

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: 86-10-81152692

黄煜阳

研究助理

huangyuyang@sczq.com.cn

电话: 86-10-81152672

相关研究

- 12 月金融数据点评: 既往皆为序章, 未来更重要
- 宏观经济周报: 疫情或已达峰, 风险偏好回升
- 经济逐渐修复, A 股谨慎乐观

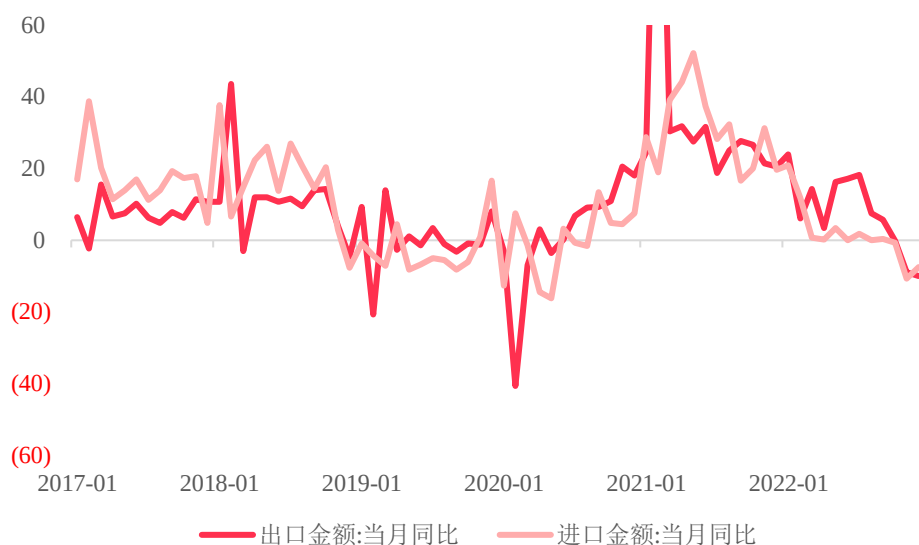
- **内外需均弱，进出口下行。**从以美元计价的同比来看，12 月出口增速为 -9.9%，好于 wind 一致预期的 -10.4%，前值 -8.7%；进口同比增速为 -7.5%，好于 wind 一致预期的 -8.6%，前值 -10.6%。出口同比降幅进一步走阔，进口同比降幅略有收窄。12 月进出口同比增速的分化由基数所致，观察三年平均同比，出口增速为 8.6%，较前值下降 1.4 个百分点，进口增速为 6.0%，较前值下降 1.1 个百分点，进出口走弱趋势一致。
- **进口的低迷与内需的疲弱有关。**进口金额同比增速走势与中国制造业 PMI 较为一致，在经济下行周期里，进口持续走弱。出口的低迷则反映了外需不振。出口金额同比增速走势与 OECD 领先指标较为一致。值得注意的是，本轮下行周期与前两轮相比，OECD 领先指标下行斜率更大，并且目前下行尚未见底，意味着出口在未来可能进一步拖累经济。这也解释了为何今年经济工作位列第一的是“扩大国内需求”。
- **经济边际修复，北上资金接力。**经济延续温和复苏，政策延续温和放松，资本市场风险偏好回升，南华工业品指数周内上涨 3.1%，中债 10 年期国债收益率上行 6 个 BP，万得全 A 震荡微涨 0.6%。国内资金表现温和，外资的边际影响较大，北上资金短时间内大幅流入接了 A 股的本轮行情，中信消费风格指数和金融风格指数的上涨可能与外资流入有关，两者周内分别上涨 1.8% 和 1.3%。
- **美国通胀放缓，外盘股表现强。**美国最新通胀数据显示美联储货币紧缩政策取得了一定的效果。12 月美国 CPI 数据符合市场下行的预期。从趋势看，通胀同比增速下行有利于货币政策转向，市场对于美联储下次议息会议加息步长下调至 25 个 BP 预期较强。美债收益率的下行利好股票估值回升，可以看到，美股与美债的走势依然延续了较强的相关性。与美国三大股指表现一致，德国、法国等主要外盘股指也迎来了一波回升。
- **后市展望。**A 股经过一段时间的调整，估值已有充分优势，且基本面和风险偏好的修复仍在进行，市场逐渐从博弈预期转向跟踪现实，从政策导向来看，经济修复概率大，因此可以对股市乐观，对债市保守。10 年国债收益率中枢有望升至 3.0%-3.1%，趋势比较明确，当前收益率中枢仍处在缓慢上行的轨道，将随基本面变化而震荡。如果短期内国债收益率继续上行，可能会有短期买入的交易机会。

风险提示：疫情发展超预期；政策不及预期；海外扰动超预期

1 内外需均弱，进出口下行

12 月进出口延续羸弱，以美元计价的同比，出口增速为-9.9%，好于 wind 一致预期的-10.4%，前值-8.7%，回落 1.2 个百分点；进口同比增速为-7.5%，好于 wind 一致预期的-8.6%，前值-10.6%，回升 3.1 个百分点。

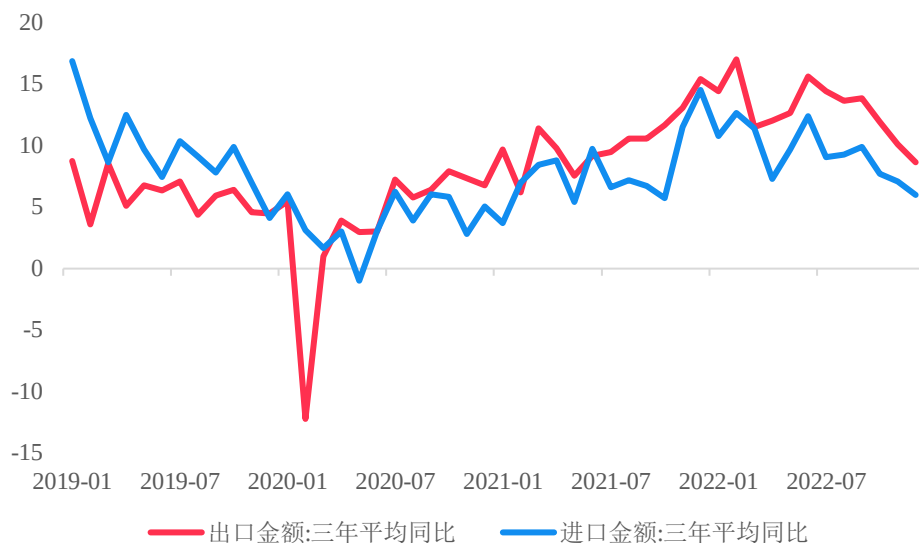
图 1：进出口同比（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

12 月进出口同比增速的分化由基数所致，观察三年平均同比，出口增速为 8.6%，较前值下降 1.4 个百分点，进口增速为 6.0%，较前值下降 1.1 个百分点，进出口走弱趋势一致。

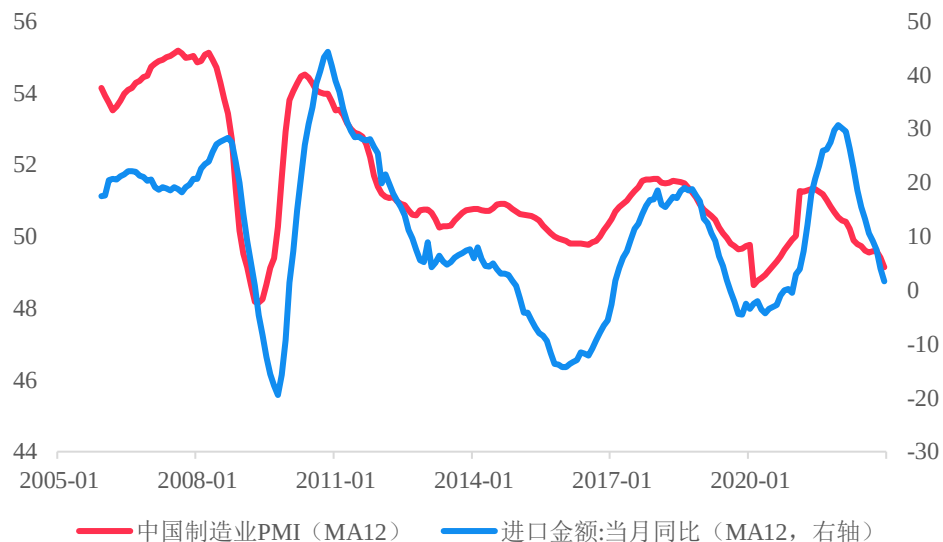
图 2：进出口金额三年平均同比（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

进口的低迷与内需的疲弱有关。进口金额同比增速走势与中国制造业 PMI 走势较为一致，在经济的下行周期里，进口同比增速持续走弱。

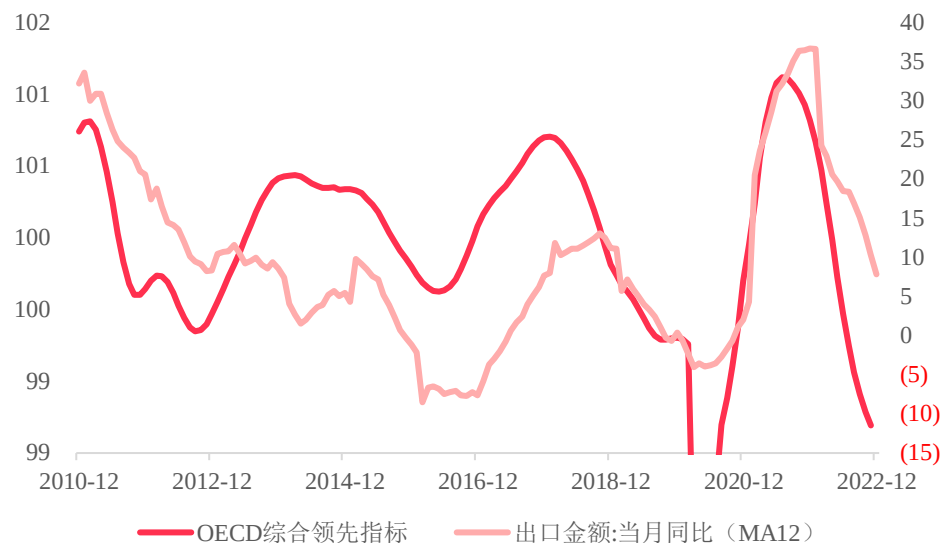
图 3：进口与内需（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

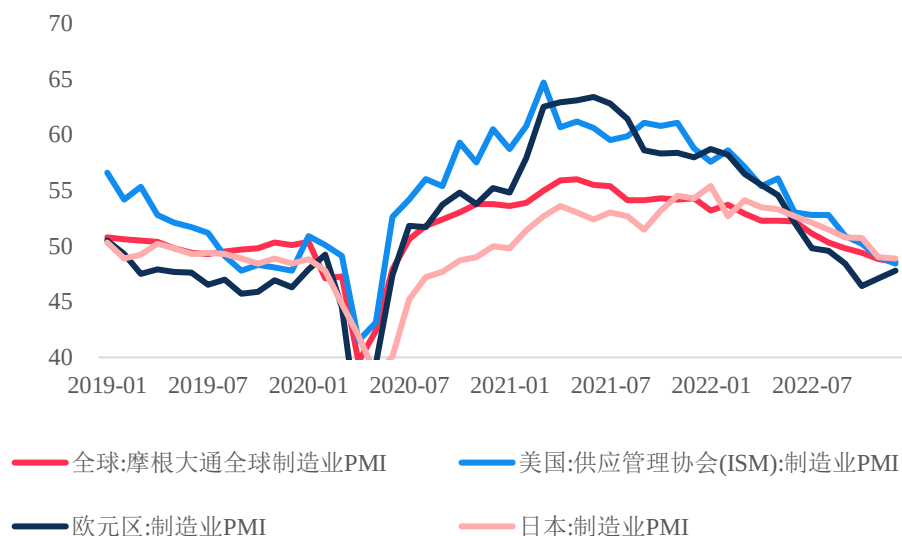
出口的低迷则反映了外需不振。出口金额同比增速走势与 OECD 领先指标走势较为一致。值得注意的是，本轮下行周期与前两轮相比，OECD 领先指标下行斜率较大，并且下行尚未见底，意味着出口在未来可能进一步拖累经济。

图 4：出口与外需（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

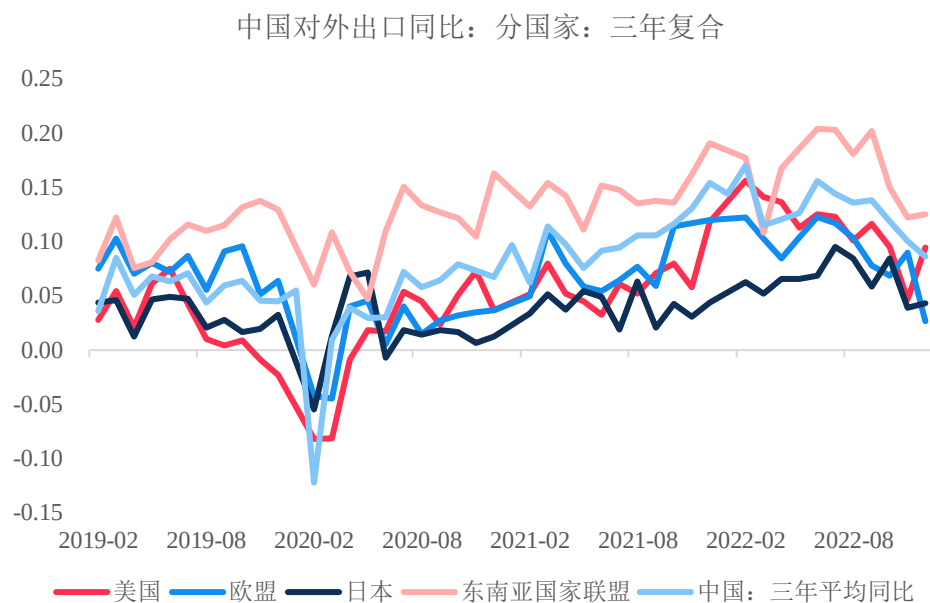
图 5：外需走弱（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

对主要经济体的出口三年平均同比增速略有分化，欧盟是主要拖累。12 月对美国、欧盟、日本和东南亚国家联盟出口增速分别为 9.5%、2.6%、4.4%和 12.5%，较前值分别增加 4.8、减少 6.4、增加 0.4 和增加 0.3 个百分点。

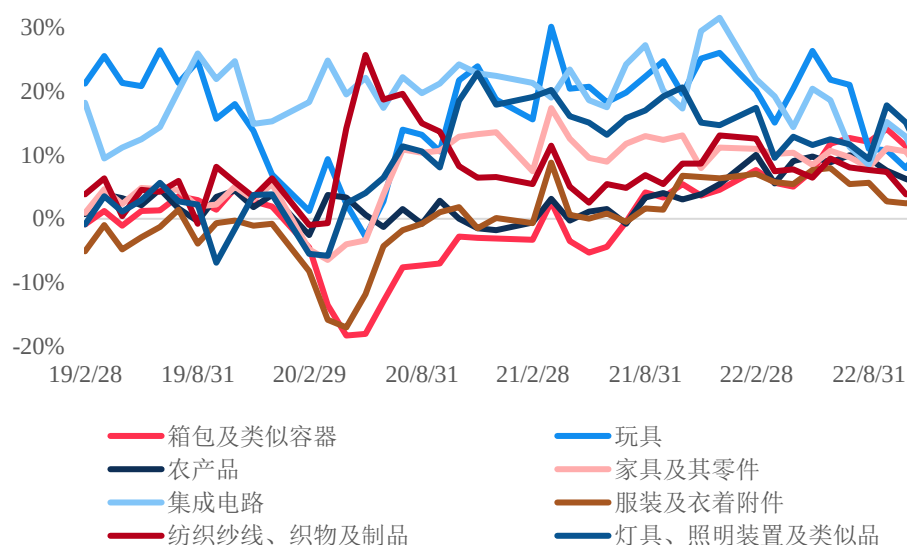
图 6：中国对外出口三年平均同比



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

从出口产品来看，地产后周期品类延续下行趋势，12月灯具照明装置及类似品、家具及其零件、箱包及类似容器三年平均同比增速分别为2.0%、1.4%、5.8%，较前值分别下降7.2、5.3和3.8个百分点。此外，纺织纱线织物及制品、服装及衣着附件、农产品的出口增速也在走弱，12月三年平均同比分别为0.0%、0.8%、4.1%，较前值分别下降4.2、1.9和1.2个百分点。集成电路和玩具的出口有所反弹，12月三年平均同比为12.3%和13.5%，较前值增加5.5和1.8个百分点。

图 7：出口商品金额三年平均同比

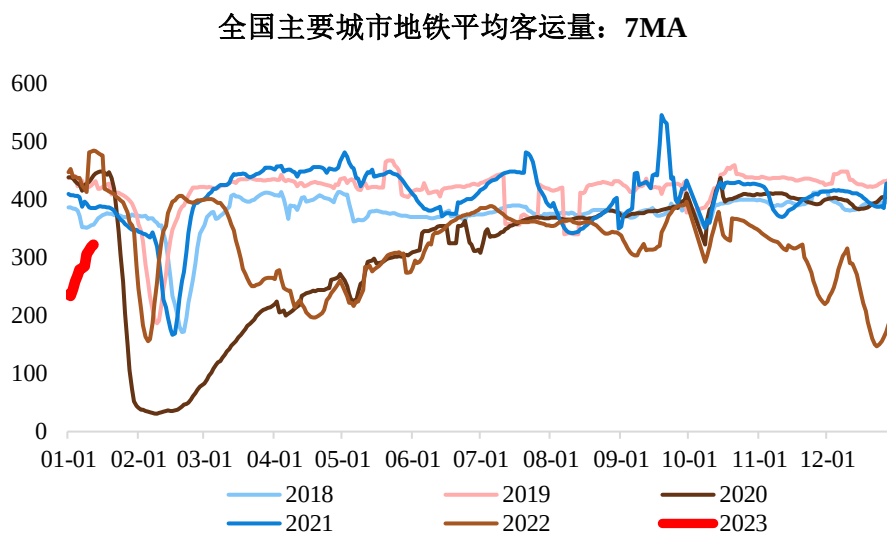


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

2 经济边际修复，北上资金接力

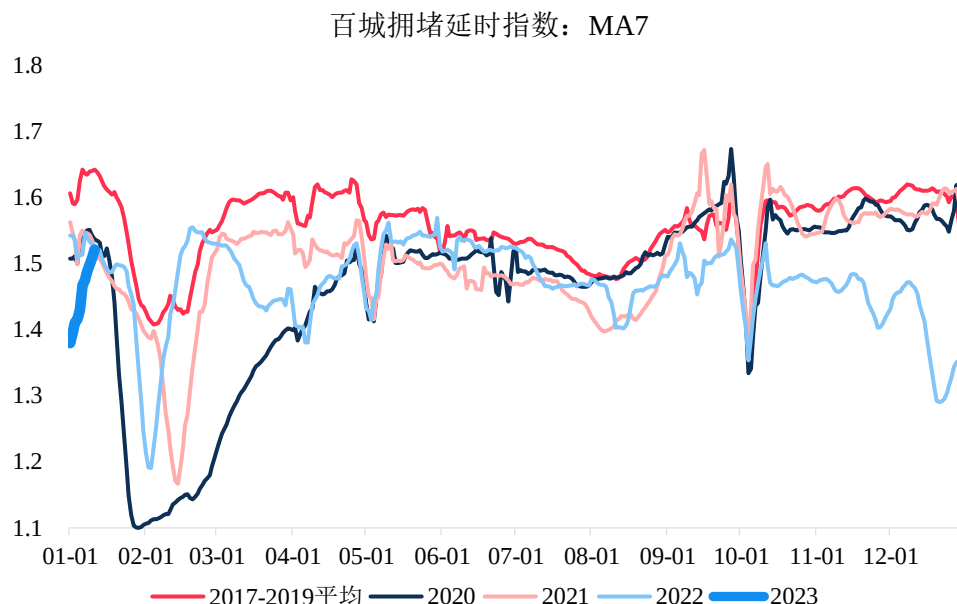
高频数据反映经济在持续修复，全国主要城市地铁平均客运量、百城拥堵延时指数和整车货流指数延续了 12 月下旬以来的反弹。

图 8：全国主要城市地铁平均客运量边际回升



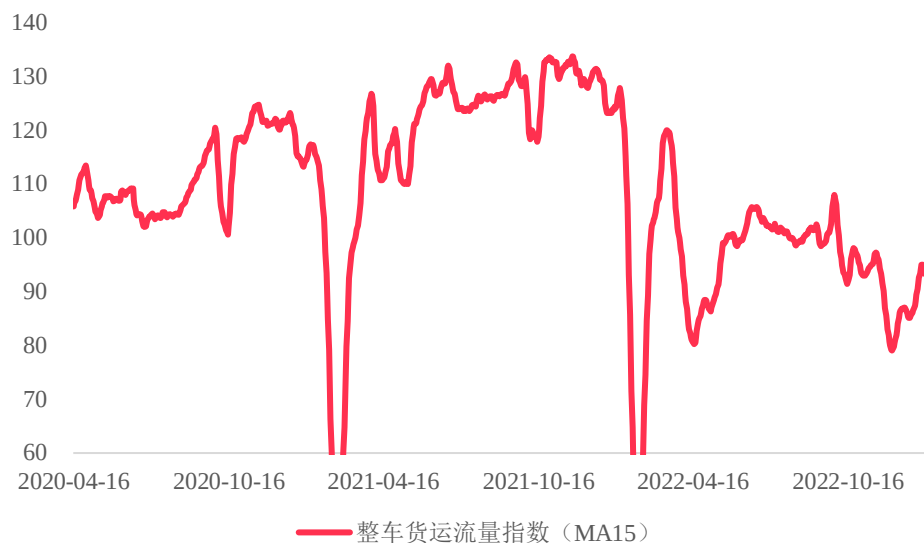
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 9：百城拥堵延时指数边际回升



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

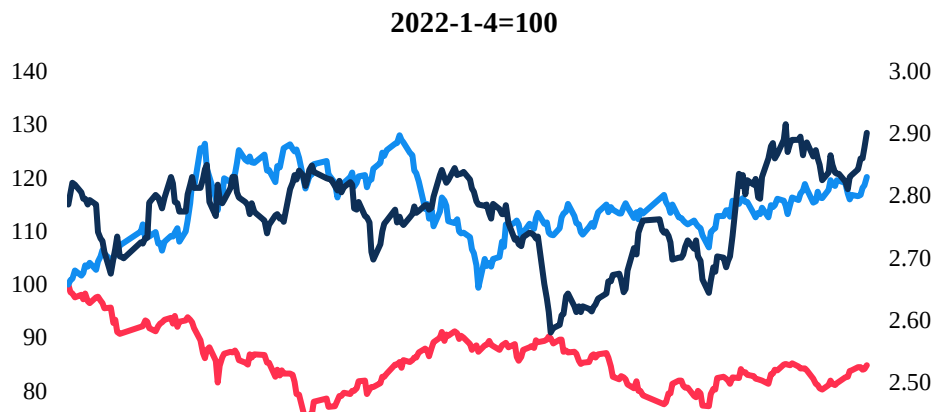
图 10：整车货运流量指数边际回升



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

经济延续温和复苏，政策延续温和放松。南华工业品指数周内上涨 3.1%，中债 10 年期国债收益率上行 6 个 BP，万得全 A 震荡微涨 0.6%。

图 11：股债商走势



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_51475

