财信国际经济研究院
CHASING INTERNATIONAL ECONOMIC INSTITUTE

内需暂时走弱，经济整体仍偏热

——2021 年 1-2 月宏观数据点评

宏观点评

财信研究院
宏观团队

胡文艳
宏观经济研究中心 资深研究员
邮箱：huwenyan21@126.com

李沫
宏观经济研究中心 高级研究员
邮箱：limo.ye@163.com

陈然
宏观经济研究中心 研究员
邮箱：chenran@hnjrkg.com

核心观点：

1-2月份宏观经济呈现出“生产强、内需弱”的结构性特征。其中出口强劲和就地过年政策带动生产端继续边际走强；而疫情扰动和财政缓退坡下需求端修复出现暂时放缓。往后看，当前修复偏慢的消费和制造业投资需求环比改善可期，一季度经济大概率延续偏热状态，预计一季度GDP同比增长18.5%左右。

摘要：

- **工业增加值：就地过年叠加外需、利润改善，边际继续走强。**2020-2021 年 1-2 月份规模以上工业增加值两年平均增长 8.1%，为 2015 年以来同期最高水平，表明剔除基数效应后的工业生产依旧强劲；同时今年 1-2 月份工业增加值环比增速亦明显强于历史均值，反映出工业生产边际也在继续改善。工业走强原因主要有三：**一是**就地过年导致企业开工和施工时间明显延长，对工业生产起到重要提振作用；**二是**出口高景气的带动作用十分显著，如 1-2 月份出口份额占比较高的中游装备制造业增加值两年平均增速，要高于同期全部制造业 1.8 个百分点；三是大宗商品涨价带动上游利润改善，对原材料制造业也形成拉动，如上游黑色金属冶炼压延、化学原料及制品等行业增加值两年平均增速，也均超过了 2019 年同期值。此外，结构上高技术制造业生产继续领跑，1-2 月份两年平均增速，快于同期制造业 4.6 个百分点。
- **国内生产总值（GDP）：预计 2021 年一季度 GDP 约增长 18.5%、全年约增长 8.7%，走势前高后低。**一是消费全年读数高增无悬念，但居民收入恢复偏慢和边际消费倾向回升幅度有限，内生驱动力修复面临较大制约；二是制造业有望接棒基建和房地产，投资常态化运行可期；三是全球不均衡复苏下出口供给替代效应仍有一年窗口期，出口高景气料将延续，2021 年全年出口增速有望实现 9%左右的增长。
- **消费：疫情扰动叠加低收入群体拖累，消费增长边际再度放缓，但未来改善仍可期。**1-2 月份社零两年平均增速为 3.2%，仍低于常态化水平，同时今年 1-2 月份社零环比增速为-0.4%，表明消费恢复速度也在边际放缓。消费偏弱原因主要有三：**一是**国内散发疫情增多，导致餐饮收入持续低迷，其两年平均增速为-2%；**二是**商品零售中汽车、通讯汽车等升级类和基本生活类消费已恢复到疫前水平，但出行类和房地产相关消费修复仍偏慢；**三是**低收入群体消费恢复偏慢，也对社零形成重要拖累。预计在低基数效应和疫情扰动逐步消退的影响下，2021 年消费全年读数偏高、未来持续渐进改善无悬念，但疫后低收入群体收入修复尚需时日，且贫富分化、房地产挤占对边际消费倾向的制约作用偏强，消费内生修复动能尚需政策提振。
- **投资：整体修复仍偏慢，制造业向上修复可期。**1-2 月份固定资产投资两年平均增速为 1.7%，低于 2019 年水平和市场预期值，但季调后环比增速高于历史

财信宏观经济研究中心微信号

同期和去年四季度值，表明投资端修复斜率略有加快。**一是**受制于国内消费端恢复偏慢和中下游企业盈利改善有限，制造业投资需求恢复最慢，但预计在内外需共振修复、企业盈利改善、政策支持加码、技术升级周期启动的共同作用下，年内制造业投资向上修复空间较大。**二是** 1-2 月基建投资规模低于 2019 年水平，表明逆周期调节作用边际减弱。预计随着经济动能由“逆周期”切换至“顺周期”，基建投资在财政监管趋严和优质项目缺乏的大背景下大概率平稳运行。**三是**房地产投资增速将高位趋缓。预计未来房地产市场将在“房住不炒”定位、名义贷款利率上行和流动性边际趋紧的制约下，其投资增速将遇到“天花板”，但下有房地产周期托底，增速有望维持在高位区间波动。

- **政策展望：缓退坡，更重精准。**当前经济运行热度依旧较高，但经济复苏不均衡性亦十分明显，宏观政策一方面需“不急转弯”、稳健回归常态，另一方面也要精准发力强弱项、防风险。**预计货币政策稳字当头，结构性定向调控强化。**一方面流动性总量“不缺不溢”，2021 年社融和 M2 增速将分别降至 11%和 9%左右，宏观杠杆率平稳可期；另一方面金融地产“紧”、制造业“松”格局有望强化，金融对小微企业、科技、绿色领域的支持力度或进一步加强。**预计财政延续积极总基调，更注重可持续性。**一方面财政扩张规模调降至 7.22 万亿元，扩张力度边际放缓，但整体仍高于 2019 年水平；另一方面政策强调定向调控和精准调控，重点在于继续为市场主体纾困。

目 录

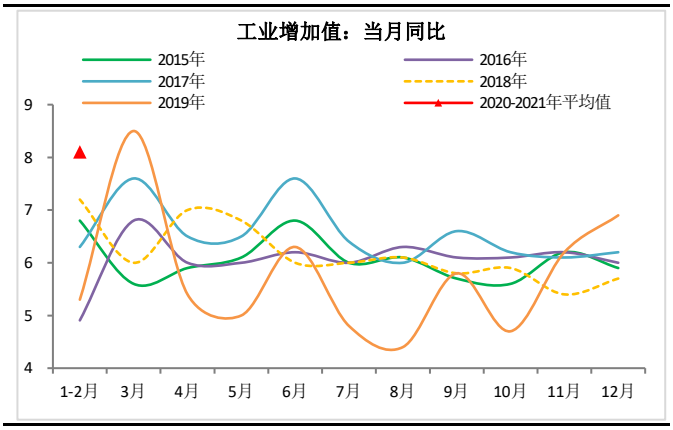
一、工业增加值：就地过年叠加外需、利润改善，边际继续走强 4
二、国内生产总值：预计 2021 年一季度 GDP 约增长 18.5%、全年约增长 8.7%，走势前高后低 5
三、消费：修复速度边际再度放缓，但未来改善仍可期 6
（一）疫情扰动叠加低收入群体拖累，消费增长边际再度放缓 6
（二）2021 年消费读数偏高无悬念，但内生驱动力修复仍面临制约 7
四、投资：整体修复仍偏慢，制造业向上修复可期 8
（一）制造业投资有望继续向上修复 9
（二）基建投资大概率平稳运行 10
（三）预计房地产投资增速大概率高位趋稳 11

正文：

一、工业增加值：就地过年叠加外需、利润改善，边际继续走强

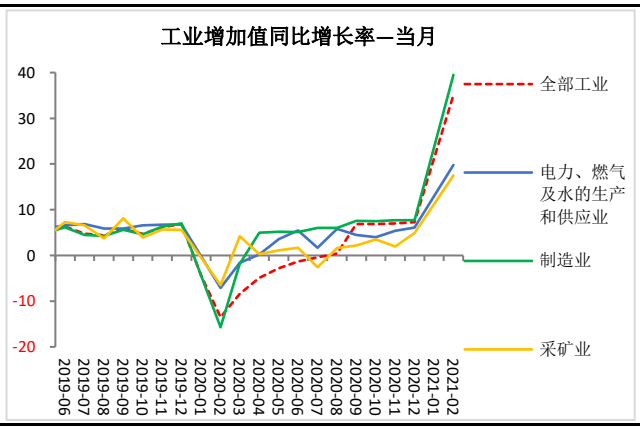
2021 年 1-2 月份，规模以上工业增加值同比增长 35.1%，比 2019 年 1-2 月份增长 16.9%，两年平均增长 8.1%，为 2015 年以来同期的最高水平（见图 1），表明剔除基数效应后的工业生产依旧十分强劲，生产端已恢复并超过疫情前水平。从边际变化看，1、2 月份规模以上工业增加值，分别环比增长 0.66%、0.69%，亦为近年来同期最高水平，反映出工业生产边际继续改善、增长动力不减。

图 1：剔除基数效应后的工业生产依旧十分强劲



资料来源：WIND，财信研究院

图 2：采矿业和制造业仍是工业生产维持高位的主要支撑



资料来源：WIND，财信研究院

注：2 月份数据为 1-2 月累计增速

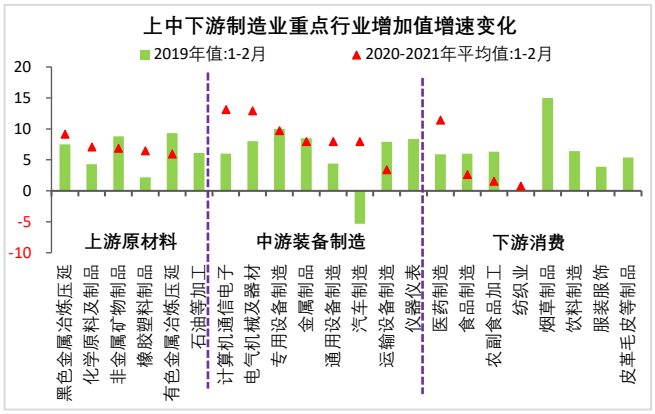
从三大门类看，制造业和采矿业生产强劲仍是主要贡献力量。一是 1-2 月份制造业增加值同比增长 39.5%(见图 2)，两年平均增长 8.4%，高出同期全部工业 0.3 个百分点，且考虑到制造业营业收入占工业的比重达 90%以上（2020 年值），毫无疑问仍是工业生产保持强劲的主要动力源。**二是**受益大宗商品价格持续回升，1-2 月份采矿业增加值同比增长 17.5%，两年平均增长 4.8%，高于 2015-2019 年同期均值约 4 个百分点，也是生产持续强劲的重要贡献力量。**三是** 1-2 月份电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 19.8%，两年平均增长 5.5%，远低于近年来同期平均水平，表明随着逆周期政策退潮，公用事业类基建生产活动已趋于放缓。

制造业生产保持高增（剔除基数效应后），原因主要有三：一是就地过年对工业生产起到重要提振作用。如统计局调查结果显示，今年春节期间工业企业平均放假天数为 7.5 天，明显少于正常年份，意味着今年企业开工和项目施工的时间明显延长。**二是出口高景气的带动作用十分显著。**如分制造业行业看，受益于 1-2 月份国内出口大幅增长 50%以上，出口份额占比较高的中游装备制造业增加值同比增长 59.9%，2020-2021 年 1-2 月份两年平均增长 10.2%，超过同期全部制造业 1.8 个百分点，其中特别是计算机通信电子设备、电气机械及器材、通用设备等装备制造业两年平均增速均明显高于 2019 年同期水平（见图 3）；此外受益于海外防疫产品出口订单需求强劲，医药制造业增加值两年平均增速亦高于 2019 年同期值。**三是大宗商品涨价对上游原材料制造业生产的拉**

动作用亦不容忽视。如受益大宗商品涨价带动利润改善，上游原材料制造行业中，黑色金属冶炼压延、化学原料及制品、橡胶塑料制品业增加值 2020-2021 年 1-2 月份两年平均增速，也均超过了 2019 年同期值（见图 3）。

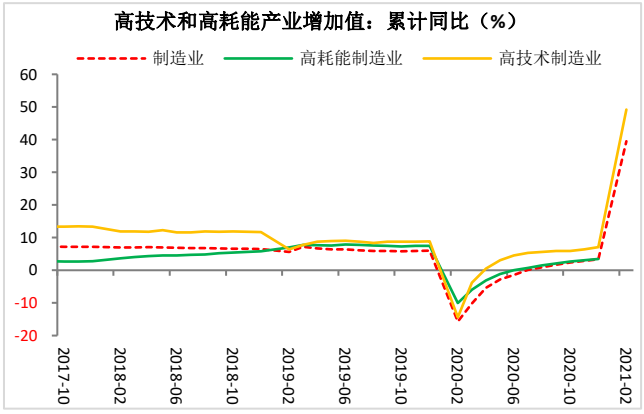
从结构上看，高技术制造业继续领跑，发展新动能持续增强。如 2020 年 1-2 月份高技术产业增加值同比增长 49.2%（见图 4），2020-2021 年 1-2 月份两年平均增长 13.0%，快于同期全部制造业 4.6 个百分点，也高于 2019 年同期值 6.6 个百分点，表明国内新旧动能转换持续加快，经济中的创新成色更足。此外，国内新产品规模也在不断扩大，如新能源汽车、工业机器人等新产品的产量，2020-2021 年 1-2 月两年平均增速均达到 30%以上。

图 3：上游原材料和中游装备制造业是主要支撑



资料来源：WIND，财信研究院

图 4：高技术制造业生产继续领跑



资料来源：WIND，财信研究院

注：2020-2021 年平均值为两年几何平均增速

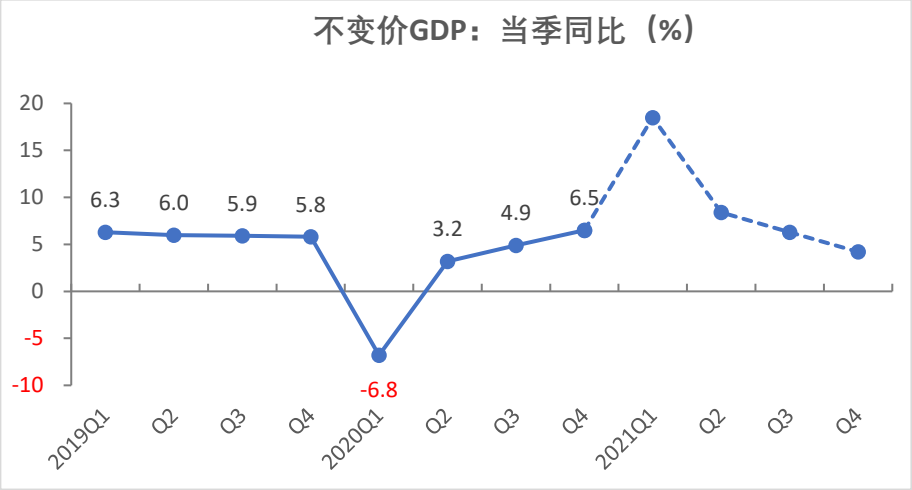
二、国内生产总值：预计 2021 年一季度 GDP 约增长 18.5%、全年约增长 8.7%，走势前高后低

2020 年国内 GDP 同比增长 2.3%，是全球唯一实现经济正增长的主要经济体。其中，四季度 GDP 同比增长 6.5%，高于当前 5.5-6.0%左右的潜在增速，表明去年四季度经济增长已恢复至常态水平。从今年 1-2 月份的数据看，国内经济运行整体保持恢复性增长，但经济复苏的结构性特征依旧明显，即生产端好于需求端，大企业好于小企业。小企业是我国吸纳就业的主要主体，所以就业也呈现结构性特征，且这种特征将影响到居民收入，尤其是中低收入群体的收入增长，进而影响到未来消费支出和经济复苏。

预计 2021 年一季度经济国内 GDP 约增长 18.5%，全年约增长 8.7%（见图 5），走势呈“前高后低”：一是低基数效应下消费全年读数偏高无悬念，但疫后中小微企业受损严重，加上收入差距拉大、房地产挤占效应增强，居民收入和边际消费倾向或难以全面恢复，消费恢复至常态水平仍有难度。**二是**制造业接棒基建地产，投资常态化运行可期：企业盈利改善、内外需共振复苏、技术升级周期启动共同支撑制造业投资回归常态，但消费复苏斜率边际放缓、海外供需缺口逐渐弥合，制造业投资下半年增长动能或弱于上半年；财政扩张边际放缓下基建资金来源面临“量”的收缩，且优质项目缺乏和财政

严监管双重约束仍在，基建投资增速大概率低位运行；房地产政策边际趋严、房企融资“三道红线”、市场流动性边际收紧，房地产投资面临下行压力，但竣工端修复的支撑作用较强，全年房地产投资增速将稳中趋缓。**三是**全球不均衡复苏下出口供给替代效应仍有一年窗口期，出口高景气料将延续，但随着发达经济体疫苗普及后产能恢复，下半年出口中枢或有所回落。

图 5：2021 年 GDP 增速将呈“前高后低”走势



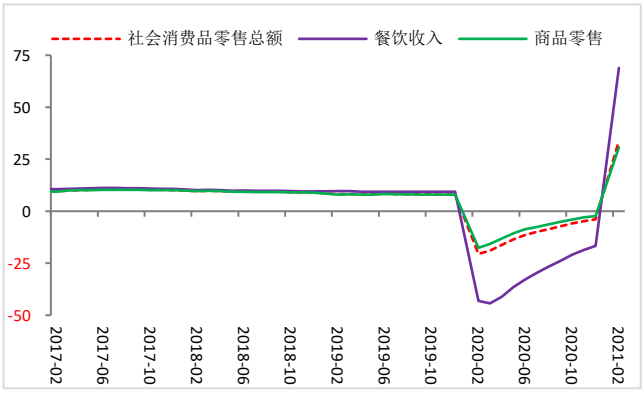
资料来源：WIND，财信研究院

三、消费：修复速度边际再度放缓，但未来改善仍可期

（一）疫情扰动叠加低收入群体拖累，消费增长边际再度放缓

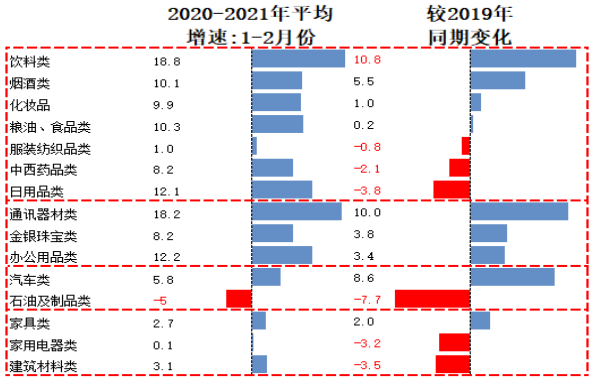
2021 年 1-2 月份，社会消费品零售总额（简称社零，下同）为 69737 亿元，同比增长 33.8%（见图 6），比 2019 年 1-2 月份增长 6.4%，两年平均增速为 3.2%，低于近年来同期平均水平，表明消费仍在常态化修复途中。从边际变化看，2021 年 1-2 月社零环比增速为-0.4%，且明显弱于 2019 年同期值，反映出消费恢复速度较去年四季度有所放缓。具体来看，1-2 月份消费市场偏弱原因有三：

图 6：社会消费品零售总额及其两大分项累计增速



资料来源：WIND，财信研究院

图 7：1-2 月份限额以上商品零售细项增速及变化



资料来源：WIND，财信研究院

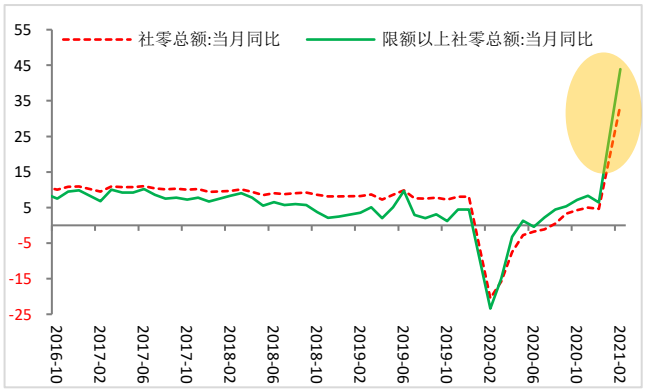
一是受国内散发疫情增多影响，餐饮收入持续低迷。如 2021 年 1-2 月份餐饮收入

同比增长 68.9%，但两年平均增速为下降 2.0%，低于同期全部社零 5.2 个百分点，是消费的主要拖累因素。在社零总额中，餐饮收入的比重约 10%左右，对全体社零的影响仍不容忽视。

二是商品零售中升级类和基本生活类消费已恢复到疫前水平，但出行类和房地产相关消费修复仍偏慢。2020-2021 年 1-2 月份商品零售两年平均增长 3.8%，恢复情况要好于餐饮收入，但整体仍尚未恢复到疫情前水平，且其内部的分化程度较大。从限额以上商品零售结构看（见图 7），受促消费政策加码和居民收入整体改善影响，国内升级类可选消费品增速多数已修复至疫前水平，如通讯器材、汽车和金银珠宝类消费品两年平均增速，分别高于 2019 年同期值 10.0、8.6 和 3.8 个百分点；同时基本生活类消费也保持了稳定增长，如饮料类、粮油食品类消费品两年平均增速均在 10%以上，也基本恢复到 2019 年同期水平；但出行类和房地产相关消费品修复持续偏慢，如石油及其制品、纺织服装、家用电气、建筑材料等消费两年平均增速均低于 2019 年同期值。

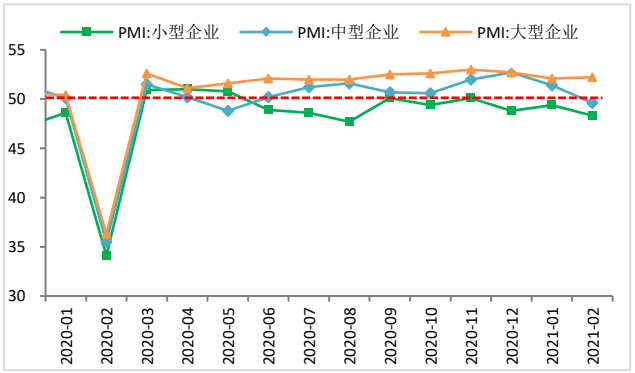
三是**低收入群体消费恢复偏慢，也对社零形成重要拖累。**如 1-2 月份限额以上消费品零售总额增速为 43.9%，高于同期社零增速 10.1 个百分点（见图 8），且从两年平均增速看，前者也要高出后者 1.9 个百分点，表明代表低收入群体消费的限额以下消费恢复速度仍偏慢。限额以下商品零售占社零的比重高达 55%（2019 年值），其恢复偏慢不利于国内消费全面改善，也是消费修复持续低于市场预期的重要原因。

图 8：限额以上消费增速持续高于全部社零增速



资料来源：WIND，财信研究院

图 9：大中小型企业制造业 PMI



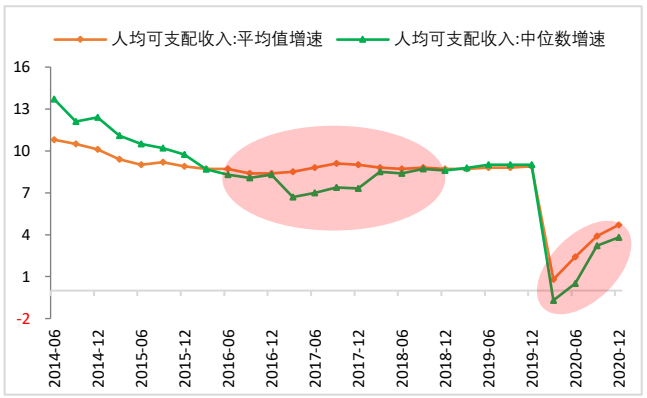
资料来源：WIND，财信研究院

（二）2021 年消费读数偏高无悬念，但内生驱动力修复仍面临制约

展望未来，在低基数效应和疫情扰动逐步消退的影响下，2021 年消费全年读数偏高、持续渐进改善无悬念，但要恢复至疫前常态水平仍面临制约。一是疫后中小微企业受损严重，居民收入全面修复、特别是低收入群体收入明显改善尚需时日，对消费形成主要制约，如在国内经济持续修复背景下，小型企业制造业 PMI 却长期处于荣枯线下方，表明其面临的困难或依旧较多（见图 9）；此外 2020 年四季度农村外出务工劳动力人数同比减少 2.7%，降幅较三季度还有所扩大，也反映低收入群体就业增收依旧严峻。**二是**疫后收入差距拉大、房地产挤占效应增强，2021 年边际消费倾向回升至疫前水平有难度，不利于消费大幅改善。如 2020 年居民可支配收入中位数增速要明显慢于平均

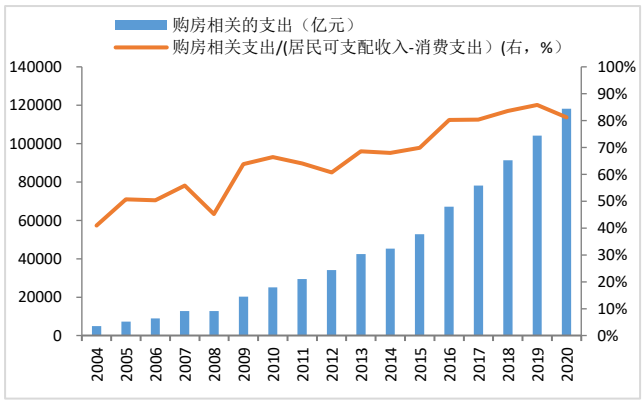
数增速（见图 10），表明疫后贫富差距有所拉大；同时城镇居民购房相关支出占当期收入结余（即城镇居民可支配收入减去消费支出）的比重仍逾八成（见图 11），意味着购房支出对消费的制约作用或持续偏强。**三是**疫情短期仍难以全面消退，居民担忧情绪或持续存在，对高社交属性消费修复仍构成一定制约。

图 10：人均可支配收入中位数增速慢于平均值增速



资料来源：WIND，财信研究院

图 11：居民购房支出负担仍偏重



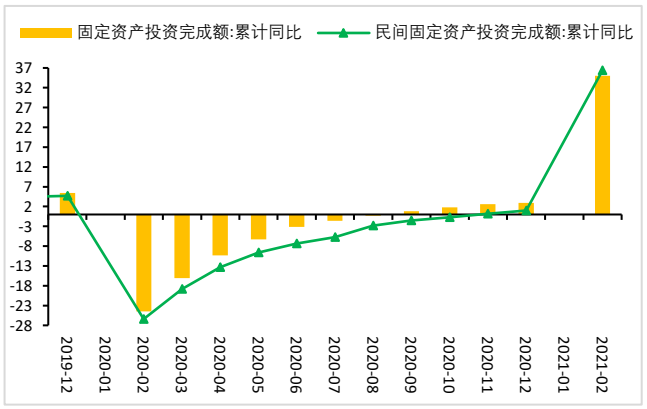
资料来源：WIND，财信研究院

四、投资：整体修复仍偏慢，制造业向上修复可期

1-2 月份固定资产投资和民间固定资产投资分别同比增长 35%和 36.4%，2020-2021 年两年平均增速分别为 1.7%和 1.4%，两年平均增速转正表明国内投资端已经恢复至疫情前水平，但仍低于 2019 年 5%左右的增速水平，显示国内投资修复依然偏慢，未来修复空间依然较大（见图 12）。从修复情况看，1 月和 2 月季调后的固定资产投资环比增速分别为 2.51%和 2.43%，高于 2019 年同期和去年 12 月份的水平，表明国内投资继续向上修复，修复斜率略有加快（见图 13）。

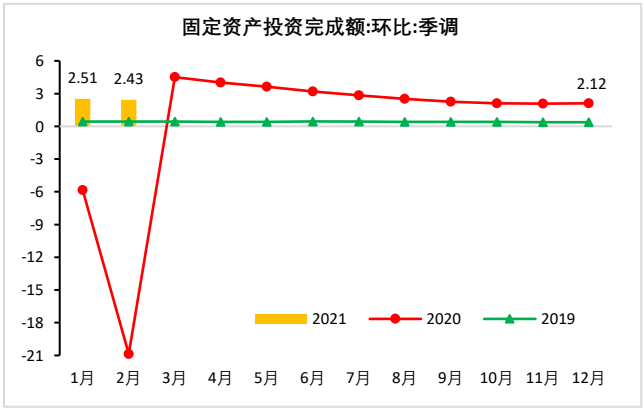
从民间和固定资产投资增速差看，1-2 月份，民间投资增速高于固定资产投资增速 1.4 个百分点，疫后民间投资增速首次高于固定资产投资增速，表明国内投资修复动能正逐步向内生动能转换。但从两年平均增速看，民间投资增速低于固定资产投资 0.2 个百分点，反映出民间投资修复依然慢于整体（见图 12）。

图 12：民间和全国固定资产投资累计同比（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 13：固定资产投资完成额:环比:季调（%）

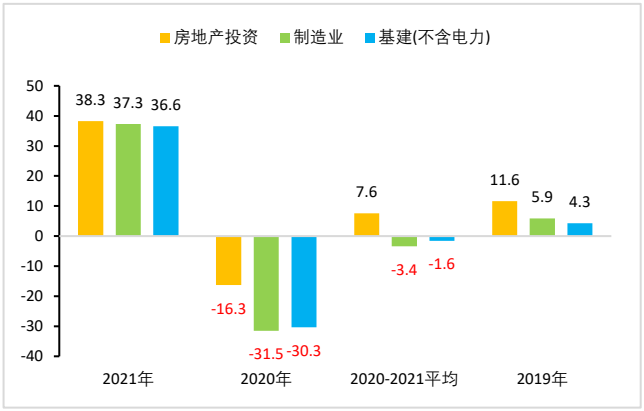


资料来源：WIND，财信研究院

（一）制造业投资有望继续向上修复

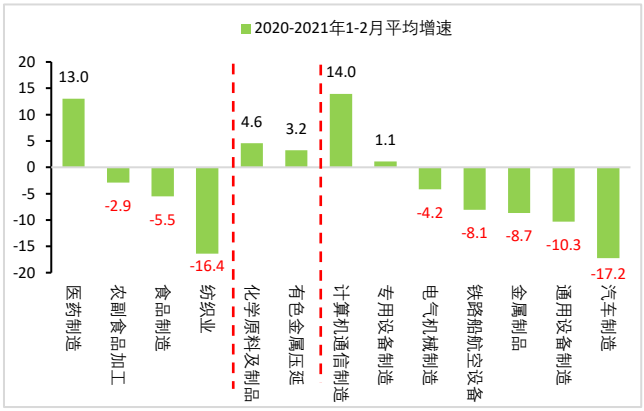
1-2 月份制造业投资同比增长 37.3%，但两年平均增速下降 3.4%（见图 14），是三大类投资中恢复最慢的部门。制造业投资恢复偏慢的原因有二：一是散点疫情下国内消费端恢复斜率放缓，对制造业投资意愿修复形成制约；二是上游行业涨价挤压中下游行业利润空间，制造业企业投资动能有所减弱。

图 14：三大类投资 1-2 月份增速（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 15：制造业细分行业当月投资增速（%）

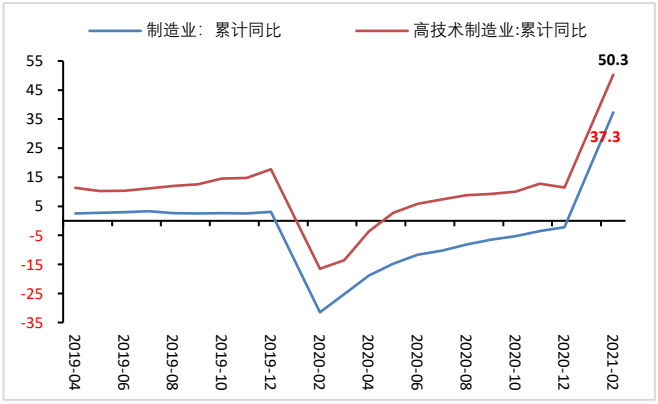


资料来源：WIND，财信研究院

从行业看，上游和高技术行业投资增速超疫前水平，但中下游行业恢复偏慢。受国际大宗商品涨价影响，上游原材料行业投资扩张明显，如化学原料及化学制品制造业、有色金属冶炼及压延加工业制造业 1-2 月两年平均增速分别为 4. 6%和 3.2%，都高于各自 2019 年全年水平；受海外需求修复和国内技术升级需求增加影响，高技术行业投资增速维持强劲；但散点疫情爆发和国内消费需求恢复偏慢叠加影响下，下游消费制造业投资增速多数有所回落（见图 15）。

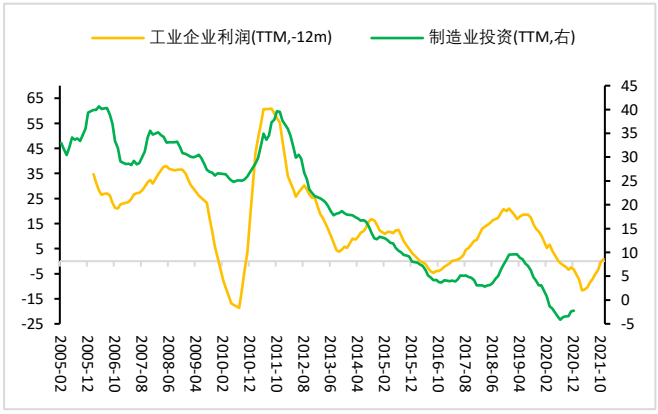
高技术制造业继续领跑，国内投资结构持续优化。根据统计局数据，1-2 月高技术制造业投资累计增长 50.3%，高于整体制造业 13.0 个百分点（见图 16），国内投资结构持续优化。

图 16：高技术制造业投资增速持续高于整体（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 17：工业企业利润领先制造业投资 1 年左右



资料来源：WIND，财信研究院

展望年内，制造业投资向上修复趋势较为明确。一是从需求端看，海外出口强劲和国内服务业重启将带动制造业投资中枢上行；**二是从资金来源看，**国内工业企业利润持

续改善叠加政策端对制造业的金融支持力度加大，企业投资意愿和能力有望进一步修复（见图 17）；**三是从结构看，**2021 年技术升级周期有望加速启动，将对制造业投资形成长期支撑。

（二）基建投资大概率平稳运行

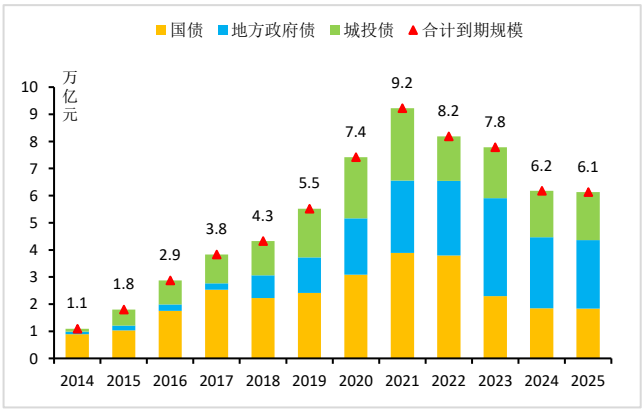
1-2 月份，基础设施建设投资和基础设施建设投资（不含电力）分别同比增长 35.0%和 36.6%，两年平均增速分别-0.7%和-1.6%（见图 14），表明 1-2 基建投资规模尚未恢复至疫前水平，背后原因可能与优质项目缺乏和今年专项债额度并未提前下达有关。

展望 2021 年，随着经济恢复动能由“逆周期”切换至“顺周期”，经济增长通过基建拉动的必要性降低，且基建资金仍面临优质项目缺乏和财政严监管的双重约束，基建投资增速大概率低位运行，预计与 2019 和 2020 年相当。

一是基建资金来源面临“量”的收缩。根据政府工作报告，2021 年财政扩张规模整体将有所下降，财政扩张规模将由去年的 8.51 万亿元（包括特别国债）降至今年的 7.22 万亿元，财政扩张边际放缓下，基建投资资金来源面临“量”的收缩。同时今年财政政策基调由“更加积极有为、注重实效”转为“提质增效、更可持续”，提质增效或体现在财政支出将向民生领域斜率，以助力市场主体恢复元气，基建类财政支出比例或将有所下降。

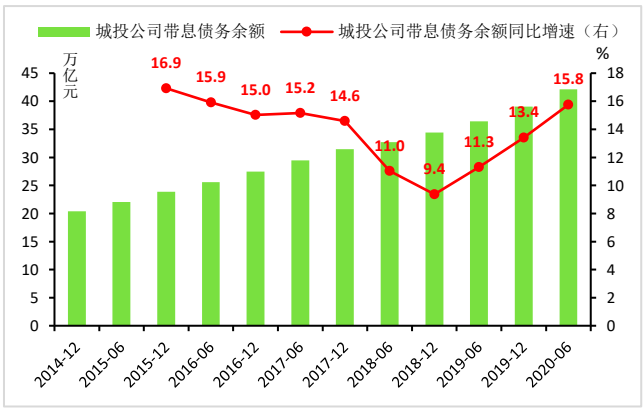
二是专项债优先支持在建工程，基建投资增速大概率平稳运行。今年政府工作报告强调专项债资金“优先支持在建工程”，表明与往年专项债用于推动新项目上马不同，今年专项债资金主要用于保障在建工程的资金接续，避免项目因为资金断供而出现烂尾。叠加 2020 年地方优质项目缺乏问题凸显，预计 2021 年基建新开工项目将有所减少，财政资金杠杆作用或将有所下降，基建投资增速大概率平稳运行。

图 18：2021 年政府债券将迎来偿债高峰



资料来源：WIND，财信研究院

图 19：城投公司带息负债余额规模与增速



资料来源：WIND，财信研究院

三是偿债高峰来临叠加隐性负债风险提高，2021 年财政监管政策或边际趋严。一方面，2021 年财政将迎来新一轮偿债高峰期。根据万得最新统计数据，2021 年国债、地方政府债、城投债三项合计到期规模高达 9.2 万亿元，较 2020 年大幅提高 1.8 万亿元（见图 18），偿债压力增加，财政支出紧约束或难以放松。**另一方面，**疫情冲击下地方

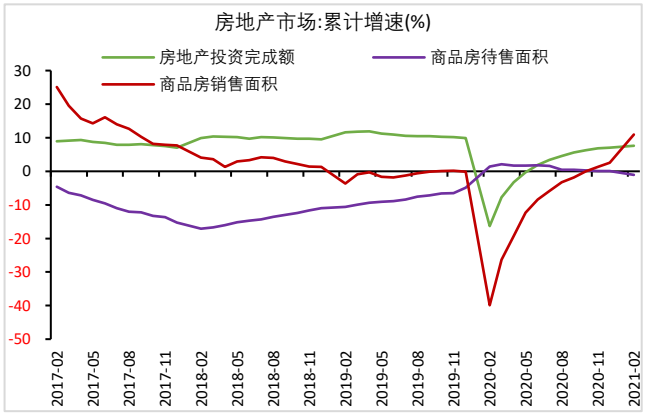
隐性债务风险有所提高，如按可比口径计算（剔除未连续公布年报的城投公司），2020年上半年城投公司债务同比增速高达15.8%，地方隐性债务风险扩张加快（见图19）。在隐形债务风险上升的情况下，2021年财政监管政策可能会相对严格。

（三）预计房地产投资增速大概率高位趋稳

1、库存去化周期拐点渐显，房地产市场延续高景气

房地产市场延续高景气，量涨价升迹象明显。2021年1-2月商品房销售面积同比增长104.9%，比2019年1-2月份增长23.1%，两年平均增速为11.0%（见图20），远超疫情前水平。在价格方面，1-2月份70个大中城住宅价格指数稳中趋涨（见图21）；商品房销售金额增速与销售面积增速之差继续扩大，差值由2020年12月的6.1%提高到2021年1-2月的28.5%，表明总体价格水平在上升（见图22）。

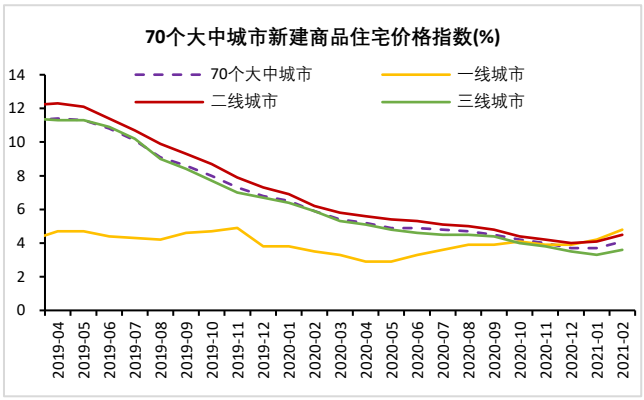
图20：房地产市场继续高景气



资料来源：WIND，财信研究院

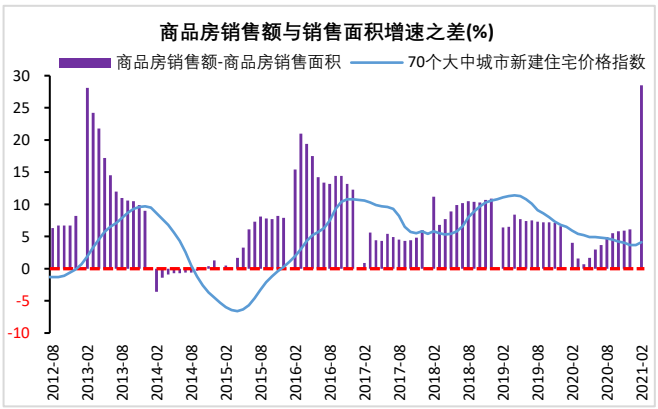
注：2021年2月数据为两年平均增速

图21：一二三线城市房地产销售价格指数



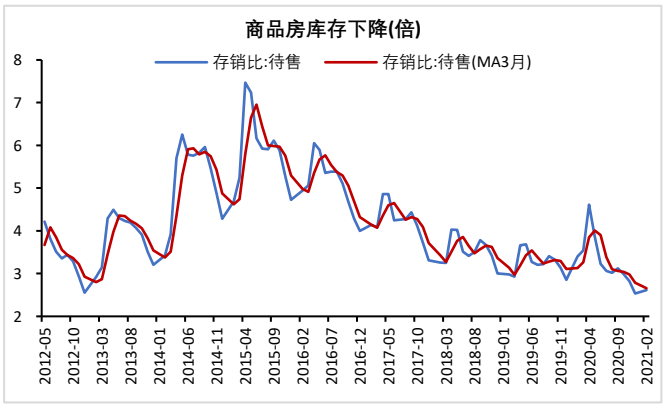
资料来源：WIND，财信研究院

图22：商品房销售额与销售面积增速之差提高



资料来源：WIND，财信研究院

图23：商品房库存降至低位



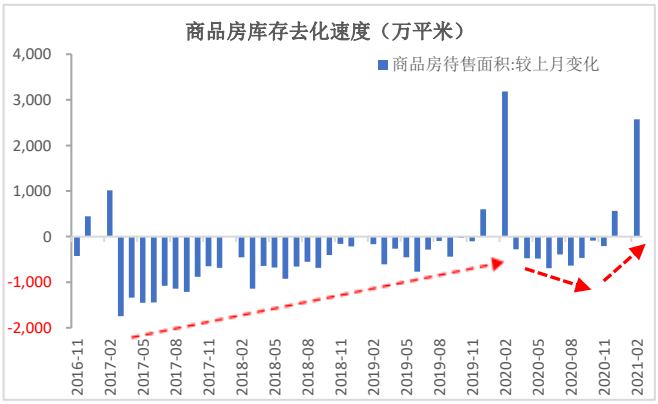
资料来源：WIND，财信研究院

从供给端看，去库存大概率已经进入尾声。一是存销比（待售面积与近三个月平均销售面积之比）持续回落，降至较低水平。受2020年初以来疫情影响，商品房库存增加，但2020年5月份以来销售面积增速转正，库存去化加速。2月份存销比已从2020年4月份的5.3倍降至2.6倍，位于2012年以来的低位（见图23）。**二是商品房待售面积大幅增加。**1-2月商品房待售面积较2020年12月增加2575万平方米（见图24），其

中住宅、非住宅待售面积分别增加 2314、261 万平方米，商品房尤其是住宅补库存提速。

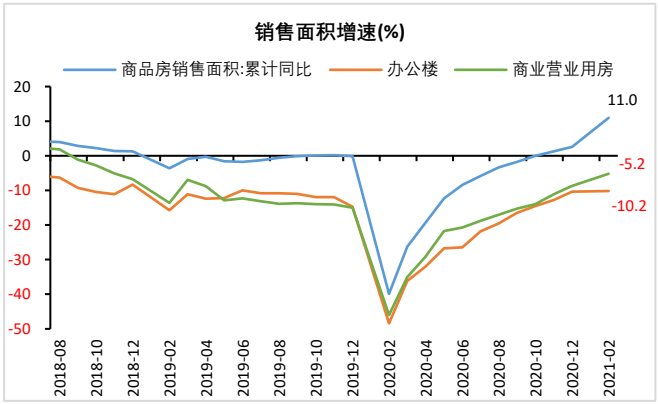
三是非住宅库存去化速度不及住宅。1-2 月份商业营业用房和办公楼销售面积在基数较低的情况下，增速依然不及商品房销售面积整体增速（见图 25），非住宅投资增速也呈类似表现（见图 26）。非住宅去化速度明显不及住宅，表明疫后商业活动恢复速度仍偏慢。

图 24：商品房去库存迎来拐点



资料来源：WIND，财信研究院

图 25：非住宅销售面积增速不及住宅



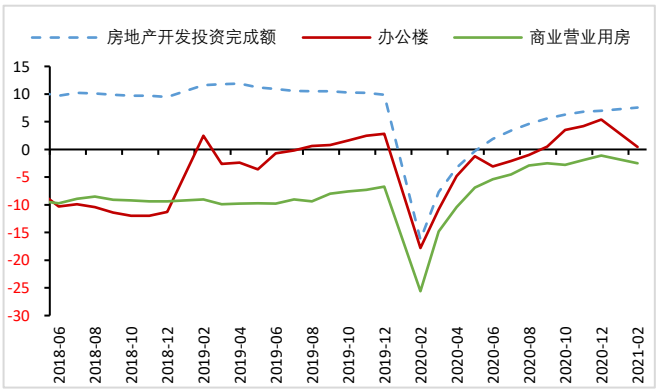
资料来源：WIND，财信研究院

注：2021 年 2 月数据为两年平均增速

2、预计房地产投资增速在下有周期托底、上有政策限制下高位趋稳

2021 年 1-2 月，全国房地产开发投资 13986 亿元，同比增长 38.3%；比 2019 年 1-2 月增长 15.7%，两年平均增长 7.6%，房地产投资增速高位趋稳（见图 27）。展望未来，从几个领先指标看，2021 年房地产投资增速将大概率出现下有底、上有顶，有望保持在高位区间波动。

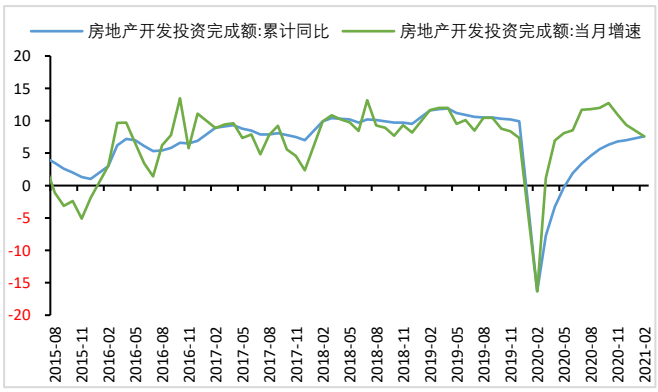
图 26：非住宅房地产开发投资增速



资料来源：WIND，财信研究院

注：2021 年 2 月数据为两年平均增速

图 27：开发投资增速升至历史高位



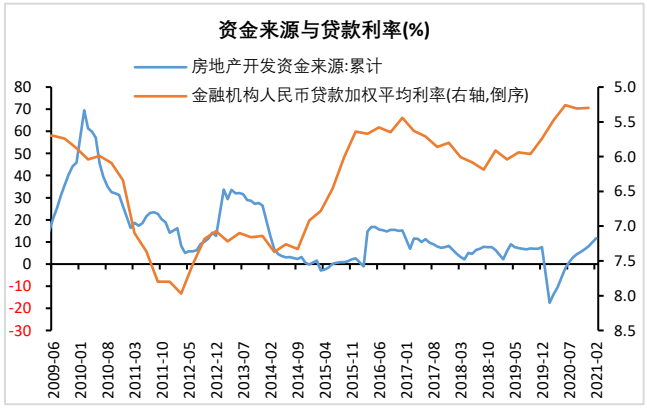
资料来源：WIND，财信研究院

注：2021 年 2 月数据为两年平均增速

一是上有政策顶，“房住不炒”总基调叠加流动性边际收紧，房地产货币环境趋紧。根据历史经验，房地产投资与资金成本和流动性充裕程度密切相关。在货币政策宽松期间，金融环境较为友好，表现为资金价格降低、流动性充裕，房地产投资增速则提高，反之则相反（见图 28）。预计今年房地产市场货币环境大概率趋紧，房地产“一枝独秀”

增长势头将遇到“天花板”。一是在通胀预期和经济复苏的背景下，市场利率将趋升，尤其是房企和居民购房融资利率，更是易升难降。二是房地产市场流动性边际趋紧概率偏大。今年政府工作报告重提“房住不炒”，加上去年防范房地产“灰犀牛”出台的“五道红线”将进入实质性落地阶段，将从融资端对进入房市资金进行了规范整理；且 2021 年实现 6%以上经济增速目标压力不大，房地产稳增长的必要性下降，政策防范风险权重增加，不利于房地产市场流动性的边际改善。

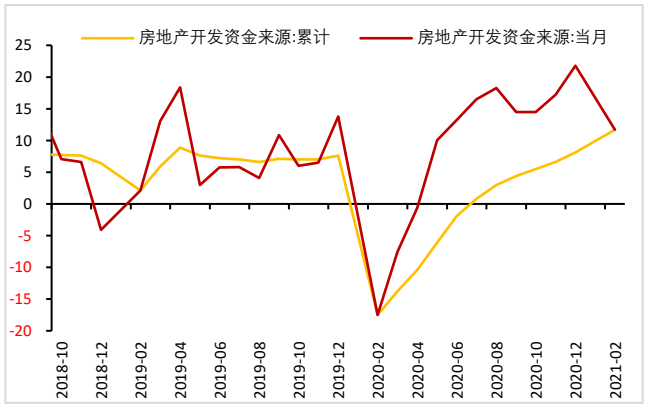
图 28：贷款利率降低有利于资金来源的稳定



资料来源：WIND，财信研究院

注：2021 年 2 月数据为两年平均增速

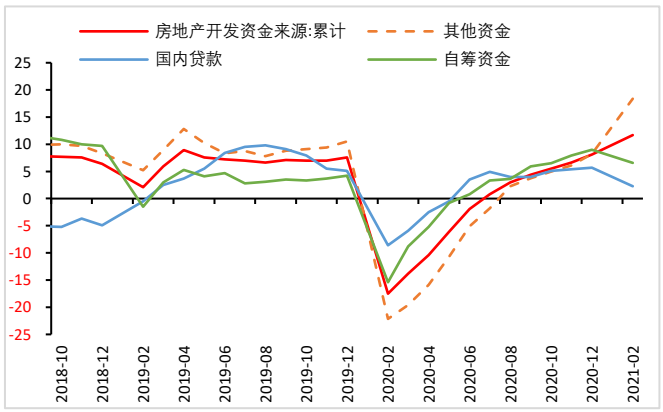
图 29：房地产开发资金来源增速升至高位



资料来源：WIND，财信研究院

注：2021 年 2 月数据为两年平均增速

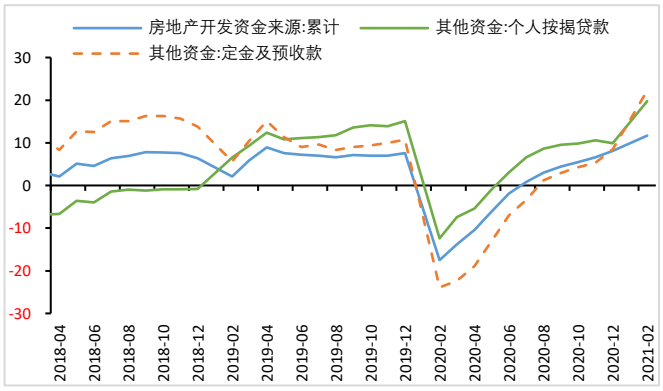
图 30：其他资金拉动房地产开发资金来源增速上行



资料来源：WIND，财信研究院

注：2021 年 2 月数据为两年平均增速

图 31：房地产开发来源其他资金构成增速



资料来源：WIND，财信研究院

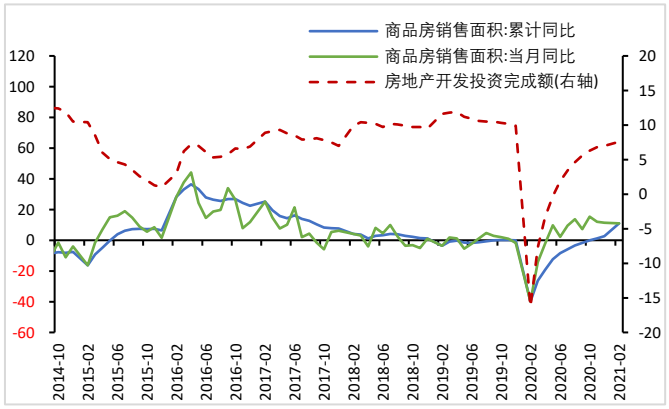
注：2021 年 2 月数据为两年平均增速

二是政策顶下的房地产资金来源增速边际趋缓概率偏大。2021 年 1-2 月房地产资金来源同比增长 51.2%；比 2019 年 1-2 月增长 24.7%，两年平均增长 11.7%，超过疫情前水平（见图 29）。从资金来源细项数据的两年平均增速看，自筹资金、国内信贷增速较 2020 年 12 月有所下滑，而其他资金（由个人按揭贷款、定金及预收款两部分组成，且定金及预收款占比达到约 7 成）增速大幅上行（见图 30）。“其他资金”在房地产资金来源中比重最高，超过 50%，是 1-2 月房地产开发资金来源增速走高的主因。1-2 月份其他资金中的定金及预收款和个人按揭贷款增速都趋于上升（见图 31），房地产市场热度提升。1-2 月份货币数据显示，新增居民中长期贷款同比大幅增加 72.5%，也对此提供了印证。随着近期部分城市房地产市场量价齐涨，这些城市收紧了限制性政策，房企贷

款增速趋缓，预计未来短期内房地产市场有望降温，资金来源增速稳中趋缓概率偏大。

三是下有拉长的周期底，房地产投资将继续企稳增长，但增速边际放缓。2017 年以来，受房地产调控政策影响，房地产销售面积增速大幅回落，从 2017 年 2 月份的 25.1%降至 2019 年 1-12 月份的-0.1%，2020 年在疫情冲击下又大幅下降，但疫后快速反弹，连续 10 个月正增长（见图 32）。从周期角度看，当前房地产市场仍将处于被拉长的上行扁平周期中，一是从整体环境看，库存去化进入尾声、市场流动性相对充裕、资金利率处于低位、房企在“五道红线”下有加大销售力度回笼资金的动力，都利于房地产市场维持高热度；二是销售面积是投资领先指标，前者高增长意味着房屋施工面积增速下不来，房地产投资增速也很难下去。因此，2021 年房地产市场将继续处于被拉长的回升周期中（见图 33）。

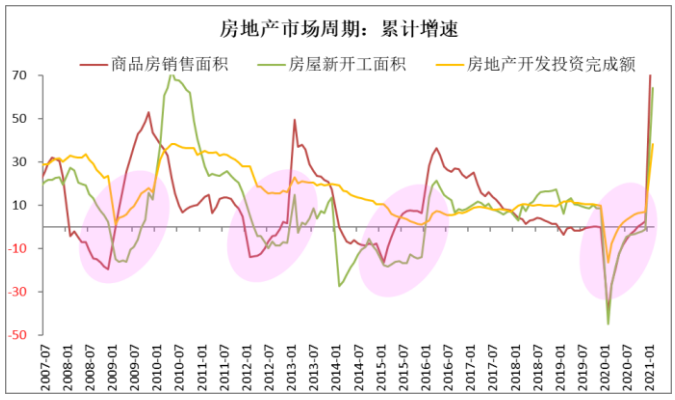
图 32：房地产销售面积与投资增速



资料来源：WIND，财信研究院

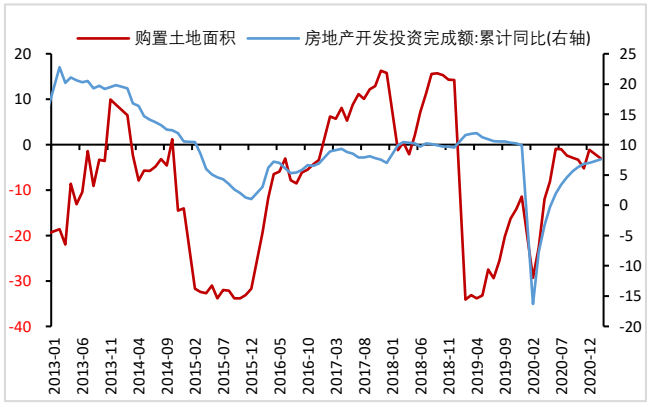
注：2021 年 2 月数据为两年平均增速

图 33：房地产投资处于回升周期



资料来源：WIND，财信研究院

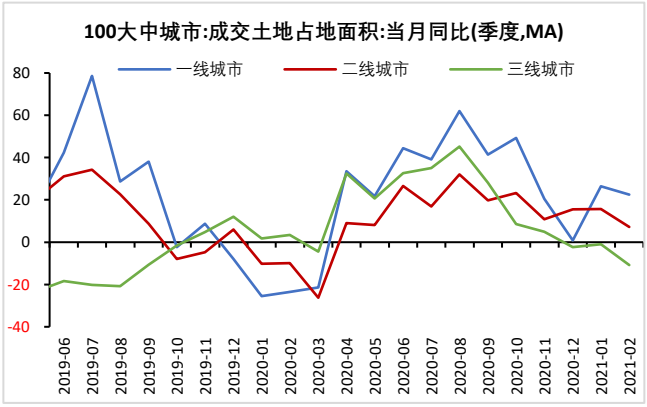
图 34：1-2 月土地购置面积继续负增长



资料来源：WIND，财信研究院

注：2021 年 2 月数据为两年平均增速

图 35：一二三线城市土地购置面积增速回落



资料来源：WIND，财信研究院

四是土地购置面积增速持续负增长，限制后期房地产投资增速的高度。受限制性政策和信贷融资的约束，2019 年以来土地购置面积增速持续负增长，如 2021 年 1-2 月与 2019 年同期相比减少 6.0%，两年平均增速-3.0%，下降势头延续（见图 34）。分城市等级看， 1-2 月一二三线城市土地成交面积同比增速继续下行，其中三线城市降幅较大，1-2 月份两年平均增速为负值（见图 35）。展望未来，房地产企业存在较大的补库存动

力，但亦面临监管层“五道红线”要求。要在三年内完成降负债目标，房企拿地可能更偏谨慎，土地购置面积增速大幅提高的概率较小，将限制后期房地产投资增速的高度。

免责声明

本报告由财信国际经济研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，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直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信国际经济研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。