

宏观点评 20210126

哪些受益，哪些受损？——分行业测算“就地过年”对一季度 GDP 增速影响

2021 年 01 月 26 日

观点

- 近期“就地过年”对 2021 年一季度 GDP 的影响受到市场热烈关注，但迄今的分析依然仅是简单判断了其“生产”和“消费”的两大作用方向。本篇报告中，我们沿用此前的 GDP 生产法下行业视角预测框架，即从三大产业出发，分行业研判“就地过年”影响，进而修正我们对一季度 GDP 增速的预期。
- **第一产业：不受“就地过年”影响，预计回归常态趋势。**假设 2021 年一季度一产回到其常态产值水平。由此计算得到 2021 年一季度一产同比 10%左右，拉动 GDP 增长 0.8%。
- **第二产业：对“就地过年”最敏感，春节前后生产效率有望提升。**“就地过年”减少了春节黄金周前后（腊月十五至正月十五）工作日因人口返乡返程带来的产出损失。我们预计一季度第二产业的同比增速 33%，拉动 GDP 增长 12.5%。
- **第三产业：“就地过年”影响分化，受损行业多于受益行业。**我们依据是否受“就地过年”影响将三产分为两类行业：
 - （1）金融业和房地产业几乎不受影响，比如银行贷款的投放量、居民的购房决策并不会因“就地过年”而显著改变，预计 2021 年一季度 GDP 同比分别为 7.7%、12%。
 - （2）其他服务业（预计一季度 GDP 同比 15%，下同）、交运业受益（33%），住宿餐饮（50%）、批零（21%）、租赁（16%）、信息软件业（20%）受损。整体上，我们预计第三产业拉动 GDP 增长 9.4%。
- 综上，在新的测算框架下，**2021 年一季度中国 GDP（不变价）增速约为 22.7%，比我们此前预测的 18%高出 4.7 个百分点。**

需要强调的是，“就地过年”现象对经济数据的扰动仅是一次性的，可能会带来一定的投资机会，但不应过分解读其对 2021 年整体经济走势的影响。
- **风险提示：**实际就地过年人群占比较预测值偏离较大，疫情恶化程度加剧。

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dzwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaoy@dzwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

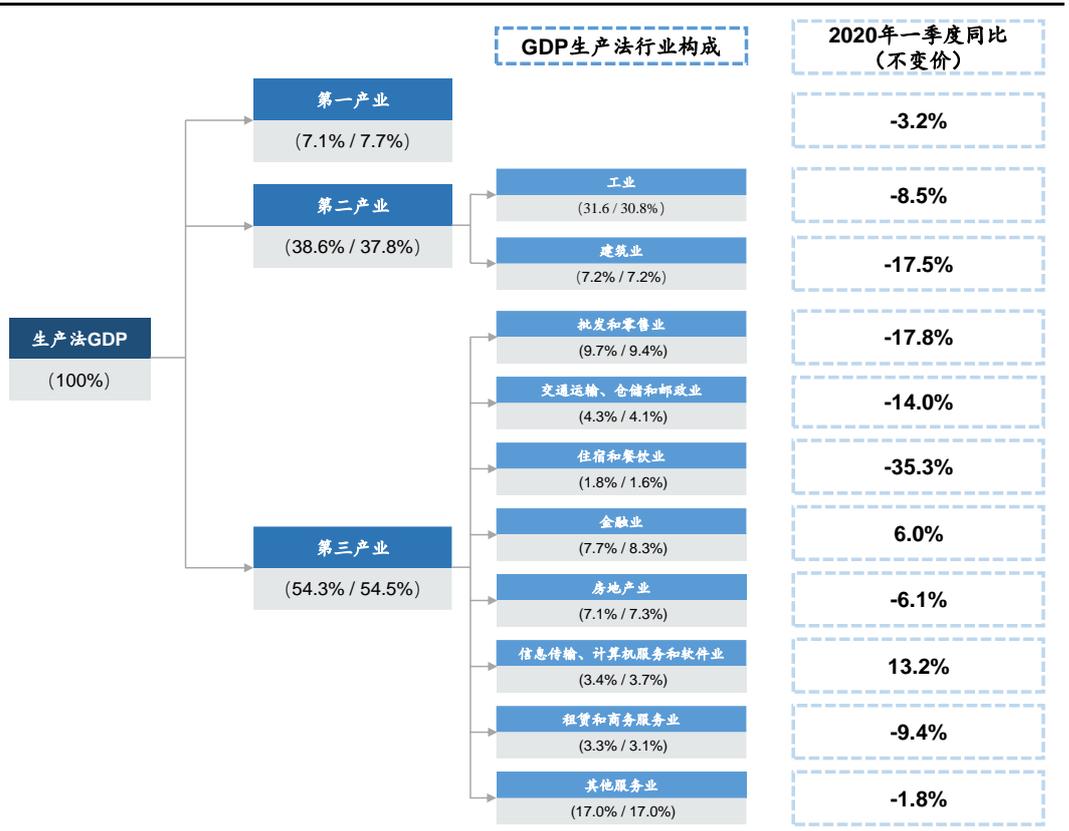
zhaoyy@dzwzq.com.cn

相关研究

- 1、《宏观点评 20210125：类杜邦分解下的 2021 年房地产投资》2021-01-25
- 2、《宏观点评 20210121：全球疫苗接种进展五问五答》2021-01-22
- 3、《宏观点评 20210120：一文前瞻拜登就职演说内容及影响》2021-01-20
- 4、《宏观点评 20210118：6.5% 的 GDP 增长靠什么？》2021-01-18
- 5、《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

近期“就地过年”对2021年一季度GDP的影响受到市场热烈关注，但迄今的分析依然仅是简单判断了其对于“生产”和“消费”的两大作用方向。本篇报告中，我们沿用此前的GDP生产法下行业视角预测框架，即从三大产业出发（图1），分行业研判“就地过年”影响，进而修正我们对一季度GDP增速的预期。

图1: GDP生产法行业构成及增长情况

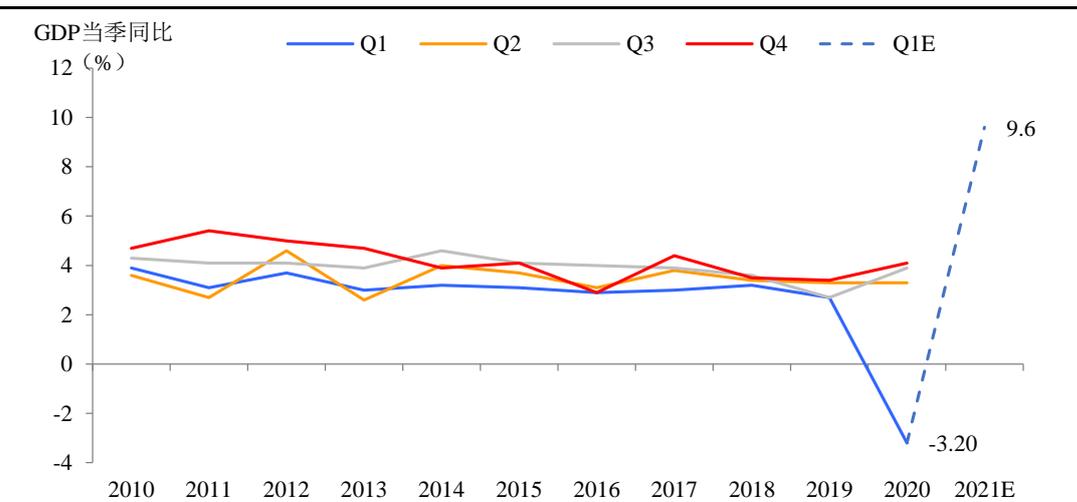


备注：各行业括号内的值分别为2019年、2020年名义GDP占比。
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1. 第一产业：回归常态

第一产业显然不受“就地过年”的影响，预计延续2020年逐季改善、回归常态趋势。如图2所示，除了2020年外，过去10年一产GDP一季度增速分布在“3”附近，走势平稳。由于疫情并不影响一产的结构，而“就地过年”之下经济活动最大变化在于人员流动减小、有效工作日增多，这对一产影响并不大，因此我们假设2021年一季度一产回到其常态产值水平（即2020-2021年一季度增速均在“3”左右）。由此计算得到2021年一季度一产同比10%左右。

图 2: 历年一季度第一产业 GDP 同比分布在 3%附近



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

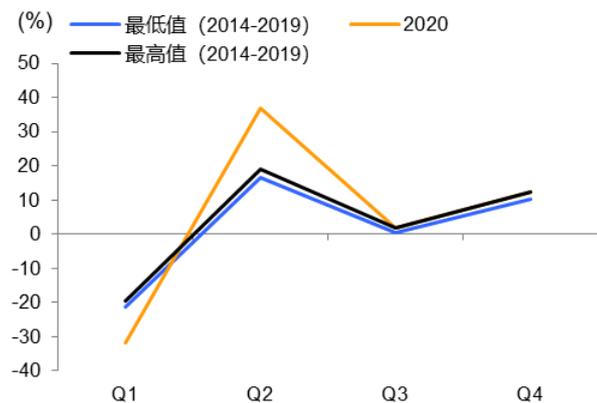
2. 第二产业: 对“就地过年”最敏感

“就地过年”降低了回乡和返程的时间成本, 将提高假期前后工业和建筑业生产的效率。第二产业 GDP 变化具有明显的季节性特征, 每一年第一季度相对前一年的第四季度都会出现环比 20%左右的降幅, 其中春节无疑是主要“拖累因素”之一(图 3)。今年春节迁徙人口中预计有 40%会选择就地过年¹, 对于第二产业来最直接的影响是减少了春节黄金周前后(腊月十五至正月十五)工作日因人口回乡返程带来的产出损失。

考虑到 2021 年处于上述时间段的工作日有 20 天(之前有 12 天, 之后为 8 天), 占第一季度工作日的比例处于 2015 年以来的高位(图 4)。在乐观的情景下, 假设上述阶段中最低日产出为正常情况的 40%, 结合每年第四季度和第一季度工作日数据, 我们预计第一季度第二产业的同比增速约为 33%, 拉动一季度 GDP 同比增速约 12.5 个百分点。

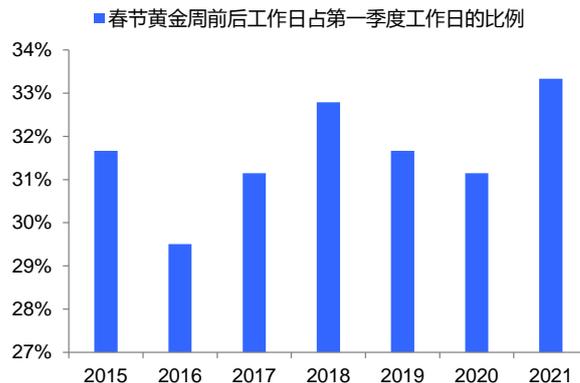
¹ 1月20日国务院联防联控机制新闻发布会上, 交通运输部运输司服务司副司长王绣春表示“预计2021年全国春运期间发送旅客17亿人次左右, 日均4000万人次, 比2019年下降四成多……”, 资料来源: <http://www.gov.cn/xinwen/gwylflkjz146/index.htm>

图 3: 第二产业 GDP 的环比增速有非常明显的季节性



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 春节黄金周前后工作日占第一季度工作日的比例



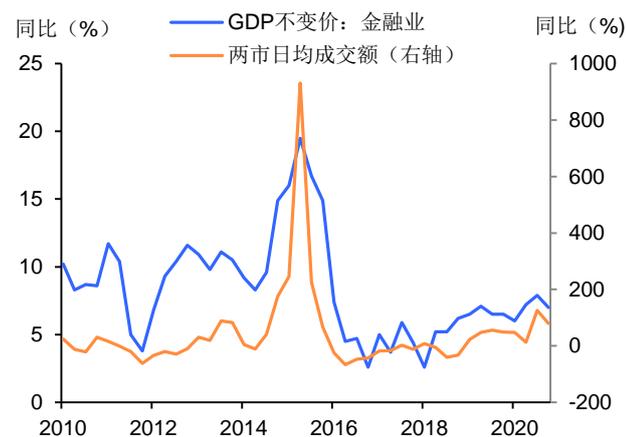
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 第三产业: “就地过年”影响各异

三产中的一些行业, 比如金融业、房地产业, 基本不受就地过年的影响, 比如银行贷款的投放量、居民的购房决策并不会因“就地过年”而显著改变, 因此在预测其一季度 GDP 时, 主要考虑的是其核算方法和基数效应。

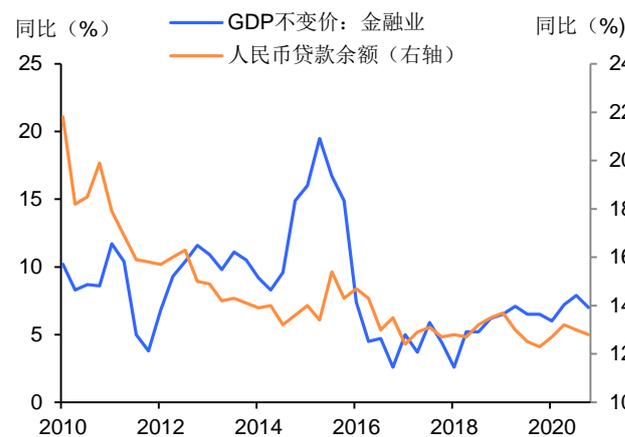
金融业: 由于实际 GDP 中的金融业增速主要锚定银行贷款增速和股市成交额增速 (图 5、图 6), 一季度我们可以结合这两项的增速来预测金融业 GDP 增速, 鉴于一季度新增贷款有望达到 7 万亿、结合年初以来两市成交额的强劲表现, 我们预计一季度金融业 GDP 增速在 7.7% 左右。

图 5: 金融业 GDP 增速与股市成交额增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 金融业 GDP 增速与人民币贷款余额增速

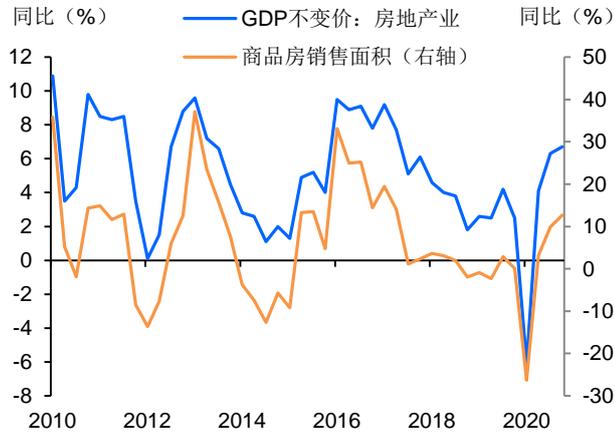


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

房地产业: GDP (不变价) 中的房地产业与商品房销售面积增速高度正相关, 但由于其核算自有住房虚拟服务, 因此波动性较小。鉴于最近三年 (2020 年除外) 每年一季度的商品房销售在 3000 万平方米附近, 因此如果我们假设 2021 年一季度商品房销售回

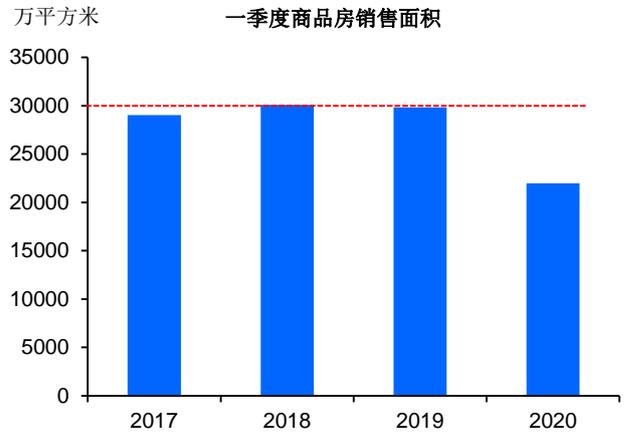
到这一水平，则同比增速在 36%左右，对应一季度 GDP（不变价）中的房地产同比增速在 12%附近。

图 7: GDP 中房地产业增速与商品房销售面积增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 2017 年-2020 年一季度商品房销售面积

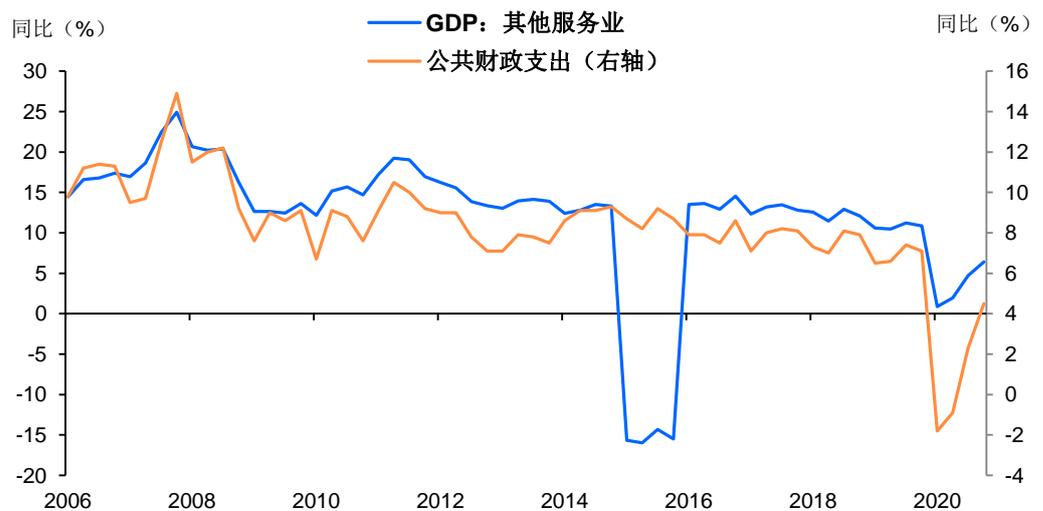


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

在金融和房地产之外，三产中其他行业则或多或少受到“就地过年”的影响，但有的行业受益，有的行业受损。

其他服务业：其细分行业如公共管理与社会组织、科学研究等大多属于政府主导下的非市场生产部门，因此其产出与政府的公共财政支出密切相关。鉴于“就地过年”下多地已出台“稳岗留工”政策并发放相应补贴，考虑到这部分新增的财政支出以及基数效应，我们预计一季度公共财政支出同比增速在 25%附近，对应 GDP 不变价中的其他服务的同比增速在 15%左右。

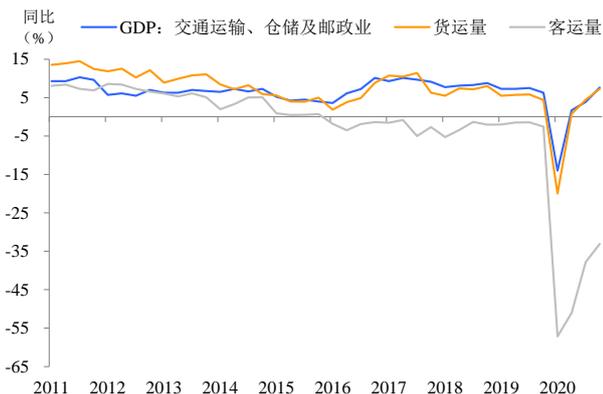
图 3: GDP 中的其他服务业与公共财政支出在同比增速上基本保持一致



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

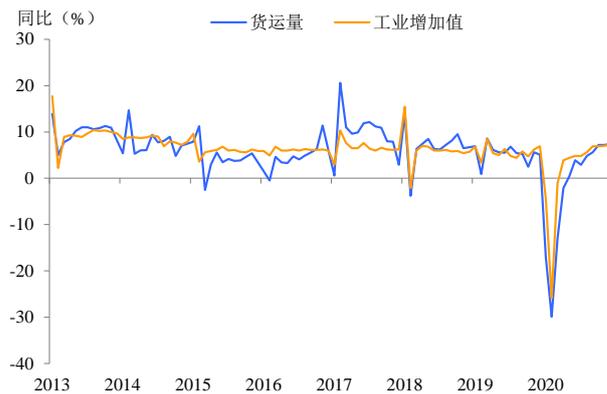
交运、仓储及邮政业：市场普遍关注到近日全国客运量同比骤降（1月23日同比-55%），但这并不能指向一季度交运行业 GDP 收缩，因为交运业 GDP 增速与客运量增速的相关性较低，**更值得参考的是与之具有高相关性的货运量增速（图 5）**。而货运量增速又与工业增加值增速高度相关（图 6），因此我们采用前文估算的二产增速 33%来估算交运业 GDP 增速。

图 4：交运业 GDP 与货运量相关性远大于客运量



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：货运量与工业增加值高度相关



数据来源：Wind，东吴证券研究所

住宿餐饮业：住宿餐饮业高度依赖线下接触型消费，是三产中对疫情形势最敏感的行业。冬季疫情反复之下的“就地过年”对住宿餐饮业的影响有两方面：一是全国范围线下餐饮消费意愿受挫；二是低风险地区（尤其是一二线城市）部分就地过年人群餐饮消费贡献增量。两者相比较，前者的负面作用应大于后者的拉动作用。

考虑到历年一季度住宿餐饮业 GDP 较上一年四季度回落 8%左右，综合前述两方面作用，我们预计 2021 年一季度住宿餐饮业 GDP 较 2020 年四季度环比下降 20%，对应一季度同比增速约为 50%。

图 6：2020 年一季度餐饮业门店数同比 -51%

图 7：2020 年一季度住宿餐饮业 GDP 同比 35.3%

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_18449

