非均衡修复

——2021 年 1-2 月经济数据点评

2021 年 1-2 月国民经济稳步恢复，需求侧短期承压。规模以上工业增加值当月同比 35.1%（市场预期[1]31.3%）；社会消费品零售总额当月同比 33.8%（市场预期 31.7%）；城镇固定资产投资额累计同比 35%（市场预期 38%），其中基建投资同比 36.6%，房地产投资同比 38.3%，制造业投资同比 37.3%。

一、生产：保持高景气

1-2 月工业生产延续去年下半年以来的高增长。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%，两年平均增长率 8.1%，仍处于历史高位。1、2 月季调后环比分别增长 0.66%和 0.69%，上升趋势未变。从三大产业看，**制造业是推动工业生产上行的主要动力，**1-2 月同比增长 39.5%，两年平均增长[2]8.4%，其中，装备制造业和高技术制造业生产动力强劲，同比分别增长 59.9%、49.2%，两年平均增长率分别为 10.2%、13.0%。采矿业增加值同比增长 17.5%，两年平均增长 4.8%。公共事业行业增长 19.8%，两年平均增长 5.5%。

外需旺盛、制造业资本支出增加与就地过年是带动生产加速的主要原因。一是，受外需回升和“出口替代”“双重红利”支撑，我国出口快速增长，拉动相关制造业生产；二是，制造业投资去年四季度以来逐渐加速，带动电器机械和器材制造业、黑色金属冶炼和压延加工业等行业生产上涨；三是，就地过年政策下企业开工和项目施工时间明显延长，对工业生产起到提振作用。**前瞻地看，考虑到内外需求回升趋势短期内仍将持续，尤其是出口和制造业投资动能较强，工业生产有望保持高增速。**

1-2 月服务业生产保持景气，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%。不过，受年初疫

[1] 市场预期指 wind 中国宏观预测结果。

[2] 两年平均增长=（2021 年 1-2 月水平值/2019 年 1-2 月水平值）$^{1/2}$

情局部爆发影响，餐饮等接触性服务业受到冲击。**但疫情的不利影响正在消散，**从前瞻性指标来看，2 月消费性服务业上涨 7.0 个百分点至 56.1%，零售和餐饮行业商务活动指数均环比大幅上升至扩张区间。

二、固定资产投资：整体偏弱

1-2 月，全国城镇固定资产投资同比增长 35.0%，比 2019 年 1-2 月份增长 3.5%，两年平均增速为 1.7%。从环比的角度看，1-2 月固定资产投资环比下降 29.3%，降幅大于 2019 年同期 8 个百分点。

（1）房地产：销售量价齐增，投资保持韧性

房地产销售量价齐增。1-2 月商品房销售面积同比增长 1.05 倍，两年平均增长 11.0%；销售金额同比增长 1.33 倍，两年平均增长 22.3%，主要受一线城市拉动。**房地产投资保持较高增速，**1-2 月房地产投资同比增长 38.3%，两年平均增长 7.6%，环比增长 17%。**受疫情反弹的影响，土地成交热度环比下滑。**1-2 月土地购置面积同比增长 33%，较去年 4 季度月度均值下降 59%；两年平均下滑 3%；土地成交价款同比 14.3%，较去年 4 季度下降 81%，高于 2019 年同期环比下滑幅度。

销售旺盛叠加房地产贷款政策收紧，房企开发投资资金结构进一步调整。1-2 月份，房地产企业到位资金同比增长 51.2%，两年平均增长 11.7%。自筹资金（两年平均增速 6.6%）、定金及预收款（22.2%）、个人按揭贷款（19.7%）增速大幅高于国内贷款（2.2%）。

前瞻地看，房地产投资将保持一定韧性。房地产贷款集中度管理制度和房企融资“三条红线”政策的约束作用将逐步显现，可能对房地产销售和投资造成一定负面影响。但房企去年高土地购置将向开工和施工传导，加上目前销售热度不减，对房地产投资产生支撑。另外，受集中供地政策的影响，未来房企分化可能进一步加剧。

（2）基建：财政投放偏缓拖累投资增长

基建投资表现相对较弱，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%，环比下降 36.3%，降幅大于 2019 年同期。**基建投资放缓主要与专项债额度未提前下发有关，**在地方政府不能确定可用

资金数额的情况下，新项目开工受到影响。此外，年初财政资金投放节奏偏慢也可能对基建项目资金造成约束，今年 1 月财政存款大幅增长 1.17 万亿元，同比多增 7,700 亿，虽然 2 月财政支出加速，但仍对基建投资形成一定压制。

前瞻地看，《政府工作报告》确定了 3.65 万亿元的专项债限额，较去年同期仅下降 1,000 亿，好于市场预期，再加上去年专项债资金存在一定结余，**预计今年基建在资金端将得到较强支撑。**

（3）制造业：加速趋势已现

制造业投资增速相对较低。1-2 月制造业投资增长 37.3%，两年平均下降 3.4%，环比下降 44.7%，降幅大于 2019 年同期。平均增长率为负主要是由于疫情期间跌幅较大（2020 年 1-2 月增速-31.5%），且修复速度相对较慢，使制造业投资尚未恢复到疫前水平。

但是，**去年四季度以来制造业投资已经开始加速**，动能来自两个方面：一是在外需旺盛、企业家信心恢复、产能利用率达到历史较高水平的情况下，**制造业资本支出出现上行，设备投资增加**；二是**新动能产业正处于成长阶段，投资需求较强**，1-2 月高技术产业投资同比增长 50.1%，两年平均同比增长 11%，大幅高于制造业投资。**前瞻地看，制造业投资在产能扩张和产业升级两条主线下，增长趋势有望延续。**

三、消费：略不及预期

受疫情反弹和就地过年的影响，消费恢复略不及预期。1、2 月社会消费品总额环比分别增长-1.4%和 0.56%，弱于 2019 年同期。1-2 月社会消费品零售总额累计同比增长 33.8%，两年平均增速为 3.2%。**商品销售加快复苏，餐饮消费尚未恢复到疫情前的水平。**1-2 月，商品零售两年平均增长 3.8%，餐饮收入下降 2%，餐饮消费还是受到局部地区的聚集性和散发性疫情影响，消费潜力尚未完全释放。

从商品消费结构来看，必选消费品依旧维持高增长，粮油食品类消费两年平均增长 10.3%；**可选消费品增速较高，**体育娱乐用品类、通讯器材类两年平均增速都达到了 18%以上；**汽车市场需求仍在恢复进程**

中，两年平均增速为 1.3%。**从商品消费渠道来看，网上零售保持较快增长，实体店铺呈现恢复性增长。**1-2 月实物商品网上零售额两年平均增长 16%，实体店商品零售额增长 4.1%。

前瞻地看，消费仍将继续恢复。尽管春节前疫情反弹对消费回暖造成扰动，但是随着疫情有效防控、经济就业形势不断好转，消费修复有望回归正轨。

四、结论：国民经济稳步恢复

总的来看，1-2 月经济运行平稳。生产端保持高景气，在外需回升、制造业资本支出增加和“就地过年”政策的带动下，工业增加值维持高增长；服务业生产虽受疫情局部爆发扰动，但不改复苏趋势。**需求端除了房地产投资仍处于高位外，基建、制造业投资和消费均相对较弱。**房地产销售量价齐增，投资保持较高增速；基建投资受财政投放偏缓拖累，增速低于预期；制造业投资增速相对较低，但去年四季度的加速趋势仍将持续；消费受疫情反弹和就地过年的影响，恢复略不及预期。

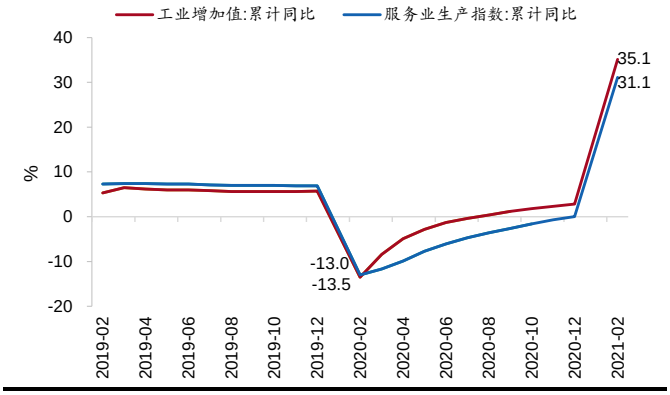
前瞻地看，我们维持此前的判断不变：在全球复苏共振的大背景下，短期经济修复的制约因素将逐步解除，中国经济将延续去年二季度以来的良好速度态势。生产在内外需求回升的背景下，有望保持高增速。投资方面，房地产投资仍具韧性，尽管货币政策边际调整、房企融资政策收紧，但房企采取的“高周转策略”将加快新开工及施工进度，从而支撑房地产投资增速保持稳定；基建投资在专项债资金及“两新一重”项目的支撑下，大概率保持温和增长；制造业投资受需求回暖、利润上升、企业家信心改善和结构性货币政策推动，有望加速改善。居民消费的能力和意愿将随着收入逐步修复而有所增长。

（评论员：谭卓 黄翰庭 牛梦琦）

附录：

图 1：生产保持高景气

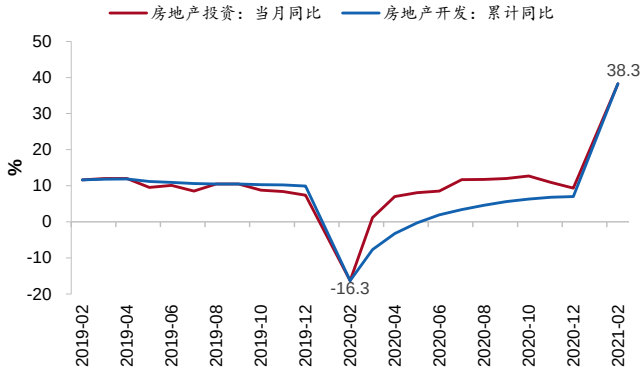
工业与服务业生产情况



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 2：房地产投资保持韧性

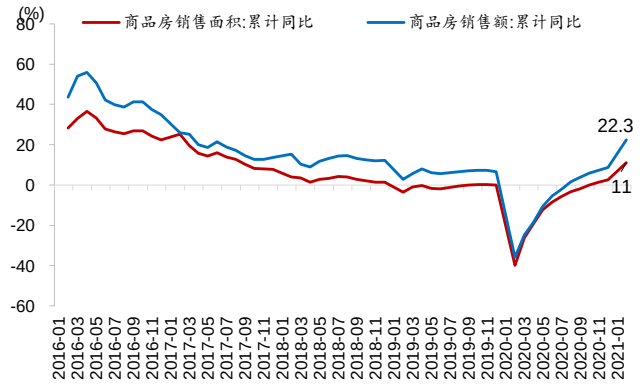
房地产投资增速



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 3：房地产销售量价齐增

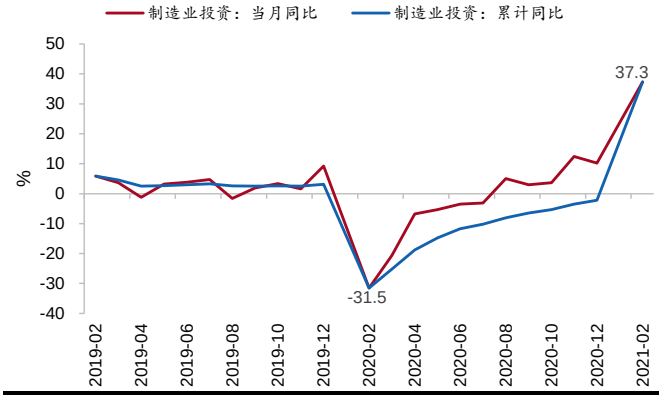
商品房销售增速



注：2021 年 1-2 月数据显示的是两年平均值
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 4：财政投放偏缓拖累基建投资增长

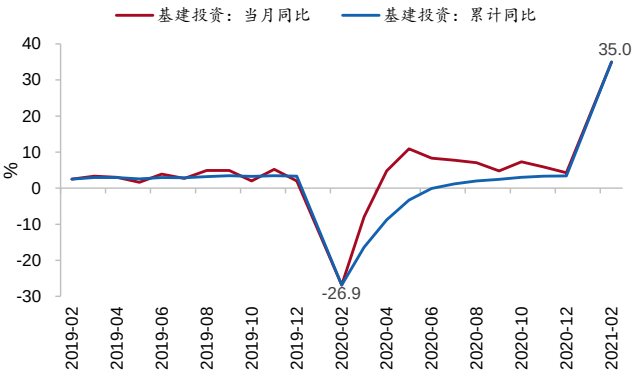
制造业投资增速



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 5：制造业投资加速趋势已现

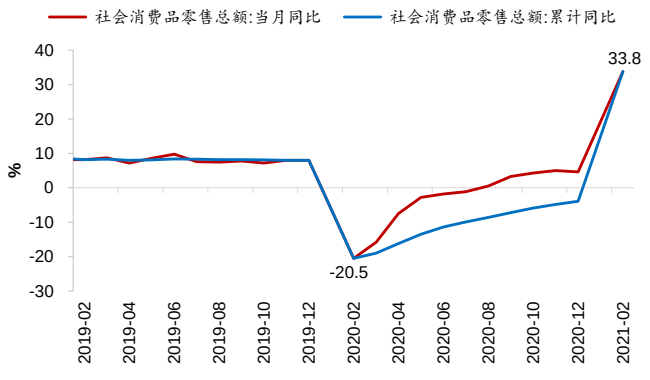
基建投资增速



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 6：消费略不及预期

社消零售总额同比增速



资料来源：WIND、招商银行研究院