中信期货
CITIC Futures

中信期货研究|宏观点评报告

2021-01-18

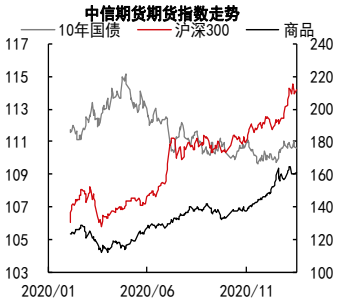
GDP 超过潜在水平，我国经济稳中向好

——12 月经济数据点评

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

12 月投资当月同比增速回落至 11.9%但仍偏高，未来制造业投资有望改善，而房地产、基建总体稳定。12 月消费增速回落至 4.6%但趋势向好，消费仍低于 7.0%的收入增速，未来有望继续修复。投资和消费的改善将带动未来工业增加值稳中略升。2020 年四季度我国 GDP 当季同比增长 6.5%，超过 6%左右的潜在水平。全球疫情扩散背景下今年一季度我国出口优势有望保持。综合来看，我国经济仍然稳中向好。



摘要：

数据：1-12 月份固定资产投资同比增长 2.9%，预期 3.0%，前值 2.6%。12 月份社会消费品零售同比增长 4.6%，预期 5.4%，前值 5.0%；规模以上工业增加值当月同比增长 7.3%，预期 7.0%，前值 7.0%；服务业生产指数同比增长 7.7%，前值 8.0%。

点评：

1、12 月投资当月同比增速回落但仍偏高，未来制造业投资有望改善，而房地产、基建总体稳定。12 月份固定资产投资当月同比增速回落 8.6 个百分点至 11.9%，仍偏高，增速回落因为 11 月增速异常高。分大类来看，房地产、基建、制造业投资增速分别回落 1.6、1.6、2.2 个百分点。12 月份房屋新开工不温不火，土地购置显著改善，预计未来几个月商品房销售和房地产投资总体稳定。12 月份基建投资同比增长 4.3%，增速相对偏低。考虑到今年宏观政策仍会保持一定的对经济恢复的支持力度，预计未来几个月基建增速大体保持稳定。12 月份制造业投资同比增长 10.2%，增速相对偏高。去年 6-11 月份工业企业盈利均保持了 10%以上的增长。当前银行贷款向制造业倾斜。2020 年制造业中长期贷款余额增长 35.2%，比 2019 年高 20.3 个百分点。这些因素均支持制造业投资继续改善。综合来看，固定资产投资增速总体向好。

2、12 月消费增速回落但趋势向好，未来有望继续修复。12 月份消费增速回落 0.4 个百分点至 4.6%，可能因为 11 月份促销力度较大使得 11 月份增速偏高，消费趋势总体向好。12 月份消费增速仍低于 7.0%左右的收入增速，未来消费有望进一步修复。

3、12 月工业增速好于预期，未来有望稳中略升。12 月份钢材、水泥分别同比增长 12.8%、6.3%，增速分别变化 2.0、-1.4 个百分点，总体稳定，与房地产、基建增速表现大体一致。考虑到投资和消费有望继续改善，未来工业增加值有望稳中略升。

4、四季度 GDP 超过潜在水平，未来有望继续改善。四季度我国 GDP 当季同比增长 6.5%，超过 6%左右的潜在水平，第二产业增速比疫情前高 1.1 个百分点，而第三产业增速略低 0.2 个百分点。我们预计 2021 年一季度投资和消费有望继续改善；全球疫情扩散背景下我国出口优势有望保持。综合来看，我国 GDP 增速有望继续提高。

风险提示：国内政策收紧、中美关系恶化

宏观研究团队

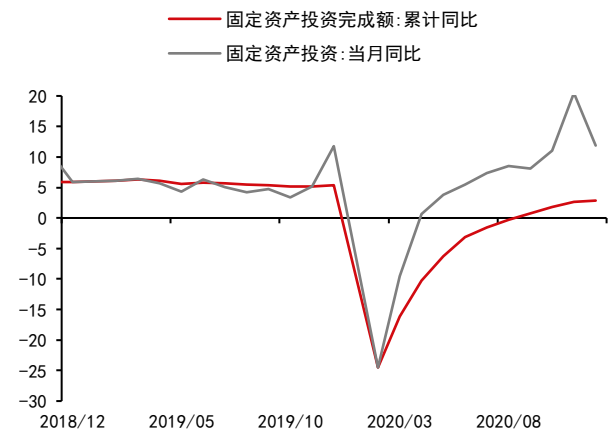
研究员：
张革
021-60812988
从业资格号：F3004355
投资咨询号：Z0010982

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

一、12 月投资增速回落，未来制造业投资有望改善

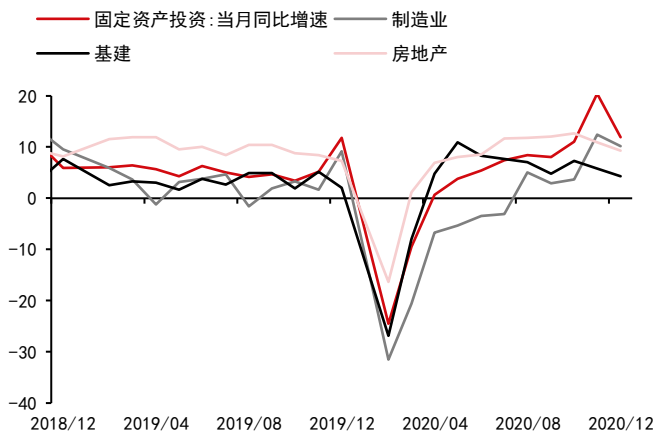
12 月份固定资产投资当月同比增长 11.9%，增速有所回落，但仍处于偏高水平。其中，制造业投资相对偏强，基建投资相对偏弱。12 月份固定资产投资当月同比增速较 11 月份回落 8.6 个百分点，这主要是因为 11 月份增速异常高，12 月份增速仍处于较高水平。分大类来看，房地产、基建、制造业投资当月同比增速分别为 9.3%、4.3%、10.2%，较 11 月份分别回落 1.6、1.6、2.2 个百分点。从绝对增速来看，制造业增速最高，基建增速最低。房地产、基建、制造业投资当月同比增速均低于固定资产投资增速，这说明其它行业投资增速高于固定资产投资增速；房地产、基建、制造业投资增速回落幅度显著小于固定资产投资增速回落幅度，这意味着其它行业投资增速回落较为显著。从累计同比增速来看，1-12 月份固定资产投资同比增长 2.9%，预期增 3.0%，前值增 2.6%。

图表1： 固定资产投资累计及当月同比



资料来源：Wind 中信期货研究部

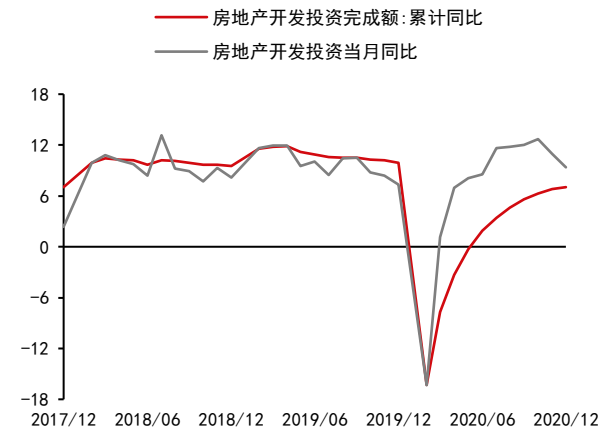
图表2： 固定资产投资及其主要分项的当月增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

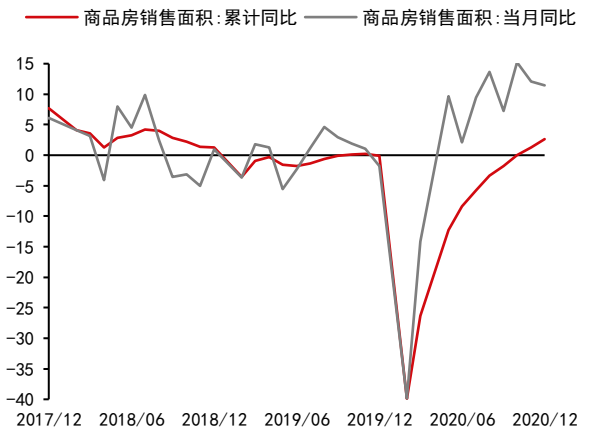
房地产方面，12 月份房地产投资增速总体稳定，新开工不温不火，土地购置显著改善，预计未来几个月房地产投资总体稳定。12 月份商品房销售面积当月同比增长 11.5，表现稳定。当前房地产政策总体稳定。最近发布的房地产贷款集中管理制度以促进房地产平稳健康发展为目的。银行体系整体房贷仍略低于上限，虽然少数银行房贷超限未来会有所压减，但这部分房贷会转移到其它房贷低于上限的银行。短期来看，房贷规模总体稳定，房地产销售有望大体保持稳定。12 月份房地产投资当月同比增长 9.3%，总体稳定。新开工面积当月同比增长 6.3%，增速提高 2.2 个百分点，表现不温不火，较好的销售对新开工构成支撑。12 月份土地购置面积同比增长 20.5%，显著好于此前几个月的负增长。虽然房企杠杆“三条红线”的监管政策对土地购置有一定的抑制，但当前较好的商品房销售对新开工和土地购置有一定支撑。我们预计未来几个月房地产投资总体稳定。

图表3： 房地产投资累计及当月同比增速



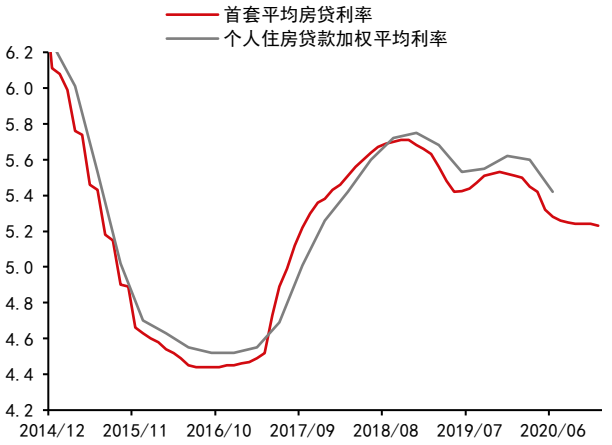
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表4： 商品房销售累计及当月同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表5： 房贷利率



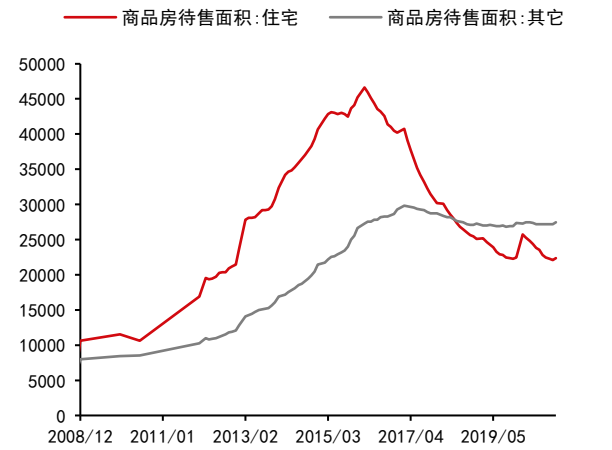
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表6： 百城住宅价格指数



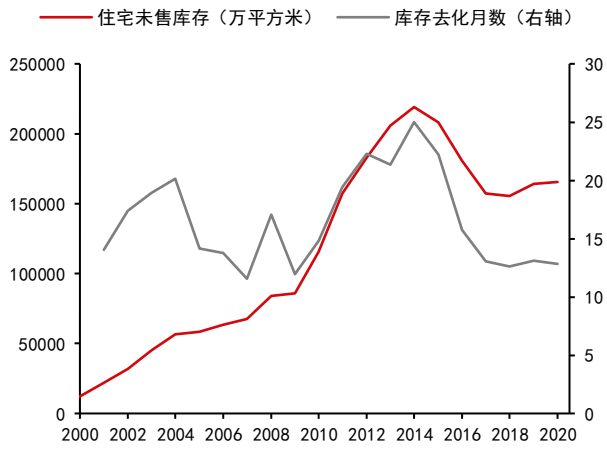
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表7： 商品房待售面积



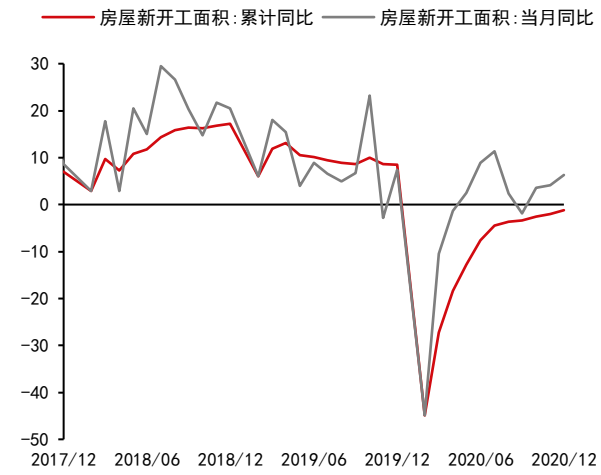
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表8： 住宅未售库存及库存去化月数



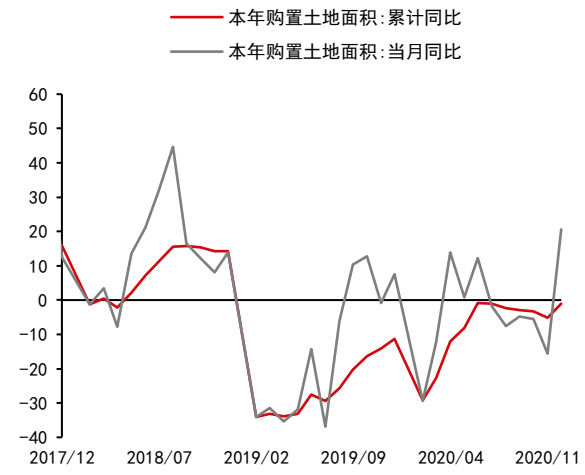
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表9： 房屋新开工累计及当月同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表10： 本年购置土地面积累计及当月同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

12 月份基建投资同比增长 4.3%，增速相对偏低。考虑到今年宏观政策仍会保持一定的对经济恢复的支持力度，预计未来几个月基建增速大体保持稳定。12 月份基建增速回落 1.6 个百分点至 4.3%，增速水平不高，反映基建有所走弱。不过，我们认为这只是短期波动。今年宏观政策仍会保持一定的对经济恢复的支持力度，对基建增速表现不必悲观。

12 月份制造业投资同比增长 10.2%，增速相对偏高，未来有望继续改善。虽然 12 月份制造业投资当月同比增速较 11 月份回落 2.2 个百分点，但这主要因为基数偏高。剔除掉基数效应，制造业投资增速有所提高。去年 6-11 月份工业企业盈利均保持了 10%以上的增长。当前银行贷款向制造业倾斜。2020 年制造业中长期贷款余额增长 35.2%，比 2019 年高 20.3 个百分点。这些因素均支持制造业投资继续改善。

12 月份其它行业投资增速显著回落但仍然较高，未来有望保持较高增速。其它行业主要是服务业。在服务业向好的背景下，其投资增速有望维持较高水平。

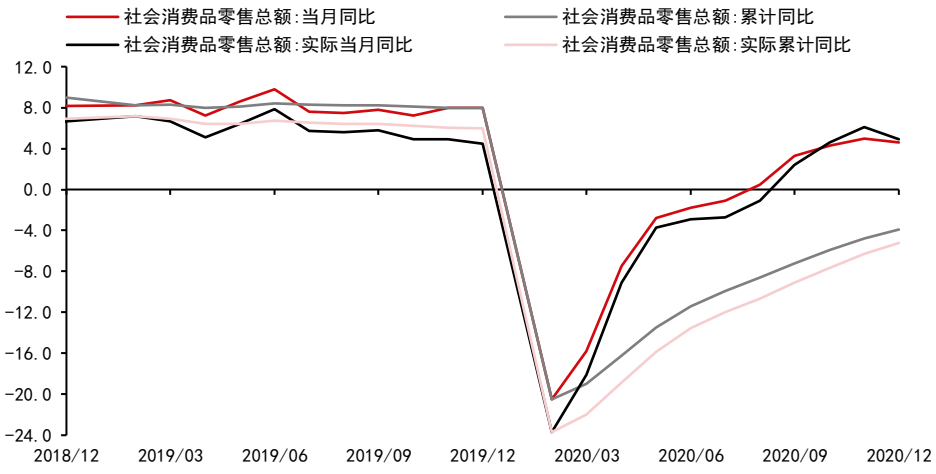
综上所述，我们预计未来几个月制造业投资有望改善，房地产、基建及其它行业投资增速有望保持稳定，固定资产投资增速总体向好。

二、12 月消费增速回落但趋势向好，结构表现分化

12 月份社会消费品零售同比增长 4.6%，增速回落 0.4 个百分点，但趋势总体向好，结构表现分化。预计未来几个月消费继续修复。12 月份消费增速回落 0.4 个百分点可能因为 11 月份促销力度较大使得 11 月份增速偏高并且透支了部分 12 月份需求。与 10 月份增速相比，12 月份增速提高 0.3 个百分点，消费趋势总体向好。从限额以上企业的分类数据来看，烟酒、家电、装修等非必需消费增速分别提高 9.5、6.1、5.8 个百分点，改善显著；但化妆品、通讯器材的增速分别回

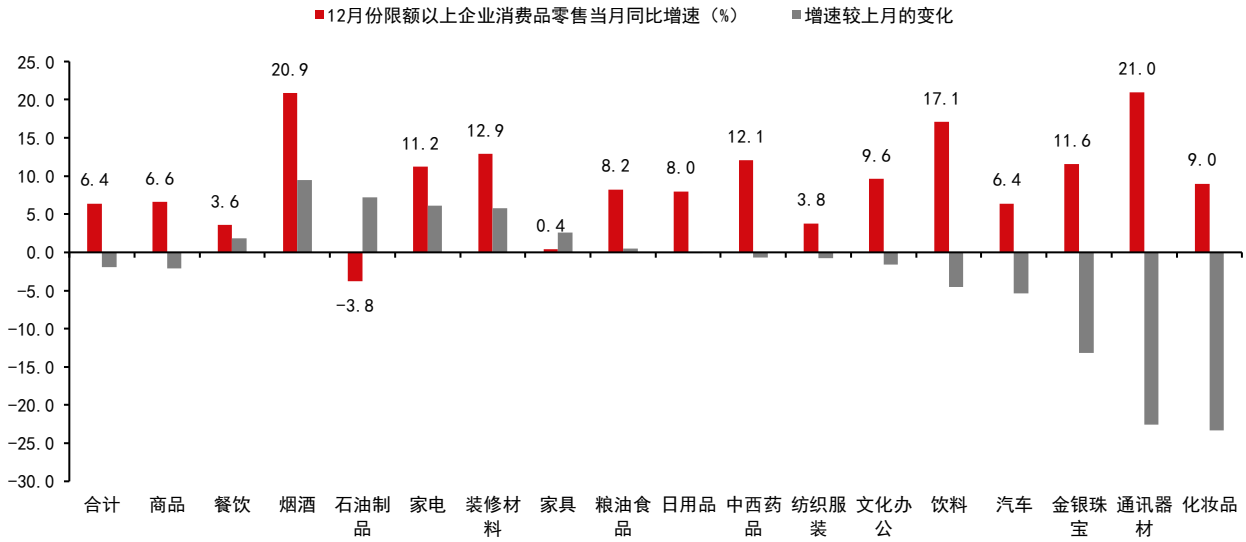
落 23.3、22.6 个百分点。这两个品种 11 月份增速异常高，可能与促销力度较大有关。汽车零售额同比增长 6.4%，回落 5.4 个百分点，部分因为基数偏高。总的来讲，12 月份消费结构明显分化。2020 年全国居民人均可支配收入同比增长 3.5%，其中三、四季度均同比增长 7.0%，接近恢复到 2019 年 9.6%的水平。**12 月份消费增速仍明显低于收入增速，反映消费仍有修复空间。随着经济的持续改善和疫情的持续控制，消费者信心有望继续提升，未来几个月消费有望进一步修复。**

图表11： 社会消费品零售总额当月及累计同比



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表12： 限额以上消费品零售总额当月同比增速及其变化



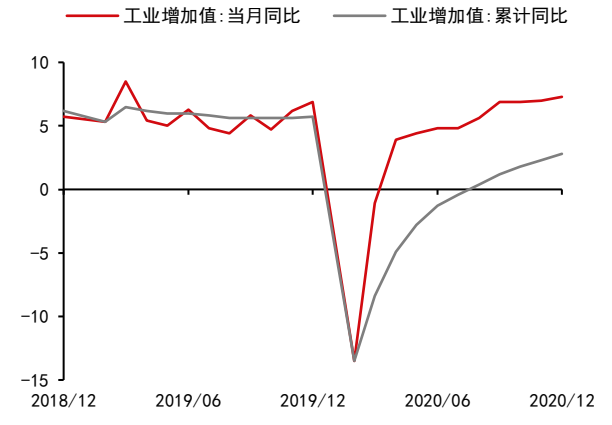
资料来源：Wind 中信期货研究部

三、12 月工业增速好于预期，未来有望稳中略升

12 月份规模以上工业增加值当月同比增长 7.3%，预期增 7.0%，前值增 7.0%。在基数偏高的情况下，12 月工业增加值增速进一步提高，反映工业生产表现积极。

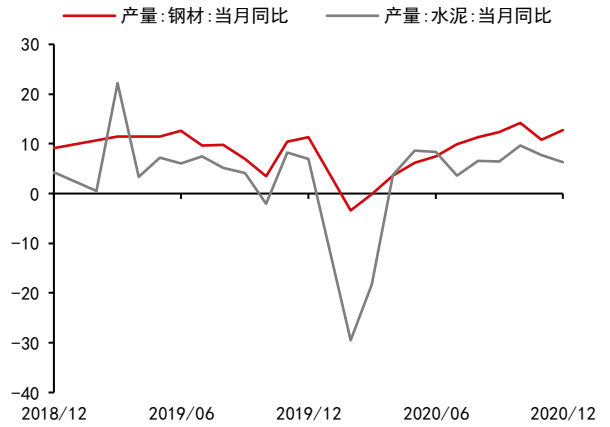
从主要产品产量来看，12 月份钢材、水泥分别同比增长 12.8%、6.3%，增速分别变化 2.0、-1.4 个百分点，总体稳定，这与房地产、基建增速表现大体一致。十种有色金属产量当月同比增长 8.6%，增速提高 2.5 个百分点，主要因为基数效应。汽车产量同比增长 6.5%，增速回落 1.6 个百分点。考虑到 2019 年 12 月份增速提高 4.4 个百分点，剔除掉基数效应，汽车产量增速有所上升。总体来看，主要工业产品增速均表现较好。不过，原油加工量同比增长 2.1%，增速仍偏低，主要因为交通出行仍受抑制。

图表13： 工业增加值当月及累计同比增速



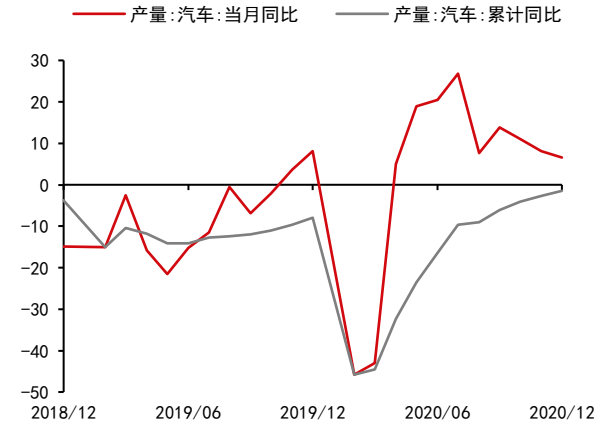
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表14： 钢材及水泥产量当月同比增速



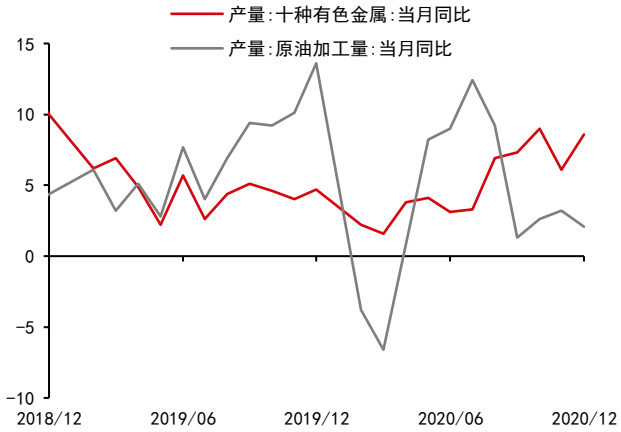
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表15： 汽车产量当月及累计同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表16： 有色金属产量及原油加工量当月同比

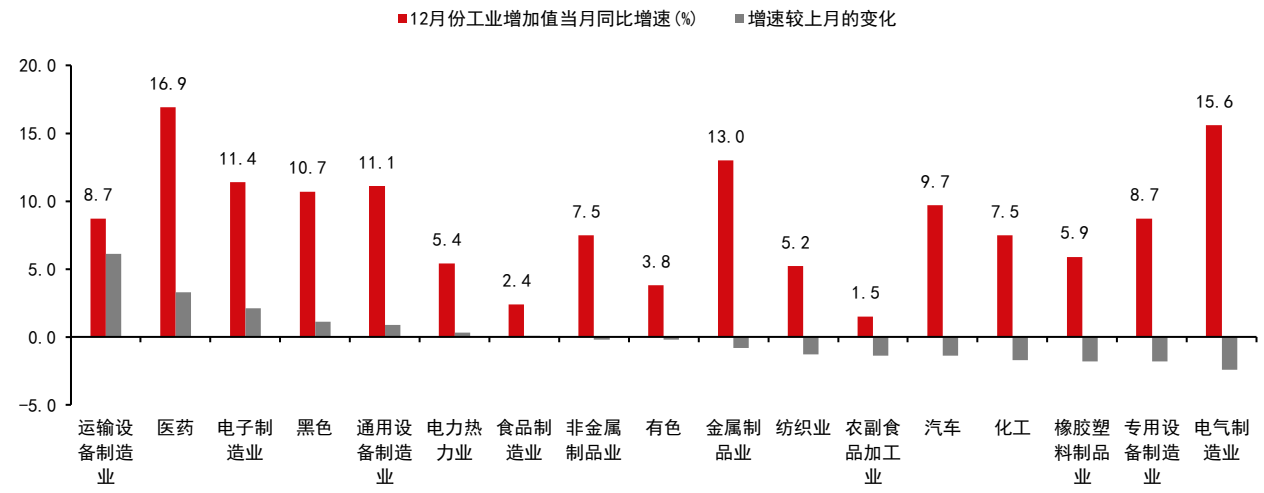


资料来源：Wind 中信期货研究部

从分行业来看，多数行业表现积极，全球疫情扩散背景下医药表现最好。12 月份医药制造业当月同比增长 16.9%，在主要行业中表现最好；增速也较 11 月份提高 3.3 个百分点，可能因为海外疫情扩散增加了医药需求，疫苗生产进一步促进医药生产。12 月份运输设备制造业增速提高 6.1 个百分点，改善最为显著。该行业此前增速较低，主要因为疫情抑制交通出行需求；12 月份其增速显著改善，或反映市场对疫情趋于乐观。在主要行业中，12 月份增速最低的是农副食品加工业、食品制造业，增速分别为 1.5%、2.4%，食品消费增长有限。

考虑到我国投资和消费需求有望继续改善，未来几个月工业增加值增速有望稳中略升。

图表17： 主要行业工业增加值当月同比增速及其较上月的变化

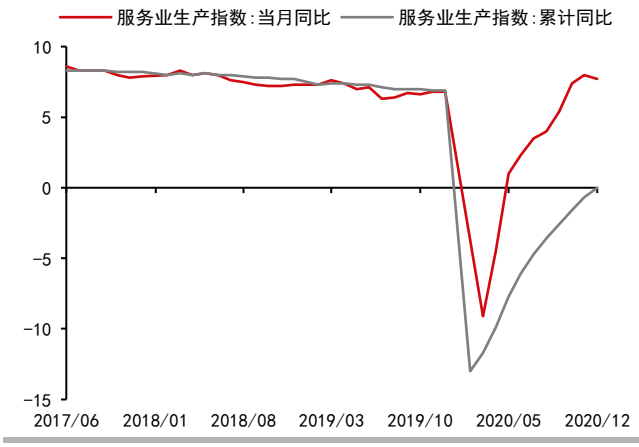


资料来源：Wind 中信期货研究部

四、12 月服务业生产增速较高，未来有望稳中略升

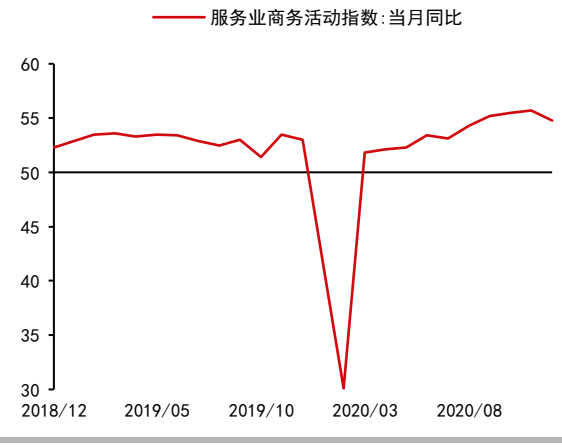
12 月份全国服务业生产指数同比增长 7.7%，增速回落 0.3 个百分点，但仍处于较高水平，未来有望稳中略升。12 月份服务业生产增速回落 0.3 个百分点至 7.7%,但仍明显高于 2019 年全年 6.9%的增速。12 月服务业商务活动指数为 54.8，虽然回落 0.9 个百分点，但仍明显高于 2019 年 53.0 的平均水平，反映服务业增长动力较强。近期我国多地出现疫情，但在我国强有力的防控措施之下，预计疫情不会大范围扩散开来，对服务业的负面影响可以忽略。随着我国经济的修复和改善，未来服务业生产有望稳中略升。

图表18： 服务业生产指数当月及累计同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表19： 服务业商务活动指数



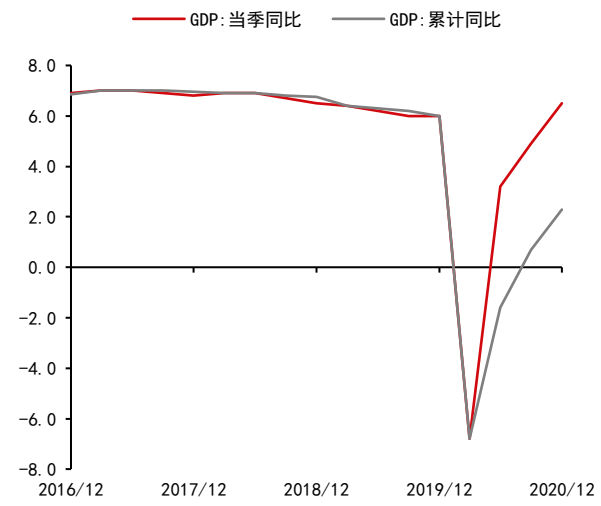
资料来源：Wind 中信期货研究部

五、四季度 GDP 超过潜在水平，未来有望继续改善

四季度 GDP 当季同比增长 6.5%，超过 6%左右的潜在水平，主要源于第二产业的偏强增长。四季度 GDP 当季同比增长 6.5%，预期 6.2%，前值 4.9%；2020 年 GDP 同比增长 2.3%。四季度 GDP 当季同比增速明显高于 2019 年 6.0%的增速，明显好于疫情前的水平。分产业来看，第二产业、第三产业 GDP 增速分别回升 0.8、2.4 个百分点至 6.8%、6.7%。第三产业增速修复幅度较大，接近恢复到 2019 年 6.9%的水平；第二产业增速进一步提高，较 2019 年 5.7%的水平高 1.1 个百分点。总体来看，第三产业仍略微受疫情抑制，而第二产业明显好于疫情前水平。

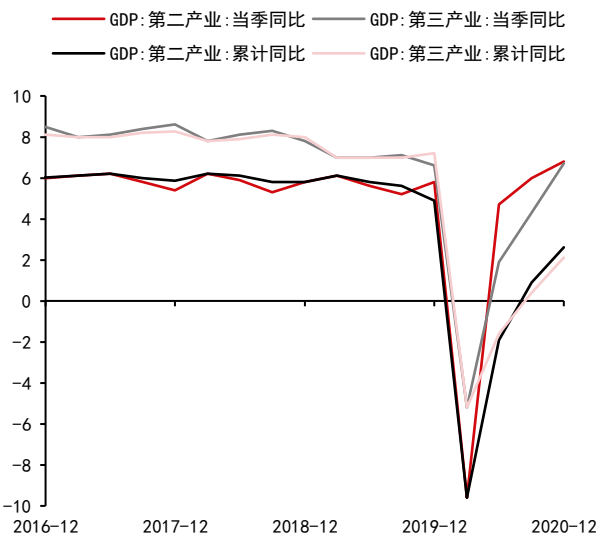
展望 2021 年一季度，制造业投资改善将带动我国投资增速趋于提高；在消费仍有修复空间及动力的背景下，消费有望继续改善；全球疫情可能继续扩散，我国出口优势有望保持。综合来看，我国 GDP 增速有望继续提高。

图表20： GDP 当季及累计同比



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表21： GDP 第二、第三产业的同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明， 本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任 何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：http://www.citicsf.com