总量研究中心

2 月经济数据评论

宏观经济点评

哪些经济数据真正实现增长？

数据：1-2 月固定资产投资累计同比 35%；同期社会消费品零售总额累计同比 33.8%；工业增加值累计同 35.1%。

1、投资：固定资产投资大幅上涨 35%，高增主要源于低基数效应，较 2019 年同期增长 3.5%，靠房地产投资拉动。房地产投资在基数偏高的情况下，增速仍高于制造业和基建，表现较强韧性；基建和制造业投资相对疲软。（1）基建投资累计同比上升至 35%，不及 2019 年同期水平，两年平均下降 1.6%，基建增速放缓或与年初疫情防控趋严有关。两会结束后财政资金将逐步下达，今年基建资金来源充裕，后续投资将有所回升。（2）制造业投资累计同比 37.3%，明显不及 2019 年同期水平，两年平均下降 3.4%，恢复进度放缓。考虑到全球经济复苏带动内外需走强，PPI 进入高速反弹阶段，2 月 PMI 数据显示企业经营预期显著好转，伴随后续制造业进入传统旺季，投资增速或有所反弹。（3）房地产投资累计同比投资增速大幅提升至 38.3%，而去年同期降幅仅有 16.33%，两年平均增长 7.6%，是三大投资中唯一高于 2019 年的分项，韧性较强。

2、社零累计同比攀升至 33.8%，较 2019 年同期增长 6.4%，消费稳步恢复。其中，可选消费品高增，石油制品消费低迷。低基数作用下，受去年疫情影响较大的可选消费品高速增长。分项上金银珠宝类、汽车类和家具类消费同比涨幅较大，粮油食品类和中西药品类等必需品涨幅偏低，石油及制品类消费较低迷，或与今年就地过年有关。

3、工业增加值累计同比 35.1%，较 2019 年同期增长 16.9%，生产端恢复保持强势。三大门类中制造业增长较快，上游采矿业增长相对缓慢。制造业内部装备制造业和高技术产业增势明显；轻工业涨幅较低；金属加工业基数偏高，涨幅相对最低。从两年平均增速来看，装备制造业和高技术产业增速最高，计算机通信和电子行业、电气机械及器材制造业、医药制造业年均增速均在 10%以上，轻工业涨幅最低。

5、1-2 月经济数据在剔除基数效应后，生产端继续表现强于需求端，内需中只有消费和房地产投资高于 2019 年同期。年初疫情防控趋严，对经济起到拖累作用。往前看，由于基数原因，1Q2021 是 GDP 同比高点；但从季调环比来看，预计经济改善幅度将放缓。我们预计 2021 年四个季度实际 GDP 同比分别为 18%、8.2%、7.0%、5.7%。**具体来看：（1）就业改善带动收入扩张，消费稳步改善。**其中，汽车消费需求持续释放，限额以上单位汽车类商品零售额两年平均增速为 5.8%。饮料类、通讯器材类、文化办公用品类、日用品类的两年平均增速均超过 12%。接触性服务业恢复仍较困难，餐饮收入两年平均降幅 2%。往前看，随着就业环境和疫情局势缓解，消费继续稳步改善。**（2）国内外需求改善、叠加补库存，制造业投资改善将有所加快。**随着需求改善、价格回升，企业利润扩张也在逐步加快，库存逐步去化到补库存，海外需求也构成支撑，制造业投资降幅不断收窄。预计后续改善幅度将有所加快。**（3）政策压力下房地产投资表现韧性，预计今年房地产投资保持平稳。**预计一方面，政策严调控房地产背景下，房贷利率难以下降，叠加相对较高的居民杠杆率将对地产销售形成压制，从而影响地产销售-新开工-施工整体链条；另一方面，从房地产投资的构成来看，竣工逻辑下建安投资继续增长，土地购置费对地产投资将形成一定支撑，今年房地产投资保持平稳。**（4）年初基建数据表现不佳，或受到疫情防控趋严和专项债暂缓提前下达等因素干扰，预计今年基建投资温和增长。**今年财政政策力度超预期，专项债发行规模较大，再加上去年的大量沉淀资金，今年基建投资资金来源保持充裕。从十四五规划来看，未来基建投资结构优化，侧重布局新型基建、建设交通强国、建设现代化都市圈等，深化推进传统基建补短板和新型基建促发展，基建项目仍有较大空间。从去年基建不及预期，主要源于优质项目不足、前期工作不扎实导致部分项目短期内无法开工，经过一段时间准备或调整资金用途，今年项目落地情况有望更加顺畅，全年增速或回升至 5%附近。

风险提示：疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨海帆 联系人
yanghaifan@gjzq.com.cn

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

图表 1：2月经济数据点评：消费和房地产投资表现较好

国金宏观2月经济数据点评：消费温和复苏，地产韧性仍存					
经济指标	单月增速（%）		累计增速（%）		数据描述与趋势判断
	1月	2月	1月	1-2月	
社零	-	-	-	33.8	**1-2月社零累计同比攀升至33.8%，去年同期降幅为20.5%。低基数作用下，受去年疫情影响较大的可选消费品高速增长。**社零高涨主要源自低基数效应，比2019年1-2月份增长6.4%；分项上金银珠宝类、汽车类和家具类消费同比涨幅较大，可选消费品继续起到主要拉动作用，粮油食品类和中西药品类等必需品涨幅偏低，石油及制品类涨幅不及去年跌幅，消费较低迷，主要与今年就地过年有关。
投资	-	-	-	35.0	**固定资产投资大幅上涨35%，比2019年1-2月份增长3.5%，两年平均增速为1.7%。房地产投资在基数偏高的情况下，增速仍高于制造业和基建，表现较强韧性；制造业投资低于预期**。伴随两会闭幕后财政资金额度下达，基建投资仍存在进一步加速可能；房地产投资在销售的带动下韧性增长；年初制造业投资较2019年同期低5.95%，低于预期，考虑到内外需反弹和企业经营预期向好，后续制造业投资的表现情况需保持关注。
民间投资	-	-	-	36.4	**民间投资同比大幅增长。投资增速高于固定资产投资整体，表现较好。**
基建投资	-	-	-	35.0	**基建投资同比上升至35%，两年平均下降1.6%，未来增速有望回升。**分项来看，电热燃水生产和供应业上涨（25.5%），铁路、道路交通运输业投资放缓（31%），水利、环境和公共设施管理业同比涨幅最高（42.2%）。**未来看，今年基建资金来源仍较充裕，预计后续基建投资将有所回升。**
制造业投资	-	-	-	37.3	**制造业投资规模低于2019年同期，两年平均下降3.4%，恢复进度明显放缓。**其中，医药制造业涨幅较大（64%），其次是化学原料及化学制品制造业（63.2%），计算机、通信和其他电子设备制造业投资涨幅显著高于去年同期的跌幅（今年41.6%；去年-8.3%），宅家场景消费继续拉动投资增长。未来看，全球经济复苏带动内外需走强，PPI进入高速反弹阶段，2月PMI数据显示企业经营预期显著好转，伴随后续制造业进入传统旺季，预计投资增速或有所反弹。
房地产投资	-	-	-	38.3	**房地产投资累计同比投资增速大幅提升，而去年同期降幅仅有16.33%，绝对值高出2019年同期15.68%，两年平均增长7.6%，是三大投资中唯一高于2019年的分项，韧性较强。**
新开工面积	-	-	-	64.3	**新开工面积累计同比大幅回升。**
资金来源	-	-	-	51.2	**房地产开发资金累计同比涨幅走强。**
商品房销售面积	-	-	-	104.9	**商品房销售面积、销售额累计同比大幅回升。**
商品房销售额	-	-	-	133.4	
出口	24.8	154.9	24.8	60.6	**1-2月进出口数据均表现亮眼，受益于海外经济体生产恢复和内外需共振，同时今年春节就地过年也有助于外贸订单交付。**展望后续，随着全球经济逐步恢复，预计出口继续保持相对高位，进口增速则相对稳定，需要进一步关注海外疫情对进出口可能造成的扰动。一方面随着疫情的消退，海外需求仍在恢复，部分新兴市场的出口份额将“归还”，但仍有一部分市场份额能够留在中国，对出口结构形成支撑；另一方面海内海外疫情仍存在一定不确定性，叠加贸易保持主义对全球化的冲击，是需要关注的风险点。
进口	26.6	17.3	26.6	22.2	
工业增加值	-	-	-	35.1	**1-2月工业生产累计同比涨幅扩大。**从结构来看，采矿业、制造业和公共事业累计同比涨幅均出现大幅回升。
出口交货值	-	-	-	42.5	**出口交货值累计同比大幅回升。**
发电量	-	-	-	19.5	**发电量累计同比持续扩张。**
粗钢产量	-	-	-	12.9	**粗钢产量累计同比涨幅较强。**表明钢厂开工积极度大幅回升。
M1	-	-	14.7	7.4	**1-2月金融数据均超出预期，宽信用收敛循序渐进。**从2月最新数据来看，信贷结构中居民贷款同比大规模多增，主要源于低基数效应；新增中长期企业贷款占比攀升至历史高位，信贷结构优化。而票据融资和企业短贷等信贷规模调节工具保持压降，国股银票转贴现利率一度冲高。
M2	-	-	9.4	10.1	
信贷（万亿）	3.6	1.4	3.6	4.9	
社融（万亿）	5.2	1.7	5.2	6.9	
CPI	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	**CPI和PPI走势持续分化，CPI缓步回升，PPI进入快速上行通道。**2月CPI同比（-0.2%）小幅回升，环比涨幅收窄，不同于除夕所在月份价格明显上涨的历史规律，今年猪周期下行、天气转暖，叠加就地过年节省运力，物价上涨低于预期。年初为制造业淡季，PPI环比涨幅略收窄，同比在基数的影响下提升至1.7%。
PPI	0.3	1.7	0.3	1.0	
制造业PMI	51.3	50.6	-	-	**春节扰动下，年初PMI有所回落。**PMI数据显示，春节扰动下制造业供需均放缓，非制造业受到建筑业拖累，均仍处于景气区间，经济继续稳步修复。制造业和非制造业企业经营信心均显著增强，筑业和服务业企业活动预期指数均创下近7年来新高。
非制造业PMI	52.4	51.4	-	-	
综合PMI	52.8	51.6	-	-	

来源：国家统计局，财政部，中国人民银行，中国货币网，Wind，国金证券研究所

正文如下：

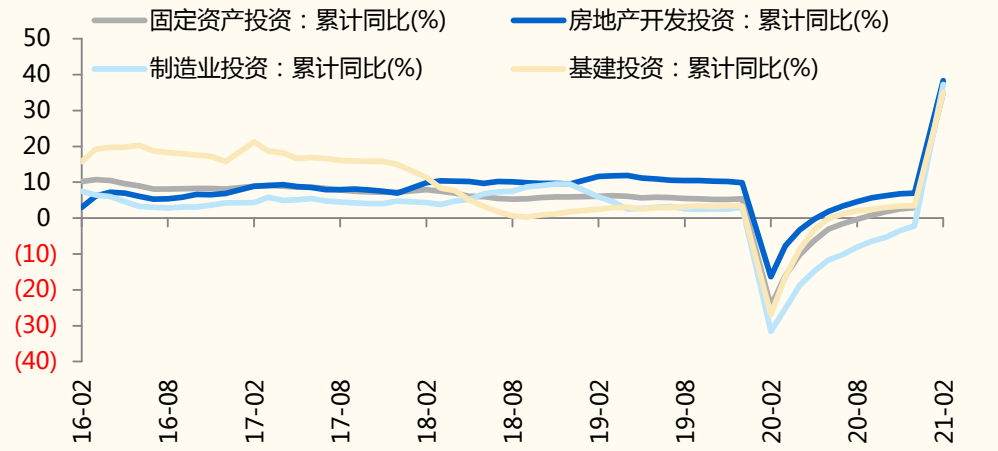
1、固定资产投资大幅上涨 35%，高增主要源于低基数效应，比 2019 年 1-2 月份增长 3.5%，主要靠房地产投资拉动。房地产投资在基数偏高的情况下，增速仍高于制造业和基建，表现较强韧性；基建和制造业投资表现较疲软。

（1）基建投资累计同比上升至 35%，不及 2019 年同期水平，两年平均下降 1.6%，未来增速有望回升。电热燃水生产和供应业、铁路道路交通运输业、水利环境和公共设施管理业同比涨幅分别为 25.5%、31%和 42.2%，去年同期受疫情影响降幅分别为 6.4%、30.1%和 30.1%，铁路道路交通运输业和水利环境和公共设施管理业均不及 2019 年，基建增速放缓或与年初疫情防控趋严有关。展望后续，两会结束后财政资金将逐步下达，今年专项债发行超预期，再加上去年大量沉淀资金，今年基建资金来源充裕，后续投资将有所回升。

（2）制造业投资累计同比 37.3%，明显不及 2019 年同期水平，两年平均下降 3.4%，恢复进度放缓。分行业来看，同比涨幅较高的是医药制造业、化学原料及化学制品制造业和专用设备制造业，分别为 64%、63.2%和 60.2%，计算机、通信和其他电子设备制造业投资涨幅显著高于去年同期的跌幅（今年 41.6%；去年-8.3%），“宅家”场景消费继续拉动相关行业投资增长。高技术产业投资同比增长 50.1%；高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 50.3%、49.8%。展望后续，全球经济复苏带动内外需走强，PPI 进入高速反弹阶段，2 月 PMI 数据显示企业经营预期显著好转，伴随后续制造业进入传统旺季，投资增速或有所反弹。

（3）房地产投资累计同比投资增速大幅提升至 38.3%，而去年同期降幅仅有 16.33%，两年平均增长 7.6%，是三大投资中唯一高于 2019 年的分项，韧性较强。1-2 月房屋新开工面积同比攀升至 64.3%，但低于 2019 年同期 9.47%，竣工面积分别较 2020 年和 2019 年同期增加 40.4%和 8.2%，施工面积同样高于过去 2 年，房屋交付压力下房企加快施工竣工节奏，地产后周期商品玻璃价格自去年 12 月以来上涨至历史高位。受制于行业政策压力，现阶段房地产市场楼热地冷，销售面积分别较 2020 年和 2019 年同期大幅增长 104.9%和 23.14%，而 100 大中城市供应土地面积震荡下行，住宅类用地成交土地溢价率持续低位波动。展望未来，竣工周期推升建安投资，土地购置购置在去年下半年土地成交价款的带动下稳步回升，房地产投资或继续保持韧性。

图表 2：低基数作用下，固定资产投资累计同比大幅增长



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

2、工业增加值累计同比 35.1%，比 2019 年同期增长 16.9%，生产端增势良好。从结构来看，采矿业、制造业、电燃水的生产和供应业均显著反弹；重点企业粗钢产量同比增速上行，全国高炉开工率高于 2020 年和 2019 年同期。可见，相对需求侧，生产端恢复保持强势。

（1）三大门类中，制造业增长较快，上游采矿业增长相对缓慢。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。

（2）从制造业内部结构来看，主要行业均继续改善。

1）装备制造业和高技术产业增势明显。装备制造业、高技术制造业增加值同比分别增长 59.9%、49.2%；从两年平均增速看，分别增长 10.2%、13.0%，高于全部规上工业 2.1、4.9 个百分点。医药制造业、计算机通信和电子行业累计同比涨幅分别为 41.6%和 48.5%，装备制造业中汽车、电气机械、通用设备、专用设备分别增长 70.9%、69.4%、62.4%和 59.2%。

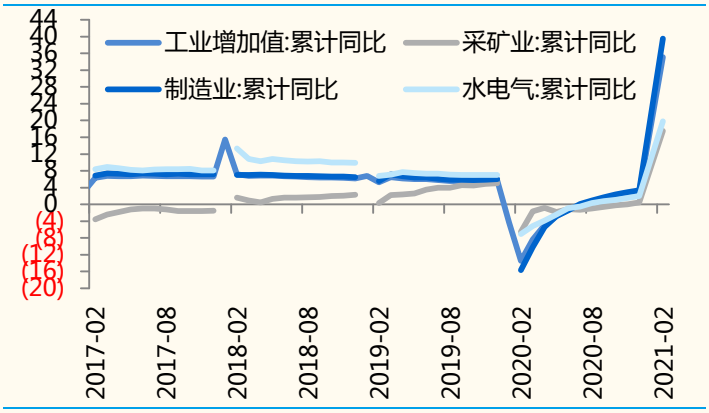
3）轻工业涨幅较低。其中，农副食品加工业、食品制造、纺织业累计同比分别为 22.8%、28.8%、39.5%，均较 2019 年同期有所增长。

4）金属加工业基数偏高，涨幅相对最低。黑色金属冶炼及压延加工行业增加值累计同比仅有 21.6%，去年同期-2%，是在疫情期间降幅最低的行业。有色金属冶炼及压延加工业累计同比 22.7%，去年同期-8.5%。

5）从两年平均增速来看，装备制造业和高技术产业增速最高，轻工业涨幅最低。增速排名靠前的行业有计算机通信和电子行业、电气机械及器材制造业、医药制造业，年均增速分别为 13.14%、12.94%和 11.44%，受益于“宅家”消费拉动和我国产业升级。排名靠后的行业分别为纺织业、农副食品加工业、食品制造业。

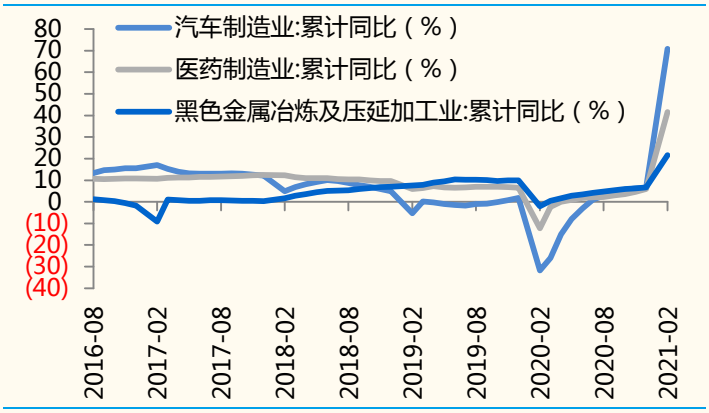
（3）外需拉动工业企业出口交货值累计同比高增。工业出口交货值同比增长 42.5%，两年平均增长 7.4%，有力带动工业生产加快增长。

图表 3：工业增加值同比大幅上升（%）



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 4：装备制造业和高技术产业表现较好（%）



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

3、社零累计同比攀升至 33.8%，较 2019 年同期增长 6.4%，消费稳步恢复。

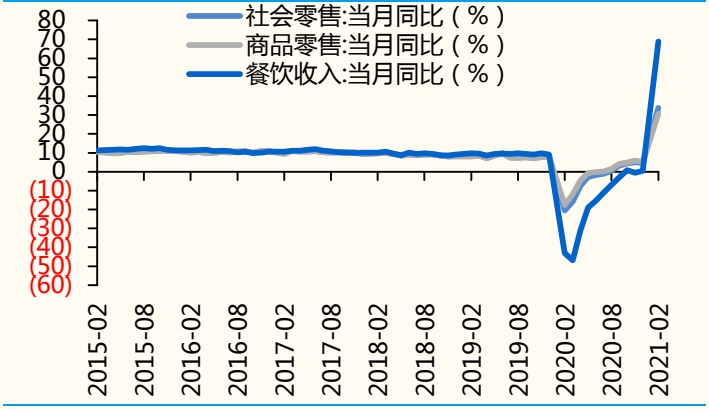
其中，可选消费品高增，石油制品消费低迷。低基数作用下，受去年疫情影响较大的可选消费品高速增长。分项上金银珠宝类、汽车类和家具类消费同比涨幅较大，粮油食品类和中西药品类等必需品涨幅偏低，石油及制品类消费较低迷，主要与今年就地过年有关。

（1）低基数作用下，地产链条类涨幅较大。建筑装潢材料、家具、家电零售额涨幅分别为 52.8%、58.7%和 43.2%，两年平均增速分别为 3.05%、2.73%和 0.12%。

（2）升级型消费稳步修复，通讯类消费保持高增。通讯类消费累计同比 53.1%，两年平均增速 18.16%，增速是仅次于饮料类的第二高。石油及制品类是唯一负增长的分项，今年涨幅不及去年同期跌幅，两年平均增速低至-5.15%。

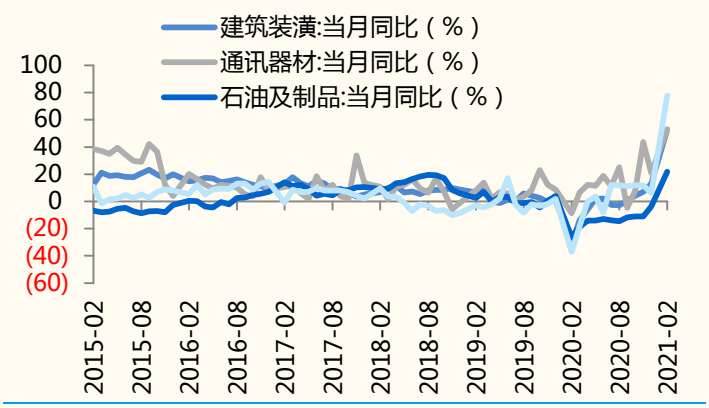
（3）在促进汽车消费政策带动下，汽车消费需求持续释放。限额以上单位汽车类商品零售额同比增长 77.6%，两年平均增速为 5.8%。

图表 5：消费稳步修复



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 6：汽车消费增长



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

风险提示：

1、 疫情扩散速度和范围远超预期，导致经济和社会活动受到重大影响；

2、 政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；

3、 部分行业受到负面影响远超预期。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402