12 月中国宏观数据点评——制造业弯道超车，消费引擎可期

林琰
宏观分析师 | 研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

王彦臣，PhD
宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

2021 年 1 月 19 日

主要数据（同比，%）	12 月	11 月	3Q20
GDP[1]	6.5		4.9
第一产业[1]	4.1		3.9
第二产业[1]	6.8		6.0
第三产业[1]	6.7		4.3
人均可支配收入*[1]	7.1		6.9
人均消费支出*[1]	3.2		1.4
工业增加值	7.3	7.0	5.8
固定资产投资*	6.2	10.6	8.6
房地产开发投资*	9.2	11.8	13.0
社会消费品零售总额	4.6	5.0	0.9
城镇调查失业率（%）	5.2	5.2	5.6

注：[1]为季度数据；*浦银国际计算
资料来源：国家统计局，浦银国际

相关报告：

《12 月中国宏观数据点评——社融见顶及通胀短期回升不影响复苏势头，尤其是制造业》（2021-01-15）

《2021 年宏观经济展望：重整旗鼓，胜负已定》（2020-12-08）

中国经济在 2020 年第四季度恢复了疫情前的增长水平。GDP 同比增长 6.5%，好于预期（6.2%），较前期增长 1.6 个百分点。第四季度经济的超预期表现也使得中国经济的复苏完成了非对称的“V 型”，并推动全年 GDP 同比增长 2.3%，超出市场预期（2.1%）和中国央行早前的预测（2.0%），略高于我们预测的 2.2%（详情请见《2021 年宏观经济展望：重整旗鼓，胜负已定》）。

第四季度的经济复苏在结构上更为均衡。2020 年第四季度，第一产业 GDP 同比增长 4.1%，较前期微升 0.2 个百分点；代表制造业与建筑业的第二产业同比增速为 6.8%，较前期增长 0.8 个百分点；代表服务业的第三产业同比增速为 6.7%，较前期增长 2.4 个百分点。可以看到，第一产业已经恢复至疫情前的水平；工业生产在出口引擎带动下，第二产业增速远超疫情前的水平，生产端仍是复苏的主要动力；第三产业虽然尚未恢复至疫情前的水平，但增长斜率已有了显著提升，需求端复苏对整体经济的增长也起到了推动作用。

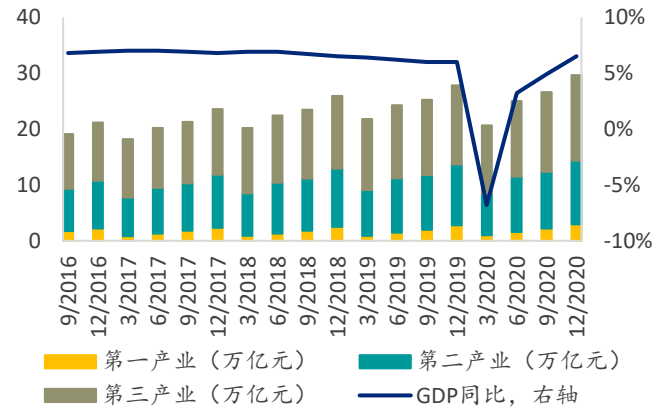
从人均可支配收入和人均消费支出的角度看，消费引擎推动 GDP 增长的空间仍在。2020 年第四季度的数据显示，人均可支配收入的同比增速为 7.1%，较前期增加 0.2 个百分点。人均消费支出的同比增速从第三季度的 1.4%上升至第四季度的 3.2%，说明消费复苏开始加速，但增速仍显著低于 2019 年第四季度的 9.4%。人均可支配收入与人均消费支出的增速差值较 2020 年第三季度虽有所收窄、但差值仍然显著（第三季度的增速差值为 5.6 个百分点，第四季度的增速差值为 3.9 个百分点），说明消费动力释放较为缓慢。

正如我们在 2021 年宏观经济展望（详情请见《2021 年宏观经济展望：重整旗鼓，胜负已定》）中所论述的，疫情造成的消费“堵点”，使得消费动力转化为了居民的额外储蓄。**而 2020 年积攒的额外储蓄，将成为 2021 年消费引擎的强劲助燃剂。**如果以 13.93 亿人口进行估算的话，2020 年的总储蓄比之前三年的平均值额外多出了 3.59 万亿元，约占 2020 年 GDP 的 3.53%，相当于一份体量可观的经济刺激计划。当疫情的影响进一步消除之后，额外储蓄将转化为消费的最直接动力，并推动经济持续增长。

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

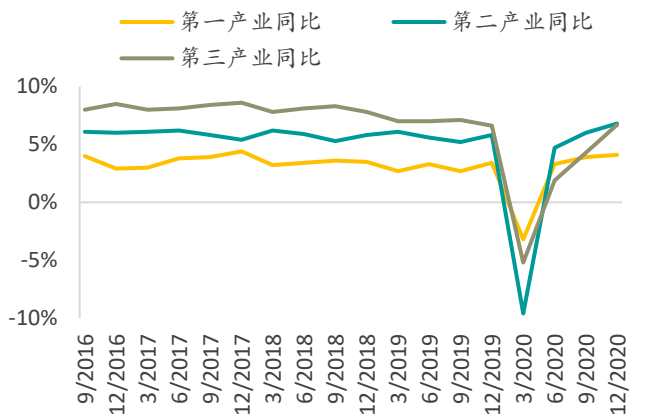
展望未来，消费引擎对经济复苏的边际作用将加大。根据 2016-2019 年的历史数据，第三产业的平均同比增速为 7.8%，高出 2020 年第四季度 1.1 个百分点。由此可见，消费引擎的全面开启仍需时日。第三产业的增速预计将在 2021 年一季度回升至历史平均水平，并带动 GDP 进一步的增长。

图表 1：实际 GDP 同比涨跌幅



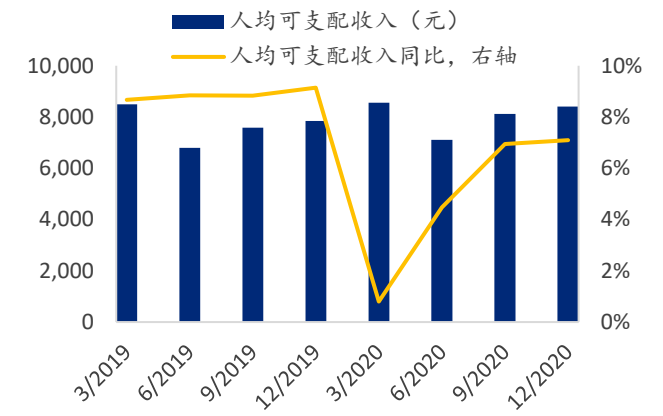
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 2：GDP 分产业同比涨跌幅



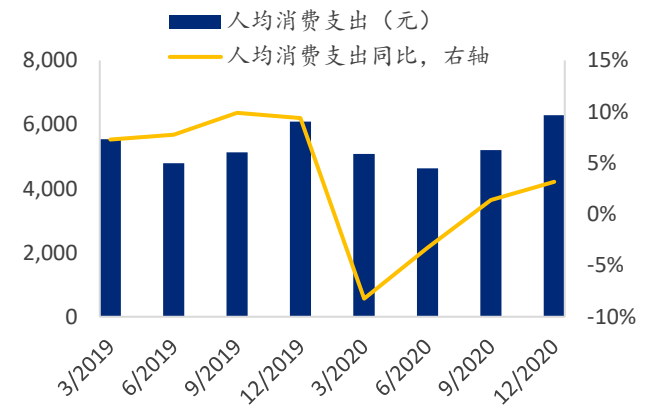
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 3：人均可支配收入的恢复放缓



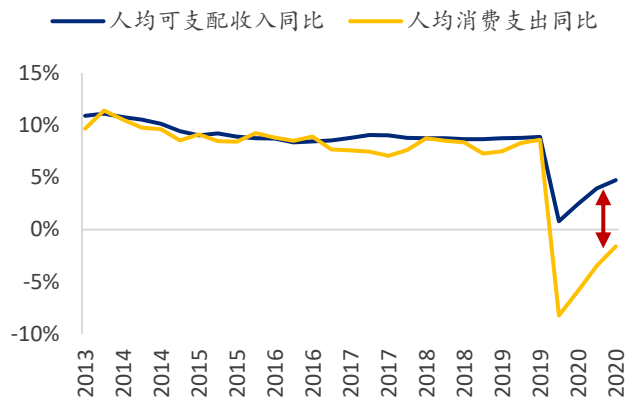
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 4：人均消费支出仍有上升空间



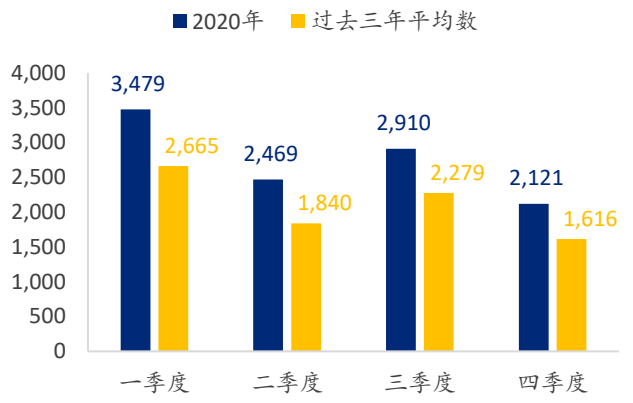
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 5：人均可支配收入与人均消费支出的增速差值仍显著



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 6：疫情导致人均储蓄（元）显著增长



注：人均储蓄=人均可支配收入-人均消费支出　　资料来源：CEIC，浦银国际

工业全面向好，投资增速分化，消费复苏仍需时日

2020 年 12 月，工业生产呈现出质和量双重提升的表现，出口带动下制造业引领工业增长，采矿业和公共事业（电力、热力、燃气及水生产和供应业）的工业增加值复苏加快。固定资产投资增速分化，制造业投资仍强劲，基础设施投资增速由正转负，公共事业投资增速加快；房地产开发投资受政策影响明显回落。消费复苏缓慢且不均衡，增长潜力仍在。餐饮消费增速再次回归正区间；商品零售增速略有回落，复苏向好但不均衡。

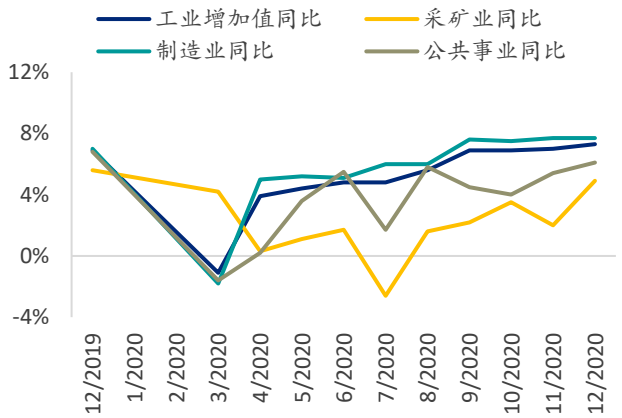
工业生产强劲，工业增加值维持同比高增速。12 月规模以上工业增加值的同比增速为 7.3%，好于预期（6.9%），较前期增加 0.3 个百分点，实现连续 9 个月的正增长。

制造业引领工业增长，出口带动高技术制造业、医药制造业的复苏。12 月制造业的工业增加值同比增长 7.7%，与前期持平。其中，高技术制造业的工业增加值增速加快，从 11 月的 10.8%升至 12 月的 13.1%；医药制造业的工业增加值同比增速由 11 月的 13.6%升至 12 月的 16.9%。12 月，高技术制造业和医药制造业的工业增加值增速加快，主要受到海外出口的驱动（详情请见《12 月中国宏观数据点评——社融见顶及通胀短期回升不影响复苏势头，尤其是制造业》）。

价格修复带动采矿业生产恢复，投资驱动公共事业增速稳步回升。大宗商品价格上涨带动采矿业的工业增加值同比增速由 11 月的 2.0%升至 12 月的 4.9%，增速为 2020 年最高。在投资驱动下，12 月公共事业的工业增加值延续增长势头，同比增速由 11 月的 5.4%升至 12 月的 6.1%。

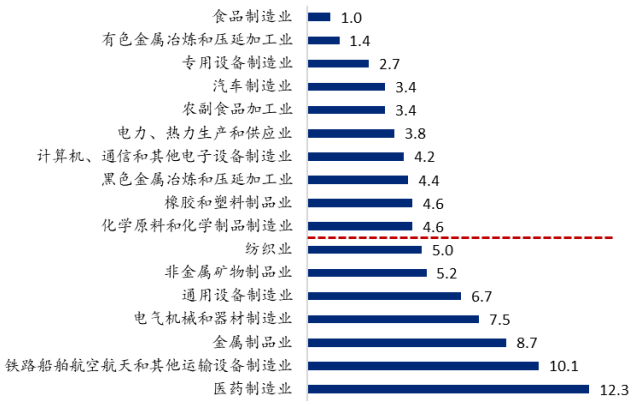
工业的强劲复苏还体现在不断上升的工业产能利用率。2020 年四季度，工业产能利用率回升至历史高点（78%），显示工业生产效率高、富有竞争力，且并未带来产能过剩等问题。

图表 7：制造业持续带动工业增加值的回升



资料来源：CEIC，浦银国际

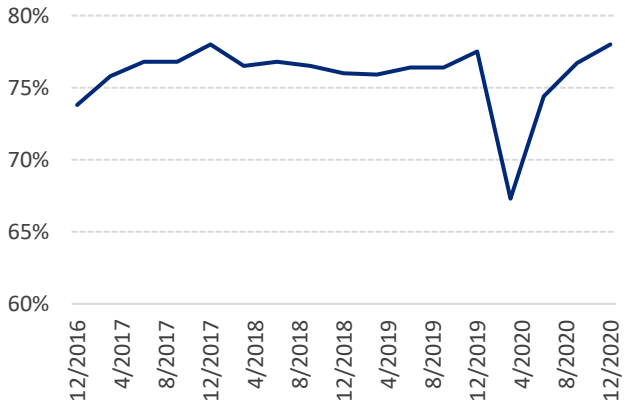
图表 8：12 月各行业工业增加值同比增速相比 1-11 月数据恢复百分点情况



注：红色虚线为行业平均恢复百分点。

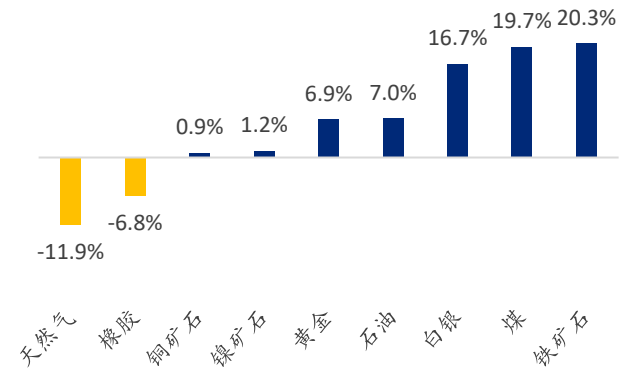
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 9：工业产能利用率回升至历史高点



资料来源：CEIC，浦银国际

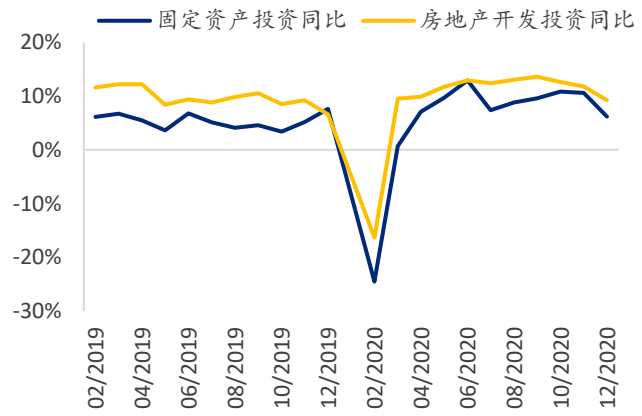
图表 10：12 月大宗商品价格涨跌幅



资料来源：FactSet，浦银国际

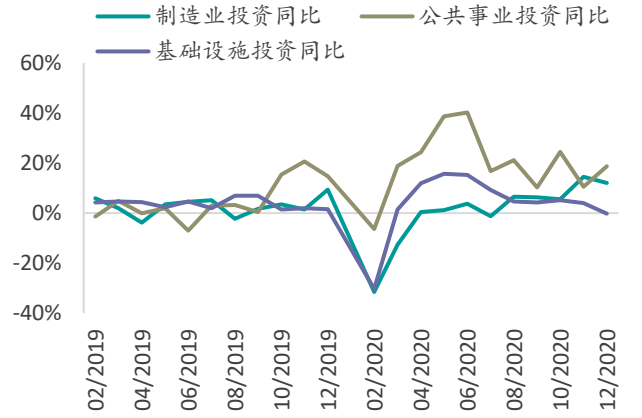
固定资产投资增速分化，房地产开发投资增速回落。12 月固定资产投资（非农户）的同比增速为 6.2%，较前期减少 4.4 个百分点。其中，公共事业投资的同比增速持续加快，12 月同比增速为 18.7%，较前期上涨 8.2 个百分点。制造业投资的同比增速仍处于较高水平达到 12.1%（11 月增速为 14.5%）。基础设施投资的同比增速由正转负，从 11 月的 4.0%降至 12 月的-0.2%。12 月的中央经济工作会议再次强调“房住不炒”，并表示要促进房地产市场的平稳健康发展。受政策导向的影响，房地产开发投资的同比增速由 11 月的 11.8%回落至 12 月的 9.2%。**我们认为，投资增速的短暂回落并不会影响 2021 年由出口和消费双引擎带动的经济持续增长。**

图表 11：固定资产投资增速分化，房地产开发投资增速回落



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 12：固定资产投资中主要项目的增速出现分化



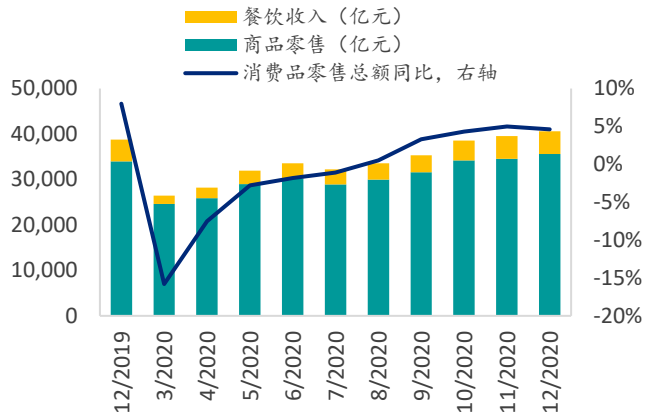
资料来源：CEIC，浦银国际

社会消费品零售总额连续 5 个月实现正增长，增长潜力仍存在。12 月社会消费品零售总额同比增长 4.6%，低于预期（5.5%），较前期回落 0.4 个百分点。12 月社会消费品零售总额的绝对值已超过去年同期水平（2019 年 12 月为 3.88 万亿元，2020 年 12 月为 4.06 万亿元），但增速仍远低于去年同期（2019 年 12 月为 8.0%）。我们认为，2021 年消费的复苏仍存在巨大潜力，主要由于 2020 年中国居民额外储蓄将提供强大支撑。

餐饮消费增速再次回归正区间，复苏周期延长至 2021 年。疫情后服务业的复苏是十分缓慢的，餐饮消费的同比增速经历了 10 月的由负转正后，于 11 月回到负增长区间（-0.6%），并在 12 月小幅反弹至 0.4%的水平。餐饮消费的复苏不稳定主要是受疫情影响，并导致 2020 年 1 至 11 月餐饮收入累计同比下降 18.6%。考虑到疫情在冬季小规模反弹，以餐饮为代表的服务业的复苏短期内仍面临困难，复苏周期将被延长至 2021 年。

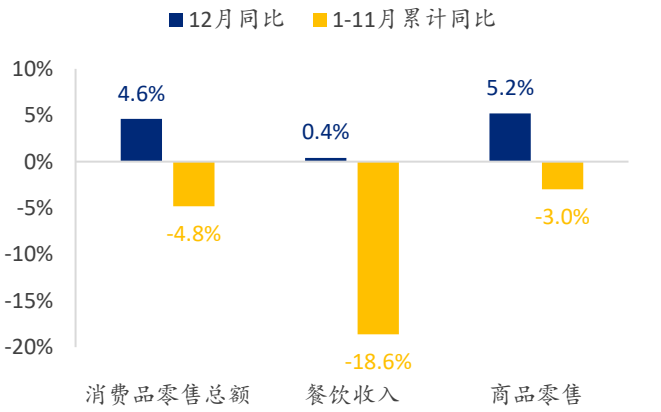
商品零售增速略有回落，复苏向好但仍不均衡。12 月商品零售同比增长 5.2%，较前期回落 0.6 个百分点，但仍维持了 5%以上的增速。2020 年 1 至 11 月商品零售累计同比下降 3.0%，复苏前景向好，但是商品之间的恢复水平仍不均衡，部分消费品（例如，服装鞋帽和针纺织品类、家具类、家用电器和音像器材类）累计同比的降幅仍然较大，这些商品在 2021 年的销售将有较大幅度的增长。

图表 13：消费品零售总额同比增速回落



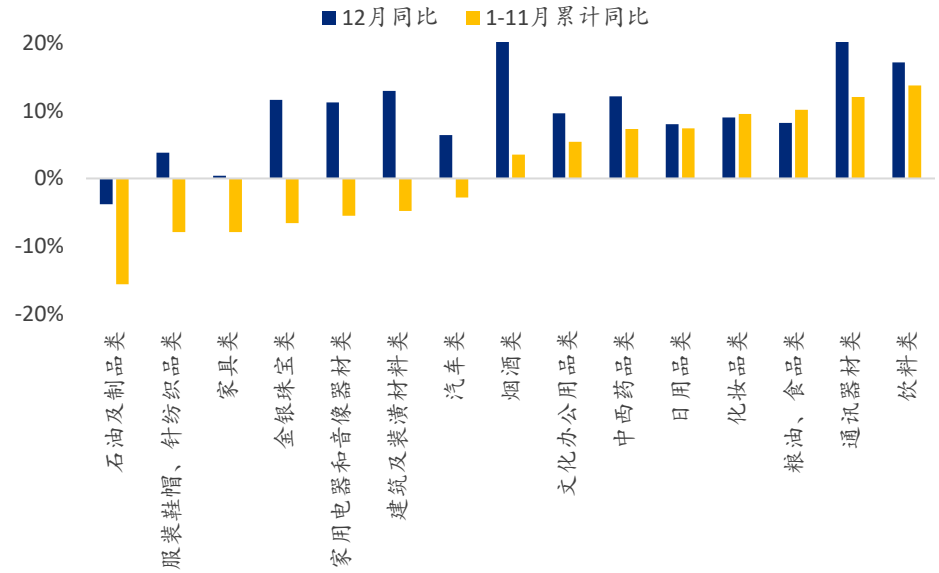
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 14：2020 年 12 月消费品零售总额、餐饮收入、商品零售的恢复情况



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 15：2020 年 12 月各零售行业的恢复情况



资料来源：CEIC，浦银国际

评级定义

证券评级定义：

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数
“维持”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平
“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写 ii）其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；（iii）该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定（i）他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；（ii）他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及（iii）他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团－浦银国际证券有限公司 （统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称”浦银国际” ）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥	王奕旻	许敏洁
jessie_huang@spdbi.com	stephy_wang@spdbi.com	amy_hsu@spdbi.com
852-2808 6466	852-2808 6467	852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政	陈岑
sarah_hua@spdbi.com	angel_chen@spdbi.com
852-2808 6474	852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站：www.spdbi.com

地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼