

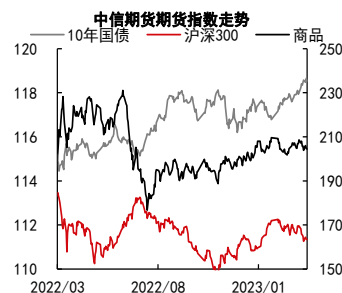
## 房地产复苏强于预期，消费修复有望持续

### ——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

前2月我国房地产复苏强于预期，固定资产投资同比增速比预期高2.2个百分点；预计全年房地产温和复苏，固定资产投资同比增速小幅提高。前2月消费显著修复，但汽车销售同比下降，未来超额储蓄的逐步释放有望推动消费缓步修复。1-2月份工业增加值增速偏低主要因为高基数效应。前2月服务业生产显著修复；今年全年服务业的修复程度应该高于2021年，未来服务业将进一步修复。



#### 摘要：

**数据：**1-2月固定资产投资同比增长5.5%，预期3.3%，前值5.1%。前2月社会消费品零售总额同比增长3.5%，预期2.9%，前值-1.8%；工业增加值同比增长2.4%，预期3.0%，前值1.3%；服务业生产指数同比增长5.5%，前值-0.8%。

#### 点评：

**1、房地产复苏强于预期，前2月投资增速显著回升。**1-2月份固定资产投资当月同比增长5.5%，比市场预期值和去年12月增速分别高2.2、2.4个百分点。1-2月份房地产、基建、制造业投资分别同比增长-5.7%、12.2%、8.1%，较去年12月增速分别变化6.5、1.8、0.7个百分点；房地产投资降幅大幅收窄推动固定资产投资增速回升。1-2月份商品房销售面积、房屋新开工面积分别同比下降3.6%、9.4%，降幅较去年12月份分别收窄27.9。相对于2019年同期，1-2月份商品房销售面积增长7.3%，房屋新开工下降27.9%，商品房销售表现积极，房屋新开工仍偏弱。1-2月房屋施工面积同比下降4.4%，降幅收窄2.8个百分点；房屋竣工面积同比增长8.0%。考虑到低基数效应，今年4月份商品房销售、房屋新开工、房地产投资等指标有望同比转正；全年商品房销售同比增长10%左右，房地产总体温和复苏。1-2月基建投资同比增速维持在12.2%的高位水平，预计全年基建投资增长12%左右。考虑到今年以来信贷投放积极以及国内经济修复，预计全年制造业投资保持较快增长。

**2、前2月消费显著修复，但汽车销售同比下降。预计未来消费有望缓步修复。**1-2月社会消费品零售总额同比增长3.5%，略好于预期2.9%，显著高于去年12月-1.8%的增速。其中，餐饮收入同比增长9.2%，基本恢复到正常水平；商品零售同比增长2.9%，增速仍较低，但较去年12月提高3.0个百分点。1-2月份多数类别商品的消费显著修复，但汽车零售额同比下降9.4%，对消费有明显拖累。疫情以来我国居民积累的超额储蓄有望在未来逐步释放，从而推动我国消费继续缓步修复。

**3、高基数效应使得1-2月份工业增加值增速偏低。**1-2月工业增加值同比增长2.4%，增速较低，这主要因为去年同期基数较高；1-2月份工业增加值两年平均增速达到4.9%，表现尚可。主要产品中，钢材、水泥产量同比增速大幅提高。不考虑基数效应，随着房地产的温和复苏，未来我国工业增加值增速总体趋于温和回升。

**4、前2月服务业生产显著修复，未来将进一步修复。**1-2月服务业生产指数同比增长5.5%，两年平均增长4.8%，仍低于2021年6.3%的两年平均增速。今年全年服务业的修复程度应该高于2021年。因此，未来几个月服务业生产有望进一步修复。

**风险提示：**房地产修复持续强于预期、美国金融风险爆发

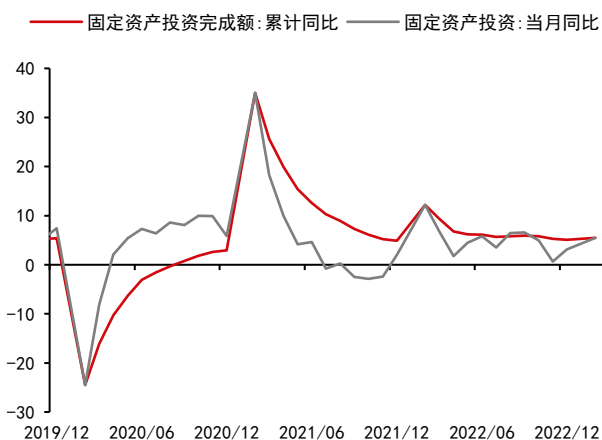
#### 宏观研究团队

研究员：  
刘道钰  
021-80401723  
liudaoyu@citicsf.com  
从业资格号：F3061482  
投资咨询号：Z0016422

## 一、房地产复苏强于预期，前 2 月投资增速显著回升

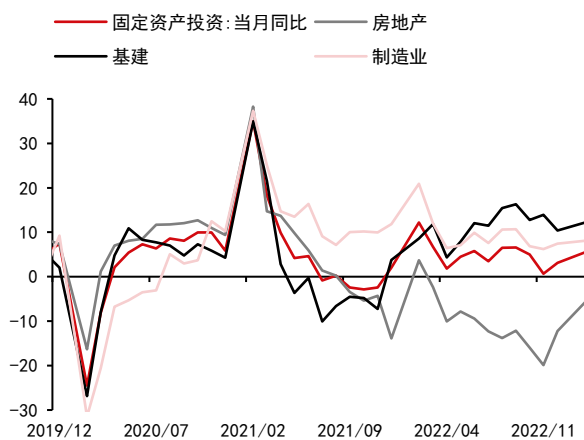
房地产投资降幅收窄推动 1-2 月份固定资产投资同比增速回升 2.4 个百分点。1-2 月固定资产投资同比增长 5.5%，显著高于预期值 3.3% 以及去年 12 月份的当月同比增速 3.1%，略高于去年全年 5.1% 的增速。分项来看，1-2 月份房地产、基建、制造业投资分别同比增长 -5.7%、12.2%、8.1%，较去年 12 月增速分别变化 6.5、1.8、0.7 个百分点。房地产投资降幅大幅收窄推动固定资产投资增速回升。

图表1：固定资产投资累计及当月同比



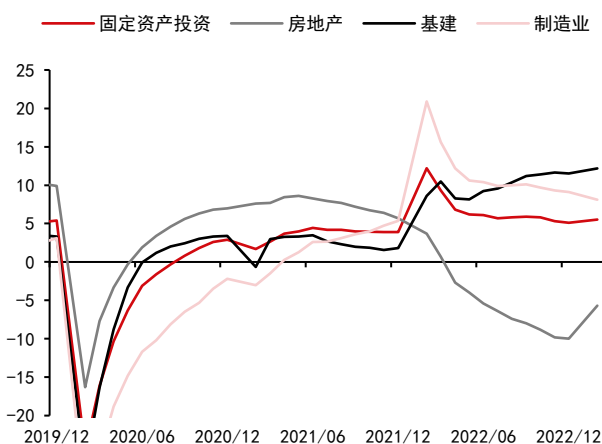
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表2：固定资产投资及其主要分项的当月增速



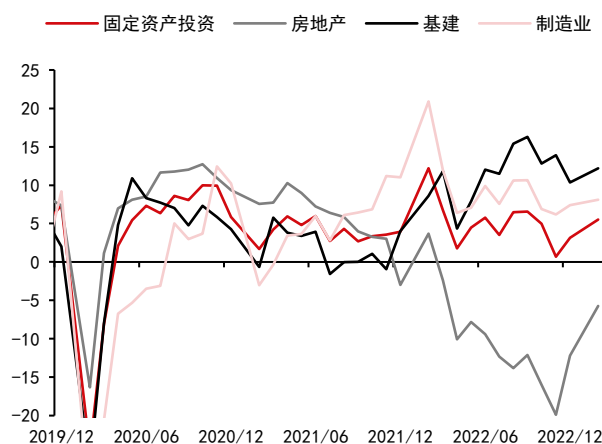
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表3：固定资产投资累计同比(2021年为两年平均增速)



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表4：固定资产投资当月同比(2021年为两年平均增速)



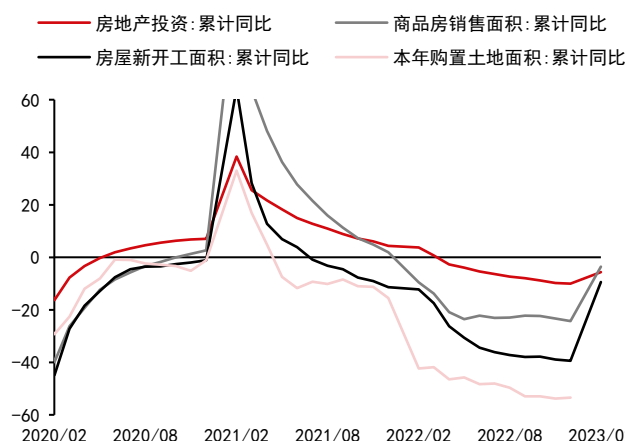
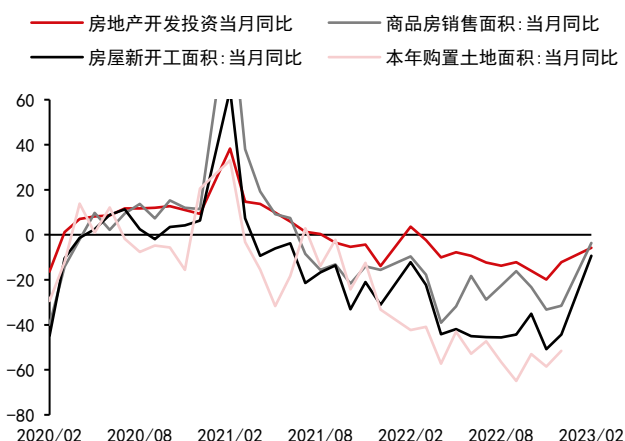
资料来源：Wind 中信期货研究所

房地产方面，1-2 月份房地产表现积极。预计 4 月份商品房销售、房屋新开工等有望同比转正，全年商品房销售同比增长 10% 左右，房地产总体温和复苏。1-2 月份商品房销售面积同比下降 3.6%，降幅较去年 12 月份收窄 27.9 个百分点。在去年各个月份中，1-2 月份商品房销售降幅相对较小；在基数相对较高的背景下，今年 1-2 月份商品房销售降幅仍大幅收窄，反映疫情之后我国商品房销售显

著修复。相对于 2019 年同期，1-2 月份商品房销售面积增长 7.3%，这明显好于市场预期。如果今年剩余月份商品房销售相对于 2019 年同期能维持 7.3%的增速，那么全年商品房销售面积将再创历史新高，较去年同比增长 35.5%；但这应该是不太可能的。考虑到我国年轻人口的趋势性减少，合理的预期是我国中长期住房需求中枢已经下降，全年的商品房销售面积低于 2019 年水平。当然，考虑到疫情之后居民购房信心的恢复，今年商品房销售将高于去年。我们预计今年商品房销售面积同比增长 10%左右，比 2019 年低 13%左右。1-2 月份房屋新开工同比减少 9.4%，较 2019 年同期下降 27.9%，降幅相对于销售面积仍偏大；1-2 月份房地产投资同比下降 5.7%，降幅较去年 12 月份收窄 6.5 个百分点。1-2 月房屋施工面积同比下降 4.4%，较去年全年降幅收窄 2.8 个百分点；房屋竣工面积同比增长 8.0%，增速较去年全年提高 23 个百分点。随着商品房销售的修复，房屋新开工、施工、竣工均明显修复，其中竣工的改善最为显著。考虑到去年 4 月份之后的低基数效应，今年 4 月份商品房销售、房屋新开工、房地产投资等指标有望同比转正；全年房地产是温和复苏格局。

图表5： 房地产相关指标的当月同比增速

图表6： 房地产相关指标的累计同比增速

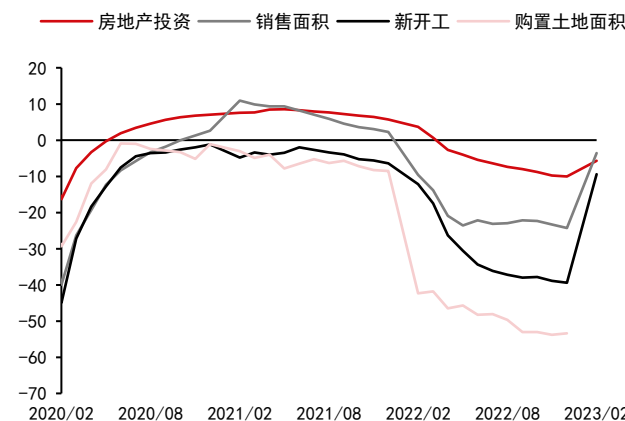
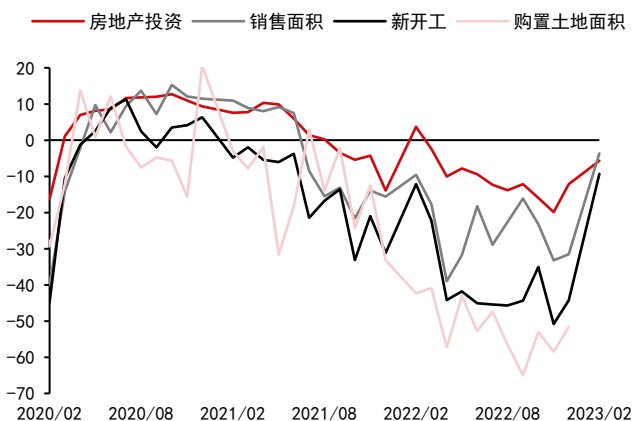


资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表7： 房地产相关指标当月同比(2021年1-4月为两年平均增速)

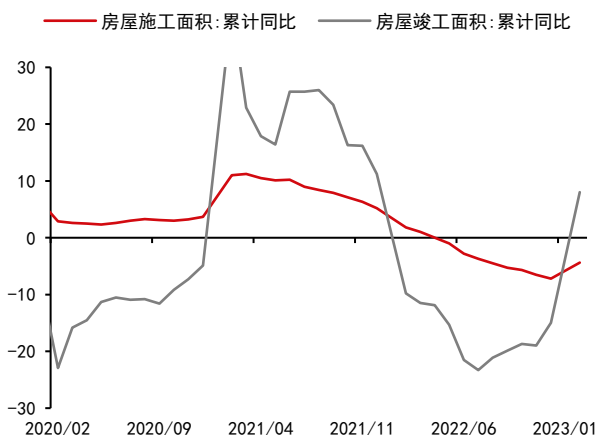
图表8： 房地产相关指标累计同比(2021年1-4月为两年平均增速)



资料来源：Wind 中信期货研究所

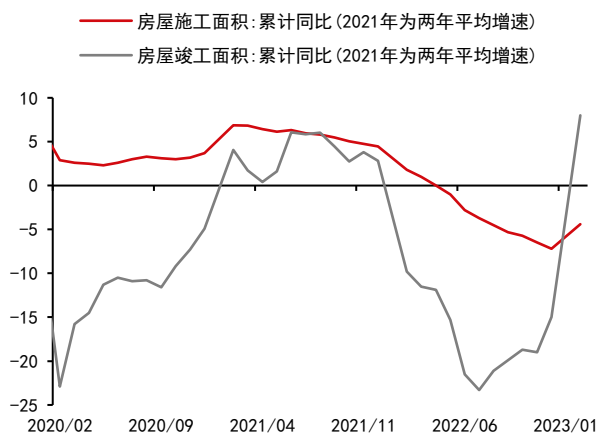
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表9：房屋施工及竣工面积累计同比增速



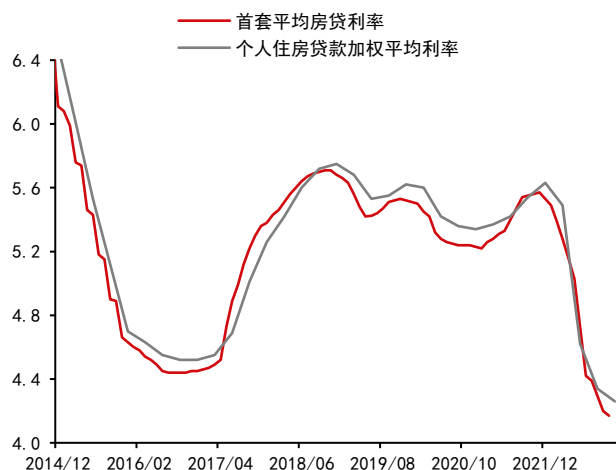
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表10：房屋施工及竣工面积累积同比(剔除基数效应)



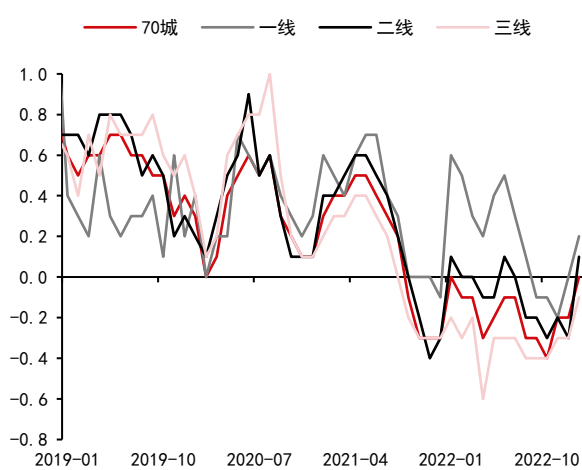
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表11：房贷利率



资料来源：Wind 中信期货研究所

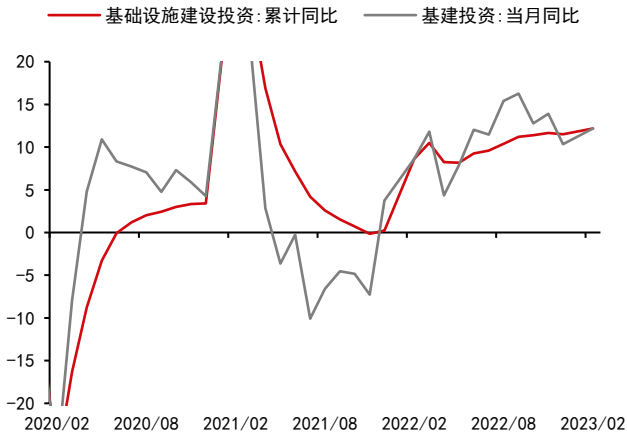
图表12：70个大中城市新建住宅价格环比(%)



资料来源：Wind 中信期货研究所

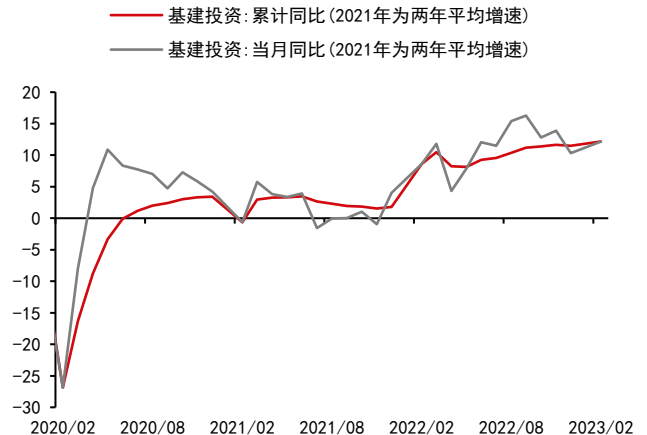
基建方面，1-2月基建投资同比增速维持在12.2%的高位水平，预计全年基建投资增长12%左右，与去年大体接近。1-2月基建投资同比增长12.2%，增速较去年全年提高0.7个百分点，较去年12月份提高1.8个百分点。今年新增专项债限额为38000亿元，高于去年的36500亿元；但考虑到去年四季度使用了往年的结存限额，预计今年新增专项债发行比去年减少2000亿。3月1号财政部部长在国务院新闻发布会上表示，今年“在专项债投资拉动上加力。合理安排地方政府专项债券规模，适当扩大投向领域和用作资本金范围，持续形成投资拉动力。”因此，今年新增专项债发行规模小幅减少5%并不意味着基建投资增速会回落。我们预计今年基建投资同比增长12%左右，增速与去年大体接近。

图表13: 基建投资同比增速



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表14: 基建投资同比增速(2021年为两年平均增速)

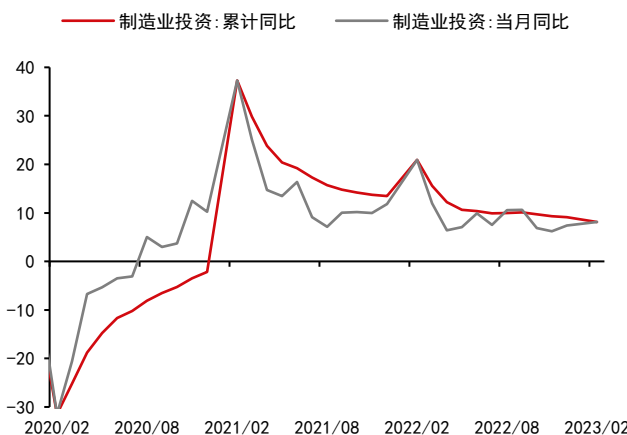


资料来源: Wind 中信期货研究所

**制造业方面, 1-2 月制造业投资同比增长 8.1%。考虑到今年以来信贷投放积极以及国内经济修复, 预计今年制造业投资保持较快增长。**1-2 月份制造业投资同比增长 8.1%, 增速较去年 12 月回升 0.7 个百分点, 比去年全年低 1.0 个百分点。今年 1-2 月份我国新增企事业单位中长期贷款高达 46100 亿元, 同比多增 20048 亿元, 金融对实体经济的支持力度较大。再考虑到国内经济恢复提振企业投资预期, 预计今年制造业投资仍将保持较快增长。

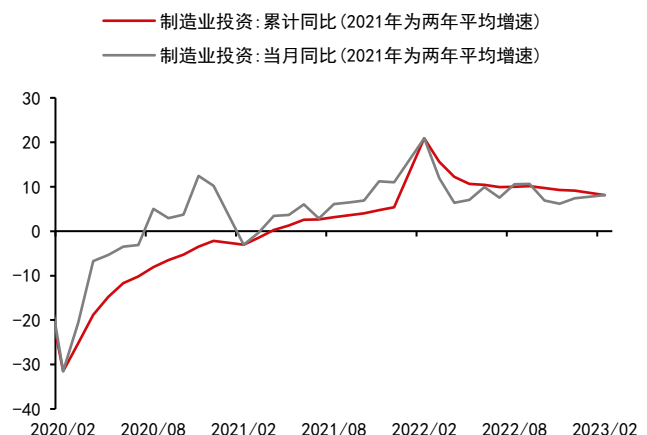
**综合来看, 考虑到房地产投资的改善, 今年固定资产投资同比增速有望小幅提高。**

图表15: 制造业投资同比增速



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表16: 制造业投资同比增速(2021年为两年平均增速)

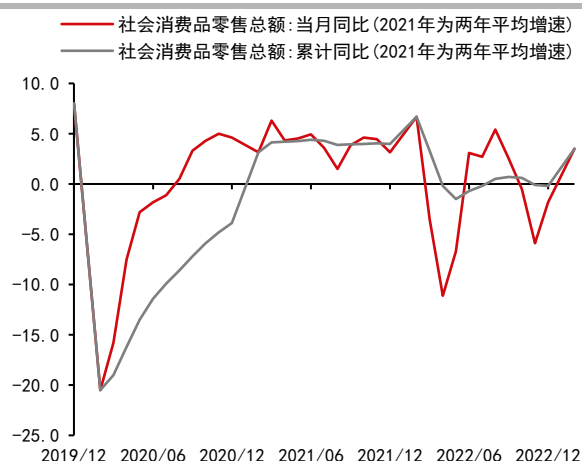


资料来源: Wind 中信期货研究所

## 二、前2月消费显著修复，未来有望缓步改善

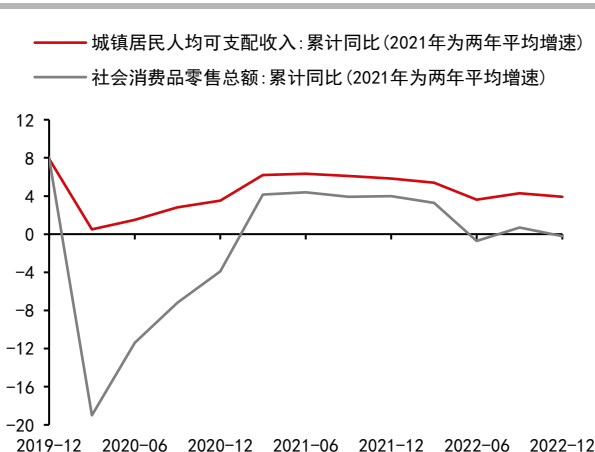
前2月消费显著修复，但汽车销售同比下降。考虑到居民超额储蓄的逐步释放，未来消费有望缓步修复。1-2月社会消费品零售总额同比增长3.5%，略好于预期2.9%，显著高于去年12月-1.8%的增速。其中，餐饮收入同比增长9.2%，基本恢复到正常水平；商品零售同比增长2.9%，增速仍较低，但较去年12月提高3.0个百分点；防疫政策的优化使得国内消费快速修复。从限额以上企业消费品零售数据来看，1-2月份多数类别商品的消费显著修复，但汽车零售额同比下降9.4%，对消费有明显拖累。1-2月份，除汽车以外的消费品零售额同比增长5.0%，增速显著低于疫情前8%的水平。疫情以来我国居民积累了不少超额储蓄；这些超额储蓄有望在未来逐步释放，从而推动我国消费继续缓步修复。

图表17：社会消费品零售总额同比增速(剔除基数效应)



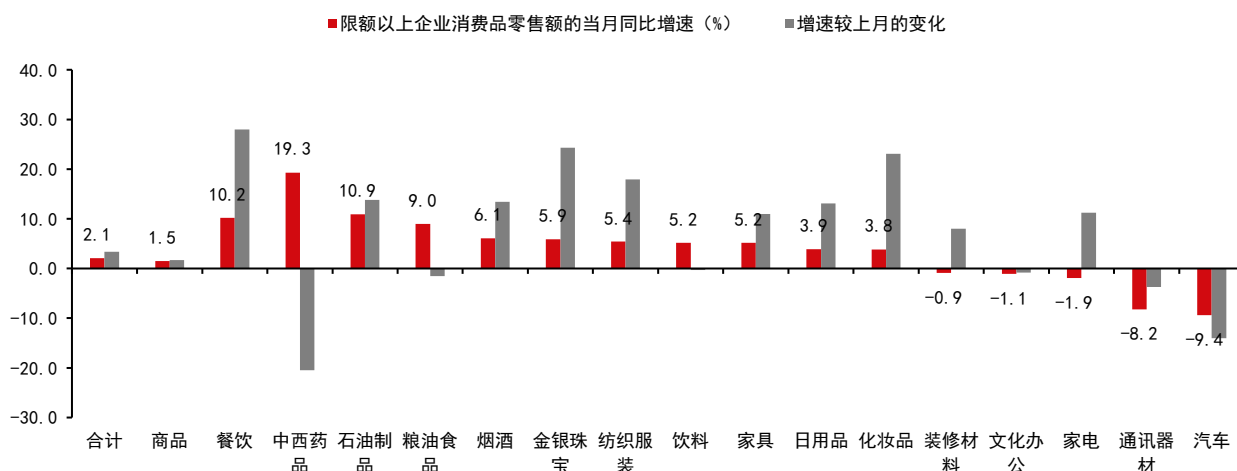
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表18：居民收入增速与消费增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表19：限额以上消费品零售总额的当月同比增速及其相对于上月的变化



资料来源：Wind 中信期货研究所

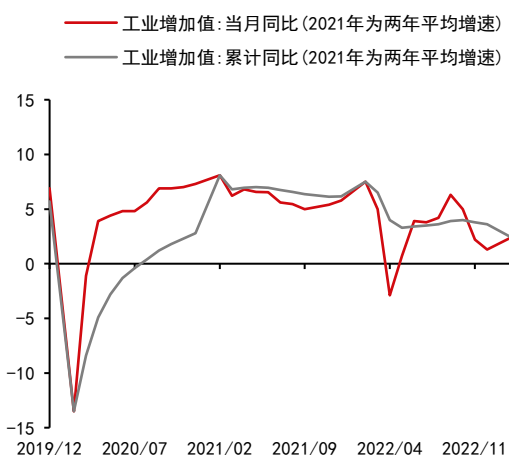
### 三、高基数效应使得 1-2 月份工业增加值增速偏低

1-2 月工业生产显著改善，但高基数效应使得工业增加值同比增速偏低。1-2 月工业增加值同比增长 2.4%，略低于预期值 3.0%，但显著高于去年 12 月份 1.3% 的增速。今年 1-2 月份工业增加值同比增速较低主要因为去年同期基数较高；剔除基数效应，1-2 月份的两年平均增速达到 4.9%，表现尚可。

从主要产品产量来看，1-2 月份钢材、水泥、汽车、十种有色金属、原油加工量分别同比增长 3.6%、-0.6%、-14.0%、9.8%、3.3%，增速较去年 12 月分别变化 6.2、11.7、2.7、2.5、0.8 个百分点。其中，钢材、水泥产量同比增速大幅提高，主要因为房地产投资降幅大幅收窄以及基建投资维持较高增长。

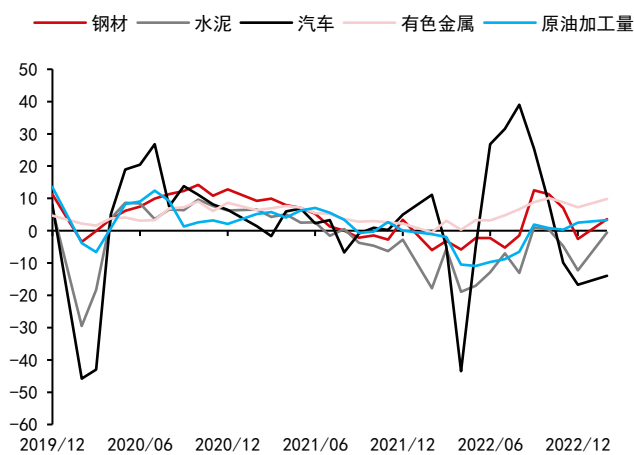
往前看，不考虑基数效应，随着房地产的温和复苏，我国工业增加值增速总体趋于温和回升。

图表20：工业增加值当月及累计同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表21：工业品产量: 当月同比增速 (2021 年为两年平均增速)

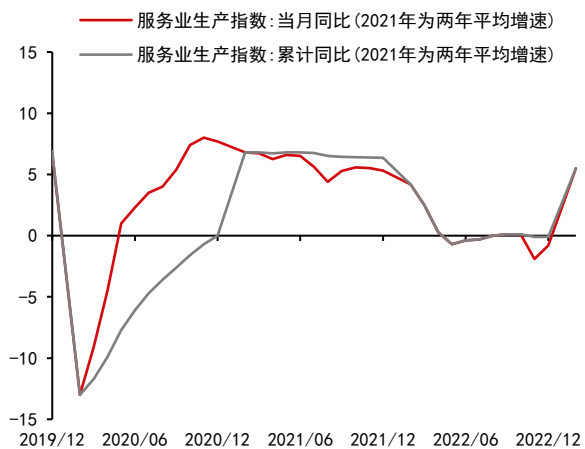


资料来源：Wind 中信期货研究所

### 四、前 2 月服务业生产显著修复，未来将进一步修复

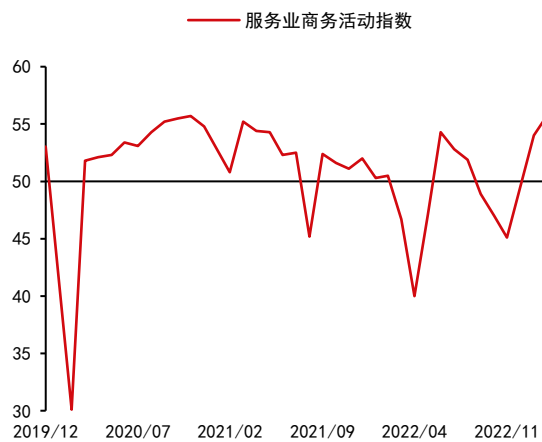
1-2 月服务业生产显著修复但仍偏弱；预计未来几个月服务业生产有望进一步修复。1-2 月服务业生产指数同比增长 5.5%，增速较去年 12 月提高 6.3 个百分点；两年平均增长 4.8%，增速仍略低于 2021 年 6.3% 的水平。也就是说，1-2 月份服务业的修复程度尚不及 2021 年。考虑到防疫政策的优化，今年全年服务业的修复程度应该高于 2021 年。因此，未来几个月服务业生产有望进一步修复。

图表22: 服务业生产指数当月及累计同比增速



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表23: 服务业商务活动指数



资料来源: Wind 中信期货研究所



## 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>