宏观

证券研究报告

2021 年 03 月 16 日

开年经济为何走弱?

1-2 月经济数据显示经济增长较去年 4 季度有所走弱，其主要特征是工业部门的生产强、需求弱，其中外需延续强势但内需明显走弱，结果是被动补库；服务业生产走弱，显示餐饮住宿、家庭服务等接触性消费需求回落。

开年经济走弱既反映了政策常态化回归带来的中长期影响，也受到了疫情、严寒、财政节奏等短期因素的扰动，因此现阶段的经济走弱尚不代表经济趋势性下行的开始。

随着各项短期不利因素逐渐消退，经济复苏有望在 2 季度迎来第二个高点（复苏“双头顶”），之后中长期因素主导经济回落。

风险提示：国内政策收紧力度超预期；海外疫苗接种进度/经济复苏速度/货币政策调整超预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

1 《宏观报告：风险定价 | 价值因子继续修复-3 月第 3 周资产配置报告》 2021-03-15

2 《宏观报告：从美国制造业供求错配看涨价空间》 2021-03-11

3 《宏观报告：风险定价 | 逃不开的均值回归-3 月第 2 周资产配置报告》 2021-03-08

内容目录

第一，开年经济增长的特征是内需明显走弱，外需延续强势 3
第二，制造业投资较弱的短期原因是疫情反复导致投资信心不足，中长期有望回归温和复苏 3
第三，建筑业投资较弱的短期原因是严寒、疫情和财政后置，中长期原因是信用收敛 5
第四，社零较弱的短期原因是就地过年和疫情反复，中长期有望回归温和复苏 6
第五，就地过年促进生产，工业行业被动补库，服务生产小幅回落 7
第六，1 季度经济回落尚不能反映趋势，2 季度经济可能边际改善，本轮复苏是双头顶 7

图表目录

图 1：固投和社零大幅回落，出口续创新高（当月复合同比增速） 3
图 2：固投中制造业回落幅度最大，房地产回落幅度最小，基建居中（当月复合同比增速） 4
图 3：各制造业行业投资增速和回落幅度对比 4
图 4：去年 4 季度企业家预期和企业资金周转恢复至超过疫情之前的水平 5
图 5：房地产贷款增速料将进一步回落（%） 5
图 6：房地产投资和开工增速明显回落，但销售景气度较高（当月复合同比增速） 6
图 7：社零增速明显回落，但限额以上消费表现稳健（当月复合同比增速） 6
图 8：工业生产回升被动补库，服务生产回落与需求同步 7

1-2 月经济数据显示经济增长较去年 4 季度有所走弱，其主要特征是工业部门的生产强、需求弱，其中外需延续强势但内需明显走弱，结果是被动补库；服务业生产走弱，显示餐饮住宿、家庭服务等接触性消费需求回落。

开年经济走弱既反映了政策常态化回归带来的中长期影响，也受到了疫情、严寒、财政节奏等短期因素的扰动，因此现阶段的经济走弱尚不代表经济趋势性下行的开始。

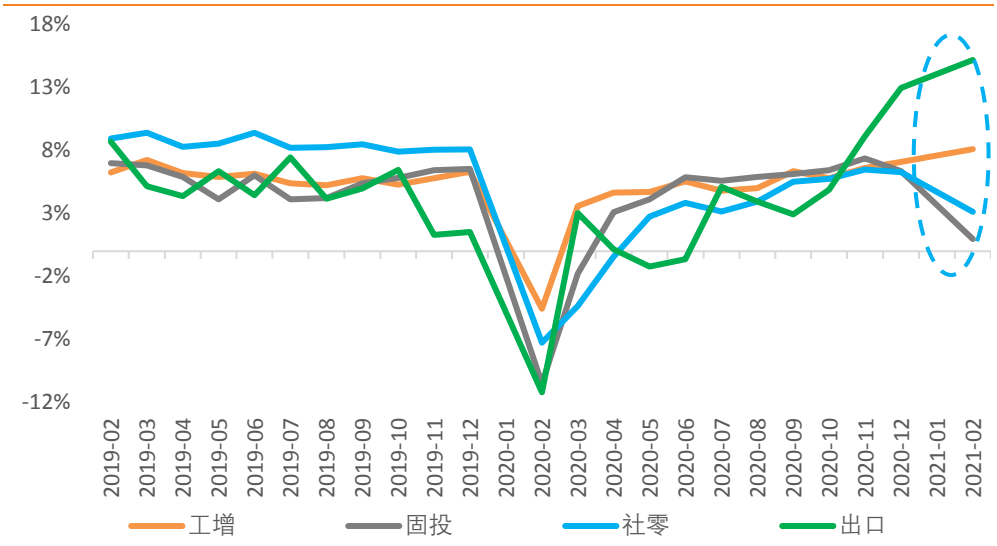
随着各项短期不利因素逐渐消退，经济复苏有望在 2 季度迎来第二个高点（复苏“双头顶”），之后中长期因素主导经济回落。

第一，开年经济增长的特征是内需明显走弱，外需延续强势

1-2 月经济数据显示开年经济增长较去年 4 季度有所走弱。主要特征是外需延续强势、内需明显走弱；工业部门生产强、需求弱，制造业被动补库；服务业部门生产弱，餐饮住宿、家庭服务等接触性消费需求回落。

反映内需的固定资产投资和社会零售品消费复合增速均出现大幅回落，其中固投复合增速为 1.7%，较去年 12 月下滑 4.7%，是去年 3 月以来的最低水平；社零复合增速为 3.2%，较去年 12 月下滑 3.1%，是去年 5 月以来的最低水平。相比之下，反映外需的出口复合增速仍然高达 15.2%，较去年 12 月上升 2.2%，续创本轮反弹以来的新高。[1]

图 1：固投和社零大幅回落，出口续创新高（当月复合同比增速）



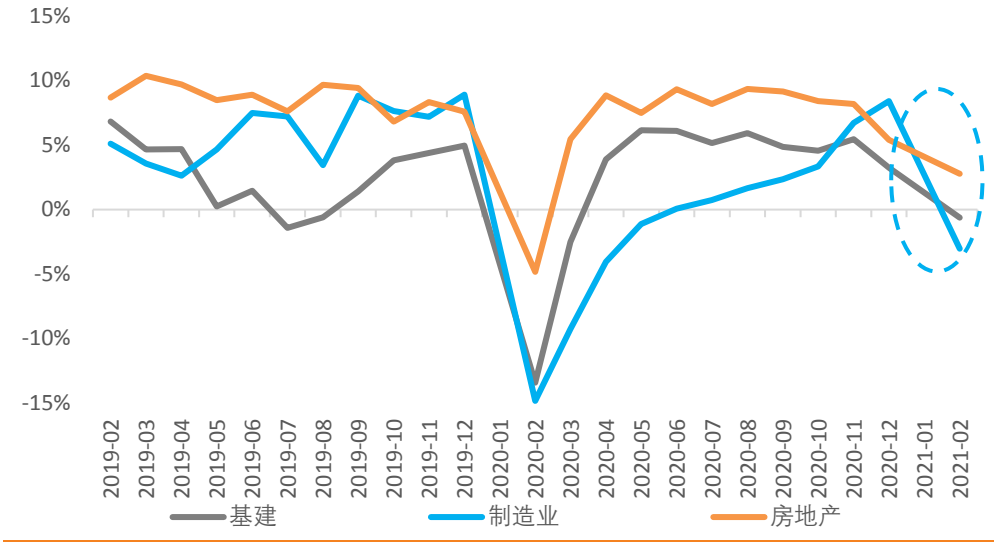
资料来源：WIND，天风证券研究所

第二，制造业投资较弱的短期原因是疫情反复导致投资信心不足，中长期有望回归温和复苏

制造业投资的大幅回落超预期，1-2 月制造业投资复合增速-3.0%，较去年 12 月下滑 11.8%。在此前企业利润大幅回升、产能利用率升至高位等因素的催化下，去年年底制造业投资增速快速回升，市场对今年的预期普遍较高，因此年初制造业投资大幅回落超预期。**短期制造业投资的大幅回落与出口、企业中长期信贷、工业利润、产能利用率、钢材消费量等数据背离，我们推测可能与疫情等短期因素有关，疫情反复导致企业投资信心不足，进而放缓了投资计划。**

[1] 注：为剔除去年年初疫情导致的数据大幅波动，我们选取各项数据连续两年的同比增速计算其复合同比增速，即 201 年 1-2 月相对于 2019 年 1-2 月的年均复合增速，统称“复合增速”。

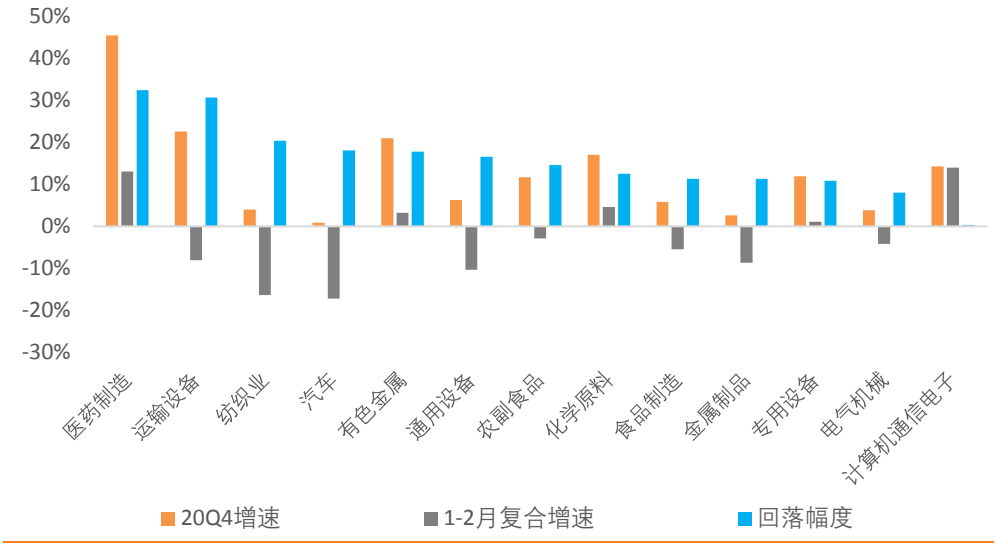
图 2：固投中制造业回落幅度最大，房地产回落幅度最小，基建居中（当月复合同比增速）



资料来源：WIND，天风证券研究所

分行业来看，按照 1-2 月投资复合增速的绝对水平排序，计算机通信电子、医药制造等高技术制造业和有色金属、化学原料等顺周期行业的增速较高；对比去年 4 季度的同比增速和今年 1-2 月的复合增速，增速回落幅度较大的包括：医药制造、运输设备、纺织业、汽车、有色金属等；回落幅度较小的包括：电气机械、计算机通信电子制造业。

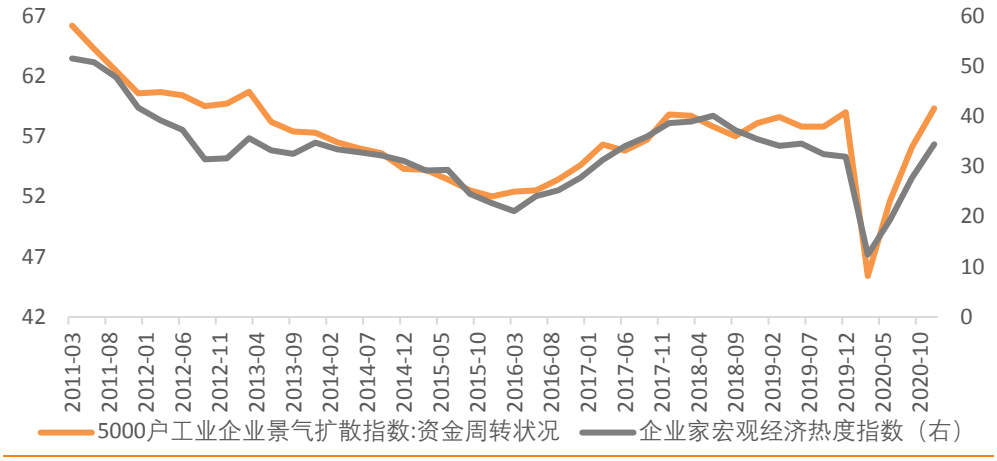
图 3：各制造业行业投资增速和回落幅度对比



资料来源：WIND，天风证券研究所

往后看，虽然疫情反复导致企业投资信心不足，但企业投资能力仍在改善，例如随着盈利增速改善，企业资金周转状况已经恢复并超过疫情之前的水平；从 1-2 月的社融信贷数据来看，高企的企业中长期贷款也反映了较强的融资需求。**因此，待疫情等短期因素逐渐消退后，制造业投资仍然有继续复苏的空间。**

图 4：去年 4 季度企业家预期和企业资金周转恢复至超过疫情之前的水平



资料来源：WIND，天风证券研究所

另一方面，支撑制造业投资复苏的有利因素仍然存在，但对于本轮制造业投资复苏的强度和持续性也要客观看待。疫情过后，企业财务环境将制约资本开支的上限：第一，去年宏观杠杆率上升 23.6%，其中 10.4%由企业部门贡献，企业债务负担加重；第二，在债务负担增长的背景下，今年信用环境收缩将导致企业融资难度加大、成本提升。

第三，建筑业投资较弱的短期原因是严寒、疫情和财政后置，中长期原因是信用收敛

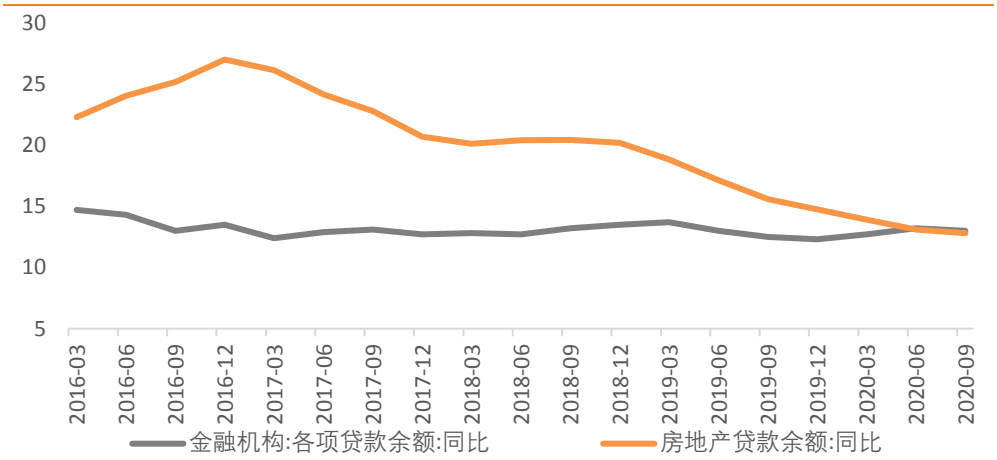
固投各分项中，房地产表现相对最好，复合增速为 2.8%，但仍较去年 12 月下滑 2.6%；**基建表现居中**，全口径投资复合增速-0.6%，较去年 12 月下滑 3.9%。

建筑业投资增速出现回落，短期原因可能是冬季气温偏低、疫情局部反复导致施工条件受限，其中基建投资大幅回落还与财政资金后置有关。受今年新增地方政府债券额度滞后下达影响，1-2 月政府债券净融资仅 3377 亿元，大幅低于 2019 年的 8030 亿和 2020 年的 11341 亿。

建筑业投资增速回落的中长期原因与信用环境收敛和结构性政策有关。一方面，总量上随着社融增速在去年 10 月见顶，全社会面临的信用条件均有所收敛；另一方面，房地产行业融资还进一步受到结构性政策的限制，例如“三道红线”和“房贷集中度管理”等。房地产贷款余额增速从 2017 年起见顶后持续回落，今年大概率进一步回落。

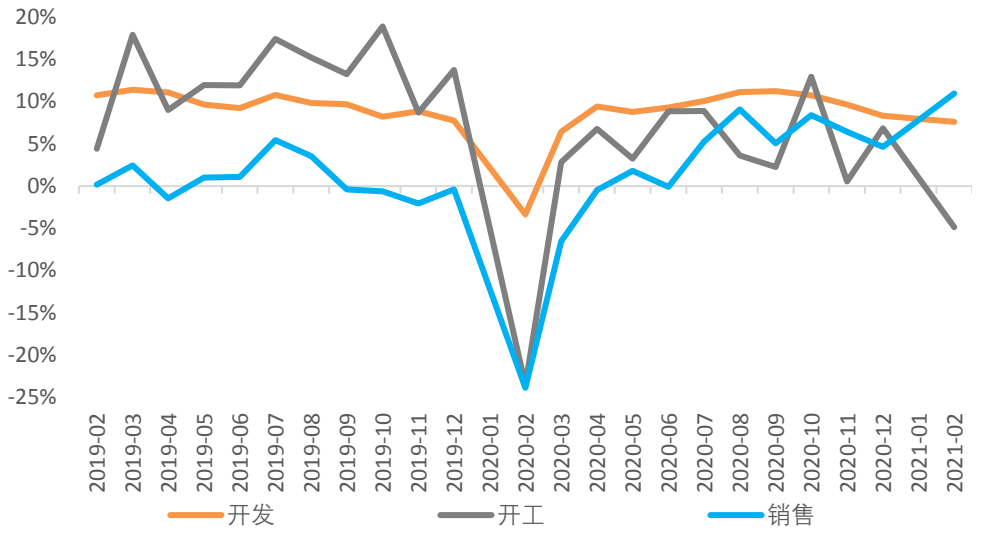
另外，房地产开工复合增速仅为-4.9%，较去年 12 月下滑了 11.7%，与房地产投资增速的回落可能同源；但近期房地产销售保持了较高景气度，复合增速达到 11%，较去年 12 月上升 6.3%，有利于短期投资增速企稳。

图 5：房地产贷款增速料将进一步回落（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 6：房地产投资和开工增速明显回落，但销售景气度较高（当月复合同比增速）



资料来源：WIND，天风证券研究所

第四，社零较弱的短期原因是就地过年和疫情反复，中长期有望回归温和复苏

1-2 月限额以上消费复合增速与去年 12 月持平在 5.4%，说明限额以下消费增速大幅回落。**从这个维度看，可以反映就地过年对消费的影响：**部分外出劳动力人口留在更发达的人口净流入城市过年，促进了限额以上企业的零售消费；人口净流出的欠发达地区消费被削弱，导致限额以下企业零售消费大幅下滑；**总体效应是削弱了消费。**

分项目来看，增速回升幅度相对较大的有文化办公用品、通讯器材、饮料，回落幅度较大的有书报杂志、体育娱乐用品、家电、烟酒。**这个结构一定程度上与去年国内疫情爆发期间的情况类似，侧面反映了春节之前的疫情反复也对消费造成了一定冲击。往后看，随着就地过年和疫情反复等短期因素逐渐消退，商品和服务业消费仍然有望回归此前的温和复苏。**

图 7：社零增速明显回落，但限额以上消费表现稳健（当月复合同比增速）

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_17448