

## 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%；工业增加值累计同比 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；另一方面海内外疫情仍存在一定不确定性，叠加贸易保护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，建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：

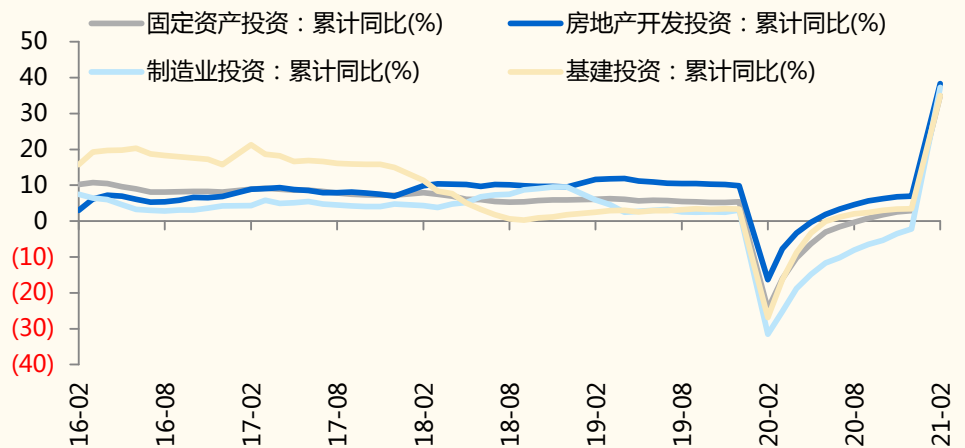
**1、固定资产投资大幅上涨 35%，高增主要源于低基数效应，比 2019 年 1-2 月份增长 3.5%，主要靠房地产投资拉动。** 房地产投资在基数偏高的情况下，增速仍高于制造业和基建，表现较强韧性；基建和制造业投资表现较疲软。

**(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%。

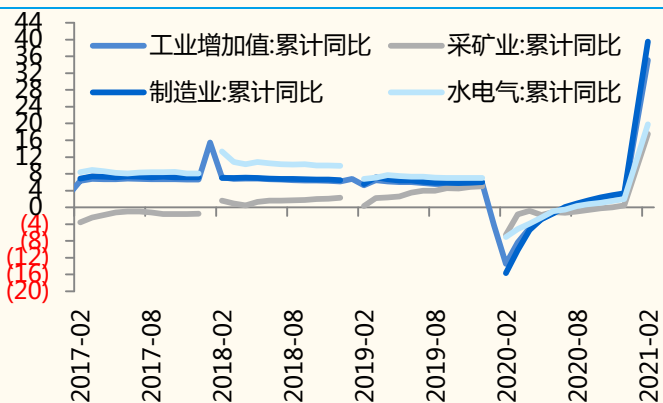
3) 轻工业涨幅较低。其中，农副食品加工业、食品制造、纺织业累计同比分别为 22.8%、28.8%、39.5%，均较 2019 年同期有所增长。

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。

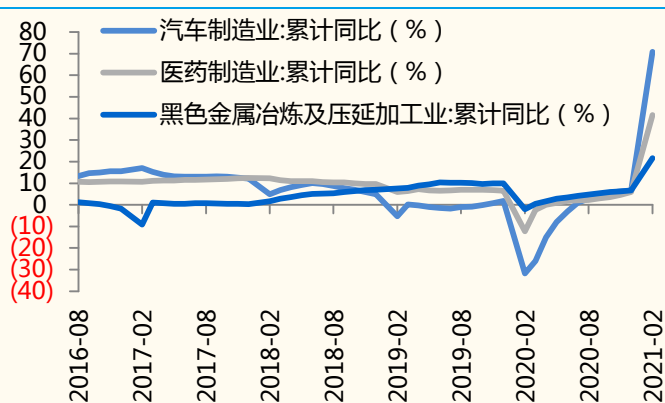
(3) 外需拉动工业企业出口交货值累计同比高增。工业出口交货值同比增长 42.5%，两年平均增长 7.4%，有力带动工业生产加快增长。

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。

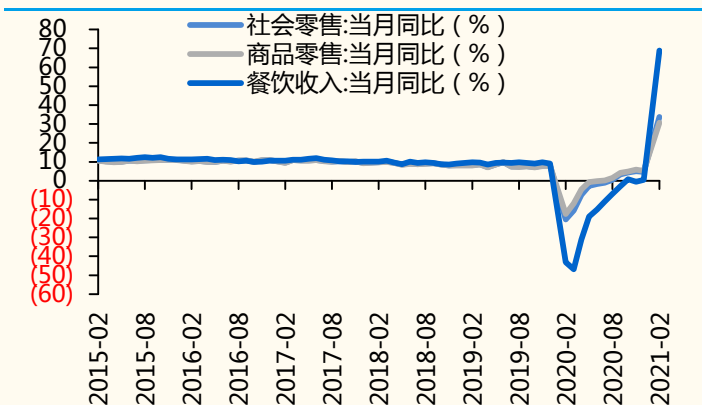
其中，可选消费品高增，石油制品消费低迷。低基数作用下，受去年疫情影响较大的可选消费品高速增长。分项上金银珠宝类、汽车类和家具类消费同比涨幅较大，粮油食品类和中西药品类等必需品涨幅偏低，石油及制品类消费较低迷，主要与今年就地过年有关。

(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%。

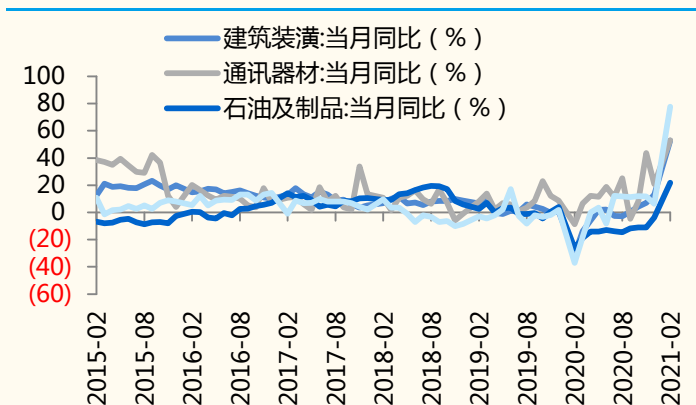
(3) 在促进汽车消费政策带动下，汽车消费需求持续释放。限额以上单位汽车类商品零售额同比增长 77.6%，两年平均增速为 5.8%。

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。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_17443](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17443)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn