

宏观研究报告

证券分析师

钟正生

投资咨询资格编号:S1060520090001

邮箱
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

研究助理

张璐

一般证券从业资格编号:S1060120100009

邮箱 zhanglu150@pingan.com.cn

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



首席宏观点评

别样春节后的中国经济

平安观点:

- **定位就地过年对中国经济的影响渠道：**一方面，就地过年减少了人口迁徙，使得节后经济活动的重启可以显著快于往年，向“十一黄金周”后接近。另一方面，就地过年带来的整体经济活动增强的力量，有可能超过传统春节期间消费需求减弱的力量。这从根本上决定了，就地过年对中国经济的影响是正面的，且主要是通过更快复工复产的渠道。同时，就地春节可能使经济增长在一、二季度之间被平滑，一季度经济活动的低点没那么低，二季度经济活动加速的势能可能也就没有往年那么强，从而可能提前今年中国经济环比显著转弱的时点。2021年中央经济工作会议上部署宏观政策“不急转弯”，就是要给企业恢复元气的空间，给居民增加消费的空间，避免中国经济增长动能出现断档。
- **需要从全国层面把握消费状况，认识到消费数据在一二线城市与三四线城市之间，以及城市与农村地区之间的结构分化。**商务部数据显示，除夕至正月初六，全国重点零售和餐饮企业实现销售额比2019年春节黄金周增长4.9%，这个数字与2020年国庆黄金周的重点企业日均销售额同比是相同的，而显著低于2019年春节和国庆黄金周的8.5%。也就是说目前全国居民消费相比于去年四季度初或许并无太大改善。事实上，居民消费改善也的确缺乏根基：去年全国居民人均可支配收入同比仅回升达到4.7%，相比于2019年的8.9%还有明显差距；央行城镇储户调查问卷显示，储户表示未来将更多储蓄的占比到2020年四季度仍高达51.4%，大幅高于2019年四季度的45.7%。
- **就地春节对一季度中国物价水平有一定压制作用。然而，2月以来中国面临的输入性通胀压力骤增。中国与美国将在通胀节奏上呈现出一致性，但两国货币政策的应对却可能呈现出差异。**考虑到：1) 中国央行已经率先启动货币政策正常化，这在信贷社融增速触顶回落上体现得尤为明显；2) 美联储在平均通胀目标制下，有可能不会在二季度美国通胀冲高时收紧货币政策；3) 中国经济增长动能或将在今年下半年明显放缓，而PPI在二季度冲高后能够回到可接受区间。我们认为，二季度中国央行可能阶段性更侧重于“转弯”，但会因应中国经济动能的消涨、通胀演化的起伏而精准施策、“不急转弯”。因此，对中国货币政策方向和节奏不宜线性外推、过犹不及。

政府“就地过年”的倡议，使得今年中国春节不同以往：电影票房创历史新高、快递业务量暴增、部分新兴消费表现靓丽，营造出经济高景气的感受；春节过后全球“再通胀交易”如火如荼展开，在此背景下近期美国长债利率的急速攀升，更是造成全球金融市场的剧烈震荡。别样春节对中国经济影响几何，恐怕不能仅从个别领域的消费数据上准确把握。我们试从宏观层面厘清其影响机制，并对中国经济的走向和全球通胀的演化做进一步展望。

一、就地春节如何平滑经济增长？

一季度历来都是中国全年 GDP 的低点。按照国家统计局发布的季度行业现价 GDP，大部分行业（包括批发零售、住宿餐饮、交通运输这些直观上似乎受益于春节假期的行业），一季度 GDP 均为全年低点。只有两个例外：一是金融业，每年二季和四季度是低点；二是信息传输、软件和信息技术服务业，每年三季度是低点。将金融业和 IT 行业加总，其在全年四个季度 GDP 中的占比逐季下滑，2019 年一季度为 12.9%、四季度为 9.9%。

这说明三个问题：1) 一季度由于包含春节、元旦假期，工作日较少，而且春节包含大规模人口迁徙，节后经济活动的启动也要比十一黄金周要慢。因此，一季度的 GDP 总量是四个季度里最低的。2) 尽管 2012 年以来第二产业在中国经济中的占比从 2011 年 46.6% 持续下降到 2020 年 37.8%，但其仍然是中国经济的核心驱动力之一。围绕春节工业、建筑业停工停产，其它各领域经济活动普遍放缓，春节所衍生的消费、出行需求并不足以形成抵消。3) 春节因素对金融业和 IT 行业的产出有正面驱动，而这次“就地过年+疫情防控”有可能进一步巩固这两个行业的增长（2020 年疫情冲击下，金融和 IT 行业不变价 GDP 分别增长 7% 和 16.9%，而整体中国 GDP 仅增 2.3%）。

明确了这三点之后，就比较容易定位就地过年对中国经济的影响渠道：一方面，就地过年减少了人口迁徙，使得节后经济活动的重启可以显著快于往年，向“十一黄金周”后接近。另一方面，就地过年带来的整体经济活动增强的力量，有可能超过传统上春节期间消费需求减弱的力量。这从根本上决定了，就地过年对中国经济的影响是正面的，且主要是通过更快复工复产的渠道。同时，就地春节可能使经济增长在一、二季度之间被平滑，一季度经济活动的低点没那么低，二季度经济活动加速的势能可能也就没有往年那么强，从而可能提前今年中国经济环比显著转弱的时点。

二、客观理解就地消费：莫为结构遮望眼

今年春节期间的中国消费数据呈现出以下特点：

一是，品质型、升级型和线上消费高增。天猫数据显示，雷允上、同仁堂、片仔癀等健康年礼，相比 2020 农历同期涨幅均在 100% 以上。国家电影局数据显示，除夕至正月初六，全国电影票房达 78.22 亿元，较 2019 年同期增长 32.47%，同时创造了全球单一市场单日票房、全球单一市场周末票房等多项世界纪录。中国银联数据显示，春节 7 天银联网络交易金额较去年同期增长 4.8%，创历史新高。菜鸟数据显示，2 月 4 日至 2 月 15 日，春节发货量是 2019 年农历同期的 4 倍。

二是，交通运输客冷货热，快递激增。国务院联防联控机制春运工作专班数据显示，春节假期七天，全国铁路、公路、水路、民航共发送旅客 9841.6 万人次，比 2019 年同期下降 76.8%，比 2020 年同期下降 34.8%。不过，“就地过年”带来了一线城市市内出行高涨，百度迁徙指数反映的一线城市市内出行强度远超往年同期，“本地游”、“周边游”迎来小阳春。与冷淡的客运形成鲜明对比的是，大幅增长的货运和物流。春节假期七天，国家铁路发送货物同比增长 23.7%，日均装车 16.89 万车，创历年同期最高纪录；全国邮政快递业累计揽收和投递快递包裹 6.6 亿件，同比增长 260%。

三是，一线城市地产销售火热，地域分化加剧。诸葛找房数据显示，2021年春节假期监测重点10城新房成交1416套，比2020年春节上涨224.8%。中原地产表示，相比正常年份，2021年春节返乡置业成交量锐减三成以上。贝壳研究院根据春节期间调查发布的《2021返乡置业报告》显示，新一线城市平均成交热度约为38.2，二线城市约为7.2，三线城市约为3，四线城市约为1.15，地域分化显著。这加强了去年四季度以来一线城市房地产销售高景气的趋势，去年10月开始，70大中城市新建商品住宅价格指数环比中，一线城市连续四个月显著高于二线和三线城市。**需要注意，返乡置业减少的影响不仅限于房地产领域，还会引致三四线城市汽车、家电等大宗消费疲软。**此外，就地过年使得一二线城市租赁住房热度升高。根据贝壳研究院数据，春节假期七天，全国重点18城租赁市场成交量创近六年新高，租金水平也较假期前上升。

需要从全国层面把握消费状况，认识到消费数据在一二线城市与三四线城市之间，以及城市与农村地区之间的结构分化。商务部数据显示，除夕至正月初六，全国重点零售和餐饮企业实现销售额比2019年春节黄金周增长4.9%，这个数字与2020年国庆黄金周的重点企业日均销售额同比是相同的，而显著低于2019年春节和国庆黄金周的8.5%。也就是说目前全国居民消费相比于去年四季度初或许并无太大改善。事实上，居民消费改善也的确缺乏根基：去年全国居民人均可支配收入同比仅回升达到4.7%，相比于2019年的8.9%还有明显差距；央行城镇储户调查问卷显示，储户表示未来将更多储蓄的占比到2020年四季度仍高达51.4%，大幅高于2019年四季度的45.7%。

三、就地春节后的输入性通胀压力

就地春节对一季度中国物价水平有一定压制作用。这体现在两个层面：其一，更快的复工复产意味着今年一季度生产端维持强势，供给偏强减轻物价、尤其是PPI的上行压力；其二，春节后食品消费需求快速减弱。春节过后，农业部监测的农产品批发价格指数呈现俯冲式下滑，2月18日（初七）到26日，跌幅就达6.7%，其中，猪肉、蔬菜和鸡蛋价格领跌，食品价格对CPI形成更强拖累。

然而，2月以来中国面临的输入性通胀压力骤增。2月以来，海外围绕新冠疫情好转、大规模财政刺激和持续宽松的货币政策，上演了如火如荼的“再通胀”交易。首先，欧美新冠疫苗接种如期提速，截至2月25日美国百人疫苗针数已达20.63%，欧盟达到6.7%；全球单日新增确诊病例（7日移动平均）36.8万人，比1月时的高点下降50%。可见，全球新冠疫情出现了显著好转。其次，拜登政府新一轮1.9万亿财政刺激已经美国众议院投票通过。如此，美国为对抗新冠疫情推出的财政刺激将达到5.4万亿美元，占其2019年GDP的25.2%，并远超OECD测算的2020年6%的产出缺口。最后，美联储继续强调将在较长时间内维持宽松的货币政策。2月25日美联储主席鲍威尔出席众议院金融服务委员会听证会，再次强调美联储的债券购买计划将维持当前速度，直到实际数据显示美国经济接近通胀、就业目标数据，而这个过程可能需要三年或更久。

在“疫情好转+大规模财政刺激+货币政策持续宽松”的组合下，10年期美债收益率从2月11日1.16%快速上行至27日的1.54%。到此阶段长期美债利率上行已主要体现为美国实际收益率的抬升，而非通胀预期的进一步发酵。也就是说，市场对美国经济信心增强的同时，对美联储减少QE购买的预期也在强化。美元指数在美债利率快速上行的带动下也呈现反弹。受需求向好与供给不足驱动，2月截至26日，ICE布油大涨17.4%达到64.63美元/桶，LME铜价大涨14.56%接近2011年高位，铁矿石、铝等国际金属价格亦进一步上涨。2月以来CRB商品价格指数涨幅达9.3%，已创2019年以来新高。

在国际大宗商品价格暴涨的带动下，中国能源和金属价格也开启新一轮上涨，2月以来南华工业品指数上涨13%，创2004年有数据以来新高。**这无疑会显著抬高中国PPI攀升的速度和幅度。**特别是，中国PPI同比与原油价格同比之间有非常密切的相关性，基于PPI的低基数、近期油价的急涨，并考虑金属价格的持续快速上涨，我们预测PPI同比将延续去年11月以来的节奏继续快速攀升，到

4月或将达到5%以上高点。而后如果布油价格能够回到55美元/桶附近(在OPEC减产松动和美国页岩油增产的带动下),PPI有望在2%上下波动。

而中国猪肉价格能够有效拉低CPI的涨幅。根据农业农村部介绍,截至去年底生猪存栏已经恢复到正常年份的92%以上,预计到今年6月份前后,生猪存栏可以恢复到2017年正常年景的水平。截至2月26日,22省市平均生猪价格已跌至27.86元/公斤。如果2021年中生猪供给基本恢复正常,猪肉价格回到非洲猪瘟前的15-20元/公斤,那么2021年6月猪肉CPI同比或将进一步跌至-45%。按照今年新调整的2.3%的猪肉分项权重,也将拖累CPI同比超过1个百分点。此外,考虑到消费复苏相对较缓(2021年1月核心CPI同比创下-0.3%的历史新低),而国内供给端恢复较快,预计CPI能够比较有效地抵抗输入性通胀压力。但在基数作用下,同样会在3月-5月呈显著回升,从1月的-0.3%达到2%左右,之后基本稳定下来。

我们预测,美国PCE同比将在4月-5月阶段性超过2%,之后有望稳定在略低于2%的水平。可见,中国与美国将在通胀节奏上呈现出一致性,但两国货币政策的应对却可能呈现出差异。考虑到:1)中国央行已经率先启动货币政策正常化,这在信贷社融增速触顶回落上体现得尤为明显;2)美联储在平均通胀目标制下,有可能不会在二季度美国通胀冲高时收紧货币政策;3)中国经济增长动能或将在今年下半年明显放缓,而PPI在二季度冲高后能够回到可接受区间。我们认为,二季度中国央行可能阶段性更侧重于“转弯”,但会因应中国经济动能的消涨、通胀演化的起伏而精准施策、“不急转弯”。因此,对中国货币政策方向和节奏不宜线性外推、过犹不及。

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_17895

