新时代证券 New Times Securities

“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

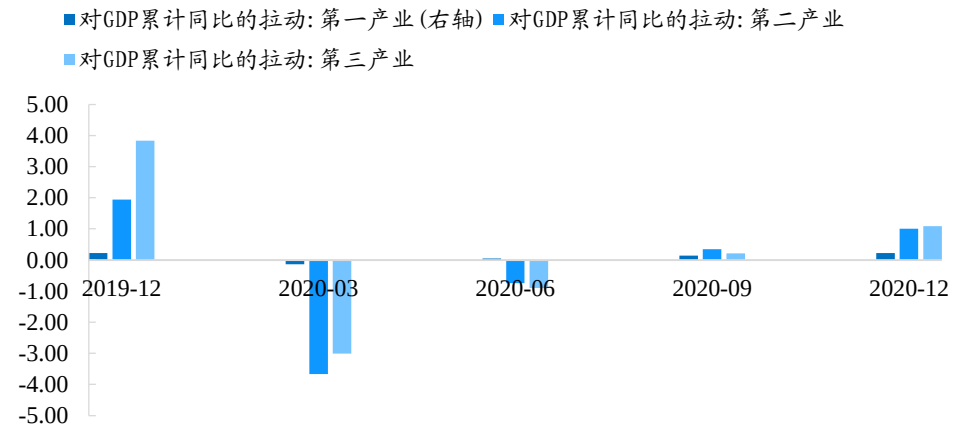
图表目录

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

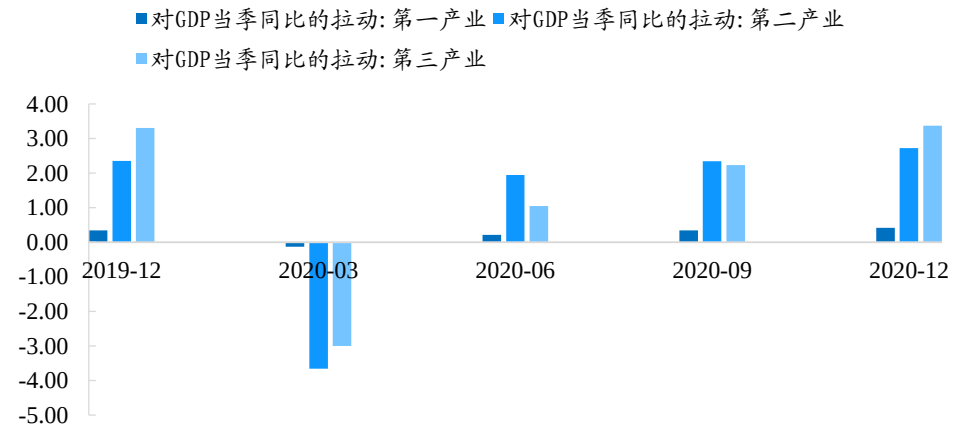
2020 年四季度 GDP 实际增长 6.5%，产出缺口转正，经济复苏进入第二阶段。从生产端看，第一产业恢复最快，全年对 GDP 同比的拉动为 0.21%，和 2019 年基本一样；第二产业二季度恢复力度最大，此后有些放缓，全年对 GDP 同比的拉动为 0.98%，比 2019 年低 0.83 个百分点；第三产业恢复较慢，但进入四季度加快改善，全年对 GDP 同比的拉动为 1.11%，比 2019 年低 4.66 个百分点。第三产业受疫情影响最大，是拉低全年 GDP 增速的主要原因。从单季数据来看，四季度三大产业对 GDP 同比的拉动分别为 0.41%、2.72%、3.37%，一二产业对 GDP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

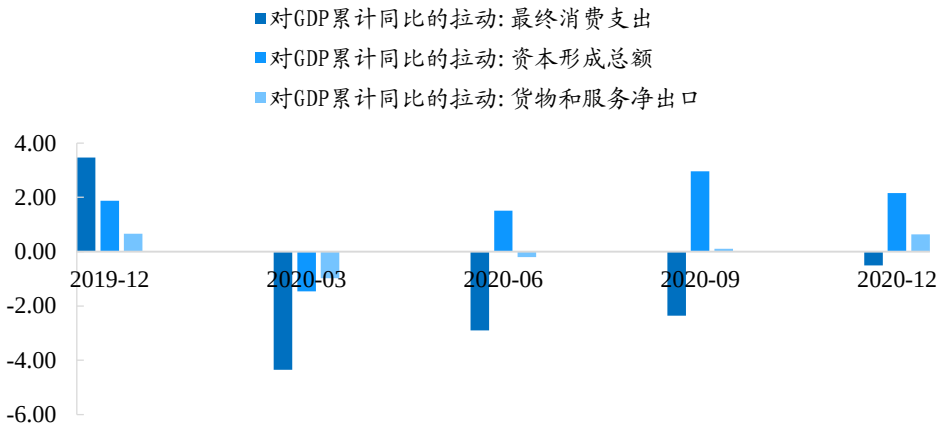


资料来源：Wind，新时代证券研究所

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

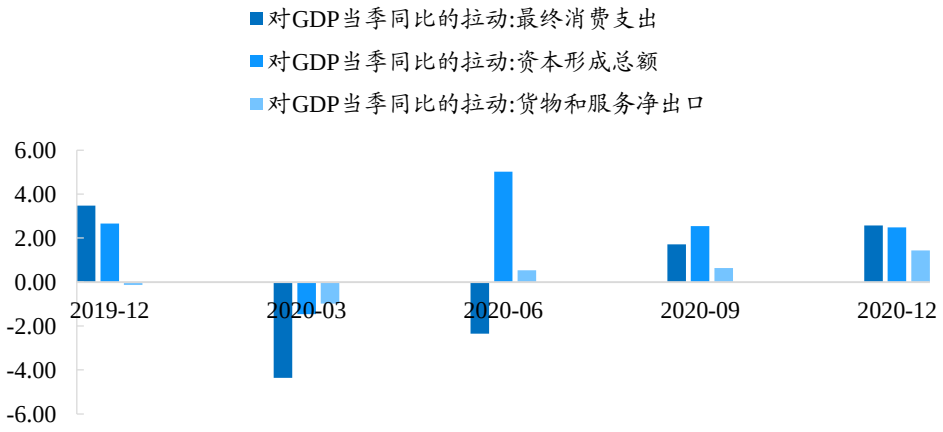
数据来看，2020 年一季度，疫情冲击下，消费对 GDP 同比拖累最严重，其次是投资，最后是净出口；二季度经济修复，投资对 GDP 同比拉动改善最明显，其次是出口，最后是消费；三季度出口对 GDP 拉动转正，投资对 GDP 同比拉动继续上升；四季度经济动能转化，消费对 GDP 同比拉动明显改善，出口对 GDP 同比拉动继续上升，投资对 GDP 同比拉动有所下滑。

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。

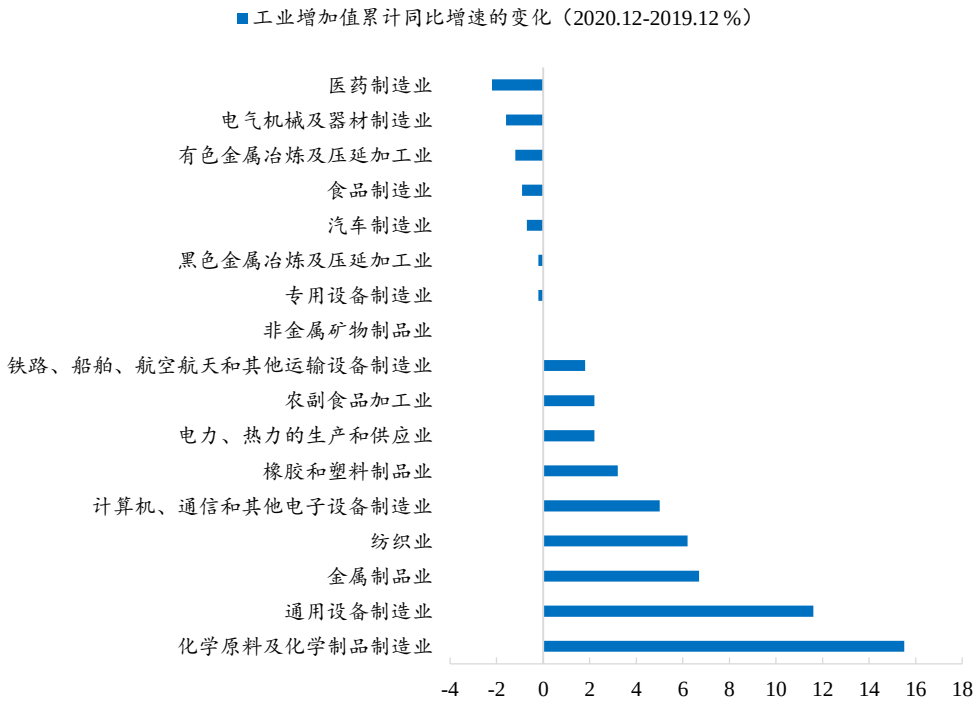
当前，居民的收入增速快于消费增速，居民支出有可能加快，与此同时，信用拐点的影响还不会快速显现，需求依然旺盛，企业盈利增速上升，生产经营预期改善，企业也将加大资本开支，这些都意味着经济内生动力增强。虽然在基数效应下，中国经济增速从 2021 年一季度逐级下降，但剔除基数效应后，经济可能也不差。此外，如果疫苗能够大规模施打，经济复苏可能进入第三个阶段，并持续更长时间。

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。

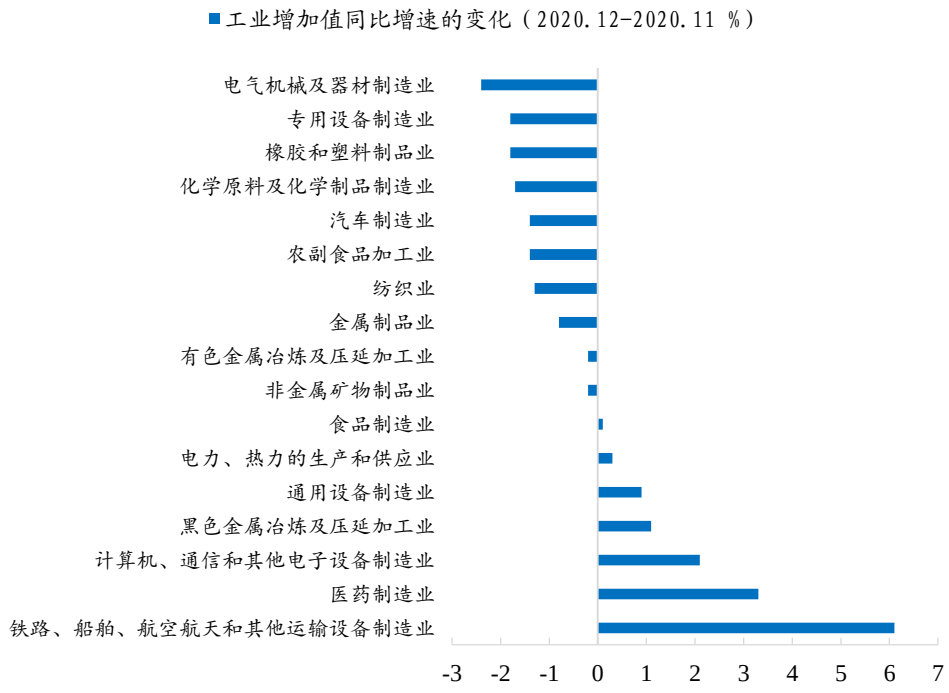
从结构上看，和需求对应，防疫、房地产基建、出口相关行业生产增速较高。2020 年生产增速超过 2019 年的行业有：化学原料及化学制品制造业，通用设备制造业，金属制品业，纺织业，计算机、通信和其他电子设备制造业，橡胶和塑料制品业，电力、热力的生产和供应业，农副食品加工业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业。

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

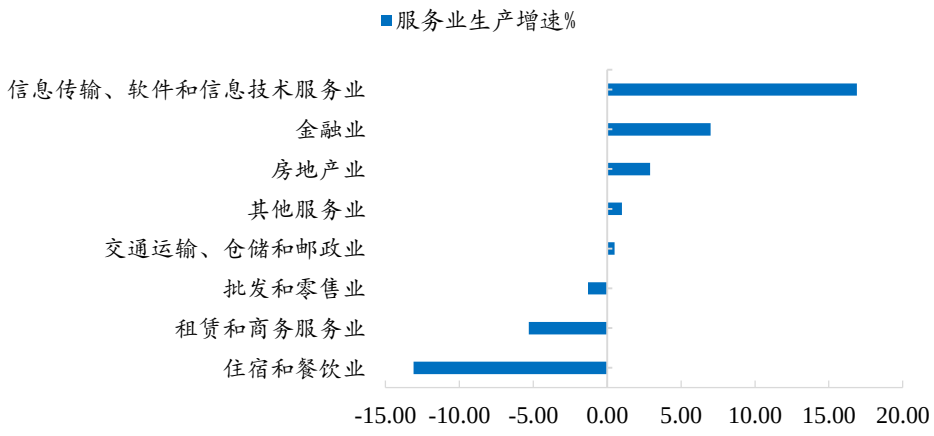


资料来源：Wind，新时代证券研究所

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 增速超预期的原因。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

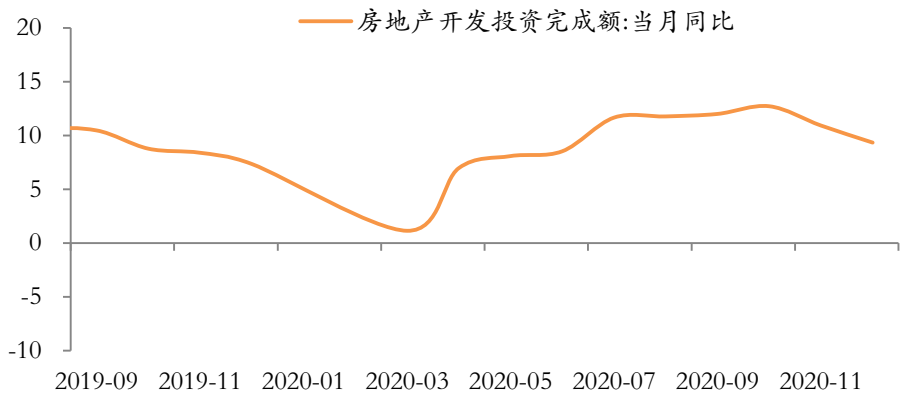
2020 年 1-12 月固定资产投资累计同比增速为 2.9%，低于去年同期的 5.4%。房地产、基建、制造业投资累计同比增速分别为 7%、3.4%、-2.2%。从单月数据来看，货币宽松下，房地产投资增速快速恢复，但房地产调控已经收紧，房地产投资增速出现拐点。受制于财政收入，2020 下半年基建投资已现疲态，略低于市场预期。不过，政策不急转弯下，2021 年房地产投资有韧性，基建投资尚可。

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。

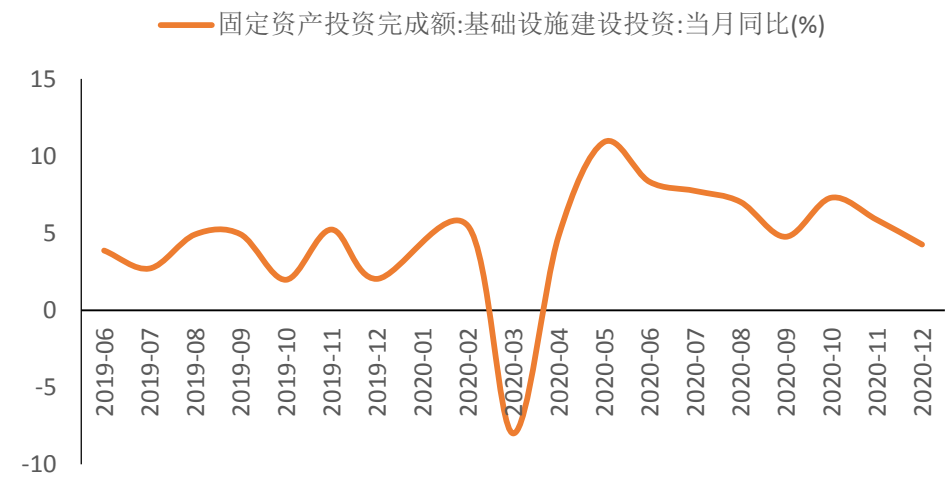
未必 2021 年单月制造业投资增速都能维持较高水平，但全年制造业同比增速会上一个台阶。从长期来看，中国潜在经济增速下滑是比较肯定的，制造业比较难像 1980、1990、2000 年代那样开启大的长期的资本开支周期，但 2021 年出现资本开支脉冲是比较确定的。

图8： 单月房地产投资同比增速



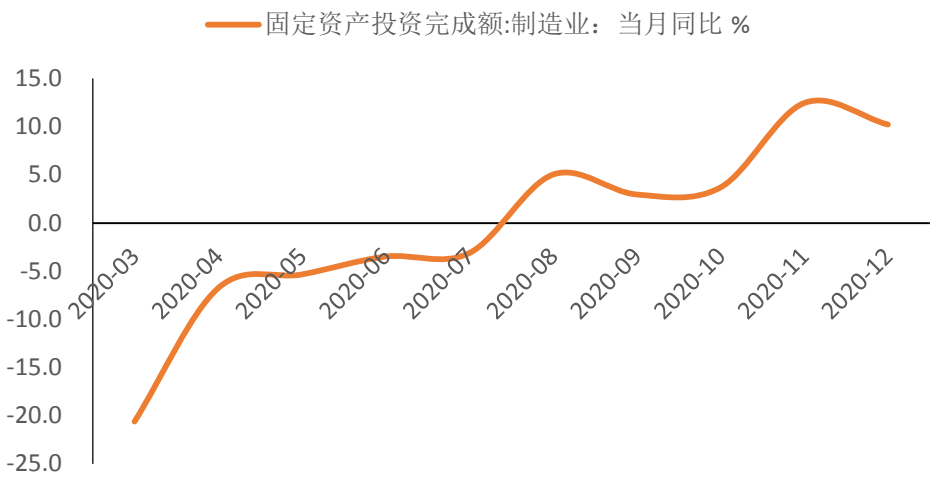
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 单月基建投资同比增速



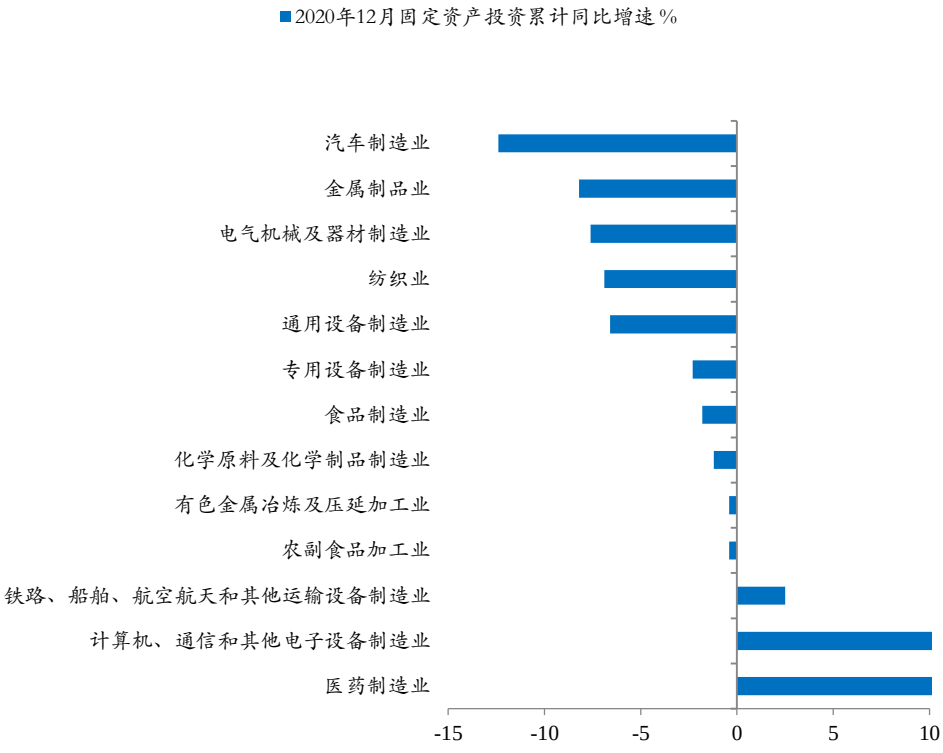
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 单月制造业投资同比增速



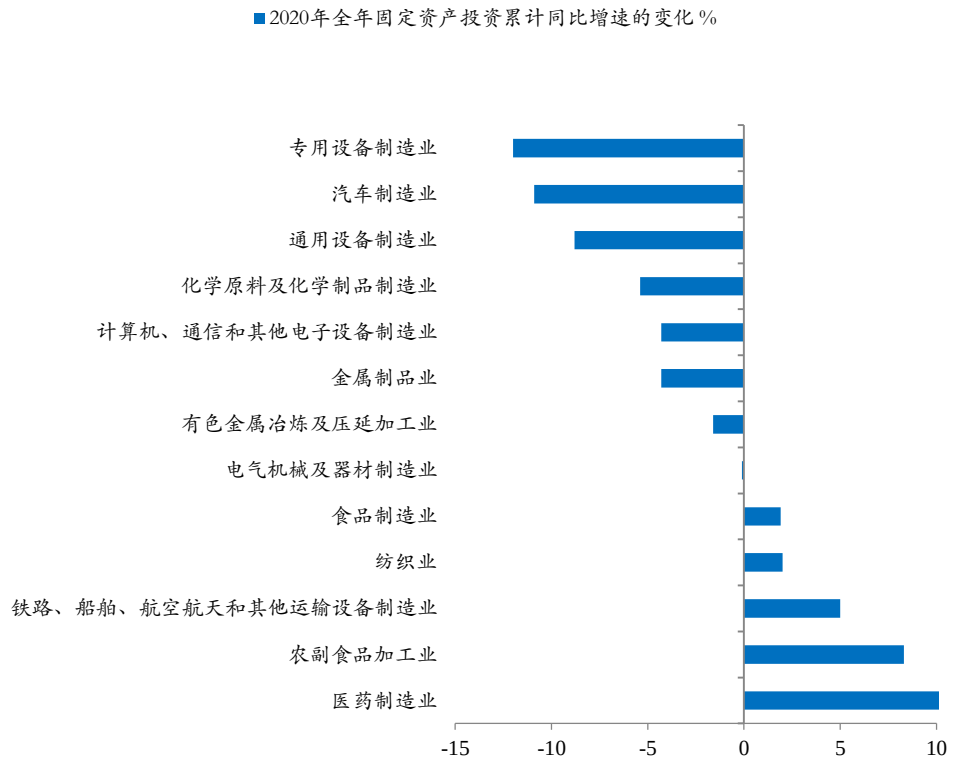
图表1: 资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 2020 年制造业各行业投资同比增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 2020 年制造业各行业投资同比增速的变化

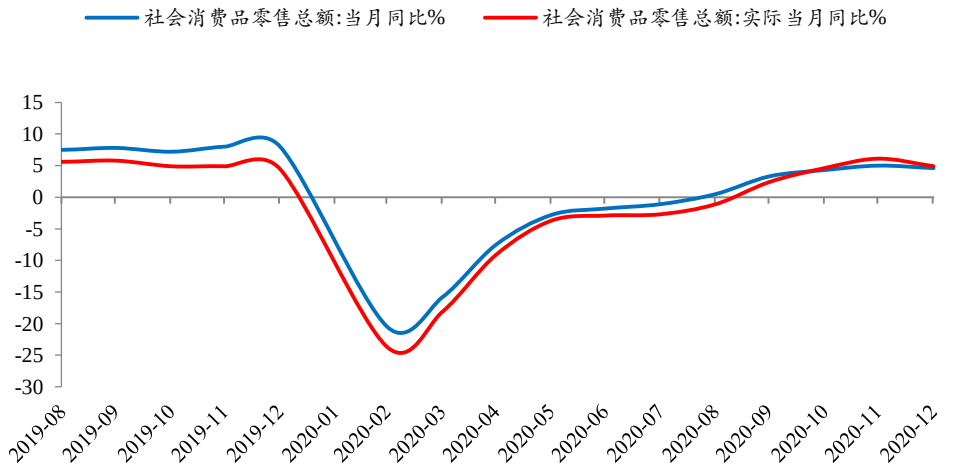


资料来源：Wind，新时代证券研究所

4、 收入支持消费扩张

2020 年 1-12 月社会消费品零售总额同比下降 3.9%，而上年同期则是增长 8%。从单月来看，12 月消费增速有所下滑，主要是因为 11 月网路购物节的挤出效应。

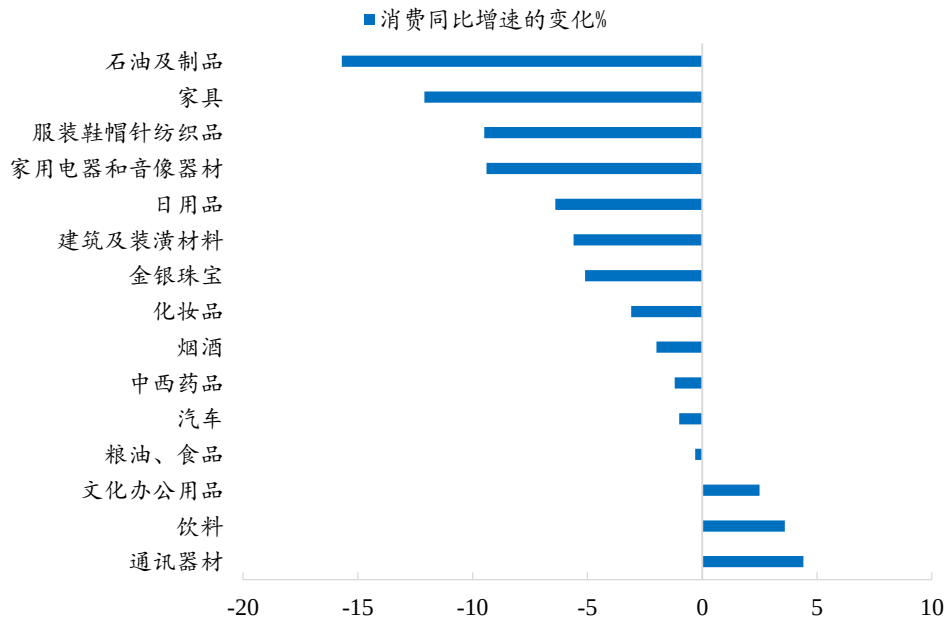
图13： 消费修复相对缓慢



资料来源：Wind，新时代证券研究所

从结构上看，2020 年，“宅经济”下的通讯器材、饮料、文化办公类消费实现正增长。而需要现场体验的服装类、电器类消费增速远低于上年同期，保持社交距离也使化妆品类、石油及制品消费需求下降。此外，餐饮、娱乐等服务业消费也严重拖累整体消费增速。但从单 12 月来看，地产链建筑及装潢材料、家用电器和音像器材消费加速修复。

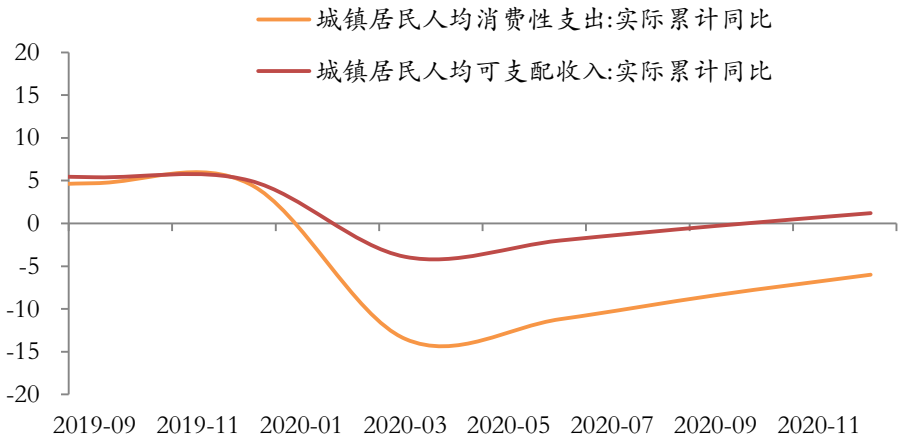
图14： 2020 年各类产品消费增速的变化



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2020 年 12 月城镇调查失业率稳定在 5.2%，已下降到疫情前水平。2020 年城镇居民人均可支配收入实际同比增长 1.2%，而城镇居民人均消费性支出实际下降 6%。长期以来消费增速和收入增速相差不大，当前消费增速远远低于居民收入增速，消费修复具有内生动力。

图15： 居民消费增速低于收入增速



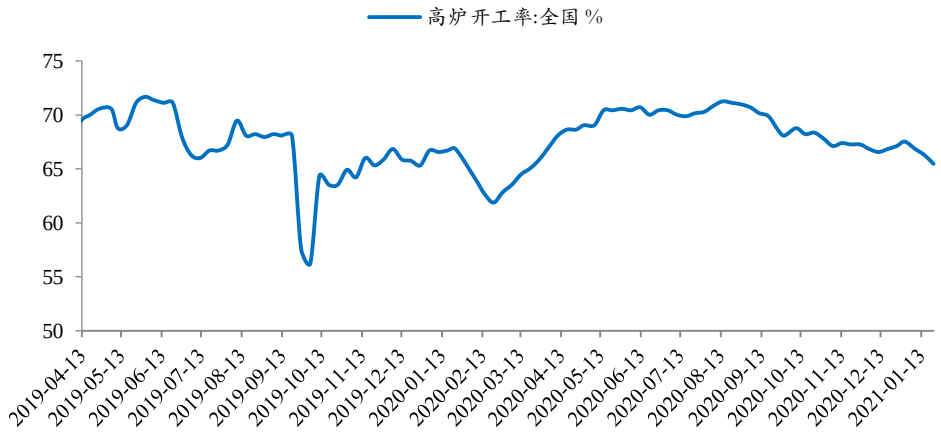
资料来源：Wind，新时代证券研究所

5、 国内高频数据观察

5.1、 生产指标分化

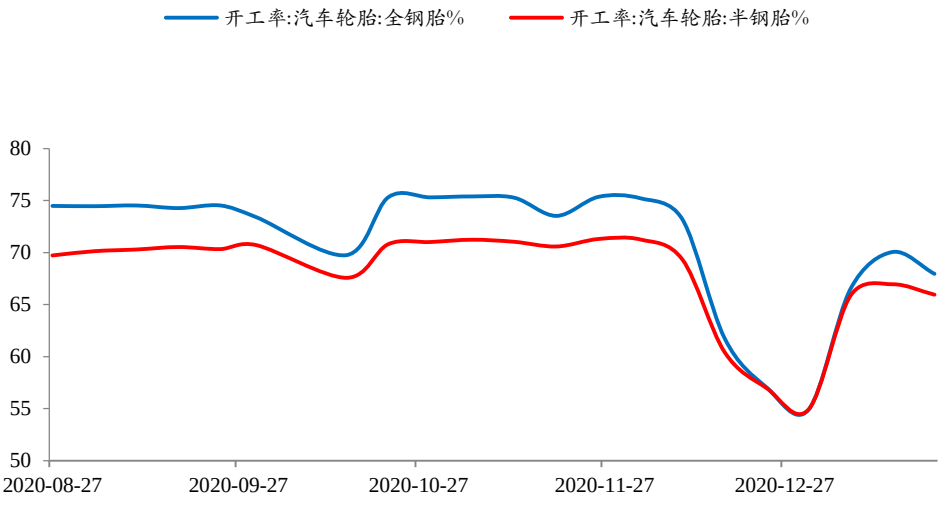
上周，生产指标分化。全国高炉开工率下滑 0.83 个百分点至 65.47%。汽车全钢胎与半钢胎开工率分别下降 2.1、1 个百分点至 67.95%、65.95%。但是，100 家焦化企业开工率上升 0.36 个百分点至 69.67%。

图16： 全国高炉开工率下降



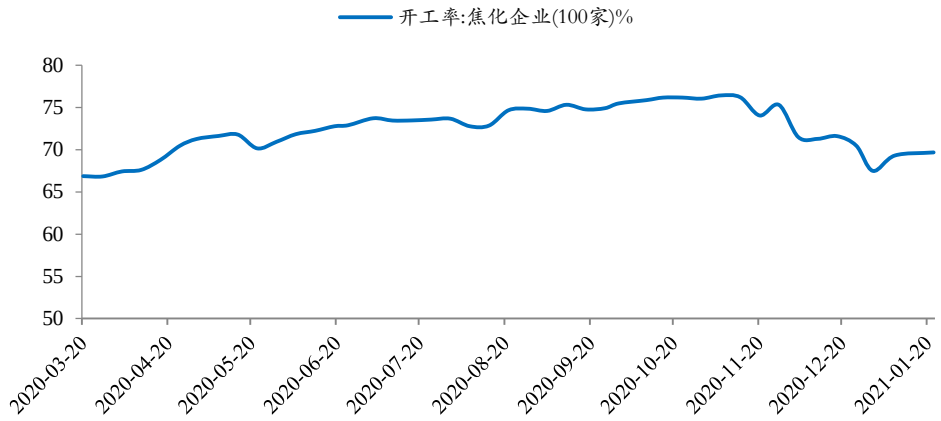
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图17： 汽车全钢胎、半钢胎开工率下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图18： 焦化企业开工率上升

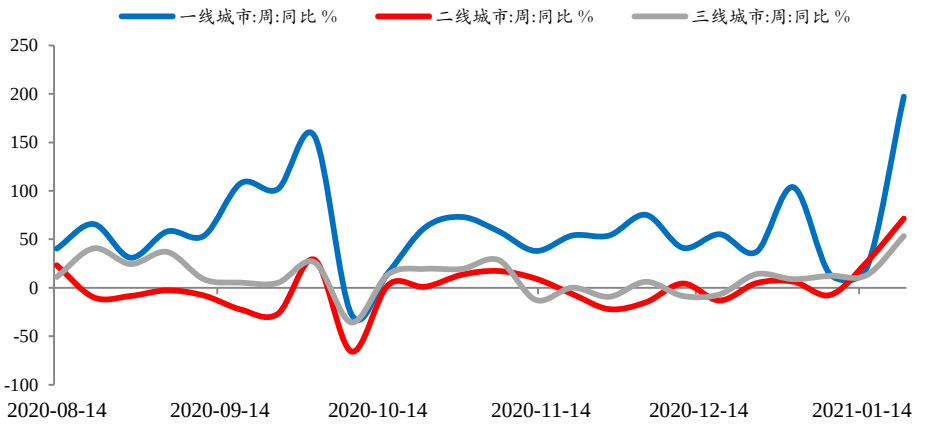


资料来源：Wind，新时代证券研究所

5.2、 商品房销量同比增速上升

上周，30 大中城市商品房日均成交面积为 52.46 万平方米（前一周六至周五为计算周期），较前一周 58.97 万平方米下降，但是销量同比增速上升，30 大中城市商品房成交面积同比增长 85.83%，其中，一、二、三线城市商品房销售面积分别同比增长 197.17%、71.48%、53.26%。

图19： 商品房周销量同比增速上升

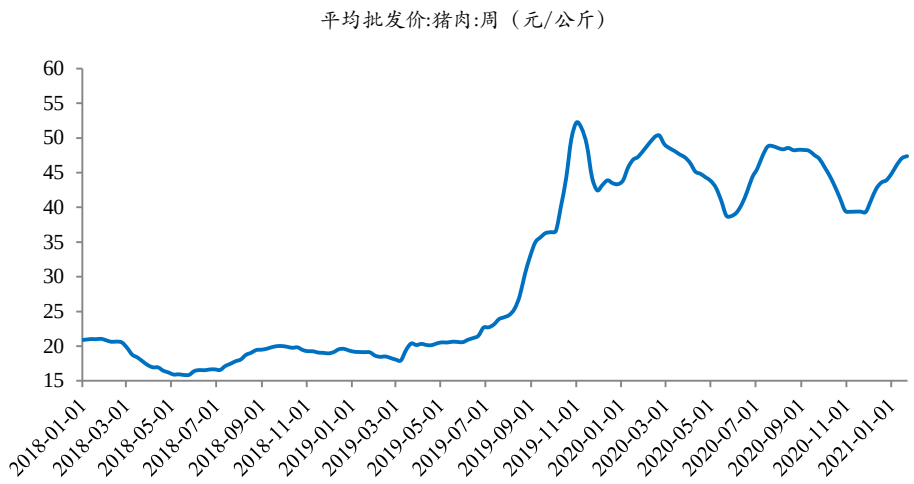


资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：前一周六至当周五为周计算周期

5.3、 猪肉价格持续上涨

上周，猪肉平均批发价环比上升 0.63%，28 种重点监测蔬菜平均批发价环比上涨 4.82%，但 7 种重点监测水果平均批发价环比下降 0.36%。原油价格分化，WTI 原油价格环比下降 0.17%，布油价格环比上升 0.56%。

图20： 猪肉价格上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图21： WTI 原油价格略降

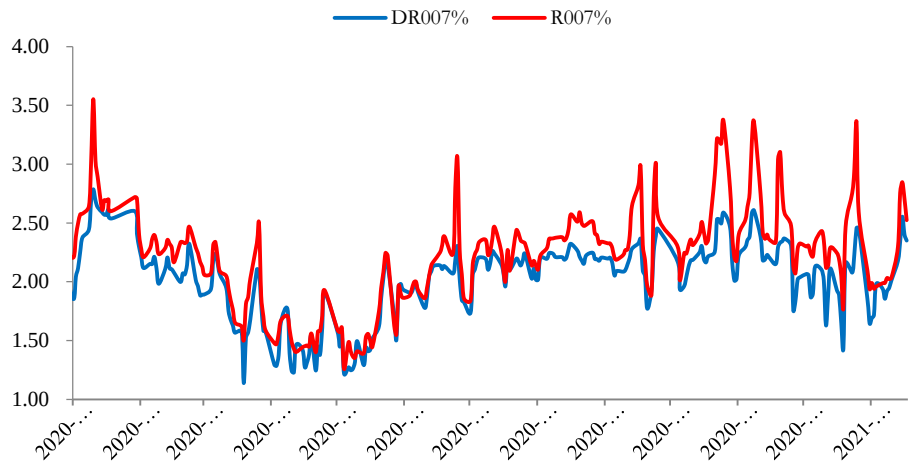


资料来源：Wind，新时代证券研究所

5.4、 货币市场利率上升

上周，央行回购市场净投放资金 5980 亿元，但节前流动性紧张，货币市场利率上升，DR007、R007 分别一周小幅上升 34、49 个 BP。

图22： 货币市场利率上升

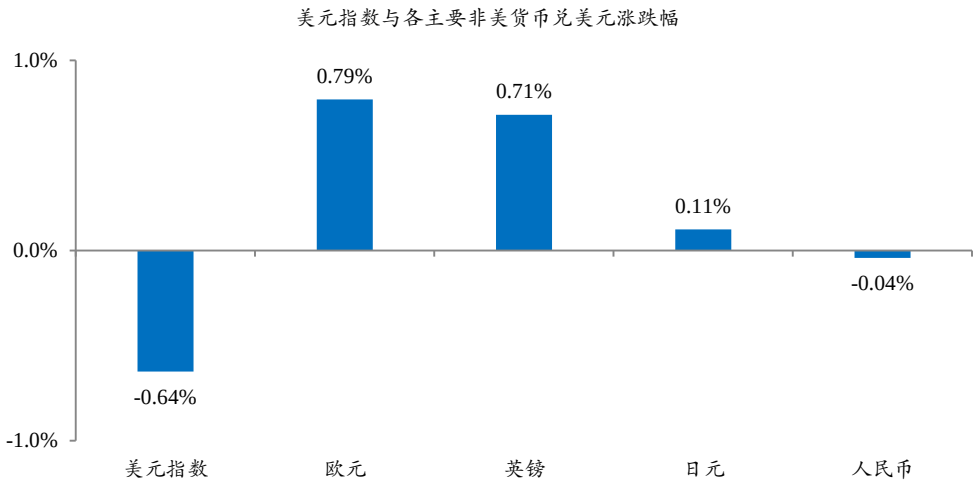


资料来源：Wind，新时代证券研究所

5.5、 人民币小幅贬值

上周，美元指数下降 0.64%至 90.21，欧元、英镑、日元兑美元分别升值 0.79%、0.71%、0.11%，人民币兑美元贬值 0.04%。

图23： 人民币小幅贬值



资料来源：Wind，新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，多年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

邢曙光，资深宏观分析师，厦门大学经济学博士，北京大学经济学博士后，丹麦哥本哈根大学访问学者，曾任北京大学经济研究所助理研究员，2018 年加入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖 销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪 销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓 销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室 邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/