万联证券 WANLIAN SECURITIES

基数效应干扰下，生产端表现相对最优

——2 月经济数据点评

日期：2021 年 3 月 16 日

- 2021 年一季度各项生产、投资、消费在低基数作用下迎来年内增速高点。整体来看，生产端最强，投资表现较弱，房地产仍为主要支撑，消费仍未修复至疫情前水平。
- **生产修复速度相对最快，经济开局生产端表现较好。**工业增加值高位继续上行，剔除高基数作用后，工业生产依然旺盛。高技术产业上行速度最为显著。中游设备制造业整体生产景气度较高，保持了较快的反弹速度。出口保持旺盛，海外需求持续修复，对生产端形成一定拉动。1-2 月，本地过年的政策，部分削弱了居民的出行需求，但生产复工有所提速。
- **投资增速不及预期，房地产仍为主要支撑。**低基数影响，固投分项均明显反弹，但从 19 年同比的平均增速来看，整体不及预期，剔除基数效应，制造业、基建均有所回落，房地产表现出了较强的韧性。
- **基建投资边际走弱，两年增速平均下行 1.6%，专项债发行速度较慢。**随经济逐步修复，逆周期调节政策也将缓步退出。专项债投向也将优先支持在建工程，新开工项目可能边际放缓。
- **地产销售的旺盛，对房地产投资形成了一定的支撑。**商品房待售面积增速小幅下行，库存小幅去化，房地产商追赶销售回款的进度有所提速。房地产资金来源还未明显收缩，定金及预收款增速相对最强，房企贷款压降效果有所显现。
- **制造业增速有所放缓，企业经营状况依然向好。高技术产业为制造业的主要支撑。**预期随着短期制造业扰动因素逐步出清，十四五产业政策的落地，3 月制造业仍将反弹上行。
- 社零增速略高于市场预期，限额以上企业增速回升相对更快，网上销售同比上行，但占社零比重有所回落，线下服务有所回升。消费结构分化，线下服务仍未修复至疫情前水平，必选消费波动相对平缓。
- 失业率季节性上行，城镇新增就业在 1、2 月仍低于 2019 年同期。随着生产端的逐步修复，3 月也将逐步进入招工旺季，预期 3 月就业将有所修复。
- 向后看，逆周期调节逐步收紧，随着专项债的投放，基建预期增速基本保持平稳，地产仍将保持韧性，起到对经济的支撑作用，制造业也将继续顺周期修复。随疫苗研发的推进，未来服务业和出行需求的修复也将加速，但消费预期对经济拉动作用依然有限。
- **风险因素：**工业生产不及预期，房地产信贷环境大幅收紧，中美贸易摩擦超预期，环保政策超预期。

分析师：徐飞
执业证书编号：S0270520010001
电话：021-60883488
邮箱：xufei@wlzq.com.cn

研究助理：于天旭
电话：021-60883499
邮箱：yutx@wlzq.com.cn

相关报告

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

目录

1、生产：低基数效应下工业增加值大幅反弹，生产维持旺盛 3
2、投资：投资增速不及预期，房地产仍为主要支撑 4
2.1 房地产仍为固投主要支撑项 5
2.2 基建投资边际走弱 6
2.3 制造业增速放缓，企业经营状况依然向好 7
3.消费：消费结构分化，仍未完全修复 7
4.就业：失业率季节性上行 9
5.风险提示 9

图表目录

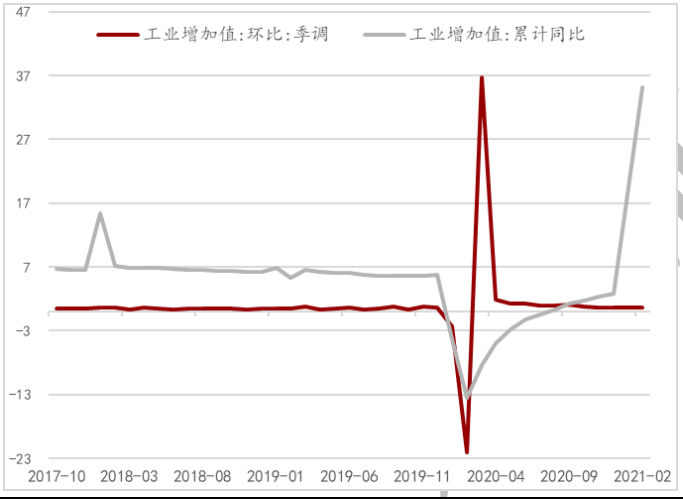
图表 1:工业增加值同比走势（%） 3
图表 2:工业增加值分门类增速（%） 3
图表 3:出口交货值同比走势（%） 4
图表 4:制造业上游行业工业增加值同比增速（%） 4
图表 5:制造业中游:工业增加值同比增速（%） 4
图表 6:制造业下游行业工业增加值同比（%） 4
图表 7:固定资产投资分大项累计增速（%） 5
图表 8:分地区固定资产投资累计增速（%） 5
图表 9:房地产投资完成额相对销售额增速（%） 5
图表 10:房屋新开工、施工、竣工增速（%） 5
图表 11:商品房销售、待售累计增速（%） 6
图表 12:房地产开发资金来源累计同比（%） 6
图表 13:成交土地占地面积当月同比（%） 6
图表 14:土地购置累计同比增速（%） 6
图表 15:基建累计同比增速走势（%） 7
图表 16:地方政府专项债发行额 7
图表 17:制造业累计同比增速（%） 7
图表 18:中国企业经营状况和股市走势 7
图表 19:社会消费品零售额增速（%） 8
图表 20:网上商品和服务同比增速（%） 8
图表 21:消费细分项同比增速（%） 8
图表 22:失业率和企业招工前瞻指数走势（%） 9
图表 23:城镇新增就业人数走势（万人，%） 9

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

1、生产：低基数效应下工业增加值大幅反弹，生产维持旺盛

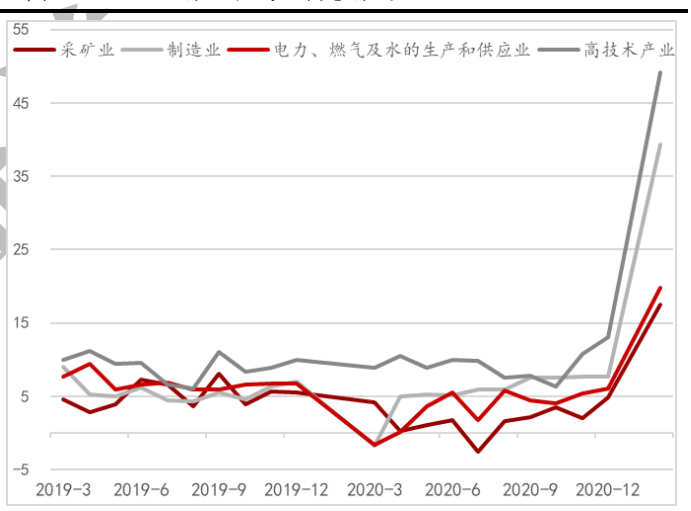
工业增加值高位继续上行，工业生产维持旺盛，剔除高基数作用后，工业生产依然旺盛。高技术产业上行速度最为显著。1-2月工业增加值同比增速大幅上行至35.1%，环比上涨0.69%。比2019年1-2月增长16.9%，两年平均增速8.1%，仍保持了较高增速。分大类看，采矿业同比增速由4.9%上行至17.5%，原煤产量同比由12月的3.2%上行至25%，天然气产量同比回落0.2个百分点至13.5%，随天气变暖，相关产品开采速度边际放缓；制造业同比由7.7%上行至39.4%；电力、燃气及水的生产和供应业同比上行13.7个百分点至19.8%；高技术产业同比由12月的13.1%上行至49.2%。

图表1： 工业增加值同比走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表2： 工业增加值分门类增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

制造业增速均大幅反弹，低基数影响较大，中游设备制造业整体生产较为旺盛，保持了较快的反弹速度。下游的汽车行业上行幅度最为显著。细分数据来看：

（1） **下游制造业中，**汽车制造业1-2月累计同比上行64.3个百分点至70.9%，上行幅度最为显著，汽车产量同比增速大幅上行至89.9%，医药制造业累计同比上行35.7个百分点至41.6%，计算机、通信和其他电子设备制造业同比由7.7%上行至48.5%。

（2） **中游制造业中，**通用设备制造业1-2月累计同比由5.1%显著抬升至62.4%，专用设备制造业同比由6.3%上行至59.2%，上行幅度较大，电器机械及器材制造业同比由8.9%上行至69.4%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比上行49.2个百分点至48.9%，纺织业同比上行38.8个百分点至39.5%。

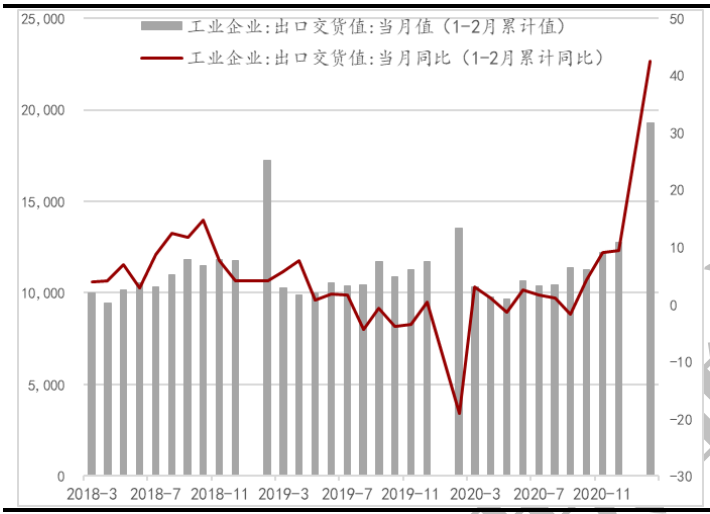
（3） **上游制造业中，**黑色金属冶炼及压延工业同比上行14.9个百分点至21.6%，有色同比上行20.2个百分点至22.7%，金属制品业、非金属矿物制品业、橡胶和塑料制品业、化学原料及化学制品制造业分别由5.2%、2.8%、1.8%、3.4%变动为59.5%、44.8%、51.6%、30.8%，均有所上行，基本上已经恢复至疫情前水平。

分产品看，以2019年1—2月份为基期，原煤、原油、电力生产两年平均增长较为平稳，天然气生产两年平均增长较快。612种产品中，由565种产品同比增长。钢材产量增速由12.8%上行至23.6%，水泥产量增速由6.3%上行至61.1%，乙烯产量增速也由11.3%上行至26.7%，发电量同比增长19.5%，汽车增长89.9%。

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

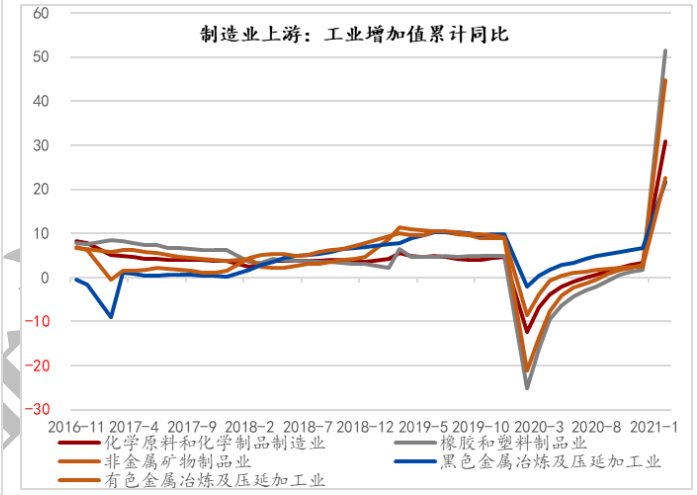
1-2月，本地过年的政策，部分削弱了居民的出行需求，经济开局生产端表现较好。出口保持旺盛，海外需求持续修复，对生产端形成一定拉动。1-2月工业企业出口交货值同比增速为42.5%，对应2019年1-2月两年平均同比增长5.76%，增速略高于历年同期，出口受春节因素影响减弱，港口集装箱调度相对紧张。

图表3： 出口交货值同比走势（%）



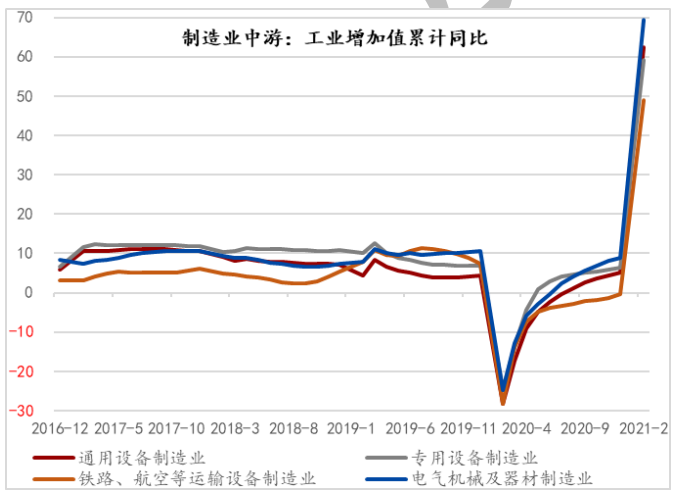
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表4： 制造业上游行业工业增加值同比增速（%）



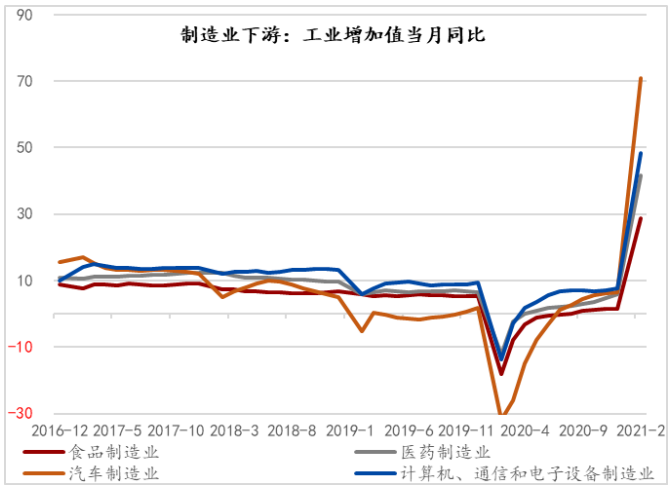
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表5： 制造业中游:工业增加值同比增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表6： 制造业下游行业工业增加值同比（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

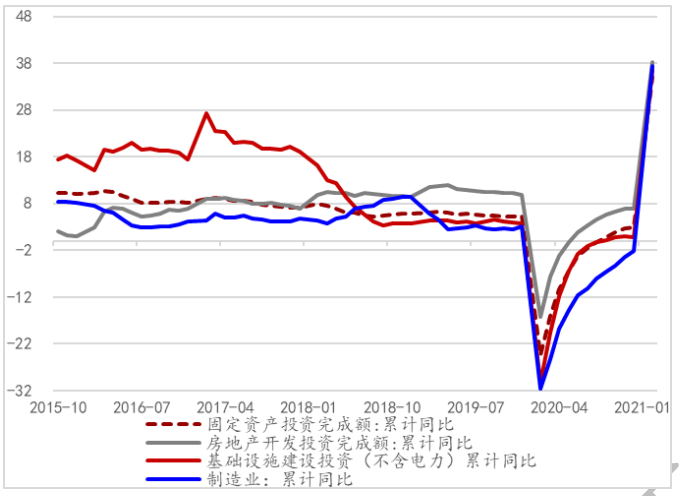
2、投资：投资增速不及预期，房地产仍为主要支撑

低基数影响，固投分项均明显反弹，但从19年同比的平均增速来看，整体不及预期，制造业、基建均有所回落，房地产仍为主要支撑项，表现出了较强的韧性。2021年1-2月，固定资产投资同比增长35.0%，不及市场预期增速38%；比2019年1—2月份增长3.5%，两年平均增速为1.7%。分领域看，基础设施投资同比增长36.6%，两年平均下降1.6%；制造业投资增长37.3%，两年平均下降3.4%；房地产开发投资增长38.3%，两年平均增长7.6%，剔除低基数效应，仅房地产行业增速保持上行。民间固定资产投资上行35.4个百分点至36.4%。中部地区固定资产投资累计增速反弹最为明显，主要

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

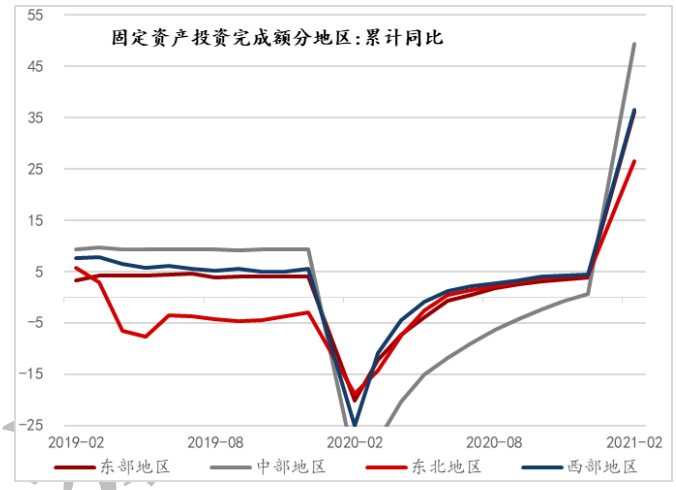
由于同期基数相对最弱导致。

图表7： 固定资产投资分大项累计增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表8： 分地区固定资产投资累计增速（%）

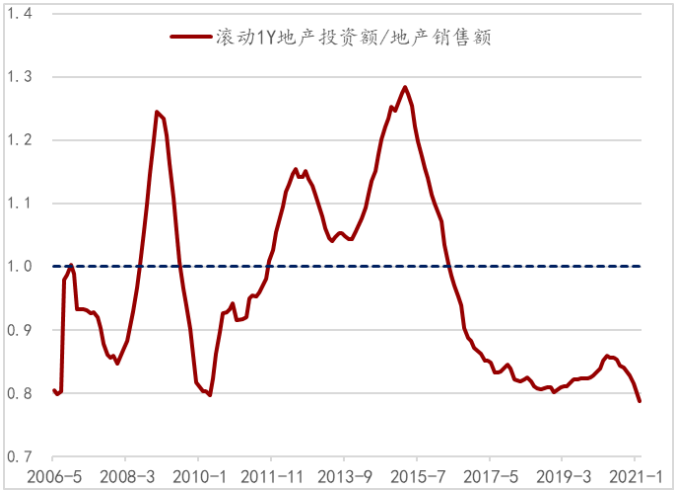


资料来源：Wind，万联证券研究所

2.1房地产仍为固投主要支撑项

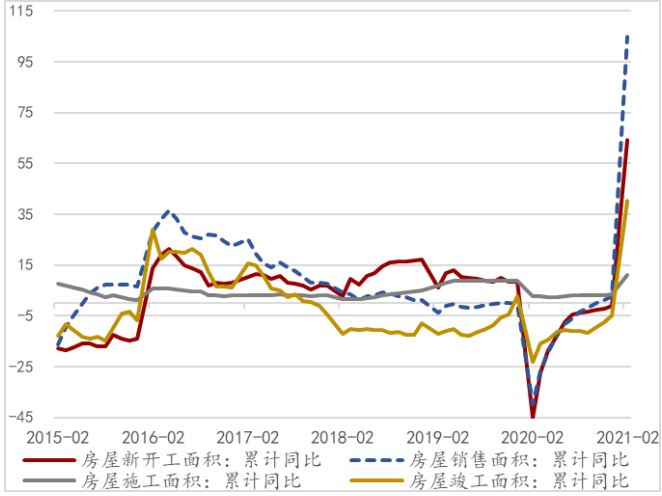
房地产投资增速继续上行，依然为固定资产投资的主要支撑项，剔除基数效应仍保持正向增长。房地产开发投资增长38.3%，两年平均增长7.6%。房屋新开工面积增速大幅反弹至64.3%，竣工面积增速也明显上行至40.4%。从当前房地产投资完成额和地产销售额来看，房地产投资仍有一定的上行空间，地产销售的旺盛，也对房地产投资形成了一定的支撑。

图表9： 房地产投资完成额相对销售额增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表10：房屋新开工、施工、竣工增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

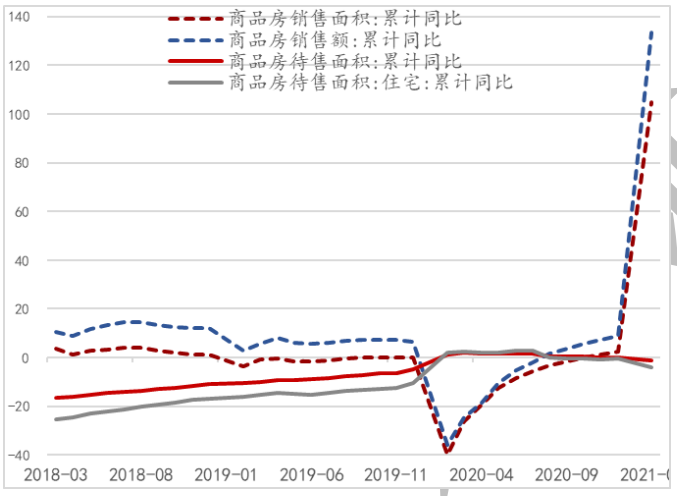
商品房销售房增速大幅上行，待售面积增速小幅下行，商品房库存小幅去化，房地产商追赶销售回款的进度有所提速。1-2月，商品房销售额累计增速为133.4%，销售面积累计增速为104.9%，销售额增幅明显超过销售面积增速，其中，一线城市二手房成交均价增速大幅上行。商品房待售面积累计同比由上月的-0.4%回落至-3.9%，同期商品房库存累积的影响下，商品房依然保持了较快的去化速度。融资与信贷的双双收紧，促使房企追赶销售回款的进度。

土地成交季节性走弱，土地成交面积上行速度持续快于成交价款上行速度。房地产

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

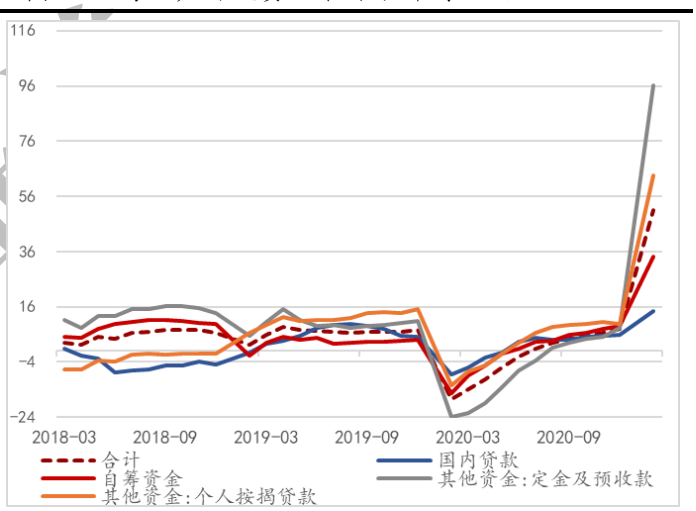
资金来源还未明显收缩，定金及预收款增速相对最强，房企贷款压降效果有所显现。未来对于房地产贷款集中度的管理，叠加“三道红线”的融资端限制，房地产信贷融资预期在2021年将中性偏紧。地产开发资金1-2月同比增速51.2%，其中定金及预收款上行速度最快，增速为96.3%。从房地产土地成交来看，本年土地购置面积累计同比增速33%，土地成交价款累计同比下行3.1个百分点至14.3%，从百城的成交土地占地面积来看，1月提速、2月放缓。 2021年以来，上海、北京、杭州、深圳等城市出台的房地产政策，主要是为了平抑房地产价格的大幅上行，并未对房地产投资进行压制。两会也关注了大城市的住房问题，一、二线城市的刚需仍存，房地产投资预期仍不会大幅回落。

图表11：商品房销售、待售累计增速（%）



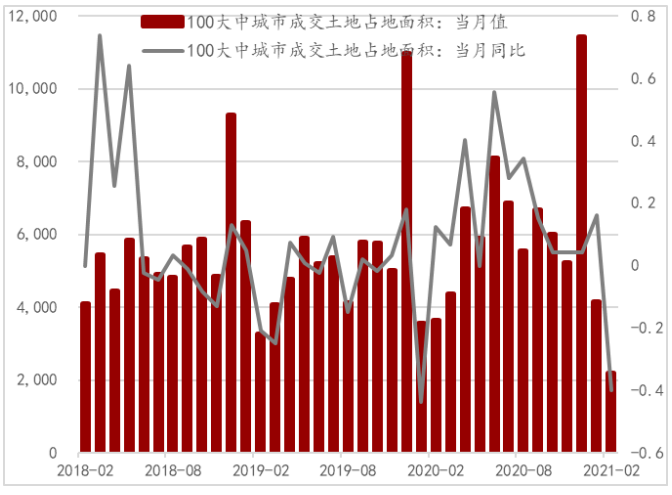
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表12：房地产开发资金来源累计同比（%）



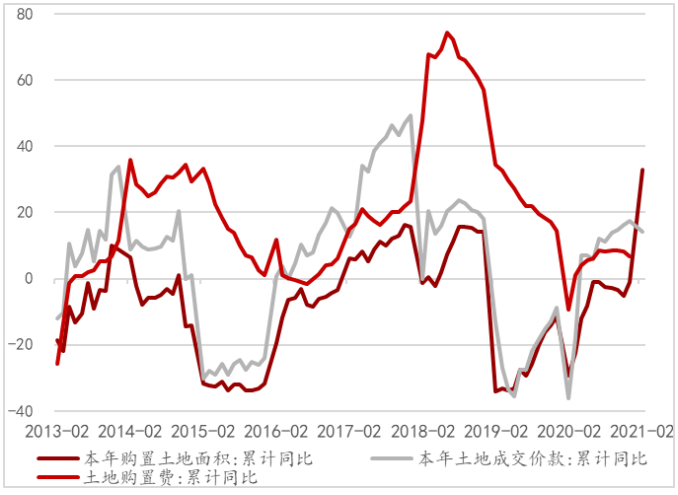
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表13：成交土地占地面积当月同比（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表14：土地购置累计同比增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

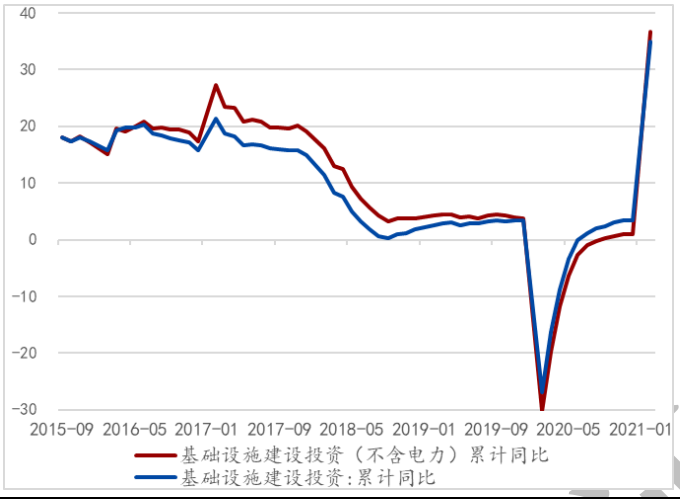
2.2基建投资边际走弱

基建增速低于预期，两年增速平均下行1.6%，专项债发行速度较慢。基建投资1-2月累计基础设施投资同比增长36.6%，两年平均下降1.6%，较2019年同期增速下滑5个百分点。1-2月专项债发行速度明显慢于往年同期，专项债发行支撑基建力度减弱。随

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

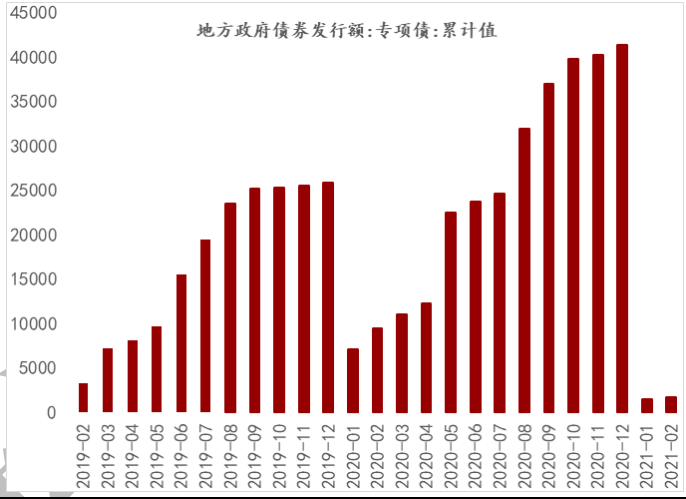
经济逐步修复，逆周期调节政策也将缓步退出。专项债投向也将优先支持在建工程，新开工项目可能边际放缓。

图表15：基建累计同比增速走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表16：地方政府专项债发行额

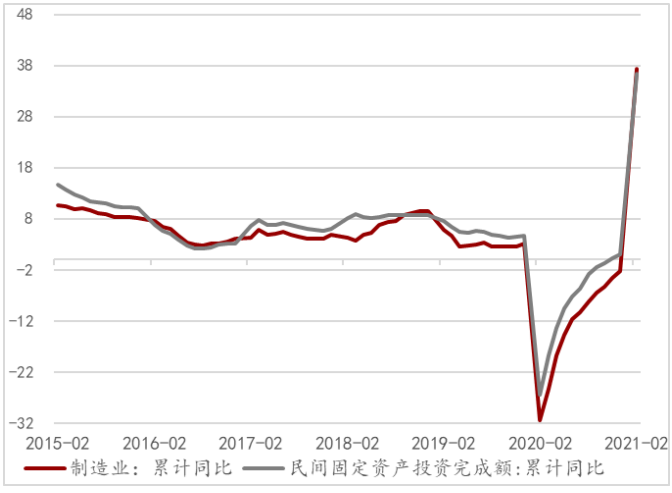


资料来源：Wind，万联证券研究所

2.3制造业增速放缓，企业经营状况依然向好

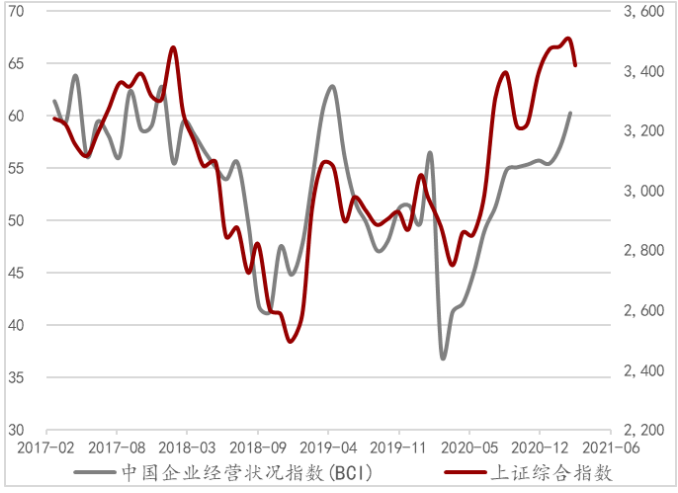
制造业增速有所放缓，企业经营状况依然向好。高技术产业为制造业的主要支撑。制造业投资增长37.3%，两年平均下降3.4%，仍未完全修复；民间固定资产投资累计同比增速36.4%。企业经营环境依然继续向好，从BCI企业销售和利润前瞻指数来看，2月继续上行，库存也逐步累积。企业融资环境指数也止跌反弹。预期随着短期制造业扰动因素逐步出清，十四五产业政策的落地，3月制造业仍将反弹上行。

图表17：制造业累计同比增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表18：中国企业经营状况和股市走势



资料来源：Wind，万联证券研究所

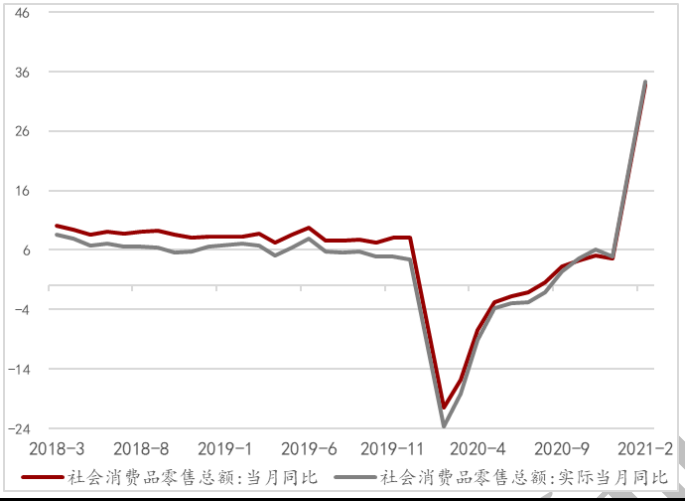
3.消费：消费结构分化，仍未完全修复

社零增速略高于市场预期，限额以上企业增速回升相对更快，网上销售增速上行，但占社零比重有所回落，线下服务有所回升。1-2月，社会消费品零售总额同比增长33.8%，市场预期31.7%，比2019年1-2月份增长6.4%，两年平均增长3.2%。除汽车以外的消费

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

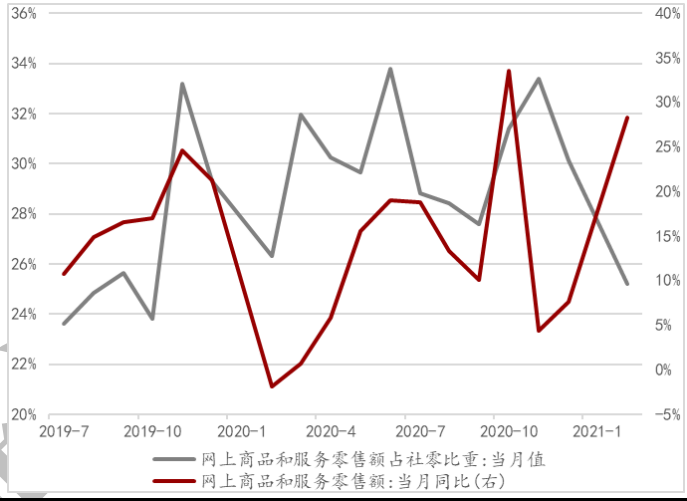
品同比增速30.4%；限额以上企业消费品零售总额同比增速43.9%，限额以上企业增速回升相对更快。1-2月网上商品和服务同比增速在低基数作用下上行，但网上销售占社零比重有所回落。

图表19：社会消费品零售额增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表20：网上商品和服务同比增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

消费结构分化，线下服务仍未修复至疫情前水平，必选消费波动相对平缓。金银珠宝等可选消费增速显著上行。房地产销售的旺盛，也部分抑制了其他可选消费的支出，地产下游仍在继续修复。必选消费中，烟酒类明显反弹上行，虽然本地过年减少了部分线下接触，但年前备货需求依然有所增加，粮油、食品类也小幅上行。

图表21：消费细分项同比增速（%）

按消费类型分：限额以上单位商品零售增速						
同比增速	2021年2月	2020年12月	2020年2月	2019年2月	较上月变动	
粮油、食品类	10.9	8.2	9.7	10.1	2.7	必选消费
饮料类	36.9	17.1	3.1	8	19.8	必选消费
烟酒类	43.9	20.9	-15.7	4.6	23	必选消费
服装鞋帽、针、纺织品类	47.6	3.8	-30.9	1.8	43.8	必选消费
日用品类	34.6	8	-6.6	15.9	26.6	必选消费
中西药品类	16.9	12.1	0.2	10.3	4.8	必选消费
餐饮	68.9	0.4	-43.1	9.7	68.5	可选消费
化妆品类	40.7	9	-14.1	8.9	31.7	可选消费
金银珠宝类	98.7	11.6	-41.1	4.4	87.1	可选消费
文化办公用品类	38.3	9.6	-8.9	8.8	28.7	可选消费
通讯器材类	53.1	21	-8.8	8.2	32.1	可选消费
石油及制品类	21.9	-3.8	-26.2	2.5	25.7	可选消费
汽车类	77.6	6.4	-37	-2.8	71.2	可选消费
家用电器和音像器材类	43.2	11.2	-30	3.3	32	可选消费（地产相关）
家具类	58.7	0.4	-33.5	0.7	58.3	可选消费（地产相关）
建筑及装潢材料类	52.8	12.9	-30.5	6.6	39.9	可选消费（地产相关）
社会消费品零售总额	33.8	4.6	-20.5	8.2	29.2	整体
限额以上企业消费品零售总额	43.9	6.4	-23.4	3.5	37.5	整体
除汽车以外社会消费品零售总额	30.4	4.4	-18.9	#N/A	26	整体

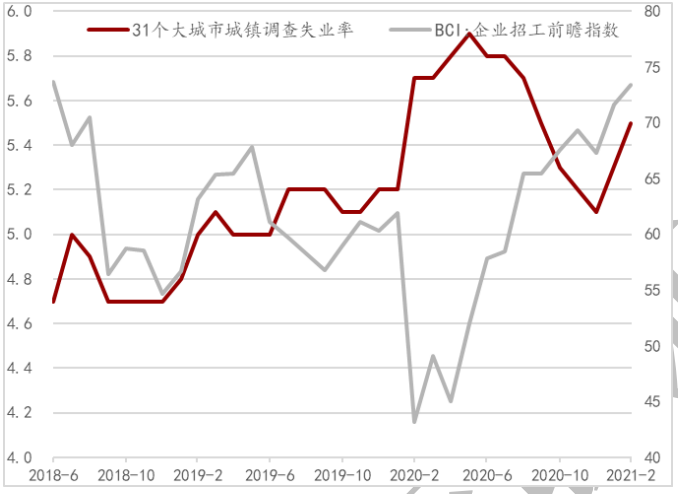
资料来源：Wind，万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

4. 就业：失业率季节性上行

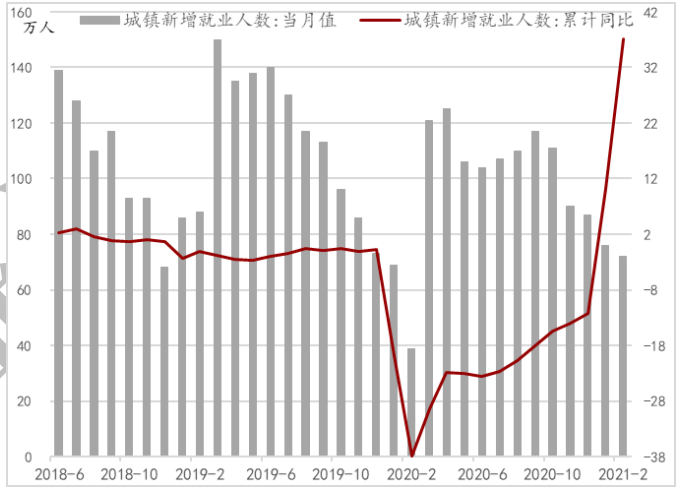
2月失业率为5.5%，季节性上行，但从企业招工前瞻指数来看，企业招工上行趋势仍在延续，预期3月就业将有所修复。城镇新增就业在1、2月仍低于2019年同期。随着生产端的逐步修复，3月也将逐步进入招工旺季，新增就业预期大幅上行。

图表22：失业率和企业招工前瞻指数走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表23：城镇新增就业人数走势（万人，%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

2021年一季度各项投资分项在低基数作用下迎来年内增速高点。整体来看，生产端最强，投资边际走弱，房地产仍为主要支撑，消费仍未修复至疫情前水平。向后看，随着专项债的投放，基建预期增速基本保持平稳，地产仍将保持韧性，起到对经济的支撑作用，制造业也将继续顺周期修复。随疫苗研发的推进，未来服务业和出行需求的修复也将加速，但消费预期对经济拉动作用依然有限。

5. 风险提示

工业生产不及预期，房地产信贷环境大幅收紧，中美贸易摩擦超预期，环保政策超预期。

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的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翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)