策略周评 20210316

有意义的反弹还是青黄不接的震荡

——策略周聚焦

2021 年 03 月 16 日

证券分析师 姚佩
执业证号：S0600520090005
yaopei@dwzq.com.cn

报告要点：

■ ①开年经济数据较 20Q4 边际走弱，叠加海外通胀输入，前期提到的短期滞胀风险值得警惕。②消费恢复缓慢，疫情后居民预防性储蓄高企，边际消费动力较弱。制造业高位回落意外且暂时，内需投资边际放缓。强生产指向外需与地产链，弱需求形成的去库压力需跟踪确认。③考虑假期、基期噪音可能形成的误判，往后焦点是 21 年 3-4 月高频数据跟踪，克强指数相关的工业用电、中长贷款、铁路货运等指标或更为有效。④短期未到进攻时刻，流动性扰动仍在，高股息策略占优，包括银行、地产、公用事业。若跟踪高频数据显示向好，市场将迎来有意义的反弹，量价齐升的顺周期板块将成为主导。⑤中期不必悲观，维持年度策略报告权益市场前低后高的判断。

正文摘要

■ **消费复苏强劲么？**数据显示消费的恢复是缓慢的。21 年 1-2 月社消零售总额复合增速 3.1%，低于 20/12 的 4.6%，1-2 月疲弱消费或拖累一季度 GDP 增速。中期隐忧是疫情后居民预防性储蓄高企，边际消费动力较弱。短期内消费仍将呈现分化格局，高端可选如汽车、金银珠宝消费 21 年 1-2 月复合增速仍维持在去年底水平，大众消费的恢复则依赖于疫情后，失业率下行带来的居民收入提高，这也意味着对中期增长不必悲观。

■ **制造业拐头向下？**高位回落是意外且暂时的，内需投资放缓需持续跟踪。21 年 1-2 月制造业投资复合增速-3.0%，低于 20/12 的 9.7%以及 20 年全年-2.2%。制造业的症结在于结构分化，1-2 月回落指向内需偏弱，而高端制造、化工、有色仍显景气高增。我国制造业产能利用率 78%已恢复至疫情前水平，21 年 1-2 月中长贷高增，制造业趋势回暖仍将延续，但往后更需关注结构的分化，特别是内需相关投资是否会持续放缓。

■ **强生产-弱需求=垒库存？**强生产更多指向外需与地产链，库存仍需跟踪。21 年 1-2 月工业增加值两年复合增速 8.1%，高于 20/12 的 7.3%，但相对疲弱的内需（消费、制造业、基建投资）似乎容纳不了如此强的生产，若库存累积，则春节后面临去库存、降价格的风险。从细分品类看，强生产更多指向下游外需和地产链。关键库存有待数据验证，若出现补库存-去库存传导，则需对开年强生产和往后降价保持清醒认知。

■ **21 年 3-4 月基本面趋势决定：有意义的反弹还是青黄不接的震荡。**基本面较 20Q4 边际走弱，存在短期滞胀风险，但假期、基期因素使得短期数据有较多噪音。往后焦点是 21 年 3-4 月正常季节下的供需表现，若 3-4 月高频数据显示基本面向好，则市场经过估值盘整后再次上行，量价齐升的顺周期板块将成为主导。若内需继续走弱，则市场更可能呈现青黄不接的震荡格局。目前还不到进攻时刻，需待 3-4 月基本面数据确认，目前高股息策略更为有效，包括银行、地产、公用事业。

■ **中期不悲观，全年前低后高。**我们再次强调中期不必悲观，维持年度策略《通胀喜与忧》对全年权益市场前低后高的判断。两大中期需求已在趋势回暖：中国制造业投资及美国房地产周期共振向上。疫情后消费回暖将成为十四五期间重要的经济稳定器。从政策层面，本轮宏观调控的跨周期设计和调节使得经济增长更显韧性。从业绩看，剔除基期因素后，A 股业绩弹性也更可能在下半年显现，业绩高增成为股价上行主推力。

■ **风险提示：**中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来；预测与实际存在偏差。

相关研究

1、《两融风险可控——策略联合非银专题》2021-03-15
2、《东吴策略·行业风火轮——IPO 排队序列中的绩优生-次新股系列（2）》2021-03-12
3、《东吴策略·资金分化明显，市场无一致风格——市场温度计》2021-03-09
4、《东吴碳中和系列报告（三）：碳中和的机遇与风险》2021-03-08
5、《策略专题 20210305：美国财政泄洪，哪几点影响全球市场？》2021-03-05

请务必阅读正文之后的免责声明部分

我们 21 年 2 月底周聚集《充分重视滞胀风险——20210228》，通过数据排查发现 PMI 景气、春节消费指向短期存在滞胀风险。刚公布 21 年 1-2 月经济数据，剔除基期后呈现强生产-弱需求格局。估值收缩大格局下，基本面强弱才是决定市场的核心变量，21 年 3-4 月高频指标将决定二季度是有意义的反弹还是青黄不接的震荡。

1. 开年经济数据边际走弱，结构性问题更值得关注

面对强基期效应，对 21 年 1-2 月经济数据的处理普遍采用 19 年基础上复合增速的分析方法，从总量看开年呈现强生产，强出口、弱内需格局，策略更多结合细分行业数据，对以下三个关键问题展开分析:

消费复苏强劲么？数据显示消费的恢复是缓慢的。21 年 1-2 月社消零售总额复合增速 3.1%，低于 20 年 12 月的 4.6%，显性因素是就地过年降低了跨区、假期消费，细分结构也能印证，在外餐饮、烟酒、家电，石油制品较去年底回落幅度最大，21 年 1-2 月疲弱消费或拖累一季度 GDP 增速，16-19 年最终消费支出对 GDP 累计同比贡献率达 74%。中期隐忧是疫情后居民预防性储蓄高企，边际消费动力较弱，国内已经历 3 个季度的后疫情环境，21 年 1 月四大行个人储蓄存款同比仍有 13.1%，远高于疫情前 0-6%，鲜明对比的是，社消零售总额同比仍在 4%左右，距疫情前 8-10%还在半坡。我们判断短期内消费仍将呈现分化格局，高端可选如汽车、金银珠宝消费 21 年 1-2 月复合增速仍维持在去年底水平，大众消费的恢复则依赖于疫情后，失业率下行带来的居民收入提高，这也意味着对中期增长不必悲观。

制造业拐头向下？高位回落是意外且暂时的，内需投资放缓需持续跟踪。21 年 1-2 月制造业投资复合增速-3.0%，低于 20 年 12 月的 9.7%以及 20 年全年-2.2%。制造业的症结在于结构分化，21 年 1-2 月回落更多指向内需偏弱：黑色金属冶炼、橡胶和塑料制品、非金属矿物制品、医药制造业较去年回落幅度最大，这背后与专项债投放延后造成的基建疲弱以及疫情景气行业回归常态有关，而高端制造、化工、有色仍显景气高增，化学原料及化学制品、有色金属冶炼、电气机械及器材制造、专用设备制造 21 年 1-2 月复合增速较去年仍有高增。我国制造业产能利用率 78%已恢复至疫情前水平，配合 21 年 1-2 月中长贷高增，制造业趋势回暖仍将延续，但往后更需要关注结构的分化，特别是内需相关投资是否会持续放缓。

强生产-弱需求=全库存？强生产更多指向外需与地产链，库存仍需跟踪。21 年 1-2 月工业增加值两年复合增速 8.1%，高于 20 年 12 月的 7.3%，但相对疲弱的内需（消费、制造业、基建投资）似乎容纳不了如此强的生产，若是库存累积，则春节后面临去库存、降价格的风险。从细分品类看，强生产更多指向下游外需和地产链。配合 21 年 1-2 月高增的出口表现，通信电子设备制造、橡胶和塑料制品 21 年 1-2 月工业增加值复合增速均高于去年底，地产链上的专用设备、有色金属冶炼加工也高于去年年底，生产增速放缓的是医药制造、运输设备、金属制品业、通用设备，这与制造业投资显示的内需放缓

请务必阅读正文之后的免责声明部分

相吻合。关键的库存需要更多数据验证，高频的国内样本钢厂焦炭库存和港口煤炭库存21年2月至今仍处高位，更多工业品库存需要3月27日工业经济效益数据印证，若出现补库存-去库存传导，则需对开年强生产和往后降价格保持清醒认知。

2. 短期震荡，中期不悲观，全年前低后高

21年3-4月基本面趋势决定：有意义的反弹还是青黄不接的震荡。PMI强季节回落及21年1-2月经济数据显示：基本面较去年四季度出现边际走弱，存在短期滞胀风险，当然必须看到，假期、基期因素使得短期数据存在较多噪音，对短期数据的过分关注会造成中期趋势的误判。往后焦点是21年3-4月正常季节下的供需表现，若3-4月高频数据显示基本面向好：工业生产保持高增、制造业投资改善、消费逐步回暖，则类似去年四季度，市场经过估值盘整后再次上行，在这一情境下量价齐升的顺周期板块将成为主导，板块包括有色、化工、基本材料、机械、汽车等。若高频数据显示内需继续走弱，则面临短期去库存的压力，但海外经济复苏与流动性宽松引致的通胀仍将输入，由此形成短期滞胀环境，股市承压，但经历本轮估值收缩后，风险也得到一定释放，市场更可能呈现青黄不接的震荡格局，更多需要自下而上寻找高增长公司。目前我们认为还不到进攻时刻，需要等待3-4月基本面数据的逐步确认，我们认为克强指数等指标更助于判断经济走势，包括工业用电量、中长期贷款、铁路货运量等指标。此外流动性方面也面临持续压力：21年3-4月信用债到期高峰可能出现的局部信用风险、基金发行趋缓、赎回压力显现，在此环境下高股息策略更为有效，包括银行、地产、公用事业。

中期不悲观，全年前低后高。节后大幅调整使得市场情绪明显趋冷，我们再次强调中期不必悲观，维持年度策略《通胀喜与忧》对于全年权益市场前低后高的判断。市场普遍担忧出口、地产等需求的下行，而忽略了两大中期需求已在趋势回暖：中国制造业投资及美国房地产周期共振向上。疫情后服务业的逐步放开，失业率下行将带动居民收入改善，消费回暖将成为十四五期间重要的经济稳定器。从政策层面，中国出色的疫情防控不仅带来了20年的经济快速修复，供应链稳定性、制造业升级、出口份额稳固也是中期红利。“一时走得快不一定走得稳，只有走得稳才能走得有力”，本轮宏观调控的跨周期设计和调节使得经济增长更显韧性。从业绩看，我们认为剔除基期因素后，A股业绩弹性也更可能在下半年显现，核心在于下半年PPI维持高位，提升企业毛利扩张，业绩高增成为股价上行主推力。

3. 风险提示

中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来；预测与实际存在偏差。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

