

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

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

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
免责申明 7

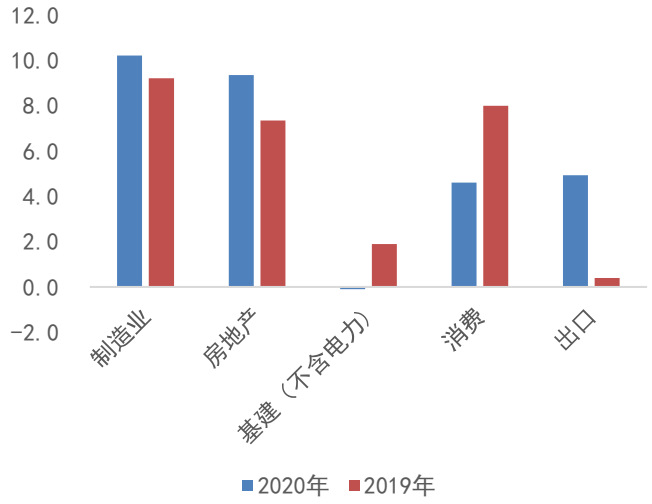
第1章 6.5%强势收官！四季度 GDP 增速凭什么超预期？

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？

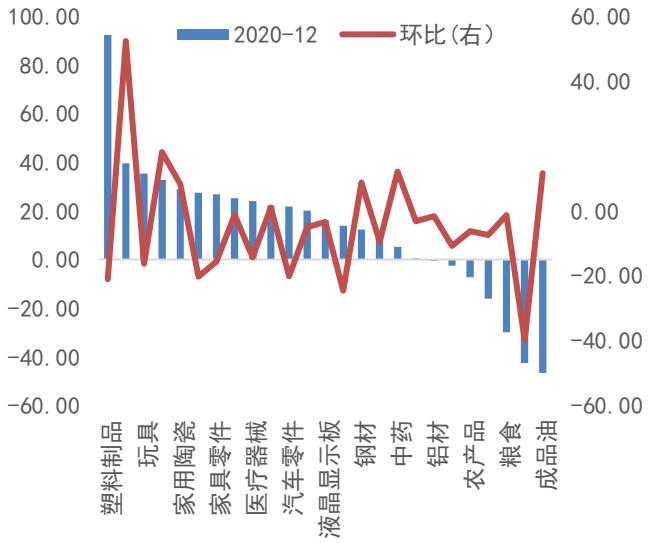
市场对于四季度 GDP 增速的平均预期为 6.2%，最终强势收官 6.5%，超出市场一致预期和我们的预测。2020 年国内经济经受住疫情大考后顺利实现了漂亮的 V 型反转，从主要经济增长动能的当月同比表现来看，GDP 增速之所以超于市场预期主要源于今年出口和投资的靓丽表现，相较于去年同期水平看，出口大超去年同期水平，投资中制造业和房地产表现也好于去年同期而消费则大幅低于去年同期。

图 1.1.1：四季度 GDP 增速超预期主要受出口和投资（%）



数据来源：Wind 南华研究

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

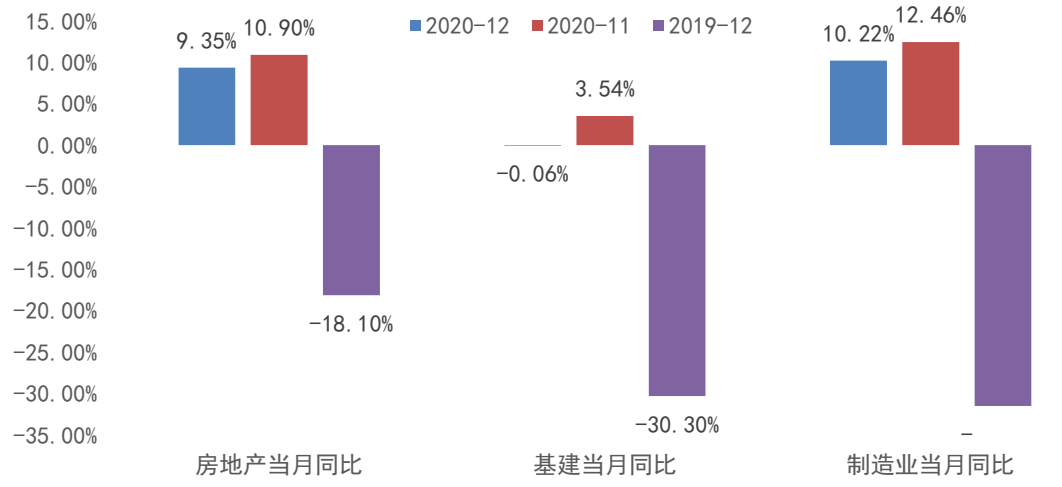
四季度出口远超去年同期水平，12 月出口增速再超预期，就我们反复强调的三驱动（传统外需、防疫物资对冲效应、对海外生产的正向替代效应）表现看，1）美日欧等主要经济体 PMI 稳中有升、均在荣枯线之上，海外经济不断修复导致传统外需向上；2）随着疫苗的逐步接种，防疫物资对冲效应重新拐头向下，以纺织品以及医疗器械为代表的防疫物资当月同比回落至 13.02%（11 月当月为 22.79%）；3）从主要出口地看，相较于 11 月，对美出口虽有回落，但依旧是所有地区或国家中增速最高的，相对来说，我们对东盟、韩国、日本以及中国香港的出口同比出现翻倍式回升，是导致 12 月出口再超预期的最主要原因。从产品类别看，12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

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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。

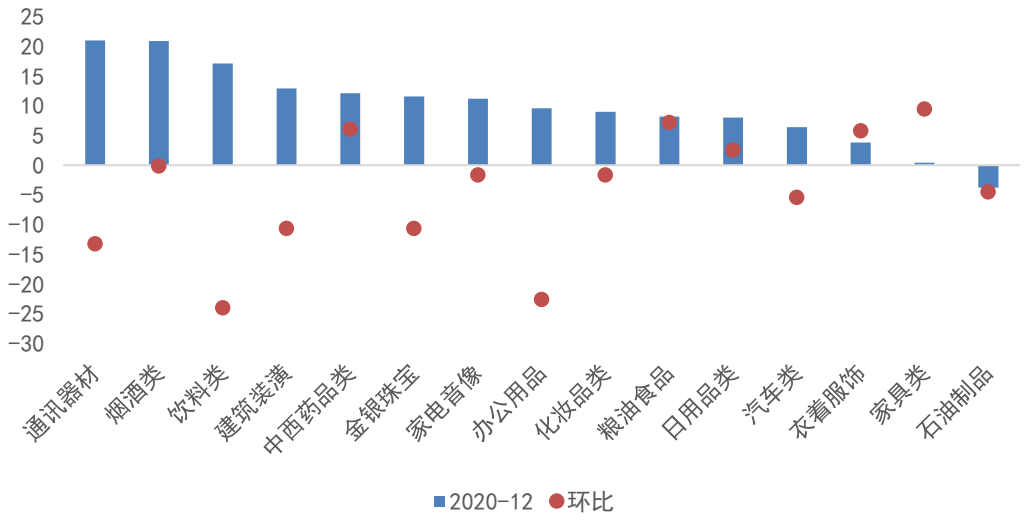
2、 消费增速向上趋势被迫中断，疫情反复再添忧虑

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。

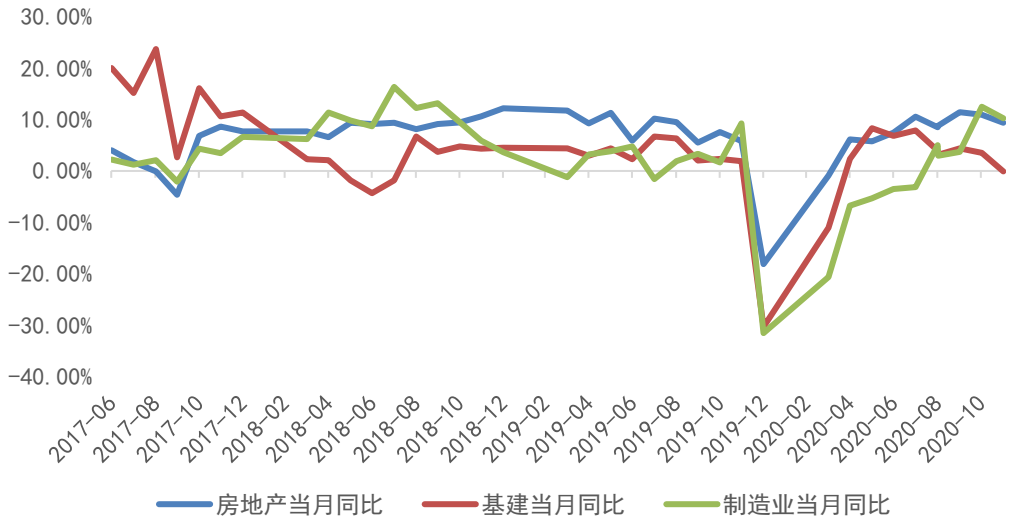
具体来看，房地产投资增速在“三道红线”以及“房地产集中管理度”实施压力下 2021 年面临一定的下行压力，且融资端的下行压力已经于 11 月传导至房地产投资上，房地产投资在政策收紧的压力下仍存在一定的下行空间。

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%，宅口径全年基建增速仅为 0.9%，这背后既有跨周期调节思路下基建逆周期调节必要性及调节意愿均不高的因素在，也受到 12 月财政支出不及预期的拖累。对于基建增速，我们认为 2021 年基建增速难以出现大幅增长，在新基建以及城市群、都市圈等概念大型基建项目支撑下预计小幅回升，整体增速中枢预计持稳在 4%左右。

所以被委以重任的便是呈现高增长的制造业，12 月制造业增速维持在 10.22%的高增速，增速小有回落，但不改变我们对于 2021 年制造业增速的乐观预期。从利润的角度看，制造业利润领先于制造业投资回升一年左右，工业企业利润当月同比从 2020 年下半年以来持续两位数以上的增速，另外制造业回升相对具有滞后性，因此 2020 年维持高增速的基建、房地产对于 2021 年制造业增速会形成持续的支撑，这也是抬升 2021 年制造业投资维持高增长的主要动力。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 1.2.2：各投资分项当月同比走势（%）



资料来源：Wind 南华研究

1.3. 总结及后市展望

综合来看，2020 年四季度经济增速超预期主要依靠外需和投资拉动，但向前看 2021 年，经济增长动能的切换仍在进行中，投资内部结构中制造业已经接力房地产和基建成为投资增速的第一动力，

12 月来看经济增长的单月增速或已处于相对高位，未来的经济增长仍需要政策端的呵护。

免责申明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。

南华期货 NANHUA FUTURES

公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层　邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货　股票代码：603093

南华期货营业网点