

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

- 1-2 月出口料见顶回落，股弱债强趋势将形成
- 经济拐点就在当下
- CPI 双双转正，PPI 超预期回升

- 1 月新增社融 5.17 万亿元，显著高于市场预期（Wind 统计 4.5-4.6 万亿元）。我们认为，这主要是需求旺盛导致，两个主要来源可能是房地产销售以及出口链条。
- 经济需求不错，但是央行控制了信贷总量，因此银行被迫压缩了票据以保证旺盛的中长期贷款需求。票据融资受压的结果是未贴现承兑汇票的明显上升。一方面许多汇票没法承兑，另一方面是需求旺盛但难以从表内融资，企业被迫从表外融资。
- 然而，出口高点就在 1-2 月，房地产遭遇强力调控，因此不可持续。我们猜测，1 月高增的社融是最后的繁荣，不可持续。中国的外需与内需在 1-2 月见顶，因此经济的顶点在 1-2 月，经济环比增速随后将明显回落。为此，股债商品汇率等大类资产可能在 1-2 个月之内迎来拐点。
- 由于 1-2 月比较特殊，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：股市和商品相对较强，债市相对较弱。然而，从现在开始，我们建议对股市和商品要开始战略性防守，对债市特别是长债要开始战略性进攻。随着数据的一步步确认，市场的拐点会进一步清晰。

风险提示：疫苗不及预期

1月新增社融5.17万亿元，显著高于市场预期（Wind统计4.5-4.6万亿元）。我们认为，这主要是需求旺盛导致，两个主要来源可能是房地产销售以及出口链条。然而，出口高点就在1-2月，房地产遭遇强力调控，因此不可持续。我们猜测，1月高增的社融是最后的繁荣，不可持续。经济的顶点在1-2月，经济环比增速随后将明显回落。

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。随着数据的一步确认，市场的拐点会进一步清晰。

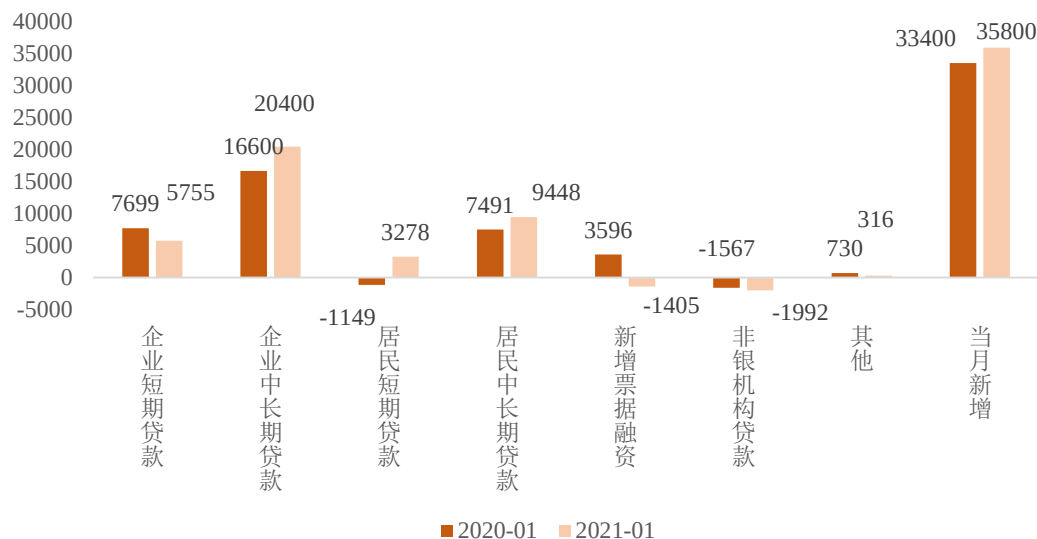
观察1月的金融数据，与2020年1月的数据相比，有几个要点

- (1) 贷款总量同比多增，但量并不大；
- (2) 中长期贷款明显同比多增，无论是企业和居民；
- (3) 票据同比明显少增；
- (4) 未贴现的承兑汇票同比显著多增。

此外，我们还观察到2021年1月票据利率明显上升。

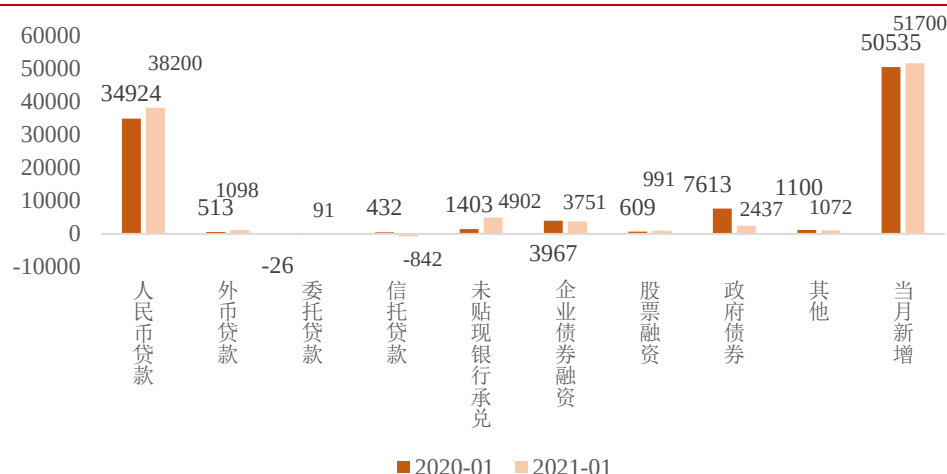
对此，我们猜测，其主要逻辑是经济需求不错，但是央行控制了信贷总量，因此银行被迫压缩了票据以保证旺盛的中长期贷款需求。票据融资受压的结果是未贴现承兑汇票的明显上升。一方面许多汇票没法承兑，另一方面是需求旺盛但难以从表内融资，企业被迫从表外融资。

图1：贷款分项（亿元）



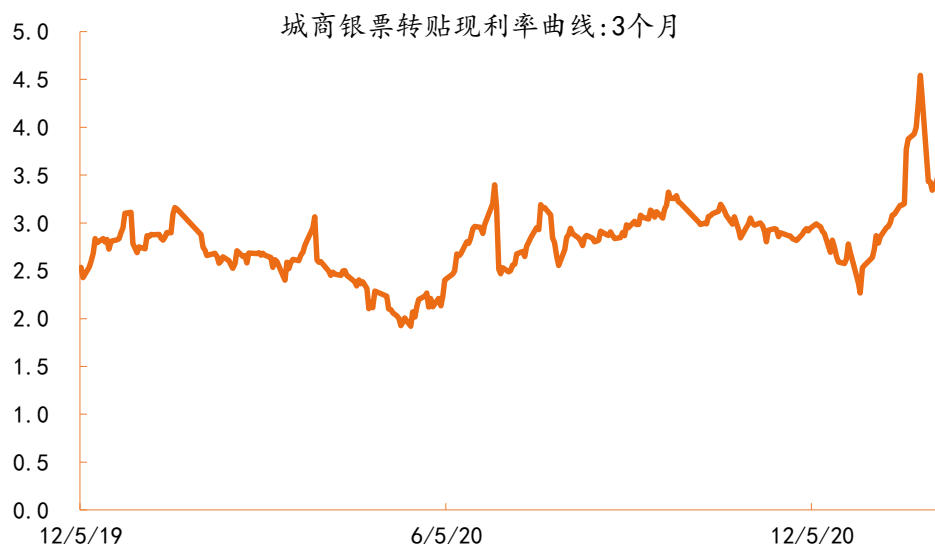
资料来源：Wind, 首创证券

图 2：社融分项



资料来源：Wind, 首创证券

图 3：票据利率（%）



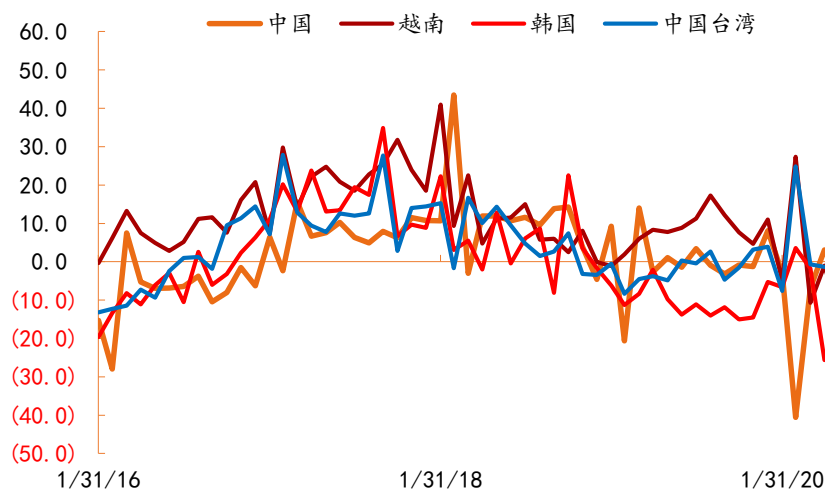
资料来源：Wind, 首创证券

由于房地产企业的贷款受限，地方财政支出的积极性也有限，因此企业贷款很可能和制造业相关，一个可能的贡献是出口链条。从韩国、越南和中国台湾公布的1月出口增速观察，中国的1月出口应该仍保持强势。然而，经过我们的模拟测算，1-2月就是全球贸易的高点，也是中国出口的高点。因此，出口高增大概难以持续。

居民贷款的高增，可能和2020年12月以来一线城市的房地产热潮有关。正好1月有充裕的贷款额度，因此导致了1月的高增。随着房地产调控政策的深入，这一需求的可持续性不强。

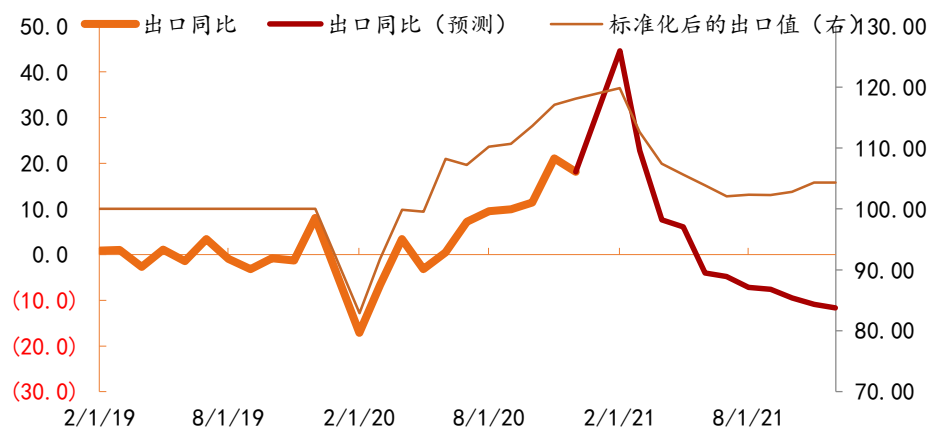
最近市场的上涨与全球“Risk On”有关，背后和全球疫情的好转以及美国的刺激预期有关。全球贸易的高点在1-2月，这一波上行可能就是实体基本面的高点。

图 4：出口同比（%）



资料来源：Wind, 首创证券

图 5：2021 年中国出口估计



资料来源：Wind, 首创证券

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_18109

