中信期货
CITIC Futures

中信期货研究|宏观点评报告

2021-03-15

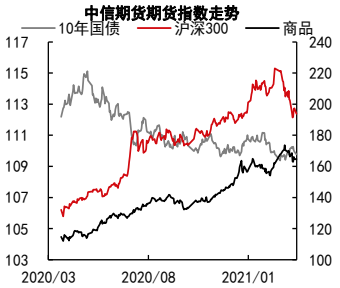
就地过年推高供应，需求修复有所放缓

——1-2 月经济数据点评

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

1-2 月份工业增加值较 2019 年同期年平均增长 8.1%，明显高于前值 7.1%，就地过年推高供应。不过，1-2 月份需求修复有所放缓，制造业和基建投资较 2019 年同期分别年平均减少 1.6%、3.4%，消费因为疫情亦受到一定抑制。就地过年对供应的推高是暂时的。投资短期增长或加快但难回高位。随着疫情的消退，消费有望继续修复。综合来看，短期需求有望改善，但在需求已经较好的背景下，继续增长空间有限。



摘要：

数据：1-2 月份固定资产投资同比增长 35%，预期 38%，较 2019 年同期年平均增长 1.7%。社会消费品零售同比增长 33.8%，预期 31.7%，较 2019 年同期年平均增长 3.2%；规模以上工业增加值同比增长 35.1%，预期 31.3%，较 2019 年同期年平均增长 8.1%；服务业生产指数同比增长 31.1%，较 2019 年同期年平均增长 6.8%。

点评：

1、1-2 月投资增长动能减弱，短期增长或加快但难回高位。1-2 月份固定资产投资较 2019 年同期的年平均增速仅为 1.7%，显著低于 2018、2019、2020 年的年增速 5.9%、5.4%、2.9%，反映投资增长动能减弱。分大类来看，制造业投资、基建投资、房地产投资较 2019 年同期的年平均增速分别为-1.6%、-3.4%、7.6%，制造业和基建投资明显偏弱，房地产投资仍有韧性。1-2 月份商品房销售面积较 2019 年同期年平均增长 11.0%，较好的销售对房地产投资构成支撑。年初以来少数城市密集出台楼市调控政策，预计商品房销售增长会有所放缓。房企去杠杆也会对房地产投资略有抑制。预计未来几个月房地产投资增速缓慢回落。1-2 月份基建投资偏弱可能因为专项债发行较少。考虑到今年财政政策仍较积极，未来随着专项债发行加快，基建投资会有显著改善，预计全年增速与去年大体接近。1-2 月份制造业投资异常偏低，未来仍有望修复，但在经济扩张放缓的背景下制造业投资增速可能难回高位。

2、消费 1-2 月份暂受疫情抑制，未来有望继续修复。1-2 月消费较 2019 年同期年平均增长 3.2%，明显低于前值 6.3%（2020 年 12 月较 2018 年同期的年平均增速），疫情可能是主要原因。受疫情影响较大的餐饮收入增速下滑显著。就地过年使得城镇消费受到支撑，而乡村消费受到抑制。随着疫情缓解，未来消费有望继续修复。

3、就地过年推高工业生产，未来难以保持高增。1-2 月份工业增加值同比增长 35.1%，较 2019 年同期年平均增长 8.1%，明显高于前值 7.1%（去年 12 月份较 2018 年同期的年平均增速），工业生产加快增长。就地过年是主要原因，但这不会持续。2 月份制造业 PMI 下滑可能暗示需求增长边际放缓，预计未来工业生产难以保持高增。

风险提示：国内政策收紧、中美关系恶化

宏观研究团队

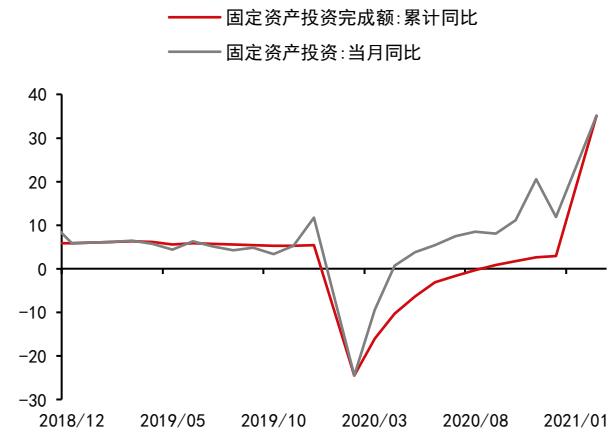
研究员：
张革
021-60812988
从业资格号：F3004355
投资咨询号：Z0010982

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

一、投资增长动能减弱，短期或加快但难回高位

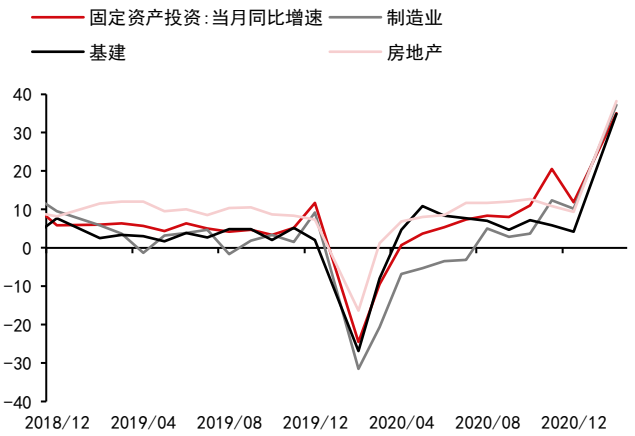
1-2 月份固定资产投资同比增长 35%，低于预期值 38%，较 2019 年同期年平均增长 1.7%，低于去年全年增速 2.9%，反映投资增长动能有所减弱，主要是制造业和基建投资相对偏弱，而房地产投资仍保持较快增长。因为去年基数较低的原因，今年 1-2 月份主要经济指标的同比增速均很高。通过与 2019 年同期对比，计算两年年平均增速，可以初步剔除基数效应。今年 1-2 月份固定资产投资较 2019 年同期的年平均增速仅为 1.7%，显著低于 2018、2019 年全年的增速 5.9%、5.4%（可以代表固定资产投资的潜在增速），也低于 2020 年全年的增速 2.9%。去年四季度固定资产投资加快修复，同比增速在 10%以上。与去年四季度相比，今年 1-2 月份的固定资产投资表现也是较弱的。分大类来看，制造业投资、基建投资、房地产投资的两年平均增速分别为-1.6%、-3.4%、7.6%，制造业和基建投资明显较弱，而房地产投资仍保持了较快增长。

图表1： 固定资产投资累计及当月同比



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表2： 固定资产投资及其主要分项的当月增速

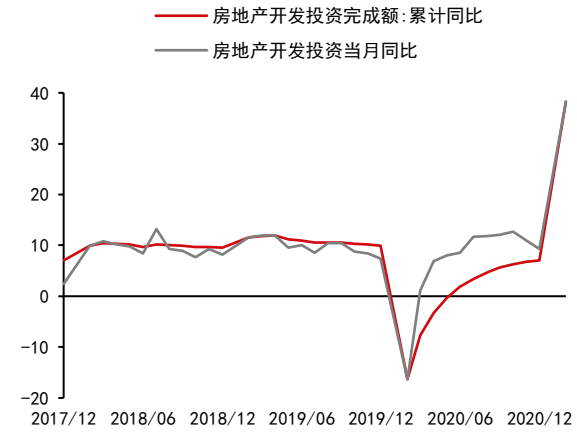


资料来源：Wind 中信期货研究部

房地产方面，1-2 月份房地产销售和投资表现较好，但新开工与土地购置相对偏弱，预计未来几个月房地产投资增速缓慢回落。1-2 月份商品房销售面积较 2019 年同期年平均增长 11.0%，高于去年四季度相对于 2018 年四季度的两年年平均增速 6.2%，商品房销售的增长有所加快。较好的销售带动房地产投资保持较快的增长。1-2 月份房地产投资较 2019 年同期年平均增长 7.6%，虽然略低于去年去年四季度相对于 2018 年四季度的两年年平均增速 9.6%，但增速仍然较高。相对于商品房销售，房地产投资的表现偏弱一些，这可能与新开工增长放缓和房地产企业的去杠杆有关。1-2 月份房屋新开工较 2019 年同期年平年减少 4.8%，显著低于去年四季度较 2018 年四季度的年平均增速 6.5%。一方面，部分城市采用集中供地措施，使得今年 1-2 月份土地购置面积较 2019 年同期年平均减少 3.0%；另一方面，房企去杠杆也使得房地产开工速度有所放缓。年初以来少数城市密集出台楼市调控政策，预计商品房销售增长会有所放缓。再考虑到房企去杠杆的影

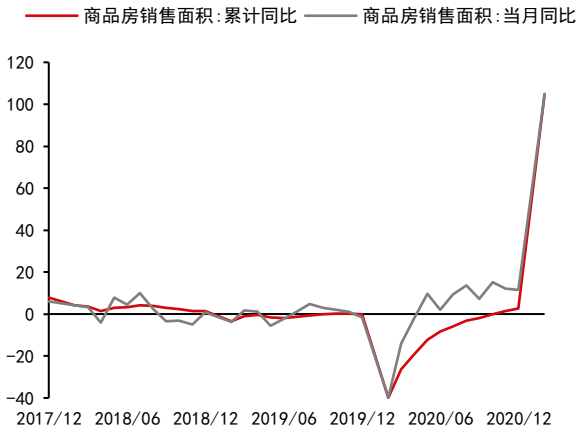
响，预计未来几个月房地产投资增速有所回落。考虑到政策不急转弯，房地产投资增速回落会较为缓慢。

图表3： 房地产投资累计及当月同比增速



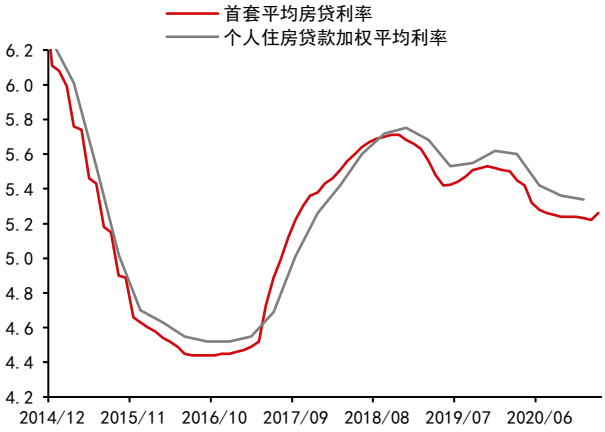
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表4： 商品房销售累计及当月同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表5： 房贷利率



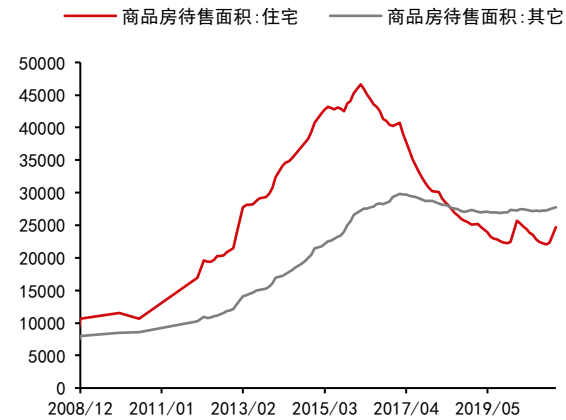
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表6： 百城住宅价格指数



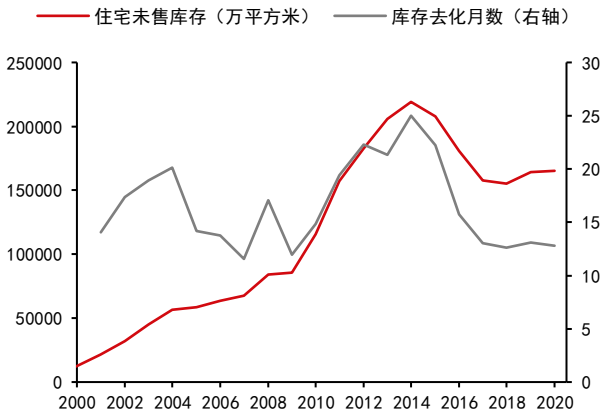
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表7： 商品房待售面积



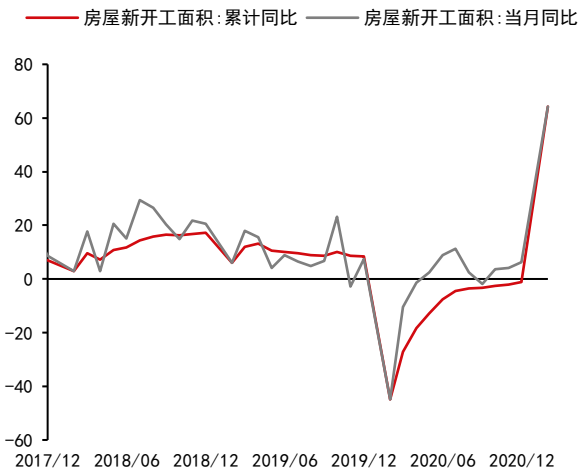
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表8： 住宅未售库存及库存去化月数



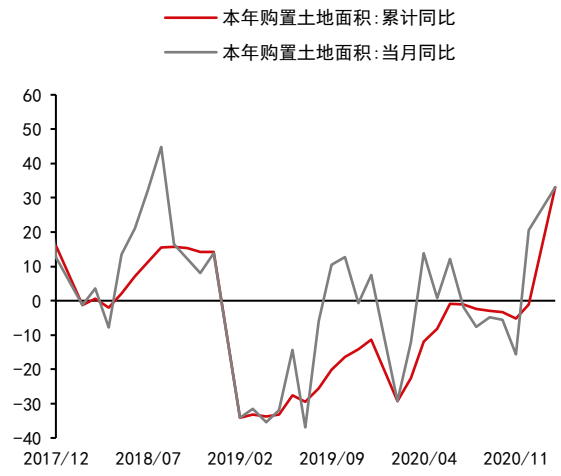
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表9： 房屋新开工累计及当月同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表10： 本年购置土地面积累计及当月同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

1-2 月份基建投资偏弱可能因为专项债发行较少。考虑到今年财政政策仍较积极，未来随着专项债发行加快，基建投资会有显著改善，预计全年增速与去年大体接近。今年新增专项债为 3.65 万亿，仅比去年减少 2.6%，再考虑到经济修复背景下财政收入增加使得财政支出有保障，预计财政对基建的支持力度不会明显减弱。去年 3.4%的基建投资增速不算高，今年维持这一增速的难度不大。

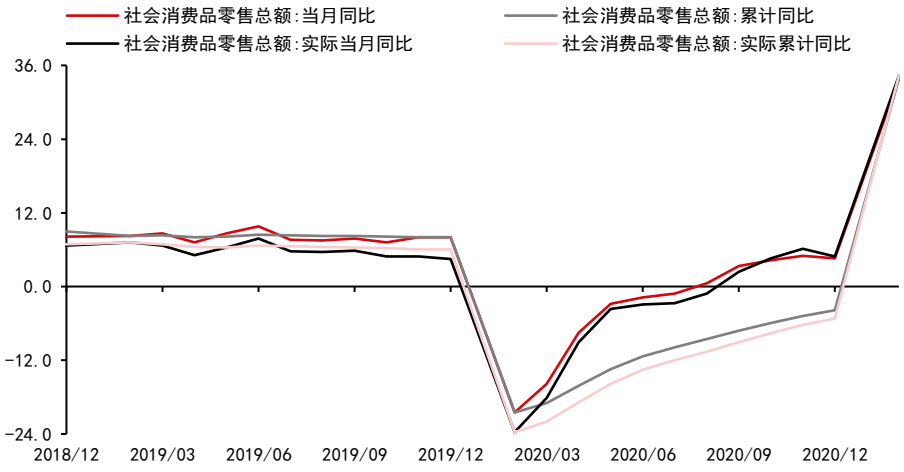
1-2 月份制造业投资异常偏低，未来仍有望修复，但在经济扩张放缓的背景下制造业投资增速可能难回高位。1-2 月份制造业投资较 2019 年同期年平均增速为-1.6%，显著低于去年 11-12 月份 11%左右的增速。去年全年制造业投资同比减少 2.2%，而去年制造业中长期贷款余额增长 35.2%，工业企业盈利也达到了 4.1%的增速，因此制造业投资仍有修复空间。不过，2 月制造业 PMI 指数显著回落暗示未来经济扩张可能放缓，制造业投资增速可能难回高位。

综上所述，我们预计短期投资增长会有所加快但难回高位。

二、消费暂受疫情抑制，未来有望继续修复

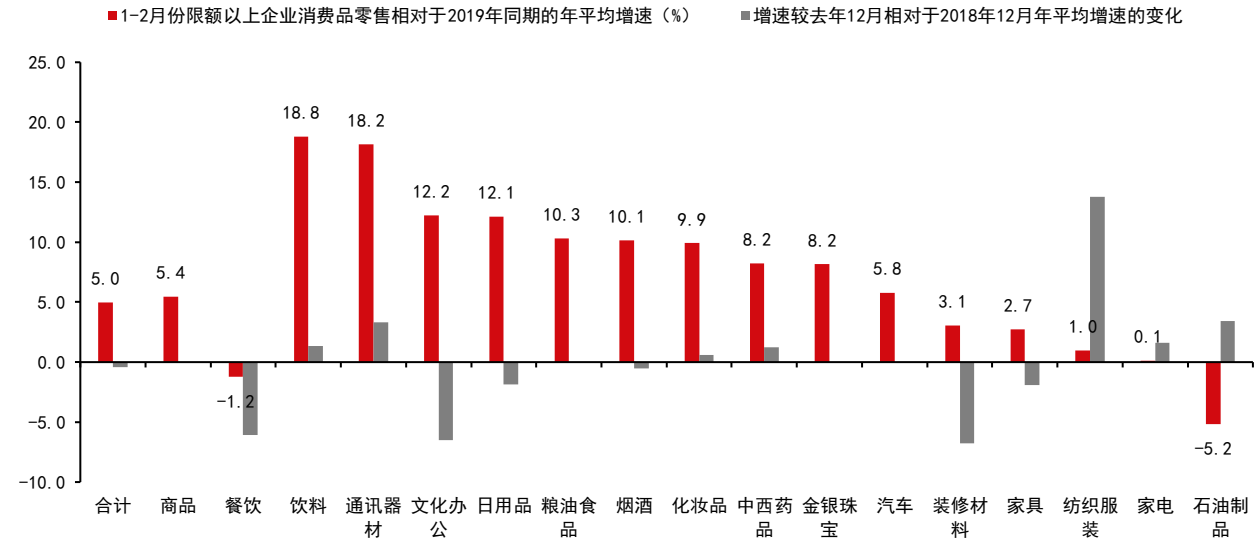
1-2 月社会消费品零售较 2019 年同期年平均增长 3.2%，低于前值 6.3%，疫情可能是主要原因。随着疫情缓解，未来消费有望继续修复。1-2 月社会消费品零售同比增长 33.8%，预期 31.7%，较 2019 年同期年平均增长 3.2%，低于去年 12 月份较 2018 年同期的年平均增速 6.3%。从限额以上企业的数据来看，商品零售较 2019 年同期的年平均增速仍维持了 5.4%的增速，但餐饮收入增速下滑 6.0 个百分点至-1.2%。餐饮消费与疫情有较大关系。今年 1 月份疫情扩散可能使得消费修复放缓，餐饮受影响较大。此外，就地过年对城镇消费构成支撑，对乡村消费构成抑制。限额以上企业主要在城镇，因此其商品零售亦受到支撑。综合来看，随着疫情的缓解，未来消费有望继续修复。

图表11： 社会消费品零售总额当月及累计同比



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表12： 限额以上消费品零售总额当月同比增速及其变化



资料来源：Wind 中信期货研究部

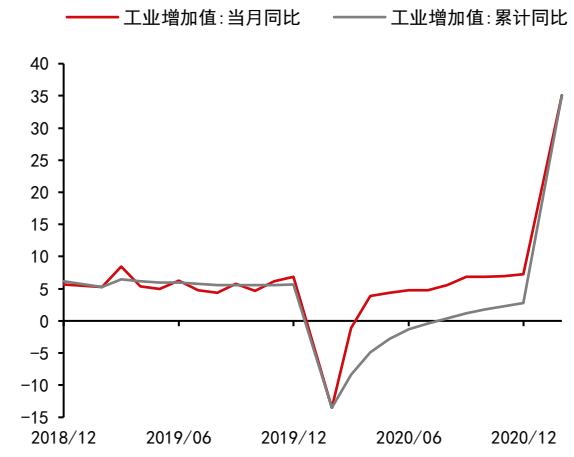
三、就地过年推高工业生产，未来难以保持高增

1-2 月份规模以上工业增加值同比增长 35.1%，预期 31.3%，较 2019 年同期年平均增长 8.1%，明显高于去年 12 月份较 2018 年 12 月份的年平均增速 7.1%，工业生产加快增长。这主要是因为就地过年的影响。

从主要产品产量来看，1-2 月份钢材、水泥、十种有色金属较 2019 年同期分别年平均增长 9.3%、6.6%、6.3%，增速大体稳定。汽车产量较 2019 年同期年平均增长 1.8%，低于前值 5.4%。

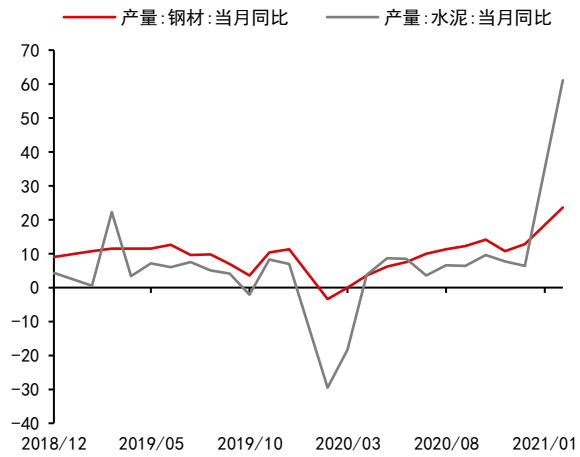
往前看，就地过年推高的工业生产难以维持，制造业 PMI 下滑可能暗示需求增长边际放缓，我们预计工业生产未来难以保持高增。

图表13： 工业增加值当月及累计同比增速



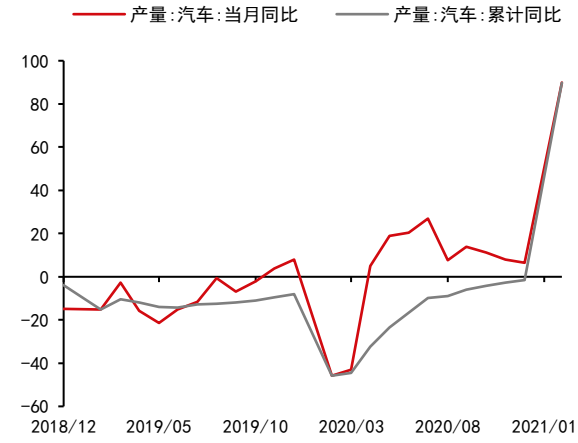
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表14： 钢材及水泥产量当月同比增速



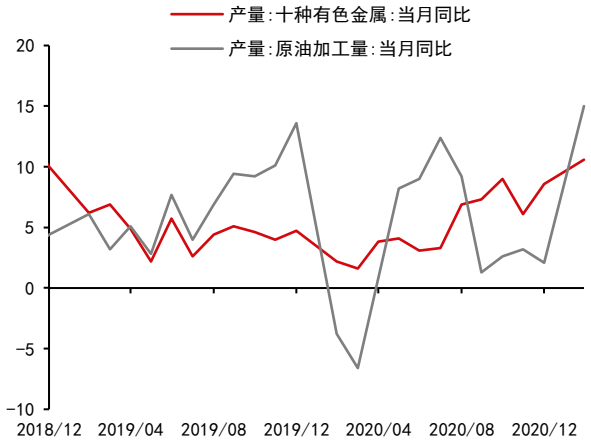
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表15： 汽车产量当月及累计同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表16： 有色金属产量及原油加工量当月同比

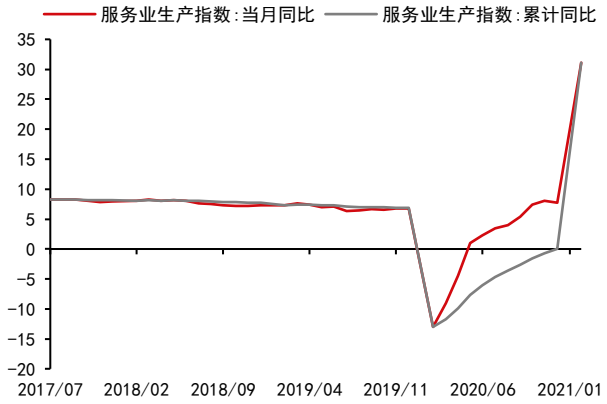


资料来源：Wind 中信期货研究部

四、服务业略受疫情抑制，未来有望稳中略升

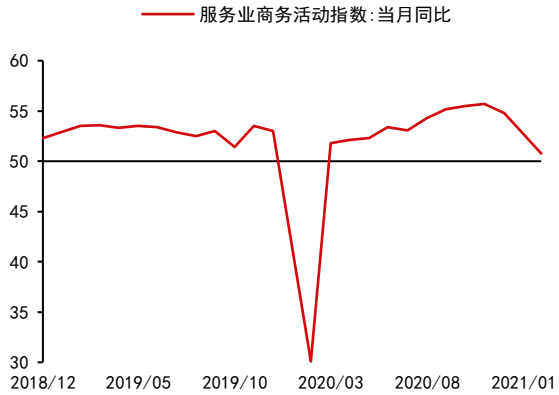
1-2 月份全国服务业生产指数较 2019 年同期年平均增长 6.8%，较前值回落 0.4 个百分点。随着疫情缓解，预计服务业生产有望稳中略升。1-2 月份服务业生产较 2019 年同期年平均增长 6.8%，增速略低于去年 12 月份较 2018 年同期的年平均增速 7.2%，服务业略受疫情抑制。不过，6.8%的增速与 2019 年全年 6.9%的增速基本一致，服务业生产基本修复到正常水平，继续修复空间有限。未来随着疫情的缓解，仍受疫情抑制的服务业有望继续修复，整体服务业有望稳中略升。

图表17： 服务业生产指数当月及累计同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表18： 服务业商务活动指数



资料来源：Wind 中信期货研究部

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明， 本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任 何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：http://www.citicsf.com