



宏观研究

【粤开宏观】非均衡的经济恢复

2021 年 03 月 15 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】中国财政形势分析：当前形势及中长期改革方向》2021-02-22

《【粤开宏观】风景这边独好：点评《中国2020年国民经济统计公报》》2021-02-28

《【粤开宏观】政府工作报告释放的11个重大信号》2021-03-05

《【粤开宏观】积极财政“不急转弯”，助力构建新发展格局》2021-03-09

《【粤开宏观】反垄断：当前背景、制度变迁与政策建议》2021-03-10

事件：

中国 1-2 月规模以上工业增加值同比增 35.1%，预期增 31.3%，去年 1-2 月降 13.5%，两年平均增速 8.1%；

1-2 月固定资产投资同比增 35%，预期增 38.11%，去年 1-2 月降 24.5%，两年平均增速 1.7%；

1-2 月全国房地产开发投资同比增长 38.3%，去年 1-2 月降 16.3%，两年平均增速 7.6%；

1-2 月社会消费品零售总额同比增 33.8%，预期增 31.7%，去年 1-2 月降 20.5%，两年平均增速 3.2%。

风险提示：疫情反复，经济恢复不及预期



## 目 录

一、低基数下的强劲反弹，结构分化延续延续 .....	3
二、就地过年、出口和房地产高增速带动工业生产强劲 .....	5
三、制造业投资仍在恢复中，可能与碳达峰承诺背景下的环保压制有关，但产能周期大概率将启动 .....	6
四、房地产销售和 investment 高位回落，货币政策边际收紧和监管趋严将导致销售、投资逐步下行 .....	8
五、基建投资两年平均增速低迷，与财政支出结构调整、专项债项目穿透监管等有关，未来反弹力度有限 .....	9
六、社零消费仍处恢复中途，随疫情控制和就业收入改善将成为今年经济支撑 .....	9
七、实体经济融资需求强劲，推动社融信贷超预期短暂反弹 .....	10
八、低基数叠加海外经济回暖推动出口增速创纪录，日常消费品出口加速修复 .....	12
九、猪周期下行叠加大宗商品价格大涨，CPI 与 PPI 发生新一轮背离 .....	15

## 图表目录

图表 1：今年 1 月、2 月规模以上工业增加值环比明显高于往年同期 .....	5
图表 2：制造业投资回落幅度小于往年同期 .....	6
图表 3：大中小型企业 PMI 分化加剧 .....	7
图表 4：1-2 月社零消费品反弹明显，但两年平均增速仍略低于去年四季度 .....	10
图表 5：2 月社融及 M2 增速均短暂反弹 .....	11
图表 6：表内贷款及表外票据融资推动新增社融超预期 .....	11
图表 7：票据贴现利率与银行同业利差加大 .....	11
图表 8：企业中长期贷款大增 .....	12
图表 9：M1-M2 剪刀差重回负区间 .....	12
图表 10：1-2 月我国进出口增速较高 .....	14
图表 11：全球主要经济体制造业恢复 .....	14
图表 12：出口分项同比增速 .....	14
图表 13：1-2 月主要商品对出口的同比拉动 .....	15
图表 14：2021 年 2 月 CPI 环比分项变化 .....	16
图表 15：生猪存栏已恢复至 2014 年水平 .....	16
图表 16：CPI 与 PPI 背离 .....	17
图表 17：PPI 生产资料与生活资料分化 .....	17



## 一、低基数下的强劲反弹，结构分化延续延续

总体上看，1-2月的经济数据显示经济恢复仍在继续，房地产投资和出口支撑经济、消费和制造业投资仍在恢复中途，延续去年格局，一季度GDP增速可能将高达20%左右，2020-2021年1季度两年平均增速也将可能高达7%（1-2月规上工业增加值、服务业生产指数分别为35.1%和31.1%，两年的平均增速分别为8.1%和6.8%）。但是，结构仍不均衡：一是生产端恢复好于需求端，工业增速高于消费和投资增速；二是外需好于内需，出口增速高于消费和投资增速；三是房地产投资明显高于制造业和基建投资；四是商品消费高于餐饮消费，餐饮消费年均增速仍是负增长。2021年的中国经济在疫苗接种推进全球经济重启、美国再度刺激、中国产能周期上升和低基数的作用下将恢复至9%左右，只是回到疫情前的正常运行轨道，并补足2020年的缺口，而非过热，更非滞胀。今年经济增速的数据前高后低，不意味着停滞乃至下行；CPI在猪周期的压制下难以大幅上行，PPI在供给收缩和需求扩张之下有压力，但下半年后将下行。中国的生产强劲不仅服务于国内需求，而且与海外的生产类需求、终端消费品需求密切相关。疫情形势、经济恢复程度与政策力度将持续博弈。

分析今年一季度尤其是1-2月的数据，要注意几个特殊因素：低基数、就地过年、输入型通胀和利率上升预期对居民、企业和监管当局的预期和行为改变。第一，由于受到基数的剧烈波动因素，今年的分析更应该看环比指标，而非过往的同比指标。1-2月数据同比增速非常高，但不可比；2020-2021年1-2月的两年平均增速显示，当前经济的支撑力量仍是出口和房地产投资，消费和制造业投资仍在恢复中途，这与去年格局一致，说明内生动能仍未真正切换。从环比看，工业生产强于季节性，消费和固定资产投资弱于季节性。1月、2月规上工业增加值环比为0.66和0.69，高于2018年的0.57和0.57，以及2019年的0.45和0.47。1-2月社零消费与上年12月的环比增速为71.9%，低于2017-2019年的82.5%、75.9%和84.1%。

第二，更应该看微观指标而非传统宏观指标，只要居民失业率、新增城镇就业人数、财政运转和企业盈利这三大微观主体一切正常，GDP增速的起落并不是最主要因素。1-2月城镇新增就业148万人；1月、2月全国城镇调查失业率为5.4%和5.5%，比上年同期回落0.7个百分点。PPI上升、工业增加值同比上升，意味着企业盈利也将上升。

第三，注意结构的分化，城乡分化、大中小企业分化、需求结构的分化。就地过年留守城市的结果是一二线城市消费好于低能级城市，城市好于农村。城镇消费两年平均增长3.4%；乡村消费品两年平均增长1.3%。2月份，城市居民消费价格环比上涨0.6%，农村上涨0.4%。2月份中小企业的PMI指数分别为49.6%和48.3%，均处于收缩区间。需求结构分化，出口和房地产好于消费和制造业。

第四，国家的较量是改革力度的较量，是制度体系的较量，也是政策空间的较量。无论是改革力度，还是制度优势，还是政策空间，中国在全球都处于优势位置，无需对中国经济和宏观调控能力过于悲观，强大的生产能力、巨大的市场就是韧性的来源。但是，经济恢复之年，要向更长期看，即“十四五”整体增速仍要下行，通过改革开放释放活力，重寻新的经济增长点。不能因为数据幻觉，忽视了推进改革开放。2020年底中国政府负债率为45.8%，低于美国的110%以上；中国的政府债务付息支出占整体支出的比重为4%，低于美国的5.4%。

具体看而言，1-2月的经济数据有如下特征：

1、就地过年、出口和房地产高增速带动工业生产超预期。调查显示今年春节期间企业平均放假天数为7.5天，明显少于正常年份，开工更早更快。一是装备制造业和高技术产业增势明显。1-2月，装备制造业、高技术制造业增加值同比分别增长59.9%、49.2%；



从两年平均增速看，分别增长 10.2%、13.0%，高于全部规上工业 2.1、4.9 个百分点。二是后疫情时代防疫相关产品生产结构性分化，口罩等防疫物资边际放缓，而与疫苗相关的医药生产加速。三是海外经济加速回暖，推动电子类产品、生产上升。1-2 月工业出口交货值同比增长 42.5%，对工业生产增长的贡献率达到 11.7%，两年平均增长 7.4%，延续了去年 11 月份以来较快增长的良好势头，有力带动工业生产加快增长。四是部分消费品行业的生产仍偏低。

**2、社零消费仍处恢复中途，随疫情控制和就业收入改善将成为今年经济支撑。**2020 和 2021 年 1-2 月社零消费平均增速为 3.2%，略低于去年四季度增速（10-12 月增速为 4.3%、5%和 4.6%），主要是家电、建筑装潢和汽车消费等增速下降，与就地过年导致县乡和低能级城市消费低迷、1 月初部分地区的散发疫情有关。

**3、制造业投资低于预期，但强于往年同期平均水平，制造业仍处于缓慢修复期，但产能周期大概率即将开启。**1-2 月制造业投资两年平均增速较去年 12 月下月，与超预期工业生产、企业中长期信贷高增背离，我们认为可能与疫情反复以及碳达峰承诺背景下环保加强对其压制有关。往后看，需求和盈利向好、产能利用率较高、贷款等融资倾向制造业、今年提高制造业研发支出加计扣除比例，企业经营预期指数上升，制造业投资仍有望持续复苏。

**4、房地产销售、投资处于高位下行态势，货币政策边际收紧和监管趋严将导致未来的销售、投资逐步下行。**房地产政策集中于解决大城市住房问题，帮助新市民、青年人缓解住房困难，通过土地、资金、集中建设和保障性租赁住房等方式，坚定推进房住不炒。第一，当前房地产销售和投资较好主要源自居民利用贷款和自有资金购房的支撑，开发贷对房地产的支持有限。居民自有资金占比上升与居民就业形势改善带来的工资性收入改善及春节前股市行情较好带来的财产性收入增加有关，同时与通胀预期上升带来的资产保值需要有关。第二，房地产销售和投资增速仍高，但已处于下行通道，货币政策边际收紧、清理经营贷违规进入房地产市场、“三道红线”压力、重点城市“集中供地”等监管方式从资金端和土地端稳定房地产市场。考虑到房地产企业继续降价促销回笼资金，销售增速下行速度较缓。第三，销售增速仍高但下行、新开工和土地购置面积两年平均增速为负，施工面积增速较高、竣工面积仍为正，意味着房地产企业的精力和资金目前更多倾向于投入前期已开工的存量房地产，对新开工和拿地相对谨慎，同时也受到“集中供地”的影响。

**5、基建投资两年平均增速低迷，主要受到财政资金紧张、财政支出结构调整、专项债实施穿透式监管、申报延后等影响，未来反弹力度有限。**一是今年整体财政支出增速较去年下降，在紧平衡背景下下调赤字率和专项债规模，其中专项债下调至 3.65 万亿，较去年下降 1000 亿元，客观上基建资金来源边际减少。同时 2020 年四季度中央并未提前下达专项债额度。2021 年 1-2 月新增专项债为 0。二是一般公共预算的支出结构向民生尤其是医疗和社保倾斜。三是防风险和财政可持续性的重要性突出，专项债项目实施穿透式监管，规范使用债券资金，强监管下部分项目进展缓慢及不规范、资金使用效率不高或被叫停；同时申报工作较往年延后，新增落地项目减少。

**6、实体经济融资需求强劲，推动社融信贷超预期短暂反弹。**社融超预期主要在贷款和票据融资，信贷超预期主要是企业和居民中长期贷款，对应实体经济需求旺盛以及房地产销售较好。《政府工作报告》重提“宏观杠杆率基本稳定”，我们认为今年货币政策将更加强调精准、着力“结构优化”，稳杠杆与防风险重要性正在上升。货币政策基调边际收紧、年内社融及 M2 增速仍将温和回落，全年 M2 和社融增速预计分别在 9%和 11%左右。

**7、低基数叠加海外经济回暖推动出口增速创纪录，日常消费品出口加速修复。**今年的出口动力将从防疫物资切换到经济恢复的生产资料需求和终端消费品。对美出口大幅



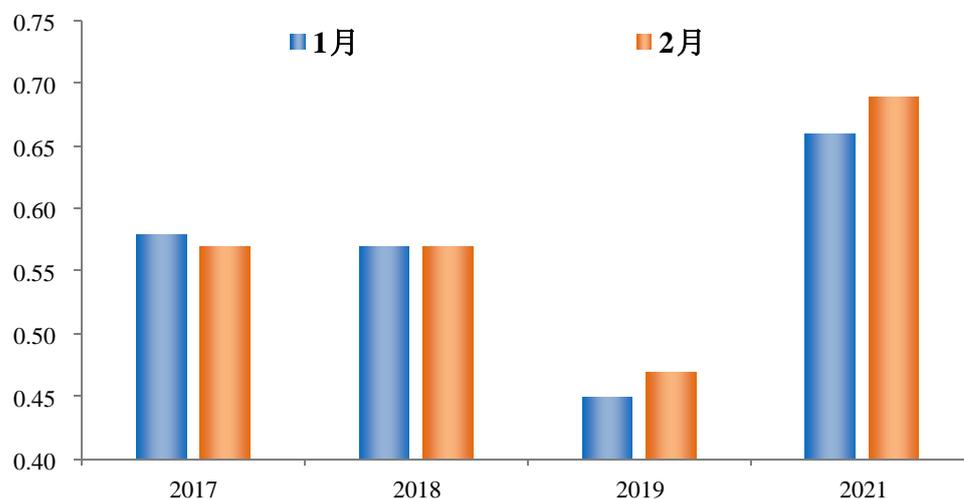
增长，系疫情边际缓和、财政刺激政策、中美经贸进一步缓和等因素所致。机电产品、家电及医疗器械出口延续高景气，分别对应海外生产需求回暖、地产链高景气和防疫需求，但贡献边际下降，而日常消费品出口加速修复。

**8、猪周期下行叠加大宗商品价格大涨，CPI 与 PPI 发生新一轮背离。**当前 CPI 低迷，未来受猪周期下行压制以及非食品消费恢复两股力量的影响，预计年内 CPI 有望温和回升。PPI 方面，疫情回落加速、海外经济回暖、美国财政刺激、原油供给冲击四大因素共同推动海外大宗商品价格大涨，带动输入型通胀预期和实际 PPI 上升，叠加国内落实碳达峰、碳中和背景下的新一轮供给侧改革，预计全年 PPI 呈倒 V 型走势。

## 二、就地过年、出口和房地产高增速带动工业生产强劲

**就地过年利好生产，推动工业生产超预期。**1-2 月份规模以上工业增加值同比实际增长 35.1%，较 2019 年 1-2 月份增长 16.9%，略超市场预期。**剔除低基数影响后实际生产以及环比数据均显示工业生产强劲。**2020-2021 年 1-2 月两年平均增长 8.1%，较 2019 年 1-2 月以及 2020 年 12 月增速上升 2.8、0.8 个百分点。从环比看，1 月、2 月规上工业增加值环比为 0.66 和 0.69，高于 2018 年的 0.57 和 0.57，以及 2019 年的 0.45 和 0.47。此外，2021 年 1-2 月实际工作日 37 天，较 2019 年减少 2 天，进一步说明在就地过年政策影响下，企业开工时间总体早于往年。今年春节期间，据对全国近 5000 家工业企业开展的开工情况快速调查显示，调查企业春节期间平均放假天数为 7.5 天，明显少于正常年份。另一方面，员工到岗情况好于往年，调查企业中，近一半企业有超九成员工就地过年，对工业生产提振作用较大。

图表 1：今年 1 月、2 月规模以上工业增加值环比明显高于往年同期



资料来源：统计局、粤开证券研究院

**三大门类中制造业增速最高。**分三大门类来看，2021 年 1-2 月采矿业、制造业和水电燃气生产供应业增加值同比增长 17.5%、39.5%和 19.8%，综合 2020-2021 年 1-2 月数据来看，采矿业、制造业两年平均增速分别为 4.8%、8.4%，分别较 2019 年同期提高 4.5、2.8 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业两年平均增速为 5.5%，较 2019



年同期下降 1.3 个百分点。

从 2020-2021 年 1-2 月的平均增速来分析具体行业产出。

**一是装备制造业和高技术产业增势明显。**1-2 月，装备制造业、高技术制造业增加值同比分别增长 59.9%、49.2%；从两年平均增速看，分别增长 10.2%、13.0%，高于全部规上工业 2.1、4.9 个百分点。

**二是后疫情时代防疫相关产品的生产出现结构性分化，口罩等防疫物资生产边际放缓，而与疫苗相关的医药生产加速。**在防护服、口罩等需求下，纺织业平均增长 0.8%，橡胶和塑料制品业增长 6.5%，化学原料和化学制品制造业增长 7.1%，较 2019 年同期提高 0.6、4.3、2.8 个百分点。新冠检测和疫苗生产等带动医药制造业增长 11.4%，较 2019 年同期提升 5.5 个百分点。

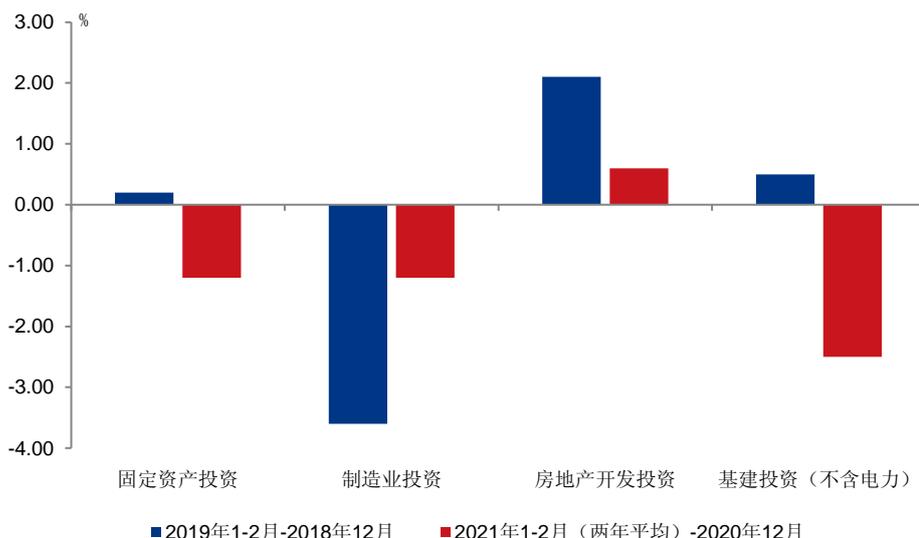
**三是海外经济加速回暖，推动电子类产品、生产上升，**1-2 月工业出口交货值同比增长 42.5%，对工业生产增长的贡献率达到 11.7%，两年平均增长 7.4%，延续了去年 11 月份以来较快增长的良好势头，有力带动工业生产加快增长。其中，1-2 月，第一大出口行业电子行业出口交货值增长 48.3%。计算机、通信和其他电子设备制造业增长 13.1%，电气机械和器材制造业增长 12.9%，通用设备制造业增长 8.0%，较 2019 年同期提升 7.1、4.9 和 3.6 个百分点。

**四是黑色冶炼、汽车等制造业生产同比增速较高。**黑色金属冶炼加工业、通用设备制造业、汽车制造业平均增速分别为 9.2%、8.0%和 7.8%，较 2019 年同期上升 1.7、3.6 和 13.3 个百分点。铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 3.4%，专用设备制造业增 9.7%，较 2019 年同期回落 4.5、0.3 个百分点。

### 三、制造业投资仍在恢复中，可能与碳达峰承诺背景下的环保压制有关，但产能周期大概率将启动

1-2 月份固定资产投资 45236 亿元，同比增长 35.0%，较 2019 年 1-2 月份增长 3.5%，两年平均增速为 1.7%。1-2 月制造业、房地产、基建（不含电力）投资累计同比增长分别为 37.3%、38.3%和 36.6%，两年平均增速分别为-3.4%、7.6%和-1.6%，较 2020 年全年分别变化-1.2、+0.6、-2.5 个百分点。尽管 1-2 月制造业投资两年平均增速较去年全年下滑，但从季节性的回落看，回落幅度小于往年同期。

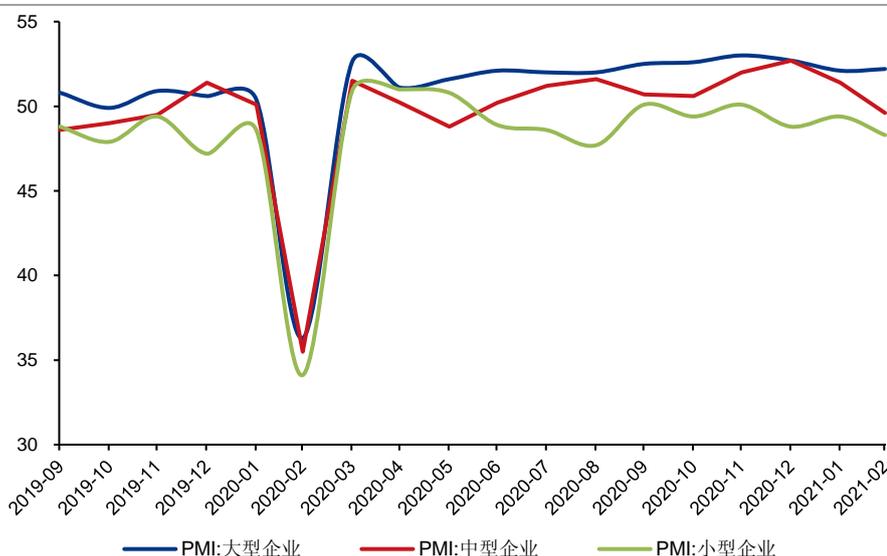
图表 2：制造业投资回落幅度小于往年同期



资料来源：统计局、粤开证券研究院

值得注意的是，就地过年对不同规模企业影响不一，外来劳动人口流入的一二线城市生产投资加快，而三四线城市生产投资放缓。由于一般在一二线城市生产经营的企业规模较大，而中小微企业多在三四线城市经营，反映在制造业 PMI 上则是大中小型企业 PMI 的分化加剧。2 月大、中、小型企业 PMI 分别为 52.2%、49.6%和 48.3%，分别较 1 月变化+0.1、-1.8 和-1.1 个百分点。

图表3：大中小型企业 PMI 分化加剧



资料来源：Wind、粤开证券研究院

往后看，盈利、需求、预期共振向上，制造业投资有望持续复苏。

第一，价格环比上升和盈利改善增强制造业投资意愿。受境外大宗商品价格大幅上升影响，年初以来 PPI 加速上行，2 月 PPI 同比、环比分别为 1.7%和 0.8%。去年规模以上工业企业累计利润增速同比为 4.1%，较前值大幅提升 1.7 个百分点，连续 10 个月回升，并创 2018 年 12 月以来新高，其中，亏损企业数量和亏损金额同比为 13.3%和



7.0%，增速较上半年和 2019 年大幅下降。营业收入利润率为 6.1%，为 2019 年初以来最高值。

**第二，疫苗加速接种、海外需求回暖叠加国内就业及收入改善，需求边际修复。**截至 3 月 13 日，美国、全球每千人接种疫苗人数已达 316 和 46 人。同时，出口增速创纪录、全球制造业 PMI 连续 8 个月处于扩张区间、波罗的海干散货指数回升至 2019 年 9 月水平，居民可支配收入边际回升等，均有利于国内外需求修复。

**第三，调查预期持续向好、企业中长期贷款占比提升，均表示企业投资信心在逐步增强，有望推动产能周期上行。**2 月企业生产经营活动预期指数升至 59.2%，高于上月 1.3 个百分点，企业融资环境维持 2019 年 4 月水平，企业融资需求旺盛，中长期贷款占比持续提升。

#### 四、房地产销售和 investment 高位回落，货币政策边际收紧和监管趋严将导致销售、投资逐步下行

近年来房地产投资增速异常坚挺，2016-2020 年增速分别为 6.9%、7%、9.5%、9.9% 和 7%。2020 年以来房地产投资增速坚挺，与出口成为拉动经济的主要动力，主要源于宏观上相对宽松的货币金融环境以及微观上“三道红线”压力下房地产企业加快销售、施工和投资以回笼资金自救行为。

2021 年 1-2 月房地产投资和 sales 增速均较高，主要源于居民中长期贷款和自有资金的支撑；但是，从增速趋势看，2020-2021 年 1-2 月地产销售和 investment 年均增速均处下行，以及新开工和土地购置面积平均增速均为负增长，反映出房地产面临的监管趋严正逐步生效。

**从房地产销售看**，2021 年 1-2 月同比增长 1.05 倍，比 2019 年 1-2 月份增长 23.1%，两年平均增长 11.0%，延续去年 10-12 月（当月同比分别为 15.3%、12.1% 和 11.5%）以来的下行趋势。**从房地产投资看**，2021 年 1-2 月同比增长 38.3%，比 2019 年 1-2 月份增长 15.7%，两年平均增长 7.6%，延续去年 10-12 月（当月同比分别为 12.7%、10.9% 和 9.4%）以来的下行趋势。从施工面积看，2021 年 1-2 月同比增长 11%，两年平均增长 6.9%。**从新开工面积看**，2021 年 1-2 月同比增长 64.3%，两年平均增长 -4.9%，较去年 12 月降幅扩大 3.7 个百分点。**从土地购置面积看**，2021 年 1-2 月同比增长 33%，两年平均增长 -3%。**从房地产到位资金来源看**，2021 年 1-2 月同比增长 51.2%，两年平均增长 11.7%。其中，国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款两年平均增速

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\\_17481](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17481)

