

研究所

证券分析师:

021-61981316

樊磊 S0350517120001

fanl@ghzq.com.cn

## 终端需求没有那么亮眼

### ——1-2月经济数据点评

#### 相关报告

《1-2月进出口数据点评: 出口环比高点可能正在过去》——2021-03-08

《两会前瞻: 保守的 GDP 目标无需过度担忧》——2021-03-04

《2月 PMI 数据点评: 1-2月制造业仍维持较高景气》——2021-02-28

《中央一号文件点评: 全面推进乡村振兴, 加快构建“双循环”》——2021-02-23

《《四季度货币政策执行报告》点评: 货币政策稳字当头》——2021-02-10

#### 事件:

3月15日, 国家统计局公布1-2月份主要经济数据。工业增加值同比增长35.1% (前值7.3%), 超出市场一致预期。然而, 详细分析数据之后, 我们认为终端需求并没有在1-2月显著反弹, 大宗商品涨价背景之下的制造业存货投资可能支撑了较高的工业生产增长。如果未来信贷投放如期有所收紧并抑制地产的销售和投资, 我们继续维持二季度左右中国经济的产出缺口可能见顶回落的预判。当然, 预测的一个主要风险在于美国强财政刺激之后出口是否会持续超预期。同时, 我们继续维持对于货币政策保持稳定的预测。

#### 投资要点:

- 剔除基数效应之后, 投资需求低于预期, 消费基本符合预期而出口对工业生产的贡献有所回落。

受到低基数效应的影响, 需求与生产端的主要经济指标都创出了近几十年的新高。然而剔除掉基数效应, 1-2月固定资产投资增速(35%)实际上与去年12月或四季度相比有明显下滑, 弱于市场一致预期。基建投资的疲弱可能与地方专项债没有提前下达政府稳增长意愿下降有关, 而制造业投资偏弱与市场对于制造业投资可能明显反弹的预期明显背离, 仅仅是短期扰动还是有深层次原因尚需进一步观察。

投资数据中房地产开发投资剔除基数效应与去年年底相比增长基本平稳。但是值得关注的是房地产销售面积剔除基数效应之后仍然较快增长; 受到地产销售旺盛的影响, 地产开发资金来源1-2月同比增速剔除基数之后也大幅增长。我们认为1-2月明显超预期的信贷投放可能对地产销售构成了支撑, 使得地产销售强于我们此前的预测。但是由于地产公司三道红线压降库存的要求, 偏高的销售增长并没有立即转化为新开工与地产投资。这也意味着地产公司的库存进一步去化。

社会消费品零售实际同比增速剔除基数效应之后较去年四季度的水平略有一点回落, 然而考虑到一月份一些地区疫情的反复, 其表现仍然比较正常——剔除基数之后社零数据中餐饮消费相对疲弱而商品零售比较正常可能是个重要的证据。限额以上的消费品同比增长

剔除基数因素之后较去年四季度有所改善，说明大型零售企业的表现好于整体。分品类来看，化妆品，日用品，家电等限额以上销售同比剔除基数效应之后表现相对较好。

前期公布的 1-2 月出口即使剔除基数效应也相当强劲，但是从出口交货值这一反应出口需求对当期工业生产拉动的指标来看，剔除基数效应之后仍然比较平稳。这也侧面验证了我们的判断前期积压货物集中出口支撑了出口增速（《1-2 月出口数据点评》3 月 7 日），但是对工业生产的拉动并没有那么明显。

总体看来，剔除掉基数效应与出口部门的去积压库存，终端需求并没有明显走强，甚至略有一点低于预期。

#### ■ 剔除基数，工业生产明显偏强，服务业产出基本平稳

从生产端来看，1-2 月工业增加值同比增速剔除基数效应明显超于预期。分行业来看，剔除基数之后同比增速表现较好的是橡胶及塑料、有色金属、专用设备、汽车和计算机通讯设备。从主要工业产品的产量来看，原煤、乙烯、集成电路的同比生产在剔除基数因素之后比较旺盛。我们认为在大宗原材料上涨的背景之下，一些制造业行业增加存货投资可能是终端需求不算强劲而工业生产强势反弹的重要因素。

服务业生产指数同比增速为 31.1%，不考虑基数因素与去年年底的水平大致相当。

#### ■ 就业数据继续下降，就业形势总体稳定

中国 1 月和 2 月调查失业率分别为 5.4%和 5.5%，较去年 12 月的 5.2%有所上升。从过去三年的数据来看，季节性的因素对这种上升可能有一定贡献。统计局同时披露 16-24 岁人口失业率为 13.1%，说明年轻人包括大学毕业生的就业形势可能仍然比较严峻。

#### ■ 经济与政策的展望

虽然短期生产端的数据比较强劲，但是 1-2 月整体需求端的数据剔除基数之后反而有所下滑，显示出疫情之后经济复苏的态势仍不稳固。我们维持对经济二季度产出缺口达到顶峰且货币政策保持平稳的判断。

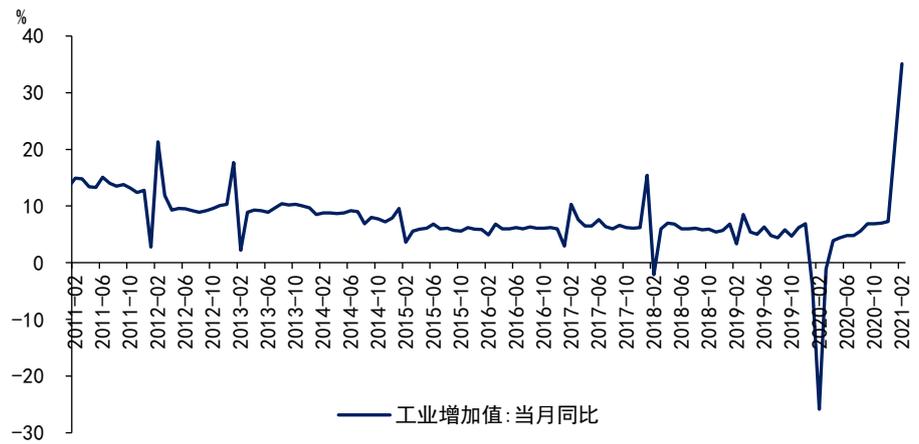
我们预计未来数月投资的增速可能会从当前偏低的位置有所回升，但是考虑到今年财政政策整体收缩，且房地产调控不断加码，二季度中后期对基建和房地产投资增长构成的压力将有所显现。如果大宗商品的价格上行到二季度末基本告一段落，那么存货投资对生产的拉动也会在此后下行。消费的回升仍是一个缓慢的过程，不会对经济的趋势产生太大的影响。而出口对生产的拉动很大程度上受

到海外需求恢复和供给恢复节奏的影响。我们整体仍然维持三季度左右海外供应恢复以及需求转向服务业可能对中国出口构成冲击的判断。当然，在美国财政刺激超预期的背景下，中国出口是否会短期继续超预期且持续时间比我们预计的长的风险客观存在。

在二月份信贷超预期且 1-2 月工业生产超预期的背景下，中国央行当然有收紧货币政策的动机。但是综合考虑终端需求并没有那么强劲，未来出口的局面尚不明朗，且《政府工作报告》要求降低实际贷款利率，我们预计货币政策仍将在当前的水平上维持基本稳定。

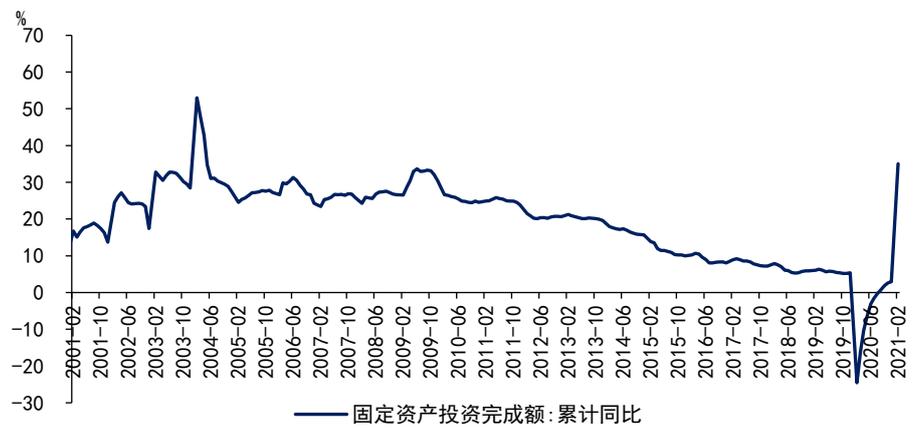
**风险提示：经济、政策不达预期；中美关系、疫情恶化超预期**

图 1: 1-2 月工业增加值超出市场预期



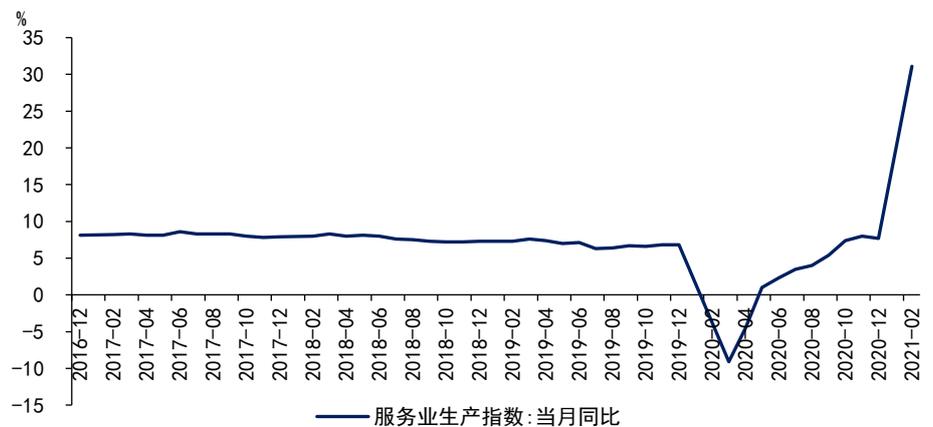
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: 固定资产投资增速



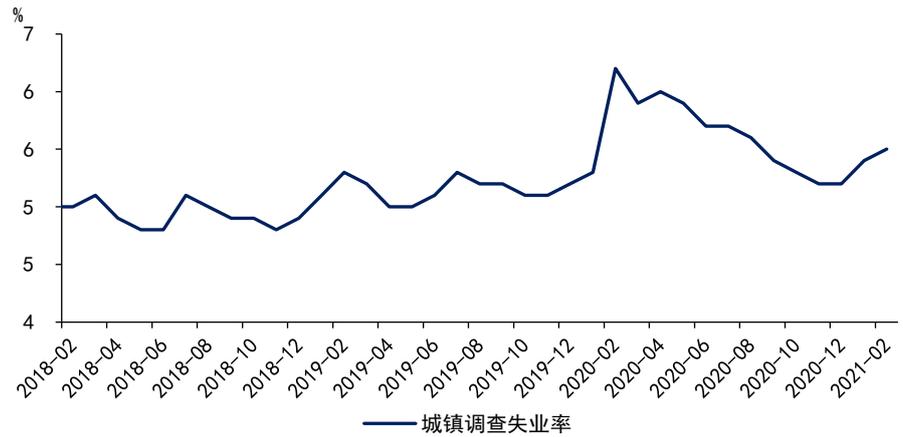
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 3: 服务业生产指数



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 4: 城镇调查失业率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

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\\_17463](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17463)

