史上最高增长数据是强是弱？—2021 年 1-2 月增长数据点评

2021 年 03 月 15 日

观点

- 2021 年 1-2 月的增长数据的基数效应太过明显，因此与 2020 年同期相比并没有多大参考意义，**如何判断当前经济增长的强弱？我们提供一个更合理的参考标准：即以 2019 年 1-2 月为基期，计算两年来的复合增速，再与 2019 年 1-2 月的同比增速作比较。**如此来看，今年 1-2 月的各项增长指标中，只有工业的表现强于 2019 年同期（表 1），这也表明迄今为止一季度经济整体的回升动能是弱于 2019 年一季度的。

- **那么当前经济回升的动能与去年四季度相比呢？**从季调后的环比来看，1-2 月工业增加值（0.68%）与去年四季度（0.68%）相当，固定资产投资（2.47%）要强于去年四季度（2.1%），社零消费（-0.42%）则显著弱于去年四季度（1.6%）。可见疫情后国内经济复苏工业、投资（主要靠地产）强、消费弱的格局并未改变。

- **1-2 月工业增加值的复合增速 8.1%，好于 2019 年同期的 5.3%。**我们认为工业偏强主要受两大因素影响：一是强势出口的带动，今年 1-2 月出口的复合增速 15.2%，远强于 2019 年同期的 3%，1-2 月工业企业出口交货值在同比上高出工业增加值同比 7.4 个百分点即是印证。二是“就地过年”使得企业能比以往更早复产复工，尤其是制造业企业 1-2 月工业增加值同比高出整体工业增加值同比 4.4 个百分点，1-2 月汽车、工业机器人、计算机设备在主要工业品产量中的回升也最为明显。

- **基建、制造业投资仍偏弱。**1-2 月基建投资和制造业投资复合增速分别为-0.7%和-3%，均不及 2019 同期的 2.5%和 5.9%。由于基建投资单月波动受专项债发行节奏影响较大，而一季度为专项债发行淡季，因此拖累了基建投资的表现（图 1）。制造业投资回升虽然偏弱，考虑到政府工作报告对制造业企业的贷款和税收支持，叠加当前出口走强的支撑，年内制造业投资回升的前景比较明朗。

- **“需求拉动供给”，房地产投资保持谨慎。**由于低基数的影响，1 至 2 月房地产投资数据表现异常亮眼，但是从 2019 年以来的年均复合增速来看，房地产开发投资增长 7.6%，在近几年的表现并不突出。剔除价格因素，从面积上看新开工面积和土地购置面积均出现负增长（年均复合增速）。值得注意的是定金、预付款和按揭等居民端资金占房企开发资金的比例创历史新高（52.2%）。综合而言，**本轮房地产投资复苏主要是需求拉动，但从拿地和开工来看，房企投资依旧较为谨慎，**而随着房地产融资收紧的效果逐步显现，我们预计房地产投资的增速将下降。

- **消费端的复苏比预期乐观，限额以上商品零售好于 2019 同期水平。**1-2 月社零较 2019 年 1-2 月年均增速 3.1%，低于 2019 年同期的 8.2%，但好于 2020 年下半年 1.5%的增长。从结构上看，商品零售恢复情况好于餐饮、限额以上零售好于限额以下的趋势仍在延续（图 5）。从产品看，多数可选消费品零售已好于 2019 同期水平，如饮料、手机（通讯器材）、汽车、家具、化妆品等（图 6）。与去年同期相比，汽车对限额以上零售增长贡献最大（18.1%，下同），其次分别为服装（4.5%）、石油制品（3.1%）、家电（2.2%）、日用品（1.8%）等可选消费品（图 7）。

- **风险提示：**监管政策影响超预期，地产政策调整超预期

证券分析师　陶川
执业证号：S0600520050002
010-66573671
taochuan@dwzq.com.cn
研究助理　邵翔
shaox@dwzq.com.cn
研究助理　周璐
zhoul@dwzq.com.cn
研究助理　赵艺原
zhaoyy@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20210314：史上最快大宗商品上涨是如何形成的？》2021-03-14
2、《宏观点评 20210312：水不能停，拜登美国重建计划有哪些看点？》2021-03-12
3、《宏观点评 20210311：以史为鉴，2016-2018 年的大宗商品上涨为何不给力？》2021-03-11
4、《宏观点评 20210310：春节信贷不打烊——2021 年 2 月金融数据点评》2021-03-11
5、《宏观点评 20210310：PPI 年中破 5 望 6——评 2 月通胀数据》2021-03-10

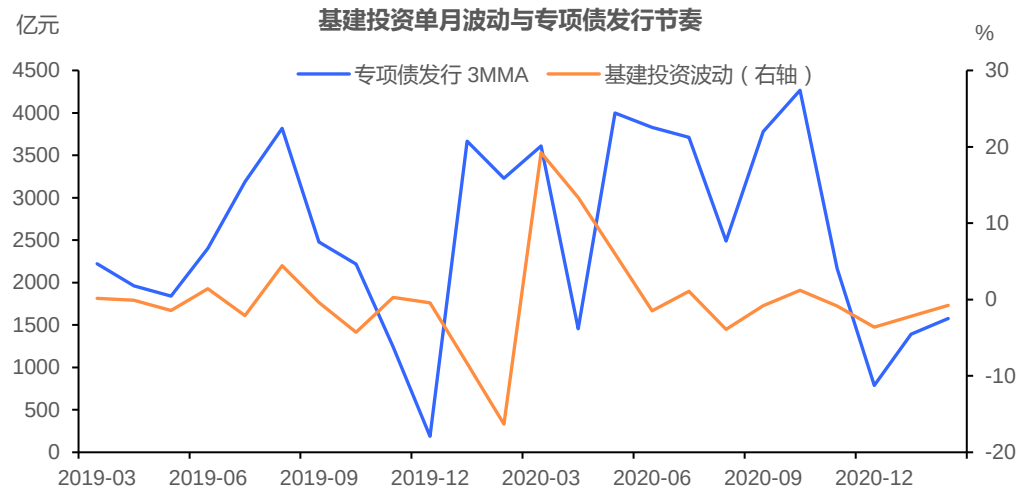
请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 1：只有工业增加值复合增速（2019 年 1-2 月至 2021 年 1-2 月）好于 2019 年同期

（1~2月，%）	工业增加值	固定资产投资	基建	地产	制造业	社零	出口
2021年同比	35.1	35.0	35.0	38.3	37.3	33.8	60.6
2019-2021复合增速	**8.1**	**1.0**	**-0.7**	**7.6**	**-3.0**	**3.1**	**15.2**
2019年同比	5.3	6.1	2.5	11.6	5.9	8.2	3.0
2019-2021年复合增速较2019年同比	↑	↓	↓	↓	↓	↓	↑

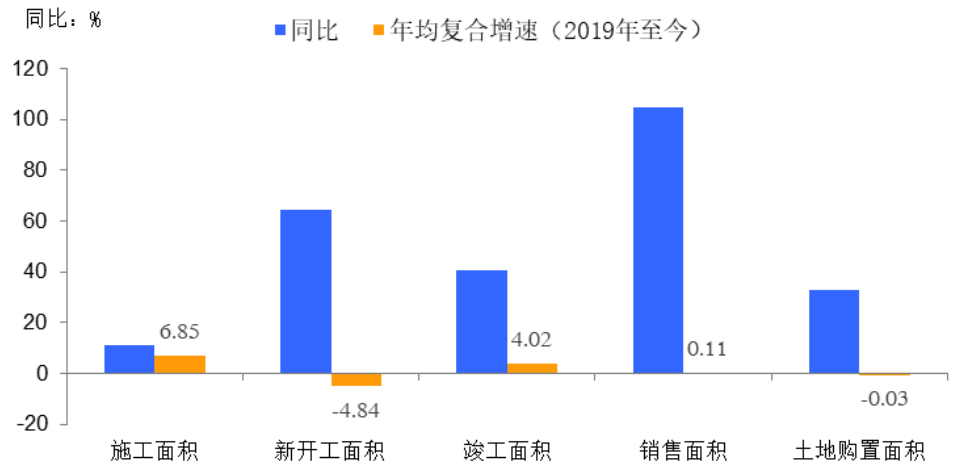
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：基建投资单月波动与专项债发行节奏较为一致



数据来源：Wind，东吴证券研究所

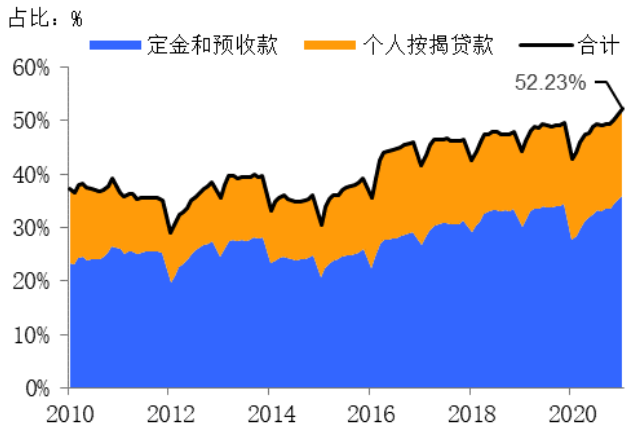
图 2：2021 年 1 至 2 月房地产投资相关面积增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

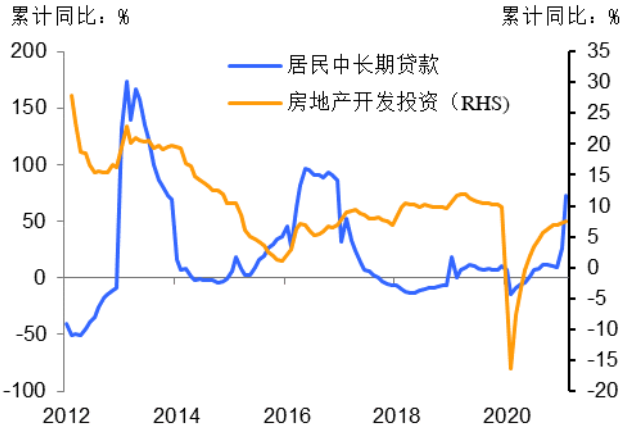
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：居民端是当前房地产开发最主要的资金来源



数据来源：Wind，东吴证券研究所

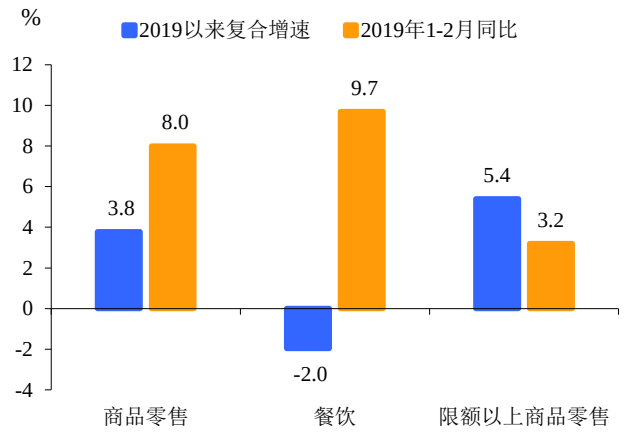
图 4：居民中长期贷款和房地产投资



注：2021 年 1 至 2 月房地产开发投资使用的是 2019 年以来的年均复合增速。

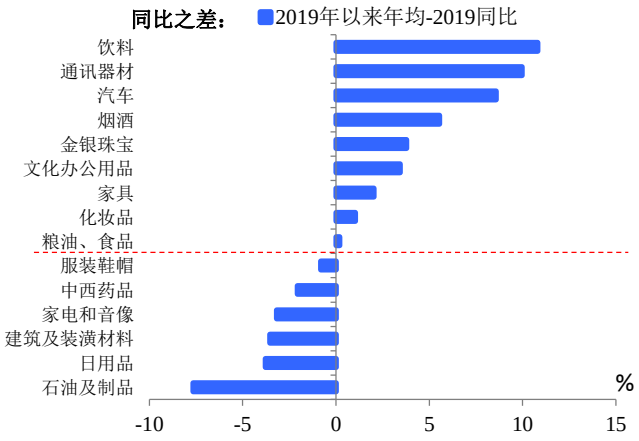
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：商品零售及餐饮均未恢复至 2019 同期水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

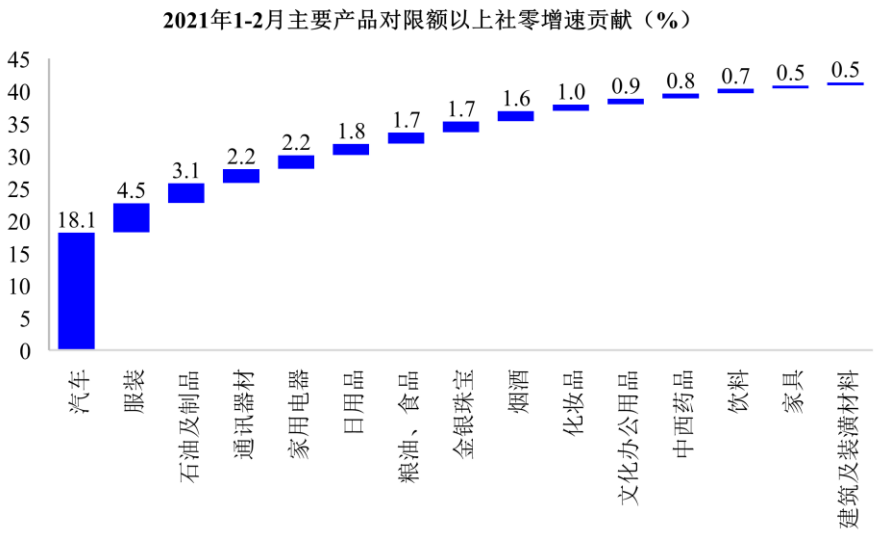
图 6：多数可选消费品已恢复至 2019 同期水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 7：1-2 月可选消费品（汽车、服装、家电、日用品）对限额以上社零贡献较大



数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

