宏观

报告原因：事件点评

需求扩张悬念再起

——2021 年 2 月经济数据点评

2021 年 3 月 15 日

宏观研究/点评报告

山证宏观固收团队

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业登记编码： S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

研究助理：

邵彦棋

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件

- 3 月 15 日，统计局发布 2021 年 1-2 月份经济数据。

点评

- **工业增加值当月同比连续两个月上升。**1-2 月工业增加值累计同比 35.1%，前值 2.8%，较 2019 年 1-2 月份累计复合增长率达到 8.1%。其中高技术产业分项增加值同比超过工业增加值同比，制造业增加值同比略低于工业增加值同比。具体行业中，设备制造、电气、汽车等中下游工业表现出色。过滤掉基数的扰动后，工业增加值表现不弱。
- **投资同比走强主因基数效应，累计复合同比走弱。**固定资产投资 1-2 月累计同比 35.0%，较 2019 年 1-2 月份累计复合增长率达到 0.96%，2020 年 12 月当月同比 2.90%。房地产、基建和制造业三大投资累计复合同比均有所下降。
- **新开工表现不佳，拖累房地产投资增速。**房地产投资 1-2 月累计同比 38.3%，较 2019 年 1-2 月份累计复合增长率达到 7.59%，2020 年 12 月当月同比 9.35%。房地产投资同比的下降主要受到新开工的拖累，虽然新开工同比达到 64.3%，但是较 2019 年的复合增长率仅为-4.85%，低迷的新开工增速和竣工增速的走高拉低了施工增速，进而推断影响到房地产投资中的建设投资分项同比。不过，需要提示的是，目前还无法判断新开工的低迷是趋势变化，还是受到了疫情和节日的扰动。值得注意的是，房地产销售依然保持强劲，同比 133.4%，两年复合增长率 22.31%。并且从近期的高频数据看，房地产成交量依然稳定。房地产销售的火爆是否会带动新开工增速重新走高是后续房地产投资维持稳健的关键。
- **基建投资同比表现不佳。**基建投资 1-2 月累计同比达到 34.95%，较 2019 年 1-2 月份累计复合增长率达到-0.65%，2020 年 12 月当月同比 4.26%。电力、热力、燃气及水的生产和供应业在基建的三大行业中，同比水平最高，但降幅也最大。今年地方专项债发行较晚，影响基建项目落地进度，拖累年初基建投资。并且从存款数据能够知道，1 月份财政存款量多于往年，所以存在大量资金没有及时运用的可能。这种情况在 2 月份后出现变化，随着资金投放和地方专项债发行提速，后续基建投资或出现一定修复。

➢ **制造业投资复合增长率大幅走弱。**制造业投资 1-2 月累计同比达到 37.3%，较 2019 年 1-2 月份累计复合增长率达到-3.02%，2020 年 12 月当月同比 10.22%。从目前已公布的分行业数据来看，表现出色的行业为计算机通信和医药制造，两个行业两年累计复合同比都超过了 10%。而通用设备和汽车制造两个制造业中的大行业两年累计复合同比均低于-10%。

➢ **不同类别商品消费出现分化。**社零 1-2 月累计同比达到 33.8%，较 2019 年 1-2 月份累计复合增长率达到 3.14%，2020 年 12 月当月同比 4.6%。其中，可选类消费品种几个重要消费品种，汽车、石油及制品类、家电类几个可选类大项两年复合增长率均表现低迷。而两年复合增长率处于高位的商品类别包括通讯器材类、食品类、日用品类和文化办公用品类。社零中的餐饮分项累计同比为 68.9%，较 2019 年 1-2 月份累计复合增长率达到-1.97%，餐饮类消费较完全恢复仍有较大差距。

➢ **经济再回供给强于需求的模式，年初疫情或对经济数据有扰动。**1-2 月的数据受到了基数的大幅扰动，多地爆发零星疫情也对经济数据产生影响，所以数据对趋势提示的意义有限。综合了 2019 年的数据计算两年复合同比来看，经济又回到供给强于需求的阶段。投资、消费两大内需同比均低于去年底，但表征生产的工业增加值同比表现好于去年底。因为实际 GDP 的统计口径更接近生产端增加值的口径，所以在这种情况下一季度 GDP 同比或与去年四季度相差不大。另外供给强于需求的情况也类似去年疫情之后经济恢复初期的状态，需求受到疫情防控影响大于生产，所以 1-2 月需求表现稍弱也可能与 1 月份的国内疫情有关。

➢ **需求端后续变化存在悬念，目前下结论尚早。**2 月份之后，国内疫情逐渐消退，后续看点在需求端的变化上。如果需求端能够及时恢复，那可以从侧面说明 1-2 月需求端的下滑主要因为疫情影响。目前，经济中存在能够带动需求重新扩张的因素，包括 1）强劲的房地产销售；2）地方债发行提速和财政资金运用对基建投资的支撑；3）疫苗注射对服务类消费的提振；4）出口韧性带动制造业投资；5）实体融资依然强劲。但另一方面，如果联系去年 12 月的数据，需求端连续表现偏弱势，所以需求已经开始收缩的可能性也不能排除。从目前的数据看，如下两个因素将是后续需求端比较大的风险：1）地产竣工增速持续高于新开工增速，房地产建设投资走弱；2）汽车消费同比下降过快，带动整体消费增速走弱。因为生产不可能长期脱离需求保持强势，在这种情况下，去年四季度就有可能成为本轮经济扩张高点。

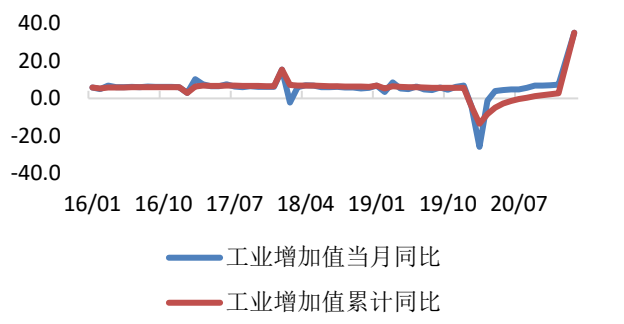
➢ 风险提示

1、竣工增速持续高于新开工增速，房地产投资走弱；

2、汽车零售同比下降；

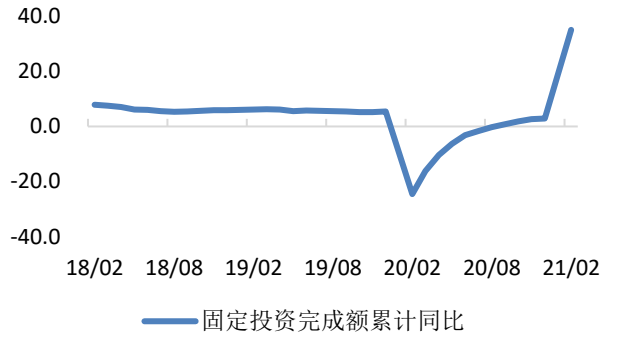
3、海外疫情反复，扰动国内防控。

图 1：工业增加值同比走势



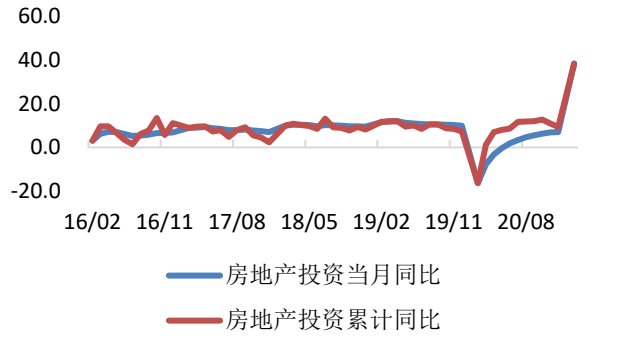
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：固定资产投资完成额累计同比走势



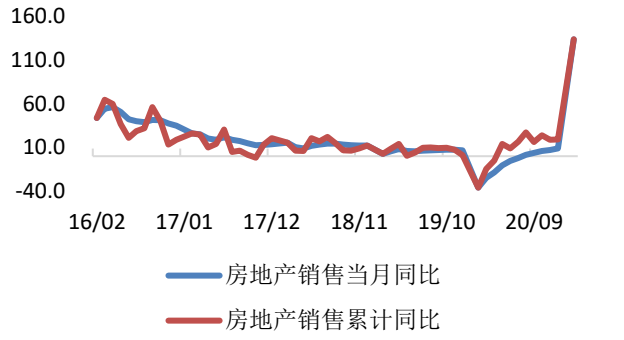
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3：房地产投资同比走势



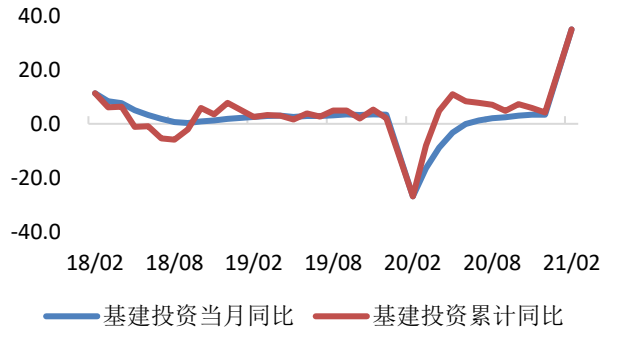
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：房地产销售同比走势



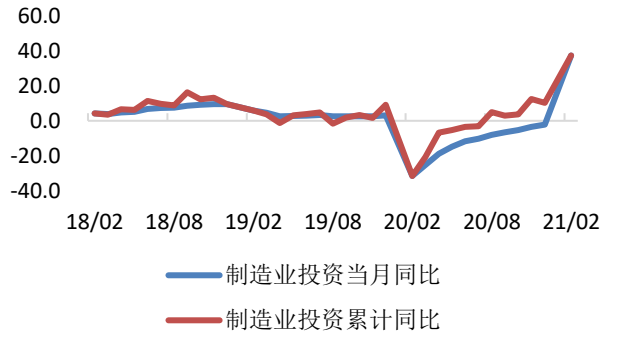
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：基建投资同比走势



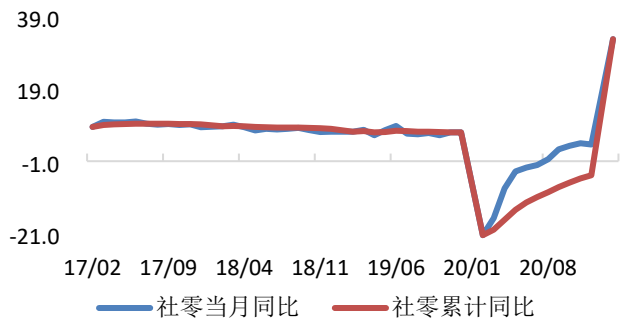
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：制造业投资完成额同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 7：社零同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336