宏观研究

经济复苏强劲，能拯救 A 股吗？

——点评 1-2 月经济数据

宏观事件点评　　2021 年 3 月 16 日

报告摘要：

- **生产端复苏好于预期，工业和服务业都已经回到疫情前正常增长轨道上。**
1-2 月，规模以上工业增加值两年平均增长 8.1%，比疫情前的 2019 年 12 月增速更快；服务业生产指数两年平均增长 6.8%，与 2019 年 12 月增速持平。换言之，生产端已经填补了疫情造成的大坑，服务业基本回到了疫情前正常增长轨道上，工业甚至超出了疫情前增长轨道。市场此前预期更长时间才能回到正常轨道上。

- **消费端复苏也好于预期，冬季疫情影响较小。**
1-2 月，社会消费品零售总额同比增长 33.8%，高于市场预期的 32%，两年平均增速为 3.2%。从环比看，1 月再次出现小幅负增长（-1.4%），体现了冬季疫情对消费的抑制；但 2 月迅速走出低谷，实现小幅正增长（0.56%），好于过去几年春节月份表现。从品类看，餐饮类消费仍然相对低迷，但汽车类和消费升级类消费提供了重要支撑。

- **投资端复苏不及预期，但预计只是冬季疫情下的短期现象。**
1-2 月，固定资产投资（不含农户）同比增长 35.0%，低于市场预期的 38.1%，两年平均增速为 1.7%。分三大类别看，制造业投资和基建投资环比增长弱于疫情前的正常季节性表现，可能是受到了冬季疫情的影响；房地产投资则好于季节性表现。考虑到 2 月企业经营活动预期和企业中长期贷款都较好，预计后续制造业投资和基建投资增长动能将增强。

- **经济复苏强劲，能拯救 A 股吗？**
按照我们构建的月度 GDP 指数，测算 1-2 月 GDP 增速超过 30%，只要 3 月经济环比能保持正常季节性增长，那么一季度 GDP 增速就有望达到 20%。在生产率加快增长的情况下，中国经济潜在增速有望好于市场预期，经济强劲复苏有望持续较长时间。但在此背景下，房地产调控和金融调控可能加强，并由此加大资本市场投资难度。

- **风险提示：**
全球疫情传播持续恶化，中国政策收紧超预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：　S0100519040001
电话：　010-85127665
邮箱：　xieyunliang@mszq.com

相关研究

中国 1-2 月规模以上工业增加值同比 35.1%，预期 32.2%，去年同期为-13.5%。

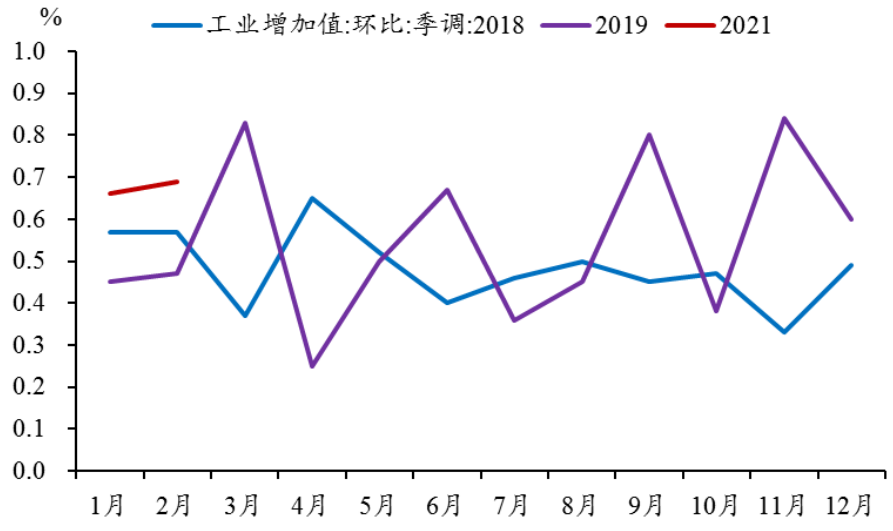
中国 1-2 月社会消费品零售总额同比 33.8%，预期 32%，去年同期为-20.5%。

中国 1-2 月固定资产投资同比 35.0%，预期 38.1%，去年同期为-24.5%。

1 生产端复苏好于预期，工业和服务业都已经回到疫情前正常增长轨道上

工业生产超预期向好，甚至比疫情前增长轨道表现更好。1-2 月，规模以上工业增加值同比增长 35.1%，高于市场预期（华尔街见闻统计，下同）的 32.2%；比 2019 年 1-2 月份增长 16.9%，两年平均增长 8.1%，比疫情前的 2019 年 12 月增速更快。由于去年同期基数很低，今年一季度各项经济数据同比都会很高，因此，今年环比数据比同比数据更有实质性意义。尽管遭受了一波冬季疫情冲击，1-2 月工业增加值环比仍分别录得 0.66%、0.69%，连续三个月持续加快，而且远高于 2019 年同期（图 1）。这表明，即便剔除低基数影响，工业生产复苏也是超预期的。**其中，新能源汽车，载货汽车，工业机器人，挖掘、铲土运输机械，微型计算机设备等表现亮眼，同比增速均超过 100%，两年平均增速均超过 10%。**

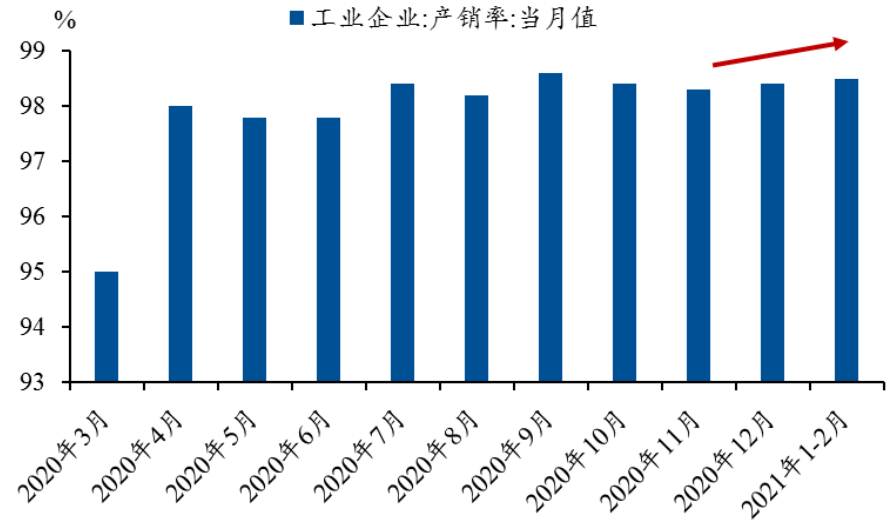
图 1：2021 年 1-2 月工业增加值环比增速远高于 2019 年同期



资料来源：Wind，民生证券研究院

工业生产超预期向好的原因与出口强劲和就地过年有关。出口强劲反映企业产品需求强劲，1-2 月工业企业产品销售率为 98.5%，比 2020 年 12 月提高了 0.1 个百分点，企业产品不愁销路（图 2）。就地过年之下，企业开工较早，能够更加高效地响应市场需求。

图 2：2021 年 1-2 月工业企业产品销售率进一步提高



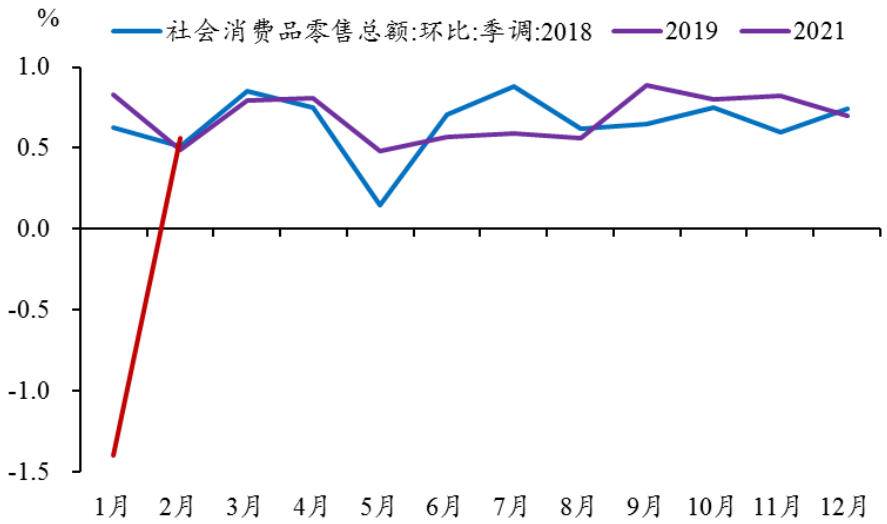
资料来源：Wind，民生证券研究院

服务业生产好于正常季节性表现，基本回到了疫情前增长轨道上。1-2 月，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%，与 2019 年 12 月增速持平，基本填补了疫情造成的大坑，回到了 2019 年底的增长轨道上。这一表现，显然是好于正常季节性表现的。2 月份，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。从市场预期看，服务业业务活动预期指数为 63.2%，高于上月 7.9 个百分点。

2 消费端复苏也好于预期，冬季疫情影响较小

消费端复苏受到冬季疫情影响，但好于市场预期。1-2 月，社会消费品零售总额同比增长 33.8%，高于市场预期的 32%；比 2019 年 1-2 月份增长 6.4%，两年平均增速为 3.2%。扣除价格因素，1-2 月社会消费品零售总额实际增长 34.3%，两年平均增长 1.2%。从环比看，1 月再次出现小幅负增长（-1.4%），体现了这波冬季疫情对消费的抑制；但 2 月迅速走出低谷，实现小幅正增长（0.56%），略好于过去几年春节月份增速表现（图 3）。

图 3：2021 年 1 月消费端复苏受到冬季疫情影响，2 月略好于季节性表现

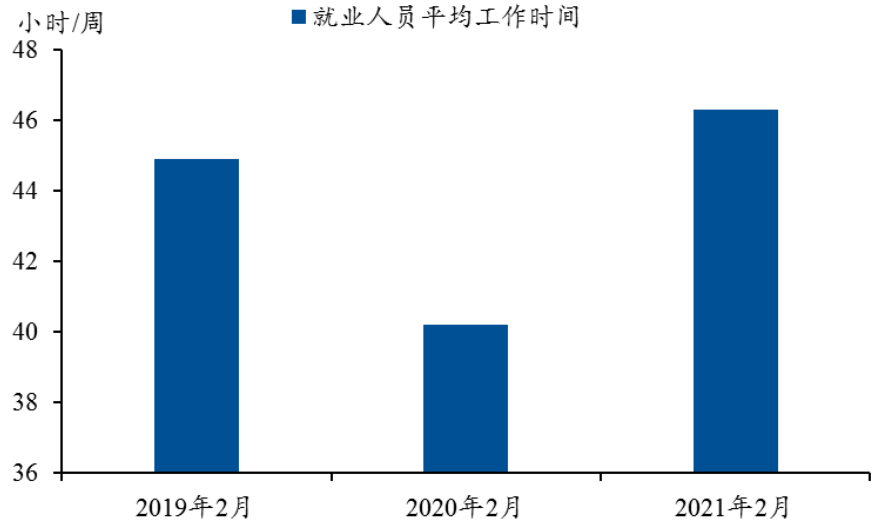


资料来源：Wind，民生证券研究院

两大消费品类表现亮眼，但餐饮类消费仍然相对低迷。一是汽车类，1-2 月同比增长 77.6%，除汽车以外的消费品零售额增长 30.4%，汽车类消费继续发挥对整体消费的拉动作用；二是消费升级类，通讯器材类、体育娱乐用品类商品同比增速分别为 53.1%、45.6%，两年平均增速均为 18.2%。1-2 月餐饮类消费同比增长 68.9%，两年平均下降 2.0%，而商品零售同比增长 30.7%，两年平均增长 3.8%。

就业暂时受到冬季疫情一定影响，后续就业和消费继续回暖存在支撑。从新增就业看，1-2 月城镇新增就业 148 万人，比去年同期多增 40 万人，但比 2019 年同期少增 26 万人；从失业率看，2 月城镇调查失业率为 5.5%，比去年同期回落 0.7 个百分点，但比 2019 年同期提高 0.2 个百分点。就业虽然受到了冬季疫情的影响。但进一步观察劳动时间，可以发现 2 月企业就业人员周平均工作时间为 46.3 小时，比去年同期多 6.1 小时，比 2019 年同期也多了 1.4 小时，这表明企业实际用工需求可能更强一些（图 4）。

图 4：2021 年 2 月就业人员平均工时明显高于过去两年同期

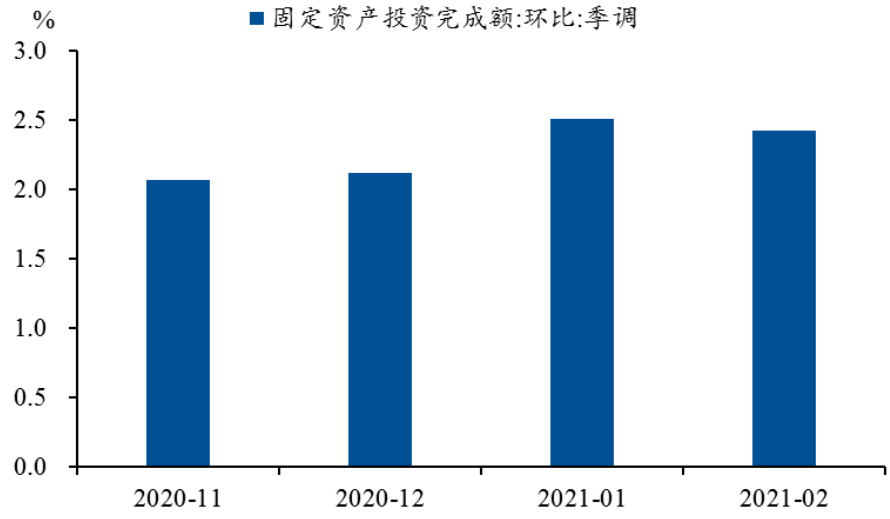


资料来源：Wind，民生证券研究院

3 投资端复苏不及预期，但预计只是冬季疫情下的短期现象

整体固定资产投资增长小幅低于预期。1-2 月，固定资产投资（不含农户）同比增长 35.0%，低于市场预期的 38.1%；比 2019 年 1-2 月份增长 3.5%，两年平均增速为 1.7%。从环比看，1 月增速为 2.51%，2 月增速为 2.43%，均较 2020 年 12 月有所加快，显示投资仍处于复苏通道中（图 5）。

图 5：2021 年 1-2 月固定资产投资环比增速高于 2020 年 12 月

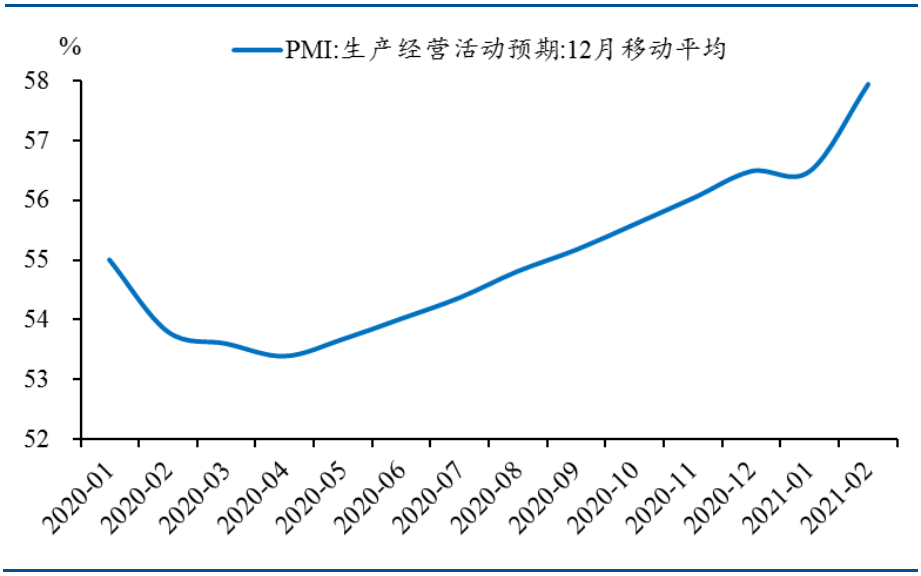


资料来源：Wind，民生证券研究院

分三大类别看，制造业投资和基建投资增长弱于季节性表现，房地产投资好于季节性表现。1-2 月，制造业投资同比增长 37.3%，隐含比 2020 年 12 月下降 50.4%，虽然好于去年同期（-60.7%），但弱于 2019 年同期（-37.8%）；广义基建投资（含电力）同比增长 35%，隐含比 2020 年 12 月下降 40.3%，同样虽然好于去年同期（-53.9%），但弱于 2019 年同期（-35.6%）；房地产投资同比增长 38.3%，隐含比 2020 年 12 月增长 17%，不但好于去年同期（-7.5%），在历年同期中也处于较高水平。

制造业投资和基建投资偏弱，可能是受到了冬季疫情的影响，预计只是短期现象，后续有望重新走强。一方面，从数据上看，1-2 月制造业投资和基建投资均较去年 12 月有所下降，这一表现与去年同期相似，与 1 月份制造业 PMI 生产经营活动预期有所走弱一致，体现了冬季疫情的影响。另一方面，2 月企业经营活动预期重新走强（图 6），而且企业中长期贷款放量大增，预示后续制造业投资和基建投资增长动能强劲。

图 6：2021 年 2 月企业经营活动预期重新走强



资料来源：Wind，民生证券研究院

4 经济复苏强劲，能拯救 A 股吗？

预计一季度 GDP 增速有望达到 20%，经济强劲复苏有望持续较长时间。按照我们构建的月度 GDP 指数，对月度工业、服务业、农业增加值增速进行加权求和，可测得月度 GDP 增速。在工业和服务业强劲复苏的带动下，我们测算，1-2 月 GDP 增速超过 30%。只要 3 月经济环比能保持正常季节性增长，那么一季度 GDP 增速就有望达到 20%。这一轮复苏仅用低基数解释可能是远远不够的。十四五规划纲要提出全员劳动生产率率增长高于国内生产总值增长，在生产率加快增长的情况下，中国经济潜在增速有望好于市场预期，经济强劲复苏有望持续较长时间。

A 股能止跌吗？春节之后，A 股不断下跌，上证指数从高点 3700 点上方一度跌至 3400 点下方。2020 年底出台的房地产贷款集中度管理制度，拉开了新一轮房地产调控的大幕。2016-2017 年的上一轮调控具有明显的“因城施策”特征，这次与上次相比则具有中央和地方组合调控的特征，中央层面从严调控房地产贷款，地方层面继续坚持因城施策。此外，参照 2003-2004 年、2006-2007 年和 2010 年的历史经验，当经济增长持续强劲时，金融调控往往偏紧。因此，经济复苏持续超预期，带来的结果可能是房地产调控和金融调控的加强，并由此加大资本市场投资难度，建议投资者做好准备。

风险提示

全球疫情传播持续恶化，中国政策收紧超预期。

插图目录

图 1：2021 年 1-2 月工业增加值环比增速远高于 2019 年同期.....2
图 2：2021 年 1-2 月工业企业产品销售率进一步提高.....3
图 3：2021 年 1 月消费端复苏受到冬季疫情影响，2 月略好于季节性表现.....4
图 4：2021 年 2 月就业人员平均工时明显高于过去两年同期.....4
图 5：2021 年 1-2 月固定资产投资环比增速高于 2020 年 12 月.....5
图 6：2021 年 2 月企业经营活动预期重新走强.....6

分析师简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。