

12月中国宏观数据点评—— 制造业弯道超车，消费引擎可期

中国经济在 2020 年第四季度恢复了疫情前的增长水平。GDP 同比增长 6.5%，好于预期（6.2%），较前期增长 1.6 个百分点。第四季度经济的超预期表现也使得中国经济的复苏完成了非对称的“V 型”，并推动全年 GDP 同比增长 2.3%，超出市场预期（2.1%）和中国央行早前的预测（2.0%），略高于我们预测的 2.2%（详情请见 [《2021 年宏观经济展望：重整旗鼓，胜负已定》](#)）。

第四季度的经济复苏在结构上更为均衡。2020 年第四季度，第一产业 GDP 同比增长 4.1%，较前期微升 0.2 个百分点；代表制造业与建筑业的第二产业同比增速为 6.8%，较前期增长 0.8 个百分点；代表服务业的第三产业同比增速为 6.7%，较前期增长 2.4 个百分点。可以看到，第一产业已经恢复至疫情前的水平；工业生产在出口引擎带动下，第二产业增速远超疫情前的水平，生产端仍是复苏的主要动力；第三产业虽然尚未恢复至疫情前的水平，但增长斜率已有了显著提升，需求端复苏对整体经济的增长也起到了推动作用。

从人均可支配收入和人均消费支出的角度看，消费引擎推动 GDP 增长的空间仍在。2020 年第四季度的数据显示，人均可支配收入的同比增速为 7.1%，较前期增加 0.2 个百分点。人均消费支出的同比增速从第三季度的 1.4% 上升至第四季度的 3.2%，说明消费复苏开始加速，但增速仍显著低于 2019 年第四季度的 9.4%。人均可支配收入与人均消费支出的增速差值较 2020 年第三季度虽有所收窄、但差值仍然显著（第三季度的增速差值为 5.6 个百分点，第四季度的增速差值为 3.9 个百分点），说明消费动力释放较为缓慢。

正如我们在 2021 年宏观经济展望（详情请见 [《2021 年宏观经济展望：重整旗鼓，胜负已定》](#)）中所论述的，疫情造成的消费“堵点”，使得消费动力转化为了居民的额外储蓄。而 2020 年积攒的额外储蓄，将成为 2021 年消费引擎的强劲助燃剂。如果以 13.93 亿人口进行估算的话，2020 年的总储蓄比之前三年的平均值额外多出了 3.59 万亿元，约占 2020 年 GDP 的 3.53%，相当于一份量可观的经济刺激计划。当疫情的影响进一步消除之后，额外储蓄将转化为消费的最直接动力，并推动经济持续增长。

林琰

宏观分析师 | 研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

王彦臣, PhD

宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

2021 年 1 月 19 日

主要数据 (同比, %)	12月	11月	3Q20
GDP ¹	6.5		4.9
第一产业 ¹	4.1		3.9
第二产业 ¹	6.8		6.0
第三产业 ¹	6.7		4.3
人均可支配收入* ¹	7.1		6.9
人均消费支出* ¹	3.2		1.4
工业增加值	7.3	7.0	5.8
固定资产投资*	6.2	10.6	8.6
房地产开发投资*	9.2	11.8	13.0
社会消费品零售总额	4.6	5.0	0.9
城镇调查失业率 (%)	5.2	5.2	5.6

注：¹为季度数据；*浦银国际计算
资料来源：国家统计局，浦银国际

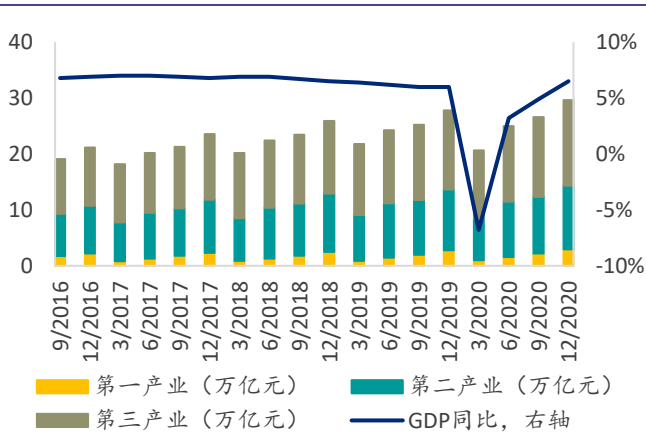
相关报告：

[《12月中国宏观数据点评——社融见顶及通胀短期回升不影响复苏势头，尤其是制造业》](#) (2021-01-15)

[《2021年宏观经济展望：重整旗鼓，胜负已定》](#) (2020-12-08)

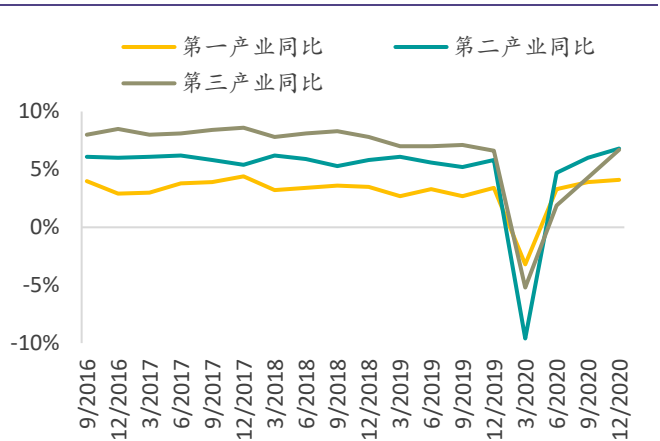
展望未来，消费引擎对经济复苏的边际作用将加大。根据 2016-2019 年的历史数据，第三产业的平均同比增速为 7.8%，高出 2020 年第四季度 1.1 个百分点。由此可见，消费引擎的全面开启仍需时日。第三产业的增速预计将在 2021 年一季度回升至历史平均水平，并带动 GDP 进一步的增长。

图表 1：实际 GDP 同比涨跌幅



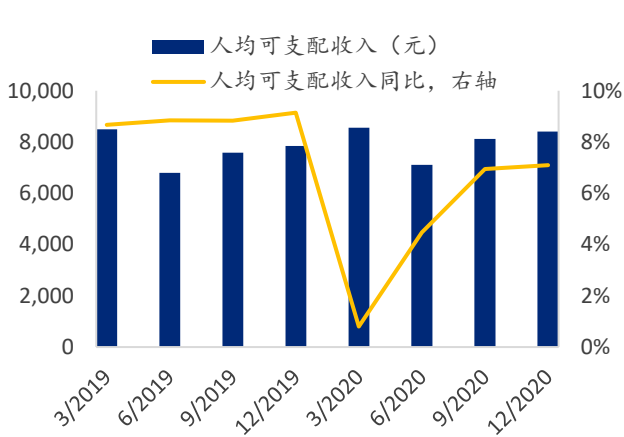
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 2：GDP 分产业同比涨跌幅



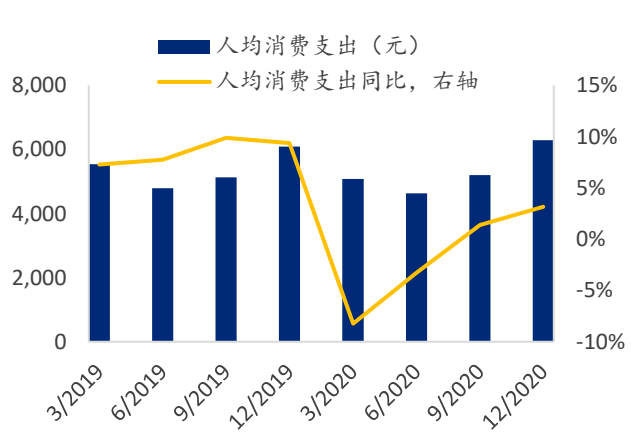
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 3：人均可支配收入的恢复放缓



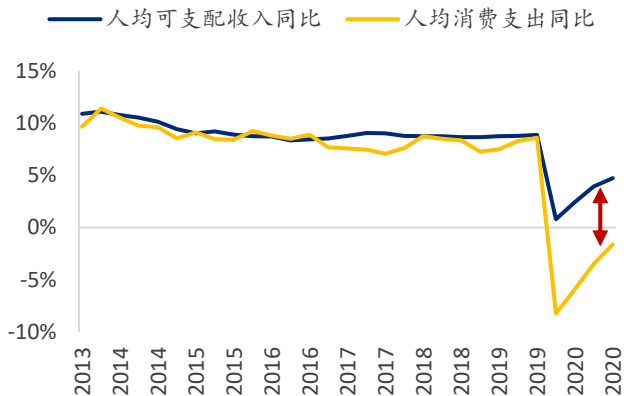
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 4：人均消费支出仍有上升空间



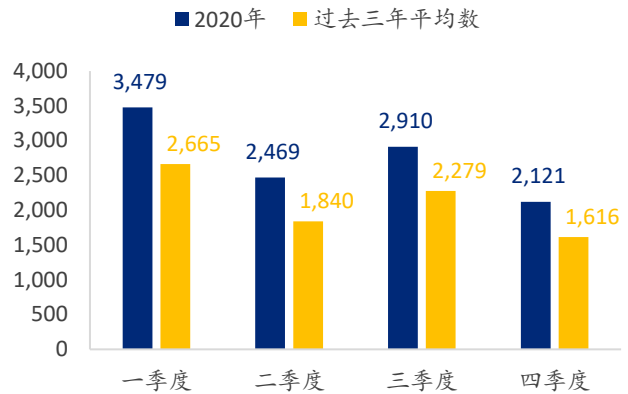
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 5: 人均可支配收入与人均消费支出的增速差值仍显著



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 6: 疫情导致人均储蓄 (元) 显著增长



注: 人均储蓄=人均可支配收入-人均消费支出

资料来源: CEIC, 浦银国际

工业全面向好, 投资增速分化, 消费复苏仍需时日

2020年12月, 工业生产呈现出质和量双重提升的表现, 出口带动下制造业引领工业增长, 采矿业和公共事业(电力、热力、燃气及水生产和供应业)的工业增加值复苏加快。固定资产投资增速分化, 制造业投资仍强劲, 基础设施投资增速由正转负, 公共事业投资增速加快; 房地产开发投资受政策影响明显回落。消费复苏缓慢且不均衡, 增长潜力仍在。餐饮消费增速再次回归正区间; 商品零售增速略有回落, 复苏向好但不均衡。

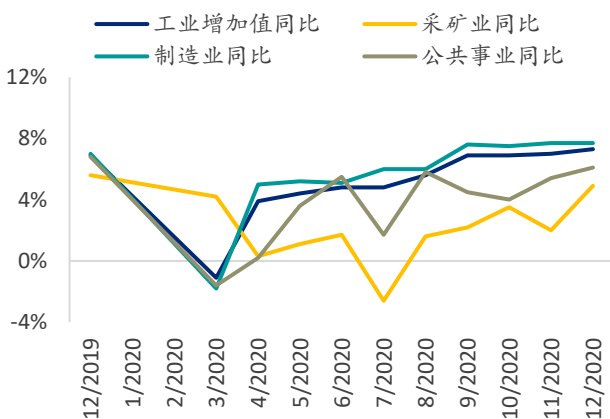
工业生产强劲, 工业增加值维持同比高增速。12月规模以上工业增加值的同比增速为7.3%, 好于预期(6.9%), 较前期增加0.3个百分点, 实现连续9个月的正增长。

制造业引领工业增长, 出口带动高技术制造业、医药制造业的复苏。12月制造业的工业增加值同比增长7.7%, 与前期持平。其中, 高技术制造业的工业增加值增速加快, 从11月的10.8%升至12月的13.1%; 医药制造业的工业增加值同比增速由11月的13.6%升至12月的16.9%。12月, 高技术制造业和医药制造业的工业增加值增速加快, 主要受到海外出口的驱动(详情请见[《12月中国宏观数据点评——社融见顶及通胀短期回升不影响复苏势头, 尤其是制造业》](#))。

价格修复带动采矿业生产恢复，投资驱动公共事业增速稳步回升。大宗商品价格上涨带动采矿业的工业增加值同比增速由11月的2.0%升至12月的4.9%，增速为2020年最高。在投资驱动下，12月公共事业的工业增加值延续增长势头，同比增速由11月的5.4%升至12月的6.1%。

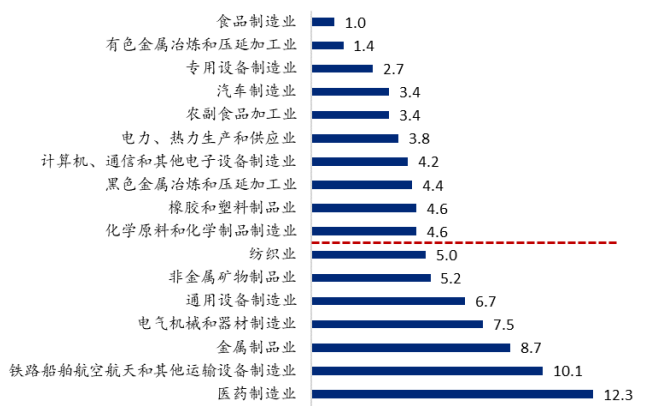
工业的强劲复苏还体现在不断上升的工业产能利用率。2020年四季度，工业产能利用率回升至历史高点（78%），显示工业生产效率高、富有竞争力，且并未带来产能过剩等问题。

图表 7：制造业持续带动工业增加值的回升



资料来源：CEIC，浦银国际

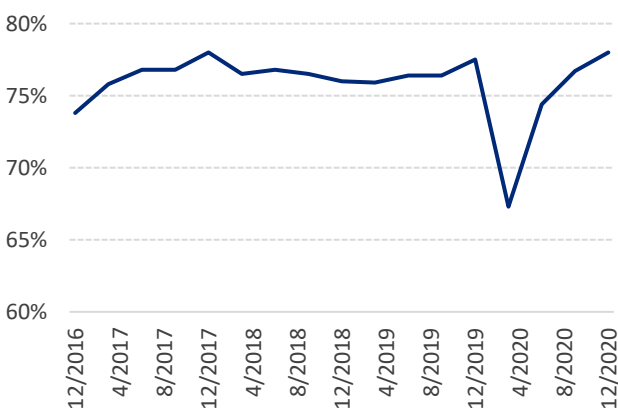
图表 8：12月各行业工业增加值同比增速相比1-11月数据恢复百分点情况



注：红色虚线为行业平均恢复百分点。

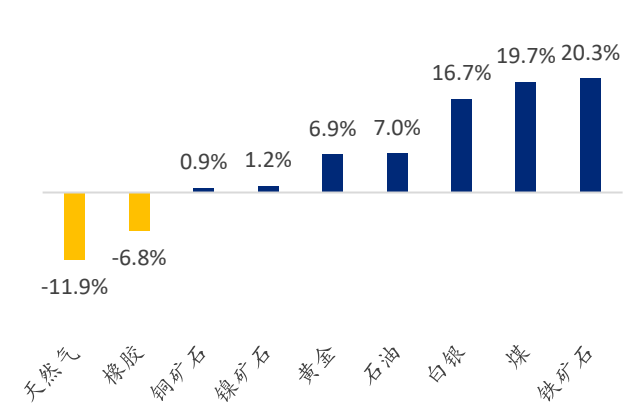
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 9：工业产能利用率回升至历史高点



资料来源：CEIC，浦银国际

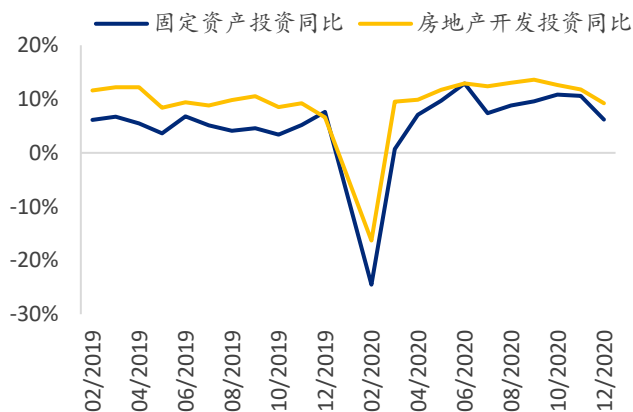
图表 10：12月大宗商品价格涨跌幅



资料来源：FactSet，浦银国际

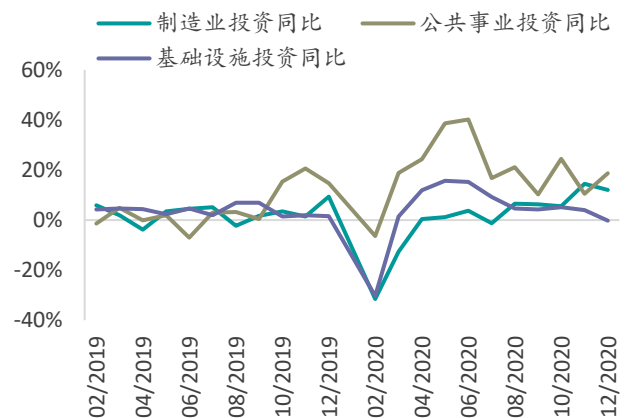
固定资产投资增速分化，房地产开发投资增速回落。12月固定资产投资（非农户）的同比增速为6.2%，较前期减少4.4个百分点。其中，公共事业投资的同比增速持续加快，12月同比增速为18.7%，较前期上涨8.2个百分点。制造业投资的同比增速仍处于较高水平达到12.1%（11月增速为14.5%）。基础设施投资的同比增速由正转负，从11月的4.0%降至12月的-0.2%。12月的中央经济工作会议再次强调“房住不炒”，并表示要促进房地产市场的平稳健康发展。受政策导向的影响，房地产开发投资的同比增速由11月的11.8%回落至12月的9.2%。我们认为，投资增速的短暂回落并不会影响2021年由出口和消费双引擎带动的经济持续增长。

图表 11: 固定资产投资增速分化，房地产开发投资增速回落



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 12: 固定资产投资中主要项目的增速出现分化



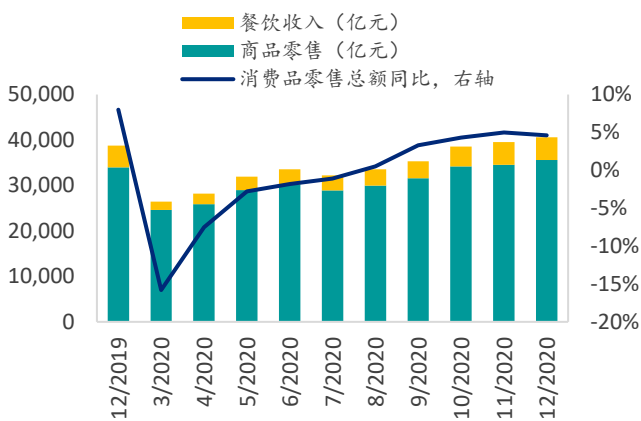
资料来源：CEIC，浦银国际

社会消费品零售总额连续5个月实现正增长，增长潜力仍存在。12月社会消费品零售总额同比增长4.6%，低于预期（5.5%），较前期回落0.4个百分点。12月社会消费品零售总额的绝对值已超过去年同期水平（2019年12月为3.88万亿元，2020年12月为4.06万亿元），但增速仍远低于去年同期（2019年12月为8.0%）。我们认为，2021年消费的复苏仍存在巨大潜力，主要由于2020年中国居民额外储蓄将提供强大支撑。

餐饮消费增速再次回归正区间，复苏周期延长至2021年。疫情后服务业的复苏是十分缓慢的，餐饮消费的同比增速经历了10月的由负转正后，于11月回到负增长区间（-0.6%），并在12月小幅反弹至0.4%的水平。餐饮消费的复苏不稳定主要是受疫情影响，并导致2020年1至11月餐饮收入累计同比下降18.6%。考虑到疫情在冬季小规模反弹，以餐饮为代表的服务业的复苏短期内仍面临困难，复苏周期将被延长至2021年。

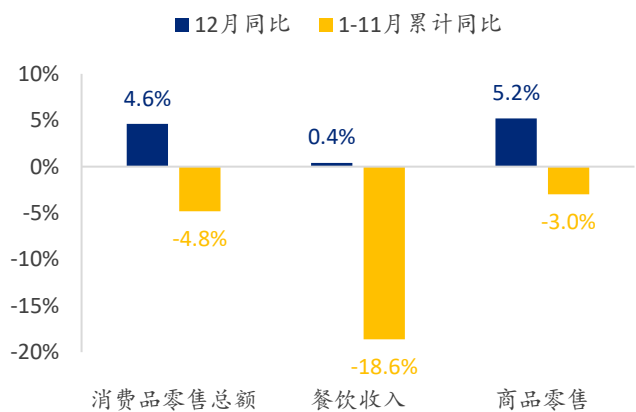
商品零售增速略有回落，复苏向好但仍不均衡。12月商品零售同比增长5.2%，较前期回落0.6个百分点，但仍维持了5%以上的增速。2020年1至11月商品零售累计同比下降3.0%，复苏前景向好，但是商品之间的恢复水平仍不均衡，部分消费品（例如，服装鞋帽和针纺织品类、家具类、家用电器和音像器材类）累计同比的降幅仍然较大，这些商品在2021年的销售将有较大幅度的增长。

图表 13：消费品零售总额同比增速回落



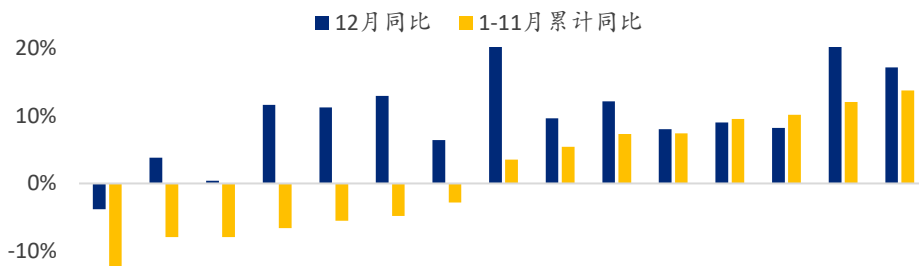
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 14：2020年12月消费品零售总额、餐饮收入、商品零售的恢复情况



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 15：2020年12月各零售行业的恢复情况



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_52



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn