

6.5%强势收官！四季度GDP增速凭什么超预期？

核心观点：

1、从四季度主要经济数据看，当季 GDP 超出市场平均预期 6.2%，从主要动力看，工业生产持续复苏，投资受房地产与基建拖累总体增速预期内回落，受国内部分地区疫情反复影响下居民消费恢复受到制约，消费增速上行趋势被迫中断，总体而言，2020 年经济增速超出市场预期的 6.2%主要是靠出口和投资增长拉动。

2、就当前供需两端的恢复情况看，除工业生产外，消费、投资及出口当月同比均出现不同程度的转弱，工业生产偏强除强势外需拉动外，或与年末订单赶工效应有关，投资内部制造业逐渐赶超房地产、基建成为增速主力，当前已顺利完成投资内部动能切换，消费增速的回升则在疫情反复的影响下居民消费意愿再度受到压制、居民收入恢复缓慢等影响下被迫中断，而上述因素也在长短期内对消费恢复形成掣肘。总体综合考虑供需端的表现看，我们认为经济增速的单月增速或已处于相对高位，2021 年经济增长主要看内需的恢复情况，未来的经济增长仍需要政策端的呵护。

风险提示：疫情反复超预期 疫苗接种不及预期 政策调整超预期

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

戴朝盛 0571-87839255

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

目录

第 1 章	6.5%强势收官！四季度 GDP 增速凭什么超预期？	3
1.1.	四季度 GDP 增速凭什么超预期？	3
1.2.	当下经济动能发生了怎样的边际变化？	4
1.3.	总结及后市展望	6
	免责声明	7

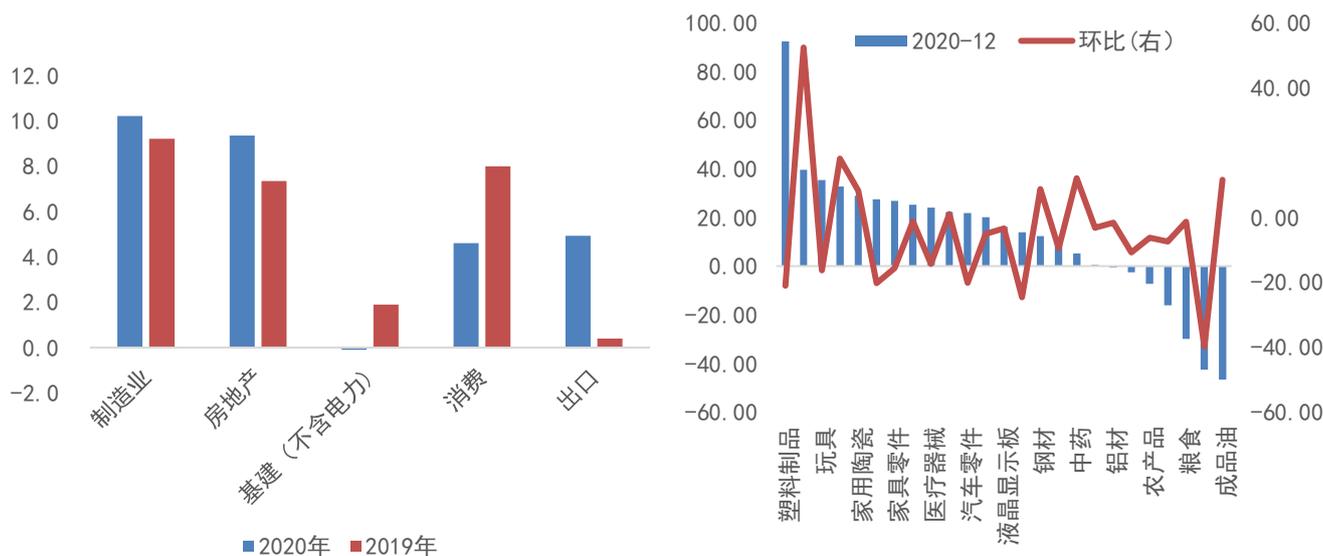
第1章 6.5%强势收官！四季度 GDP 增速凭什么超预期？

摘要：国家统计局公布 12 月经济数据，四季度 GDP 同比 6.5%，前值 4.9%，预期为 6.2%；12 月工业增加值同比 7.3%，前值 7%；固定资产投资同比 5.9%，前值 9.7%；社会消费品零售名义增速 4.6%，前值 5%。2020 全年 GDP 同比 2.3%，前值 6%，去年同期 6.2%。

1.1. 四季度 GDP 增速凭什么超预期？

市场对于四季度 GDP 增速的平均预期为 6.2%，最终强势收官 6.5%，超出市场一致预期和我们的预测。2020 年国内经济经受住疫情大考后顺利实现了漂亮的 V 型反转，从主要经济增长动能的当月同比表现来看，GDP 增速之所以超于市场预期主要源于今年出口和投资的靓丽表现，相较于去年同期水平看，出口大超去年同期水平，投资中制造业和房地产表现也好于去年同期而消费则大幅低于去年同期。

图 1.1.1：四季度 GDP 增速超预期主要受出口和投资（%）图 1.1.2：各行业出口表现及环比变化（%）



数据来源：Wind 南华研究

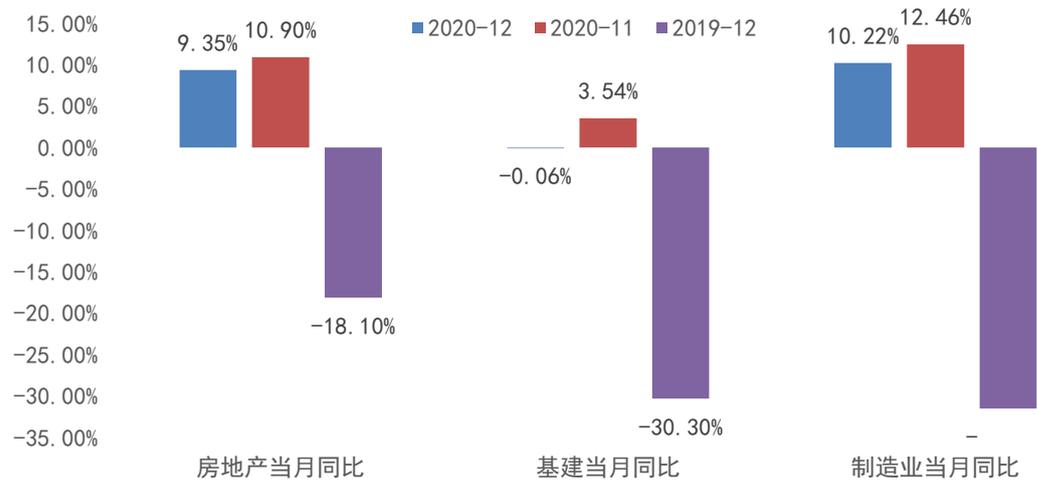
数据来源：Wind 南华研究

四季度出口远超去年同期水平，12 月出口增速再超预期，就我们反复强调的三驱动（传统外需、防疫物资对冲效应、对海外生产的正向替代效应）表现看，1）美日欧等主要经济体 PMI 稳中有升、均在荣枯线之上，海外经济不断修复导致传统外需向上；2）随着疫苗的逐步接种，防疫物资对冲效应重新拐头向下，以纺织品以及医疗器械为代表的防疫物资当月同比回落至 13.02%（11 月当月为 22.79%）；3）从主要出口地看，相较于 11 月，对美出口虽有回落，但依旧是所有地区或国家中增速最高的，相对来说，我们对东盟、韩国、日本以及中国香港的出口同比出现翻倍式回升，是导致 12 月出口再超预期的最主要原因。从产品类别看，12 月出口产品中表现偏强的除了地产链条类、

防疫物资类、玩具等节日需求类产品外，稀土、肥料以及成品油的出口同比明显较上月改善，因此原油价格的反弹也部分支撑了12月出口超预期。

再来看投资，从当月同比看，虽然12月房地产、基建以及制造业当月同比的环比均出现一定程度的回落（房地产投资在紧融资政策以及房地产集中管理度施压下于11月见顶回落，基建受疫情、财政支出节奏以及季节性影响当月增速小幅转负，相对而言，制造业增速虽略有回落，但仍处于2018年9月以来的相对高位），但仍旧远远高于去年同期水平，增速差均在20%以上，尤其是制造业，去年同期增速差高达42%左右，四季度制造业的亮眼表现与今年持续偏强的出口有直接关系，2020出口交货值占工业增加值的比值升至34.77%（2019年该比值为33.78%）。

图 1.1.3：投资各分项四季度及去年同期当月同比表现



资料来源：Wind 南华研究

1.2. 当下经济动能发生了怎样的边际变化？

在2021年宏观经济展望《新平衡，再回归》中我们提到，消费和制造业将成为2021年经济增长动能中的主力军，出口上半年持续偏强，总体前高后低，那么，在2021年1月底的当下，我国经济增长动能发生了哪些边际变化呢？

1、除工业生产外，消费、投资及出口当月同比均出现转弱

从当月同比看，除供给端的工业增加值的当月同比维持升势外（12月工业增加值同比增长7.3%，增速较上月继续上行0.3个百分点，环比增速也有所加快，全年工业增加值同比增长2.8%），需求端的三驾马车中消费、投资及出口当月同比均较11月出现一定程度转弱（12月上述三驾马车的当月同比分别为消费4.6%、房地产9.35%、制造业10.22%、基建-0.06%、出口18.10%，11月同比为5.0%、10.90%、12.46%、3.54%、20.60%），这说明国内经济恢复的单月增速或基本抵至高点。

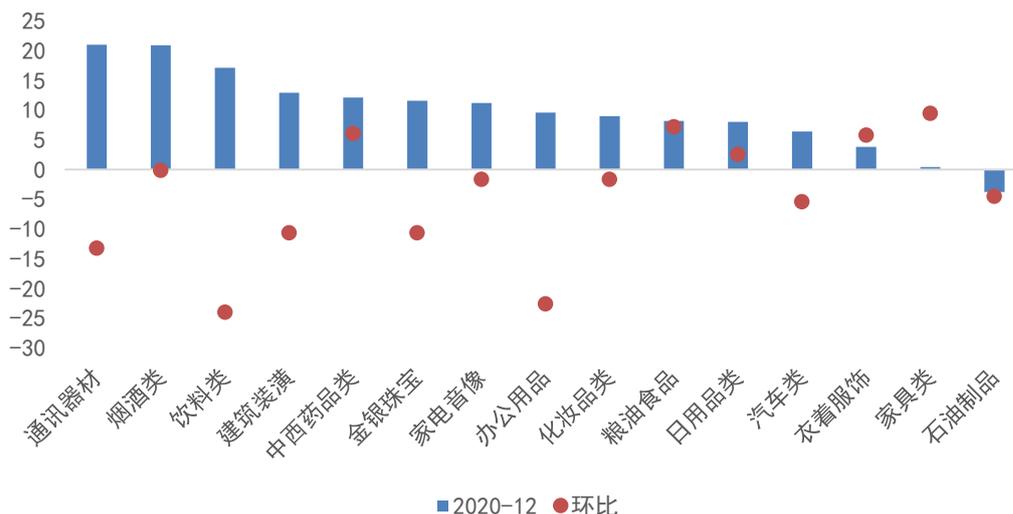
2、消费增速向上趋势被迫中断，疫情反复再添忧虑

12月社零当月同比年内首次转弱，一方面，居民收入恢复相对缓慢（截至12月，全国居民人均可支配收入累计同比仅恢复至2.0%，远低于去年同期的6.5%），另外近期国内部分地区疫情反复以及疫情防控措施的加强在一定程度上压制了居民的出行及消费意愿（从平均消费倾向看，12月消费支出占比61.61%，虽较第三季度的58.64%有

所改善，但仍显著低于去年同期的 66.25%)，对本就恢复偏慢的消费形成新的掣肘。

从产品类别看，通讯器材虽环比回落但整体依旧维持高增长，烟酒饮料以及粮油食品类等受益于年前备货需求表现偏强或有所回升，建筑装潢类以及家电音箱等地产下游产品环比虽有回落但受益于房地产增速带动表现不弱，相对而言，石油及制成品受油价波动增速下滑，对 12 月社零形成拖累，除此之外，汽车消费增速大幅放缓也在一定程度上解释了社零增速的转弱。

图 1.2.1：从产品类别看各行业消费增速及环比变化 (%)



资料来源：Wind 南华研究

3、制造业投资已悄然成为投资增速的主力

从投资内部结构看，房地产投资增速已于 11 月开始从高位见顶回落，基建增速小幅转负，制造业当月增速虽略有回落，但仍旧是投资门类中增速最高的，俨然已经成为投资增速的主心骨。

具体来看，房地产投资增速在“三道红线”以及“房地产集中管理度”实施压力下 2021 年面临一定的下行压力，且融资端的下行压力已经于 11 月传导至房地产投资上，房地产投资在政策收紧的压力下仍存在一定的下行空间。

再来看基建，基建增速小幅转负至 -0.06%，全年基建累计同比为 3.41%，宅口径全

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_18252

