

1-2 月经济数据：就业压力不改政策收紧

核心观点

1-2 月经济保持良好态势，供需两端均有不俗表现，其中工业生产保持强劲，两年复合增速 8.1%，为近年来同期较高水平。1、2 月调查失业率数据小幅冲高，超出季节性预期，但我们认为主要系冬季疫情小规模复发和春节效应所致，3 月之后就业形势有望稳步好转。经济数据表现良好，我国经济稳中向好态势没有改变，央行货币政策首要目标仍然是金融稳定，2021 年信贷、社融等实体部门负债端数据将经历压降的过程，我们提示，3 月是信用收缩重要观察期。紧信用环境下，大类资产的决定逻辑将转变为信用影响利率、估值，进而影响各大类资产。

□ 季节效应凸显，失业小幅冲高

1、2 月全国调查失业率分别为 5.4%、5.5%，超出季节性预期，原因有三：其一，冬季小规模疫情复发导致局部封锁对就业产生一定副作用；其二，“就地过年”可能放大了春节的季节效应，返乡人员较少导致农村“蓄水池”作用有所减弱，摩擦性失业人数增多，其三，去年临时性的减税降费政策退出使得企业用工意愿边际下降。往前看，我们认为二季度就业形势有望稳步好转，一方面，节后企业开工率迅速上升，摩擦性失业有望改善；另一方面，随着疫苗的逐步落地，线下消费场景快速修复，春节档票房已有印证，服务业用工需求也在改善。

□ “不返乡”促生产，需求、价格有支撑

1-2 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 35.1%，两年平均增长 8.1%，为近年来同期较高水平，高于市场一致性预期，较为接近我们预期。同比高增主因在于低基数影响，以及当前经济本身的微过热特征，就地过年对生产有积极影响，工业品价格向好提振企业生产信心，海外供需缺口仍需我国填补，就地过年利于订单加速交付，就地过年对消费的影响较预期更为乐观，体现国内需求的恢复韧性。我们预计 3 月工业生产有望保持向好态势，但读数由于基数原因会有所下降。

□ 消费持续改善，分化特征延续

1-2 月社会消费品零售总额名义同比+33.7%，两年复合同比增速+3.2%，高出市场一致预期，与我们判断基本一致。“就地过年”导致一部分流动人口无法正常返乡过年，但对消费的整体冲击较弱。从结构上看，冬季疫情小规模复发叠加“就地过年”因素，社零分化修复的特征延续，其中，“宅经济”相关的饮料、通讯器材、文化办公用品保持强劲增长，石油及制品、餐饮、纺织服装鞋帽等高社交属性修复依然比较乏力。

□ 投资增速受基数影响跳升，地产投资维持强劲

1-2 月整体固定资产投资增速为 35%，受基数影响数据出现跳升，我们预测值为 38%，较为准确。其中，制造业投资同比 37.3%，弱于地产投资的增速 38.3%，强于基建投资的增速 36.6%，地产投资表现最为强劲。统计局披露 2021 年相比 2019 年的两年复合增速，整体固定资产投资为 1.7%，其中地产投资最强为 7.6%维持强劲，其次为基建投资-1.6%和制造业投资-3.4%，基建和制造业均为负增长，总体仍弱于疫情前水平。

风险提示：海外疫情超预期恶化；中国经济超预期恶化；全球经济及金融危机爆发冲击我国经济基本面；中美博弈超预期加剧。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：张浩

执业证书编号：S1230120070054

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

1《2 月数据预测：开年数据预计验证再通胀》2021.02.28

2《1 月数据预测：信贷有望再创历史新高》2021.01.31

3《12 月经济数据：经济超预期复苏兑现》2021.01.18

4《12 月数据预测：经济持续强劲复苏》2020.01.02

5《11 月经济数据：经济再强于预期》2020.12.15

6《11 月数据预测：预计四季度 GDP 增速为 6.6%》2020.11.30

正文目录

1. 经济保持良好态势，提示信用收缩风险	3
2. 季节效应凸显，失业小幅冲高	3
3. “不返乡”促生产，需求、价格有支撑	4
4. 消费持续改善，分化特征延续	5
5. 投资增速受基数影响跳升，地产投资重回强劲	7
5.1. 制造业投资同比增速大幅跳升，但强度不及预期	7
5.2. 基建两年复合增速为负	8
5.3. 复合增速印证地产平稳增长	9

图表目录

图 1: 城镇调查失业率季节性冲高	3
图 2: 工业增加值主要门类: 1 至 2 月同比	5
图 3: 主要工业产品产量增速与去年同期对比	5
图 4: 社零分化修复特征延续，宅经济和必需品表现较强	6
图 5: 近几年春节档票房情况	6
图 6: 固定资产投资分项走势	7
图 7: 基建投资分行业表现	9
图 8: 时序进度看，2021 年供地相对较慢（截至 3 月 14 日）	10
图 9: 地产销售稳定向好	10

1. 经济保持良好态势，提示信用收缩风险

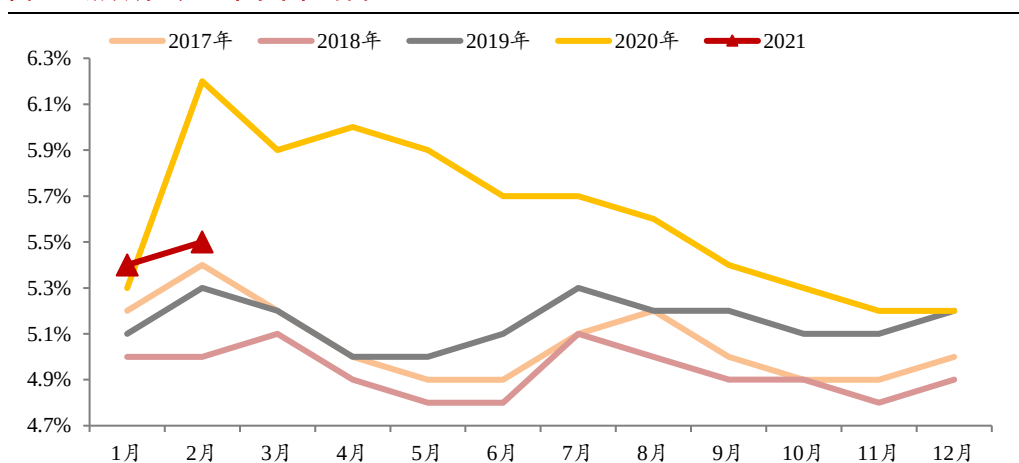
1-2 月经济保持良好态势，供需两端均有不俗表现。供给端，“就地过年”倡议下，流动人口返乡离岗的数量较往年锐减，企业春节之后复工复产也更加顺利，企业积极调增一季度生产计划，工业生产保持强劲，1-2 月工业增加值同比+35.1%，两年复合增速 8.1%，为近年来同期较高水平。需求端，“就地过年”导致部分居民无法正常返乡过年，但对消费的整体冲击较弱，消费仍在向上修复通道当中；净出口继续保持强劲，对 GDP 有明显支撑。

1、2 月调查失业率数据小幅冲高，超出季节性以及我们预期，但我们认为主要系冬季疫情小规模复发和春节效应所致，3 月之后就业形势有望稳步好转。经济数据表现良好，我国经济稳中向好态势没有改变。我们继续提示，未来央行政策调控，信用端比货币端更重要，2021 年信贷、社融等实体部门负债端数据将经历压降的过程，一季度信贷需求旺盛，央行除了通过 MPA 考核压低各银行广义信贷增速，可能还会增加月度窗口指导。我们提示，3 月是信用收缩重要观察期，重点关注信贷和票据融资状况。紧信用环境下，大类资产的决定逻辑将转变为信用影响利率、估值，进而影响各大类资产

2. 季节效应凸显，失业小幅冲高

1、2 月全国调查失业率分别为 5.4%、5.5%，超出季节性以及我们预期，主要系春节效应及冬季疫情小规模反复所致，就业形势出现了一定压力。政府工作报告将调查失业率目标定为 5.5% 左右，2 月数据已经触及阈值上限。1-2 月份城镇累计新增就业 148 万人，介于 2019 年的 174 万人和 2020 年的 108 万人之间。

图 1：城镇调查失业率季节性冲高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

调查失业率阶段性上行的原因有以下几方面的原因：其一，12 月以来，河北、吉林、黑龙江等地疫情复发导致小范围封锁，对就业产生一定副作用；其二，“就地过年”可能放大了春节的季节效应，往年春节企业开工回落和农民工返乡同步发生，而今年返乡人员较少，农村“蓄水池”作用有所减弱，摩擦性失业人数增多。其三，2020 年临时性的减税降费政策退出，1 月起企业用工成本有所提升，用工意愿边际下降。

往前看，我们认为二季度就业形势有望稳步好转。一方面，返乡人数减少使得企业春节之后复工复产也更加顺利，从高频数据来看，企业开工率已恢复到较高水平，摩擦性失业人数将有所下降；另一方面，随着疫苗的逐步落地，线下消费场景逐渐放开，服务业用工需求也在改善，春节档票房已有印证，餐饮、酒店、旅游等行业也正在回归正常增长路径，吸纳就业的能力也将逐步体现。

3. “不返乡”促生产，需求、价格有支撑

1-2 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 35.1%，比 2019 年 1-2 月份增长 16.9%，两年平均增长 8.1%，为近年来同期较高水平，高于市场一致性预期，较为接近我们预期。同比高增主因在于去年同期的低基数影响，以及当前经济本身的微过热特征，生产保持强劲，工业品价格向好、内外需求强劲。从环比看，2 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.69%。环比回落则主要是春节假期因素导致，但回落的幅度要低于往年同期，原因在于就地过年亦对生产有一定正面作用。

“就地过年”使得工业生产淡季不淡。今年就地过年政策使得工人返乡离岗的数量较往年锐减，同时加快节后的返岗速度，在一定程度上提升 2 月份工业生产的有效工作时长。据国家能源局数据，今年 1 至 2 月全社会用电量累计同比增长 22.2%，其中第二产业用电量同比增长 25.8%，同时据我们测算，与 2019 年同期相比，第二产业用电量也增长了 13.5%，反映出工业生产的强劲。工业生产的强劲亦可从高频数据得到部分验证。1 至 2 月高炉开工率、焦炉生产率、螺纹钢产量、PTA 产量、汽车半钢胎开工率等数据均接近或高于前年同期。

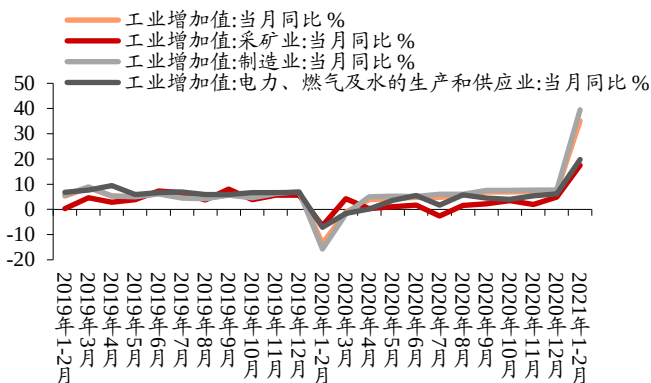
在内需方面，就地过年对消费的影响较预期更为乐观，体现国内需求的强劲恢复韧性，是对工业生产的重要支撑。第一，下游消费持续回暖，例如 1 至 2 月 30 大中城市商品房成交面积较去年同期增长近一倍，汽车销量同比增长 76.2%，今年春节期间零售餐饮消费比 2019 年春节增长了 4.9%；第二，投资方面，制造业、地产、基建等投资保持稳步回升态势，就地过年对节后开工的顺利开展有积极作用，对相关产业链具有一定支撑作用。

外需向好是有力支撑，就地过年利于订单加速交付。今年 1 至 2 月，随着海外疫苗的使用，发达国家消费场景修复，消费带动欧美日等经济体需求侧快速回升，1 月美国零售和食品服务销售额同比增长 7.43%（前值 2.53%），全球及欧美日的制造业及服务业 PMI 在 1、2 月进一步上升均有体现。截至 2 月底，CCFI 指数仍保持高位，反映海外需求强劲。2021 年外贸企业留人开工保证了订单在节内正常供货，加速订单交付，例如锂电池制造企业、光伏企业、家电企业等，支撑相关制造业生产向好。

商品涨势向好，提振生产信心。去年 11 月我们提出“再通胀”主线以来，PPI 已经修复接近 4 个百分点（去年 10 月 PPI 为 -2.1%）。今年 1 至 2 月工业原料上涨明显，原油、黑金、有色、化工品等纷纷走强。工业品的价格上涨主因源于供需缺口，料仍将有所持续。当前虽然海外供给能力正在积极修复，但需求复苏速率更快，以美国为例，其耐用品订单指数回升力度连续数月高于耐用品生产指数，德国制造业的未交付订单数也一路上行，表明目前供需缺口仍未弥合。

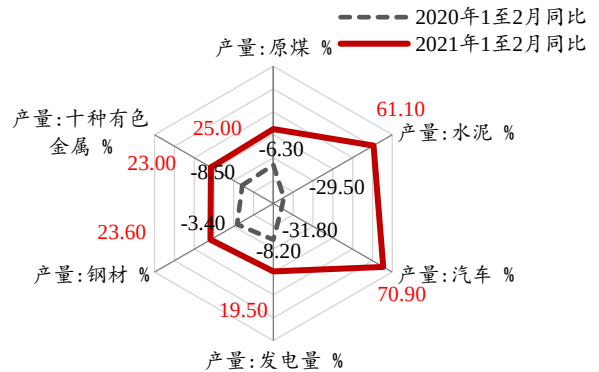
服务业持续回暖对相关产业链有促进作用。1至2月，全国服务业生产指数同比增长31.1%，比2019年1-2月份增长14.1%，两年平均增长6.8%。回归合理区间。从细分行业上看，房地产业，信息传输、软件和信息技术服务业表现强劲，与居民消费密切相关的零售、餐饮、娱乐等行业商务活动指数均位于扩张区间且高于上月，表现强劲的复苏态势。随着国内疫苗的普及的温度转高，与居民消费密切相关的服务业有望加快恢复。

图 2：工业增加值主要门类：1至2月同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：主要工业产品产量增速与去年同期对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

从分项数据上看，采矿业增加值增长17.5%，制造业增长39.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长19.8%，制造业表现强劲，两年平均增长8.4%。我们主要关注的工业产品均表现强劲：水泥（61.1%），原煤（25%）、钢材（23.6%）、汽车（70.9%）、发电量（19.5%）、十种有色金属（23%）同比增速均大幅高于去年同期。另外，新能源汽车，载货汽车，工业机器人，挖掘、铲土运输机械，微型计算机设备同比增速均超过100%，两年平均增速均超过10%。

我们认为，3月工业生产有望保持向好态势，但读数由于基数原因会有所下降。3月海外供需缺口仍需我国供给填补，再通胀进行中，商品价格高涨有望继续提振生产信心，服务业加快恢复，国内需求仍然是工业生产的有力支撑。

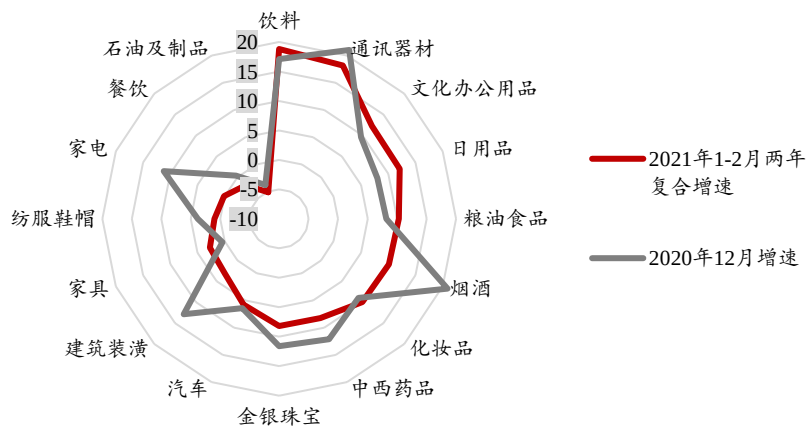
4. 消费持续改善，分化特征延续

1-2月社会消费品零售总额名义同比+33.7%，两年复合同比增速+3.2%，高出市场一致预期，但与我们的判断基本一致。“就地过年”导致一部分流动人口无法正常返乡过年，但对消费的整体冲击较弱。其一，居民就业情况良好，收入拾级而上，消费能力不断修复；其二，“就地过年”虽然影响了春节期间的一部分消费场景，如走亲访友、家庭聚餐等，但有一部分消费转移到了一二线城市，网上消费也能提供一定对冲；其三，虽然冬季疫情小规模复发，但我国防控机制成熟，春节期间商场、电影院、饭店等消费场景都实现了正常营业。

从结构上看，冬季节疫情小规模复发叠加“就地过年”因素，宅经济和必需品保持高增，高社交属性修复依然比较乏力。为了排除基数效应，我们通过观察两年复合增速情况来看各消费分项的表现。“宅经济”相关的饮料、通讯器材、文化办公用品保持强劲增长，1-2月两年复合增速分为18.8%、18.2%、12.2%；必需品表现良好，日用品、粮油

食品增速分为 12.1%、10.3%。高社交属性消费修复仍受到一定阻力，石油及制品、餐饮、纺织服装两年复合增速分别为-5.2%、-2%、0.1%。

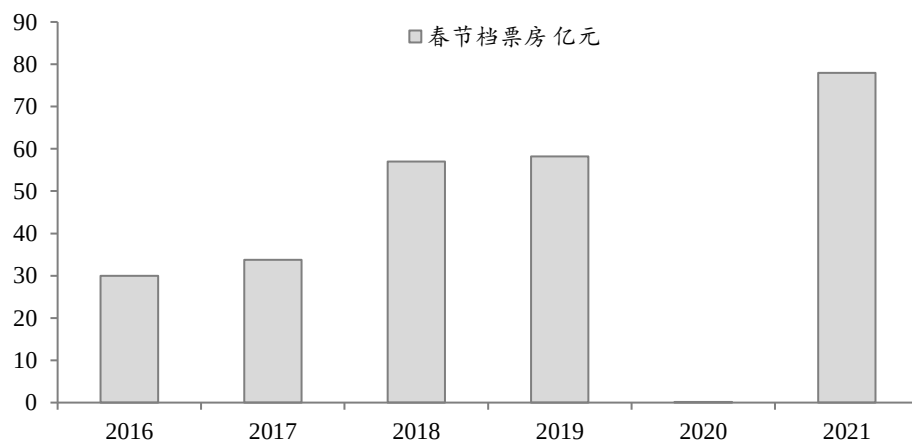
图 4：社零分化修复特征延续，宅经济和必需品表现较强



资料来源：Wind，浙商证券研究所

收入预期稳定，消费意愿回升，未来消费仍有较大复苏空间。2020 年居民人均可支配收入名义值增长 4.7%，而社会零售品总额全年下降 3.9%，消费能力的增长超出了实际消费表现。随着经济步入稳态，就业状况保持稳定，居民消费意愿逐渐回暖，从 M0 增速回归常态可以看出居民持有预防性现金的需求有所下降。公开信息披露，海南离岛免税店春节 7 天销售额超 15 亿元，较新冠肺炎疫情发生之前的 2019 年春节假期实现翻番，其中免税销售额约 14 亿元，接待购物超过 20 万人次；2021 年春节档票房创历史新高，较 2019 年增长 34%，显示出居民巨大的消费潜力，消费仍处在修复通道当中。

图 5：近几年春节档票房情况



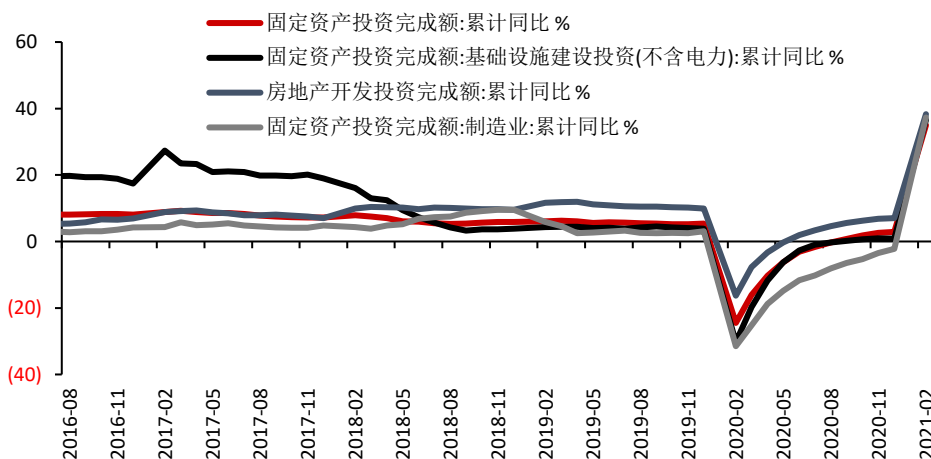
资料来源：Wind，浙商证券研究所

5. 投资增速受基数影响跳升，地产投资维持强劲

1-2 月整体固定资产投资增速为 35%，受基数影响数据出现跳升，我们预测值为 38%，较为准确。其中，制造业投资同比 37.3%，弱于地产投资的增速 38.3%，强于基建投资的增速 36.6%，地产投资表现最为强劲。统计局披露 2021 年相比 2019 年的两年复合增速，整体固定资产投资为 1.7%，其中地产投资最强为 7.6%维持强劲，其次为基建投资-1.6%和制造业投资-3.4%，基建和制造业均为负增长，总体仍弱于疫情前水平。

1-2 月一个较大的不确定性来自“就地过年”的影响，从工作日增加的角度，“就地过年”使得 1-2 月合计有效工作日多于去年，且减弱了疫情驱动下的复工复产难度，尤其是在去年 1-2 月较低基数的情况下，今年 1-2 月修复速度越快，基数的正向拉动也更大，总体看，“就地过年”对投资有正面拉动，对地产投资拉动最强，也与 2 月居民中长期贷款大幅多增相呼应。

图 6：固定资产投资分项走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.1. 制造业投资同比增速大幅跳升，但强度不及预期

1-2 月制造业投资增速跳升至 37.3%，主因来自基数影响，但环比略不及预期，不考虑样本调整的情况下(通过统计局发布的两年复合增速判断，目前样本调整的扰动较小)，

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_17476

