

经济已恢复至潜在增速水平

数据：4Q2020 实际 GDP 同比 6.5%（前值 4.9%），2020 年全年实际 GDP 同比 2.3%；12 月固定资产投资累计同比 2.9%（前值 2.6%）；12 月社会消费品零售总额当月同比 4.6%（前值 5.0%），累计同比 -3.9%（前值 -4.8%）；11 月工业增加值当月同比 7.3%（前值 7.0%），累计同比 2.8%（前值 2.3%）。

1、2020 年四季度实际 GDP 继续回升，同比 6.5%，季调环比 2.6%，全年实现 GDP 增长 2.3%，经济已恢复至潜在增速水平。从需求端看看，固定资产投资有所趋缓，其中，基建、房地产投资边际趋缓；需求改善、叠加补库存，制造业投资改善加快；就业改善带动收入扩张，消费改善温和。生产端来看，工业生产持续改善，服务业生产基本恢复至正常水平。往前看，由于基数原因，1Q2021 是 GDP 同比高点；但从季调环比来看，预计经济改善幅度将放缓。

2、投资：固定资产投资当月同比有所回落，累计同比继续扩张。其中，制造业、基建、房地产投资均有所边际趋缓。具体来看：（1）基建投资当月同比回落，累计同比继续扩张。分项来看，电热燃水生产和供应业同比有所加快；铁路运输、道路运输业同比有所放缓，水利、环境和公共设施管理业同比转正。（2）制造业投资当月同比有所回落，累计同比继续降幅收窄。其中，计算机、通信和电子设备制造业同比有所放缓，医药制造业改善进一步加快；部分行业降幅逐步收窄，恢复有所加快，装备制造业表现则相对较差。（3）房地产投资当月同比低于前值，累计同比涨幅扩大。经济逐步恢复正常化，商品房销售面积当月增速较前值增速放缓，但房地产开发资金来源累计同比继续改善。

3、社零当月同比有所回落，累计同比跌幅继续收窄。其中，汽车消费有所放缓，地产链条继续改善，石油制品消费有所改善。

4、工业生产当月同比高于前值，累计同比涨幅扩大。采矿业当月同比明显改善，制造业持平于前值，燃气及水的生产和供应业当月同比较前值继续扩张。

5、失业率与上月持平，就业压力逐步缓解。12 月全国城镇调查失业率为 5.2%，与上月持平，就业压力逐步缓解。

6、总体来看，2020 年四季度实际 GDP 继续回升，同比 6.5%，季调环比 2.6%，全年实现 GDP 增长 2.3%，经济已恢复至潜在增速水平。往前看，由于基数原因，1Q2021 是 GDP 同比高点；但从季调环比来看，预计经济改善幅度将放缓。

我们预计 2021 年四个季度实际 GDP 同比分别为 18%、8.2%、7.0%、5.7%。具体来看：（1）就业改善带动收入扩张，消费改善温和。其中，汽车消费连续五个月保持高位后，本月有所回落，但绝对增速依然处于近年来相对较高水平。此外，扣除汽车以后，社零增速相对上月继续回升，特别是餐饮增速进一步上升，表明疫情对服务类消费的制约正在逐步减轻。往前看，随着就业改善传导至收入，消费预计将继续吻合改善。（2）国内外需求改善、叠加补库存，制造业投资改善将有所加快。随着需求改善、价格回升，企业利润扩张也在逐步加快，库存逐步去化到补库存，海外需求也构成支撑，制造业投资降幅不断收窄。预计后续改善幅度将有所加快。（3）房地产投资边际趋缓，预计今年房地产投资在平稳中有所回落。预计一方面，政策严调控房地产背景下，房贷利率难以下降，叠加相对较高的居民杠杆率将对地产销售形成压制，从而影响地产销售-新开工-施工整体链条；另一方面，从房地产投资的构成来看，建安投资回升力度有限，土地购置费对地产投资将形成一定支撑，房地产投资预计小幅回落。（4）基建投资预计保持相对平稳。经济复苏进入后期，内生动力（消费、制造业投资）逐步加强，大幅通过政府支出来弥补私人部门支出的必要性相对下降。叠加财政、货币政策回归常态化，基建投资预计保持相对平稳。（5）政策逐步回归常态化，但对市场冲击或相对有限。我们预计货币政策会相对保持平稳，常态化操作以保证流动性合理充裕，信用增速将明显放缓，预计社融存量增速逐步回落至 11% 左右；预计财政整体积极，但力度有所下降，财政赤字率降至 3% 以下，地方政府专项债券规模可能在 3 万亿元左右。我们认为政策常态化回归将是渐进的，市场不必过于担心宽松政策过快退出的问题。

风险提示：疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 分析师 SAC 执业编号：S1130520110001
didingrong@gjzq.com.cn

图表 1: 12月经济数据点评:经济已恢复至潜在增速水平

国金宏观12月经济数据点评：经济已恢复至潜在增速水平					
经济指标	单月增速 (%)		累计增速 (%)		数据描述与趋势判断
	11月	12月	1-11月	1-12月	
GDP	-	6.5	-	2.3	2020年四季度实际GDP继续回升，同比6.5%，季调环比2.6%，全年实现GDP增长2.3%，经济已恢复至潜在增速水平。从需求端看，固定资产投资有所趋缓，其中，基建、房地产投资边际趋缓；需求改善、叠加补库存，制造业投资改善加快；就业改善带动收入扩张，消费改善温和。生产端来看，工业生产持续改善，服务业生产基本恢复至正常水平。往前看，由于基数原因，1Q2021是GDP同比高点；但从季调环比来看，预计经济改善幅度将放缓。
社零	5.0	4.6	(4.8)	(3.9)	社零当月同比有所回落，累计同比跌幅继续收窄。其中，汽车消费有所放缓，地产链条继续改善，石油制品消费有所改善。社零当月同比有所回落，累计同比降幅继续收窄，改善幅度有所放缓；分项来看，汽车销售有所放缓，地产链条中家用电器、建筑装潢继续改善；其他方面，通讯消费、医药类消费相对稳定，石油制品消费有所改善。
投资	20.5	11.9	2.6	2.9	固定资产投资当月同比有所回落，累计同比继续扩张。其中，制造业、基建、房地产投资均有所边际趋缓。往前看，基建投资预计相对平稳；考虑到施工上行空间不大，叠加土地购置费将逐步放缓，房地产投资将逐步回落；需求改善，叠加补库存，制造业投资改善可能有所加快。
民间投资	21.6	34.0	0.2	1.0	民间投资当月同比继续明显扩张，累计同比回升。民间投资恢复有所加快。
基建投资	5.9	4.3	3.3	3.4	基建投资当月同比回落，累计同比继续扩张。分项来看，电热燃水生产和供应业同比有所加快；铁路运输、道路运输业同比有所放缓，水利、环境和公共设施管理业同比转正。往前看，考虑到经济逐步恢复正常化，叠加财政、货币政策回归常态化，基建投资预计保持相对平稳。
制造业投资	12.5	10.2	(3.5)	(2.2)	制造业投资当月同比有所回落，累计同比继续降幅收窄。其中，计算机、通信和电子设备制造业同比有所放缓，医药制造业改善进一步加快；部分行业降幅逐步收窄，恢复有所加快，其中通用设备制造业(-6.6%)、专用设备制造业(-2.3%)、装备制造业表现则相对较差。未来看，制造业投资将进一步改善。
房地产投资	11.5	9.2	6.8	7.0	房地产投资当月同比低于前值，累计同比涨幅扩大。经济逐步恢复正常化，商品房销售面积当月增速较前值增速放缓，但房地产开发资金来源累计同比继续改善。
新开工面积	4.1	6.3	(2.0)	(1.2)	新开工面积当月同比涨幅扩大，与此同时累计同比跌幅收窄。
资金来源	17.2	21.8	6.6	8.1	房地产开发资金当月同比较前值涨幅扩大，累计同比涨幅扩大。利用外资转正，自筹资金同比涨幅扩大，个人按揭有所放缓；定金同比继续回升。
商品房销售面积	12.0	11.5	1.3	2.6	商品房销售面积当月增速有所回落，销售额当月增速有所扩张，累计同比持续改善。整体来看，全国范围房地产销售活动边际放缓。
商品房销售额	18.6	18.9	7.2	8.7	
出口	21.1	18.1	2.5	3.6	出口有所回落，进口逐步回升。12月出口有所回落，同比18.1%，但依然保持相对高位。主要源于两方面因素，一是欧美经济复苏带来的全球经济重启，二是国内生产改善明显。12月进口有所回升，同比6.5%。中美贸易协议的推进，叠加国内经济复苏，投资拉动，进口有望保持相对稳定。
进口	4.5	6.5	(1.6)	(1.1)	
工业增加值	7.0	7.3	2.3	2.8	工业生产当月同比高于前值，累计同比涨幅扩大。从结构来看，采矿业当月同比明显改善，制造业持平于前值，燃气及水的生产和供应业当月同比较前值继续扩张。
出口交货值	9.1	9.5	(1.2)	(0.3)	出口交货值当月同比较前值继续回升，累计同比跌幅收窄。
发电量	6.8	9.1	2.0	2.7	发电量当月同比明显高于前值，累计同比持续扩张。
粗钢产量	8.0	7.7	5.5	5.2	粗钢产量当月同比涨幅较前值回落，累计同比也有所回落。表明钢厂开工积极性有所回落。
M1	-	-	10.0	8.6	社融增速回落，信用拐点已至。信贷：信贷总量季节性回落；结构上，居民贷款中长期贷款相对稳定，企业短期贷款减少明显，票据融资扩张明显，企业中长期贷款继续保持高增。社融：信贷季节性回落。受信用事件冲击影响，企业债融资明显回落；由于监管治理市场乱象，融资类信托压降，表外融资中委托贷款和信托贷款继续减少；政府债券有所增加。M2：居民、企业存款季节性回落；M1增速有所下降，企业资金状况改善边际弱化，M2增速回落。
M2	-	-	10.7	10.1	
信贷(万亿)	1.4	1.3	18.4	19.6	
社融(万亿)	2.1	1.7	33.1	34.9	
CPI	-0.5	0.2	2.7	2.5	CPI转正，PPI降幅继续收窄。12月CPI同比0.2%，涨幅反弹0.7个百分点；食品价格由跌转涨，影响CPI上涨约0.26个百分点。12月PPI当月同比-0.4%，降幅收窄1.1个百分点，环比上涨1.1%，主要原因在于国内需求稳定恢复，带动工业品价格继续上行，煤炭和化工原料等工业品行业明显回暖。受国际原油价格上涨等因素影响，煤炭、石油、天然气等多种工业品价格上涨。
PPI	-1.5	-0.4	-2.0	-1.8	
制造业PMI	52.1	51.9	-	-	制造业改善有所趋缓，价格加速上涨。12月制造业PMI相对上月下降0.2个百分点，需求改善有所放缓，价格环比继续回升。12月非制造业商务活动指数有所回落，其中服务业有所边际趋缓，建筑业高位回升。
非制造业PMI	56.4	55.7	-	-	
综合PMI	55.7	55.1	-	-	

来源：国家统计局，财政部，中国人民银行，中国货币网，Wind，国金证券研究所

正文如下:

1、2020年四季度实际GDP继续回升，同比6.5%，季调环比2.6%，全年实现GDP增长2.3%，经济已恢复至潜在增速水平。从需求端看看，固定资产投资有所趋缓，其中，基建、房地产投资边际趋缓；需求改善、叠加补库存，制造业投资改善加快；就业改善带动收入扩张，消费改善温和。生产端来看，工业生产持续改善，服务业生产基本恢复至正常水平。**往前看，由于基数原因，1Q2021是GDP同比高点；但从季调环比来看，预计经济改善幅度将放缓。**

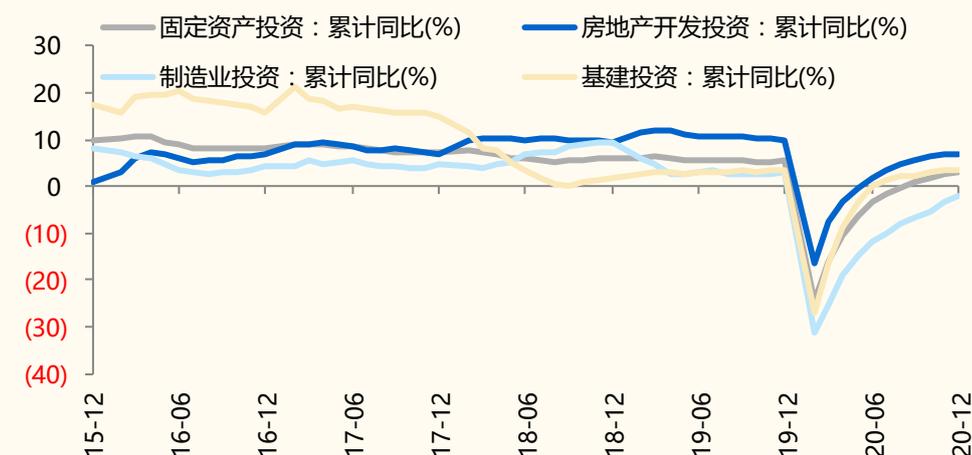
2、固定资产投资当月同比有所回落，累计同比继续扩张。其中，制造业、基建、房地产投资均有所边际趋缓。往前看，基建投资预计相对平稳；考虑到施工上行空间不大，叠加土地购置费将逐步放缓，房地产投资将逐步回落；需求改善，叠加补库存，制造业投资改善可能有所加快。

(1)基建投资当月同比回落，累计同比继续扩张。分项来看，电热燃水生产和供应业同比有所加快；铁路运输、道路运输业同比有所放缓，水利、环境和公共设施管理业同比转正。**往前看，考虑到经济逐步恢复正常化，叠加财政、货币政策回归常态化，基建投资预计保持相对平稳。**具体来看：1)交运行业累计同比回落至1.4% (前值2.0%)，其中铁路运输业增速转负至-2.2% (前值2.0%)，道路运输业累计同比涨幅回落至1.8% (前值2.2%)；2)水利大环行业累计同比转正至0.2% (前值-0.3%)，其中权重最大的公共设施管理业增速-1.4% (前值-1.8%)，水利管理业增速4.5% (前值3.1%)。

(2)制造业投资当月同比有所回落，累计同比继续降幅收窄。其中，计算机、通信和电子设备制造业同比有所放缓，医药制造业改善进一步加快；部分行业降幅逐步收窄，恢复有所加快，其中通用设备制造业(-6.6%)、专用设备制造业(-2.3%)、装备制造业表现则相对较差。**未来看，制造业投资将进一步改善。**具体来看，1)新兴行业中，医药制造业累计涨幅扩大至28.4% (前值27.3%)，计算机通信行业累计同比回落至12.5% (前值14.5%)；2)装备制造业中，汽车制造业累计同比跌幅收窄12.4% (前值-15.1%)，运输设备行业累计同比2.5% (前值0%)；3)通用专用设备业中，通用设备累计同比跌幅收窄至-6.6% (前值-10.0%)，专用设备累计同比跌幅收窄至-2.3% (前值-5.5%)；4)轻工行业中，农副食品加工业累计同比降幅收窄至-0.4% (前-1.8%)，食品制造累计同比-1.8% (前值-1.0%)；5)传统行业中，有色金属冶炼及压延加工业累计同比-0.4% (前值-2.9%)。

(3)房地产投资当月同比低于前值，累计同比涨幅扩大。经济逐步恢复正常化，商品房销售面积当月增速较前值增速放缓，但房地产开发资金来源累计同比继续改善。

图表2：固定资产投资累计同比继续扩张



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

3、工业生产当月同比高于前值，累计同比涨幅扩大。从结构来看，采矿业当月同比明显改善，制造业持平于前值，燃气及水的生产和供应业当月同比较前值继续扩张。粗钢产量当月同比涨幅较前值回落，累计同比也有所回落。表明钢厂开工积极度有所回落。

(1) 从结构来看，采矿业、电力、燃气及水的生产和供应业当月同比较前值扩张增速回升，制造业当月同比与前值持平。采矿业累计同比2.8%（前值0%），制造业累计同比扩大至3.4%（前值2.9%），公用事业部门累计同比涨幅扩大至2.0%（前值1.5%）。

(2) 从制造业内部结构来看，主要行业均继续改善。

1) 新兴产业涨幅扩大。其中化学原料累计同比3.4%（前值2.9%），医药制造业累计同比涨幅扩大至5.9%（前值4.6%），计算机、通信和电子行业累计同比回升至7.7%（前值7.2%）。

2) 装备制造业继续改善。其中汽车累计同比6.6%（前值6.3%），金属制品业累计同比5.2%（前值4.3%），运输设备业累计同比-0.3%（前值-1.4%），电气机械器材业当月同比8.9%（前值8.1%）。

3) 通用专用设备制造业同比改善。其中通用设备制造业累计同比5.1%（前值4.4%），专用设备制造业累计同比6.3%（前值6.0%）。

4) 轻工业整体继续改善。其中农副食品加工业累计同比收窄至-1.5%（前值-1.9%），食品制造累计同比1.5%（前值1.4%），纺织业工业累计同比收窄至0.7%（前值0.2%）。

5) 传统制造业继续改善。黑色金属冶炼及压延加工业增加值累计同比升至6.7%（前值6.3%），有色金属冶炼及压延加工业累计同比2.5%（前值2.4%），非金属矿物制品业累计同比2.8%（前值2.3%）。

(3) 规模以上工业企业出口交货累计同比跌幅收窄。规模以上出口交货值累计同比收窄至-0.3%（前值-1.2%）。

图表 3: 工业增加值同比上升 (%)



来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 4: 制造业工业增加值同比上升 (%)



来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

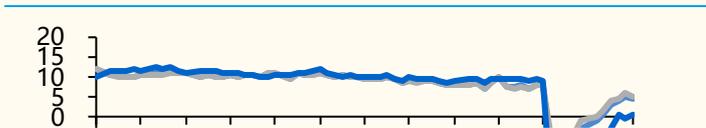
4、社零当月同比有所回落，累计同比跌幅继续收窄。其中，汽车消费有所放缓，地产链条继续改善，石油制品消费有所改善。社零当月同比有所回落，累计同比降幅继续收窄，改善幅度有所放缓；分项来看，汽车销售有所放缓，地产链条中家用电器、建筑装潢继续改善；其他方面，通讯消费、医药类消费相对稳定，石油制品消费有所改善。

(1) 地产链条类总体修复明显，家电表现明显。建筑装潢材料当月同比 12.9% (前值 7.1%)；家具当月同比 0.4% (前值 -2.2%)；家电当月同比 11.2% (前值 5.1%)。

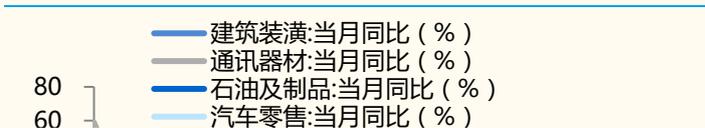
(2) 升级型消费稳步修复，通讯类消费有所放缓。通讯类消费 21.0% (前值 43.6%)；中西药同比涨幅扩大至 12.1% (前值 12.8%)；石油及制品类消费跌幅为 -3.8% (前值 -11.0%)。

(3) 汽车消费有所回落。汽车消费当月同比 6.4% (前值 11.8%)。

图表 5: 消费继续修复



图表 6: 汽车消费有所回落



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_86



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>