充分重视滞胀风险

2021 年 02 月 28 日

——策略周聚焦

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

报告要点：

■ ①流动性收紧引致的调整是急促、猛烈、难以防范的，基本面下行引致的回撤是趋势、长期但可以追踪的，数据排查显示短期存在滞胀风险。②PMI 景气持续一个季度回落：2 月 PMI 50.6%，连续三月大幅回落 1.5pct，供需结构恶化，生产、新订单、新出口订单指数较 20/11 回落 2.8、 2.4、 2.7 pct。③春节消费疲弱，或拖累一季度 GDP 增速。往年一季度 GDP 最终消费支出占比 74%，春节重点零售和餐饮企业销售额较 19 年增长 4.9%，2 年复合增速 2.5%，较正常 10%大幅回落。④出口高增或延续，内需增长放缓。国内港口量价、发达经济体出口显示出口仍处高增，专项债未提前下达，钢铁库存上、焦炉开工低、动力煤&水泥价格降，显示基建相关数据疲弱。⑤短期谨慎：充分重视滞胀风险。基期、假期因素增加基本面辨析难度，重视 3 月 15 日公布的 1-2 月经济数据，基本面趋势明朗前，对市场保持相对谨慎。

正文摘要

■ **为何排查“滞胀”风险？**①本文滞胀指基本面趋势回落&通胀趋势上行，典型的“滞胀”区间对股债均不利。②当前市场对通胀开始给予充分预期，但投资者对基本面未给予足够关注，基期因素叠加就地过年，使得一季度基本面难以准确追踪。③即便按照一致预期 GDP 20Q1 同比 18%，实际是在 19 年基础上，两年 5%的复合增速测算，这也较 GDP 20Q4 6.5%回落高达 1.5pct，即所谓一致预期已经显示滞胀环境。

■ **PMI 连续三个月大幅回落，结构恶化供需两弱。**①经济复苏下半场，市场对通胀和流动性收紧逐渐形成认同，基本面趋势回落更危险。②刚刚公布的 2 月 PMI 为 50.6%，较 20 年 11 月 52.1%连续三个月回落 1.5 pct，回落幅度明显高出季节性。③PMI 细分结构恶化显示，供需两端疲弱。④需要特别指出两点：2 月 PMI 新出口订单 48.8 低于荣枯线，部分指向出口景气回落；剔除供应商配送时间后的 PMI 表现更差。

■ **春节消费疲弱，或拖累一季度 GDP 增速。**①就地过年对消费造成了较大冲击，2021 年春节 7 天重点零售和餐饮企业销售额 2 年复合增速 2.5%，较正常年份 10%左右增速大幅回落。②就地过年下传统返乡冲动消费消失，而一季度 GDP 构成中消费又是大头，2016-19 年最终消费支出对 GDP 累计同比贡献率达 74%。③对消费的中期担忧是疫情降低了中低收入群体的消费倾向，导致潜在经济增速下行。

■ **出口高增或延续，内需增长放缓。**①高频出口景气数据显示出口仍处高增，中国出口集装箱指数 CCFI 2 月以来维持 2060 高位。②但内需增长缓慢，今年专项债额度未提前下达，高频数据显示基建相关数据疲弱。③从商品价格来看，动力煤价格较 1 月高点回落 44.6%；水泥价格同样持续下行，2 月 PMI 建筑业商务活动指数为 54.7%，较前值下滑 5.3pct，显示基建相关产业景气度走弱。

■ **短期谨慎，中期维持“前低后高”观点。**①短期经济面临滞胀风险。基期、假期因素本就增加了基本面辨析难度，而近期下跌市场普遍关注通胀与流动性，对基本面缺鲜有关注。②滞胀对股市的风险不必赘述，重视 3 月 15 日公布的 1-2 月经济数据，在基本面趋势明朗前，对市场保持相对谨慎。③中期视角维持年度策略中股市全年“前低后高”的观点。

■ **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、《东吴策略·寻找不变脸的次新——行业风火轮》2021-02-26
2、《东吴策略·公募抱团加强，散户情绪高涨——市场温度计》2021-02-23
3、《策略专题-谁让基金亏大钱：“假摔”的龙头与遗忘的“弃子”——十倍股系列 3》2021-02-21
4、《东吴策略·通胀加速归来——策略周聚焦》2021-02-16
5、《东吴策略·牛年有牛基吗？——2021 年公募基金业绩测算》2021-02-15

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 充分重视滞胀风险 4
2. 风险提示 8

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

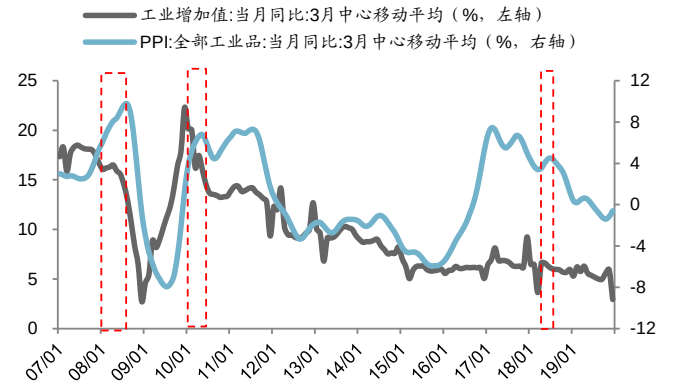
图 1：历史上三轮典型滞涨区间 4
图 2：滞涨区间股债表现均不佳 4
图 3：2010 年 PMI 与上证综指走势高度拟合 5
图 4：2017 年 PMI 与上证综指走势高度拟合 5
图 5：20/11-21/2PMI 持续回落幅度弱于季节性 5
图 6：PMI 细分结构显示供需两端疲弱 5
图 7：春节 7 天零售额较 2019 年回落 6
图 8：一季度消费支出占比是大头 6
图 9：社零增速仍未升至疫情前水平 6
图 10：四大行居民储蓄存款增速显著高于疫情前 6
图 11：出口表现强劲 7
图 12：1 月韩国、日本、台湾出口同比持续高增 7
图 13：钢厂库存今年以来明显上行 7
图 14：小企业焦炉生产率仍处于低位 7
图 15：动力煤价格短期回落 8
图 16：水泥价格短期明显回落 8

流动性收紧引致的调整是急促、猛烈、难以防范的，基本面下行引致的回撤是趋势、长期但可以追踪的。普遍将节后重仓股的大幅回撤归因于通胀预期引致的流动性担忧，若是流动性，我们认为调整已近尾声：通胀还不至于立即引发全球央行货币收紧，详见《通胀加速归来—20200216》。但若是基本面出问题，则需充分重视，春节与基期因素使得 Q1 基本面跟踪变得模糊，本周我们讨论短期是否存在“滞胀”风险，以及如何应对。

1. 充分重视滞胀风险

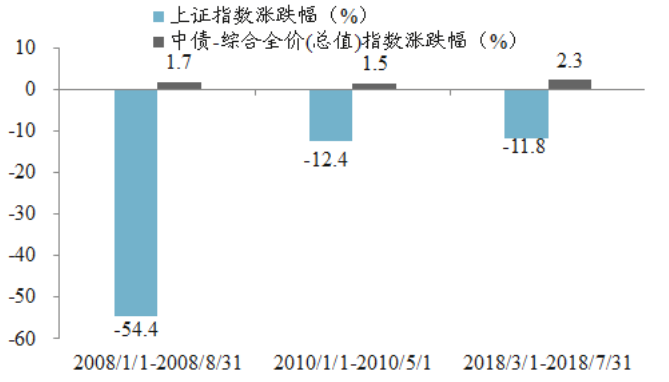
为何排查“滞胀”风险？我们所说的滞胀是基本面趋势回落&通胀趋势上行，数据上体现为 GDP 或工业增加值同比回落，CPI 或 PPI 同比回升。典型的“滞胀”区间对股债均不利，滞胀区间 08/1-08/8 10/1-10/5、18/3-18/7 ，上证综指期间涨跌幅-55%、-12%、-12%，中债综合全价指数期间涨跌幅 1.7%、1.5%、2.3%。为何现在要排查滞胀风险？20Q4 是典型的经济高增、通胀低位组合：GDP 20Q4 同比 6.5%，CPI 20/12 当月同比 0.2%，PPI -0.4%。当前市场对通胀开始给予充分预期，60 美元以上油价、1.5%的 10 年美债收益率、急促调整的全球股市均有印证。但投资者对基本面未给予足够关注，基期因素叠加就地过年，使得一季度基本面难以准确追踪。即便按照一致预期 GDP 21Q1 同比 18%，实际是在 19 年基础上，两年 5%的复合增速测算，这也较 GDP 20Q4 6.5%回落高达 1.5pct，即所谓一致预期已经显示滞胀环境。但这一简单假设显然缺乏足够的数据支持，2 月初国家统计局副局长接受采访时表示基数问题不能高估：“有些机构预计 2021 年一季度中国经济增速将超过 18%甚至达到 20%，依据是去年和今年两年中国经济平均增速应接近潜在生产率。实际上这种简单测算不是很科学，因为有些经济总量损失是补不回来的。”

图 1：历史上三轮典型滞涨区间



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：滞涨区间股债表现均不佳

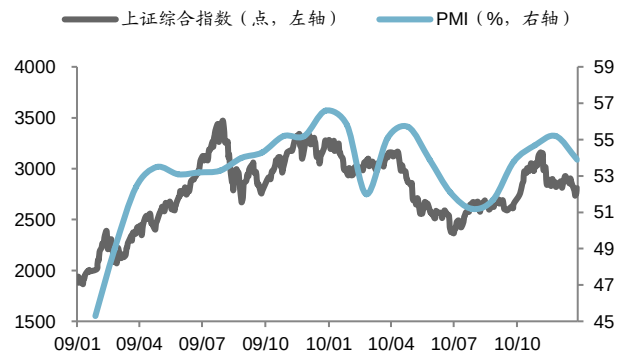


数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

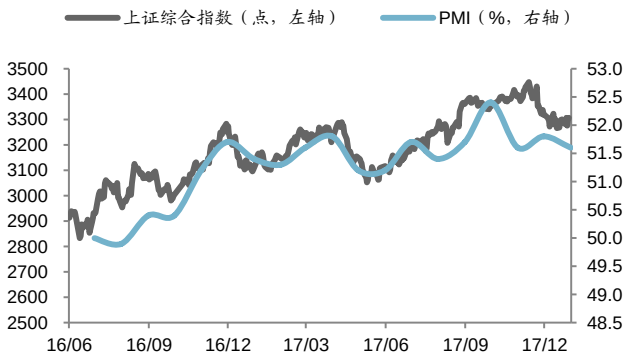
PMI 连续三个月大幅回落，结构恶化供需两弱。经济复苏下半场，市场对通胀和流动性收紧会逐渐形成认同，转而的担忧是音乐何时停止：比起通胀上行，基本面趋势回落更危险，所以回头看复苏次年 2010、2017 年，PMI 所代表的景气趋势与股市高度拟合。刚刚公布的 2 月 PMI 为 50.6%，已较 20 年 11 月 52.1%连续三个月回落 1.5 pct，这一回落幅度明显高出季节性，2015-2019 年每年 2 月 PMI 较前年 11 月回落幅度均值 0.7pct，本轮与 17/11-18/2 回撤 1.5pct 持平，是除去去年极端年份外，最大的回落幅度。PMI 细分结构恶化显示，供需两端疲弱，PMI 生产指数较 20 年 11 月回落 2.8pct，新订单指数回落 2.4 pct，新出口订单回落 2.7 pct。需要特别指出的两点：2 月 PMI 新出口订单 48.8 低于荣枯线，部分指向出口景气回落，但出口数据仍需跟踪；剔除供应商配送时间后的 PMI 表现更差，1、2 月供应商配送时间延长，实际是疫情影响了运输时效，而非传统的供不应求造成的交货延迟。

图 3：2010 年 PMI 与上证综指走势高度拟合



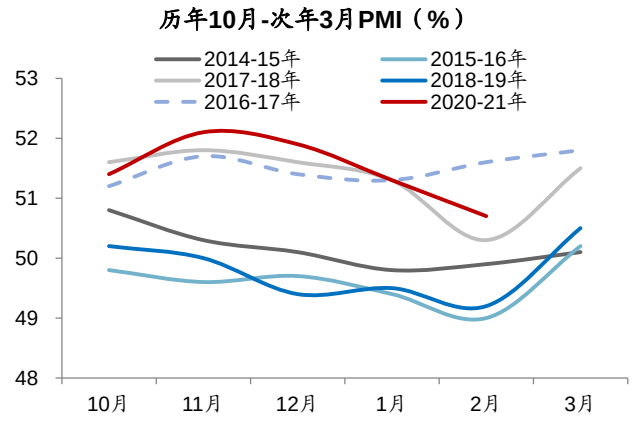
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：2017 年 PMI 与上证综指走势高度拟合



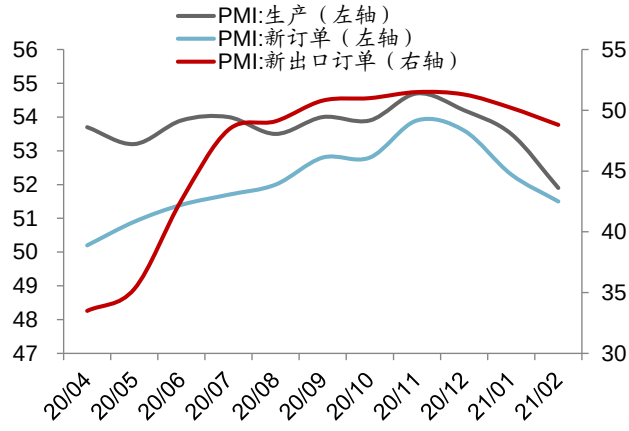
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：20/11-21/2PMI 持续回落幅度弱于季节性



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：PMI 细分结构显示供需两端疲弱

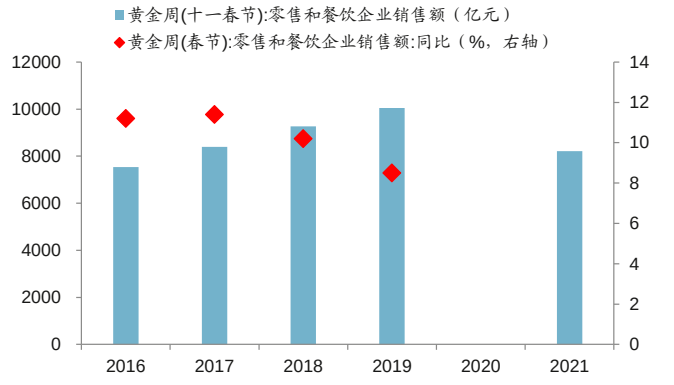


数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

春节消费疲弱，或拖累一季度 GDP 增速。与多数认知不同，我们认为就地过年对消费造成了较大冲击，商务部公布 2021 年春节 7 天重点零售和餐饮企业销售额 8210 亿元，比 2019 年春节增长 4.9%，由此计算的 2 年复合增速 2.5%，较正常年份 10%左右增速大幅回落。而对比此前未调整口径（今年改为重点企业）数据，2017-2019 年春节零售和餐饮企业销售额均高于 8400 亿元。就地过年下多数劳动力滞留生产地，传统返乡冲动消费消失，而一季度 GDP 构成中消费又是大头，2016-19 年最终消费支出对 GDP 累计同比贡献率达 74%。当然就地过年增厚了工业生产，会部分抵消消费的损失，实际增厚力度有多大，我们将非常关注 3 月 15 日公布的 1-2 月经济数据。对消费的中期担忧是疫情降低了中低收入群体的消费倾向，导致潜在经济增速下行。过去三个季度是典型的后疫情时代，可以看到消费恢复非常迟缓，20/12 社消零售总额同比 4.6%，显著低于疫情前 8-10%增速，与消费低迷鲜明对比的居民储蓄高增， 20/1 四大行居民储蓄存款同比仍高达 13%，显著高于疫情前 0-8%增速。

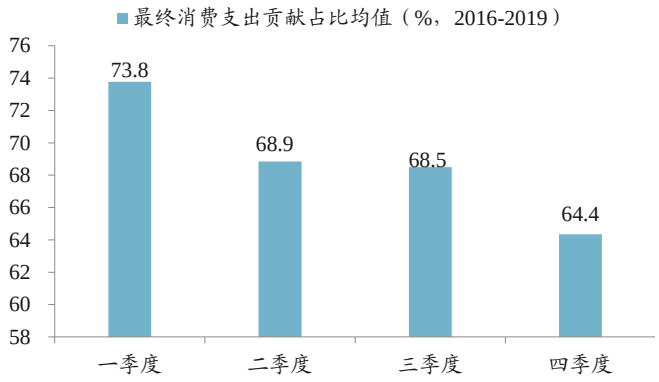
图 7：春节 7 天零售额较 2019 年回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

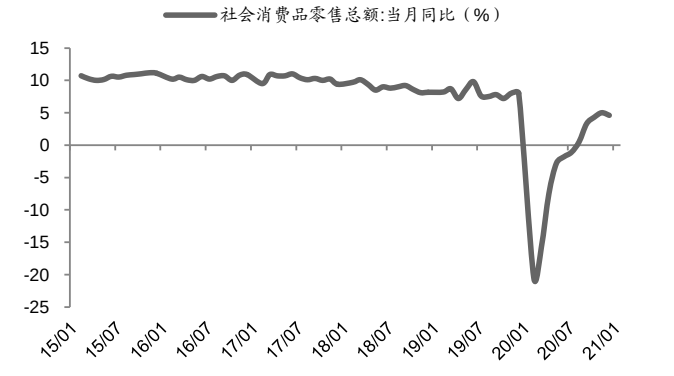
注：2021 年商务部数据口径调整为重点企业零售情况，2021 年增速为 2019-2021 复合增速

图 8：一季度消费支出占比是大头



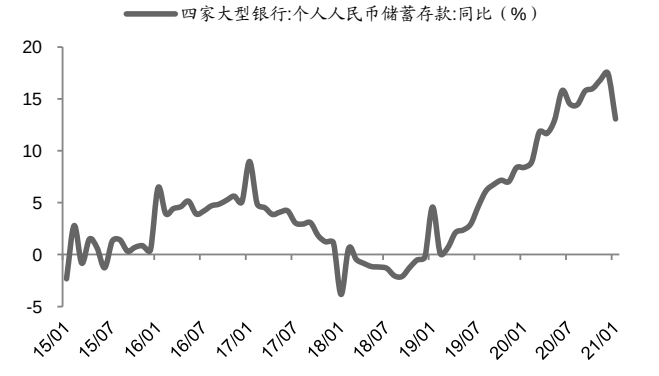
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：社零增速仍未升至疫情前水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

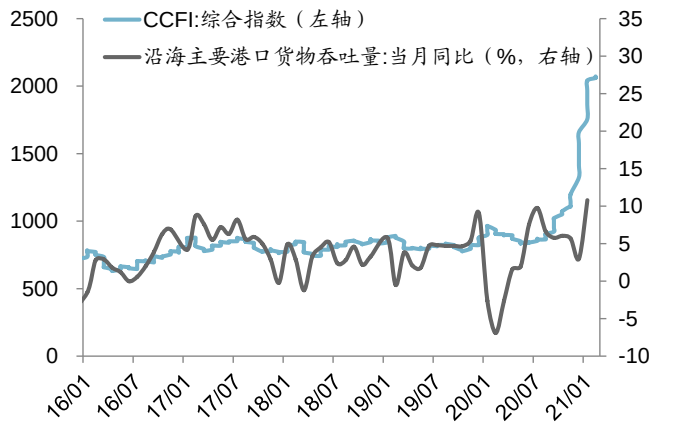
图 10：四大行居民储蓄存款增速显著高于疫情前



数据来源：Wind，东吴证券研究所

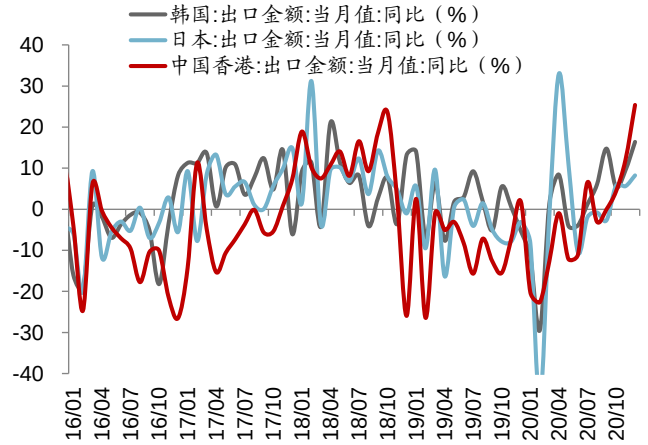
出口高增或延续，内需增长放缓。高频出口景气数据显示出口仍处高增，中国出口集装箱指数 CCFI 2 月以来维持 2060 高位，1 月沿海港口货物吞吐量同比 10.8%，创过去 5 年新高。1 月韩国、日本、中国台湾出口当月同比 11.4、6.4、36.8%，均较去年 Q4 继续高增。但内需增长缓慢，今年专项债额度未提前下达，高频数据显示基建相关数据疲弱，钢厂库存 1 月以来迅速上行至 693.7 吨，焦炉开工率也在 20 年 10 月触顶后明显回落，产能<100 万吨的小企业焦虑生产率更是回落至 51.8%，仅略高于上年疫情爆发后的水平。从商品价格来看，动力煤价格目前已经回落至 577.5 元/吨，较 1 月高点 1042.5 元回落 44.6%；水泥价格持续下行至 145.9 元/吨，较 12 月的前期高点回落 6.1%，2 月 PMI 建筑业商务活动指数为 54.7%，较前值下滑 5.3pct，显示基建相关产业景气度走弱。

图 11：出口表现强劲



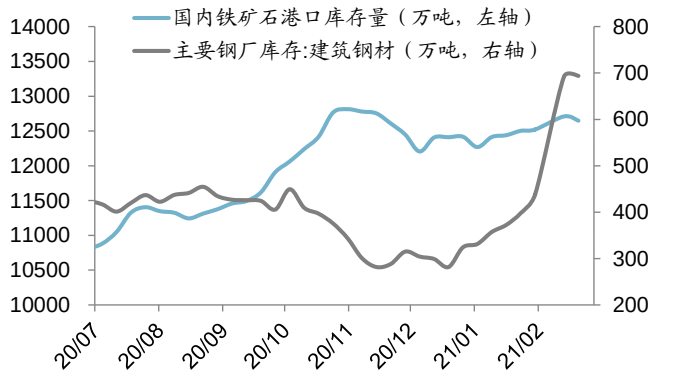
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12：1 月韩国、日本、台湾出口同比持续高增



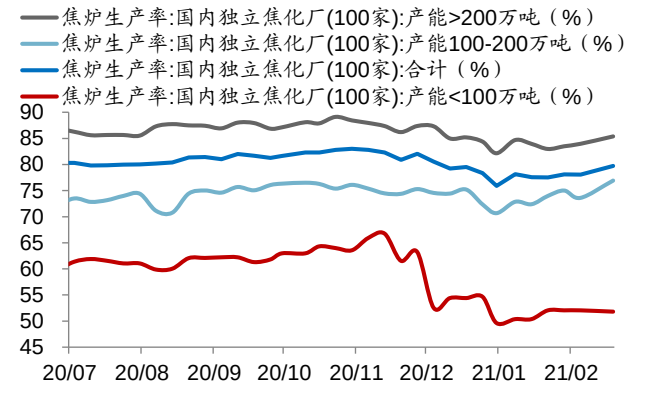
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 13：钢厂库存今年以来明显上行



数据来源：Wind，东吴证券研究所

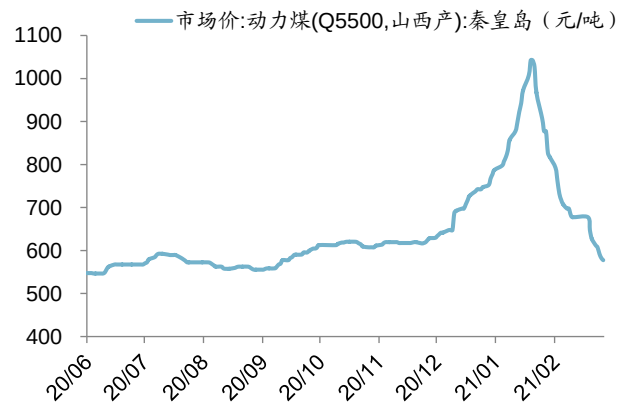
图 14：小企业焦炉生产率仍处于低位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

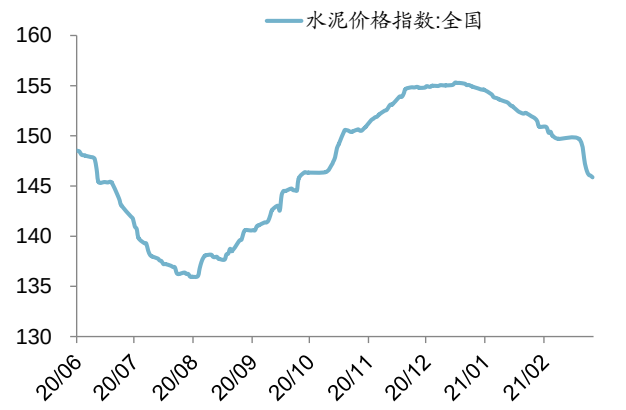
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 15：动力煤价格短期回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 16：水泥价格短期明显回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

短期谨慎：充分重视滞胀风险。正如我们引言提到的，流动性收紧引致的调整是急促、猛烈、难以防范的，基本面下行引致的回撤是趋势、长期但可以追踪的。目前排查来看，短期经济面临滞胀风险：持续一个季度下行的 PMI 景气、春节疲弱的消费表现、内需产品价格的回落，均显示一季度经济面临不确定性。今年基期、假期因素本就增加了基本面辨析难度，而近期下跌市场普遍关注通胀与流动性，对基本面缺鲜有关注。滞胀对股市的风险不必赘述：通胀引致利率上行形成估值下杀，经济增速回落使得 EPS 收缩，我们会非常重视 3 月 15 日公布的 1-2 月经济数据，在基本面趋势明朗前，对市场保持相对谨慎。

中期视角：维持年度策略中股市全年“前低后高”的观点。一方面，中国制造业投资及美国房地产周期共振向上将有效带动需求增长；另一方面，下半年 PPI 维持高位将提升企业毛利，业绩高增成为股价上行主推力。

2. 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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

