

2021年03月15日

史上最高增长数据是强是弱？——2021年1-2月增长数据点评

观点

- 2021年1-2月的增长数据的基数效应太过明显，因此与2020年同期相比并没有多大参考意义，如何判断当前经济增长的强弱？我们提供一个更合理的参考标准：即以2019年1-2月为基期，计算两年来的复合增速，再与2019年1-2月的同比增速作比较。如此来看，今年1-2月的各项增长指标中，只有工业的表现强于2019年同期（表1），这也表明迄今为止一季度经济整体的回升动能是弱于2019年一季度的。
- 那么当前经济回升的动能与去年四季度相比呢？从季调后的环比来看，1-2月工业增加值（0.68%）与去年四季度（0.68%）相当，固定资产投资（2.47%）要强于去年四季度（2.1%），社零消费（-0.42%）则显著弱于去年四季度（1.6%）。可见疫情后国内经济复苏工业、投资（主要靠地产）强、消费弱的格局并未改变。
- 1-2月工业增加值的复合增速8.1%，好于2019年同期的5.3%。我们认为工业偏强主要受两大因素影响：一是强势出口的带动，今年1-2月出口的复合增速15.2%，远强于2019年同期的3%，1-2月工业企业出口交货值在同比上高出工业增加值同比7.4个百分点即是印证。二是“就地过年”使得企业能比以往更早复工复产，尤其是制造业企业1-2月工业增加值同比高出整体工业增加值同比4.4个百分点，1-2月汽车、工业机器人、计算机设备在主要工业品产量中的回升也最为明显。
- 基建、制造业投资仍偏弱。1-2月基建投资和制造业投资复合增速分别为-0.7%和-3%，均不及2019年同期的2.5%和5.9%。由于基建投资单月波动受专项债发行节奏影响较大，而一季度为专项债发行淡季，因此拖累了基建投资的表现（图1）。制造业投资回升虽然偏弱，考虑到政府工作报告对制造业企业的贷款和税收支持，叠加当前出口走强的支撑，年内制造业投资回升的前景比较明朗。
- “需求拉动供给”，房地产投资保持谨慎。由于低基数的影响，1至2月房地产投资数据表现异常亮眼，但是从2019年以来的年均复合增速来看，房地产开发投资增长7.6%，在近几年的表现并不突出。刨除价格因素，从面积上看新开工面积和土地购置面积均出现负增长（年均复合增速）。值得注意的是定金、预付款和按揭等居民端资金占房企开发资金的比例创历史新高（52.2%）。综合而言，本轮房地产投资复苏主要是需求拉动，但从拿地和开工来看，房企投资依旧较为谨慎，而随着房地产融资收紧的效果逐步显现，我们预计房地产投资的增速将下降。
- 消费端的复苏比预期乐观，限额以上商品零售好于2019年同期水平。1-2月社零较2019年1-2月年均增速3.1%，低于2019年同期的8.2%，但好于2020年下半年1.5%的增长。从结构上看，商品零售恢复情况好于餐饮、限额以上零售好于限额以下的趋势仍在延续（图5）。从产品看，多数可选消费品零售已好于2019年同期水平，如饮料、手机（通讯器材）、汽车、家具、化妆品等（图6）。与去年同期相比，汽车对限额以上零售增长贡献最大（18.1%，下同），其次分别为服装（4.5%）、石油制品（3.1%）、家电（2.2%）、日用品（1.8%）等可选消费品（图7）。
- **风险提示：**监管政策影响超预期，地产政策调整超预期

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

010-66573671

taochuan@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaoy@dwzq.com.cn

研究助理 周璐

zhoul@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

相关研究

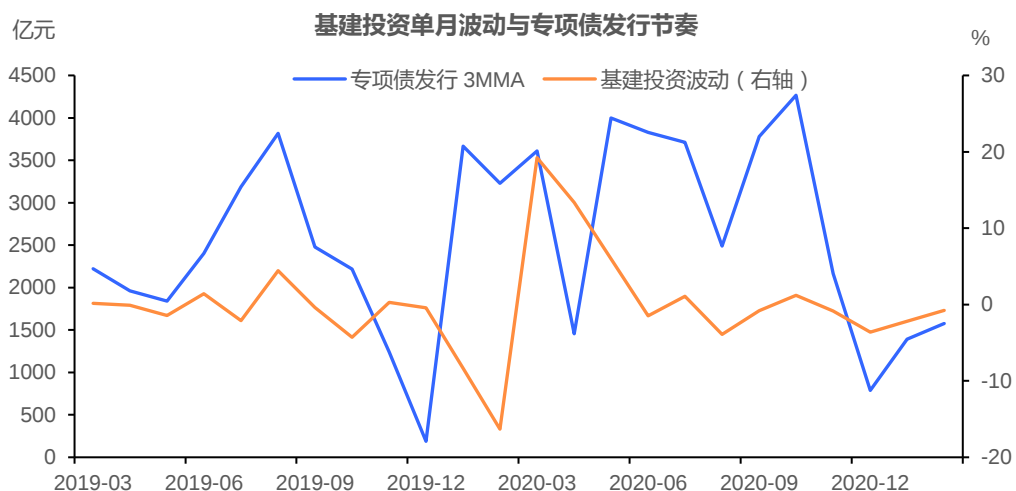
- 1、《宏观点评 20210314：史上最快大宗商品上涨是如何形成的？》2021-03-14
- 2、《宏观点评 20210312：水不能停，拜登美国重建计划有哪些看点？》2021-03-12
- 3、《宏观点评 20210311：以史为鉴，2016-2018年的大宗商品上涨为何不给力？》2021-03-11
- 4、《宏观点评 20210310：春节信贷不打烊——2021年2月金融数据点评》2021-03-11
- 5、《宏观点评 20210310：PPI年中破5望6——评2月通胀数据》2021-03-10

表 1: 只有工业增加值复合增速（2019 年 1-2 月至 2021 年 1-2 月）好于 2019 年同期

(1~2月, %)	工业增加值	固定资产投资	基建	地产	制造业	社零	出口
2021年同比	35.1	35.0	35.0	38.3	37.3	33.8	60.6
2019-2021复合增速	8.1	1.0	-0.7	7.6	-3.0	3.1	15.2
2019年同比	5.3	6.1	2.5	11.6	5.9	8.2	3.0
2019-2021年复合增速较2019年同比	↑	↓	↓	↓	↓	↓	↑

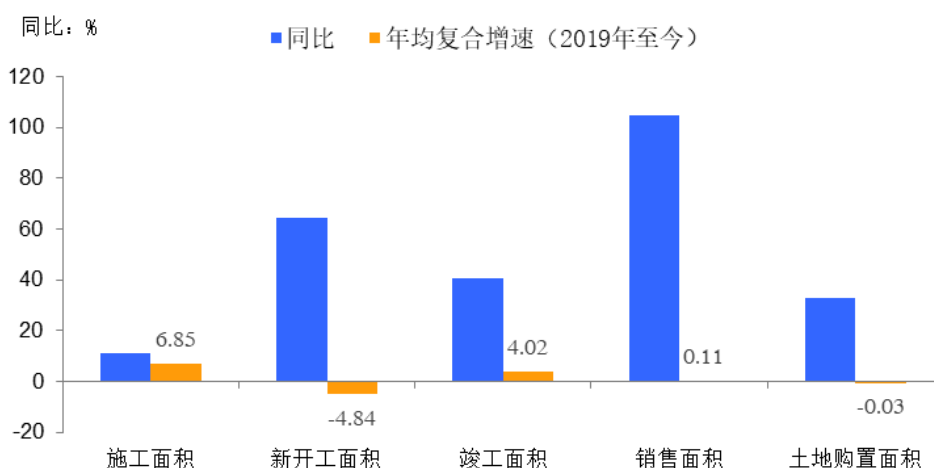
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 1: 基建投资单月波动与专项债发行节奏较为一致



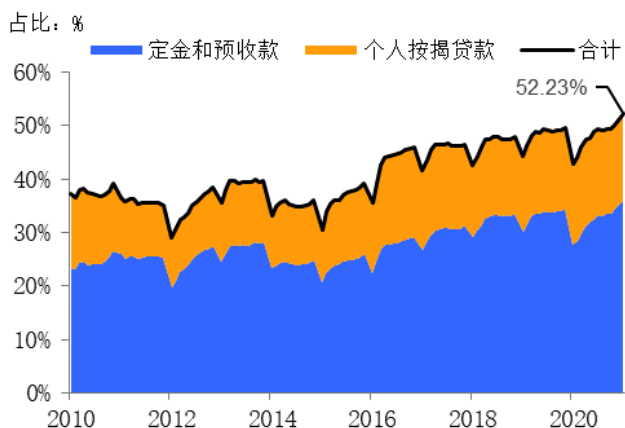
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 2021 年 1 至 2 月房地产投资相关面积增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3：居民端是当前房地产开发最主要的资金来源



数据来源：Wind，东吴证券研究所

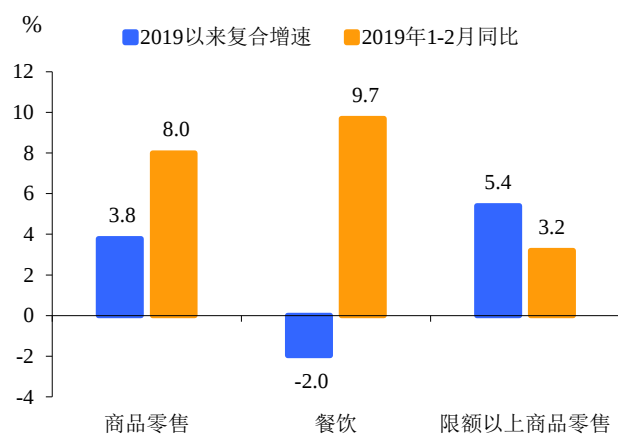
图 4：居民中长期贷款和房地产投资



注：2021 年 1 至 2 月房地产开发投资使用的是 2019 年以来的年均复合增速。

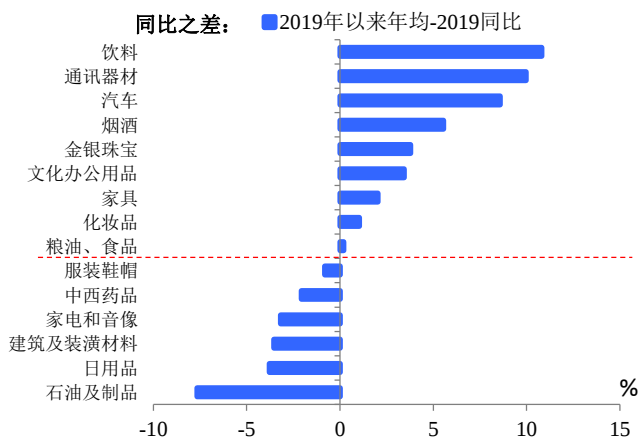
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：商品零售及餐饮均未恢复至 2019 年同期水平



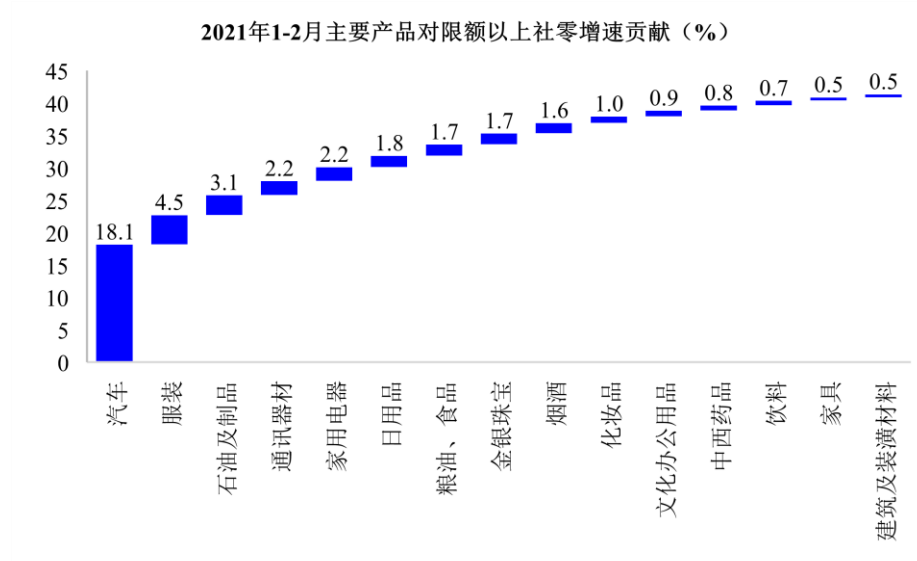
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：多数可选消费品已恢复至 2019 年同期水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7: 1-2 月可选消费品（汽车、服装、家电、日用品）对限额以上社零贡献较大



数据来源：Wind，东吴证券研究所

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_17484

