

生产高企需求走弱，经济平稳开局

2021 年 1-2 月经济数据点评

核心内容：

分析师

- **工业生产继续受益于出口，未来有压力** 工业增加值增速继续快速上行，增速到达高位。2020 年和 2021 年 1-2 月份两年平均增长 8.1%。1-2 月份工业出口交货值继续向上，出口旺盛有力带动了工业生产向上。

工业生产高峰已至，未来生产增速会缓慢回落。主要因为：（1）随着疫苗普及，各国生产均有所恢复，订单转移渐渐减缓。1-2 月份 PMI 新出口订单指数持续下滑，订单高峰已过；（2）我国碳中和目标下，高耗能企业生产受到限制，影响未来的工业生产。

- **消费仍然偏弱，处于缓慢恢复期** 消费增速仍然处于小幅稳步回升的状态，新冠疫情下消费并未完全恢复，同时收入减少也制约消费增速回升。从行业来看，1-2 月份通讯器材消费依然较为火热，汽车消费有所下滑，原油消费上行。1-2 月份通讯器材消费增速延续自 2020 年 11 月份的趋势，消费增长仍然较为快速，春节就地过年等因素带动了通讯器材类产品消费增速的上行。

2021 年，我国社会消费品零售总额增速仍然处于缓慢恢复的状态，但由于居民收入水平和消费水平仍然处于较低的位置，消费的恢复速度偏缓，预计全年在 8% 左右，除 1 季度外，消费增速约在 5% 左右。

- **投资平稳开局** 2021 年开年投资较为平稳，基建投资不及预期，房地产投资仍然较为旺盛，制造业投资稍有疲软。

- **房地产投资仍然强势** 开年超过 1.3 万亿的投资额说明房地产仍然旺盛，2021 年预计房地产投资完成额会达到 15 万亿左右，预计投资增速在 5%-6%。

房地产行业压力仍然较大，政策对房地产越加收紧，而房地产开发商面临“三条红线”的融资约束。从 2021 年开年来看，房地产公司对来自居民的资金依赖更大，国内贷款和自筹资金都有所下滑。但新房开工并未出现大幅增长，反而是房地产施工和竣工面积上行。新房开工不提升则意味着未来房地产投资完成额上升速度会减缓。

- **基础设施投资逐步回落** 基础设施投资额下滑可能由于财政资金和债券额度下放不及时，带来了投资增速的下滑。基建行业在 2021 年不再负担承担刺激经济增长的作用，预计基础设施建设投资会逐步走低，全年小幅负增长。

- **制造业投资缓慢回升** 制造业投资处于持续回升的状态，1-2 月份制造业投资额 1.26 万亿，小幅不及预期。由于 PPI 处于上行阶段，工业利润预计会持续回升，这样有利于带动制造业投资回升，但回升速度可能较为缓慢。

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码：S0130515030003

一、工业生产继续受益于出口，未来有压力

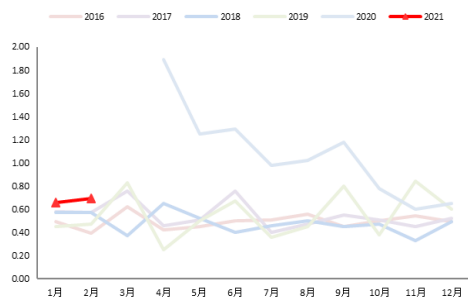
工业增加值增速继续快速上行，增速到达高位。2021 年 1-2 月份，规模以上工业增加值同比增长 35.1%，比 2019 年同期上行 16.9%，两年平均增长 8.1%。制造业 PMI 显示 2 月份制造业生产和订单均有小幅下滑，但在前期订单饱满的情况下，生产仍然处于高位。

制造业平均增速好于采矿业和电力、热力、燃气及水生产和供应，主要是出口强劲带动工业生产回升。1-2 月份工业出口交货值同比增长 42.5%，两年平均增长 7.4%，出口旺盛有力带动了工业生产向上。

从行业来看，汽车、电气机械、通用和专用设备、电子和医药行业生产走高。汽车受到下游旺盛需求的影响生产高企，延续了 10 月以来的趋势。而出口相关产品生产仍然旺盛，新冠疫情下医疗仪器设备、器械、与疫苗和检测试剂盒密切相关的生物药品制品均大幅增长。

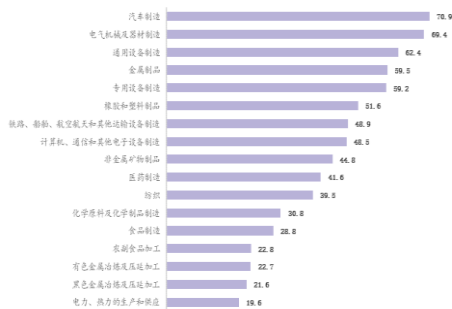
也要注意，工业生产高峰已至，未来生产增速会缓慢回落。主要因为：（1）随着疫苗普及，各国生产均有所恢复，订单转移渐渐减缓。1-2 月份 PMI 新出口订单指数持续下滑，订单高峰已过；（2）我国碳中和下，高耗能企业生产受到限制，影响未来的工业生产。

图 1：工业增加值增速环比上行（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：1-2 月各行业工业增加值增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、消费仍然偏弱，处于缓慢恢复期

社会零售品消费总额仍然保持稳步上行的态势。1-2 月份社会零售总额 69,737 亿元，比 2019 年增长 6.4%，两年平均增速为 3.2%。消费增速仍然处于小幅稳步回升的状态，新冠疫情下消费并未完全恢复，同时收入减少也制约消费增速回升。

图 3：2021 年 1-2 月消费额稳步上行（%）

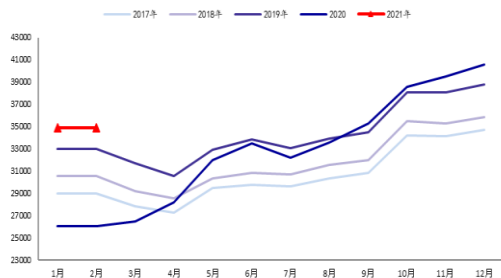
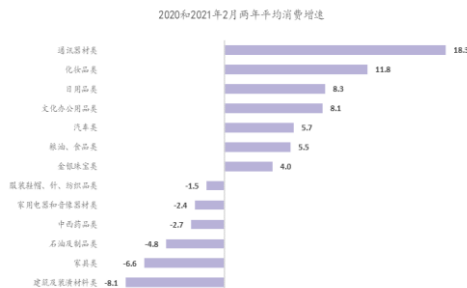


图 4：两年 2 月平均消费增速（%）



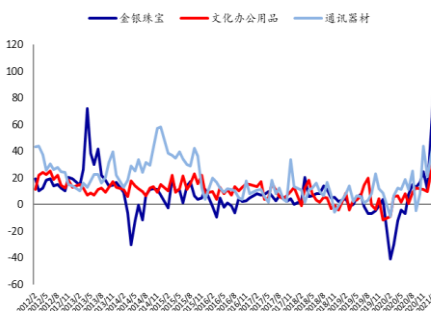
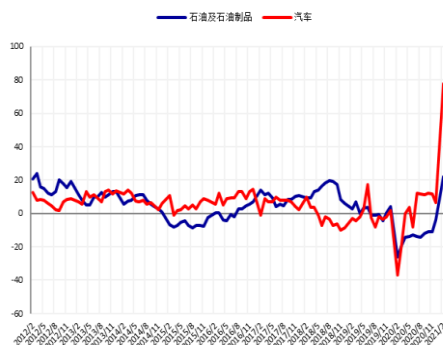
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从行业来看, 1-2 月份通讯器材消费依然较为火热, 汽车消费有所下滑, 原油消费上行。1-2 月份通讯器材消费增速延续自 2020 年 11 月份的趋势, 消费增长仍然较为快速, 春节就地过年等因素带动了通讯器材类产品消费增速的上行。1-2 月份通讯器材类消费增速达到 53.1%。1-2 月份汽车消费仍然较为强势, 自 2020 年下半年开始的汽车消费热潮仍然未退, 尤其是电动车消费领先。原油价格在 2021 年开始加速回升, 带动了原油消费的上行。化妆品类消费增速上行, 日用品、文化办公用品类消费增速平稳。

图 5: 汽车消费仍然较为旺盛 (%)

图 6: 通讯器材类消费持续上行 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2021 年, 我国社会消费品零售总额增速仍然处于缓慢恢复的状态, 但由于居民收入水平和消费水平仍然处于较低的位置, 消费的恢复速度偏缓, 预计全年在 8% 左右, 除 1 季度外, 消费增速约在 5% 左右。

三、房地产投资强势, 基建投资回落, 制造业稍有疲软

2021 年开年投资较为平稳, 基建投资不及预期, 房地产投资仍然较为旺盛, 制造业投资稍有疲软。基建投资受到政府建设资金减少的影响年内可能负增长, 房地产投资虽然仍然旺盛但受到政策压制, 制造业投资受到利润影响持续恢复, 但现阶段恢复速度不及预期。

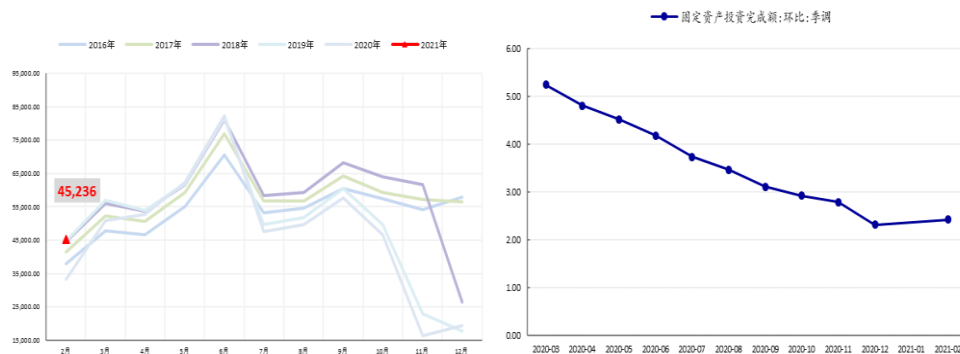
2021 年 1-2 月份, 固定资产投资额 45,236 亿元, 同比增长 35.0%; 比 2019 年同期增长 3.5%, 两年平均增长 1.7%。1-2 月份, 房地产投资依然强势, 而基建投资增速相对增速下滑, 制造业投资稍有疲软。

1-2 月份固定资产投资额与往年相比保持平稳, 与 2019 年 1-2 月份相比小幅上行, 而投资环比增长了 2.43%, 比上月上升了 0.12 个百分点。固定资产投资可能平稳, 开年由于就地过年措施以及新冠疫情仍然没有结束, 投资增速可能受到小幅影响, 但投资环比仍然有小幅上行。未来房地产投资可能依然保持强势, 基建投资受到政府支出下滑的影响会逐步下滑, 制造业投资可能增速有限。

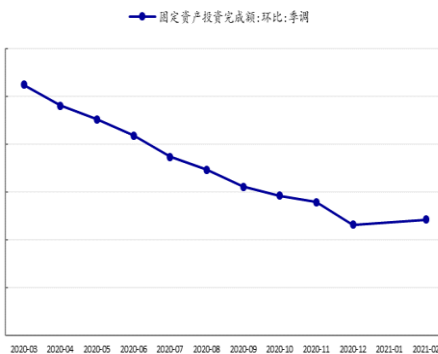
1-2 月份固定资产投资中房地产贡献最大, 房地产投资额占总投资额的 30.9%, 房地产受到疫情和春节影响最小。基建投资占总投资额的 21.2%, 开年由于基建资金性质, 一般基建会在 4 月份迎来高峰。制造业投资额占比下滑至 27.9%, 制造业投资仍然没有展开, 未来占比会缓慢上行。

图 7: 固定资产投资额 (亿元)

图 8: 固定资产投资环比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

1、房地产投资保持强势

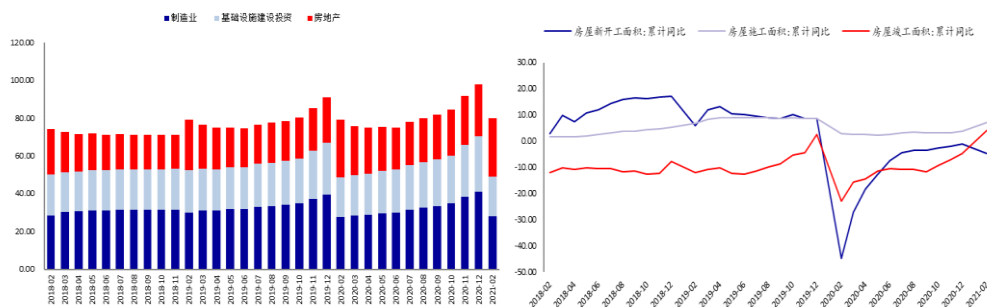
房地产投资仍然保持强势,但月投资增速可能会缓慢下滑。1-2月份房地产投资额 13,986 亿元,比 2019 年同期上行 15.7%,两年平均增长 7.6%。2020 年 12 月份房地产单月投资增速 9.4%,房地产投资单月增速在缓慢下滑。但开年超过 1.3 万亿的投资额说明房地产仍然旺盛,在受到资金、政策打压的情况下,地产开发商加紧现有项目完工收回资金。

由于基数效应,我们用两年平均增长率来做简要分析。1-2 月份新屋开工面积年增长率-4.7%,新屋开工开年稍有减弱,但施工面积大幅上行,同时竣工面积回升至 4.1%。房地产开工面积并未有大幅上行,说明房地产开发商并未加快土地流转。竣工面积年增长率快速上行,房地产开发商加快了现有项目的施工竣工速度,加快资金回流。

从商品房销售面积和商品房销售额来看,无论是年均增长率还是实际增长率,商品房销售面积和销售额均大幅上行,从 2020 年下半年开始火热的房地产市场延续到了 2021 年。1-2 月份一线城市和部分二线城市房价出现明显上扬,购房需求快速释放,带来了房地产市场销售的火热。同时就地过年也使得春节假期核心一、二线城市房地产市场提早回暖,迎来销售窗口期。

图 9: 各行业投资占比 (%)

图 10: 新屋开工小幅下滑 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

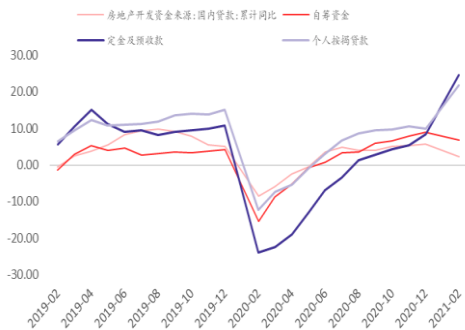
与房地产高压政策不同,房地产行业到位资金情况仍然较为紧绷。1-2 月份房地产资金平均年增长率为 12.4%,其中来自国内贷款的资金增速为 2.25%。1-2 月份房地产资金到位好转的原因是定金预付款和个人按揭贷款增速的快速上行,补充了房地产公司的资金。

房地产行业压力仍然较大,政策对房地产越加收紧,而房地产开发商面临“三条红线”的融资约束。从 2021 年开年来看,房地产公司对来自居民的资金依赖更大,国内贷款和自筹资金都有所下滑。但新房开工并未出现大幅增长,反而是房地产施工和竣工面积上。不断上升的资金压力可能会倒逼房地产企业加快施工和竣工,但新房开工不提升则意味着未来房地产投资完成额上升速度会减缓。

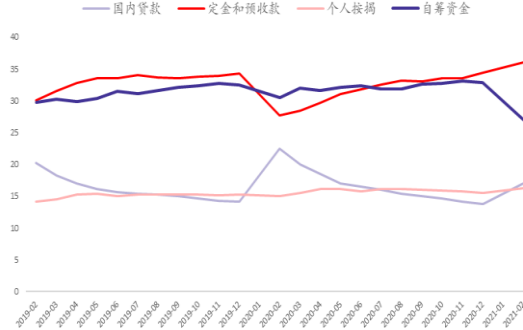
2021 年预计房地产投资完成额会达到 15 万亿左右，预计投资增速在 5%-6%。

图 11：房地产资金增速 (%)

图 12：房地产资金来源占比 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2、基础设施投资逐步回落

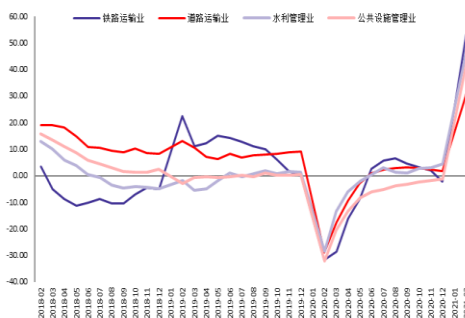
基础设施投资弱于预期，1-2 月份投资额 9586 亿元，比 2019 年同期下滑 4.78 个百分点，两年平均投资增速为 -2.39%。基础设施投资额下滑可能由于财政资金和债券额度没有提前下放，带来了投资增速的下滑。而基础设施投资增速在 4 月份财政资金下放后会有所回升。

2021 年度地方政府专项债额度为 3.65 万亿，比 2020 年有所下滑，同时 2021 年赤字率也有所下滑。2021 年我国财政政策逐步回归正常。两会政府工作报告中也提出，基础设施建设主要以满足在建项目为主，以大型项目为主。

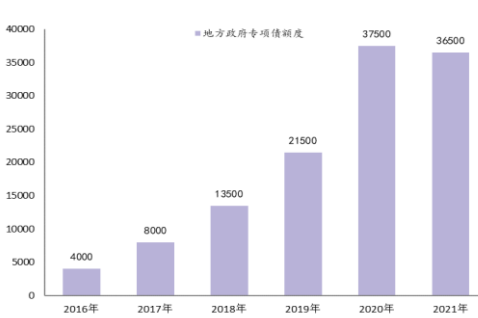
预计铁路、公路和水利投资仍然是主要方向。基建行业在 2021 年不再负担承托刺激经济增长的作用，预计基础设施建设投资会逐步走低，全年小幅负增长。

图 13：基础设施投资各行业增速 (%)

图 14：地方政府专项债额度 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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_17403

