

## “就地过年”加速生产同比扩张

——宏观经济周度观察

投资周报

2020 年四季度 GDP 实际增长 6.5%，产出缺口转正，经济复苏进入第二阶段。从生产端看，第一产业恢复最快，全年对 GDP 同比的拉动为 0.21%，和 2019 年基本一样；第二产业二季度恢复力度最大，此后有些放缓，全年对 GDP 同比的拉动为 0.98%，比 2019 年低 0.83 个百分点；第三产业恢复较慢，但进入四季度加快改善，全年对 GDP 同比的拉动为 1.11%，比 2019 年低 4.66 个百分点。第三产业受疫情影响最大，是拉低全年 GDP 增速的主要原因。从单季数据来看，四季度三大产业对 GDP 同比的拉动分别为 0.41%、2.72%、3.37%，一二产业对 GDP 同比的拉动都已超过疫情前水平，三产业对 GDP 同比的拉动也基本恢复到疫情前水平。

从需求端看，2020 年全年，资本形成总额对 GDP 同比的拉动为 2.16%，比 2019 年多 0.29 个百分点；净出口对 GDP 同比的拉动和 2019 年差不多，消费对 GDP 同比的拉动为 -0.51%，比 2019 年少约 4 个百分点，是拖累经济的主要原因。从单季数据来看，2020 年一季度，疫情冲击下，消费对 GDP 同比拖累最严重，其次是投资，最后是净出口；二季度经济修复，投资对 GDP 同比拉动改善最明显，其次是出口，最后是消费；三季度出口对 GDP 拉动转正，投资对 GDP 同比拉动继续上升；四季度经济动能转化，消费对 GDP 同比拉动明显改善，出口对 GDP 同比拉动继续上升，投资对 GDP 同比拉动有所下滑。

2021 年经济复苏进入第二阶段，疫情的小幅恶化以及“就地过年”不对经济构成威胁。“就地过年”确实会抑制一些交通运输、社交属性的消费，但对其他消费影响可能不是很大。“就地过年”改变了春节的人口分布，对消费的影响更多的是结构性的、区域差异化的。一线城市相比往年春节人口流出减少，餐饮娱乐等消费可能还会增加，相反三四线城市及乡村地区由于人口流入减少，消费相对会减少。由于长途旅行受限，短途自驾游、城市周边游成为热点。同时，防疫常态化，线上购物、居家娱乐、在线办公等“宅经济”继续受益，数字内容、电子产品等消费也会增加。从生产端来看，“就地过年”减少了人员流动，缓解了往年春节前后的用工荒问题，复工复产会更快，有利于建筑业、民营经济生产的延续，2021 年一季度经济增速可能超出季节性。

当前，居民的收入增速快于消费增速，居民支出有可能加快，与此同时，信用拐点的影响还不会快速显现，需求依然旺盛，企业盈利增速上升，生产经营预期改善，企业也将加大资本开支，这些都意味着经济内生动力增强。虽然在基数效应下，中国经济增速从 2021 年一季度逐级下降，但剔除基数效应后，经济可能也不差。此外，如果疫苗能够大规模施打，经济复苏可能进入第三个阶段，并持续更长时间。

● 风险提示：政策落实不及预期；疫苗施打进程的不确定性

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050003

### 相关报告

投资周报：全球信用周期、美元周期，谁驱动谁？

2021-1-17

投资周报：零利率约束下的美国财政刺激

2021-1-10

投资周报：美国股债关系的演化

2021-1-3

## 目 录

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 1、 “就地过年”加速生产同比扩张 .....  | 3  |
| 2、 工业维持高景气，服务业加速改善 ..... | 5  |
| 3、 制造业投资脉冲 .....         | 7  |
| 4、 收入支持消费扩张 .....        | 10 |
| 5、 国内高频数据观察 .....        | 12 |
| 5.1、 生产指标分化 .....        | 12 |
| 5.2、 商品房销量同比增速上升 .....   | 13 |
| 5.3、 猪肉价格持续上涨 .....      | 13 |
| 5.4、 货币市场利率上升 .....      | 14 |
| 5.5、 人民币小幅贬值 .....       | 15 |

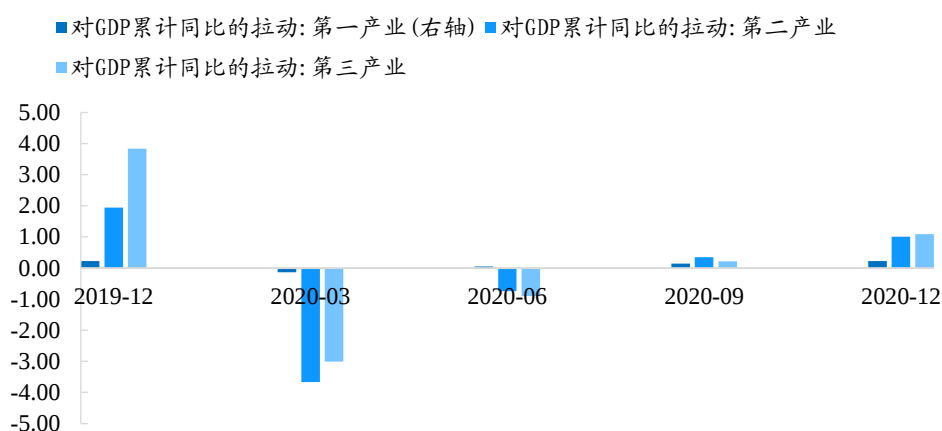
## 图表目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图 1: 三大产业对 GDP 累计同比的拉动 .....      | 3  |
| 图 2: 三大产业对当季 GDP 同比的拉动 .....      | 3  |
| 图 3: 三大需求对 GDP 累计同比的拉动 .....      | 4  |
| 图 4: 三大需求对当季 GDP 同比的拉动 .....      | 4  |
| 图 5: 2020 年全年工业增加值增速的变化 .....     | 5  |
| 图 6: 2020 年 12 月工业增加值增速的变化 .....  | 6  |
| 图 7: 2020 年服务业增加值增速 .....         | 7  |
| 图 8: 单月房地产投资同比增速 .....            | 8  |
| 图 9: 单月基建投资同比增速 .....             | 8  |
| 图 10: 单月制造业投资同比增速 .....           | 9  |
| 图 11: 2020 年制造业各行业投资同比增速 .....    | 9  |
| 图 12: 2020 年制造业各行业投资同比增速的变化 ..... | 10 |
| 图 13: 消费修复相对缓慢 .....              | 10 |
| 图 14: 2020 年各类产品消费增速的变化 .....     | 11 |
| 图 15: 居民消费增速低于收入增速 .....          | 11 |
| 图 16: 全国高炉开工率下降 .....             | 12 |
| 图 17: 汽车全钢胎、半钢胎开工率下降 .....        | 12 |
| 图 18: 焦化企业开工率上升 .....             | 13 |
| 图 19: 商品房周销量同比增速上升 .....          | 13 |
| 图 20: 猪肉价格上升 .....                | 14 |
| 图 21: WTI 原油价格略降 .....            | 14 |
| 图 22: 货币市场利率上升 .....              | 15 |
| 图 23: 人民币小幅贬值 .....               | 15 |

## 1、“就地过年”加速生产同比扩张

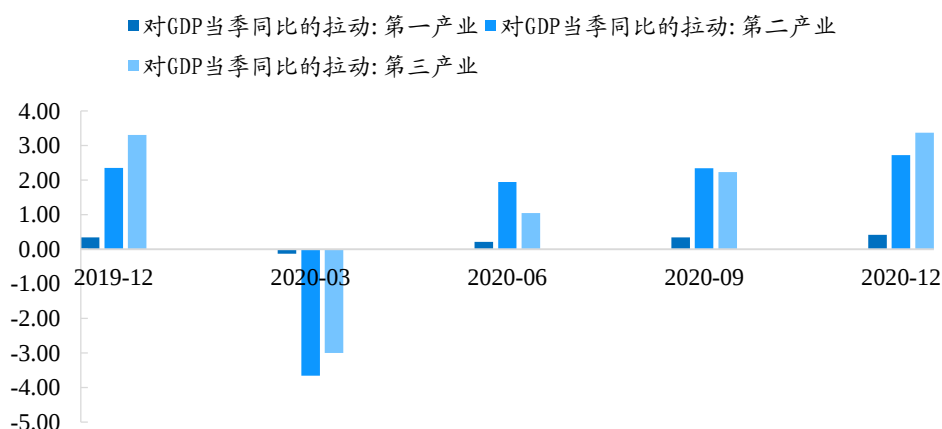
2020 年四季度 GDP 实际增长 6.5%，产出缺口转正，经济复苏进入第二阶段。从生产端看，第一产业恢复最快，全年对 GDP 同比的拉动为 0.21%，和 2019 年基本一样；第二产业二季度恢复力度最大，此后有些放缓，全年对 GDP 同比的拉动为 0.98%，比 2019 年低 0.83 个百分点；第三产业恢复较慢，但进入四季度加快改善，全年对 GDP 同比的拉动为 1.11%，比 2019 年低 4.66 个百分点。第三产业受疫情影响最大，是拉低全年 GDP 增速的主要原因。从单季数据来看，四季度三大产业对 GDP 同比的拉动分别为 0.41%、2.72%、3.37%，一二产业对 GDP 同比的拉动都已超过疫情前水平，三产业对 GDP 同比的拉动也基本恢复到疫情前水平。

图1： 三大产业对 GDP 累计同比的拉动



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 三大产业对当季 GDP 同比的拉动

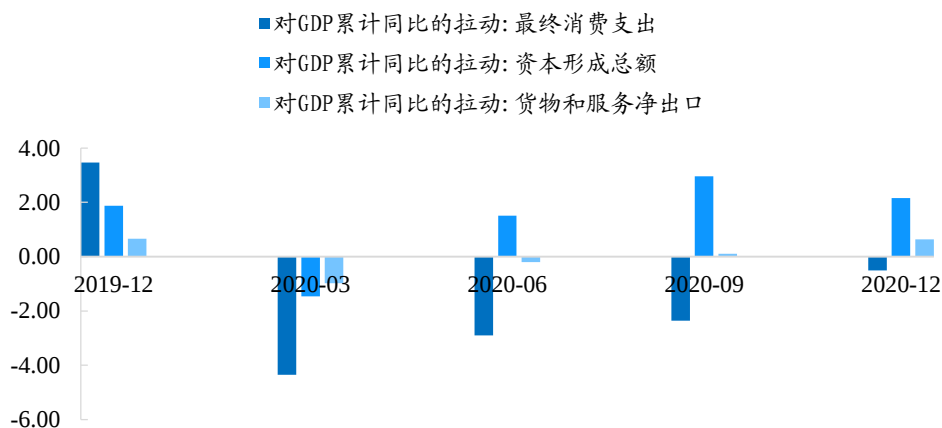


资料来源：Wind，新时代证券研究所

从需求端看，2020 年全年，资本形成总额对 GDP 同比的拉动为 2.16%，比 2019 年多 0.29 个百分点；净出口对 GDP 同比的拉动和 2019 年差不多，消费对 GDP 同比的拉动为 -0.51%，比 2019 年少约 4 个百分点，是拖累经济的主要原因。从单季

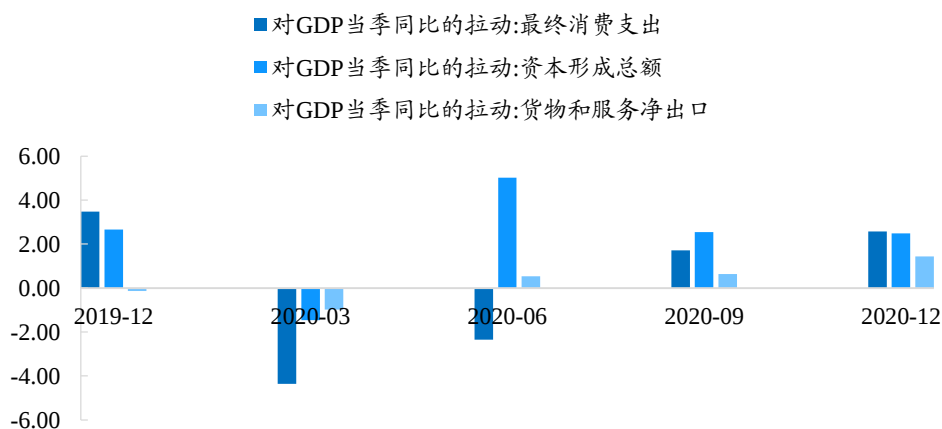
数据来看，2020 年一季度，疫情冲击下，消费对 GDP 同比拖累最严重，其次是投资，最后是净出口；二季度经济修复，投资对 GDP 同比拉动改善最明显，其次是出口，最后是消费；三季度出口对 GDP 拉动转正，投资对 GDP 同比拉动继续上升；四季度经济动能转化，消费对 GDP 同比拉动明显改善，出口对 GDP 同比拉动继续上升，投资对 GDP 同比拉动有所下滑。

**图3： 三大需求对 GDP 累计同比的拉动**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图4： 三大需求对当季 GDP 同比的拉动**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2021 年经济复苏进入第二阶段，疫情的小幅恶化以及“就地过年”不对经济构成威胁。“就地过年”确实会抑制一些交通运输、社交属性的消费，但对其他消费影响可能不是很大。“就地过年”改变了春节的人口分布，对消费的影响更多的是结构性的、区域差异化的。一线城市相比往年春节人口流出减少，餐饮娱乐等消费可能还会增加，相反三四线城市及乡村地区由于人口流入减少，消费相对会减少。由于长途旅行受限，短途自驾游、城市周边游成为热点。同时，防疫常态化，线上购物、居家娱乐、在线办公等“宅经济”继续受益，数字内容、电子产品等消费也会增加。从生产端来看，“就地过年”减少了人员流动，缓解了往年春节前后的用

工荒问题，复工复产会更快，有利于建筑业、民营经济生产的延续，2021 年一季度经济增速可能超出季节性。

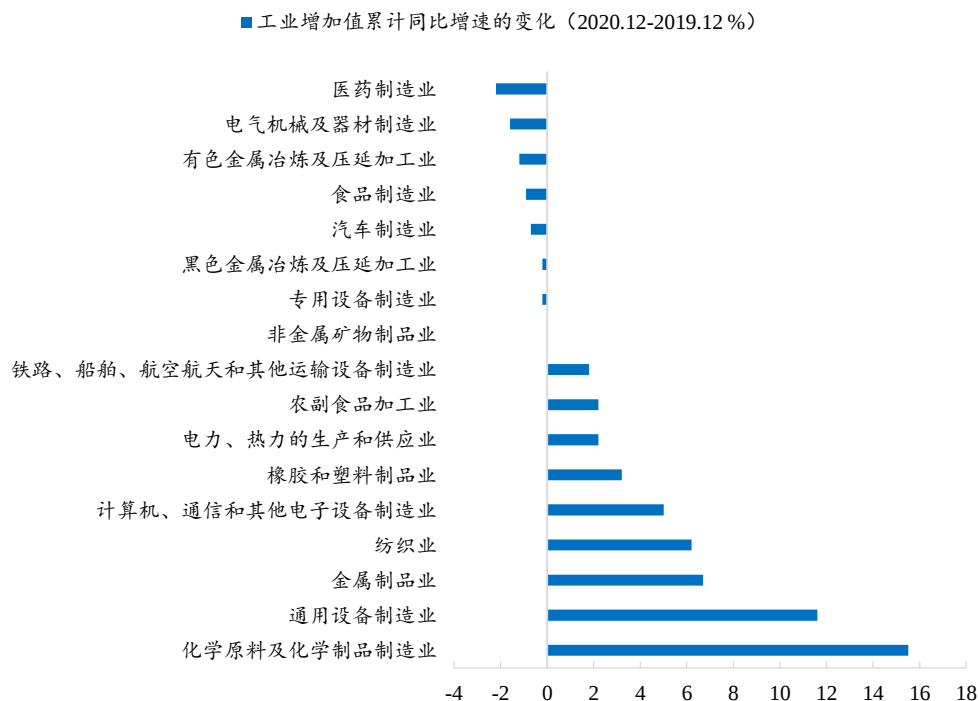
当前，居民的收入增速快于消费增速，居民支出有可能加快，与此同时，信用拐点的影响还不会快速显现，需求依然旺盛，企业盈利增速上升，生产经营预期改善，企业也将加大资本开支，这些都意味着经济内生动力增强。虽然在基数效应下，中国经济增速从 2021 年一季度逐级下降，但剔除基数效应后，经济可能也不差。此外，如果疫苗能够大规模施打，经济复苏可能进入第三个阶段，并持续更长时间。

## 2、工业维持高景气，服务业加速改善

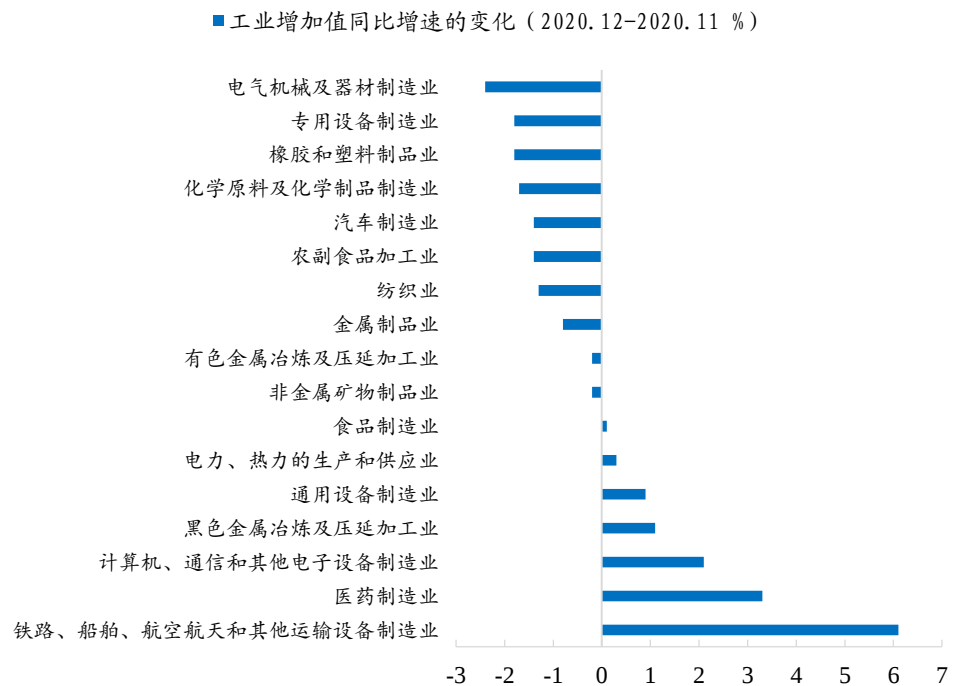
2020 年全年规模以上工业增加值同比增长 2.8%，增速低于 2019 年的 5.7%。从单月数据来看，在货币财政产业政策支持下，工业生产恢复较快，企业被动补库存，此后，出口、房地产投资拉动下，工业生产转为需求拉动，12 月工业增加值同比增速达到 7.3%，制造业增加值同比增速更是达到 7.7%，均超过疫情前水平，也超出市场预期。

从结构上看，和需求对应，防疫、房地产基建、出口相关行业生产增速较高。2020 年生产增速超过 2019 年的行业有：化学原料及化学制品制造业，通用设备制造业，金属制品业，纺织业，计算机、通信和其他电子设备制造业，橡胶和塑料制品业，电力、热力的生产和供应业，农副食品加工业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业。

图5： 2020 年全年工业增加值增速的变化



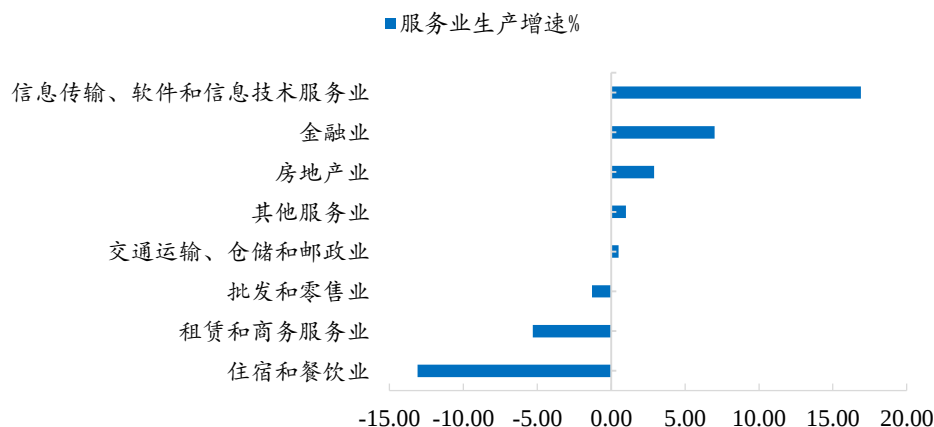
资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图6： 2020 年 12 月工业增加值增速的变化**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

疫情对服务业影响较大，2020 年服务业生产指数勉强与上年持平，但是进入四季度之后，服务业加速改善，这也是四季度 GDP 增速超预期原因。而金融、信息服务业受疫情影响较少，甚至受益于疫情，全年保持较高生产增速，分别为 7%、16.9%。

2020 年四季度实际经济增速超过潜在经济增速，2021 年刺激政策缓慢退出，实际经济增速向潜在水平收敛。但由于外需不错、内生动力增强，工业生产可能保持高景气，服务业加快扩张，最终剔除基数效应后，整体经济表现可能好于预期。

**图7： 2020 年服务业增加值增速**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

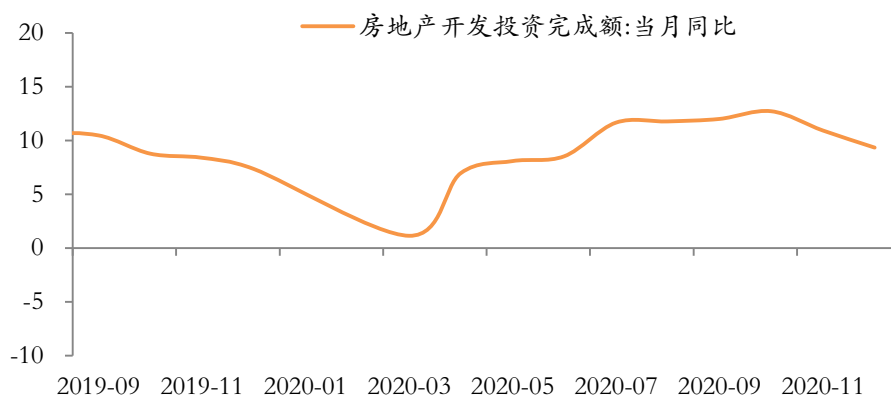
### 3、制造业投资脉冲

2020 年 1-12 月固定资产投资累计同比增速为 2.9%，低于去年同期的 5.4%。房地产、基建、制造业投资累计同比增速分别为 7%、3.4%、-2.2%。从单月数据来看，货币宽松下，房地产投资增速快速恢复，但房地产调控已经收紧，房地产投资增速出现拐点。受制于财政收入，2020 年下半年基建投资已现疲态，略低于市场预期。不过，政策不急转弯下，2021 年房地产投资有韧性，基建投资尚可。

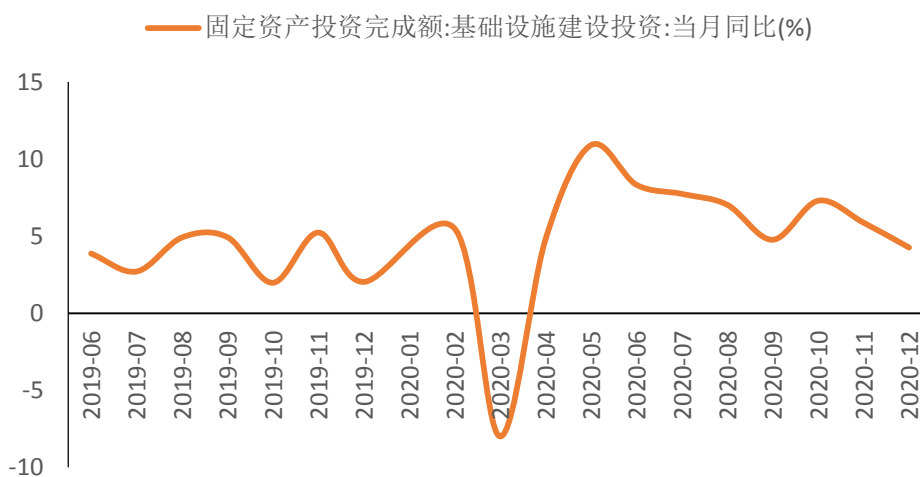
出口不错，房地产投资韧性，基建投资尚可，消费修复，企业盈利持续改善，产能利用率处于高位，2020 年 11 月制造业同比增速回升至 12.5%，12 月小幅回落，但仍处于 10.2%高位。

分行业来看，2020 年，医药制造业、计算机等电子设备制造业、铁路等运输设备制造业投资增速较高，而汽车制造业、金属制品业、电气机械及器材制造业、纺织业、通用设备制造业投资增速较低，但是每个行业的发展阶段、行业背景、政策不同，全年增速，不能完全反映行业的动态变化。和去年同期相比，医药制造业、农副食品加工业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、纺织业投资增速上升，这反映了疫情下的防疫物资增加（医药、纺织），以及逆周期调节下的基建投资需求上升带来的产能需求。而通用设备制造业、汽车制造业、专用设备制造业投资增速下滑较为严重，不过，这些行业的产能利用率都已在 80%附近的高位，从单月数据来看，这些行业的投资增速在快速上升中。

未必 2021 年单月制造业投资增速都能维持较高水平，但全年制造业同比增速会上一个台阶。从长期来看，中国潜在经济增速下滑是比较肯定的，制造业比较难像 1980、1990、2000 年代那样开启大的长期的资本开支周期，但 2021 年出现资本开支脉冲是比较确定的。

**图8： 单月房地产投资同比增速**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图9： 单月基建投资同比增速**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**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\\_18499](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18499)

