

如何看待 1-2 月经济数据？

证券研究报告

2021 年 03 月 16 日

经济数据点评

摘要

1-2 月经济数据表现出“生产强、需求弱”的特征，整体好于预期。“就地过年”叠加疫情防控升级，工业生产继续保持强劲；需求端来看，春节期间维持生产加快出口交付；基建相对平稳、房地产继续有韧性、制造业回升较慢；“就地过年”整体还是不利于消费，1-2 月社零增速显著高于春节期间。

一季度经济数据预计不弱。年初金融数据向好，节后项目施工加快，出口大概率保持强劲，居民消费潜力预计进一步释放，初步测算，一季度 GDP 同比增速预计在 20% 以上。

关注经济数据持续性和政策侧重点。房地产监管趋严，未来存在下行压力；全球生产恢复，出口持续性有待观察，增长风险和就业压力仍存。同时，政策也在关注经济恢复的结构性失衡。此外，3 月 15 日国新办吹风会再次体现政策有淡化 PPI、强调 CPI 的倾向，大宗商品通胀可能并不会引发政策简单收紧。

二季度债市面临经济数据不弱、通胀上行、利率债供给压力等诸多利空，不过我们认为在就业压力下央行不会大幅收紧，至少不会进入加息反通胀状态。短端中枢如果能够基本稳定，那么长端上行的空间也有限，债市继续看震荡。我们还是强调之前的判断，今年整体还是票息思路，交易用票息来衡量，关键看安全边际，如果安全边际合理就可以做合理参与。

风险提示：经济走势超预期，疫情再度反复，货币政策收紧。

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

陈宝林 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519080002
chenbaolin@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：什么是央行眼中的通胀？——欧央行-海外通胀专题（2021-03-15）》 2021-03-15
- 2 《固定收益：如何看待 2021 年财政？-宏观利率周报（2021-3-14）》 2021-03-14
- 3 《固定收益：若正股延续调整，如何看待转债市场表现？-可转债市场周报（2021.03.14）》 2021-03-14

内容目录

1. 两年平均增速有用么？	4
2. “就地过年”提振工业生产	5
3. 投资：地产有韧性、基建相对平稳、制造业偏弱	6
4. 消费回升好于预期，就业压力回升	9
5. 总结与展望	12

图表目录

图 1：1-2 月经济数据与平均增速	4
图 2：工业增加值平均增速	4
图 3：社零平均增速	4
图 4：固定资产投资平均增速	5
图 5：基建投资环比增速	5
图 6：房地产投资环比增速	5
图 7：制造业投资环比增速	5
图 8：工业增加值季调环比	5
图 9：工业增加值非季调环比	5
图 10：各行业工业增加值平均增速	6
图 11：基建环比增速	6
图 12：房地产投资环比增速	6
图 13：制造业投资环比增速	7
图 14：固定资产投资平均增速	7
图 15：商品房销售面积环比增速	7
图 16：新开工面积环比增速	7
图 17：竣工面积环比增速	8
图 18：土地购置面积环比增速	8
图 19：制造业投资分行业增速	8
图 20：工业中长期贷款余额和制造业投资增速	9
图 21：中小企业行业分布	9
图 22：社零好于春节期间	9
图 23：社零平均增速	9
图 24：限额以上社零平均增速	10
图 25：限额以上粮油食品环比增速	10
图 26：限额以上纺织服装环比增速	10
图 27：限额以上化妆品环比增速	10
图 28：限额以上金银珠宝环比增速	10
图 29：限额以上日用品环比增速	11
图 30：限额以上家具环比增速	11

图 31：限额以上汽车环比增速	11
图 32：限额以上石油制品环比增速	11
图 33：城镇调查失业率季节性	11
图 34：城镇调查失业率目标	11

图 1: 1-2 月经济数据与平均增速

经济数据	2019/02	2020/02	2020/03	2020/04	2020/05	2020/06	2020/07	2020/08	2020/09	2020/10	2020/11	2020/12	2021/02	平均增速	相对2019年2月	相对2020年12月
工业增加值 (当月, %)	5.3	-13.50	-1.10	3.90	4.40	4.80	4.80	5.60	6.90	6.90	7.00	7.30	35.10	8.10	2.80	0.80
采矿业	0.3	-6.50	4.20	0.30	1.10	1.70	-2.60	1.60	2.20	3.50	2.00	4.90	17.50	4.82	4.52	-0.08
制造业	5.6	-15.70	-1.80	5.00	5.20	5.10	6.00	6.00	7.60	7.50	7.70	7.70	39.50	8.44	2.84	0.74
电热水气	6.8	-7.10	-1.60	0.20	3.60	5.50	1.70	5.80	4.50	4.00	5.40	6.10	19.80	5.50	1.30	-0.60
服务业生产指数	7.3	-13.00	-9.10	-4.50	1.00	2.30	3.50	4.00	5.40	7.40	8.00	7.70	31.10	6.80	0.50	-0.90
固定资产投资 (累计, %)	6.1	-24.50	-16.10	-10.30	-6.30	-3.10	-1.60	-0.30	0.80	1.80	2.60	2.90	35.00	0.96	5.14	-1.94
基建	2.5	-26.86	-16.36	-8.78	-3.31	-0.07	1.19	2.02	2.42	3.01	3.32	3.41	34.95	-0.65	3.15	-4.06
地产	11.6	-16.30	-7.70	-3.30	-0.30	1.90	3.40	4.60	5.60	6.30	6.80	7.00	38.30	7.59	4.01	0.59
制造业	5.9	-31.50	-25.20	-18.80	-14.80	-11.70	-10.20	-8.10	-6.50	-5.30	-3.50	-2.20	37.30	-3.02	8.92	-0.82
社会消费品零售总额 (%)	8.2	-20.50	-15.80	-7.50	-2.80	-1.80	-1.10	0.50	3.30	4.30	5.00	4.60	33.80	3.14	5.06	-1.46
商品	8	-17.60	-12.00	-4.60	-0.80	-0.20	0.20	1.50	4.10	4.80	5.80	5.20	30.70	3.78	4.22	-1.42
餐饮	9.7	-43.10	-46.80	-31.10	-18.90	-15.20	-11.00	-7.00	-2.90	0.80	-0.60	0.40	68.90	-1.97	11.67	-2.37
进口 (%，美元计价)	-2.33	-4.10	-1.30	-14.40	-16.70	2.30	-1.60	-2.30	12.70	4.40	3.90	6.50	22.20	8.25	0.58	1.75
出口 (%，美元计价)	-4.51	-17.40	-6.90	3.10	-3.50	0.20	6.80	9.10	9.40	10.90	20.60	18.10	60.60	15.18	19.69	-2.92

资料来源: Wind, 天风证券研究所

1. 两年平均增速有什么用?

去年低基数效应对今年经济数据的解读提出了挑战, 如何衡量同比增速的高低值得讨论。我们在前期报告《怎么剔除明年经济增速的基数效应?》提出使用几何平均法剔除基数效应, 本次统计局在解读经济数据时, 也多次提到两年平均增速(几何平均)的概念。

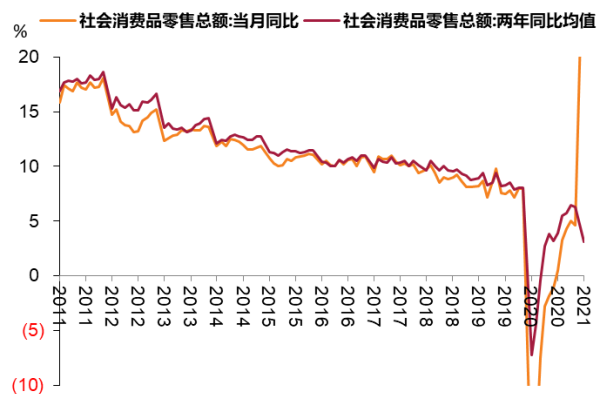
工业增加值、社零、基建、地产、制造业投资的历史数据来看, 两年平均增速与其实际增速走势基本一致, 对于经济数据的趋势还是有很强的代表性。

图 2: 工业增加值平均增速



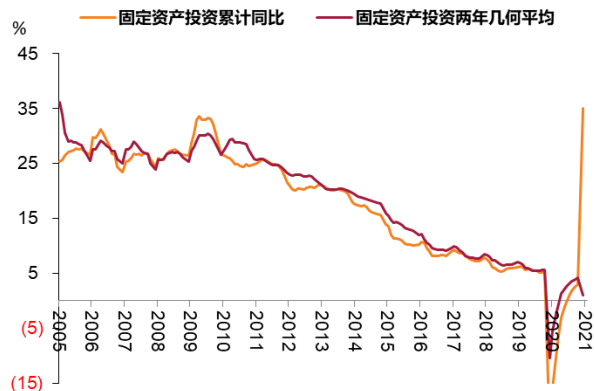
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 3: 社零平均增速



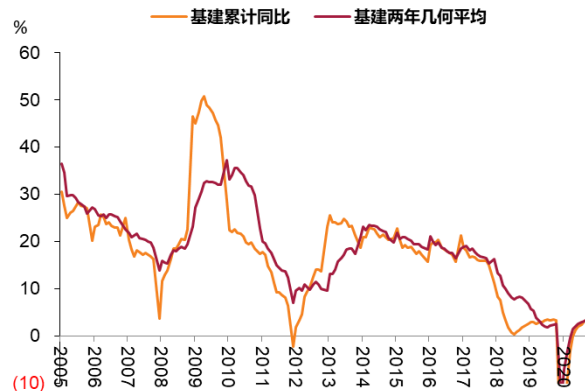
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 4：固定资产投资平均增速



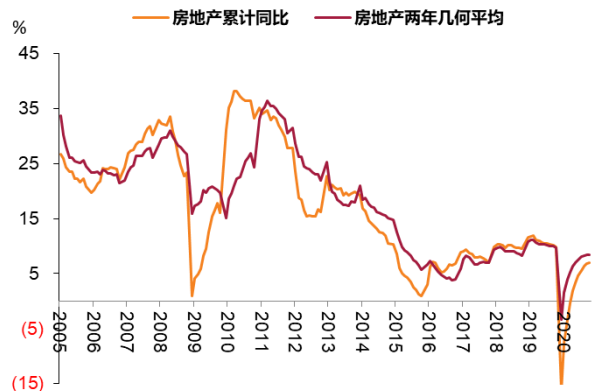
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：基建投资环比增速



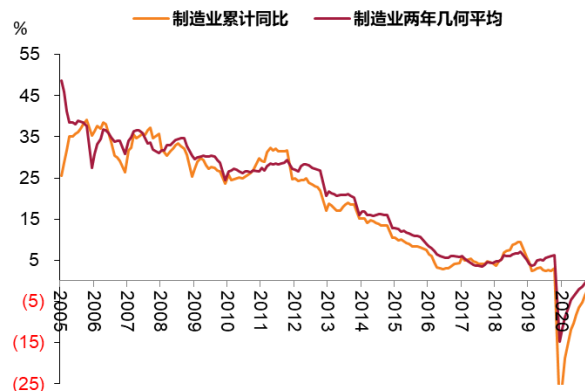
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：房地产投资环比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：制造业投资环比增速



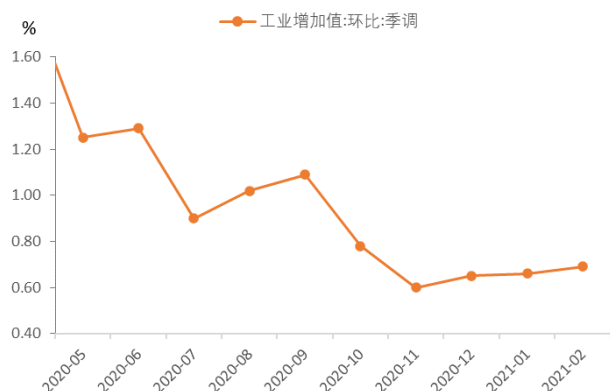
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. “就地过年”提振工业生产

工业生产进一步加快。1-2 月规模以上工业增加值同比 35.1%，两年平均增速 8.1%（高于去年年底 7.3%）。前两个月工业增加值非季调环比 52.2%，显著高于往年水平；1 月、2 月季调环比分别为 0.66%、0.69%，较去年四季度进一步回升。

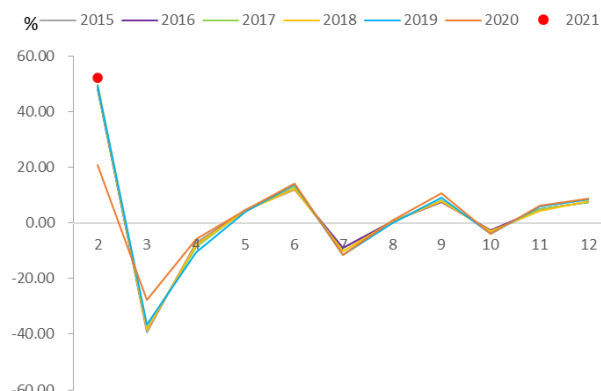
前两个月工业生产节奏进一步加快，表明“就地过年”确实利好生产恢复，这也与出口交付加快相吻合。

图 8：工业增加值季调环比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：工业增加值非季调环比



资料来源：Wind，天风证券研究所

分行业来看，采矿业、制造业、电热水气两年平均增速分别为 4.8%、8.4%、5.5%，均高于 2019 年同期水平，其中制造业平均增速在 2020 年四季度基础上进一步提升。已公布数据的细分行业中，多数行业两年平均增速均高于 2019 年同期；电子、专用设备制造、有色、橡胶、食品行业两年平均增速较去年年底进一步提升。

从工业品产量看，新能源汽车，载货汽车，工业机器人，挖掘、铲土运输机械，微型计算机设备同比增速均超过 100%，两年平均增速均超过 10%。

图 10：各行业工业增加值平均增速

行业分类	2019/02	2020/10	2020/11	2020/12	2021/2/28 (平均增速)	202102-202012	202102-201902
工业增加值	5.30	6.90	7.00	7.30	8.10	0.80	2.80
采矿业	0.30	3.50	2.00	4.90	4.82	-0.08	4.52
制造业	5.60	7.50	7.70	7.70	8.44	0.74	2.84
电热水气	6.80	4.00	5.40	6.10	5.50	-0.60	-1.30
农副食品加工业	6.30	4.80	2.90	1.50	1.56	0.06	-4.74
食品制造业	6.00	5.10	2.30	2.40	2.64	0.24	-3.36
纺织业	0.20	9.50	6.50	5.20	0.77	-4.43	0.57
化学原料及化学制品制造业	4.30	8.80	9.20	7.50	7.10	-0.40	2.80
医药制造业	5.90	8.20	13.60	16.90	11.44	-5.46	5.54
橡胶和塑料制品业	2.20	11.50	7.70	5.90	6.49	0.59	4.29
非金属矿物制品业	8.80	9.30	7.70	7.50	6.89	-0.61	-1.91
黑色金属冶炼及压延加工业	7.50	11.20	9.60	10.70	9.16	-1.54	1.66
有色金属冶炼及压延加工业	9.30	4.70	4.00	3.80	5.96	2.16	-3.34
金属制品业	8.50	14.10	13.80	13.00	7.98	-5.02	-0.52
通用设备制造业	4.40	13.10	10.20	11.10	7.98	-3.12	3.58
专用设备制造业	10.00	8.00	10.50	8.70	9.71	1.01	-0.29
汽车制造业	-5.30	14.70	11.10	9.70	7.96	-1.74	13.26
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	7.90	-0.70	2.60	8.70	3.40	-5.30	-4.50
电气机械及器材制造业	8.00	17.60	18.00	15.60	12.94	-2.66	4.94
计算机、通信和其他电子设备制造业	6.00	5.00	9.30	11.40	13.14	1.74	7.14
电力、热力的生产和供应业	6.10	3.60	5.10	5.40	5.29	-0.11	-0.81

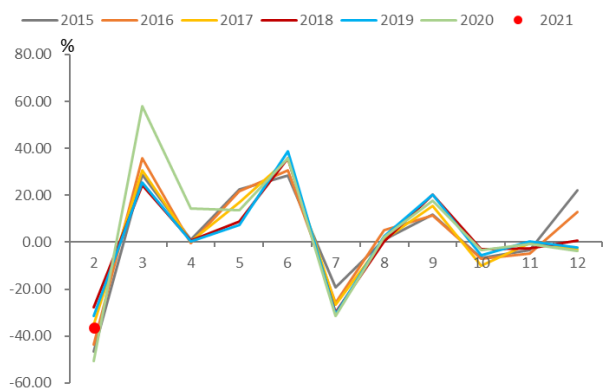
资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 投资：地产有韧性、基建相对平稳、制造业偏弱

1-2 月固定资产投资累计同比 35.0%。其中，基建、房地产、制造业投资累计同比分别为 34.95%、38.30%、37.30%，两年平均增速分别为-0.65%、7.59%、-3.02%；从环比来看，地产基本接近 2019 年水平，基建稍低，制造业仅较 2020 年小幅回升。

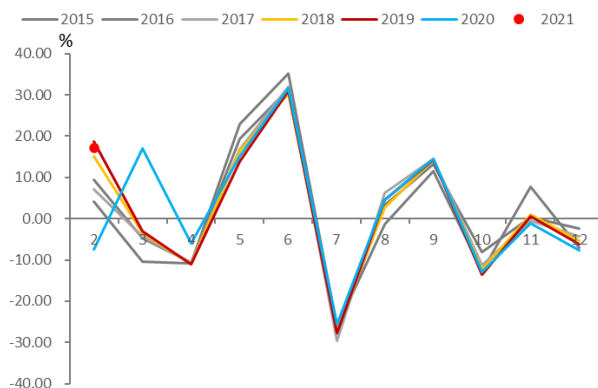
整体而言，基建投资基本平稳，房地产投资韧性强，制造业投资恢复相对较慢。

图 11：基建环比增速



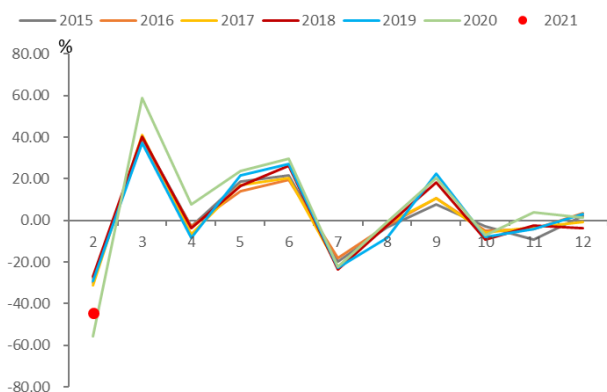
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：房地产投资环比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：制造业投资环比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：固定资产投资平均增速

行业分类	2019/02	2020/10	2020/11	2020/12	2020/02（平均增速）	202102-202102	202102-201902
固定资产投资	6.10	1.80	2.60	2.90	0.96	-1.94	5.14
基建	2.50	3.01	3.32	3.41	-0.65	-4.06	3.15
房地产	11.60	6.30	6.80	7.00	7.59	0.59	-4.01
销售	-3.60	0.00	1.30	2.60	10.97	8.37	14.57
新开工	6.00	-2.60	-2.00	-1.20	-4.85	-3.65	-0.85
施工	6.80	3.00	3.20	3.70	6.87	3.17	0.07
竣工	-11.90	-9.20	-7.30	-4.90	4.04	8.94	15.94
制造业	5.90	-5.30	-3.50	-2.20	-3.02	-0.82	8.92

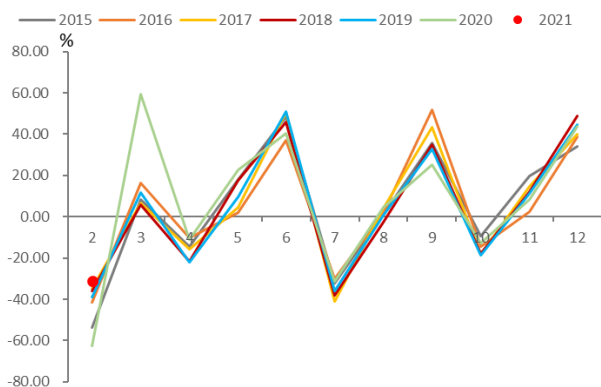
资料来源：Wind，天风证券研究所

1-2 月房地产开发投资完成额累计同比 38.3%，环比增速 17.03%，显著高于 2020 年同期，略低于 2019 年水平。其中销售、新开工、施工、竣工累计同比分别为 104.90%、63.30%、11.0%、40.4%。

具体而言，地产销售相当强劲，商品房销售面积环比显著高出往年水平，复合增速接近去年底；施工、竣工面积环比增速低于往年，不过平均增速显著高于去年四季度和往年水平；而新开工面积无论从环比还是平均增速来看，均处于偏弱状态。

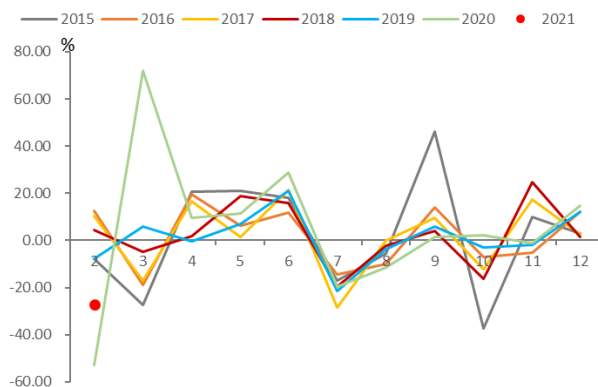
面对政策收紧和竣工压力，当前房企对施工、竣工还是要较高的诉求。土地市场出现降温，土地购置面积和土地成交价款环比降幅均接近 2020 年同期水平。土地购置在 2020 年下半年依然维持高增速，预计在今年上半年还能对房地产投资提供一定的支撑。整体而言，上半年房地产投资预计还能保持一定的韧性，下半年面临回落风险。

图 15：商品房销售面积环比增速



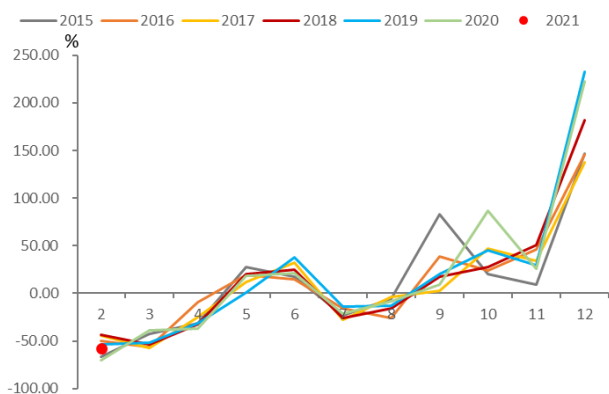
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：新开工面积环比增速



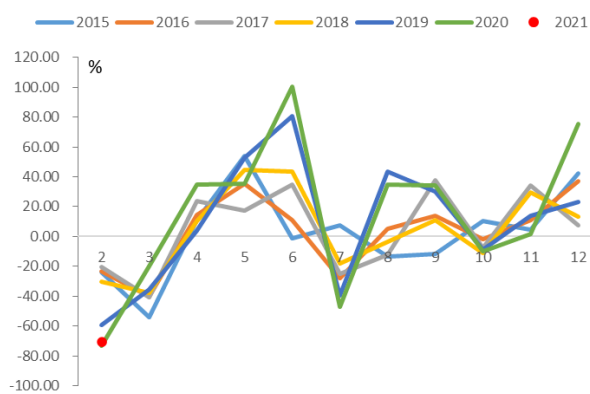
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：竣工面积环比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：土地购置面积环比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

制造业投资累计同比，环比增速接近 2020 年、平均增速低于 2020 年全年累计增速，更是远低于去年四季度单月同比增速。其中，电子、电气机械、有色金属冶炼等行业表现较好，投资增速高于去年四季度以及 2019 年同期水平，而纺织、汽车、通用设备制造等行业降幅较大。

图 19：制造业投资分行业增速

行业分类	2019/2	2020/10	2020/11	2020/12	2021/2 (平均增速)	202102-202102	202102-201902
固定资产投资完成额	5.50	(2.10)	(0.70)	0.10	(1.88)	(1.98)	(7.38)
采矿业	41.40	(8.40)	(9.20)	(14.10)	5.55	19.65	(35.40)
制造业	5.90	(5.30)	(3.50)	(2.20)	(3.02)	(1.82)	(8.42)
农副食品加工业	(4.40)	(3.90)	(1.80)	(0.40)	(2.87)	(2.47)	1.53
食品制造业	3.00	(3.20)	(1.00)	(1.80)	(5.50)	(2.70)	(8.40)
纺织业	17.80	(10.50)	(8.00)	(6.90)	(16.40)	(1.50)	(34.70)
化学原料及化学制品制造业	8.10	(7.30)	(3.90)	(1.20)	4.57	5.77	(3.53)
医药制造业	10.50	22.80	27.30	28.40	13.03	(5.37)	2.53
有色金属冶炼及压延加工业	(10.60)	(4.40)	(2.90)	(0.40)	3.21	3.61	13.81
金属制品业	6.40	(11.80)	(9.60)	(8.20)	(8.69)	(1.49)	(15.09)
通用设备制造业	12.70	(10.90)	(10.00)	(6.60)	(10.34)	(2.74)	(23.04)
专用设备制造业	16.30	(7.70)	(5.50)	(2.30)	1.10	3.40	(15.20)
汽车制造业	8.10	(15.40)	(15.10)	(12.40)	(17.24)	(8.84)	(25.44)
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	(9.70)	(2.50)	0.00	2.50	(8.09)	(0.59)	1.61
电气机械及器材制造业	(2.20)	(11.60)	(10.40)	(7.60)	(4.17)	3.43	(1.97)
计算机、通信和其他电子设备制造业	(2.60)	12.00	14.50	12.50	13.95	1.45	16.55
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	(1.40)	18.20	17.50	17.60	8.38	(1.22)	9.78

资料来源：Wind，天风证券研究所

年初金融数据强劲，特别是企业中长期贷款同比多增 10643 亿元，考虑到基建偏弱、地产受限，直观的理解是制造业需求旺盛，不过制造业投资数据并未体现。

这里有两点需要说明：一是贷款数据和制造业投资数据经常不同步；二是政策支持的小微贷款，制造业的占比可能并不是很高，主要是批发零售、租赁和商务服务等行业，近期监

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_17451

