

核心观点

韦志超

首席分析师

SAC 执业编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-56511920

相关研究

- 两大隐忧未除，反弹力度有限
- 输入型通胀显现，CPI 或筑底回升
- 经济下行势不改，股弱债强渐形成

事件：统计局今日公布的数据显示，中国 1-2 月规模以上工业增加值同比增 35.1%，预期增 31.3%，比 2019 年 1-2 月增 16.9%，两年平均增 8.1%。中国 1-2 月固定资产投资(不含农户)同比增 35%，预期增 38.11%，比 2019 年 1-2 月增 3.5%，两年平均增速为 1.7%。中国 1-2 月社会消费品零售总额同比增 33.8%，预期增 31.7%，比 2019 年 1-2 月份增 6.4%，两年平均增速为 3.2%。

- 与 2019 年四季度数据相比，工业生产和出口表现相对较好。工业生产方面，就地过年政策使 1-2 月工业生产明显加强；外需方面，如我们之前的预测，出口在 1-2 月冲高。
- 内需表现相对疲弱。就地过年政策带来整体需求明显下降，排除就地过年政策的影响，内需的强弱尚不非常明确，需要等到 3-4 月份进行确认。
- 受到基数及就地过年等因素的影响，1-2 月经济数据对于判断经济走势作用微弱，经济下行的确认需要进一步确认，建议密切关注 3-4 月的高频指标特别是大宗商品的价格。如果经济下行进一步确认，对股市特别是顺周期板块的负面影响需要关注
- 我们判断，中国经济下行的趋势未发生变化，全球流动性收紧的趋势仍在延续，这两个问题仍然是主导中国资本市场的主要矛盾。这个组合对股票的利空最为显著，其次是大宗商品，债券则略微有利。从中期来看，我们依然建议对股市和商品要防守，对债市要进攻。

2021年1-2月经济数据由于受到2020年基数的影响，参考意义较小。为了更好地对比数据，我们将数据进行了以下处理：以2019年1-2月份数据为基数，计算2020年及2021年两年的平均增速。然后将此数据与疫情前最近的一个季度2019年四季度的数据进行比较，二者之间的差值可在一定程度上反应当前经济的强弱，其中2019年四季度数据取10、11、12月三个月的平均值。

表1：经调整的经济数据（%）

宏观经济指标	1-2月份年化 (相比19年)	19年四季度	二者差值
工业增加值：同比	8.1	5.9	2.2 ↑
服务业生产指数：同比	6.8	6.7	0.1 ↑
固定资产投资			
固定资产投资：同比	1.7	6.3	-4.6 ↓
制造业：同比	-3.4	4.7	-8.1 ↓
房地产：同比	7.6	8.2	-0.6 ↓
基建投资（不含电力）：同比	-1.6	3.1	-4.7 ↓
房地产			
商品房销售面积：同比	11	0.4	10.6 ↑
商品房销售额：同比	22.3	6.1	16.2 ↑
房地产新开工面积：同比	-4.8	9.3	-14.1 ↓
竣工面积：同比	4	13.8	-9.8 ↓
施工面积：同比	6.9	8.9	-2.0 ↓
土地购置面积：同比	-3	6.5	-9.5 ↓
社会消费品零售总额			
社零名义：同比	3.2	7.8	-4.6 ↓
社零实际：同比	1.2	4.8	-3.6 ↓
城镇：同比	3.4	7.6	-4.2 ↓
乡村：同比	1.3	9.0	-7.7 ↓
商品零售：同比	3.8	7.6	-3.8 ↓
餐饮收入：同比	-2	9.3	-11.3 ↓
外贸			
出口：同比	15.2	2.0	13.2 ↑
进口：同比	8.3	8.2	0.1 ↑

资料来源：Wind, 首创证券

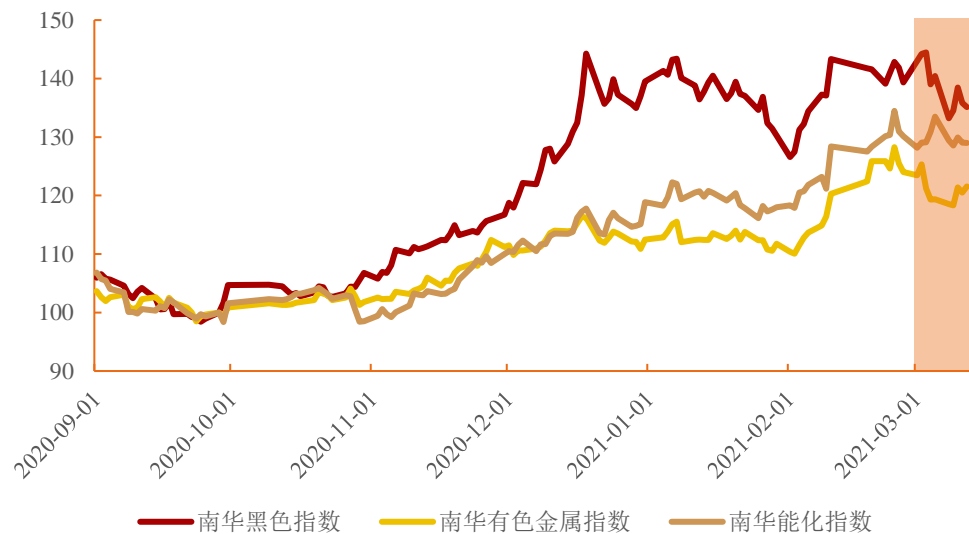
由上表可以看出，与2019年四季度数据相比，2021年1-2月工业生产和出口表现相对较好，但内需较弱。工业生产方面，2021年由于就地过年政策的影响，1-2月工业生产节奏并未明显受到春节假期的影响，及时开工带来了工业生产的旺盛；外需方面，如我们之前的预测，出口在1-2月冲高。

内需方面，就地过年政策的影响较大，虽然某些行业如春节档的火爆带动了部分需求高涨，但整体需求明显下降。排除就地过年政策的影响，内需的强弱从数据上观察尚不明确，需要等到3-4月份进行确认。

受到基数及就地过年等因素的影响，1-2月经济数据对于判断经济走势作用微弱。经济下行的确认需要进一步确认，建议密切关注3-4月的高频指标特别是大宗商品的价

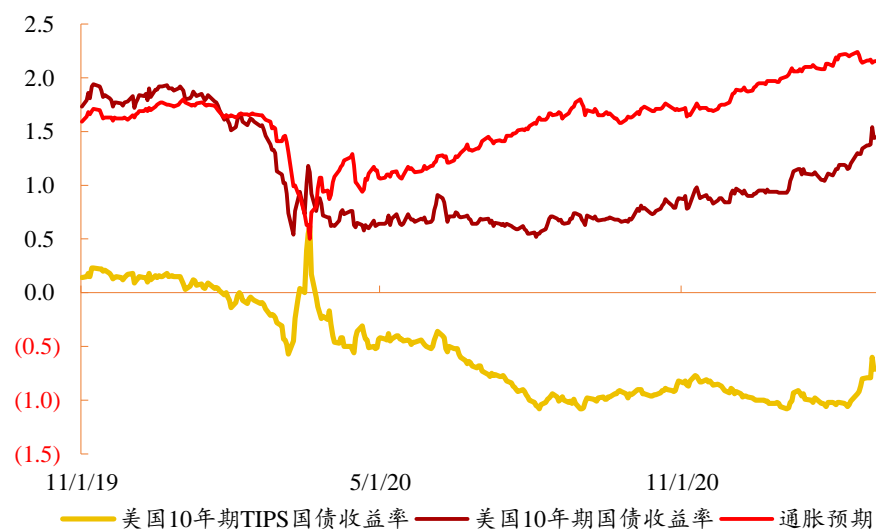
格。3月份以来，除原油外，大宗商品价格整体下行趋势明显，南华黑色、有色指数下跌约4%，南华能化指数由于原油价格支撑，跌幅较小。但美债收益率仍在上行，通胀预期仍存，说明经济增长出现了一定的分化：工业品的修复速度变缓，服务业修复仍在持续。原油作为服务业的重要原材料支撑，价格上行仍有动力。我们预判，除了原油以外，大宗商品价格仍在趋势向下，建议密切关注3-4月的高频指标特别是大宗商品的价格。如果经济下行进一步确认，对股市特别是顺周期板块的负面影响需要关注。

图1：3月以来，大宗商品价格整体下行



资料来源：Wind, 首创证券

图2：美债收益率持续上行



资料来源：Wind, 首创证券

1-2月国内出口大幅走高，预计3-4月将明显回落，中国经济下行的趋势明显。与此同时，随着疫苗的规模接种以及服务业的加速恢复，全球经济修复将会延续，那么全

球流动性收紧的趋势也不会改变。上述两个基本问题仍然是当前主导中国资本市场的主要矛盾，这个组合对股票的利空最为显著，其次是大宗商品，债券则略微有利。因此从中期来看，我们依然建议**对股市和商品要防守，对债市要进攻**。

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_17444

