

就地过年：无需过度关注的扰动

“就地过年”对第二产业影响偏正面，对第三产业各行业影响不一。综合看，对一季度 GDP 影响有限，我们维持一季度 GDP 同比增长 18.5%的预测。

- 相较于支出法，从生产法角度度量“就地过年”对一季度 GDP 的影响是相对合适的角度。
- 在 GDP 各行业中，农林牧渔业、金融业、房地产业、信息传输软件和信息技术服务业基本不受“就地过年”影响；“就地过年”对工业和建筑业有正面影响，批发零售业以及交通运输仓储邮政业兼具生产服务和生活服务特征，“就地过年”影响较为复杂，总体影响微弱；“就地过年”对住宿和餐饮业以及租赁和商务服务业有负面影响。综合看，对一季度 GDP 影响有限，我们维持一季度 GDP 同比增长 18.5%的预测。

相关研究报告

《当前人民币升值压力是来自热钱流入吗？》20210202

《新冠肺炎疫情数据跟踪》20210201

《1 月 PMI 数据点评：“春节不返乡”扰动 PMI》20210131

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师： 朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

1 月 25 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好人民群众就地过年服务保障工作的通知》。“就地过年”成为 2021 年疫情背景下相当多数人的选择。那么，“就地过年”对一季度宏观经济将产生怎样的影响？

生产法还是支出法？

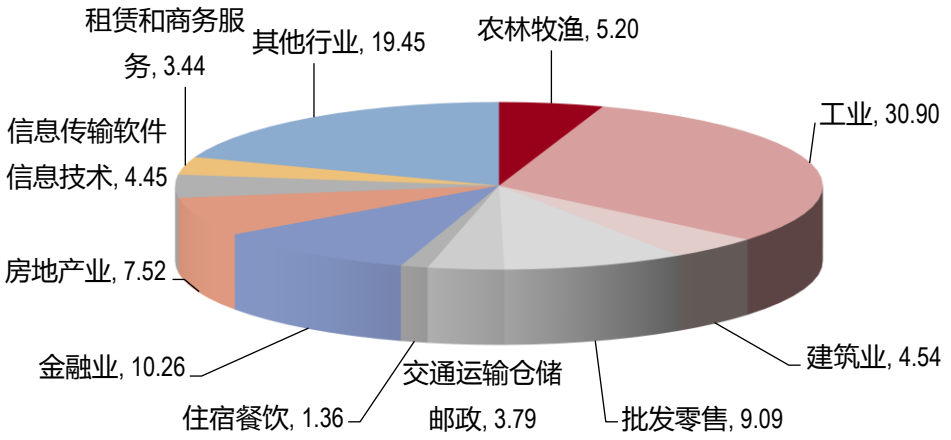
考察“就地过年”对一季度宏观经济的影响，首先面临的是从哪一个角度考察的问题。一方面，可以从生产法 GDP 的角度，考察“就地过年”对国民经济各行业的影响；另一方面，也可以从支出法 GDP 的角度，分别考察“就地过年”对最终消费支出、资本形成总额和货物与服务净出口三大需求的影响。

我们认为，相较于支出法，生产法可能是相对合适的角度。原因在于，第一，统计局公布的季度 GDP 本身就是生产法 GDP，支出法 GDP 只有年度数据，缺乏季度数据。第二，从季度的角度看，我们只能获得近似的货物与服务净出口数据，但货物与服务净出口基本不受“就地过年”的影响。第三，消费方面，尽管可以获得居民消费支出数据，但因缺乏政府消费支出数据，很难完全度量对消费支出的影响，而社会消费品零售总额也并不等于最终消费支出；如果说消费仍有方法近似，但资本形成总额基本无法用固定资产投资去近似。因此，从需求端去度量“就地过年”的影响误差较大。

从 GDP 各行业拆解“就地过年”的影响

目前的 GDP 统计中，共包含以下行业：农林牧渔业、工业、建筑业、批发零售业、交通运输仓储邮政业、住宿和餐饮业、金融业、房地产业、信息传输软件和信息技术服务业、租赁和商务服务业，以及其他行业。各行业 2020 年一季度在 GDP 中占比如图表 1 所示。

图表 1. 各行业 2020 年 Q1 占比

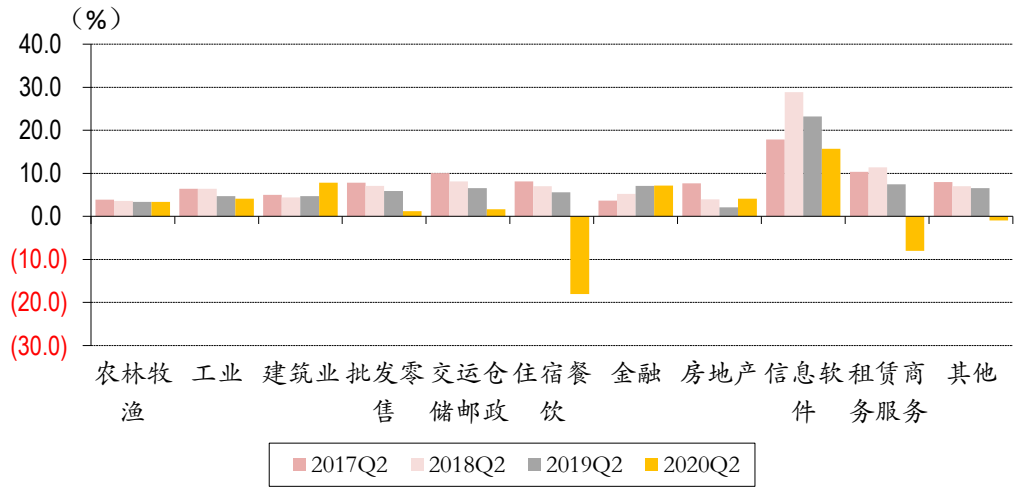


资料来源：万得，中银证券

基本不受“就地过年”影响的行业

我们认为，农林牧渔业、金融业、房地产业、信息传输软件和信息技术服务业受就地过年影响较小。就地过年的宏观影响，主要来自人员流动对行业休假和复工以及对消费的影响，上述行业基本不受人员流动影响，对此，可以参考 2020 年二季度 GDP 各行业增速情况。2020 年二季度，国内疫情防控处于总体得到控制，但各地仍有零星病例的状况，与目前的情形相似。可以看到，上述行业增速基本都已回到往年的正常增速。此外，其他行业因具体内涵并不明确，在此也不加讨论。

图表 2. 2020 年二季度各行业 GDP 增速

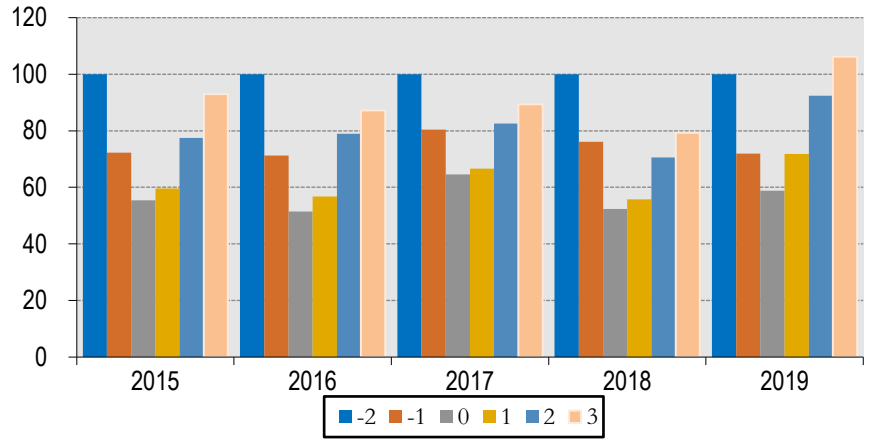


资料来源：万得，中银证券

工业与建筑业

“就地过年”对工业和建筑业的影响主要体现在对复工的影响。从历史情况看，春节对工业生产的影响大致从春节前两周开始，到春节后三至四周逐渐恢复正常。从六大电厂日均耗煤量数据看，如果以春节前第二周平均耗煤量作为基准，春节当周大致耗煤量降至 50%—60%，到节后第三周逐渐恢复到 80%—90%。考虑到春节后天气转暖，大致可以认为，节后第三周工业生产逐步恢复到节前水平。

图表 3. 历年春节前后六大电厂日均耗煤量（以春节前第二周为 100）



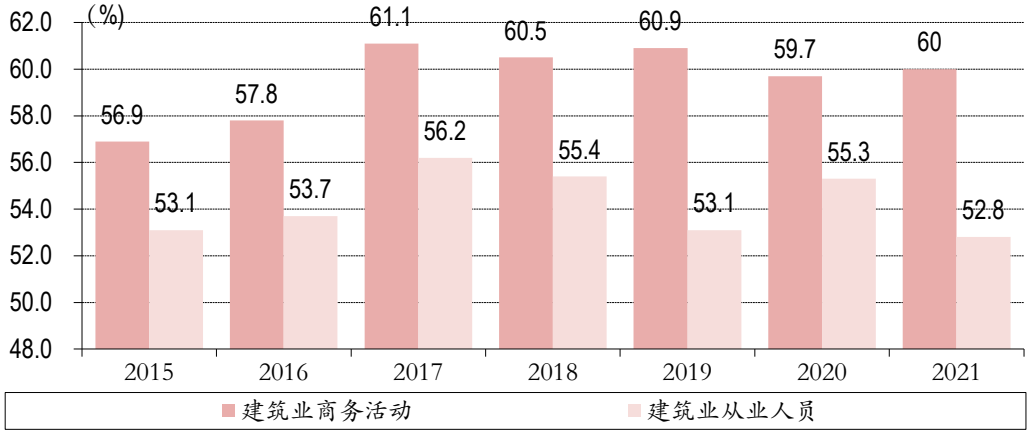
注：-2 代表春节前第二周，-1 代表春节前一周，0 代表春节假期，1 代表春节后第一周，以此类推。

资料来源：万得，中银证券

在“就地过年”的情况下，预计工业复工加快，我们假定就地过年导致工业生产在节后第二周就恢复到正常水平，以日均耗煤量体现工业生产，按 2014—2019 年平均水平计算，则春节后四周日均耗煤量提升约 15%，考虑到这段时间在一季度占比不到 1/3，且春节前后工业生产水平总体低于一季度均值，估算对工业增加值的提升在 4%—5%。我们此前预测一季度工业增加值增速在 20%—25%之间，因此，“就地过年”对工业增加值增速的正面影响不到 0.2 个百分点，影响较为微弱。

“就地过年”对建筑业的影响类似于工业，主要也是来自复工的加快。但 1 月非制造业 PMI 数据显示，在建筑业商务活动并未明显减弱的情况下，建筑业从业人员明显低于历史同期。说明在疫情影响下，可能部分建筑企业采取了提前放假的形式。在此情形下，春节复工后能否导致建筑业增速迅速回升仍存在问题。我们预计，即使复工有所加快，对建筑业的影响也同样较为微弱。

图表 4. 2021 年 1 月建筑业从业人员明显低于历史同期



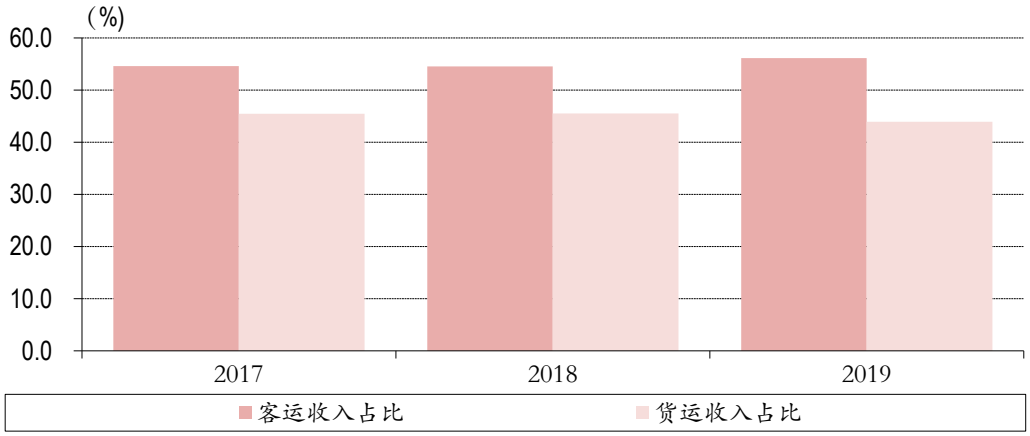
资料来源：万得，中银证券

交通运输仓储和邮政业

交通运输业兼具生产与生活服务业特征。就地过年毫无疑问，对客运部分将造成明显冲击，而考虑到 2020 年疫情对交通运输业的影响是在春节假期期间才明显体现，节前客运数据的下降将更为明显。据官方数据，春运前两日，全国发送旅客较 2019 年和 2020 年同期降幅均在 70%以上。然而，考虑到复工的提前，交通运输业中货运的部分反而会受到正面影响。

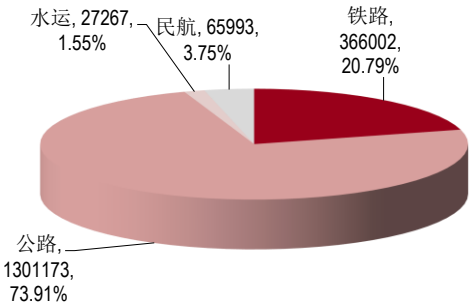
从现有数据看，我们无从区分行业增加值中货运与客运的比重，只能借助现有数据进行估算。从铁路总公司年报中，我们可以得出，近年来铁路运输中，客运收入与货运收入占比大致是 55:45。而从交通运输业整体看，公路在客运和货运方面均为主力，水运则以货运为主，民航相对以客运为主。综合起来，我们大致可以得出结论，交通运输业增加值货运部分比重与客运部分比重相差不大。

图表 5. 铁路 2017—2019 年客运与货运收入分布



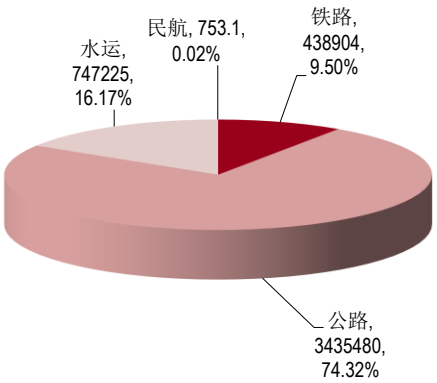
资料来源：铁路总公司，中银证券

图表 6. 2019 年客运量分布



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 2019 年货运量分布



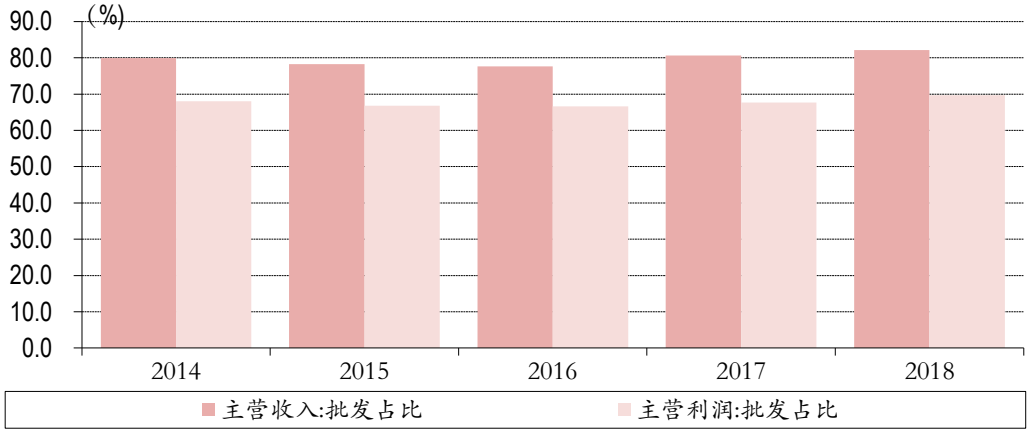
资料来源：万得，中银证券

如果基于这一判断，综合考虑“就地过年”对交通运输仓储邮政业增速的正面和负面影响，正负抵消后，我们认为影响有限。

批发零售业

批发零售业同样兼具生产服务业和生活服务业的特征，相对而言，批发业针对的更多是企业，零售业针对的更多是终端消费。由于我们无从取得批发和零售业 GDP 的详细数据，我们参考限额以上批发和零售业情况尝试做一区分。从主营业务收入看，批发业大致占批发与零售合计的 80%；从主营业务利润看，批发业大致占批发与零售合计的 65%—70%。考虑到 GDP 是增加值的概念，其核算范围应介于利润和收入之间，与利润更为接近，我们估算批发零售业 GDP 中大约 70%—75%来自生产服务，大约 25%—30%来自生活服务。基于上述判断，“就地过年”导致的提前复工对批发零售业总体影响可能偏正面。

图表 8. 批发与零售业主营业务收入与利润



资料来源：万得，中银证券

住宿和餐饮业以及租赁和商务服务业

“就地过年”对春节期间消费无疑构成负面影响，参考 2020 年二季度，即疫情总体得到控制，但各地仍有零星病例发生的情况，疫情对住宿和餐饮业以及租赁和商务服务业影响较为明显。2020 年二季度，GDP 各行业中，除了其他服务业，仅有上述两个行业仍维持负增长。不过，一来“就地过年”主要影响春节假期期间消费，对一季度整体影响有限。以 2019 年为例，春节期间餐饮零售总额 10050 亿元，占一季度社零总额比重为 10.3%，考虑到其中还有相当部分属于零售收入，对餐饮业的影响更低。如果我们假定春节期间餐饮较正常时间缩减 50%，对收入的影响比例和对增加值的影响比例相仿，则就地过年对一季度餐饮增加值的影响大致 5%。租赁和商务服务业缺乏具体数据，单可以假设其影响不会强于住宿和餐饮业。二来，上述两个行业在 2020 年一季度 GDP 中占比合计仅 4.8%，即使因“就地过年”导致其一季度增加值缩减 5%，对 GDP 的影响也仅不到 0.3 个百分点。

小结：“就地过年”的扰动对一季度 GDP 影响有限

综上所述，在 GDP 各行业中，农林牧渔业、金融业、房地产业、信息传输软件和信息技术服务业基本不受“就地过年”影响；“就地过年”对工业和建筑业有正面影响，对批发零售业以及交通运输仓储邮政业影响较为复杂，总体影响微弱；对住宿和餐饮业以及租赁和商务服务业有负面影响。但综合看，对一季度 GDP 影响有限，我们维持一季度 GDP 同比增长 18.5%的预测。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371