

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

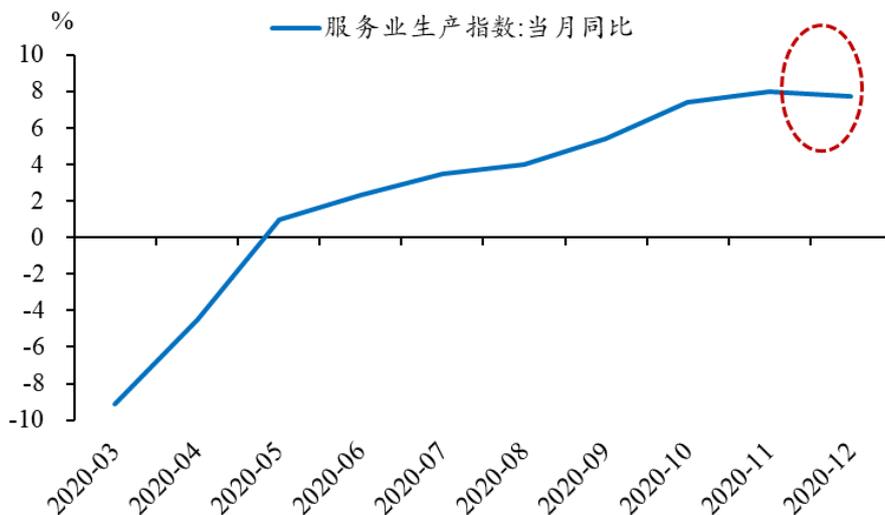
1 2020年12月份以来全国多地疫情零星爆发，对经济是否产生了影响？

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）。

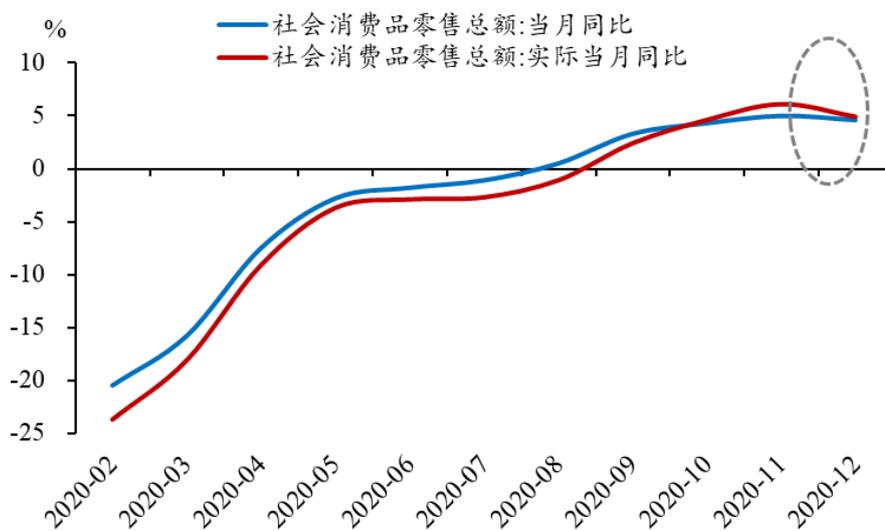
图1：服务业持续上升趋势被冬季局部疫情打断



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



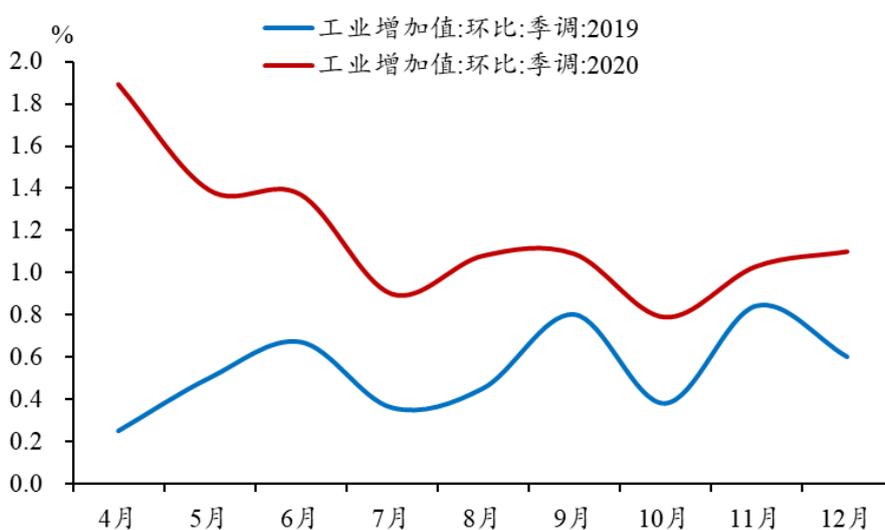
资料来源：Wind，民生证券研究院

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



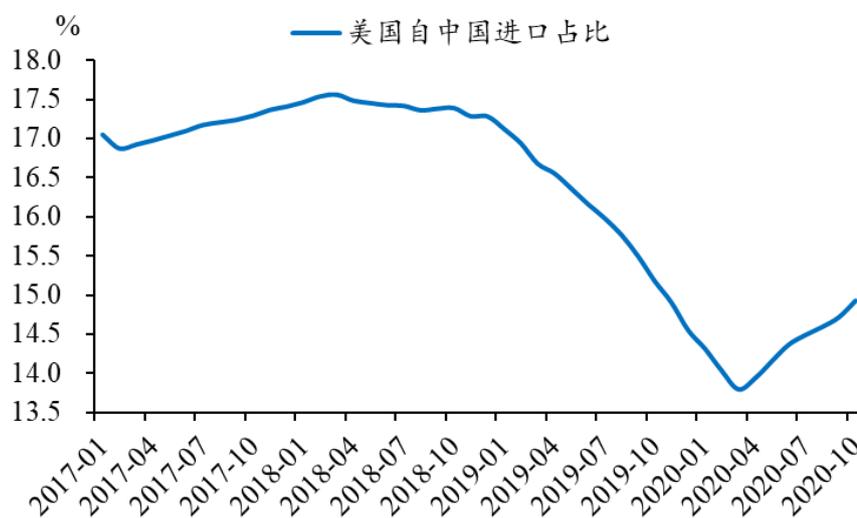
资料来源：Wind，民生证券研究院

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。

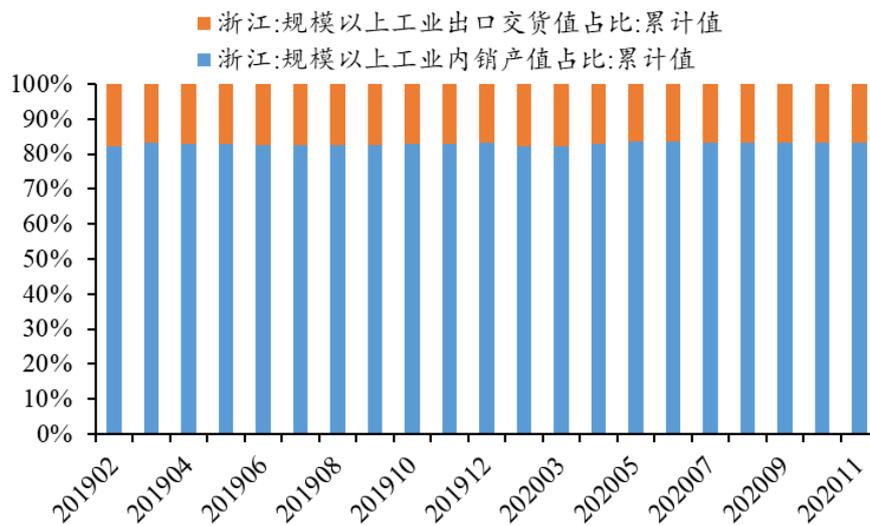
图4：2020年中国出口占美国市场份额明显提高



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。

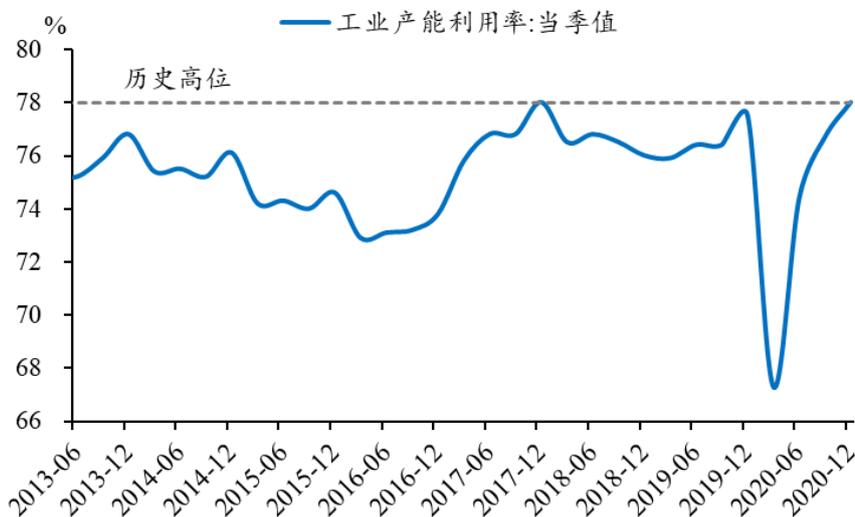
图 5: 浙江工业企业出口和内销占比基本稳定, 均衡发展



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。

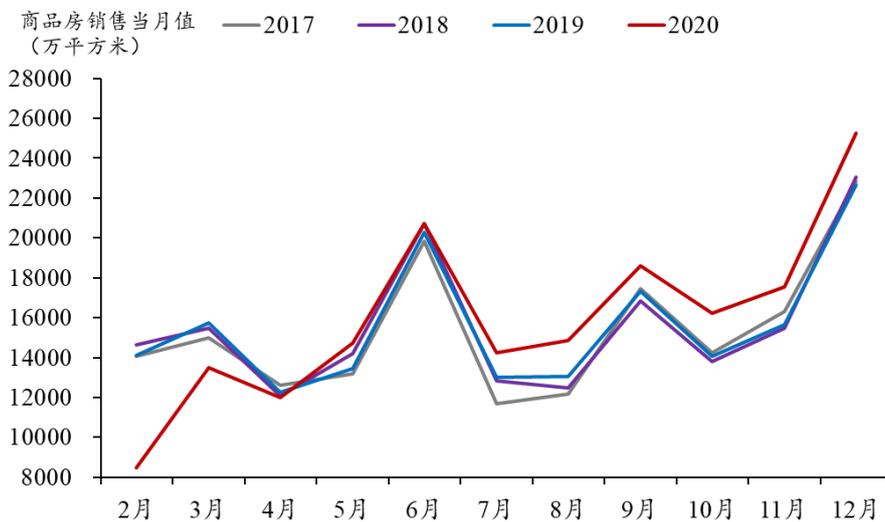
3 房地产动能退坡，经济动能转向制造业和消费

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。

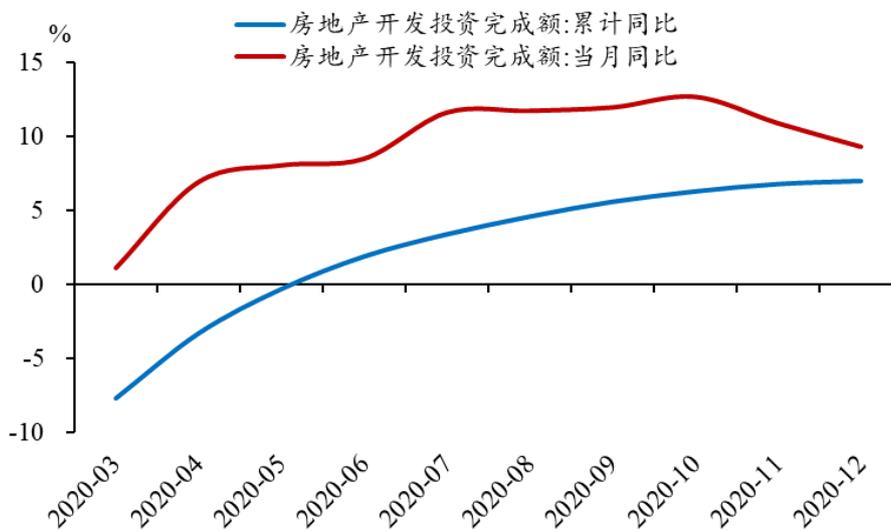
图7：2020年下半年商品房销售面积大幅高于上年同期



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。

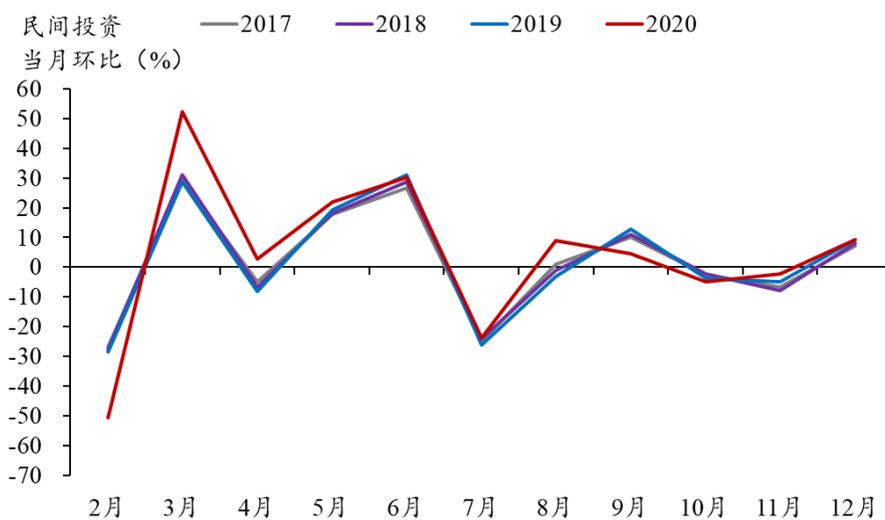
图 8：房地产投资当月增速连续两个月下降



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

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_54

