宏观经济

专题报告

申港证券股份有限公司证券研究报告

生产出口仍强 消费偏弱

——1-2 月经济数据点评

申港证券 SHENGANG SECURITIES

2021 年 03 月 16 日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

投资摘要：

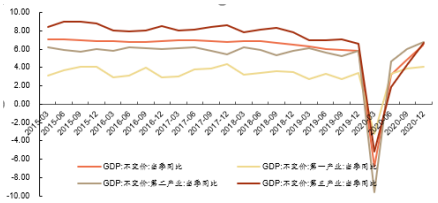
1-2 月经济数据上，以支出法看，投资端地产偏强，基建、制造业偏弱，出口强，消费弱。

- **工业生产端仍维持高景气。**工业增加值增长继续向上，两年平均增长达 8.1%，超过 2020 年 12 月 7.3%，为近年来最高水平，其中制造业工业增加值增速最快，两年平均增长 8.4%，从生产品去向来看主要由于出口继续超预期。
- **基建与制造业投资端表现略弱。房地产投资维持高位，销售、新开工、施工、竣工继续上行。**
- **往后看，预计基建投资将有所回升但幅度有限，制造业将及继续高景气增长，地产将回落但空间有限。**随两会下发的专项债额度及固定资产投资推进，预计基建将有所回升，但考虑到额度中或包含前期偿还及展期额度，幅度有限。二季度海外生产产能修复带动专用设备等资本品出口下，制造业投资有望继续高增长。随着经济逐步恢复至常态，地产相关政策将引导投资回落，但考虑到房地产集中竣工叠加商品房低库存，地产投资增速回落空间有限。
- **消费继续弱化，主要受冬季疫情反弹影响。**社会消费品零售总额两年平均增长 3.2%，较去年 12 月 4.6%弱化。线下餐饮重回负增长，汽车零售增速有所回落，地产链条相关的家电建材等表现也较弱。随后续疫苗不断扩大接种范围以及消费场景逐步修复，线下消费尤其是服务性消费将重拾复苏。
- **出口继续高增长，对新兴市场出口修复中，全球经济持续恢复，外需整体向好。**从出口新订单等前瞻性指标观测，受春节假日因素影响，虽然数据略微回落，但仍维持较高水平，需求恢复具备持续性。且拜登上台后中美关系相对缓和，出口需求的持续性有望延续。
- **CPI 降幅收窄，关注核心 CPI 升幅及 PPI 传导。PPI 超预期回升，预计 2021 年持续回升趋势，2 季度出现峰值，或超 6%。**2 月 CPI 同比下降 0.2%（前值-0.3%），中期来看供给确定性回升推动猪价下行通道逻辑不改。非食品价格同比回升主要是受春节假期和就地过年的政策影响，文娱消费需求和人工服务需求有所增加。PPI 继续超预期回升，或与国际原油价格上涨和市场需求持续回暖，大宗商品价格持续攀升等因素有关。

投资策略：持续关注消费端内生需求恢复程度及幅度。海外需求持续性。

风险提示：预期外宏观经济变化、需求回暖强度、二次疫情爆发及疫苗进度等。

GDP 及三个产业季度累计增幅



资料来源：WIND

1、《音乐要停了吗：——当前宏观与市场交易的矛盾》2021-03-01

2、《社融继续回落 “弯”继续转：1 月金融数据与四季度货币政策执行报告点评》2021-02-21

3、《PPI 有望继续上扬 政策与债券市场将如何反应：——宏观策略周报》2021-01-31

4、《工业继续向上 消费修复趋缓：12 月经济数据点评》2021-01-20

5、《社融增速超预期回落 信贷结构继续优化：12 月金融数据点评》2021-01-14

2021 年中国主要经济指标预测

指标	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
实际 GDP	6.90	6.70	6.10	1.60	9.00
名义固定资产投资	7.20	5.90	5.40	2.90	6.50
名义社会零售总额	9.40	8.16	8.00	-3.5	13.00
CPI	1.56	2.10	2.90	2.50	1.20
PPI	6.31	3.54	-0.32	-1.50	1.50
顺差对 GDP 贡献度	0.6	-0.60	0.70	0.25	0.10
利率（1 年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.59	6.89	7.01	6.50	6.20

资料来源：申港证券研究所

内容目录

1. 工业继续向上 消费复苏趋缓 出口维持高增长 3
1.1 出口拉动工业生产继续向上 3
1.2 固定资产投资 地产继续偏强 3
1.3 受冬季疫情反弹影响 1-2 月消费继续弱化 3
1.4 出口继续高增长 对新兴市场出口修复中 4
1.5 CPI 降幅收窄 PPI 大幅上升 4

图表目录

图 1： 发达经济体工业景气指数修复明显 4
图 2： 季节因素影响出口订单有所回落 4
图 3： PPI 继续大幅上扬 5

1. 工业继续向上 消费复苏趋缓 出口维持高增长

1.1 出口拉动工业生产继续向上

2021 年 1-2 月工业增加值同比增长 35.1%，两年平均增长达 8.1%，超过 2020 年 12 月 7.3%，为近年来最高水平。拆分三大门类来看，制造业工业增加值增速最快，制造业增长 39.5%，两年平均增长 8.4%（超过去年 12 月的 7.7%）。

- **从生产品的去向看，消费偏弱，出口偏强。**
- **出口超预期。**2021 年 1-2 月出口同比增速为 60.6%，高于预期的 41.8%。
- **消费 1 月偏弱，2 月回归正常。**1 月和 2 月消费环比增速分别为-1.4%和 0.56%。1 月属于近 10 年次低位，最近 10 年仅高于 2020 年 1 月（疫情升温影响）。2 月的环比 0.56%大致符合春节季节性。

1.2 固定资产投资 地产继续偏强

1-2 月固定资产同比增长 35.0%，略低于预期（38.0%），较 2019 年 1-2 月份增长 3.5%，两年平均增速为 1.7%。

- **投资端，地产投资表现亮眼，基建与制造业表现略弱。**
- **2 月房地产投资维持高位，销售、新开工、施工、竣工继续上行。**销售端 1-2 月商品房销售面积增长同比翻番。2021 年 1-2 月商品房累计销售面积同比增长 104.87%，较 2019 年同期基数，两年平均增长 11.0%。
- **往后看，预计基建有所回升但幅度有限，制造业将及继续高景气增长，地产将回落但空间有限。**随两会下发的专项债 3.65 万亿额度及固定资产投资推进，预计基建将有所回升，但考虑到额度中或包含前期偿还及展期额度，基建投资回升幅度有限。二季度海外生产产能修复带动专用设备等资本品出口拉升生产端，制造业投资有望继续高景气增长。2021 年随着经济逐步恢复至常态，地产相关政策将引导投资回落，但考虑到房地产集中竣工叠加商品房低库存，地产投资增速回落空间有限。

1.3 受冬季疫情反弹影响 1-2 月消费继续弱化

受冬季疫情反弹影响，1-2 月消费继续弱化，随 3 月下旬开始各地逐步放松，消费重拾复苏。2021 年 1-2 月社会消费品零售总额 69737 亿元，同比增长 33.8%，比 2019 年 1-2 月份增长 6.4%，两年平均增长 3.2%。较去年 12 月 4.6%弱化。

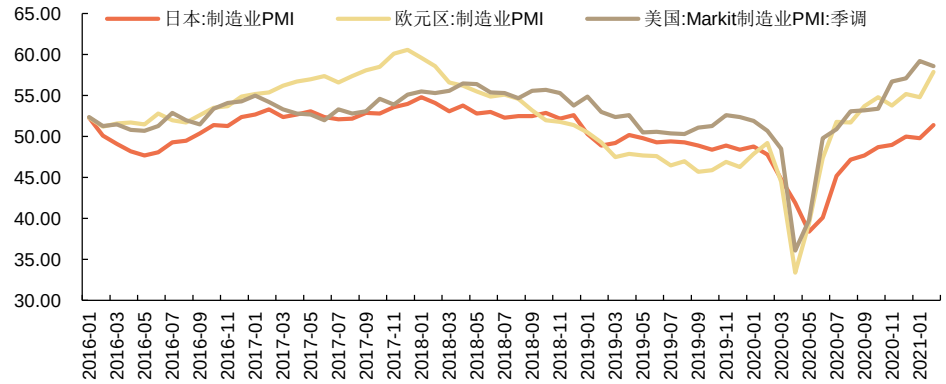
- **各分项表现均较弱。线下餐饮重回负增长，汽车零售增速有所回落，地产链条相关的家电建材等表现也较弱。**线下餐饮重回负增长，1-2 月两年平均增速为-2.0%，低于去年 12 月的 0.4%。汽车零售增速有所回落。汽车 1-2 月两年平均增速为 5.8%，低于去年 12 月的 6.4%。地产链条相关的家电建材等表现也较弱。家电，今年 1-2 月两年平均增速为 0.1%，低于去年 12 月的 11.2%。建筑及装潢材料类，今年 1-2 月两年平均增速为 3.1%，低于去年 12 月的 12.9%。

- **随二三季度在疫苗不断扩大接种范围以及消费场景逐步修复，线下消费尤其是服务性消费将重拾复苏。**

1.4 受春节影响出口订单有所回落 但整体来看外需依然向好

全球经济持续恢复，前景较为乐观，外需整体向好。发达经济体方面，经济重启后景气指数的修复较为明显，其中美国 2 月 PMI 为 58.6。至 2 月，美国、欧元区和日本制造业 PMI 指数均保持在 50 及以上的持续扩张区间，处于两年内相对高点，日本修复程度不及美欧，但疫情后也处于持续上升通道，至 2 月 PMI 已达到 51.4，略高于疫情前水平，海外供需缺口仍具备较大空间。

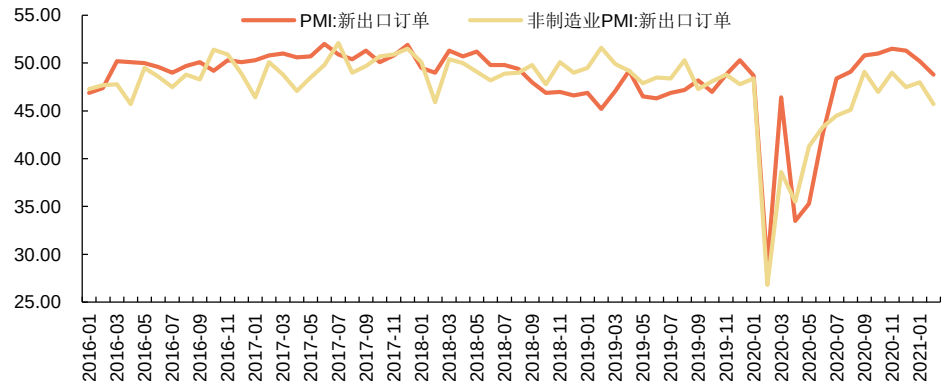
图1：发达经济体工业景气指数修复明显



资料来源：Wind，申港证券研究所

受季节性因素影响，新订单等前瞻指标略有回落但仍保持较高水平，显示需求恢复具备持续性。2 月 PMI:新出口订单 48.8（前值 50.2），从出口新订单等前瞻性指标观测，受春节假日因素影响，虽然数据略微回落，但仍维持较高水平，需求恢复具备持续性，出口产业链的景气改善值得持续关注。拜登上台后中美关系相对缓和，出口需求的持续性有望延续。

图2：季节因素影响出口订单有所回落



资料来源：Wind，申港证券研究所

1.5 CPI 降幅收窄 PPI 大幅上升

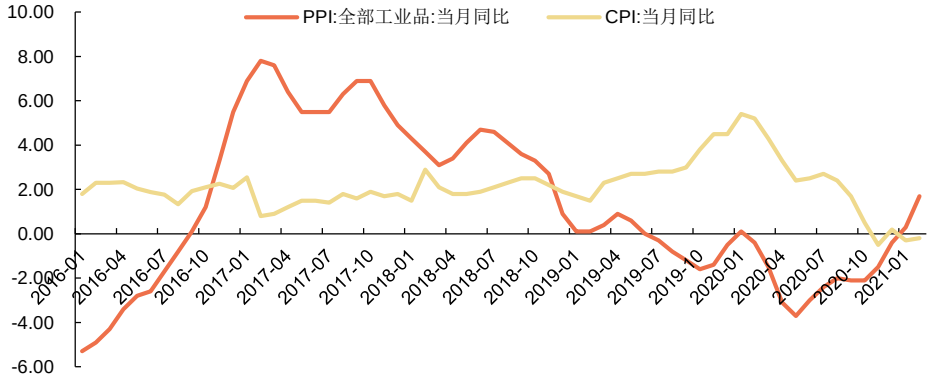
2 月份 CPI 数据回落，CPI 同比下降 0.2%（前值-0.3%），高于市场预期。结构上

看，2 月 CPI 回落主要受食品价格下降和非食品价格下降影响，其中非食品价格下降对 CPI 拉动更为明显。

- **中长期来看供给确定性回升推动猪价进入下行通道逻辑不改。**2 月食品价格同比下降 0.2%（前值 1.6%）。从食品分项来看，猪肉、鲜菜价格环比出现大幅下降，二者环比价格大幅下降是食品价格同比下跌的主因。受 2 月生猪出栏量和存栏量持续恢复及春节后猪肉需求下降等因素叠加影响，猪肉价格下跌 11.45%（前值-2.62%）。中长期来看供给确定性回升推动猪价进入下行通道逻辑不改。2021 年整体通胀压力不大，核心通胀将随着经济复苏重返上行通道。
- **非食品价格同比回升主要是受春节假期和就地过年的政策影响，文娱消费需求和人工服务需求有所增加。**2 月非食品价格同比下降 0.2%（前值-0.8%），其中消费品同比下降 0.3%（前值-0.1%），服务项目同比下降 0.1%（前值-0.7%）。

PPI 同比增长 1.7%（前值 0.3%），超预期回升，预计 2021 年持续回升趋势，2 季度出现峰值，或超 6%。PPI 继续上行与国际原油价格上涨和市场需求持续回暖，铁矿石和有色金属等国际大宗商品价格持续攀升等因素有关。

图3：PPI 继续大幅上扬



资料来源：Wind，申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上