6.5%的 GDP 增长靠什么？

2021 年 01 月 18 日

事件

- 国家统计局公布 12 月经济数据，**四季度** GDP（实际值）同比 6.5%，前值 4.9%；**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（不变价）同比 2.3%，前值 6%；固定资产投资累计同比 2.9%，前值 5.4%；社会消费品零售名义增速-3.9%，前值 8%。

观点

- **四季度 GDP 超预期主要靠出口和投资。**2020 年四季度 GDP 增速 6.5%，不仅超过 2019 年同期（6.0%），而且创下两年来的新高。从主要分项来看，出口增速的跳升应该是四季度 GDP 增速超预期的最主要来源（图 1），投资方面房地产投资、制造业投资和基建投资均高于 2019 年同期，而消费增速则显著低于 2019 年同期。四季度出口交货值的跳升是工业增加值超预期的主要因素，亦使得四季度全国工业产能利用率升至 2013 年以来的最高点。

- **但 12 月数据则表明经济增长改善仍显著依赖外需。**对比 11 月增速，我们发现仅有工业增加值同比继续回升，而固定资产投资中的房地产、制造业、基建，以及社会零售销售均较 11 月有所回落。而 12 月工业增加值的超预期回升一方面受工作日的影响：由于元旦假期并未错位，2020 年 12 月的工作日比 2019 年多了两天；另一方面也受到外需的提振：12 月工业企业的出口交货值同比 9.7%，较 11 月（9.1%）进一步提升。

- **除外需之外，往后地产和基建对增长的拉动将出现分化。**我们预计短期内地产投资的韧性仍将延续，从 12 月的数据来看，房地产销售增速依然保持在全年的高位，新开工增速和预售资金增速的反弹则表明地产商依然通过预售回笼资金，而施工面积的跳升则表明后续开发商也在推进前期已开工项目的完工进度，从而加大安装工程类的地产投资。基建投资回升的前景则不那么乐观，一方面 2020 年专项债存在一定的结余，反映出项目储备的不足，另一方面 2021 年的专项债额度并未提前下达，因此在 2021 年一季度的空窗期，基建投资可能乏善可陈。

- **制造业投资有望持续回升，但集中在少数行业。**从 2020 年全年的情况来看，在制造业 32 个类别中，投资增速高于整体平均水平的行业仅有 11 个；投资增速靠前的行业如医药制造业，黑色金属冶炼及压延加工业主要受益于出口和房地产的复苏；并且制造业投资的回升一直受到民间制造业投资疲软的拖累（图 5）。鉴于 2020 年制造业在国内经济占比的大幅下滑，我们此前的分析表明，2021 年制造业投资能否超预期回升，主要取决于制造业增加值在 GDP 中的占比能否稳住（图 6）。

- **受国内局部地区疫情影响，社零今年以来逐月改善的趋势止于 12 月。**结构上，商品零售同比较 11 月回落，或因 11 月购物节促销活动透支居民商品消费需求；餐饮收入同比转正，但较疫前仍有较大差距（图 7）。从产品来看，汽车仍是对 12 月限额以上消费拉动最大（2pct，下同）的产品，其次为粮油（0.8pct）、家电（0.7pct）、通讯器材（0.7pct）（图 9）。**往后看，居民消费意愿的恢复依赖于疫苗有效接种后疫情消散。**疫情加大了居民可支配收入差距，这一状况仍有待改善（图 10）；同时居民消费倾向距正常水平还有不小的差距（图 11）。1 月以来北方城市疫情形势严峻，这对居民消费意愿的影响可能是全国性的。我们预计消费端的全面复苏依赖于疫苗有效接种后，各类消费场景均恢复至常态。

- **风险提示：**疫苗接种意愿低于预期，疫情扩散超预期

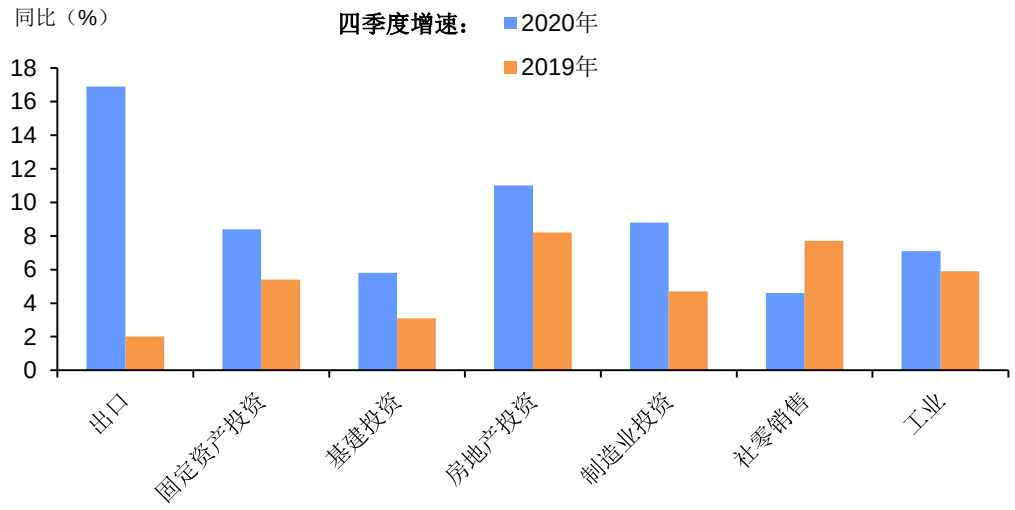
证券分析师　陶川
执业证号：S0600520050002
010-66573671
taoch@dwzq.com.cn
研究助理　赵艺原
zhaoyy@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20210115：一文读懂拜登财政刺激内容、前景及影响》2021-01-15
2、《宏观点评 20210114：12 月出口为何再超预期？》2021-01-14
3、《宏观点评 20210112：非标萎缩会成为降准的催化剂吗？》2021-01-13
4、《宏观点评 20210111：PPI 转正在即，需要担心高点吗？》2021-01-11
5、《宏观点评 20210107：四季度 GDP 增速有多高？--2020 年 12 月经济数据预测》2021-01-07

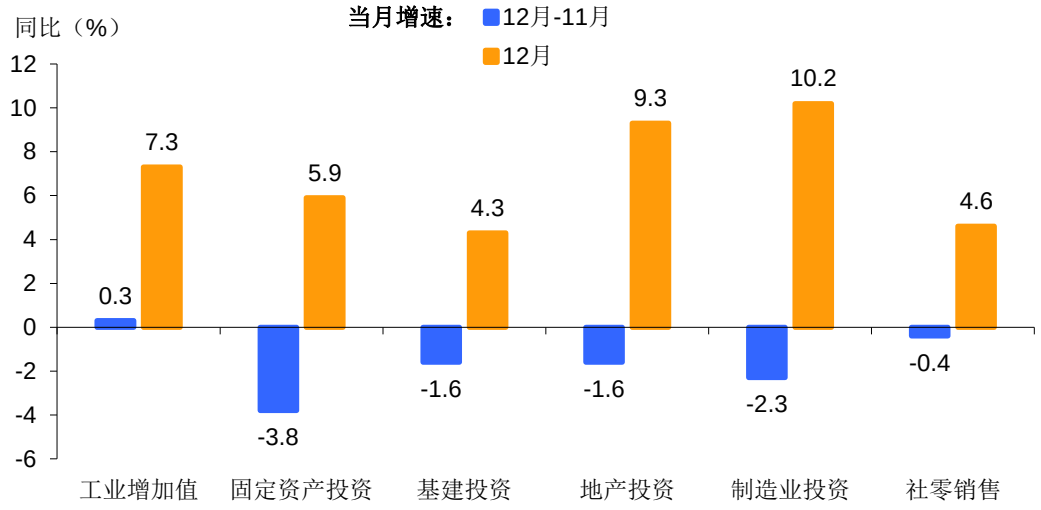
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：2020 年四季度 GDP 超过 2019 年去年同期，主要靠出口和投资带动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

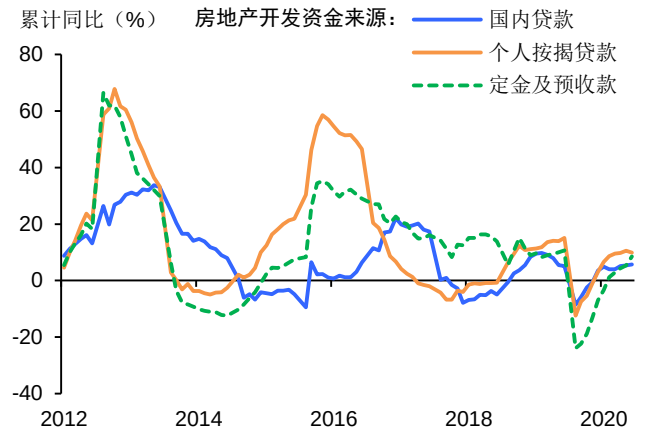
图 2：12 月经济增长数据：仅工业增加值较 11 月继续改善



数据来源：Wind，东吴证券研究所

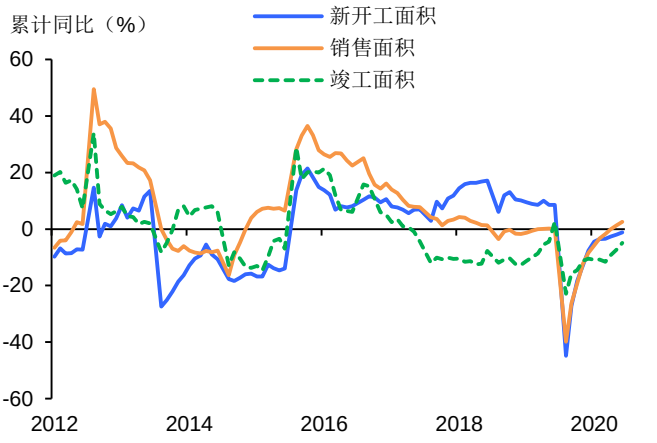
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：房地产商仍在通过加快预售回笼资金



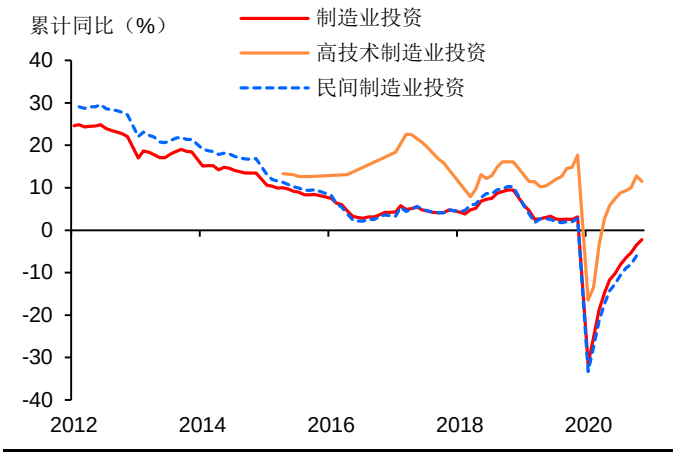
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：房地产销售、新开工和竣工仍在持续回升中



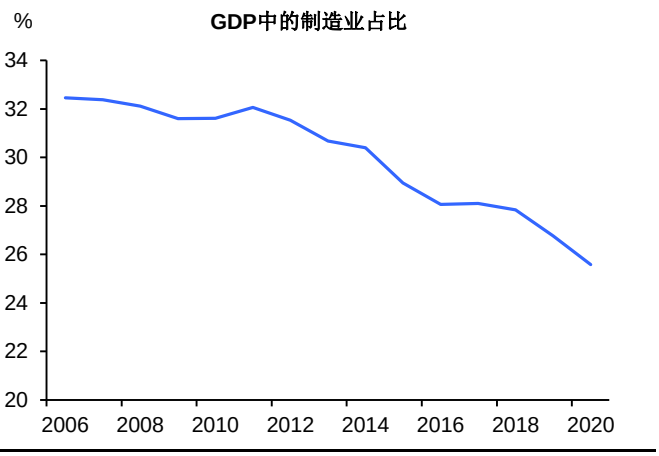
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：制造业投资回升受民间制造业投资疲软的拖累



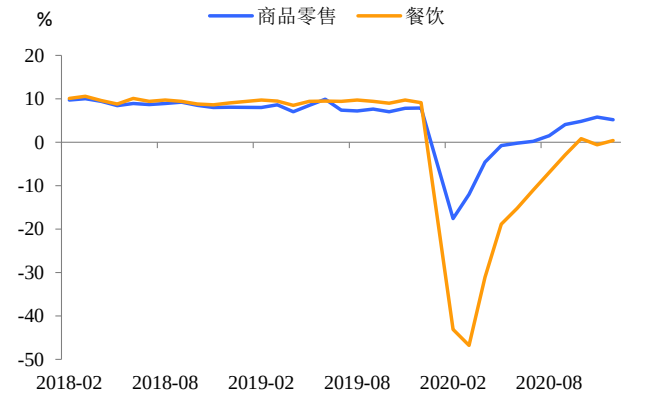
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：2020 年制造业占 GDP 的比重显著下滑



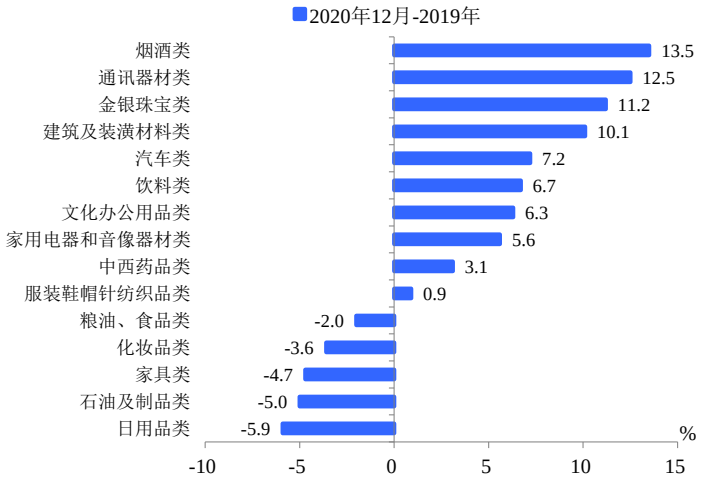
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：餐饮消费同比再次转正



数据来源：Wind，东吴证券研究所

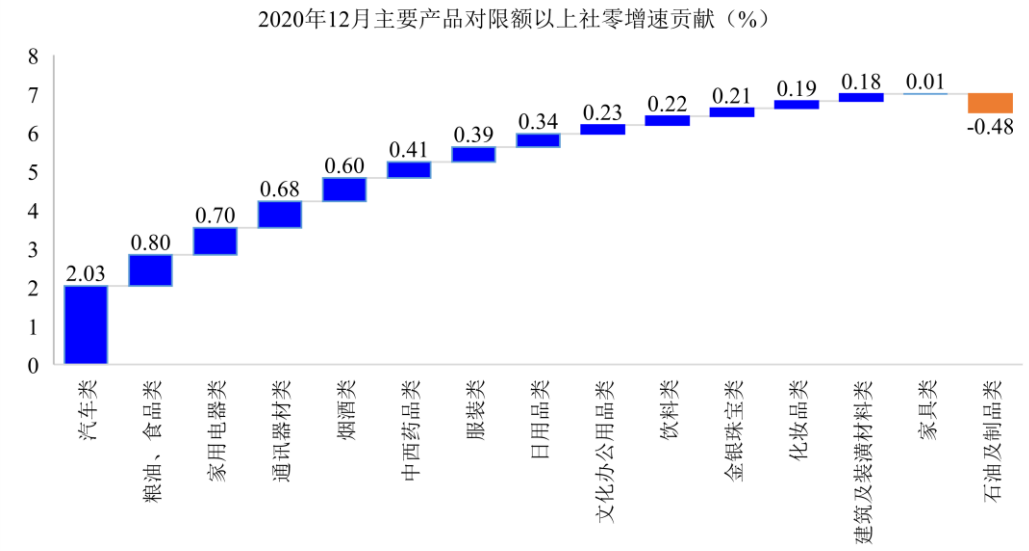
图 8：12 月烟酒、手机、金银珠宝零售好于疫前水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

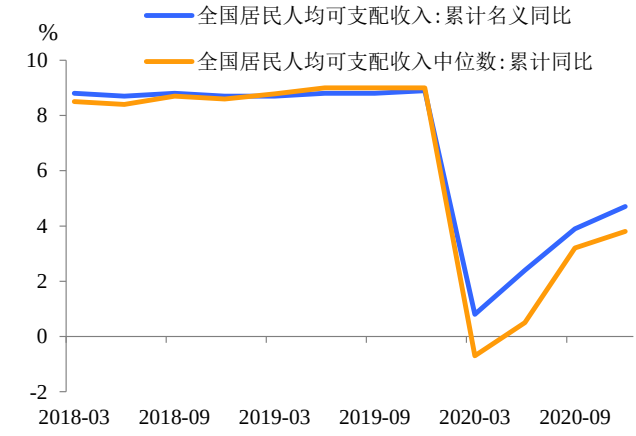
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 9：2020 年 12 月汽车销售对限额以上社零拉动最大



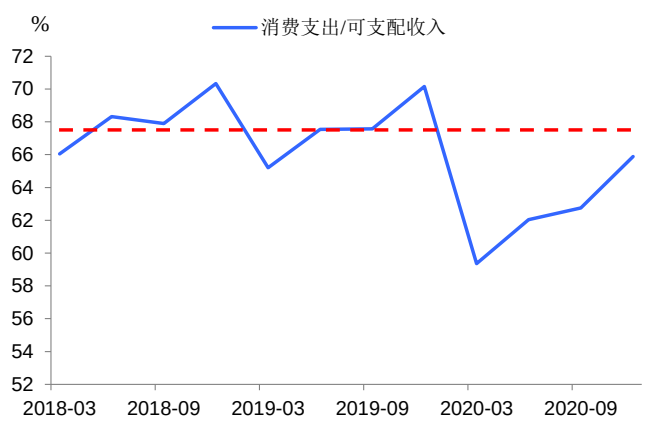
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：居民疫情后贫富差距加剧状况仍有待改善



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11：居民消费倾向距离正常水平仍存差距



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

