

宏观

证券研究报告

2021年02月07日

2月：经济复苏的第一个高点已经出现

经济位于赶顶阶段，复苏的第一个高点已经出现。其中生产端受到疫情封锁、就地过年和冬季低温等短期因素的影响，回落幅度略高于历史同期；需求端的拐点比较明显，内需复苏的第一个高点已经出现，外需随海外复工加速可能提前出现峰值。本轮经济复苏可能会出现两个高点（双头），分别是今年4季度和明年2季度，随后面临下行压力。

经济赶顶的同时，信用扩张速度进一步放缓。预计1月新增社融4.35万亿，存量增速回落0.5%至12.8%，退回至去年6-7月的水平。根据中央经济工作会议“保持宏观杠杆率基本稳定”的要求，2021年年底社融增速可能回落至11%左右，因此当前信用扩张减速仍然处于初始阶段，短周期维度的货币政策也还在收敛中途，流动性环境的预期保持中性。

我们回顾了开年以来的宏观高频数据，包括春运、工业生产、钢材产销、汽车消费、进出口运价、房地产销售等，各项数据表现与PMI的指向相符。

风险提示：海外疫情控制速度和疫苗接种进度明显强于/弱于预期；信用收缩速度快于预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：行业景气度的几个变化值得关注——12月行业景气度更新》 2021-02-05
- 2 《宏观报告：宏观-如何评估春节前后的流动性环境？》 2021-02-02
- 3 《宏观报告：风险定价 | 高估值躁动转向价值平衡-2月第1周资产配置报告》 2021-02-01

内容目录

1. 1月金融数据预测：信贷平稳财政后置，社融增速回落至13%以下.....	3
2. 1月通胀预测：PPI同比转正，CPI触底反弹.....	3
3. 开年宏观高频数据回顾：各项数据与PMI的指向相符.....	3
(1) 春运数据：旅客人次大幅下滑，就地过年效应明显.....	3
(2) 工业生产：多数行业生产活动环比表现偏弱.....	4
(3) 钢材产销：螺纹钢稍偏弱，热轧卷板稍偏强.....	5
(4) 汽车消费：整体表现中规中矩，可能较去年下半年稍偏弱.....	6
(5) 进出口运价：出口景气度仍在高位但关注边际变化，进口景气度改善.....	6
(6) 房地产销售：三类效应叠加导致阳历同比大增，农历同比复合增速相对平稳.....	7

图表目录

图 1：1月以来螺纹钢表观消费量稍偏弱.....	5
图 2：1月以来热轧卷板表观消费量稍偏强.....	5
图 3：CCFI持续攀升但SCFI上行边际放缓.....	6
图 4：CDFI 12月中旬以来持续回升.....	7
表 1：春运开始至今旅客发送人次比近年农历同期大幅下滑.....	4
表 2：焦炉生产率环比表现较近年偏弱，同比稍强.....	4
表 3：表：半钢胎开工率环比表现与近年相似，同比偏弱.....	4
表 4：表：PTA开工率环比表现较近年偏弱，同比偏强.....	4
表 5：今年和近年春节前1个月的单周乘用车日均零售销量对比.....	6

1月官方制造业 PMI 显示制造业活动环比减弱，其中生产指数环比回落 0.7，春节错位推升同比数据的效应仍在，但略弱于季节性。需求端，新订单指数环比回落 1.3，既明显弱于季节性也弱于去年同期；新出口订单指数环比回落 1.1，连续第 2 个月回落且降幅进一步扩大。非制造业 PMI 环比回落 3.7，降幅也是近年来的第二高。

整体来看，经济位于赶顶阶段，复苏的第一个高点已经出现。其中生产端受到疫情封锁、就地过年和冬季低温等短期因素的影响，回落幅度略高于历史同期；需求端的拐点比较明显，内需复苏的第一个高点已经出现，外需随海外复工加速可能提前出现峰值。我们曾在报告《如何看待宏观复苏与春季躁动？》中判断，“本轮经济复苏可能会出现两个高点（双头），或者说两个环比拐点，分别是今年 4 季度和明年 2 季度，随后面临下行压力”。

经济赶顶的同时，信用扩张速度进一步放缓。1月银行信贷投放增量平稳增速回落，政府债券融资后置，信用债融资回暖，社融增速可能退回至去年 6-7 月的水平。根据中央经济工作会议“保持宏观杠杆率基本稳定”的要求，2021 年年底社融增速可能回落至 11% 左右，因此当前信用扩张减速仍然处于初始阶段，短周期维度的货币政策也还在收敛中途，流动性环境的预期保持中性。

1.1 月金融数据预测：信贷平稳财政后置，社融增速回落至 13% 以下

表内方面，预计 1 月新增信贷（社融口径）3.5-3.6 万亿，存量增速继续回落。结构上看，就地过年可能抑制部分居民节前消费需求，20 年 12 月-21 年 1 月商品房销售增长较多，预计居民新增短期贷款 2000 亿，新增中长期贷款 7500 亿，合计约 9500 亿。企业融资需求随经济复苏保持旺盛，但供给端银行信贷投放的节奏可能比较平稳，融资供给约束占主导地位，预计企业新增短期类贷款（短贷+票据）8000 亿，新增中长期贷款 18000 亿，合计约 26000 亿。

表外方面，1 月集合信托发行规模偏低，到期规模明显回落，预计信托贷款新增-600 亿，预计委托贷款新增-200 亿，未贴现票据新增 1000 亿，三者合计净融资 200 亿；国企信用风波明显缓和，非金融企业债券净融资规模恢复至 3800 亿；由于今年暂未提前下达专项债额度，政府债券净融资仅 2500 亿；非金融企业境内股票净融资约 900 亿。**总的来看，预计 1 月新增社融 4.35 万亿，存量增速回落 0.5% 至 12.8%（前值 13.3%），信用扩张见顶后继续回落。**

2.1 月通胀预测：PPI 同比转正，CPI 触底反弹

1 月工业品价格多数下跌。钢材、煤炭、工业有色金属、水泥价格环比均下跌，主要与国内疫情散发、冬季气温偏低和春节临近等因素导致需求走弱有关。石油和化工产品价格上涨，主要与海外经济复苏改善需求有关。在国内外复苏节奏错位的情况下，内生性通胀压力在政策常态化回归后可能有限，主要关注输入性通胀压力的变化。**预计 1 月 PPI 同比转正至 0.3%（前值-0.4%），Q2 将进入上升斜率最大的阶段，在 5-6 月达到高点 4.5% 左右。**

1 月主要食品价格多数上涨。入冬后食品供给减少，叠加春节前夕居民采购需求集中释放，价格本身就会季节性上涨；拉尼娜引发寒冬、国内疫情多点散发进一步影响食品生产和运输，导致价格涨幅超出季节性。具体来看，猪肉月度均价有所上涨，但 1 月下旬以来见顶回落；鸡蛋价格环比大幅上涨 14.9%，鲜菜价格环比大幅上涨 17.4%，鲜果、牛羊肉等价格也有小幅上涨，预计 1 月食品 CPI 同比回升至 3%（前值 1.2%）。春节错位和国内疫情可能导致服务业 CPI 同比偏低，**预计 1 月 CPI 同比 0.4%，今年将趋势性回升，但中枢较去年回落。**

3. 开年宏观高频数据回顾：各项数据与 PMI 的指向相符

（1）春运数据：旅客人次大幅下滑，就地过年效应明显

根据交通运输部的数据，春运开始（腊月十六）至今，全国铁路、公路、水路、民航共发送旅客 1.6 亿人次，比 2019 年和 2020 年同期大幅下滑 75.6% 和 76.2%，但稍好于去年疫情

爆发后的情况。春运旅客人次减少可能与三方面因素有关：部分居民就地过年不返乡；部分返乡居民改用私人交通；部分居民取消春节出游活动。

表 1：春运开始至今旅客发送人次比近年农历同期大幅下滑

农历	2019 阳历	万人次	2020 阳历	万人次	2021 阳历	万人次
腊月十六	1 月 21 日	6758	1 月 10 日	6961	1 月 28 日	1810
腊月十七	1 月 22 日	6790	1 月 11 日	7130	1 月 29 日	1758
腊月十八	1 月 23 日	6916	1 月 12 日	7137	1 月 30 日	1728
腊月十九	1 月 24 日	7052	1 月 13 日	7270	1 月 31 日	1733
腊月二十	1 月 25 日	7406	1 月 14 日	7502	2 月 1 日	1801
腊月二十一	1 月 26 日	7675	1 月 15 日	7744	2 月 2 日	1789
腊月二十二	1 月 27 日	7887	1 月 16 日	7887	2 月 3 日	1792
腊月二十三	1 月 28 日	7805	1 月 17 日	7969	2 月 4 日	1788
腊月二十四	1 月 29 日	7734	1 月 18 日	7981	2 月 5 日	1891
合计		66023		67582		16090

资料来源：交通运输部，天风证券研究所

(2) 工业生产：多数行业生产活动环比表现偏弱

考察几个对工业增加值影响较大的主要工业行业，对比今年和近年春节前几周的生产率/开工率，多数行业的环比表现偏弱、同比表现稍强，与 PMI 生产指数的方向一致。如前所述，这种环比偏弱可能既与疫情、气候等短期因素有关，也与政策调整、外需变化等中长期因素有关，需要持续观察。

表 2：焦炉生产率环比表现较近年偏弱，同比稍强

焦炉生产率%	前 6 周	前 5 周	前 4 周	前 3 周	前 2 周	前 1 周
2017	72.0	74.0	74.6	78.0	75.9	76.7
2018	76.4	77.6	79.2	79.3	80.1	79.9
2019	76.4	77.9	78.3	78.7	79.4	81.8
均值	74.9	76.5	77.4	78.6	78.5	79.5
2021	78.2	77.6	77.5	78.1	78.1	78.1

资料来源：WIND，天风证券研究所

表 3：半钢胎开工率环比表现与近年相似，同比偏弱

半钢胎开工率%	前 6 周	前 5 周	前 4 周	前 3 周	前 2 周	前 1 周
2015	61.8	67.0	63.0	60.1	62.4	54.6
2016	64.4	63.8	56.5	63.7	57.5	51.6
2017	73.5	73.2	73.4	71.1	72.1	65.8
2018	66.0	70.9	70.9	71.0	70.7	61.8
2019	66.4	66.2	66.7	59.9	57.5	
均值	66.4	68.2	66.1	65.2	64.0	58.5
2021	54.9	65.9	67.0	66.0	64.2	56.0

资料来源：WIND，天风证券研究所

表 4：PTA 开工率环比表现较近年偏弱，同比偏强

PTA 开工率%	前 6 周	前 5 周	前 4 周	前 3 周	前 2 周	前 1 周
2015	70.0	69.2	66.5	74.4	75.1	73.4
2016	67.7	65.6	72.0	70.3	65.3	64.5
2017	69.8	69.8	75.7	79.2	80.4	80.4
2018	81.7	79.9	81.6	82.1	84.7	84.2
2019	85.5	84.4	84.0	82.3	80.6	82.6

均值	74.9	73.8	75.9	77.7	77.2	77.0
2021	84.3	84.4	82.0	83.7	85.2	84.8

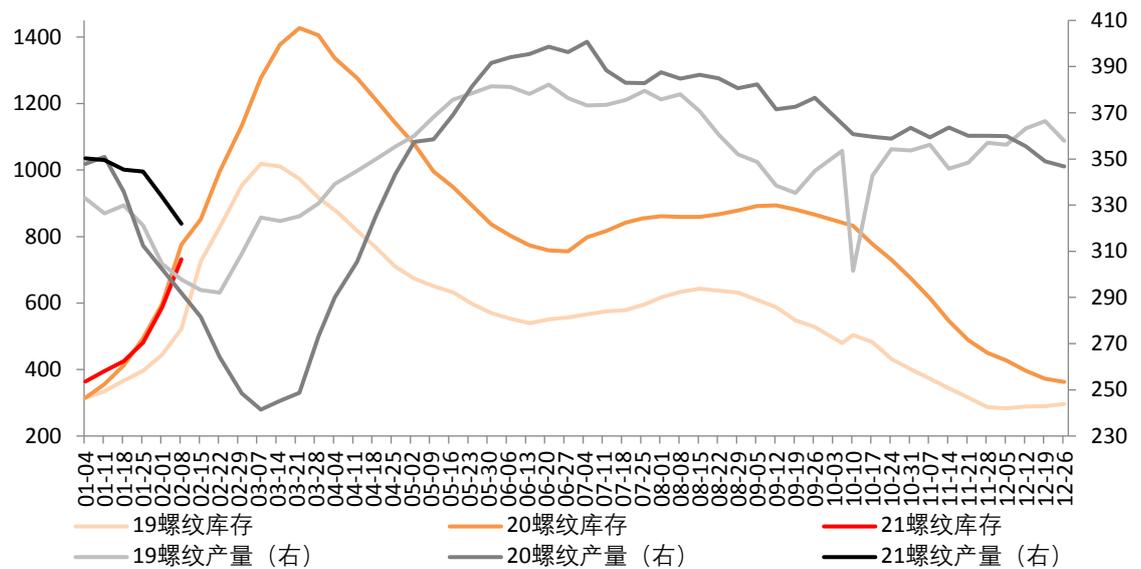
资料来源：WIND，天风证券研究所

(3) 钢材产销：螺纹钢稍偏弱，热轧卷板稍偏强

1月以来螺纹钢产量持续回落，库存季节性回补，表观消费量环比明显回落，建筑业处于施工淡季。以农历同期相比，1月以来螺纹钢表观消费量低于20年、基本持平于19年，需求稍偏弱。

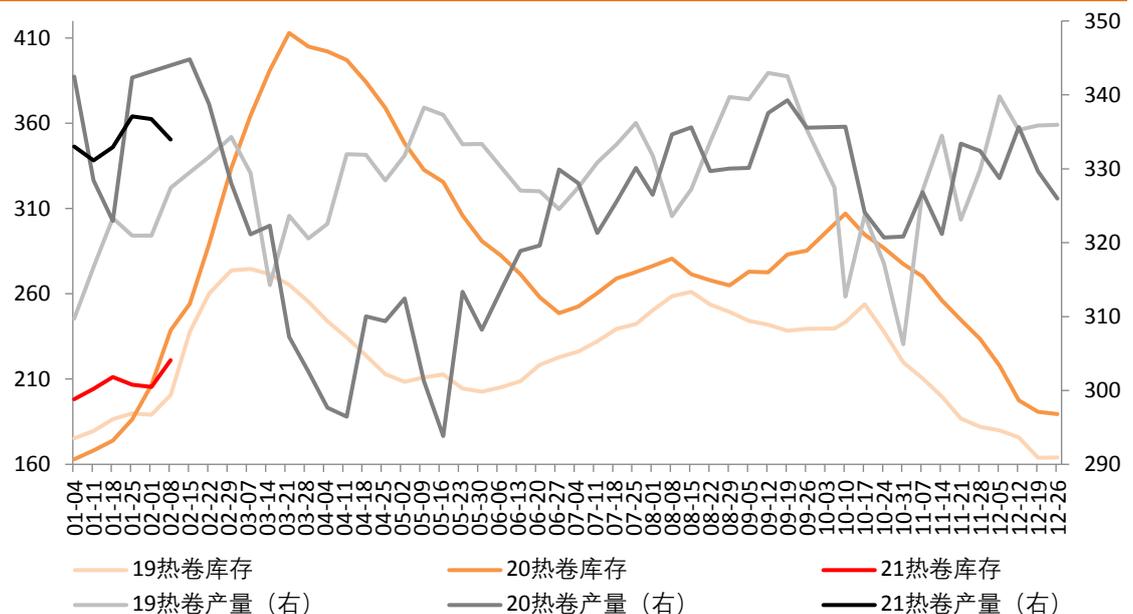
热轧卷板产量基本持平，库存回补速度与19年类似、弱于20年，表观消费量环比小幅回落。以农历同期相比，1月以来热轧卷板表观消费量高于19和20年，需求稍偏强。

图1：1月以来螺纹钢表观消费量稍偏弱



资料来源：WIND，天风证券研究所

图2：1月以来热轧卷板表观消费量稍偏强



资料来源：WIND，天风证券研究所

(4) 汽车消费：整体表现中规中矩，可能较去年下半年稍偏弱

1月乘联会乘用车零售销量同比增长25%，其中受春节错位和疫情影响，第4周当周同比增速高达169%。为剔除影响，将近年春节前1个月的单周乘用车日均零售销量与今年进行对比，可见今年的销售情况强于景气度较差的2016年、弱于景气度较高的2017和2018年、稍强于景气度逐渐探底的2019年，整体表现中规中矩；相比于去年下半年整体8%左右的同比增速，可能稍偏弱。

表 5：今年和近年春节前 1 个月的单周乘用车日均零售销量对比

单位：辆	2016	2017	2018	2019	2021
前 4 周	7229	10861	9087	5087	4716
前 3 周	8771	10978	9821	9234	8279
前 2 周	10056	8984	16297	9647	8963
前 1 周	8462	9807	7004	12409	15033
以上日均	8630	10158	10552	9094	9248

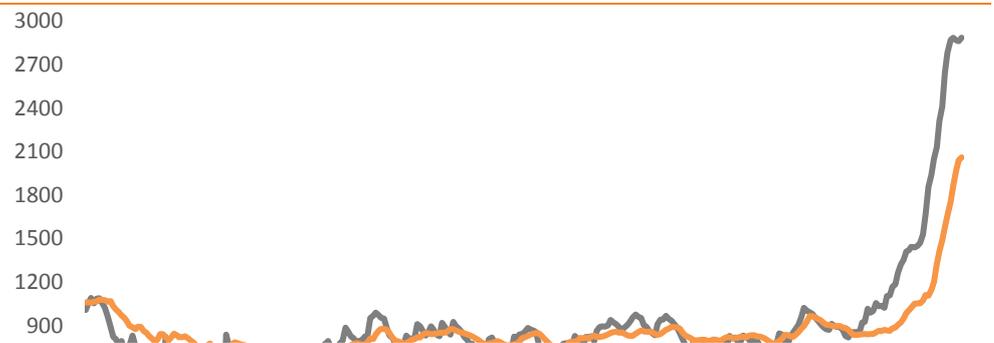
资料来源：WIND，天风证券研究所

(5) 进出口运价：出口景气度仍在高位但关注边际变化，进口景气度改善

1月至今，中国出口集装箱运价指数 CCFI 继续上涨 24.2%，出口货运景气度持续高位。但近期的高运价也不只是需求旺盛的结果，海外疫情加剧导致港口防疫要求提高、工人数量减少，港口吞吐能力明显下降、大量集装箱在港口拥堵，进而造成运力短缺、运价飙升。值得注意的是，对 CCFI 有一定领先关系的上海出口集装箱运价指数 SCFI 近来上升斜率放缓，1月以来仅上涨 3.6%。结合 PMI 新出口订单指数的表现，关注出口景气度的边际变化。

12月中旬以来进口干散货船运价指数持续上升，进口货运景气度可能有所改善。相应的，1月的 PMI 进口指数环比回落幅度也略小于去年同期。

图 3：CCFI 持续攀升但 SCFI 上行边际放缓



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_18167

