“超潜”增长有望持续

——2020 年 12 月经济数据点评

中国经济四季度超预期增长，实现完美收官。初步核算，2020 年国内生产总值 101 万亿元，全年同比实际增长 2.3%，高于市场预期 0.1pct，四季度增长 6.5%，高于市场预期 0.3pct。

12 月规模以上工业增加值当月同比 7.3%（前值 7.0%，市场预期 7.0%）；社会消费品零售总额当月同比 4.6%（前值 5.0%，市场预期 5.4%）；城镇固定资产投资额累计同比 2.9%（前值 2.6%，市场预期 3.0%），其中基建投资同比 3.4%（前值 3.3%），房地产投资同比 7%（前值 6.8%），制造业投资同比-2.2%（前值-3.5%）。

一、生产：景气持续，增速上扬

12 月规模以上工业增加值同比增长 7.3%（比上月提升 0.3pct），为去年最高；环比增长 1.1%，为去年下半年最高。**分三大产业看，中游生产仍然最为景气。**严寒天气和大宗商品价格上行是上游增速跳升的主要原因（12 月同比 4.9%，前值 2.0%）；制造业增加值同比增速与上月持平（12 月同比 7.7%），其中医药制造（16.9%）、通讯电子（11.4%）和通用设备（11.1%）行业表现亮眼，增速继续上行；电力、热力、燃气及水生产和供应业略加速 0.7pct（11 月同比 6.1%，前值 5.4%）。

由于疫情受控，服务业生产在年底恢复至去年同期水平。12 月服务业生产指数当月增速维持在 7.7%的高位，四季度该指数比三季度加快 3.4 个百分点。

前瞻地看，今年初制造业景气指数仍将处在上升通道，潜在影响来自内外两方面：一是国内多地出现零星疫情反弹，“就地过年”等防疫政策出台，将制约服务业反弹动能；二是海外疫情失控，疫苗尚未起效，叠加美国新一轮 1.9 万亿美元刺激方案，仍将从外部支撑我国生产。

二、固定资产投资：制造业投资继续领跑

1-12 月，全国城镇固定资产投资同比增速为 2.9%，较前值提高 0.3pct，12 月固定资产投资当月同比增长 5.9%，较前值下降 3.8pct。

（1）制造业：“疫情差”决定高景气

制造业在出口需求旺盛和生产动力充足的背景下，投资继续修复。1-12 月制造业投资累计同比-2.2%，较上月继续回升 1.3pct，12 月当月同比增长 10.2%，连续 5 个月正增长。电气机械、通讯电子、汽车等行业是制造业投资的主要增长点。

制造业投资增长的来源于三方面：**一是出口需求强劲。**由于海外疫情失控，防疫物资出口增速仍处高位，机电产品和高新技术产品出口保持高速，传统出口商品中的家具、家电、灯具依然不弱。**二是企业利润改善，信心充足。**1-11 月规上企业利润累计同比增长 2.4%，企业资产负债表修复，经济恢复内生动力逐步增强，投资稳步回升。**三是新经济投资增长迅猛，**主要包括医药制造业（12 月累计同比 28.4%）和通讯电子（12.5%）。

（2）房地产：销售与投资分化

房地产销售和投资增长出现分化。一方面，销售增速继续上行。1-12 月商品房销售面积同比增长 2.6%，较前值提升 0.7pct；销售金额同比 8.7%，较前值提升 1.5pct。**另一方面，房地产投资增速继续下滑，**1-12 月房地产投资同比增速较前值提升 0.2pct 至 7.0%，12 月房地产投资当月同比增长 9.3%，较前值下降 1.6pct。**土地成交热度有所恢复，总金额同比继续增长。**1-12 月土地购置面积同比-1.1%，跌幅较前值缩小 4.1pct；土地成交价款累计同比 17.4%，较前值增长 1.3pct。

销售旺盛叠加房地产贷款政策收紧，房企开发投资资金结构出现调整。12 月房地产企业到位资金同比增长 8.1%，较前值提升 1.5pct。自筹资金（12 月累计同比 9.0%）、定金及预收款（8.5%）、个人按揭贷款（9.9%）增速均高于国内贷款（5.7%）。

前瞻地看，房地产贷款集中度管理制度和房企融资“三条红线”政策将自今年 1 月 1 日起实施，将同时约束房地产市场供需两端，对房地

产销售和投资造成一定负面影响。但房企去年高土地购置将向开工和施工传导，从而支撑房地产投资保持一定韧性。

（3）基建：表现乏力

基建投资当月增速连续两月下滑。12 月当月投资增速下滑至 4.3%，较 11 月下降 1.6pct。目前财政部仍未下达 2021 年提前批次新增专项债券额度，打破前两年提前发行次年专项债的惯例，一定程度上制约了财政收支，导致基建投资回升动力不足。

前瞻地看，基建投资将保持温和增长。一方面，随着经济企稳恢复、地方政府债务付息压力增大，逆周期政策可能逐步退出；房地产企业融资约束渐显，拿地热情受到抑制，土地财政将不断弱化。另一方面，新基建领域将加快建设，聚焦“两新一重”和补短板，支撑基建增速。

三、消费：持续恢复

疫情冲击下，我国居民人均可支配收入增速显著下滑，拖累消费支出。去年全年我国居民人均可支配收入 32,189 元，实际增长 2.1%，社会消费品零售总额累计同比下跌 3.9%。

四季度消费持续恢复。12 月社会消费品零售总额当月同比增速 4.6%，低于上月 0.4pct，但除汽车以外的消费品零售额同比增速 4.4%，比上月回升 0.2pct。**受去年底高基数扰动，汽车消费增速下滑，但汽车需求仍然强劲。**

从结构上看，必选消费品依旧维持高增长，粮油食品、饮料、烟酒、日用品 12 月当月增速分别为 8.2%、17.1%、20.9%、8.0%；**部分可选消费品受“双十一”消费前置影响，12 月增速大幅下滑，**化妆品、金银珠宝、通讯器材增速分别下滑 23.3pct、13.2pct、22.6pct。餐饮消费同比增长 0.4%，年内首次转正。此外，**与房地产相关的消费品类出现回升势头，**家用电器、建筑及装潢材料类消费增速分别上升至 11.2%和 12.9%。

前瞻地看，消费有望继续回暖。首先是由于经济和就业形势不断好转。四季度就业形势进一步回稳向好，12 月份失业率降至 5.2%，与 2019 年同期持平。其次是受“内循环”战略下提振消费政策的推动。

四、结论：“超潜”增长有望持续

新冠疫情冲击下，2020 年中国经济走出 V 型反转。一季度 GDP 增速剧烈下滑至-6.8%后，经济增速逐季走高，四季度达到 6.5%，超过潜在增长水平。**值得注意的是，这部分得益于统计局将去年四季度 GDP 增速下修 0.2pct 至 5.8%。**

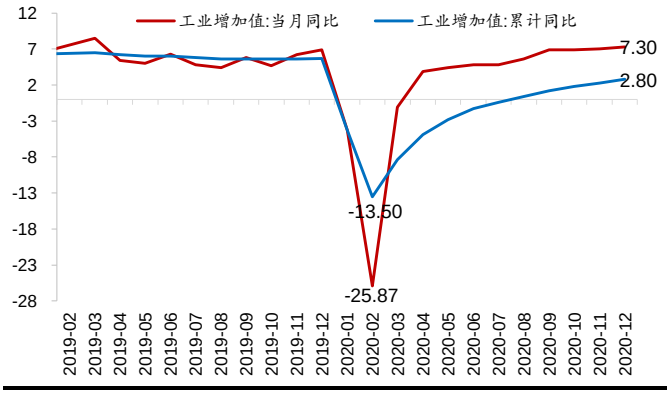
2020 年我国经济修复的支撑因素不断变化：一季度末主要得益于全国疫情受控以及大面积复工复产；二季度，逆周期政策发力，基建和房地产为经济托底；下半年之后，“出口替代”与“进口替代”效果逐渐增强，强化了居民和企业市场信心，经济增长动能不断增强。

前瞻地看，由于海外疫情失控，在疫苗接种尚未提振发达国家经济之前，我国经济仍将延续去年下半年以来的复苏逻辑：出口需求仍将保持旺盛，制造业生产和投资稳步复苏，并传导至消费。一季度我国经济增速仍有望运行在潜在水平上方。

（评论员：谭卓 牛梦琦）

图 1：工业生产增速持续上扬

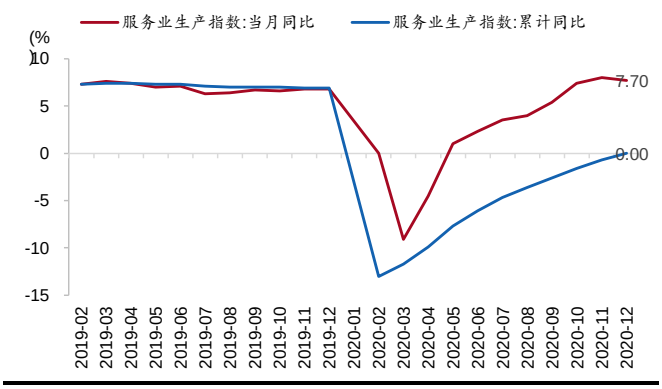
工业增加值同比增速



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 2：服务业恢复至去年同期水平

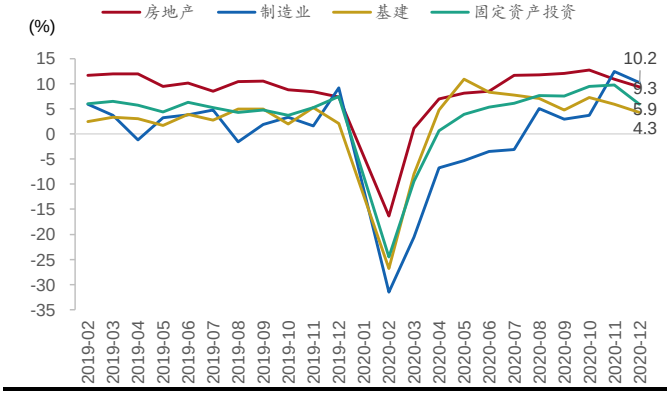
服务业生产增速



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 3：制造业投资继续领跑

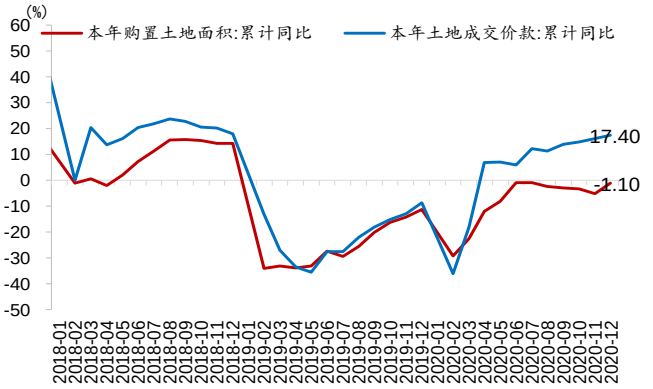
固定资产投资（当月同比）



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 4：土地成交火热支撑房地产投资

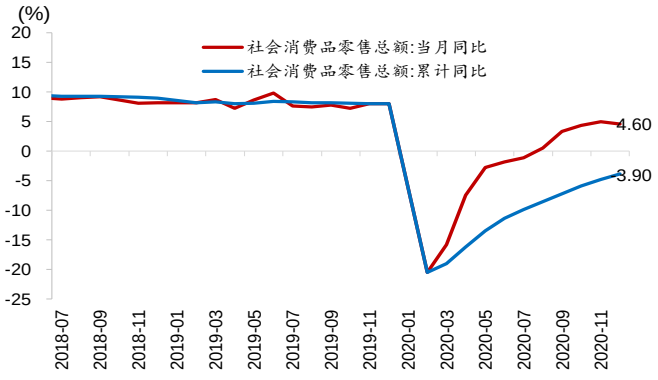
土地购置费与土地成交价款增速



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 5：消费持续恢复

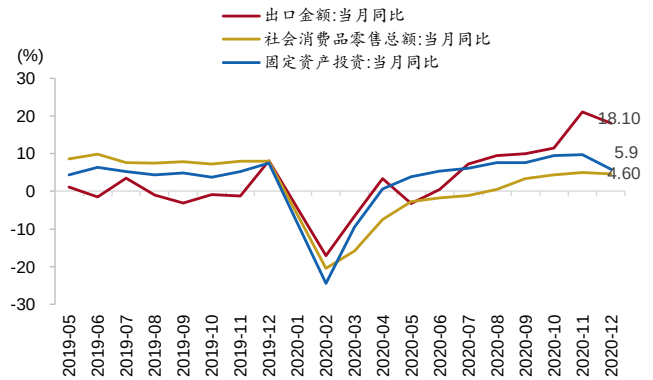
社消零售总额同比增速



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 6：出口维持高位

消费、投资与出口增速（当月同比）



资料来源：WIND、招商银行研究院