宏观研究

疫情扰动、经济动能与牛市走向

宏观专题研究 2021 年 1 月 20 日

报告摘要：

- 2020 年 12 月份以来全国多地疫情零星爆发，对经济增长不可避免地产生了一些影响，服务业持续改善的趋势被打断，消费改善势头也受到一定抑制。但由于这一轮疫情防控更加精准，经济受到的冲击比去年 2-3 月份小得多。最明显的是，工业生产受影响很小，仍然保持了强劲增长态势。

- 从需求端来看，当前中国经济正在发生一个重要变化，那就是——经济动能正在从房地产转向制造业和消费。2020 年房地产投资在三大投资中是最高的，对中国经济稳增长贡献很大，但最新的边际变化是，在房地产融资条件收紧等因素影响下，房地产投资当月增速已经连续两个月下降，中国经济增长对房地产的依赖正在悄悄降低。而与此同时，制造业投资和消费的增长动能正在积蓄，最新数据显示，它们的环比增速明显好于季节性表现。

- 全要素生产率快速增长，能够缓解资本和劳动放缓的影响，因此中国经济潜在增速不一定是下台阶的，可能比市场普遍预期的更高。尽管最近股市出现一些波动，但我们对 2021 年股市表现仍然乐观，而且相信，这是一轮高附加值的牛市，科技、科创、创新、知识密集板块将明显跑赢。

- **风险提示：**
  全球疫情传播持续恶化，中国政策收紧超预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127665

邮箱： xieyunliang@mszq.com

相关研究

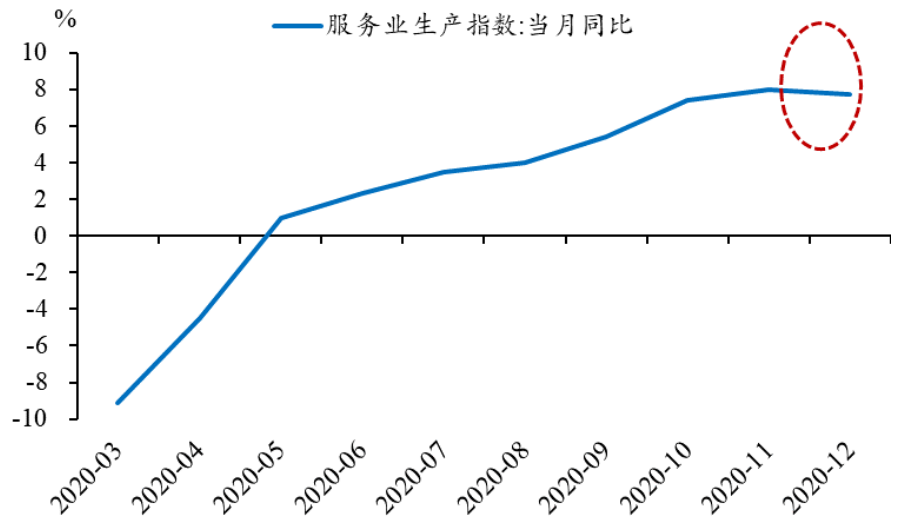
1 2020 年 12 月份以来全国多地疫情零星爆发，对经济是否产生了影响？

1 月 18 日，中国疾控中心副主任冯子健接受采访时，提到了一个重要事实——去年 4 月后境内发生的疫情，病毒来源都是境外输入，早期在我国传播的病毒已被阻断。这表明，我国自身的严防死守策略总体上是非常成功的，但在较长一段时间里，我国仍要持续防范境外疫情输入带来的局部疫情。

去年 12 月以来，受境外疫情输入影响，加上冬季寒冷天气使得新冠病毒更加容易存活和传播，我国多地出现疫情零星爆发现象，疫情防控形势骤然升级。这对经济增长不可避免地会产生一些影响，从最新公布的 12 月份经济数据中已经可见一斑。

首当其冲的就是服务业。去年 3 月起，初步控制住疫情之后，我国服务业走上坚实复苏之路，一直到 11 月，服务业生产指数同比增速逐月回升，一路从 2 月份低谷时的-13%提高到 11 月份的 8%。但 12 月份增速录得 7.7%，比上月小幅下降了 0.3 个百分点，尽管这样的表现仍然很难得，但不可否认的是服务业持续改善的趋势被打断了（图 1）。

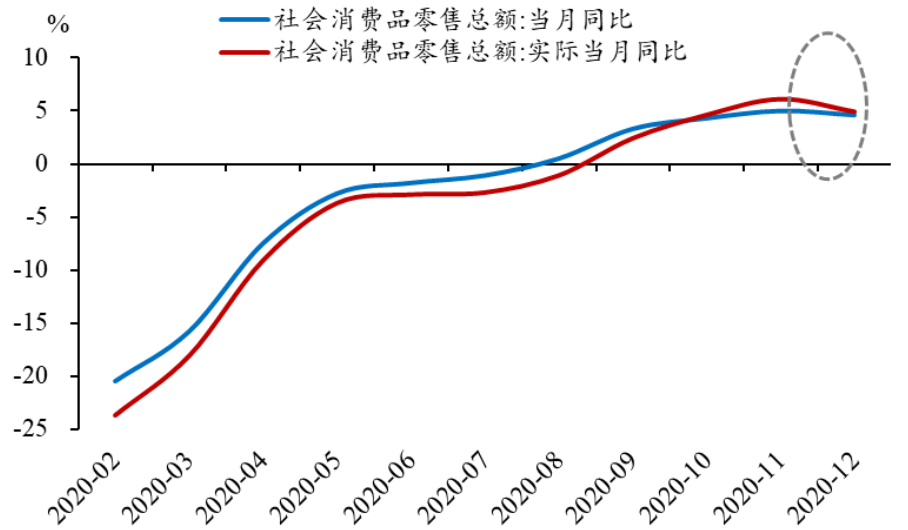
图 1：服务业持续上升趋势被冬季局部疫情打断



资料来源：Wind，民生证券研究院

其次受影响比较大的是消费。去年 3 月至 11 月，我国社会消费品零售总额增速同样呈逐月上升态势，从 2 月份低谷时的-20.5%一直上升到 11 月份的 5%，改善幅度不可谓不大。而 12 月份增速录得 4.6%，比上月小幅下降了 0.4 个百分点，低于市场预期的 5.5%。即便看剔除价格影响后的实际增速，比上月也是下降的。也就是说，消费改善势头，同样受到了冬季局部疫情的影响（图 2）。

图 2：消费改善势头也受到了冬季局部疫情的影响



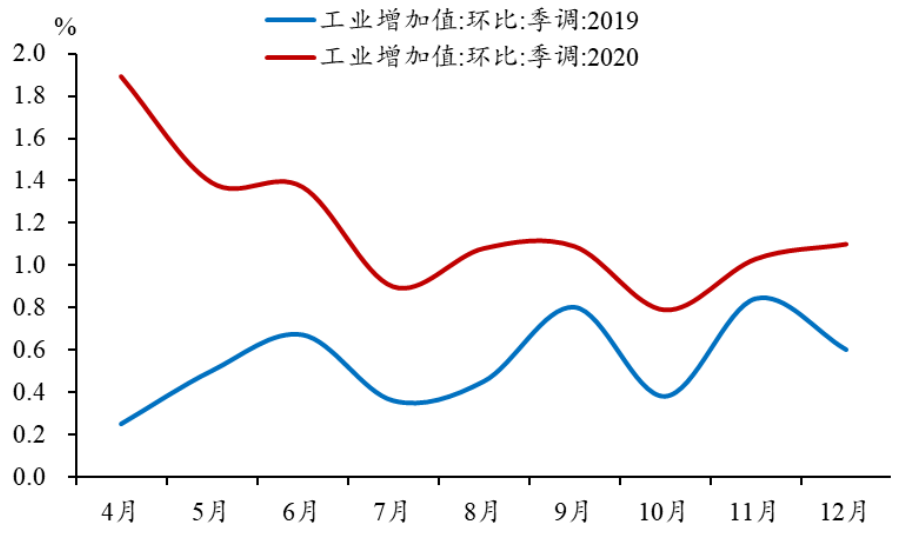
资料来源：Wind，民生证券研究院

2 工业生产保持强劲增长态势，是近期经济超预期的主要来源

尽管近期疫情零星爆发对经济的影响是肉眼可见的，但由于我们已经从上一轮疫情防控中积累了宝贵经验，做到了更加精准的防控，因此这次经济受到的冲击毫无疑问要比去年 2-3 月份小得多。

最明显的是，工业生产几乎没有受到影响。12 月规模以上工业增加值同比增长 7.3%，增速比上月加快 0.3 个百分点。如果我们看工业增加值环比增速（季调后），还可以发现，12 月环比为 1.1%，不但是过去几年同期最高的，比去年同期高出了 0.5 个百分点。而且这一增速差比上月还有明显加大（图 3）。

图 3：工业增加值环比保持强劲增长



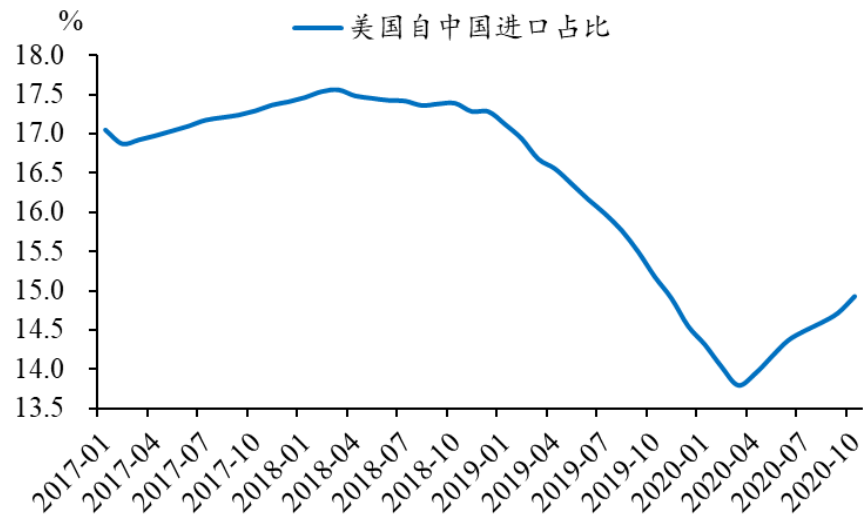
资料来源：Wind，民生证券研究院

进一步看细分行业，可以看到，主要是三类产业增长较快：1）代表未来发展方向的高技术制造业，如计算机、通信和其他电子设备制造业（11.4%）；2）受益于经济复苏的上游制造业，如黑色金属冶炼和压延加工业（10.7%）；3）直接抗击疫情的医药制造业（16.9%）。

工业生产能够保持强劲增长态势，与需求始终旺盛是分不开的。

一方面是出口很强。12 月工业企业出口交货值同比名义增长 9.5%，创过去两年来新高。海外疫情发生后，生产恢复缓慢，对中国商品供给的依赖加大，2020 年中国出口占全球的份额和美国市场的份额都有明显提升（图 4）。出口超预期，是 2020 年中国经济最大的惊喜，相关讨论已经很多，毋庸多言。

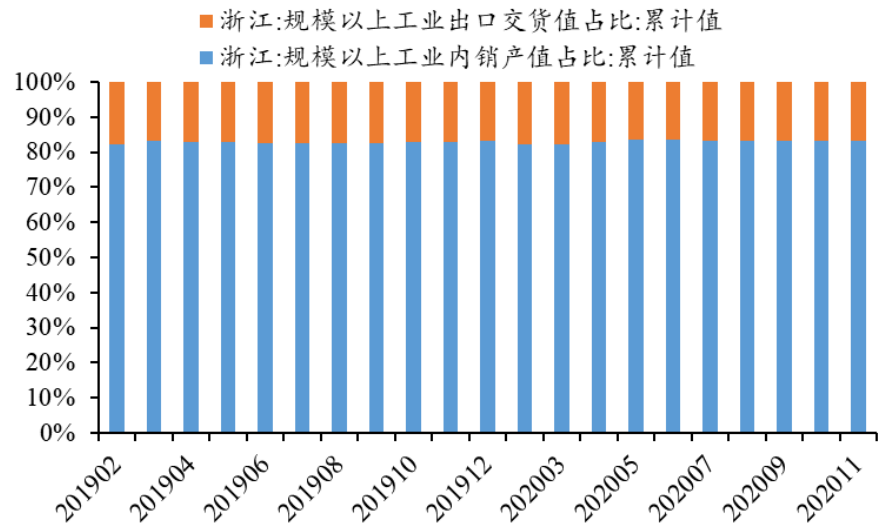
图 4：2020 年中国出口占美国市场份额明显提高



资料来源：Wind，民生证券研究院

另一方面是内销也很强。由于出口太亮眼，这一年内销常常被忽略，但其实内销的表现也非常不错。以浙江为例，截至 2020 年 11 月，规模以上工业销售产值中出口和内销各自占比基本保持稳定，表明出口和内销均衡发展，两条腿走路（图 5）。这一点，可以看做是 “内循环”和“外循环”相互促进战略的具体体现。

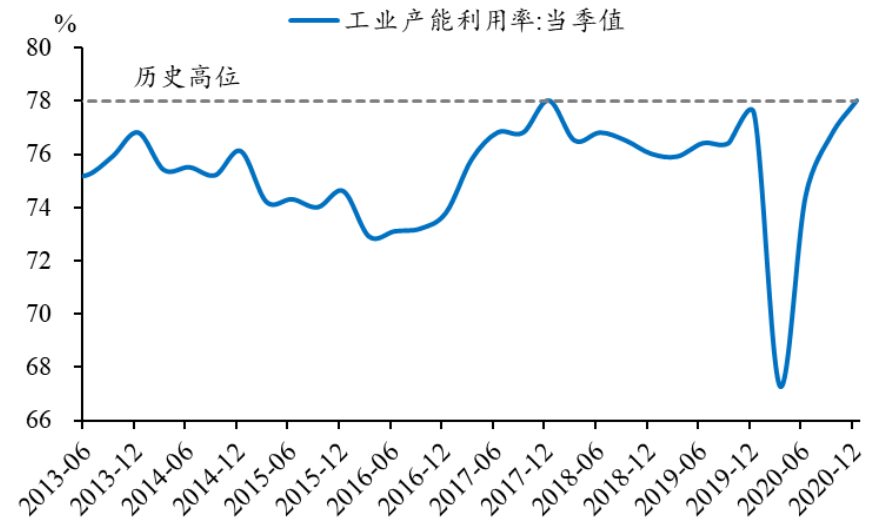
图 5：浙江工业企业出口和内销占比基本稳定，均衡发展



资料来源：Wind，民生证券研究院

工业产销两旺，自然而然的结果就是工业产能利用率持续提高。2020 年四季度，全国工业产能利用率回升到 78.0%，已经超过了疫情前的水平，持平于历史高位（图 6）。考虑到海外疫情持续时间可能较长，我国出口高景气有望延续更长时间，**在产能利用率已经较高的情况下，新一轮资本开支周期或产能周期已经整装待发了。**

图 6：工业产能利用率已超过疫情前水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

按照我们构建的月度 GDP 指数，对月度工业、服务业、农业增加值增速进行加权求和，可测得月度 GDP 增速。结果显示，12 月单月 GDP 增速为 7.2%，与上月基本持平。

总结一下，尽管服务业和消费因为各地疫情零星爆发而受到了少许影响，但在工业强势增长的带动下，中国经济仍然保持了强劲的复苏态势。

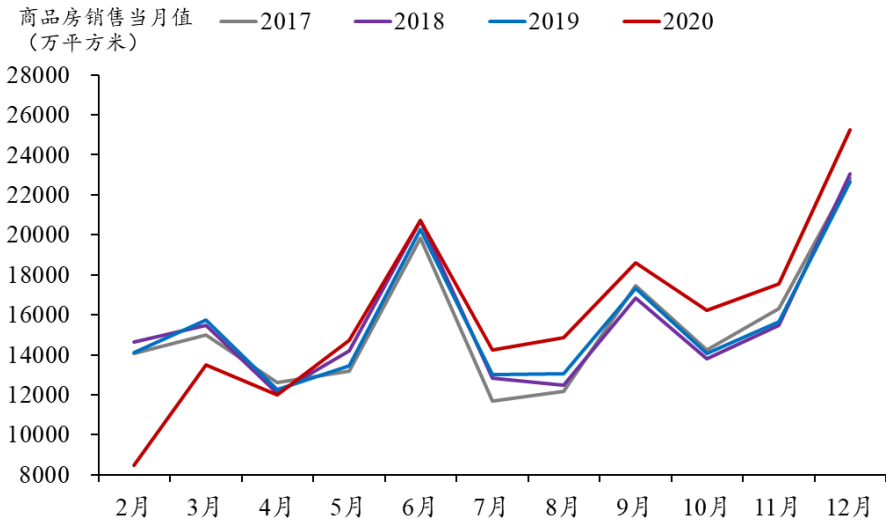
3 房地产动能退坡，经济动能转向制造业和消费

从需求端来看，当前中国经济正在发生一个重要变化，那就是——经济动能正在从房地产转向制造业和消费。

先来看房地产。2020 年 1-12 月，房地产投资同比增长 7%，增速比 1-11 月提高 0.2 个百分点。回顾整个 2020 年，在制造业、基建、房地产三大投资中，房地产投资的表现无疑是最强的，对中国经济稳增长贡献很大。

这里的重要原因，是 2020 年下半年房地产销售景气很高。从数据上看，2020 年 2-4 月，受居家隔离影响，商品房销售面积低于上年同期；2020 年 5 月以后，居家隔离措施放松，消费者购房热情走高，商品房销售面积大幅高于上年同期（图 7）。也就是说，经受了隔离、出入证、管控等措施后，老百姓“居者有其屋”的信念被加强了，更愿意买房了。

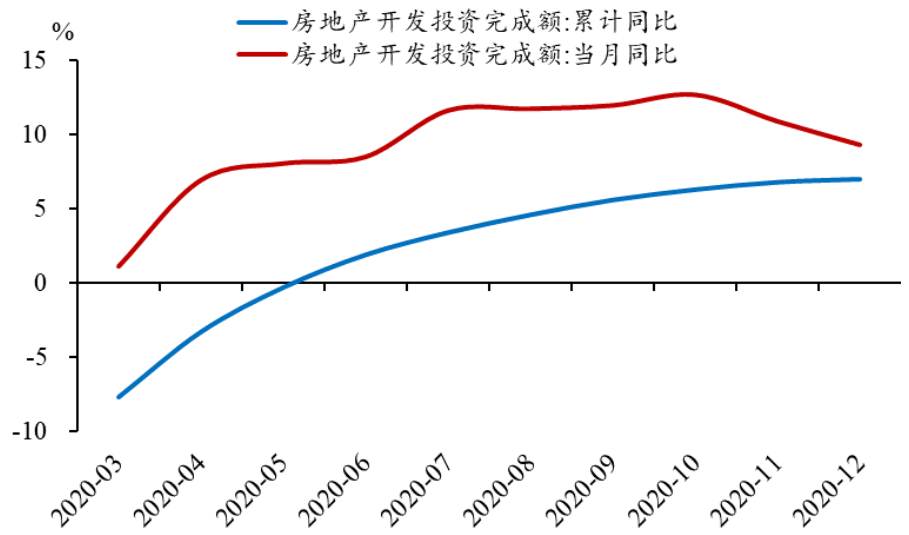
图 7：2020 年下半年商品房销售面积大幅高于上年同期



资料来源：Wind，民生证券研究院

但对于做投资来说，重要的是最新的边际变化。最近一段时间，针对房地产的金融调控措施进一步升级，除了企业端的房地产融资“三条红线”之外，银行端也在建立房地产贷款集中度管理制度。房地产融资条件收紧，“销售-施工-投资”整个链条可能都会受到一些影响。**实际上，从房地产投资当月同比增速来看，截至 2020 年 12 月，已经连续两个月在下降了（图 8）。这表明，中国经济增长对房地产的依赖已经在悄悄降低了。**

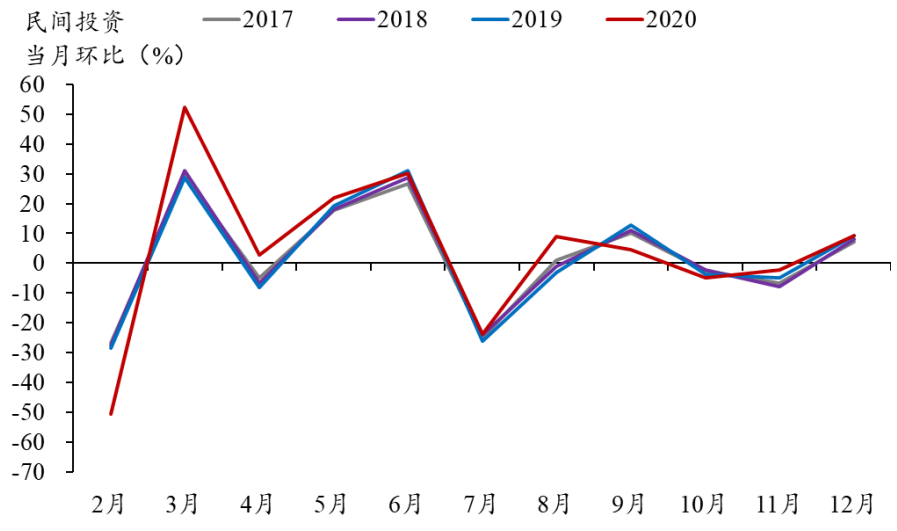
图 8：房地产投资当月增速连续两个月下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

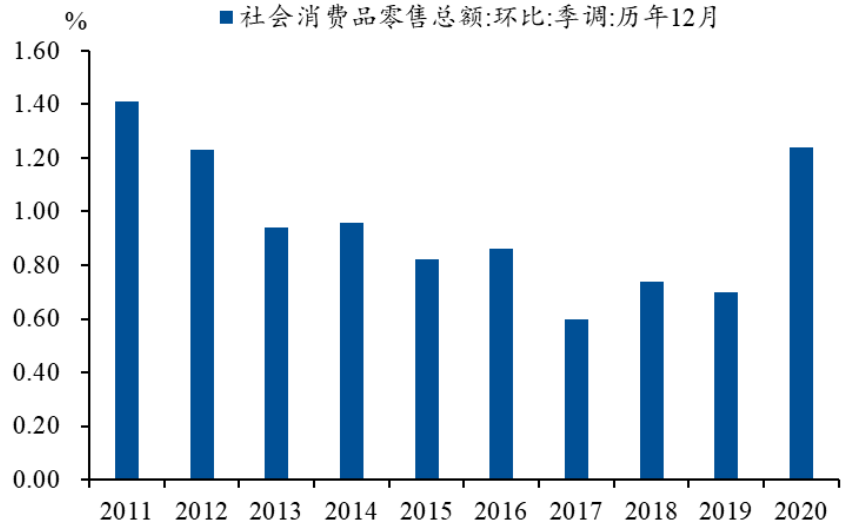
与此同时，制造业投资和消费的增长动能正在积蓄。2020 年，制造业投资和消费恢复相对较慢，全年增速分别为-2.2%和-3.9%。但是仔细分解了 2020 年 12 月份数据后，我们发现，制造业投资和民间投资当月环比都好于正常的季节性表现，消费（社会消费品零售总额）当月环比（季调后）创过去九年同期最好水平（图 9-10）。**这些事实表明，经济动能正在转向制造业和消费。由于制造业和消费是最重要的内生动能，因此这也代表了内生动能的崛起。**

图 9：2020 年 12 月民间投资当月环比增速好于正常季节性表现



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：2020 年 12 月消费当月环比增速（季调后）创过去九年最好水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

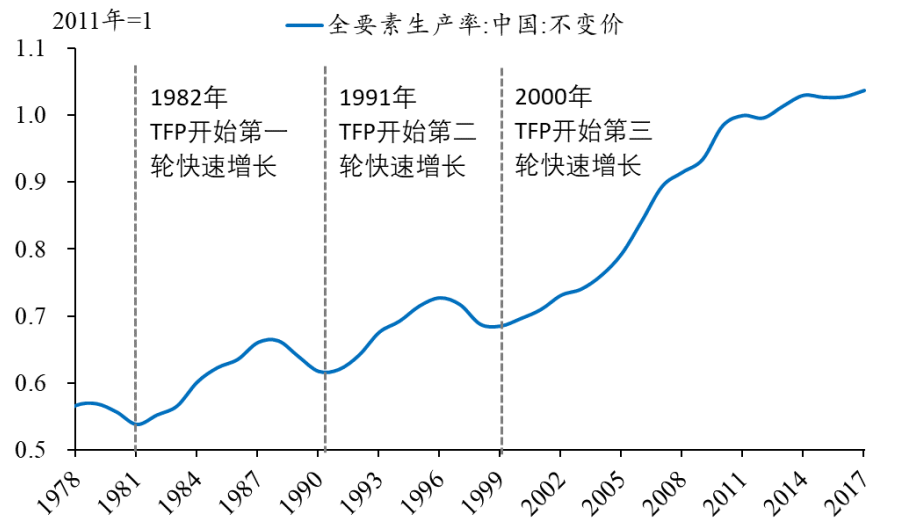
4 高附加值的牛市

2020 年四季度 GDP 增速达到 6.5%，好于市场预期的 6.2%。市场也有讨论，GDP 增速是否已经超过了潜在增速。

在年度展望中，我们专门探讨了中国经济潜在增速的问题。一种广为流行的观点认为，中国经济潜在增速正在逐步下台阶，假如这种观点成立，2021 年 GDP 增速高将完全是由于低基数原因，基数因素消退后将重新下行。这种观点考虑了人口老龄化、资本边际产出递减等因素，却忽略了后疫情时代，中国在全球产业链中的地位更加突出，全要素生产率有望开启新一轮快速增长（图 11）。参照历史经验，1991-1996 和 2000-2011，中国经济在深度融入全球产业链时，全要素生产率都曾经快速增长。**全要素生产率快速增长，能够缓解资本和劳动放缓的影响，因此中国经济潜在增速不一定是下台阶的，可能比市场普遍预期的更高。**

在这样的宏观环境中，2021 年大类资产上我们最看好股市表现，参照历史经验，过去两轮全要素生产率进入上升周期后，A 股都迎来了为期约两年的牛市。全要素生产率提高，就是说，给定同样的资本和劳动，最终的经济产出能够更高。从产业视角看，这其实对应于产业附加值的提高。

图 11：2021 年全要素生产率有望开启新一轮快速增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

基于此，尽管最近股市出现一些波动，但我们对 2021 年股市表现仍然乐观，而且相信，这是一轮高附加值的牛市，科技、科创、创新、知识密集板块将明显跑赢。

风险提示

全球疫情传播持续恶化，中国政策收紧超预期。

插图目录

图 1：服务业持续上升趋势被冬季局部疫情打断 2
图 2：消费改善势头也受到了冬季局部疫情的影响 3
图 3：工业增加值环比保持强劲增长 3
图 4：2020 年中国出口占美国市场份额明显提高 4
图 5：浙江工业企业出口和内销占比基本稳定，均衡发展 5
图 6：工业产能利用率已超过疫情前水平 5
图 7：2020 年下半年商品房销售面积大幅高于上年同期 6
图 8：房地产投资当月增速连续两个月下降 7
图 9：2020 年 12 月民间投资当月环比增速好于正常季节性表现 7
图 10：2020 年 12 月消费当月环比增速（季调后）创过去九年最好水平 8
图 11：2021 年全要素生产率有望开启新一轮快速增长 9

分析师简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。