

抓住经济结构和杠杆率两条主线看后续基本面走势

——2020年12月经济数据点评兼债市观点

要点

事件

- 1) 12月,规模以上工业增加值同比增长7.3%,增速比11月提高0.3个百分点;环比增长1.1%;社会消费品零售总额同比增长4.6%,增速比11月回落0.4个百分点。
- 2) 2020年GDP增速为2.3%,其中四季度GDP同比增长6.5%;规模以上工业增加值同比增长2.3%,比2019年下降了3.3个百分点;固定资产投资增长2.9%,比2019年下降了2.5个百分点;社会消费品零售总额同比下降3.9%(2019年为增长8%)。

点评

工业生产: 超强表现推高全年增速超预期, 供给格局与出口超高速、国内需求进一步复苏相互印证。12月规模以上工业增加值同比增长7.3%, 同比创下了年内新高, 同时也创2019年4月以来新高, 工业生产用“超强”描述丝毫不为过。目前工业生产的格局与目前出口维持在超高增速及国内需求进一步复苏是相互印证的。

固定资产投资: 制造业投资维持在较高水平, 但地产和基建投资增速均连续多月下降。2020年全国固定资产投资同比增长2.9%, 与2019年相比下降了2.5个百分点。从分项来看, 制造业投资维持在较高增速; 房地产开发投资连续3个月下降, 在严监管背景下, 房地产投资降速亦是大概率事件; 广义基建投资连续2个月增速下降, 项目储备不足的问题仍然影响基建投资的提升。

消费: 汽车消费的支撑作用减弱, 消费整体亦并不强。12月社会消费品零售总额同比增长4.6%, 增速比11月回落0.4个百分点; 环比增速为1.24%, 比11月下降0.3个百分点。从当月表现来看, 12月汽车消费已经接近2019年12月水平, 汽车对整体消费增速的提升相对有限。扣除汽车项的影响, 12月社消增速有一定的提升, 但提升的幅度不大, 居民收入增速下降带来的制约凸显。

后续经济展望: 抓住经济结构和宏观杠杆率两条主线, 经济整体将相对温和。不同的经济结构和宏观杠杆率条件下, 经济演变呈现不小的差异。而经济结构向消费倾斜、且经济体处于高杠杆制约下, 影响经济走势最主要的因素集中在需求面, 且经济内生动力的各方面表现会有一定的差异, 但杠杆率攀升后都将制约其发展强度。2021年经济, 创去基数效应, 经济整体将相对较为温和, 上半年继续复苏, 下半年回归常态, 增速前高后低, 难以出现过热状态。

债市观点

在流动性相对宽裕、新冠病例再度零星出现等因素推动下, 长端利率则在3.15%上下波动, 国债10年期与1年期利差则持续提升。我们预计, 未来一段时间, 10Y国债收益率将运行于[3.0%, 3.3%]之间, 持续向上和向下突破的难度均较大, 投资机会上半年可能并不太多, 而下半年机会相对更多。

风险提示

目前境外仍处于新冠疫情快速蔓延过程中, 疫苗虽然已经上市, 但要普遍接种仍需要一定时间, 后续全球经济复苏的不确定因素仍然较多; 国内再现零星病例, 经济仍处在恢复性增长进程中, 后续演变仍有一些不确定性。

作者

分析师: 张旭

执业证书编号: S0930516010001

010-58452066

zhang_xu@ebscn.com

分析师: 危玮肖

执业证书编号: S0930519070001

010-58452070

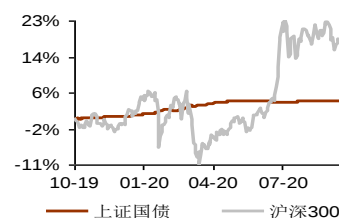
weiwu@ebscn.com

联系人: 李枢川

010-58452065

lishuchuan@ebscn.com

大盘走势图



资料来源: Wind

相关研报

供给因素推动 PPI 距离转正一步之遥 ——2020 年 12 月 CPI 和 PPI 数据点评兼债市观点 (2021-01-11)

制造业投资修复加快, 消费并不强 ——2020 年 11 月经济数据点评兼债市观点 (2020-12-15)

消费修复速度放缓 ——2020 年 10 月经济数据点评兼债市观点 (2020-11-16)

量价齐升, 四季度增速有不少不确定性 ——2020 年三季度经济数据点评兼债市观点 (2020-10-19)

投资向好但单月增速不低, 可选消费支撑社消增速转正 ——2020 年 8 月经济数据点评兼债市观点 (2020-09-15)

1、事件

2021年1月18日国家统计局公布2020年12月、2020年4季度及2020年全年经济数据：

- 1) 12月，规模以上工业增加值同比增长7.3%，增速比11月提高0.3个百分点；环比增长1.1%；社会消费品零售总额同比增长4.6%，增速比11月回落0.4个百分点。
- 2) 2020年GDP增速为2.3%，其中四季度GDP同比增长6.5%；规模以上工业增加值同比增长2.3%，比2019年下降了3.3个百分点；固定资产投资增长2.9%，比2019年下降了2.5个百分点；社会消费品零售总额同比下降3.9%（2019年为增长8%）。

2、点评

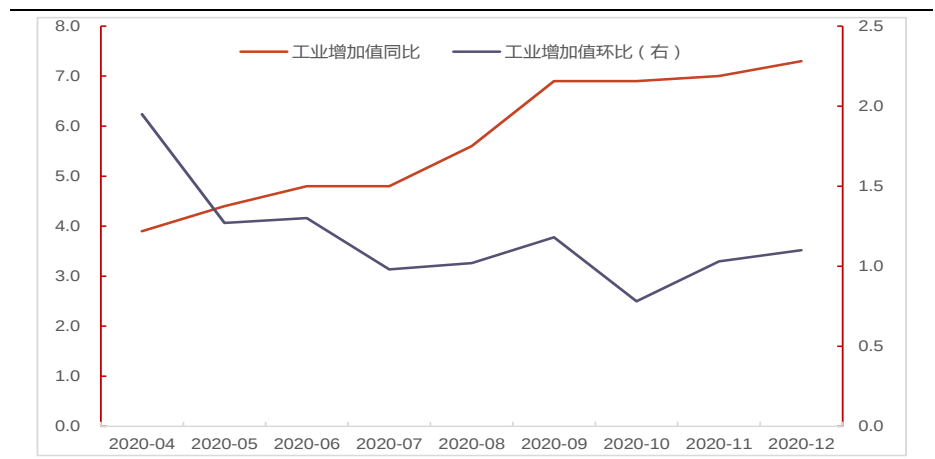
工业生产：超强表现推高全年增速超预期，供给格局与出口超高速、国内需求进一步复苏相互印证

12月规模以上工业增加值同比增长7.3%，增速比11月提高0.3个百分点；环比增长1.1%（比11月提升0.07个百分点）。2020年规模以上工业增加值同比增长2.3%（2019年为5.6%）。

从单月表现来看，12月规模以上工业增加值同比创下了年内新高，同时也创2019年4月以来新高，环比方面也保持了较高增速，考虑到2019年12月规模以上工业增加值的高基数（2019年12月规模以上工业增加值同比增速为2019年第二高值），12月工业生产用“超强”描述丝毫不为过。12月工业生产的超强表现，在当月其实已经有所反映，如江西、湖南、浙江等地在12月底先后出现了限制用电的情况，多年不见的“拉闸限电”再现，均反映了生产的旺盛。联系到10、11月规模以上工业生产增速分别达到6.9%、7%的情况，可以看到，整个4季度，工业生产均保持在非常高的增速，丝毫没有受到寒冬的影响。4季度工业生产的连续高速增长表现，也推高了全年增速达到了2.3%，超过了市场预期的2.1%。

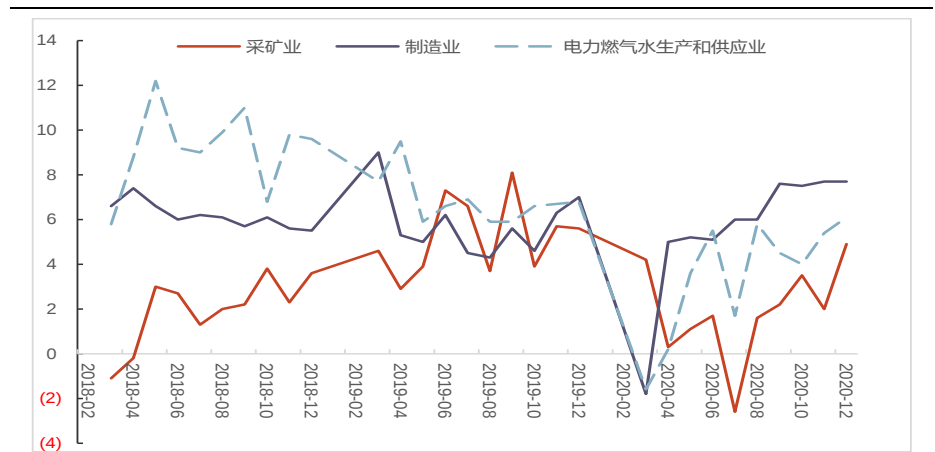
分门类来看，12月采矿业增加值同比增长4.9%，比11月上升了2.9个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值增长6.1%，增速比11月提升了1.7个百分点；制造业增加值增长7.7%，增速比11月持平。从数据表现来看，目前工业生产继续维持制造业高增长，上游生产继续改善但波动较大，而水电生产和供应则向整体经济增速靠拢这个格局，而这一格局与目前出口维持在超高增速及国内需求进一步复苏是相互印证的。

图 1：12 月工业生产同比再创全年新高



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图 2：目前工业生产的格局与出口高增速及国内需求进一步复苏相互印证



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

固定资产投资：制造业投资维持在较高水平，但地产和基建投资增速均连续下降

1-12 月全国固定资产投资 51.89 万亿元，累计同比增长 2.9%（1-11 月累计增速为 2.6%），与 2019 年相比下降了 2.5 个百分点。固定资产投资累计同比增速从 2020 年 9 月首次转正后，4 季度以来增速持续稳步提升。从环比速度看，12 月份固定资产投资环比增长 2.32%，比 11 月（2.67%）下降 0.35 个百分点，环比增速仍维持在较高的位置。另外，如果结合疫情前固定资产投资环比增速基本维持在 0.4-0.5% 的水平，而后续固定资产投资环比增速逐步下降的速度按照 12 月 0.34 个百分点测算，固定资产投资恢复到疫情前可能仍需要 6 个月左右的时间，**从这一角度来看，固定资产投资恢复到疫情前可能仍要到下半年。**

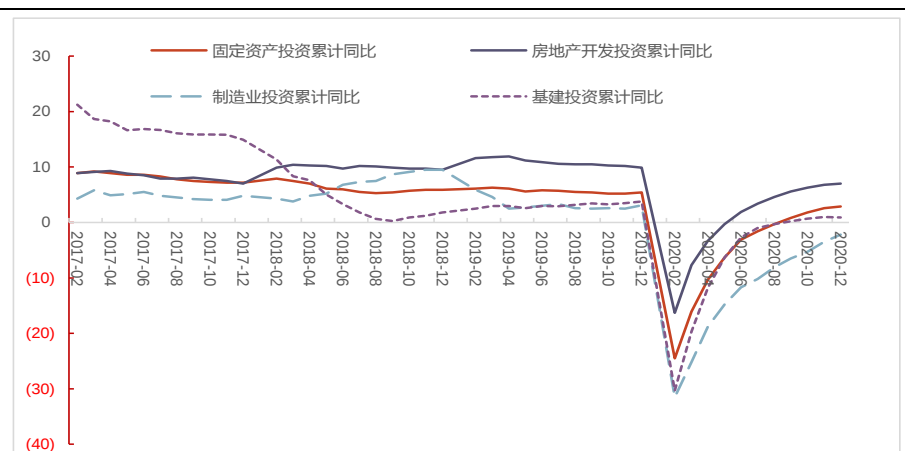
从分项来看，**制造业投资维持在较高增速。**1-12 月制造业投资下降 2.2%，降幅比 1-11 月收窄 1.3 个百分点。另外，初步测算，12 月制造业投资当月同比增速已经达到 10.2%，比 11 月下降了 2.2 个百分点。20 年 10 月前，制造业投资当月增速表现一般，没有明显的回补迹象。而 11、10 月增速则提升明显，由于制造业投资在整个固定资产投资中占比较高（30-40%），且是经济修复的内生动力，因此制

制造业修复速度很大程度上影响固定资产投资的增速。而从数据表现来看，12月制造业投资增速有所减慢与2019年基数相对较高有关（2019年12月制造业投资同比增速为2019年最高值），因此实际投资可能仍维持在较高水平。

1-12月房地产开发投资同比增长7%，增速比1-11月提高0.2个百分点；当月增速方面，12月增速为9.4%（连续3个月下降），已经低于2020年全年水平（9.9%），在严监管背景下，**房地产投资降速亦是大概率事件。**

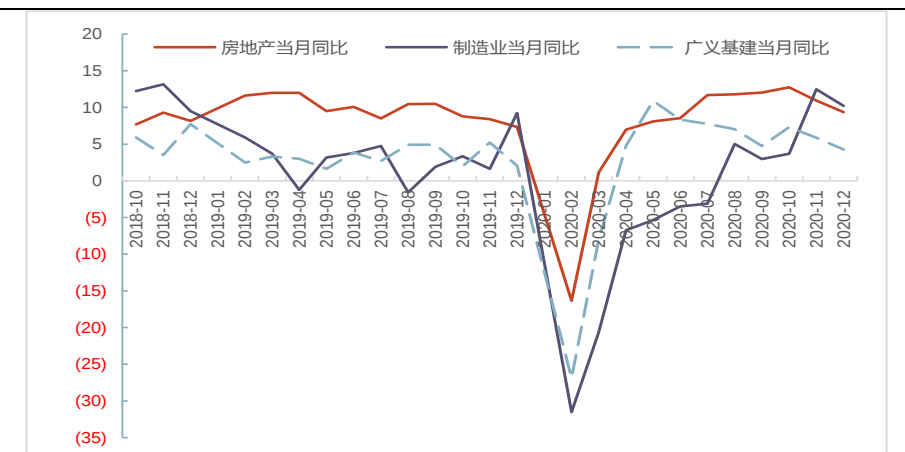
基建投资方面，广义基建投资1-12月同比增长3.4%，增速比1-11月上升0.1个百分点。从当月增速来看，初步测算12月当月广义基建投资增速为4.3%（比11月下降1.6个百分点），**连续2个月增速下降，项目储备不足的问题仍然影响基建投资的提升。**

图3：固定资产投资仍处于恢复增长阶段



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图4：固定资产投资当月同比情况



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

消费：汽车消费的支撑作用减弱，消费整体亦并不强

12月社会消费品零售总额同比增长4.6%，增速比11月回落0.4个百分点。12月社会消费品零售总额环比增速为1.24%，增速比11月下降0.3个百分点，仍维持

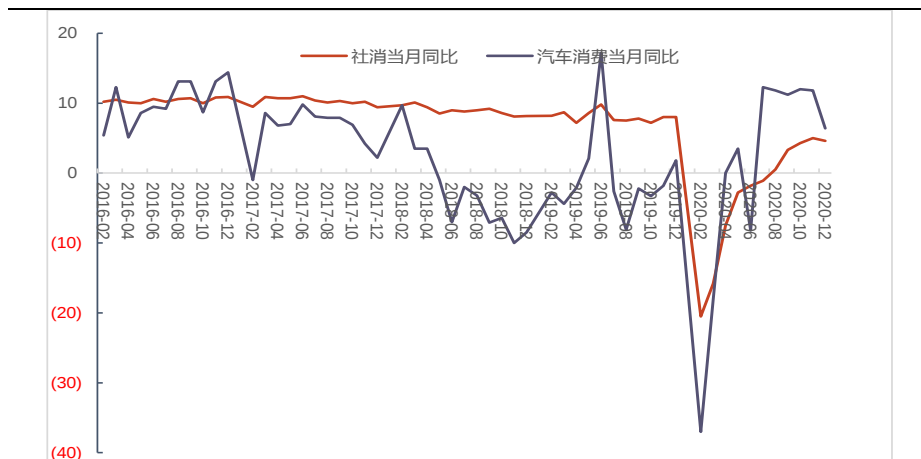
在较高水平。2020 年，社会消费品零售总额 39.2 万亿元，同比下降 3.9%（降幅比 1-11 月收窄 0.7 个百分点），比 2019 年下降了 11.9 个百分点。

从基数来看，2019 年 11、12 月社消增速均为 8%，因此 12 月社消增速的回落，基数效应并不能提供好的解释。如果回顾 2020 年全年消费的走势，可以看得更为清晰：

- 1) 2020 年一季度居民消费受到疫情明显冲击，但由于消费棘轮效应的存在，下降幅度比生产、投资要小；
- 2) 二季度，消费修复慢于生产，但快于投资，且从 3 月中下旬以来，中央和地方分别出台一系列包括税收减免、消费补贴等刺激汽车消费等政策，在政策作用下，汽车消费率先反弹，对消费起到了一定支撑作用；
- 3) 三季度，汽车消费当月增速基本维持在 12% 左右，由于汽车消费占整个社会消费品零售总额的比重接近 10%，因此汽车消费对整个消费的支撑作用非常明显；
- 4) 四季度 10、11 月，汽车消费仍维持在较高增速（12% 左右），但是 12 月汽车消费增速则降到了 6.4%，增速下降了近 6 个百分点。如果扣除汽车项的影响，12 月社消增速为 4.4%，而 11 月增速则为 4.2%，增速有一定的提升，但提升的幅度不大。

从消费结构上来看，12 月必选消费增速为 8.2%，2020 年 9 月以来增速维持在 8% 左右，但比疫情前的 10% 的增速稍有降低。12 月，主要可选消费中，通信类消费增速仍然较高，但其他可选消费均有所下降，整体来看，**12 月消费修复速度有所提升，但消费整体并不强，居民收入增速下降带来的制约凸显。**

图 5：社消增速有所回落，主要是汽车消费的支撑作用减弱



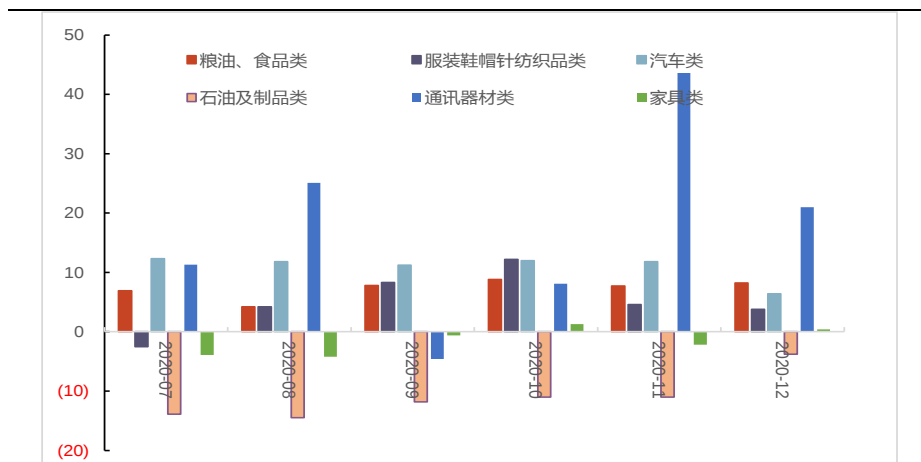
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

后续经济展望：抓住经济结构和宏观杠杆率两条主线，经济整体将相对温和

2020 年，我国 GDP 突破了 100 万亿，达到 101.6 万亿，实际增长 2.3%，名义增速则为 3%。虽然受到疫情的影响，但表现依然抢眼。从目前的数据表现来看，生产已经基本恢复到疫情前水平，4 季度甚至比疫情前更好，而固定资产投资方面，制造业投资仍在修复，地产和基建投资则表现出一定的颓势，消费方面则受到了来自收入增速方面的制约。

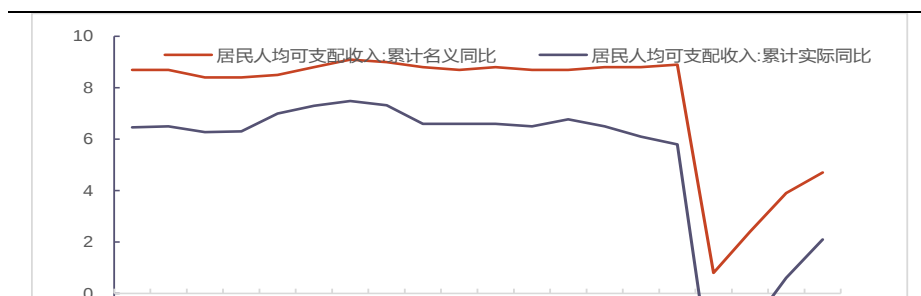
在我们 2021 年年度策略报告《无需担心经济过热，下半年机会更多——利率债 2021 年投资策略》中，我们指出，不同的经济结构和宏观杠杆率条件下，经济演变呈现不小的差异。当经济结构向消费倾斜、且经济体处于高杠杆制约下，影响经济走势最主要的因素集中在需求面，经济内生动力的各方面表现会有一定的差异，但杠杆率攀升后都将制约其发展强度。目前，从“十二五”以来，消费在我国经济结构中的占比稳步提升，而与主要经济体相比，我国的宏观杠杆率已经居于较高水平。对于后续基本面的走势，我们认为，**要抓住经济结构和宏观杠杆率这两条主线。**另外，目前居民收入的增速也是制约居民消费、以及杠杆修复的重要制约。从这点来看，尽管 4 季度经济表现超预期，但对于 2021 年经济，我们认为，创去基数效应，经济整体将相对较为温和，上半年继续复苏，下半年回归常态，增速前高后低，难以出现过热状态。

图 6：12 月通信类消费表现较好，但其他类消费并不强



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图 7：居民收入仍在恢复过程中



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_106

