿元，比上年增长 19.5%，增速比 1—11 月份提高 1.3 个百分点；第二产业投资 149154 亿元，增长 0.1%，1—11 月份为下降 0.7%；第三产业投资 356451 亿元，增长 3.6%，增速提高 0.1 个百分点。

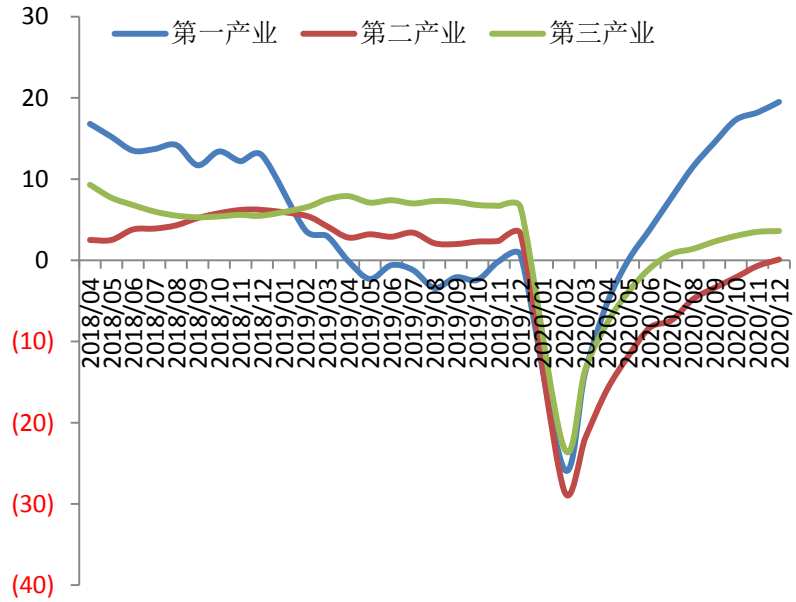
第二产业中，工业投资比上年增长 0.1%，1—11 月份为下降 0.8%。其中，采矿业投资下降 14.1%，降幅扩大 4.9 个百分点；制造业投资下降 2.2%，降幅收窄 1.3 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长 17.6%，增速提高 0.1 个百分点。

第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）比上年增长 0.9%，增速比 1—11 月份回落 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。

本月固定投资继续加快，基本符合市场预期。基建投资高点已过，且受天气寒冷以及疫情影响有所放缓。制造业投资下降 2.2%，降幅收窄 1.3 个百分点。出口拉动以及货币结构持续改善，尤其企业中长期贷款持续增加，而央行也在引导金融机构加大对制造业和小微

企业的贷款支持，制造业投资修复持续，但慢于其余投资，年内仍未实现转正。从区域来看，东部地区持续加快，中部地区投资终于实现转正，西部与东北部地区投资维持正增长。

图 3：固定投资完成额增速（累计同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

4.房地产投资韧性仍强

2020 年 1—12 月份，全国房地产开发投资 141443 亿元，比上年增长 7.0%，增速比 1—11 月份提高 0.2 个百分点，比上年回落 2.9 个百分点。其中，住宅投资 104446 亿元，增长 7.6%，增速比 1—11 月份提高 0.2 个百分点，比上年回落 6.3 个百分点。

2020 年，房地产开发企业房屋施工面积 926759 万平方米，比上年增长 3.7%，增速比 1—11 月份提高 0.5 个百分点，比上年回落 5.0 个百分点。其中，住宅施工面积 655558 万平方米，增长 4.4%。房屋新开工面积 224433 万平方米，下降 1.2%，降幅比 1—11 月份收窄 0.8 个百分点，上年为增长 8.5%。其中，住宅新开工面积 164329 万平方米，下降 1.9%。房屋竣工面积 91218 万平方米，下降 4.9%，降幅比 1—11 月份收窄 2.4 个百分点，上年为增长 2.6%。其中，住宅竣工面积 65910 万平方米，下降 3.1%。

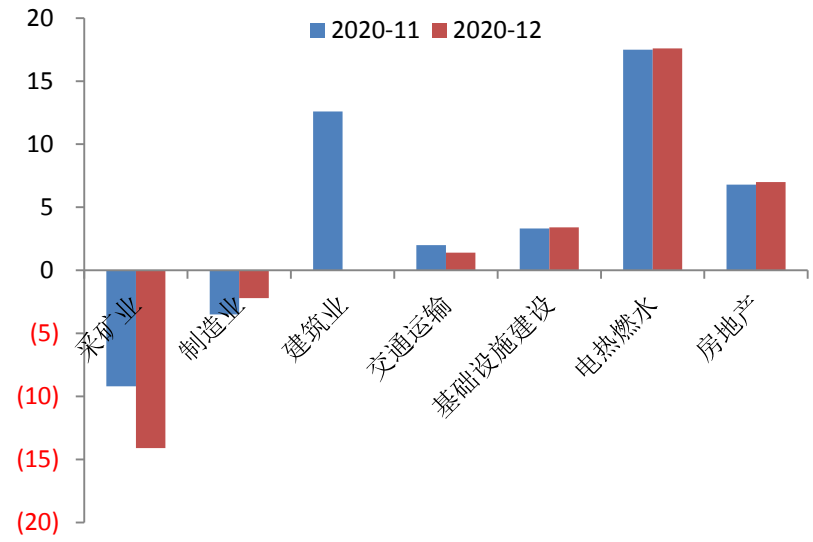
2020 年，房地产开发企业土地购置面积 25536 万平方米，比上年下降 1.1%，降幅比 1—11 月份收窄 4.1 个百分点，比上年收窄 10.3 个百分点；土地成交价款 17269 亿元，增长 17.4%，增速比 1—11 月份提高 1.3 个百分点，上年为下降 8.7%。

2020 年，商品房销售面积 176086 万平方米，比上年增长 2.6%，增速比 1—11 月份提高 1.3 个百分点，上年为下降 0.1%。其中，住宅

销售面积增长 3.2%，办公楼销售面积下降 10.4%，商业营业用房销售面积下降 8.7%。商品房销售额 173613 亿元，增长 8.7%，增速比 1—11 月份提高 1.5 个百分点，比上年提高 2.2 个百分点。其中，住宅销售额增长 10.8%，办公楼销售额下降 5.3%，商业营业用房销售额下降 11.2%。

房地产投资持续加快，即使在三条红线监管调控后仍显韧性。其中新开工降幅是持续收窄，而施工加快，拉动建筑安装投资。另外土地购置面积收窄，成交价款回升，也说明了当前房企的购地需求仍强。三条红线监管下，销售的回升使得房地产开发资金中定金以及预收款增长明显，满足了房企的资金需求，也支撑了房地产投资的韧性，符合我们此前的判断。

图 4：主要行业固定投资完成额增速（累计同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

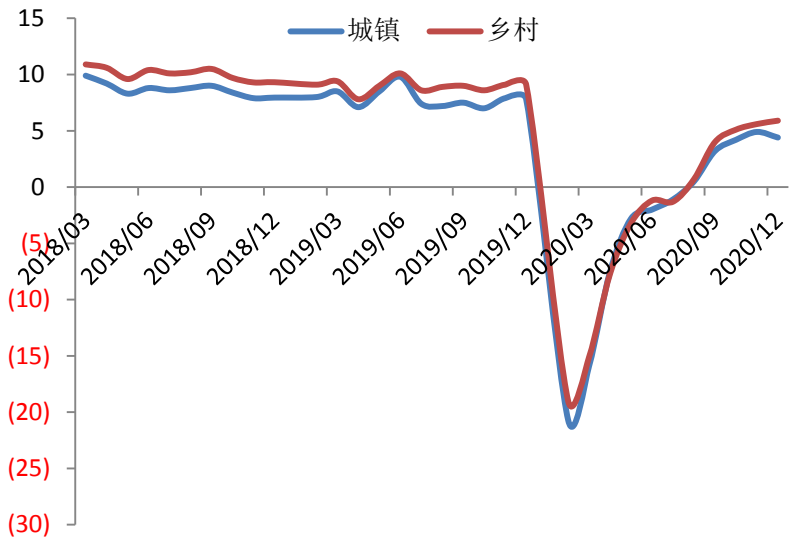
5. 汽车消费支撑转正，其余消费均有改善

12 月份，社会消费品零售总额 40566 亿元，同比增长 4.6%，增速比上月回落 0.4 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 35695 亿元，增长 4.4%。

按经营单位所在地分，12 月份，城镇消费品零售额 34706 亿元，同比增长 4.4%；乡村消费品零售额 5860 亿元，增长 5.9%。2020 年，城镇消费品零售额 339119 亿元，比上年下降 4.0%；乡村消费品零售额 52862 亿元，下降 3.2%。

按消费类型分，12 月份，商品零售 35616 亿元，同比增长 5.2%；餐饮收入 4950 亿元，增长 0.4%，11 月份为下降 0.6%。2020 年，商品零售 352453 亿元，比上年下降 2.3%；餐饮收入 39527 亿元，下降 16.6%。

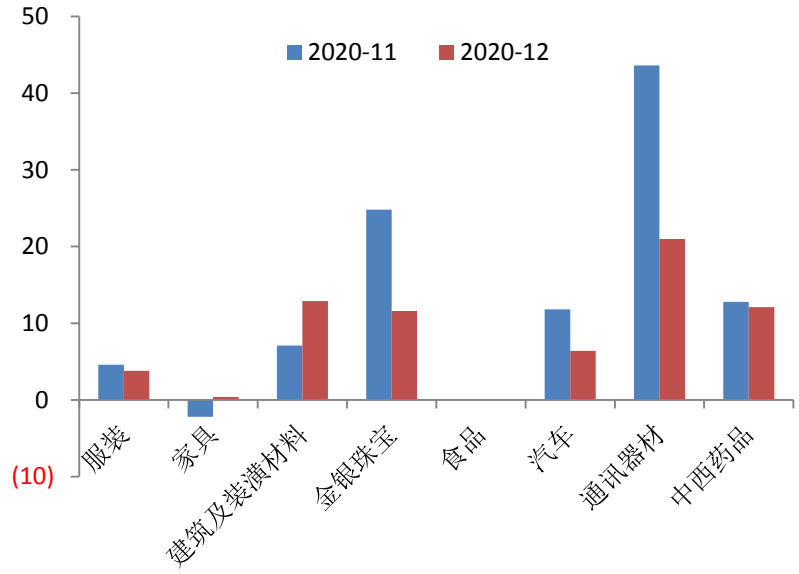
图 5：限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

12月消费有所回落，远不及市场预期。其中服装、汽车、通讯器材等消费下降明显。12月消费或受到部分地区疫情反弹影响，且汽车消费下滑也对消费造成较大的拖累。房地产销售增长带来的下游消费家具、建材等则增长较快。

图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

生产投资提速，消费偏弱

12 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 7.3%，增速较 11 月份加快 0.3 个百分点，再创新高。12 月份，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；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 6.1%，加快 0.7 个百分点。三大产业均有所加快，其中采矿业回升较多。从产量来看，原煤产量明显回升，并且在价格的带动下，采矿业增长显著；而制造业中，钢材、有色、计算机产量增长加快，水泥、乙烯、汽车产量则有所下滑；公共事业中，发电量有所回升，带动公共事业产值增加。与上月相比，医药、电子设备、通用设备、运输设备、黑色金属冶炼等等行业生产加快，下游行业表现强于上游。

2020 年 1—12 月份，全国固定资产投资（不含农户）518907 亿元，比上年增长 2.9%，增速比 1—11 月份提高 0.3 个百分点。本月固定投资继续加快，基本符合市场预期。基建投资高点已过，且受天气寒冷以及疫情影响有所放缓。制造业投资下降 2.2%，降幅收窄 1.3 个百分点。出口拉动以及货币结构持续改善，尤其企业中长期贷款持续增加，而央行也在引导金融机构加大对制造业和小微企业的贷款支持，制造业投资修复持续，但慢于其余投资，年内仍未实现转正。从区域来看，东部地区持续加快，中部地区投资终于实现转正，西部与东北部地区投资维持正增长。

2020 年 1—12 月份，全国房地产开发投资 141443 亿元，比上年增长 7.0%，增速比 1—11 月份提高 0.2 个百分点，比上年回落 2.9 个百分点。房地产投资持续加快，即使在三条红线监管调控后仍显韧性。其中新开工降幅是持续收窄，而施工加快，拉动建筑安装投资。另外土地购置面积收窄，成交价款回升，也说明了当前房企的购地需求仍强。三条红线监管下，销售的回升使得房地产开发资金中定金以及预收款增长明显，满足了房企的资金需求，也支撑了房地产投资的韧性，符合我们此前的判断。

12 月份，社会消费品零售总额 40566 亿元，同比增长 4.6%，增速比上月回落 0.4 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 35695 亿元，增长 4.4%。12 月消费有所回落，远不及市场预期。其中服装、汽车、通讯器材等消费下降明显。12 月消费或受到部分地区疫情反弹影响，且汽车消费下滑也对消费造成较大的拖累。房地产销售增长带来的下游消费家具、建材等则增长较快。

四季度 GDP 为 6.5%，加快 1.6 个百分点，全年增长 2.3%，超出市场预期，实现圆满收官。其中工业生产恢复较好，已超出疫情前水平，投资也回升加快，仅有消费有所回落，大幅低于市场预期。9 月份城镇调查失业率为 5.2%，与上年同期持平，就业形势继续改善。

资本市场逐步回暖

海内外疫情不同的防控态势，改变了中国经济运行的格局：外需持续强劲为中国经济增添了新动力。“直达实体”的货币政策使得稳

健货币政策基调下，金融领域的“宽信用”仍有望得到发展，货币边际收紧和宽信用发展将同步呈现。海外疫情第二波对资本市场的影响趋于弱化，美国大选尘埃落定；中国经济回暖延续和政策平稳的预期下，前期资本市场运行表现平稳中偏软的态势将改变，逐渐回暖将成趋势。资本市场短期受货币政策变化带来的心理冲击，有所波动，尤其是债券市场受到影响较为明显，而信用风险暴露导致债市调整较多，但随着事件平息，市场情绪的修复，流动性预期改善，债市走稳回升。

事件预测：趋势判断

经济稳中偏升，结构问题仍存

12 月中国经济运行延续了前期平稳缓回升势头，在出口和投资带动下，工业保持了稳中偏升态势。显然经济运行还具有疫情期间的特征——中外疫情形势差异下，出口保持较高增速，弥补了国内消费疲软的态势。预计此种状态仍将延续 2-3Q。2021 年中国经济平稳中偏升的整体态势不变，但结构性问题也越发突出：楼市泡沫叠加疫情影响，消费增速仍然偏软，经济内在动力仍需多方努力培育。应对性的适合政策仍然是财政偏松下的结构性货币政策；货币政策已由总量转向结构，财政政策转向结构性的客观需要也在上升——十四五规划纲要建议中的建立直接税体系越加快建立，越有利于中国经济渡过转型期，而直接税体系则基本意味着物业税的完善和普及推广。

分析师声明

陈彦利

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。