2021 年 03 月 15 日

理性看待年初经济数据

——宏观经济点评

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）
majieying@kysec.cn
证书编号：S0790120080081

● **生产指标读数较高，不宜过度解读；结构亮点主要在外贸链，持续性仍需跟踪**

工业生产的超预期，或并不完全反映真实经济表现。1-2 月，工业增加值同比 35.1%、超市场预期的 32.2%，两年复合增速 8.1%、高于 2020 年 12 月的 7.3%；但采取两年复合增速剔除基数，隐含的假设是近两年 1-2 月均保持 8.1%的增速，这显著高于 2015 年以来正常水平，或高估了真实经济表现。此外，“就地”过年人员增多，有利于节后生产恢复；钢铁产量等高频指标显示，节后生产快于以往。

拆结构来看，服务业海外生产链的相关生产表现较好，持续性仍需跟踪。1-2 月，制造业工业增加值两年平均增速 8.4%，其中计算机通信电子、专用设备、有色冶炼、橡胶塑料等行业增速均高于 2020 年 12 月，或与海外生产加快修复，对中间品和原材料需求上升有关，主要产品产量变化也可以得到一定印证。但生产表现滞后于订单，PMI 新出口订单已连续 3 个月大幅下滑、在手订单也已开始回落。

● **内需整体偏弱，企业端地产链和外贸链表现较好，政府投资和居民消费低迷**

房地产、制造业和基建依次走弱，房地产竣工和制造业外贸链较强。1-2 月，固定资产投资两年平均增速 1.7%、弱于 2020 年底和 2019 年同期，其中房地产投资韧性延续，新开工偏弱、竣工和销售较强，与地产调控下，加快回笼资金支持在建项目等有关；制造业投资两年平均下降 3.4%，其中有色冶炼、化学原料、专用设备、计算机通信电子等平均增速较高；基建投资低迷，两年平均下降 1.6%。

居民消费修复缓慢，疫情防控、收入压制等影响犹存。1-2 月，社零同比增长 33.8%、两年平均增速 3.2%、低于 2020 年底的 4.6%，其中，商品消费增速回落、餐饮收入再度转负。结合春节期间消费来看，居民消费或部分受到“就地”过年等的干扰，同时，居民收入、疫情防控等对消费压制的持续存在。未来一段时间，伴随就业和收入继续改善，及线下活动的逐步恢复，居民消费或有望逐步改善。

● **海内外经济“K”型分化显现，继续提示长端利率债行情、权益估值压缩风险**

理性看待年初数据，国内经济高点或已现、结构分化会加大。基数因素等影响下，年初的经济、信贷社融数据包含较多“噪音”，指标层面的“过热”或“过冷”，均不宜过度解读。政策“退潮”下，基建、房地产投资已依次见顶，制造业结构性亮点大于整体表现，重点关注外贸链、服务消费链上的部分行业需求改善逻辑。

重申观点：从“固收+”到“+固收”，利率债行情确定性较强，短期调整提供了较好买点，权益类资产估值压缩风险尚未解除。2021 年，经济在加快正常化，政策态度与市场定价，也将加快正常化。伴随经济、政策等预期的逐步收敛，利率债利多因素正在加速显现，长端收益率或将重回下行通道；对于权益类资产，风险更多不在分子端，而是经济正常化对估值的压制，尤其是部分估值偏高板块。

● **风险提示：**国内外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观经济专题-地方债放量，对流动性环境的影响》-2021.3.14

《宏观经济专题-美元看空“陷阱”再论》-2021.3.14

《宏观经济专题-社融超预期的“冷”思考》-2021.3.11

目　录

1、 生产指标读数较高、不宜过度解读，亮点在外贸链 3
2、 内需偏弱，地产韧性较强、政府投资和居民消费低迷 4
3、 海内外经济“K”型分化显现，国内经济高点或已出现 5
4、 风险提示 6

图表目录

图 1: 工业增加值同比显著高于 2015 年以来的正常水平 3
图 2: 节后钢铁生产明显好于以往 3
图 3: 计算机通信电子、专用设备等增速提升 3
图 4: PMI 新出口订单、在手订单依次回落 3
图 5: 房地产、制造业和基建投资依次走弱 4
图 6: 房地产新开工偏弱、竣工和销售较强 4
图 7: 化学原料、有色冶炼等行业平均增速较高 4
图 8: 基建三大行业投资均较为低迷 4
图 9: 商品零售和餐饮收入增长放缓 5
图 10: 居民收入恢复偏慢、边际储蓄倾向较高 5
图 11: 信托贷款和企业中长期贷款显著背离 5
图 12: 制造业贷款占企业中长期贷款比重不高 5
图 13: 经济见顶下，PPI 上行不改变长端利率下行趋势 6
图 14: 信用“收缩”阶段，权益类资产估值多承压 6

1、 生产指标读数较高、不宜过度解读，亮点在外贸链

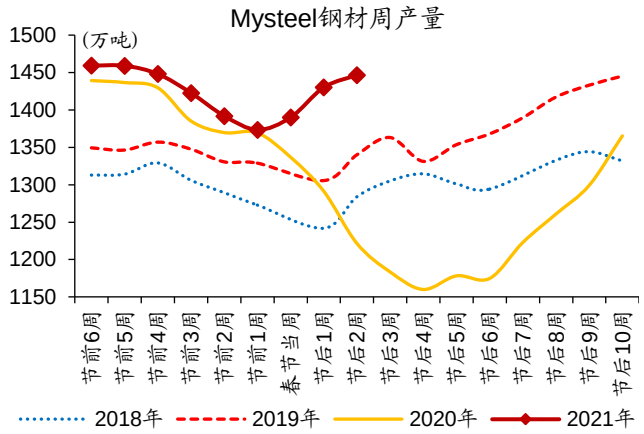
工业生产的超预期，或并不完全反映真实经济表现。1-2 月，工业增加值同比 35.1%、超市场预期的 32.2%，两年复合增速 8.1%、高于 2020 年 12 月的 7.3%；但采取两年复合增速剔除基数，隐含的假设是近两年 1-2 月均保持 8.1%的增速，这显著高于 2015 年以来正常水平，或高估了真实经济表现。此外，“就地”过年人员增多，有利于节后生产恢复；钢铁产量等高频指标显示，节后生产快于以往。

图1：工业增加值同比显著高于 2015 年以来的正常水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

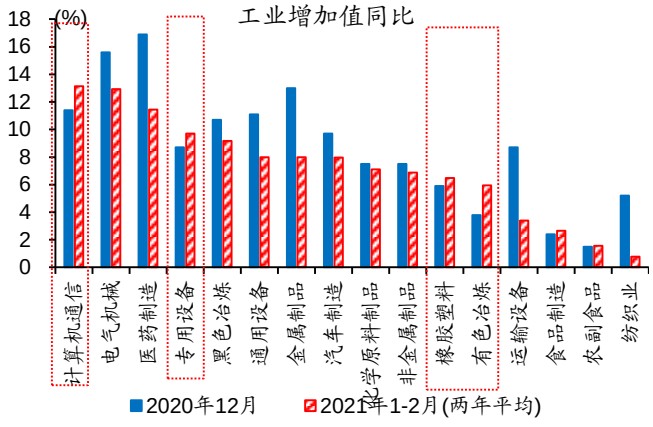
图2：节后钢铁生产明显好于以往



数据来源：Wind、开源证券研究所

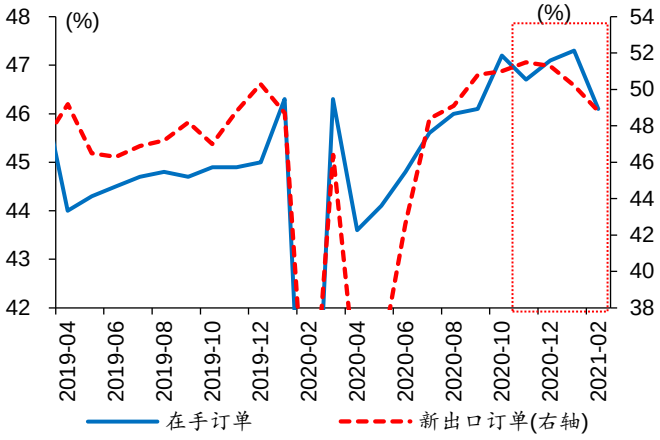
拆结构来看，服务业海外生产链的相关生产表现较好，持续性仍需跟踪。1-2 月，制造业工业增加值两年平均增速 8.4%，其中计算机通信电子、专用设备、有色冶炼、橡胶塑料等行业增速均高于 2020 年 12 月，或与海外生产加快修复，对中间品和原材料需求上升有关，主要产品产量变化也可以得到一定印证。但生产表现滞后于订单，PMI 新出口订单已连续 3 个月大幅下滑、在手订单也已开始回落。

图3：计算机通信电子、专用设备等增速提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：PMI 新出口订单、在手订单依次回落

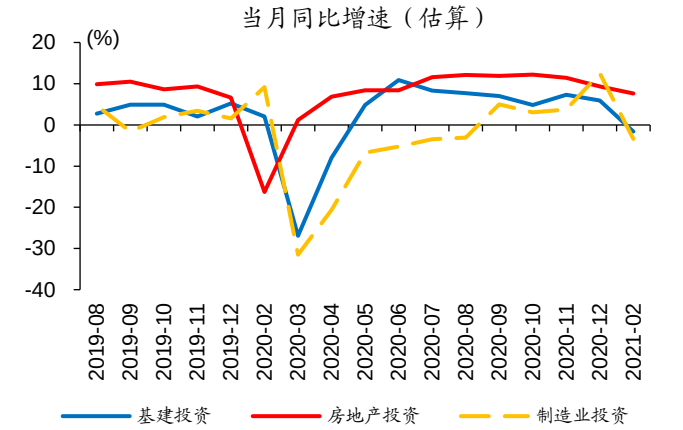


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 内需偏弱，地产韧性较强、政府投资和居民消费低迷

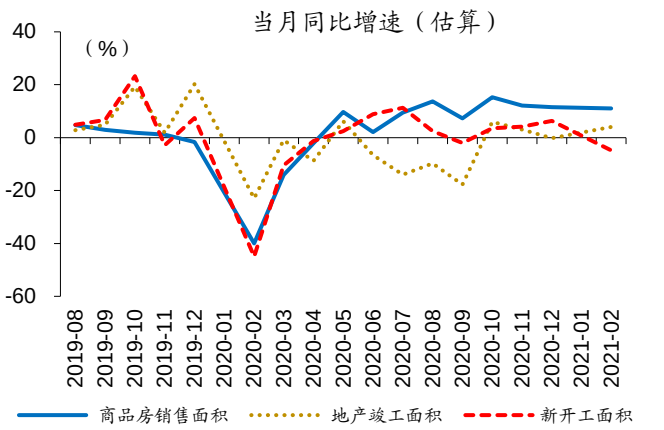
房地产、制造业和基建依次走弱，房地产竣工和制造业外贸链相对较强。1-2月，固定资产投资两年平均增速1.7%、弱于2020年底和2019年同期，其中房地产投资韧性延续，新开工偏弱、竣工和销售较强，与地产调控加强下，加快回笼资金支持在建项目等有关；制造业投资两年平均下降3.4%，其中有色冶炼、化学原料、专用设备、计算机通信电子等平均增速较高；基建投资低迷，两年平均下降1.6%。

图5：房地产、制造业和基建投资依次走弱



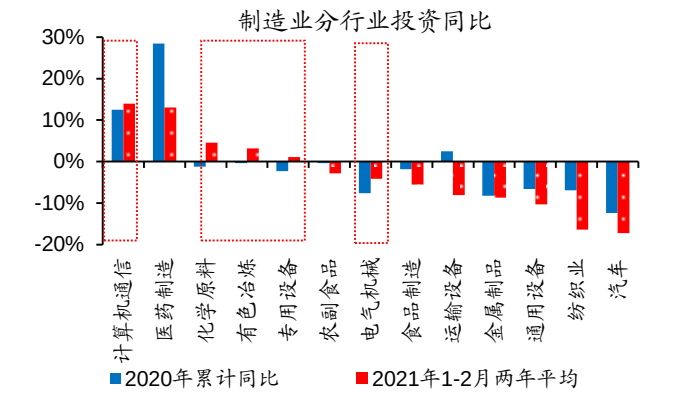
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：房地产新开工偏弱、竣工和销售较强



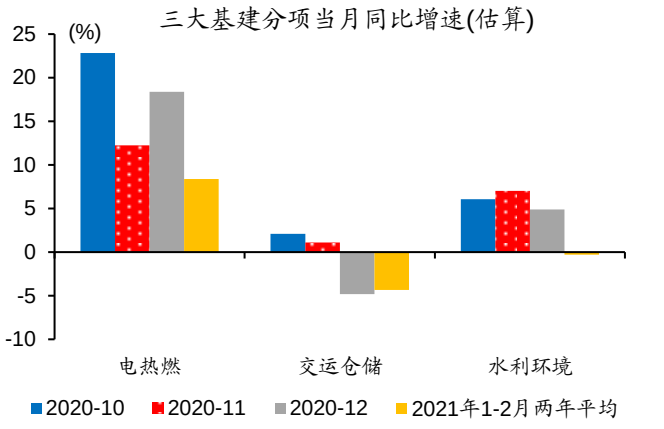
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：化学原料、有色冶炼等行业平均增速较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

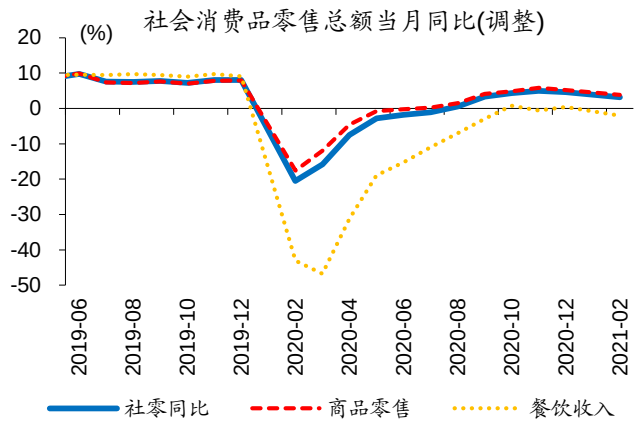
图8：基建三大行业投资均较为低迷



数据来源：Wind、开源证券研究所

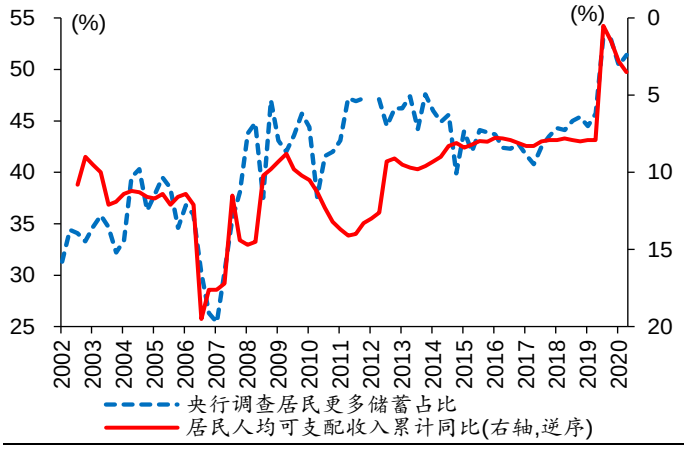
居民消费修复缓慢，疫情防控、收入压制等影响犹存。1-2月，社零同比增长33.8%、两年平均增速3.2%、低于2020年底的4.6%，其中，商品消费增速回落、餐饮收入再度转负。结合春节期间消费来看，居民消费或部分受到“就地”过年等的干扰，同时，居民收入、疫情防控等对消费压制的持续存在。未来一段时间，伴随就业和收入继续改善，及线下活动的逐步恢复，居民消费或有望逐步改善。

图9：商品零售和餐饮收入增长放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：居民收入恢复偏慢、边际储蓄倾向较高

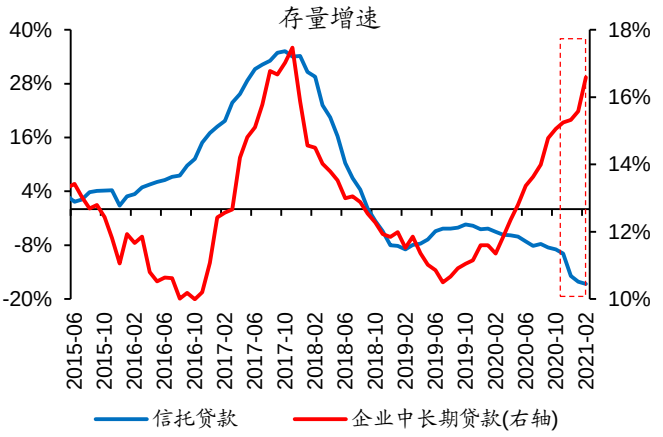


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 海内外经济“K”型分化显现，国内经济高点或已出现

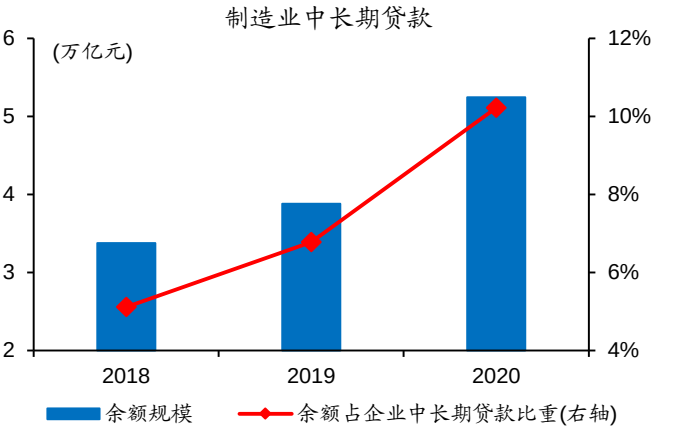
理性看待年初数据，国内经济高点或已现、结构分化会加大。基数因素等影响下，年初的经济、信贷社融数据包含较多“噪音”，指标层面的“过热”或“过冷”，均不宜过度解读（关于信贷社融超预期的解读，可参见《社融超预期的“冷”思考》）。政策“退潮”下，基建、房地产投资已依次见顶，制造业结构性亮点大于整体表现，重点关注外贸链、服务消费链上的部分行业需求改善逻辑。

图11：信托贷款和企业中长期贷款显著背离



数据来源：Wind、开源证券研究所

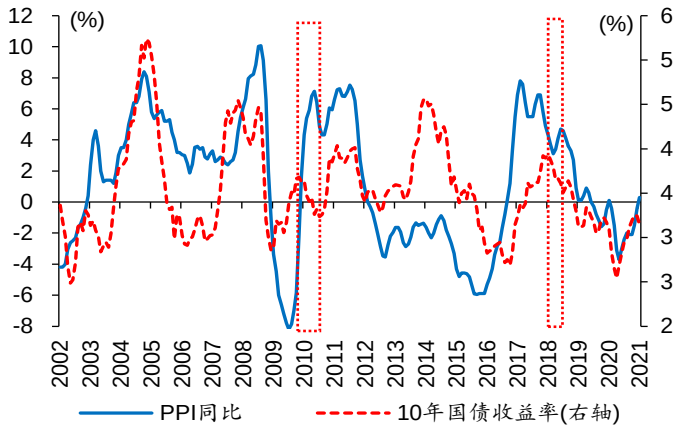
图12：制造业贷款占企业中长期贷款比重不高



数据来源：Wind、中国人民银行、开源证券研究所

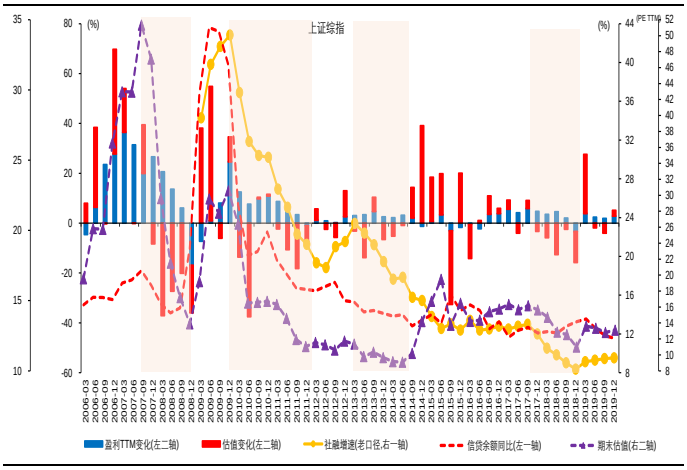
重申观点：从“固收+”到“+固收”，利率债行情确定性较强，短期调整提供了较好买点，权益类资产估值压缩风险尚未解除。2021 年，经济在加快正常化，政策态度与市场定价，也将加快正常化。伴随经济、政策等预期的逐步收敛，利率债利多因素正在加速显现，长端收益率或将重回下行通道；对于权益类资产，风险更多不在分子端，而是经济正常化对估值的压制，尤其是部分估值偏高板块。

图13：经济见顶下，PPI 上行不改变长端利率下行趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：信用“收缩”阶段，权益类资产估值多承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

国内外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn