

两年同比提供新视角，消费复苏静待疫苗

2021年1-2月经济数据点评

证券研究报告

2021年03月15日

● 核心结论

2021年1-2月份经济数据近期公布，为剔除2020年疫情带来的低基数效应，我们把2021年1-2月的数据和2019年1-2月相比较得到两年同比。从“两年同比”的角度具体来看2月经济数据：

企业生产积极高，需求端服务消费依旧疲弱。1-2月工业增加值两年平均增长8.1%（去年12月为7.3%），为近两年来的最快增速，显示“就地过年”对工业生产带来的帮助比较大。在需求的消费端，社零的两年平均增速为3.2%，弱于2020年12月4.6%的增速，反映年初国内疫情的短暂爆发确实抑制了消费，尤其是与外出相关的服务消费。消费数据中改善较为明显的主要是耐用品需求，包括地产链的家具和通讯器材，与外出相关的服务消费表现均相对疲弱，其中石油及制品零售两年平均增速为-4.9%（去年12月为-3.8%），餐饮收入两年平均增速为-1.65%（去年12月为0.4%）。消费的真正全面复苏回暖，需要疫苗接种进度的配合，三季度有望发力。

地产投资小幅下滑，但增速仍强。1-2月房地产投资两年平均增速为7.85%（去年12月为9.2%）。地产投资高增的核心是销售需求旺盛补充开发商资金。1-2月房地产销售面积两年同比增速为11.6%（去年12月为11.4%），2月的70大中城市房价增速为4.1%（去年12月为3.7%）。据调研，销售量价齐升主要原因是改善置换需求发力和居民通胀预期强烈，高需求下开发商拿地积极。总体来看，今年以来针对房地产信贷端调控政策总体影响有限，实际主要体现在银行开发贷有所放缓，按揭和非标资金依旧充裕。

企业在手订单充裕，盈利持续修复再投资意愿增加。1-2月制造业投资两年同比增速-3%（去年12月为10.2%）。制造业投资增速的放缓我们认为主要是受到短期疫情和过年影响，难有持续性。根据调研，制造业企业的手订单大多较为充裕已经排期到下半年，盈利的持续修复导致再投资意愿较为旺盛。微观上，工业用地成交面积自去年下半年以来开始加速增长，同时企业中长期贷款增加，其领先制造业投资增速4-6个月时间，预计二季度我们将看到制造业投资的明显改善。1-2月基建投资两年同比增速为-0.65%（去年12月为4.2%）。经济修复动能持续且加强背景下，政府加快支出稳增长必要性下降，预计基建投资增速将保持弱势。

通胀交易仍未见拐点。总的来看，2月国内经济因疫情的短暂反复，各部门表现分化，但整体依旧保持高景气度。后续以美国为主的外需正式迈入上行的复苏阶段，带动出口保持强势。国内在今年货币政策不明显转向的背景下，地产不论销售还是投资均将保持在高位，消费和制造业投资将逐渐受到带动有所改善。我们判断经济增长带来的通胀交易仍未见拐点。

风险提示：海外疫苗接种放缓、国内货币政策提前收紧

分析师



雒雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人



张育浩



18548912118



zhangyuhao@research.xbmail.com.cn



潘越



panyue@research.xbmail.com.cn

相关研究

两年同比提供新视角，消费复苏静待疫苗

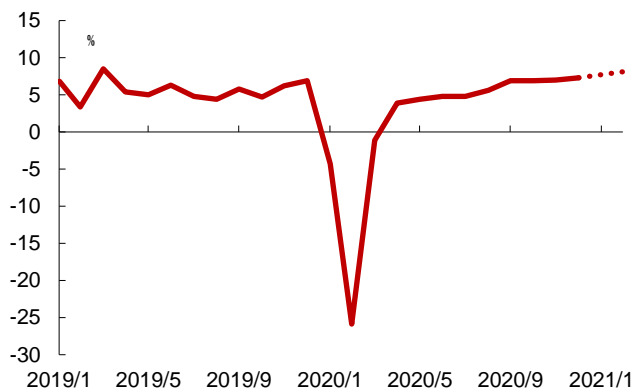
2021年1-2月份经济数据近期公布，在2020年疫情造成的低基数影响下，各部门同比增长明显。为了更清晰的观察经济表现，我们把2021年1-2月的数据和2019年1-2月相比较得到两年同比，因为2019年本身并没有疫情影响，这样就能看出来剔除基数效应之后的经济同比增速。从“两年同比”的角度具体来看：

1、企业生产积极高，需求端服务消费依旧疲弱

1-2月工业增加值两年平均同比增长8.1%，高于2020年12月7.3%的增速，为近两年来的最快增速。显示“就地过年”对工业生产带来的帮助比较大，这在之前发布的出口数据中得到了体现。

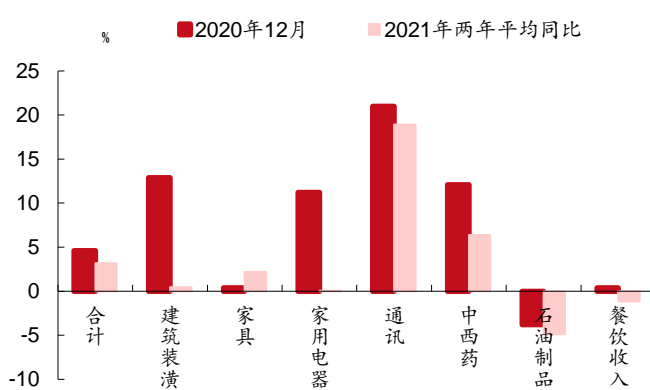
在需求的消费端，社零的两年平均增速为3.2%，弱于2020年12月4.6%的增速，反映年初国内疫情的短暂爆发确实抑制了消费，尤其是与外出相关的服务消费。消费数据中改善较为明显的主要是耐用品需求，包括地产链的家具和通讯器材，两年平均增速分别是2.2%和18.9%。与外出相关的服务消费表现均相对疲弱，其中石油及制品零售两年平均增速为-4.9%（去年12月为-3.8%），餐饮收入两年平均增速为-1.65%（去年12月为0.4%）。我们认为，消费的真正全面复苏回暖，需要疫苗接种进度的配合。但这也同时表明如果后续国内疫苗接种加快，也将会对消费起到不小的帮助，预计在三季度有望发力。

图1：工业增加值继续加速（1-2月为两年平均同比增长）



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图2：分项消费零售增速表现，服务消费依旧疲弱

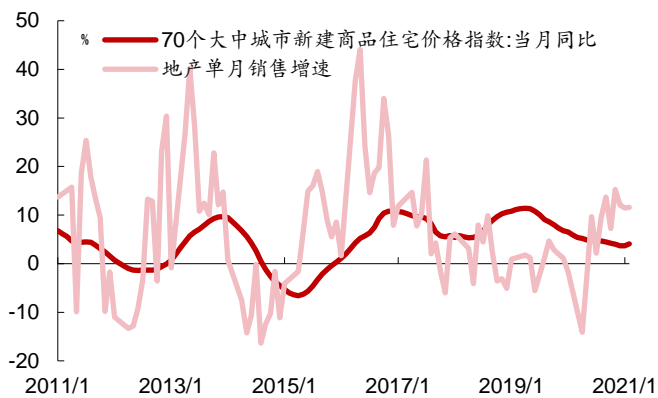


资料来源：WIND，西部证券研发中心

2、地产投资小幅下滑，但增速仍强

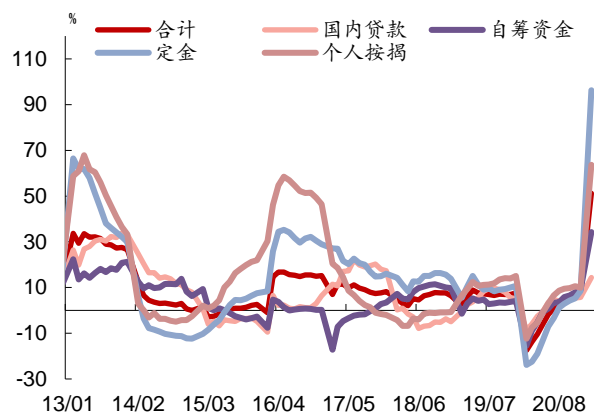
1-2月房地产投资两年平均增速为7.85%，略低于2020年12月9.2%的增速，但依旧维持高位。地产投资高增的核心是销售需求旺盛补充开发商资金来源驱动。1-2月房地产销售面积两年同比增长为11.6%，增速快于去年12月。同时2月的70大中城市房价增速为4.1%，增速高于去年1月的3.7%。据我们调研，销售的量价齐升主要原因是改善置换需求发力和居民通胀预期强烈，高需求下开发商拿地积极。总体来看，今年以来虽针对房地产的信贷端调控政策不断出台，但总体影响较为有限，实际主要体现在银行开发贷有所放缓，按揭和非标资金依旧充裕。

图3：1-2月房地产销售量价齐升



资料来源：WIND,西部证券研发中心

图4：房地产分项资金来源增速表现



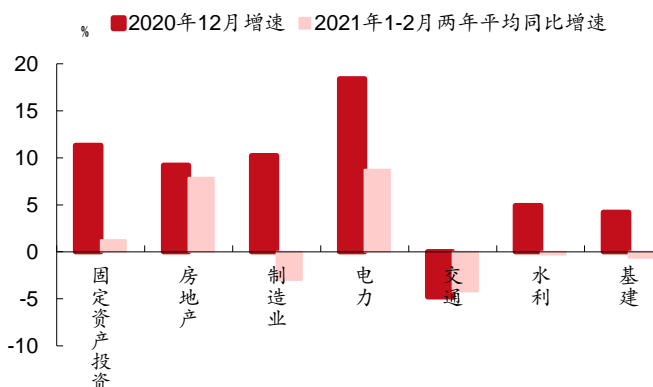
资料来源：WIND,西部证券研发中心

3、企业在手订单充裕，盈利持续修复再投资意愿增加

1-2月制造业投资两年同比增速-3%，明显弱于2020年12月的增速10.2%。制造业投资增速的放缓我们认为主要是受到短期疫情和过年影响，难有持续性。根据调研，制造业企业的在手订单较为充裕已经排期到下半年，盈利的持续修复再投资意愿较为旺盛。微观上，工业用地成交面积自去年下半年以来开始加速增长，同时企业中长期贷款增加，其领先制造业投资增速4-6个月时间，预计二季度我们将看到制造业投资的明显改善。

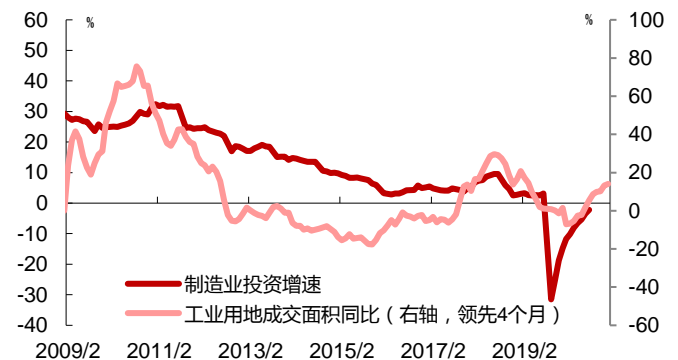
基建方面，1-2月基建投资两年同比增速为-0.65%，弱于2020年12月的4.2%，这或同样受到疫情的干扰。但需要注意的是，经济修复动能持续且加强背景下，政府增加支出稳增长必要性下降。两会的政府工作报告也指出，今年赤字率为3.2%，较去年的3.6%有所下滑。同时，地方专项债发行额度为3.65万亿，较去年下降0.1万亿，取消特别国债发行。因此，预计今年的基建投资增速将保持弱势。

图5：分项固定资产投资增速表现



资料来源：WIND,西部证券研发中心

图6：工业用地成交面积增速领先制造业投资



资料来源：WIND,西部证券研发中心

4、通胀交易仍未见拐点

总体来看，2月国内经济因疫情的短暂反复，各部门表现分化，地产出口强于消费，但整体依旧保持高景气度。后续在疫苗接种加速和1.9万亿刺激计划的逐渐落地，以美国为主的外需

正式迈入上行的复苏阶段，带动出口保持强势。国内在今年货币政策不明显转向的背景下，地产不论销售还是投资均将保持在高位，消费和制造业投资将受益于居民或企业的收入持续性增长而逐渐有所改善，但消费方面更需要关注国内疫苗的接种节奏。我们判断经济增长带来的通胀交易仍未见拐点。

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_17421

