

分析师: 周建华

登记编码: S0730518120001

zhoujh-yjs@ccnew.com 021-50586758

宏观经济扩张放缓, 货币政策难言宽松

——宏观经济 3 月综述与展望

证券研究报告-宏观定期

发布日期: 2021 年 03 月 30 日

相关报告

- 1 《宏观报告: 经济增速延续回落, 高点或已经确认-宏观高频追踪思考第 3 期》
2021-03-23
- 2 《宏观报告: 经济扩张边际放缓, 通胀或温和延续-宏观高频追踪思考第 2 期》
2021-03-16
- 3 《宏观报告: 经济扩散向好, 通胀节奏分化-宏观高频与热点思考第 1 期》
2021-03-08
- 4 《宏观报告: 政府工作报告目标与政策安排主线-宏观点评》 2021-03-06
- 5 《宏观报告: 春节与通胀预期共同推动 PMI 下行-2 月 PMI 数据点评》 2021-03-01

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 14 楼

邮编: 200122

报告要点:

● 经济增长情况:

生产端 2 月工业生产趋势性向好, 已经基本回归至疫情前的潜在增长路径, 价格水平上, 工业品与 PPI 上涨呈现出量价同向波动, 表现出工业领域较好的需求修复特征。但进入 3 月生产扩张明显放缓, 汽车、钢铁、化工等工业生产整体处在增速边际回落的周期当中。

需求端 2 月消费、投资剔除基数效应后, 复苏均较为温和, 结合十四五规划内循环畅通以结构性政策为主, 内需增长仍需长期观察, 预计短期内内需将会保持温和复苏节奏。外需而言, 中长期的政策宽松约束与全球伤痕的修复周期不利于我国中期出口, 但短期政策外溢效应依然存在。

● 通货膨胀情况:

通货膨胀上, 2 月通货膨胀整体平稳, CPI 受食品价格回落影响较大, PPI 增长较好, 显示出工业品需求修复明显好于生活资料需求修复。进入 3 月后, 工业品领域出现了明显的通胀超调, 预计 3 月 PPI 将会达到 4% 左右, 但随着海外部门通胀预期调整, 工业品价格将会逐步回落; CPI 将会继续受到 CPI 食品下行的影响而在 0 区域附近波动。

● 实体经济融资情况:

2 月我国社会融资规模同比增长 13.30%, M2 口径货币供应量同比增长 10.10%, 二者均较前值有所上行, 迎来了超预期回升。结合货币政策基调, 如果预计全年经济名义增长在 9.5% 左右, 社融与 M2 已经基本达到这一中枢区域, 预计后续社融与 M2 可能保持在稳定水平或小幅回落, 中长期将延这一中枢波动。

● 货币市场运行情况:

货币市场运行上, 2、3 月份尽管 OMO 投放有限, 但财政投放与外汇占款形成了资金供给的补充, 加之利率债发行节奏较往年显著推迟对资金需求构成冲击, 导致货币市场利率运行整体比较稳健, 资金也相对充裕。预计四月份, 财政存款增加、利率债放量将会资金面构成冲击, 央行的政策态度将决定利率中枢的走势, 结合货币政策委员会一季度例会表态, 央行的政策意图较为模糊, 4 月的资金面维持中性判断。

风险提示: 外需不确定性, 央行货币政策态度较为模糊

内容目录

1. 我国工业生产情况	4
1.1. 二月工业生产状况	4
1.2. 工业生产高频追踪与展望	5
2. 我国三大需求情况	6
2.1. 二月消费需求情况	6
2.2. 二月投资需求情况	8
2.3. 二月出口需求情况	8
2.4. 需求侧增长展望	10
2.4.1. 内循环展望	10
2.4.2. 外循环展望	10
3. 我国通货膨胀情况	12
3.1. 工业生产者价格指数（PPI）	12
3.2. PPI 高频追踪与展望	13
3.3. 居民消费价格指数（CPI）	14
3.4. CPI 食品高频追踪与展望	15
4. 我国实体流动性情况：货币信贷	16
5. 我国金融流动性情况：利率	17
5.1. 货币市场运行情况	17
5.2. 货币市场运行前瞻	19
6. 经济运行总结与展望	19

图表目录

图 1: 2 月我国工业生产同比趋势性向好	4
图 2: 季节性因素对工业生产形成小幅冲击	4
图 3: 制造业 PMI 受春节影响小幅回落	4
图 4: 生产与库存受春节影响均小幅回落	4
图 5: 制造业产品价格依然保持高位增长	5
图 6: 制造业订单需求小幅回落	5
图 7: 2 月发电量震荡、汽车生产扩张	5
图 8: 2 月钢铁生产、化工生产均扩张	5
图 9: 工业生产进入 3 月份明显回落	6
图 3: 企业盈利受价格影响受到压缩	6
图 10: 社零增长剔除基数相对温和	7
图 11: 餐饮收入增速明显跃升	7
图 13: 乡村消费增速近期内略低于城镇消费	7
图 14: 我国 2 月消费品零售额组成（测算）	7
图 14: 限额以上消费品零售额增速大幅跃升	7
图 15: 金银珠宝、汽车、家具、纺服消费增幅明显	7
图 17: 剔除基数效应，投资额增长相对温和	8
图 18: 农业、卫生、居民服务投资累计增速较高	8
图 19: 私人投资与政府投资共同发力	8
图 20: 水利、交运投资开始发力，增幅明显	8
图 21: 我国出口金额增速大幅超过预期	9

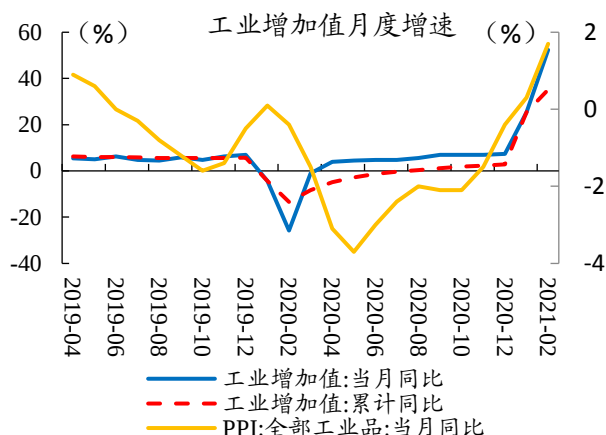
图 22: 我国出口金额 2 月累计同比增速.....	9
图 23: 2 月出口增长主要由塑料、橡胶, 鞋帽伞杖, 艺术品, 皮革制品, 化工产品拉动.....	9
图 23: 2 月我国武器弹药、艺术品、珍珠宝石、鞋帽伞杖出口均取得明显跃升.....	10
图 17: 美国私人投资受经济冲击明显萎缩.....	11
图 18: 美国劳动力要素受经济冲击明显萎缩.....	11
图 19: 全球经济增长存在伤痕, 需要较长的修复周期.....	11
图 20: 美国与欧盟产能基本恢复至疫情前水平.....	12
图 21: 美日资产价格泡沫明显催生.....	12
图 30: 2 月我国 PPI 复苏明显.....	12
图 31: 生产资料需求修复为通胀主要贡献.....	12
图 32: 工业增长修复与工业品价格走势相一致.....	13
图 33: 进入 3 月主要大宗商品出现明显的价格超调.....	13
图 37: 预计 3 月 PPI 将会达到 4% 左右的水平.....	14
图 35: 国际油价上升对我国输入效应明显.....	14
图 36: 美国工业品出现显著的通胀超调.....	14
图 37: 2 月 CPI 较为温和, 依然在负增区间.....	15
图 38: 核心 CPI 回到 0 区间, 需求表现一般.....	15
图 39: 我国 2 月 CPI 权重组成 (测算).....	15
图 40: 2 月 CPI 下行拉动以交运和食品项变动为主.....	15
图 41: 进入 3 月猪肉价格下行延续.....	15
图 42: 预计 CPI 食品将会延续下行趋势.....	15
图 43: 2 月货币供给与社融增速超预期向好.....	16
图 44: 社融增长主要由非标抬升和标融增长拉动.....	16
图 45: 2 月末贴现银行承兑汇票增速高达 32%.....	16
图 46: 货币增速基本达到 9.5% 的全年名义增长中枢.....	16
图 47: 2、3 月公开市场操作并不宽松.....	17
图 48: 2、3 月货币市场利率保持稳健的运行, 显示出相对宽松的资金环境.....	17
图 47: 一季度银行加权法准率为 9.35% (测算).....	18
图 48: 2 月银行超储率为 1.21% (测算).....	18
图 51: 2 月财政投放高于往年平均水平 4000 亿左右.....	18
图 52: 货币当局的外汇干预力度较小.....	18

1. 我国工业生产情况

1.1. 二月工业生产状况

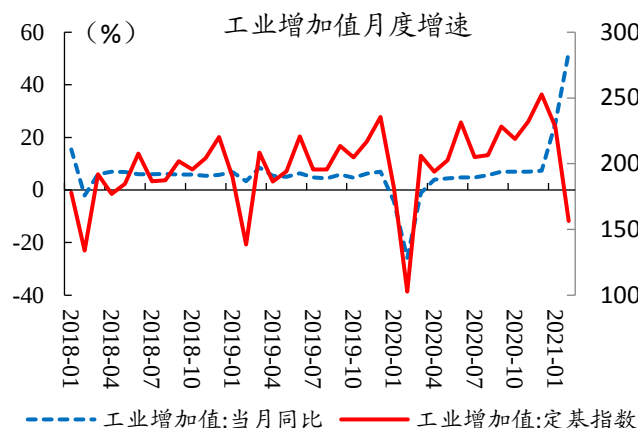
2 月份我国工业增加值当月同比增长 52.34%，累计同比增长 35.10%，若剔除去年同期基数影响，与前年定基指数相比，折合年化增长率为当月同比增长 6.27%，复苏状况较好。由于工业增加值具有较强的季节性，表现为春节期间工业生产的回落比较明显，2 月我国工业增加值整体上较 1 月份回落 31%。整体上，我国工业增加值已经基本回归至疫情前的潜在增长路径，价格水平上，2 月 PPI 同比录得 1.7%，量价同涨表现出工业领域较好的需求修复特征。

图 1：2 月我国工业生产同比趋势性向好



资料来源：Wind，中原证券

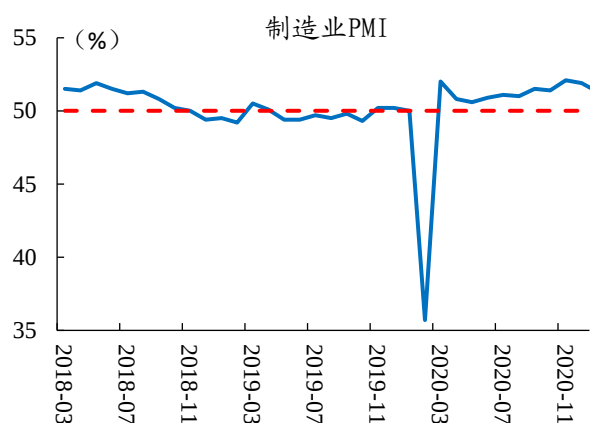
图 2：季节性因素对工业生产形成小幅冲击



资料来源：Wind，中原证券

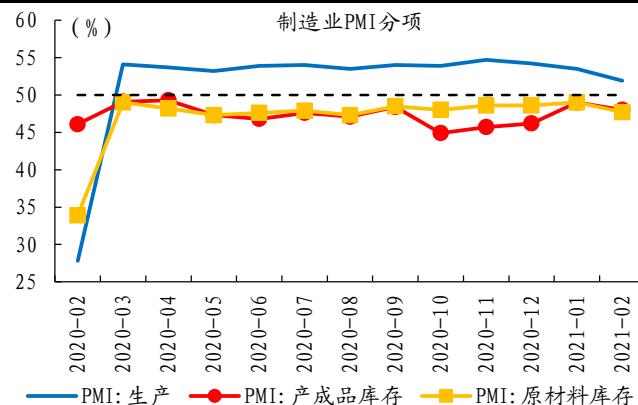
制造业领域，同样受到春节期间生产活动下降影响，2 月 PMI 指数表现出显著的环比回落特征。生产端，生产指数较前值回落 1.6 个百分点，原材料库存从 2020 年 8 月以来首次下行，下行幅度为 1.3 个百分点。需求端，新订单指数较前值下行 1 个百分点，新出口订单再次进入景气线以下，录得 48.8%，同时在手订单指数也较前值下滑 1.2 个百分点，需求端呈现出边际下行的压力。整体上，我国 2 月份生产与需求两侧较 1 月份放缓显著，但春节影响带来的季节性因素居多。

图 3：制造业 PMI 受春节影响小幅回落



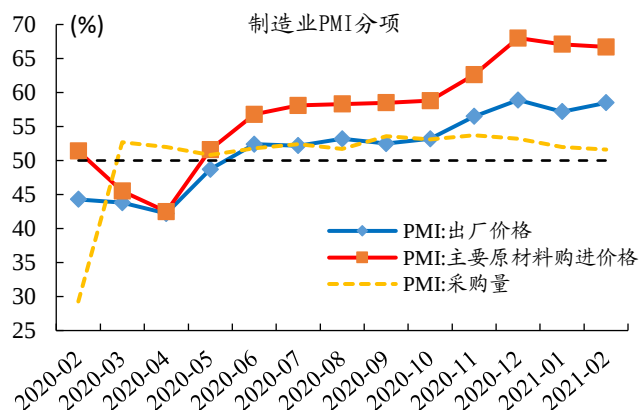
资料来源：Wind，中原证券

图 4：生产与库存受春节影响均小幅回落



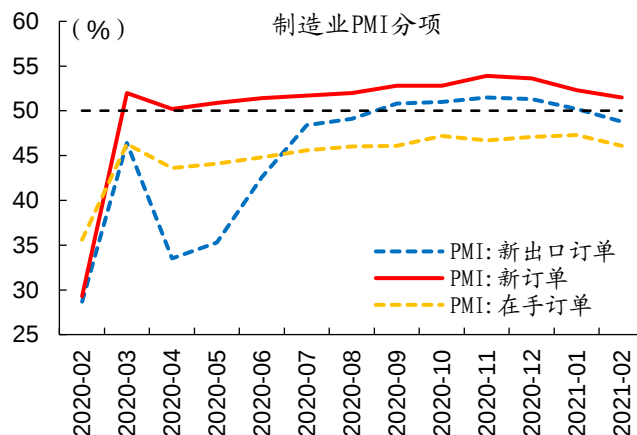
资料来源：Wind，中原证券

图 5：制造业产品价格依然保持高位增长



资料来源：Wind，中原证券

图 6：制造业订单需求小幅回落

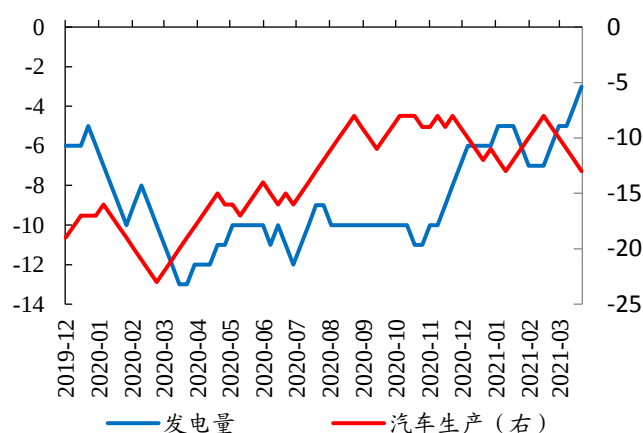


资料来源：Wind，中原证券

1.2. 工业生产高频追踪与展望

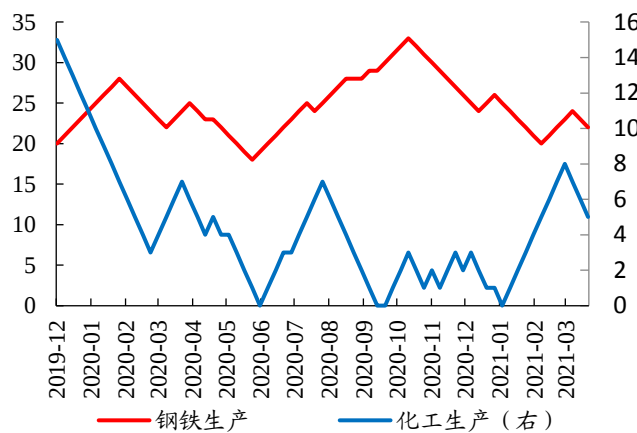
根据追踪的高频数据体系，将各项追踪指标加权组合，可以得到如下工业细分领域的同比走势。整个 2 月份，发电量处于震荡期，汽车生产、钢铁生产、化工生产同比均有所扩张，由于同比数据剔除了春节带来的生产季节性，工业高频走势与工业增加值同比数据保持一致，整个 2 月份工业生产的趋势性因素在向好。

图 7：2 月发电量震荡、汽车生产扩张



资料来源：Wind，中原证券

图 8：2 月钢铁生产、化工生产均扩张



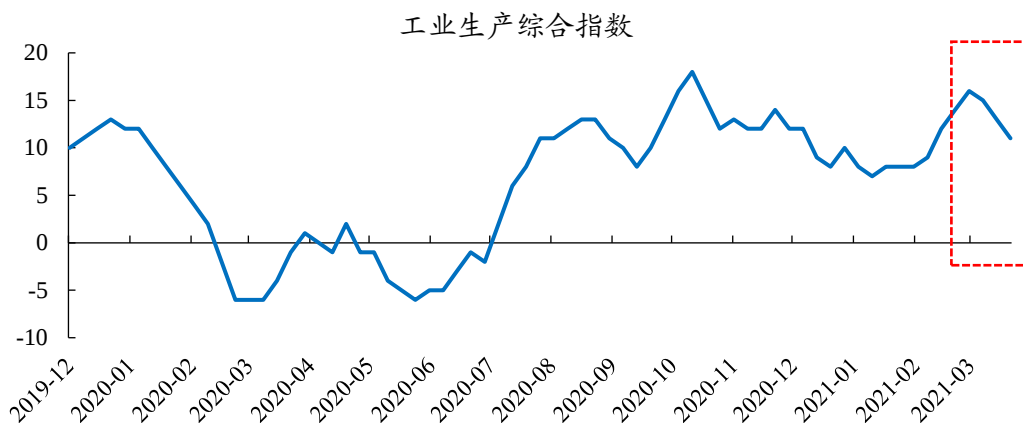
资料来源：Wind，中原证券

将以上细分项目通过合并处理，可以得到衡量我国工业生产的综合性指标，同时注意到 3 月汽车、钢铁、化工等工业生产整体处在增速边际回落的周期当中，根据前述报告预测我国全年经济增长会于一季度左右触顶并进入稳健区间，预计工业生产会进一步延续边际放缓的趋势。

从央行的景气调查来看，3 月份我国工业生产根据央行公布的 5000 户工业企业景气扩散指数，一季度我国工业企业经营情况向好，但受到近期 3 月以来工业品价格高位不下的影响，企业盈利情况有所受损。从工业品订单来看，伴随经济增速逐步见顶的节奏需求侧也有所收敛。

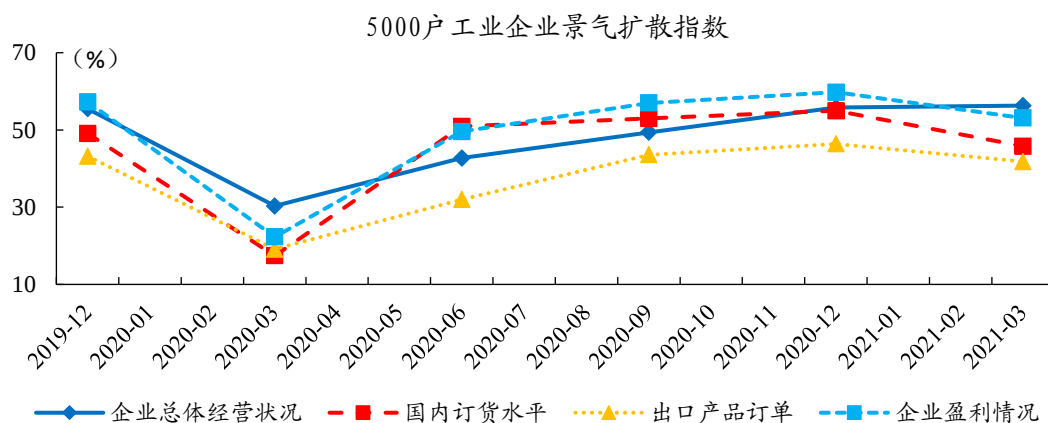
综上从预计伴随经济逐步触顶，工业生产增速将会逐步边际回落。

图 9：工业生产进入 3 月份明显回落



资料来源：Wind，中原证券

图 10：企业盈利受价格影响受到压缩



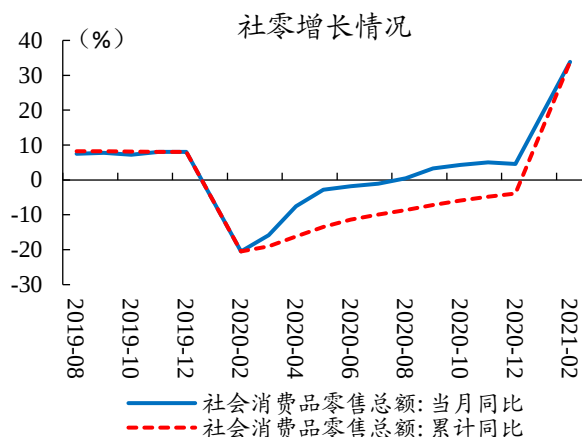
资料来源：Wind，中原证券

2. 我国三大需求情况

2.1. 二月消费需求情况

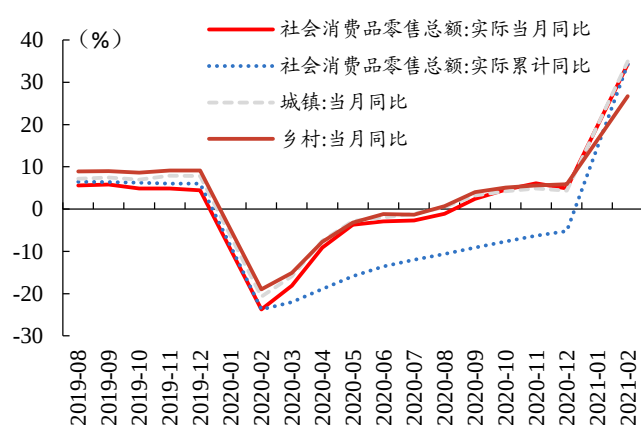
1~2 月，我国社会消费品零售总额累计 69736 亿元，截止 2 月实际累计同比增长 34.3%，若剔除去年同期基数效应，我国社零较 2019 年同期年化增长 2.74%，处在一个整体较为温和的水平。从细分项目来看，餐饮收入是消费增长的主要拉动力，商品零售与汽车外消费品增长基本与社零走势一致。分城乡消费力量来说，截止 2 月，城镇消费累计同比增长 34.90%，乡村消费累计同比增长 26.70%，城镇消费复苏韧性略优于乡村消费，但拉长视角来看，乡村消费的潜力已经逐步得到释放，与城镇消费走势基本一致。

图 11: 社零增长剔除基数相对温和



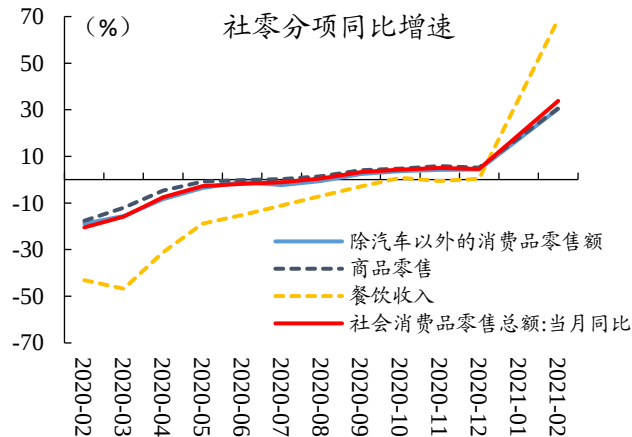
资料来源: Wind, 中原证券

图 13: 乡村消费增速近期内略低于城镇消费



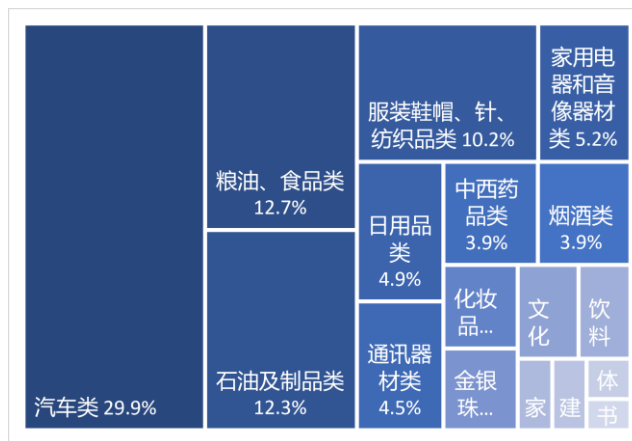
资料来源: Wind, 中原证券

图 12: 餐饮收入增速明显跃升



资料来源: Wind, 中原证券

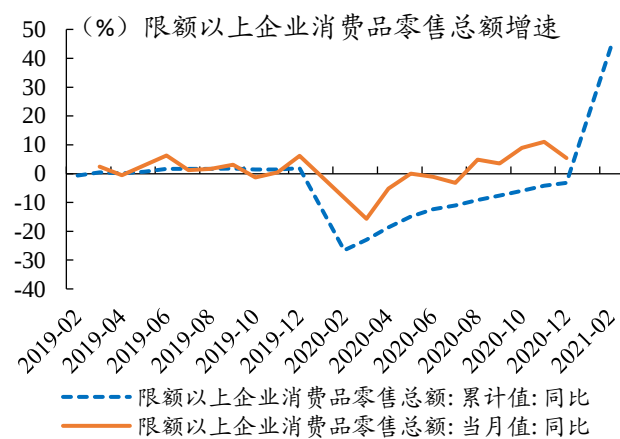
图 14: 我国 2 月消费品零售额组成 (测算)



资料来源: Wind, 中原证券

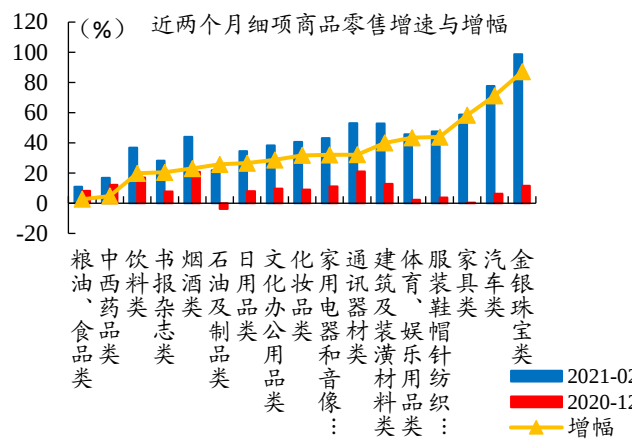
2月我国限额以上企业消费品零售总额达到43.81%，其中金银珠宝、汽车、家具、纺织服装类消费较2020年12月大幅跃升，成为我国消费的主要拉动力，金银珠宝同比增速高达98.7%，汽车类消费同比增长77.6%，家具类消费同比增长58.7%，纺织服装消费同比增长47.6%。整体上，2月份我国消费全方位提振，以可选消费的增长为主要拉动力，必选消费领域保持稳健。

图 15: 限额以上消费品零售额增速大幅跃升



资料来源: Wind, 中原证券

图 16: 金银珠宝、汽车、家具、纺织消费增幅明显



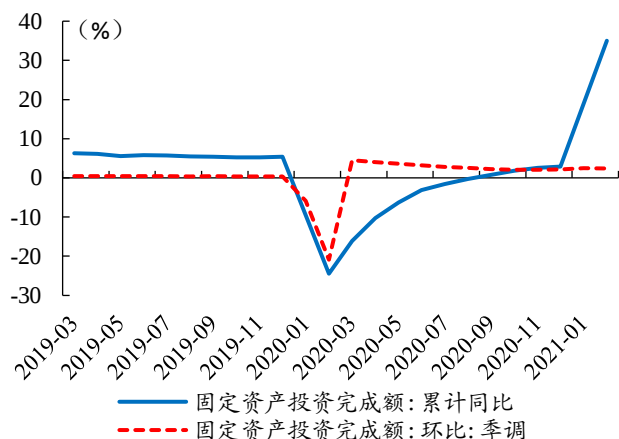
资料来源: Wind, 中原证券

2.2. 二月投资需求情况

1~2 月我国固定资产投资累计同比增长 35%，除去基数效应，我国 1~2 月固定资产投资较 2019 年同期年化增长率为 0.43%，复苏状况温和，疫情对潜在中枢的冲击比较明显，从环比数据来看，当前投资增长已经企稳，基本回到疫情前的增速水平。1~2 月农业、卫生、居民服务累计投资增速位列前三位，其中农业投资增速高达 60%。

具体投资科目上，私人与政府部门共同发力，表现为制造业投资、地产投资、基建投资的一致增长路径，1~2 月我国制造业投资累计同比增长 37.3%，房地产开发投资累计同比增长 38.3%，基建投资累计同比增长 34.95%，均表现出较好的增长势头，也都达到了疫情前的水平，全社会投资需求明显改善，投资效率提升。其中政府部门基建投资开始发力，表现为水利、交通运输设施投资实现显著跃升，电热燃水投资则保持了高位增长。

图 17: 剔除基数效应，投资额增长相对温和



资料来源: Wind, 中原证券

图 19: 私人投资与政府投资共同发力

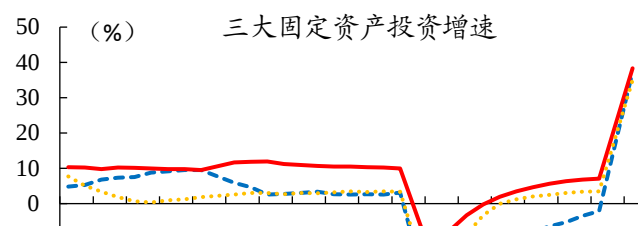
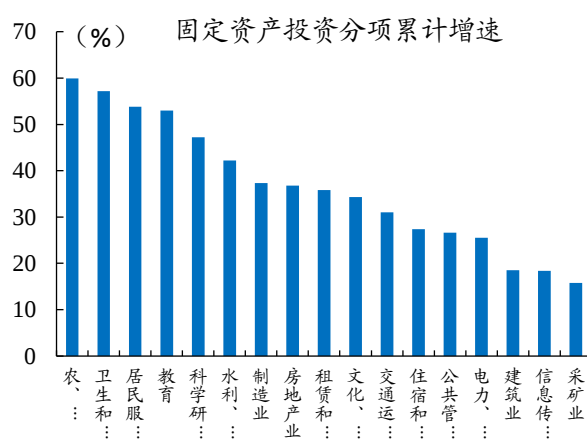
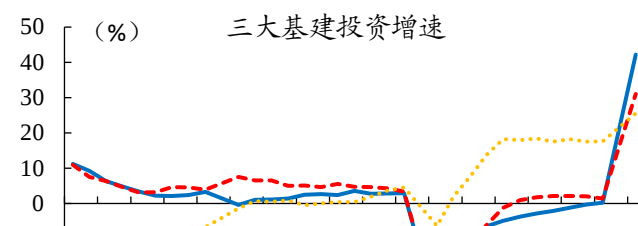


图 18: 农业、卫生、居民服务投资累计增速较高



资料来源: Wind, 中原证券

图 20: 水利、交运投资开始发力，增幅明显



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_18652

