粤开证券 YUEKAI SECURITIES

宏观研究

【粤开宏观】非均衡的经济恢复

2021 年 03 月 15 日

分析师：罗志恒
执业编号：S0300520110001
邮箱：luozhiheng@ykzq.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

投资要点

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、房地产销售和投资高位回落，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 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 月下滑，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，在紧平衡背景中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

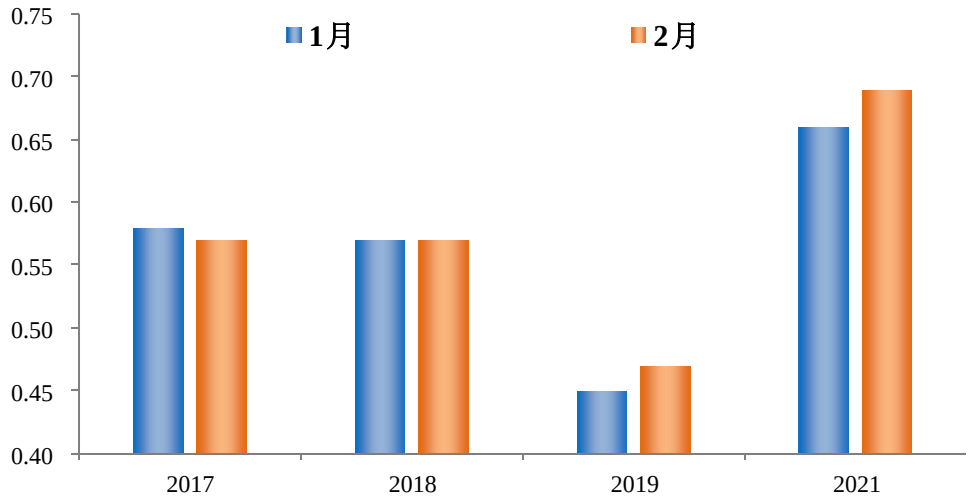
增长，系疫情边际缓和、财政刺激政策、中美经贸进一步缓和等因素所致。机电产品、家电及医疗器械出口延续高景气，分别对应海外生产需求回暖、地产链高景气和防疫需求，但贡献边际下降，而日常消费品出口加速修复。

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。

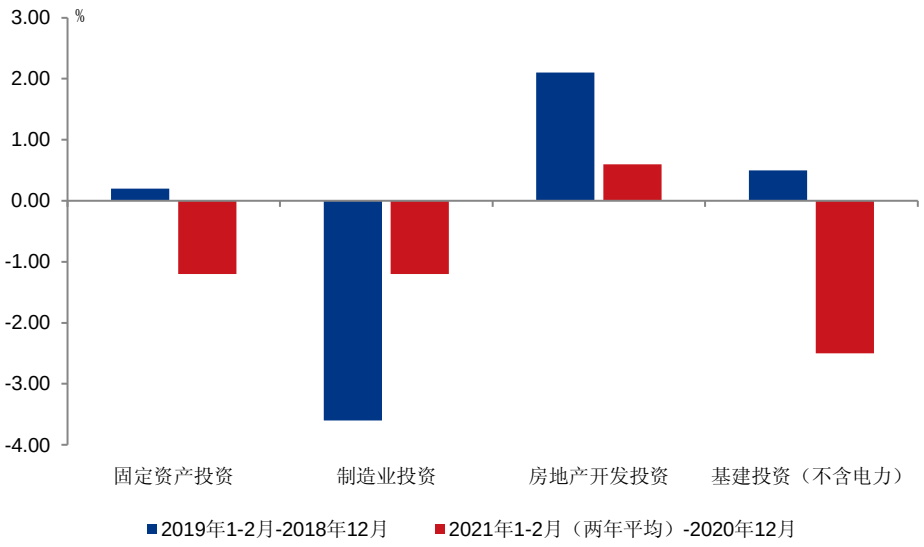
三是海外经济加速回暖，推动电子类产品、生产上升，1-2 月工业出口交货值同比增长 42.5%，对工业生产增长的贡献率达到 11.7%，两年平均增长 7.4%，延续了去年 11 月份以来较快增长的良好势头，有力带动工业生产加快增长。其中，1-2 月，第一大出口行业电子行业出口交货值增长 48.3%。计算机、通信和其他电子设备制造业增长 13.1%，电气机械和器材制造业增长 12.9%，通用设备制造业增长 8.0%，较 2019 年同期提升 7.1、4.9 和 3.6 个百分点。

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。**

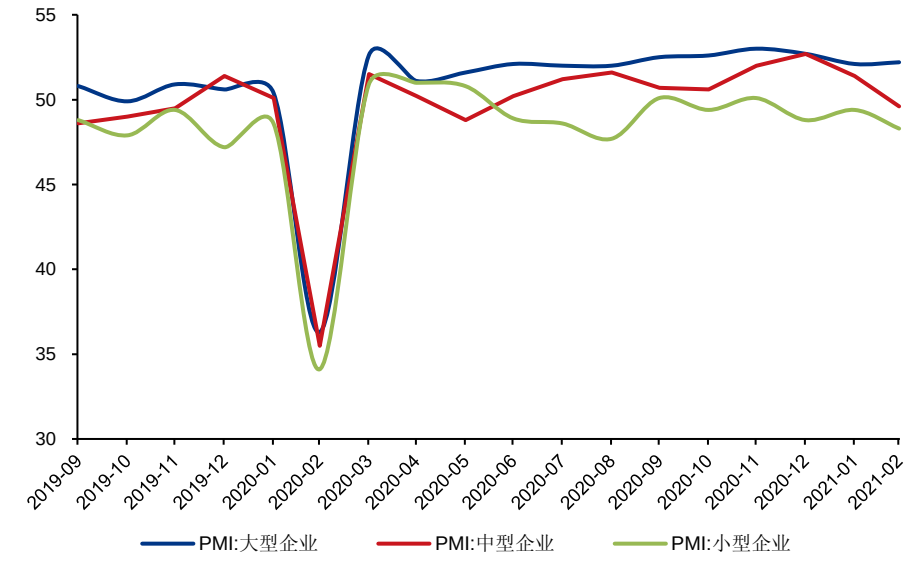
图表2：制造业投资回落幅度小于往年同期



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、房地产销售和投资高位回落，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 月房地产投资和销售增速均较高，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 月地产销售和投资年均增速均处下行，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分别为 2.3%、6.6%、22.2%和 19.8%，定金及预收款占比 36%，为近十五年的高点。

由此可以发现：一是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。二是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。三是销售、新开工和土地购置面积均为投资的先行指标，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。四是当前库存仍低，对房地产投资是支撑。

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

1-2 月基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 36.6%，两年平均下降 1.6%，较 2019 年下降 5.9 个百分点。1-2 月基建（含水电燃气）投资同比增长 35%，可测算得到两年平均下降-0.7%，较 2019 年下降 3.2 个百分点。

基建拖累力量主要有三个方面：一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。二是专项债资金减少，同时 2020 年四季度中央并未提前下达专项债额度。2021 年财政形势依然严峻，在紧平衡背景中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。2021 年 1-2 月新增专项债为 0。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，必须让项目的收益与专项债相匹配，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。

由于基数较低，我们倾向于认为基建增速将略高于 2020 年，具体来看支撑今年基建的因素包括：

第一，2020 年部分专项债资金使用进度与项目支出进度不匹配，部分地方专项债尚未使用完毕，将在今年使用。

第二，前期的储备项目落地，“钱等项目”的状态可能缓解。同时，财政部部长刘昆表示，2021 年将采取“资金跟着项目走”的原则，适当放宽专项债发行时间限制，合理扩大使用范围。去年 7 月财政部下发《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》，赋予地方政府一定自主权，优化调整专项债投向，也在一定程度上有利于支撑基建。

第三，2020 年各省专项债用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例从 20%上调至 25%。2021 年维持 25%的比例上限有利于地方政府在专项债限额内快速启动一些重大基建项目，使前期准备充分的重大基建项目快速落地。

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

自 2020 年下半年以来，伴随就业形势和收入增速逐季好转，消费信心指数持续上升，消费整体逐步恢复，但消费完全恢复到疫情前的增速还需要过程，并且需要就业和收入的持续改善。1-2 月社零消费与上年 12 月的环比增速为 71.9%，低于 2017-2019 的 82.5%、75.9%和 84.1%。

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。具体看，1-2 月社零消费同比增速 33.8%，比 2019 年 1-2 月份增长 6.4%，两年平均增速为 3.2%，较去年 12 月下降 1.4 个百分点。由于当前 CPI 仍处负区间，1-2 月实际消费增速 34.3%，两年平均增长 1.2%，低于去年 10-12 月的 4.6%、6.1%和 4.9%。

一是汽车消费同比 77.6%，两年平均增速为 5.8%，较去年 12 月下降 0.6 个百分点，

主要因为春节返乡潮没有出现导致的县乡市场低迷。城、乡消费增速和占比能够佐证此点。1-2 月城镇、乡村消费同比 34.9%和 26.7%，两年平均增速为 3.4%和 1.3%，分别较去年 12 月下降 1 和 4.6 个百分点，乡村消费下降幅度更大；1-2 月乡村消费占比 13.2%，较去年下降 1.3 个百分点，占比下降。但是 2 月豪华车零售同比增长 485%，相对 2019 年 2 月增长 36%，继续保持强势增长特征，消费分化。

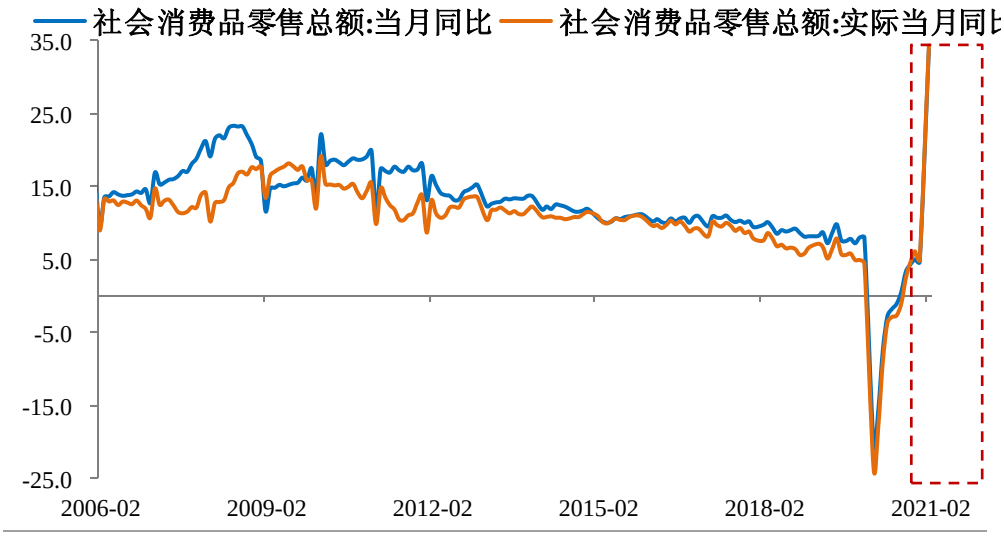
二是房地产销售增速较高，但相关类消费分化。家具类同比 58.7%，两年平均增速 2.7%，较去年 12 月上升 2.3 个百分点；但是家电和建筑装潢材料同比增速 43.2%和 52.8%，两年平均增速为 0.1%和 3.1%，较去年 12 月下降 11.1 和 9.8 个百分点。

三是消费升级类产品如化妆品和金银珠宝类增速仍较高，同比增速 40.7%和 98.7%，两年平均增速为 9.9%和 8.2%，较去年 12 月变化 0.9 和-3.4 个百分点。

四是餐饮消费恢复相对较慢，与 1 月初的部分地区的散发疫情有关。1-2 月餐饮消费同比 68.9%，2020-2021 两年平均增速为-2.4%，较去年 12 月下降 2.4 个百分点。

下阶段，消费仍可能成为 2021 年经济向好的动力，主要因为：就业和收入形势改善提高消费能力；疫苗接种加快、疫情基本控制，预防性储蓄下降，居民消费率和消费倾向上升。

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



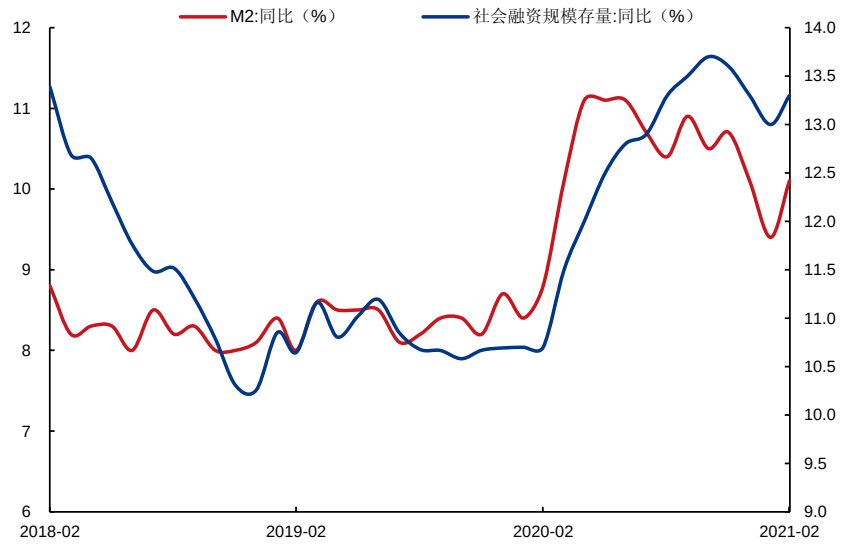
资料来源：wind、粤开证券研究院

七、实体经济融资需求强劲，推动社融信贷超预期短暂反弹

2 月社融存量同比增速 13.3%，较上月提高 0.3 个百分点，其中表内贷款和表外票据为主要支撑。社融增速反弹有低基数效应影响，但考虑到春节季节性因素扰动后，1-2 月整体上企业融资需求仍较为旺盛、含金量较高，经济仍在持续恢复之中。2 月新增社会融资规模 1.71 万亿元，同比多增 8363 亿元，这是在 1 月份社融已达 5.17 万亿的基础上再度放量。2 月末社会融资规模存量为 291.4 万亿元，同比增速 13.3%，较 1 月提高 0.3 个百分点，为 2020 年 10 月以来首次反弹回升。一方面，2020 年 2 月受疫情冲击影响导致实体融资需求萎靡，基数相对较低。另一方面，从结构来看，2 月新增人民币贷款、未贴现承兑汇票规模分别为 13400 和 640 亿元，较去年同比增加 6198 和 4601 亿元，是推动社融超预期反弹的重要因素，考虑到今年 2 月受到春节因素扰动、工作日减

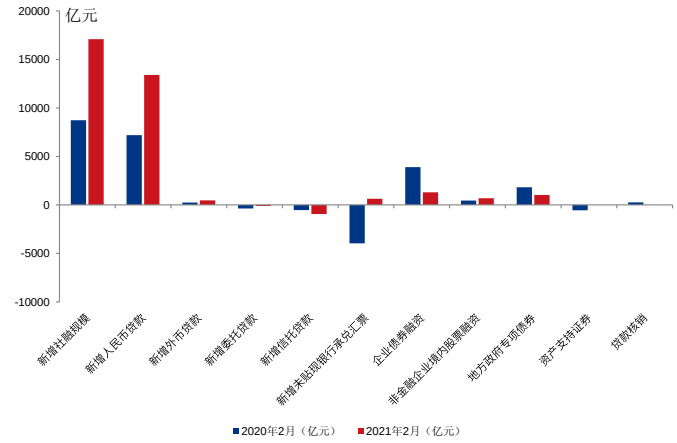
少，实际融资需求确实较强。从反映市场供给的利率角度来看，年初以来票据贴现利率与银行间同业利差大幅走扩，也可佐证年初以来实体经济融资需求旺盛这一判断。此外，受到信托“两压一降”任务下的融资业务收紧影响，2 月委托贷款、信托贷款延续收缩态势，分别新增-100 亿元和-936 亿元。

图表5：2 月社融及 M2 增速均短暂反弹



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表6：表内贷款及表外票据融资推动新增社融超预期



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表7：票据贴现利率与银行同业利差加大



资料来源：wind、粤开证券研究院

2 月新增信贷整体呈现出中长期贷款强劲、企业贷款强的特点。2 月新增人民币贷款 1.36 万亿，同比多增 4543 亿元，其中居民短期贷款、中长期贷款分别新增-2691 亿元和 4113 亿元，同比多增 1813 亿元和 3742 亿元；企业短期贷款和中长期贷款分别新增 2497 亿元和 1.1 万亿元，同比多增-4052 亿元和 6843 亿元。

一是居民短贷同比多增反映出消费在持续恢复，与春节前资本市场上涨导致居民财产性收入上升和就地过年、疫情控制较好促进消费有关。

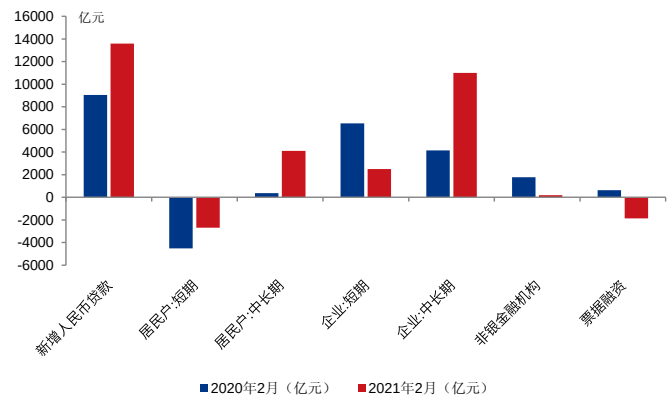
二是居民中长期贷款主要是房贷，同比多增反映地产销售依然较强。其中，一线城市 1-2 月住宅销售分别为 45902 和 22536 套，同比增速 132%和 294%，即使与 2019 年同期比仍同比增速为 108.6%和 47%。

三是企业中长期贷款同比大幅多增反映出企业经营预期向好、扩产投资热情提高，产能周期上升。这主要源于三大因素。第一，在国内外需求恢复、价格上升和盈利改善、产能利用率相对较高的背景下，企业预期向好、投资扩产意愿增强。1 月、2 月制造业 PMI 经营预期指数分为 57.9%和 59.2%，处于较高水平。第二，银行在年初"开门红"、信贷额度吃紧、提前锁定优质客户和政策引导的多重影响下，选择压减企业短期贷款额度、加大中长期贷款的投放。第三，通胀预期和利率上升的预期增强，导致企业提前锁定利率的预防性需求，推动企业在年初加大融资力度，从而带动中长期贷款大幅多增。

M1-M2 剪刀差转负，主要受到季节性因素影响，不代表企业流动性转差。2 月 M1、M2 增速分别为 7.4%和 10.1%，分别较 1 月下降 7.3 和增加 0.7 个百分点。其中，M1 大幅下降与春节错月、企业存款向居民存款转移相关，2 月新增居民存款及企业存款分别为 3.26 万亿元和-2.42 万亿元，而 M2 上升则与财政投放加快、贷款超预期有关。

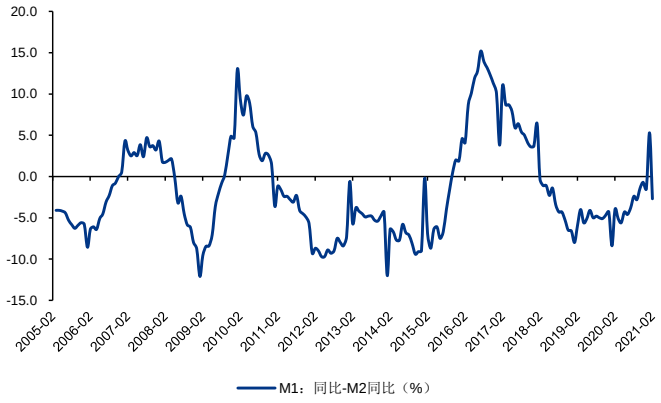
整体来看，我们认为 2 月社融及信贷超预期，主要受到房地产销售火爆、企业融资需求强劲的影响，而非货币政策的再度放松，更多是回落趋势下的小反弹，维持货币政策基调边际收紧、年内社融及 M2 增速整体趋势性回落判断。2021 年政府工作报告中货币政策重提"宏观杠杆率基本稳定"，我们认为今年货币政策将更加强调精准、着力"结构优化"，"不急转弯"更多的反映了货币政策要保持一定连续性，不代表"不转弯"，稳杠杆与防风险重要性正在上升。伴随地产调控升级、监管严查经营贷消费贷流入房市、持续推进"两压一降"任务、央行提示警惕杠杆率高升，预计后期居民新增贷款、表外融资及企业贷款将边际放缓。我们认为全年 M2 和社融增速预计分别在 9%和 11%左右，政策更加强调连续性，因此回落过程可能较为温和，后续持续加大对制造业、科技创新、普惠型小微企业、绿色发展等领域的信贷投放将支撑社融。

图表8：企业中长期贷款大增



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表9：M1-M2 剪刀差重回负区间



资料来源：wind、粤开证券研究院

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

出口增速超预期，创有记录以来新高，剔除低基数影响后出口依然保持较高水平。2 月出口 2049 亿美元，同比大增 154.9%，较 1 月提高 130 个百分点，创历史新高。考虑到春节扰动因素，1-2 月出口规模 4688.7 亿美元，同比仍增长 60.6%，远超市场预期。一方面源于低基数效应。2020 年受疫情冲击，1-2 月出口增速-17.4%，；但另一方面当前我国出口确实处于较高景气度。2021 年 1-2 月出口规模相比 2018、2019 年同比仍分别增加 26.7%和 32.7%，剔除基数效应后今年 1-2 月出口同比增速约 27%，依然是较高

水平。进口方面，1-2 月进口 3656.2 亿元，同比增速 22.2%，略超市场预期。

就地过年、海外经济复苏外需回暖共同推动出口大增。第一，出于疫情防控考虑，年初以来“就地过年”减少人员流动与集聚，交通部统计春节七天发送旅客比 2019 年同期下降 76.8%，劳动人口在途时间大幅减少，部分出口企业实际生产时间延长，在一定程度上保障了部分出口企业能更早开工交付出口订单。第二，伴随海外加速接种疫苗、天气回暖，发达经济体逐渐走出秋冬疫情，2 月摩根大通全球制造业 PMI 持续扩张至 53.9%，创 2018 年 3 月以来新高，外需逐步回暖推动出口高增。

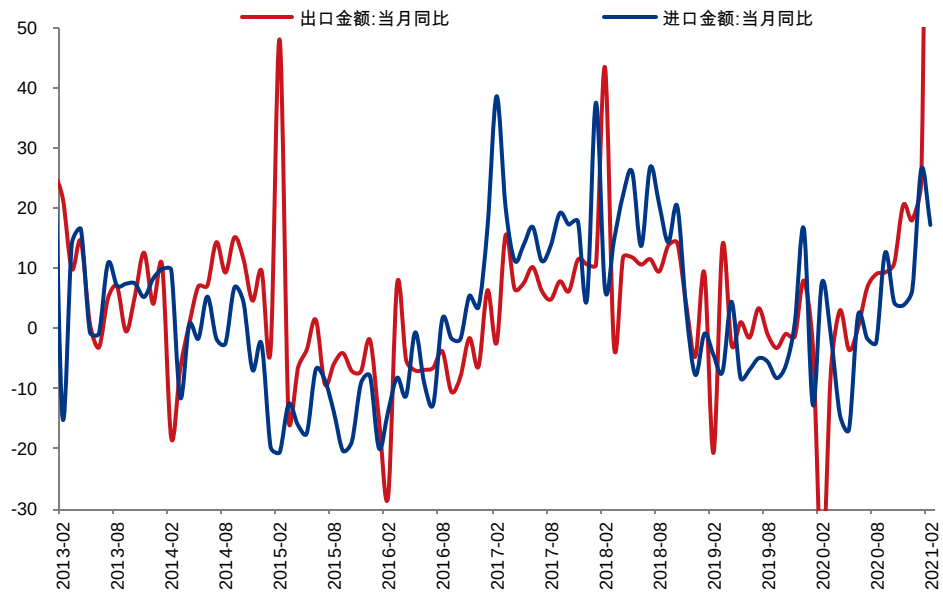
分国别和地区看，对美出口大幅增长，系疫情边际缓和、财政刺激政策、中美经贸进一步缓和等因素所致。从出口地区看，1-2 月对美国、欧盟（不含英国）、东盟出口分别同比增长 87.3%、62.6%和 53%，剔除基数效应后同比分别为 58.5%、6.5%和 13%，对美出口大增是推动我国出口高增的重要原因。事实上，伴随拜登正式上任美国总统，中美贸易关系短期缓和，叠加 1.9 万亿美元财政刺激政策落地，对美出口有望进一步保持高增。2 月美国、欧元区制造业 PMI 分别为 60.8%和 57.9%，创 2018 年 9 月以来新高，生产恢复边际加快。

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。我们假设 2020 年 1-2 月出口规模较 2019 年 12 月增长环比与 2019 年 1-2 月与 2018 年 12 月情况相似，可推算出无疫情冲击影响下的出口值，并进行同比计算，从而剔除低基数影响。**从生产需求来看，海外生产修复带动中间加工品出口回升**，剔除基数效应后，1-2 月机电产品、自动数据处理零件等产品增长 27.6%、69.3%，较 12 月增加了 3.0、34.7 个百分点，其中机电产品对出口同比贡献 38 个百分点。**从生活需求来看，美国地产仍维持较高景气度，**2 月住房市场指数略回落至 84，但仍维持历史高位，地产链高景气带动 1-2 月家具及零件、灯具、家电等出口同比增长 81.7%、122.1%和 93.7%，显著高于出口整体增速，合计对出口同比贡献 5.6 个百分点。**从防疫需求来看**，1-2 月医疗器械和纺织纱线出口同比分别为 75.3%和 60.8%，其中，剔除低基数因素后纺织纱线同比增速为 14.4%，较 12 月提高 1.8 个百分点。值得注意的是，尽管机电产品、地产消费相关及防疫需求相关产品仍是支撑我国出口的主要力量，但其合计贡献边际下降，1-2 月机电产品、地产消费及防疫需求占出口比重分别为 60.3%、5.6%和 5.3%，较 12 月分别下降 0.8、1.2 和提高 0.4 个百分点。此外，伴随海外经济逐步回暖，日常消费品出口有所回升。1-2 月箱包、鞋靴等下游日常生活消费品出口增速分别为 24.8%和 32.8%，剔除基数效应后，箱包、鞋靴出口增速分别为-8.9%和-9.2%，仍显著高于前值（-16.6%和-10.6%）。

1-2 月进口 3656.2 亿美元，同比增速 22.2%，略超市场预期。从国家和地区看，对美、欧盟、东盟和日本进口增速分别为 66.4%、32.5%、29.9%和 26.8%，对俄罗斯进口为-12.6%。铁矿砂、铜矿砂进口量为 2.8%和 0.9%，但金额同比为 60.9%和 34.2%，反映大宗商品价格上涨，钢材、未锻造铜进口量同比为 17.4%和 4.7%，金额同比为 26.4%和 32.9%，反映内需较强。

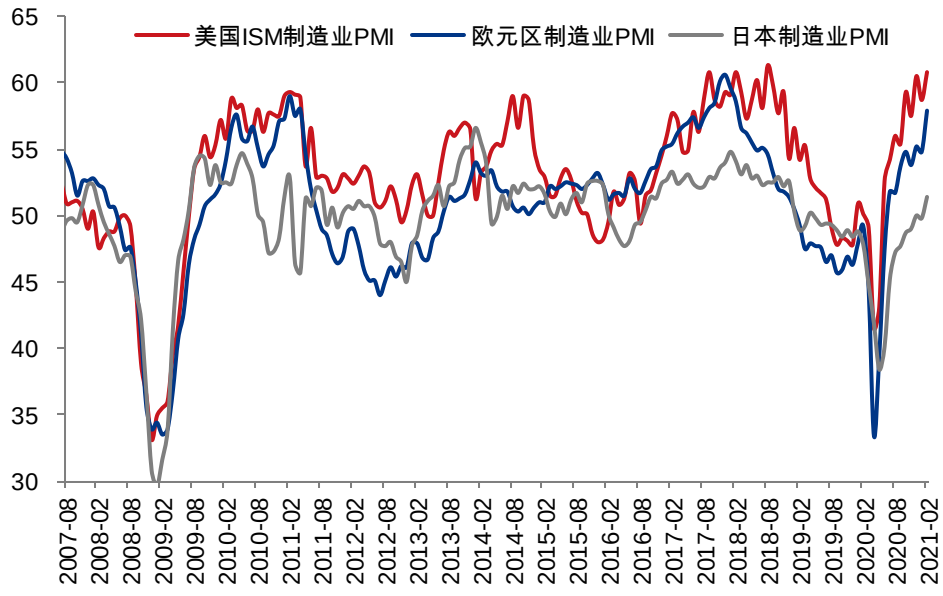
伴随海外经济持续修复、财政刺激政策落地，2021 年我国出口仍有望保持相对较高增速，但是出口动力将从防疫物资切换到经济恢复的生产资料需求和及终端消费品转化。进口方面，伴随我国经济持续恢复，消费和制造业将是今年经济支撑，我国进口也将保持相对高速。

图表10：1-2 月我国进出口增速较高



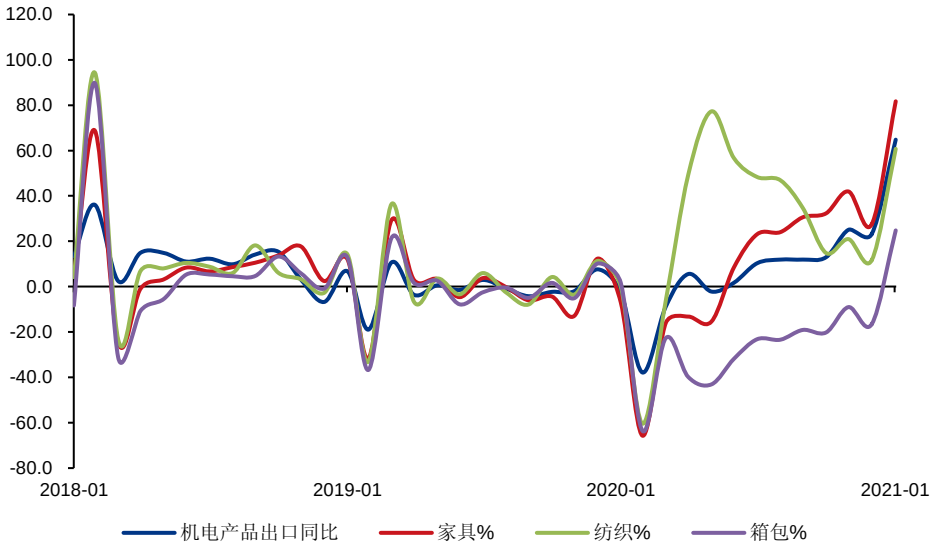
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表11：全球主要经济体制造业恢复



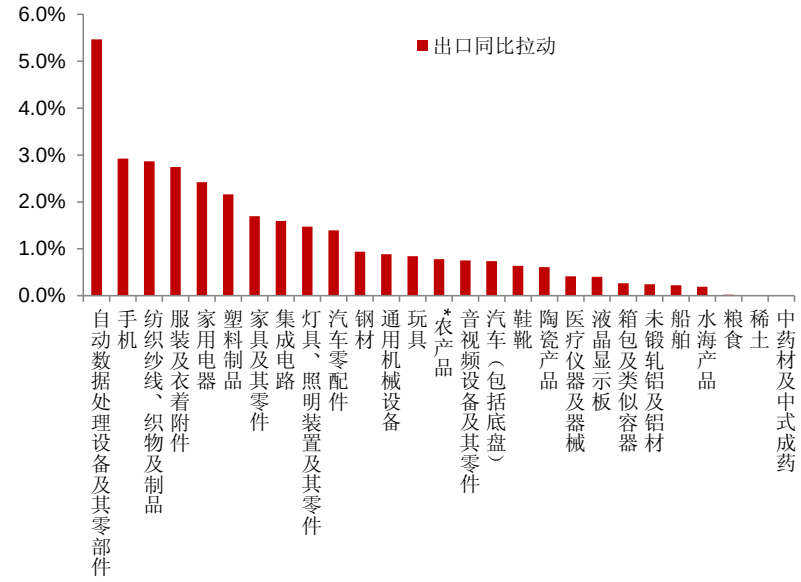
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表12：出口分项同比增速



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表13：1-2 月主要商品对出口的同比拉动



资料来源：wind、粤开证券研究院

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

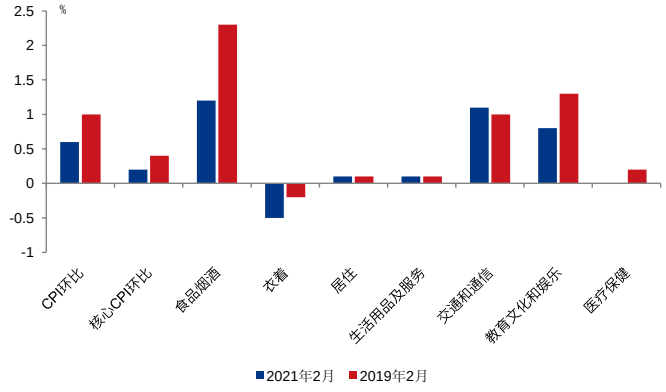
CPI 低迷，未来受猪周期下行压制以及非食品消费恢复两股力量的影响，预计年内 CPI 有望温和回升。2 月 CPI 同比-0.2%，较上月降幅收窄 0.1 个百分点，其中翘尾拖累-1.8%。核心 CPI 同比 0%，较上月回升 0.3 个百分点。从分项来看，春节期间消费需求增加、原油价格上涨推动运输成本上升，水产品和鲜果价格涨幅明显，而猪肉因高基数及供给改善影响，成为拖累食品类价格下跌的最大贡献项，2 月猪肉、水产品和鲜果环

比分别为-3.1%、8.7%和 6.1%。同时，就地过年影响下居民文娱消费需求上升，但交通通信及旅游需求显著低于季节性，反映为电影及演出票价格环比上涨 13.0%，而交通工具使用、旅游分项环比分别上涨 1.5%和 5%（2019 年环比分别为 2%和 6.4%）。

我们预计今年 CPI 有望温和回升：一方面，CPI 同比自 2020 年 2 月高点趋势性回落，翘尾拖累有望边际减弱，推动 CPI 回升。另一方面，伴随疫苗注射、扩内需、“稳就业”政策持续推进，2 月 31 个大城市城镇调查失业率 5.5%，较去年同期下降 0.2 个百分点。截至 3 月 14 日，我国疫苗接种人次达到 6498 万人，国内生产及消费有望进一步回暖，推动 CPI 回升。

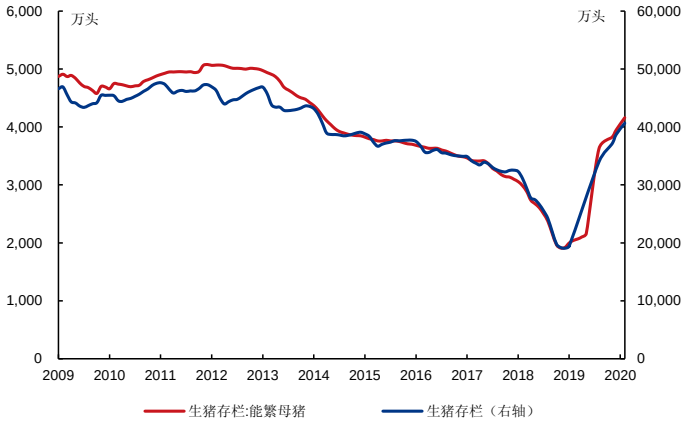
但值得注意的是，猪周期下行为通胀奠定温和格局，年内 CPI 难以产生较大上行压力。猪周期是生猪生产和猪肉销售过程中的价格周期性波动现象，从历史数据看，我国猪肉价格波动和 CPI 波动高度相关，2008 年至今，猪肉价格和 CPI 指数的相关系数达到 0.82，远高于 CPI 篮子中的其他商品。因环保限产、非洲猪瘟等因素叠加导致的超级猪周期上升周期自 2018 年中开始并持续到 2020 年中，自 2020 年下半年开始猪周期已进入下行周期，考虑到本轮周期生猪和能繁母猪生产及猪肉消费受到疫情冲击影响，下行趋势或将延长。截至 2020 年 12 月，生猪存栏及能繁母猪均超过 4 亿头，猪肉生产恢复至 2014 年底水平。

图表14：2021 年 2 月 CPI 环比分项变化



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表15：生猪存栏已恢复至 2014 年水平



资料来源：wind、粤开证券研究院

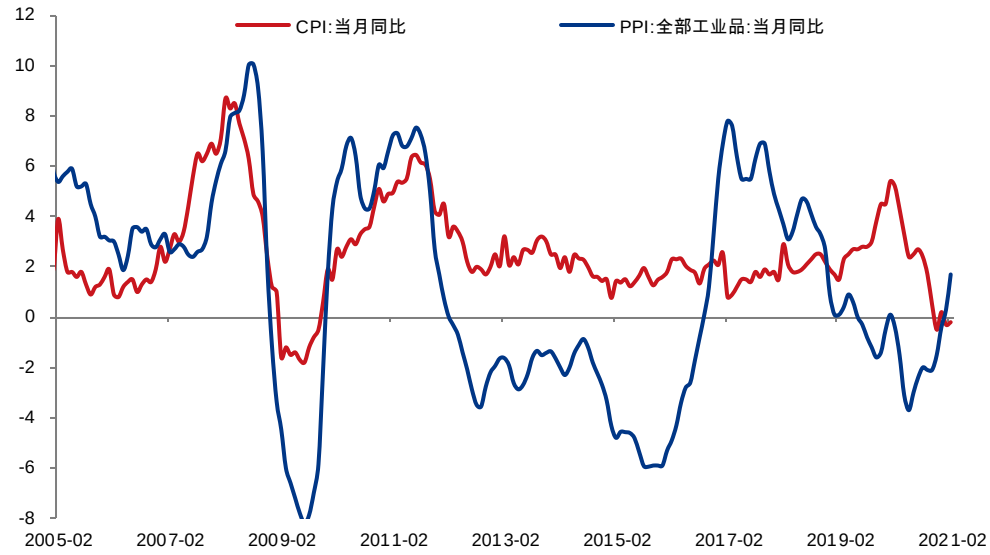
疫情回落加速、海外经济回暖、美国财政刺激、原油供给冲击四大因素共同推动海外大宗商品价格大涨，带动输入型通胀预期和实际 PPI 上升，叠加国内落实碳达峰、碳中和背景下的新一轮供给侧改革，预计全年 PPI 呈倒 V 型走势。年初以来国际油价持续大涨，带动全球大宗价格攀升，截至 2 月，布伦特原油现货实际价格达到 61.96 美元/桶。截至 3 月 12 日，COMEX 铜价创 2011 年 8 月以来新高，CRB 指数创 2010 年 10 月以来新高，南华工业品指数创有历史记录以来新高，在美国财政刺激、海外经济回暖、疫情回落加速、美国居民资产负债表健康的背景下，通胀预期及输入型通胀显著抬头，带动国内 PPI 结构性上涨。

具体来看，2 月 PPI 同比 1.7%，较上月提高 1.4 个百分点，其中生产资料与生活资料分化，分项同比分别为 2.3%和-0.2%，其中采掘工业及原材料工业是拉动生产资料上涨的最主要因素，环比涨价分别为 2.8%、2.1%，而下游加工工业环比涨幅仅为 0.4%。此外，生活资料中衣着、耐用品消费出厂价格偏弱，也表明当前 PPI 上涨更多是受到输入性通胀的影响，且尚未传导至下游，加工生产及终端需求依然偏弱，PPI 呈现结构性

上涨。结合国内落实碳中和、碳达峰承诺，预计年内钢铁等高耗能、高碳排放量的行业要开启新一轮供给侧改革，两会结束后唐山钢厂产能利用率显著下降，而全国高炉开工率也明显下滑，供给收缩将导致中上游 PPI 进一步上行，叠加低基数驱动，预计全年 PPI 呈现倒 V 型走势。

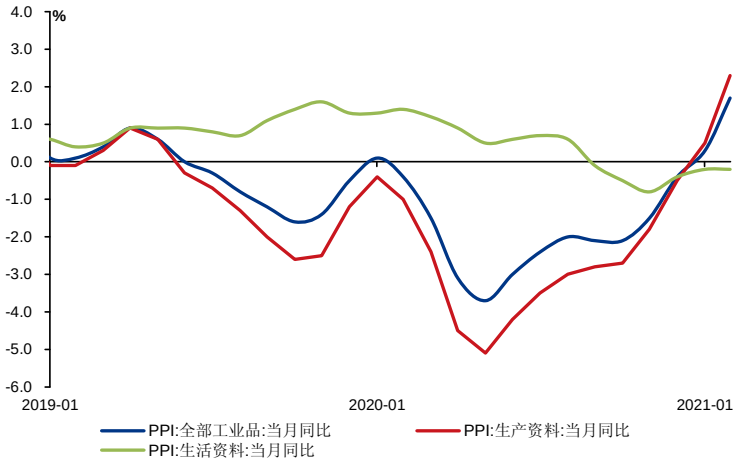
当前 CPI 和 PPI 发生新一轮背离，与上一轮背离完全相反，上一轮背离是 CPI 在猪周期带动下上升、PPI 因总需求不足下降，此次是经济恢复带动 PPI 上升、猪周期下行带动 CPI 下行。PPI 上升或呈现上游高而下游低的结构性上升，应警惕 2016 年供给侧改革后利润向中上游集聚、下游加工制造业民企利润被挤压的局面出现。

图表16：CPI 与 PPI 背离



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表17：PPI 生产资料与生活资料分化



资料来源：wind、粤开证券研究院

分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任研究院副院长、首席宏观分析师，证书编号：S0300520110001。

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，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，本报告清晰准确地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。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供 ,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测 ,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

网址：www.ykzq.com