

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 经济开局平稳 K型复苏延续

—1-2月宏观经济数据点评

2021年3月16日

### 分析师:

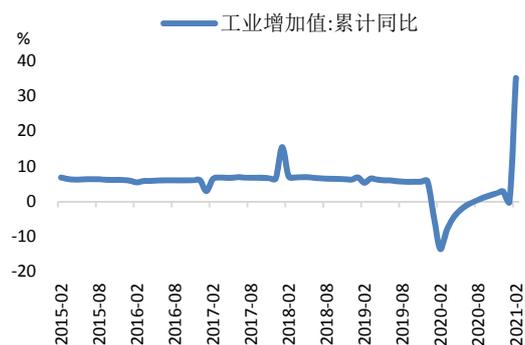
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

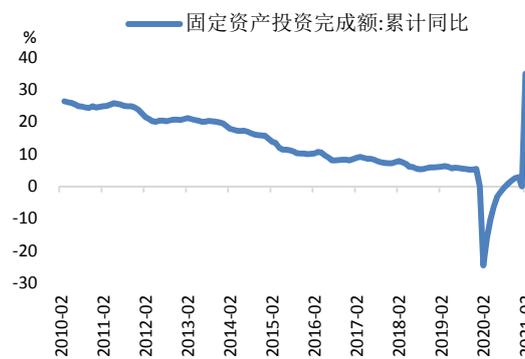
邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

### VAI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

### FAI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

### 相关报告

1. 《供需缺口收窄 消费接棒投资—9月及三季度宏观经济数据点评》
2. 《政策回归常态 创新行稳致远—2021年国内宏观经济展望》
3. 《供给持续高位 内生动力增强—2020年12月宏观经济数据点评》
4. 《PMI季节性回落 供需因疫情暂缓—1月PMI数据点评》

### 内容提要:

1-2月工业增加值同比增长35.1%，预期增长30.3%，前值增长7.3%；1-2月固定资产投资累计同比增长35.0%，预期增长38.0%，前值增长2.9%；1-2月社会消费品零售总额同比增长33.8%，预期增长31.7%，前值增长4.6%。

2020年同期相关指标基数较低，推动今年1-2月数据大增。剔除部分基数效应后的三大指标表现不一，简单估算下工业增加值好于社消与固定资产投资。

供给端总体恢复较好但节后表现稍弱。1-2月工业增加值总体表现较好，快于2017-2019年同期水平，需求复苏、制造业投资加速、出口表现持续较好是供给继续高位增长的主要原因。未来需持续关注传统旺季的真实需求能否兑现，3-4月的数据较为关键。

需求端温和复苏，疫情影响尚存。未来，随着疫情缓和、经济增速逐步回归常态、居民收入复苏、就业市场保持稳定、企业利润仍在复苏通道，消费持续复苏的逻辑不变。

基建与制造业投资缓慢复苏，房地产投资仍是当前固定资产投资的主要支撑。未来基建投资或继续温和复苏，房地产投资仍有一定的韧性。制造业投资短期回落但未来提速可期。

综合而言，2021年开局稳健，低基数效应大幅拉动同比增速，以近两年增速计算则相对平稳。经济K型复苏的情况或仍将在一段时间内存在，表现为供给持续偏强与需求温和复苏的情况延续，大中型企业与中小微企业复苏继续呈现一定程度分化，以及中低收入人群与中高收入人群收入增速的分化等。考虑到下半年出口增速或将回落，形成双循环尤其是加快推进内循环是未来的重点，如何加强针对性扶持从而提高提高居民收入、提振居民消费信心仍将是下一阶段的主要任务。

**风险提示:** 央行超预期调控，贸易摩擦升温，通胀超预期，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

**事件：**国家统计局 3 月 15 日公布的数据显示，2021 年 1-2 月工业增加值同比增长 35.1%，预期增长 30.3%，前值增长 7.3%；1-2 月固定资产投资累计同比增长 35.0%，预期增长 38.0%，前值增长 2.9%；1-2 月社会消费品零售总额同比增长 33.8%，预期增长 31.7%，前值增长 4.6%。

**点评：**2021 年开局稳健，低基数效应大幅拉动同比增速，以近两年增速计算则相对平稳。经济 K 型复苏的情况或仍将在一段时间内存在，表现为供给持续偏强与需求温和复苏的情况延续，大中型企业与中小微企业复苏继续呈现一定程度分化，以及中低收入人群与中高收入人群收入增速的分化等。考虑到下半年出口增速或将回落，形成双循环尤其是加快推进内循环是未来的重点，如何加强针对性扶持从而提高居民收入、提振居民消费信心仍将是下一阶段的主要任务。

### 1、低基数效应推动同比高增，工业生产恢复明显

2020 年同期相关指标基数较低，推动今年 1-2 月数据大增。其中，2020 年 1-2 月工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售总额分别累计同比下滑 13.5%、24.5%、20.5%。

剔除部分基数效应后的三大指标表现不一。今年 1-2 月，工业增加值较 2019 年同期增长 16.9%，单年折算增长率为 8.1%，高于 2017-2019 年同期均值（6.3%）；固定资产投资较 2019 年同期增长 3.5%，单年折算增长率为 1.7%，弱于 2017-2019 年同期均值（7.6%）；社会消费品零售总额较 2019 年同期增长 6.37%，单年折算增长率为 3.13%，弱于 2017-2019 年同期均值（9.13%）。如果简单的以此估算恢复情况，工业增加值好于社会消费品零售总额与固定资产投资。但是需要注意的是，三者统计口径每年均有一定调整，2017-2019 年各指标变化方向有差异，加之各自特征不同（比如投资可以追加赶工但部分消费难以弥补等），从而可能造成直接对比的可比性不强。

### 2、供给端总体恢复较好但节后表现稍弱

1-2 月工业增加值总体表现较好，快于 2017-2019 年同期水平，需求复苏、制造业投资加速、出口表现持续较好是供给继续高位增长的主要原因。

不过，综合耗煤量、PMI 等指标看，受部分企业提前放假、疫情防控要求尚存等因素影响，节后工业生产并未明显发力。今年 1 月重点电厂煤耗总量较 2017 年（春节假期在 1 月）、2018 年（春节假期在 2 月）同期分

别增长 41.2%、12.0%，但 2 月较 2017 年、2018 年、2019 年（春节假期在 2 月）同期分别减少 0.6%、1.7%、8.1%，今年 2 月表现偏弱。同时，1 月与 2 月 PMI 生产指数分别为 53.5%、51.9%，对比春节同在 2 月的 2019 年（2 月环比下降 1.4 个百分点），今年 2 月的表现较为平淡。从另一个方面看，大宗商品涨价已经持续一段时间，剔除输入性通胀因素外，主要是市场对国内春季开工较好的预期。但从目前看由于国内需求仍是温和复苏，前期工业企业阶段性补库存，加上国内政策温和退出的意图不变，需求端无法完全承载供给端持续快速增长（从而部分转向出口）。未来需持续关注传统旺季的真实需求能否兑现，3-4 月的数据较为关键。

分行业看，1-2 月 41 个大类行业中有 40 个行业增加值保持同比增长。其中，汽车制造业（同比增长 70.9%，下同）、电气机械和器材制造业（69.4%）、通用设备制造业（62.4%）、专用设备制造业（59.2%）、计算机通信和其他电子设备制造业（48.5%）增幅居前。

## 2、需求端温和复苏，疫情影响尚存

今年 1-2 月社会消费品零售总额同比增长 33.8%；比 2019 年 1-2 月增长 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，今年 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%。

消费尚未回到常态时期水平，主要受居民收入增长放缓、年初疫情散发带来的防控措施升级等因素影响。其中，餐饮业收入拖累整体消费，虽然今年同比增长 68.9%，但近两年平均下降 2.0%，明显弱于 2017-2019 年均值（增长 8.7%）。近年来居民收入增速回落，消费增速也相应放缓，其中全国居民人均可支配收入实际同比连续 3 年跑输 GDPG0.2 个百分点，城镇居民可支配收入实际同比连续 7 年跑输 GDPG 且近 3 年差距进一步扩大至 1.1 个百分点左右。

分类来看，连续两年增速超过整体增速（6.4%）的有通讯器材类（39.6%）、文化办公用品类（26.0%）、日用品类（25.7%）、粮油食品类（21.7%）；弱于整体增速的主要是房地产相关类，如建筑及装潢材料类（6.2%）、家具类（5.5%）、家用电器和音像器材类（0.2%）；石油及制品类（-10.0%）、体育娱乐用品类（-4.0%）负增长。

展望未来，随着疫情缓和、国内经济增速逐步回归常态、居民收入复苏、就业市场保持稳定、企业利润仍在复苏通道，消费持续复苏的逻辑不变。不过，当前中低收入人群收入回暖情况不及中高收入人群，而后的消

费弹性偏弱，对整体消费的边际贡献低于前者。

### 3、房地产投资与高技术产业投资较快增长支撑固定资产投资

基建与制造业投资缓慢复苏，房地产投资仍是当前固定资产投资的主要支撑。2021年1-2月，固定资产投资（不含农户）同比增长35.0%，比2019年同期增长3.5%，两年平均增速为1.7%。

**基建投资增速恢复较慢。**1-2月基础设施投资同比增长36.6%，两年平均下降1.6%。其中，信息传输业投资（同比增长67.5%，下同）、铁路运输业投资（52.9%）、水利管理业投资（47.2%）增长快于整体增速。一方面，相较前两年，今年专项债并没有提前下达，2月财政存款投放才开始加速（但力度为近8年最高），财政资金投放偏慢，同时也可能对应着优质基建项目的缺乏；另一方面，年初疫情防控也对基建投资产生一定负面影响。随着疫情稳定、新增专项债（规模超市场预期）陆续发行，未来基建投资或继续温和复苏。

**房地产投资仍是当前固定资产投资的主要支撑。**1-2月房地产开发投资同比增长38.3%，两年平均增长7.6%，高出2020年全年增速0.6个百分点。商品房销售保持良好态势，1-2月商品房销售面积同比增长1.05倍；比2019年1-2月增长23.1%，两年平均增长11.0%，接近2020年12月（同比增长11.5%），而且是在返乡置业受到影响的情况下取得。虽然1-2月新开工面积较2019年同期下降9.4%，但施工面积、竣工面积同比分别增长14.2%、8.2%。近期部分热点城市加强了房地产调控，但1-2月居民中长期贷款高达1.36万亿元（占比仍在30%左右），总体影响不大。与此相对应，1-2月房地产开发企业到位资金同比增长51.2%；比2019年1-2月增长24.7%，两年平均增长11.7%。其中，国内贷款增长同比14.4%，自筹资金增长34.2%，定金及预收款增长96.3%，个人按揭贷款增长63.7%。此外，房地产公司融资受限增多，虽然会在一段时间内降低拿地频率，但亦会继续推动新开工与施工力度，综合而言房地产投资短期仍有一定的韧性。

**制造业投资短期回落但未来提速可期。**1-2月制造业投资同比增长37.3%，两年平均下降3.4%，较2020年全年增速下降1.2个百分点。高技术产业投资较快增长拉动制造业投资，其同比增长50.1%，两年平均增长11.0%。其中，高技术制造业投资同比增长50.3%，计算机及办公设备制造业投资（99.5%），医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资（66.6%），医药制造业投资（64.0%）增幅居前；高技术服务业投资增长49.8%，电子

商务服务业投资（88.4%）、研发设计服务业投资（85.3%）、信息服务业投资（64.5%）增幅居前。展望未来，国内经济稳中向好趋势不改，中国制造、全球消费短期仍会延续，内外需短期仍会有一定共振，同时国家对制造业的扶持力度加大（根据银保监会数据，2020年新增制造业贷款2.2万亿元，超过前5年总和），制造业投资或后来居上，成为2021年经济的主要亮点。

**风险提示：**央行超预期调控，贸易摩擦升温，通胀超预期，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

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\\_18727](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18727)

