



## 2021年2月经济数据解读

# 没那么强的生产，没那么弱的需求

### ■ 核心摘要

国家统计局今天发布的今年 1-2 月经济数据，除公布同比外，考虑到去年低基数导致同比读数大幅回升，也公布了和 2019 年 1-2 月的比值，以及 2019 到 2021 这两年的平均增速。

1、前两个月的工业生产并没有显著超过季节性，“就地过年”倡议对工业生产的提振不及预期。1-2月工业增加值同比 35.1%，而根据 2018 年和 2019 年工业增加值定基指数的环比均值计算，其同比增速也会达到 32.7%，实际增速仅高出 2.4 个百分点。“就地过年”倡议对工业生产的拉动效果有限，原因一是近期原材料涨价对企业，尤其是中下游企业的生产意愿会有压制；原因二是就地过年的工人，劳动参与率可能不高。

2、房地产仍是固定资产投资的支撑，基建和制造业投资再度构成拖累。1-2月固定资产投资的两年平均增速为 1.7%，其中，房地产投资增速为 7.6%，全口径基建投资增速为-0.7%，制造业投资增速为-3.0%。剔除掉基数原因后，我们认为房地产投资还有韧性，地产销售不弱，开发商通过销售回款补充现金流的渠道仍属畅通，这从 1-2月房地产开发企业到位资金的两年平均增速为 11.7%，处于 2015 年以来同期的高位中即可看出。1-2 月全口径基建投资表现较弱，与财政资金投放较晚有关，预计后续将得到缓和。类比 2018 年制造业投资逆势回升，我们认为今年制造业投资还有较大回升空间。

3、1-2 月社会消费品零售总额的两年平均增速为 3.2%，其中汽车为 5.8%，是消费的重要支撑。按消费类型分，餐饮恢复节奏继续慢于商品零售。我们认为后续消费将继续修复：一是餐饮服务与疫情前相比仍有较大提升空间，随着国内疫情得到控制，预计这部分消费将逐步回归正常；二是内外需求都有支撑，这决定了 1-2 月失业率回升只是季节性的，就业市场好转也会逐步向居民消费传导。

去年极低基数给解读今年 1-2 月的经济数据增加了难度。抛开基数原因后，我们认为生产没有那么强，需求也没有那么弱。从实际需求的角度看，海外供需缺口对中国出口继续有支撑，制造业企业有资本开支的诉求；“两会”后地方专项债恢复发行，且额度不低，基建投资资金来源好转也会看到正面效果；由于房企能够通过销售回款补充现金流，建安投资明显回落的可能性也很小。在终端需求不弱的情况下，企业也会有动力去生产。

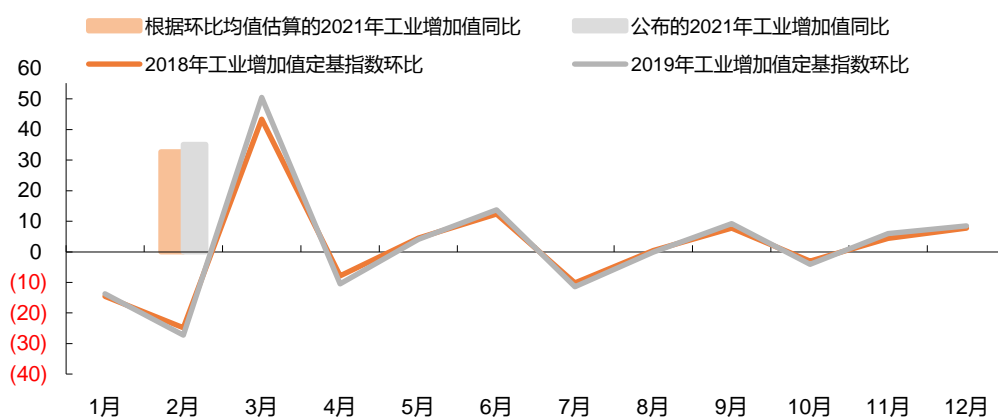
当前中国经济面临的主要问题并非总量的需求不足，而是大型企业和中小企业分化、工业和消费分化的结构性问题，需要政策继续加大对中小企业和薄弱环节的定向支持。如果随着海外经济复苏逐渐充分，中国出口注定面临转弱（我们判断时点在三季度），那么就需要尽快促使国内市场主体恢复元气，避免下半年经济增长动能显著转弱。这也是政策“不急转弯”的根本所在。

国家统计局今天发布的中国 1-2 月经济数据，除公布同比外，考虑到去年低基数导致同比读数大幅回升，也公布了与 2019 年 1-2 月的比值，以及 2019 到 2021 这两年的平均增速。

## 一、生产没那么强

先来看反映生产状况的工业增加值，它算不上强劲。今年前两个月工业增加值同比增长 35.1%，比 2019 年 1-2 月增长 16.9%，两年平均增长 8.1%，处于近年来同期的较高水平，与 2020 年四季度相比也有明显提升。乍一看工业生产还不错，但如果考虑到“就地过年”，这个数据不能说强，只是比季节性好一点。从工业增加值定基指数的环比来看，工业生产具有季节性规律，如果用 2018 年和 2019 年 1-2 月的环比均值-14.1%和-26.0%来计算的话，今年 1-2 月的工业增加值同比增速也有 32.7%，只比实际值低 2.4 个百分点。

图表1 根据工业定基指数环比均值测算的今年1-2月工业增加值同比32.7%，只比实际值低了2.4个百分点

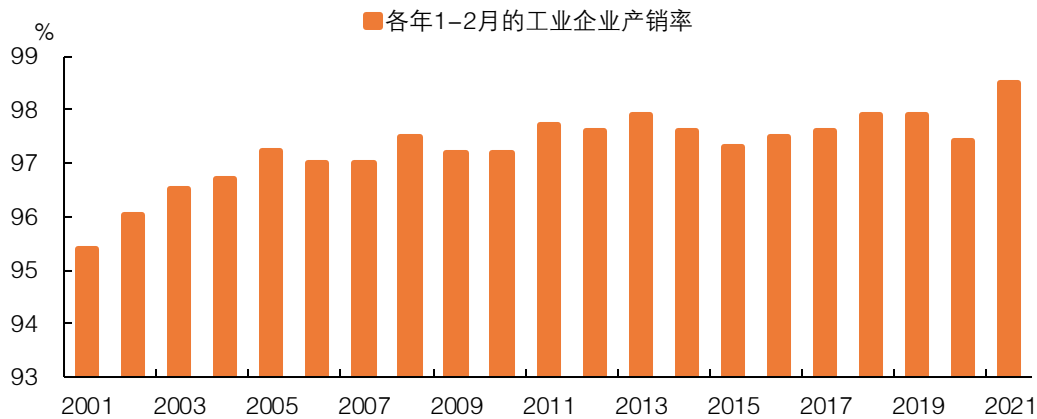


资料来源:wind,平安证券研究所

这和 2 月官方制造业 PMI 生产指数大幅回落所显示的“就地过年”对工业生产的提振不及预期相一致。2 月官方制造业 PMI 生产指数从 53.5 大幅下滑到 51.9，降幅明显超过 2011 年到 2019 年这 10 年春节所在月的环比下降均值 0.9。我们认为，“就地过年”倡议对工业生产的推动较弱，原因一是近期原材料涨价对企业，尤其是中下游企业的生产意愿会有压制；原因二是就地过年的工人，其劳动参与率可能也不高。国家统计局在解读 2 月制造业 PMI 数据时，提到 2 月反映“劳动力成本高”和“劳动力供应不足”的企业比重分别为 36.2%和 18.3%，都是近期高点。

三大工业门类中，制造业表现最为亮眼，1-2 月的增加值同比增长 39.5%。对比来看，前两个月采矿业增加值同比增长 17.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业的增加值同比增长 19.8%。制造业增加值同比增速高，主要原因是今年前两个月出口比较强，带动 1-2 月工业企业的产销率攀升到 98.5%，这是 2001 年有统计以来的同期最高水平。

图表2 今年 1-2 月工业企业产销率处于有统计以来的同期最高水平



资料来源:wind,平安证券研究所

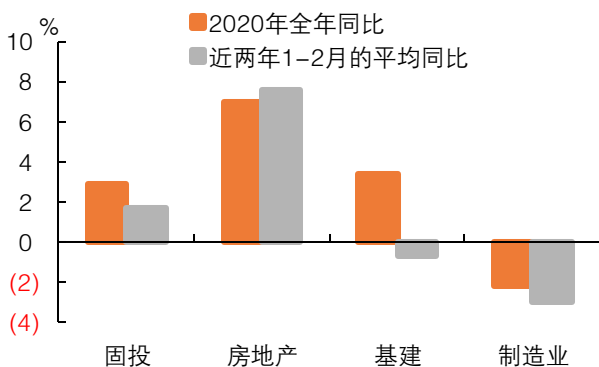
生产后续形势如何，取决于需求情况。我们认为，内外需求继续修复，将推动上半年中国工业生产保持高景气。外需方面，海外疫苗接种加快、美国 1.9 万亿美院财政刺激法案出台，这些都将支撑中国出口；内需方面，制造业投资继续反弹，房地产建安投资仍有韧性，消费也还有较大的恢复空间。

## 二、投资没那么弱

分析完生产,再来看需求。前两个月固定资产投资累计同比 35.0%，市场预期值是 38.0%。相比 2019 年 1-2 月增长 3.5%，两年平均增速为 1.7%。三大分项的两年平均增速，房地产投资为 7.6%，全口径基建投资为-0.7%，制造业投资为-3.0%。可见，房地产投资是目前固定资产投资的最主要支撑，而基建和制造业投资增长并不理想。

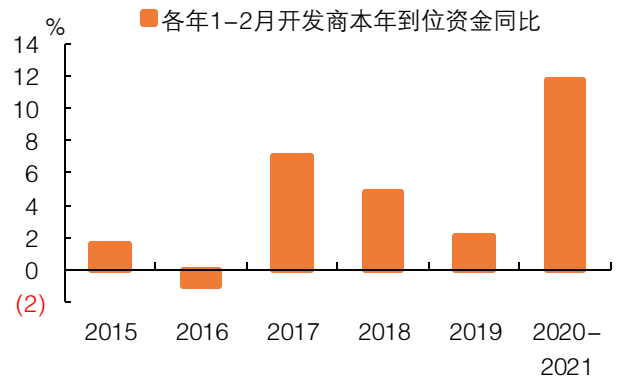
前两个月房地产投资累计同比 38.3%，剔除掉基数影响后，我们认为后续房地产投资还能维持韧性。一是，房地产销售并不弱。1-2 月商品房销售面积和销售金额近两年的平均增速分别为 11.0%和 22.3%，去年 12 月分别是 11.5%和 18.9%。在“就地过年”减少返乡置业的情况下，今年 1-2 月的房地产销售并不差。二是，目前销售回款占房企资金来源的比例超过一半，只要销售顺畅且没有大范围压降信贷额度，房企就能通过销售回款来为投资补充现金流。1 月和 2 月的新增居民中长期贷款都处在高位表明，截至目前热点城市收紧房贷政策对房贷整体影响并不大。1-2 月房地产开发企业到位资金同比增长 51.2%，两年平均增长 11.7%，高于 2015 年到 2019 年各年前两个月的累计增速。因此，目前来看房企融资收紧导致地产投资大幅下滑的可能性较小。

图表3 基建和制造业是固定资产投资的拖累



资料来源:wind,平安证券研究所

图表4 近两年 1-2 月平均的开发商到位资金增速高



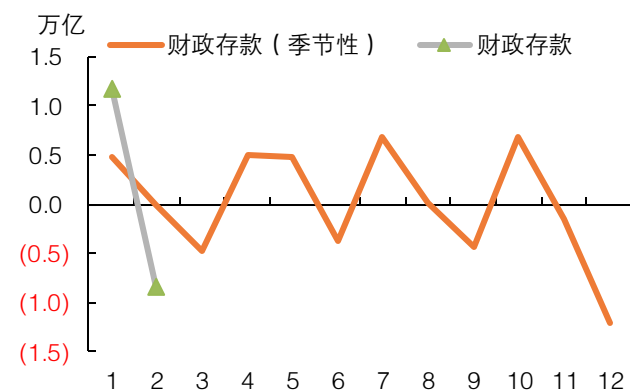
资料来源:wind,平安证券研究所

1-2月全口径基建投资表现较弱,和财政资金投放较晚有关,预计后续将得到缓和。1-2月全口径基建投资累计同比35.0%,两年平均增速为-0.7%,和2020年12月的单月增速4.3%相比明显下滑。基建投资表现较弱,一个原因是今年2月才开始大规模投放财政资金。在没有提前下发专项债额度的情况下,今年1月新增财政存款1.17万亿,比去年同期高了近7700亿,足见财政资金投放节奏偏慢。随着新增专项债的发行,基建投资面临的资金约束有望得到一定缓解。

前两个月制造业投资累计同比37.3%,高于固定资产投资整体增速。但近两年的平均增速只有-3.0%,表现非常之弱。往后看,类比2018年,我们认为今年制造业投资将有较大的回升空间。

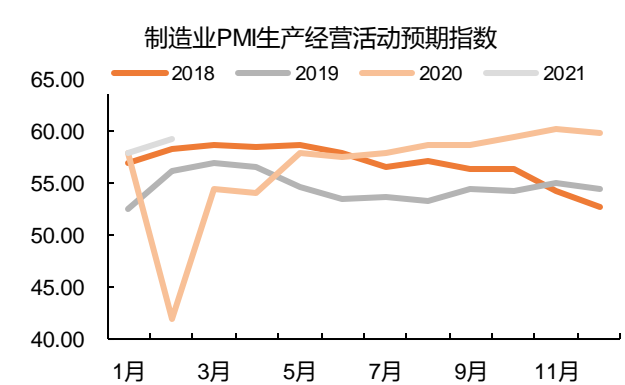
2018年制造业投资逆势从前一年的4.8%回升到9.5%,其主要原因是2017年四季度制造业产能利用率到了78.5%,创历史新高,制造业企业有资本开支的需求。2020年四季度制造业产能利用率为78.4%,为历史次高,仅低于2017年四季度。而且,目前和2018年有两个很明显的不同,这使得今年制造业投资回升的空间更大:一是,2018年中美贸易摩擦不断升温,企业预期悲观。而现在出口强劲,国家统计局领导在解读2月制造业PMI时,也指出“多数制造业出口企业对近期外贸形势仍保持乐观”;二是,2018年民企融资困难,而制造业企业又以民企为主,融资难融资贵的问题突出。但现在政策引导加大对制造业企业的信贷支持,根据银保监会数据,2020年全年新增制造业贷款2.2万亿,超过过去五年的总和。

图表5 今年财政资金投放节奏偏慢



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 今年制造业企业信心指数好于2018年



资料来源:wind, 平安证券研究所

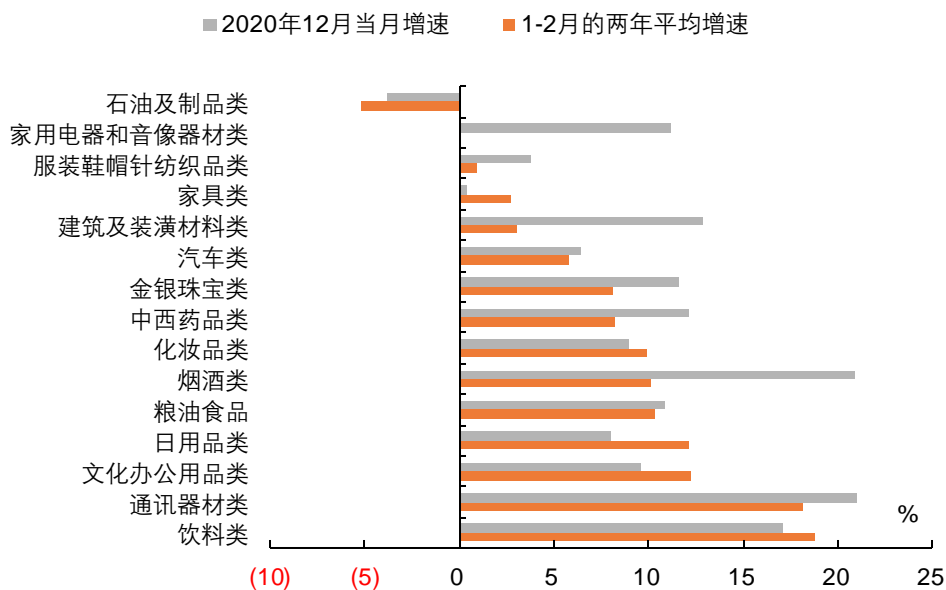
### 三、消费复苏没那么快

消费方面,汽车是重要支撑。今年1-2月社会消费品零售总额累计同比33.8%,和2019年1-2月相比增长6.4%,两年平均增长3.2%,略低于固定资产投资的平均增速。汽车类零售同比增长77.6%,两年平均增长5.8%,对社消有明显的正向拉动。

按消费类型分,餐饮恢复节奏继续慢于商品零售。1-2月商品零售同比增长3.8%,两年平均增长3.8%,同期餐饮同比增长68.9%,两年平均下降2.0%。餐饮恢复节奏原本就慢于商品零售,“就地过年”对前者影响又更大,因此两者的走势继续分化。

限额以上单位零售中,1-2月的两年平均增速较高的行业有饮料类、通讯器材类、文化办公用品类、日用品类和粮油食品类。只有石油及制品类的增速为负,主要因油价变动,尽管今年国际油价上涨,但今年1-2月布伦特原油期货结算价均值为58.7美元/桶,仍低于2019年1-2月的均价62.4美元/桶。

图表7 限额以上单位零售中只有石油及制品类增速为负



资料来源:wind,平安证券研究所

**我们认为消费将继续修复。**一是，餐饮服务与疫情前相比仍有较大的提升空间。随着国内疫情得到控制，预计这部分消费将逐步回归正常。二是，内外需都有支撑。这决定了今年1-2月失业率从5.2%回升至5.5%只是正常季节性规律，就业市场好转也会逐步向居民消费传导。

总体上，极低基数给解读今年1-2月的经济数据增加了难度。抛开基数原因后，从实际需求的角度看，海外供需缺口对中国出口继续提供支撑，制造业企业有资本开支的诉求；“两会”后地方专项债恢复发行，且额度不低，基建投资资金来源好转也会看到正面效果；由于房企能够通过销售回款补充现金流，建安投资明显回落的概率也很小。在终端需求不弱的情况下，企业也仍有动力去生产。当前中国经济面临的主要问题不是总量的需求不足，而是大型企业和中小企业分化、工业和消费分化的结构性问题，需要政策继续加大对中小企业和疫情薄弱环节的定向支持。如果随着海外经济复苏逐渐充分，中国出口注定面临转弱（我们判断时点在三季度），那么就需要尽快促使国内市场主体恢复元气，避免下半年经济增长动能显著转弱。这也是政策“不急转弯”的根本所在。

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\\_17460](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17460)

