2021 年 1 月 19 日

Experts of financial derivatives pricing

衍生品定价专家

经济平稳复苏，2021 年消费和制造业复苏驱动经济增长

——2020 年 12 月经济数据点评

金信期货研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1 号

刘文波

从业资格编号 F3070864

投资咨询编号 Z0015179

联系人：杨谱

从业资格编号 F3078457

内容提要

四季度 GDP 同比 6.5%，预期 6.2%，前值 4.9%； 1-12 月固定资产投资同比 2.9%，预期 3.0%，1-11 月为 2.6%； 12 月社会消费品零售总额同比 4.6%，预期 5.4%，前值 5.0%；12 月规模以上工业增加值同比 7.3%，预期 7.0%，前值 7.0%。

1、回顾 2020 年，得益于逆周期调节和国内外疫情的巨大差异，我国基建投资、房地产投资和出口恢复快，需求回升慢。

2、展望 2021 年，2020 年 12 月经济工作会议判断，今年国内外经济将趋势复苏，但复苏不稳定不平衡。宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯。我们判断，2021 年，人民币兑美元有可能趋势贬值；非常规货币政策的退出，货币政策边际收敛，但对经济的冲击较小；稳定实体经济部门杠杆率；M2 同比和社融存量同比趋势缓慢回落；中国实际贷款利率高位回落，或紧信用；通胀上半年趋势回升，下半年 PPI 和 CPI 走势或分化。2021 年，基建和房地产投资增速大概率放缓，国外生产恢复使我国出口承压，驱动经济增长的主动力是消费和制造业投资的恢复。按照 IMF 对全球经济体 GDP 实际增长率的预测，2021 年中国的增速远高于欧美和新兴经济体，由于消费增速将回归 GDP 增速，预计消费将成为拉动 2021 年经济增长的主动力。我们判断，2021 年，全球需求趋势性回暖确定，全球制造业补库存周期开启，驱动制造业投资增速趋势回升。

3、四季度我国居民人均可支配收入回升明显，累计名义同比、累计实际同比和中位数累计同比较三季度分别回升 0.8、1.5 和 0.6 个百分点，今年一季度居民收入同比有望继续攀升，我国内需回暖的确定性高。

风险提示

疫情在全球超预期蔓延；经济增长不及预期；美元指数剧烈波动。

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、事件

2021 年 1 月 18 日国家统计局发布 2020 年 1-12 月中国宏观经济数据：1）四季度 GDP 同比 6.5%，预期 6.2%，前值 4.9%；2）1-12 月固定资产投资同比 2.9%，预期 3.0%，1-11 月为 2.6%；3）12 月社会消费品零售总额同比 4.6%，预期 5.4%，前值 5.0%；4）12 月规模以上工业增加值同比 7.3%，预期 7.0%，前值 7.0%，1-12 月为 2.8%，1-11 月同比 2.3%。

二、点评

回顾 2020 年，得益于逆周期调节和国内外疫情的巨大差异，我国基建投资、房地产投资和出口恢复快，需求回升慢。预计 2021 年，我国财政政策和货币政策边际收敛，基建和房地产投资增速大概率放缓，国外生产恢复使我国出口承压。明年驱动经济增长的主动力是消费和制造业投资的恢复。

1、经济平稳复苏，2021 年消费和制造业复苏双轮驱动经济增长

四季度 GDP 不变价同比 6.5%，较三季度的 4.9%大幅攀升，四季度 GDP 不变价累计同比 2.3%，较前值增加 1.6 个百分比，回升明显。

四季度第一产业、第二产业和第三产业 GDP 不变价同比分别为 4.1%、6.8%和 6.7%，较三季度分别上升 0.2、0.8 和 2.4 个百分点，显示第三产业复苏最快，第二产业次之。第一产业、第二产业和第三产业 GDP 不变价当季同比已经高于去年同期增速。

三大产业对 GDP 累计同比的拉动中，第一产业对 GDP 累计同比的拉动为 0.21%，较三季度提升 0.07 个百分点，第二产业对 GDP 累计同比的拉动为 0.98%，较三季度上升 0.64 个百分点，第三产业对 GDP 累计同比的拉动为 1.11%，较三季度提升 0.90 个百分点。

展望 2021 年，2020 年 12 月经济工作会议判断，今年国内外经济将趋势复苏，但复苏不稳定不平衡。宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯。我们判断，2021 年，人民币兑美元有可能趋势贬值；非常规货币政策的退出，货币政策边际收敛，但对经济的冲击较小；稳定实体经济部门杠杆率；M2 同比和社融存量同比趋势缓慢回落；中国实际贷款利率高位回落，或紧信用；通胀上半年趋势回升，下半年 PPI 和 CPI 走势或分化。2021 年，基建和房地产投资增速大概率放缓，国外生产恢复使我国出口承压，驱动经济增长的主动力是消费和制造业投资的恢复。按照 IMF 对全球经济体 GDP 实际增长率的预测，2021 年中国的增速远高于欧美和新兴经济体，由于消费增速将回归 GDP 增速，预计消费将成为拉动 2021 年经济增长的主动力。我们判断，2021 年，全球需求趋势性回暖确定，全球制造业补库存周期开启，驱动制造业投资增速趋势回升。

就 2021 年 GDP 同比增速的走势看：一季度大概率因基数效应（2020 年一季度 GDP 处于低位）而大幅走高；二季度基数效应仍偏强，如果彼时全球疫情受控，全

球生产和需求快速回升，则二季度大概率维持同比的高位，如果彼时全球疫情仍快速蔓延导致全球生产和需求回升缓慢，则二季度同比增速很大概率较一季度回落；三、四季度，随全球疫苗较普遍接种（尤其是欧美地区大概率逐步达成群体免疫），疫情对全球经济的负面影响将明显减弱，全球经济复苏大概率偏强，虽然基数效应或使得全球经济同比增速回落，但大概率逐渐触底后进入加速通道，我国 GDP 同比增速也大概率触底逐步攀升。

2、投资增速全年大概率前高后低，制造业投资或增长最快

12 月固定资产投资累计同比 2.9%，不及预期的 3%，较前值上升 0.3 个百分点。

房地产投资累计同比 7.0%，较前值上升 0.2 个百分点，较上年回落 2.9 个百分点，房屋新开工面积累计同比-1.2%，较前值跌幅收窄 0.8 个百分点，房屋竣工面积累计同比-4.9%，较前值跌幅收窄 2.4 个百分点，房地产开发资金来源累计同比 8.1%，较前值上升 1.5 个百分点，其中自筹资金累计同比 9.0%，较前值上升 1.1 个百分点，定金及预收款累计同比 8.5%，较前值上升 3.2 个百分点，个人按揭贷款累计同比 9.9%，较前值下降 0.7 个百分点。商品房销售面积累计同比 2.6%，较前值上升 1.3 个百分点，较上年下降 0.1 个百分点。商品房待售面积同比 0.1%，与前值持平，本年购置土地面积累计同比-1.1%，较前值跌幅收窄 4.1 个百分点，显示新开工面积增速有一定支撑。从高频数据看，截止 1 月 18 日，1 月 30 大中城市商品房成交面积月化同比 62.95%，较去年 12 月上升 53.27 个百分点。100 大中城市成交土地面积月化同比-21.81%，较前值上升 1.14 个百分点，也指向房地产投资有支撑。**在房企“三道红线”和央行强调疫情投放货币逐步退出的背景下，房地产投资增速 2021 年承压，不过由于低基数，我国一季度房地产投资增速将较快速抬升。**

基建投资增速攀升，且斜率趋平，12 月基建投资累计同比 3.41%，较前值提升 0.09 个百分点，而 11 月较 10 月上升 0.31 个百分点。不含电力的基建投资累计同比 0.9%，较前值下降 0.1 个百分点。**基建投资是逆周期调节的重要手段，在经济趋势较快速回升阶段，基建投资增速斜率逐渐由正转负。2021 年不会有特别国债发行，地方专项债发行规模大概率减少，财政赤字环比 2020 年或趋平，基建投资增速斜率或走平。**

12 月制造业投资累计同比-2.2%，较前值跌幅收窄 1.3 个百分点，是三大投资类别（房地产投资、基建投资和制造业投资）中累计同比最低的，但上升幅度高于基建投资和房地产投资，显示制造业投资恢复快于房地产和基建。制造业 13 个已经出来数据的大类，11 个大类投资累计同比增速加速或跌幅收窄，其中较前值上升最多的是通用设备制造业、专用设备制造业、电气机械及器材制造业、汽车制造业和化学原料及化学制品制造业，这些行业除汽车制造业外偏中游。**制造业行业投资复苏具有明显的从下游往中上游传递的特征。因疫情再度蔓延，美国和英国等国家部分城市加大封锁措施，全球需求回升较缓慢，叠加全球生产恢复快于需求恢复，制造业投资增速回升速度或不及预期。**2021 年，全球需求趋势性回暖确定，全球制造业补库存周期开启，驱动制造业投资增速趋势回升。

12 月民间投资累计同比 1.0%，较 11 月上升 0.8 个百分点，显示对宏观环境敏感的民间投资增速回升，我国民间投资信心有所恢复。**12 月相对于 11 月，民间投资增速上升幅度低于制造业，显示民间投资恢复相对缓慢，全球外需再度承压背景下，**

民间投资增速回升速度短期或仍低于制造业。

12 月农、林、牧、渔业投资累计同比 19.1%，较前值上升 1.1 个百分点，采矿业累计同比-14.1%，较前值跌幅扩大 4.9 个百分点，连续 2 个月跌幅扩大。

3、居民收入增长支撑零售趋势回暖

12 月社会消费品零售总额同比 4.6%，较前值下降 0.4 个百分点。12 月社会消费品零售总额累计同比-3.9%，跌幅较前值收窄 0.9 个百分点。12 月城镇消费品零售总额同比 4.4%，较前值下降 0.5 个百分点，累计同比-4.0%，跌幅较前值收窄 0.9 个百分点，乡村消费品零售总额同比 5.9%，较前值上升 0.3 个百分点，累计同比-3.2%，跌幅较前值收窄 1.1 个百分点，**显示乡村消费增速上升而城镇消费增速回落。**商品零售同比 5.2%，较前值下降 0.6 个百分点，累计同比-2.3%，跌幅较前值收窄 0.7 个百分点，餐饮收入同比 0.4%，较前值上升 1.0 个百分点，累计同比-16.6%，跌幅较前值收窄 2.0 个百分点，餐饮收入同比较前值回升，一定程度与基数效应相关，**由于 2020 年一季度国内疫情蔓延导致今年一季度基数低，餐饮业零售同比有望在一季度高增。**

从具体门类 12 月零售总额当月同比来看，已经出来数据的 **15 个零售门类中有 6 个门类的零售额当月同比增速加快**（11 月是 7 个门类增速加快），其中增速回升较快的 4 个门类分别为烟酒类、石油及制品类、家用电器和音像器材类、建筑及装潢材料类，这些行业主要集中在石油制品类和房地产相关行业（与商品房销售面积同比加速相呼应）。

15 个门类中 9 个门类零售当月同比增速放缓，其中化妆品类和通讯器材类同比增速较上月下降超过 22.5 个百分点，金银珠宝类当月同比增速较上个月下降 13.2 个百分点，汽车类当月同比较上月下降 5.4 个百分点，这些行业同比大幅下滑是消费增速放缓的主要原因。

高频数据显示，1 月商品房成交面积同比反弹，或支撑房地产产业链门类消费，1 月乘用车批发和零售同比较 12 月较大幅下行，汽车零售同比仍有下行压力。

四季度我国居民人均可支配收入回升明显，累计名义同比、累计实际同比和中位数累计同比较三季度分别回升 0.8、1.5 和 0.6 个百分点，今年一季度居民收入同比有望继续攀升，我国内需回暖的确定性高。

4、12 月经济复苏小幅加速，各行业经济复苏节奏分化

12 月工业增加值同比 7.3%，高于预期，较前值上升 0.3 个百分点，说明我国经济延续复苏势头。工业增加值分项中，12 月制造业增加值当月同比 7.7%，与前值持平，采矿业增加值当月同比 4.9%，较前值上升 2.9 个百分点。

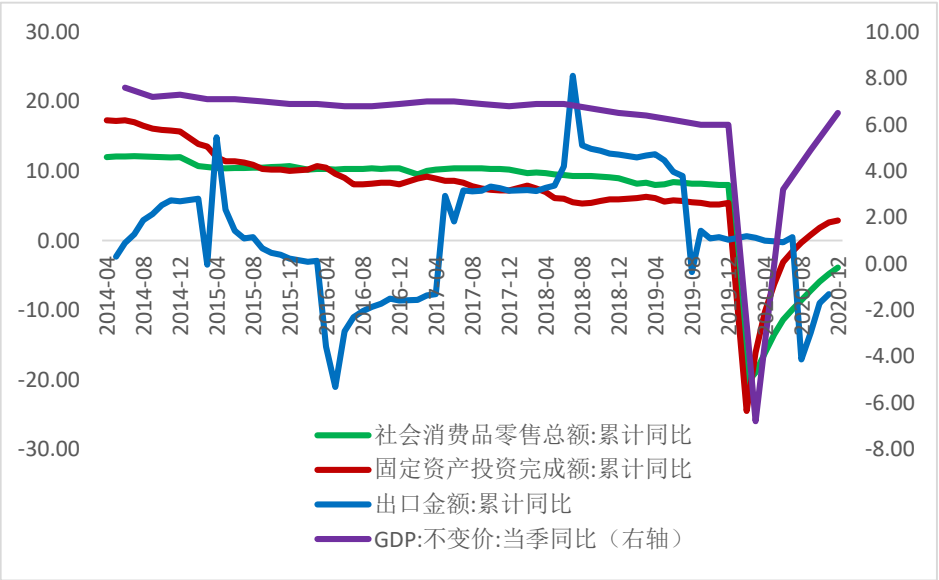
从具体行业看，12 月 17 个已经公布当月同比的行业中 7 个行业增速加快（11 月 7 个行业增速加快），**大部分行业工业增加值当月同比下降，各行业复苏并不平衡。**增速加速的七个行业分别是：铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、医药制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、通用设备制造业、电力、热力的生产和供应业和食品制造业，**这些行业上游和下游，显示经济复苏的行业较分散。**增加值增速较前值跌幅扩大或增速放缓较多的六个行业

分别为：电气机械及器材制造业、专用设备制造业、橡胶和塑料制品业、化学原料及化学制品制造业、汽车制造业和农副食品加工业。**工业增加值同比放缓的行业除汽车外均偏中游，显示前期下游需求疲弱逐步的传导至中游。**

从出口交货值看，我国 12 月工业企业出口交货值当月同比 9.5%，较前值上升 0.4 个百分点，显示企业当月出口交货转强，表明我国 12 月出口型企业生产增速回升。与我国 12 月制造业 PMI 下降不同的是，12 月全球制造业 PMI 与 11 月持平，12 月欧元区制造业 PMI、美国 ISM 制造业 PMI 和日本制造业 PMI 分别较 11 月上升 1.4、3.2 和 1.0 个百分点，显示中国和欧美制造业景气度的分化，当前欧美部分地区加大疫情管控措施，但疫情对制造业的拖累较小，我国出口增速有支撑。

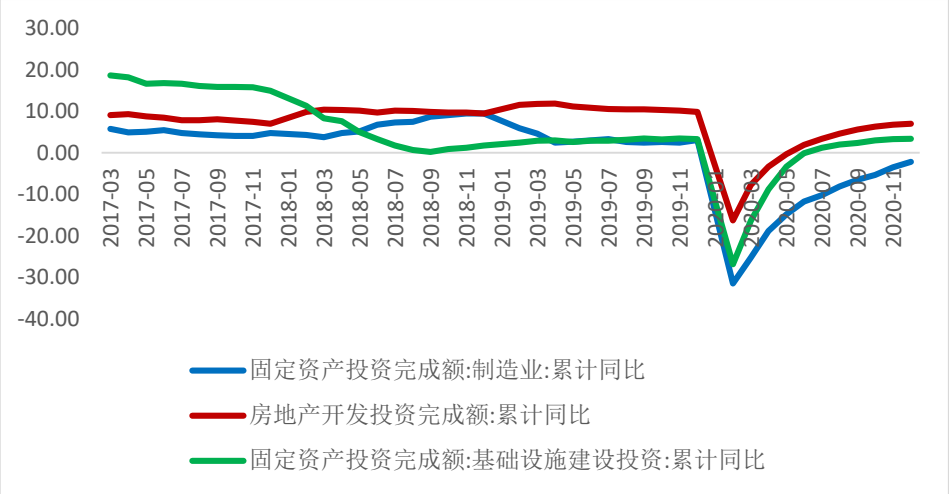
全球疫情快速蔓延，部分国家加大疫情管控措施，全球复工复产或转慢，我国工业增加值同比增速有可能低于市场预期。去年 9 月以来全球（中国之外）新冠肺炎每日新增确诊人数持续攀升，1 月 7 日录得新增确诊人数最高值（突破 85.9 万），近期有所回落。去年 10 月以来英国、法国、意大利、乌拉圭、捷克、斯洛伐克、德国、奥地利等国家纷纷加大疫情管控。12 月中旬英国发现了冠状病毒的一个新毒株，有科学证据表明，这种新变种的传播速度比以前的毒株快得多，全球多个国家加大疫情防控措施，欧洲国家拟延长疫情控制措施。我们认为，冬季正是呼吸道疾病高发病期，气温降低也有利于病毒在空气中更长时间保持活性，疫情快速蔓延或仍持续。如果新冠疫苗接种缓慢或全球疫情快速蔓延，全球疫情管控措施仍可能边际加强。

图 1：GDP 增速与消费、投资和出口累计同比：单位：%



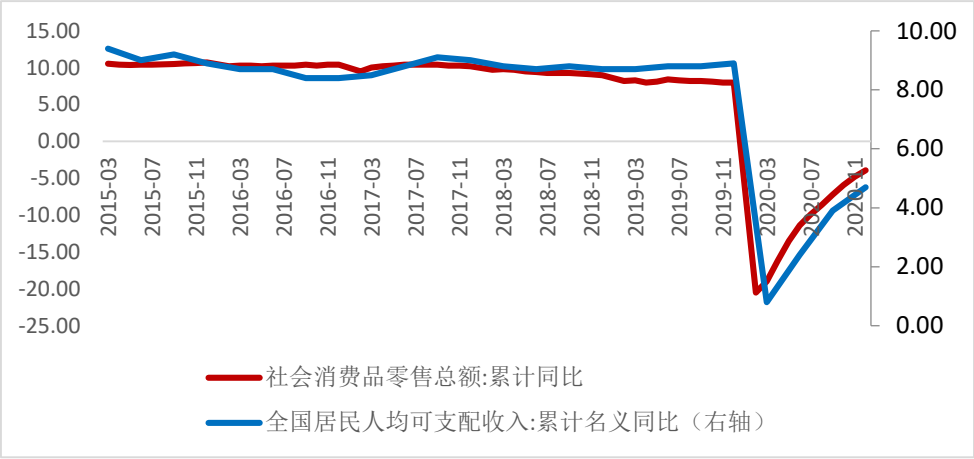
资料来源： Wind，金信期货研究院

图 2：制造业、房地产业和基建累计同比：单位：%



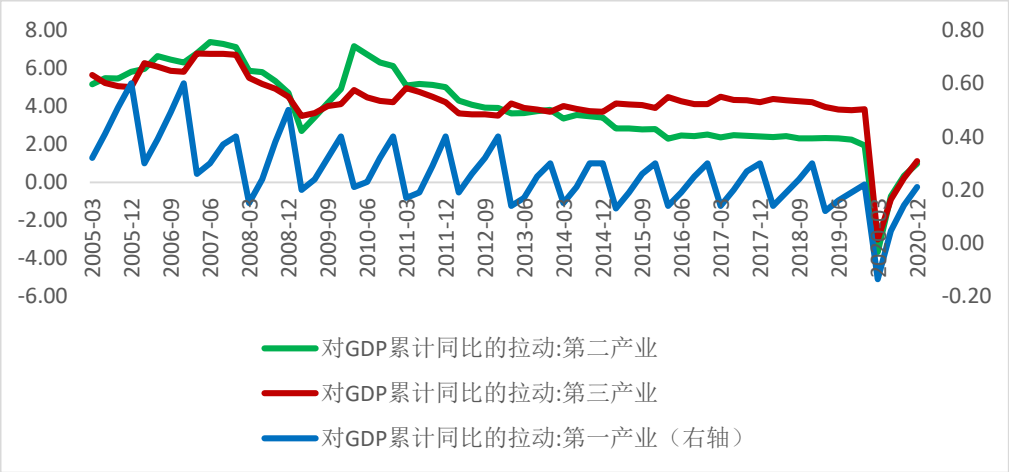
资料来源： Wind，金信期货研究院

图 3：社零和居民可支配收入累计同比：单位：%



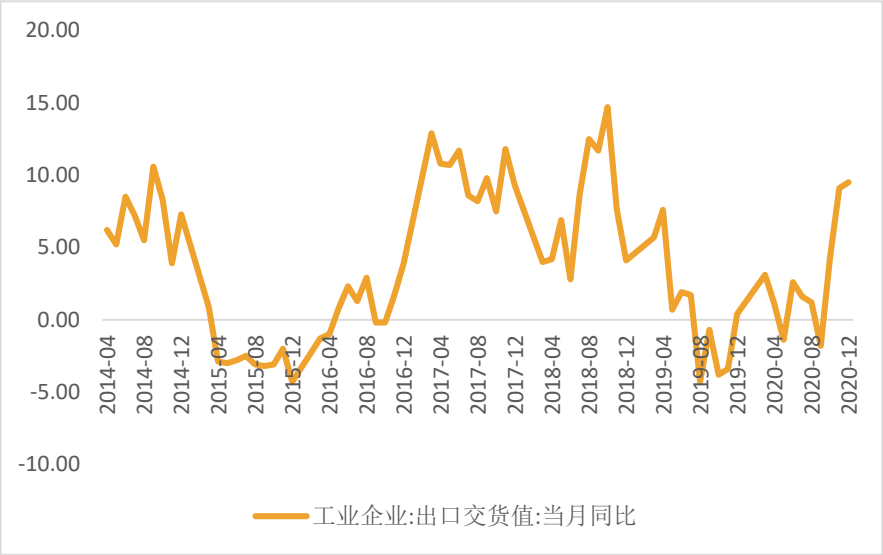
资料来源： Wind，金信期货研究院

图 4：三大产业对 GDP 累计同比的拉动：单位：%



资料来源： Wind，金信期货研究院

图 5：工业企业出口交货值增速：单位：%



资料来源： Wind，金信期货研究院

三、风险提示

疫情在全球超预期蔓延；经济增长不及预期；美元指数剧烈波动。

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。