

## 中国主要宏观指标 (%)

	2020官方	2021预测
GDP	2.3	7.5
通胀	2.5	1.6
消费	-3.9	8
投资	2.9	6.2

数据来源：国家统计局；恒生中国。

### 一个测算：2020年的增长从哪里来

中国2020年的GDP增速为2.3%，出乎很多人的意料，为什么会这样？我们需要比较GDP的两种算法，即生产法和支出法。国家统计局公布的GDP是按照生产法计算的，也就是第一、第二、第三产业（分别对应农业、工业、服务业）上报的产量总数，可以简单理解为总供给。分项数字显示，疫情后的工业复苏是极为惊人的，制造业在第四季度的增速高达7.3%，为2015年以来的最高值。服务业中增长最快的是信息软件，金融和房地产，三者相加贡献了60%的GDP增长，而在过去10年这三项的贡献率一直停留在20%左右。

但是如果按照支出法估算GDP（消费、投资、净出口的加总），感受就会截然不同。首先，消费来自居民和政府：2020年，居民消费下降了1.6%

（通常占总消费的70%），政府消费数据尽管尚未公布，假设和财政支出趋势一致，那么就与上年水平大致持平，因此估算总消费下降约1.1%。其次，投资来自固定资产投资（上涨2.9%）和存货，其中投资主要靠政府和国企的拉动，私人部门投资从8月之后才转正，且受到资金面偏紧的约束涨幅有限。相比之下表现最好的是外需：净出口大涨27.4%（按人民币计价）。因此在GDP增长的2.3个百分点中，据我们估算，内需驱动的增长仅有1.3个点，而外需拉动了1个点。

### 为什么市场普遍低估了2020年的增长

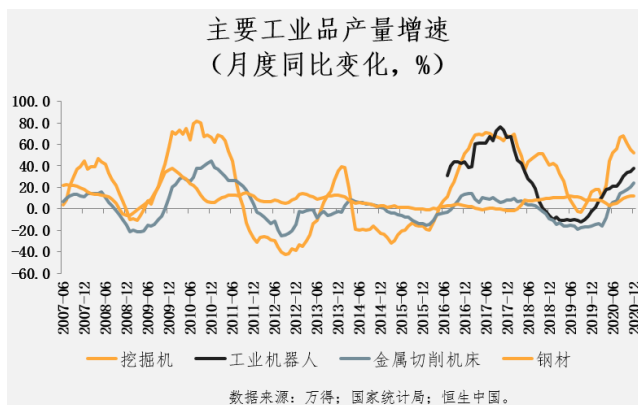
关于2020年的增速，市场平均预期在2%以下，而非最后的2.3%。这种差异主要来自两方面。

第一，低估了净出口。由于海外疫情控制不力，全球对中国生产的依赖性不断增强，因此出口在下半年几乎保持两位数增长。同期进口却在收缩，这一方面是由于国内消费能力尚未恢复，另一方面是服务业进口（包括海外留学、跨境旅游和购物等）的大幅下降。因此二者差值（净出口）大涨，最终贡献了GDP增长的43%，也是过去十年从未出现过的高占比，之前净出口的贡献率一般在正负10%的区间内震荡。

第二，低估了工业产能的扩张。2020年的工业投资超出了许多人的意料，其中一部分作为出口满足海外需求，另一部分转化为工业产能和存货。看2020年存货分项，库存增长最快的产业大都集中在制造业，包括电子、机械设备、医药和家具。存货不足产业的集中在上游，包括采矿业（尤其是煤炭和天然气）和有色金属。

### 产能扩张周期的开始？

2020年的工业产能扩张趋势明显，体现在三个方面。第一，数字基建投资（5G基站，大数据中心）；第二，传统基建相关产业，覆盖了上游建材（钢铁、水泥）和中游工程机械（挖掘机、重型卡车）；第三，制造业（机床、工业机器人）。在2020年年末，以上工业品的产量增速攀升至两位数。“十四五”期间中国可能进入新一轮工业景气扩张阶段，在环保减排的背景下，实现基建和制造业的升级。中国过去20年的数据表明，产能扩张期往往对应利率和资产价格上行。





## 免责声明

本文件由恒生银行（中国）有限公司（“恒生中国”）发布。本文所载信息乃基于恒生中国认为可靠的资料来源，但该等资料来源未经独立核证。并且，本文包含的预测及意见只作为一般的市场评论，仅供参考。该等预测及意见为恒生中国或撰写本文件的（一位或多位）投资顾问于本文件刊发时的意见，可作修改而毋须另行通知。本文件并不构成，亦无意作为，也不应被诠释为有关投资于本文提及的任何证券或投资产品的投资建议，要约、要约邀请或推荐。

关于本文所含信息、预测或意见的公平性、准确性、完整性或正确性，以及任何该等预测或意见所依赖的基础，恒生中国不作任何明示或暗示的保证、陈述、担保或承诺，恒生中国亦不会就任何人使用或依赖本文所载任何该等信息、预测或意见而承担任何责任。阁下须自行评估本文所载信息、预测或意见的相关性、准确性及充足性，且如阁下认为必要或恰当，阁下可为该等评估开展相关独立调查。

恒生中国及其关联公司可能自营、承销本文提及的全部或任何证券和/或投资产品，或已经就此等交易建立头寸。恒生中国及其关联公司亦可能因进行本文提及的全部或部分证券和/或投资产品赚取佣金或费用。

本文提及的证券或投资产品可能并不适合所有投资者，且并未考虑各收件人的任何特定投资目标、财务状况或其他需要。在作出任何投资决定前，阁下须基于自身的投资目标、财务状况及特定需要而作出投资决定，如有需要，阁下应于作出任何投资前咨询阁下的专业顾问。

投资有风险。阁下应当注意投资价值可能向上或向下波动，且投资过去的表现不代表其未来表现。本文并不旨在识别相关证券或投资产品涉及的所有风险。

©版权[2021]「恒生中国」保留所有权利。未经「恒生中国」事先书面许可，不得将本文件之任何部分复制、储存于检索系统，或以任何形式或途径（包括电子、机械、复印、录制或其他）传送。