

核心观点

韦志超

首席分析师

SAC 执证编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511920

相关研究

- 出口继续超预期增长, 短期仍将有不俗表现
- 社融拐点确认, 非标收缩明显
- CPI 双双转正, PPI 超预期回升

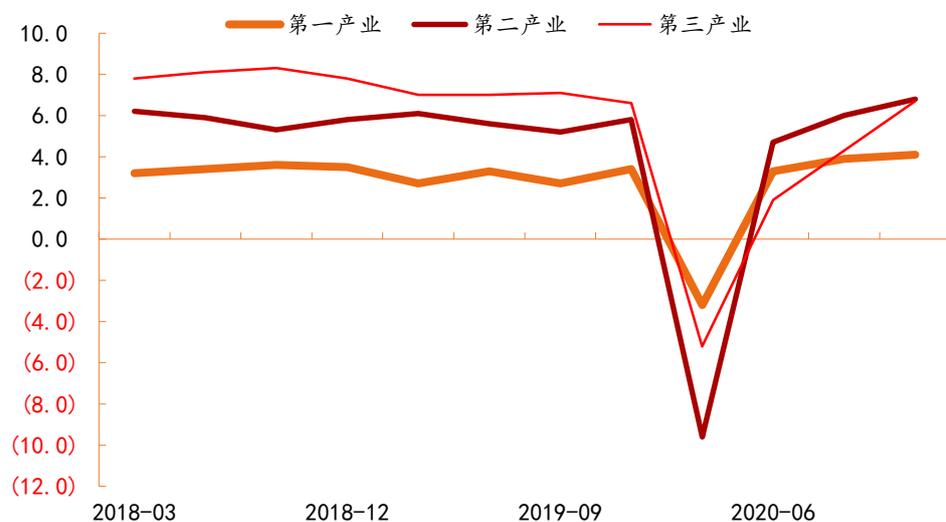
- 尽管四季度 GDP 高于市场预期, 但综合诸多数据, 我们判断, 最晚至 2021 年 1-2 月, 经济的拐点出现。在此背景下, 1-2 月内 A 股可能出现调整, 债券收益率则有望进入下行通道。
- 第三产业同比增速为 6.7%, 是超出预期的最主要因素。6.7% 的增速, 已经非常接近 2019 年 6.9% 的增速。鉴于三产的“补坑效应”很小, 三产同比增速 (剔除基数原因) 进一步上升的空间已比较有限。
- 在 11-12 月出口增速大幅增长的背景下, 制造业同比增速连续四个月继续保持平稳。这意味着内需同比增速其实已经在回落了。
- 2020 年 3-5 月社融集中放量, 因此社融环比增速高峰在 3-5 月, 特别是 3 月。按照通常广义社融领先七个月的规律, 内需环比增速的高峰在 10-12 月。即使考虑疫情导致滞后期拉长, 最晚至 2021 年 1-2 月是内需的高点。外需的高点基本也在 1-2 月。因此, 最晚至 2021 年 1-2 月, 经济的环比增速拐点出现。
- 由于 1-2 月属于数据的空窗期, 拐点的确认需要等到 3 月甚至到 4 月。因此, 在这段时间内, 市场仍然会延续之前的逻辑: 股市相对较强, 债市相对较弱。然而, 从现在开始, 我们建议对股市要开始战略性防守, 对债市要开始战略性进攻。随着数据的一步步确认, 市场的拐点会进一步清晰。

尽管四季度 GDP 高于市场预期,但综合诸多数据,我们判断,最晚至 2021 年 3 月,经济的环比增速开始回落。在此背景下,1-2 月内 A 股可能出现调整,债券收益率则有望进入下行通道。

1 三产增速超预期,但难以再往上

1 月 18 日,四季度 GDP 和 12 月经济数据公布,其中四季度 GDP 同比增速为 6.5%,高于市场预期。其中,第三产业同比增速为 6.7%,是超出预期的最重要因素。6.7%的增速,已经非常接近 2019 年 6.9%的增速了。我们判断,三产同比增速(剔除基数原因)进一步上升的空间已经比较有限了。

图 1: GDP 三大产业增速 (%)



资料来源: Wind, 首创证券

图 2: 香港 GDP 增速

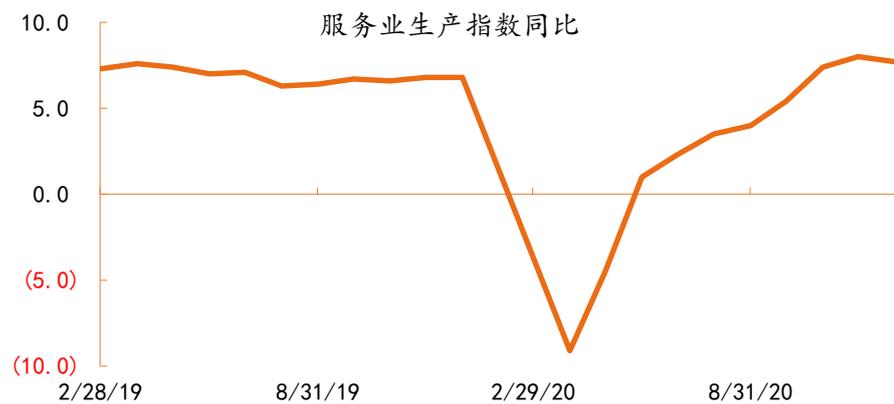


资料来源: Wind, 首创证券

这主要是因为，三产的“补坑效应”是很小的，三产的大部分经济活动，失去了也就永久失去了。比如，我们观察香港 GDP 增速在 2003 年 SARS 期间的表现，可以明显的看到 2003 年二季度砸了一个大坑。2003 年 6 月 23 日，世卫组织已经将香港从疫区中除名。然而，以第三产业为主的香港 GDP 在第三和第四季度的 GDP 增速仅略高于第一季度。

月度的服务业生产指数同比增速提供了一个验证。当这个同比增速超过疫情前水平时，其向上修复的斜率明显放缓而进入平台期。因此，我们判断，剔除基数效应之后，三产的增速向上的空间已经比较有限了。

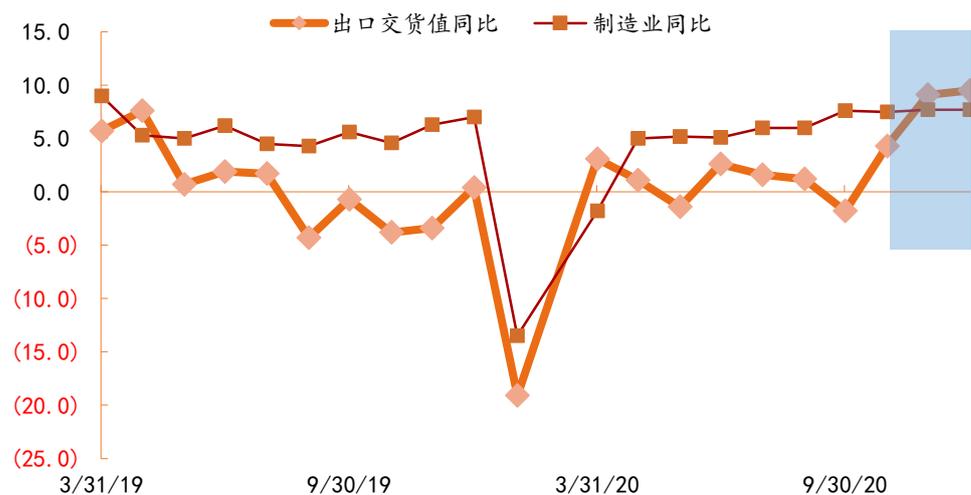
图 3：服务业生产指数同比



资料来源：Wind, 首创证券

2 二产增速靠外需，1-2 月要见顶

图 4：单位：%

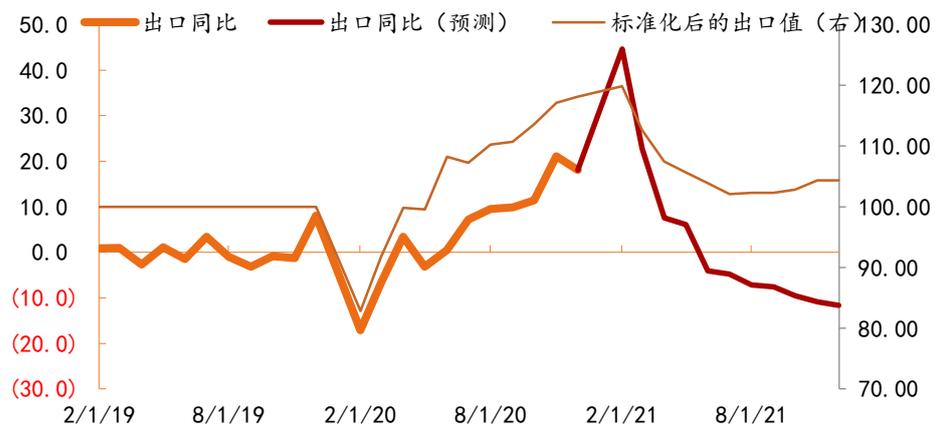


资料来源：Wind, 首创证券

12月的工业增速为7.3%，保持了一路上扬的势头。然而，制造业同比增速已经连续四个月维持在7.6%左右。另外，我们知道，部分因为11月疫苗的缘故，海外需求明显上升，导致11-12月出口同比增速大幅增长。然而，在出口增速大幅增长的背景下，制造业同比增速继续保持平稳。这意味着，内需同比增速其实已经在回落了。

在这种背景下，外需的走势和可持续性显得非常关键。我们经过测算估计，季调后的出口绝对量基本在2021年1-2月见顶，然后较为迅速的回落（具体请参看我们对2021年出口的测算报告）。在这种背景下，工业增速的动能最晚在1-2月出现拐点，从3月开始趋势性回落。如果内需回落的速度大于外需上升的速度，或许12月就是高点。

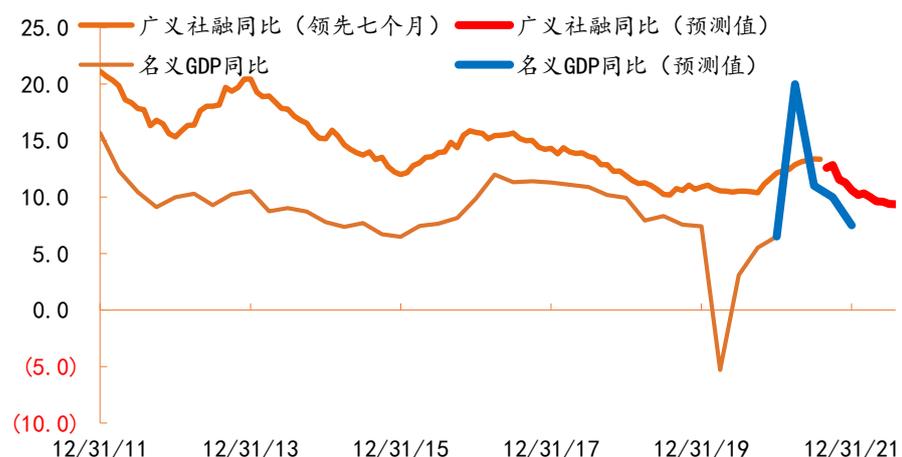
图5：2021年中国出口估计



资料来源：Wind, 首创证券

注：我们把2019年各月的出口标准化为100，以此为基准算出2020-2021年的标准化数值（相当于季调）。

图6：广义社融一般领先实体七个月

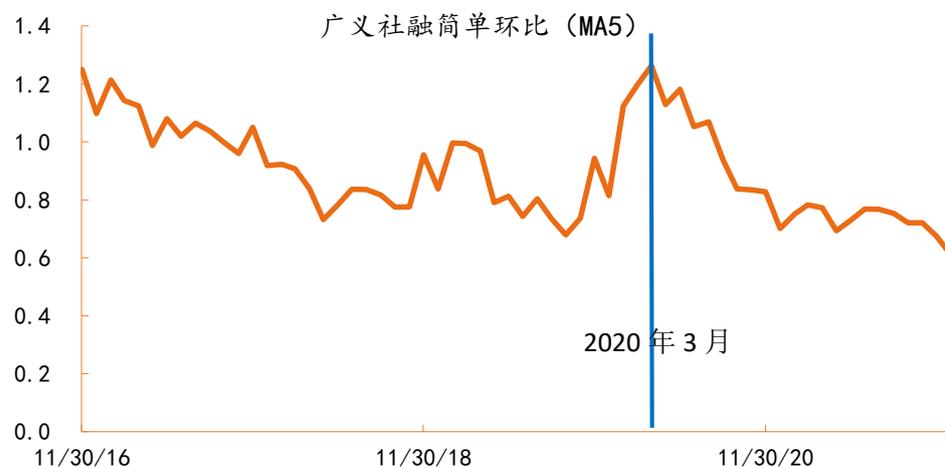


资料来源：Wind, 首创证券

内需的判断主要和广义社融相关。历史规律显示，广义社融同比增速领先名义 GDP 同比增速大概七个月左右。因此，市场普遍认为，即使剔除基数的影响，鉴于社融同比增速在 2020 年 11 月见顶回落，名义 GDP 同比增速大致在 2021 年年中见顶回落。

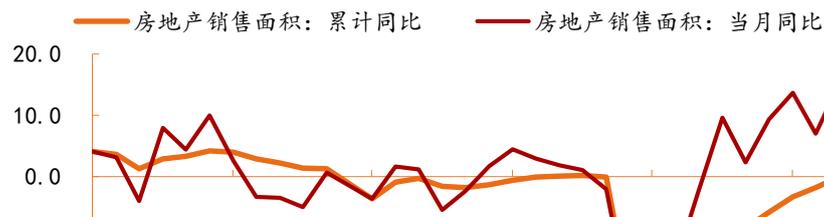
然而，对经济走势判断而言，环比更为重要。为了对抗疫情，2020 年 3-5 月社融集中放量，因此社融环比增速高峰在 3-5 月，特别是 3 月。按照通常广义社融领先七个月的规律，内需环比增速的高峰在 10-12 月。这与剔除外需后的制造业同比增速在 10 月见顶回落基本相对应。即使我们考虑疫情的影响，社融对实体的影响在领先 7 个月的基础上再滞后 2-3 个月，那么最晚至 2021 年 1-2 月就是内需的高点。外需的高点基本也在 1-2 月。因此，我们判断，最晚至 2021 年 1-2 月，经济的环比增速拐点出现。

图 3：广义社融月度简单环比（%）



资料来源：Wind, 首创证券

图 3：单位：%



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_83



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn