日期：2021 年 03 月 17 日

上海证券 SHANGHAI SECURITIES

供给强于需求

——2021 年 1-2 月宏观数据点评

分析师： 陈彦利
Tel： 021-53686170
E-mail： chenyanli@shzq.com
SAC 证书编号： S0870517070002

报告编号：

相关报告：

■ 主要观点：

供给强于需求

1-2 月规模以上工业增加值同比实际增长 35.1%，比 2019 年 1-2 月份增长 16.9%，两年平均增长 8.1%，较往年也处于较高水平。就地过年政策减弱了春节效应对工业生产的影响。制造业的增长加快也得益于出口的强劲表现。从两年平均看，有 31 个行业实现增长，行业增长面达到 75.6%。1-2 月固定资产投资（不含农户）同比增长 35.0%，比 2019 年 1-2 月份增长 3.5%，两年平均增速为 1.7%，较上月有所回落。其中基建的回落或与今年专项债额度下发较晚有关，而气温以及疫情的影响也使得基建施工放慢。但未来随着专项债的全面开启发行以及开工旺季的到来，基建投资有望提速。制造业投资跌幅有所扩大，与生产以及出口数据表现背离，或受到短时因素影响。我们认为今年在经济持续复苏，出口强势的拉动以及结构性货币政策支持下，制造业投资回升的想象空间较大。房地产投资持续加快，即使在调控升级背景下仍显韧性，尤其是房地产销售增长强劲。1-2 月消费年平均增速略有回落，离往年正常水平也仍有差距。商品消费明显恢复，但受疫情影响，接触性消费的恢复仍待时日。随着经济的持续复苏，居民收入的回升以及各种促进消费的政策措施下，消费仍然有望维持平稳回升。

市场波动性增加

伴随疫苗在各国均陆续推出，以及北半球天气逐渐转暖，虽然全球疫情仍未结束，但缓解态势开始出现，预期显著好转，市场信心开始增强。中国最早进入后疫情时代，在基数影响下，中国宏观经济数据全面处于高位运行状态。物价结构的转变及经济回暖预期下，通胀预期、尤其是周期品价格上涨预期比较强烈。宏观调控政策的平稳基调不变，财政宽松和货币平稳的组合不变。经济改善为资本市场的中长期向好局面奠定了基础，短期受周期商品价格回升影响，市场结构性调整或有出现，波动将有增加。

经济稳中偏升，结构问题仍存

1-2月经济数据表明供给强于需求，外需强于内需。中国经济运行延续了前期平稳缓回升势头，在出口和投资带动下，工业保持了稳中偏升态势。显然经济运行还具有疫情期间的特征——中外疫情形势差异下，出口保持较高增速，弥补了国内消费疲软的态势。预计此种状态仍将延续2-3Q。2021年中国经济平稳中偏升的整体态势不变，但结构性问题也越发突出：楼市泡沫叠加疫情影响，消费增速仍然偏软，经济内在动力仍需多方努力培育。应对性的适合政策仍然是财政偏松下的结构性货币政策。2021年H2后，伴随疫苗进展和进一步激励政策发挥效力，全球经济都将进入疫情后复苏时代。中国经济已率先进入了后疫情时代，防控常态化中各方面经济活动全面恢复，预计经济运行热度仍将逐渐上升，后续增长的态势也更趋明了。

事件：1-2 月实体经济数据公布

1.工业生产持续加快

1-2月份，规模以上工业增加值同比实际增长35.1 %（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）；比2019年1-2月份增长16.9%，两年平均增长8.1%。从环比看，2月份，规模以上工业增加值比上月增长0.69%。

2.固定资产投资增长有所放缓

1-2月份，全国固定资产投资（不含农户）45236亿元，同比增长35.0%；比2019年1-2月份增长3.5%，两年平均增速为1.7%。其中，民间固定资产投资26183亿元，同比增长36.4%。从环比速度看，2月份固定资产投资（不含农户）增长2.43%。

3.消费略有回落

1-2 月份，社会消费品零售总额 69737 亿元，同比增长 33.8%；比 2019 年 1-2 月份增长 6.4%，两年平均增速为 3.2%。其中，除汽车以外的消费品零售额 63076 亿元，增长 30.4%，两年平均增长 2.9%。扣除价格因素，2021 年 1-2 月份社会消费品零售总额实际增长 34.3%，两年平均增长 1.2%。

	两年平均	实际值	上月值	去年同期
工业增加值（当月）	8.1	35.1	7.3	-13.5
固定资产投资（不含农户）	1.7	35	2.9	-24.5
社会消费品零售（当月）	3.2	33.8	4.6	-20.5

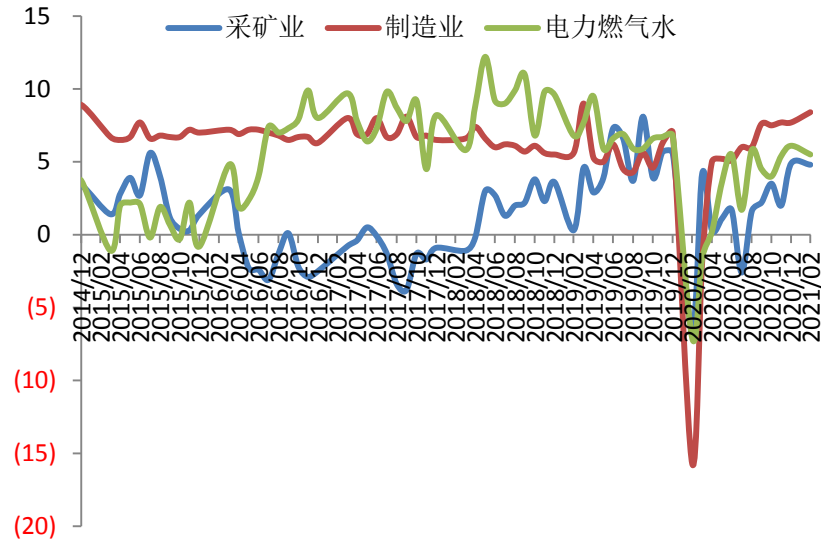
数据来源：上海证券研究所

事件解析：数据特征和变动原因

1.制造业生产加快

1-2月份，规模以上工业增加值同比实际增长35.1 %（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）；比2019年1-2月份增长16.9%，两年平均增长8.1%，较往年也处于较高水平。就地过年政策减弱了春节效应对工业生产的影响。从三大门类看，采矿业增长17.5%，两年平均增长4.8%；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%，与近几年正常年份同期水平相近；制造业增长39.5%，两年平均增长8.4%，好于近几年正常水平。制造业的增长加快也得益于出口的强劲表现。1-2月份工业出口交货值同比增长42.5%，对工业生产增长的贡献率达到11.7%，两年平均增长7.4%，有力带动工业生产加快增长。

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%）

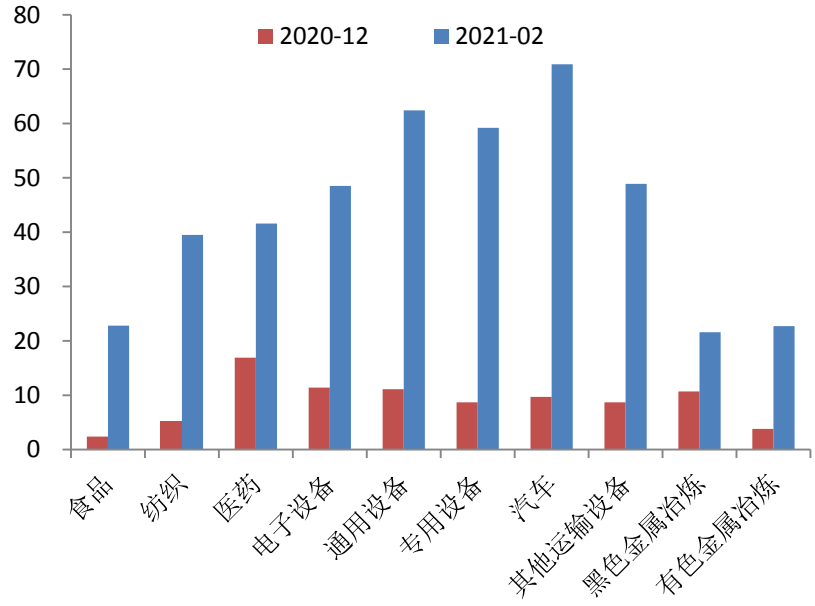


数据来源：wind，上海证券研究所

2.多数行业持续恢复

从行业面看，1-2月份，41个大类行业中，除开采专业及辅助性活动行业下降外，40个行业实现同比增长。其中，17个行业增长10%—30%，13个行业增长30%—50%，8个行业增速在50%以上。从两年平均看，有31个行业实现增长，行业增长面达到75.6%。农副食品加工业增长22.8%，纺织业增长39.5%，化学原料和化学制品制造业增长30.8%，非金属矿物制品业增长44.8%，黑色金属冶炼和压延加工业增长21.6%，有色金属冶炼和压延加工业增长22.7%，通用设备制造业增长62.4%，专用设备制造业增长59.2%，汽车制造业增长70.9%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长48.9%，电气机械和器材制造业增长69.4%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长48.5%，电力、热力生产和供应业增长19.6%。

图 2：主要行业工业增加值增速（同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

3.固定投资有所放缓

1-2月份，全国固定资产投资（不含农户）45236亿元，同比增长35.0%；比2019年1-2月份增长3.5%，两年平均增速为1.7%。其中，民间固定资产投资26183亿元，同比增长36.4%。从环比速度看，2月份固定资产投资（不含农户）增长2.43%。

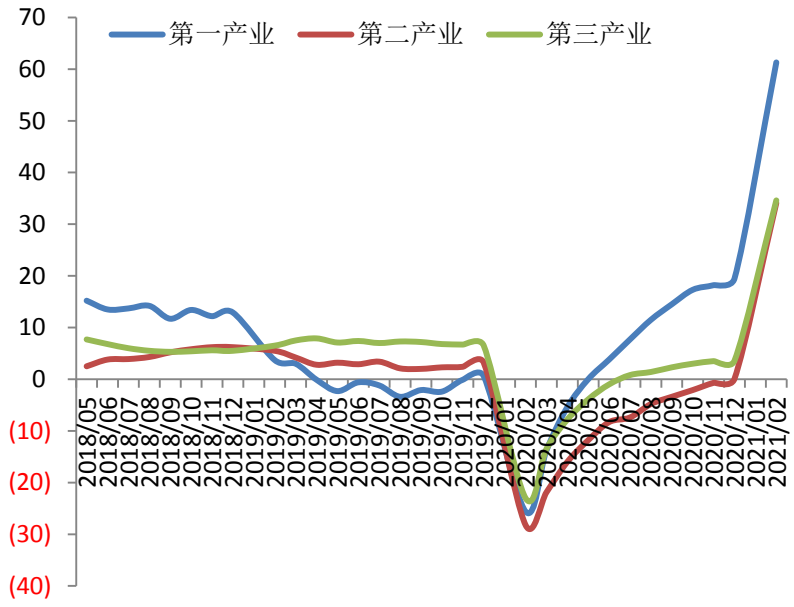
分产业看，第一产业投资1037亿元，同比增长61.3%；第二产业投资12190亿元，增长34.1%；第三产业投资32009亿元，增长34.6%。第二产业中，工业投资同比增长34.1%。其中，采矿业投资增长15.8%；制造业投资增长37.3%；电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增长25.5%。

第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长36.6%。其中，水利管理业投资增长47.2%；公共设施管理业投资增长42.3%；道路运输业投资增长30.7%；铁路运输业投资增长52.9%。

2021年1-2月份，固定资产投资（不含农户）同比增长35.0%，比2019年1-2月份增长3.5%，两年平均增速为1.7%，较上月有所回落。其中1-2月份，基础设施投资同比增长36.6%，两年平均下降1.6%。基建的回落或与今年专项债额度下发较晚有关，而气温以及疫情的影响也使得基建施工放慢。但展望未来，随着专项债的全面开启发行以及开工旺季的到来，基建投资有望提速。1-2月份，制造业投资同比增长37.3%，两年平均下降3.4%，跌幅有所扩大。制造业投资与生产以及出口数据表现背离，或受到短时因素影响。我们认为今年在经济持续复苏，出口强势的拉动以及结构性货币政策支持下，

制造业投资回升的想象空间较大。

图 3：固定投资完成额增速（累计同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

4.房地产投资继续加快

1-2 月份，全国房地产开发投资 13986 亿元，同比增长 38.3%；比 2019 年 1-2 月份增长 15.7%，两年平均增长 7.6%。其中，住宅投资 10387 亿元，增长 41.9%。

1-2 月份，房地产开发企业房屋施工面积 770629 万平方米，同比增长 11.0%。其中，住宅施工面积 542503 万平方米，增长 11.2%。房屋新开工面积 17037 万平方米，增长 64.3%。其中，住宅新开工面积 12736 万平方米，增长 68.5%。房屋竣工面积 13525 万平方米，增长 40.4%。其中，住宅竣工面积 9862 万平方米，增长 45.9%。

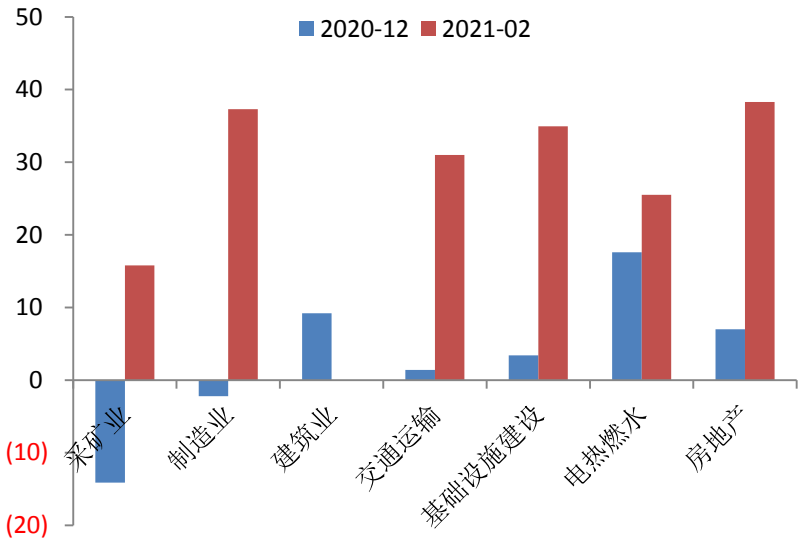
1-2 月份，房地产开发企业土地购置面积 1453 万平方米，同比增长 33.0%；土地成交价款 503 亿元，增长 14.3%。

1-2 月份，商品房销售面积 17363 万平方米，同比增长 1.05 倍；比 2019 年 1-2 月份增长 23.1%，两年平均增长 11.0%。其中，住宅销售面积增长 1.08 倍，办公楼销售面积增长 56.4%，商业营业用房销售面积增长 66.4%。商品房销售额 19151 亿元，增长 1.33 倍；比 2019 年 1-2 月份增长 49.6%，两年平均增长 22.3%。其中，住宅销售额增长 1.44 倍，办公楼销售额增长 33.4%，商业营业用房销售额增长 60.7%。

房地产投资持续加快，即使在调控升级背景下仍显韧性，尤其是房地产销售增长强劲。销售的回升使得房地产开发资金中定金以及预

收款增长明显，满足了房企的资金需求，也支撑了房地产投资的韧性，符合我们此前的判断。

图 4：主要行业固定投资完成额增速（累计同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

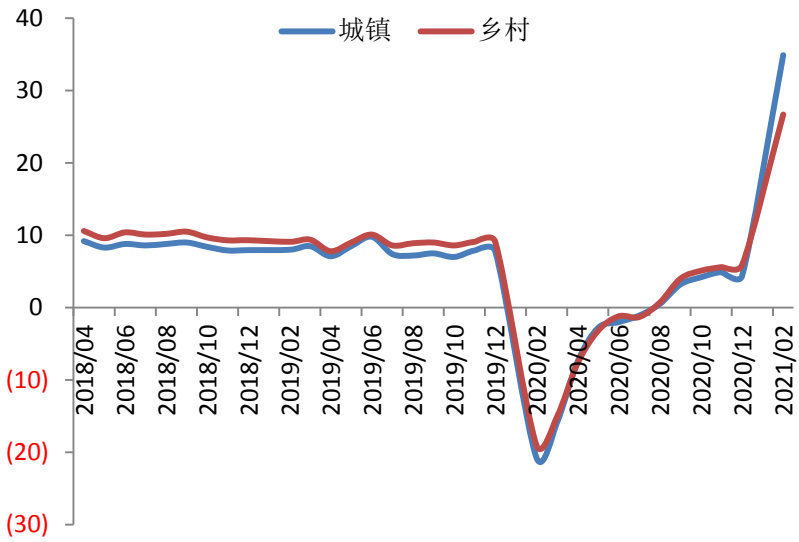
5. 消费表现分化

1-2 月份，社会消费品零售总额 69737 亿元，同比增长 33.8%；比 2019 年 1-2 月份增长 6.4%，两年平均增速为 3.2%。其中，除汽车以外的消费品零售额 63076 亿元，增长 30.4%，两年平均增长 2.9%。扣除价格因素，2021 年 1-2 月份社会消费品零售总额实际增长 34.3%，两年平均增长 1.2%。

按经营单位所在地分，1-2 月份，城镇消费品零售额 60552 亿元，同比增长 34.9%，两年平均增长 3.4%；乡村消费品零售额 9185 亿元，同比增长 26.7%，两年平均增长 1.3%。

按消费类型分，1-2 月份，商品零售 62651 亿元，同比增长 30.7%，两年平均增长 3.8%；餐饮收入 7085 亿元，同比增长 68.9%，两年平均下降 2.0%。

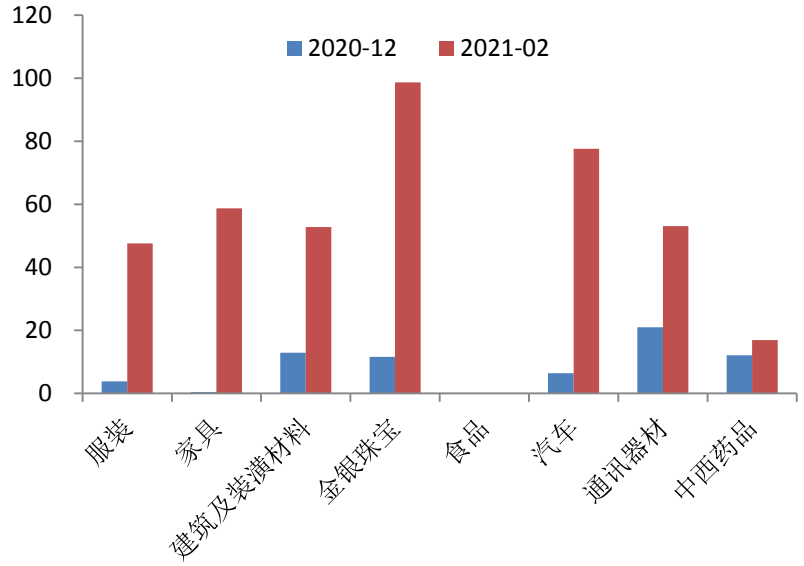
图 5：限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

1-2 月消费年平均增速略有回落，离往年正常水平也仍有差距。商品消费明显恢复，1-2 月份，商品零售额同比增长 30.7%，与 2019 年 1-2 月份相比,增长 7.7%，两年平均增速为 3.8%。基本生活类和消费升级类商品销售均较快增长。1-2 月份，限额以上单位粮油食品类、饮料类、烟酒类、通讯器材类和文化办公用品类商品零售额两年平均增速均超过 10%，在促进汽车消费政策带动下，汽车消费需求持续释放，1-2 月份，限额以上单位汽车类商品零售额同比增长 77.6%，两年平均增速为 5.8%。但受疫情影响，接触性消费的恢复仍待时日。随着经济的持续复苏，居民收入的回升以及各种促进消费的政策措施下，消费仍然有望维持平稳回升。

图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

供给强于需求

1-2 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 35.1 %（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）；比 2019 年 1-2 月份增长 16.9%，两年平均增长 8.1%，较往年也处于较高水平。就地过年政策减弱了春节效应对工业生产的影响。从三大门类看，采矿业增长 17.5%，两年平均增长 4.8%；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%，与近几年正常年份同期水平相近；制造业增长 39.5%，两年平均增长 8.4%，好于近几年正常水平。制造业的增长加快也得益于出口的强劲表现。1-2 月份工业出口交货值同比增长 42.5%，对工业生产增长的贡献率达到 11.7%，两年平均增长 7.4%，有力带动工业生产加快增长。从两年平均看，有 31 个行业实现增长，行业增长面达到 75.6%。

2021 年 1-2 月份，固定资产投资（不含农户）同比增长 35.0%，比 2019 年 1-2 月份增长 3.5%，两年平均增速为 1.7%，较上月有所回落。其中 1-2 月份，基础设施投资同比增长 36.6%，两年平均下降 1.6%。基建的回落或与今年专项债额度下发较晚有关，而气温以及疫情的影响也使得基建施工放慢。但展望未来，随着专项债的全面开启发行以及开工旺季的到来，基建投资有望提速。1-2 月份，制造业投资同比增长 37.3%，两年平均下降 3.4%，跌幅有所扩大。制造业投资与生产以及出口数据表现背离，或受到短时因素影响。我们认为今年在经济持续复苏，出口强势的拉动以及结构性货币政策支持下，制造业投资回升的想象空间较大。房地产投资持续加快，

即使在调控升级背景下仍显韧性，尤其是房地产销售增长强劲。销售的回升使得房地产开发资金中定金以及预收款增长明显，满足了房企的资金需求，也支撑了房地产投资的韧性，符合我们此前的判断。

1-2 月消费年平均增速略有回落，离往年正常水平也仍有差距。商品消费明显恢复，1-2 月份，商品零售额同比增长 30.7%，与 2019 年 1-2 月份相比,增长 7.7%，两年平均增速为 3.8%。基本生活类和消费升级类商品销售均较快增长。1-2 月份，限额以上单位粮油食品类、饮料类、烟酒类、通讯器材类和文化办公用品类商品零售额两年平均增速均超过 10%，在促进汽车消费政策带动下，汽车消费需求持续释放，1-2 月份，限额以上单位汽车类商品零售额同比增长 77.6%，两年平均增速为 5.8%。但受疫情影响，接触性消费的恢复仍待时日。随着经济的持续复苏，居民收入的回升以及各种促进消费的政策措施下，消费仍然有望维持平稳回升。

市场波动性增加

伴随疫苗在各国均陆续推出，以及北半球天气逐渐转暖，虽然全球疫情仍未结束，但缓解态势开始出现，预期显著好转，市场信心开始增强。中国最早进入后疫情时代，在基数影响下，中国宏观经济数据全面处于高位运行状态。物价结构的转变及经济回暖预期下，通胀预期、尤其是周期品价格上涨预期比较强烈。宏观调控政策的平稳基调不变，财政宽松和货币平稳的组合不变。经济改善为资本市场的中长期向好局面奠定了基础，短期受周期商品价格回升影响，市场结构性调整或有出现，波动将有增加。

事件预测：趋势判断

经济稳中偏升，结构问题仍存

1-2 月经济数据表明供给强于需求，外需强于内需。中国经济运行延续了前期平稳缓回升势头，在出口和投资带动下，工业保持了稳中偏升态势。显然经济运行还具有疫情期间的特征——中外疫情形势差异下，出口保持较高增速，弥补了国内消费疲软的态势。预计此种状态仍将延续 2-3Q。2021 年中国经济平稳中偏升的整体态势不变，但结构性问题也越发突出：楼市泡沫叠加疫情影响，消费增速仍然偏软，经济内在动力仍需多方努力培育。应对性的适合政策仍然是财政偏松下的结构性货币政策。2021 年 H2 后，伴随疫苗进展和进一步激励政策发挥效力，全球经济都将进入疫情后复苏时代。中国经济已率先进入了后疫情时代，防控常态化中各方面经济活动全面恢复，预计经济运行热度仍将逐渐上升，后续增长的态势也更

趋明了。

分析师声明

陈彦利

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。