

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511920

相关研究

- 商品价格已是强弩之末，随时准备空
- 经济拐点就在当下
- CPI 双双转正，PPI 超预期回升
- 1-2 月出口料见顶回落，股弱债强趋势将形成

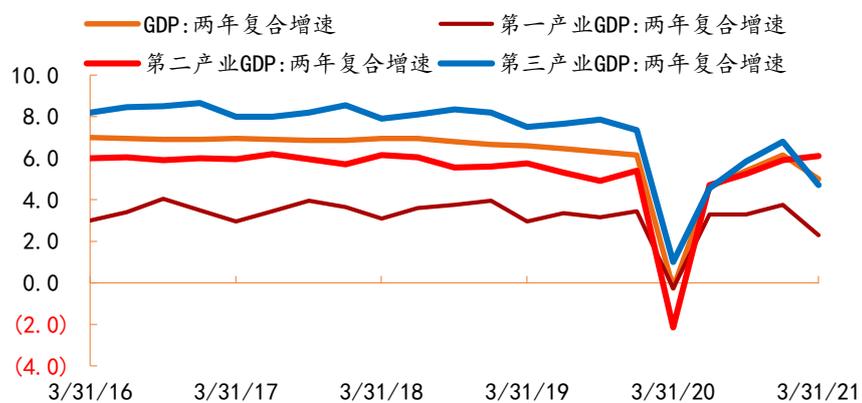
- 经济短期有反弹，但不改下行趋势。国债收益率仍有下行空间，但幅度不大。如果美股不明显调整，沪深 300 下跌空间有限，不排除有反弹，但反弹力度不大。
- 市场对宏观经济走势判断出现了巨大的分歧。看空者认为 2020 年四季度就是本轮经济的高点。看多者认为，3 月出现了明显的反弹，而且反弹有望延续。
- 我们认为，在实物需求方面，3-4 月的内需反弹的确存在，但补坑结束后仍然进入内外需同时走弱的下行趋势；而随着疫情的受控，服务业需求在二季度仍有上升空间。二季度 GDP 的环比增速甚至将有所回升。但整体来看，经济实际上大概在 2020 年底或 2021 年初见顶。然而，由于疫情对一二季度 GDP 扰动，使得市场对经济走势的判断将在整个上半年一直充满争议。
- 在经济下行的大背景下，国债收益率仍有一定的下行空间。就二季度而言，实物需求将进一步下行，而服务业需求可能相比一季度有所回升。因此，整体经济下行的幅度相对有限，国债收益率下行的空间并不大。
- A 股与海外股市的背离在短期内加剧，已经到了历史极值水平。如果美股不出现明显调整，A 股进一步下跌的空间不大，不排除在短期内有反弹的可能。然而，在全球收紧、中国经济下行及国政形势三大矛盾没变前，股市的中期走势依然受限。

风险提示：疫苗不及预期

一季度数据出台，经济整体的表现是：一季度整体偏弱，但3月单月数据较强。因此，市场对宏观经济走势判断出现了巨大的分歧。看空者认为，一季度的数据，除了工业增速略有提升，三产和整体增速都出现了明显的下行，回头看2020年四季度就是本轮经济的高点。看多者认为，1-2月经济特别是需求端受到疫情的影响回落，因此一季度的GDP增速较弱；3月出现了明显的反弹，而且反弹有望延续。

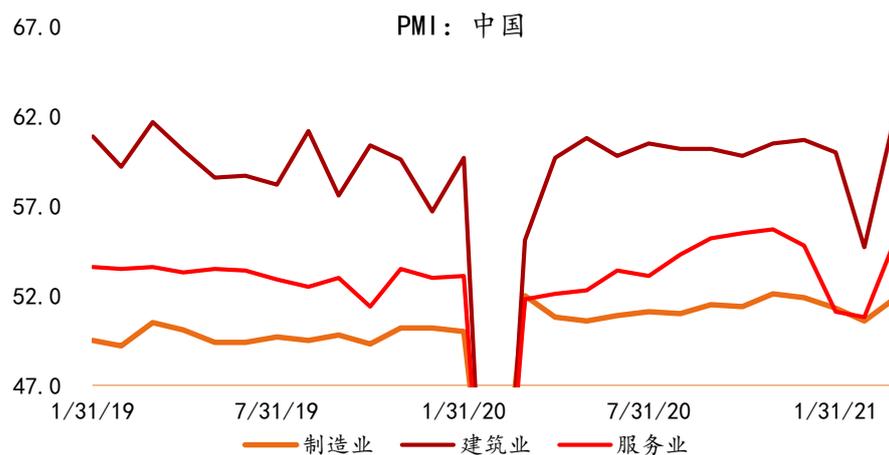
两种说法均有一定的逻辑和数据支撑，关键看点在于3月之后反弹的持续性。综合多方面的数据分析，我们认为，在实物需求方面，3-4月的内需反弹的确存在，但补坑结束后仍然进入内外需同时走弱的下行趋势；而随着疫情的受控，服务业需求在二季度仍有上升空间。二季度GDP的环比增速甚至将有所回升。但整体来看，经济实际上大概在2020年底或2021年初见顶。然而，由于疫情对一二季度GDP扰动，使得市场对经济走势的判断将在整个上半年一直充满争议。

图1：二产强劲，三产弱势



资料来源：Wind, 首创证券

图2：PMI



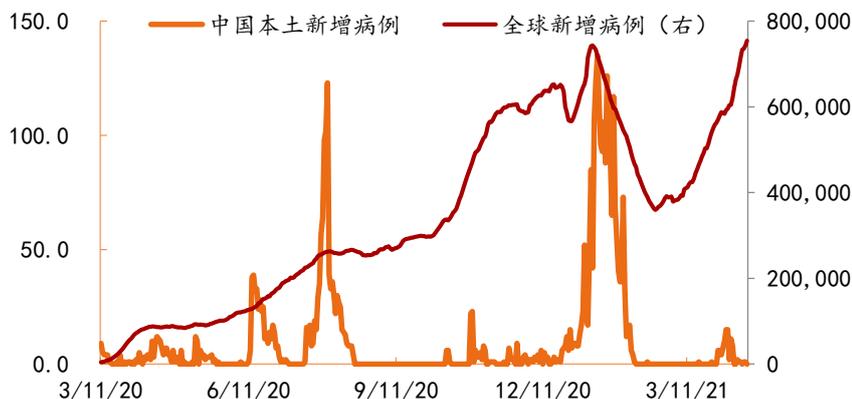
资料来源：Wind, 首创证券

图1显示了分产业GDP增速的增速。受到外需提升及就地过年的影响，二产保持了强势。一产和三产增速则明显下降，幅度并不小，很明显和1-2月的疫情影响有关。图2的PMI走势展示了经济的月度走势。尽管有一定的季节性影响，但PMI波动的幅度很大，较为清晰的显示了疫情导致的砸坑以及疫情缓解后的反弹。制造业投资、基建

投资、房地产投资及消费指标等内需的走势基本类似。

从图3，我们可以看出，疫情发展于1月初，大概在2月初进入尾声。由于2月12日是春节，疫情对需求的影响至少持续到2月中旬。可以粗略判断，国内需求的反弹大致从2月下旬开始。简单推算，假如疫情的负面影响和补坑效应对称的话，那么补坑的影响将从2月下旬延续至4月中旬。

图3：中国与全球病例



资料来源：Wind、首创证券

除了补坑的时间跨度之外，我们需要大致了解补坑反弹的力度。投资和消费整体是反弹的，但变量较多。对于整体内需，一个衡量的变量是进口增速。一季度的进口名义增速累计同比高达28%，非常高，市场绝大多数的解读都归功于内需的强劲。然而，这里有很大的误读。一季度名义进口的高增速一部分来自于商品价格的大幅上升，一部分来自于出口高增的衍生影响，还有一部分源于基数效应。尽可能剔除这些效应之后，我们发现，表征内需的进口实际同比增速在1-2月出现了大幅下行，而在3月则明显反弹，增速与去年12月的高点相仿。这与国内需求的走势是非常类似的。3月的增速与去年12月的增速相当，但一季度的整体增速是偏弱的。

图4：进口增速



资料来源：Wind、首创证券

4 月的中上旬预计还处在补坑的时间段，从商品期货的价格走势来观察，4 月的补坑上冲效应并不强烈。

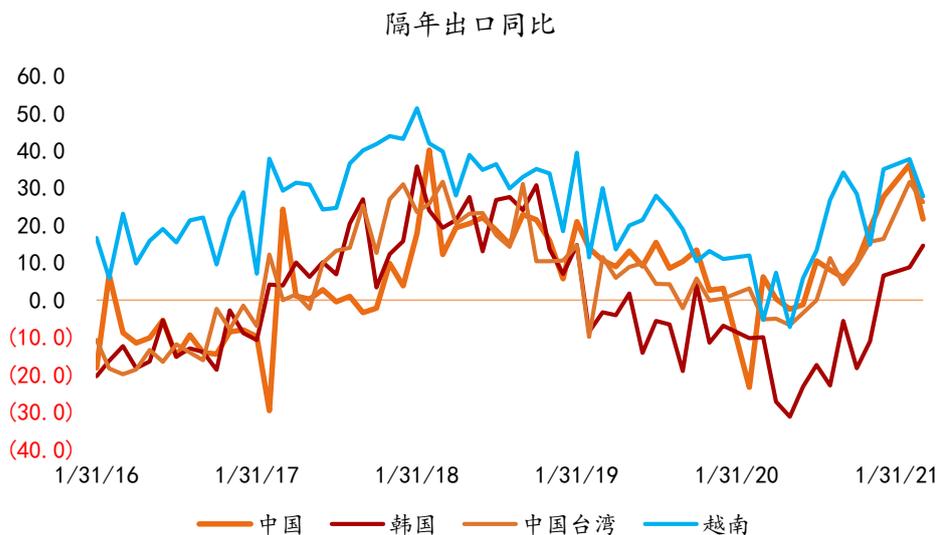
图 5：商品期货指数



资料来源：Wind, 首创证券

往后看，我们需要预测内外需的走势。综合来看，实物需求下行的态势还是较为明显。

图 6：出口同比

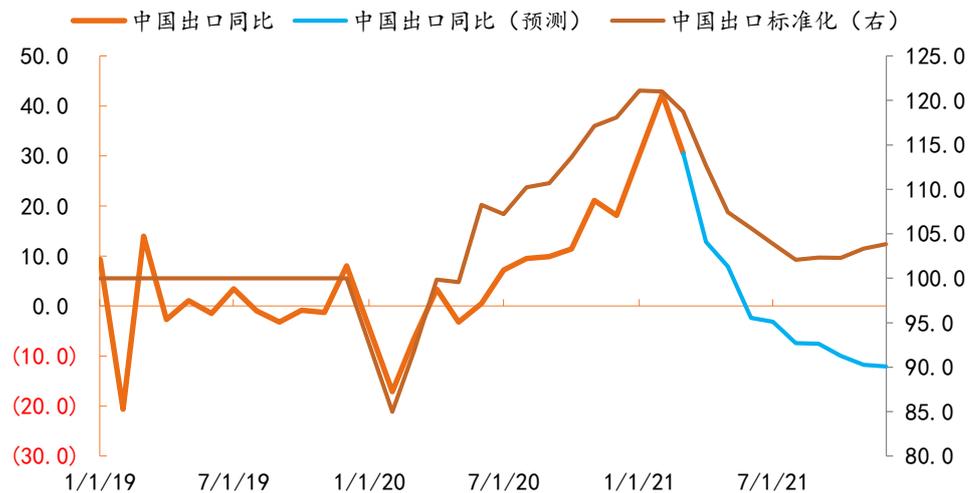


资料来源：Wind, 首创证券

注：隔年出口同比指的是，基数从去年同月数换为两年前同月数。

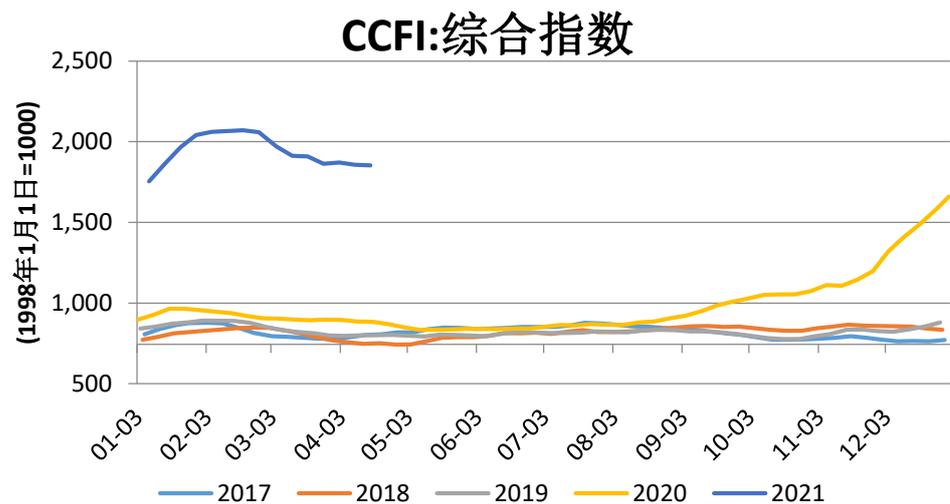
对于出口，3月的增速如我们预期明显下滑。这一现象不仅限于中国，中国台湾和越南的情况也类似，仅有韩国略有上升。我们在1月20日的报告《1-2月出口料见顶回落，股弱债强趋势将形成》(别名：《不宜对2021年的出口期望过高》)中对2021年的出口增速进行了详细的探讨。我们预判，1-2月就是出口的顶点，往后延续下行。目前来看，出口走势符合我们的预期。

图7：中国出口预测



资料来源：Wind, 首创证券

图8：CCFI 综合指数



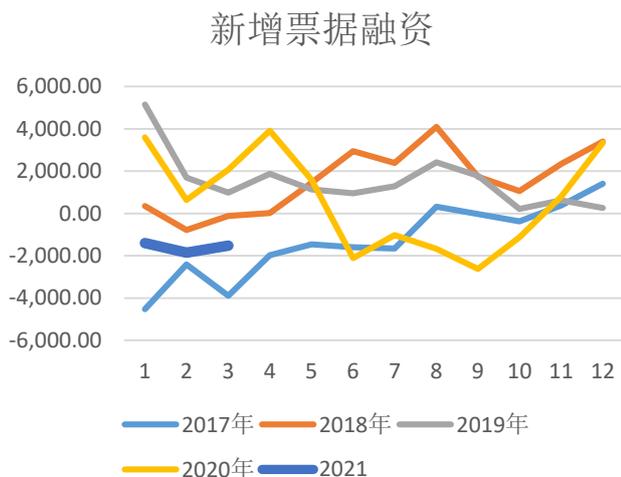
资料来源：Wind, 首创证券

对于内需走势的判断，融资数据更为关键。我们在《3月金融数据点评_下行右侧的确认_20210413》的报告对最新的融资数据进行了阐述。3月的社融总量低于预期，但融资条件变得更宽松，这说明融资需求在下降。3月票据融资依然受到压制，但银行未贴

现承兑汇票并没有如 1-2 月明显增加，而票据利率则出现大幅下行，说明融资动能在减弱。

在融资需求下降的同时，政府仍然维持了适度去杠杆的态势。信托贷款减少量明显增大，政府债券融资基本和 2017-2019 年的均值类似。一般来说，政府的决策会滞后于实体经济的变化。因此，实体需求的下降和政策的收紧可能在一段时间内共存，直到经济下行的幅度达到一定程度才会促使政策放松。因此，3 月是从右侧确认了金融数据下行，而这个下行趋势至少将维持一段时间。

图 9 票据融资（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

图 10 票据利率



资料来源：Wind，首创证券

图 11 信托贷款（亿元）

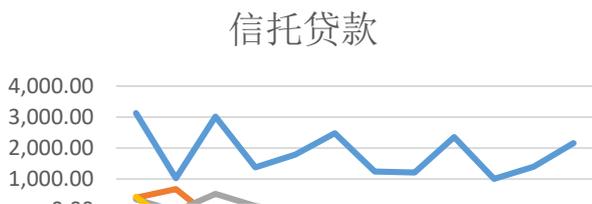


图 12 社融：政府债券净发行（亿元）



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_18992



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>