

# 研报精选

2021年2月1日 第10期

## 宏观专栏

### 就地过年影响几何？

报告指出，从生产角度，就地过年对工业生产有正面影响，但可能对部分第三产业有拖累；从支出角度，对库存有正面影响，而消费将面临不确定性。目前，仍维持2021年一季度实际GDP同比增速19.5%的预测。

### 货币回归中性，而非系统性收紧

报告认为，政策操作不代表货币政策系统性收紧，短期内利率可能处于区间波动状态。不过，近期少数城市楼市过热风险升温说明货币政策也难明显放松。一季度，央行或通过逆回购、TMLF、再贷款或定向降准等方式来加大投放流动性，而全面降准的可能性比较低。

## 专题聚焦

### 复苏：有亮点，也有痛点——草根调研系列报告之三

15家企业调研显示，当前复苏中有亮点，也有痛点。行业间、大小企业间分化明显，企业对产能扩张多持谨慎态度。预计2021年上半年出口仍将强劲，但出口成本快速上升将挤压中小企业利润。

### 布局东南亚，缔造中国家用电器、消费电子产业后花园

报告指出，中国家用电器、消费电子品牌成建制出海是未来3-5年的重要趋势。东南亚毗邻中国，目前正处于消费市场快速成长期，布局东南亚可以缔造中国家用电器、消费电子产业后花园。

## 宏观专栏

### 就地过年影响几何？

这个春节不一样。近期国内多地报告本土散发病例和聚集性疫情，就地过年将是不少人的选择。探亲访友活动将低于预期，而加班生产将是部分人群的选择。这个变化如何影响一季度GDP增长？

春运发送旅客人次相比正常年份大幅减少。交通运输部预计2021年全国春运期间发送旅客17亿人次左右，中国国家铁路集团有限公司预计全国铁路春运客流将下调至2.96亿人次。这两个数字虽然都较2020年疫情期间有一定幅度的回升，但较2019年的正常水平仍然有43%和28%的降幅。从百度搜索指数来看，春运相关的关键词（12306、火车票、机票）热度都有所下降。新浪微博的一项2021年1月20日发起的调查也显示，22%选择不会返乡过年，原因是假期不够且不安全，还有25%表示还在观望中。

春运出行目的主要由探亲和旅游组成：2017年，春运出行目的中探亲访友占比为78%，旅游度假出行占比为14%<sup>1</sup>。一方面，疫情防控需要、就地过年倡议和相关政策都会使得部分异地工作的人员今年不回乡过年；另一方面，国内游受阻、出境游几乎完全停滞，旅游意愿和限制使得旅游人数大幅下降。

从生产角度来看，就地过年对第一季度工业生产有正面影响，但可能对部分第三产业有拖累。我们预计部分人员就地过年能增加工作时间，一定程度上将熨平工业生产活动的季节性波动。从GDP总量上来看，第一季度一般是全年的低点。从第一季度GDP与相邻两季度GDP均值差异来看，受影响较大的行业为农林牧渔业（-52.7%）、建筑业（-44.5%）、工业（-12.4%）；2月的工业增加值一般是全年低点；服务业中除了金融业和信息传输、软件和信息技术服务业以外，其他行业也会受到负面影响。此外，就地过年和疫情防控可能对部分服务业产生负面影响：春运人数减少可能会减少交通运输、仓储和邮政业的GDP，疫情防控也可能减少住宿和餐饮业等服务业的GDP。但是一方面两者仅

<sup>1</sup> <http://www.mot.gov.cn/2017wangshangzhibo/2017first/index.html>

占第一季度GDP的4%和2%（2019年数据），另一方面我们预计其他行业的生产增加能弥补部分受影响服务业的生产减少。

从支出角度来看，就地过年可能对库存有正面影响，而消费将面临不确定性。就地过年将减少探亲访友与聚会带来的消费，但相比2020年初“一刀切”的完全封闭式管理，本次疫情防控精准性更强，有助于降低对消费的负面冲击。而替代效应也有助于减少疫情对总体消费的冲击，比如城市消费对农村消费的替代，商品消费对服务消费的替代，线上消费对线下消费的替代，以及国内消费对海外消费的替代。第一季度GDP增长的贡献中，消费占比最高，过去五年平均为70.6%。如果生产出来的商品不能被及时消耗掉，将体现为库存上升。

就地过年和疫情防控对于2021年第一季度GDP的影响有正有负，总体影响可能尚需视疫情的演变以及春节期间生产和其他活动的安排而定。目前我们仍然维持2021年第一季度实际GDP同比增速19.5%的预测。

---

以上观点来自：2021年1月26日中金公司研究部已发布的《就地过年影响几何？》

郑宇驰 SAC 执业证书编号：S0080520110001

张文朗 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

彭文生 SAC 执业证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

## 宏观专栏

### 货币回归中性，而非系统性收紧

1月以来的资金面收紧态势今日加剧，1月26日短端利率大幅上升，银行间市场DR001利率上行28b至2.77%，创逾13个月新高，交易所GC001利率一度上升202bp报4.99%，亦是去年中以来最高。

从资金供给看，1月以来央行公开市场投放持续较少，相较于11月和12月公开市场2786亿元和2985亿元的净投放量，1月前26日累计净回笼3610亿元，本月还出现了多次20-50亿元少见的低量逆回购。今日面对800亿元的逆回购到期，央行仍仅投放20亿元，净回笼780亿元。而从资金需求看，年初信贷需求较旺盛，而额度或有所控制，且临近年关流动性需求增加，银行转贴现需求加大，7天至6个月期的票据转贴现利率已较12月底大幅上升120-260bp，同时企业融资需求部分转至资金市场，1月票据净融资额高达1142亿元，为过去18个月中仅次于去年3-4月的第三高。

11月中以来央行的政策意图经历了流动性偏松、呵护信用市场情绪，到略偏紧回归正常的过程。10月下旬永煤、华晨等国企超预期违约事件发生后，信用利差大幅走阔，信用债发行大幅受挫，11月中开始央行公开市场操作持续净投放，“松货币”以对冲市场自发“紧信用”。11月22日，金融委第四十三次会议传递五大要求维护债券市场稳定，此后市场紧张情绪略有缓和，信用利差小幅回落但仍在高位，但流动性较为充裕，DR007从高于7天逆回购政策利率40bp一度转为低于政策利率77bp，而DR001更是一度跌至0.59%的低位，甚至较2020年4月疫情爆发流动性宽松时的低点更低。近期货币政策边际收紧也是在此前宽松基础上的中性回归。

政策操作不代表货币政策系统性收紧，短期内利率可能在处于区间波动状态。有多个因素影响我国货币政策的走势，除了通胀和经济增长，楼市走势及金融风险等也是货币政策的重要考量。我们也在11月9日发布的年度展望报告中提到，从经济增长看，尽管短期受外需提振，4季度GDP增速较快，但需求追赶供给，经济不至于出现过热。复苏依然不稳固不平衡。2021年通胀总体

较为温和，服务CPI仍较低迷，因低基数而短暂冲高的PPI难致货币收紧。加上金融“再平衡”带来市场自发的“紧信用”，信用利差仍在高位，3-4月即将迎来偿债高峰，宏观政策的态势或呈现“紧信用、松货币、宽财政”的组合。

不过，近期少数城市楼市过热风险升温说明货币政策也难明显放松，而近日货币政策边际收紧也释放了继续防止楼市过热的信号。尽管针对少数城市楼市升温更多依赖“一城一策”，但是货币政策也要避免明显宽松带来的加杠杆现象。一季度，春节大量流动性需求即将来临，加之3、4月份即将迎来的信用债到期高峰，央行或通过逆回购、TMLF、再贷款、或定向降准等方式来加大投放流动性，而全面降准的可能性比较低。



以上观点来自：2021年1月26日中金公司研究部已发布的《货币回归中性，而非系统性收紧》

黄文静 SAC 执业证书编号：S0080520080004

邓巧锋 SAC 执业证书编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

张文朗 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

彭文生 SAC 执业证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

## 专题聚焦

### 复苏：有亮点，也痛点

#### ——草根调研系列报告之三

2021年1月，中金宏观团队访谈了15家一线企业，涵盖汽车制造、工程机械、集装箱制造、光电、风电、家电、纺服、航运、旅游、外贸电商与地方银行，从一线了解疫后复苏的新动态。

**消费复苏分化明显。**汽车销售恢复较快，商用车和新能源车领涨，乘用车中，大车豪华车与高线城市恢复较快，低线城市与低价款恢复慢。旅游仍对疫情敏感，境内短途高端游更受青睐，2020年大城市周边游火热，三亚旅游复苏强劲，长三角亦表现亮眼。近期国内疫情反复，短期或对服务消费增添压力，出境游取决于疫苗接种速度与有效性。

**投资方面，企业对产能扩张多持谨慎态度。**许多受访企业表示，虽然目前有订单积压、产能紧张的情况，但考虑到需求的可持续性和利润的不确定性，不会大规模扩产。产业外迁进度放缓，但长期计划未见明显变化，疫情凸显中国供应链优势，企业外迁除了要考虑成本，更要考虑供应链优势。“碳中和”目标下，新能源在风口，补贴退坡引发的抢装行情或退潮，但平价上网有利于行业长远健康发展与竞争力提升，“发电+储能”或投资热点。

**2021年上半年出口仍将强劲，但出口成本上升较快（运价、原材料、汇率），中小企业面临压力相对更大。**多数企业表示目前订单已排产到年中，短期出口仍将较旺盛。出口大增而集装箱周转放慢导致主要航线运价平均上升3-5倍。集装箱一箱难求现象未见缓解，运力紧张增加交货延迟违约风险，而客户成本上升亦会要求货品压价。此外，近期原材料和汇率上涨较多。受访大企业多表示，可以通过向下游转移成本、锁汇、使用海外基地等方式减少影响。但对成本敏感、议价力低的中小企业而言，运价高企、原材料涨价和汇率升值三重压力下，有的遭受亏损，出口意愿已开始下降。

大企业普遍鼓励员工就地过年，但小企业难以做到这一点。大企业发放高补贴、安排活动鼓励员工春节加班或错峰探亲。但小企业较少补贴，多正常放假。各地政府多措并举（消费券、免流量、旅游优惠、积分奖励等），鼓励就地过年，一季度生产可能较正常年份强劲。

贷款利率或小幅上升，银行端还本付息压力总体可控。受访农商行认为2021年企业融资成本将上行但有限，此外，被访银行表示其收贷压力不大，对少部分需要延期还贷的企业，银行将与企业协商调整还款计划，且政府特批续贷过桥基金。由于受访银行处于沿海富裕城市，这个情况可能不能完全反映其他相对落后地区的中小企业的还款能力。

总体看，复苏中有亮点，但也有痛点。行业间、大小企业间分化明显，出口火热的背后成本快速上升严重挤压中小企业利润。一季度因为就地过年可能导致工业生产较强劲，近期流动性偏紧是前两月过于宽松后的合理回归，亦可能是对防止楼市等资产价格过热风险的信号，但货币政策系统性收紧的可能性不大，未来尚需关注企业集中还款带来的信用风险。

---

以上观点来自：2021年1月31日中金公司研究部已发布的《复苏：有亮点，也有痛点——草根调研系列报告之三》

黄文静 SAC 执业证书编号：S0080520080004

张文朗 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

彭文生 SAC 执业证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

## 专题聚焦

### 布局东南亚，缔造中国家用电器、消费电子产业后花园

中国家用电器、消费电子品牌成建制出海是未来3-5年的重要趋势。东南亚毗邻中国，布局东南亚可以缔造中国家用电器、消费电子产业后花园：1）东南亚适合承接中国产能，消费电子、纺织服装的产业链转移最为明显，其次是家用电器；2）东南亚人口约为中国的1/2，经济快速发展，正处于消费市场快速成长期。

**东南亚，十年前的中国市场：**1）东南亚毗邻中国，享有人口红利和高性价比劳动力优势。2）东南亚区域内各国发展差异大，多种文化汇合，按照经济发展水平可分为3个梯队，相当于中国的一线城市、二三线城市、农村地区。其中，第二梯队是主流，包括马来西亚、泰国、印度尼西亚、菲律宾、越南、老挝，合计占东南亚人口的88%，经济发展水平与我国21世纪初期相当。3）东南亚各国对内形成东盟，内部贸易零关税；对外高度开放，积极融入全球贸易体系。

**日韩产业链布局具备先发优势，中国转移正当时：**1）日韩企业布局东南亚较早，日本企业在1960s、韩国企业在2000s开始发力东南亚市场，掌握先发优势。此外，日韩企业也开始将位于中国的产能向东南亚转移，其中三星的电子产业转移规模最大。2）中国企业布局东南亚市场较晚，但正在通过品牌并购、生产基地建设等方式加快步伐。3）东南亚各国承接产业各有特点，泰国是东南亚地区较早得到发展的国家；越南劳动力性价比更高，承接了更多劳动密集型产业。

**家用电器、消费电子正处于快速普及阶段：**1）与中国一致，东南亚大家电以彩电、冰箱、洗衣机、空调的顺序进行普及。2019年东南亚主要国家冰洗空及彩电市场规模分别为24亿、17亿、27亿、40亿美元，普及率相当于中国2000S末期，未来提升空间大。2）手机市场增长迅速，中国品牌影响力提升。

**线下渠道为主，越南线上发展更迅速：**1) 东南亚家用电器、消费电子市场以线下渠道为主，除越南线上销售量占比可达10%，其他国家的线上渠道占比均低于5%。2) 越南已经实现线下渠道的连锁化，“移动世界”是越南的苏宁，2019年“移动世界”在越南手机、家电市场零售额占比高达52%、62%。3) 越南线上渠道的领先优势得益于当地政府对互联网基础设施建设的大力支持和智能手机的快速普及，但消费者线上支付习惯仍需进一步培育。

**韩企优势明显，日企式微，中国企业破局：**1) 日韩品牌在东南亚享有较高的品牌美誉度；近年来韩国三星逐步退出中国，加强东南亚布局，实力进一步增强。2) 日本企业逐年式微，我们预计其将退出东南亚白电市场的竞争。3) 中国企业发展面临品牌力弱和部分地区排华情绪的阻碍，但中国企业正积极加大东南亚生产基地建设和品牌销售布局；对于排华地区，以并购的日本品牌抢占市场。



以上观点来自：2021年1月31日中金公司研究部已发布的《布局东南亚，缔造中国家用电器、消费电子产业后花园》

何伟 SAC 执业证书编号：S0080512010001 SFC CE Ref: BBH812

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2021.1.25 图说中国宏观周报：疫情扩散抑制春节消费,就地过年提振假期生产 | 2021年1月18日-24日
- 2021.1.26 中国宏观专题报告：就地过年影响几何？
- 2021.1.26 中国宏观简评：全球复工暂无碍中国出口增长,价格明显上升 | 1月中金月度宏观景气指数(CMI)更新
- 2021.1.26 中国宏观热点速评：货币回归中性，而非系统性收紧
- 2021.1.27 中国宏观热点速评：高速增长,结构分化 | 12月工业企业利润数据点评
- 2021.1.28 海外央行观察：美联储对宽松保持耐心
- 2021.1.28 中国宏观热点速评：政府收支延续高增长,全年赤字低于预算 | 2020年及12月财政数据点评
- 2021.1.31 中国宏观简评：经济活动分化,价格韧性犹存 | 1月PMI指数点评
- 2021.1.31 中国宏观专题报告：复苏:有亮点,也痛点 | ——草根调研系列报告之三
- 2021.1.31 图说中国宏观周报：预计1月通胀上行、社融增速继续回落 | 2021年1月25日-31日

### 策略及大宗商品

- 2021.1.28 海外策略：1月FOMC：疫苗进展将成为重要政策观察窗口
- 2021.1.29 全球资金流向监测：南向流入略降；外资22周流入中资股
- 2021.1.31 量化策略周报：量化策略周报（230）：警惕市场情绪对A股春节前走势的影响
- 2021.1.31 贵金属：短期做多白银，不如比价套利
- 2021.1.31 海外中资股策略周报：港股可能继续相对跑赢A股
- 2021.1.31 海外市场观察：如何监测美股市场的热度、杠杆与流动性？ | 2021年1月25日~1月31日
- 2021.1.31 A股策略周报：市场可能进入暂时平淡期
- 2021.1.31 中金行业首选组合：中金行业首选：2021年2月

### 固定收益

- 2021.1.25 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2021.1.25 资产证券化分析周报：再回首：CRMW在ABS市场中的应用
- 2021.1.27 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2021.1.28 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2021.1.29 简评：如何理解近期资金面紧张？
- 2021.1.29 简评：一周行业数据 | ——转债行业跟踪第27期
- 2021.1.29 简评：规模略回升,"固收+"领跑业绩 | 债基2020年四季报点评
- 2021.1.30 中国利率策略周报：紧一紧，控杠杆；等一等，莫要愁

**行业**

- 2021.1.25 日常消费：港股必选消费行业投资手册
- 2021.1.25 主题研究：图说电信：2020年行业增速回暖，放眼十四五产互放量长逻辑
- 2021.1.25 航空航天科技：4Q20基金持仓：机构持续加仓，略超配仍有较大提升空间
- 2021.1.25 化工：化工板块超额收益有望继续，看好四条主线
- 2021.1.25 医疗健康：2020年报业绩预览：四季度业绩加速恢复
- 2021.1.25 主题研究：硅料价格重返90元/kg，2020年风光并网量超预期彰显电网支持
- 2021.1.25 科技：通信设备周报：中兴年报超预期，Intel指引云发展，亿联发布新产品
- 2021.1.25 有色金属：有色周报：稀土表现亮眼，板块多点开花，看好锂钴价格上行趋势
- 2021.1.25 主题研究：青海储能支持性试行政策出台，2021年有望迎来储能加速发展
- 2021.1.25 博彩及奢侈品：2021年度展望：中场驱动高质量复苏，新物业落地增添生机
- 2021.1.25 医疗健康：基金4Q分析：四季度医药板块配置环比下降，机构持仓进一步集中
- 2021.1.25 基础材料：钢铁建材4Q持仓：建材转为低配，北水持续加码消费建材龙头
- 2021.1.26 房地产：中金房地产周报#229：新房销售整体平稳，宅地成交环比高增
- 2021.1.26 机械：4Q20机械行业基金持仓回顾：低配幅度收窄，关注三条主线
- 2021.1.26 房地产：4Q20基金持仓分析：仓位降至历史底部，重申板块配置价值
- 2021.1.26 建筑与工程：基金4Q20持仓分析：持仓降至历史底部，装配式产业链持仓回落
- 2021.1.26 有色金属：基金4Q20持仓分析：锂钴标的最受青睐，黄金板块配置下降
- 2021.1.27 软件及服务：把握板块复苏周期，2021开年展望积极
- 2021.1.27 银行：银行基金持仓系列#2：4Q20大幅加仓银行股，预计启动指数级行情
- 2021.1.27 电信服务：面朝数字蓝海，静待基建花开——中国基础设施REITs之数据中心篇
- 2021.1.27 非酒类食品饮料：乳业月报：国内原奶价格继续突破向上，饲料价格有所抬升
- 2021.1.27 科技：移动广电700MHz共建共享落地利好基站、终端和应用产业链

- 2021.1.27 日常消费：基金4Q20食品饮料持仓分析：整体维持超配，酒类和白酒分化
- 2021.1.27 金融：资管通鉴：创纪录的权益新发规模、高增长的基民用户数量
- 2021.1.27 机械：“大国重器”系列02：工业之“眼”，如日方升
- 2021.1.28 科技：4Q20基金持仓/沪港通：苹果产业链仓位下降；半导体/港股广受关注
- 2021.1.29 家电及相关：中金看海外·东南亚 | 布局东南亚,缔造中国消费电器、消费电子产业后花园
- 2021.1.29 科技：热门美股 | 苹果1QFY21: iPhone 12销售强劲,AirPods需求有望前低后高
- 2021.1.29 银行：引入中金区域性银行财务指标评分体系
- 2021.1.30 有色金属：有色周报：锂钴价格维持上行通道，铜铝短期受美元上行影响压制
- 2021.1.31 科技：科技硬件周报（1/30）：关注苹果产业链回调与业绩预报
- 2021.1.31 银行：预计信贷供需推高贷款利率——2020年金融机构贷款投向报告点评
- 2021.1.31 传媒互联网：周报：新一批国产网游版号下发，春节档预售票房破亿元
- 2021.1.31 节能环保：基建REITs试点再进一步，有望加速行业供给格局转变
- 2021.1.31 医疗健康：中金医药月度10+7组合：2021年2月组合
- 2021.1.31 化工：国内外磷酸二铵和尿素迈向五年高点，继续看好化肥行情
- 2021.1.31 银行：从产品布局到能力建设，理财子的几个核心问题
- 2021.1.31 日常消费：零研月报：12月多数品类延续疲软但环比改善
- 2021.1.31 化工：基金4Q20重仓分析：板块景气上行加仓意愿明显，聚焦核心资产
- 2021.1.31 交通运输：透过交通看经济（79期）：2020年全年客货运下滑

## **法律声明**

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

---

**如有进一步需求，请联系：**

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn