

12月经济数据：经济超预期复苏兑现

核心观点

2020年四季度GDP实际同比增速+6.5%，高出市场预期，与我们预期+6.6%较为接近。我们此前持续提示，不论是从供给端还是需求端来看，四季度GDP增速将有超预期表现，显著超出经济潜在增速，这也意味着当前我国经济产出缺口显著为正。结构方面，消费持续修复，净出口支撑强劲，投资中制造业投资改善幅度最大，地产保持韧性，基建仍然疲弱。展望2021年GDP走势，我们维持此前观点，四个季度预测值分别为19.4%、8.1%、6%和4.8%，全年为8.9%。我们认为后续货币政策可能从金融稳定视角出发转向稳健中性而收紧，主要体现为紧信用，而随着紧信用的开启，央行对短端流动性的调控也将转向以稳为主，时点大概率在春节后。

□ 用工需求较旺，就业保持稳定

12月全国调查失业率5.2%，符合我们预期，与2019年同期持平，就业压力持续缓解。伴随内需渐进修复、外需持续旺盛，企业在手订单增多、产能利用率提高，工业生产淡季不淡，用工需求12月不减，局部行业“用工荒”的现象仍然存在。2020年就业目标超额实现，预计2021年失业率目标将回调至5.5%，整体看就业总体压力不大，但大学生就业难等结构性矛盾依然突出。

□ 价格、需求向好，工业保持强劲

12月工业增加值同比7.3%，保持强劲增长，高于市场一致预期，主因在于工业品价格向好、内外需求强劲，短期负面影响有限。12月份，全国服务业生产指数同比增长7.7%，回归合理区间，总体上看，我国生产较为强劲。今年1至2月工业生产向好态势有望延续，同时若因国内疫情影响，使得就地过年要求趋紧，也可能影响春节假期的生产节奏，对生产具有一定正面作用。

□ 社零小幅回落，分化特征延续

12月社会消费品零售总额名义同比+4.6%（前值+5.0%），略低于预期，秋冬季节疫情小规模反复对于消费修复形成一定抑制。2020年四季度社零同比增速约为+4.6%，较三季度+0.9%显著修复，整体上消费仍处于向上修复通道。结构上看，社零分化修复的特征再次加强。高社交属性消费修复受阻，12月餐饮收入同比+0.4%，纺织服装同比+3.8%，没有明显起色。地产后周期消费显著提振，建筑装潢、家电、家具同比增速较前值大幅回升。今年春节提倡不返乡过年，亦不利于高社交属性可选消费以及出行产业链消费的修复。

□ 投资继续修复，制造业投资最为强劲

2020年1-12月整体固定资产投资增速为2.9%，较前值修复0.3个百分点，其中，制造业投资累计同比-2.2%，较前值修复1.3个百分点，继续大幅反弹，地产投资累计同比7%，较前值修复0.2个百分点，上行幅度趋缓，基建投资累计同比0.9%，较前值回落0.1个百分点，仍然疲弱。从当月同比增速来看，我们估算的地产、基建、制造业投资12月增速分别为9.2%、0%和10.2%，前值分别为11.5%、3.5%和12.5%，其中，制造业保持两位数增长，目前修复速度最为强劲，地产投资仍具韧性但动能趋缓，基建投资已经降至当月同比零增长。制造业中，除高技术制造业外，受益于汽车销量提升及出口带动的运输设备制造业及近期价格上涨明显的有色冶炼、煤炭等行业出现较大涨幅，对制造业投资构成较强支持，其他行业主要集中于受益于地产投资及消费加速修复带动的行业，预计2021年制造业投资仍可维持较强上行动能。

风险提示：海外疫情超预期恶化，全球经济增长超预期下行，各国协同刺激政策不及预期；中国经济超预期恶化，政策刺激大幅不及预期；全球经济及金融危机爆发冲击我国经济基本面；中美博弈超预期加剧。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：张浩

执业证书编号：S1230120070054

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

1《12月数据预测：经济持续强劲复苏》2020.1.2

2《11月经济数据：经济再强于预期》2020.12.15

3《11月数据预测：预计四季度GDP增速为6.6%》2020.11.30

4《10月经济数据：四季度GDP增速接近甚至超过去年》2020.11.16

5《10月数据预测：社融增速赶顶》2020.10.31

6《如何看待三季度经济数据？》2020.10.19

7《9月数据预测：三季度GDP增速接近合理增长区间》2020.10.01

8《8月经济数据：调查失业率再度下行预示宽松进入尾声》2020.09.15

正文目录

1. 四季度 GDP 实际增速+6.5%，超出市场预期，符合我们预期	3
2. 用工需求较旺，就业保持稳定	4
3. 价格、需求向好，工业保持强劲	5
4. 社零小幅回落，分化特征延续	6
5. 投资继续修复，制造业投资最为强劲	7
5.1. 制造业投资维持强劲修复	8
5.2. 基建继续低迷，未来平稳增长	9
5.3. 地产投资：2020 年延续韧性，2021 年平稳增长	10

图表目录

图 1：四季度 GDP 实际增速+6.5%较为符合我们的预期	4
图 2：城镇调查失业率已降至 2019 同期水平，就业压力总体不大	5
图 3：工业增加值主要门类：12 月同比	6
图 4：主要工业产品产量增速与去年同期对比	6
图 5：社零增速小幅回落	7
图 6：地产后周期消费显著提振	7
图 7：固定资产投资分项走势	8
图 8：2020 年 10 月当月同比增速（估算）	9
图 9：2020 年 11 月当月同比增速（估算）	9
图 10：基建投资分行业表现	10
图 11：销售回款维持较高增速	11
图 12：地产建工数据：施工高增	11

1. 四季度 GDP 实际增速+6.5%，超出市场预期，符合我们预期

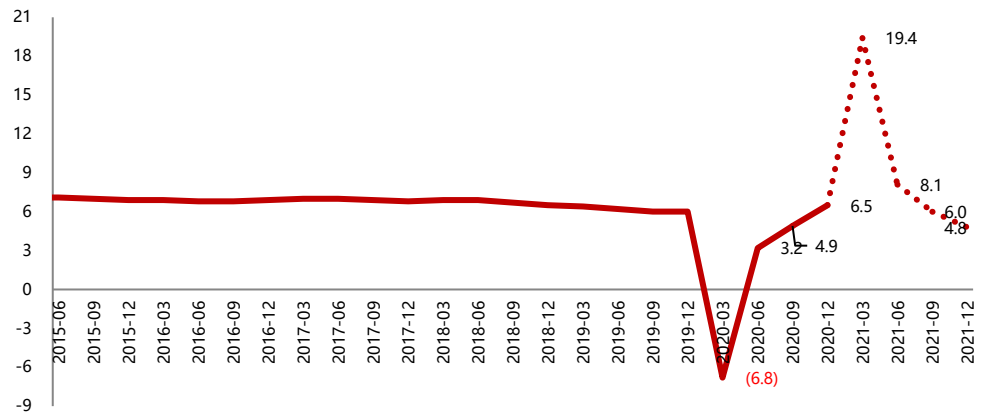
2020 年四季度 GDP 实际同比增速+6.5%，高出市场预期，与我们预期+6.6%较为接近。我们此前持续提示，不论是从供给端还是需求端来看，四季度 GDP 增速将有超预期表现，显著超出经济潜在增速，这也意味着当前我国经济产出缺口显著为正。供给端，工业增加值连续攀升新高，12 月达到 7.3%，12 月服务业生产指数同比增长 7.7%，二者增速均明显超出去年同期水平。从三架马车的需求侧来看，随着居民收入渐进修复，四季度消费持续改善；投资数据中，11、12 月制造业投资当月均维持两位数增长，大幅修复值得关注，主要是高技术制造业支撑、信贷着重支持及企业盈利转正的共同带动，此外，地产投资依旧具备韧性，基建投资则维持低迷；四季度净出口继续保持强劲，对 GDP 有明显支撑。

展望 2021 年 GDP 走势，我们维持此前观点，四个季度预测值分别为 19.4%、8.1%、6%和 4.8%，全年为 8.9%。其中，前三个季度的基数影响分别约为 13-14 个百分点、2.8 个百分点、1.1 个百分点，而四季度受 2020 年四季度+6.5%的影响，我们认为基数影响转负，为-0.5 个百分点。总体我们认为，2021 年经济增长的节奏比结构更重要，2021 年财政、货币政策更加强调跨周期调节，过度宽松的政策退出，可以预见的是，经济增速在一季度受基数影响大幅上行后，全年呈现前高后低的走势，四季度的同比增速大概率开始面临较大的下行压力。

从经济结构看，三驾马车中，消费将成为 2021 年拉动经济增长的主动力，保持向上改善势头，之前受制于社交距离的可选消费预计将加速修复；双循环大逻辑下，中国供给优势填补海外缺口及订单回流的逻辑上半年仍可持续，出口将保持高速增长；投资方面，预计 2021 年基建、地产投资增速趋稳，制造业回升幅度有望加速，主要受益于利润回升带动库存小周期及行业出清对数据的拉动。

预计 2021 年政府工作报告设定全年经济增长目标为 5.5%，前三季度经济增速大概率维持在目标值上方，稳增长和保就业不会成为央行的核心考量，CPI 上行风险可控，人民币汇率上半年大概率维持升值，国际收支也可保持基本平衡，我们认为后续货币政策基调转向的核心关注点在于金融稳定，货币政策可能从金融稳定视角出发转向稳健中性而收紧。预计央行将在 2021 年一季度开启紧信用，信贷、社融等实体部门负债端数据将经历压降的过程，2021 年一季度信贷需求旺盛，央行除了通过 MPA 考核压低各银行广义信贷增速，可能还会增加月度窗口指导，预计 2021 年 M2 增速回落至 9.5%-10%左右，人民币信贷增速回落至 11%左右，社融增速回落至 10.9%左右。短端流动性亦不可能长期放松，否则易引发债市杠杆率高企，与稳杠杆政策意图相背离，随着紧信用的开启，央行对短端流动性的调控也将转向以稳为主，时点大概率在春节后。

图 1：四季度 GDP 实际增速+6.5%较为符合我们的预期



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

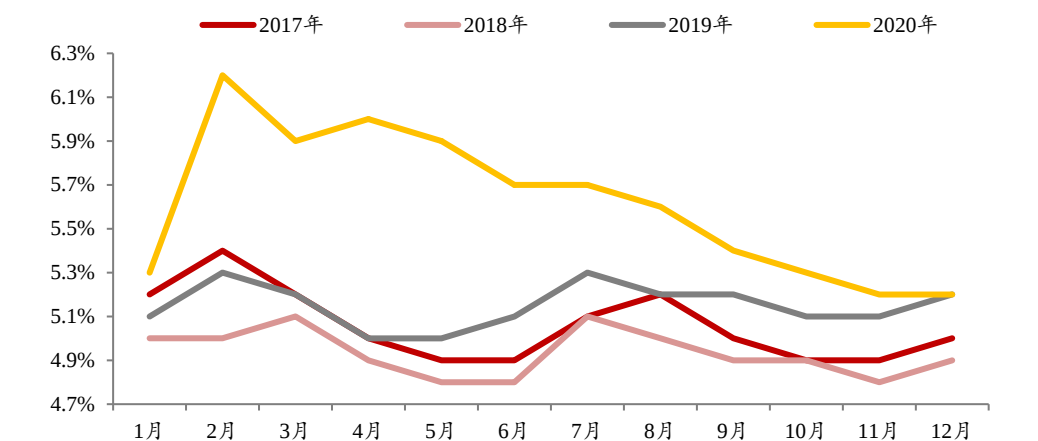
2. 用工需求较旺，就业保持稳定

2020 年 12 月全国调查失业率 5.2%（前值 5.2%），符合我们预期，与 2019 年同期水平持平。失业率自 9 月降至 5.4%后，已连续 4 个月稳定在 5.5%以下，就业形势稳中向好。12 月新增城镇就业人数 87 万人，去年同期为 73 万人，新增就业人数连续四个月超出去年同期水平。国内大循环的畅通使我国建立了全球领先的供给能力优势，伴随内需渐进修复、外需持续旺盛，企业在手订单增多、产能利用率提高，工业生产淡季不淡，用工需求 12 月不减，局部行业“用工荒”的现象仍然存在。

2020 年就业目标超额实现，预计 2021 年失业率目标将回调至 5.5%。2020 年调查失业率平均值为 5.6%，超额完成全年 6.0%的任务；2020 年 1-12 月累计新增城镇就业 1186 万人，完成全年任务的 131.8%。鉴于调查失业率已经连续 4 个月稳定在 5.5%以下，已达到疫前水平，预计 2021 年失业率目标将回调至 5.5%。

就业总体压力不大，结构性矛盾依然突出。据教育部预测，2021 年高校毕业生将达到 909 万人，2022 年毕业生或超过 1000 万人，大学生就业难问题将持续更长时间。12 月中央经济工作会议中提出，“要完善职业技术教育体系，实现更加充分更高质量就业”，也表明了目前结构矛盾比总体压力更为棘手。我们认为，毕业季调查失业率仍面临冲高风险，当调查失业率上行接近至 5.5%的目标值时，将成为触发政策宽松的重要考量。

图 2：城镇调查失业率已降至 2019 年同期水平，就业压力总体不大



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3. 价格、需求向好，工业保持强劲

12 月工业增加值同比 7.3%，增速较 11 月份加快 0.3 个百分点，环比增长 1.10%，保持强劲增长，强劲态势高于市场一致预期，主因在于工业品价格向好、内外需求强劲，负面影响有限。2020 年工业增加值累计同比增长 2.8%，工业生产持续向好。

外需向好是有力支撑，利好出口相关制造业。12 月以来，海外疫情形势愈加严峻，确诊人数激增，病毒产生变异对疫苗的有效性带来较大不确定性，海外城市封锁要求提升，生产供给能力难恢复，供需缺口依然较大，12 月出口集装箱指数 CCFI 持续大幅攀升。受此影响，“宅经济”、抗疫物资等相关产品订单将进一步向我国转移，“暂时性替代”和“永久性替代”支撑我国相关制造产业较高速增长，例如纺织业（5.2%）、医药制造业（16.9%）、专用设备制造业（8.7%）、电气机械和器材制造业（15.6%）和计算机、通信和其他电子设备制造业（11.4%）等。

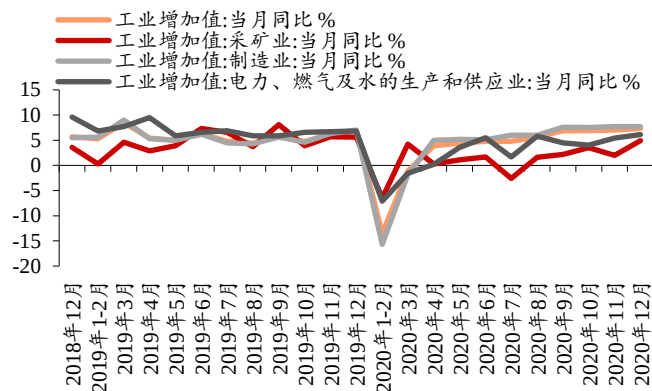
在内需方面，国内需求的强劲恢复是对工业相关行业的有力支撑。第一，下游消费持续回暖，例如 12 月 30 大中城市商品房成交面积环比持续上行，同比增长 9.68%，汽车销量同比增长 6.4%；第二，投资方面，制造业、地产、基建等投资保持稳步回升态势，对相关产业链具有一定支撑作用。

工业品价格向好提振生产信心。12 月份煤炭、黑金、有色、石化产业链价格全线上涨，其中石油开采、石油化工、煤炭采选和有色冶炼表现较为突出。本轮工业品价格上涨主要源于供需缺口，在二季度缺口弥合之前商品价格仍有上涨动力。12 月中下旬由于用电需求过于旺盛，多地开启新一轮的“拉闸限电”，从一定程度上印证了现阶段供需缺口已扩大至较高水平。

服务业持续回暖对相关产业链有促进作用。12 月份，全国服务业生产指数同比增长 7.7%，回归合理区间。从细分行业上看，航空运输、电信广播电视卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务等行业商务活动指数持续位于 60.0% 以上高位景气区间。

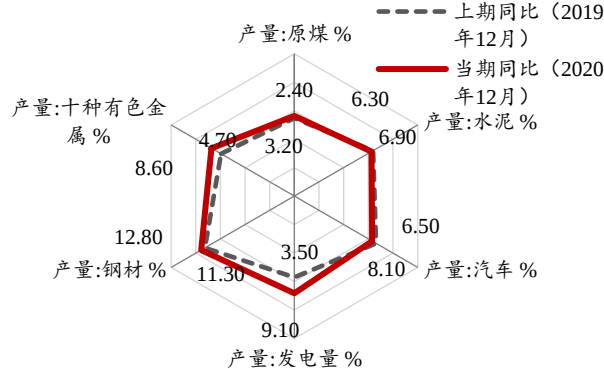
工业生产的强劲可从高频数据得到部分验证。12 月高炉开工率、焦炉生产率高于去年同期，但螺纹钢产量边际回落，汽车全钢胎和半钢胎开工率有所下降。

图 3：工业增加值主要门类：12 月同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：主要工业产品产量增速与去年同期对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

从分项数据上看，采矿业增加值增长 4.9%，制造业增长 7.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 6.1%，受冷冬取暖用电需求提升影响，电力、煤炭生产有所提升。我们主要关注的工业产品：除水泥增速略低于去年同期外，原煤（3.2%）、钢材（12.8%）、汽车（6.5%）、发电量（9.1%）、十种有色金属（8.6%）同比增速均高于去年同期。

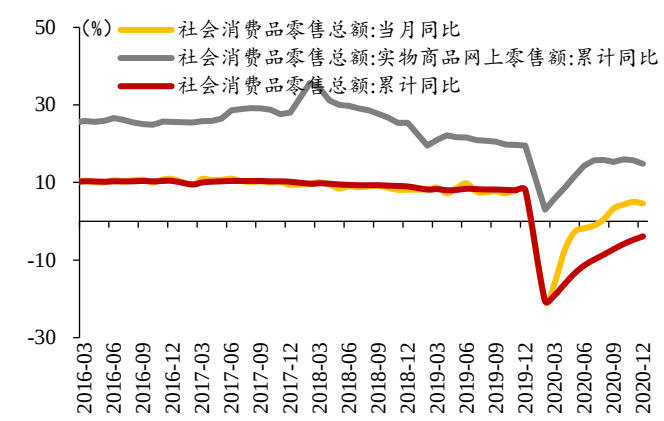
我们认为，1 至 2 月工业生产有望保持向好态势。疫苗广泛见效仍需时日，病毒变异可能使得海外疫情受控难度加大。我国两个大循环的逻辑将继续兑现，在供需缺口作用下，工业品价格上涨仍是有力支撑。国内疫情局地复发，目前仍然可控，但可能会影响春运返乡节奏，若就地过年要求趋紧，也可能影响生产节奏，具有一定正面作用。

4. 社零小幅回落，分化特征延续

2020 年 12 月社会消费品零售总额名义同比+4.6%（前值+5.0%），略低于预期，秋冬季节疫情小规模反复对于高社交属性消费形成一定抑制。2020 年四季度社零同比增速约为+4.6%，较三季度+0.9%显著修复，整体上消费仍处于向上修复通道：其一，经济持续强劲复苏，工业企业利润改善，居民可支配收入提高，居民消费意愿和消费能力逐步改善。其二，疫情期间供给水平下降对于需求的抑制作用逐渐减弱，需求牵引供给、供给创造需求的局面逐渐形成，例如，度过 9~11 月连续三个月上映电影同比负增长之后，12 月上映新电影数总比转正，票房已开始显著复苏。

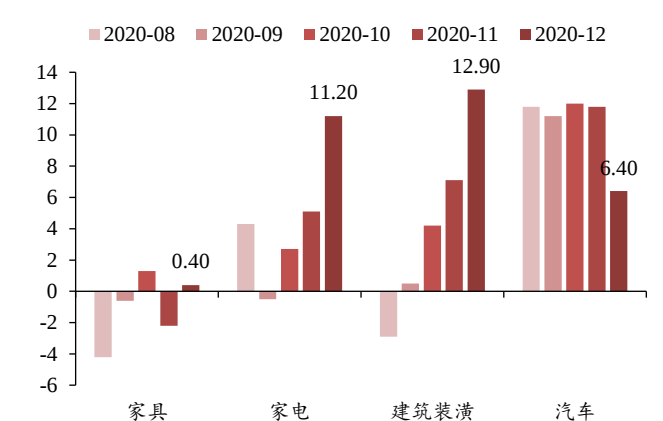
从结构上看，进入秋冬季节疫情小规模复发，全国新增确诊病例有所增多，消费分化修复的特征再次加强。高社交属性消费修复受阻，12 月餐饮收入同比+0.4%（前值-0.6%），纺织服装鞋帽同比+3.8%（前值+4.6%），没有明显起色。“宅经济”消费继续强势，12 月通讯器材、饮料、文体用品同比增速分别为+21.0%、+17.1%和+9.6%。12 月，地产后周期消费显著提振，建筑装潢同比+12.9%（前值+7.1%），家电同比+11.2%（前值+5.1%），家具同比+0.4%（前值-2.2%）。

图 5：社零增速小幅回落



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：地产后周期消费显著提振



资料来源：Wind，浙商证券研究所

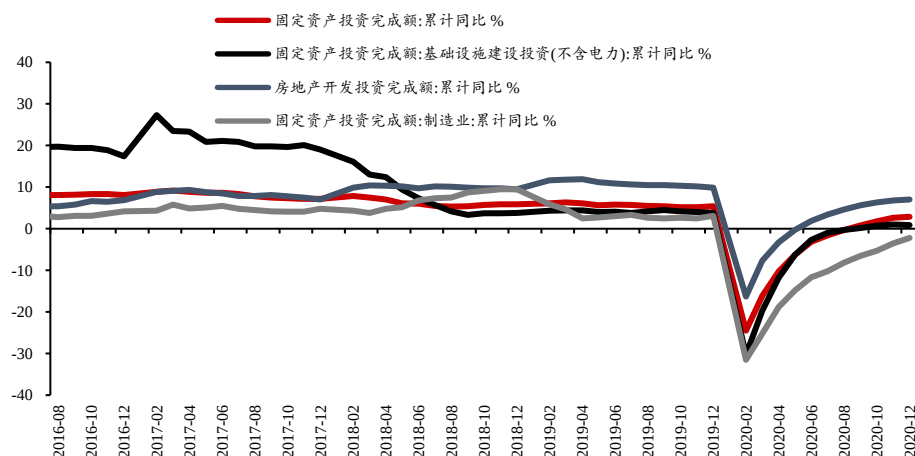
2020 年 12 月份国内汽车销量 283.1 万辆，同比增长 6.4%，较前值略有下降。其中，商用车销量同比+2.4%，增速逐步回归正常；乘用车销量同比+7.2%，保持良好增长态势。2020 年全年汽车销量同比下降 1.9%，已经连续三年下降。我们认为，汽车消费从 2019 年下半年已呈现筑底修复特征，15-17 年购置税优惠政策的透支效应已充分消化，2021 年汽车销量将有望实现正增长。当然，我们需要理性看待汽车消费的刺激政策，新发展格局的关键是供给创造需求，全国性的购置税优惠以及汽车下乡政策实施概率较低。不过，中央经济工作会议首次提出“有序取消一些行政性限制消费购买”，结合商务部等 12 部门《关于提振大宗消费重点消费促进释放农村消费潜力若干措施的通知》中所述的“推动由购买管理向使用管理转变”、“进一步增加号牌指标投放”等表述，预计限购城市的汽车消费或得到一定程度的释放。

2020 年全年社会消费品零售总额名义同比-3.9%，同比增速创了 1968 年以来的新低，疫情对于消费的冲击可见一斑。今年春节提倡不返乡过年，亦不利于高社交属性可选消费以及出行产业链消费的修复。随着经济逐步回归合理增长区间，居民收入渐进修复，消费场景正常化，2021 年消费将成为拉动经济增长的重要动力。若疫苗能在二季度之前大规模应用，高社交属性的可选消费以及出行产业链相关的服务消费（住宿、旅游、机票等）有望快速提振。

5. 投资继续修复，制造业投资最为强劲

2020 年 1-12 月整体固定资产投资增速为 2.9%，较前值修复 0.3 个百分点，其中，制造业投资累计同比-2.2%，较前值修复 1.3 个百分点，继续大幅反弹，地产投资累计同比 7%，较前值修复 0.2 个百分点，上行幅度趋缓，基建投资累计同比 0.9%，较前值回落 0.1 个百分点，仍然疲弱。从当月同比增速来看，我们估算的地产、基建、制造业投资 12 月增速分别为 9.2%、0%和 10.2%，前值分别为 11.5%、3.5%和 12.5%，其中，制造业保持两位数增长，目前修复速度最为强劲，地产投资仍具韧性但动能趋缓，基建投资已经降至当月同比零增长。

图 7：固定资产投资分项走势



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

5.1. 制造业投资维持强劲修复

12 月制造业投资增速继续修复至 -2.2%，较前值回升 1.3 个百分点，当月增速仍在 10.2% 高位，基本符合我们的预测。目前制造业同比增速已经超过地产与基建投资，表现最为强劲，主要有几个方面支撑：第一，制造业需求持续改善，企业利润快速修复，5 月工业企业利润当月同比增速转正，且此后增幅波动上行，推动投资需求；第二，政策强调资金直达实体，保障制造业融资来源，除 MPA 考核加大制造业融资考核权重外，央行强调信贷的结构性调节作用，增加制造业中长期贷款，加强对实体经济的融资支持，下半年以来新增人民币贷款中企业中长期贷款占比维持在 60% 附近高位，较上半年 30-40% 的水平明显提高。

行业结构方面，高技术制造业投资仍然表现最好，是制造业投资的主要支撑。1-12 月高技术制造业投资增长 11.5%，其中，医药制造业、计算机及办公设备制造业投资分别增长 28.4%、22.4%，增速继续提高，且明显高于整体制造业投资。

除此之外，截至 11 月可得数据，从投资当月同比增速来看，表现较好的行业分别为医药制造业 76%，计算机通信其他电子设备制造业 36.4%，黑色金属冶炼及压延加工业 35%，化学原料及制品制造业 26%，石油煤炭及其他燃料加工业 23%，食品制造业 19%，铁

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_101

