

2021年03月15日

理性看待年初经济数据

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟 (分析师)

zhaoweil@kysec.cn

证书编号: S0790520060002

杨飞 (分析师)

yangfeil@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

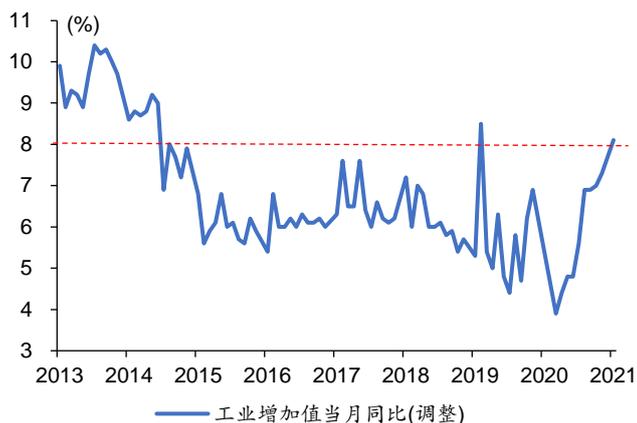
图表目录

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

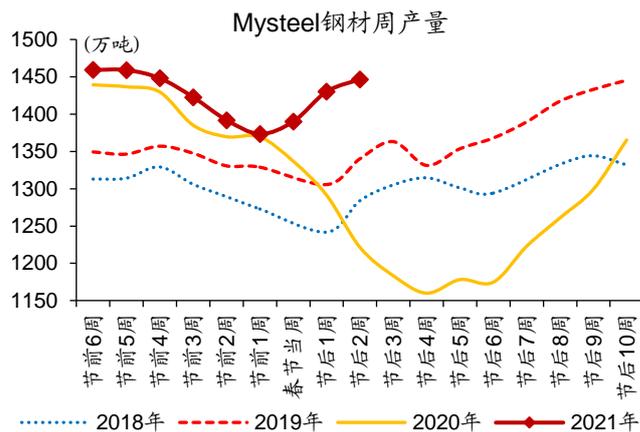
工业生产的超预期，或并不完全反映真实经济表现。1-2月，工业增加值同比35.1%、超市场预期的32.2%，两年复合增速8.1%、高于2020年12月的7.3%；但采取两年复合增速剔除基数，隐含的假设是近两年1-2月均保持8.1%的增速，这显著高于2015年以来正常水平，或高估了真实经济表现。此外，“就地”过年人员增多，有利于节后生产恢复；钢铁产量等高频指标显示，节后生产快于以往。

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

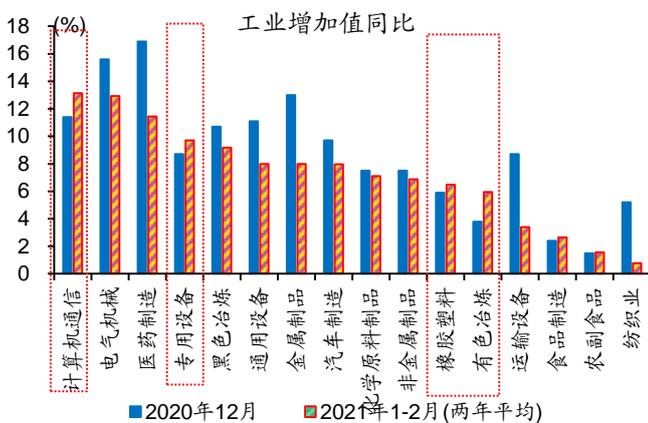
图2：节后钢铁生产明显好于以往



数据来源：Wind、开源证券研究所

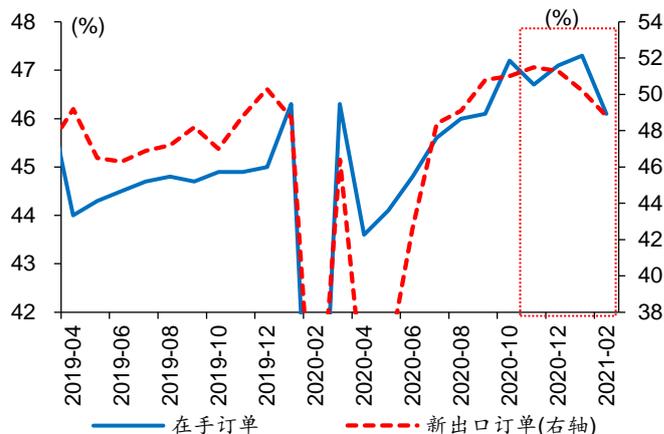
拆结构来看，服务业海外生产链的相关生产表现较好，持续性仍需跟踪。1-2月，制造业工业增加值两年平均增速8.4%，其中计算机通信电子、专用设备、有色冶炼、橡胶塑料等行业增速均高于2020年12月，或与海外生产加快修复，对中间品和原材料需求上升有关，主要产品产量变化也可以得到一定印证。但生产表现滞后于订单，PMI新出口订单已连续3个月大幅下滑、在手订单也已开始回落。

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

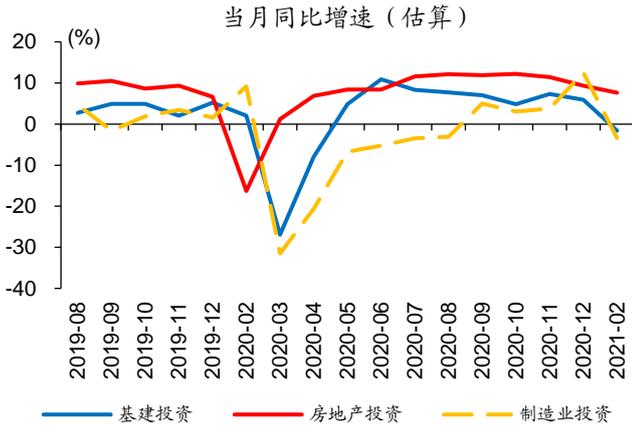


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、内需偏弱，地产韧性较强、政府投资和居民消费低迷

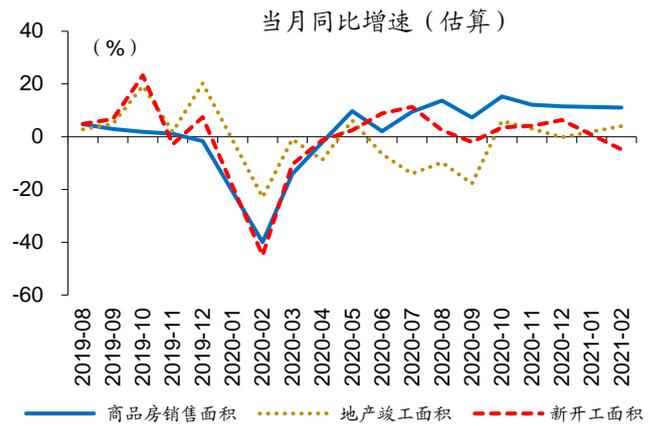
房地产、制造业和基建依次走弱，房地产竣工和制造业外贸链相对较强。1-2月，固定资产投资两年平均增速 1.7%、弱于 2020 年底和 2019 年同期，其中房地产投资韧性延续，新开工偏弱、竣工和销售较强，与地产调控加强下，加快回笼资金支持在建项目等有关；制造业投资两年平均下降 3.4%，其中有色冶炼、化学原料、专用设备、计算机通信电子等平均增速较高；基建投资低迷，两年平均下降 1.6%。

图5：房地产、制造业和基建投资依次走弱



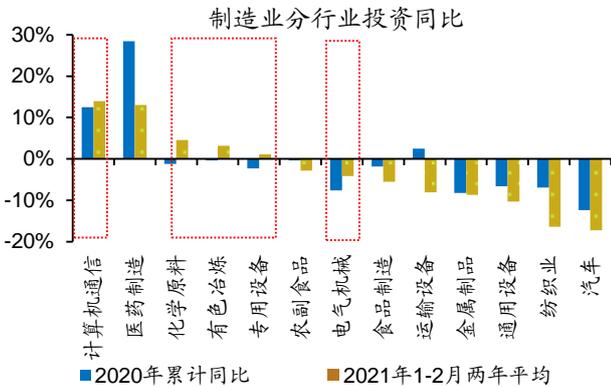
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：房地产新开工偏弱、竣工和销售较强



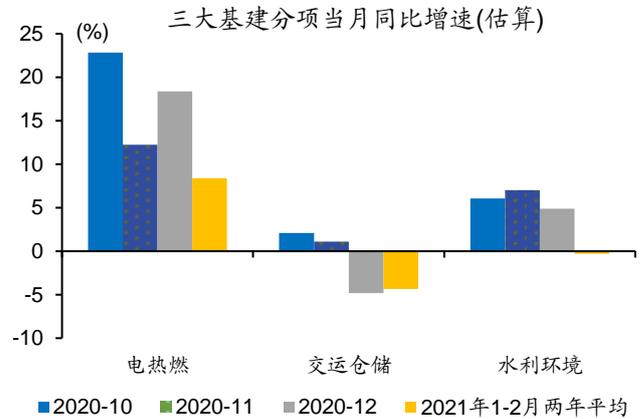
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

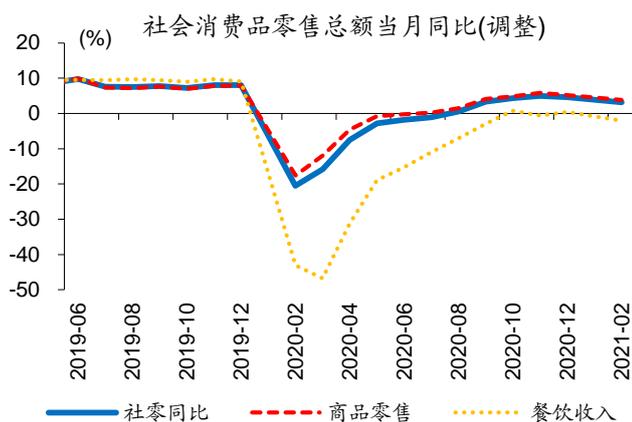
图8：基建三大行业投资均较为低迷



数据来源：Wind、开源证券研究所

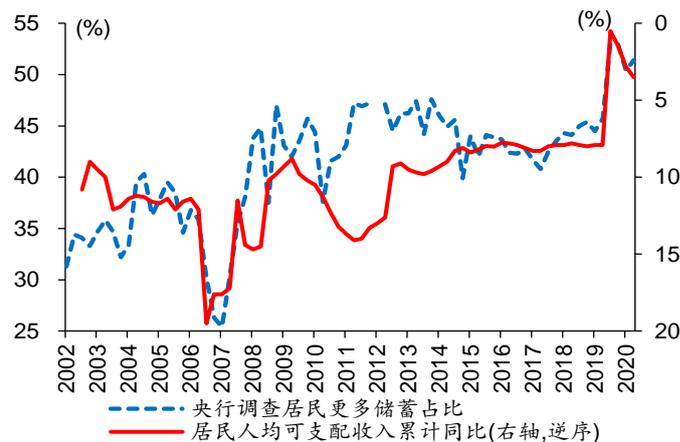
居民消费修复缓慢，疫情防控、收入压制等影响犹存。1-2月，社零同比增长 33.8%、两年平均增速 3.2%、低于 2020 年底的 4.6%，其中，商品消费增速回落、餐饮收入再度转负。结合春节期间消费来看，居民消费或部分受到“就地”过年等的干扰，同时，居民收入、疫情防控等对消费压制的持续存在。未来一段时间，伴随就业和收入继续改善，及线下活动的逐步恢复，居民消费或有望逐步改善。

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

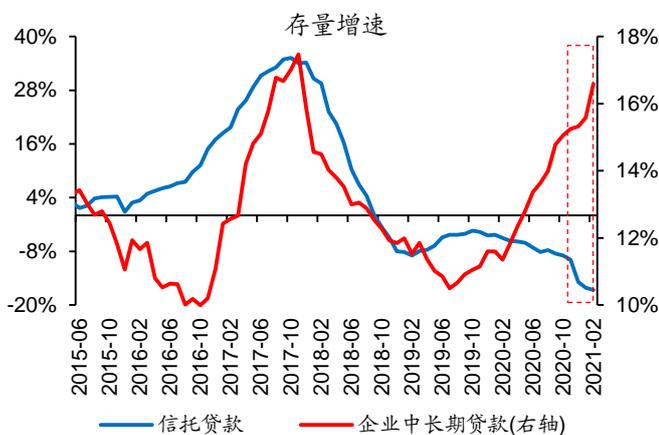


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、海内外经济“K”型分化显现，国内经济高点或已出现

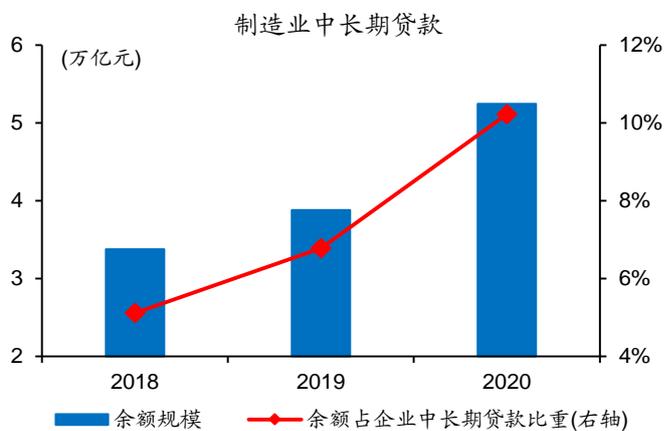
理性看待年初数据，国内经济高点或已现、结构分化会加大。基数因素等影响下，年初的经济、信贷社融数据包含较多“噪音”，指标层面的“过热”或“过冷”，均不宜过度解读(关于信贷社融超预期的解读，可参见《社融超预期的“冷”思考》)。政策“退潮”下，基建、房地产投资已依次见顶，制造业结构性亮点大于整体表现，重点关注外贸链、服务消费链上的部分行业需求改善逻辑。

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

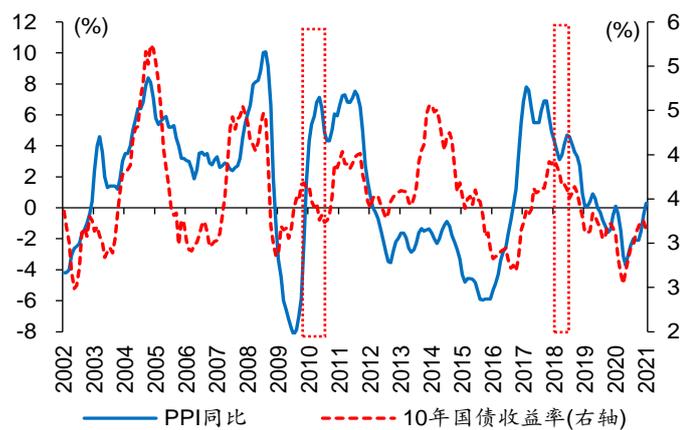
图12: 制造业贷款占企业中长期贷款比重不高



数据来源: Wind、中国人民银行、开源证券研究所

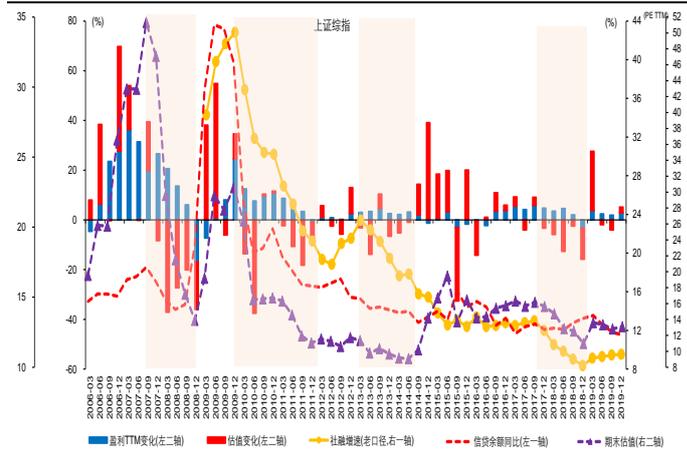
重申观点: 从“固收+”到“+固收”，利率债行情确定性较强，短期调整提供了较好买点，权益类资产估值压缩风险尚未解除。2021年，经济在加快正常化，政策态度与市场定价，也将加快正常化。伴随经济、政策等预期的逐步收敛，利率债利多因素正在加速显现，长端收益率或将重回下行通道; 对于权益类资产，风险更多不在分子端，而是经济正常化对估值的压制，尤其是部分估值偏高板块。

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。

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17483



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn