

超低基数+就地过年，影响几何？

——2021年1-2月经济数据前瞻

核心摘要

2021 年 1-2 月经济增长数据将同时受益于去年超低基数、“就地过年”和海外经济复苏，通胀则受到弱消费、强生产的压制，经济预计将呈现“高增长、低通胀”的状态，仍然有利于风险资产表现。在此情形下，货币政策既无加码宽松的可能性，“急转弯”的必要性也不太强。央行四季度货币政策执行报告强调“引导市场利率围绕央行政策利率波动”，对近期流动性收紧和春节前央行操作保守进行预期引导，我们认为一季度货币政策将以稳为主，进一步转弯需要等待扎实的一季度经济数据、海外疫苗接种取得显著成效、以及通胀回升的信号，时点或在二季度初。

1、工业增加值。虽有新冠疫情扰动，1 月工业生产依然较强，官方制造业 PMI 生产指数下滑幅度低于季节性。零星疫情和“就地过年”倡议导致返乡人数锐减，春运至今每日发送旅客量农历同比下降 76%左右，这有助于平滑生产的波动。预计今年前两个月工业增加值同比增长 48%。

2、固定资产投资。2020 年 4 季度土地购置面积、新开工面积等领先指标回暖，开发商预期并未因融资收紧而明显恶化，房地产施工继续较强，但土地购置费用有下滑压力。企业资本开支需求旺盛，加之信贷政策定向支持，制造业投资进一步复苏。由于未提前下发专项债额度，资金约束或有增强，基建投资继续羸弱。预计 1-2 月固定资产投资累计增速将到 40%左右。

3、社会消费品零售总额。疫情反复和“就地过年”倡议对社零的拖累可能没有市场预期的那么大：一是，火车票、机票和酒店住宿等出行服务没有直接统计到社会消费品零售总额中。二是，汽车类、石油及制品对限额以上商品零售同比的影响较大。人口流动尤其是跨省市人口流动减少，对成品油需求有一定压制，但疫情反复对汽车零售的影响是正面的，近期油价反弹也对社零读数有支撑。今年 1-2 月社会消费品零售总额同比可能到 35%。

4、进出口。发达国家在疫苗接种后疫情好转，而其他发展中国家疫苗接种迟缓，这仍将从外需和市占率两个角度支持中国出口表现，而“就地过年”倡议会增加对原材料的进口需求。预计今年 1 月和 2 月的出口同比分别为 20%、60%，同期进口同比分别为 30%、10%。

5、物价。CPI 同比将再度转负：考虑到春节错位、疫情反复和“就地过年”后，今年 1-2 月的非食品 CPI 环比，大概率将弱于季节性，我们测算 1 月和 2 月的 CPI 同比分别为-0.4%、-0.1%。PPI 同比转正：根据 PPI 环比和 PMI 出厂价格指数的关系，可算得 1 月 PPI 环比 1.0%、同比 0.6%。2 月工业品价格或将维持强势，预计 2 月 PPI 环比为 0%、同比为 1.1%。

6、金融数据。当前房贷需求和制造业企业贷款需求均较强，但因新增信贷规模可能受到政策指导，预计 1 月和 2 月的新增贷款分别为 3.5 万亿和 1.0 万亿左右。信用债一级市场已从永煤事件中逐渐走出，但政府债券净融资处于低位，信托贷款则继续拖累社融。预计 1 月新增社融 4.2 万亿左右，2 月新增社融 1.3 万亿左右，存量社融增速分别为 12.8%和 12.9%。

2021 年 1-2 月中国经济数据将受到两方面因素扰动：一是 2020 年 1-2 月新冠疫情影响下的低基数；二是“就地过年”对春节效应的改变。我们认为：1) 低基数下，1-2 月工业增加值、固定资产投资和社会消费品零售总额将分别达到 48%、40%、35% 的超高增速。2) “就地过年”导致返乡人数锐减，能够平滑工业生产和固定资产投资的春节波动，抬高其 1-2 月的环比增速。“就地过年”对社会消费品零售总额的拖累，可能没有市场预期的那么大，因火车票、机票和酒店住宿等出行服务，本身就没有统计到社会消费品零售总额里。3) “就地过年”导致消费偏弱、生产偏强，对通胀有一定压制作用，结合近期油价明显上涨，预计 1-2 月 CPI 同比转负，PPI 同比转正。4) 1 月新增信贷规模可能受到监管指导，即使贷款需求旺盛，与去年 1 月相比新增信贷也难有大增。受政府债券净融资和信托贷款的拖累，1 月新增社融将较去年同期明显下滑。

总体上，2021 年 1-2 月中国经济数据将同时受益于去年超低基数、“就地过年”和海外经济复苏，通胀则受到弱消费、强生产的压制，经济预计将呈现“高增长、低通胀”的状态，仍然相对有利于风险资产的表现。在此情形下，货币政策既无加码宽松的可能性，“急转弯”的必要性也不太强。央行四季度货币政策执行报告强调“引导市场利率围绕央行政策利率波动”，对近期流动性收紧和春节前央行操作保守进行预期引导，我们认为一季度货币政策将以稳为主，进一步转弯需要等待扎实的一季度经济数据、海外疫苗接种取得显著成效、以及通胀回升的信号，时点或在二季度初。

图表1 2021 年 1-2 月经济数据预测

	2020-01	2020-02	2020-11	2020-12	2021-01	2020-02
工业增加值 (%)	-	-13.5 (累计)	7.0	7.3	-	48 (累计)
固定资产投资 (%)	-	-24.5 (累计)	2.6	2.9	-	40 (累计)
社会消费品零售总额 (%)	-	-20.5 (累计)	5.0	4.6	-	35 (累计)
进口 (%)	-12.7	7.7	3.9	6.5	30	10
出口 (%)	-2.9	-40.6	20.6	18.1	20	60
CPI (%)	5.4	5.2	-0.5	0.2	-0.4	-0.1
PPI (%)	0.1	-0.4	-1.5	-0.4	0.6	1.1
新增信贷 (亿)	33400	9057	14300	12600	35000	10000
新增社融 (亿)	50535	8737	21355	17192	42000	13000
M2 (%)	8.4	8.8	10.7	10.1	9.8	9.7

资料来源: Wind, 平安证券研究所

一、经济增长数据

1、工业增加值

虽有新冠疫情扰动，但今年 1 月工业生产并不差。而春节期间返乡人数锐减，能够平滑 2 月工业生产的波动，我们预计今年 1-2 月工业增加值累计同比增长 48%。

第一，1 月官方制造业 PMI 生产指数 53.5，和前值相比下滑 0.7，降幅弱于季节性。1 月官方制造业 PMI 统计的时间范围是前一年的 12 月 26 日到当年 1 月 25 日。从春节长假的时间看，2011-2020 年这 10 年中，只有 2012 年春节因素对 1 月制造业 PMI 影响较大，不过由于当时 PMI 生产指数处在上升期，使得它在当年 1 月依然环比回升。另外 9 年的 1 月制造业 PMI 生产指数和前一年 12 月相比平均下降 0.8。今年春节假期在 2 月 11 日到 2 月 17 日，对比来看，今年 1 月官方制造业 PMI 生产指数环比降幅小于季节性。

图表2 对比 2011-2020 年，今年 1 月官方制造业 PMI 环比降幅弱于季节性

年份	前一年 12 月制造业 PMI 生产指数	当年 1 月制造业 PMI 生产指数	环比变化	春节长假
2011	57.5	55.3	-2.2	2 月 2 日-2 月 8 日
2012	53.4	53.6	0.2	1 月 22 日-1 月 28 日
2013	52.0	51.3	-0.7	2 月 9 日-2 月 15 日
2014	53.9	53.0	-0.9	1 月 31 日-2 月 6 日
2015	52.2	51.7	-0.5	2 月 18 日-2 月 24 日
2016	52.2	51.4	-0.8	2 月 7 日-2 月 13 日
2017	53.3	53.1	-0.2	1 月 27 日-2 月 2 日
2018	54.0	53.5	-0.5	2 月 15 日-2 月 21 日
2019	50.8	50.9	0.1	2 月 4 日-2 月 10 日
2020	53.2	51.3	-1.9	1 月 24 日-2 月 2 日
2021	54.2	53.5	-0.7	2 月 11 日-2 月 17 日

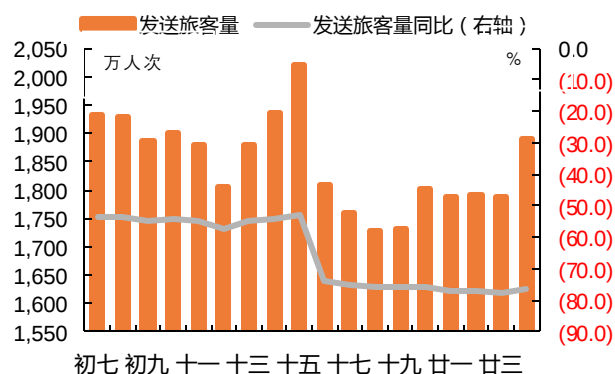
资料来源: Wind, 平安证券研究所

第二，由于新冠疫情和“就地过年”倡议，今年返乡人数较正常年份大幅减少，能够平滑生产的波动。以往年份的 6 大发电集团日均耗煤量月度均值，春节所在月份通常是全年最低点（个别年份在 4 季度），体现出春节返乡和回流对生产的扰动，影响周期在 45 天左右。

今年 1 月 19 日（农历十二月初七）交通运输部开始公布每天的发送旅客数据，到 1 月 27 日（农历十二月十五），每日发送旅客量基本在 1800-2000 万人次，农历同比约为 -55%。1 月 28 日（农历十二月十六）降幅开始扩大，至今同比稳定在 -76% 左右。以 1 月 28 日为界，前、后每日降幅扩大两成的主要原因是，今年春运开始于这一天。就地过年倡议下，发送旅客量并未因为春运的到来而上升，相反还是下降的，高基数下同比下降更加明显。

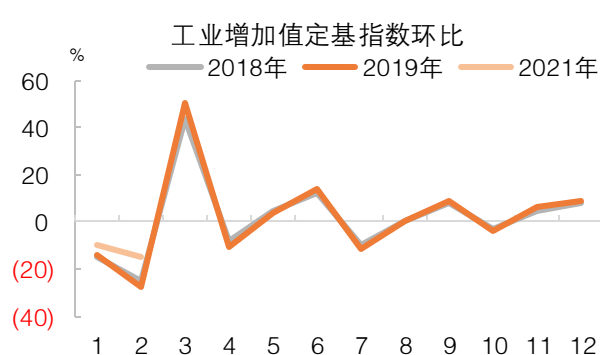
工业增加值定基指数环比，具有较强的季节性规律。2018 年和 2019 年的 1 月、2 月工业增加值定基指数环比均值为 -14.1%、-26.0%。考虑到今年返乡人数减少，能够平滑春节前后工业生产的波动，我们预计 1 月和 2 月的环比分别为 -10% 和 -15%。按此估算，今年前 2 个月的工业增加值，较去年同期增长 48%。

图表3 今年春运发送旅客量锐减



资料来源: 交通运输部, 平安证券研究所

图表4 工业增加值定基指数环比有较强季节性



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2、固定资产投资

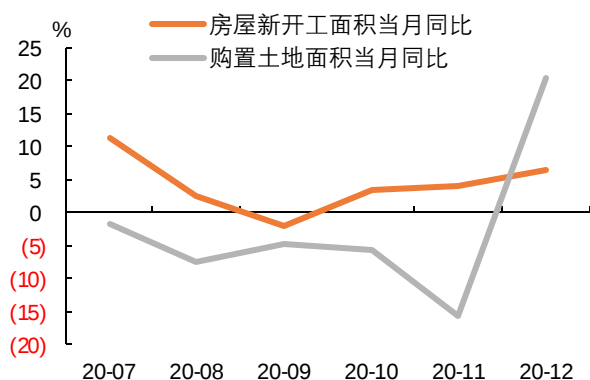
1-2月是固定资产投资活动的淡季，但“就地过年”倡议对此也会有提振。领先指标显示年初房地产施工继续维持韧性，但土地购置费一季度有下滑压力；制造业企业资本开支需求旺盛；基建投资则因为债务监管和合格项目的约束继续低迷。结合环比和基数，我们预期今年前两个月的固定资产投资累计增速将在40%左右。

房地产施工继续较强，但土地购置费用有下跌压力。2020年12月土地购置面积单月同比，从-15.6%跳升到20.6%，创下2018年9月以来的新高；新开工面积单月同比，2020年10月到12月连续3个月回升。地产投资领先指标回暖意味着，在房地产销售不差、且销售回款占开发商资金来源比例过半的情况下，融资政策收紧尚未令开发商的预期明显恶化，对拿地 and 开工仍持积极态度。这使得地产施工具有韧性，而“就地过年”倡议减少建筑工人返乡，与往年相比将有更多的人“添砖加瓦”。但领先指标100大中城市成交土地总价的累计同比显示，今年一季度土地购置费用有下滑压力，对房地产投资形成一定拖累。

制造业投资进一步复苏。首先，2020年出口强劲，而民企出口改善幅度最大，这带动当年四季度制造业产能利用率攀升至近3年同期高点，企业有扩大资本开支的需求，尤其是设备更新和技改投资。其次，海外生产受限后，国产替代加快，带动相关行业的投资，如与疫情前相比，激光设备的国产份额提高近20%。最后，2020年制造业中长期贷款余额增长35.2%，今年预计结构性货币政策进一步贯彻，为制造业投资提供充分的外源性资金支持。

基建投资继续羸弱。全口径基建投资单月增速，从2020年10月的7.3%，持续下滑到当年12月的4.3%。核心原因仍然在于，地方隐性债务高压监管，又缺少好的项目来对接专项债。今年没有提前下发地方专项债额度，1-2月基建投资面临的资金环境也有边际弱化。

图表5 房屋施工的领先指标在回暖



资料来源: 交通运输部, 平安证券研究所

图表6 今年一季度土地购置费用有下滑压力



资料来源: Wind, 平安证券研究所

3、社会消费品零售总额

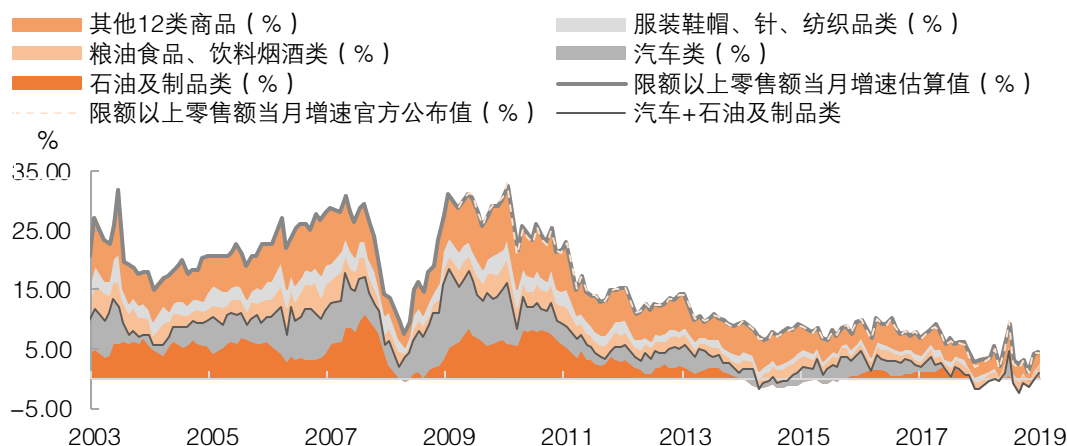
由于机票和酒店住宿等出行服务没有直接统计到社会消费品零售总额里，今年“就地过年”倡议对社会消费品零售总额的压制，可能并没有市场预期的那么大。我们预计今年前两个月的社会消费品零售总额同比达到35%。

疫情防控和“就地过年”倡议对消费的影响主要有三个方面。一是出行相关的需求，如火车票、机票和酒店住宿等。二是春节期间走亲访友的拜年礼物，如烟、酒、茶等。三是在外餐饮。疫情减少人们外出，以及春节聚会减少，都会对外餐饮有拖累。

社会消费品零售总额，统计的是实物性商品零售，以及企业提供餐饮服务所取得的收入金额，并没有将非餐饮服务统计在内。也就是说，火车票、机票这些出行服务并没有纳入到社会消费品零售总额中。这些出行需求锐减，不会直接拖累社会消费品零售总额的同比。

限额以上商品零售额同比增速的波动，主要由汽车、石油及制品这两类商品贡献。2019 年它们占限额以上商品零售额的比例分别为 28.4%和 14.5%，合计超过 4 成。因此，可通过重点关注这两类商品的高频指标，来判断限额以上和社消整体的趋势。

图表7 汽车类、石油及制品类对限额以上商品零售额同比波动的贡献较大

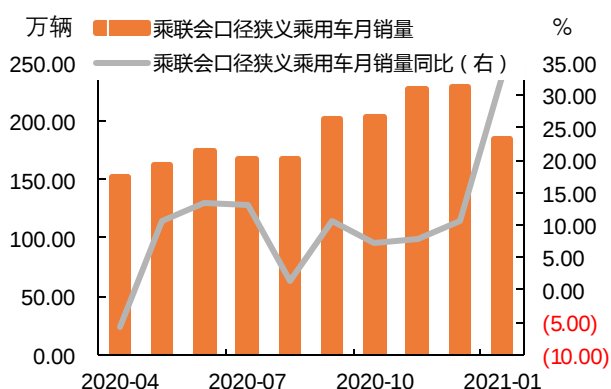


资料来源:wind,平安证券研究所

汽车零售方面，今年 1 月乘联会狭义口径的乘用车零售量为 184.8 万辆，同比增长 32.8%，较去年 12 月的 10.7%有较大回升。疫情反复对汽车零售的影响偏正面。

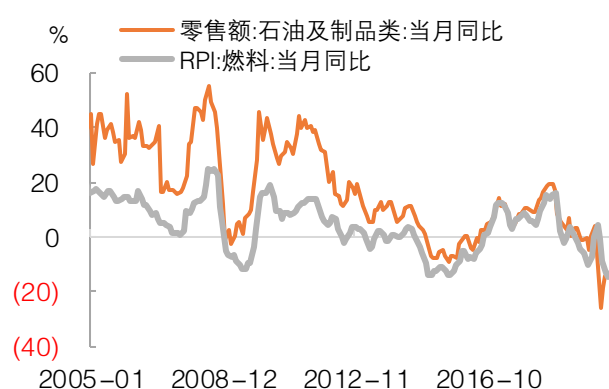
石油制品方面，疫情反复和“就地过年”倡议，减少人口流动，尤其是跨省市的人口流动，对成品油需求有一定压制。但石油及制品零售额同比与商品零售价格指数中（RPI）的燃料项同比走势相关性很强，而燃料项的价格指数同比又与原油价格同比变动密切相关。今年 1 月至今，WTI原油期货结算价持续上涨，在现行成品油定价机制下，1 月国内成品油价格已连续 3 次调升，全国 92#汽油从 5973.7 元/吨涨到 6252.8 元/吨。因此，预计 1 月的限额以上企业石油及制品零售不会太弱。

图表8 1 月 乘用车销量表现较好



资料来源:Wind,平安证券研究所

图表9 石油及制品类零售额与燃料价格走势同步



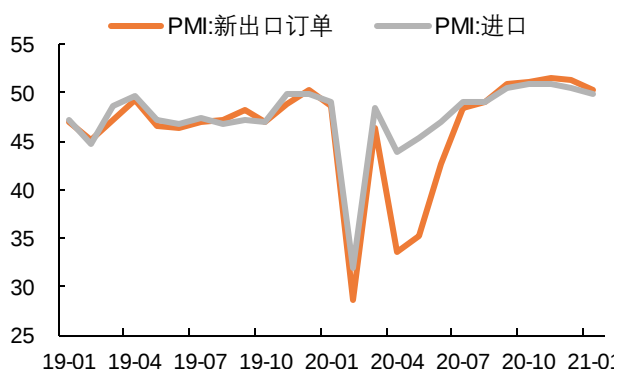
资料来源:Wind,平安证券研究所

4、进出口

在季调环比均值的基础上，结合今年以来进口和出口的高景气延续，我们预计 1 月和 2 月的出口增速分别为 20%、60%，同期进口增速分别为 30%、10%。

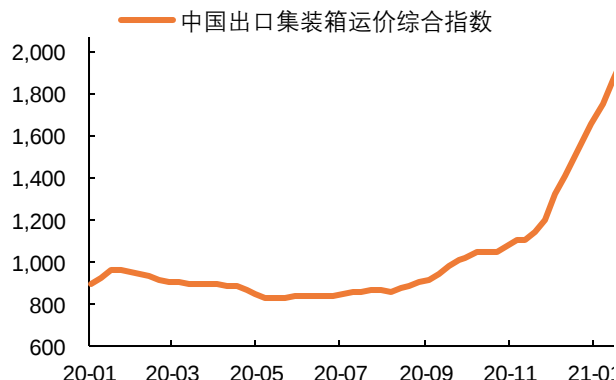
出口高景气还将延续。制造业 PMI 中的新出口订单指数，在 2020 年 11 月到达 51.5 的年内高点后，至今已连续 2 个月下降。这引起了对于中国出口高增速能否持续的讨论。对此我们仍然持乐观的态度：一是，制造业企业从签署新订单到实际出口中间存在时间差。而且对比历史数据，近两个月制造业 PMI 新出口订单指数并不弱；二是，新冠疫苗接种后疫情好转，世卫组织称全球疫情缓解迎来里程碑，这带动全球总需求进一步恢复。尤其是美国每日新增确诊病例数已从高点 32 万降到 9 万，美国 1 月 ISM 制造业 PMI 进口订单指数从 54.6 提高到 56.8；三是，订单从中国再度“回流”并不是件一蹴而就的事。其他发展中国家疫苗接种较慢，以及合作黏性、中国技改后的成本优势等因素，均能延缓订单从中国流出。中国出口集装箱运价综合指数，在今年 1 月的 4 个星期里接连创新高，显示海外对中国制造的需求仍然旺盛。

图 10 1 月中国制造业 PMI 新出口和进口仍处高位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图 11 中国出口集装箱运价综合指数持续上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

和出口一样，中国进口也有支撑。一方面，2020 年 9 月到 12 月，制造业 PMI 中的进口指数都在荣枯线以上，今年 1 月虽然降到了 49.8，但依然和疫情前的高点接近。从签署进口订单到实际进口在海关数据上体现出来亦有时滞，因而预计短期进口数据不差。另一方面，“就地过年”倡议对实物性的商品消费影响较小，相反还由于就地过年导致生产的“V”型底变浅，可能增加对原材料的进口需求。

新冠疫情冲击下，2020 年 1 月和 2 月的出口、进口同比增速，最初是合并公布的。近期，海关总署发布了 2020 年各月的出口和进口增速，1 月和 2 月的出口增速分别为 -2.9%、-40.6%，同期进口增速分别为 -12.7%、7.7%，隔离政策在压制 2020 年 2 月出口的同时，扩大了进口需求。在季调环比均值的基础上，结合前述分析，预计今年 1 月和 2 月的出口增速分别为 20%、60%，同期进口增速分别为 30%、10%。

二、 物价数据

2021 年作为基期调整年，CPI 一揽子商品和服务的大类划分以及各自的权重都将有调整，PPI 的统计也会有变动。2020 年 11 月，前央行行长周小川撰文指出，当前的物价指标体系在衡量实际通胀时存在诸多问题。因此，本次基期调整中 CPI 的大类划分和权重，其变动程度有可能大于以往的基期调整。这可能使得用 2020 年的权重预测今年 1-2 月的 CPI 易产生较大误差。相对而言，基期调整对 PPI 预测的影响要小一些，因为以往历次基期调整中，PPI 统计的变动都不大。

1、CPI

通过高频数据和环比均值相结合的方法，测算得今年 1 月和 2 月的 CPI 同比分别为 -0.4% 和 -0.1%。

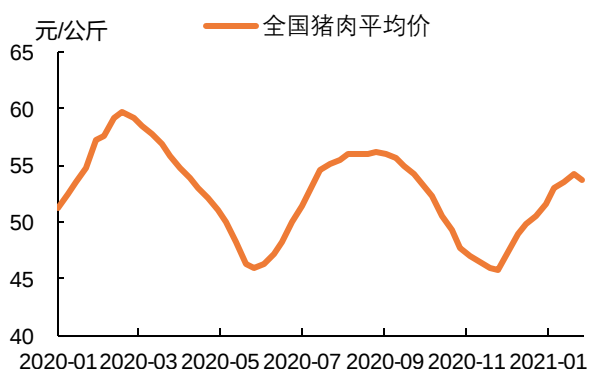
食品方面，1 月中上旬全国猪肉平均价继续上涨。1 月第三周达到了 54.2 元/公斤，第四周小幅下滑到 53.7 元/公斤。从月度均价看，2020 年 12 月为 49.6 元/公斤，今年 1 月为 53.6 元/公斤，环比上涨 8.1%。猪肉价格上涨较快，原因一是

国内出现零星疫情后，加强了对冷链进口商品的管控，猪肉进口受到冲击；二是冬季是传统的猪肉消费旺季，今年多地爆发零星疫情引发了猪肉供给和流通能否正常的担忧，出现了一定的恐慌性囤积需求，导致猪肉季节性涨价时点前移。

农业农村部数据显示，2020年7月生猪存栏同比13.1%，是2018年4月后的首次同比正增长。根据生猪5个月的养殖周期推算，今年1月国内生猪供应压力将开始缓和。加之春节后猪肉消费需求的季节性回落，以及高价格对需求的压制，我们认为全国猪肉价格正接近或者已出现阶段性的高点，后续降价概率更大。

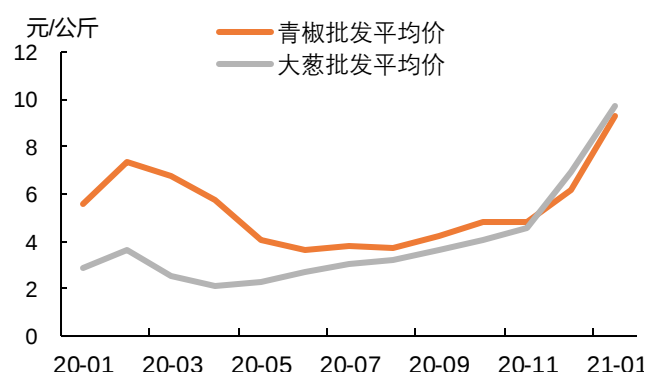
1月全国28种重点蔬菜批发价出现较快上涨。月初价格为5.29元/公斤，月末为6.21元/公斤，月内涨幅达到了17.4%。月度均价为5.92元/公斤，较去年12月环比涨幅达20.3%。蔬菜价格之所以大涨，一是2020年夏季洪涝和冬季寒流对蔬菜尤其是反季节性蔬菜的种植、运输有较大影响，二是蔬菜种植结构失衡，葱、辣椒和洋葱2019年价格较低，使得2020年种植面积减少，供给紧缺下部分蔬菜的价格涨幅更大。

图表12 1月猪肉价格继续上涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 1月青椒、大葱等涨幅较大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

非食品消费品方面，当前消费尚未完全恢复，上游涨价向下游的传导压力有限。而疫情反复和“就地过年”，将在供给和需求两个方面，同时拉低服务价格。考虑到春节错位后，今年1-2月的非食品CPI环比，大概率将弱于季节性。经测算，1月和2月的CPI同比分别为-0.4%、-0.1%。

2、PPI

经测算1月PPI同比转正到0.6%，2月进一步扩大到1.1%。

2016年以来的数据显示，PPI环比和制造业PMI出厂价格指数有很强同步性，两者拟合效果较好。今年1月官方制造业PMI出厂价格指数为57.2，可估算出今年1月PPI环比为1.0%，计算得到同比0.6%。

2月工业品价格预计将维持强势。一是钢材方面，钢材相关产品的生产具有连续性，往年返乡过年对生产的拖累较小，

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_18136

