

1-2 月经济数据点评

环比好才是真的好

低基数主导高增长；外需强劲拉动工业增加值环比，就地过年政策对固定资产投资影响偏正面，对消费影响偏负面；关注春节假期影响因素消退后 3 月经济数据环比表现。

- 1-2 月工业增加值同比增速 35.1%，比 2019 年 1-2 月份增长 16.9%，两年平均增长 8.1%。其中采矿业增速 17.5%，制造业增速 39.5%，公用事业增速 19.8%，高技术产业增速 49.2%。
- 1-2 月社零同比增速 33.8%，比 2019 年 1-2 月份增长 6.4%，两年平均增速为 3.2%。除汽车以外的消费品零售额增长 30.4%，两年平均增长 2.9%。
- 1-2 月固定资产投资增速为 35%，比 2019 年 1-2 月份增长 3.5%，两年平均增速为 1.7%，其中 1-2 月民间固定资产投资增速 36.4%。其中制造业投资增长 37.3%，基建投资增长 36.6%。
- 1-2 月房地产投资增速 38.3%，比 2019 年 1-2 月份增长 15.7%，两年平均增长 7.6%。其中住宅投资增速 41.9%。1-2 月房地产施工面积同比增长 11%，商品房销售面积比 2019 年 1-2 月份增长 23.1%，两年平均增长 11.0%，商品房销售额比 2019 年 1-2 月份增长 49.6%，两年平均增长 22.3%，70 大中城市中有 56 城新建商品住宅价格环比上涨，比 1 月的 53 城涨价范围有所扩大。房地产投资资金来源中定金预收和按揭贷款占比增速双双走高。
- **基数低导致 1-2 月经济数据整体高增长。**1-2 月工业增加值、固定资产投资和社零都实现了 30%以上的同比涨幅，主要源自 2020 年同期的低基数，但从环比来看，工业增加值和固定资产投资均超过 2013 年-2019 年历史同期水平，社零的环比增速远低于历史同期水平，表明生产端的恢复持续强劲，但消费整体是偏弱的。考虑到就地过年对生产和投资影响偏正面，对消费影响偏负面，预计 3 月之后春节效应的影响逐渐淡化，外需的恢复速度、内需的结构性调整以及居民收入的恢复情况将重新主导月度经济数据环比增速。
- **2021 年国内经济重点是面向未来。**2021 年政府工作报告中对今年经济增长目标定在 6%，明显低于市场预期的 8%以上，考虑到高基数情况下完成通胀目标 3%的压力较小，我们认为市场预期与政府计划的增速差，有可能是留给经济转型的政策空间。预计积极的财政政策将维持结构性调整，并且以民生支出为重点，但稳健的货币政策目标比较复杂，一是需要防范国内资产泡沫，二是防范来自海外的不稳定不确定因素造成的影响，三是引导资金投向实体经济中符合产业转型升级的方向。两会结束后，宽松的货币环境可能边际小幅收紧，预计资金拆借利率波动中枢将有所上行，制造业投资可能成为货币政策调整的受益者。

风险提示：全球通胀上行速度和幅度过快；全球流动性回流美债。

相关研究报告

《需求超预期，关注持续性：8 月经济数据点评》2020.9.15

《GDP 增速或受贸易拖累，国内复苏趋势依然向好：9 月和三季度经济数据点评》2020.10.19

《年底看好工业补库存和消费弹性：10 月经济数据点评》2020.11.16

《当经济复苏衔接转型升级：11 月经济数据点评》2020.12.15

《生产无忧，消费有虑：12 月和四季度经济数据点评》2021.1.18

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

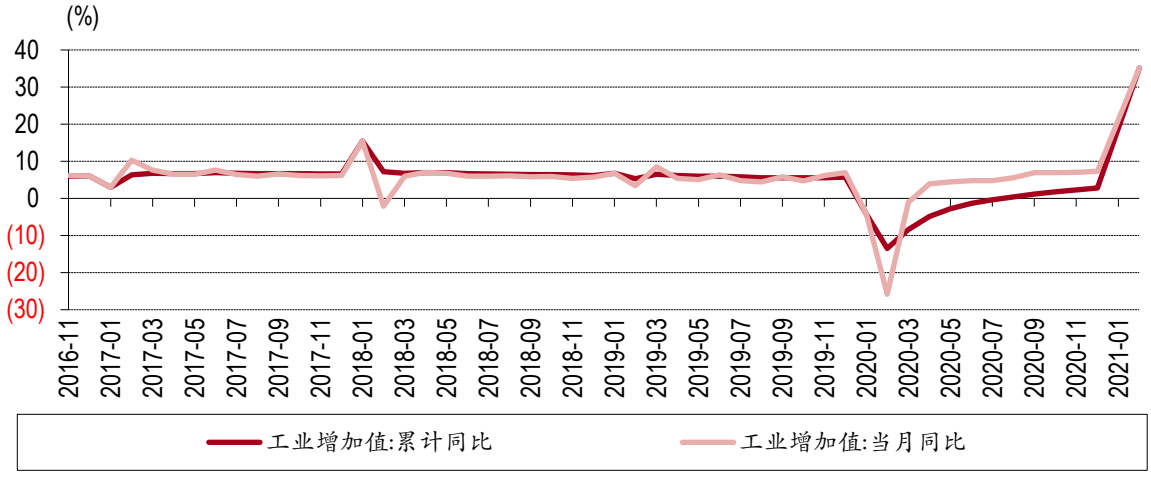
证券分析师：张晓娇
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

工业增加值环比高增长

1-2 月工业增加值增速超预期。1-2 月工业增加值同比增速 35.1%，高于市场预期的 31.3%，比 2019 年 1-2 月份增长 16.9%，两年平均增长 8.1%。1-2 月工业增加值同比增速高主要是因为 2020 年同期低基数影响，但受到就地过年政策影响，2021 年春节前后生产情况好于往年，叠加海外经济复苏需求拉动，共同影响 1-2 月工业增加值同比增速超预期。

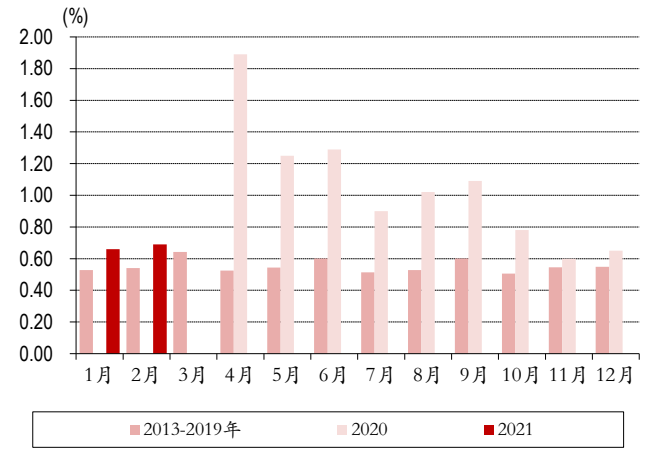
图表 1. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

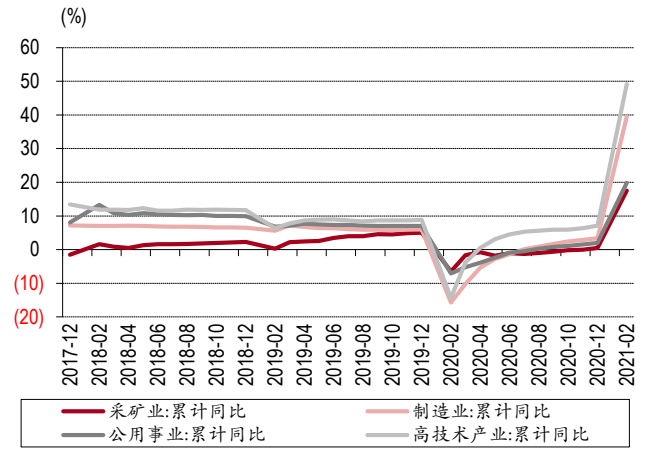
1-2 月环比增速强劲超历史同期平均水平。从环比增速来看，1 月工业增加值环比增长 0.66%，2 月环比增长 0.69%，明显高于 2013 年-2019 年同期平均水平的 0.53%和 0.54%，同时也略高于 2020 年 11 月和 12 月工业增加值环比增速。从行业分类来看，1-2 月采矿业工业增加值累计同比增速 17.5%，制造业累计同比增速 39.5%，公用事业累计同比增速 19.8%，高技术产业累计同比增速 49.2%。在低基数影响下 1-2 月各行业工业增加值累计同比增速大幅回升，高技术产业工业增加值增速最高，制造业次之。从企业类型来看，1-2 月私企工业增加值同比增长 43.8%，国企工业增加值同比增速 23%，股份制企业同比增速 34.2%，外企增长 41.4%。2020 年 3 月国内经济恢复以来，工业增加值环比增速逐步回落接近 2013-2019 年同期月环比增速水平，2021 年 1-2 月环比增速较历史水平有所上升，同样是受到就地过年和海外经济复苏的双重影响，预计随着春节效应消退，工业增加值环比增速将主要跟随国内外复苏需求波动。

图表 2. 工业增加值环比



资料来源：万得，中银证券

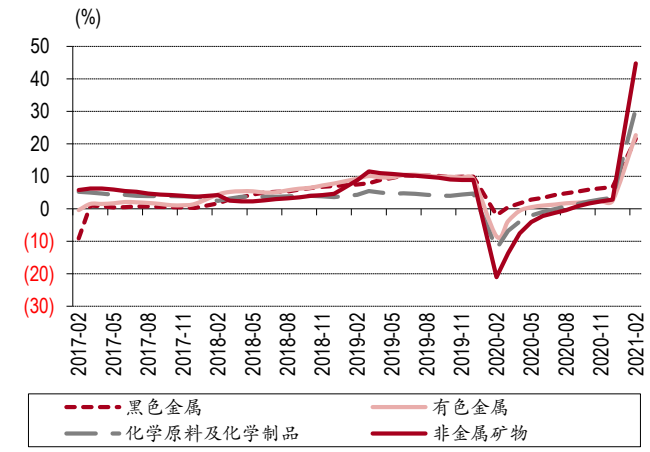
图表 3. 各行业工业增加值累计同比



资料来源：万得，中银证券

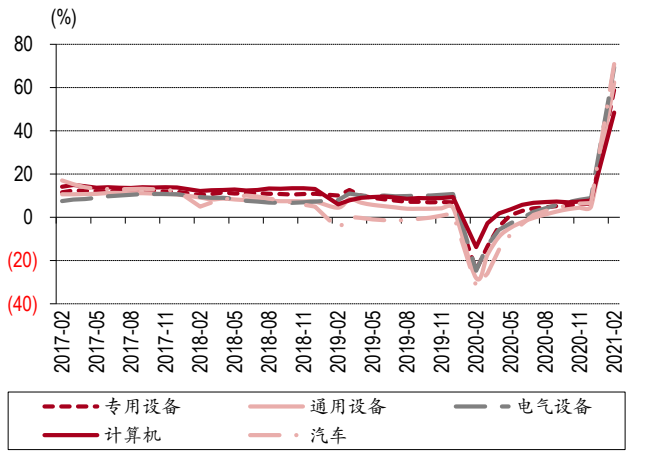
中游工业增加值同比增速更高。上游行业方面，化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长30.8%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长 44.8%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长 21.6%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长 22.7%。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长 62.4%，专用设备制造业增加值累计同比增长 59.2%，汽车制造业增加值累计同比增长 70.9%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长 69.4%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长 48.5%。下游行业工业增加值累计同比增速表现相对平稳，食品制造业增加值累计同比增长 28.8%，纺织业增加值累计同比增长 39.5%，医药制造业增加值累计同比增长 41.6%。制造业工业增加值同比高增主要是受到基数效应的影响，整体来看，下游增速相对平稳，中游增速整体较高，但需要关注的是，2 月 PPI 同比快速上行，可能导致中游制造业利润空间被挤压，需要关注制造业内部利润结构变化的情况。

图表 4. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 中游制造业工业增加值当月同比增速

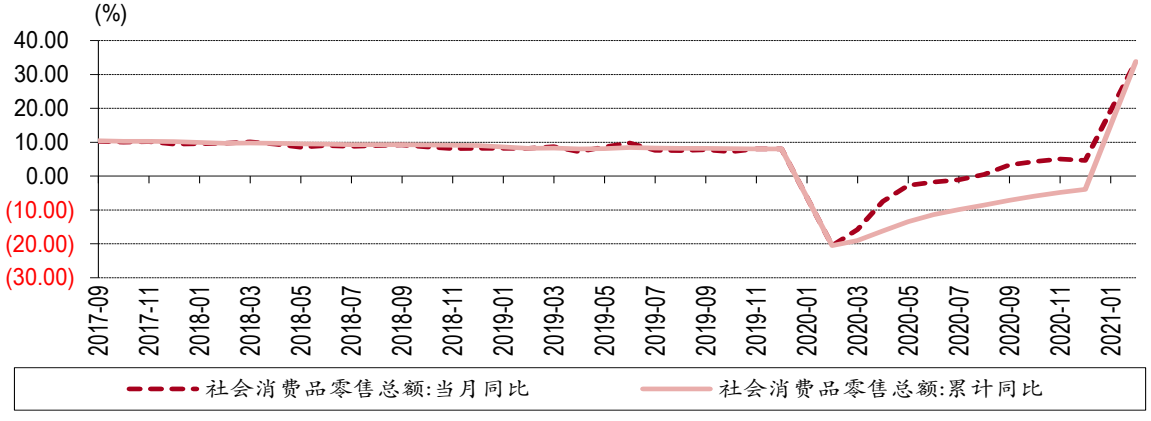


资料来源：万得，中银证券

消费环比疲弱

1-2 月社零高增长源自基数低。1-2 月社零同比增速 33.8%，高于市场预期的 31.7%，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%。从环比增速来看，1-2 月社零环比分别为下降 1.4%和增长 0.56%，远低于 2013 年-2019 年历史同期的 0.66%和 0.74%，一方面是受到就地过年政策的影响，另一方面表现出居民收入低增长对居民消费的影响持续时长超出市场预期。接下来需要重点关注居民收入增长情况。

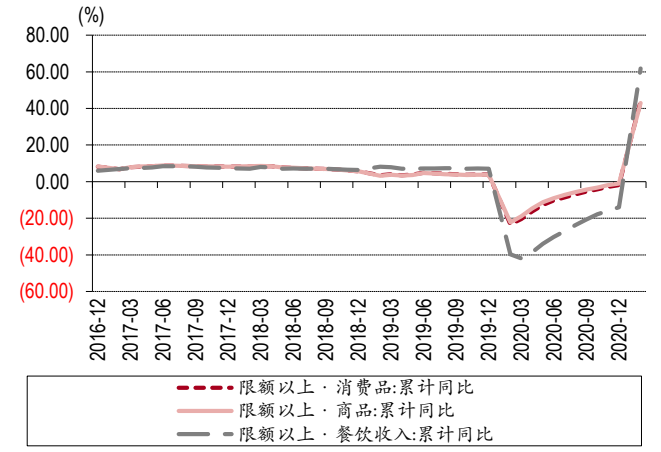
图表 6. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

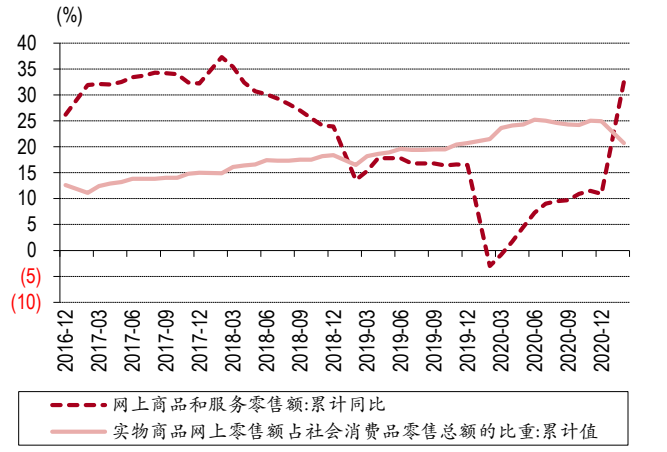
限额以上消费维持高增长。1-2 月限额以上企业消费品零售总额累计同比增速 43.9%，其中商品零售总额同比增速为 42.9%，餐饮收入总额同比增速 61.8%，商品消费依然维持了向限额以上消费集中的趋势。1-2 月网上零售额占比为 25.2%，较 2020 年同期下降了 1.1 个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为 32.5%，主要是受低基数影响。从城乡消费增速来看，1-2 月乡村的消费增速 26.7%，两年平均增长 1.3%，城镇消费同比增速 34.9%，两年平均增长 3.4%。1-2 月餐饮行业收入增速 68.9%，两年平均下降 2.0%，商品销售收入增速 30.7%，两年平均增长 3.8%。1-2 月限额以上消费整体维持此前上网化、限额化的趋势。

图表 7. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

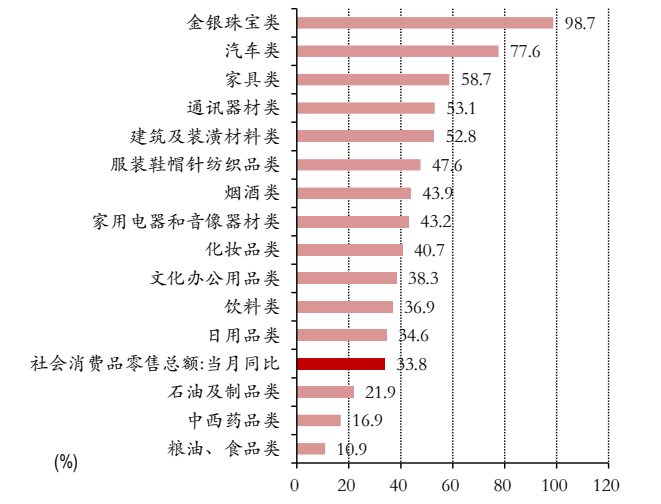
图表 8. 网上零售额的占比和增速



资料来源：万得，中银证券

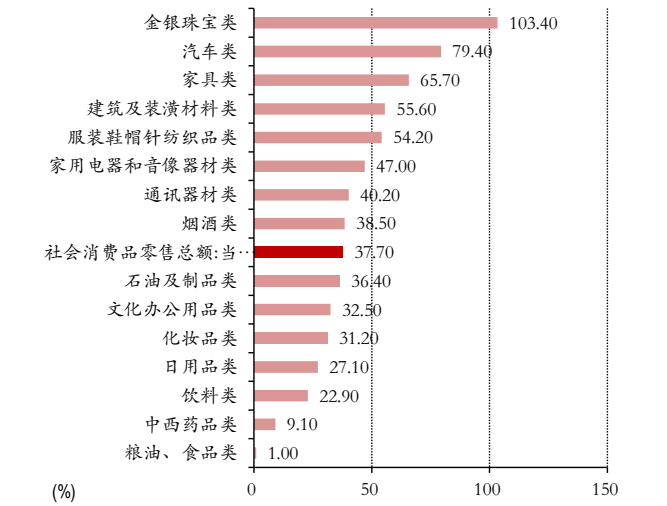
春节期间弹性消费品占比有所上升。从同比增速来看，1-2 月限额以上企业商品零售总额同比增速 42.9%，同比增速较高的细分行业包括金银珠宝、汽车、家具等，增速较低的包括粮油食品、中西药品、石油制品等。与 2020 年相比增幅显著的依然是金银珠宝、汽车、家具等，增幅偏低的则包括粮油食品、中西药品、饮料、日用品等必需消费品。从 1-2 月消费结构来看，与 2020 年相比占比明显上升的是服装鞋帽、金银珠宝和通讯器材，与去年同期相比占比上升的还有可选消费品当中的汽车、家具等。

图表 9. 各品类社零当月同比



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 各品类社零累计同比增速较 2020 年变化

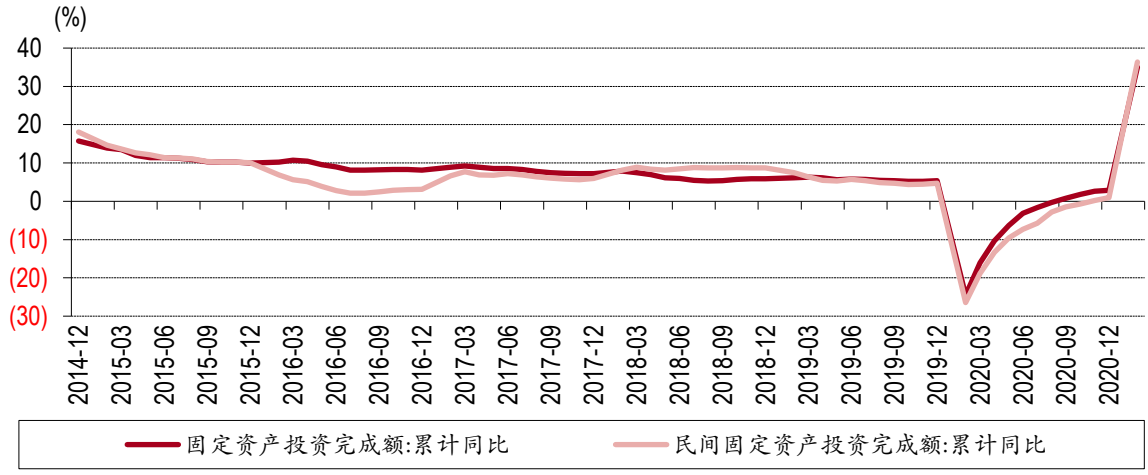


资料来源：万得，中银证券

固定资产投资增速低于预期

制造业投资增速维持快速上行。1-2 月固定资产投资增速为 35%，比 2019 年 1-2 月份增长 3.5%，两年平均增速为 1.7%，其中 1-2 月民间固定资产投资增速 36.4%。从环比增速来看，1-2 月固定资产投资增长 2.51%和 2.43%，显著高于 2013 年-2019 年同期的 0.89%和 0.8%，且 1-2 月固定资产投资环比增速较 2020 年四季度明显上升，打破了 2013 年以来固定资产投资增速环比持续下行的趋势，加之企业中长期贷款持续高增，关注固定资产投资特别是制造业投资的变化趋势。

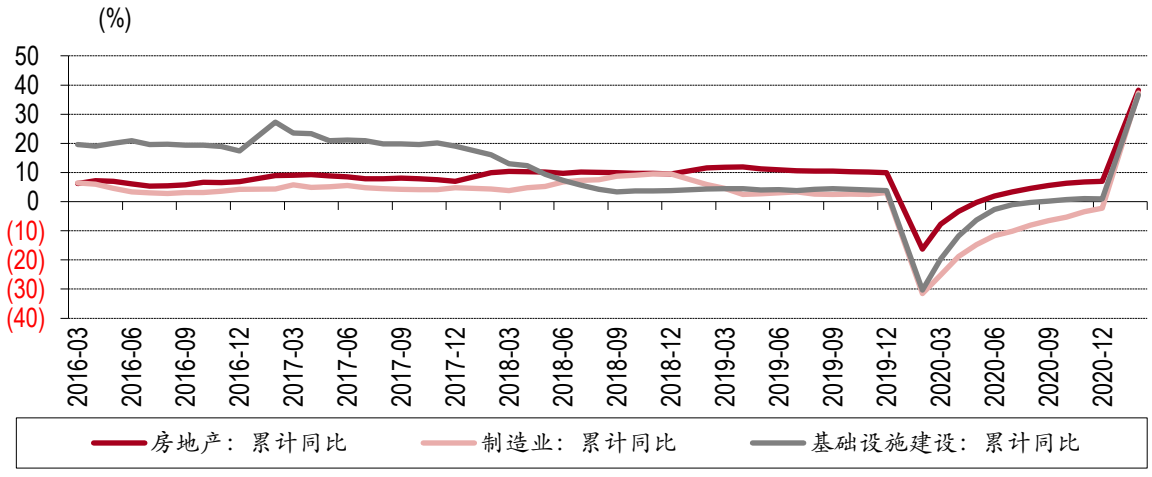
图表 11. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

1-2 月房地产投资增速依旧强势。分类别看，制造业投资 1-2 月累计同比增长 37.3%，基建投资累计同比增长 36.6%，地产投资累计同比增长 38.3%。从产业分类来看，第一产业累计同比增长 61.3%，第二产业累计同比增长 34.1%，第三产业累计同比增长 34.6%；从地区来看，东部累计同比增长 36.2%，中部增长 49.4%，西部增长 36.5%，东北这种 26.4%；从企业类型来看，内资企业累计同比增长 34.8%，国企同比增长 32.9%，外资企业增长 22.9%。从制造业细分行业看，累计同比增速较 2020 年明显上升的包括化学原料、专用设备、农副食品、电气机械、金属制品、通用设备等。

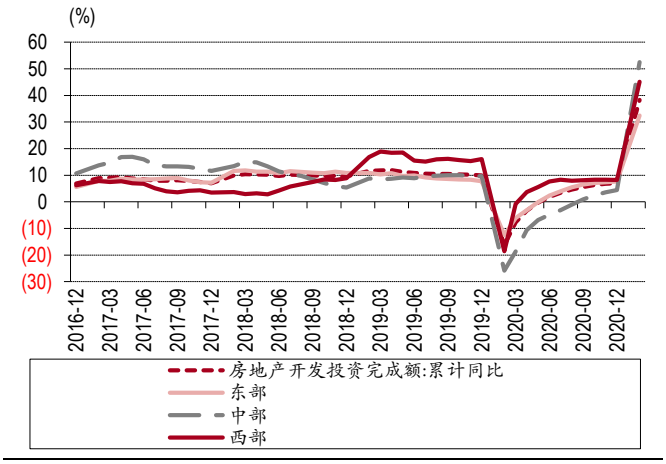
图表 12. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

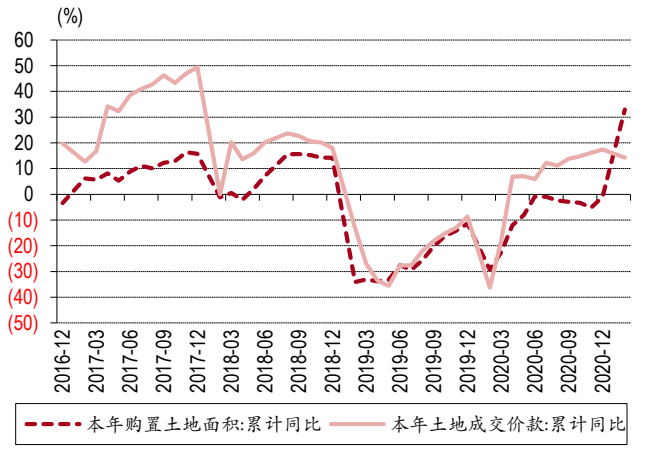
房地产投资维持高增长，1-2 月土地成交价款增速较前期有所下行。1-2 月房地产投资增速 38.3%，比 2019 年 1-2 月份增长 15.7%，两年平均增长 7.6%。其中东部地区累计同比增长 32.4%、中部地区累计同比增长 52.5%、西部地区累计同比增长 45.1%。从房地产分类来看，住宅投资增速 41.9%、办公楼投资增速 22.8%、商业地产投资增速 27.8%。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-2 月累计同比增长 33%和 14.3%，其中土地成交价款增速较 2020 年下降 3.1 个百分点。1-2 月房地产新开工面积累计同比增长 64.3%，施工面积同比增长 11%，竣工面积同比增长 40.4%。整体来看，12 月房地产行业购地增速快速上行、新开工增速持续改善、竣工增速持续上行。整体来看，房地产投资整体依然维持高增长。

图表 13. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：万得，中银证券

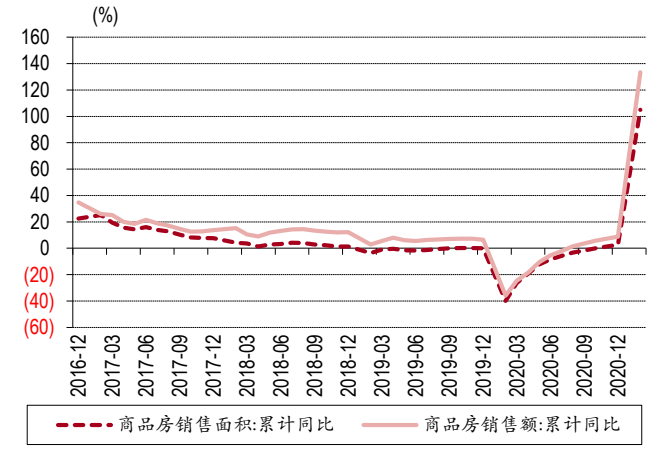
图表 14. 土地购置面积和成交额累计同比



资料来源：万得，中银证券

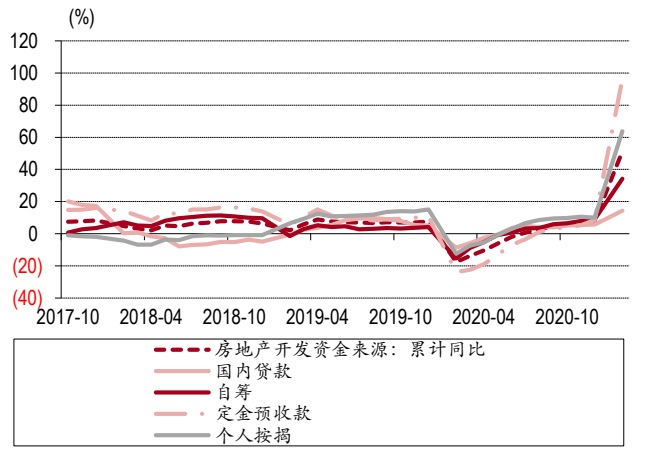
1-2 月房价表现强劲。1-2 月商品房销售面积同比增长 104.9%，比 2019 年 1-2 月份增长 23.1%，两年平均增长 11.0%，商品房销售额累计同比增长 133.4%，比 2019 年 1-2 月份增长 49.6%，两年平均增长 22.3%，70 大中城市中有 56 城新建商品住宅价格环比上涨，比 1 月的 53 城涨价范围有所扩大。1-2 月商品房待售面积同比下降 1.1%，其中住宅面积同比下降 3.9%，办公楼累计同比下降 1.5%，商业地产累计同比下降 2.6%。从房地产投资资金来源看，1-2 月国内贷款占比 17%，较 2020 年上升 3.2 个百分点，定金和预付款的占比 36%，2020 年上升 1.5 个百分点，个人按揭贷款占比上升 0.7 个百分点，自筹资金占比下降 5.8 个百分点。从增速看，1-2 月房地产开发资金来源累计同比增速 51.2%，其中国内贷款资金来源增速 14.4%，定金和预付款增速 96.3%，按揭贷款资金来源增速 63.7%。房地产投资资金来源中定金预收和按揭贷款占比增速双双走高，也与金融数据中居民中长期贷款强劲相吻合。

图表 15. 商品房销售面积和销售额累计同比



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 房地产行业各渠道资金来源增速



资料来源：万得，中银证券

结论：环比好才是真的好

基数低导致 1-2 月经济数据整体高增长。1-2 月工业增加值、固定资产投资和社零都实现了 30%以上的同比涨幅，主要源自 2020 年同期的低基数，但从环比来看，工业增加值和固定资产投资均超过 2013 年-2019 年历史同期水平，社零的环比增速远低于历史同期水平，表明生产端的恢复持续强劲，但消费整体是偏弱的。考虑到就地过年对生产和投资影响偏正面，对消费影响偏负面，预计 3 月之后春节效应的影响逐渐淡化，外需的恢复速度、内需的结构性调整以及居民收入的恢复情况将重新主导月度经济数据环比增速。

2021 年国内经济重点是面向未来。2021 年政府工作报告中对今年经济增长目标定在 6%，明显低于市场预期的 8%以上，考虑到高基数情况下完成通胀目标 3%的压力较小，我们认为市场预期与政府计划的增速差，有可能是留给经济转型的政策空间。预计积极的财政政策将维持结构性调整，并且以民生支出为重点，但稳健的货币政策目标比较复杂，一是需要防范国内资产泡沫，二是防范来自海外的不稳定不确定因素造成的影响，三是引导资金投向实体经济中符合产业转型升级的方向。两会结束后，宽松的货币环境可能边际小幅收紧，预计资金拆借利率波动中枢将有所上行，制造业投资可能成为货币政策调整的受益者。

风险提示：

全球通胀上行速度和幅度过快；全球流动性回流美债。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371