宏观点评

结构端的分化与背离—全面解读 1-2 月经济

事件： 2021 年 1-2 月工业增加值同比 35.1%（预期 31.3%，前值 7.3%）；1-2 月固定资产投资同比 35.0%（预期 38.1%，前值 2.9%），其中：房地产投资增长 38.3%（前值 7.0%）；基建投资同比 35.0%（前值 3.4%）；制造业投资同比 37.3%（前值-2.2%）。1-2 月社零同比 33.8%（预期 31.7%，前值 4.6%）。

核心观点：“出口-生产”与“疫情受控-消费/服务业”链条共振扩张，投资端略低于预期，整体看尚属强劲，需关注结构端的分化与背离。

1、生产端：工业生产扩张再提速，服务业加速修复。1-2 月工业增加值较 2019 年同期增长 16.9%，两年平均增速为 8.1%，较去年底增速再度走高，反映工业生产仍在加速扩张。主因内外需求强劲和“就地过年”对春节生产的拉动，这与我们前期报告《“就地过年”对经济的实际影响如何？》中的判断一致。服务业加速修复，主因地产、信息技术服务业高景气。分行业看，制造业增势良好，有色、电子、专用设备业增加值增速升幅较大；医药、运输设备跌幅较大。往后看，出口有望维持高景气，叠加国内经济复苏、需求回暖的带动，全年工业生产有望保持强势。

2、消费端：好于预期，疫情拖累持续减退。1-2 月社零较 2019 年同期增长 6.4%，好于此前春节期间消费 4.9%的增速，应是冬季疫情迅速受控影响下，“就地过年”对整体消费并无明显拖累，这也与我们前期报告中的判断一致。分项看，商品零售增速明显提升，餐饮消费回落；食品饮料、通讯器材、日用品、文化办公用品、化妆品增速提升较多；家电、建材消费回落较多。往后看，我国疫苗接种有望加速，疫情影响将继续减退，全年消费有望好于预期。

3、就业端：失业率季节性回升，距正常水平仍有距离。1、2 月城镇调查失业率分别为 5.4%、5.5%，环比分别小幅上升 0.2、0.1 个百分点，升幅略小于 2019 年同期平均的 0.2 个百分点，主要应还是受到春节因素季节性影响。1-2 月累计新增就业规模 148 万人，仍低于 2019 年同期，显示我国经济距正常水平仍有一段距离。

4、投资端：地产景气仍高，制造业意外回落，基建继续回落

>地产销售量价齐升，土地成交和新开工增速回落。1-2 月商品房销售面积、销售金额较 2019 年同期量价齐升，反映虽然地产政策收紧，但市场需求仍然十分坚挺。土地成交震荡回落，主因政策调控持续加码。地产投资增速再度走高，建安施工应是主要贡献；施工竣工续升，新开工回落，可能是反映了前期拿地持续下行以及政策压力的影响。往后看，地产政策持续加码下，预计地产景气仍将趋于下行；但今年政策稳字当头、不急转弯，地产回落的斜率和幅度可能比预期温和。

>制造业投资意外回落，后续仍有望延续修复。1-2 月制造业投资较 2019 年同期意外回落，与 PMI 工业企业生产活动预期和 BCI 企业投资前瞻指数均维持高位的走势也明显背离。分行业看，电子设备、化工、有色、专用设备制造业的投资增速提升较多，与我们前期报告《从资本开支看，哪些行业可能加速修复？》中的判断基本一致，纺织、汽车、运输设备制造业增速回落较多。往后看，我们认为本月制造业投资回落更多是受到冬季疫情等因素扰动的短期波动，后续制造业投资仍有望延续修复。

>基建投资继续放缓，全年可能略好于预期。1-2 月广义、狭义基建投资较 2019 年同期均回落，延续了去年 10 月以来的放缓趋势。经济复苏强劲，基建发力必要性持续降低应是主因。往后看，基建发力的必要性仍低，难有高增速。但考虑到今年财政政策收缩程度低于预期，专项债 3.65 万亿仍然维持较高水平，叠加十四五开局之年的重大项目陆续开工，全年基建投资可能略好于预期，预计仍将保持一定增长。

5、整体看，1-2 月经济增长动能依然强劲，主因“出口-工业生产”和“疫情受控-消费/服务业”链条共振，同时地产维持高景气，但制造业投资和基建投资不及预期需密切跟踪。维持此前判断：一季度经济高增可期；今年政策稳字当头、不急转弯，对防风险有所弱化；货币政策将较去年收紧，但不会过快转向，预计往年的惯例操作“普惠降准”仍有望看到。短期看：1）继续密切跟踪中美关系可能的进展；2）紧盯国内高频数据，前瞻判断经济走势。

风险提示：疫情演化超预期，外部环境恶化超预期，政策力度不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 杨涛

邮箱：yangtao3123@gszq.com

相关研究

1、《高频与政策半月观—“两会”后政策、经济和疫苗的节奏》2021-03-14

2、《有底线有余地—2021“两会”9 大信号（附 10 张对比表）》2021-03-05

3、《“就地过年”对经济的实际影响如何？》2021-02-23

4、《“就地过年”对经济冲击有多大？》2021-01-24

5、《超预期的表与里—2020 经济全面回顾与 2021 展望》2021-01-18

内容目录

生产端：工业生产扩张再提速，服务业加速修复 3
消费端：好于预期，疫情拖累持续减退 4
就业端：季节性回升，距正常水平仍有距离 5
投资端：地产景气仍高，制造业意外回落，基建继续回落 5
地产销售量价齐升，土地成交和新开工增速回落 5
制造业投资意外回落，后续仍有望延续修复 6
基建投资继续放缓，全年可能略好于预期 7
风险提示 8

图表目录

图表 1：工业生产扩张再提速 3
图表 2：服务业加速修复 3
图表 3：分行业工业增加值增速变动 4
图表 4：商品零售增速多数提升，餐饮消费明显回落 4
图表 5：1-2 月调查失业率季节性回升 5
图表 6：新增就业规模仍低于 2019 年同期 5
图表 7：商品房销售量价齐升 6
图表 8：土地成交面积增速回落 6
图表 9：地产投资增速再度走高 6
图表 10：新开工回落，施工竣工续升 6
图表 11：制造业投资增速回落 7
图表 12：企业投资经营预期仍在高位 7
图表 13：分行业制造业投资增速变动 7
图表 14：基建投资增速持续放缓 8
图表 15：专项债 3.65 万亿仍然维持较高水平 8

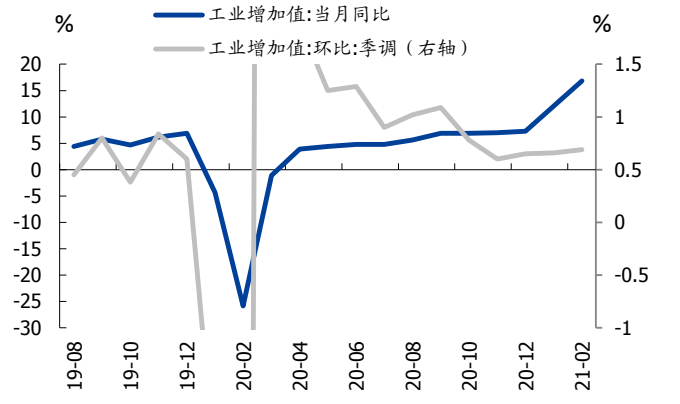
1-2 月经济数据普遍跳升，主因去年同期低基数影响。为了更好地比较，我们主要使用 2019-2021 年 1-2 月两年复合平均增速来去除低基数的影响，并配合环比增速、较 2019 年同比增速等角度综合分析，以求客观分析去除基数效应后经济复苏的真实情况。

生产端：工业生产扩张再提速，服务业加速修复

工业生产扩张再提速，明显好于市场预期。1-2 月工业增加值较 2020 年同比跳升至 35.1%（2020 年 12 月为 7.3%），明显高于市场预期的 31.3%；较 2019 年 1-2 月增长 16.9%，两年平均增速为 8.1%。环比角度看，2020 年 11 月至 2021 年 2 月的工业增加值季调环比分别为 0.60%、0.65%、0.66%、0.69%，反映我国工业生产仍处于加速扩张趋势中。从原因上看，一是由于出口持续高增和国内经济持续复苏，内外需求依然强劲；二是“就地过年”对春节生产的拉动作用十分显著。据统计局调查，春节期间工业企业平均放假天数 7.5 天，明显少于正常年份，“就地过年”对工业生产的拉动非常显著，这与我们前期报告《“就地过年”对经济的实际影响如何？》、《“就地过年”对经济影响几何？》中的判断一致。

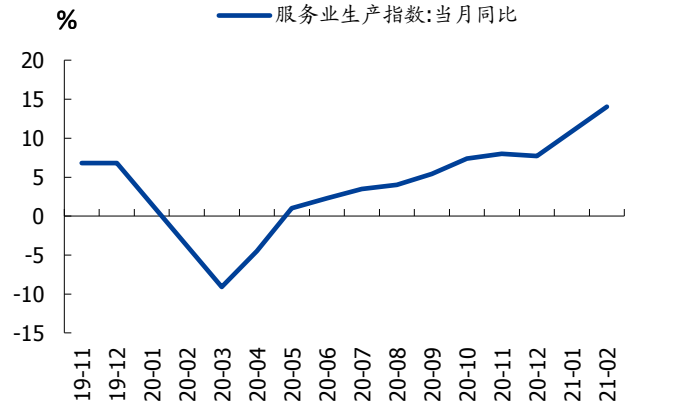
服务业加速修复。1-2 月服务业生产指数同比跳升至 31.1%，较 2019 年 1-2 月增长 14.1%，两年平均增速为 6.8%。1-2 月增速较去年 12 月的 7.7%提升明显，主因地产、信息技术服务业高景气。

图表 1：工业生产扩张再提速



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：2021 年 1-2 月增速为较 2019 年同期增长

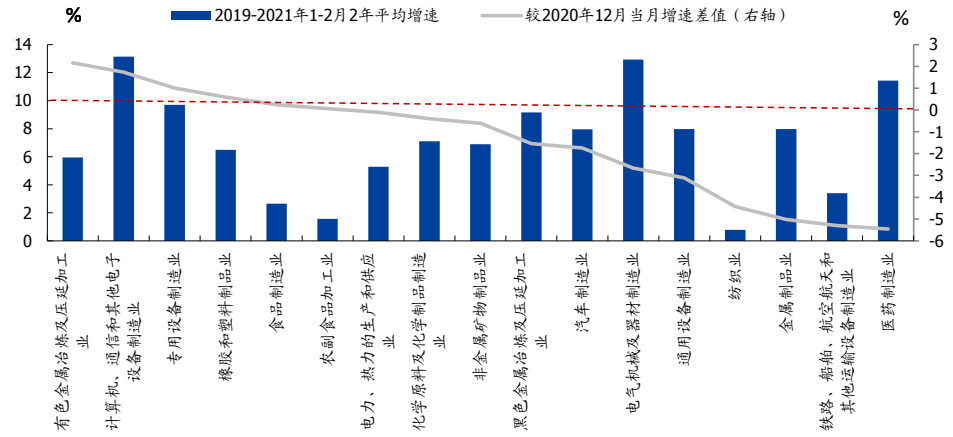
图表 2：服务业加速修复



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：2021 年 1-2 月增速为较 2019 年同期增长

分行业看，制造业增势良好，有色、电子、专用设备增加值增速升幅较大，医药、运输设备增加值增速跌幅较大。从 2019-2021 年 1-2 月两年平均增速来看，高新技术产业、制造业、公用事业、采矿业增加值分别增长 13.0%、8.4%、5.5%、4.8%，较 2020 年 12 月当月增速分别变动-0.1、0.7、-0.6、-0.1 个百分点。其中有色金属冶炼、电子设备、专用设备制造业增速回升较多，主要应与地产、出口景气有关；医药、运输设备、金属制品、纺织业增速回落较多，可能与疫情受控有关。

图表 3：分行业工业增加值增速变动



资料来源：Wind，国盛证券研究所

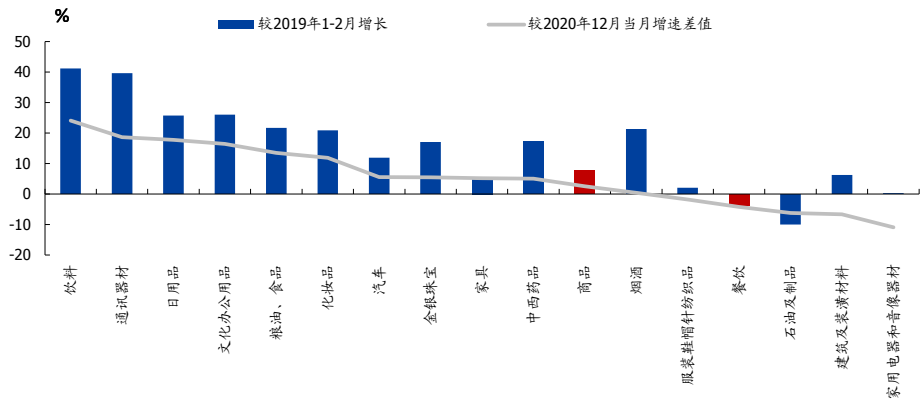
往后看，出口景气度短期内有望维持高位，叠加国内经济复苏、需求回暖的带动，全年工业生产预计将保持强势。

消费端：好于预期，疫情拖累持续减退

消费增速好于预期，疫情拖累持续减退。1-2 月社零当月同比跳升至 33.8%（2020 年 12 月为 4.6%），高于市场预期的 31.7%；较 2019 年 1-2 月增长 6.4%，两年平均增速为 3.2%，也好于此前春节期间消费情况（商务部数据显示，春节期间全国重点零售和餐饮企业销售额较 2020 年增长 28.7%，较 2019 年增长 4.9%）。社零增速好于预期，应是受到我国冬季疫情迅速受控的影响，“就地过年”对消费整体并无明显拖累，这与我们前期报告《“就地过年”对经济的实际影响如何？》中的判断一致。

商品零售增速明显提升，餐饮消费明显回落；食品饮料、通讯器材、日用品、文化办公用品、化妆品增速提升较多，家电、建材消费回落较多。分大类看，1-2 月商品零售较 2019 年增长 7.7%，已经较为接近正常增速水平；餐饮消费收入较 2019 年下跌 3.9%，跌幅较去年年底小幅扩大，显示局部疫情和“就地过年”对餐饮消费还是有所拖累。限额以上社零中，必选消费的食品饮料、日用品；消费升级类的通讯器材、文化办公用品、化妆品增速提升较多；家电、建材消费回落较多。

图表 4：商品零售增速多数提升，餐饮消费明显回落



资料来源：Wind，国盛证券研究所

往后看，本次冬季疫情迅速受控，表明我国疫情防控能力已经十分成熟，后续疫情即使

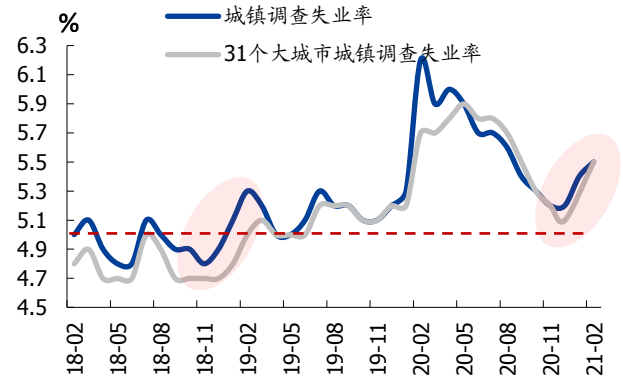
再度散点爆发，对消费和经济的拖累大概率较为有限；再结合近期全球疫苗接种稳步推进，我国疫苗接种有望加速，疫情影响将继续减退，全年消费有望好于预期。

就业端：季节性回升，距正常水平仍有距离

1-2 月调查失业率季节性回升。2020 年 1、2 月城镇调查失业率分别为 5.4%、5.5%，环比分别小幅上升 0.2、0.1 个百分点，升幅略小于 2019 年同期的 0.2 个百分点，主要应还是受到春节因素季节性影响。31 个大城市调查失业率为 5.5%，较去年 12 月提升 0.4 个百分点。

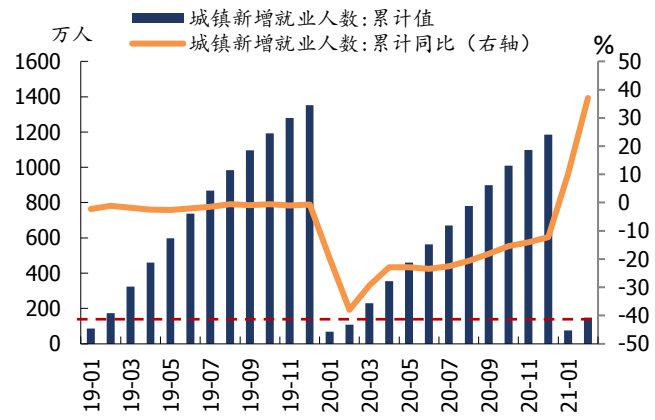
新增就业规模仍低于 2019 年同期。1-2 月城镇新增就业人数累计同比跳升至 37.0%，主因低基数效应。1-2 月累计新增就业规模 148 万人，仍低于 2019 年同期的 174 万人，显示我国经济距正常水平仍有一段距离。

图表 5：1-2 月调查失业率季节性回升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 6：新增就业规模仍低于 2019 年同期



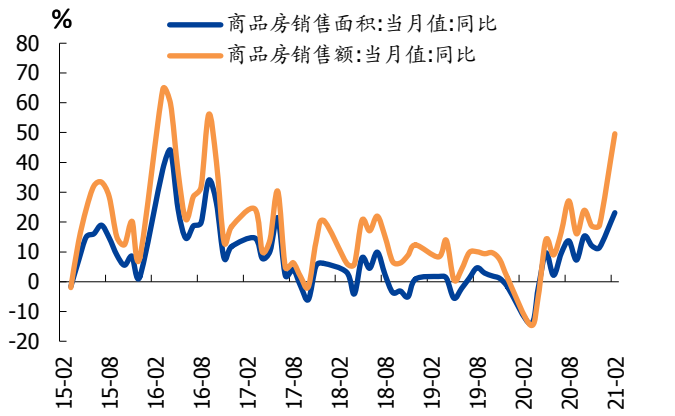
资料来源：Wind，国盛证券研究所

投资端：地产景气仍高，制造业意外回落，基建继续回落

地产销售量价齐升，土地成交和新开工增速回落

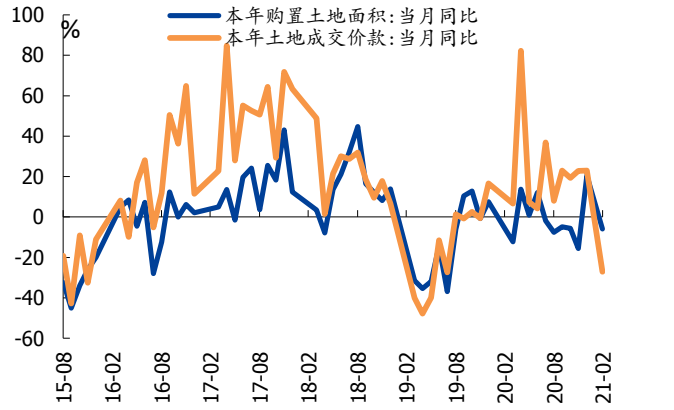
地产销售量价齐升，市场需求坚挺。1-2 月商品房销售面积、销售金额较 2019 年同期分别增长为 23.1%、49.6%，两年平均分别增长 11.0%、22.3%，呈现量价齐升的特点，与近期高频数据相互验证，反映虽然地产政策收紧，但市场需求仍然十分坚挺。土地成交震荡回落，政策调控持续加码。1-2 月土地购置面积较 2019 年同期分别下降 6.0%、27.1%，土地购置面积增速大幅回落，除了春节和冬季疫情影响，主要原因应是政策调控持续加码。

图表 7：商品房销售量价齐升



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：2021 年 1-2 月增速为较 2019 年同期增长

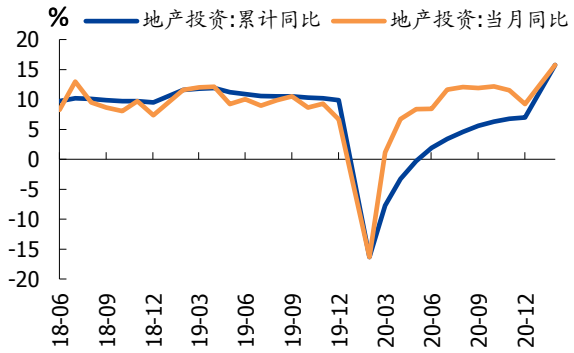
图表 8：土地成交面积增速回落



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：2021 年 1-2 月增速为较 2019 年同期增长

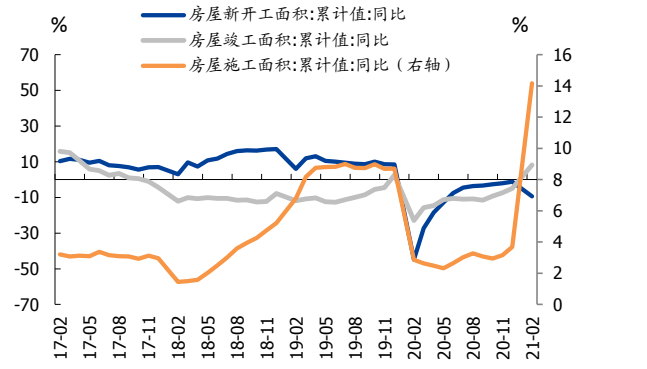
地产投资增速再度走高，建安施工应是主要贡献。1-2 月地产投资较 2019 年同期增长 15.8%，两年平均增长 7.6%。新开工回落，施工竣工续升。1-2 月房屋新开工、施工、竣工面积较 2019 年同期分别变动-9.4%、14.2%、8.2%。其中施工增速延续去年 10 月以来的回升趋势，反映房企加速周转以回笼资金并缓解交房压力。值得注意的是新开工增速明显下行，可能是反映了前期拿地持续下行以及政策压力的影响。

图表 9：地产投资增速再度走高



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：2021 年 1-2 月增速为较 2019 年同期增长

图表 10：新开工回落，施工竣工续升



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：2021 年 1-2 月增速为较 2019 年同期增长

往后看，我们认为地产政策持续加码下，地产景气仍将趋于下行；但从政府工作报告的政策导向看，今年政策稳字当头、不急转弯，地产回落斜率和幅度可能比预期温和。

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_17475