财信国际经济研究院
CHASING INTERNATIONAL ECONOMIC INSTITUTE

经济运行微过热，但平衡性待增强

——2020 年 1-12 月宏观数据点评

宏观点评

核心观点：

四季度GDP同比增长6.5%，已高于潜在增速水平，经济运行出现微过热现象。但从结构看，出口和地产是主要拉动力，经济复苏基础有待强化。预计2021年消费将成经济向上修复主动力，经济内部平衡性将进一步增强，全年GDP约增长8.4%左右，2020-2021年GDP复合平均增速略低于潜在增速水平。

摘要：

- **工业增加值：出口强劲叠加商品涨价，共同支撑生产继续走强。**12 月份规模以上工业增加值同比增长 7.3%，增速较上月加快 0.3 个百分点，连续五个月高于去年同期值。其中，出口维持强劲是带动工业生产再度走强的主因，如受益机电产品和防疫物资出口订单需求增加，本月中游装备制造业行业增加值多数保持双位数增长，医药制造业增加值增速高位抬升至 16.9%，对工业生产的支撑作用尤为突出；此外，受益大宗商品涨价，采矿业增加值较上月大幅提高 2.9 个百分点，也是工业增加值边际改善的重要贡献力量；但其他上游原材料和下游消费品制造业生产则多数放缓。结构上，高技术制造业生产继续领跑，12 月增速高达 13.1%，高于同期制造业 5.4 个百分点，新旧动能转换持续加快。
- **国内生产总值（GDP）：预计 2021 年 GDP 约增长 8.4%，2020-2021 年复合平均增速在 5.3%左右，仍在常态化回归途中。**一是消费全年读数高增无悬念，但居民收入恢复偏慢和边际消费倾向回升幅度有限，内生驱动力修复面临较大制约；二是制造业有望接棒基建和房地产，投资常态化运行可期；三是全球不均衡复苏下出口供给替代效应仍有一年窗口期，出口高景气料将延续，2021 年全年出口增速有望实现 9%左右的增长。
- **消费：短期回落，但不改渐进修复趋势。**12 月份社零同比增长 4.6%，较上月回落 0.4 个百分点，消费恢复速度有所放缓，原因主要有三：**一是**国内散发疫情增多，导致餐饮收入持续低迷仅增长 0.4%；**二是**受前期促消费政策透支部分未来消费影响，汽车、化妆品、通讯器材等可选消费增速分别较上月大幅回落 5.4、23.3 和 22.6 个百分点，对社零形成重要拖累；**三是**低收入群体消费恢复仍偏慢，也不利于社零全面改善。但从结构上看，消费恢复的平衡性有所增强，如前期恢复偏慢的房地产相关消费、石油消费，本月已出现改善迹象，低收入群体消费也还在恢复途中。预计未来消费将继续渐进修复，2021 年读数偏高无悬念，但疫后低收入群体收入修复尚需时日，且贫富分化、房地产挤占对边际消费倾向的制约作用偏强，内生修复动能尚需政策提振。
- **投资：制造业有望接棒基建房地产，2021 年常态化运行可期。一是**高基数效应下，12 月制造业投资增速回落至 10.2%，但仍维持双位数增长。预计在企业盈利改善、内外需共振复苏、技术升级周期启动的共同作用下，2021 年制造业投资动能仍较为强劲，但随着消费复苏斜率放缓和海外供需缺口弥合，下半

财信研究院
宏观团队

胡文艳
宏观经济研究中心 资深研究员
邮箱：huwenyan21@126.com

李沫
宏观经济研究中心 高级研究员
邮箱：limo.ye@163.com

陈然
宏观经济研究中心 研究员
邮箱：chenran@hnjrkg.com

财信宏观经济研究中心微信号

年其增长动能或将减弱。**二是**财政资金对基建支撑作用不及预期，2020 年全口径基建投资同比增长 3.4%，仅与 2019 年水平相当。预计 2021 年经济增长通过基建拉动的必要性降低，且优质项目缺乏和财政严监管双重约束仍在，基建投资增速大概率低位运行。**三是** 12 月房地产投资增速高位趋缓，预计 2021 年房地产投资将在下有周期底、上游有政策顶的约束下高位趋稳，全年增速不悲观。

- **政策展望：缓退坡，更重精准。**随着经济运行出现微过热现象，但经济复苏依然不均衡，一方面宏观政策需向常态化回归，但另一方面需精准发力强弱项、防风险。货币方面，预计 2021 年 M2 和社融增速分别降至 10%和 12%左右，利率或先波动向上再逐步回落；在政策节奏上，大概率“缓退坡”，二季度转向“稳健偏从紧”的概率偏大，其他季度或维持“稳健中性”。财政方面，预计 2021 年官方赤字率调降至 3-3.2%左右，同时不再发行特别国债，专项债券额度也将收缩至 3.25-3.5 万亿元，财政扩张边际放缓，但整体规模仍高于 2019 年水平；结构上，提高一般债占比，降低专项债占比，且财政支出将更向民生领域倾斜。

目 录

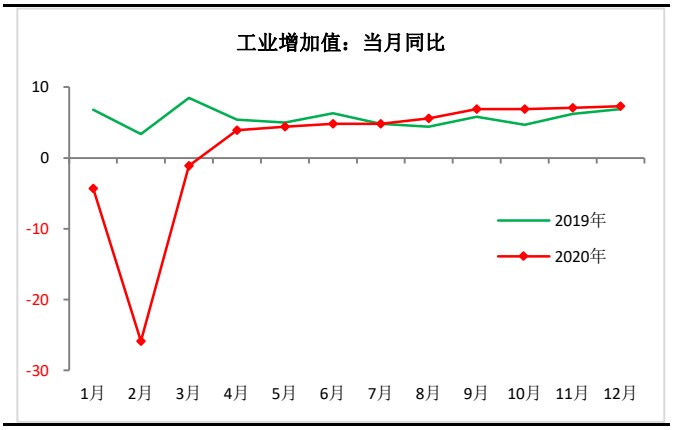
一、工业增加值：出口强劲叠加商品涨价，共同支撑生产再走强 4
二、国内生产总值：预计 2021 年 GDP 约增长 8.4%，走势前高后低 5
三、消费：短期回落，但不改渐进修复趋势 7
（一）汽车等可选消费拖累社零增速放缓，但消费恢复平衡性有所增强 7
（二）2021 年消费读数偏高无悬念，但内生驱动力修复仍面临制约 8
四、投资：制造业有望接棒基建房地产，2021 年常态化运行可期 9
（一）制造业投资动能将延续强劲增长势头 9
（二）财政支撑不及预期，基建投资低位运行 10
（三）房地产投资增速将在下有周期底、上有政策顶下高位趋稳 11

正文：

一、工业增加值：出口强劲叠加商品涨价，共同支撑生产再走强

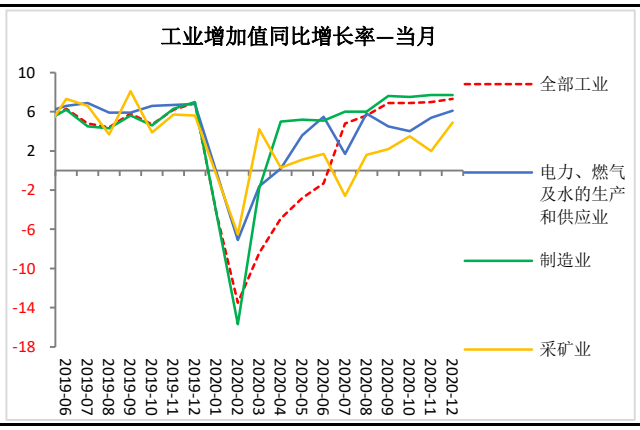
2020 年规模以上工业增加值全年同比增长 2.8%，增速较 1-11 月份提高 0.5 个百分点，较去年同期降低 2.9 个百分点。其中，12 月当月增长 7.3%，增速较 11 月加快 0.3 个百分点，连续五个月高于去年同期值（见图 1），显示生产供给端增长势头强劲不改。

图 1：工业生产增速连续五个月超过去年同期水平



资料来源：WIND，财信研究院

图 2:采矿业生产提速和制造业生产维持高位是主要支撑



资料来源：WIND，财信研究院

注：2 月份数据为 1-2 月累计增速

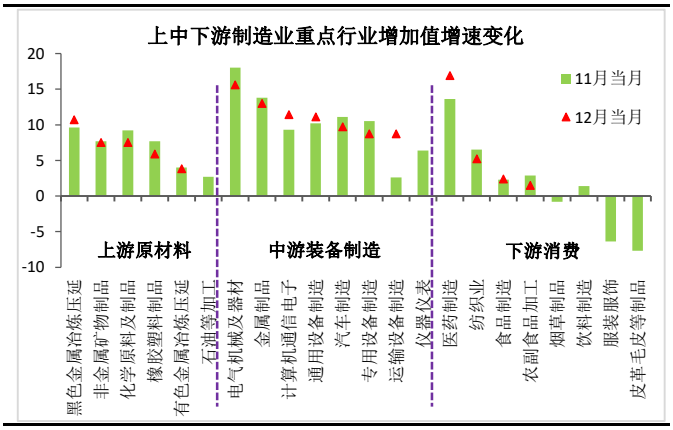
从三大门类看，上游采矿业生产提速和制造业生产维持高位是主要贡献力量。12 月制造业增加值同比增长 7.7%，增速持平上月，但较去年同期提高 0.7 个百分点，且高于同期全部工业 0.4 个百分点（见图 2），依旧是工业生产保持强劲的主要动力源（制造业营业收入占工业的比重达 90%以上）；同期，受益大宗商品价格持续回升，采矿业增加值同比增长 4.9%，较上月大幅提高 2.9 个百分点，也对工业生产边际继续扩张形成重要支撑；此外，受益财政资金投放增加，电力燃气及水的生产与供应业增加值增速亦较上月提高 0.7 个百分点至 6.1%。

分制造业行业看，出口的带动作用显著，中游装备制造和医药制造仍为主要支撑。其中，受益制造业投资与机电产品出口大幅改善，中游装备制造业行业增加值多数保持双位数增长（见图 3），对工业生产的支撑作用依旧突出，如 12 月份电气机械及器材、金属制品、计算机通信电子设备和通用设备制造业增加值增速分别达到 15.6%、13.0%、11.4%和 11.1%，且根据统计局的测算，2020 年装备制造业增加值对全部规上工业增长的贡献率高达 70.6%；同时，受海外疫情持续恶化影响，国内防疫产品出口订单明显增加，带动医药制造业生产高位继续抬升，如 12 月份医药制造增加值增速高达 16.9%，较上月进一步提高 3.9 个百分点。相比之下，其他上游原材料制造业和下游消费品制造业生产则多数放缓（见图 3），反映出房地产与基建投资需求边际回落的拖累或已有所显现，下游消费端的修复亦有待加强。

高技术制造业生产继续领跑，发展新动能持续增强。2020 年高技术制造业增加值增长 7.1%（见图 4），增速快于同期制造业 3.7 个百分点，国内新旧动能转换明显加快，

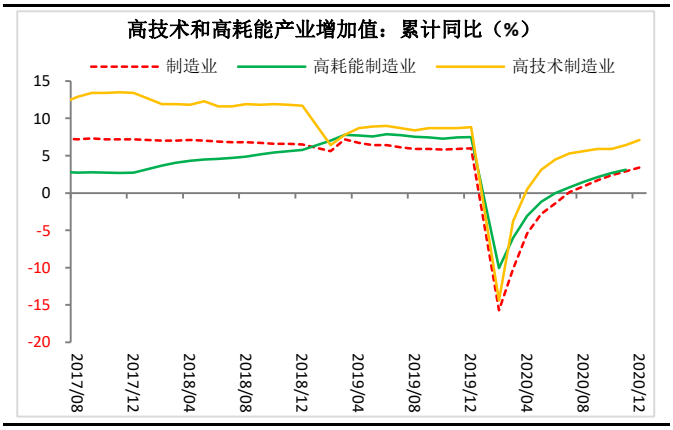
经济中的创新成色更足。从当月增速看，12 月份高技术制造业增加值同比增长 13.1%，增速较上月继续大幅提高 2.3 个百分点，创 2018 年三季度以来的最高值，表明国内新动能增长势头相当强劲；其中计算机、通信及其他电子设备制造业和医药制造业增加值分别增长 16.9%和 11.4%，均较上月提高 2 个百分点以上（见图 5），为主要贡献力量。

图 3：中游装备制造业仍为主要支撑



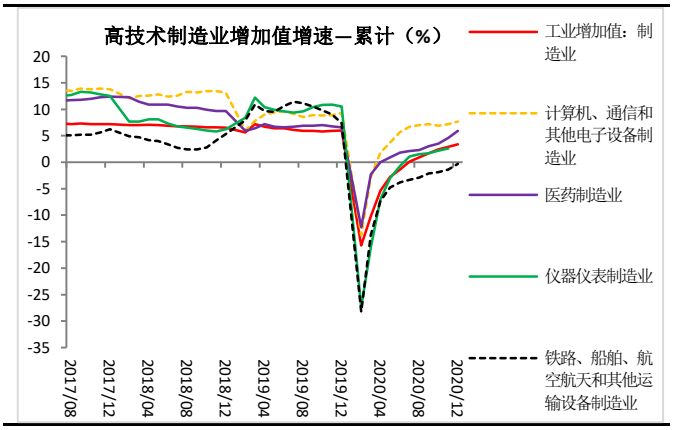
资料来源：WIND，财信研究院

图 4：高技术制造业生产继续领跑



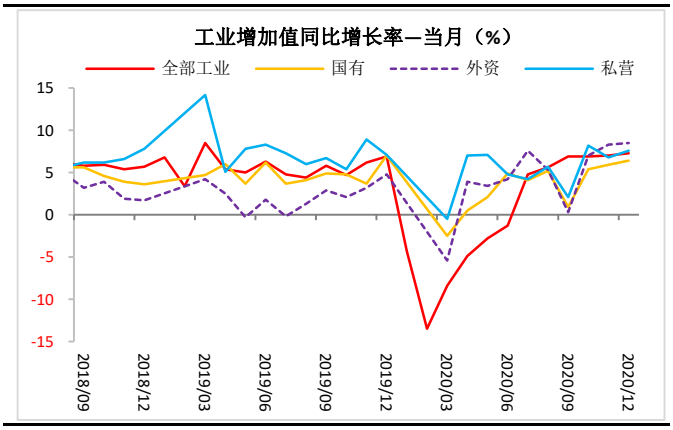
资料来源：WIND，财信研究院

图 5：高技术制造业行业增加值增速



资料来源：WIND，财信研究院

图 6：国企、外资和私营企业增加值增速



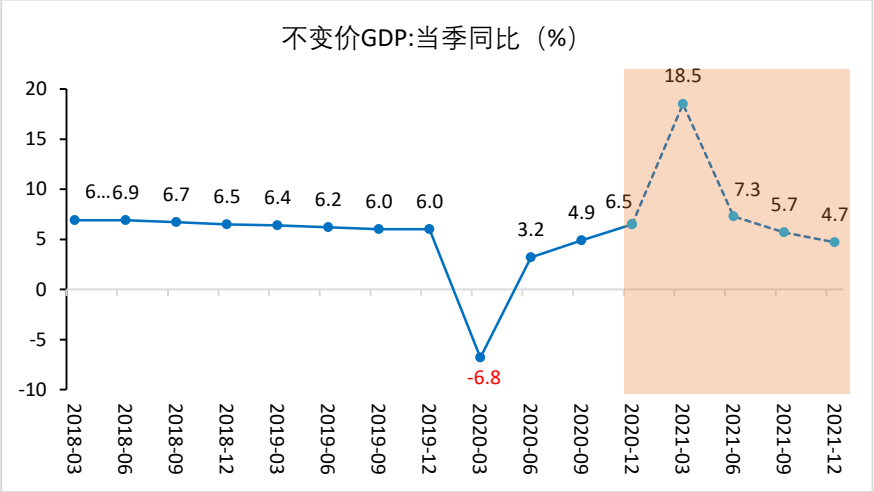
资料来源：WIND，财信研究院

从企业登记注册类型看，受益出口强劲与大宗商品价格回升，外企、私企和国企生产均有所加快。12 月份，外企、私企和国企增加值分别增长 8.5%、7.6%和 6.4%，增速较上月分别提高 0.2、0.8 和 0.5 百分点，不同类型企业生产活动均有所加快。其中，外企增加值增速连续两个月保持在 8%以上，仍主要源于国内出口延续高景气度，带动相关企业生产加快，如 12 月份国内出口同比增速高达 10.9%，连续两个月维持双位数增长；私企生产增速加快，一方面源于去年同期高基数效应减弱（去年 12 月份私企增加值增速较上月降低 1.8 个百分点），另一方面也受益于出口的强劲增长，因为 2020 年国内民营企业进出口金额占进出口总额的比重达到 46.6%，比上年提高 3.9 个百分点；国企生产回升，则大概率与大宗商品价格回升、财政资金投放有所加快相关，本月国企占比较高的采矿业和电力、燃气及水的生产供应业增加值增速均有所提高。

二、国内生产总值：预计 2021 年 GDP 约增长 8.4%，走势前高后低

2020 年国内 GDP 同比增长 2.3%，大概率为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。其中，四季度 GDP 同比增长 6.5%，比三季度高 1.6 个百分点，比上年同期高 0.7 个百分点，显示四季度经济增长已恢复至常态水平。从拉动经济稳健回升的动力看，消费的拉动作用逐季增强，国内经济恢复平衡性明显改善。**一是从供需两端看，**四季度国内工业生产、消费增速分别环比提高 1.3、3.7 个百分点，后者提高幅度明显高于后者，经济增长动能逐步由工业生产端向需求端转移；**二是从需求端看，**四季度最终消费支出拉动经济增长 2.6 个百分点，比三季度提高 0.9 个百分点，同期资本形成总额、货物和服务净出口两项共同拉动经济增长 3.9 个百分点，比三季度提高 0.7 个百分点，提高幅度低于消费 0.2 个百分点，表明消费已成为拉动经济增长的最大边际贡献力量；**三是从供给端看，**四季度服务业生产指数同比增长 7.7%，比三季度加快 3.4 个百分点，且第二产业和第三产业的增加值增速差，由二季度的 2.6，缩小到四季度的 0.1，反映出疫情稳定后服务业生产正加快恢复。

图 7：2021 年 GDP 增速将呈“前高后低”走势



资料来源：WIND，财信研究院

展望 2021 年，低基数效应下经济增速读数偏高、走势前高后低几无悬念，但疫情变化和外部环境仍存在诸多不确定性，国内经济恢复基础有待进一步强化，**预计 GDP 约增长 8.4%（见图 7），2020-2021 年复合平均增速在 5.3%左右，仍在常态化回归途中：**一是消费全年读数偏高无悬念，但疫后中小微企业受损严重，加上收入差距拉大、房地产挤占效应增强，居民收入和边际消费倾向或难以全面恢复，消费恢复至常态水平有难度。二是制造业接棒基建地产，投资常态化运行可期：企业盈利改善、内外需共振复苏、技术升级周期启动共同支撑制造业投资回归常态，但消费复苏斜率边际放缓、海外供需缺口逐渐弥合，制造业投资下半年增长动能或弱于上半年；财政扩张边际放缓下基建资金来源面临“量”的收缩，且优质项目缺乏和财政严监管双重约束仍在，基建投资增速大概率低位运行；房地产政策边际趋严、房企融资“三道红线”、市场流动性边际收紧，房地产投资面临下行压力，但竣工端修复的支撑作用较强，全年房地产投资增速将稳中趋缓。三是全球不均衡复苏下出口供给替代效应仍有一年窗口期，出口高景气料将延续，但随着发达经济体疫苗普及后产能恢复，下半年出口中枢或有所回落。

三、消费：短期回落，但不改渐进修复趋势

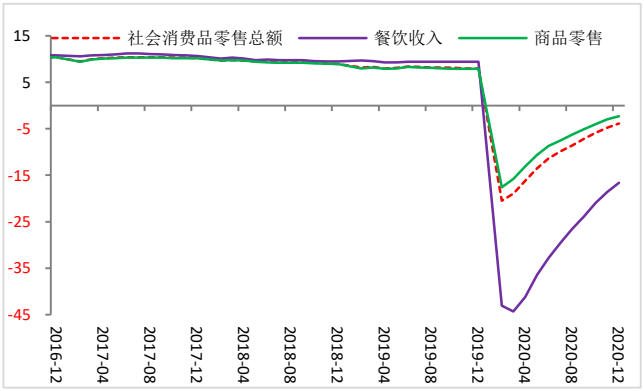
（一）汽车等可选消费拖累社零增速放缓，但消费恢复平衡性有所增强

2020 年社会消费品零售总额（简称社零，下同）为 39.2 万亿元，同比下降 3.9%，增速较去年同期低 11.9 个百分点（见图 8）。其中，12 月份社零同比增长 4.6%，增速较上月回落 0.4 百分点，在国内经济整体持续修复的背景下，消费恢复速度反而有所放缓，原因主要有三：

一是国内散发疫情增多，导致餐饮收入持续低迷。受冬季气温大幅下降影响，国内多地出现散发疫情和局部集聚性疫情，导致居民外出消费和就餐意愿下降，12 月份国内餐饮收入增速为 0.4%，较上月提高 1 个百分点，但低于全部社零 4.2 个百分点，仍是消费的主要拖累因素。在社零总额中，餐饮收入的比重约 10%左右，年内受疫情因素影响，其增速大幅下滑（2020 年下降 16.6%），成为影响社零恢复的重要因素之一。

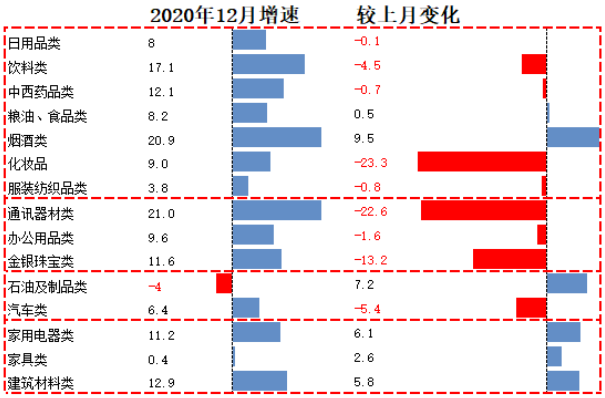
二是汽车、通讯等可选消费增速边际回落，拖累商品零售增速整体放缓。12 月份国内商品零售同比增长 5.2%，增速较上月回落 0.6 个百分点，是本月社零增速边际回落的主因。从限额以上商品零售结构看(见图 9)，受前期促消费政策透支部分未来消费和疫情因素扰动的影响，国内升级类可选消费品增速多数回落，是主要拖累因素，如 12 月份化妆品、通讯器材、金银珠宝和汽车消费增速，分别较上月大幅回落 23.3、22.6、13.2 和 5.4 个百分点，其中汽车消费在商品零售中的比重约 30%，拖累作用尤为突出。但前期恢复偏慢的消费品类，本月已出现改善迹象，消费恢复的平衡性有所增强。如受益国内房地产竣工加快，12 月份家用电器、建筑及装潢材料、家具等房地产相关消费增速分别较上月提高 6.1、5.8 和 2.6 个百分点、受石油价格回升影响，石油及制品类消费增速亦较上月提高 7.2 个百分点。

图 8：社会消费品零售总额及其两大分项累计增速



资料来源：WIND，财信研究院

图 9：12 月份限额以上商品零售细项增速及变化

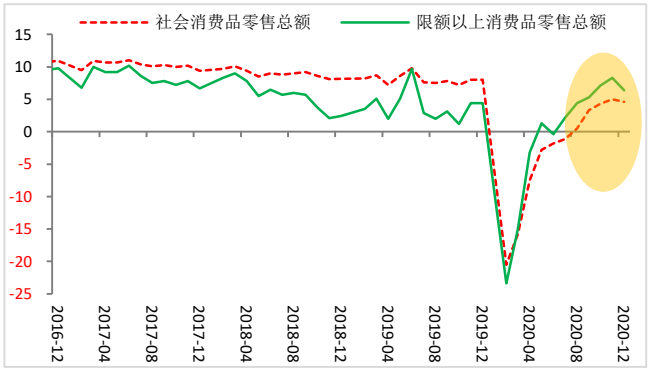


资料来源：WIND，财信研究院

三是**低收入群体消费恢复仍偏慢，也不利于社零全面改善。**12 月份限额以上消费品零售总额增速为 6.4%，仍高于同期社零增速 1.8 个百分点，表明代表低收入群体消费的限额以下消费恢复速度仍偏慢（见图 10）。限额以下商品零售占社零的比重高达 55%（2019 年值），其恢复偏慢不利于国内消费全面改善，也是消费修复持续低于市场预期

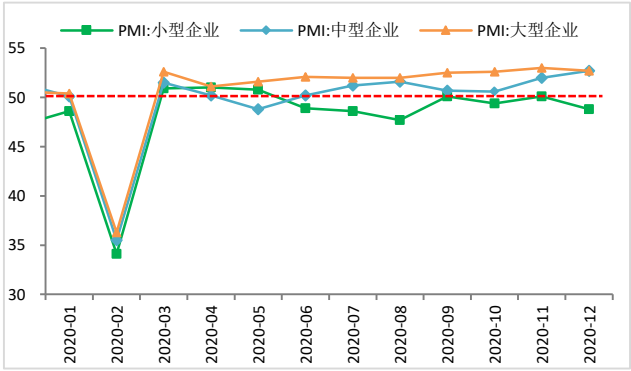
的重要原因。但四季度低收入群体收入持续回升（农村外出务工劳动力月均收入增速较三季度提高 0.7 个百分点），十四五规划建议稿强调扩大中等收入群体，预计未来政府将大幅增加转移支付力度，低收入群体消费潜能有望得到释放，12 月份限额以上消费品零售与全部社零增速差有所收窄，也表明低收入群体消费修复仍在渐进改善。

图 10：限额以上消费增速持续高于全部社零增速



资料来源：WIND，财信研究院

图 11：大中小型企业制造业 PMI

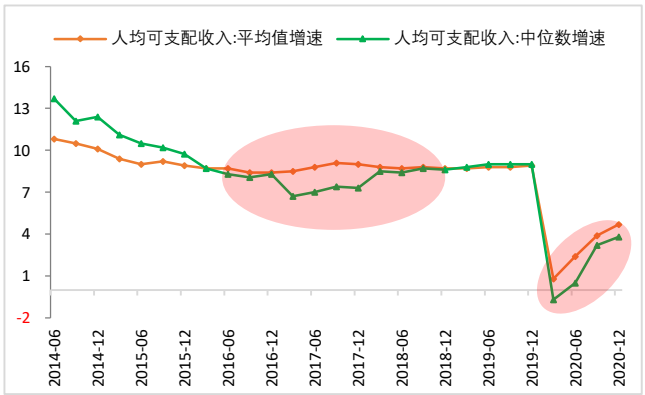


资料来源：WIND，财信研究院

（二）2021 年消费读数偏高无悬念，但内生驱动力修复仍面临制约

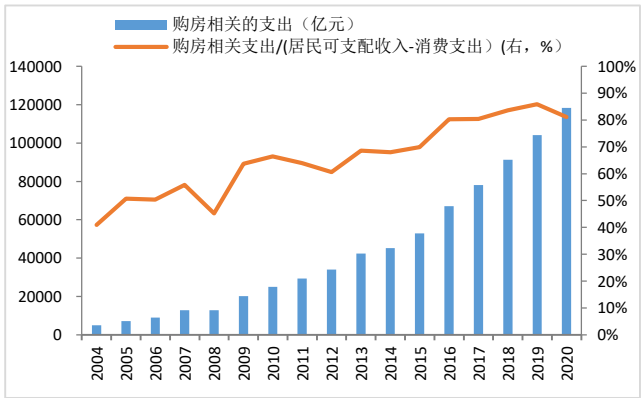
展望 2021 年，消费全年读数偏高无悬念，但恢复至疫前常态水平有难度，预计全年社零同比增长 12%左右，2020-2021 两年复合平均增速约 4%，低于 2019 年增速 4 个百分点。一是疫后中小微企业受损严重，居民收入全面修复、特别是低收入群体收入明显改善尚需时日，对消费形成主要制约，如在国内经济持续修复背景下，小型企业制造业 PMI 却长期处于荣枯线下方，表明其面临的困难或依旧较多（见图 11）。**二是**疫后收入差距拉大、房地产挤占效应增强，2021 年边际消费倾向回升至疫前水平有难度，不利于消费大幅改善，如 2020 年居民可支配收入中位数增速要明显慢于平均数增速（见图 12），表明疫后贫富差距有所拉大；同时城镇居民购房相关支出占当期收入结余（即城镇居民可支配收入减去消费支出）的比重仍逾八成（见图 13），意味着购房支出对消费的制约作用或持续偏强。**三是**随着经济持续恢复，2021 年短期性促消费政策大概率温和，对消费的支撑作用有限。**四是**疫情未退居民担忧情绪难消，或持续对高社交属性消费修复形成扰动。

图 12：人均可支配收入中位数增速慢于平均值增速



资料来源：WIND，财信研究院

图 13：居民购房支出负担仍偏重

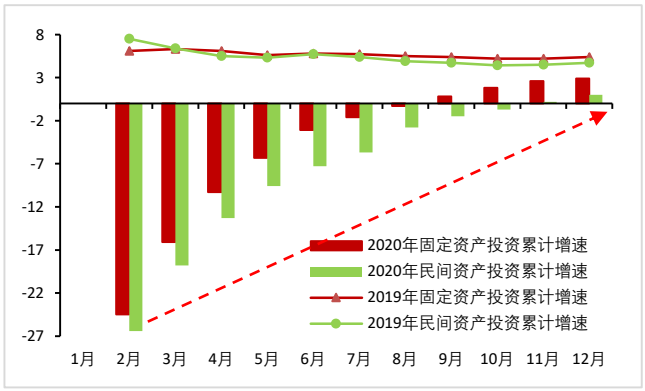


资料来源：WIND，财信研究院

四、投资：制造业有望接棒基建房地产，2021 年常态化运行可期

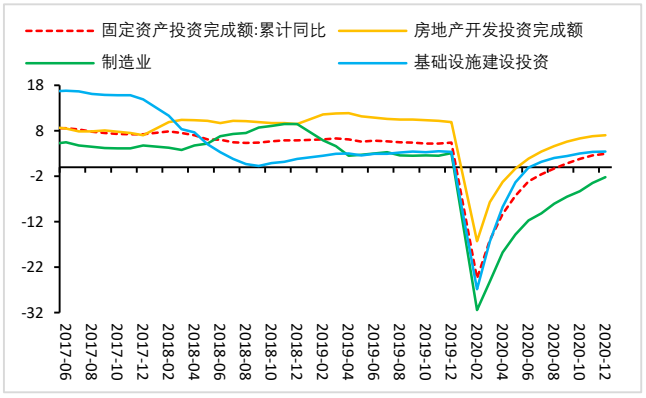
1-12 月份固定资产投资同比增长 2.9%，较上月提高 0.3 个百分点，连续 4 个月同比正增长；同期民间固定资产投资同比增长 1.0%，较上月提高 0.8 个百分点（见图 14）。从两者增速差距看，1-12 月份，民间投资增速低于固定资产投资增速 1.9 个百分点，较上月收窄 0.5 个百分点，反映出经济恢复动能正逐步向内生动能转换，民间投资将逐渐接棒成为稳定投资的重要力量。

图 14：民间和全国固定资产投资累计同比（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 15：三大类投资增速（%）

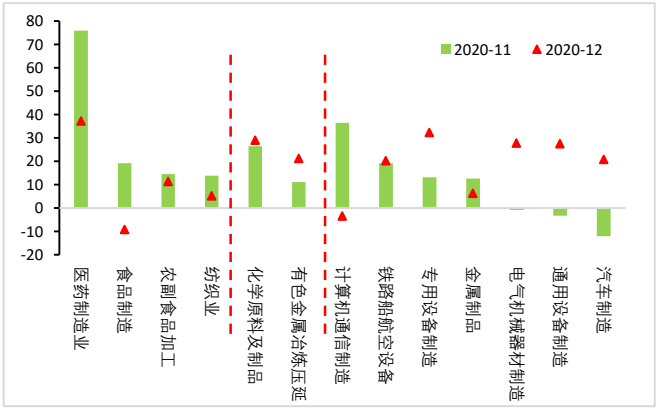


资料来源：WIND，财信研究院

（一）制造业投资动能将延续强劲增长势头

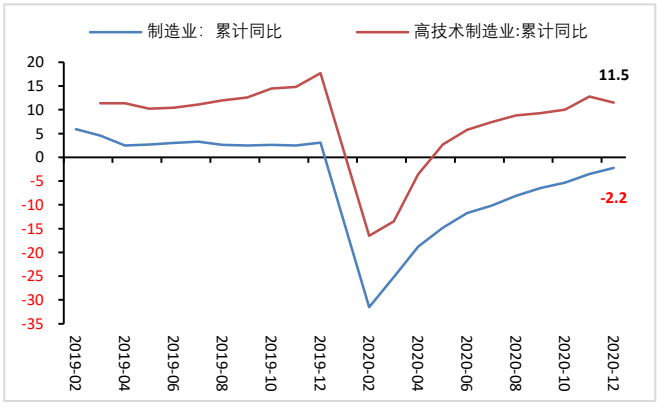
1-12 月份制造业投资同比下降 2.2%，降幅较上月收窄 1.3 个百分点（见图 15），制造业投资边际回升势头最快，是本月固定资产投资回升的主要驱动力。从当月增速看，受去年同期基数较高影响，12 月制造业投资同比增长 10.2%，虽较上月回落 2.2 个百分点，但仍为近两年的次高点。制造业投资增长动能维持强劲的原因有二：一是企业盈利持续正增长叠加出口订单韧性较强，制造业投资动能继续改善；二是结构性货币政策持续显效，融资成本降低下企业加杠杆能力和意愿有所提升。

图 16：制造业细分行业当月投资增速（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 17：高技术制造业投资增速持续高于整体（%）



资料来源：WIND，财信研究院

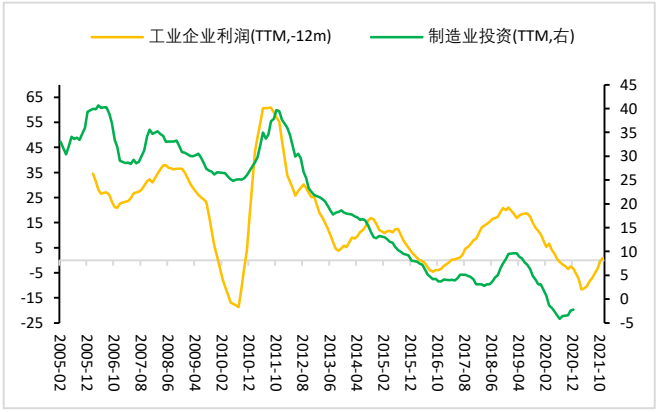
从行业看，中上游行业改善幅度高于下游行业。受海外需求持续强劲和技术升级需求增加影响，中游装备制造业投资增速提升较多，如 12 月专用设备制造和通用设备制

造业投资当月同比增速分别较上月提高 19.2 和 30.8 个百分点；受国际大宗商品持续上涨影响，上游原材料制造业投资增速也有所回升；但散点疫情爆发和国内消费需求恢复偏慢叠加影响下，下游消费制造业投资增速多数有所回落（见图 16）。

高技术制造业继续领跑，且制造业修复动力正向其他制造业延展。根据统计局数据，1-12 月高技术制造业投资累计增长 11.5%，较 1-11 月份下降 1.3 个百分点，但仍高于整体制造业 13.7 个百分点（见图 17），在国内外需求恢复的带动下，制造业修复逐渐转向高技术制造业和其他制造业共同拉动，经济修复的覆盖面有所扩大。

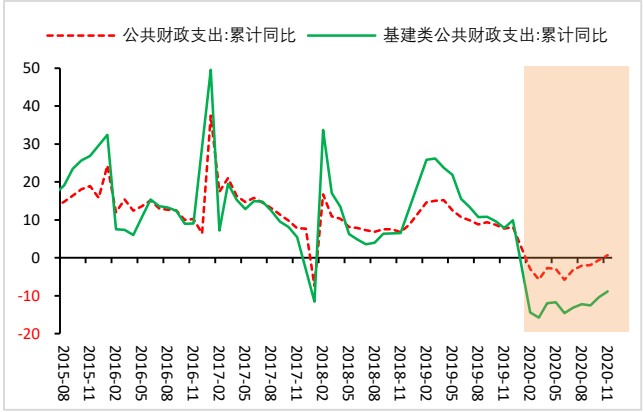
展望 2021 年，制造业投资增长动能将保持强劲，但下半年弱于上半年。一是从资金来源看，企业盈利改善叠加信贷支持倾斜力度加大，制造业投资意愿和能力均有望提升（见图 18）；**二是从需求端看，**出口和消费需求共振复苏将带动制造业投资中枢上行，但需求改善对制造业的支撑作用下半年或弱于上半年。居民消费需求恢复将对制造业投资形成支撑，但随着消费复苏斜率放缓和海外供需缺口弥合，下半年制造业投资增长动能将弱于上半年；**三是从结构看，**2021 年技术升级周期有望加速启动，对制造业投资形成长期支撑。

图 18：工业企业利润领先制造业投资 1 年左右



资料来源：WIND，财信研究院

图 19：疫后基建类财政支出增速持续低于整体（%）



资料来源：WIND，财信研究院

（二）财政支撑不及预期，基建投资低位运行

1-12 月份，基础设施建设投资和基础设施建设投资（不含电力）分别同比增长 3.4%和 0.9%，分别较上月提高 0.1 和回落 0.1 个百分点（见图 15）。从当月增速看，12 月基础设施建设投资和基础设施建设投资（不含电力）分别同比增长 4.3%和-0.1%，分别较 11 月下降 1.6 和 3.6 个百分点。

2020 年在赤字率提高、专项债和特别国债额度大幅提高的背景下，全年基建投资增速低位运行，与年初基建高增的预期相去甚远，原因有三：

一是公共财政对基建的支持力度不及预期。2020 年 1-11 月基建类公共财政支出累计下降 8.8%，低于整体财政支出增速 9.5 个百分点（见图 19），公共财政对基建的支持力度不增反降。

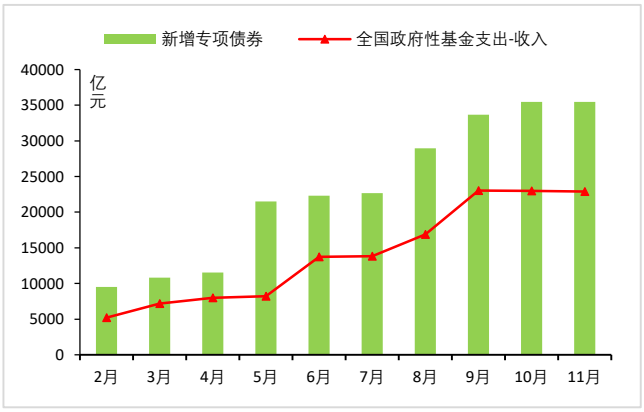
二是优质项目缺乏叠加地方财政紧约束，专项债资金使用仍偏慢。1-11 月全国政府

性基金预算赤字为 2.30 万亿，而同期专项债券发行额 3.55 万亿元，表明至少有 1.25 万亿元的新增专项债券尚未投入使用（见图 20）。资金迟迟不能投入使用主要原因在于缺乏好的项目与之对接，财政支出紧约束也是财政资金闲置的原因之一。

三是财政资金分流效应显著。随着限制政策放开，棚改专项债于 7 月份起恢复发行，占比虽较往年大幅降低，但仍分流了约 11.3%的专项债资金，棚改项目分流了部分财政资金，财政资金对基建的支撑作用减弱。此外，教育、医疗等民生领域专项债券发行比重大幅提升，也对基建投资资金形成一定的挤占（见图 21）。

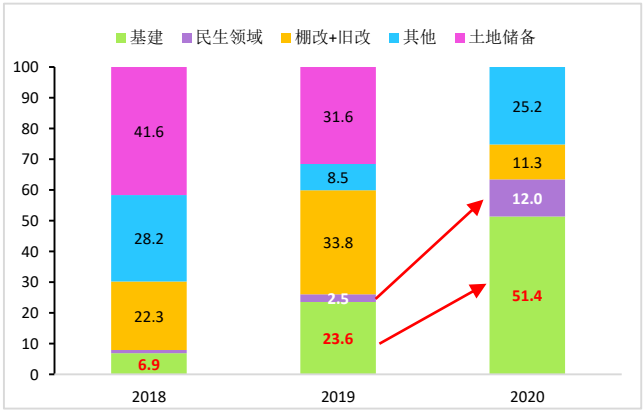
展望 2021 年，随着经济恢复动能由“逆周期”切换至“顺周期”，经济增长通过基建拉动的必要性降低，且基建资金仍面临优质项目缺乏和财政严监管的双重约束，基建投资增速大概率低位运行，预计与 2019 和 2020 年相当。

图 20：政府性基金赤字持续低于新增专项债券规模



资料来源：WIND，财信研究院

图 21：专项债券投向结构（%）



资料来源：WIND，财信研究院

（三）房地产投资增速将在下有周期底、上有政策顶下高位趋稳

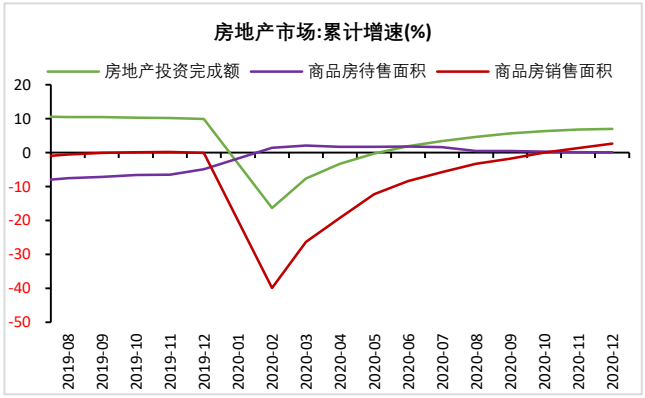
1、二季度以来房地产市场量价齐升，库存去化周期大概率进入尾声

房地产市场继续回暖，量涨价升迹象明显。2020 年 1-12 月商品房销售面积同比增长 2.6%，增幅较 1-11 月提高 1.3 个百分点（见图 22），12 月份当月增长 11.5%，连续 9 个月正增长。在价格方面，12 月份延续前期稳中趋缓趋势（见图 23），但百城住宅价格指数 4 月份以来持续稳中趋涨；12 月商品房销售金额增速与销售面积增速之差继续扩大，差值由上月的 5.9%提高到本月的 6.1%，表明总体价格水平在上升（见图 24）。

从供给端看，去库存大概率已经进入尾声。一是存销比（待售面积与近三个月平均销售面积之比）持续回落，降至较低水平。受年初以来疫情影响，商品房库存增加，但 5-12 月份销售面积增速转正，库存去化加速。当前存销比已从 4 月份的 5.3 倍降至 12 月份的 2.5 倍，位于 2012 年以来的低位（见图 25），2015 年以来库存去化进程基本结束。**二是商品房待售面积环比增速由负转正。**12 月商品房待售面积环比增加 563 万平方米（见图 26），其中住宅、非住宅待售面积分别环比增加 312、251 万平方米，去库存幅度整体放缓。**三是非住宅库存去化速度不及住宅。**2 月份以来商业营业用房和办公楼销售面积增速降幅持续收窄，分别从-46.0%、-48.4%提高至-8.7%、-10.4%（见图 27），非住

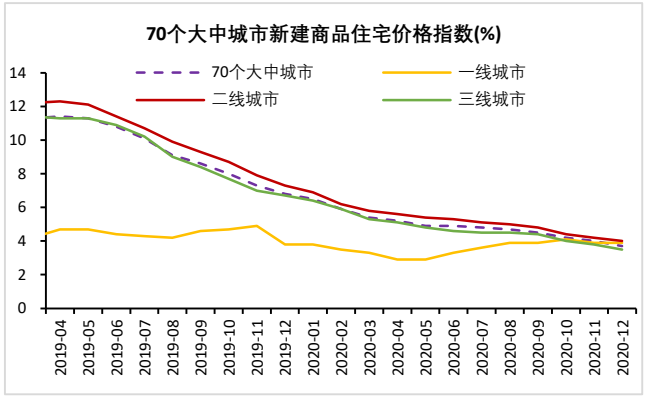
宅投资增速也呈类似表现（见图 28），但去化速度明显不及住宅，表明疫后商业活动恢复速度仍偏慢。

图 22：房地产市场继续回暖



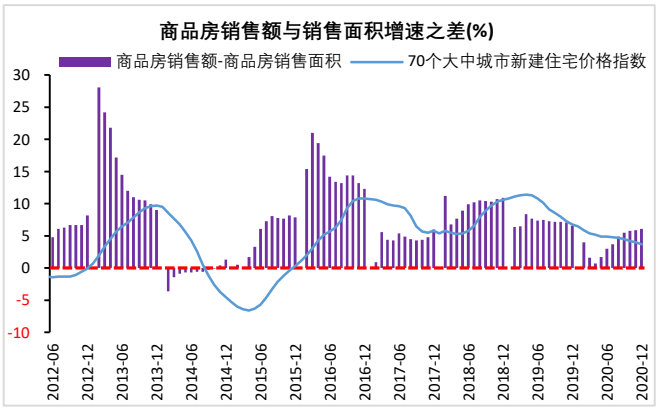
资料来源：WIND，财信研究院

图 23：一二三线城市房地产销售价格指数



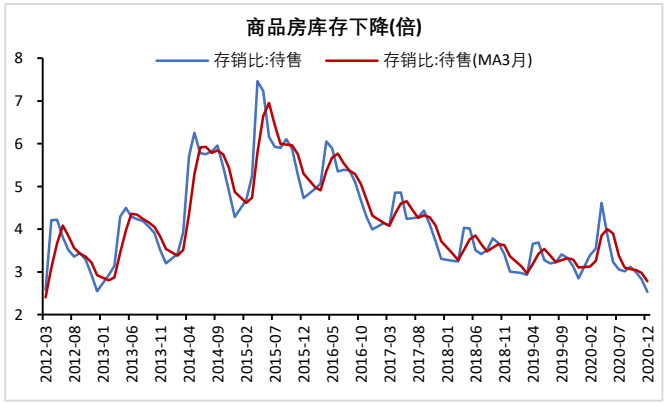
资料来源：WIND，财信研究院

图 24：商品房销售额与销售面积增速之差提高



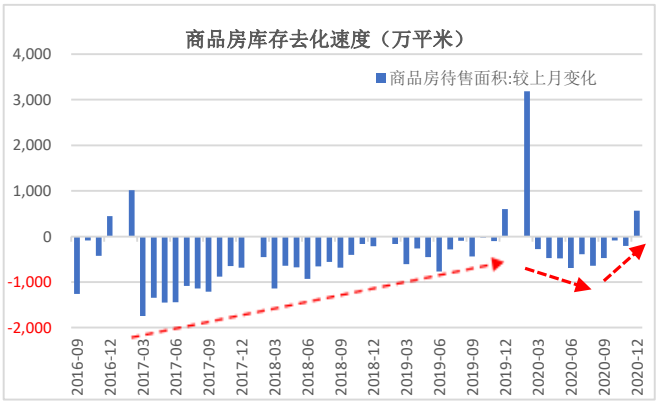
资料来源：WIND，财信研究院

图 25：商品房库存有所降低



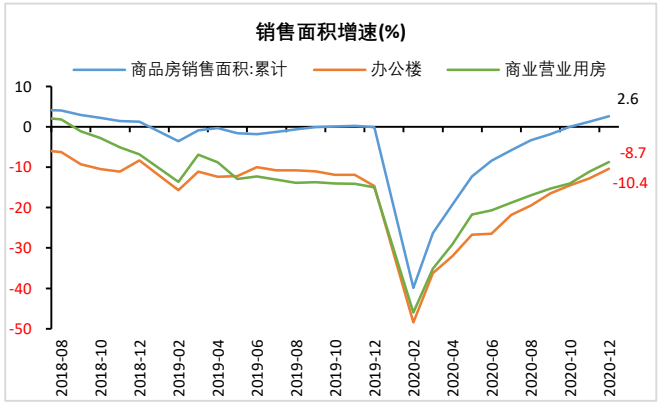
资料来源：WIND，财信研究院

图 26：商品房去库存进程放缓



资料来源：WIND，财信研究院

图 27：住宅和非住宅销售面积增速



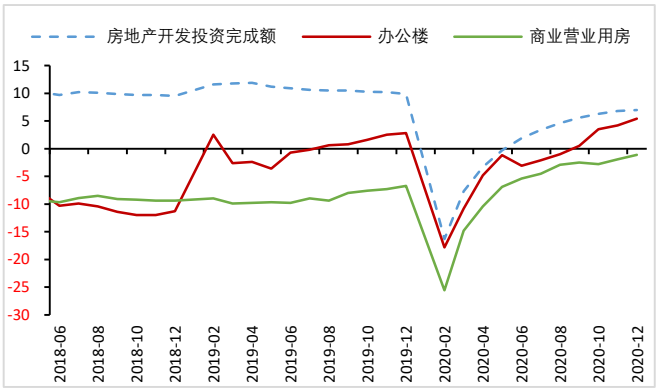
资料来源：WIND，财信研究院

2、房地产投资增速将在下有周期托底、上有政策限制下高位趋稳

2020 年 1-12 月，全国房地产开发投资同比名义增长 7.0%，较 1-11 月提高 0.2 个百分点，累计增速实现 7 个月连续正增长。12 月当月增速有所放缓，较 11 月下降 1.6 个百分点至 9.3%（见图 29）。展望未来，从几个领先指标看，2021 年房地产投资增速将

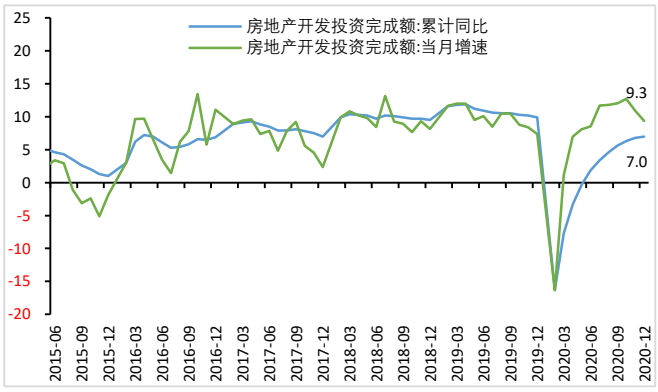
大概率出现下有底、上有顶，有望继续保持高位增长。

图 28：非住宅房地产开发投资增速



资料来源：WIND，财信研究院

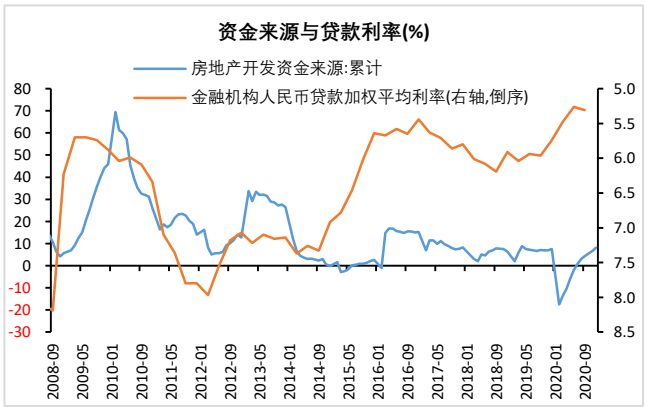
图 29：开发投资增速升至历史高位



资料来源：WIND，财信研究院

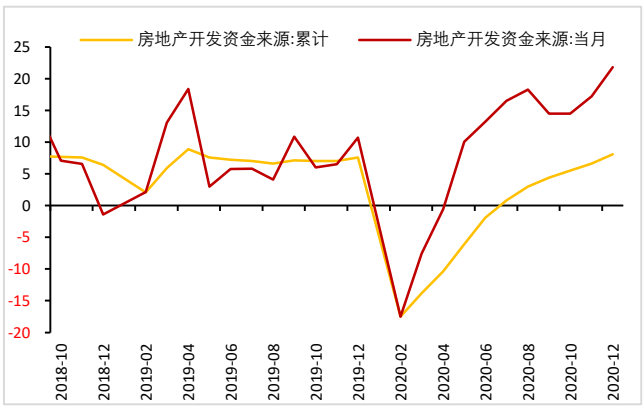
一是上有政策顶，宽松货币环境将继续边际趋紧。根据历史经验，房地产投资与资金成本和流动性充裕程度密切相关。在货币政策宽松期间，金融环境较为友好，表现为资金价格降低、流动性充裕，房地产投资增速则提高，反之则相反。2020 年以来，面对疫情的意外冲击，货币政策更加灵活适度，社会融资成本进一步下降，短期金融机构的贷款利率大概率维持在低位（见图 30），根据央行发言人表述，预计 12 月份贷款利率将进一步降至 5.2%左右，有利于房地产市场降低融资成本。但随着经济逐步恢复常态，阶段性政策措施将有序退出，加上内生动能逐步增强，政策“底气”更足，为防范风险腾挪出政策空间，防范房地产“灰犀牛”出台的“五道红线”将进入实质性落地阶段，从融资端对进入房市资金进行了规范整理。“房住不炒”定位下的房地产市场，“一枝独秀”复苏势头将遇到“天花板”。

图 30：贷款利率降低有利于资金来源的稳定



资料来源：WIND，财信研究院

图 31：房地产开发资金来源增速快速提高

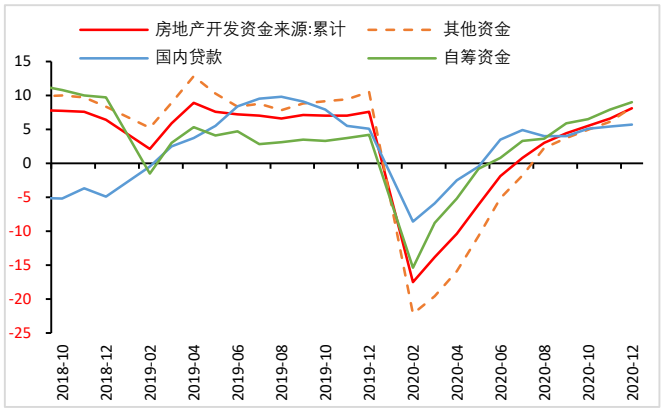


资料来源：WIND，财信研究院

二是政策顶下的房地产资金来源增速边际趋缓概率偏大。2020 年 1-12 月房地产资金来源同比增长 8.1%，较 1-11 月提高 1.5 个百分点，单月增速较上月提高 4.6 个百分点至 21.8%（见图 31）。从资金来源细项数据看，12 月份其他资金（由个人按揭贷款、定金及预收款两部分组成，且定金及预收款占比达到约 7 成）、自筹资金、国内信贷增速均继续反弹，其他资金增速连续 5 个月正增长（见图 32）。由于“其他资金”在房地产

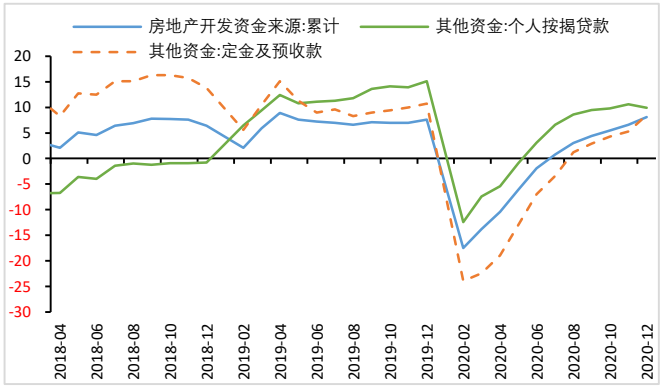
资金来源中比重最高，超过 50%，所以其对房地产资金来源增速有决定性作用。12 月份其他资金中的定金及预收款增速趋于上升，但个人按揭贷款增速下行（见图 33），12 月份货币数据中居民中长期贷款增速由正转负，同比减少 9.0%，也对此提供了印证。随着近期部分城市房地产市场量价齐涨，这些城市收紧了限制性政策，房企贷款增速趋缓，预计未来短期内资金来源增速稳中趋缓概率偏大。

图 32：房地产开发资金来源构成增速



资料来源：WIND，财信研究院

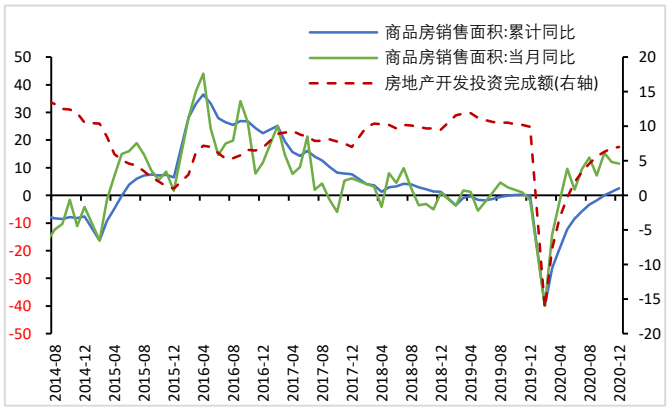
图 33：个人按揭贷款增速下行



资料来源：WIND，财信研究院

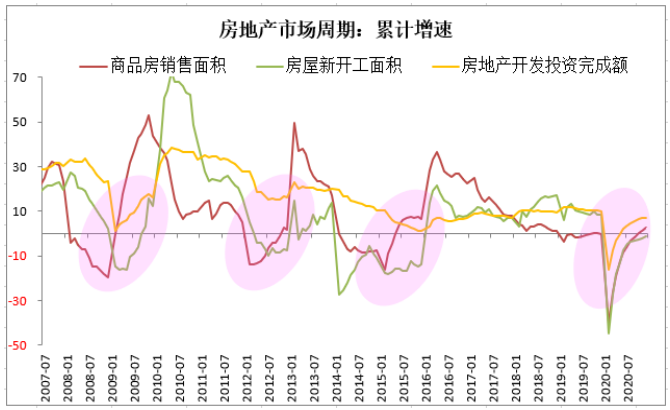
三是下有拉长的周期底，房地产投资将继续企稳增长，但增速边际放缓。2017 年以来，受房地产调控政策影响，房地产销售面积增速大幅回落，从 2017 年 2 月份的 25.1%降至 2019 年 1-12 月份的-0.1%，2020 年在疫情冲击下又大幅下降，但疫后快速反弹，连续 8 个月正增长（见图 34）。从周期角度看，当前房地产市场仍将处于被拉长的上行扁平周期中，一是从整体环境看，库存去化进入尾声、市场流动性充裕、资金利率低、房企在“五道红线”下有加大销售力度回笼资金的动力，都利于房地产市场维持高热度，二是销售面积是投资领先指标，前者高增长意味着房屋施工面积增速下不来，房地产投资增速也很难下去。因此，2021 年房地产市场将继续处于被拉长的回升周期中（见图 35）。

图 34：房地产销售面积与投资增速



资料来源：WIND，财信研究院

图 35：房地产投资处于回升周期

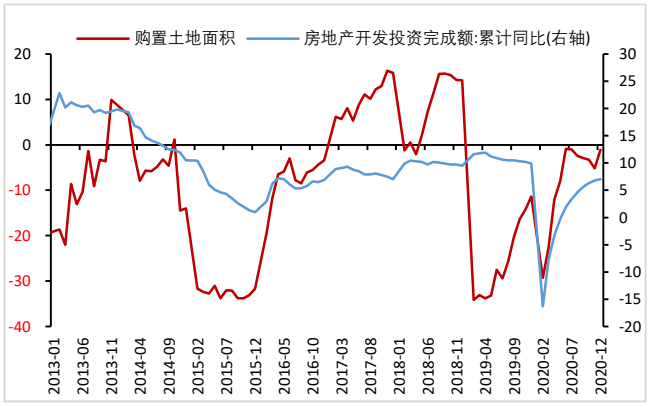


资料来源：WIND，财信研究院

四是土地购置面积增速持续负增长，限制后期房地产投资增速的高度。受限制性政策和信贷融资的约束，2019 年以来土地购置面积增速持续负增长，2020 年 1-12 月同比

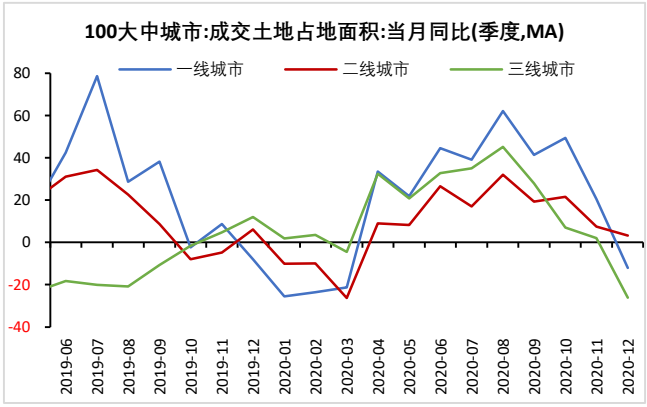
下降 1.1%（见图 36）。分城市等级看，2020 年 12 月一二三线城市土地购置面积同比增速继续下行，其中一线城市和三线城市降幅较大，增速由正转负（见图 37）。展望未来，房地产企业存在较大的补库存动力，但亦面临监管层“五道红线”要求。要在三年内完成降负债目标，房企拿地可能更偏谨慎，土地购置面积增速大幅提高的概率较小，将限制后期房地产投资增速的高度。

图 36：12 月土地购置面积增速降幅收窄



资料来源：WIND，财信研究院

图 37：一二三线城市土地购置面积增速回落



资料来源：WIND，财信研究院

免责声明

本报告由财信国际经济研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信国际经济研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。