2021 年 03 月 15 日

证券研究报告•宏观简评报告

数据点评

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

经济数据中的“意料之外”

摘要

- **工业增加值增速继续回升，制造业增速领跑三大门类。**1-2 月份，全国规模以上工业增加值较 2019 年同期两年平均增长 8.1%，为 2014 年以来同期最高水平，同时延续了去年 3 月以来持续复苏的态势，1-2 月工业增加值两年来平均增速较往年同期加快。具体来看，受海内外经济持续复苏、外需持续强势的拉动影响，制造业增加值两年平均增长 8.4%，继续领跑三大工业门类增速。随着“十四五”规划正式出台，各种相关配套政策也将进一步推动经济复苏和高质量增长，预计工业增加值增速将保持平稳上升态势。

- **制造业、基建投资表现略弱，未来可期。**1-2 月，全国固定资产投资（不含农户）比 2019 年同期两年平均增速为 1.7%，环比看，2 月份固定资产投资略有改善，我国投资复苏态势依旧。分产业看，第一产业投资复苏较快；分地区来看，中部地区复苏较快。1-2 月，制造业投资较 2019 年同期两年平均下降 3.4%，制造业投资尚未恢复到疫情之前的水平。分行业来看，高技术制造业对制造业投资拉动效果明显，此外，化学原料和化学制品制造业、专用设备制造业同比增速都比整体制造业投资增速快 10 个百分点以上，但受疫情之下需求减弱影响，汽车制造业和纺织业投资恢复较慢。随着行业持续复苏和制造业旺季来临，预计制造业投资将逐渐回暖。1-2 月份，基础设施投资较 2019 年同期两年平均下降 1.6%，基建投资增速不及预期，与专项债限额下达较晚有关。目前，财政部已向省级财政部门下达了 2021 年提前批专项债额度和一般债额度。同时，近期多地重大项目集中开工，已有 28 个省市区公布了 2021 年基建固定资产投资计划，总投资额约 3.2 万亿元。受新基建拉动和低基数影响，乐观估计全年基建投资增速有望上行至 7%左右。

- **房地产开发投资表现亮眼，中西部地区领跑。**1-2 月份，全国房地产开发投资两年平均增长 7.6%，虽较制造业和基建投资增速更为亮眼，但未及近几年的同期增速。分地区来看，中西部地区领跑房地产开发投资，东部和东北地区稍显逊色。1-2 月份，房地产开发企业房屋施工面积同比增长 11%，全国商品房销售面积增长 1.04 倍。其中，住宅投资较房地产整体开发投资增速快 3.6 个百分点，对房地产开发拉动最多。从房地产开发企业到位资金看，房地产开发企业资金较充裕。在“房住不炒”的背景下，预计今年房地产投资累计增速将总体平稳，略有回落。

- **消费复苏仍有较大提升空间，线上消费发展快。**1-2 月份，社会消费品零售总额同比增长 33.8%，两年平均增长 3.2%，较去年 12 月单月 4.6%的增速进一步下滑。按消费类型来看，餐饮收入仍是社零增速的主要拖累项，1-2 月餐饮收入两年平均下降 2.0%；1-2 月全国实物商品网上零售额两年平均增速为 16%。具体看，尽管 15 个主要商品类别同比增速较高，但从两年平均增速来看，其中 14 个类别的增速较去年 12 月大都有所下降。两会之后，多措并举之下，预计消费复苏将逐渐进入提速阶段。

- **风险提示：**外需恢复和经济复苏不及预期，政策力度不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-58251911

邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦

电话：010-58251904

邮箱：wangrm@swsc.com.cn

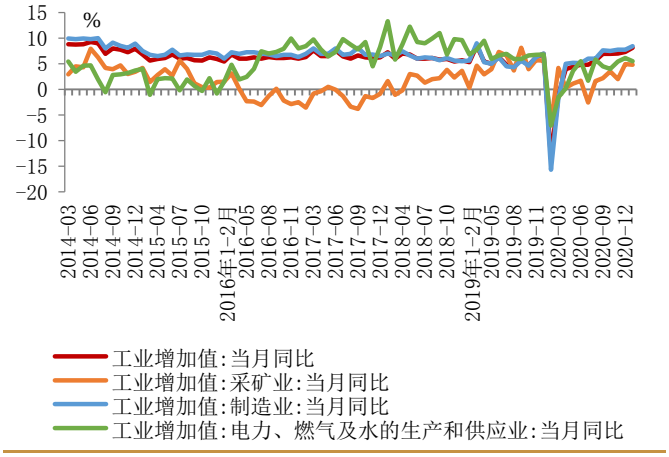
相关研究

1. 开局之年看什么？——“两会”解读与近期宏观热点解析 (2021-03-15)
2. “两会”圆满收关，扬帆出发有方向 (2021-03-12)
3. 1.9 万亿会带来“脱缰”的通胀吗？——美国新一轮财政刺激点评 (2021-03-11)
4. 预期超在哪里？——2 月社融数据点评 (2021-03-11)
5. 全球的“水”来到东方了吗？ (2021-03-10)
6. 贸易“开门红”会维持多久？ (2021-03-08)
7. “6%”的目标之后——2021“两会”政府工作报告解读 (2021-03-07)
8. 地产调控再收紧，美债又掀波澜 (2021-03-05)
9. 回落与分化不改预期向好——2021 年 2 月 PMI 数据点评 (2021-03-01)
10. 绿色经济顶层布局，欧美债券利率承压 (2021-02-26)

1 工业增加值增速继续回升，制造业增速领跑三大门类

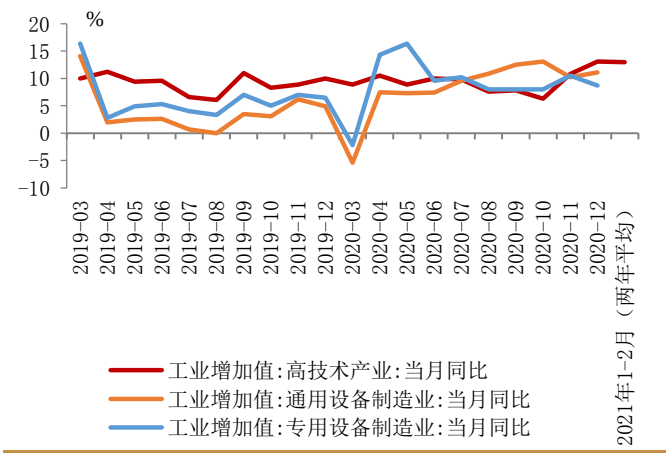
1-2 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 35.1%，比 2019 年 1-2 月份增长 16.9%，两年平均增长 8.1%，为 2014 年以来同期最高水平，同时延续了去年 3 月以来持续复苏的态势，1-2 月工业增加值两年来平均增速较往年同期加快（2019 年 1-2 月规模以上工业增加值同比增速为 5.3%，2018 年为 7.2%）。具体来看，受海内外经济持续复苏、外需持续强势的拉动影响，1-2 月制造业增加值增长 39.5%，两年平均增长 8.4%，继续领跑三大工业门类增速，其中装备制造业和高技术制造业增加值同比分别增长 59.9%、49.2%，两年分别平均增长 10.2%和 13.0%；从产品产量看，新能源汽车，载货汽车，工业机器人，挖掘、铲土运输机械，微型计算机设备同比增速均超过 100%，两年平均增速均超过 10%。制造业增加值的较快增长在之前公布的 PMI 和贸易数据中也已有所体现，中国制造业 PMI 已经连续 12 个月高于临界点，2 月企业生产经营活动预期指数也进一步升至 59.2%，高于上月 1.3 个百分点，美日欧等发达经济体 2 月 PMI 也纷纷站上近期以来的高点；2 月贸易数据显示我国机械设备产品出口增速大幅提升。总体来看，随着全球疫情防控形势的不断向好和美国财政刺激计划的逐渐落地，我国工业增长所面临的外部环境将进一步改善；国内方面，随着“十四五”规划正式出台，各种相关配套政策也将进一步推动经济复苏和高质量增长，预计工业增加值增速将保持平稳上升态势。

图 1：工业增加值增速继续回升，制造业增速领跑三大门类



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：高技术制造业增加值保持较快增长



数据来源：wind、西南证券整理

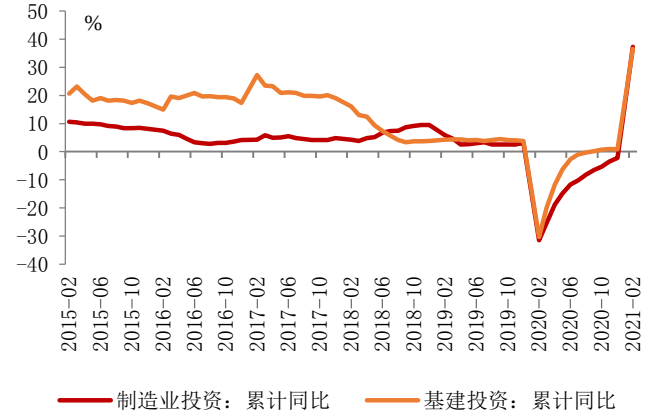
2 制造业、基建投资表现略弱，未来可期

投资端复苏态势依旧，其中第一产业复苏情况较好。1-2 月，全国固定资产投资（不含农户）45236 亿元，同比增长 35%，比 2019 年 1-2 月份增长 3.5%，两年平均增速为 1.7%。虽然低于 2019 年 1-2 月固定资产投资同比增速 6.1%，但从环比看，2 月份固定资产投资比上月增长 2.43%，较 2020 年四季度 2.1%的增速略有改善，显示我国投资复苏态势依旧。从三大产业看，第一、二、三产业投资同比分别增长 61.3%、34.1%和 34.6%，较整体固定资产投资增速高 26.3、-0.9 和-0.4 个百分点，较 2019 年同期两年平均分别增长 15.8%、-1.8%和 2.8%；分地区来看，中部地区复苏较快，东部地区、中部地区、西部地区和东北地区的投资同比分别增长 36.2%、49.4%、36.5%和 26.4%，分别较全国固定资产投资快 1.2、14.4、1.5 和-8.6 个百分点。

制造业投资中高技术制造业拉动效应明显。1-2 月，制造业投资同比增长 37.3%，较整体投资增速高 2.3 个百分点，但较 2019 年同期制造业投资两年平均下降 3.4%，制造业投资尚未恢复到疫情之前的水平。分行业来看，1-2 月高技术制造业投资同比增长 50.3%，其中计算机及办公设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业和医药制造业投资分别增长 99.5%、66.6%和 64%，大幅高于整体制造业投资增速，高技术制造业对制造业投资拉动效果明显；此外，化学原料和化学制品制造业、专用设备制造业同比增速分别为 63.2%、60.2%，都比整体制造业投资增速快 10 个百分点以上；但受疫情之下需求减弱影响，汽车制造业和纺织业投资同比分别增长 16.1%和 24.8%，此外，受之前的行业复苏趋势和行业景气度影响，有色金属冶炼和压延加工业、金属制品业、通用设备制造业的增速都弱于整体制造业。随着行业持续复苏和制造业旺季来临，预计制造业投资将逐渐回暖。

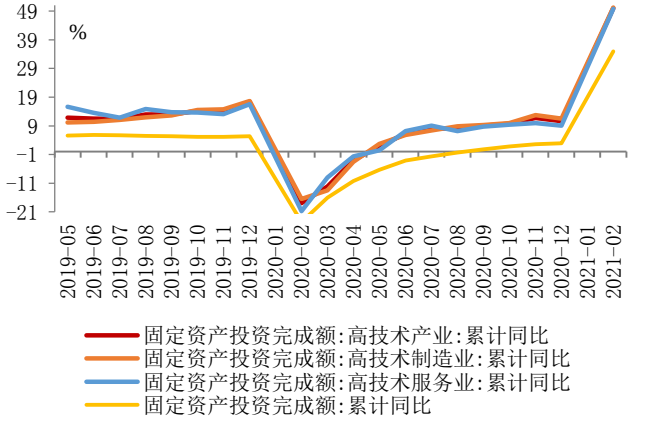
基建投资表现逊于预期，但年内或将发力。1-2 月份，基础设施投资同比增长 36.6%，较整体投资增速快 1.6 个百分点，但较 2019 年 1-2 月两年平均下降 1.6%，基建投资增速不及预期，与专项债下达较晚有关。其中，受节日因素影响，铁路运输业投资同比上涨 52.9%，较整体基建投资更快；但道路运输业投资增长 30.7%，不及基建投资增速；水利、环境和公共设施管理业投资增长 42.2%。目前，财政部已向省级财政部门下达了 2021 年提前批专项债额度和一般债额度，今年拟安排地方政府专项债券 3.65 万亿元，仅略低于去年的 3.75 万亿元。同时，根据中国工程机械工业协会最新公布，2021 年 2 月，纳入协会统计的 26 家挖掘机制造企业共销售各类挖掘机 2.83 万台，同比增幅高达 205%，其中，国内销量同比增长 256%。挖掘热销代表着基建项目建设的快速推进。近期，多地重大项目集中开工，掀起一轮施工热潮。3 月 13 日，海南自贸港 2021 年第二批 110 个建设项目集中开工，总投资 289 亿元，2021 年计划投资 88 亿元；此外，多省市公布 2021 年重大项目建设清单。截至目前，已有北京、上海、重庆、广西等 16 省市区发布了 2021 年重大项目建设投资计划，项目总投资额约 30.34 万亿元，2021 年计划投资额约 6 万亿元；且已有 28 个省市区公布了 2021 年基建固定资产投资计划，总投资额约 3.2 万亿元，“两新一重”项目和“新基建”已成为各地建设重点。受新基建拉动和低基数影响，乐观估计全年基建投资增速有望上行至 7%左右。

图 3：制造业及基建投资累计同比



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：高技术产业投资保持较快增长

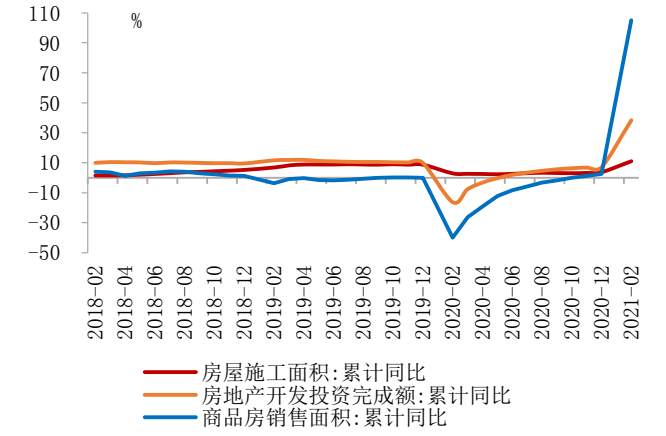


数据来源：wind、西南证券整理

3 房地产开发投资表现亮眼，中西部地区领跑

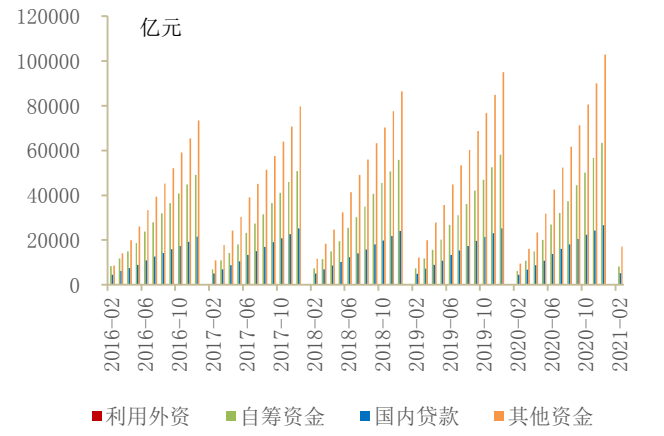
房地产开发投资与销售超预期，中西部地区投资开发表现强势。2021 年 1-2 月份，全国房地产开发投资 13986 亿元，同比增长 38.3%，比 2019 年 1-2 月份增长 15.7%，两年平均增长 7.6%，虽较制造业和基建投资增速更为亮眼，但未及近几年的同期增速（2019 年 1-2 月房地产开放投资同比增速 11.6%，2018 年为 9.9%）。分地区来看，中西部地区领跑房地产开发投资，东部和东北地区稍显逊色。中部地区投资 2640 亿元，增长 52.5%；西部地区投资 2834 亿元，增长 45.1%，投资额均超过全国 10%；而东部地区和东北部分别增长 32.4%、28.6%，远低于全国水平。1-2 月份，房地产开发企业房屋施工面积同比增长 11.0%，全国商品房销售面积增长 1.04 倍。其中，住宅投资 10387 亿元，增长 41.9%，较房地产整体开发投资增速快 3.6 个百分点，住宅销售面积增长 1.08 倍，住宅施工面积占比超过 70%，对房地产开发拉动最多。从房地产开发企业到位资金看，房地产开发企业资金较充裕，房地产开发企业到位资金 30560 亿元，同比增长 51.2%，较 2019 年 1-2 月份增长 24.7%，两年平均增长 11.7%。其中，包含定金及预收款和个人按揭贷款的其他资金来源占比最大，为 55.9%。2 月份，房地产开发景气指数为 101.41，自疫情以来持续走高。今年的《政府工作报告》对解决好大城市的住房突出问题，完善住房市场体系、保障体系都进行了安排和部署，在“房住不炒”的背景下，房地产市场将有条件、有基础进一步持续健康发展，预计今年房地产投资累计增速将总体平稳，略有回落。

图 5：房地产开发与销售表现亮眼



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：房地产开发企业到位资金具体分类



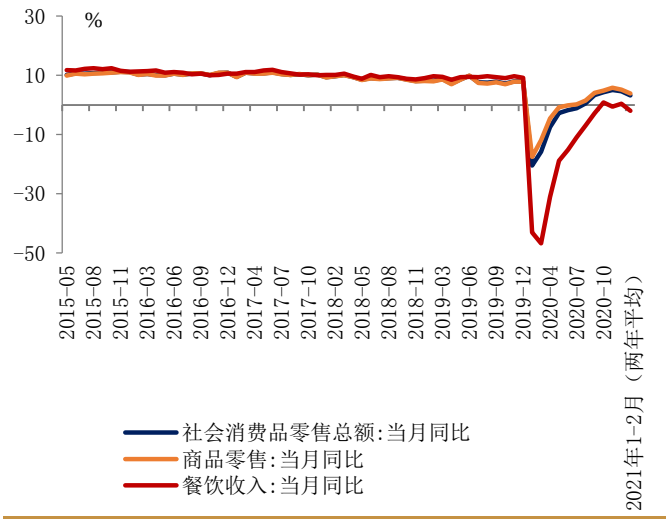
数据来源：wind、西南证券整理

4 消费复苏仍有较大提升空间，线上消费发展快

1-2 月份，社会消费品零售总额同比增长 33.8%，比 2019 年 1-2 月份增长 6.4%，两年平均增长 3.2%，距离近年社会消费品零售总额同期同比仍有差距（2019 年 1-2 月社消同比增长 8.2%，2018 年为 9.7%）；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%。其中，除汽车以外的消费品零售额增长 30.4%，两年平均增长 2.9%；按消费类型来看，餐饮收入仍是社零增速的主要拖累项，1-2 月餐饮收入两年平均下降 2.0%，而商品零售两年平均增长 3.8%； 2020 年初居家生活、办公期间，众多消费者形成“网上下单，配送到家”的消费习惯，线上购物实现逆势增长，2021 年 1-2 月份，全国实物商品网上零售额同比增长 30.6%，增速比上年同期提高 27.6 个百分点，比 2020 年

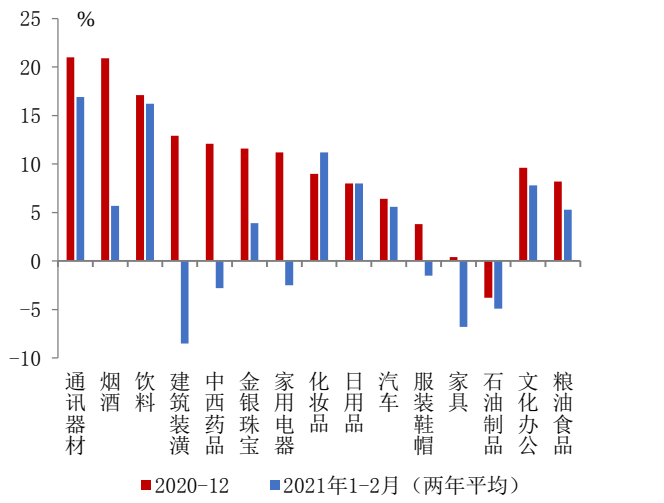
全年提高 15.8 个百分点，两年平均增速为 16%。具体来说，尽管从同比数据来看，1-2 月份限额以上单位商品零售额中，15 个主要商品类别同比增速均超过 15%，但考虑到去年在疫情影响下基数偏低，单纯比较同比增速并不能完全反应消费复苏状况；从两年平均增速来看，通讯器材、饮料、化妆品、日用品类增长较快，增速分别为 16.9%、16.2%、11.2%和 8.0%，其中仅化妆品类增速较去年 12 月有所提高。考虑到今年 1 月份部分地区仍有疫情出现反复，“就地过年”的倡导下“春节效应”对消费的推动也有所减弱，整体消费复苏态势依然相对乏力。商务部部长王文涛在两会期间接受采访时表示，随着我国疫情防控形势持续向好、经济复苏持续向好以及一系列援企纾困政策持续发力，今年将呈现恢复性快速增长。多措并举之下，预计两会之后消费复苏将逐渐进入提速阶段。

图 9：1-2 月社零总额增速（两年平均）回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 10：主要品类消费月度同比增速对比



数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn