

宏观

报告原因：事件点评

需求扩张悬念再起

——2021年2月经济数据点评

2021年3月15日

宏观研究/点评报告

山证宏观固收团队

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业登记编码：S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

研究助理：

邵彦棋

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座
28层北京市西城区平安里西大街28号
中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件

- 3月15日，统计局发布2021年1-2月份经济数据。

点评

➤ **工业增加值当月同比连续两个月上升。**1-2月工业增加值累计同比35.1%，前值2.8%，较2019年1-2月份累计复合增长率达到8.1%。其中高技术产业分项增加值同比超过工业增加值同比，制造业增加值同比略低于工业增加值同比。具体行业中，设备制造、电气、汽车等中下游工业表现出色。过滤掉基数的扰动后，工业增加值表现不弱。

➤ **投资同比走强主因基数效应，累计复合同比走弱。**固定资产投资1-2月累计同比35.0%，较2019年1-2月份累计复合增长率达到0.96%，2020年12月当月同比2.90%。房地产、基建和制造业三大投资累计复合同比均有所下降。

➤ **新开工表现不佳，拖累房地产投资增速。**房地产投资1-2月累计同比38.3%，较2019年1-2月份累计复合增长率达到7.59%，2020年12月当月同比9.35%。房地产投资同比的下降主要受到新开工的拖累，虽然新开工同比达到64.3%，但是较2019年的复合增长率仅为-4.85%，低迷的新开工增速和竣工增速的走高拉低了施工增速，进而推断影响到房地产投资中的建设投资分项同比。不过，需要提示的是，目前还无法判断新开工的低迷是趋势变化，还是受到了疫情和节日的扰动。值得注意的是，房地产销售依然保持强劲，同比133.4%，两年复合增长率22.31%。并且从近期的高频数据看，房地产成交量依然稳定。房地产销售的火爆是否会带动新开工增速重新走高是后续房地产投资维持稳健的关键。

➤ **基建投资同比表现不佳。**基建投资1-2月累计同比达到34.95%，较2019年1-2月份累计复合增长率达到-0.65%，2020年12月当月同比4.26%。电力、热力、燃气及水的生产和供应业在基建的三大行业中，同比水平最高，但降幅也最大。今年地方专项债发行较晚，影响基建项目落地进度，拖累年初基建投资。并且从存款数据能够知道，1月份财政存款量多于往年，所以存在大量资金没有及时运用的可能。这种情况在2月份后出现变化，随着资金投放和地方专项债发行提速，后续基建投资或出现一定修复。

➤ **制造业投资复合增长率大幅走弱。**制造业投资 1-2 月累计同比达到 37.3%，较 2019 年 1-2 月份累计复合增长率达到-3.02%，2020 年 12 月当月同比 10.22%。从目前已公布的分行业数据来看，表现出色的行业为计算机通信和医药制造，两个行业两年累计复合同比都超过了 10%。而通用设备和汽车制造两个制造业中的大行业两年累计复合同比均低于-10%。

➤ **不同类别商品消费出现分化。**社零 1-2 月累计同比达到 33.8%，较 2019 年 1-2 月份累计复合增长率达到 3.14%，2020 年 12 月当月同比 4.6%。其中，可选类消费品种几个重要消费品种，汽车、石油及制品类、家电类几个可选类大项两年复合增长率均表现低迷。而两年复合增长率处于高位的商品类别包括通讯器材类、食品类、日用品类和文化办公用品类。社零中的餐饮分项累计同比为 68.9%，较 2019 年 1-2 月份累计复合增长率达到-1.97%，餐饮类消费较完全恢复仍有较大差距。

➤ **经济再回供给强于需求的模式，年初疫情或对经济数据有扰动。**1-2 月的数据受到了基数的大幅扰动，多地爆发零星疫情也对经济数据产生影响，所以数据对趋势提示的意义有限。综合了 2019 年的数据计算两年复合同比来看，经济又回到供给强于需求的阶段。投资、消费两大内需同比均低于去年底，但表征生产的工业增加值同比表现好于去年底。因为实际 GDP 的统计口径更接近生产端增加值的口径，所以在这种情况下一季度 GDP 同比或与去年四季度相差不大。另外供给强于需求的情况也类似去年疫情之后经济恢复初期的状态，需求受到疫情防控影响大于生产，所以 1-2 月需求表现稍弱也可能与 1 月份的国内疫情有关。

➤ **需求端后续变化存在悬念，目前下结论尚早。**2 月份之后，国内疫情逐渐消退，后续看点在需求端的变化上。如果需求端能够及时恢复，那可以从侧面说明 1-2 月需求端的下滑主要因为疫情影响。目前，经济中存在能够带动需求重新扩张的因素，包括 1) 强劲的房地产销售；2) 地方债发行提速和财政资金运用对基建投资的支撑；3) 疫苗注射对服务类消费的提振；4) 出口韧性带动制造业投资；5) 实体融资依然强劲。但另一方面，如果联系去年 12 月的数据，需求端连续表现偏弱，所以需求已经开始收缩的可能性也不能排除。从目前的数据看，如下两个因素将是后续需求端比较大的风险：1) 地产竣工增速持续高于新开工增速，房地产建设投资走弱；2) 汽车消费同比下降过快，带动整体消费增速走弱。因为生产不可能长期脱离需求保持强势，在这种情况下，去年四季度就有可能成为本轮经济扩张高点。

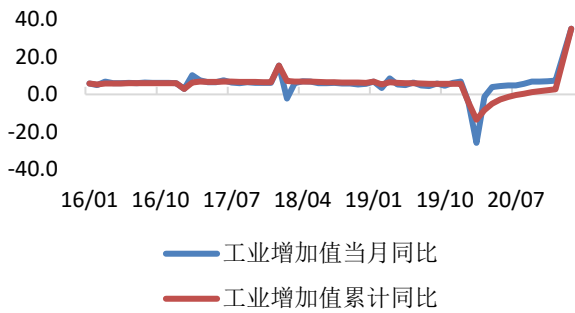


➤ 风险提示

- 1、竣工增速持续高于新开工增速，房地产投资走弱；
- 2、汽车零售同比下降；
- 3、海外疫情反复，扰动国内防控。

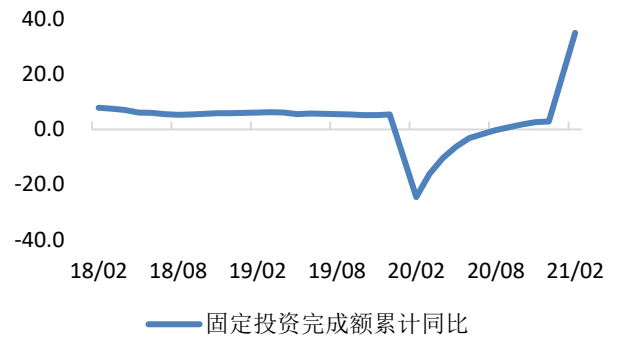


图 1：工业增加值同比走势



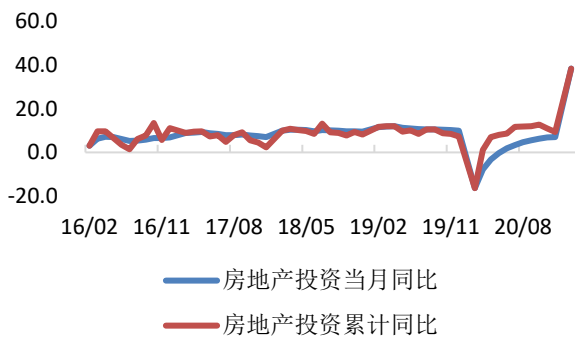
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：固定资产投资完成额累计同比走势



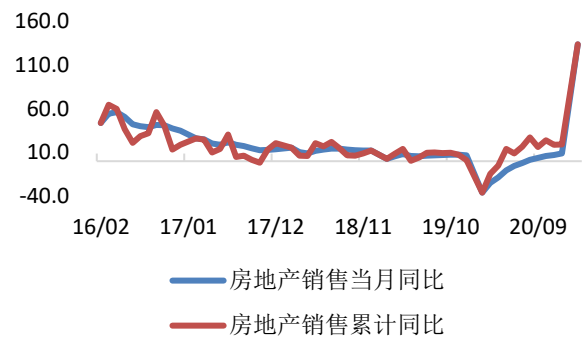
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3：房地产投资同比走势



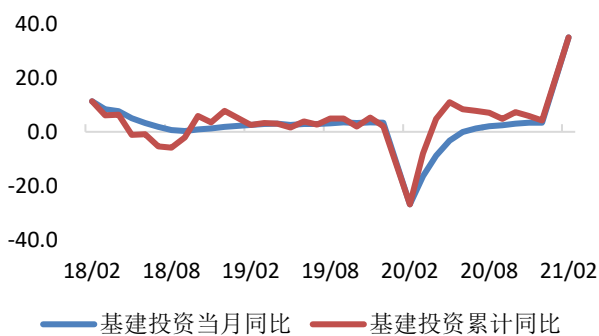
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：房地产销售同比走势



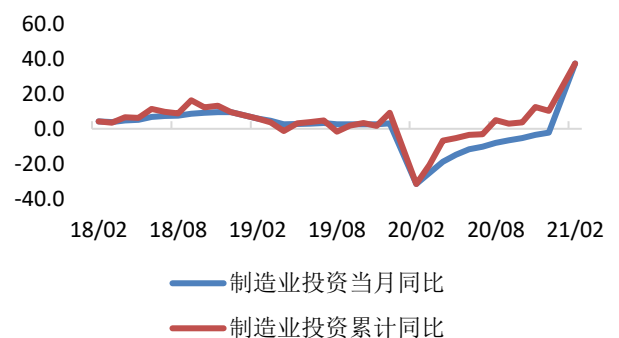
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：基建投资同比走势



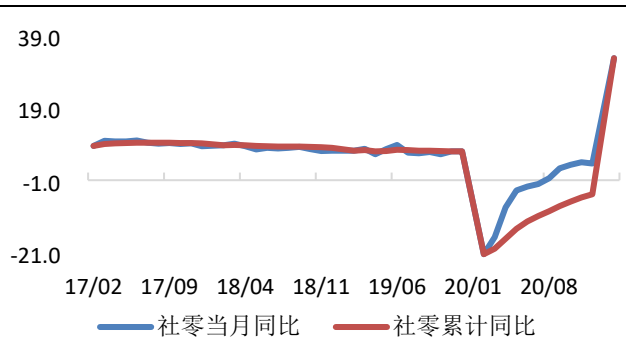
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：制造业投资完成额同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 7：社零同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

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_17446

