低基数效应致开年经济数据较为亮眼

2021 年 2 月·宏观月报　　2021 年 2 月 26 日

主要观点：

- 工业生产环比季节性减缓，但高频价格类指标走高显示生产扩张势头不减。受春节假期因素的影响，2 月制造业 PMI 可能继续回落，非制造业 PMI 下降。
- 投资增长预期较好，基建和制造业投资有望加快。房地产销售和汽车零售大幅增长，零售价格指数上升，消费增速显著加快。
- 受低基数和春节“就地过年”政策影响，预计出口增速大幅提高，进口实现两位数增长，1-2 月维持贸易顺差格局。
- 春节消费需求带动食用农产品价格和食品价格上升，翘尾因素走低致 CPI 同比仍为负值。大宗商品价格上涨，流通领域主要生产资料价格小幅上涨。预计 PPI 环比小幅上涨，同比涨幅扩大。
- “就地过年”熨平年节效应影响，预计 2 月信贷增速保持稳定，低基数下社融增速可能有小幅提升。流动性可能稳中略紧，M2 增速继续回落。
- 人民币对美元汇率升值趋稳，未来或仍以双向波动为主；预计外汇储备规模略有下降，但将保持基本稳定。

交通银行金融研究中心
(BFRC)

研究团队:
蔡普华（金研中心主任）
周昆平（资深专家）
唐建伟（首席研究员）
何　飞（首席政策分析师）
夏　丹（首席房地产分析师）
刘学智（资深宏观分析师）
邓　宇（高级分析师）

统稿人:
夏　丹（首席房地产分析师）

联系方式:
021-32169999-1066

表：2021年2月中国宏观经济金融数据前瞻（红色为预测值）

指标名称	2020-9	2020-10	2020-11	2020-12	2021-1	2021-2
GDP:当季同比（%）	4.9	-	-	6.6	-	-
工业增加值IAV:当月同比（%）	6.9	6.9	7	7.3	-	41
制造业PMI（%）	51.5	51.4	52.1	51.9	51.3	51
非制造业PMI（%）	55.9	56.2	56.4	55.7	52.4	51.5
固定投资FAI:累计同比（%）	0.8	1.8	2.6	2.9	-	35
消费零售TRS:当月同比（%）	3.3	4.3	5	4.6	-	36
出口金额:当月同比（%）	9.9	11.4	21.1	18.1	-	37
进口金额:当月同比（%）	13.2	4.7	4.5	6.5	-	17.6
贸易差额:当月值(亿美元)	369.99	584.43	754.2	781.7	-	480
CPI:当月同比（%）	1.7	0.5	-0.5	0.2	-0.3	-0.2
PPI:当月同比（%）	-2.1	-2.1	-1.5	-0.4	0.3	1
新增人民币贷款:当月值(亿元)	19000	6898	14300	12600	35800	11000
M2:余额同比（%）	10.9	10.5	10.7	10.1	9.4	9.2
新增外汇储备（亿美元）	-220	-146	505.	380	-59	-50
MLF:1年（下月末）	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95
质押式回购利率:7天（下月末）	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2

数据来源:WIND、交行金融研究中心

正文：

一、低基数促进生产端和需求端大幅扩张

工业增加值增速大幅上升，制造业PMI季节性环比回调。年初以来高频数据显示工业生产环比出现季节性减缓，但整体增长势头不减。1、2月份高炉开工率略有回落，低点在1月末的64.8%，比去年末下降近3个百分点，2月份春节假期之后逐渐回升。全国重点企业粗钢日均产量、铁金粉产量环比减少，分别在215、41.4万吨/日，比去年12月分别下降5、2万吨/日左右。春节假期对生产活动带来影响，工业产量的下降属于季节性波动。从高频和周频的价格数据来看，整体工业仍然保持增长势头。柯桥纺织价格指数、中国棉纺景气指数有所上升。煤炭综合价格指数显著走高到180点以上，上次走到如此高位还是在2012年。南华工业品指数上升，2月末在2800点以上，比去年末上升超过250点，比去年同期上涨超过600点。考虑到去年2月份工业增加值显著萎缩，预计今年1-2月份工业增加值增速大幅回升，预计在41%。

去年下半年以来工业企业利润增长加快，全年工业企业利润增长4.1%，其中12月工业企业利润增速达到20.1%，对制造业预期起到积极作用。近期沿海地区部分异地工人就地过年，对企业生产带来积极作用。不过，受春节假期季节性因素的影响，制造业PMI可能继续回落。今年春节假期集中在2月中旬，对2月份制造业景气度的影响更为明显一些。预计制造业PMI略有下降到51%。年初以来公路物流运价指数先升后降，同比小幅下降。近期全国公路货运量、铁路客运量、公路客运量以及旅客周转量指标都较低，其中1月以来铁路客运量降幅扩大，同比低至-41%。春节假期人员跨区域流动

减少，对服务业带来影响。主要钢厂建筑钢材库存显著增加，2月下旬达到692万吨，比去年末大幅上涨410万吨，当前建筑生产活动明显放缓。预计2月非制造业PMI为51.5%，连续3个月小幅回落。

图 1 高炉开工率和南华工业品指数

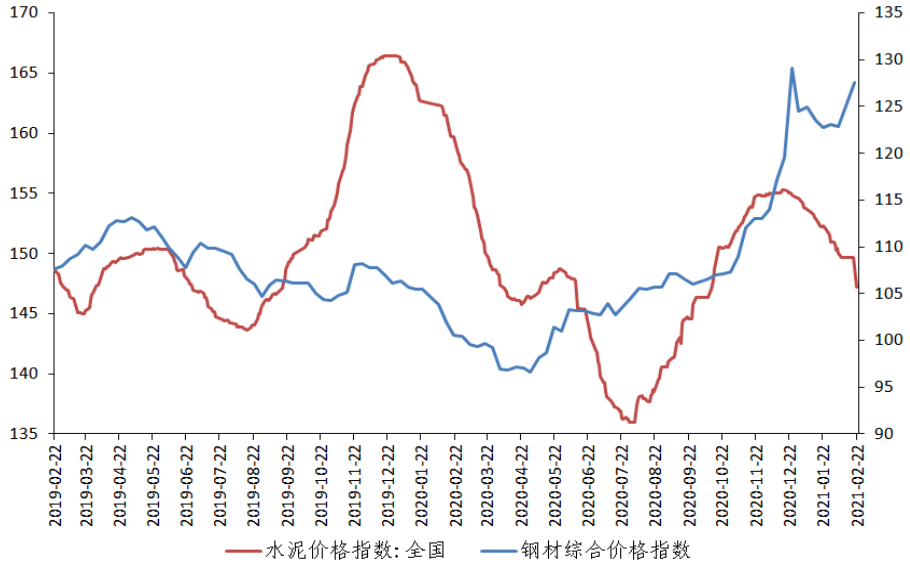


数据来源：WIND，交行金研中心

春节后钢材价格显著上涨，低基数促进投资增速显著走高。近两个月全国钢材综合价格指数平稳，2 月下旬显著上升到 127 点，比 1 月初上升 3 点。主要钢材价格指数上升，螺纹钢、热轧板卷、线材、中板等价格上涨较明显，春节假期结束后呈加速上涨势头。全国水泥综合价格指数下降，2 月末在 147 点左右，比 1 月下降 7 点。水泥价格的回落跟春节假期建筑施工需求减弱有关。分区域看，华东、华北、西南、中南地区水泥价格下降，东北地区保持平稳，西北地区继续上涨。随着春节假期影响因素的消退，投资增长预期较好。前期刺激政策落地见效以及“十四五”开局建设项目落实，将促进基建投资增速加快。工业企业利润增长快速，制造业投资将显著改善。去年疫情导致年初投资增速大幅萎缩，预计今年 1-2 月份固定资

产投资增速显著走高，预计在 35%左右。

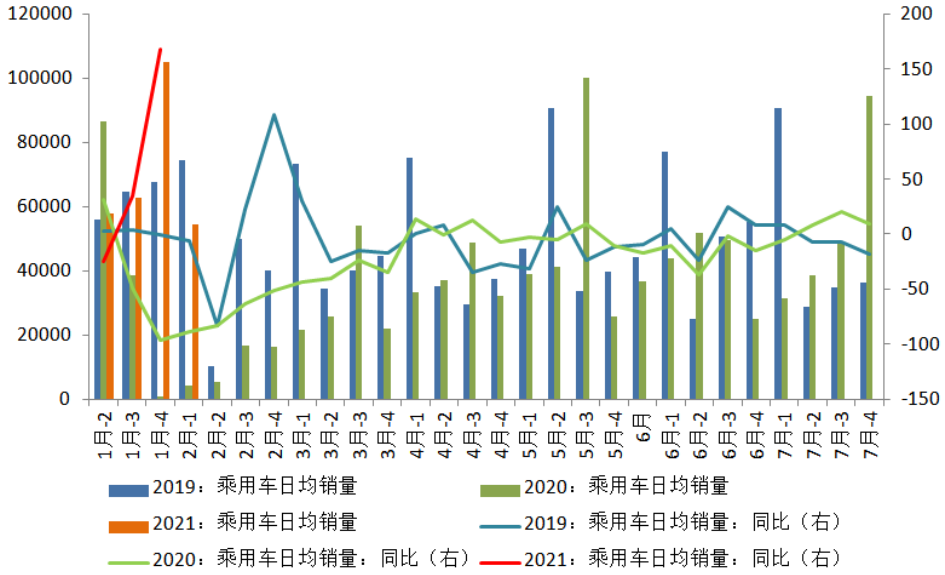
图 2 水泥和钢材价格指数



数据来源：WIND，交行金研中心

房地产销售同比大幅增长，零售价格指数上升，消费增速显著加快。虽然春节期间 30 城地产成交面积和套数环比显著下降，但同比都大幅增加。从年初到 2 月 22 日累计销售面积 2388 万平方米，同比大幅增长 108%；商品房成交了 22.4 万套，同比大幅增长 103%。1 月份前两周汽车零售显著减少，第三周之后汽车零售大幅增长，春节前同比增速高达 168%，春节期间新能源车销售大幅增长。乘用车批发量同样保持快速增长势头，平均同比增长 40%。年初以来商品零售指数止跌回升，2 月下旬上升到 3100 点以上。义乌中国小商品指数和临沂商城价格指数都在上升，终端消费需求较好，线下消费改善。综合判断，需求改善叠加同比基数显著走低，预计 1-2 月份消费同比增速显著上升到 36%。

图 3 近几年乘用车每周日均销量及同比增速（单位：辆、%）

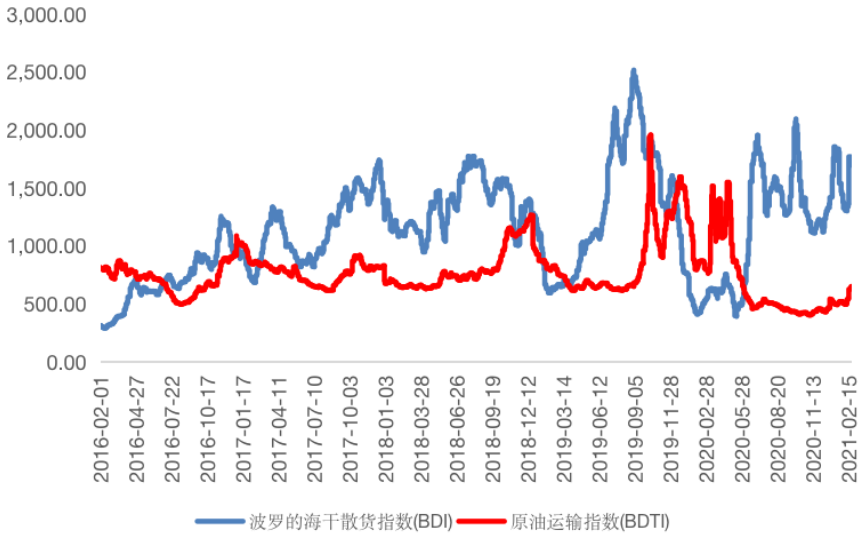


数据来源：WIND，交行金研中心

受低基数影响，预计出口增速大幅提高。1-2 月以来，全球主要经济体复苏势头较好。2 月美国服务业 PMI 初值为 58.9%，连续七个月扩张并创六年高位，制造业 PMI 初值则为 58.5%，虽然弱于预期和前值，但美国经济复苏的势头仍十分强劲；欧元区制造业 PMI 初值录得 57.7%，制造业韧性增强，商业活动和经济景气度提升；日本制造业 PMI 为 50.6%，为 2019 年 4 月以来首次站上荣枯线以上；东盟疫情防控取得较好成效，新加坡、马来西亚、越南等政府加大财政刺激，经济处于持续复苏阶段。韩国 2 月前 20 日同比增速达 16.7%，创近四年来新高；越南 2 月份上半月出口同比微增 2.2%。2 月国际航运保持活跃，波罗的海干散货指数 2 月均值仍超以往同期水平，2 月末达 1709 点；原油运输指数持续上升，2 月末达 651 点，超上月均值 40 个点。汇率方面，1-2 月以来人民币对主要货币汇率小幅升值，对出口造成一定影响。春节期间，全国大部分地区倡导“就地过年”，春节提前 1-2 周复工，利于外贸出口企业扩大出口产能，港口码头等外贸运输

运行正常，出口得到充分保障。整体看，预计 1-2 月出口额合计 4000 亿美元，1-2 月出口同比增速 37%。

图 4 波罗的海干散货指数与原油运输指数

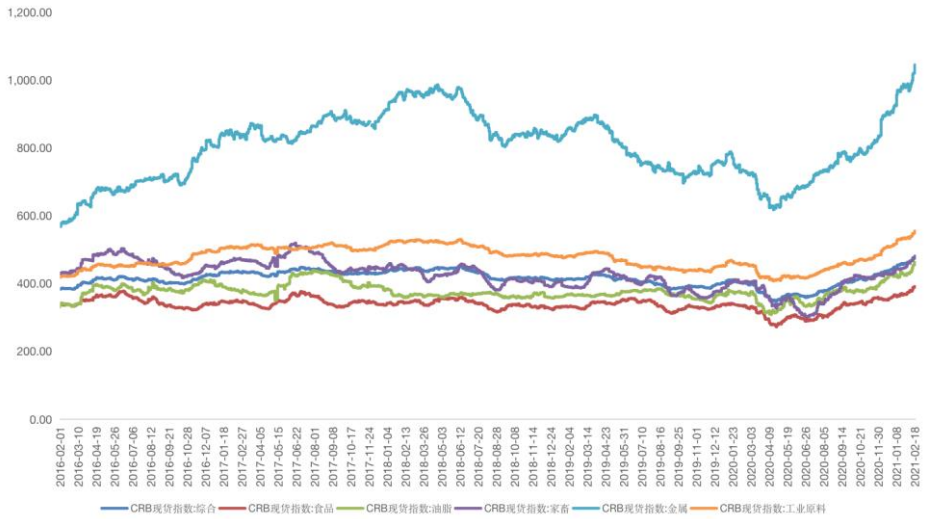


数据来源：WIND，交行金研中心

受价格因素影响，预计进口实现两位数增长。从主要进口商品价格看，2 月 CRB 现货指数升至 481.12 点，较上月小幅上涨 14 点，其中金属、工业原料、食品较上月分别上涨 35 点、14 点和 13 点；美湾大豆、美西大豆 2 月进口平均价格较去年同期涨幅均超过 50%。2 月以来，布伦特原油和 WTI 原油价格分别升至 65.24 美元/桶、61.7 美元/桶，已接近恢复到去年同期水平。铁矿石期货主力合约大幅上涨，最高触及 1180 元/吨，创下 2013 年 10 月该合约上市以来新高。2 月 15 日-21 日，中国 LNG 综合进口到岸价格指数为 104.43，同比上涨 8.62%。从进口量看，我国经济复苏势头较强，企业补库存催生更多进口需求，原油、铁矿石以及大豆、玉米等农产品进口量较大。数据显示，2 月末全国 45 个港口进口铁矿库存为 12706.9 万吨，环比增 187.5 万吨。春节期间，我国海外进口消费需求比较旺盛，海外优

质农产品、高端化妆品、奢侈品等线上线下消费大幅增加。综合考虑，预计1-2月进口额合计3520亿美元，1-2月进口同比增长17.6%。1-2月贸易差额480亿美元。

图5 CRB现货指数走势情况



数据来源：WIND，交行金研中心

二、CPI同比仍然为负值，PPI同比涨幅扩大

消费价格环比上涨，翘尾因素走低致CPI同比仍为负值。2月初以来食品价格整体上涨，春节需求带动食用农产品价格上升。牛肉和羊肉价格上涨明显，同比涨幅扩大。生猪存栏量已经上升到4亿头以上，猪肉供给增加促进价格环比下降，2月初到目前为止猪肉平均批发价为44.1元/公斤，环比下降了5.8%。春节消费旺季带动食品价格环比上升，但猪肉价格下降促进食品价格上升幅度不如往年同期。2月初以来零售燃油价格有1次上调，年初以来已经上调了4次，对非食品价格带来抬升作用，预计非食品价格有所上涨。2月翘尾因素为-2%，比1月份进一步下降0.8个百分点。综合以上因素，预计2月CPI环比上涨，受到翘尾因素进一步走低的影响，CPI同比仍然为负值，预计在-0.1%到-0.3%之间，取中值为-0.2%。

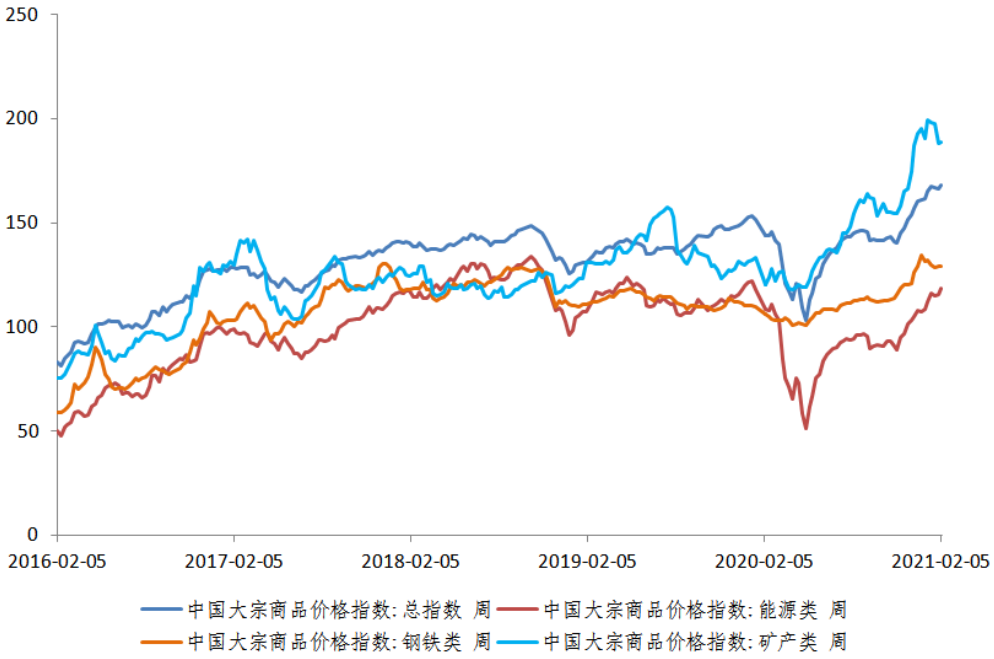
图 6 猪、牛、羊肉批发价格（单位：元）



数据来源：WIND，交行金研中心

流通领域主要生产资料价格小幅上涨，PPI 同比涨幅扩大。2 月初以来 CRB 综合指数延续上升趋势，国际原油价格环比上升。国内大宗商品总指数同样上涨，2 月以来上升到 168 点以上，有色、能源、农产品、畜产品价格指数涨势较明显。从 2 月初以来的流通领域主要生产资料价格来看，主要受到春节假期生产放缓的影响，产品价格上涨的种类有所减少，约占 50%，价格下降的比例增加到约有 40%，持平的占 10%左右，整体环比小幅上涨。经过对流通中的生产资料价格归类测算，9 大类生产资料中，化工、农业生产资料价格上涨幅度较大，其他大类涨幅相对较小。2 月 PPI 翘尾因素为 0%，比 1 月上升了 0.4 个百分点。综合判断，预计 2 月 PPI 环比小幅上涨，涨幅弱于 1 月。同比涨幅将扩大，预计在 0.9%到 1.1%之间，取中值为 1%。

图 7 中国大宗商品价格指数



数据来源：WIND，交行金研中心

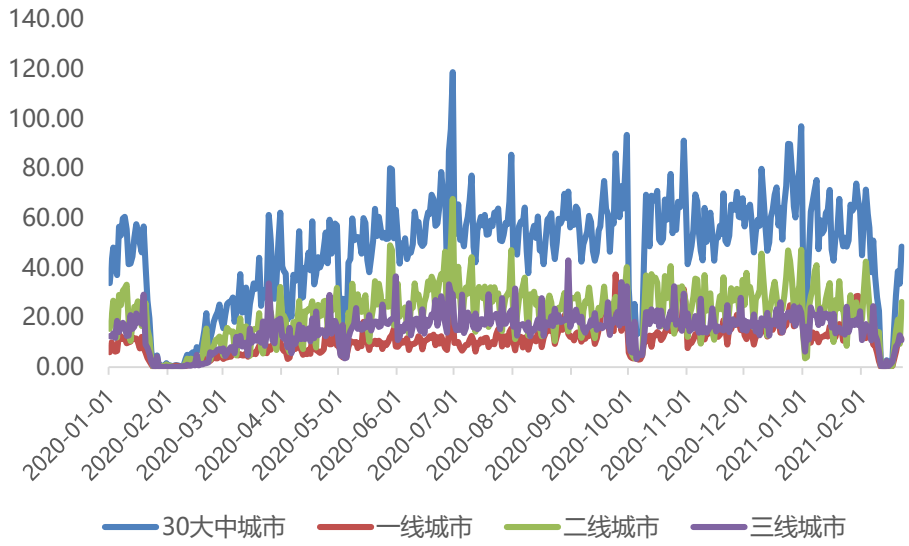
三、信贷增速保持稳定，流动性稳中略紧

“就地过年”熨平年节效应影响，信贷增速保持稳定。今年“就地过年”政策熨平了以往年节效应对于生产经营的影响，同时去年因疫情冲击基数较低，2 月周频高炉开工率、炼油开工率好于 2018-2020 年同期，工业生产等社会经济活动的活跃度处于近三年较高水平，企业信贷需求稳健。从高频 30 大中城市商品房成交面积数据来看，2 月截至 22 日共成交 647.16 万平方米，虽大幅少于上月但主要是受到 11-17 日春节期间网签停止的影响，相比“春节月”同在 2 月的 2018 年和 2019 年仍有明显增加。同时考虑个人住房贷款政策边际收紧的影响，预计 2 月居民中长期贷款增量环比回落，但较往年同期仍有增加。综合而言，2 月单月信贷增量在 1.1 万亿左右；信贷余额约 177 万亿，增速维持在 12.7%附近。

受低基数影响，社融增速或有小幅提升。债市方面，2 月截至 24 日，

国债和地方政府债发行金额分别为 2200 亿和 557 亿，新发公司债规模 831 亿，均较上月大幅缩减。股市方面，2 月截至 24 日，A 股 IPO 和增发募集资金分别为 175 亿和 436 亿，均少于上月。预计社融存量在 291 万亿左右；然而受低基数影响，社融同比增速可能小幅提升至约 13.2%。

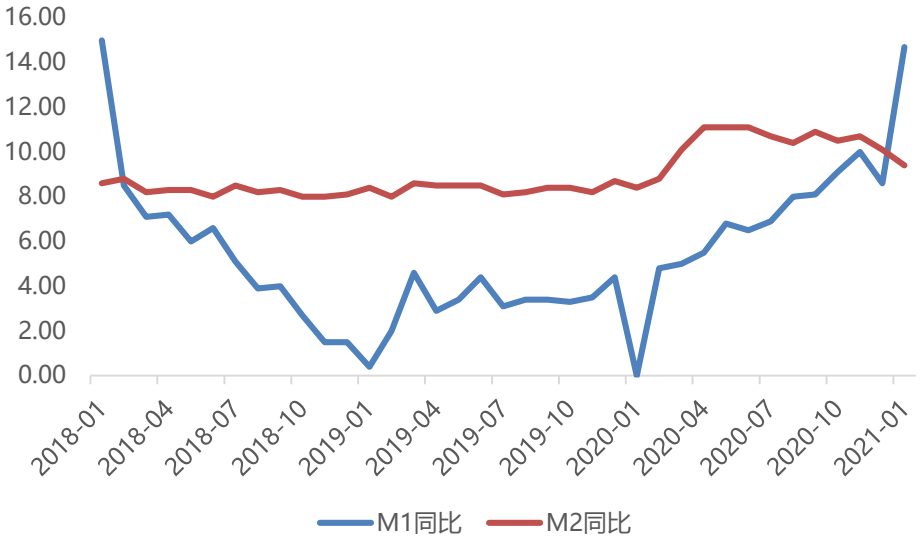
图 8 30 大中城市商品房成交面积走势（单位：万平方米）



数据来源：WIND，交行金研中心

流动性稳中略紧，M2 增速小幅回落。预计 2 月流动性在保持合理充裕的情况下可能稳中略紧，主要由于三方面因素影响：一是信贷增速继续保持在 12.7%左右的水平，有利于 M2 增速保持平稳；二是新发国债和地方债量较上月大幅缩减，股市融资量也少于上月，预计将对 M2 增速造成明显拖累；三是 1 月新增财政存款超万亿，加之 2 月地方债发行缩量，财政存款增量可能小幅减少，对 M2 增速有一定程度的支撑。综合考虑，预计 2 月 M2 增速继续回落到 9.2%左右，预计 3 月 LPR、MLF 利率保持稳定。

图 9 M1 和 M2 增速变动情况（单位：%）

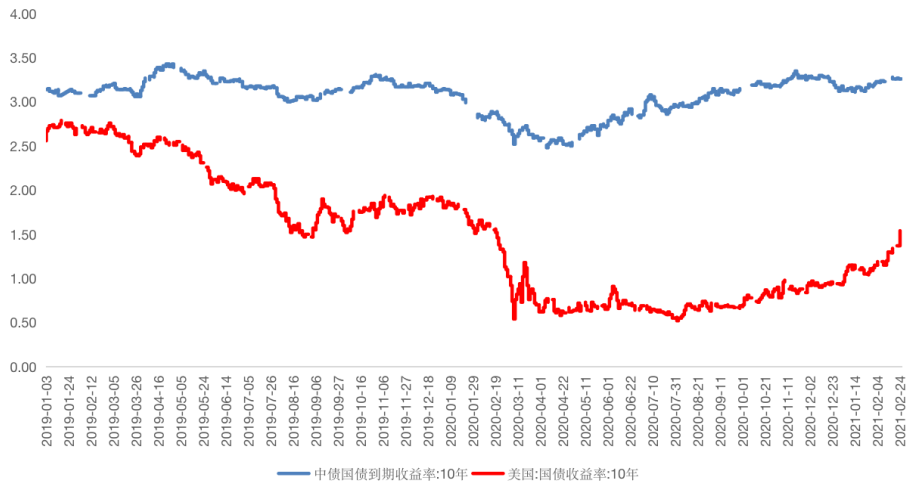


数据来源：WIND，交行金研中心

四、人民币对美元汇率升值趋稳，外汇储备规模保持基本稳定

人民币对美元汇率升值趋稳，仍以双向波动为主。2 月份以来美元指数在 90 附近上下波动，美国 10 年国债收益率加速上行至 1.6%，而中国 10 年期国债收益率较上月小幅上升至 3.2%左右，中美利差收窄态势明显。政策层面，人民币汇率机制市场化调节力度增强，2 月 19 日人民银行在香港发行人民币央行票据 250 亿元，进一步稳定人民币汇率。2 月 18 日的美联储会议纪要显示，由于经济复苏未达预期，仍维持宽松货币政策不变。由此美元指数将承压，短期快速上涨的可能性较小。综合考虑，预计 3 月人民币对美元汇率维持 6.45 左右。

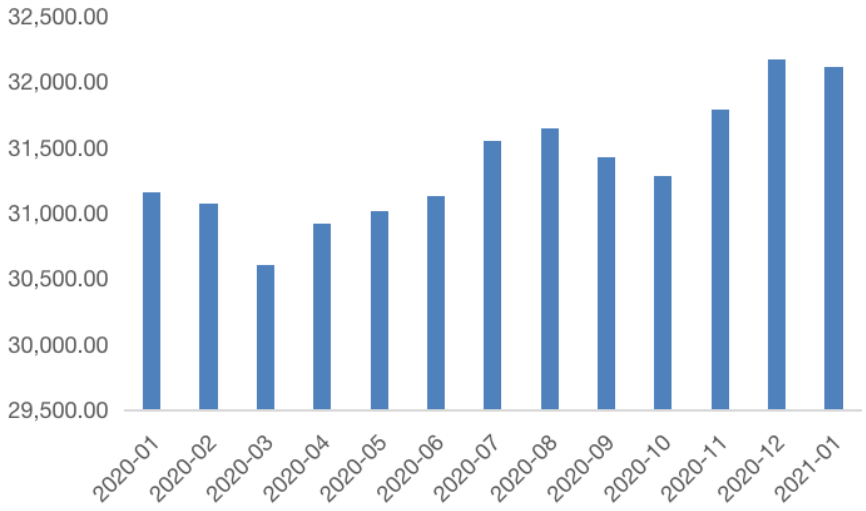
图 10 中美 10 年期国债收益率（单位：%）



数据来源：WIND，交行金研中心

预计外汇储备规模继续站稳 3.2 万亿美元。2 月以来，人民币对主要货币升值不一，其中人民币对美元、欧元、日元有小幅升值，对英镑、澳元则略有贬值，汇率折算和资产价格变化带来负向估值效应凸显。由于政策逐步开放，境内外资金双向流动性增强，境外投资者加速布局 A 股和债券市场，2 月以来陆港通北上资金净流入超 250 亿元。2 月以来美元下跌近 1.8%，或导致美元资产缩水。综合考虑，预计 2 月外汇储备较上月略减少 50 亿美元，但外汇储备规模仍将继续站稳 3.2 万亿美元，保持基本稳定格局。

图 11 中国外汇储备当月量（单位：亿美元）



数据来源：WIND，交行金研中心

声明：

本报告由交通银行金融研究中心撰写发布。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但交通银行对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告仅为报告出具日的观点和预测。该观点及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，交通银行金融研究中心可能会发布与本报告观点和预测不一致的研究报告。