

宏观

证券研究报告

2021 年 03 月 06 日

经济复苏的双头顶

去年 4 季度中国经济经历了超季节性增长后，开年以来经济活动出现超季节性回落的迹象，主要体现在两个方面：一是生产端节前表现偏弱、节后复工偏快，但仍然弱于去年 4 季度；二是需求端开年以来较去年 4 季度整体偏弱。初步估计，1 季度实际 GDP 环比增速-17.5%~-17.0%，季调后环比增速 0.6%-1.2%（18/19Q1 季调环比 2.0%），对应 1 季度实际 GDP 同比增速 18.6%~19.3%

随着经济活动环比走弱，经济复苏的第一个高点已经在去年 4 季度出现，但这是短期因素和中长期因素共同作用的结果，暂难确认下行趋势已经开始。往后看，经济复苏可能在 2 季度迎来第二个高点，但幅度上弱于第一个高点（季调环比 1.3%-1.5%），类似 2018 年 1 季度的状态。

与此同时，2 季度将是今年国内通胀上升幅度最大的阶段，PPI 同比高点可能在 5 月前后达到 5%左右，CPI 同比也将升至接近 3%。因此，2 季度既是本轮复苏周期的第二个高点，也是实际和名义增速共同赶顶的阶段。

风险提示：大宗商品价格超预期上行；国内政策收缩力度超预期

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：宏观-政策以退为进——政府工作报告解读》 2021-03-05
- 2 《宏观报告：油价是涨是跌？》 2021-03-03
- 3 《宏观报告：风险定价 | 总需求超季节性回落，但关注点仍然在分母-3 月第 1 周资产配置报告》 2021-03-03

内容目录

一、从高频数据看开年以来经济活动环比趋弱的特征.....	3
1. 回落明显——PMI 生产指数、PMI 新订单指数、黄金周消费	3
2. 小幅回落——工业行业开工率、全社会用电量、钢材消费量、出口运价	3
3. 基本持平——乘用车销量、商品房销量	5
二、1 季度环比走弱是短期和中长期因素的共同结果，暂难确认下行趋势开始，预计 GDP 同比 18.6%-19.3%，季调环比 0.6%-1.2%	5
三、经济复苏的第一个高点已经出现，2 季度可能迎来第二个高点，但幅度更低	6

图表目录

图 1：南方五省区全社会用电量增速走势与全国基本一致（%）	3
图 2：螺纹钢春节前后表观消费量均偏弱（万吨）	4
图 3：热轧卷板春节后表观消费量偏弱（万吨）	4
图 4：运价指数 CCFI 仍在高位但边际涨幅明显趋缓	5
图 5：GDP 的季调环比增速走势，本轮复苏是双头顶（%）	7
表 1：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	5
表 2：近年实际 GDP 的同环比和复合增速	6

一、从高频数据看开年以来经济活动环比趋弱的特征

去年 4 季度中国经济经历了超季节性增长（GDP 增速 6.5%）后，今年开年以来经济活动出现超季节性回落的迹象。回落主要体现在两个方面：一是生产端节前表现偏弱、节后复工偏快，但仍然弱于去年 4 季度；二是需求端开年以来较去年 4 季度整体偏弱。

1. 回落明显——PMI 生产指数、PMI 新订单指数、黄金周消费

（1）回落明显——PMI 生产指数：参考制造业 PMI 生产指数，去年 12 月至今年 2 月已经连续 3 个月回落（54.7→54.2→53.5→51.9），且回落幅度均高于过去 5 年（2015-2019）的季节性均值（52.9→52.7→52.1→51.1）。虽然 2 月的 PMI 生产指数绝对水平仍然高于过去 5 年均值，但连续的超季节性回落指向生产活动可能正从高位回落。

（2）回落明显——PMI 新订单指数：参考制造业 PMI 新订单指数和新出口订单指数，与生产指数类似，二者均是从 12 月至 2 月连续 3 个月超季节性回落。受此影响，PMI 在手订单指数大幅回落至近月低位。如果单看 2 月 PMI 的表现会受到春节等因素的干扰不易评估，那么连续 3 个月的超季节性回落还是可以说明一些问题。

（3）回落明显——黄金周消费：根据商务部的数据，春节黄金周全国重点零售和餐饮企业实现销售额约 8210 亿元，比 2019 年增长 4.9%，年均复合增速 2.4%。作为对比，2020 年 11 月、12 月社零同比增长 5.0%和 4.6%，可见就地过年对消费是削弱为主。

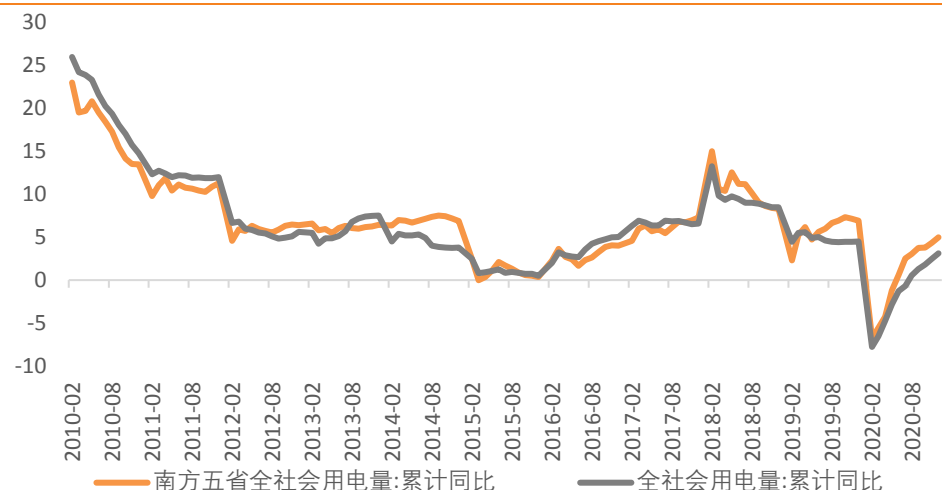
2. 小幅回落——工业行业开工率、全社会用电量、钢材消费量、出口运价

（1）小幅回落——工业行业开工率：从跟踪的几个重点工业行业来看，今年以来开工率的环比走势经历了两个阶段：第一阶段是开年后到春节前，开工率从 4 季度的较高水平逐渐回落，春节前的环比走势较近年同期整体偏弱；第二阶段是春节后至今，开工率逐渐回升，且近两周的环比走势较近年节后同期整体偏强，但仍然弱于去年 4 季度的水平。

据此推测，春节前的工业生产环比超季节性走弱，可能与冬季疫情反复、气温偏低以及政策力度收敛等有关；春节至今的工业生产恢复速度快于季节性，可能与就地过年使劳动力提前复工有关，但整体活动水平仍然低于去年 4 季度，说明就地过年对生产端的促进不足以抵消疫情等因素的拖累，属于次要因素。

（2）小幅回落——全社会用电量：根据国际电力网的数据，今年 1 月南方五省区全社会用电量为 1195 亿千瓦时，同比增长 39.2%，修正春节效应后的两年年均复合增速为 11.0%，略微高于 2020 年 11-12 月的同比增速 10.9%。但 1 月的寒潮降温对用电增长的贡献较大，例如云贵地区 1 月寒潮带来的取暖负荷拉动用电量增长 7.1%。因此去除寒潮因素后，今年 1 月南方五省区的工业用电量增速较去年年底小幅回落。

图 1：南方五省区全社会用电量增速走势与全国基本一致（%）

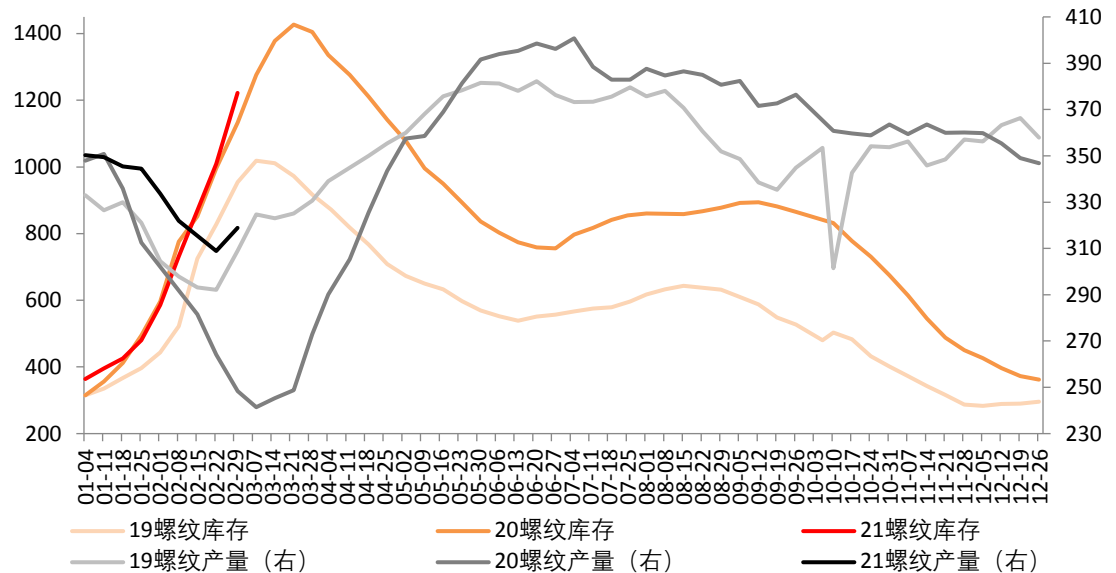


资料来源：WIND，天风证券研究所

(3) 小幅回落——钢材消费量：1月螺纹钢产量小幅回落，库存季节性回补，表观消费量环比明显回落；以农历同期相比，表观消费量低于20年，与19年基本持平，需求稍偏弱。节后螺纹钢产量回升，库存回补速度与20年相似、高于19年，表观消费量环比改善但同比继续偏弱。

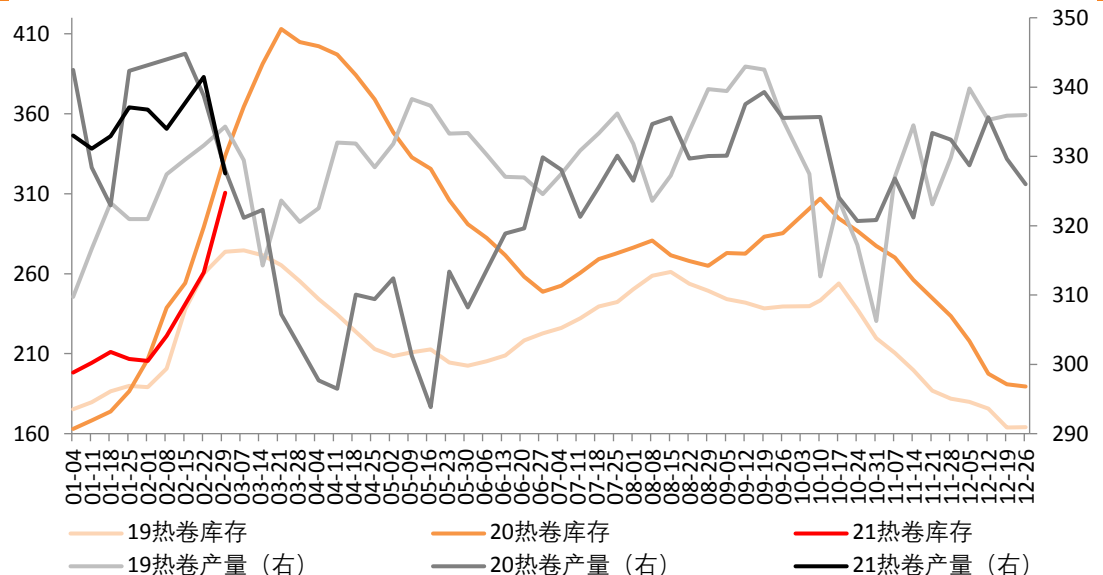
1月热轧卷板产量回升，库存回补节奏与19年同期类似，表观消费量环比小幅回落；以农历同期相比，表观消费量高于19和20年，需求偏强。节后热轧卷板产量回升，库存回补速度慢于20年、快于19年，表观消费量同比也偏弱。

图2：螺纹钢春节前后表观消费量均偏弱（万吨）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图3：热轧卷板春节后表观消费量偏弱（万吨）



资料来源：WIND，天风证券研究所

(4) 小幅回落——出口运价：1月中国出口集装箱运价指数CCFI上涨27.8%，出口货运景气度持续高位，但2月CCFI仅上涨0.9%，是去年6月以来的最低月涨幅；与此同时，对CCFI有一定领先关系的上海出口集装箱运价指数SCFI自1月中旬以来上升斜率明显放缓，2月进一步下跌3.0%，CCFI在2月第4周也出现回落。

此前的运价飙升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，也造成了集装箱运力短缺、运价飙升。因此近期运价涨势趋缓可能也与上述情况缓解有关，但结合近来明显走弱的 PMI 新出口订单指数，出口景气度的边际回落可能已经出现。

图 4：运价指数 CCFI 仍在高位但边际涨幅明显趋缓



资料来源：WIND，天风证券研究所

3. 基本持平——乘用车销量、商品房销量

（1）基本持平——乘用车销量：1 月乘联会乘用车零售销量同比增长 25%，为剔除春节错位和疫情的影响，将近年春节前 4 周的各周乘用车日均零售销量与今年进行对比，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。

将 1-2 月合并，今年乘联会乘用车零售销量约为 329 万辆，2019 年销量约为 277.2 万辆，年均复合增速为 8.9%，稍高于去年下半年整体 8% 左右的同比增速。考虑到 2019 年年初是乘用车销售的触底阶段，基数较低，这一增速水平仍然是中规中矩。

表 1：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

（2）基本持平——商品房销量：1-2 月 30 大中城市商品房成交面积同比大涨 113%，一是与去年疫情骤起有关，二是与就地过年有关，人口净流入城市商品房销售恢复速度快于历史农历同期。对数据进行处理后，30 大中城市商品房成交面积 1 月相对于 19 年农历同期的年均复合增速是 5.2%，表现偏弱；2 月的复合增速是 14.8%，表现偏强；1-2 月合计同比增长 8.4%，稍低于去年下半年的水平。

二、1 季度环比走弱是短期和中长期因素的共同结果，暂难确认下行趋势开始，预计 GDP 同比 18.6%-19.3%，季调环比 0.6%-1.2%

开年以来经济活动转弱是短期因素和中长期因素共同作用的结果。短期因素主要与冬季疫情区域性反复、寒潮降温较多气温偏低等有关；就地过年会削弱消费和加快春节后的生产恢复，但不会逆转原有趋势。中长期因素主要是国内政策进一步常态化回归，货币方面社融增速见顶后连续回落，信用环境进入短周期的收缩阶段，预计后续还将进一步回落；财

政方面 2021 年新增地方政府债务额度没有提前下达，导致开年阶段地方新增债券发行处于真空期，预计今年广义赤字规模较去年缩减。

由于去年 4 季度实际 GDP 环比增速明显高于季节性，因此经济活动环比转弱后，今年 1 季度 GDP 环比可能低于季节性。初步估计，1 季度实际 GDP 环比增速在 -17.5%~-17.0% 之间，季调后环比增速在 0.6%-1.2%（18/19Q1 季调环比 2.0%），对应 1 季度实际 GDP 同比增速 18.6%~19.3%，相对于 2019 年 1 季度的年均复合增速为 5.1%~5.5%，低于去年 4 季度的两年复合增速 6.1%，接近去年 3 季度的复合增速。

表 2：近年实际 GDP 的同环比和复合增速

	实际 GDP 环比增速	实际 GDP 同比增速	两年复合同比增速	季调环比增速
2018Q1	-15.7%	6.9%	7.0%	2.0%
2018Q2	11.2%	6.9%	7.0%	1.6%
2018Q3	4.5%	6.7%	6.8%	1.3%
2018Q4	8.8%	6.5%	6.7%	1.3%
2019Q1	-15.9%	6.3%	6.6%	2.0%
2019Q2	10.9%	6.0%	6.4%	1.2%
2019Q3	4.4%	5.9%	6.3%	1.2%
2019Q4	8.8%	5.8%	6.1%	1.2%
2020Q1	-25.9%	-6.8%	-0.5%	-9.7%
2020Q2	22.7%	3.2%	4.5%	11.6%
2020Q3	6.2%	4.9%	5.4%	3.0%
2020Q4	10.4%	6.5%	6.1%	2.6%
2021Q1 低	-17.5%	18.6%	5.1%	0.6%
2021Q1 高	-17.0%	19.3%	5.5%	1.2%

资料来源：WIND，天风证券研究所

三、经济复苏的第一个高点已经出现，2 季度可能迎来第二个高点，但幅度更低

我们曾在去年 12 月 24 日的报告《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”。目前来看，随着今年 1 季度经济活动环比走弱，经济复苏的第一个高点已经在去年 4 季度出现。

往后看，经济复苏有可能在 2 季度迎来第二个高点，但幅度上弱于第一个高点（季调环比 1.3%-1.5%），类似 2018 年 1 季度的状态。第一，短期因素大概率消退，开春后气温将逐

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_17721

