

# 开年数据预计验证再通胀

## 核心观点

再通胀进行时，2月原油、有色、化工品延续涨价趋势，我们认为，全球补库共振下逻辑工业品需求仍有较强支撑，供需缺口仍然存在，价格拐点尚未到来，商品仍有涨价空间，通胀拐点可能要等到二季度末疫苗大规模应用之后。春节期间供需两端表现良好。供给端，“就地过年”使得春节之后复工复产更加顺利，工业生产总体保持强劲。需求端，疫情对消费影响趋弱，春节档票房验证了线下消费动力充足，消费仍在向上修复通道当中；“就地过年”情况下，地产、基建投资也将加快开工，对制造业企业形成需求拉动。同时在去年低基数的较大影响下，预计经济数据将有较大读数。

### □ 食品价格回落，工业价格上涨

PPI高歌猛进，再通胀延续。预计2月PPI环比+0.7%，同比+1.5%。“就地过年”拖累出行产业链价格，但本地线下消费超预期支撑非食品价格。预计2月CPI环比+0.7%，同比-0.3%。再通胀进行时，商品仍有涨价空间，通胀拐点可能要等到二季度末疫苗大规模应用之后。

### □ “不返乡”促生产，价格、需求有支撑

春节不返乡使得工业生产有效时间延长，工业生产淡季不淡，总体保持强劲。再通胀进行中，商品价格高涨提振工业生产信心，海外供需缺口仍需我国填补，国内需求向好是工业生产有力支撑，预计1至2月的工业增加值同比增速为32.9%。

### □ 预计1-2月固定资产投资增速在基数因素主导下跳升至38%

预计1-2月整体固定资产投资增速在38%左右，受基数影响数据出现跳升。其中，制造业投资同比52%，预计将延续去年11、12月的强劲表现，且强于地产和基建投资，预计地产投资累计同比19.2%，基建投资累计同比43%。“就地过年”因素总体对投资有正面影响。

### □ 票房数据冲高，消费继续改善

预计1-2月社会消费品零售总额名义同比增速为34.7%，虽然冬季个别地区出现了疫情的小规模复发，并且“就地过年”导致一部分流动人口无法返乡，但我们认为对消费的整体冲击较弱，消费仍处在修复通道当中。从2021年春节档票房来看，在电影院正常营业的情况下，文化娱乐的消费动力充足，疫情对于线下消费的影响趋弱。

### □ 出口延续景气，进口渐进修复

1-2月，“中国供给填补海外供需缺口”持续兑现，出口延续景气，预计人民币计价出口同比增速为16%。海外供给逐步修复，我国进口增速逐步回升，以人民币计价进口同比增速有望达到2%，贸易顺差350亿美元。

### □ 预计2月信贷新增9000亿，社融新增1.6万亿，增速分别为12.6%和13.3%

2月为信贷小月，相比去年同期多了春节因素，但居民贷款预计明显改善，且当前经济状况较好，企业对未来经济形势乐观，信贷需求强劲，MPA考核制造业中长期贷款占比，此逻辑均在延续，预计企业端信贷量仍然较高，但贴现票据规模可能明显回落，总体预计2月人民币信贷新增量9000亿，与去年基本持平，增速回落至12.6%。预计2月社融新增量1.6万亿，增速较前值提高0.3个百分点至13.3%，结构上，信贷、未贴现承兑汇票、企业债券、政府债券是主要支撑。预计2月M2增速持平于9.4%。疫情对短期实体经济活力影响较为中性，考虑到春节因素和去年基数影响，预计2月M1增速较前值14.7%回落至10.4%。

**风险提示：中美摩擦强度超预期；新冠病毒变异导致疫情再次超预期蔓延。**

**分析师：李超**

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

**分析师：孙欧**

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

**分析师：张迪**

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

**联系人：张浩**

执业证书编号：S1230120070054

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

## 相关报告

- 1《1月数据预测：信贷有望再创历史新高》2021.2.1
- 2《12月经济数据：经济超预期复苏兑现》2021.1.19
- 3《12月数据预测：经济持续强劲复苏》2021.1.2
- 4《11月经济数据：经济再强于预期》2020.12.15
- 5《11月数据预测：预计四季度GDP增速为6.6%》2020.11.30
- 6《10月经济数据：四季度GDP增速接近甚至超过去年》2020.11.16
- 7《10月数据预测：社融增速赶顶》2020.10.31

## 正文目录

1. 工业生产不弱，通胀延续上行 .....	3
2. “不返乡”促生产，价格、需求有支撑 .....	3
3. 预计 1-2 月固定资产投资增速在基数因素主导下跳升至 38% .....	4
3.1. 预计制造业投资大幅跳升 .....	4
3.2. 基建：低基数撬动高投资 .....	5
3.3. 预计地产投资表现较强 .....	6
4. 票房数据冲高，消费继续改善 .....	7
5. 季节效应弱化，就业保持稳定 .....	8
6. 食品价格回落，工业价格上涨 .....	9
6.1. CPI 环比上行，猪肉鲜菜高位回落 .....	9
6.2. PPI 持续修复，大宗商品快速上涨 .....	9
7. 出口延续景气，进口渐进修复 .....	10
8. 预计 2 月信贷新增 9000 亿，社融新增 1.6 万亿，增速分别为 12.6%和 13.3% .....	12

## 图表目录

图 1：固定资产投资分项走势 .....	4
图 2：2020 年 11 月当月同比增速（估算） .....	5
图 3：2020 年 12 月当月同比增速（估算） .....	5
图 4：预计 2021 年前 4 个月基建投资低基数效应明显 .....	6
图 5：时序进度看，土地供给面积与 2020 年较为接近 .....	7
图 6：地产销售稳定向好 .....	7
图 7：近几年春节档票房情况 .....	7
图 8：预计 1、2 月全国城镇失业率为 5.2% .....	8
图 9：工业企业利润修复，用工需求逐步改善 .....	8
图 10：LME 铜价站上 9000 美元 .....	10
图 11：二季度 PPI 高点或达到 5% .....	10
图 12：发达经济体在疫苗注射方面相对领先 .....	11
图 13：部分经济体 1 月出口数据已经开始修复，侧面印证海外供给修复 .....	12
表 1：2 月宏观经济数据预测 .....	14

## 1. 工业生产不弱，通胀延续上行

春节期间供需两端表现良好。供给端，“就地过年”使得春节之后复工复产更加顺利，工业生产总体保持强劲，我们预计1-2月工业增加值同比增速为32.9%。需求端，疫情对消费影响趋弱，春节档票房验证了线下消费动力充足，消费仍在向上修复通道当中，预计1-2月社会消费品零售总额名义同比+34.7%；“就地过年”情况下，地产、基建投资也将加快开工，对制造业企业形成需求拉动，预计1-2月整体固定资产投资增速为38%。

再通胀进行时，2月LME铜价突破9000美元，布伦特原油价格站上65美元，大商所铁矿石价格屡创新高。现阶段，全球疫苗正在加速落地，海外生产能力正在积极复苏，而全球工业品库存位于相对低位，一轮新的补库周期已然开启，全球补库共振下逻辑工业品需求仍有较强支撑，供需缺口仍然存在，价格拐点尚未到来，商品仍有涨价空间，通胀拐点可能要等到二季度末疫苗大规模应用之后。

## 2. “不返乡”促生产，价格、需求有支撑

今年1至2月，春节不返乡使得工业生产有效时间延长，商品价格高涨提振工业生产信心，海外供需缺口仍需我国填补，国内需求向好，我们预计1至2月的工业增加值同比增速为32.9%。

工业生产淡季不淡，总体保持强劲。在春节不返乡的情形下，工人返乡离岗的数量较往年锐减，同时加快节后的返岗速度，将影响春节前2周至春节后2周（共4周）工业生产的有效工作时长。据商务部2月10日数据，今年全国36个大中城市就地过年人数比往年增加4800多万。在此因素下，工业生产活跃程度相较往年农历同期较高，相关开工率、产量等生产高频数据好于往年同期，再叠加去年同期的低基数因素，将使得工业生产将有较高的读数。

海外供需缺口尚未弥合，海外供给能力恢复不利依然需要我国供给支撑其需求。今年1至2月，海外疫情形势仍然严峻，疫苗接种持续推进，但其有效性仍待进一步观察，海外生产供给能力尚难恢复。1至2月出口集装箱指数CCFI大幅攀升，1月港口吞吐量保持两位数增长，出口仍将有强劲表现。除了暂时性替代导致的海外订单转移提振相关产业生产外（如纺织等），永久性替代特征的制造行业更能长期受益（如通用设备、电气机械、计算机通信等行业）。

再通胀进行中，工业品价格向好提振生产信心。上游原材料方面，铁矿石价格在去年12月创8年新高后仍保持高位、铜、锡价于今年2月创8年新高，铝、锂钴等金属原材料价格势头强劲。中游方面，螺纹钢、热轧卷板价格在2月初结束回调后持续回升。

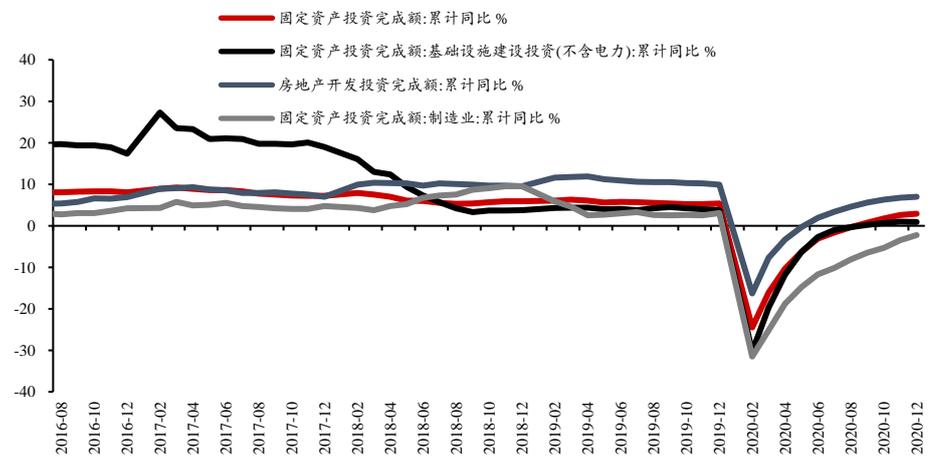
国内需求的强劲恢复是对工业相关行业的有力支撑，春节不返乡对消费的负面影响有限，体现我国内需具有较强动力，相较市场预期更为乐观。第一，下游消费持续回暖，30大中城市商品房成交面积、乘用车零售数据较往年同期皆有较好表现；第二，投资方面，制造业、地产、基建等投资保持稳步回升态势，就地过年将开工时间提前，对相关产业链具有一定支撑作用；第三，服务业保持向好态势带动相关制造业产业链生产，受疫情影响较重的线下消费（如餐饮、影院、批发零售等）在春节期间表现亮眼，虽然旅游客运受负面冲击较大，但货物发送量表现不俗，体现经济活力较强。

### 3. 预计 1-2 月固定资产投资增速在基数因素主导下跳升至

**38%**

预计 1-2 月整体固定资产投资增速在 38% 左右，受基数影响数据出现跳升。其中，制造业投资同比 52%，预计将延续去年 11、12 月的强劲表现，且强于地产和基建投资，预计地产投资累计同比 19.2%，基建投资累计同比 43%。1-2 月一个较大的不确定性来自“就地过年”的影响，从工作日增加的角度，“就地过年”使得 1-2 月合计有效工作日多于去年，且减弱了疫情驱动下的复工复产难度，尤其是在去年 1-2 月较低基数的情况下，今年 1-2 月修复速度越快，基数的正向拉动也更大，“就地过年”情况下，地产、基建投资也将加快开工，对制造业企业形成需求拉动。总体我们认为“就地过年”对投资有正面影响。

图 1：固定资产投资分项走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

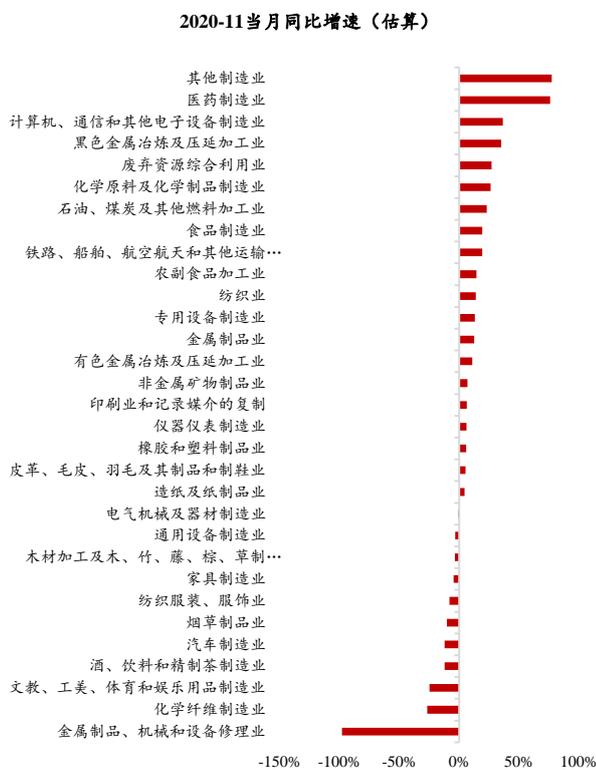
#### 3.1. 预计制造业投资大幅跳升

预计 1-2 月制造业投资增速大幅跳升至 52%，主因来自基数影响，除基数外的增速预计也较为强劲。制造业投资增速主要受下游需求、工业企业利润、产能利用率等基本数据及信贷、社融等的资金面数据影响。受益于前期工业企业利润修复及信贷资金侧重支持，制造业投资增速实现了快速增长，2020 年 11、12 月均达到两位数增速，且强于地产、基建投资。2020 年四季度经济已经表现出“过热”迹象，工业品价格上行、企业利润的恢复、库存周期的开启使得企业中长期资本开支意愿进一步提升，在信贷资金支持的情况下，有望在年初加速投资建设。其中，预计在今年全年信贷总规模略微低于去年的情况下，央行仍将通过 MPA 考核加大制造业融资考核权重，增强对制造业领域的资金支持，一季度企业融资可得性仍然较好。

行业结构方面，预计高技术制造业投资仍然表现最好，是制造业投资的主要支撑。数据显示，1-12 月高技术制造业投资增长 11.5%，其中，医药制造业、计算机及办公设备制造业投资分别增长 28.4%、22.4%，增速继续提高，且明显高于整体制造业投资。除此之外，受益于汽车销量提升及出口带动的运输设备制造业及近期价格上涨明显的有色冶炼、煤炭等行业出现较大涨幅，对制造业投资构成较强支持，其他行业主要集中于受益

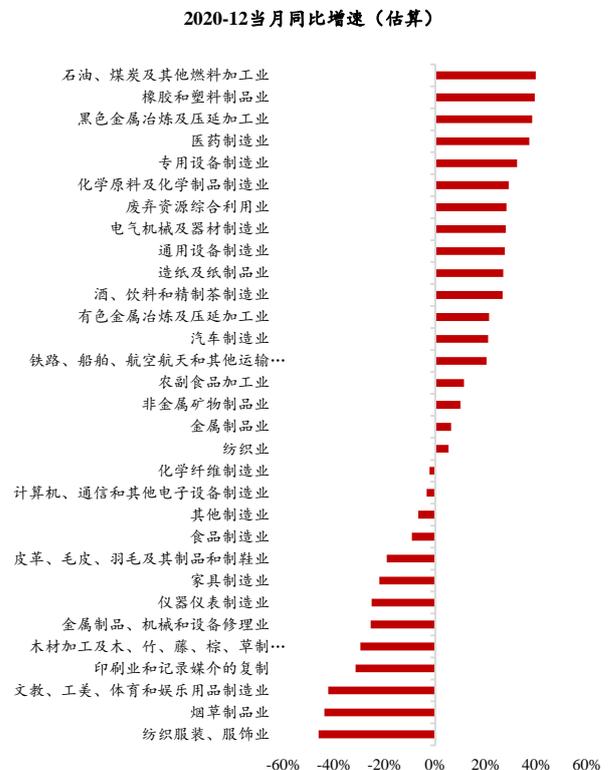
于地产投资及消费加速修复带动的行业。总体看，制造业投资增速将在部分行业的引领下，呈现确定性修复态势，且呈现加速修复走势。

图 2：2020 年 11 月当月同比增速（估算）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：2020 年 12 月当月同比增速（估算）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

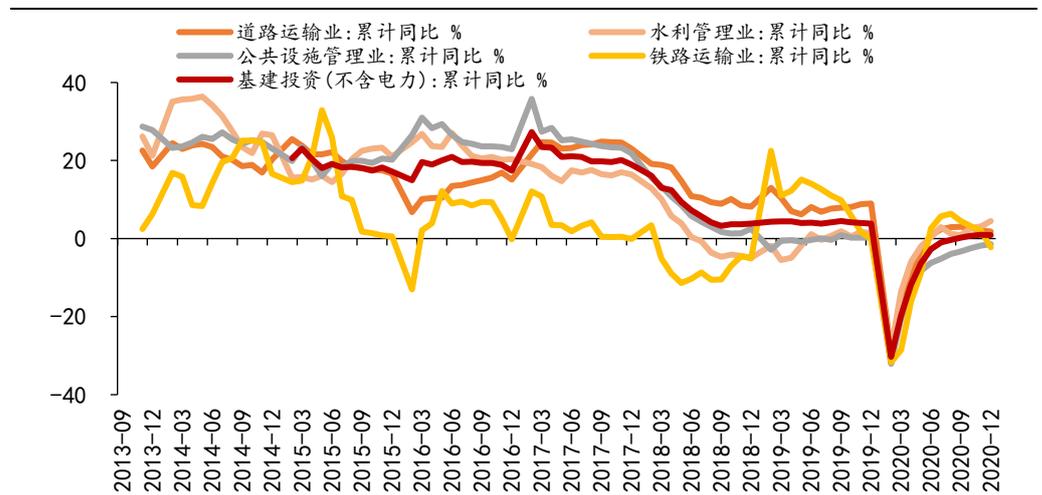
### 3.2. 基建：低基数撬动高投资

预计 2021 年 1-2 月基建（统计局口径）同比增长 43%左右。2020 年下半年，受财政支出降速、财政存款淤积、资金使用效率较低、天气因素和地方政府防范债务风险等因素影响，基建投资增速并未出现大幅反弹。2021 年政策保持一定连贯性，就地过年有助于提升施工强度对基建投资有一定利好，各省重大项目投资也显示有一定积极支撑。此外，考虑 2020 年疫情突发后，防控有力的经济封闭措施等因素导致 2020 年 1 至 2 月基建投资大幅萎缩 30.3%，导致基数较低。综合预计 2021 年 1-2 月基建投资增速达到 43%左右。

**就地过年对基建有一定积极作用。**一般来说，1-2月基建投资是传统投资小月，主因正是春节期间农民工返乡带来开工减少。根据人社部数据，受“就地过年”政策影响，2021年春节超过8700万农民工选择在就业地过年。“春节不回家”对工业生产、劳动力供给等方面产生正向支撑，一方面返乡农民工减少，有助于在春节时期增加劳动力供给，推动施工强度高于往年春节时期，从而带动基建投资的适当提升。另一方面，与往年农民工在春节后渐进式返工导致施工强度回升较慢相比，原地过年有助于春节后的加速复工和提前开工，也将有利于基建投资的适当走高。

**预计重大项目施工将对全年基建投资增长提供支撑。**2021年是十四五开局之年，超过二十个省级、市级地方政府已公布2021年重点建设项目目录，主要涉及基础设施、产业升级和民生改善等大类。今年以来，上海、郑州、重庆、南通等多地均已集中开工今年第一批重大项目。根据目前已公布可比口径数据的10省市重大项目情况来看，当年计划投资额2021年同比增长17%，2021年公布了细分行业投资额的4个省份中，基础设施建设类项目金额约占41%。

图 4：预计 2021 年前 4 个月基建投资低基数效应明显



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3.3. 预计地产投资表现较强

**预计 2021 年 1-2 月房地产开发投资增速为 17.8%。**房住不炒仍是当前政策的主基调，长效机制持续发挥作用，引导房地产市场平稳健康发展，因城施策的方式下，部分地方政府对楼市过热迹象采取针对性调控，高频数据显示，房价基本稳定，土地供给和地产销售相对平稳，考虑 2020 年低基数影响，2021 年 1-2 月房地产开发投资增速 17.8%。

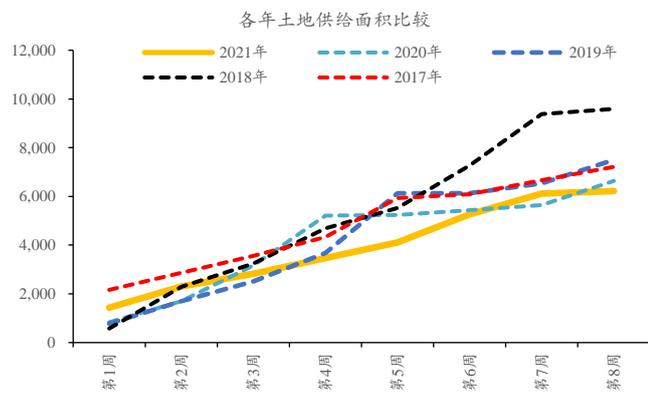
**房住不炒仍是核心，长效机制持续发挥作用。**疫情冲击经济阶段，我国也坚持房住不炒的政策基调，体现了政策定力，从 2020 年 Q3 以来，房地产长效机制持续发挥作用，“三道红线”、“房贷集中度新规”及近期“核心城市土地集中供给”三大政策有重要意义，体现“稳低价、稳房价和稳预期”的政策思路，中央经济工作会也强调住房问题是民生问题，将通过扩大供给等方式来满足差异化的住房需求，长效机制持续作用有助于房地产市场平稳健康发展。

**短期调控是因城施策下地方维稳楼市的体现。**疫后经济修复阶段，股市财富效应、流动性充裕等因素导致部分一二线城市房地产交易迅速升温，二手房价格、一手房“打

新”热度较高，上海、深圳等表现明显，在因城施策的调控机制下，地方政府强调提高政治站位，稳定楼市，加大对投机性需求的打压，上海、杭州、深圳等在 2020 年末至 2021 年 2 月间出台了一系列“紧缩性”措施，为楼市降温。我们认为，短期政策调控符合地产业政策调控的长期思路，在大国大城的新城镇化时代，扩大供给是解决一二线城市过热的关键，“四限”政策并不会导致需求灭失，只是延后；并且不应过度解读为楼市出现系统性转向。

**高频数据显示地产需求旺盛和供地相对平稳。**疫情后，经济快速修复，各项经济数据表现亮眼，房地产销售数据在 2020 年下半年表现强势，维持高速增长，部分地区楼市甚至出现一定过热特征导致政策趋紧，进入 2021 年地产销售仍表现旺盛，从 30 大城市地产销售数据来看，截至 2 月 26 日，年内商品房成交套数达到 24.5 万套，2015 年以来，仅低于 2016 年水平。此外，土地供给表现平稳，年内土地供给面积略低于 2020 年同期水平。综合来看，销售需求的相对旺盛对建安投资有较强支撑，土地供给的平稳也反映出地产投资的韧性。

图 5：时序进度看，土地供给面积与 2020 年较为接近



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：地产销售稳定向好



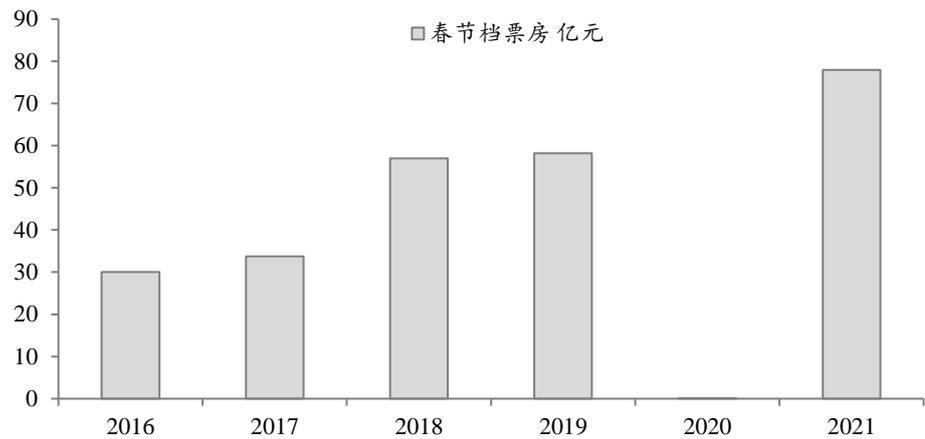
资料来源：Wind，浙商证券研究所

#### 4. 票房数据冲高，消费继续改善

预计 1-2 月社会消费品零售总额名义同比+34.7%，两年复合同比增速+3.5%。虽然冬季个别地区出现了疫情的小规模复发，并且“就地过年”导致流动人口无法正常返乡，但我们认为对消费的整体冲击较弱，消费仍处在修复通道当中，主要原因如下：

其一，我国疫情防控机制更加成熟，春节期间消费场景基本正常营业。虽然疫情小规模复发，但当下我国防控经验丰富、防控机制成熟，实施大范围封锁的情况较少，更多是针对疫情复发地区进行精准“灭火”，疫情对于供给端的冲击较弱，春节期间商场、电影院、饭店、汽车 4S 店等消费场景都实现了正常营业。从 2021 年春节档票房来看，在电影院正常营业的情况下，文化娱乐的消费动力充足，疫情对于线下消费的影响趋弱。另外，根据商务部披露，全国 10 个一二线城市购物中心日均客流量同比增幅超 200%，达到 2019 年春节同期 86%水平；全国 87%的餐饮企业春节期间正常营业，餐饮交易额同比增长 261%。

图 7：近几年春节档票房情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

其二, 目前居民就业情况良好, 收入预期比较稳定。就业方面, 国内大循环基本畅通, 四季度 GDP 超出潜在增速, 企业盈利逐月改善, 用工需求不断提振, 2020 年 12 月调查失业率已降至 2019 年同期水平, 不返乡过年亦有利于降低春节期间的摩擦性失业。收入方面, 城乡一体化调查显示, 2020 年四个季度居民人均可支配收入拾级而上, 全年名义值增长 4.7%, 而社会零售品总额全年下降 3.9%, 消费能力的增长超出了实际消费表现。因此, 随着经济步入稳态, 就业状况保持稳定, 居民消费意愿逐渐回暖, 消费仍有较大改善空间。公开信息披露, 海南离岛免税店春节 7 天销售额超 15 亿元, 较新冠肺炎疫情发生之前的 2019 年春节假期实现翻番, 其中免税销售额约 14 亿元, 接待购物超过 20 万人次, 显示出居民巨大的消费潜力。

## 5. 季节效应弱化, 就业保持稳定

预计 1、2 月全国城镇调查失业率均保持在 5.2%, 与去年年底持平, “就地过年”支撑作用与冬季疫情小规模复发的拖累作用相对冲。12 月以来, 河北、吉林、黑龙江等地疫情复发导致小范围封锁, 对就业产生一定副作用, 但“就地过年”倡议下, 节前的企业开工率整体较高, 对就业形成一定支撑。由于今年春节较晚, 节后农民工返城时间聚集在 2 月底至 3 月初, 节后的失业压力将在 3 月体现, 与 2018 年类似, 不过今年返乡人数

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\\_17839](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17839)

