

宏观观点评

超预期的表与里—2020 经济全面回顾与 2021 展望

事件：2020 年四季度 GDP 同比 6.5%（预期 6.2%，前值 4.9%），全年 GDP 同比 2.3%（预期 2.2%，19 年 6.1%）；12 月工业增加值同比 7.3%（预期 7.0%，前值 7.0%）；1-12 月固定资产投资同比 2.9%（预期 3.0%，前值 2.6%），其中：房地产投资增长 7.0%（前值 6.8%）；狭义基建投资同比 0.9%（前值 1.0%）；制造业投资同比 -2.2%（前值 -3.5%）。12 月社零同比 4.6%（预期 5.4%，前值 5.0%）。

核心观点：超预期主因出口、地产拉动，一季度经济预计仍强。

1、2020 年经济有两大支撑、两大拖累，2021 年走势可能明显分化。2020 年 GDP 首破百万亿，Q4 当季增速略超预期，主因出口、地产拉动，三产修复快于二产，未完全体现冬季疫情影响。**全年看**，疫情影响延续，2020 年经济有两大支撑、两大拖累，2021 年走势可能明显分化：1）2020 年疫情冲击剧烈、影响持久，2021 年全球群体免疫难以实现，疫情约束仍在；2）经济两大支撑：“出口-工业生产”和“政策-地产”链条，2021 年前者动力仍足，后者逐步退出。3）经济两大拖累：消费和制造业投资，2021 年前者可能仍弱，后者有望超预期回升。**短期看**，2021 年一季度出口支撑仍强，需关注冬季疫情发展及原地过春节的影响。

2、生产端：工业生产高位上行，服务业修复小幅放缓。12 月工业生产高位上行，再度好于预期，主因应是内外需求强劲，服务业放缓体现疫情影响。分行业看，采矿业和高新技术产业，运输设备、医药、电子增加值增速升幅较大。2020 年工业生产高增主要是受到出口带动，2021 年内外需求复苏下有望保持高位。

3、消费端：增速回落，疫情扰动将再度显现。12 月社零再度低于预期，主要应是受到冬季疫情和“双十一”透支等因素影响。分项看，汽车增速回落，石油类、地产系消费回升较多。2020 年疫情对消费构成持续压制，2021 年冬季疫情将进一步拖累消费复苏节奏，但预计影响可控，全年居民消费在去除基数效应后仍然偏弱。

4、就业端：持续好转，2020 年新增就业规模仍下降。12 月调查失业率走平于 5.2%，2020 年年均城镇调查失业率为 5.6%，低于 6%左右的预期目标，但全年新增就业较 2019 年少增 166 万人，农民工减少 517 万人，整体新增就业规模仍下降。

5、投资端：地产景气仍高，制造业保持强势，基建持续回落

>地产销售量跌价涨，土地购置费拖累投资下行，开发环节增速回升。12 月地产销售量跌价涨，市场需求坚挺。地产投资增速高位回落，应是受到土地购置费回落的拖累。开发环节全面回升，竣工升幅最大。2020 年地产政策、货币环境整体偏松，推动地产景气维持高位，2021 年货币环境要“转弯”，融资端长效调控机制建立，我们仍预计地产市场景气度可能趋于回落。

>制造业投资仍强，本轮回升有望超预期。12 月制造业投资当月增速小幅回落主因基数跳升，企业经营投资预期仍在高位。2020 年制造业投资成为经济的主要拖累之一，但年末开始加速修复。2021 年以及后续一段时期，制造业投资的外生环境好转，其背后是中国制造业在全球竞争优势显现、地位提升；内生动力提升，其背后是过去几年中国制造业投资持续低迷，累计投资需求旺盛。总体看，2021 年制造业投资有望延续修复，且回升时间和幅度可能超预期，将成为中国经济的主要支撑之一。

>基建投资持续放缓，2021 年可能将维持低位。12 月广义、狭义基建投资均回落。2020 年基建增速与 2019 年基本持平，狭义基建投资甚至小幅回落，大幅低于预期。事后看，主因应是我国疫情迅速受控，出口、地产带动经济复苏态势良好，基建发力的必要性不断下降。2021 年，基建投资发力的必要性仍低，叠加货币政策“转弯”、财政刺激大概率减弱，基建投资增速可能将维持低位。

6、整体看，2020 年 Q4GDP 略超预期主因“出口-工业生产”和“政策-地产”链条拉动。2021 年 Q1 经济预计仍强，主因出口拉动、地产韧性有望保持，需关注冬季疫情发展及原地过春节的影响。维持前期观点，2021 年政策将不急转弯（要转弯+不能急），尤其是国内疫情近期超预期扩散，对经济的拖累将加大，政策更不能急转弯。短期继续跟踪各地各部委的“十四五”规划细则、陆续召开的地方“两会”。

风险提示：疫情演化超预期，外部环境恶化超预期，政策力度不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 杨涛

邮箱：yangtao3123@gszq.com

相关研究

- 1、《高频与政策半月观—疫情加剧，价格分化，货币政策“稳”字当头》2021-01-17
- 2、《2020 年进出口强势收官，2021 年有望延续强势》2021-01-14
- 3、《12 月社融显著不及预期，2021 年呢？》2021-01-13
- 4、《12 月 PMI 的 5 大信号》2021-01-03
- 5、《从资本开支看，哪些行业可能加速修复？》2020-12-24
- 6、《11 月经济的 5 大关注点》2020-12-15
- 7、《重塑与重估——2021 年宏观经济展望》2020-12-06



内容目录

2020 年经济有两大支撑、两大拖累，2021 年走势可能明显分化	3
生产端：工业生产高位上行，服务业修复小幅放缓	4
消费端：增速回落，疫情扰动将再度显现	5
就业端：持续好转，2020 年新增就业规模仍下降	7
投资端：地产景气仍高，制造业保持强势，基建持续回落	7
地产销售量跌价涨，土地购置费拖累投资下行，开发环节增速回升	7
制造业投资仍强，本轮回升有望超预期	9
基建投资持续放缓，2021 年可能将维持低位	10
风险提示	11

图表目录

图表 1: 三大产业当季增速均超 2019 年同期	3
图表 2: Q4 经济未充分体现冬季疫情影响	3
图表 3: 世界主要国家疫苗接种比例	4
图表 4: 出口>工业生产>固投>消费	4
图表 5: 工业增加值增速超预期上行	5
图表 6: 服务业修复小幅放缓	5
图表 7: 分行业工业增加值当月同比	5
图表 8: 消费增速回落	6
图表 9: 社零分项当月同比：汽车增速回落	6
图表 10: 餐饮消费小幅反弹	6
图表 11: 12 月城镇调查失业率走平	7
图表 12: 全年就业规模仍然负增。	7
图表 13: 商品房销售量跌价涨	7
图表 14: 土地成交面积增速跳升	7
图表 15: 地产投资增速高位回落	8
图表 16: 开工、施工、竣工增速全面回升	8
图表 17: 2020 年 Q1 土地成交大幅回落，对 Q4 的土地购置费构成递延影响	8
图表 18: 2020 年地产政策梳理	9
图表 19: 制造业投资仍强	10
图表 20: 企业投资经营预期仍在高位	10
图表 21: 基建投资增速持续放缓	11
图表 22: 基建投资受到货币增速约束	11

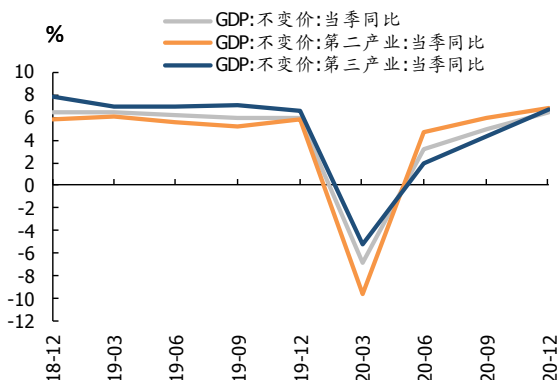
2020 年经济有两大支撑、两大拖累，2021 年走势可能明显分化

2020 年 GDP 首破百万亿，Q4 当季增速略超预期。2020 年 GDP 实际累计增速 2.3%，较前三季度的 0.7%回升了 1.6 个百分点，全年 GDP 名义值 101.6 万亿元，首次突破 100 万亿元。按年平均汇率折算，2020 年 GDP 为 14.7 万亿美元左右，占世界经济的比重预计达到 17%左右。

四季度 GDP 实际当季增速 6.5%，略高于市场预期的 6.2%，较 Q3 的 4.9%提升 1.3 个百分点，高于去年同期 6.0%的水平。我们前期报告中多次指出四季度 GDP 增速可能超预期，主因 2019Q4 和 2020Q1 净出口对 GDP 拉动明显偏低（分别为-0.1%、-1.0%），对应净出口对经济拉动幅度可能超预期。12 月数据验证了我们判断，**净出口预计将继续成为 2021 年 Q1 经济的核心支撑之一。**（具体请参考前期报告《12 月 PMI 的 5 大信号》、《11 月经济的 5 大关注点》等）

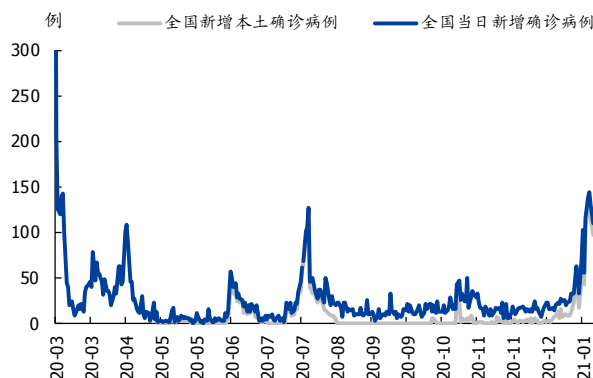
三大产业当季增速均超 2019 年同期，三产修复快于二产，未完全体现冬季疫情影响。Q4 第二产业增加值当季增速提升 0.8 个百分点至 6.8%（19 年 Q4 为 5.8%），第三产业增加值当季增速提升 2.4 个百分点至 6.7%（19 年 Q4 为 6.6%），均超 2019 年同期水平。其中第三产业增速升幅最大，主因四季度我国疫情持续受控，线下、服务消费加速回暖，以及房地产、金融业景气度较高。本轮冬季疫情是从 2020 年 12 月下旬开始逐步扩散的，Q4 经济数据可能没有完全体现其影响。

图表 1：三大产业当季增速均超 2019 年同期



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：Q4 经济未充分体现冬季疫情影响



资料来源：Wind，国盛证券研究所

疫情影响延续，2020 年经济有两大支撑、两大拖累，2021 年走势可能明显分化：

1) 2020 年疫情冲击剧烈、影响持久，2021 年全球群体免疫难以实现，疫情约束仍在。疫情冲击前所未有的，GDP 在 2020 年 Q1 下降 6.8%，随后逐季恢复，但疫情约束仍然持续存在，对消费、服务业产生持续约束。

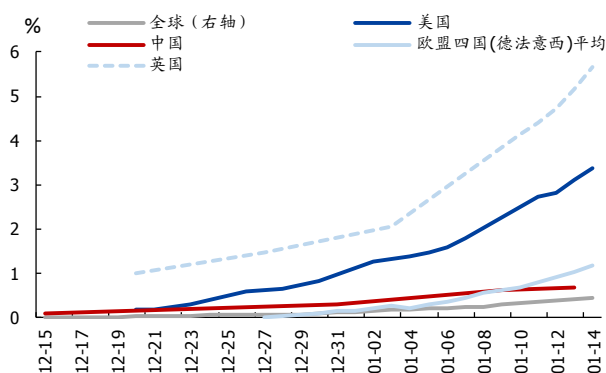
目前经济仍处于恢复期，疫情约束可能在全年延续。1 月 11 日，WHO 首席科学家表示，虽然疫苗产量不断增加，但受制于发展中国家获得疫苗的能力有限、民众对接种疫苗的质疑、病毒变异的可能性等约束，**难以在 2021 年实现对新病毒的群体免疫。**目前国内疫苗接种率仅 1%左右，美欧疫苗接种率也不足 5%（具体请参考前期报告《高频与政策半月观一疫情加剧，价格分化，货币政策“稳”字当头》），**海外疫情输入压力全年可能持续存在，我国日常防疫措施难以全面放松，对经济约束可能全年持续存在。**

2) 2020 年经济两大支撑：“出口-工业生产”和“政策-地产”，2021 年前者动力仍足，后者逐步退出。一方面，2020 年我国出口持续超预期，全年同比增长 3.6%，全球份额

创历史新高，2021 年出口增速有望保持强势，全年增速有望达到 10% 左右（具体请参考前期报告《2020 年进出口强势收官，2021 年有望延续强势》），对工业生产、制造业投资构成持续拉动，支撑作用仍强。另一方面，2020 年我国地产市场在政策宽松支持下维持高景气，2020 年商品房销售面积累计同比 2.6%，较 2019 年回升 2.7 个百分点。地产投资、销售均实现正增长，韧性超预期。但随着政策“转弯”，货币宽松趋于收敛，2021 年地产景气度应会随之回落。

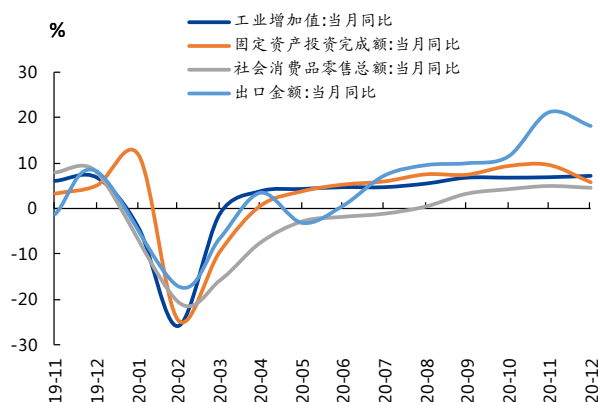
3) 2020 年经济两大拖累：消费和制造业投资，2021 年前者可能仍弱，后者有望超预期回升。2020 年全年社零、制造业投资累计增速分别为 -3.9%、-2.2%，与近年来正常水平仍有较大差距，对经济拖累明显。2021 年二者走势可能有较明显差异，一方面，消费在去除基数效应后可能仍弱（具体请参考前期报告《重塑与重估——2021 年宏观经济展望》），近期冬季疫情进一步阻碍复苏步伐。另一方面，制造业投资在内外因素好转的支持下，回升幅度和持续时间可能超预期（具体请参考前期报告《从资本开支看，哪些行业可能加速修复？》）。

图表 3：世界主要国家疫苗接种比例



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 4：出口>工业生产>固投>消费



资料来源：Wind，国盛证券研究所

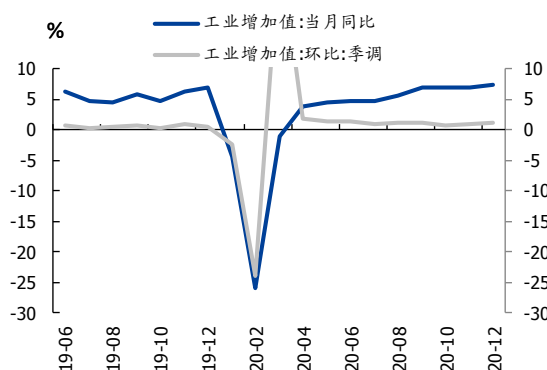
Q4 经济超预期，主因“出口-工业生产”链条高增带动，2021Q1 支撑仍强。整体看，在基数效应影响下，2021 年 Q1 多数经济指标的同比增速将出现跳升，Q2 开始同比增速将逐渐降低，2021 年全年 GDP 增速将显著提升。结构上，经济复苏动力中的“出口-工业生产”有望延续、制造业投资有望超预期回升、地产景气可能回落、消费可能维持弱复苏。

此外，近期冬季疫情可能使得经济复苏势头放缓。目前疫情主要集中在河北省和东北三省，影响相对有限。且经历去年疫情考验，我国防疫能力有明显提升，叠加疫苗逐步推广，全国大范围传播进而再次触发全民居家隔离的可能性较小，但仍需密切关注冬季疫情发展及原地过春节的影响。

生产端：工业生产高位上行，服务业修复小幅放缓

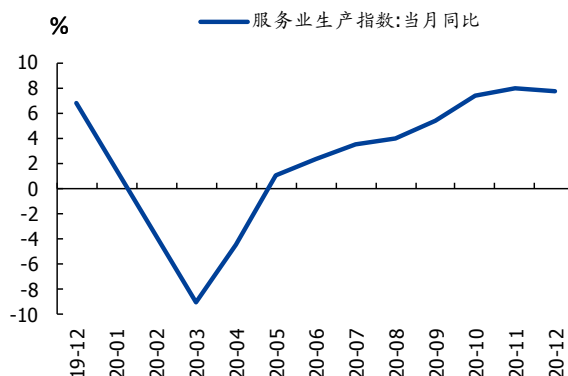
12 月工业生产高位上行，再度好于预期，主因应是内外需求强劲，服务业放缓体现疫情影响。12 月当月同比 7.3%，高于市场预期的 7.0%。12 月工业增加值在基数较高（2019 年 12 月工业增加值当月同比 6.9%，为全年次高点）、限电制约生产的情况下增速继续抬升，反映了出口高增叠加国内经济修复带来的需求依然强劲。服务业修复小幅放缓，12 月服务业生产指数同比回落 0.3 个百分点至 7.7%，回升斜率进一步放缓，反映了 12 月冬季疫情对服务消费的约束。

图表 5: 工业增加值增速超预期上行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

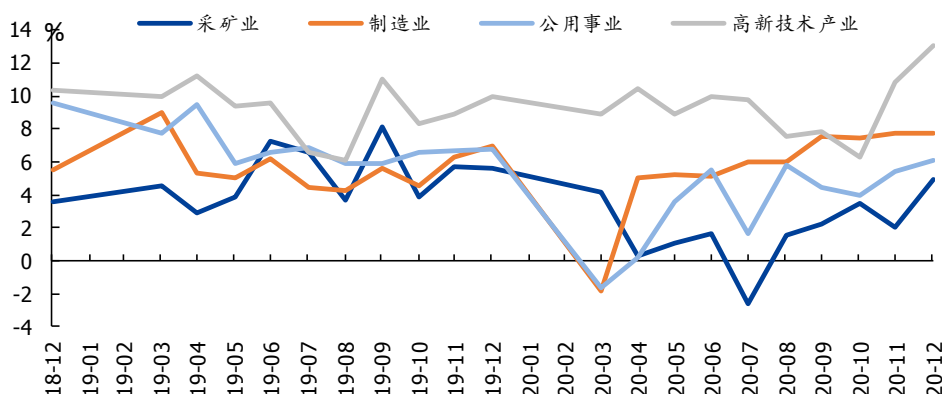
图表 6: 服务业修复小幅放缓



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

分行业看,采矿业和高新技术产业,运输设备、医药、电子增加值增速升幅较大。12 月高新技术产业工业增加值增速提升至 13.1%,创 2018 年以来新高。采矿业增加值增速提升 2.9 个百分点至 4.9%,应是受到近期煤炭等原材料价格持续上涨,产销两旺的带动。其中运输设备、医药、电子等行业增速回升较大,可能受到海内外疫情抬头带动;电气机械、专用设备制造业增速回落较多。

图表 7: 分行业工业增加值当月同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

回顾 2020 年全年,全国规模以上工业增加值累计同比 2.8%,较 2019 年回落 2.9 个百分点,但从当月增速看,2020 年 8 月起工业生产已持续超越去年同期水平,9-12 月连续保持 7%左右的高位,主要应是受到国内地产和海外需求出口的带动。

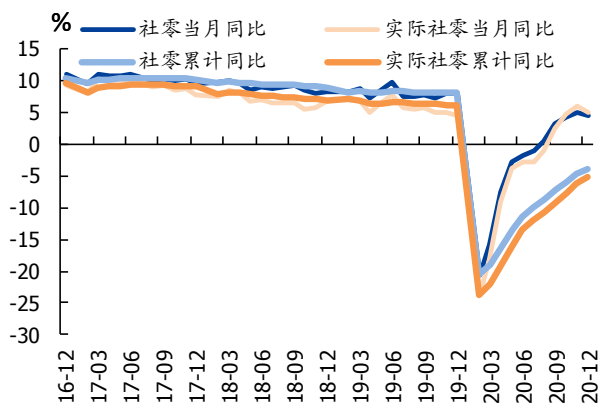
2021 年,维持前期观点,工业增加值增速受到基数效应影响,各季度累计同比将逐渐降低,叠加经济复苏、需求回暖的带动,全年增速将继续反弹。

消费端: 增速回落, 疫情扰动将再度显现

消费增速回落, 疫情扰动将再度显现。12 月社零当月同比 4.6%, 较前值回落 0.4 个百分点, 低于市场预期的 5.4%, 应是受到冬季国内多地出现散发式和局部聚集性疫情影响, 居民消费信心和意愿再度承压, 可选消费增速明显回落。

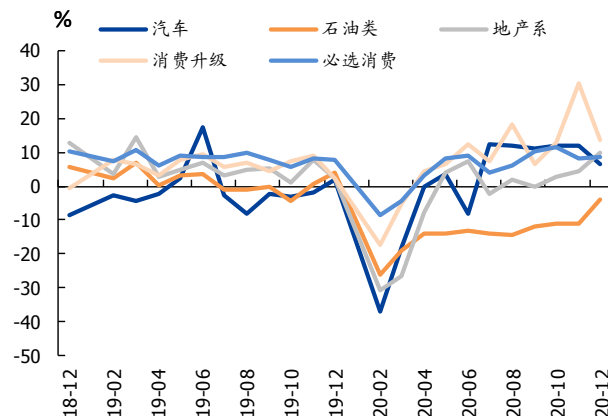
分项看，汽车增速回落，石油类、地产系消费回升较多。12 月限额以上社零中多数分项增速回落，其中必选消费中的烟酒、石油消费、家电建材等地产业的消费增速提升较多，反映全球油价回升、地产市场持续高景气。消费升级中的化妆品、通讯器材、金银珠宝等增速回落较多，跌幅均超 10%，可能是受到“双十一”促销透支、疫情复发出行需求减少等因素的影响。

图表 8: 消费增速回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

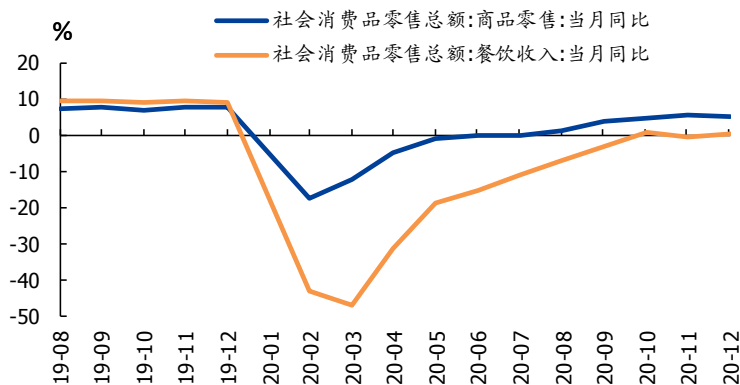
图表 9: 社零分项当月同比: 汽车增速回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

餐饮消费小幅反弹。12 月餐饮收入当月同比提升 1.0 个百分点至 1.0%，与服务业生产修复放缓小幅背离，其背后原因可能包括政策补贴支持、餐饮企业积极线上化转型等，后续能否延续回升仍需观察。

图表 10: 餐饮消费小幅反弹



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

回顾 2020 年全年，随着疫情约束逐步减轻，Q2 后消费开始回升，但修复速度持续低于市场预期。1-12 月社会消费品零售总额累计同比-3.9%，较 2019 年回落 11.9 个百分点，距离正常水平仍有较大距离。其背后是国内疫情虽然整体受控，但经常出现散发病例，同时海外疫情输入压力仍大，导致疫情防控措施难以全面放松，对消费构成持续压制。

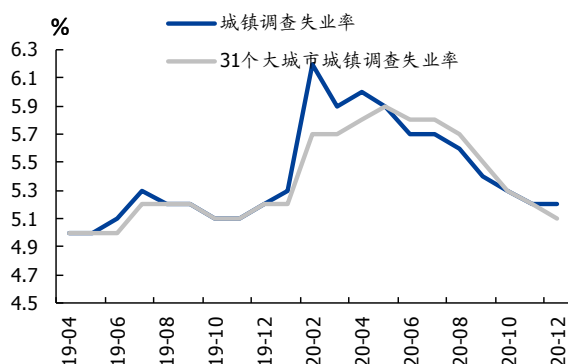
2021 年，全年看在基数效应和经济复苏和支持下，消费整体预计仍将保持回升态势。但近期我国冬季疫情形势严峻，将进一步拖累消费复苏节奏，叠加前期疫情对居民收入、储蓄意愿的冲击等因素，预计 2021 年居民消费在去除基数效应后仍然偏弱。（具体请参考前期报告《重塑与重估—2021 年宏观经济展望》）

就业端：持续好转，2020 年新增就业规模仍下降

12 月调查失业率走平。12 月城镇调查失业率 5.2%，较 11 月走平，恢复疫情前正常水平。31 个大城市调查失业率为 5.1%，较 11 月下降 0.1 个百分点。2020 年年均城镇调查失业率为 5.6%，低于 6% 左右的预期目标。

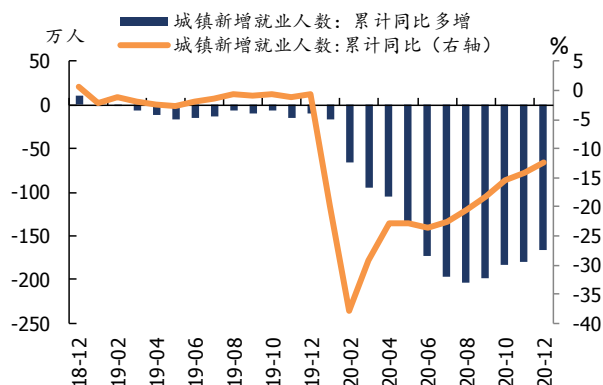
2020 年整体新增就业规模仍下降。但从绝对规模来看，12 月城镇新增就业人数累计同比下降 12.3%，较前值继续回升，仍处于深度收缩区间。2020 年城镇新增就业 1186 万人，较 2019 年少增 166 万人，全年农民工总量 28560 万人，比上年减少 517 万人，下降 1.8%，整体就业规模仍在负增长。

图表 11: 12 月城镇调查失业率走平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 全年就业规模仍然负增。



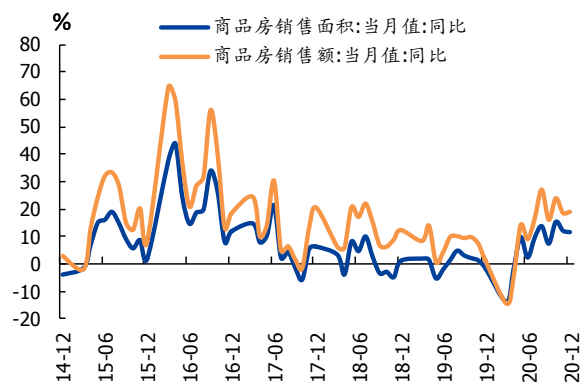
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

投资端：地产景气仍高，制造业保持强势，基建持续回落

地产销售量跌价涨，土地购置费拖累投资下行，开发环节增速回升

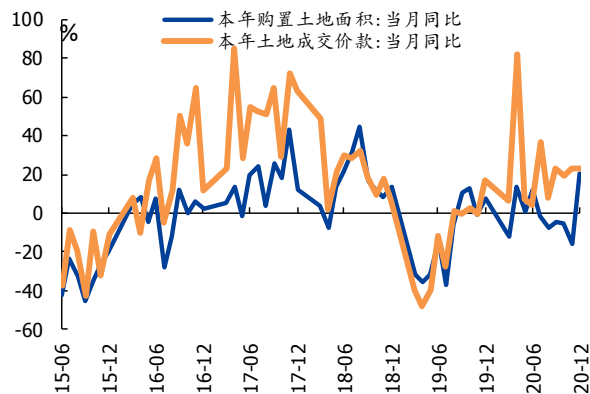
地产销售量跌价涨，市场需求坚挺。12 月当月商品房销售面积、销售金额当月同比分别为 11.5%、18.9%，较前值分别变动-0.6、0.3 个百分点，呈现量跌价涨的特点，与近期高频数据相互验证，应是反映了地产政策收紧，但市场需求仍然坚挺。12 月土地购置面积当月同比跳升至 20.5%，土地购置价款延续震荡上行，主要是受年末各城市加速拍地的“翘尾行情”影响。

图表 13: 商品房销售量跌价涨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

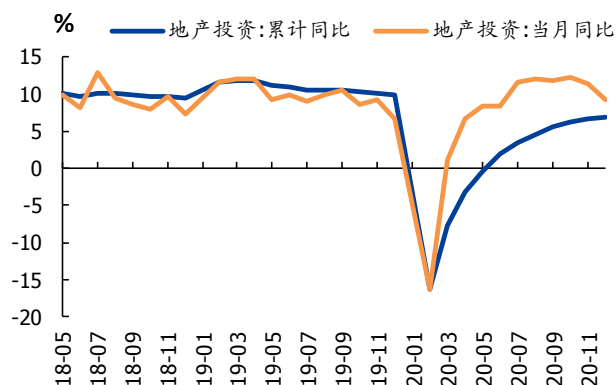
图表 14: 土地成交面积增速跳升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

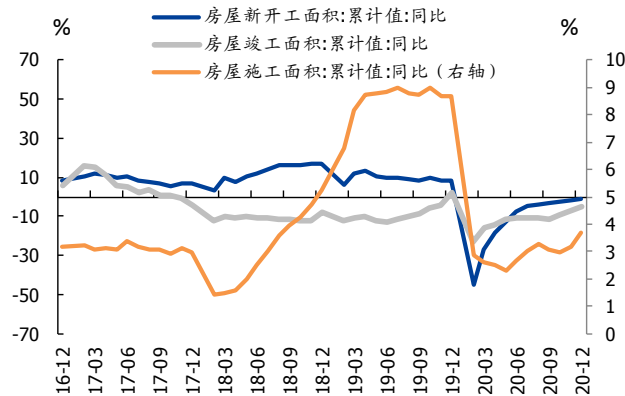
地产投资增速高位回落，应是受到土地购置费回落的拖累。12 月当月地产投资同比增速 9.3%，较前值回落 1.6 个百分点。开发环节全面回升，竣工升幅最大。1-12 月房屋新开工、施工、竣工面积累计同比为-1.2%、3.7%、-4.9%，分别较前值回升 0.8、0.5、2.4 个百分点。验证我们前期判断，即政策收紧下，房企普遍采取高周转策略，以加速回笼资金并缓解交房压力。

图表 15: 地产投资增速高位回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

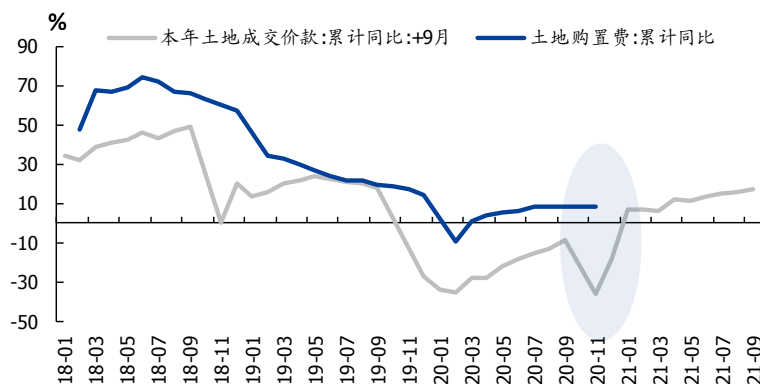
图表 16: 开工、施工、竣工增速全面回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

应当注意的是，本月地产施工增速上行，建安投资应当不差，但地产投资增速是回落的，应是受到土地购置费回落的拖累。作为验证的是，土地成交价款一般领先土地购置费 9 个月左右，受疫情影响，2020 年 Q1 土地市场冻结，土地成交大幅回落，应会对 Q4 的土地购置费构成递延影响。

图表 17: 2020 年 Q1 土地成交大幅回落，对 Q4 的土地购置费构成递延影响



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_99

