

总量研究

供给强劲，需求内外有别

——2021年1-2月经济数据点评兼债市观点

要点

事件：2021年3月15日，国家统计局公布2021年1-2月经济数据。

- 1) 1-2月规模以上工业增加值同比增长35.1%，比2019年1-2月份增长16.9%，两年平均增长8.1%；
- 2) 1-2月固定资产投资同比增长35.0%，比2019年1-2月份增长3.5%，两年平均增速为1.7%；
- 3) 1-2月社会消费品零售总额同比增长33.8%，比2019年1-2月份增长6.4%，两年平均增速为3.2%。

点评：

工业生产：制造业推高生产高速增长，供给格局与出口超高速相互印证；后续制造业生产维持强劲表现的不确定性较大。从数据表现来看，同比增速出现新高，两年平均增速也属较高水平，环比增速则延续上升态势。从门类结构来看，制造业生产是工业生产强劲的主因。制造业生产的强劲与出口的强劲相互印证，也与2月信贷超预期相印证。展望后续，目前上游生产、水电生产和供应生产增速向整体经济增速靠拢，“出口订单--出口--制造业生产--工业生产”这一线索可能是研判后续工业生产走势的主要逻辑。

固定资产投资：仍处于恢复过程中，两年平均增速并不高，基建投资仍不及预期。较于2018、2019年固定资产投资全年5.9%、5.4%的增速，以及2018、2019年1-2月固定资产投资累计增速的7.9%、6.1%，1.7%的平均增速并不高。从分项来看，三大项增速排序为地产、制造业、基建，基建投资仍不及预期。展望后续，固定资产投资目前仍处于修复过程中，地产投资在严监管背景下，全年大概率难有较好表现；基建投资优质项目储备不足的问题短期内难以解决，而制造业投资在整个固定资产投资中占比较高，且是经济修复的内生动力，因此制造业修复速度很大程度上影响固定资产投资的增速，而这则与出口的走势相关。

消费：同样仍处于恢复过程中，汽车类、家具类和通讯器材类消费品恢复情况较好。1-2月，社会消费品零售总额同比增长33.8%，比2019年1-2月份增长6.4%，两年平均增速为3.2%。目前社消的环比增速并不高，且相比2020年下半年有所下降，结合目前居民收入同样处于修复过程中，预示后续消费可能是一个缓慢的过程。测算2年平均增速来看，必选消费恢复情况一般，而汽车类、家具类和通讯器材类消费品恢复情况较好。

债市观点

全球再通胀带来的美债收益率快速上升引发了全球资本市场的剧烈波动，但是新冠疫情发生以来中国的经济恢复以及货币政策的行动都是领先于美国的，国债收益率运行的趋势亦是如此。全球再通胀通过成本和供需两条路径影响我国通胀环境，第一条路径影响已有所呈现，第二条路径涉及后续出口走势，则有不稳定性；后续我国物价环境仍整体以温和通胀为主。我们预计，未来一段时间10Y国债收益率将运行于[3.0%,3.3%]之间，大幅向上和向下突破的难度均较大。

风险提示

目前新冠疫苗接种范围在扩大，美国新财政刺激计划落地，但后续全球经济复苏的不确定因素仍然存在；国内经济仍处于复苏进程中，但后续演变也有不少不确定性，疫情带来的衍生风险不能忽视。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001
010-58452066

zhang_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001
010-58452070

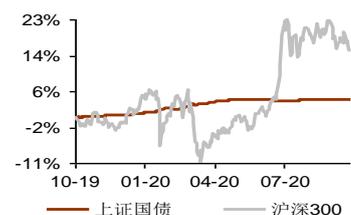
weiwx@ebsecn.com

联系人：李枢川

执业证书编号：S0930119120016
010-58452065

lishuchuan@ebsecn.com

大盘走势图



相关研报

全球再通胀如何影响我国通胀环境——通胀研究系列之四（2021-02-26）

抓住经济结构和杠杆率两条主线看后续基本面走势——2020年12月经济数据点评兼债市观点（2021-01-18）

无需担心经济过热，下半年机会更多——利率债2021年投资策略（2020-12-22）

制造业投资修复加快，消费并不强——2020年11月经济数据点评兼债市观点（2020-12-15）

消费修复速度放缓——2020年10月经济数据点评兼债市观点（2020-11-16）

量价齐升，四季度增速有不少不确定性——2020年三季度经济数据点评兼债市观点（2020-10-19）

投资向好但单月增速不低，可选消费支撑社消增速转正——2020年8月经济数据点评兼债市观点（2020-09-15）

1、事件

2021年3月15日，国家统计局公布2021年1-2月经济数据：

- 1) 1-2月规模以上工业增加值同比增长35.1%，比2019年1-2月份增长了16.9%，两年平均增长8.1%；
- 2) 1-2月固定资产投资4.5万亿元，同比增长35.0%；比2019年1-2月份增长3.5%，两年平均增速为1.7%；
- 3) 1-2月社会消费品零售总额6.97万亿元，同比增长33.8%；比2019年1-2月份增长6.4%，两年平均增速为3.2%。

2、点评

2.1、工业生产：制造业推高生产高速增长，供给格局与出口超高速相互印证；后续制造业生产维持强劲表现的不确定性较大

1-2月规模以上工业增加值同比增长35.1%。从数据表现来看，1-2月工业生产有以下特点：

1) 从数据表现来看，同比增速出现新高，两年平均增速也属较高水平，环比增速则延续上升态势。由于疫情的冲击，2020年1-2月工业企业增加值同比增速出现了非常规的下降（2020年1-2月规模以上工业企业增加值增速为-13.5%），在超低基数情况下，今年1-2月工业企业增加值出现高增速是顺理成章的。因此将今年的数据与2019年同期相比较意义更大。从数据表现来看，今年1-2月规模以上工业企业增加值较2019年1-2月份增长了16.9%，两年平均增长8.1%。相较于2018、2019年规模以上工业企业增加值全年6.2%、5.6%的增速，8.1%的平均增速也属于较高的水平。从环比看，2月份，规模以上工业增加值比上月增长0.69%，增速连续3个月出现上升，同样也验证工业生产的强劲。

2) 从门类结构来看，制造业生产是工业生产强劲的主因。1-2月份，三大门类中，采矿业增加值同比增长17.5%，制造业增长39.5%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长19.8%。从数据表现来看，目前工业生产整体结构呈现制造业高增长，上游生产、水电生产和供应则向整体经济增速靠拢这个格局，制造业是工业生产强势的主因。诸多制造业的细分行业生产也出现了高速增长，如通用设备制造业增长62.4%，专用设备制造业增长59.2%，汽车制造业增长70.9%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长48.9%，电气机械和器材制造业增长69.4%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长48.5%。

3) 制造业生产的强劲与出口的强劲相互印证，也与2月信贷超预期相印证。1-2月，我国货物出口增长50.1%，机电产品出口同比增长54.1%，占出口总额的60.3%；工业企业实现出口交货值19299亿元，同比名义增长42.5%。我国制造业产品的需求中，外需是重要的一环，制造业生产的强劲与出口的持续增长是相互印证的。从金融数据来看，2月末人民币贷款余额同比增长12.9%，增速分别比1月末和2020年同期高0.2个和0.8个百分点，超出市场预期；企业中长期贷款增加1.1万亿元，同样非常亮眼。金融数据的超预期表现与实体经济，尤其是制造业资金需求旺盛是相互印证的。

图表 1: 1-2 月工业增加值同比增速出现新高, 环比增速则延续上升态势



资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: %

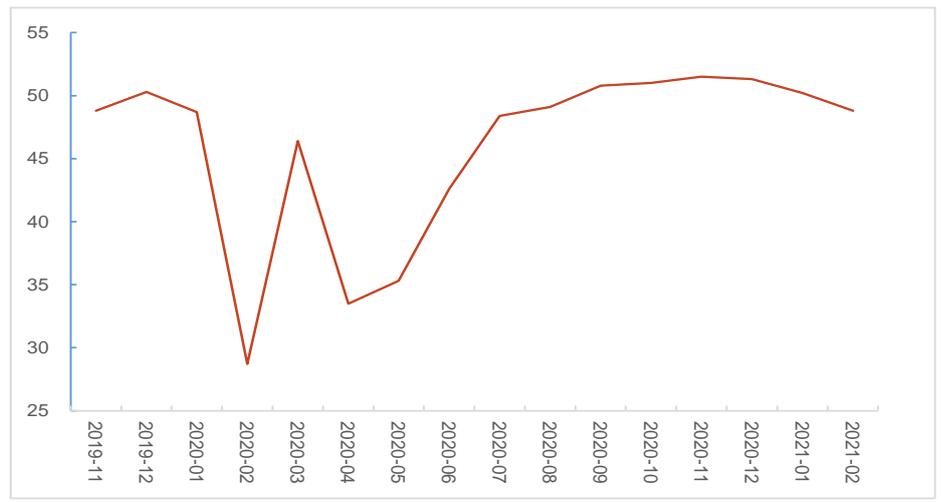
图表 2: 制造业生产是工业生产强劲的主因



资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: %

另外, 今年春节就地过年也是制造业生产出现超强表现不可忽略的因素, 但由于这一情况并不常见, 因此其实际效果可能并不好评估。展望后续, 目前上游生产、水电生产和供应生产增速向整体经济增速靠拢, “出口订单--出口--制造业生产--工业生产”这一线索可能是研判后续工业生产走势的主要逻辑。目前随着疫苗接种范围的逐步加大, 海外生产持续恢复, 我国制造业 PMI 新出口订单指数出现了连续 3 个月出现下降, 目前已经降至荣枯线以下。如果按照这一线索, 后续制造业生产维持目前强劲表现的不确定性较大。

图表 3：制造业 PMI 中新出口订单指数连续 3 月下降，目前已经降至荣枯线以下

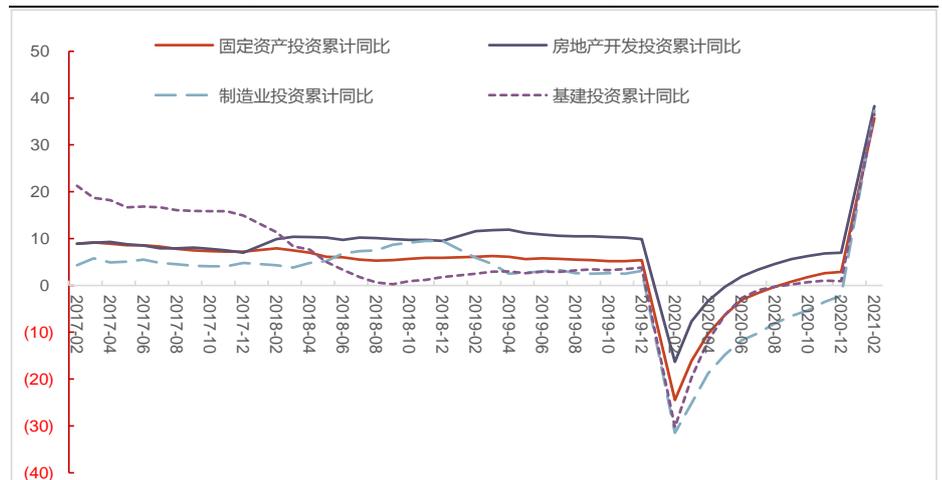


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

2.2、 固定资产投资：仍处于恢复过程中，两年平均增速并不高，基建投资仍不及预期

1-2 月全国固定资产投资 4.5 万亿元，同比增长 35.0%；比 2019 年 1-2 月份增长 3.5%，两年平均增速为 1.7%。相较于 2018、2019 年固定资产投资全年 5.9%、5.4% 的增速，以及 2018、2019 年 2 月固定资产投资累计增速的 7.9%、6.1%，1.7% 的平均增速并不高。另外，2 月固定资产投资环比增速为 2.43%，比 1 月的 2.51% 其实有所降低，但仍比疫情前水平要高不少，说明固定资产投资可能目前仍处于恢复过程中。

图表 4：由于基数效应，固定资产投资增速均现超高增速，但两年平均增速一般



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

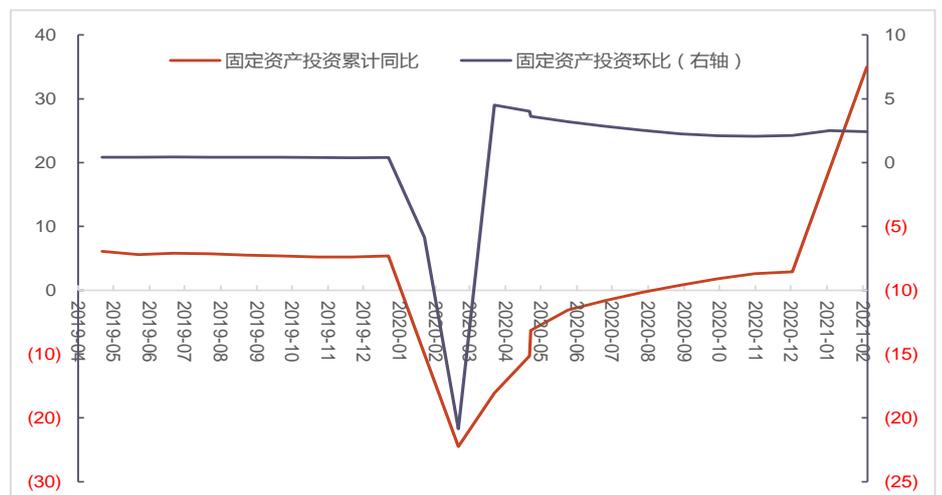
从分项来看，三大项增速排序为地产、制造业、基建，基建投资仍不及预期。

1-2 月制造业投资同比增长 37.3%，比全体 FAI 增速高 2.3 个百分点，但与制造业生产的强劲相比，略显不足。1-2 月房地产开发投资累计同比增长 38.3%，比全体 FAI 增速高 3.3 个百分点，地产投资仍有一定的韧性。基建投资方面，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）1-2 月同比增长 36.6%，比全体 FAI 增速高 1.6 个百分点。由于 1-2 月地方政府财政资金尤其是专项债资

金充裕，但基建增速在三大项中增速最低，也不及市场预期，项目储备不足的问题或仍然影响基建投资的提升。

展望后续，固定资产投资目前仍处于修复过程中，地产投资在严监管背景下，全年大概率难有较好表现；基建投资优质项目储备不足的问题短期内难以解决，而制造业投资在整个固定资产投资中占比较高（30-40%），且是经济修复的内生动力，因此制造业修复速度很大程度上影响固定资产投资的增速，而这则与出口的走势相关。

图表 5：环比增速仍明显高于疫情前，反映固定资产投资仍在修复过程中



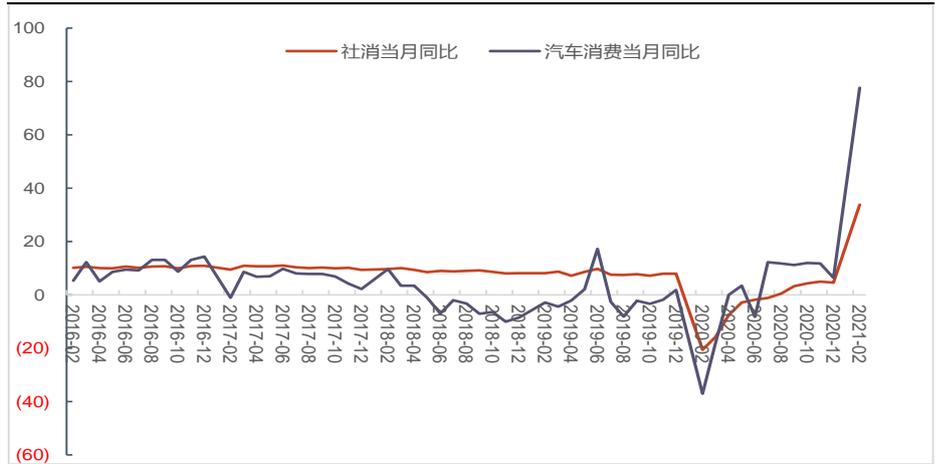
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

2.3、消费：同样仍处于恢复过程中，汽车类、家具类和通讯器材类消费品恢复情况较好

1-2月，社会消费品零售总额 6.97 万亿元，同比增长 33.8%；比 2019 年 1-2 月份增长 6.4%，两年平均增速为 3.2%。扣除价格因素，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%。相较于 2018、2019 年的 9.7%、8.2%（名义），社消两年平均增速明显偏低，印证目前消费仍处于修复过程中。另外，目前社消的环比增速并不高，且相比 2020 年下半年有所下降，结合目前居民收入同样处于修复过程中，预示后续消费可能是一个缓慢的过程。

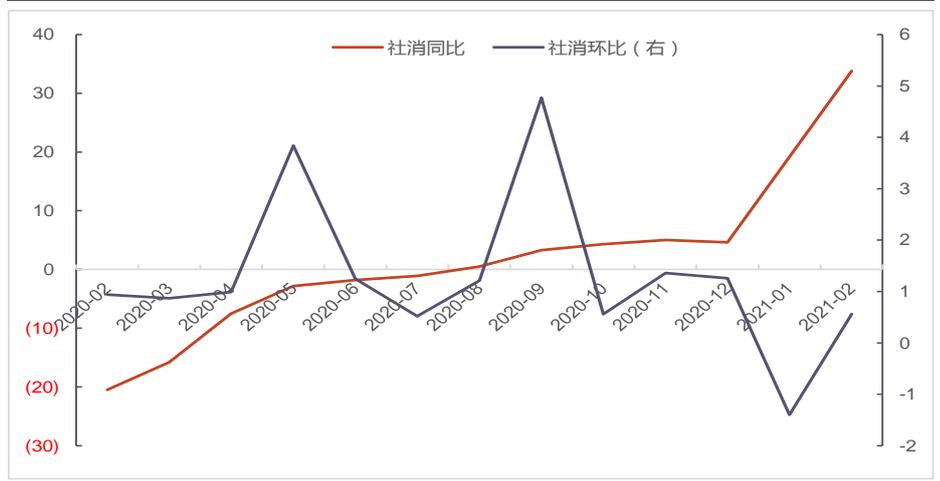
从消费结构上来看，我们测算了 2 年平均增速，主要消费品种，粮油、食品类，服装鞋帽、针、纺织品类，汽车类，石油及制品类，通讯器材类，家具类增速分别为 4.5%、21.4%、35.0%、10.6%、22.9%、25.3%，必选消费恢复情况一般，而汽车类、家具类和通讯器材类消费品恢复情况较好。

图表 6：社消仍处于修复过程中，汽车消费增速较高



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 7：社消环比增速有所回落，也预示消费后续可能是缓慢过程



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 8：主要消费品同比增长情况



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_17474



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn