供给强于需求，复苏进程仍待确认

——2 月经济数据点评

作者
潘宇昕 分析师
SAC 执业证书：S0380521010004
联系电话：0755-82830333
邮箱：panyx@wanhesec.com

相关报告

◆ **核心观点**（由于去年低基数扰动，我们主要基于同比 2019 年同期的平均复合增速做分析）：

工业生产超预期，制造业偏强。1-2 月工业增加值较 2019 年同期增长 17%，平均增速 8.1%，显著高于疫情前，其中制造业平均复合增速 8.4%，明显偏强，考虑主要受海外需求拉动。

受春节影响，PMI 供需双降，但经营预期好转。2 月制造业 PMI 继续回落，生产、新订单下行幅度均较为明显，但生产经营预期指数提升至 59.5%，所以我们认为春节前后 PMI 指数下行属于短期波动，不会影响复苏趋势，预计 3 月 PMI 将反弹。

投资整体表现平淡，制造业和基建投资或由于年初疫情反弹及专项债下达时间较晚表现低迷。1-2 月固定资产投资平均复合增速 0.96%，其中制造业、基础设施、房地产开发投资平均复合增速分别为-3%、-2.4%和 7.6%，结构分化明显。考虑到年初以来中长期贷款持续高增，制造业投资增速低迷或由于年初疫情阶段性反弹造成的投资需求滞后。随着政府债发行放量，后续基建投资增速有望上行。

房地产销售价量齐升，投资略显后劲不足。商品房销售金额和销售面积较 2019 年同期分别增长 49.6%和 23.1%，年均增长 22%和 11%，房地产销售非常旺盛。土地成交价款较 2019 年同期下滑 27%，平均增速为-14.6%，或由于地产业金融政策的不断加码对投资端有所制约。

消费整体偏低，必选消费、珠宝、办公通讯保持高景气，餐饮、地产相关消费品表现低迷。1-2 月社会消费品零售总额平均复合增速 3.14%，显著低于往年，考虑仍然是受年初疫情反弹导致。年均增速高于 8%的类别包括：粮油食品、化妆品、金银珠宝、日用品、药品、文化办公用品、通讯器材等，地产相关消费品低于整体；餐饮消费尚未完全摆脱疫情影响。

进出口增速整体较高，对主要出口国出口仍然强劲，全球主要制造业国家出口呈复苏态势。1-2 月进出口金额年均增速 12.04%；出口金额累计增长 60.6%，年均增速 15.2%，整体处于较快增长。1-2 月对美国、欧盟、东盟出口金额平均复合增速达 16.5%、15.3%、20.1%，对欧美出口增速偏强。同时，韩国、印尼、中国台湾等制造业国家和地区 2 月出口增速较 1 月进一步扩大。

核心通胀上行。2 月 CPI 同比-0.2%、环比 0.6%；PPI 同比 1.7%，环比-0.2%。CPI 同比下跌主要由于基数效应和猪价菜价 2 月回落；环比上涨主要由交通通信类、燃料、旅游类贡献，显示服务业逐步修复。

◆ **流动性判断：**

经济复苏基础尚不牢固，广义流动性博弈加剧。从 2 月经济数据来看，生产强于需求，并且内需弱于外需，固定资产投资仅地产维持高景气，且存在回落的隐忧。消费中部分行业没有修复到疫情以前的水平，进出口由于春节和基数扰动尚难以判断走势变化，但其他制造业国家复苏是确定的趋势。此外，2 月全国城镇调查失业率上涨至 5.5%，达到全年失业率目标的上限水平。整体来看，经济后续走势尚不明朗，对广义流动性的支撑或不及预期，倒是缓解了央行短期动态调控的担忧，目前央行的货币操作仍然维持稳健中性，3 月的社融和信贷数据是重要的观察窗口，以推测广义流动性掉头的速率。

风险提示：经济增长不及预期、货币政策收紧过快

正文目录

一、工业生产超预期 3
二、投资平淡 4
三、消费偏低 5
四、进出口较高 6
五、核心通胀上行 8
六、风险提示 10

图表目录

图 1 工业增加值：同比增速（%） 3
图 2 欧美日制造业 PMI 3
图 3 制造业 PMI（%） 4
图 4 固定资产投资完成额：累计同比（%） 4
图 5 固定资产投资完成额：分类别：累计同比（%） 4
图 6 商品房销售和拿地情况：累计同比（%） 5
图 7 房屋建设情况：累计同比（%） 5
图 8 社零增速：平均复合增速（%） 6
图 9 进出口情况：当月同比（%） 6
图 10 对主要国家出口金额：累计同比（%） 7
图 11 主要制造业出口国家出口金额同比（%） 7
图 12 主要出口产品金额 1-2 月平均复合增速（%） 8
图 13 CPI 同比（%） 8
图 14 CPI 环比（%） 8
图 15 猪价（元/公斤） 9
图 16 菜价（元/公斤） 9
图 17 CPI 环比：分项目（%） 9
图 18 油价（美元/桶） 9
图 19 PPI （%） 9
图 20 CPI 翘尾因素（%） 10
图 21 PPI 翘尾因素（%） 10

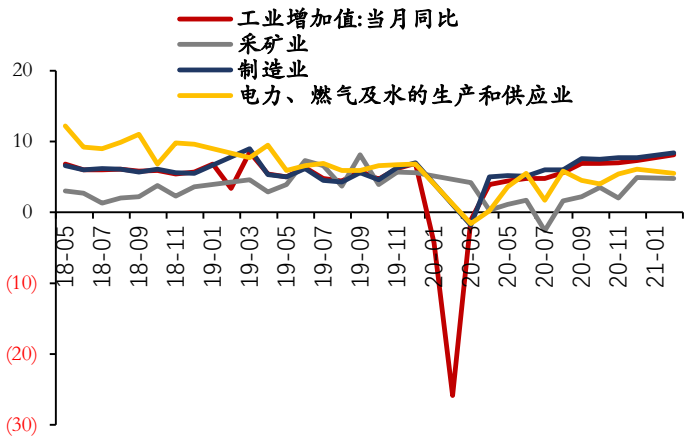
一、工业生产超预期

1-2 月工业增加值累计增长 35.1%，较 2019 年 1-2 月同比增长 17%，平均增速达 8.1%，显著高于疫情前水平。三大门类中，采矿业、制造业、水电燃气工业累计增长 17.5%，39.5%和 19.8%，两年复合增长 10%、18%和 11%，平均增速分别为 4.8%、8.4%和 5.5%，制造业生产明显偏强，主要受海外需求拉动，2 月美国、欧盟制造业 PMI 分别为 60.8、57.9，延续去年 4 月份以来的复苏趋势。

受春节影响，PMI 供需双降，但经营预期好转。2 月制造业 PMI 继续回落，生产回落 1.6 个百分点至 51.9%，新订单回落 0.8 个百分点至 52.3%，下行幅度均较为明显。我们判断，“就地过年”导致春节期间市场需求下降，导致供需两端指数下行。另外，在疫情影响逐步消退后，制造业正在从高速修复逐步回归正常水平。不过，2 月生产经营预期指数提升 1.3 个百分点至 59.5%，意味着春节前后 PMI 指数下行属于短期波动，预计 3 月 PMI 指数将会出现反弹。

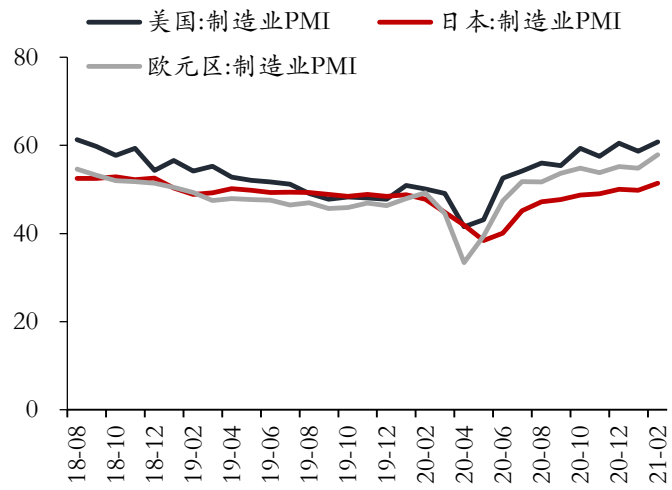
（注意：图表中 2021 年 1-2 月同比增速，如无特殊说明，均为平均复合增速）

图 1　工业增加值：同比增速（%）



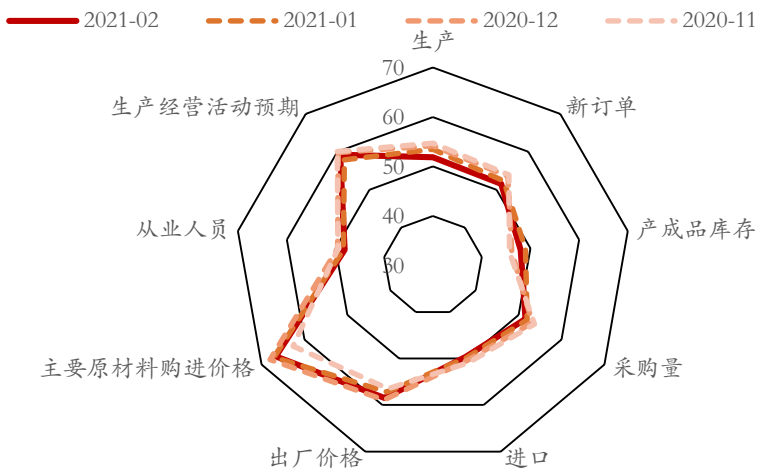
资料来源：Wind、万和证券研究所

图 2　欧美日制造业 PMI



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 3　制造业 PMI（%）



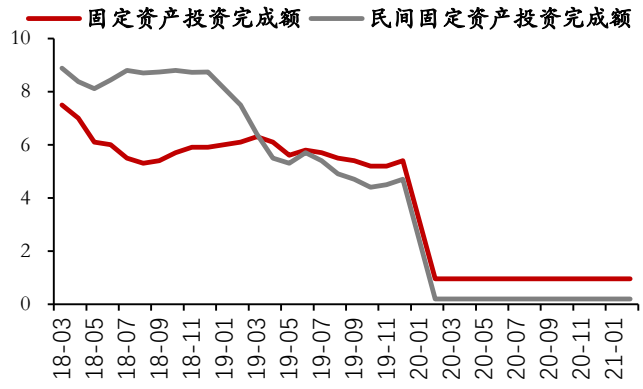
资料来源：Wind、万和证券研究所

二、投资平淡

1-2 月固定资产投资累计增长 35%，较 2019 年同期增长 1.9%，平均增速仅 0.96%。固定资产投资增速整体表现平淡，仅仅是刚刚填平疫情造成的深坑，并且结构分化显著，制造业投资和基础设施投资两年的复合增速分别为-6.0%和-4.8%，而房地产开发投资增速则达到 15.8%，平均增速 7.6%。

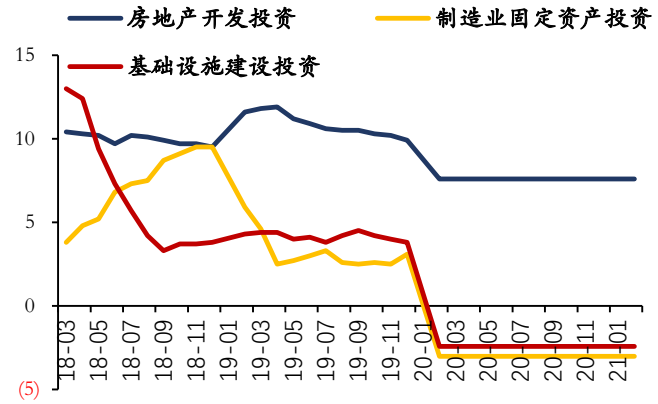
制造业和基建投资低迷，或由于年初疫情反弹及专项债下达时间较晚。制造业固定资产投资尚未回到疫情之前的水平，考虑到年初以来社融及信贷的表现，特别是中长期贷款持续高增，制造业投资增速 1-2 月的低迷表现或由于年初疫情阶段性反弹造成的投资需求滞后。基建投资方面，今年两会确认的专项债 3.65 万亿额度几乎持平上年，随着政府债发行放量，后续基建投资增速有望上行。

图 4　固定资产投资完成额：累计同比（%）



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 5　固定资产投资完成额：分类别：累计同比（%）

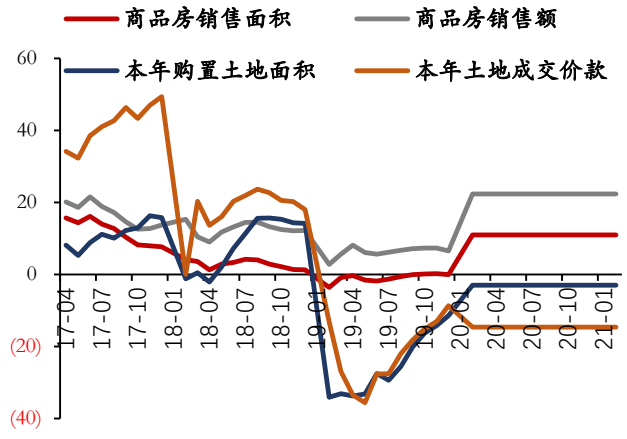


资料来源：Wind、万和证券研究所

房地产销售价量齐升，投资略显后劲不足。商品房销售金额和销售面积较 2019 年同期分别增长 49.6%和 23.1%，年均增长 22%和 11%，显示出在房价上涨和增值保值需求的催化下，

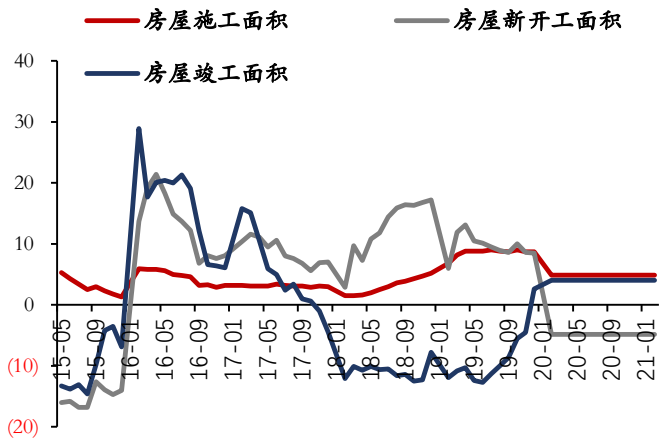
房地产销售非常旺盛。与销售端形成对比的是投资端的下滑，1-2 月土地成交价款较 2019 年同期下滑 27%，平均增速为-14.6%，可能由于央行对房地产行业金融政策的不断加码，对企业拿地需求作用有所显现。

图 6　商品房销售和拿地情况：累计同比（%）



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 7　房屋建设情况：累计同比（%）



资料来源：Wind、万和证券研究所

三、消费偏低

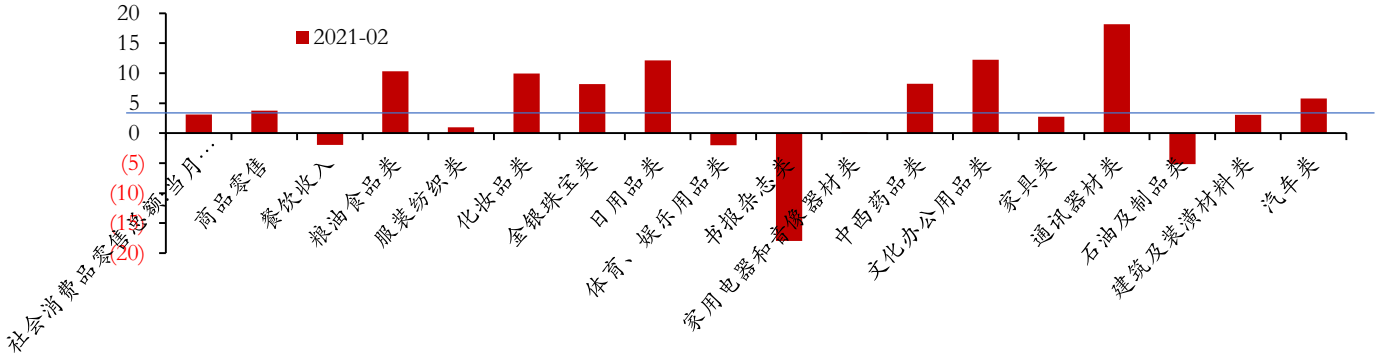
1-2 月社会消费品零售总额累计增长 33.8%，较 2019 年同期增长 6%，平均增速仅 3.14%，显著低于往年。环比增速显示社零总额在 1 月负增，考虑仍然是受年初疫情小幅反弹导致。

必选消费、珠宝、办公通讯保持高景气。增速显著高于社零总额的类别包括：粮油食品、化妆品、金银珠宝、日用品、药品、文化办公用品、通讯器材等行业，平均增速均超过 8%。可以看出，必选消费仍然保持高景气度，金银珠宝销售高涨或出于资产保值及疫情期间累积的婚嫁需求集中释放等因素，以及经济复苏背景下通讯器材和办公用品保持高景气。

餐饮、地产相关消费品表现低迷。音像家电、家具、建材平均增速分别为 0.12%、2.73%、3.05%，低于整体社零增速；餐饮消费两年复合增速-4%，尚未完全摆脱疫情影响，并且限额以上餐饮企业受影响程度好于限额以下企业，经济的“毛细血管”仍待修复。

此外，受油价不断修复影响，石油类消费平均增速为-5.15%，较 12 月有所下滑，应该是受到“就地过年”的影响，但整体仍呈修复趋势。

图 8　社零增速：平均复合增速（%）

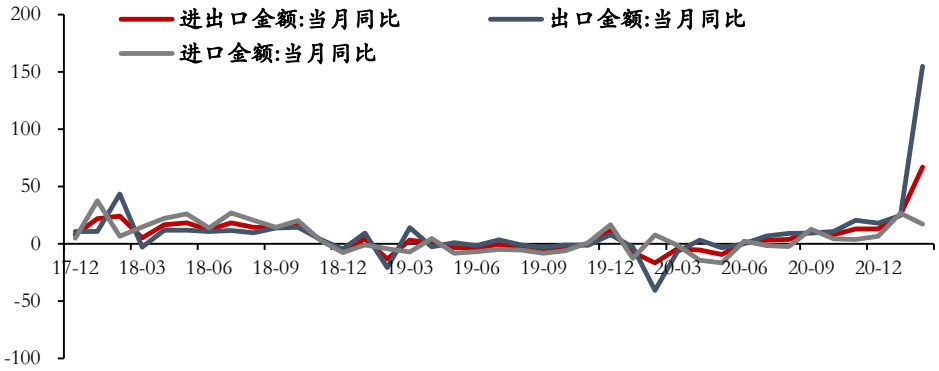


资料来源：Wind、万和证券研究所

四、进出口较高

进出口增速整体较高。1-2 月出口金额累计增长 60.6%，较 2019 年同期增长 33%，平均增速 15.2%；1-2 月进口金额累计增长 22.2%，较 2019 年同期增长 17%，平均增速 8.25%；进出口金额累计增长 41.2%，较 2019 年同期增长 26%，平均增速 12.04%，整体都处于较快的增速。

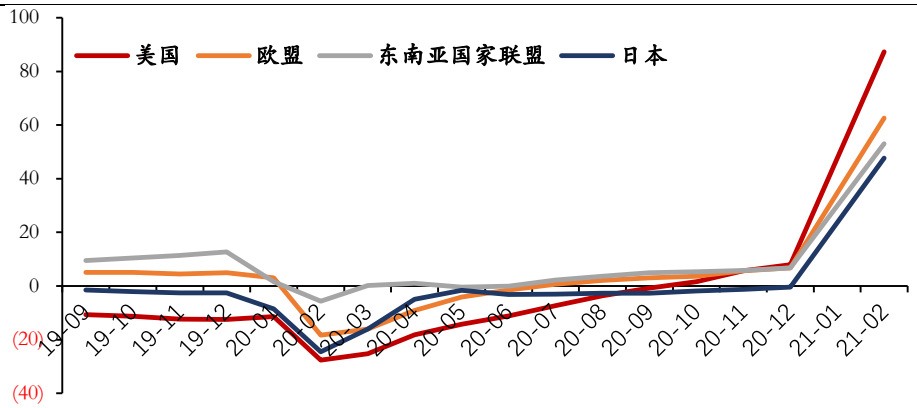
图 9　进出口情况：当月同比（%）



资料来源：Wind、万和证券研究所 注：由于 1-2 月出口历来波动较大，并不能完全反映真实出口情况，出于简便考虑，进出口数据仍沿用同比增速，下同

对主要出口国出口仍然强劲。从我国主要出口国来看，1-2 月对美国、欧盟、东盟、日本出口金额占比分别为 17.18%、15.72%、14.37%、5.37%，增速分别为 87.3%、62.6%、53%和 47.9%，平均复合增速也有 16.5%、15.3%、20.1%和 5.6%,对欧美出口增速偏强，主要受益于欧美制造业复苏。2 月美国、欧盟制造业 PMI 分别为 60.8%、57.9%，延续去年 4 月份以来的复苏趋势。

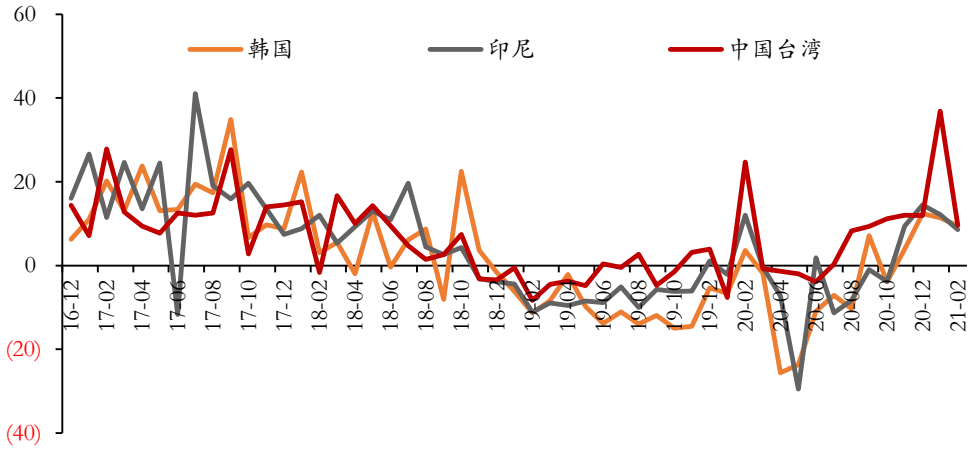
图 10　对主要国家出口金额：累计同比（%）



资料来源：Wind、万和证券研究所

与此同时，全球主要制造业国家出口呈复苏态势，全球贸易共振正在打开。韩国、印尼、中国台湾等亚洲制造业国家和地区出口 2 月同比增速分别为 9.5%、8.56%、9.7%，两年的复合增速分别为 13%、22%、、37%，较 1 月增速进一步扩大。

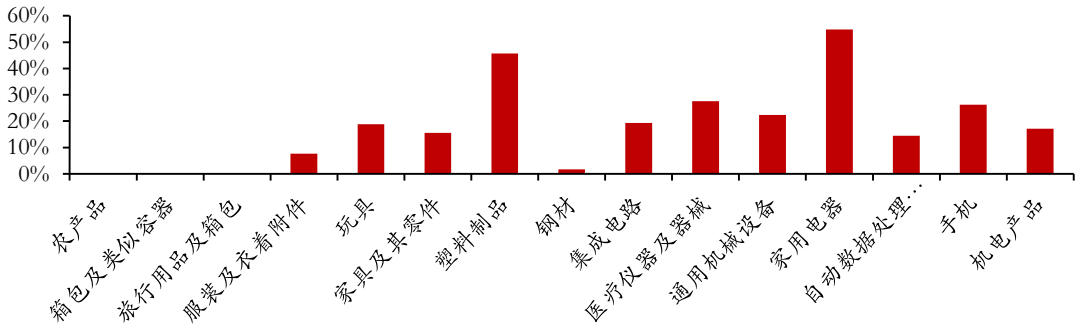
图 11　主要制造业出口国家出口金额同比（%）



资料来源：Wind、万和证券研究所

从出口产品的金额来看，同比 2019 年 1-2 月，自动数据处理设备及零部件（31.04%）医疗器械（62.86%）延续去年的高景气；家具（33.52%）由于美国地产景气度上行也继续保持快速增长，同样的，家用电器同比去年增长 139.61%，保持 6 月以来的强劲。此外，玩具（41.25%）、塑料制品（112.32%）增长较快。

图 12　主要出口产品金额 1-2 月平均复合增速（%）

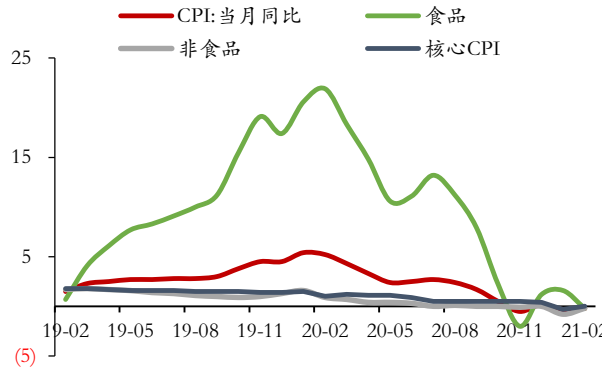


资料来源：Wind、万和证券研究所

五、核心通胀上行

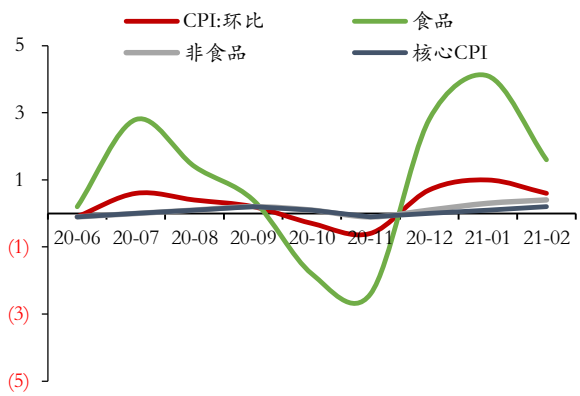
2 月 CPI 同比-0..2%、环比 0.6%；PPI 同比 1.7%，环比-0.2%。CPI 同比下跌主要由于基数效应，同时，猪价、鲜菜价格 2 月显著回落。环比上涨主要由服务类价格贡献，其中，交通通信类环比上涨 1.1%，燃料环比上涨 3.3%，虽有回落，仍处高位，旅游环比上涨 5%，显示服务业逐步修复。

图 13　CPI 同比（%）



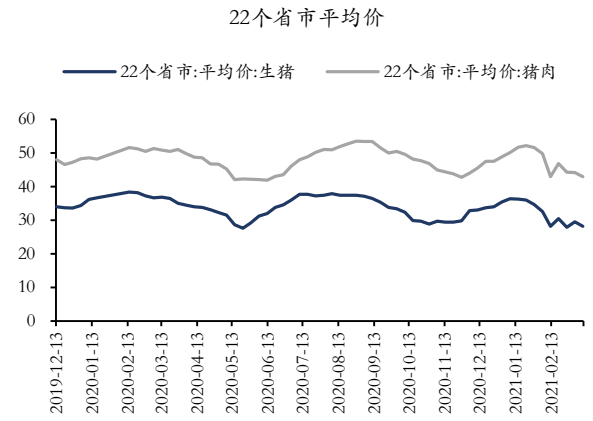
资料来源：Wind、万和证券研究所

图 14　CPI 环比（%）



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 15　猪价（元/公斤）



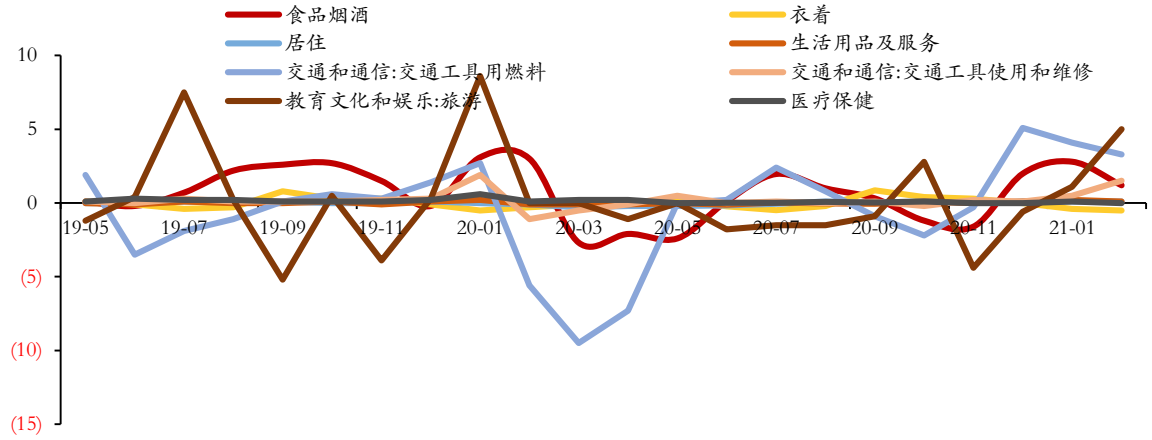
资料来源：Wind、万和证券研究所

图 16　菜价（元/公斤）



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 17　CPI 环比：分项目（%）



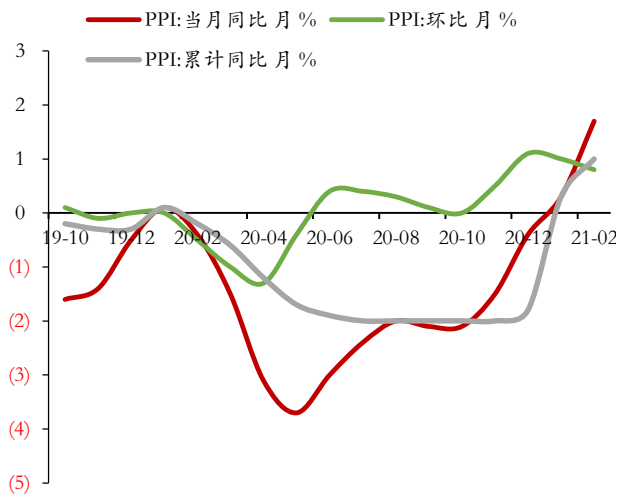
资料来源：Wind、万和证券研究所

图 18　油价（美元/桶）



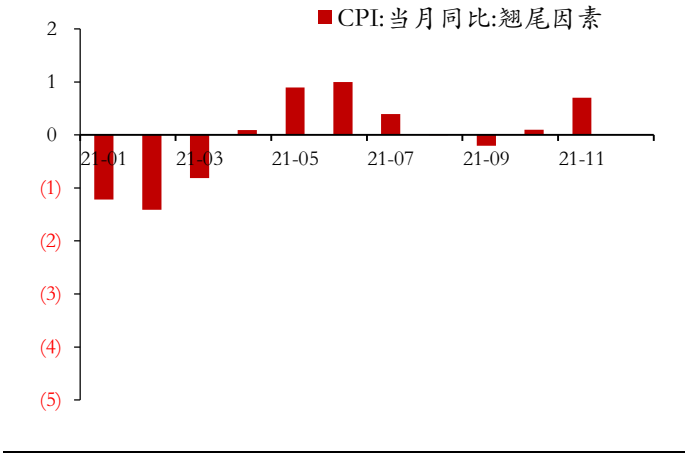
资料来源：Wind、万和证券研究所

图 19　PPI　（%）



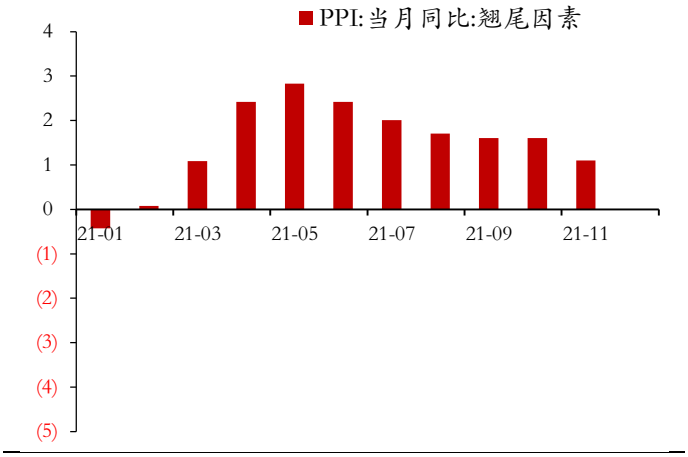
资料来源：Wind、万和证券研究所

图 20　CPI 翘尾因素（%）



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 21　PPI 翘尾因素（%）



资料来源：Wind、万和证券研究所

六、风险提示

经济增长不及预期、金融政策收紧过快

本公司具有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。

分析师声明：本研究报告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，保证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理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

同步大市：相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深300指数涨幅15%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深300指数跌幅5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人 收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333　传真：0755-25170093

邮编：518040　公司网址：http://www.vanho.cn