

全球共振，迎接 2021 上半年中国经济强复苏

——2020 年 12 月实体数据点评

要点

事件：

2021 年 1 月 18 日，国家统计局公布 2020 年 12 月实体经济数据，四季度 GDP 同比 6.5%，前值 4.9%，市场预期 6.2%；固定资产投资累计同比 2.9%，前值 2.6%，市场预期 3.0%；社零单月同比 4.6%，前值 5.0%，市场预期 5.4%；工业增加值单月同比 7.3%，前值 7.0%，市场预期 7.0%。

点评：

核心观点：海外刺激支撑全球总需求，疫情压制海外总供给，中国出口持续受益，推动四季度 GDP 增速超预期。随着 2021 年上半年疫苗接种快速推进，随着 2020 年剩余专项债在 2021 年上半年集中投放，未来社零和基建也将企稳回升，共同推动中国经济强复苏。

固投：制造业在复苏、房地产显韧性，基建重新拖累。

制造业因基数原因下滑，但多项领先指标指向复苏仍在持续。2020 年 12 月，制造业投资受基数波动有所下滑，但仍处于历史高位。向前看，制造业 PMI 仍然处于荣枯线以上，海外主要经济体供需缺口仍然存在，对出口带来较强支撑，企业信贷（长贷+短贷）和票据融资同比增量持续上升，表明制造业投资复苏进程尚未结束。

房地产融资趋紧下，开发商新开工和推盘欲望较强，支撑房地产投资。房地产融资环境整体趋紧，四季度表外融资持续为负，开发商需要加快新开工和推盘预售，以回流预售资金降低杠杆，预计新开工在短期仍将保持较快增速。但是，融资环境的趋紧也限制了开发商的拿地强度，压制了房地产投资的上行空间。

基建增速低于预期，后续剩余专项债将是有效支撑。2020 年 12 月基建增速拖累整体固投，分项来看，除电力燃气和水生产增速上行，交通运输和水利公共设施投资增速均出现下滑。我们认为，2020 年专项债对于基建的拉动作用还未完全释放，随着剩余专项债资金在 2021 年上半年集中投放，将支撑基建增速企稳回升。

社零：不及预期，国内疫情多点散发影响显现。社零大幅低于市场预期，印证了我们在 1 月 11 日价格点评中提到的，国内疫情多点散发，直接影响居民消费，导致核心 CPI 同比持平五个月后开始下行的观点。

生产：受寒冬和高技术制造业驱动，超季节性上行。生产增速 2020 年 12 月略超市场预期，采矿业和高技术制造业增速表现亮眼，分别加快了 2.9 和 2.3 个百分点，分别受到冷冬和高技术制造业景气度上行驱动。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-5845 2003

gaoruidong@ebscn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001

0755-23946159

zhaogegge@ebscn.com

相关研报

肆无忌惮的补贴，无处停放的政府杠杆——光大宏观周报（2021-01-17）

供需缺口仍在，中国未来出口强劲势头不改——2020 年 12 月贸易数据点评（2021-01-14）

结构性刺激背景下，价格变化“冰火两重天”——2020 年 12 月价格数据点评（2021-01-11）

“不急转弯”推动 2021 中国经济“圆弧顶”——2020 年 12 月 18 日中央经济工作会议解读（2020-12-20）

后疫情时代的全球经济与中美形势——2021 年宏观年度策略报告（2020-12-12）

目录

1、经济全面上行，超市场预期.....	3
2、固投：制造业复苏，房地产强韧，基建拖累.....	4
3、社零：不及预期，国内疫情散发影响显现.....	6
4、生产：超季节性上行，高新技术制造业快速上行.....	7
5、展望：2021 年上半年，经济强复苏.....	8

图目录

图 1：经济数据显示，四季度经济动能进一步上行.....	3
图 2：2020 年 12 月新开工增速上行，销售增速维持高位.....	4
图 3：2020 年下半年开始，土地市场溢价率持续下行.....	4
图 4：2020 年 12 月，制造业投资复苏持续.....	5
图 5：订单 PMI 仍然处于较高位置.....	5
图 6：企业信贷和票据融资同比增量在 2020 年四季度持续回升.....	5
图 4：2020 年 12 月，交通运输和水利公共设施投资增速均出现下行.....	6
图 9：化妆品、通讯、珠宝等可选消费品增速下滑较快，地产竣工端（家电、家具、建材）表现较好.....	6
图 10：2020 年 12 月，核心 CPI 同比在持平五个月后出现下行.....	7
图 11：地产后端消费复苏较好.....	7
图 12：2020 年 12 月，生产超季节性上行.....	8
图 13：高技术制造业的工业增加值增速在 12 月大幅上行.....	8

表目录

表 1：2020 年四季度 GDP 超预期，固投略低于预期，社零大幅低于预期.....	3
---	---

1、经济全面上行，超市场预期

事件：2021年1月18日，国家统计局公布2020年12月实体经济数据，GDP单季度增速6.5%，前值4.9%，预期6.2%；全年GDP增速2.3%，预期2.2%。固投累计增速2.9%，前值2.6%，预期3.0%；社零单月增速4.6%，前值5.0%，预期5.4%；生产单月增速7.3%，前值7.0%，预期7.0%。

核心观点：海外刺激支撑全球总需求，疫情压制海外总供给，中国出口持续受益，推动四季度GDP增速超预期。随着2021年上半年疫苗接种快速推进，随着2020年剩余专项债在2021年上半年集中投放，未来社零和基建也将企稳回升，共同推动中国经济强复苏。

表 1：2020 年四季度 GDP 超预期，固投略低于预期，社零大幅低于预期

月份	GDP (单季同比)	固定资产投资 (累计同比)	社零 (单月同比)	工业增加值 (单月同比)
10月 实际值	-	1.8%	4.3%	6.9%
11月 实际值	-	2.6%	5.0%	7.0%
12月 实际值	6.5%	2.9%	4.6%	7.3%
12月 市场预期	6.2%	3.0%	5.4%	7.0%

资料来源：Wind，光大证券研究所（备注：市场预期为Wind一致预期）

图 1：经济数据显示，2020 年四季度经济动能进一步上升

		2020年											
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
价格	CPI:当月同比	5.4	5.2	4.3	3.3	2.4	2.5	2.7	2.4	1.7	0.5	-0.5	0.2
	CPI:核心CPI:当月同比	1.5	1	1.2	1.1	1.1	0.9	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
	PPI:当月同比	0.1	-0.4	-1.5	-3.1	-3.7	-3	-2.4	-2	-2.1	-2.1	-1.5	-0.4
贸易	出口总值:当月同比	-17.1	-6.6	3.4	-3.2	0.5	7.2	9.5	9.9	11.4	21.1	18.1	
	进口总值:当月同比	-4	-1.1	-14.2	-16.6	2.7	-1.4	-2.1	13.2	4.7	4.5	6.5	
实体	固定资产投资完成额:当月同比	-24.5	-9.4	0.6	3.9	5.4	6.0	7.6	7.6	9.3	9.7	5.6	
	制造业投资完成额:当月同比	-31.5	-20.6	-6.8	-5.3	-3.5	-3.1	5.0	3.0	3.5	12.2	8.8	
	基建投资完成额:当月同比	-26.9	-8.0	4.8	10.9	8.3	7.7	7.0	4.8	7.2	5.9	4.2	
	房地产投资完成额:当月同比	-16.3	1.1	7.0	8.1	8.5	11.7	11.8	12.0	12.7	10.9	9.3	
	社会消费品零售总额:当月同比	-20.5	-15.8	-7.5	-2.8	-1.8	-1.1	0.5	3.3	4.3	5.0	4.6	
金融	M1(货币):当月同比	0	4.8	5	5.5	6.8	6.5	6.9	8	8.1	9.1	10	8.6
	M2(货币和准货币):当月同比	8.4	8.8	10.1	11.1	11.1	11.1	10.7	10.4	10.9	10.5	10.7	10.1
	社会融资规模存量:同比增速	10.7	10.7	11.5	12.0	12.5	12.8	12.9	13.3	13.5	13.7	13.6	13.3
PMI	制造业PMI	50	35.7	52	50.8	50.6	50.9	51.1	51	51.5	51.4	52.1	51.9
	非制造业PMI:服务业	53.1	30.1	51.8	52.1	52.3	53.4	53.1	54.3	55.2	55.2	55.7	54.8
生产	规模以上工业增加值:当月同比	-25.9	-1.1	3.9	4.4	4.8	4.8	5.6	6.9	6.9	7.0	7.3	

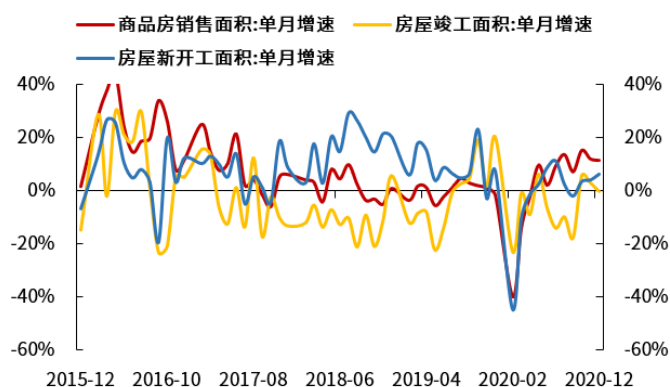
资料来源：Wind，光大证券研究所

2、固投：制造业复苏，地产强韧，基建拖累

固投不及预期，主要受到基建拖累。固投 2020 年 12 月累计增速 2.9%，前值 2.6%，略低于市场预期 3.0%。固投 12 月单月增速 5.6%，比上月下行了 4.1 个百分点。其中，房地产投资单月增速 9.3%（上月 10.9%），制造业单月增速 8.8%（上月 12.2%），广义基建单月增速 4.2%（上月 5.9%）。

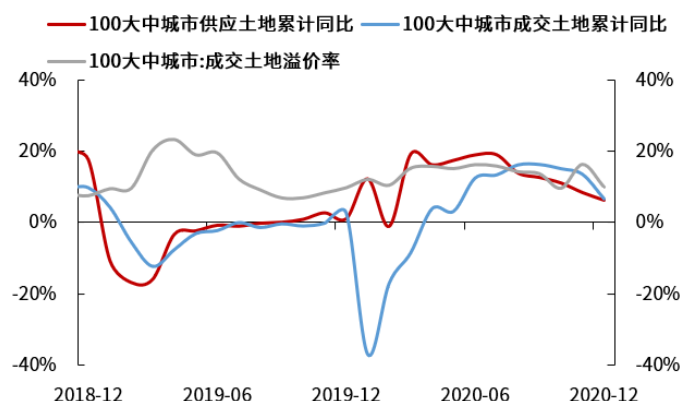
房地产投资韧性较强，在融资收紧的大环境下，进入慢速下行区间。2020 年 12 月房地产投资单月增速 9.3%（上月 10.9%），符合预期，新开工单月增速 6.3%（上月 4.1%），竣工单月增速 -0.2%（上月 3.1%），商品房销售面积单月增速 11.5%（上月 12%）。2020 年下半年以来，房地产融资政策边际收紧，央行控制开发商杠杆上限，四季度以来新增表外融资（信托贷款、承兑汇票、委托贷款）大幅转负。一方面，开发商要加快新开工和推盘预售，加快资金回流降杠杆，新开工预计在短期内增速仍然较快，从而持续支撑房地产投资。另一方面，开发商融资环境整体受限，步入“去杠杆、去库存”小周期，拿地强度持续下滑，土地市场溢价率持续下行，压制了房地产投资的上行空间。

图 2：2020 年 12 月新开工增速上行，销售增速维持高位



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：2020 年下半年开始，土地市场溢价率持续下行



资料来源：Wind，光大证券研究所

制造业投资受基数波动有所下滑，但仍处于历史高位，复苏进程仍在持续。2020 年 12 月，制造业投资单月增速 8.8%（上月 12.2%），符合预期。制造业投资 2019 年 12 月基数较高，导致 2020 年 12 月增速自 11 月高点下滑，但是仍处于历史较高增速，复苏进程仍在持续。从各产业链条来看，高科技链条（通用设备）和产业升级链条（运输设备、电气机械、医药）的累计投资增速继续上升，高技术制造业景气度进一步上行。电子设备累计增速略有下滑，或是因为 2020 年底美国对中国开启新一轮高科技企业制裁，影响了企业投资信心。

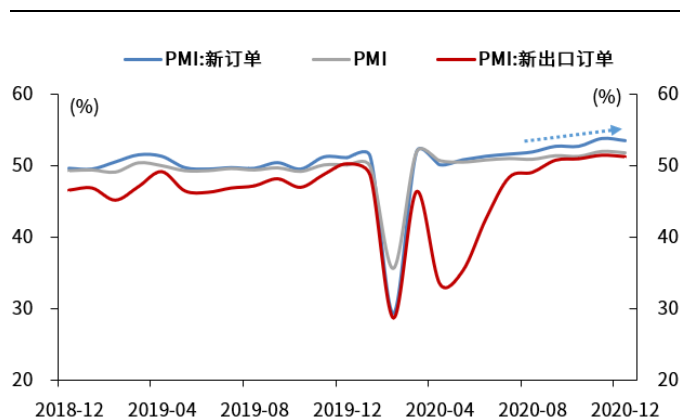
图 4：2020 年 12 月，制造业投资复苏持续

需求侧产业链条	行业分类	投资占比	累计投资增速					
			2019年相对 2018年	2020年Q1相 对于2019年	2020-Q2相对 于2020-Q1	2020-Q3相对 于2020-Q2	2020年11月 相对于9月	2020年12月 相对于11月
房地产、基建	黑色金属	2.5%	12%	-27%	14%	12%	0.3%	
	有色金属	2.4%	-2%	-13%	2%	3%	4.1%	2.5%
	合计	4.9%						
食品	农副产品	5.0%	-9%	-24%	16%	11%	4.5%	1.4%
	食品	2.7%	-8%	-25%	17%	8%	4.1%	0.8%
	酒、饮料、茶	1.7%	13%	-31%	5%	6%	2.0%	
	烟草	0.1%	-2%	-33%	9%	6%	3.2%	
	合计	9.5%						
汽车链条	汽车	6.1%	-5%	-26%	6%	4%	1.6%	2.7%
	橡胶、塑料	3.4%	-4%	-33%	17%	8%	3.0%	
	合计	9.5%						
出口：低技术(纺织、家具等)	纺织	3.0%	-14%	-28%	15%	11%	3.3%	1.1%
	纺织服装	2.3%	3%	-48%	8%	5%	2.9%	
	皮、毛、羽及制品	1.1%	-6%	-23%	5%	3%	2.6%	
	家具	2.1%	-24%	-29%	9%	3%	1.7%	
	化学原料及制品	7.0%	-2%	-35%	17%	5%	4.9%	2.7%
	化学纤维	0.7%	-43%	-5%	2%	-5%	1.2%	
	造纸	1.3%	-17%	-9%	3%	7%	3.1%	
	合计	19.8%						
出口：高技术(机械、电气等)	电子设备	8.0%	0%	-27%	20%	2%	2.8%	2.0%
	通用设备	6.7%	-6%	-34%	14%	6%	2.3%	3.4%
	专用设备	7.2%	-6%	-37%	14%	4%	3.0%	3.2%
	金属制品	5.3%	-19%	-27%	15%	4%	3.2%	1.4%
	非金属矿物制品	9.9%	-13%	-31%	14%	4%	2.7%	
	合计	37.1%						
产业升级	运输设备	1.3%	2%	-29%	15%	9%	6.9%	2.5%
	仪器仪表	1.5%	43%	-64%	13%	-1%	0.7%	
	电气机械	6.4%	-21%	-20%	11%	5%	1.7%	2.8%
	医药	3.1%	4%	-20%	26%	8%	6.1%	1.1%
	合计	12.2%						
其他	印刷	0.9%	-3%	-37%	9%	2%	2.3%	
	文娱	1.4%	-11%	-38%	12%	6%	1.6%	
	石油、煤炭	1.5%	2%	-23%	15%	1%	0.7%	
	废弃资源综合利用	1.3%	-12%	-32%	9%	1%	2.7%	
	其他	1.3%	-5%	-26%	24%	-11%	4.2%	
	合计	6.4%						

资料来源：Wind，光大证券研究所

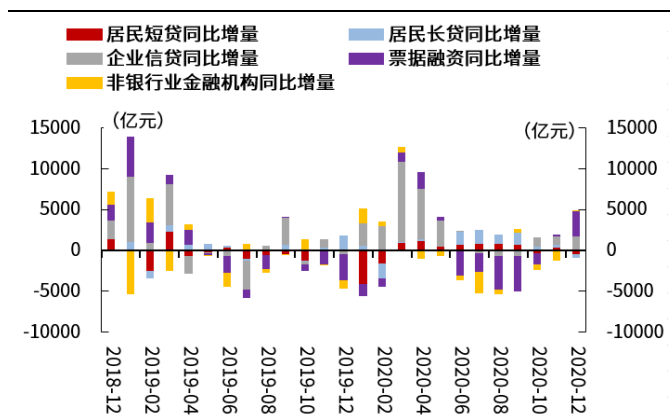
从 PMI、出口和融资来看，制造业景气度将进一步上行。从领先指标来看，2020 年 12 月制造业 PMI 51.9%，虽相对 11 月（52.1%）小幅下行，但是仍然处于荣枯线上。另一方面，从出口端来看，美国财政刺激和疫情发酵共存，支撑居民消费，压制供给恢复，从而构成供需缺口，对出口带来较强的支撑。第三，从企业融资来看，2020 年四季度以来，企业信贷（长贷+短贷）和票据融资同比增量持续上升，企业融资需求较强。综上，制造业投资复苏远未结束，海内外需求同步复苏，将继续支撑制造业景气度上行。

图 5：订单 PMI 仍然处于较高位置



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：企业信贷和票据融资同比增量在 2020 年四季度持续回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

基建低于预期，但随着 2020 年剩余专项债在 2021 年上半年集中投放，后续仍有支撑。2020 年 12 月，广义基建单月增速 4.2%，11 月 5.9%，相对 11 月大幅下滑。分项来看，除电力燃气和水生产增速进一步上行（单月增速 18%，上行 6pct），交通运输（单月增速-5%，下滑 6pct）和水利公共设施投资（单月增速 4%，下滑 3pct）增速均出现下滑。但是我们认为，2020 年专项债对于基建的拉动作用还未完全释放，随着 2020 年剩余专项债资金在 2021 年上半年集中投放，基建增速将企稳回升。

3、社零：不及预期，国内疫情散发影响显现

社零增幅大幅低于市场预期，国内疫情多点散发影响显现。2020 年 12 月社零单月增速 4.6%，低于上月的 5%，大幅低于市场预期的 5.4%，印证了我们在 2021 年 1 月 11 日价格点评报告（2021 年 1 月 11 日，《结构性刺激背景下，价格变化“冰火两重天”——2020 年 12 月价格数据点评》）中提到的，国内疫情多点散发，直接影响居民消费，导致核心 CPI 同比持平五个月后开始下行的观点。

地产后端消费恢复较好，可选消费品受 11 月电商促销影响，增速快速下滑。2020 年 12 月，化妆品、通讯、珠宝等可选消费品增速下滑较快，11 月电商促销，部分透支了居民需求。地产后端消费则恢复较好，家电、建材、家具增速分别上行 6.1、5.8 和 2.6 个百分点。石油制品增速也出现了回升，或是受到了 10 月底以来国际油价上涨的滞后影响。

图 7：2020 年 12 月，交通运输和水利公共设施投资增速均出现下行

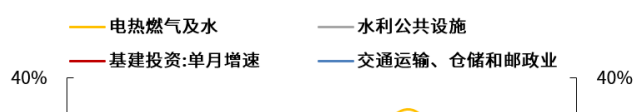
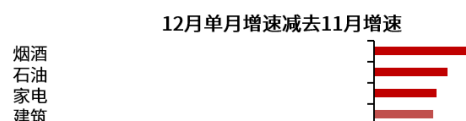


图 8：化妆品、通讯、珠宝等可选消费品增速下滑较快，地产竣工端（家电、家具、建材）表现较好



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_81

