

经济运行微过热，但平衡性待增强

——2020年1-12月宏观数据点评

宏观点评

核心观点：

四季度GDP同比增长6.5%，已高于潜在增速水平，经济运行出现微过热现象。但从结构看，出口和地产是主要拉动力，经济复苏基础有待强化。预计2021年消费将成经济向上修复主动力，经济内部平衡性将进一步增强，全年GDP约增长8.4%左右，2020-2021年GDP复合平均增速略低于潜在增速水平。

摘要：

- **工业增加值：出口强劲叠加商品涨价，共同支撑生产继续走强。**12月份规模以上工业增加值同比增长7.3%，增速较上月加快0.3个百分点，连续五个月高于去年同期值。其中，出口维持强劲是带动工业生产再度走强的主因，如受益机电产品和防疫物资出口订单需求增加，本月中游装备制造业行业增加值多数保持双位数增长，医药制造业增加值增速高位抬升至16.9%，对工业生产的支撑作用尤为突出；此外，受益大宗商品涨价，采矿业增加值较上月大幅提高2.9个百分点，也是工业增加值边际改善的重要贡献力量；但其他上游原材料和下游消费品制造业生产则多数放缓。结构上，高技术制造业生产继续领跑，12月增速高达13.1%，高于同期制造业5.4个百分点，新旧动能转换持续加快。
- **国内生产总值（GDP）：预计2021年GDP约增长8.4%，2020-2021年复合平均增速在5.3%左右，仍在常态化回归途中。**一是消费全年读数高增无悬念，但居民收入恢复偏慢和边际消费倾向回升幅度有限，内生驱动力修复面临较大制约；二是制造业有望接棒基建和房地产，投资常态化运行可期；三是全球不均衡复苏下出口供给替代效应仍有一年窗口期，出口高景气料将延续，2021年全年出口增速有望实现9%左右的增长。
- **消费：短期回落，但不改渐进修复趋势。**12月份社零同比增长4.6%，较上月回落0.4个百分点，消费恢复速度有所放缓，原因主要有三：一是国内散发疫情增多，导致餐饮收入持续低迷仅增长0.4%；二是受前期促消费政策透支部分未来消费影响，汽车、化妆品、通讯器材等可选消费增速分别较上月大幅回落5.4、23.3和22.6个百分点，对社零形成重要拖累；三是低收入群体消费恢复仍偏慢，也不利于社零全面改善。但从结构上看，消费恢复的平衡性有所增强，如前期恢复偏慢的房地产相关消费、石油消费，本月已出现改善迹象，低收入群体消费也还在恢复途中。预计未来消费将继续渐进修复，2021年读数偏高无悬念，但疫后低收入群体收入修复尚需时日，且贫富分化、房地产挤占对边际消费倾向的制约作用偏强，内生修复动能尚需政策提振。
- **投资：制造业有望接棒基建房地产，2021年常态化运行可期。**一是高基数效应下，12月制造业投资增速回落至10.2%，但仍维持双位数增长。预计在企业盈利改善、内外需共振复苏、技术升级周期启动的共同作用下，2021年制造业投资动能仍较为强劲，但随着消费复苏斜率放缓和海外供需缺口弥合，下半

财信研究院

宏观团队

胡文艳

宏观经济研究中心 资深研究员

邮箱：huwenyan21@126.com

李沫

宏观经济研究中心 高级研究员

邮箱：limo.ye@163.com

陈然

宏观经济研究中心 研究员

邮箱：chenran@hnjrk.com



财信宏观经济研究中心微信号

年其增长动能或将减弱。二是财政资金对基建支撑作用不及预期，2020 年全口径基建投资同比增长 3.4%，仅与 2019 年水平相当。预计 2021 年经济增长通过基建拉动的必要性降低，且优质项目缺乏和财政严监管双重约束仍在，基建投资增速大概率低位运行。三是 12 月房地产投资增速高位趋缓，预计 2021 年房地产投资将在下有周期底、上游有政策顶的约束下高位趋稳，全年增速不悲观。

- **政策展望：缓退坡，更重精准。**随着经济运行出现微过热现象，但经济复苏依然不均衡，一方面宏观政策需向常态化回归，但另一方面需精准发力强弱项、防风险。货币方面，预计 2021 年 M2 和社融增速分别降至 10% 和 12% 左右，利率或先波动向上再逐步回落；在政策节奏上，大概率“缓退坡”，二季度转向“稳健偏从紧”的概率偏大，其他季度或维持“稳健中性”。财政方面，预计 2021 年官方赤字率调降至 3-3.2% 左右，同时不再发行特别国债，专项债券额度也将收缩至 3.25-3.5 万亿元，财政扩张边际放缓，但整体规模仍高于 2019 年水平；结构上，提高一般债占比，降低专项债占比，且财政支出将更向民生领域倾斜。

目 录

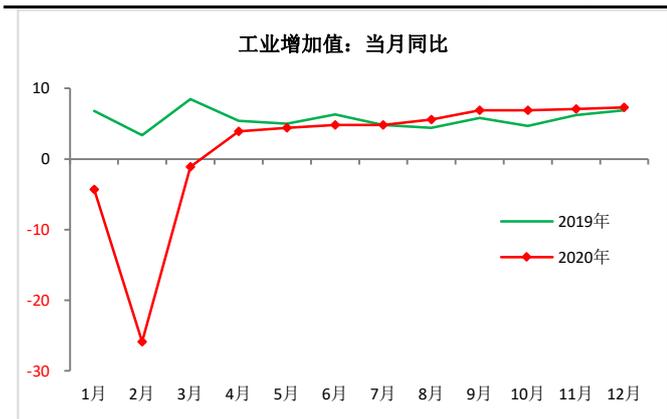
一、工业增加值：出口强劲叠加商品涨价，共同支撑生产再走强	4
二、国内生产总值：预计 2021 年 GDP 约增长 8.4%，走势前高后低.....	5
三、消费：短期回落，但不改渐进修复趋势	7
（一）汽车等可选消费拖累社零增速放缓，但消费恢复平衡性有所增强	7
（二）2021 年消费读数偏高无悬念，但内生驱动力修复仍面临制约	8
四、投资：制造业有望接棒基建房地产，2021 年常态化运行可期	9
（一）制造业投资动能将延续强劲增长势头	9
（二）财政支撑不及预期，基建投资低位运行	10
（三）房地产投资增速将在下有周期底、上有政策顶下高位趋稳	11

正文：

一、工业增加值：出口强劲叠加商品涨价，共同支撑生产再走强

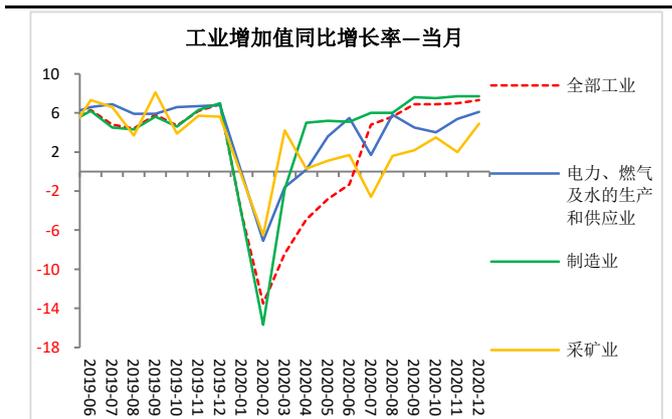
2020年规模以上工业增加值全年同比增长2.8%，增速较1-11月份提高0.5个百分点，较去年同期降低2.9个百分点。其中，12月当月增长7.3%，增速较11月加快0.3个百分点，连续五个月高于去年同期值（见图1），显示生产供给端增长势头强劲不改。

图1：工业生产增速连续五个月超过去年同期水平



资料来源：WIND，财信研究院

图2：采矿业生产提速和制造业生产维持高位是主要支撑



资料来源：WIND，财信研究院

注：2月份数据为1-2月累计增速

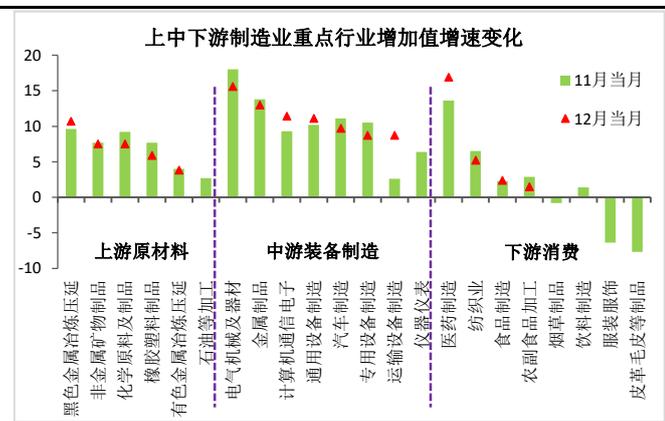
从三大门类看，上游采矿业生产提速和制造业生产维持高位是主要贡献力量。12月制造业增加值同比增长7.7%，增速持平上月，但较去年同期提高0.7个百分点，且高于同期全部工业0.4个百分点（见图2），依旧是工业生产保持强劲的主要动力源（制造业营业收入占工业的比重达90%以上）；同期，受益大宗商品价格持续回升，采矿业增加值同比增长4.9%，较上月大幅提高2.9个百分点，也对工业生产边际继续扩张形成重要支撑；此外，受益财政资金投放增加，电力燃气及水的生产与供应业增加值增速亦较上月提高0.7个百分点至6.1%。

分制造业行业看，出口的带动作用显著，中游装备制造和医药制造仍为主要支撑。其中，受益制造业投资与机电产品出口大幅改善，中游装备制造业行业增加值多数保持双位数增长（见图3），对工业生产的支撑作用依旧突出，如12月份电气机械及器材、金属制品、计算机通信电子设备和通用设备制造业增加值增速分别达到15.6%、13.0%、11.4%和11.1%，且根据统计局的测算，2020年装备制造业增加值对全部规上工业增长的贡献率高达70.6%；同时，受海外疫情持续恶化影响，国内防疫产品出口订单明显增加，带动医药制造业生产高位继续抬升，如12月份医药制造增加值增速高达16.9%，较上月进一步提高3.9个百分点。相比之下，其他上游原材料制造业和下游消费品制造业生产则多数放缓（见图3），反映出房地产与基建投资需求边际回落的拖累或已有所显现，下游消费端的修复亦有待加强。

高技术制造业生产继续领跑，发展新动能持续增强。2020年高技术制造业增加值增长7.1%（见图4），增速快于同期制造业3.7个百分点，国内新旧动能转换明显加快，

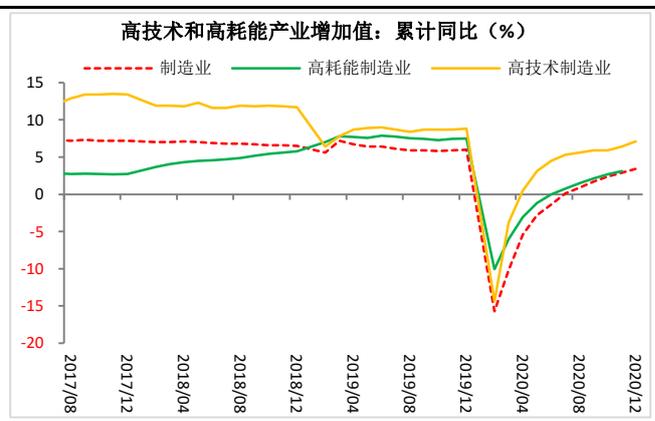
经济中的创新成色更足。从当月增速看，12月份高技术制造业增加值同比增长13.1%，增速较上月继续大幅提高2.3个百分点，创2018年三季度以来的最高值，表明国内新动能增长势头相当强劲；其中计算机、通信及其他电子设备制造业和医药制造业增加值分别增长16.9%和11.4%，均较上月提高2个百分点以上（见图5），为主要贡献力量。

图3：中游装备制造业仍为主要支撑



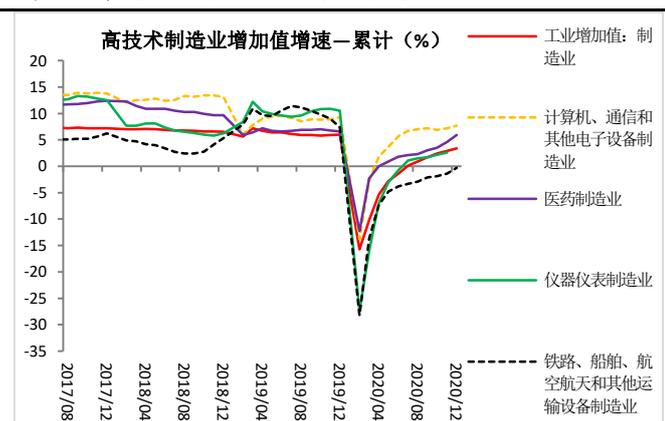
资料来源：WIND，财信研究院

图4：高技术制造业生产继续领跑



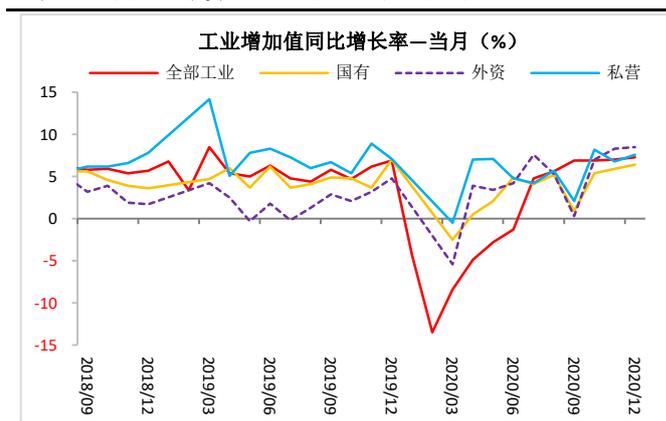
资料来源：WIND，财信研究院

图5：高技术制造业行业增加值增速



资料来源：WIND，财信研究院

图6：国企、外资和私营企业增加值增速



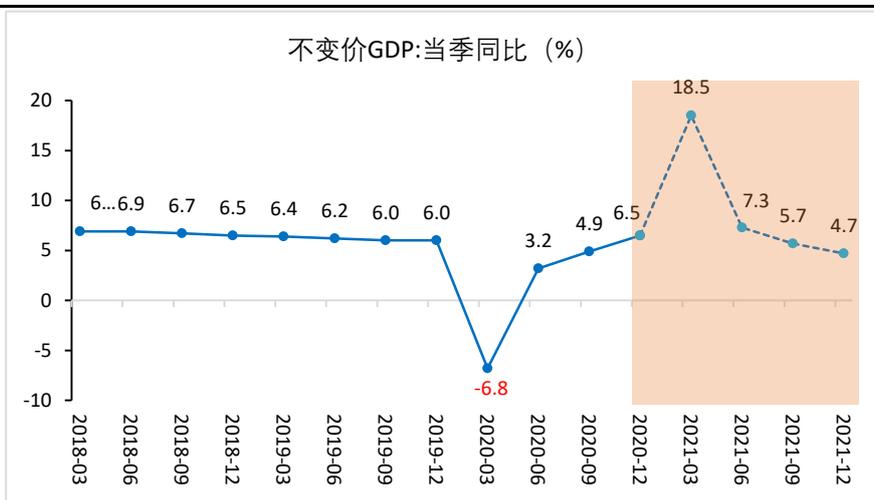
资料来源：WIND，财信研究院

从企业登记注册类型看，受益出口强劲与大宗商品价格回升，外企、私企和国企生产均有所加快。12月份，外企、私企和国企增加值分别增长8.5%、7.6%和6.4%，增速较上月分别提高0.2、0.8和0.5个百分点，不同类型企业生产活动均有所加快。其中，外企增加值增速连续两个月保持在8%以上，仍主要源于国内出口延续高景气度，带动相关企业生产加快，如12月份国内出口同比增速高达10.9%，连续两个月维持双位数增长；私企生产增速加快，一方面源于去年同期高基数效应减弱（去年12月份私企增加值增速较上月降低1.8个百分点），另一方面也受益于出口的强劲增长，因为2020年国内民营企业进出口金额占进出口总额的比重达到46.6%，比上年提高3.9个百分点；国企生产回升，则大概率与大宗商品价格回升、财政资金投放有所加快相关，本月国企占比较高的采矿业和电力、燃气及水的生产供应业增加值增速均有所提高。

二、国内生产总值：预计2021年GDP约增长8.4%，走势前高后低

2020年国内GDP同比增长2.3%，大概率为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。其中，四季度GDP同比增长6.5%，比三季度高1.6个百分点，比上年同期高0.7个百分点，显示四季度经济增长已恢复至常态水平。从拉动经济稳健回升的动力看，消费的拉动作用逐季增强，国内经济恢复平衡性明显改善。一是从供需两端看，四季度国内工业生产、消费增速分别环比提高1.3、3.7个百分点，后者提高幅度明显高于前者，经济增长动能逐步由工业生产端向需求端转移；二是从需求端看，四季度最终消费支出拉动经济增长2.6个百分点，比三季度提高0.9个百分点，同期资本形成总额、货物和服务净出口两项共同拉动经济增长3.9个百分点，比三季度提高0.7个百分点，提高幅度低于消费0.2个百分点，表明消费已成为拉动经济增长的最大边际贡献力量；三是从供给端看，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，且第二产业和第三产业的增加值增速差，由二季度的2.6，缩小到四季度的0.1，反映出疫情稳定后服务业生产正加快恢复。

图7：2021年GDP增速将呈“前高后低”走势



资料来源：WIND，财信研究院

展望2021年，低基数效应下经济增速读数偏高、走势前高后低几无悬念，但疫情变化和外部环境仍存在诸多不确定性，国内经济恢复基础有待进一步强化，预计GDP约增长8.4%（见图7），2020-2021年复合平均增速在5.3%左右，仍在常态化回归途中：一是消费全年读数偏高无悬念，但疫后中小微企业受损严重，加上收入差距拉大、房地产挤占效应增强，居民收入和边际消费倾向或难以全面恢复，消费恢复至常态水平有难度。二是制造业接棒基建地产，投资常态化运行可期：企业盈利改善、内外需共振复苏、技术升级周期启动共同支撑制造业投资回归常态，但消费复苏斜率边际放缓、海外供需缺口逐渐弥合，制造业投资下半年增长动能或弱于上半年；财政扩张边际放缓下基建资金来源面临“量”的收缩，且优质项目缺乏和财政严监管双重约束仍在，基建投资增速大概率低位运行；房地产政策边际趋严、房企融资“三道红线”、市场流动性边际收紧，房地产投资面临下行压力，但竣工端修复的支撑作用较强，全年房地产投资增速将稳中趋缓。三是全球不均衡复苏下出口供给替代效应仍有一年窗口期，出口高景气料将延续，但随着发达经济体疫苗普及后产能恢复，下半年出口中枢或有所回落。

三、消费：短期回落，但不改渐进修复趋势

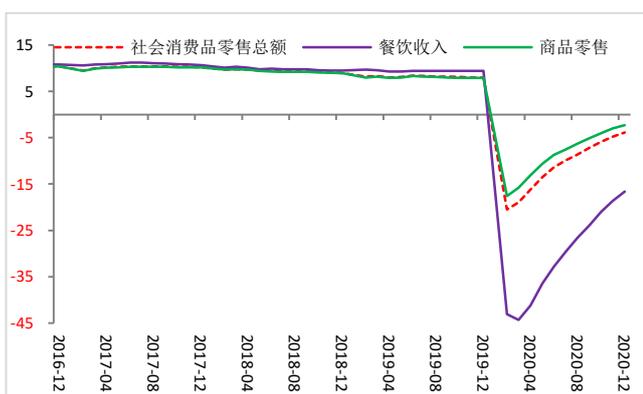
(一) 汽车等可选消费拖累社零增速放缓，但消费恢复平衡性有所增强

2020 年社会消费品零售总额（简称社零，下同）为 39.2 万亿元，同比下降 3.9%，增速较去年同期低 11.9 个百分点（见图 8）。其中，12 月份社零同比增长 4.6%，增速较上月回落 0.4 个百分点，在国内经济整体持续修复的背景下，消费恢复速度反而有所放缓，原因主要有三：

一是国内散发疫情增多，导致餐饮收入持续低迷。受冬季气温大幅下降影响，国内多地出现散发疫情和局部集聚性疫情，导致居民外出消费和就餐意愿下降，12 月份国内餐饮收入增速为 0.4%，较上月提高 1 个百分点，但低于全部社零 4.2 个百分点，仍是消费的主要拖累因素。在社零总额中，餐饮收入的比重约 10% 左右，年内受疫情因素影响，其增速大幅下滑（2020 年下降 16.6%），成为影响社零恢复的重要因素之一。

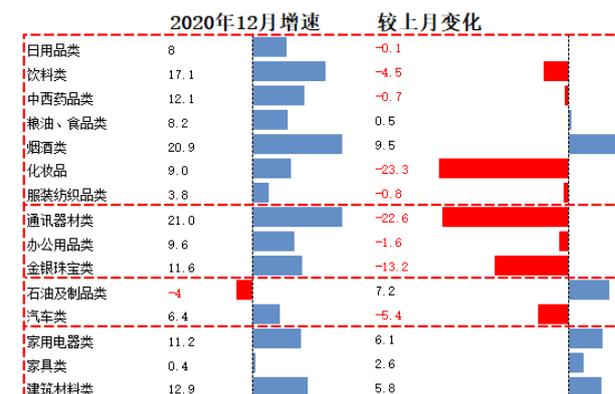
二是汽车、通讯等可选消费增速边际回落，拖累商品零售增速整体放缓。12 月份国内商品零售同比增长 5.2%，增速较上月回落 0.6 个百分点，是本月社零增速边际回落的主因。从限额以上商品零售结构看（见图 9），受前期促消费政策透支部分未来消费和疫情因素扰动的影响，国内升级类可选消费品增速多数回落，是主要拖累因素，如 12 月份化妆品、通讯器材、金银珠宝和汽车消费增速，分别较上月大幅回落 23.3、22.6、13.2 和 5.4 个百分点，其中汽车消费在商品零售中的比重约 30%，拖累作用尤为突出。但前期恢复偏慢的消费品类，本月已出现改善迹象，消费恢复的平衡性有所增强。如受益国内房地产竣工加快，12 月份家用电器、建筑及装潢材料、家具等房地产相关消费增速分别较上月提高 6.1、5.8 和 2.6 个百分点、受石油价格回升影响，石油及制品类消费增速亦较上月提高 7.2 个百分点。

图 8：社会消费品零售总额及其两大分项累计增速



资料来源：WIND，财信研究院

图 9：12 月份限额以上商品零售细项增速及变化

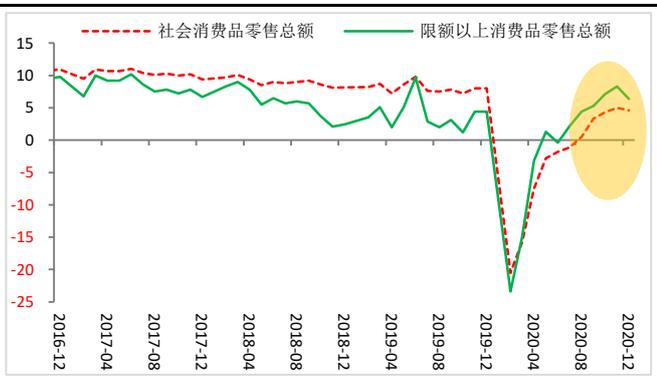


资料来源：WIND，财信研究院

三是低收入群体消费恢复仍偏慢，也不利于社零全面改善。12 月份限额以上消费品零售总额增速为 6.4%，仍高于同期社零增速 1.8 个百分点，表明代表低收入群体消费的限额以下消费恢复速度仍偏慢（见图 10）。限额以下商品零售占社零的比重高达 55%（2019 年值），其恢复偏慢不利于国内消费全面改善，也是消费修复持续低于市场预期

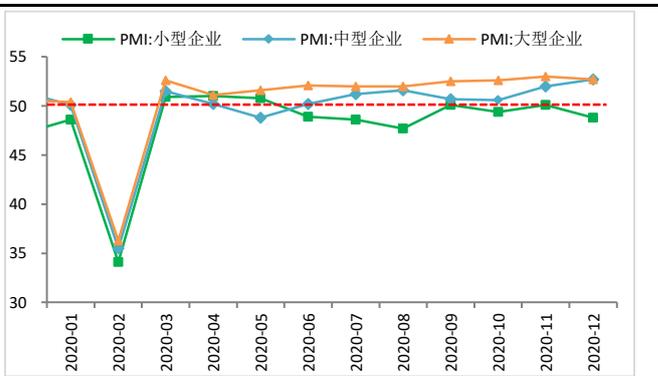
的重要原因。但四季度低收入群体收入持续回升（农村外出务工劳动力月均收入增速较三季度提高 0.7 个百分点），十四五规划建议稿强调扩大中等收入群体，预计未来政府将大幅增加转移支付力度，低收入群体消费潜能有望得到释放，12 月份限额以上消费品零售与全部社零增速差有所收窄，也表明低收入群体消费修复仍在渐进改善。

图 10：限额以上消费增速持续高于全部社零增速



资料来源：WIND，财信研究院

图 11：大中小型企业制造业 PMI



资料来源：WIND，财信研究院

（二）2021 年消费读数偏高无悬念，但内生驱动力修复仍面临制约

展望 2021 年，消费全年读数偏高无悬念，但恢复至疫前常态水平有难度，预计全年社零同比增长 12% 左右，2020-2021 两年复合平均增速约 4%，低于 2019 年增速 4 个百分点。一是疫后中小微企业受损严重，居民收入全面修复、特别是低收入群体收入明显改善尚需时日，对消费形成主要制约，如在国内经济持续修复背景下，小型企业制造业 PMI 却长期处于荣枯线下方，表明其面临的困难或依旧较多（见图 11）。二是疫后收入差距拉大、房地产挤占效应增强，2021 年边际消费倾向回升至疫前水平有难度，不利于消费大幅改善，如 2020 年居民可支配收入中位数增速要明显慢于平均数增速（见图 12），表明疫后贫富差距有所拉大；同时城镇居民购房相关支出占当期收入结余（即城镇居民可支配收入减去消费支出）的比重仍逾八成（见图 13），意味着购房支出对消费的制约作用或持续偏强。三是随着经济持续恢复，2021 年短期性促消费政策大概率温和，对消费的支撑作用有限。四是疫情未退居民担忧情绪难消，或持续对高社交属性消费修复形成扰动。

图 12. 人均可支配收入中位数增速慢于平均数增速

图 13. 居民购房支出占当期收入比重仍偏高

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_18098



云报告
https://www.yunbaogao.cn