



## 宏观研究

# 【粤开宏观】收入分配和产能利用率改善是当前经济的主要亮点——12 月经济数据解读

2021 年 01 月 18 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：吴晓媛

### 近期报告

《【粤开宏观】2021 警惕通胀而非通缩——对当前通胀形势的看法》2020-12-22

《【粤开宏观】大迁徙时代：中国人口大流动的新趋势》2020-12-27

《【粤开宏观】我国地方财政形势：紧平衡下的负重前行》2021-01-05

《【粤开宏观】再遭弹劾：那些年被弹劾的美国总统何去何从》2021-01-13

《【粤开宏观】美国未来四年的经济方向——内阁成员思想全景》2021-01-15

### 2020 年 12 月及四季度中国主要经济数据：

四季度 GDP 同比为 6.5%，预期 6.2%，三季度为 4.9%；2020 年全年同比增 2.3%，预期 2.2%。

12 月规模以上工业增加值同比为 7.3%，预期 7%，前值 7%。

1-12 月全国固定资产投资（不含农户）同比增 2.9%，预期增 3%，1-11 月同比增 2.6%。

1-12 月房地产开发投资同比增 7%，1-11 月同比增 6.3%。

12 月社会消费品零售总额同比增 4.6%，预期增 5.4%，前值增 5%。

风险提示：经济增长不及预期



## 目 录

一、当前经济已回到正常轨道，四季度经济要关注五大特点 .....	3
(一) 回望 2020：房地产和出口超预期，全球重回“中国供给—全球需求”模式 .....	3
(二) 12 月和四季度：经济回到正常轨道，四季度增速为两年来新高，产能利用率高位预示产能周期启动 ...	3
二、四季度 GDP 增速创两年来新高，第三产业快速恢复 .....	5
三、工业生产保持强劲，高新技术占比上升 .....	6
四、制造业投资累计降幅收窄，盈利和需求改善以及产能利用率创新高预示产能周期上升 .....	7
五、地产投资当月增速高位略降，货币政策边际收紧导致地产投资下行压力较大 .....	9
六、基建投资下滑，受地方财政形势紧张影响，未来反弹力度有限 .....	10
七、社零消费略降，与“双 11”透支部分消费能力有关，未来受就业形势好转而平稳向好 .....	10
八、进出口均超预期，全年货币贸易顺差居史上第二 .....	11

## 图表目录

图表 1：产能利用率持续提升 .....	4
图表 2：2020 年收入分配更加公平，主因脱贫攻坚的转移性收入增加 .....	4
图表 3：2020 年四季度 GDP 增速 2018 年四季度以来新高 .....	5
图表 4：GDP 三大产业构成中，第一产业占比显著提升 .....	6
图表 5：制造业投资强劲，地产投资当月高位下滑 .....	7
图表 6：新订单-产成品库存差值大，企业补库动力强劲 .....	8
图表 7：民间投资持续修复 .....	8
图表 8：主要商品对出口同比的拉动（百分点） .....	11
图表 9：主要商品进口的同比拉动（百分点） .....	12



## 一、当前经济已回到正常轨道，四季度经济要关注五大特点

经济形势分为短期和中长期，从不同时间维度得到的结论有差异，要分清是短期波动还是中长期趋势。从 12 月、四季度的数据看，四季度 GDP 同比增速 6.5%，为两年来的新高，表明经济加快恢复，基本回到正常运行的轨道；且从产能利用率恢复到供给侧结构性改革以来的新高和价格环比上升看，制造业产能上升周期即将启动。2021 年的经济形势可概括为“斜坡下的反弹”，预计 GDP 实际增速将高达 9%，主要是 2020 年低基数、中国产能周期和库存周期启动、全球经济因疫苗研发而重启、美国拜登时代抗疫并刺激经济；2022-2025 年的经济形势可概括为“迈向 5 时代”重寻中速增长平台”。

### （一）回望 2020：房地产和出口超预期，全球重回“中国供给—全球需求”模式

2020 中国走出 V 型反弹、逐季恢复的状态，主要支撑力量是房地产和出口超预期。其中，房地产投资、销售的韧性较强，主要源于宏观上的相对宽松的货币政策和微观上房企在“三道红线”压力下加快投资、降价促销回笼资金。出口超预期主要是国内出口的韧性以及国内外疫情时间差，中国因疫情控制而成为全球主要的拥有超大规模供给能力的经济体，全球重回“中国供给-全球需求”模式。

2020 年初市场一致预期中国出口企业将大面积倒闭，因为疫情导致中国出口企业供应不足而违约；4 月国内疫情控制、海外疫情蔓延，市场一致预期认为海外需求大幅萎缩，中国出口将断崖式增长。事实上，这些预期均落空，主要是低估了中国经济尤其是出口企业和产业链的韧性。

从结构看，中国经济的线上化、新经济新动能占比提高；且从年初的极不均衡走向了结构的相对均衡，即实现了生产与需求、投资与消费、二产和三产、金融与实体的四大均衡。

### （二）12 月和四季度：经济回到正常轨道，四季度增速为两年来新高，产能利用率高位预示产能周期启动

2020 年四季度 GDP 同比增 6.5%，创 2018 年四季度以来的新高，高于预期的 6.2%，且高于三季度 1.6 个百分点。从产业结构看，四季度三大产业的增速分别为 4.1%、6.8% 和 6.7%，分别较三季度上升 0.2、0.8 和 2.4 个百分点，即四季度经济快速上升主要是第三产业快速恢复的贡献。

#### 12 月和四季度经济值得关注的五个方面：

第一，经济增速创两年来新高，预示经济运行回归到正常轨道。

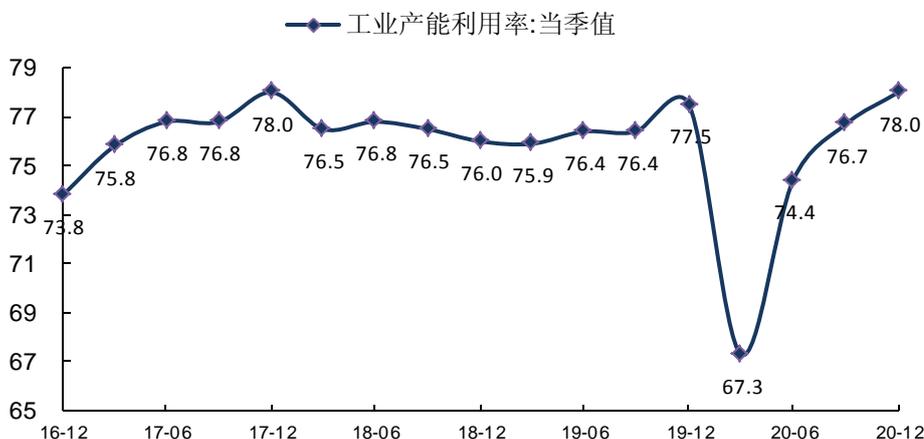
第二，产能利用率持续上升至供给侧结构性改革以来高点。

第三，收入增速上升，同时居民消费率上升，更重要的是收入分配更加公平。统计局数据显示，按照收入五等分划分，2020 年最高 20% 收入与最低 20% 收入之比为 10.2 倍，低于 2019 年的 10.35 和 2018 年的 10.97。主要是因为近年来持续加强脱贫攻坚，通过转移支付加大对贫困人口的补助。2020 年居民收入构成中，财产性收入、转移性收入增速分别为 6.6% 和 8.7%，高于工资性收入、经营性收入增速的 4.3% 和 1.1%。其中，财产性收入主要是 2020 年资本市场大涨，居民持有的股票、基金收益导致财产性收入



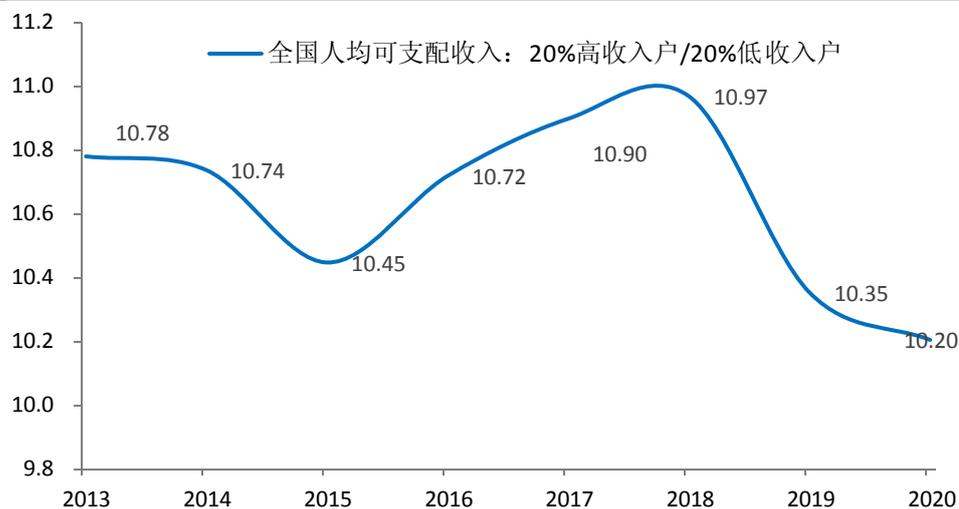
增加。转移净收入反映了保底的政策，上调养老金、退休金标准，加大社会救济、临时救助，使得全国居民人均转移净收入全年增长了 8.7%，其中居民人均养老金和离退休金增长了 7.8%，社会救济和补助收入增长了 18.7%，政策性生活补贴收入增长了 12.7%。

图表1：产能利用率持续提升



资料来源：wind，粤开证券研究院

图表2：2020 年收入分配更加公平，主因脱贫攻坚的转移性收入增加



资料来源：国家统计局，粤开证券研究院

第四,四季度规模以上工业增加值增速高于 GDP 中第二产业同比反映规模以下企业生存状况堪忧。10-12 月规模以上工业增加值增速同比分别为 6.9%、7.0%和 7.3%，但是四季度第二产业同比为 6.8%，意味着规模以下企业的产值增速较低，拖累了整体增速。12 月大型企业 PMI 经营预期指数上升，但小型企业经营预期指数下降。



第五,服务业生产指数高于 GDP 中第三产业同比增速反映出公共管理等非市场性活动产出低于市场性服务业。10-12 月服务业生产指数同比分别为 7.4%、8.0%和 7.7%,但四季度第三产业同比为 6.7%,主要差异在于服务业生产指数指标与服务业增加值的覆盖范围和反映的经济活动有差异。其一,覆盖行业范围不完全相同。服务业增加值核算的行业范围包括《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2011)中除第一产业、第二产业以外的所有服务业行业(不含国际组织)。而由于受月度数据的可获得性和及时性的影响,目前服务业生产指数主要覆盖从批发零售业到文化、体育和娱乐业等 13 个行业门类,暂不包括公共管理、社会保障和社会组织,国际组织 2 个行业门类,以及农林牧渔业中的农林牧渔服务业,采矿业中的开采辅助活动,以及制造业中的金属制品、机械和设备修理业。其二,反映的经济活动存在差异。服务业增加值核算既包括服务业市场性服务活动,也包括非市场性活动;而综合考虑基础数据的可获得性以及与经济周期的关联性,目前我国的服务业生产指数主要反映服务业企业的市场性活动,不包括如科学研究和技术服务业,教育,卫生和社会工作等行业中的非市场性活动。

## 二、四季度 GDP 增速创两年来新高, 第三产业快速恢复

2020 年四季度 GDP 同比增 6.5%,创 2018 年四季度以来的新高,高于预期的 6.2%,且高于三季度 1.6 个百分点。分季度看,一二三四季度分别为-6.8%、3.2%、4.9%和 6.5%,走出 V 型反弹格局;2020 年全年同比为 2.3%。

从产业结构看,2020 年第一、二、三产业增速分别为 3%、2.6%和 2.1%,分别占比 7.7%、37.8%和 54.5%。四季度第一、二、三产业增速分别为 4.1%、6.8%和 6.7%,分别较三季度上升 0.2、0.8 和 2.4 个百分点,即四季度经济快速上升主要是第三产业快速恢复的贡献。四季度,服务业生产指数同比增长 7.7%,比三季度加快 3.4 个百分点。信息传输、软件和信息技术服务业,金融业增加值分别增长 16.9%、7.0%,增速分别快于第三产业 14.8、4.9 个百分点。

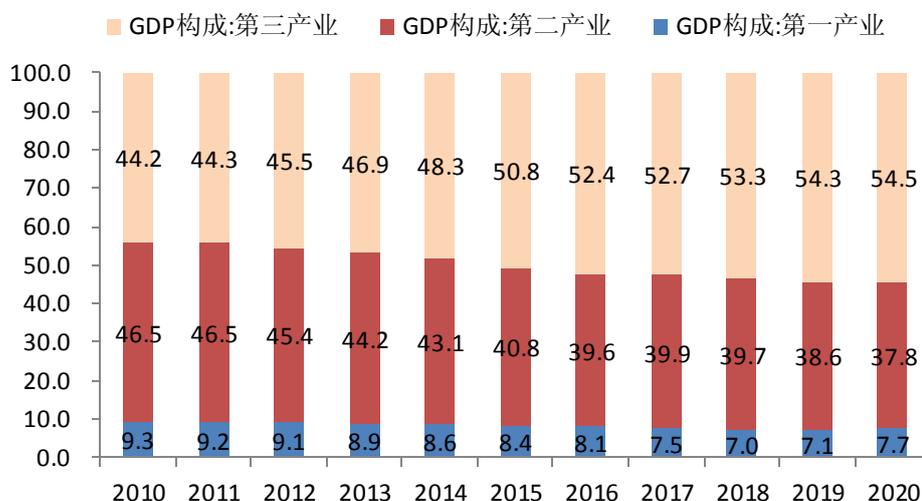
图表 3 : 2020 年四季度 GDP 增速 2018 年四季度以来新高



资料来源:国家统计局,粤开证券研究院。



图表4：GDP 三大产业构成



资料来源：wind，粤开证券研究院

### 三、工业生产保持强劲，高新技术占比上升

工业生产保持强劲势头，与制造业 PMI 的高景气度一致。12 月份，规模以上工业增加值同比增长 7.3%，较前值加快 0.3 个百分点，环比增长 1.10%，远高于 2016-2019 年同期的 0.49%、0.52%、0.49%、0.60%。12 月制造业 PMI 为 51.9%，较上个月回落 0.2 个百分点，但仍位于高景气度扩张区间，连续 10 个月位于临界点以上。2020 年，规模以上工业增加值比上年增长 2.8%。

分三大门类看，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。

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。一是**黑色冶炼、设备、交运等制造业的产出扩张**。黑色金属冶炼和压延加工业增长 10.7%，通用设备制造业增长 11.1%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 8.7%，分别较上月提升 1.1、0.9、6.1 个百分点，专用设备制造业增长 8.7%，汽车制造业增长 9.7%，较上月回落 1.8、1.4 个百分点，但仍保持较高增长。12 月汽车及底盘进口同比增长 56.0%，对进口拉动 1.2 个百分点，汽车产业链仍保持较高景气。二是**防疫相关产品生产较上月有所回落，系防疫物资对出口支撑作用削弱**。防护服、口罩等需求下，纺织业增长 5.2%，橡胶和塑料制品业增长 5.9%，化学原料和化学制品制造业增长 7.5%，较上月回落 1.3、1.8、1.7 个百分点。12 月汽车及底盘进口同比增长 56.0%，对进口拉动 1.2 个百分点，汽车产业链仍保持较高景气。三是**高新制造业等新动能不断发展**。计算机、通信和其他电子设备制造业增长 11.4%，较上月提升 2.1 个百分点，新冠检测和疫苗生产等带动医药制造业增长 16.9%，较上月提升 3.3 个百分点。四是**冬季采暖、叠加工业生产带动电力及电气设备生产旺盛**。电力、热力生产和供应业增长 5.4%，较上月提升 0.3 个百分点，电气机械和器材制造业增长 15.6%，较上月回落 2.4 个百分点，仍保持双位增长。



分经济类型看,12月份,国有控股企业增加值同比增长6.4%;股份制企业增长7.0%,外商及港澳台商投资企业增长8.5%;私营企业增长7.6%。

## 四、制造业投资累计降幅收窄,盈利和需求改善以及产能利用率创新高预示产能周期上升

1-12月固定资产投资累计同比增长2.9%,较上月上升0.3个百分点。其中,地产投资、基建(不含电力)、制造业投资累计同比增长7.0%、0.9%和-2.2%,较前值变化+0.2、-0.1、+1.3个百分点。但是当月增速分化:制造业投资强劲,地产投资高位略降,基建投资下滑。制造业投资当月同比增速为10.2%,较前值下降2.3个百分点,为今年以来的次高位;地产投资、基建(不含电力)投资当月同比增长9.3%、-0.1%,较上月下降1.6和3.6个百分点。

**制造业投资受到企业盈利水平边际改善和信贷支持的提振,产能上升周期开启。**

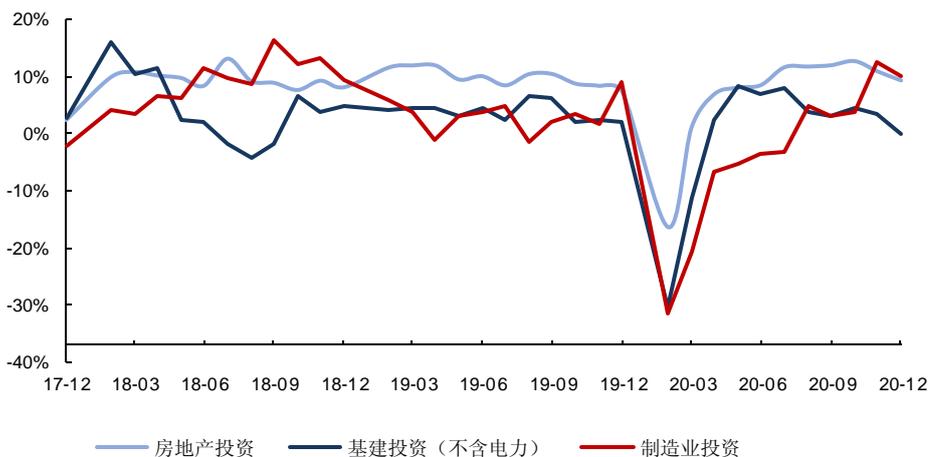
**其一,当前内外需持续修复,企业主动补库存,产能利用率创供给侧结构性改革以来新高。**2020年四季度产能利用率达到78.0%,为供给侧结构性改革以来新高(与最高的2017年四季度78%持平)。企业面临需求旺盛的情况,新订单、企业经营预期指数持续高位,带动采购量、库存指数上升,新订单与产成品库存指数之差从4月的0.9上升到12月的7.4个百分点。

**其二,价格环比上升和盈利改善进一步增强制造业投资意愿。**自6月以来PPI当月环比持续为正,12月环比为1.1%,同比为-0.4%,虽然仍为负但降幅收窄。1-11月规模以上工业企业累计利润增速同比为2.4%,较前值大幅提升1.7个百分点。其中,亏损企业数量和亏损金额同比为13.3%和7.0%,增速较上半年和2019年大幅下降。营业收入利润率为6.1%,为2019年初以来最高值。

**其三,从企业投资信心来看,M1增速持续提升,企业中长期贷款占比提升,均表示企业投资信心在逐步增强。**12月M1同比增长8.6%,较上月略降1.4个百分点,但仍处于高位;企业中长期贷款同比多增1522亿元,企业中长期贷款持续提升。

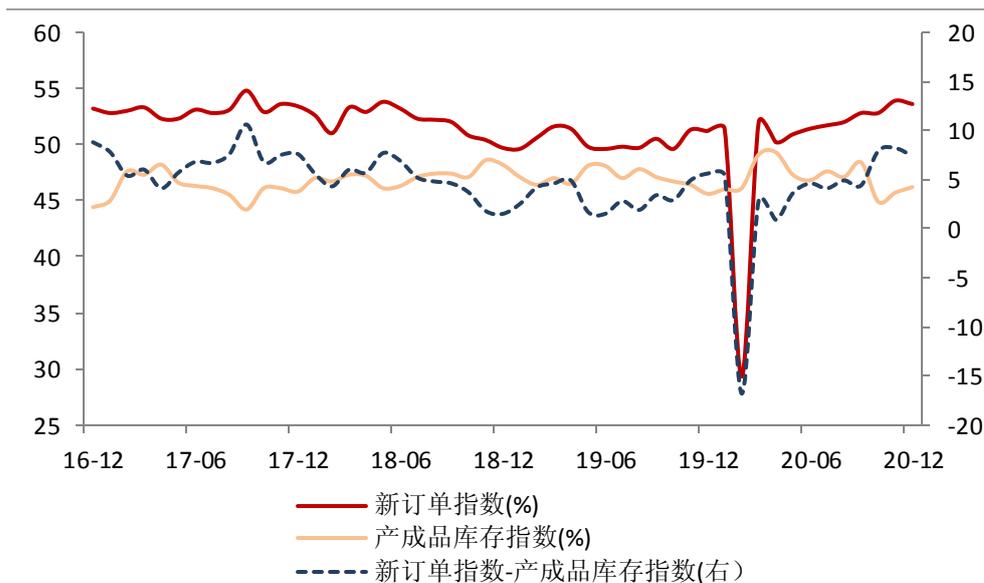
1-12月民间投资累计增速1%,较上月上升0.8个百分点。制造业的投资主体大部分是民间投资,制造业上升与民间投资在增速走势总体一致。但民间投资增速仍慢于国有单位投资增速,有较大差距。

**图表5:制造业投资强劲,地产投资当月高位下滑**



资料来源：wind，粤开证券研究院

图表6：新订单-产成品库存差值大，企业补库动力强劲



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\\_116](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_116)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>