

Bigger mind, Bigger future™

智慧创造未来

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

南华期货 NANHUA FUTURES

南华期货研究 NFR

南华宏观周报 2021 年 3 月 19 日

莫让浮云遮望眼

——2021年2月消费数据点评

核心观点：

1、2020 年末秋冬疫情的反扑打断了消费持续修复的节奏，2021 年开年在低基数效应下消费同比数据飙升至 30%以上，但透过幻影可以发现尽管同比数据重回复苏通道，但仍旧低于疫情前水平，而且环比表现较 2017-2019 年也仍旧偏弱，延续 2021 年国内宏观经济展望的观点，疫情阴霾对消费的冲击仍未根本性消除。

2、进入二季度，预计随着天气渐暖、疫苗接种率的抬升，随着接触性消费的放开，预计消费倾向较一季度有所回升并将重现 2020 年年初以来的回升态势，居民可支配收入延续复苏态势，随着低基数效应逐渐褪去，消费同比数据预计略有回落，但剔除低基数效应后的环比表现更加值得期待。对于 2021 年全年的预测维持不变，在低基数效应、经济内生动力增强以及全面促进消费的政策支持等多因素影响下消费呈现 15%以上的增长。

风险提示：疫苗接种进度不及预期 中国宏观政策调整超预期

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

第 1 章 莫让浮云遮望眼，消费似强实弱 3
1.1. 虚高的同比 VS.孱弱的环比 3
1.2. 是什么导致了消费环比的偏弱？ 4
1.3. 2021 年二季度及全年消费前瞻 5
第 2 章 上周重要数据追踪 6
免责申明 7

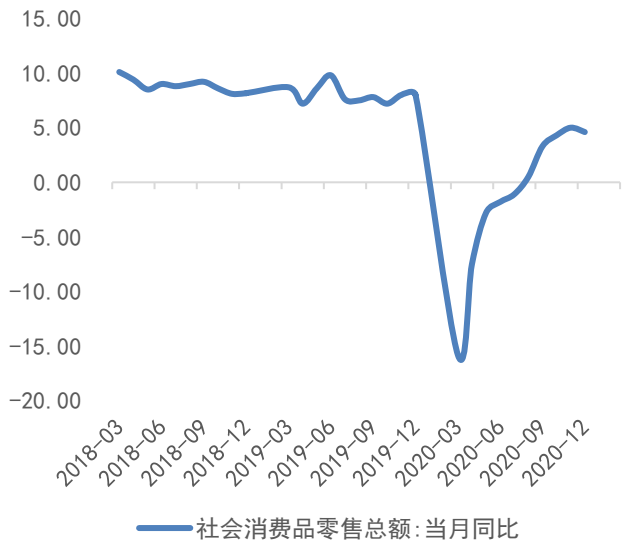
第1章　莫让浮云遮望眼，消费似强实弱

事件：3 月 15 日，国家统计局发布数据显示，1-2 月份，社会消费品零售总额 69737 亿元，同比增长 33.8%，高于预期的 31.42%。比 2019 年 1-2 月份增长 6.4%，2020 年和 2021 两年的平均增速为 3.2%。

1.1. 虚高的同比 VS.孱弱的环比

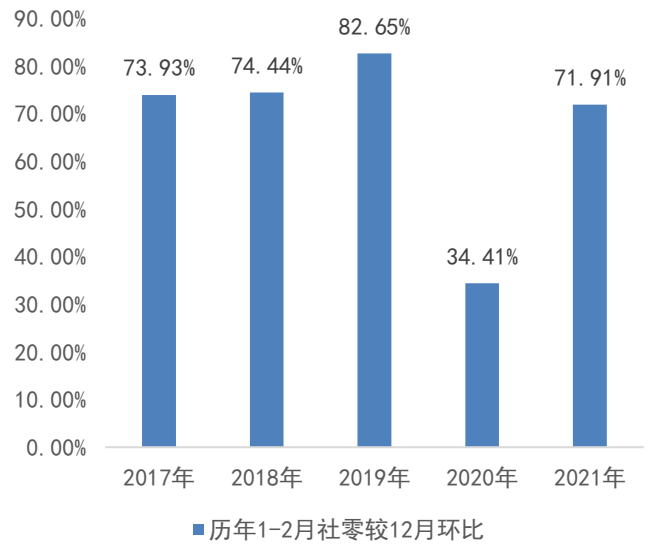
对于 1-2 月的消费数据，需要透过低基数效应这层浮云来理性评判其表现的真实性，我们从环比以及剔除基数效应之后的两年同比数据两个角度来看。首先来看同比数据，我们以 2021 年 1-2 月社零消费相较于 2019 年同期的同比数据看，2 月社零同比表现为 6.4%，2020 年 12 月社零同比为 4.6%，创下自 2020 年以来同比最高值，但是仍旧低于 2019 年 2 月的社零同比。另外从环比表现看，当下的消费表现依旧偏弱，我们以历年 1-2 月相较于前一年 12 月的环比表现来看，2021 年 1-2 月的社零相较于 2020 年 12 月的环比增速为 71.91%，仍旧低于 2017-2019 年的平均表现以及各年环比。**因此，从环比以及剔除低基数效应之后的同比数据这两个视角都验证了当下消费依旧相对疲弱，究其原因，一方面受到 1-2 月国内部分地区疫情防控以及就地过年政策的影响，属于暂时性的影响因素，另外也是因为疫情阴霾对于消费的冲击尽管有所缓解、但仍未彻底根除所致。自 3 月后，就地过年政策这一临时性扰动因素逐渐褪去，对于消费场景和接触性消费的限制逐渐褪去，接下来需要重点关注居民收入以及消费倾向的改善情况。**

图 1.1.1：1-2 月社零比 2019 年同期增长 6.37%（%）



数据来源：IFinD 南华研究

图 1.1.2：从环比看，当前消费仍明显弱于 2017-2019 年



数据来源：IFinD 南华研究

尽管消费同比拐头回暖，但是相比于同视角下的工业增加值、投资以及出口表现来看，消费仍旧是三驾马车当中的弱势板块，今年的提升空间很大。

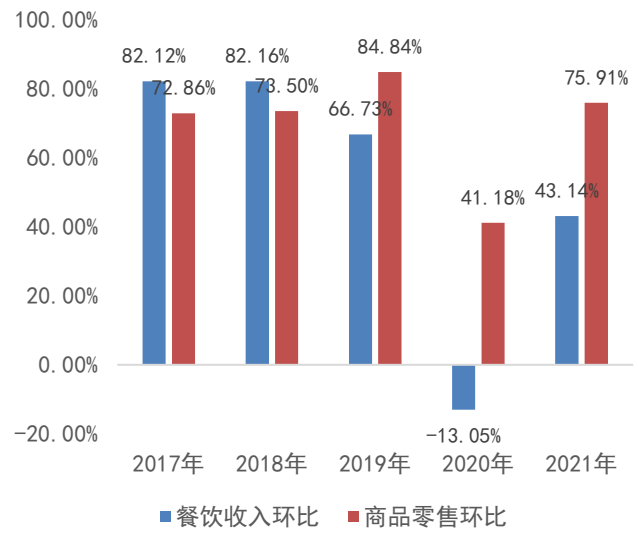
从消费结构看，由于低基数效应的扰动，1-2 月的消费同比增速表现出餐饮收入>商品零售，限额以下>限额以上，与自疫情以来的消费特征正好相反，这只是低基数效应带

请务必阅读正文之后的免责条款部分

来的假象，**剔除低基数效应之后当前的消费依旧延续自疫情以来的特征，即商品零售>餐饮收入，限额以上>限额以下**。从 1-2 月的累计值较前一年 12 月的环比数据可以看出，当前商品零售环比表现已高于 2017、2018 年的表现，但仍低于 2019 年，总体环比表现略低于 2017-2019 年均值，距离疫情之前的商品零售缺口已经不大，但是放眼餐饮收入，今年 1-2 月的同比虚高是因为去年更低的低基数效应所致，从环比看，餐饮收入的表现远远低于 2017-2019 年的环比表现，距离其环比均值至少还有 30%的缺口有待回补。从剔除基数效应后的同比数据看，商品零售同比基本追平疫情之前的水准，餐饮收入当月同比为-3.9，距离完全恢复还存在较大的空间。

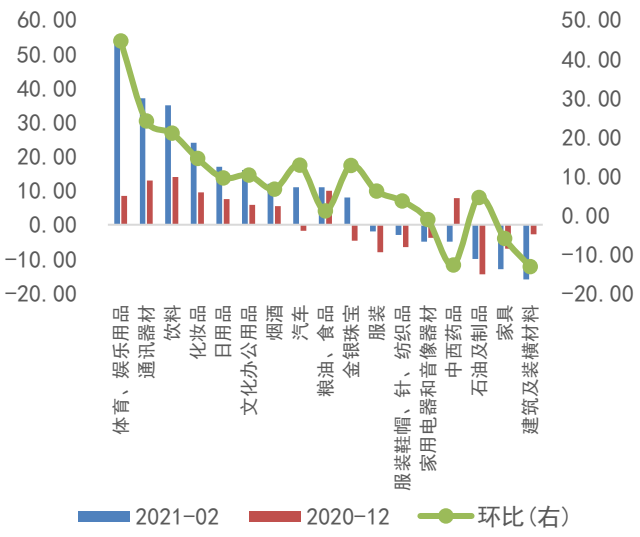
从复苏节奏看，尽管 1-2 月疫情再度扰动国内消费，**但是消费重新拐头向上的趋势已基本明晰，拖累当下消费复苏的主要是餐饮类等接触性消费**。从产品类别看，从剔除基数效应后的累计同比数据看，年初消费中可选消费表现相当亮眼，尤其是体育和娱乐用品、通讯器材、饮料以及金银珠宝和汽车等消费，相对而言属于房地产后周期行业的家具、家电以及装潢等行业，以及防疫物资项下的医药、纺织品等行业均表现出明显的疲态，这与出口端的行业表现相一致。

图 1.1.3：从环比看餐饮收入明显弱于 2017-2019 年（%）



数据来源：IFinD 南华研究

图 1.1.4：剔除基数效应后可选消费表现亮眼（%）



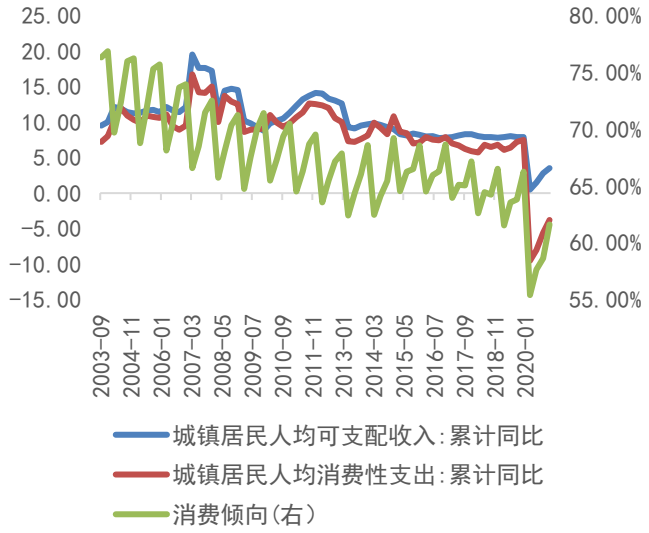
数据来源：IFinD 南华研究

1.2. 是什么导致了消费环比的偏弱？

我们在 2021 年全年经济展望中提到，居民消费之所以恢复相对滞后，主要是因为疫情对居民消费倾向、可支配收入的冲击仍未褪去，从 2020 年四季度的相关数据表现看进一步验证了我们这一判断。从城镇储户调查问卷情况看，截至 2020 年 12 月末，受去年冬季疫情再度反复以及就地过年政策限制等导致居民消费倾向出现一定的回落，基于主动以及被动因素导致下的居民储蓄意愿从三季度开始再一次拐头向上，今年前两个月住户新增存款仅低于 2019 年，仍高于 2017-2020 年间的其余年份，2020 年 4 季度消费意愿占比为 23.3%，2020 年 3 季度为 23.5%，去年同期为 28%，说明消费倾向的恢复仍有一定的缺口。除此之外，不仅居民消费倾向受到压制，疫情对可支配收入的冲击仍

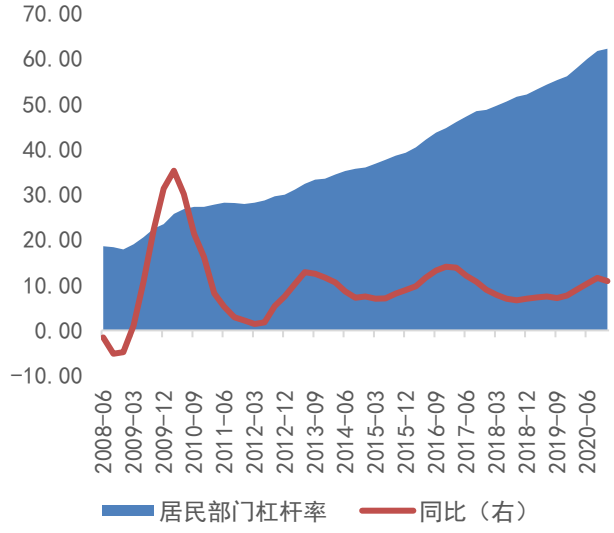
在。从可支配收入看，在政策以及经济复苏的带动下，尽管居民可支配收入出现一定的改善，但仍不及疫情之前的状态。2020 年 4 季度居民可支配收入累计同比为 3.5%（去年同期为 7.9%），与此同时居民杠杆率却进一步再创新高，截至 12 月居民部门杠杆率为 62.2%(去年同期为 56.1%)，比去年同期抬升 6.1pcts，从居民资产负债表看居民杠杆率的抬升主要是由购房加杠杆所致（对应到房地产开发资金来源中来自于居民的定金预付款以及个人按揭贷款累计同比自 3 月的低点持续攀升），居民收入受到冲击之余居民杠杆率却升至历史高位，意味着可支配收入受到明显挤压，从而一定程度上制约了消费能力，而且考虑到购房加杠杆的影响是相对长期的，因此疫情对于消费能力的制约将持续存在，短期难以彻底消除。

图 1.2.1：可支配收入及消费倾向恢复较慢（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 1.2.2：居民杠杆率高企掣肘居民可支配收入（%）



数据来源：Wind 南华研究

1.3. 2021 年二季度及全年消费前瞻

2021 年两会政府工作报告中提及稳定和扩大消费，对于消费的表述为“稳步提高消费能力，改善消费环境，让居民能消费、愿消费，以促进民生改善和经济发展”，基本上也是集中在扩大居民收入和提高消费意愿上，与“十四五”规划的布局基本一致。在具体的消费类型以及产品类别上，侧重于发展健康、文化、旅游、体育等服务消费，稳定增加汽车、家电等大宗消费。除此之外，在消费渠道上，提出推进内外贸产品同线同标同质，为双循环长远化布局，提及“运用好‘互联网+’，推进线上线下更广更深融合，发展新业态新模式，为消费者提供更多便捷舒心的服务和产品”，**因此在重点关注的消费领域上，除发展服务消费、稳定汽车及大宗消费外，今年还需要额外关注新业态新模式下的个别消费表现。**

进入二季度，预计随着天气渐暖、疫苗接种率的抬升，随着接触性消费的放开，预计消费倾向较一季度有所回升并将重现 2020 年年初以来的回升态势，居民可支配收入

请务必阅读正文之后的免责条款部分

延续复苏态势，随着低基数效应逐渐褪去，消费同比数据预计略有回落，但剔除低基数效应后的环比表现更加值得期待。对于 2021 年全年的预测维持不变，在低基数效应、经济内生动力增强以及“十四五”规划全面促进消费的政策支持等多因素影响下消费呈现 15%以上的增长。

第2章 上周重要数据追踪

表 2.1.1 上周国内重要经济数据

国家/地区	指标名称	前值	预期	今值
中国	2 月工业增加值:当月同比(%)	25.4	30.89	52.34
中国	2 月固定资产投资:累计同比(%)	2.9	38.11	35
中国	2 月社会消费品零售总额:当月同比(%)	4.6	31.42	33.8

数据来源：Wind 南华研究

表 2.1.2 上周国际重要经济数据

国家/地区	指标名称	前值	预期	今值
德国	3 月 ZEW 经济景气指数	71.2	74	76.6
德国	3 月 ZEW 经济现状指数	-67.2	-62	-61
欧盟	3 月欧元区:ZEW 经济景气指数	69.6	--	74
美国	2 月核心零售总额:季调:环比(%)	8.15	--	-2.71
美国	2 月零售和食品服务销售:同比:季调(%)	9.51	--	6.27
美国	2 月零售总额:季调:环比(%)	7.42	--	-3.07
欧盟	2 月欧盟:CPI:同比(%)	1.2	--	1.3
欧盟	2 月欧元区:CPI:环比(%)	0.2	0.2	0.2
欧盟	2 月欧元区:CPI:同比(%)	0.9	0.9	0.9
美国	2 月新屋开工:私人住宅(千套)	111	--	100.7
美国	3 月 12 日 EIA 库存周报:商业原油增量(千桶)	13,798.00	--	2,396.00
美国	3 月 13 日当周初次申请失业金人数:季调(人)	712,000.00	--	--
日本	2 月 CPI(剔除食品):环比(%)	0.3	--	--
日本	2 月 CPI:环比(%)	0.5	--	--

数据来源：Wind 南华研究

免责申明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。

南华期货 NANHUA FUTURES

公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层　邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货　股票代码：603093

南华期货营业网点