

经济复苏强劲，能拯救 A 股吗？

——点评 1-2 月经济数据

宏观事件点评

2021 年 3 月 16 日

报告摘要：

- **生产端复苏好于预期，工业和服务业都已经回到疫情前正常增长轨道上。**
1-2 月，规模以上工业增加值两年平均增长 8.1%，比疫情前的 2019 年 12 月增速更快；服务业生产指数两年平均增长 6.8%，与 2019 年 12 月增速持平。换言之，生产端已经填补了疫情造成的大坑，服务业基本回到了疫情前正常增长轨道上，工业甚至超出了疫情前增长轨道。市场此前预期更长时间才能回到正常轨道上。
- **消费端复苏也好于预期，冬季疫情影响较小。**
1-2 月，社会消费品零售总额同比增长 33.8%，高于市场预期的 32%，两年平均增速为 3.2%。从环比看，1 月再次出现小幅负增长（-1.4%），体现了冬季疫情对消费的抑制；但 2 月迅速走出低谷，实现小幅正增长（0.56%），好于过去几年春节月份表现。从品类看，餐饮类消费仍然相对低迷，但汽车类和消费升级类消费提供了重要支撑。
- **投资端复苏不及预期，但预计只是冬季疫情下的短期现象。**
1-2 月，固定资产投资（不含农户）同比增长 35.0%，低于市场预期的 38.1%，两年平均增速为 1.7%。分三大类别看，制造业投资和基建投资环比增长弱于疫情前的正常季节性表现，可能是受到了冬季疫情的影响；房地产投资则好于季节性表现。考虑到 2 月企业经营活动预期和企业中长期贷款都较好，预计后续制造业投资和基建投资增长动能将增强。
- **经济复苏强劲，能拯救 A 股吗？**
按照我们构建的月度 GDP 指数，测算 1-2 月 GDP 增速超过 30%，只要 3 月经济环比能保持正常季节性增长，那么一季度 GDP 增速就有望达到 20%。在生产率加快增长的情况下，中国经济潜在增速有望好于市场预期，经济强劲复苏有望持续较长时间。但在此背景下，房地产调控和金融调控可能加强，并由此加大资本市场投资难度。
- **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

中国 1-2 月规模以上工业增加值同比 35.1%，预期 32.2%，去年同期为-13.5%。

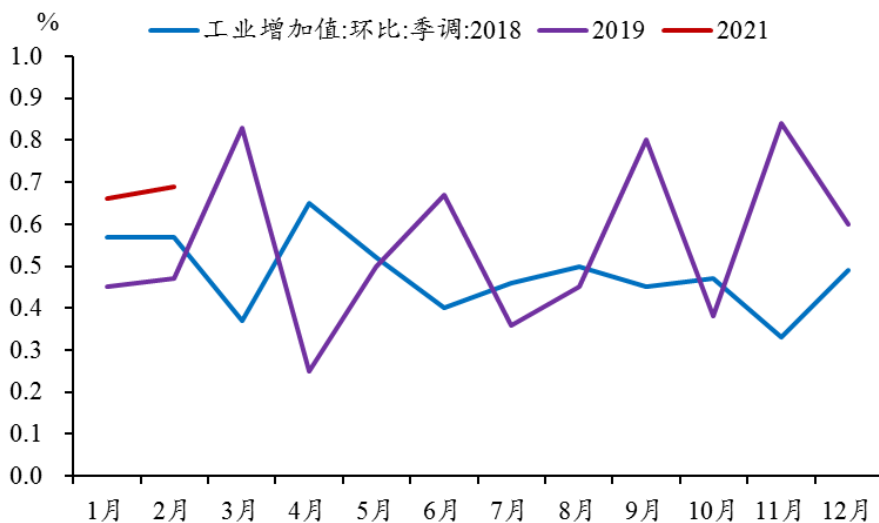
中国 1-2 月社会消费品零售总额同比 33.8%，预期 32%，去年同期为-20.5%。

中国 1-2 月固定资产投资同比 35.0%，预期 38.1%，去年同期为-24.5%。

1 生产端复苏好于预期，工业和服务业都已经回到疫情前正常增长轨道上

工业生产超预期向好，甚至比疫情前增长轨道表现更好。1-2 月，规模以上工业增加值同比增长 35.1%，高于市场预期（华尔街见闻统计，下同）的 32.2%；比 2019 年 1-2 月份增长 16.9%，两年平均增长 8.1%，比疫情前的 2019 年 12 月增速更快。由于去年同期基数很低，今年一季度各项经济数据同比都会很高，因此，今年环比数据比同比数据更有实质性意义。尽管遭受了一波冬季疫情冲击，1-2 月工业增加值环比仍分别录得 0.66%、0.69%，连续三个月持续加快，而且远高于 2019 年同期（图 1）。这表明，即便剔除低基数影响，工业生产复苏也是超预期的。其中，新能源汽车，载货汽车，工业机器人，挖掘、铲土运输机械，微型计算机设备等表现亮眼，同比增速均超过 100%，两年平均增速均超过 10%。

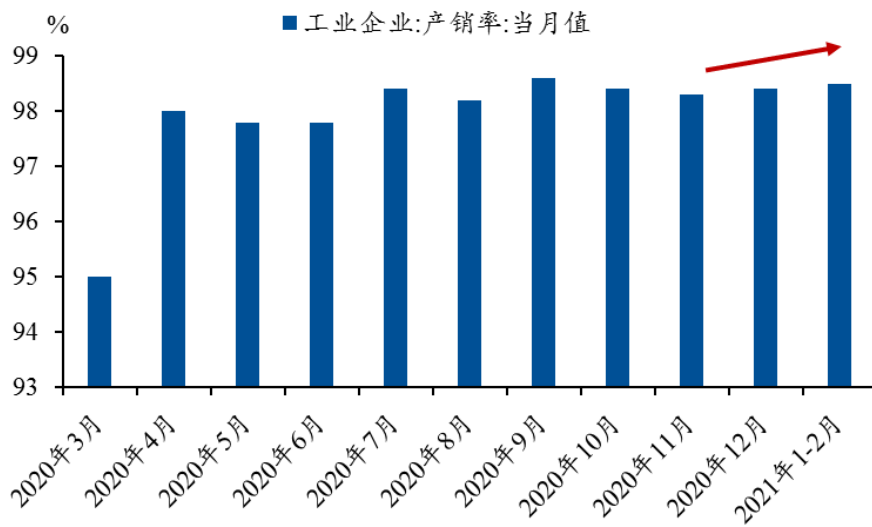
图 1：2021 年 1-2 月工业增加值环比增速远高于 2019 年同期



资料来源：Wind，民生证券研究院

工业生产超预期向好的原因与出口强劲和就地过年有关。出口强劲反映企业产品需求强劲，1-2 月工业企业产品销售率为 98.5%，比 2020 年 12 月提高了 0.1 个百分点，企业产品不愁销路（图 2）。就地过年之下，企业开工较早，能够更加高效地响应市场需求。

图 2：2021 年 1-2 月工业企业产品销售率进一步提高



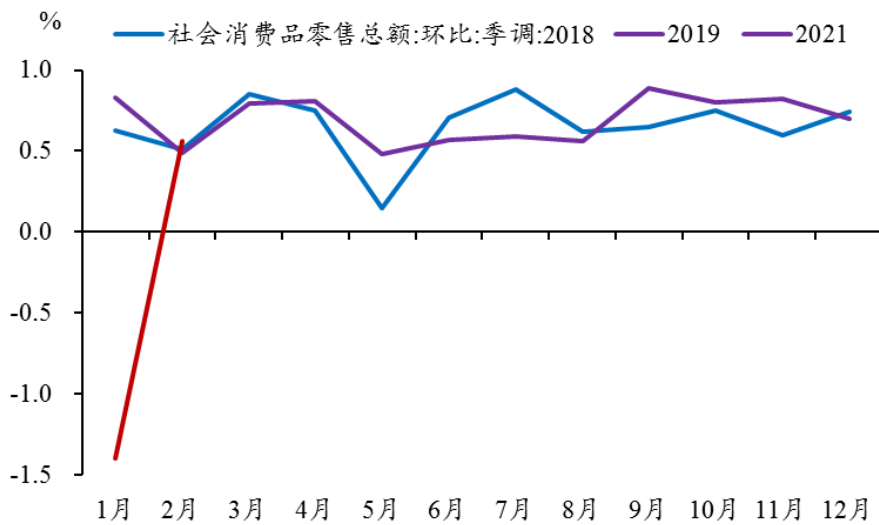
资料来源：Wind，民生证券研究院

服务业生产好于正常季节性表现，基本回到了疫情前增长轨道上。1-2 月，服务业生产指数同比增长 31.1%，比 2019 年 1-2 月份增长 14.1%；两年平均增长 6.8%，与 2019 年 12 月增速持平，基本填补了疫情造成的大坑，回到了 2019 年底的增长轨道上。这一表现，显然是好于正常季节性表现的。2 月份，与居民消费密切相关的零售、餐饮、娱乐等行业商务活动指数均位于扩张区间且高于上月。从市场预期看，服务业业务活动预期指数为 63.2%，高于上月 7.9 个百分点。

2 消费端复苏也好于预期，冬季疫情影响较小

消费端复苏受到冬季疫情影响，但好于市场预期。1-2 月，社会消费品零售总额同比增长 33.8%，高于市场预期的 32%；比 2019 年 1-2 月份增长 6.4%，两年平均增速为 3.2%。扣除价格因素，1-2 月社会消费品零售总额实际增长 34.3%，两年平均增长 1.2%。从环比看，1 月再次出现小幅负增长（-1.4%），体现了这波冬季疫情对消费的抑制；但 2 月迅速走出低谷，实现小幅正增长（0.56%），略好于过去几年春节月份增速表现（图 3）。

图 3：2021 年 1 月消费端复苏受到冬季疫情影响，2 月略好于季节性表现

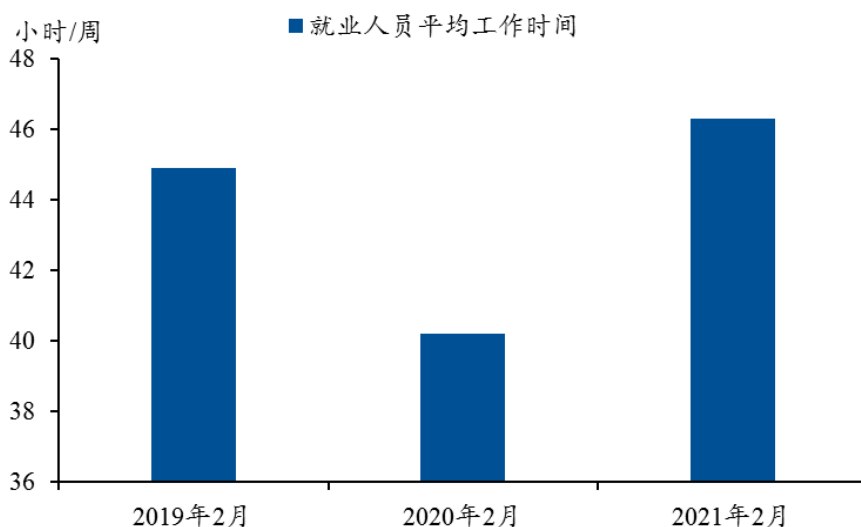


资料来源：Wind，民生证券研究院

两大消费品类表现亮眼，但餐饮类消费仍然相对低迷。一是汽车类，1-2 月同比增长 77.6%，除汽车以外的消费品零售额增长 30.4%，汽车类消费继续发挥对整体消费的拉动作用；二是消费升级类，通讯器材类、体育娱乐用品类商品同比增速分别为 53.1%、45.6%，两年平均增速均为 18.2%。1-2 月餐饮类消费同比增长 68.9%，两年平均下降 2.0%，而商品零售同比增长 30.7%，两年平均增长 3.8%。

就业暂时受到冬季疫情一定影响，后续就业和消费继续回暖存在支撑。从新增就业看，1-2 月城镇新增就业 148 万人，比去年同期多增 40 万人，但比 2019 年同期少增 26 万人；从失业率看，2 月城镇调查失业率为 5.5%，比去年同期回落 0.7 个百分点，但比 2019 年同期提高 0.2 个百分点。就业虽然受到了冬季疫情的影响。但进一步观察劳动时间，可以发现 2 月企业就业人员周平均工作时间为 46.3 小时，比去年同期多 6.1 小时，比 2019 年同期也多了 1.4 小时，这表明企业实际用工需求可能更强一些（图 4）。

图 4：2021 年 2 月就业人员平均工时明显高于过去两年同期

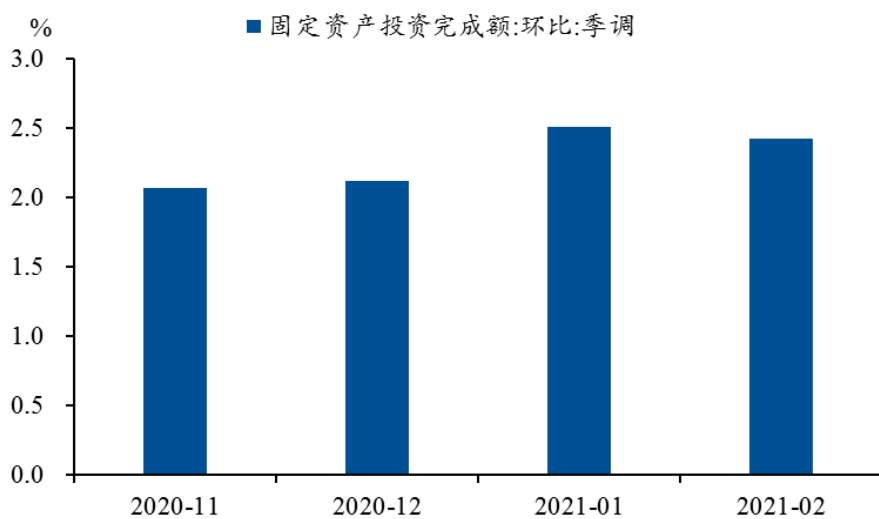


资料来源：Wind，民生证券研究院

3 投资端复苏不及预期，但预计只是冬季疫情下的短期现象

整体固定资产投资增长小幅低于预期。1-2月，固定资产投资（不含农户）同比增长35.0%，低于市场预期的38.1%；比2019年1-2月份增长3.5%，两年平均增速为1.7%。从环比看，1月增速为2.51%，2月增速为2.43%，均较2020年12月有所加快，显示投资仍处于复苏通道中（图5）。

图5：2021年1-2月固定资产投资环比增速高于2020年12月

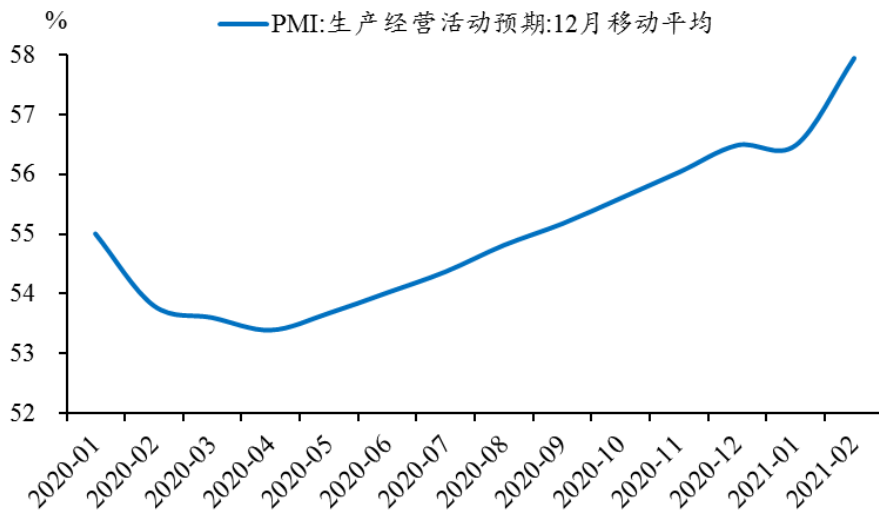


资料来源：Wind，民生证券研究院

分三大类别看，制造业投资和基建投资增长弱于季节性表现，房地产投资好于季节性表现。1-2月，制造业投资同比增长37.3%，隐含比2020年12月下降50.4%，虽然好于去年同期（-60.7%），但弱于2019年同期（-37.8%）；广义基建投资（含电力）同比增长35%，隐含比2020年12月下降40.3%，同样虽然好于去年同期（-53.9%），但弱于2019年同期（-35.6%）；房地产投资同比增长38.3%，隐含比2020年12月增长17%，不但好于去年同期（-7.5%），在历年同期中也处于较高水平。

制造业投资和基建投资偏弱，可能是受到了冬季疫情的影响，预计只是短期现象，后续有望重新走强。一方面，从数据上看，1-2月制造业投资和基建投资均较去年12月有所下降，这一表现与去年同期相似，与1月份制造业PMI生产经营活动预期有所走弱一致，体现了冬季疫情的影响。另一方面，2月企业经营活动预期重新走强（图6），而且企业中长期贷款放量大增，预示后续制造业投资和基建投资增长动能强劲。

图 6: 2021 年 2 月企业经营活动预期重新走强



资料来源: Wind, 民生证券研究院

4 经济复苏强劲，能拯救 A 股吗？

预计一季度 GDP 增速有望达到 20%，经济强劲复苏有望持续较长时间。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。在工业和服务业强劲复苏的带动下，我们测算，1-2 月 GDP 增速超过 30%。只要 3 月经济环比能保持正常季节性增长，那么一季度 GDP 增速就有望达到 20%。这一轮复苏仅用低基数解释可能是远远不够的。十四五规划纲要提出全员劳动生产率增长高于国内生产总值增长，在生产率加快增长的情况下，中国经济潜在增速有望好于市场预期，经济强劲复苏有望持续较长时间。

A 股能止跌吗？春节之后，A 股不断下跌，上证指数从高点 3700 点上方一度跌至 3400 点下方。2020 年底出台的房地产贷款集中度管理制度，拉开了新一轮房地产调控的大幕。2016-2017 年的上一轮调控具有明显的“因城施策”特征，这次与上次相比则具有中央和地方组合调控的特征，中央层面从严调控房地产贷款，地方层面继续坚持因

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_17438

