

全球疫情日渐向好 国内复苏仍在延续

——2021 年 3 月宏观经济报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2021 年 03 月 05 日

证券分析师

周喜

022-28451972

相关研究报告

- 就外围环境而言，在疫情方面，全球日新增病例数震荡回落，疫情前瞻逐步好转；在经济方面，疫情防控持续向好令生产扩张态势不断强化，但疫情冲击下服务业依旧呈萎缩态势；在政策方面，尽管美联储资产减量购买行为尚需等待，央行缩表以及存款机构准备金余额下降的时机仍不成熟，但是美联储调控转向的意图已日渐明晰，美国 10 年期国债收益率易升难降，值得观察的是幅度和节奏，而这将更多地取决于美联储在市场沟通时所采取的预期管理。
- 就国内经济而言，在生产方面，2 月制造业 PMI 数据虽略有回落，但依旧处于扩张区间，且普遍强于近年同期水平，就地过年对制造业活力的刺激作用有所体现；在消费方面，尽管就地过年令春节电影票房大增，但是零售和餐饮数据的增长则依旧相对较弱，消费仍将维持缓慢的改善步伐，其回归常态尚需时日；在出口方面，疫情防控的明显好转以及美国第二轮财政刺激的落地都令外需改善，这将助推 2 月份出口保持较高增速，但就结构而言，疫情相关产品的出口增速将持续回落，而中间投入品因国际供给能力的持续恢复而将迎来较好的增长态势。
- 就通胀环境而言，食用农产品价格回落及翘尾拖累将令 2 月 CPI 同比增速降至-0.7%；而大宗商品价格上涨和翘尾拖累弱化有望令 PPI 同比增速大幅回升至 1.8%。
- 就政策调控而言，一方面刺激政策退出的方向无需争论，另一方面，政策正常化的步伐必然是温和的，而且鉴于结构性问题仍横亘于管理者面前，政策制定者在经济数据达到目标后仍会留出一定的观察期加以确认，从而令政策正常化的步伐更有可能晚于数据信号，即相较于过早退出，较晚退出的可能性更大。

风险提示：国际疫情发展超预期

宏观研究

证券研究报告

宏观月报

目 录

1. 全球疫情日渐向好 通胀预期逐步升温	4
1.1 疫情数据震荡回落 趋势好转预期渐强	4
1.2 生产扩张维持强势 消费前瞻美强欧弱	5
1.3 财政刺激持续加力 货币护航当仁不让	6
2. 复苏仍在延续 通胀压力来袭	9
2.1 经济扩张进行时 主导力量渐变中	9
2.2 CPI 持续承压 PPI 大幅走高	11
3. 控制杠杆平抑风险 政策调控重在结构	13

图 目 录

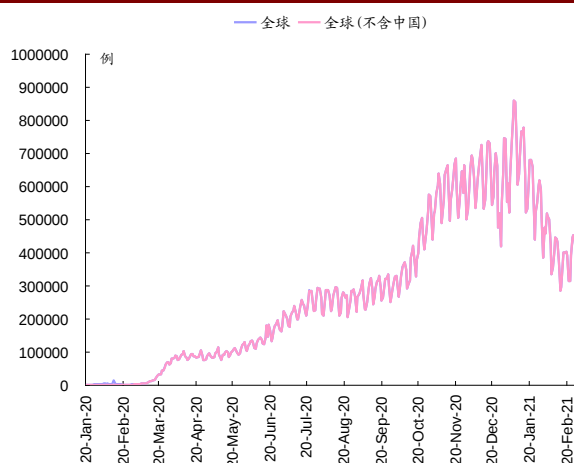
图 1: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据	4
图 2: 亚洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据	4
图 3: 欧洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据	4
图 4: 美洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据	4
图 5: 美国制造业 PMI 指数	5
图 6: 美国 Markit 制造业 PMI 指数	5
图 7: 美国零售环比增速	5
图 8: 美国零售同比增速	5
图 9: 欧元区及主要欧洲主要国家制造业 PMI 指数	6
图 10: 主要经济体服务业 PMI 指数	6
图 11: 欧元区主要信心指数	6
图 12: 美国消费者信心指数	6
图 13: 美国通胀水平维持平稳	6
图 14: 欧洲通胀水平快速走高	6
图 15: 美国 10 年期国债收益率	7
图 16: 美国主要股指 2 月份波动情况	7
图 17: 2012-2016 年美国 10 年期国债收益率变动	7
图 18: 2012-2016 年美联储证券持有额	7
图 19: 历年 2 月份制造业 PMI 数据对比	9
图 20: 2021 年春节期间高炉开工率高于近 3 年的同期水平	10
图 21: 粗钢日均产量明显高于往年	10
图 22: 韩国出口同比增速	11
图 23: CCFI 综合指数	11
图 24: 农产品批发价格指数	11
图 25: 主要大宗商品月均价变动幅度	11
图 26: CPI 翘尾因素	11
图 27: PPI 翘尾因素	11
图 28: Shibor 利率走势	13
图 29: DR007 加权平均利率	13
图 30: 2 月以来央行公开市场操作情况	13
图 31: 产业债信用利差中位数	13

进入2月份，全球疫情趋势性向好的态势愈加明显，与此同时以美国为首的发达经济体在财政刺激上的不遗余力不仅令经济复苏前瞻愈加强化，而且也令通胀水平日渐走高。国内方面，尽管数据发布的空窗期令经济运行监测少了依据，但中观层面的点滴数据从不同侧面验证着经济的持续改善，与此同时“防风险”、“调结构”在政策目标中的权重也日渐强化。

1. 全球疫情日渐向好 通胀水平逐步抬升

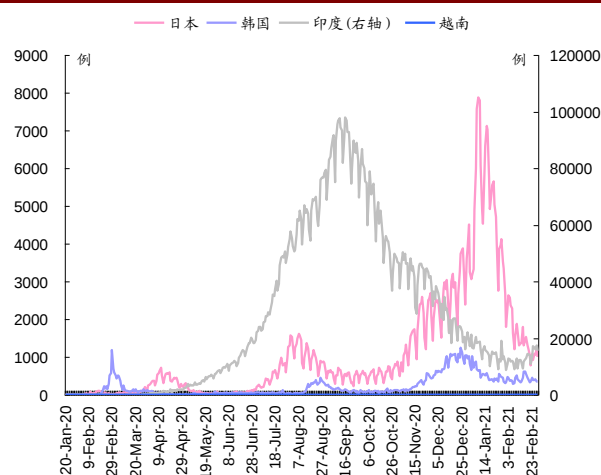
1.1 疫情数据震荡回落 趋势好转预期渐强

图 1：全球新冠肺炎疫情每日新增数据



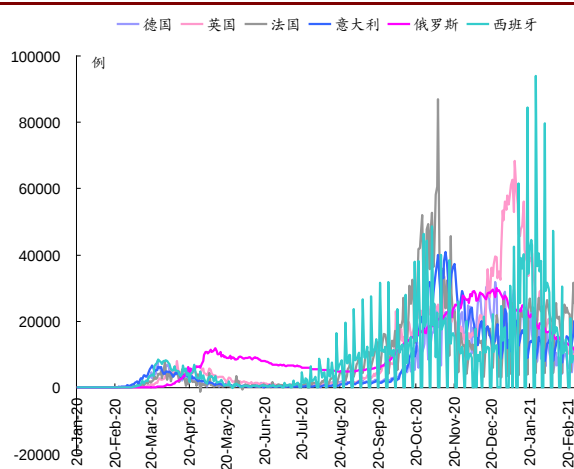
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 2：亚洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据



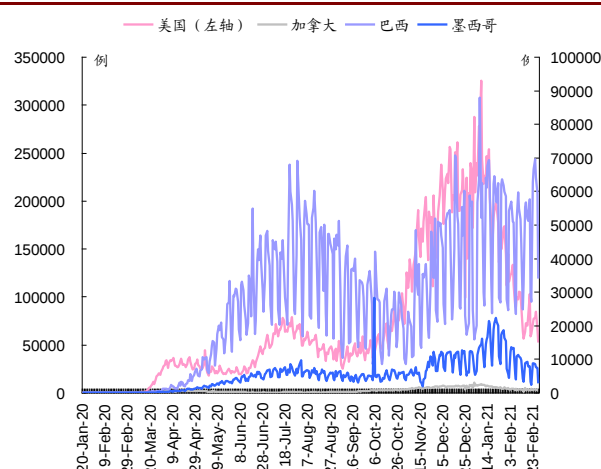
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 3：欧洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 4：美洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据



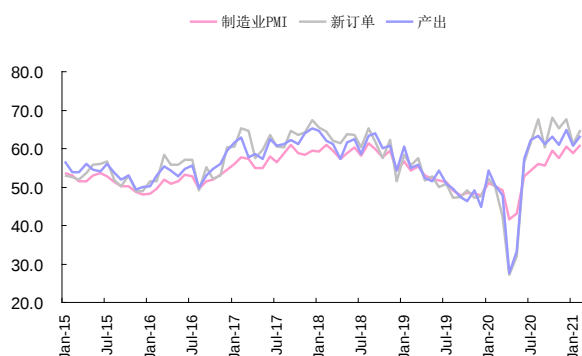
资料来源：Wind，渤海证券研究所

数据显示，全球日新增病例数震荡回落，除亚洲继续维持良好的防控态势外，欧
请务必阅读正文之后的免责声明

美疫情态势均明显向好，全球疫情前瞻逐步好转。主要国家和经济体中，法国和墨西哥疫情态势依旧严峻，日新增数据仍维持高位震荡，同时印度日新增病例数在大幅走低后在近期有所反弹。

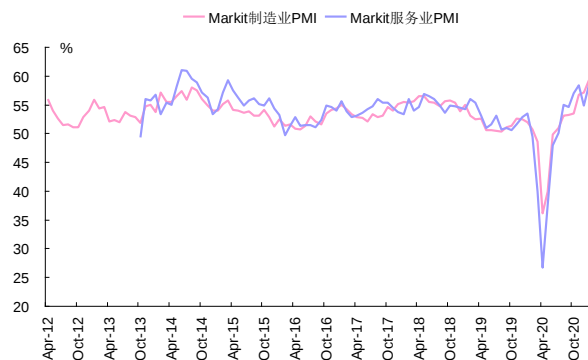
1.2 生产扩张维持强势 消费前瞻美强欧弱

图 5：美国制造业 PMI 指数



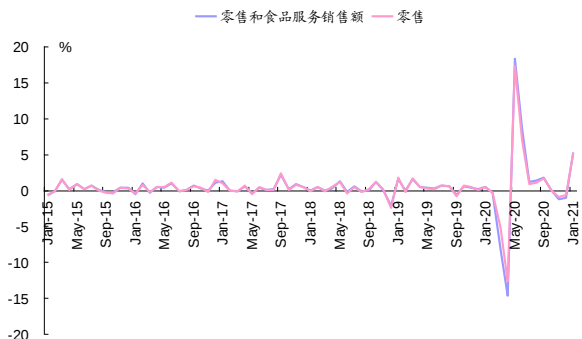
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 6：美国 Markit 制造业 PMI 指数



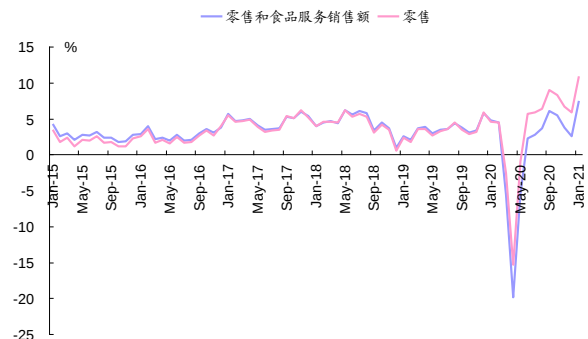
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 7：美国零售环比增速



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 8：美国零售同比增速

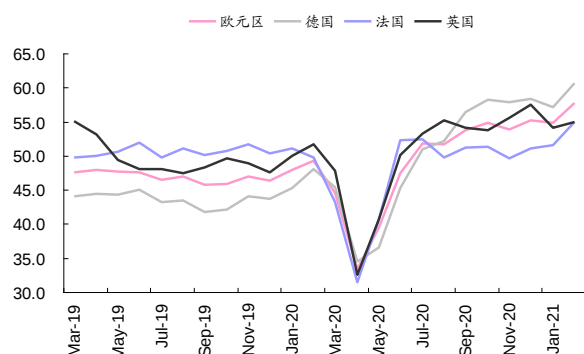


资料来源：Wind，渤海证券研究所

伴随着世界各国疫情防控的持续向好，生产的扩张态势不断强化，美国制造业 PMI 指数维持了较强的扩张动力，与此同时，随着第二轮财政刺激效果的逐步显现，美国 1 月份零售环比增速大幅提升至 5.12%，结束了连续三个月的环比负增长，并推动零售同比增速再创新高。

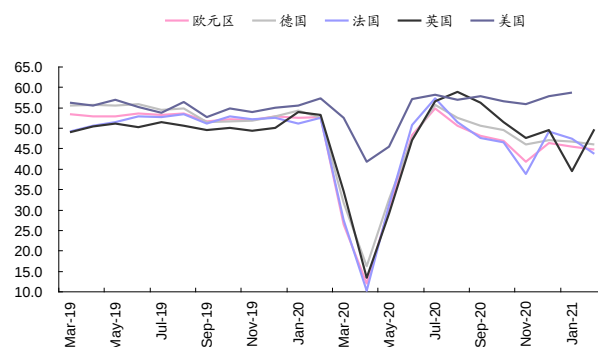
欧元区方面，在疫情得到有效控制的情况下，2 月份欧元区制造业 PMI 指数明显抬升至 57.7%，较 1 月回升近 3 个百分点，但服务业 PMI 指数则进一步小幅回落至 44.7%，制造业的强韧和服务业的承压依旧如故。

图 9: 欧元区及主要欧洲主要国家制造业 PMI 指数



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

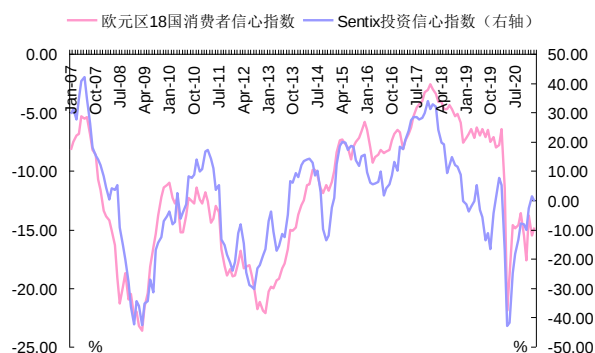
图 10: 主要经济体服务业 PMI 指数



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

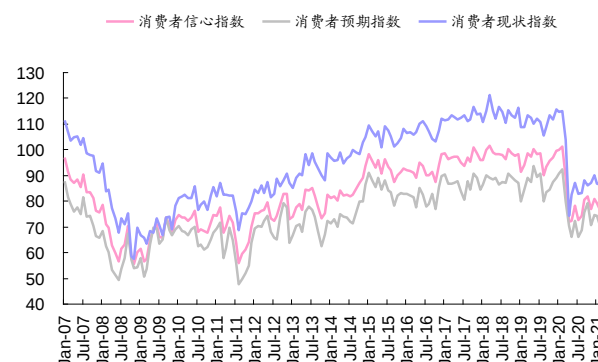
1.3 财政刺激持续加力 货币护航当仁不让

图 11: 欧元区主要信心指数



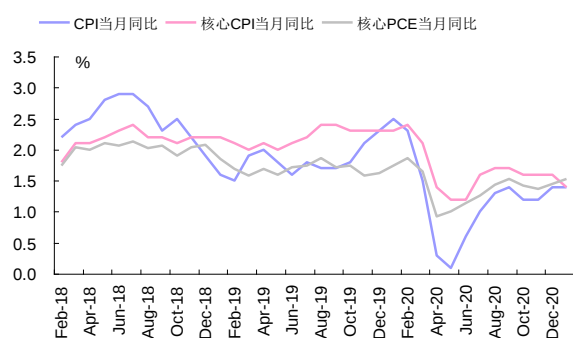
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 12: 美国消费者信心指数



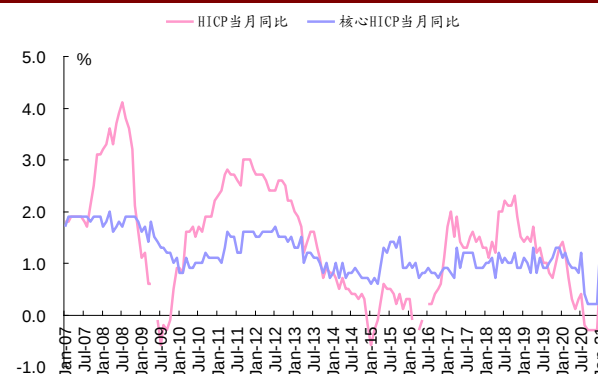
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 13: 美国通胀水平维持平稳



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 14: 欧洲通胀水平快速走高

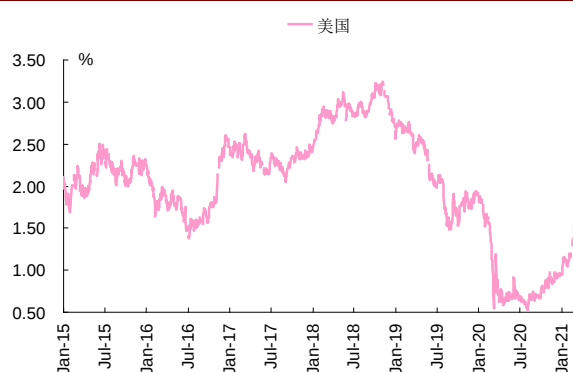


资料来源: Wind, 渤海证券研究所

疫情防控前瞻向好、生产强韧的扩张力度叠加美国财政刺激的影响，全球通胀不断走高，然而就业改善情况、非制造业景气程度以及消费者信心的恢复力度则均不甚乐观。尽管美联储一再安抚市场，强调短期的通胀走高不会触发流动性的回

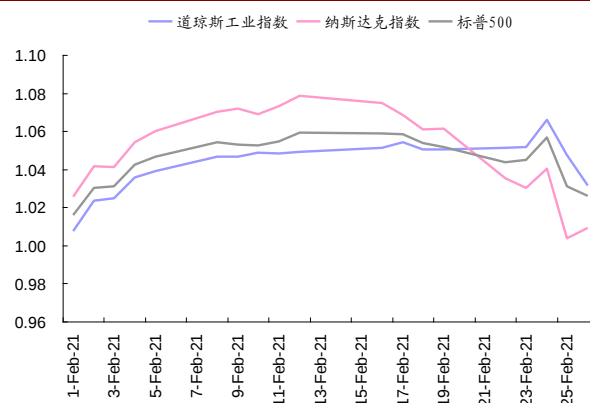
收，但是市场认为美联储之所以不实施货币正常化是因为时机不到，而非不想，于是部分投资者提前行动，这不仅导致美国十年期国债收益率显著走高，而且在通胀趋稳的情况下，实际利率则大幅抬升，进而令前期高涨的权益市场压力陡增。由此看来，后疫情阶段的政策配伍显然是目前市场关注的焦点，其一方面体现在市场对于政策动向的敏感性大幅提升，另一方面也意味着政策制定者强化市场沟通、进行预期管理必要性的显著增强。

图 15: 美国 10 年期国债收益率



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

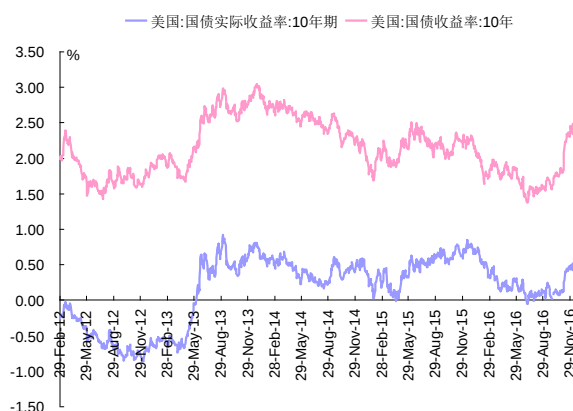
图 16: 美国主要股指 2 月份波动情况



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

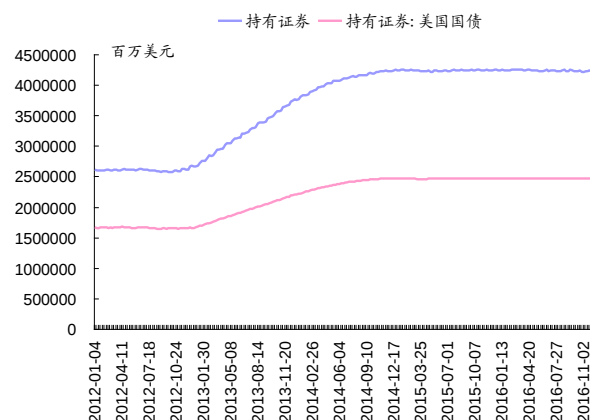
展望美国下一阶段的政策调控，首先我们认为在民主党在参众两院都占据优势的情况下，1.9 万亿财政刺激方案的通过将是大概率事件，此时摆在美联储面前的应对无非两种：其一，坚决为财政货币化摇旗呐喊，维持流动性的极度充裕；其二，有节制的财政货币化，在呵护财政刺激效果的同时，避免市场对低利率产生不切实际的想象，特别是在财政支出加大的过程中，适当对冲，避免流动性宽松程度无节制强化。

图 17: 2012-2016 年美国 10 年期国债收益率变动



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 18: 2012-2016 年美联储证券持有额



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

自 2020 年中期鲍威尔对负利率说“不”开始，美联储就开始纠正市场对利率一路向南这一不切实际的想法。进入 2021 年后，美联储一方面强调经济远未恢复到可以开启货币正常化的状态，资产购买仍会延续；但另一方面，美联储议息会议记录则显示，多位委员表态“一旦美联储目标得以实现”则将减少资产购买量，其过程大致可类比 2013-2014 年的情况。回顾当年情形，我们看到在美联储维持资产购买的过程中，十年期国债收益率就已经开始慢慢抬升，以反映美联储货币正常化的预期，2013 年 5-9 月间，美国十年期国债收益率大幅提升近 130bp，同期十年期国债实际利率则回升超过 150bp。

以目前美国经济形势出发，一方面考虑美联储对于其独立性的坚持，另一方面考虑耶伦任职美联储时对货币调控非对称性的表述及其对美联储运作机制的熟知，我们认为美联储最终会选择有节制的财政货币化，既在保障财政刺激有效推进的同时，强化同市场的沟通。尽管美联储资产减量购买行为尚需等待，央行缩表以及存款机构准备金余额下降的时机仍不成熟，但是美联储调控转向的意图已日渐明晰，于是美国 10 年期国债收益率易升难降，值得观察的是幅度和节奏，而这将更多地取决于美联储在市场沟通时所采取的预期管理。

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_17753

