

2021 年 01 月 18 日

宏观研究

研究所

证券分析师: 樊磊 S0350517120001  
021-61981316 fanl@ghzq.com.cn

## 经济超预期复苏

## ——四季度经济数据点评

## 相关报告

《12 月进出口数据点评: 外部需求继续保持较高增长》——2021-01-15

《12 月 PMI 数据点评: 制造业维持高景气, 工业品价格回升加速》——2020-12-31

《《中欧投资协定》谈判完成点评: 以开放促改革难在落实》——2020-12-31

《中央经济工作会议点评: 政策较快收紧的担忧得到缓释》——2020-12-20

《11 月财政数据点评: 土地出让金意外强势反弹》——2020-12-20

## 事件:

1 月 18 日, 国家统计局公布 2020 年四季度 GDP 增速为 6.5% (前值 4.9%), 全年为 2.3%, 好于市场的一致预期。需求端来看, 四季度消费的改善是 GDP 反弹的最重要原因, 当然, 投资和出口也有贡献。从生产端来看, 虽然工业生产进一步改善, 但是服务业的反弹力度显然更强。12 月份部分经济数据受到疫情冲击有所回落但是仍然并不逊色于疫情前的水平。展望未来, 在疫情防控得力的情况下, 我们预计一季度不仅 GDP 可能出现超过 19% 的增长, 货币政策有收紧的压力。

## 投资要点:

■ **消费、存货投资与服务业是四季度供需两端的亮点。**从需求端来看, 四季度经济的同比改善首当其冲与消费的恢复有关。虽然 11 月以来的疫情复发对消费重新构成了一定冲击, 社会消费品零售总额实际增速仍然从第三季度的 -0.5% 上升到 5.2%。而居民人均消费支出也从第三季度的 -1.1% 上升到 2.8%。当然, 固定资产投资的同比增速也有所反弹, 从第三季度的 7.2% 上升到四季度的 8.1%。考虑到以人民币计价的出口四季度同比仅仅增长 1.1% 到 10.9% 而出口交货值大幅增长 7.3% 到 7.6%, 这可能意味着贸易部门的存货去化在三季度基本完成, 而四季度出口的高增长直接对工业生产构成了拉动。这样看来, 消费的反弹与存货投资结束大幅负增长是四季度需求端的主要亮点。

从供应端上来看, 第二产业增加值从第三季度的 6.8% 上升到四季度的 7.2%, 仅仅略有改善。由于出口交货值的同比增长比较明显对工业生产构成了支撑, 这也意味着内需对于工业增长的拉动相对比较有限——可能与固定资产投资四季度增长略显乏力有关。当然, 服务业的增加值则从第三季度的 4.0% 上升到 5.7%, 是供应方面改善的主要来源。不仅仅信息产业, 金融业的增加值继续维持较高增长, 即使再度受到疫情冲击而有所反复的餐饮业收入也从第三季度的 -7.0% 反弹到四季度的 0.2%, 实现了正增长且改善相对明显。

■ **12 月份投资消费都略弱于预期, 服务业生产指数也略有回落。**从 12 月份的数据来看, 以人民币计价的出口、固定资产投资和社会消费品零售实际值的增速都略有一些回落。其中, 固定资产投资回落的相对明显一些。在固定资产投资中, 制造业投资虽然下滑, 但

是仍然维持较高的增长；地产开发投资也从两位数的增长回落到9.2%的增长，而地产销售面积也连续两个月回落，符合我们四季度地产销售基本见顶的预判。基建投资的下滑则低于预期，我们认为一方面与地方政府的隐性债务压力有关，一方面也与经济形势好于预期政府稳增长意愿有所下降有关。消费的回落我们认为可能主要与疫情的反复有关，包括汽车、化妆品、服装、金银珠宝等在内的可选消费品12月同比较11月下滑比较明显。而与地产相关的家电、建材、家具等则销售则有所反弹——应该与前期地产销售增速较高有关。当然，值得注意的是即使相关需求有所回落，三驾马车的绝对增长水平也并不逊色于2019年4季度——疫情爆发前的水平。

12月的工业增加值持续反弹到7.3%，好于市场一致预期。考虑到国内需求略有回落，出口交货值的改善可能还是支撑工业生产反弹的主要原因。

从主要的工业产品产量来看，发电量的反弹意味着工业生产反弹的数据质量大体是可靠的。而粗钢、水泥、平板玻璃等产量增速的回落、以及化纤、工业机床、集成电路生产同比的回升一定程度上与12月份投资回落相对明显，而消费和出口略好的需求结构保持一致。

- **居民收入支出之间的裂口仍然存在。**四季度全国居民人均实际收入增速为6.6%，已经回到了疫情前的水平，但是居民人均消费支出增速仅仅为2.8%，仍然显著的弱于疫情前的水平。这说明短期预防性储蓄以及疫情反复消费受限等因素仍然在抑制消费的回升，当然也意味着2021年消费仍有进一步回升的空间。
- **失业率回到正常水平。**12月份，全国城镇调查失业率为5.2%，与11月份持平，也基本上回到了疫情前的水平。国家统计局披露农民工人数较2019年减少517万人，是2008年以来农民工人数首次在绝对量上减少。这种减少是由于人口年龄结构变化以及农民职业选择的变化等自然因素导致的还是由于疫情导致工作岗位减少导致的还有待于进一步研究。如果是后者，考虑到减少的农民工有一部分是进城农民工，这可能使得失业率的数据被低估。但是考虑到6.5%的经济增速已经在中国潜在经济增速水平之上，整体而言如果不考虑结构性的一些因素就业市场应该不存在太大的问题——至少与疫情前相比。
- **2021年一季度GDP增速可能超过19%，货币政策有收紧的压力。**考虑到2020年四季度的经济数据超出预期而近期疫情的反复也超出预期，我们下调2021年GDP预测到9.3%，而下调一季度GDP预测到19.2%。

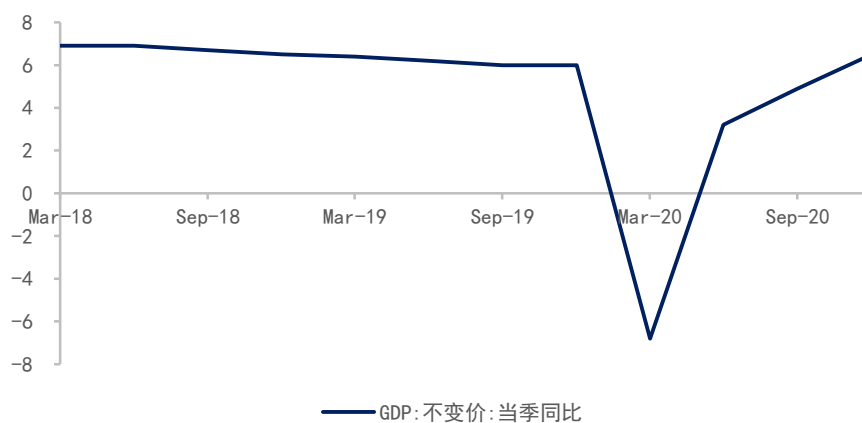
我们预计在当前需求明显超出潜在经济增速水平、就业市场压力不大的情况下，货币政策可能会有逐步收紧的风险。从7天回购利率

而言，中枢回到其政策利率 2.2% 的水平应该是一季度值得关注的。

从一季度到二季度初的情况来看，我们继续看好周期和低估值的相关品种。

**风险提示：**经济低于预期，政策不及预期，国内外疫情超预期恶化

图 1: GDP 不变价当月同比



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: GDP 不变价当年同比



资料来源: Wind, 国海证券研究所

## 【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，超过 10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

## 【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，不因，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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部信息，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_111](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_111)

