宏观

收官数据白璧微瑕

——2020 年 12 月经济数据点评

报告原因：事件点评

2021 年 1 月 18 日

宏观研究/点评报告

山证宏观固收团队

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业登记编码： S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

研究助理：

邵彦棋

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件

➢ 1 月 18 日，统计局发布 2020 年四季度和 12 月份经济数据。

点评

➢ **四季度实际 GDP 同比 6.5%，前值 4.9%。名义 GDP 增速 6.6%，前值 5.5%。**2020 年四季度增速不仅超过 2019 年四季度，同时也为 2018 年四季度以来最高值。按照生产法看，三大产业中，第三产业实际同比上升幅度依然最大，由 4.3%上升至 6.7%，高于 2019 年四季度，但低于 2019 年全年。从三季度服务业看，服务业内部分化较为严重。联想到近期国内局部地区依然有疫情爆发，猜测带动四季度第三产业的仍然为金融，信息技术相关行业。不过因为四季度中包含了十一小长假，因此消费类服务业或也有一定程度恢复。第二产业 GDP 同比在三季度 6.0%基础上继续上升至 6.8%，该增速是 2014 年三季度以来录得最高单季增速。

➢ **平减指数当季同比下降至 0.07%，前值 2.04%。**三大产业平减指数当季同比均有下降，其中第一产业和第三产业下降幅度较大。第一产业平减指数同比下降符合预期，虽然近期农产品价格又重新回升，但从季度看，农产品价格同比是下降的。第二产业平减指数同比下降似乎与近期工业品价格大幅走升相背离。虽然历史上工业原材料价格与第二产业平减指数相关性较强，但工业原材料价格目前还没有传导至下游产成品。CPI 中的核心 CPI 同比不升反降可以与第二产业和第三产业平减指数同比下降相互验证。

➢ **工业增加值当月同比连续两个月上升。**12 月工业增加值当月同比 7.3%，前值 7.0%。工业的几大类别中，除了制造业增加值同比较上月持平，其他几大项同比均有提高。其中，采矿业和高技术产业同比上升幅度较大。从已公布的制造业分行业数据看，单月同比上升的主要行业有医药制造、运输设备、计算机电子通讯等。四季度产能利用率上升至 78.0%，为有数据以来并列第一高。从行业来看，绝大部分下游行业产能利用率在 80%高位上下。

➢ **投资累计同比继续走高，三大投资同比单月均下降。**固定资产投资累计同比升至 2.9%，用累计同比计算的当月投资同比为 11.3%，不过该数值仍高于各主要投资分项当月同比，仅做参考。房地产、基建

和制造业三大投资同比均有所下降。

- **房地产施工赶工加快。**房地产投资（隐含）当月同比 9.35%，前值 10.93%，累计同比上升至 7.0%。根据施工单月同比由 12%上升至 28%，推测 12 月房地产建筑工程同比依然偏高，而土地购置费或依然是 12 月房地产投资的拖累项。12 月房地产销售仍然表现偏强，这与 12 月房地产高频成交数据相符合。新开工（隐含）当月同比连续 3 个月上升，销售领先新开工的规律依然存在，不过目前新开工同比仍然低于疫情前中枢水平。虽然单月竣工增速转负，但主要受到基数效应影响，单月竣工面积仍然较高，年底房地产赶工现象明显。考虑到近期施工和竣工进度明显加快，明年房地产施工能否维持强劲取决于新开工同比增速能否接棒。目前房地产销售和房地产资金来源同比均在高位，对明年新开工较为有利。不过在房地产监管政策趋严下，房地产企业是否有动力扩大投资规模存在不确定性。
- **基建投资同比继续下降。**基建投资（隐含）当月同比降至 4.26%，前值 5.87%，累计同比上升至 3.41%，前值 3.32%。从基建的三大行业来看，水利、环境和公共设施管理业投资是唯一的正贡献项。今年基建整体低于预期，项目与资金不匹配是主要原因。12 月份存款中财政存款分项显示 12 月财政资金运用不及去年，能够从一个侧面证明项目缺乏制约了基建投资。
- **制造业投资同比依然处于高位。**制造业投资（隐含）当月同比 10.22%，前值 12.46%，累计同比-2.2%，前值-3.5%。制造业投资同比 11 月大幅走高后，12 月有所下降，但水平仍较强。从目前已公布的分行业数据来看，中下游设备制造、运输设备、电汽等行业同比增大，计算机电子通讯设备同比下降，但水平仍在高位，出口对制造业的带动较为明显。考虑到目前这些行业产能利用率普遍处于高位，后续这些行业大概率继续会加大投资，制造业投资有望继续保持强势。
- **汽车零售拖累社零。**12 月社零当月同比 4.6%，前值 5.0%。从分项来看，汽车零售当月同比下降 5.4 个百分点，是 12 月拖累社零的主要商品分项。而可选类消费中的化妆品、金银珠宝、通讯器材同比下降幅度超过 10 个百分点，这三个类别恰恰是 11 月零售端表现较好的几类商品。所以，“双十一”对消费恢复的节奏产生了一定影响。值得注意的是，我们在 11 月的经济数据点评和年度策略中提示，商品消费后续可以关注石油及制品类和后地产类这两大类别商品，而 12 月相关项零售同比均有不同程度提高。餐饮收入单月同比再度转正，但服务类消费的完全恢复还是要等待疫苗的全面推广和疫情得到控制。
- **经济确认回到潜在增速。**我们在 11 月份的点评中已经提到，经济已经回到潜在增速上。如今公布的四季度 GDP 增速也证明了我们的判断。另外，在上周五的国新办金融统计数据新闻发布会上，孙国峰司

长提到“目前经济已经回到潜在产出水平”，这也是官方首次确认经济回到了“潜在增速水平”上。

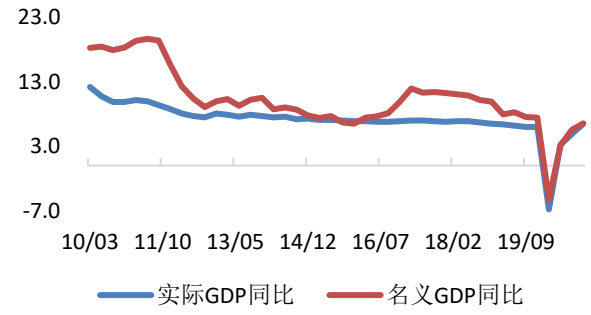
- **从单月来看，生产端数据好于需求端，需求端中出口对经济的贡献较突出。**从 12 月单月数据看，无论是投资、消费和出口三大需求较 11 月同比均有所下降，而工业增加值同比却上升，即供给好于需求。当然，从数据看，出口和制造业投资同比水平并不弱。分行业看，制造业中表现较好的行业更多来自于出口的拉动。也就是说，出口在 12 月乃至四季度对经济的扩张贡献在三驾马车中较为突出。我们认为，短期内出口依然会保持强劲。在海外疫情仍然不明朗的情况下，产业链替代的逻辑依然存在。同时，在海外复工和消费需求带动下，相关工业品和消费品出口同比增速也逐渐走高。这些都会使得后续出口保持相对高增速。
- **后续关注经济增速水平和二阶导变化。**明年，基数效应将成为对经济最大的扰动项，因此经济增速水平相较于经济增速变化趋势更为重要。不考虑基数效应下，随着经济增速回到潜在增速水平，经济增速后续很难继续大幅度抬升，经济二阶导必然大幅衰减。经济增速能否维持扩张，同时高增速的持续时长将成为后续经济层面的关注点。我们的年度报告中已经详尽对今年经济做了展望，在不考虑基数效应的情况下，认为依靠目前出口及房地产施工的带动，经济有望在上半年继续保持高增速。（详见《【山证固收】经济扩张转稳，债市择机而动》）
- **风险提示**

1、 国内疫情再次严重影响经济；

2、 当前出口产业链在海外复工下快速回流；

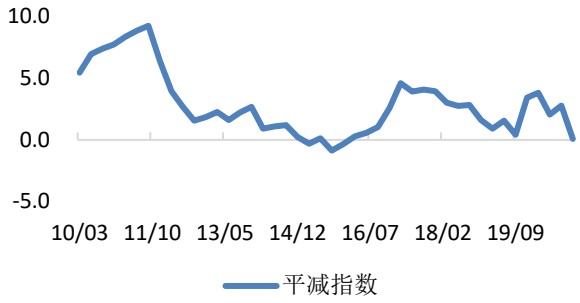
3、房地产和基建投资增速下降过快。

图 1：实际 GDP 与名义 GDP 同比走势



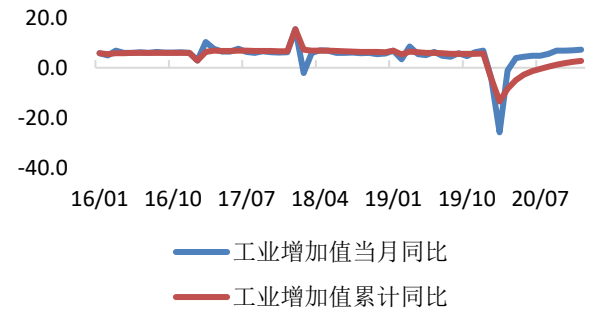
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：平减指数走势



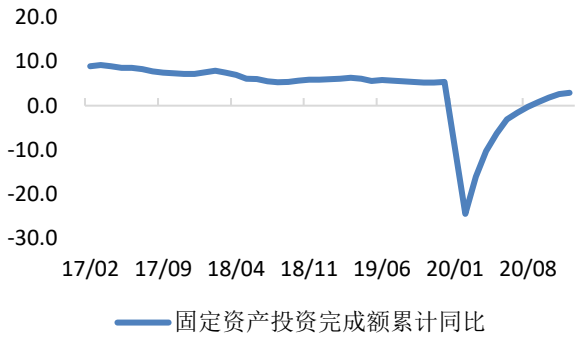
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3：工业增加值同比走势



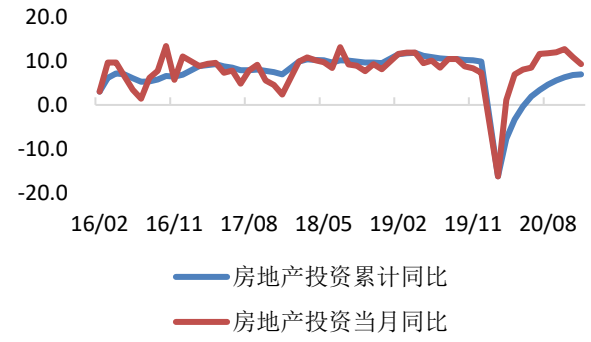
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：固定资产投资完成额累计同比走势



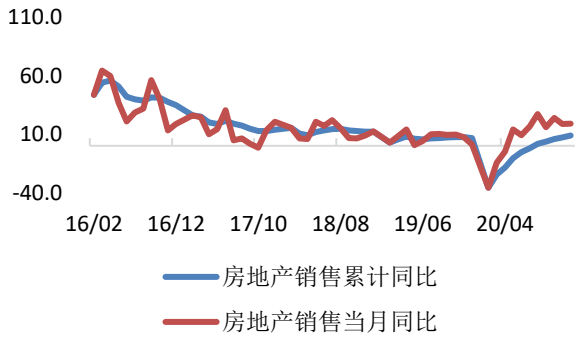
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：房地产投资同比走势



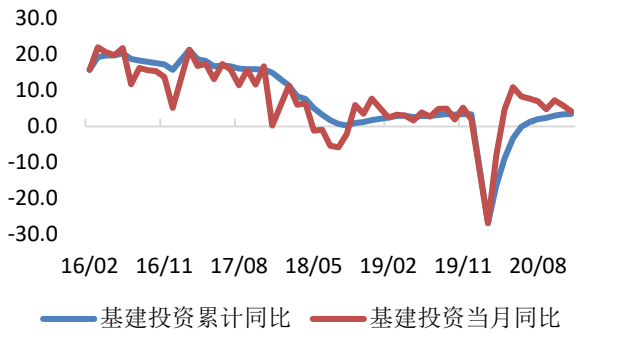
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：房地产销售同比走势



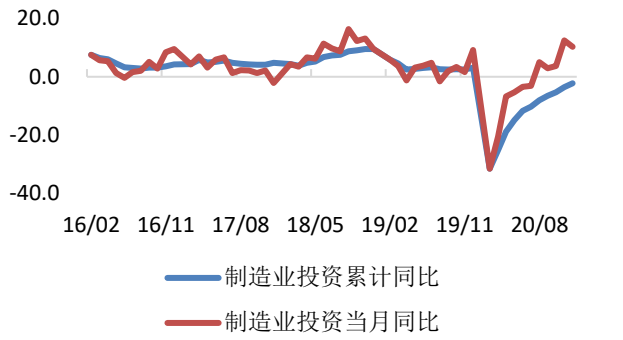
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 7：基建投资同比走势



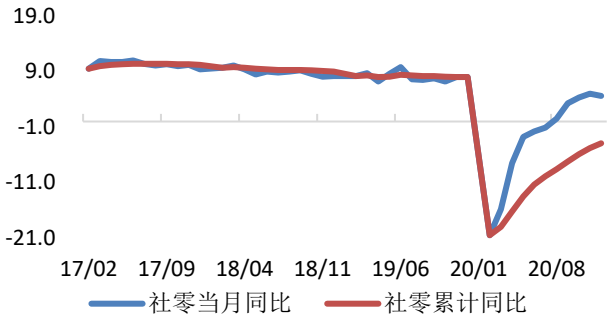
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 8：制造业投资完成额同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 9：社零同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336