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对“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）工作日因人口回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@dwzq.com.cn
研究助理 邵翔
shaox@dwzq.com.cn
研究助理 赵艺原
zhaoyy@dwzq.com.cn

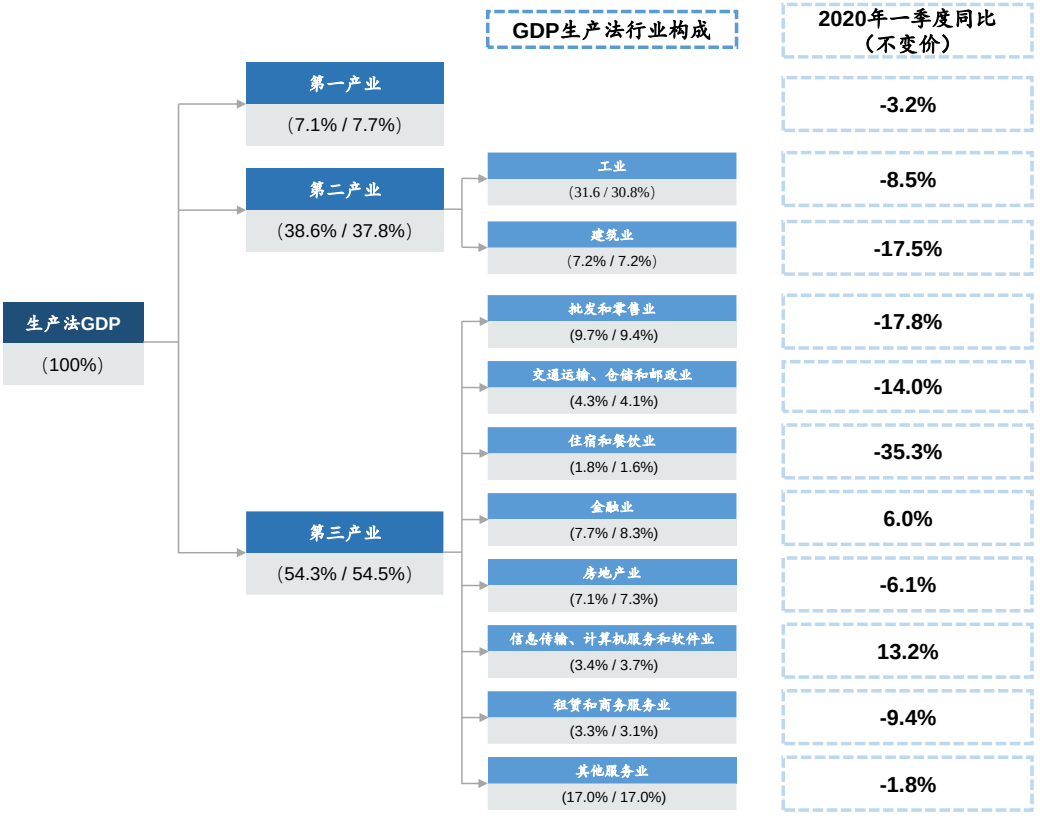
相关研究

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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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“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



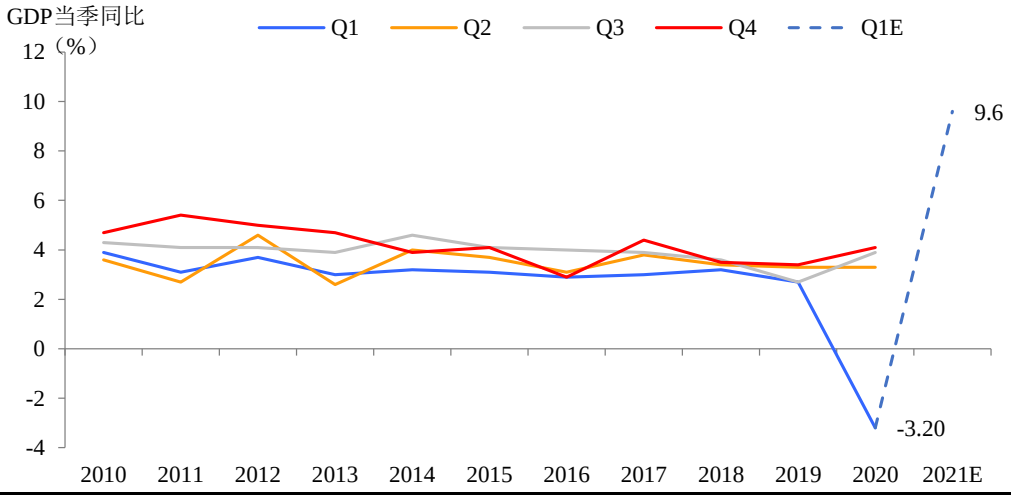
备注：各行业括号内的值分别为 2019 年、2020 年名义 GDP 占比。
数据来源：Wind，东吴证券研究所

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 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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

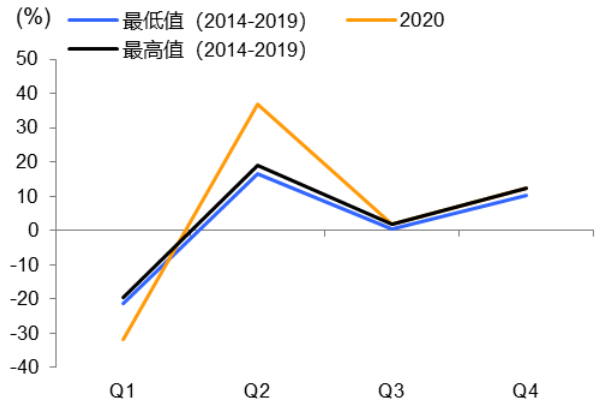
“就地过年”降低了回乡和返程的时间成本，将提高假期前后工业和建筑业生产的效率。第二产业 GDP 变化具有明显的季节性特征，每一年第一季度相对前一年的第四季度都会出现环比 20%左右的降幅，其中春节无疑是主要“拖累因素”之一（图 3）。今年春节迁徙人口中预计有 40%会选择就地过年[1]，对于第二产业来最直接的影响是**减少了春节黄金周前后（腊月十五至正月十五）工作日因人口回乡返程带来的产出损失。**

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

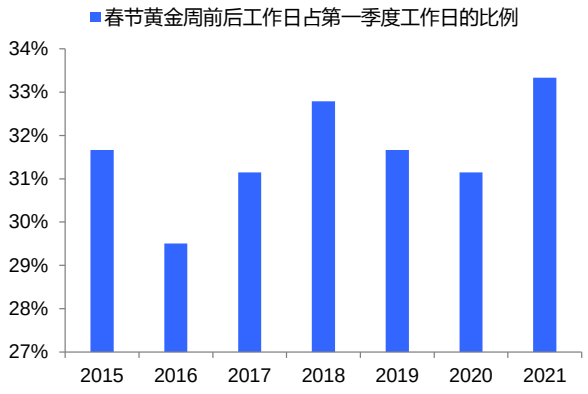
请务必阅读正文之后的免责声明部分

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



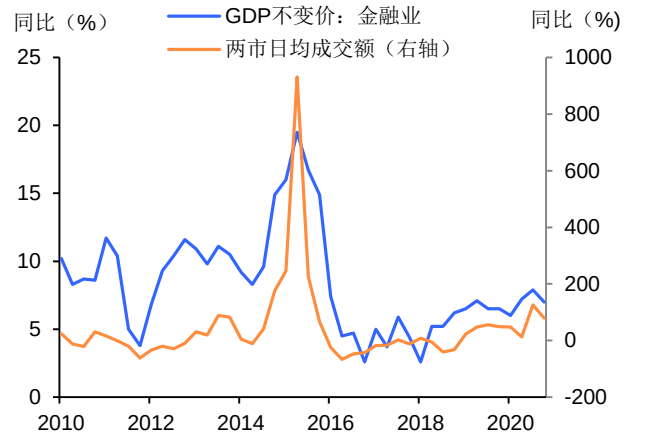
数据来源：Wind，东吴证券研究所

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。

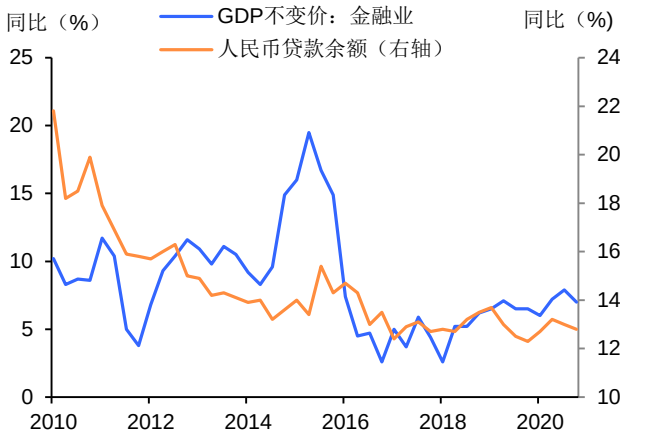
金融业：由于实际 GDP 中的金融业增速主要锚定银行贷款增速和股市成交额增速（图 5、图 6），一季度我们可以结合这两项的增速来预测金融业 GDP 增速，鉴于一季度新增贷款有望达到 7 万亿、结合年初以来两市成交额的强劲表现，**我们预计一季度金融业 GDP 增速在 7.7%左右。**

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

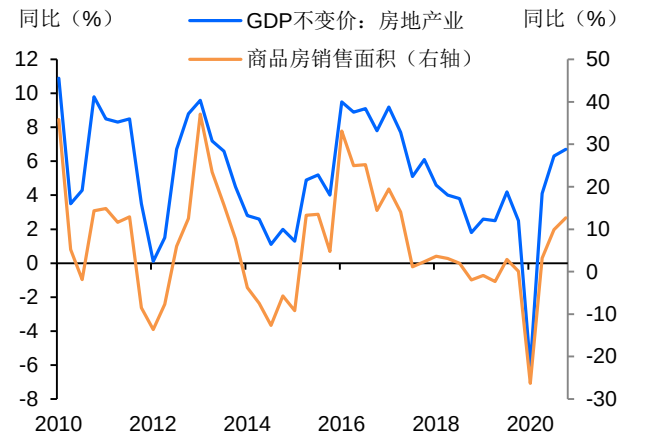


数据来源：Wind，东吴证券研究所

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

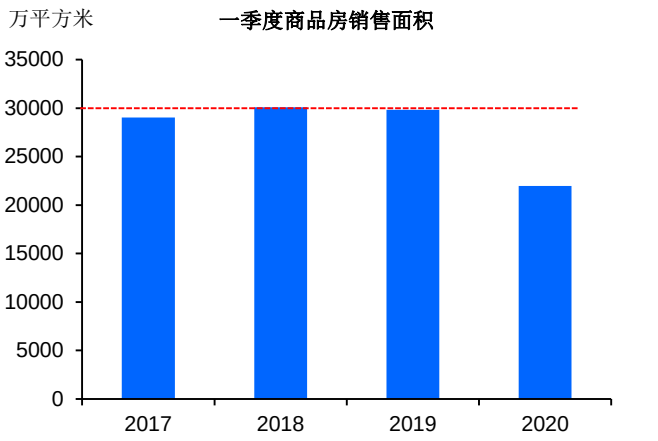
到这一水平，则同比增速在 36%左右，对应**一季度 GDP（不变价）中的房地产同比增速在 12%附近。**

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

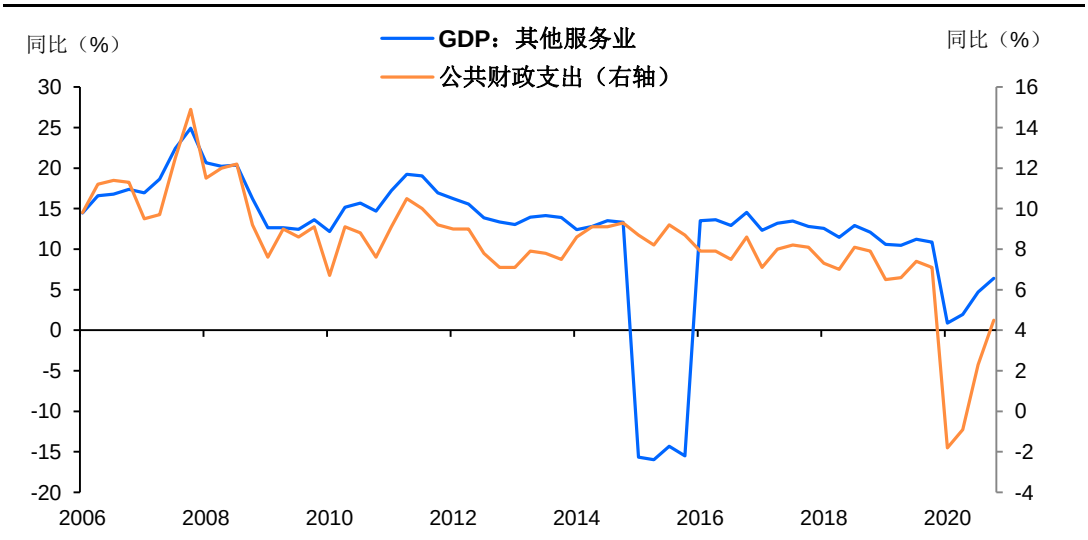


数据来源：Wind，东吴证券研究所

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

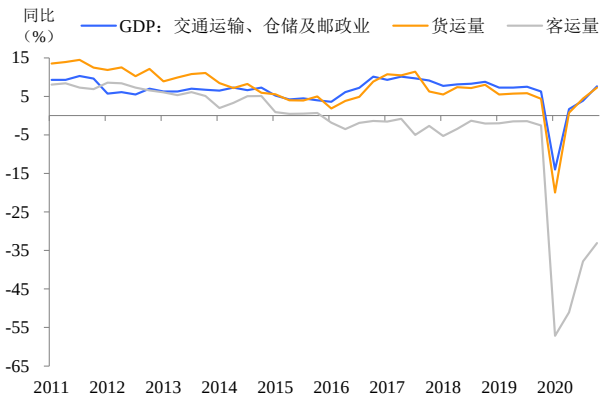


数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

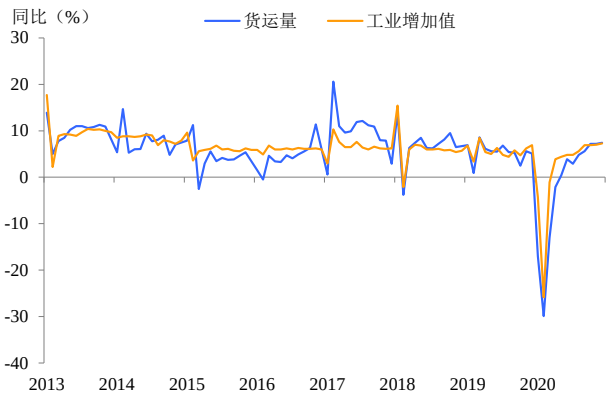
交运、仓储及邮政业：市场普遍关注到近日全国客运量同比骤降（1 月 23 日同比-55%），但这并不能指向一季度交运行业 GDP 收缩，因为交运业 GDP 增速与客运量增速的相关性较低，**更值得参考的是与之具有高相关性的货运量增速（图 5）**。而货运量增速又与工业增加值增速高度相关（图 6），因此我们采用前文估算的二产增速 33%来估算交运业 GDP 增速。

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

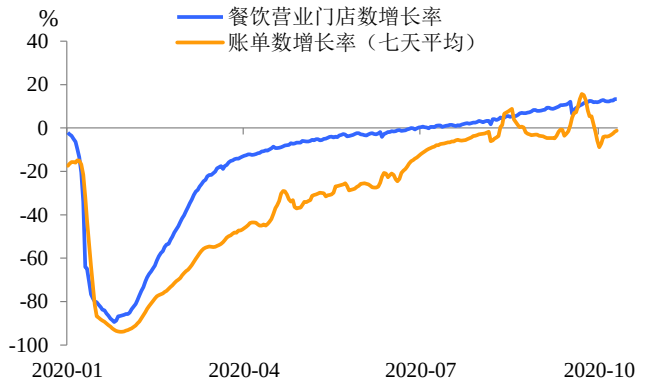


数据来源：Wind，东吴证券研究所

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。

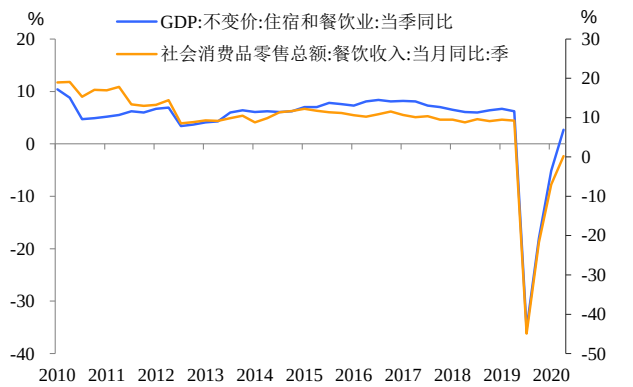
考虑到历年一季度住宿餐饮业 GDP 较上一年四季度回落 8%左右，综合前述两方面作用，**我们预计 2021 年一季度住宿餐饮业 GDP 较 2020 年四季度环比下降 20%，对应一季度同比增速约为 50%。**

图 6：2020 年一季度餐饮营业门店数同比-51%



数据来源：哔啦啦，东吴证券研究所

图 7：2020 年一季度住宿餐饮业 GDP 同比-35.3%

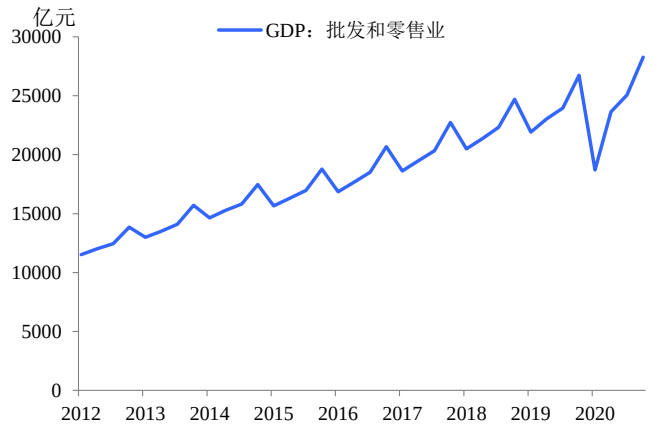


数据来源：Wind，东吴证券研究所

批发零售业：根据央行四季度城镇调查，未来三个月倾向于“更多消费”的居民占比较三季度下降了 0.2 个百分点（2019 年四季度调查中则为上升 0.3 个百分点），可见消费意愿降低并非季节性因素，而是冬季疫情导致居民降低消费需求，这从医疗支出比重的提升也能看出（图 10）。

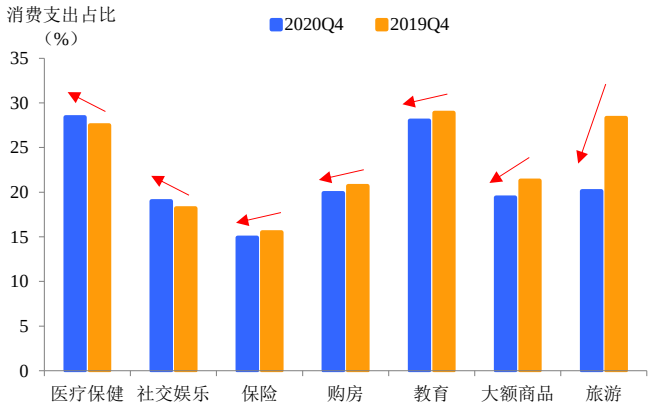
考虑到批零业 GDP 历年一季度通常较上一年四季度回落 10%左右，因此我们假设 2021 年一季度批零 GDP 环比增速回落 20%，**对应同比增速为 21%。**

图 8：批零业 GDP 存在明显的季节性波动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：未来三个月居民意向消费支出占比调查结果



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

租赁和商务服务业：我们认为“就地过年”对该行业将产生负面影响，这是因为该行业涉及到的汽车租赁、旅行社及相关服务、旅游会展服务等均受益于春节期间的人口迁徙，而“就地过年”对人流的限制必然会抑制到与之相关的需求。

鉴于上述今年春节迁徙人口中预计有 40%会选择就地过年，我们预计“就地过年”会拉低该行业一季度同比增速 4 个百分点，使得该行业一季度 GDP（不变价）增速在 16%附近。

信息传输、计算机服务和软件业：最“免疫”的行业？2020 年一季度信息传输、计算机服务和软件业在 GDP 总量-6.8%增速下不仅实现正增长，且增速为全行业最高（13.2%）。这是“受益”于疫情下的居家办公、远程教育等需求吗？

从近 5 年该行业 GDP 增速均值 20%左右来看，2020Q1 算不上“受益”，反而较正常水平有所下滑。可见在衡量该行业产值时，终端需求的萎缩（如消费品互联网广告投放减少、O2O 行业如网约车需求减少）主导该行业 GDP 同比的减速。

“就地过年”虽然理论上也会导致电信、互联网业务使用时长的增加，但同样存在前述终端需求下滑的问题，结合基数原因，**我们预计 2021 一季度信息软件业 GDP 同比增速在 20%左右**，即回到过去五年均值水平。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

综合上述分行业 GDP 增速预测，通过对各行业在 GDP 中的权重加权计算，可以预测出在“就地过年”的影响下，**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。**

4. 风险提示

（1）本文对就地过年人群占比的判断参考了交通部预测值，若实际值偏离预期值较大，会导致文中有效工作日的假设不合理。

（2）若一季度全国疫情恶化程度加剧，则 GDP 增速下行风险将提高。

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

