基本面稳中向好，社融略超预期

——宏观月报

报告要点：

- **PMI 季节性回落，供需两端扩张减缓**

2 月中采制造业 PMI 指数为 50.6%，较上月回落 0.7 个百分点，连续 12 个月处于荣枯线之上；非制造业 PMI 指数为 51.4%，较上月回落 1.0 个百分点。整体上看，2 月生产指数为 51.9%，较上月回落 1.6 个百分点，连续 12 个月维持在荣枯线以上，表明企业进一步扩大生产的活动趋于谨慎。

- **节后 CPI 维持低位，PPI 同比涨幅扩大**

生猪产能持续修复，猪肉价格环比由上月上涨 5.6%转为下降 3.1%。春节期间鲜菜消费需求增加，鲜菜价格环比上涨 1.8%。受居民就地过年影响，文娱消费需求增加，房租下跌放缓；医疗保健价格持平，生活用品及服务小幅上行。2 月 PPI 同比上涨 1.7%，环比上涨 0.8%。其中生产资料价格同比+2.3%，环比+1.1%；全球经济复苏、需求回升，大宗商品价格持续上行，油价维持高位，国内需求稳定恢复， PPI 有望进入上行期。

- **基数效应下 1-2 月工业增加值同比大幅回升**

受去年同期基数较低的影响，1-2 月规模以上工业增加值累计同比大幅增长 35.1%，超出市场预期，较去年同期上升 48.6 个百分点，比 2019 年 1-2 月份增长 16.9%，两年平均增长 8.1%，处于近年来高位，工业增加值增速维持向好趋势。

- **消费，投资，进出口稳定增长**

1-2 月社零当月同比增速为 33.8%，去年同期数值为-20.5%，比 2019 年 1-2 月份增长 6.4%，超出市场预期。整体上看 1-2 月社零修复良好。必需消费品增速总体上稳中有升，可选消费增幅较大。1-2 月全国固定资产投资累计同比增长 35%，比 2019 年 1-2 月份增长 3.5%，。在去年低基数效应的影响下，固定资产同比出现较大幅度增长，剔除基数效应看固定资产投资维持稳定增长。制造业投资延续修复。2021 年 1-2 月我国进出口总值为 8344.9 亿美元，同比增长 41.2%，增幅较为明显；出口保持强劲，数据好于市场预期；进口增速较上月有所回升，延续向好态势。

- **社融小幅回升，企业居民融资向好**

2 月 M2 当月同比增速 10.1%，增速较上月回升 0.7 个百分点，新增人民币贷款 13600 亿元。社融出现小幅回升，信贷数据仍表现亮眼，居民消费需求旺盛，房贷需求仍然强劲，企业中长期贷款继续保持超季节性增长。表外融资方面，企业贸易活动表现保持强劲；同时伴随地产政策的持续收紧，新增信托贷款继续回落，直接融资方面，企业债券融资出现边际下滑。

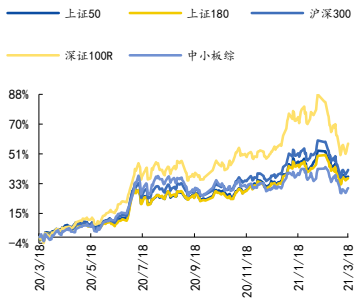
整体上看，1-2 月宏观经济数据稳中向好。PMI 季节性回落，从供给侧角度看，工业增加值维持高增，制造业加速回暖。需求侧角度看，消费、投资仍处于恢复阶段，进出口保持强劲。同时社融有所回升，信贷结构持续优化。**预计伴随制造业与消费维持修复，经济将继续稳定增长，建议后续重点关注经济结构边际变化情况，包括通胀压力增长下工业制造业修复情况、消费后续走势以及海外经济修复下我国出口是否仍能维持高景气度。**

风险提示：经济复苏不及预期，政策不及预期

主要数据：

上证综指：	3463.07
深圳成指：	13963.92
沪深 300：	5141.77
中小盘指：	4326.52
创业板指：	2748.73

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元宏观-工业消费向好，经济复苏延续-1-2 月经济数据点评-20210315》2021.03.16

《国元宏观-国内流动性宽松，美债收益率走高-宏观流动性周报(第 20 期)》2021.03.15

报告作者

分析师 徐颖
执业证书编号 S0020520070001
邮箱 xuying@gyzq.com.cn
电话 021-68880637-2174

内容目录

1.PMI 季节性回落，供需两端扩张减缓 3
1.1 PMI 较上月回落，供需端扩张减缓 3
2. 必选消费稳中有升，可选消费增幅较大 4
3.投资增速稳定增长，高技术制造业增幅明显 5

图表目录

图 1：1-2 月工业增加值维持回升趋势 3
图 2：四大产业工业增加值同比 3
图 3：子行业工业增加值累计同比 4
图 4：主要工业品产量仍维持高增速 4
图 5：1-2 月社零同比增速大幅回升 4
图 6：可选消费品分项同比均出现较大幅度上升 4
图 7：餐饮收入同比增速较快 5
图 8：固定资产投资表现良好 6
图 9：制造业、地产及基建投资同比增速走势 6
图 10：制造业投资分项情况 6
图 11：房地产投资保持韧性 6
图 12：住宅投资回升较快 6
图 13：商品房销售同比数据表现亮眼 6

1.PMI 季节性回落，供需两端扩张减缓

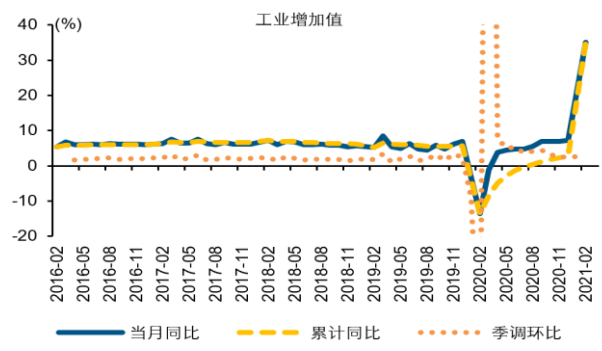
1.1 PMI 较上月回落，供需端扩张减缓

2 月中采制造业 PMI 指数为 50.6%，较上月回落 0.7 个百分点，连续 12 个月处于荣枯线之上；非制造业 PMI 指数为 51.4%，较上月回落 1.0 个百分点。综合 PMI 产出指数为 51.6%，较上月回落 1.2 个百分点。受疫情和春节假日因素影响，近期我国企业生产经营活动总体保持扩张，但扩张力度有所减弱。

从细分项来看，2 月生产指数为 51.9%，较上月回落 1.6 个百分点，连续 12 个月维持在荣枯线以上，表明企业进一步扩大生产的活动趋于谨慎。新订单指数较上月回落 0.8 个百分点至 51.5%，两者差值从 1.2 个百分点降至 0.4 个百分点。其中本月新出口订单指数和进口指数分别为 48.8%和 49.6%，较上月下行 1.4 和 0.2 个百分比，进出口景气度有所下降。在内需方面受疫情，春节假期，和寒潮等因素影响，生产需求扩张减缓，但仍处于景气区间。在外需方面，由于海外疫情缓解和人民币汇率升值等因素影响，制造业外贸业务较上月有所减少。本月企业生产经营活动预期指数升至 59.2%，较上月上行 1.3 个百分点，企业经营预期向好，随着春节假期结束和海外疫苗接种速度逐步加快，海外经济或将持续修复，预计 3 月份将迎来产销旺季，企业对节后发展信心增强。

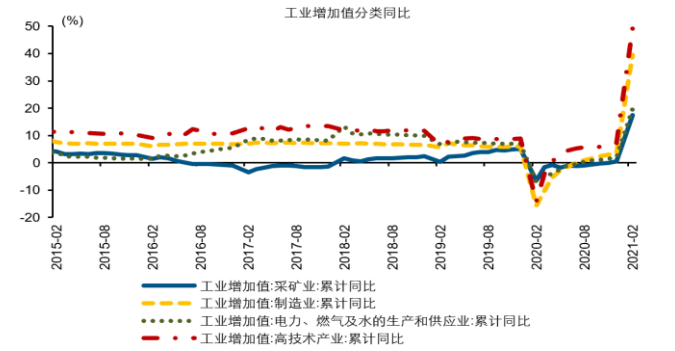
在库存方面，原材料库存指数较上月下行 1.3 个百分点至 47.7%；产成品库存指数较上月下行 1.0 个百分点至 48.0%。受原材料价格上涨过快和春节假期结束等因素影响，预计企业节后会主动补库存。在就业方面，从业人员较上月下行 0.3 个百分点至 48.1%。其中大型企业从业人员指数为 49.1%，较上月回升 0.5 个百分点；而中小型企业从业人员指数分别为 46.3%和 47.5%，较上月下行 0.7 个百分点和 1.5 个百分比。

图 1：1-2 月工业增加值维持回升趋势



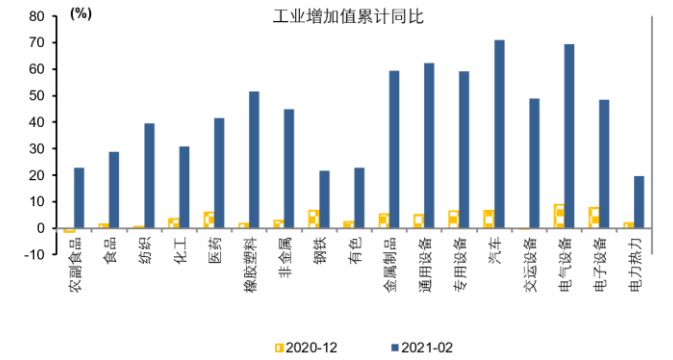
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：四大产业工业增加值同比



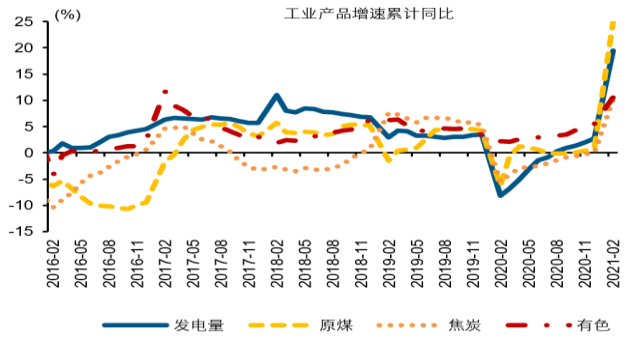
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：子行业工业增加值累计同比



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：主要工业品产量仍维持高增速

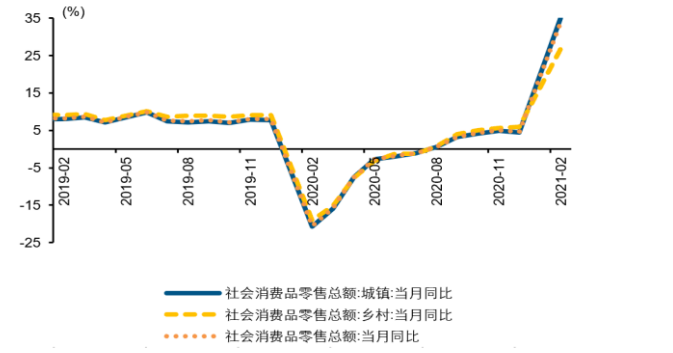


资料来源：Wind，国元证券研究所

2. 必选消费稳中有升，可选消费增幅较大

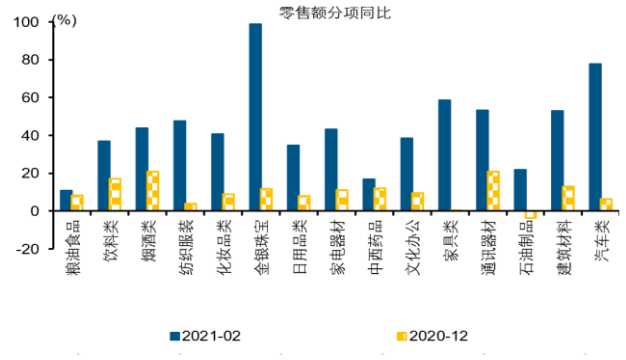
1-2 月社零当月同比增速为 33.8%，去年同期数值为-20.5%，比 2019 年 1-2 月份增长 6.4%，两年平均增长 3.2%，超出市场预期。整体上看 1-2 月社零修复良好。必需消费品增速总体上稳中有升，可选消费增幅较大。必选消费品中限额以上粮油食品（10.9%）、中西药品（16.9%）小幅上升，日用品（34.6%）增速较快；可选品中汽车（77.6%）当月同比增速出现较大幅度回升；金银珠宝（98.7%）、建筑材料（52.8%）及家具（58.7%）增速回升较快。纺织服装（47.6%）、通讯器材（53.1%）及家电器材（43.2%）同比均有所改善，石油制品同比增速由负转正。**同时可以看到 1-2 月份受到节假日因素及就地过年政策的影响叠加各地疫情得到有效控制，商品零售及餐饮收入均出现较大幅度回升。**

图 5：1-2 月社零同比增速大幅回升



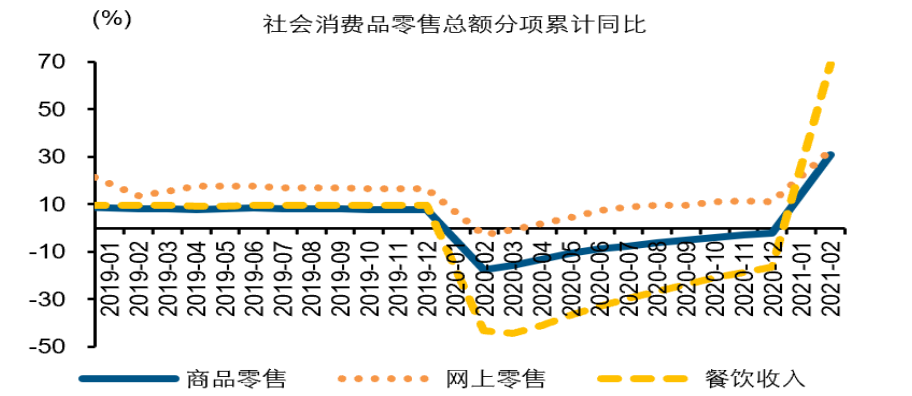
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：可选消费品分项同比均出现较大幅度上升



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 7：餐饮收入同比增速较快



资料来源：Wind，国元证券研究所

3.投资增速稳定增长，高技术制造业增幅明显

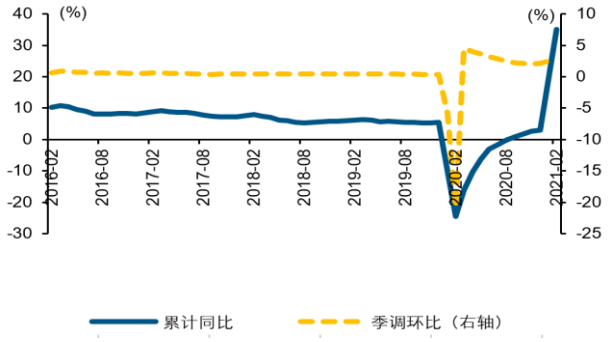
1-2 月全国固定资产投资累计同比增长 35%，比 2019 年 1-2 月份增长 3.5%，两年平均增速为 1.7%。在去年低基数效应的影响下，固定资产同比出现较大幅度增长，剔除基数效应看固定资产投资维持稳定增长。

制造业投资延续修复。1-2 月制造业投资累计增速上升至 37.3%，两年平均下降 3.4%。其中高技术制造业投资表现亮眼，同比增长 50.3%，增幅较为明显。细分行业看，1-2 月医药、计算机通信设备继续维持高增，化学原料及专用设备出现较大幅度回暖。**我们预计随着海内外经济复苏共振及政策倾向的延续，制造业仍将保持向好趋势，其中高新技术制造业或将成为新的增长亮点。**

房地产投资表现良好。1-2 月份房地产开发投资同比增长 38.3%，两年平均增长 7.6%。分类看，住宅投资、办公楼、商业地产同比分别增 41.9%、22.8%、27.8%。虽然 1-2 月份国内各地区尤其是一二线城市陆续出台地产调控政策，但房地产需求端总体仍较为火热，不同城市间分化仍明显。1-2 月份全国商品房销售面积同比增长 104.9%，比 2019 年 1—2 月份增长 23.1%，两年平均增长 11.0%。从高频数据来看，一线城市商品房成交面积及二手住宅价格指数同比增速仍位于高位，而二三线城市增速相对较慢，分化颇为明显。其他指标看，1-2 月份，房地产开发企业房屋施工面积 770629 万平方米，同比增长 11.0%。其中，住宅施工面积 542503 万平方米，增长 11.2%。房屋新开工面积 17037 万平方米，增长 64.3%。房屋竣工面积 13525 万平方米，增长 40.4%。**整体上看 1-2 月份地产投资表现良好，继续保持韧性。我们预计随着监管政策的进一步趋严，地产投资增速将有所放缓，但出现增速大幅下滑的可能性不大，同时不同城市分化现象仍将延续。**

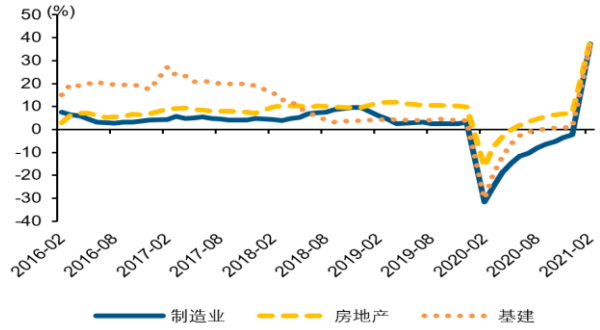
基建投资有所回暖。1-2 月份基建投资同比增长 36.6%。**1-2 月份财政支出速度边际加快叠加就地过年影响下施工需求有所回暖，基建投资出现提升。但是考虑到经济复苏较好的大背景下基建投资的必要性较低，我们预计基建投资后续仍将保持弱势，新基建项目或将对基建投资增速有所支撑。**

图 8：固定资产投资表现良好



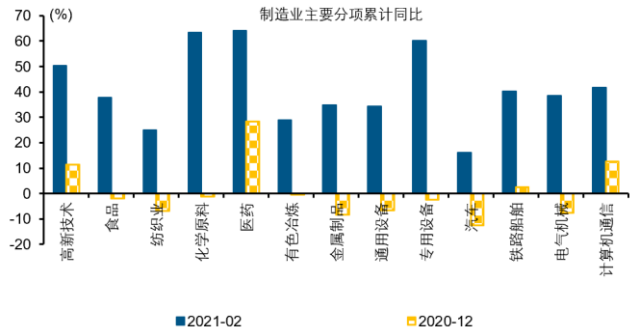
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 9：制造业、地产及基建投资同比增速走势



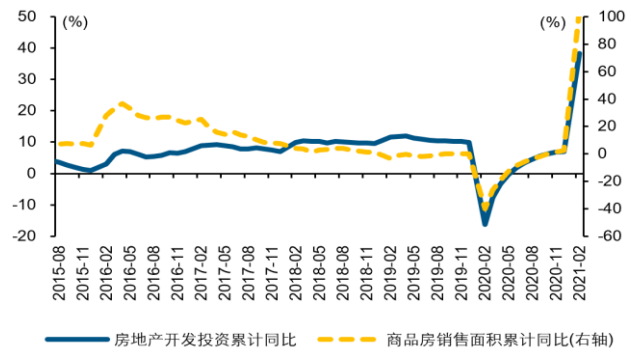
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 10：制造业投资分项情况



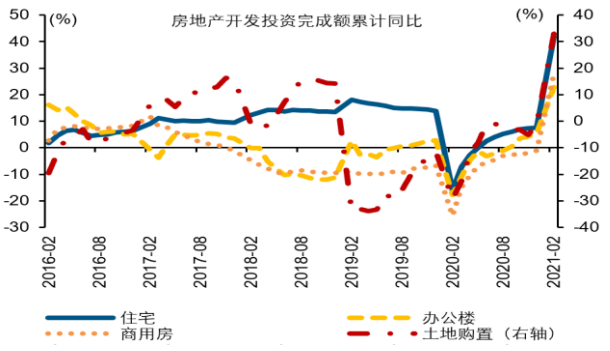
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 11：房地产投资保持韧性



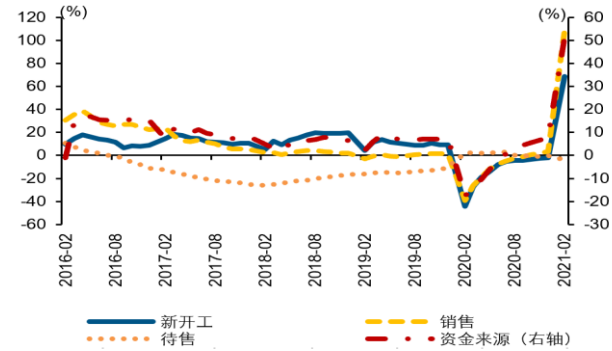
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 12：住宅投资回升较快



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 13：商品房销售同比数据表现亮眼



资料来源：Wind，国元证券研究所

整体上看，在去年基数较低的前提下，叠加就地过年政策影响，1-2 月份主要经济数据均出现大幅回升，剔除基数效应下整体保持稳中向好的趋势。预计在宏观政策“不急转弯”的大背景下，3 月份我国经济整体将继续维持稳定恢复，但后期仍需关注经

济结构的边际变化情况，建议重点关注通胀压力边际增高下工业制造业修复情况，消费贷监管趋严下消费边际增长趋势，以及“稳杠杆，防风险”环境下房地产投资后续走势。

风险提示：

经济复苏不及预期，政策调控超预期

国元证券股份有限公司
GUOYUAN SECURITIES CO.,LTD.

投资评级说明：

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址:www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编： 230000	邮编： 200135
传真： （0551）62207952	传真： （021）68869125
	电话： （021）51097188