

总量研究

出口旺、地产强、社零暖，一季度继续强复苏

——2021年1-2月实体经济数据点评

要点

事件：2021年3月15日，国家统计局公布2021年1-2月实体经济数据，工业增加值1-2月累计增速35.1%，预期31.3%；固定资产投资1-2月累计增速35%，预期38%；社零1-2月累计增速33.8%，预期31.7%。

核心观点：

1-2月，出口旺、地产强、社零暖，均大幅超预期，也支撑生产达到历史高位。制造业和基建虽然低于预期，但主要是受到了节前疫情防控和冷冬的冲击。向前看，出口依然保持强劲态势，节后基建项目施工加快，专项债滚存资金转化为实物投资，预计3月份制造业和基建增速也会逐步恢复。整体来看，一季度经济仍然保持强劲复苏态势。

生产：出口支撑下，达历史高位

1-2月的工业增加值超市场预期，相对2019年同期增长16.9%，为近年来同期较高水平。制造业是拉动生产上行的核心动能，主要是受到了春节期间出口企业提前开工的提振。向前看，上半年欧美需求复苏快于生产，消费品出口增速继续上行，也将对整体生产带来支撑。

固投：节前疫情及冷冬冲击已过，继续维持复苏态势

节前疫情防控和冷冬对于制造业及基建的冲击落地。1-2月基建和制造业投资，相对2019年均均为负增长，是受到了节前疫情防控及冷冬的冲击。进入3月份，随着出口依旧保持强劲态势、节后基建项目施工加快、专项债滚存资金转化为实物投资，预计3月份制造业和基建增速也会逐步恢复。

年后居民按揭款到位，支撑地产投资增速进一步上行。1-2月房地产投资相对2019年同期增长15.7%，增速相对2020年大幅上行。融资政策持续收紧下，开发商加快推盘，增加预售资金回流，加快竣工，结转利润以降低杠杆。从资金来源看，1-2月居民购房款大幅增加，减轻了开发商的资金压力，这也是年后房地产投资增速跳升的重要原因之一。

消费：暖意盎然，可选必选消费回升

社零超市场预期，1-2月社零相对2019年同期增长6.4%，主要是受到了通讯、饮料、化妆品、办公等可选消费品，及食品、日用品等必选消费品提振，地产后端链条（家具、家电、建材）则表现一般。春节前后疫情防控严峻，就地过年下，家具、建材等大件消费被抑制，但是“悦己类”消费及饮食需求快速释放。向前看，随着疫苗接种持续推进和天气逐渐转暖，出行、聚餐、户外娱乐活动的需求也将进一步提升，全年消费将温和复苏。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001

0755-23946159

zhaogegge@ebsecn.com

相关研报

美国通胀怎么看——光大宏观周报
(2021-03-14)

信贷数据淡季不淡，企业融资需求旺盛——2021年2月金融信贷数据点评 (2021-03-11)

通胀进入上行通道，但难以成为货币政策掣肘——2021年2月价格数据点评 (2021-03-10)

欧美消费复苏快于生产，消费品出口继续上行——2021年1-2月贸易数据点评 (2021-03-07)

1.9万亿法案参议院闯关成功，投向哪里，有何不同——《全球朱格拉周期开启》第四篇 (2021-03-07)

两会亮点：实际财政超预期，推动基建强势反弹——2021年全国两会点评报告 (2021-03-06)

“碳中和”下的中国方案——《全球朱格拉周期开启》第二篇 (2021-03-01)

疫情冲击2月PMI数据，但业务活动预期大幅好转——2021年2月PMI数据点评兼光大宏观周报 (2021-02-28)

全球朱格拉周期开启：碳中和、美国更新、供应链再造——2021年春季宏观策略报告 (2021-02-23)

目 录

一、	开年数据表现分化，出口旺、地产强、社零暖，制造业和基建受冲击	3
二、	生产：出口和冷冬支撑下，达历史高位	3
三、	固投：节前冷冬和疫情冲击靴子落地	4
	年后居民按揭款到位，支撑地产投资增速进一步上行	4
	节前疫情防控和冷冬对于制造业及基建的冲击落地	5
四、	社零：暖意盎然，可选必选消费回升	7

图目录

图 1：制造业是拉动生产上行的主要动能	4
图 2：1-2 月，我方对主要贸易对手国的出口增速进一步上行	4
图 3：1-2 月居民购房款大幅增加，大幅缓解开发商的资金压力	5
图 4：2020 年全年，居民购房款占开发商资金来源的 52%	5
图 5：竣工和房屋销售面积增速大幅提升	5
图 6：2021 年 2 月，居民长期贷款大幅提升	5
图 7：2021 年 1-2 月，制造业中汽车、纺织受冲击最大，电子设备及医药维持较高增速	6
图 8：1-2 月基建相对 2019 年同期负增长	7
图 9：1-2 月高技术制造业投资增速依然高于整体制造业投资	7
图 10：1-2 月通讯、饮料、化妆品相对 2019 年同期大幅提升	7
图 11：可选及必选消费增速提升，居住类商品下滑	7

一、开年数据表现分化，出口旺、地产强、社零暖，制造业和基建受冲击

事件：2021年3月15日，国家统计局公布2021年1-2月实体经济数据，工业增加值1-2月累计增速35.1%，预期31.3%；固定资产投资1-2月累计增速35%，预期38%；社零1-2月累计增速33.8%，预期31.7%。

核心观点：1-2月，出口旺、地产强、社零暖，均大幅超预期，也引发生产（相对2019年增速）达到了历史高位。制造业和基建虽然低于预期，但主要是受到了节前疫情防控和冷冬的冲击，这与2月PMI数据出现回落是一致的，也表明年底的冷冬和疫情扰动实质性落地。

向前看，各项领先指标指向企业仍对未来保持乐观预期，企业中长期信贷大幅增长，制造业PMI、建筑业PMI及服务业PMI中的商务活动预期均在2月上行。进入3月份，随着出口依旧保持强劲态势、节后基建项目施工加快、专项债滚存资金转化为实物投资，预计3月份制造业和基建增速也会逐步恢复。消费也出现转暖势头，就地过年下，居民娱乐、饮食等需求释放，支撑消费增速超预期。预计随着疫苗接种推进和天气转暖，居民需求将温和复苏。

整体来看，一季度经济仍然保持强劲复苏态势。

表1：2021年1-2月，社零超预期，投资低于预期

月份	GDP (单季同比)	固定资产投资 (累计同比)	社零 (单月同比)	工业增加值 (单月同比)	出口 (单月同比)
2020年11月	-	2.6%	5.0%	7.0%	21.1%
2020年12月	6.5%	2.9%	4.6%	7.3%	18.1%
2021年1-2月	-	35%	33.8%	35.1%	60.6%
2021年1-2月 相对于2019年同期	-	3.5%	6.4%	16.9%	33%
2021年1-2月 市场预期	-	38%	31.7%	31.3%	41.8%

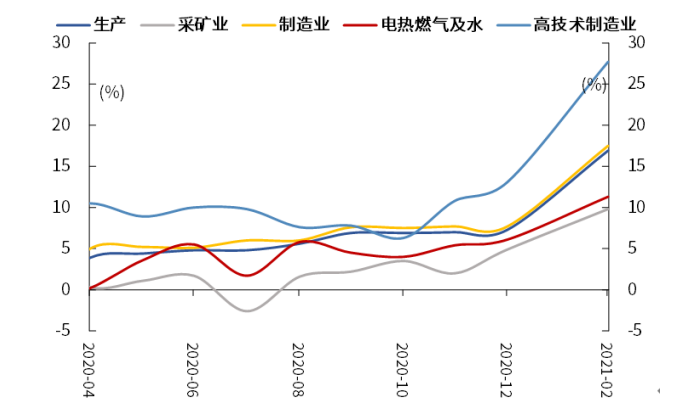
资料来源：Wind，光大证券研究所（备注：市场预期为Wind一致预期，进出口均为美元计价）

二、生产：出口和冷冬支撑下，达历史高位

工业增加值超预期，主要受春节期间出口企业提前开工的提振。1-2月的工业增加值超市场预期，两年平均增长8.1%，比2019年同期增长16.9%，高于2020年（2020年年内最高单月增速为12月的7.3%），为近年来较高水平。分三大门类看，采矿业、制造业和电热燃气及水生产供应，相对于2019年同期的增速¹分别为9.8%、17.5%及11.3%。制造业是拉动生产上行的核心动能，主要是受到了春节期间出口旺盛，企业提前开工的提振。

¹统计局历史数据应有回溯调整，如果统计局公布的两年几何平均增速，我们直接用两年几何平均增速来计算相对2019年同期增速；如果统计局未公布，比如重点商品的零售额，我们以统计局直接公布的零售额绝对值来计算；基建分项中的铁路、公路投资等，我们以2016年为基期，乘以每年度公布的累计增速，向前滚动计算得到绝对值，再计算相对2019年的投资增速。

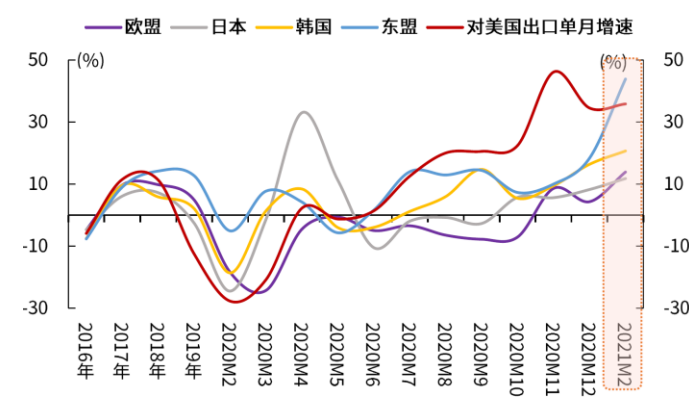
图 1：制造业是拉动生产上行的主要动能



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021 年 1-2 月增速，为 2021 年 1-2 月与 2019 年同期相比

图 2：1-2 月，我方对主要贸易对手国的出口增速进一步上行



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021 年 1-2 月增速，为 2021 年 1-2 月与 2019 年同期相比

向前看，美国新一轮 1.9 万亿法案已经落地，1400 美元每人的补贴将在 3 月份开始寄送，继续支撑居民消费。但是，就业端来看，美国 2 月份大部分新增就业出现在休闲和酒店行业，整体商品生产的新增就业依然为负。欧美消费复苏快于生产，反映到我国出口端，导致 1-2 月份的消费品出口跳升，但工业品出口并未大幅回升。因此，我们依然对 2021 年上半年出口增速保持乐观，海外供需缺口将继续支撑中国出口，也会对生产带来较强支撑。但是下半年，随着海外发达经济体疫苗接种顺利推动，供应链逐步启动，预计下半年出口有一定下滑风险。

三、固投：节前冷冬和疫情冲击靴子落地

固投不及预期，主要受到制造业和基建拖累，体现出节前冷冬及防疫措施升级的冲击。2021 年 1-2 月，固定资产投资累计增速 35%，略低于市场预期的 38%；比 2019 年 1-2 月份增长 3.5%，低于 2020 年 5 月之后的单月增速。固投不及预期，主要受制造业和基建拖累，而地产增速则进一步上行。

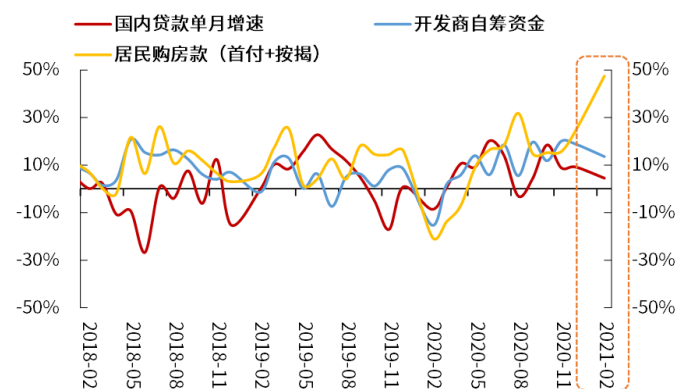
年后居民按揭款到位，支撑地产投资增速进一步上行

1-2 月房地产投资增速 38.3%，相对 2019 年同期增长 15.7%，高于 2020 年所有单月同比增速（2020 年 12 月单月同比增速为 9.3%，2020 年最高单月同比增速为 10 月的 12.7%）。房地产竣工和销售增速大幅提升，1-2 月竣工和房屋销售面积相对于 2019 年同期分别增长 8.2% 及 23.1%，相对于 2020 年单月同比增速均大幅提升。但是，新开工增速则出现回落，1-2 月新开工面积相对 2019 年同期增长 -9.4%，增速相对 2020 年 12 月的 6.3% 出现回落。

行业融资政策持续趋紧下，开发商去库存、去杠杆进程延续，一方面加快推盘，增加预售资金回流，以减缓融资政策趋紧下的资金压力，另一方面，将加快竣工节奏，结转利润，降低杠杆。从资金来源看，1-2 月居民购房款大幅增加，相对于 2019 年同期增长了 47%（2020 年 12 月单月增速为 25%），大幅减轻了开发商的资金压力，也是支撑年后房地产投资增速突然跳升的重要原因之一。

向前看，渡过年后居民房贷集中投放期，居民购房款的增长速度可能会放缓，这也会使得开发商投资增速进一步大幅上行的动能减弱。但是，开发商依然要加快结转去杠杆，依然要加快推盘预售，预计 2021 年房地产投资依然会维持强劲。

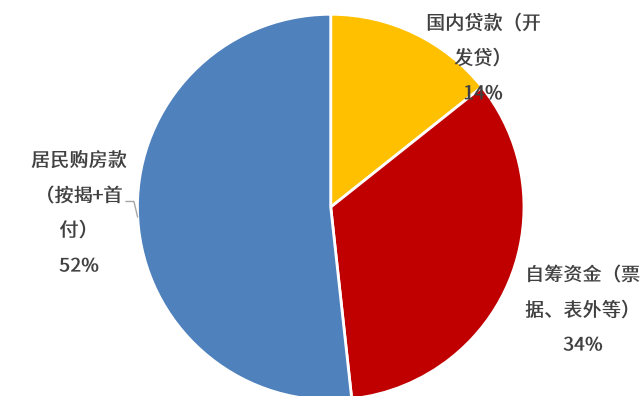
图 3：1-2 月居民购房款大幅增加，大幅缓解开发商的资金压力



资料来源：Wind，光大证券研究所

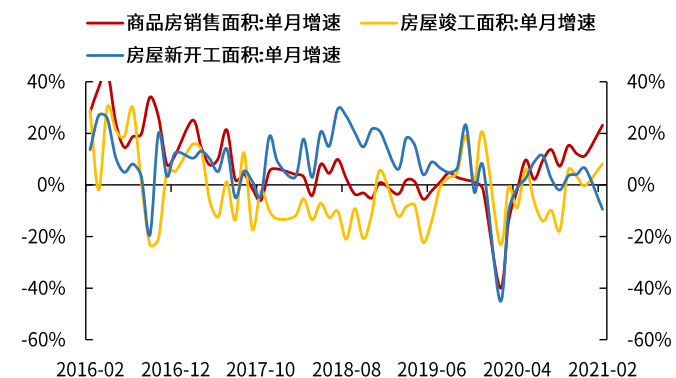
备注：2021 年 1-2 月增速，为 2021 年 1-2 月到位资金与 2019 年同期相比

图 4：2020 年全年，居民购房款占开发商资金来源的 52%



资料来源：Wind，光大证券研究所

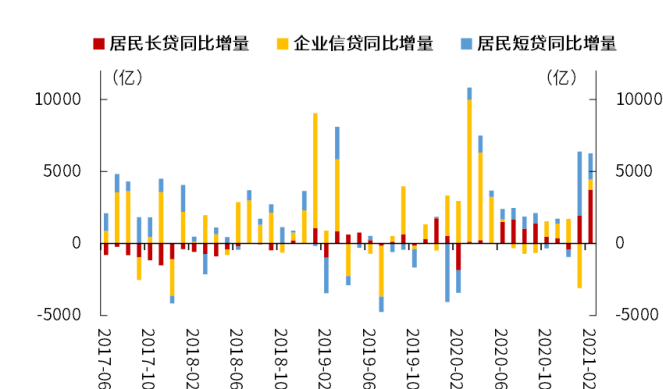
图 5：竣工和房屋销售面积增速大幅提升



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021 年 1-2 月增速，为 2021 年 1-2 月绝对值与 2019 年同期相比

图 6：2021 年 2 月，居民长期贷款大幅提升



资料来源：Wind，光大证券研究所

节前疫情防控和冷冬对于制造业及基建的冲击落地

疫情防控和冷冬对于制造业及基建的冲击落地，二者相对 2019 年均录得负增长。1-2 月制造业投资增速 37.3%，相对 2019 年同期增长-6.7%，低于 2020 年 5 月及之后的单月增速（2020 年 12 月单月为 8.8%）。狭义基建投资增速 36.6%，相对 2019 年同期增长-3.2%，低于 2020 年 4 月之后的单月增速（2020 年 12 月单月为 0%）。数据不及预期，主要是受春节前疫情反复及冷冬带来的冲击扰动，2021 年 2 月制造业 PMI 和生产 PMI 出现了超季节性下滑，与本次实体经济数据表现是一致的。

但是，向前看，各项领先指标指向制造业和基建动能有望进一步恢复。2月企业中长期信贷继续大幅增长，制造业 PMI、建筑业 PMI 及服务业 PMI 中的商务活动预期在 2 月上行，均表示企业对未来保持乐观预期。进入 3 月份，随着出口依旧保持强劲态势，和节后基建项目施工加快，专项债滚存资金转化为实物投资，预计 3 月份制造业和基建增速也会逐步恢复。

另一方面，高技术制造业投资在年后依然表现较强，在两会利好扶持下，高端设备购置和技改投资将继续引领制造业投资复苏。2021 年 1-2 月份，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%，两年平均增长分别为 10.2%、13.0%，增幅大幅高于制造业整体投资。

图 7：2021 年 1-2 月，制造业中汽车、纺织受冲击最大，电子设备及医药维持较高增速

需求侧产业链条	行业分类	投资占比	2020年Q1相对于2019年	2020年			2021年	
				2020-Q2相对于2020-Q1	2020-Q3相对于2020-Q2	2020-Q4相对于2020-Q3	2021年1-2月同比	相对于2019年同期
房地产、基建	黑色金属	2.5%	-27%	13%	12%	1%	29%	7%
	有色金属	2.4%	-13%	2%	3%	7%		
	合计	4.9%						
食品	农副产品	5.0%	-24%	16%	11%	6%	54%	-6%
	食品	2.7%	-25%	17%	8%	3%	38%	-11%
	酒、饮料、茶	1.7%	-31%	5%	5%	6%		
	烟草	0.1%	-33%	9%	6%	-1%		
	合计	9.5%						
出口：低技术(纺织、家具等)	纺织	3.0%	-28%	15%	11%	4%	25%	-30%
	纺织服装	2.3%	-48%	8%	5%	1%		
	皮、毛、羽及制品	1.1%	-23%	5%	3%	2%		
	木材加工	2.2%	-30%	7%	3%	2%		
	家具	2.1%	-29%	9%	3%	1%		
	化学原料及制品	7.0%	-35%	17%	5%	8%	63%	9%
	造纸	1.3%	-9%	3%	7%	6%		
	合计	19.8%						
出口：高技术(机械、电气等)	电子设备	8.0%	-27%	20%	2%	1%	42%	30%
	通用设备	6.7%	-34%	19%	6%	6%	24%	-20%
	专用设备	7.2%	-37%	14%	4%	6%	60%	2%
	金属制品	5.3%	-27%	15%	4%	5%	35%	-17%
	非金属矿物制品	9.9%	-31%	14%	4%	4%		
	合计	37.1%						
产业升级	运输设备	1.3%	-29%	15%	5%	9%	40%	-16%
	仪器仪表	1.5%	-64%	5%	-1%	-6%		
	电气机械	6.4%	-20%	11%	5%	5%	39%	-8%
	医药	3.1%	-20%	26%	8%	7%	64%	28%
	合计	12.2%						
汽车链条	汽车	6.1%	-26%	6%	4%	4%	16%	-32%
	橡胶、塑料	3.4%	-33%	17%	8%	6%		
	合计	9.5%						
其他	印刷	0.9%	-37%	9%	2%	1%		
	文娱	1.4%	-38%	10%	6%	-4%		
	石油、煤炭	1.5%	-23%	15%	1%	4%		
	废弃资源综合利用	1.3%	-32%	9%	1%	5%		
	其他	1.3%	-26%	24%	-11%	4%		
	合计	6.4%						

资料来源：Wind，光大证券研究所

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_17445

