

宏观动态报告

2021 年 4 月 5 日

经济环比上行 货币担忧暂缓

宏观经济 2021 年 2-3 月动态报告

核心内容:

- **未来各国经济增速取决于疫苗接种速度** 中国经济与世界经济出现了背离，这种背离是新冠疫情下各国控制新冠疫情不同带来的。
- **中国经济仍然平稳 1 季度高增长** 中国经济拐点仍然没有得到市场共识，尤其是对房地产的看法出现分歧，财务压力下的高竣工可能延续房地产投资的强势。另外一方面，消费低于预期也是由于 2021 年就地过年带来的影响，疫情逐步好转的过程中消费也会缓慢回升。新冠疫情的恢复对中国经济而言仍然难言好坏，但中国生产确实已经到达高峰，现阶段中国经济在 1 季度保持高增长，2 季度环比保持稳定，下半年仍然充满不确定性。
- **“紧信用”小幅缓解 货币市场重回平稳** 3 月份下旬市场资金稍显宽松，跨季资金并不紧张，央行货币操作重新回到了正常货币操作节奏。除房地产企业，央行信贷对其他企业仍然较为宽松，市场担忧的过分“紧信用”可能也比预期要减弱。而货币市场操作暂时保持平稳，等待经济走势给与进一步的信号。
- **全球通胀和新兴市场加息** 备受关注的全球通胀担忧可能仍然为时过早，带动全球 1-2 月份通胀大幅上行的原油价格已经处于震荡区间，全球主要国家的通胀水平仍然处于温和向上。新兴市场国家就更为复杂，3 月份，俄罗斯、巴西和土耳其先后加息以应快速上行的通胀。只有俄罗斯是因为担忧经济过热而加息，而巴西和土耳其单纯为了抗击通胀而加息。美元升值过程中，新兴国家市场容易表现的不稳定。现阶段印度和菲律宾的通胀上行，可能未来加息会出现在这两个国家。
- **美债收益率快速上行** 美债收益率继续上行，长短期利差到达高点，会迫使美联储做出反应。美元指数持续走高，欧美利差走阔下资金流动出现变化。
(1) 经济好转过程中通货膨胀走高，在美联储态度不变的情况下，美债收益率走高对风险资产的压迫并不如想象中那么强；如果美联储态度在逐步转变，那么风险资产就需要更为谨慎。(2) 黄金：利率水平平稳，通胀预期再走高利好黄金，取决于利率和通胀预期变化幅度。(3) 铜：美国的基建计划带动情绪，中国生产仍然处于高位，支撑了铜的价格。(4) 原油：需求和供给均处于不确定中，价格可能大幅震荡。(5) 经济环比平稳，金融周期收缩仍需要观察，风险资产从年后的紧货币环境中脱离。债券类资产价格仍然需要等待经济周期变化才能有所变化，暂时仍然处于“上有顶”的运行态势。

主要风险：新冠疫情再暴发以及新冠疫苗失效的风险、金融政策过于谨慎的风险

分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

目录

一、经济周期背离 货币政策分化 我国“坏时光”暂缓	3
(一) 各国经济增速取决于疫苗接种率	3
(二) 中国经济仍然平稳 一季度高增长	4
(三) “紧信用”小幅缓解 货币市场重回平稳	4
(四) 全球通胀和新兴市场加息	5
(五) 美债收益率快速上行 资产价格逻辑变化	6
二、国际经济观察	8
(一) 美国：美国经济前景看好	8
(二) 欧元区：欧洲制造业快速上行 服务业仍受疫情侵扰	12
(三) 日本：经济继续缓慢好转	14
三、国内经济：经济仍然平稳	15
(一) 生产订单仍然表现较好，生产顶部信号出现	15
(二) 生产：工业生产继续受益于出口，未来有压力	16
(三) 需求端：回升仍然缓慢	16
1、消费：消费仍然偏弱，处于缓慢恢复期	17
2、投资：房地产投资强势，基建投资回落，制造业稍有疲软	18
3、外贸：出口强势延续至 2 季度	20
(四) 1 季度 CPI 负增长	23
1、CPI：1 季度 CPI 负增长	23
2、PPI：随大宗商品价格上行	24
四、金融：“紧信用”不紧 坚持平稳货币	25
(一) 信贷和承兑汇票使得社融超预期，未来仍然下滑	25
(二) 利率小幅回落	27
五、国内外主要风险	28

一、经济周期背离 货币政策分化 我国“坏时光”暂缓

中国经济与世界经济出现了背离，这种背离是新冠疫情下各国控制新冠疫情不同带来的。全球来看，中国经济增长一枝独秀，美国受到经济修复计划的影响增长动力较强，欧洲仍然受到新冠疫情的困扰，但欧洲生产在复苏。新兴国家方面，环太平洋生产国生产恢复都较为理想。未来1个季度中国经济可能环比平稳，美国经济加速，欧洲经济稳步复苏，而新兴市场国家的复苏需要等到新冠疫苗更进一步普及。

各国央行操作出现分化，美联储和欧央行仍然保持宽松，欧央行增加了债券购买速度。部分新兴市场国家已经开始逐步收紧货币，3月份巴西、俄罗斯和土耳其先后加息，主要源于食品价格大幅上行带来的通胀压力。美联储同样面临通胀上行的干扰，其对市场反复强调经济恢复基础仍然不牢固，但金融市场预计通胀水平在下半年会达到3%，美国十年期国债收益率快速上行，现阶段是通胀预期和实际经济运行之间的对比，美联储本年度仍然不会加息，但如果通胀数据继续上行，那么十年期国债收益率仍然会继续走高。欧洲方面通胀水平并不强烈，欧洲主要面临的是新冠疫苗的普及，如果夏天欧洲旅游仍然不能有限放开，南欧部分国家会陷入困难。

美国经济的快速回升以及美欧之间的经济对比带来了美元的快速上行，美债收益率的走高和美元指数的上行可能会持续整个2季度，这会带来对大宗商品的压制，同样会压制新兴市场。全球仍然没有全面通胀的担忧，会有个别地区个别品种因为生产、交通等限制带来供给上的困难从而带来通胀快速上行。

中国经济在1季度持续高增长，出口仍然带动了生产处于高位区间；消费增长不及预期，但春节期间的出行限制让消费低增长情有可原；投资方面房地产仍然较为强势，制造业仍然在上行，基建有小幅回落，但回落速度并不快。2季度全球疫情仍然在延续，预计出口仍然高增长，而消费会继续回升，投资可能小幅回落，中国经济仍然环比平稳。

同时中国货币政策3月份显得较为纠结，3月初表现了严格的“紧信用+边际紧货币”，3月下旬接连表达了对制造业企业的呵护以及对货币政策中性的阐述，同时货币市场相对宽松。中国货币政策围绕在精准滴灌、灵活适度上，主要仍然是为了保护就业。基于此，3月末对“紧信用”但担忧稍缓，同时货币操作重新定义为平稳。

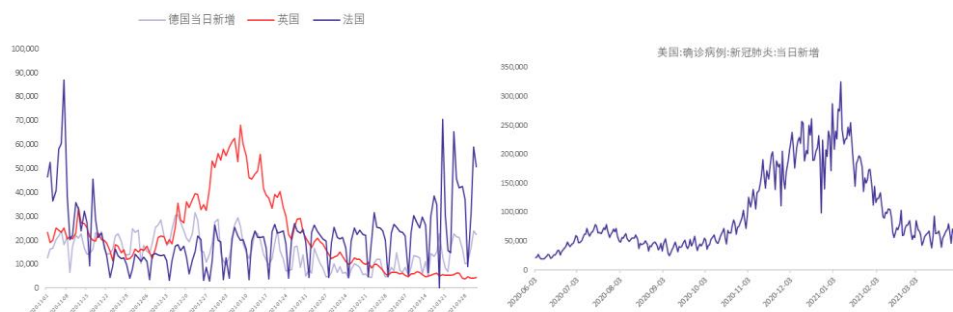
（一）各国经济增速取决于疫苗接种率

美国经济继续上行，美国PMI指数创出新高，工业生产、房地产价格、美国股指继续上行，同时就业有所好转。而美联储在美国经济好转的同时继续保持宽松的货币政策，主要因为美国仍然在新冠疫情的影响下。美国的新冠疫苗接种率快上行，是主要经济体中疫苗接种率最快的国家。欧盟经济也处于持续复苏阶段，但德国和法国的新冠疫情新增病例在上行，欧洲的疫苗接种率不理想，4月份欧洲部分地区再次封闭。英国的疫苗接种率较好，英国的疫情控制较为稳定。

现阶段各国经济仍然处于半封闭状态，虽然制造业PMI指数全部上行，但服务业PMI仍然较为低迷。未来各国的经济恢复正常的速度取决于对疫情的控制速度。

图1：德国法国每日新增病例（%）

图2：美国每日新增病例（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 中国经济仍然平稳 一季度高增长

中国经济1-2月份表现平稳,虽然同比指标很难衡量,消费稍低于预期,但出口仍然较为强劲,带动工业生产处于高增长区间。中国经济的一些现行指标出现回落,但整体同步经济指标仍然保持稳定。全球疫情控制仍然有不确定性,尤其是欧洲疫情再次反复,中国生产订单上半年维持高位。

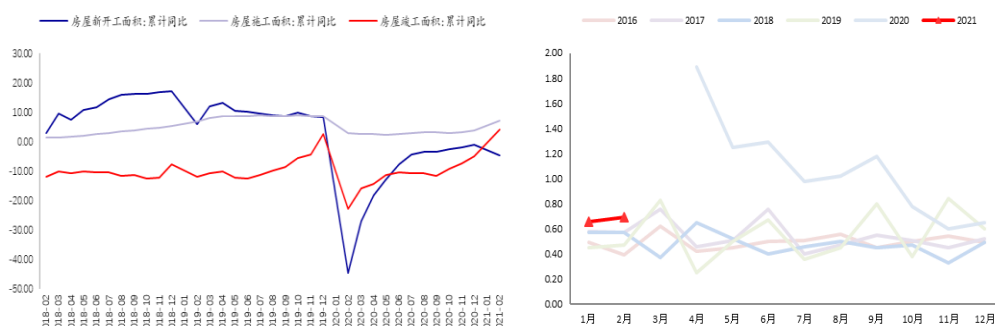
由于“碳中和”目标实施带来的工业企业生产的走低仍然是压制未来工业生产的因素之一,但现阶段来看,可能需要再一个季度才会有所体现。

中国经济拐点仍然没有得到市场共识,尤其是对房地产的看法出现分歧,1-2月份房地产仍然保持高增长,尤其是房地产竣工快速上行,政策对房地产的压制需要时间。另外一方面,消费低于预期也是由于2021年就地过年带来的影响,疫情逐步好转的过程中消费也会缓慢回升,目前消费回升并没有停滞。

新冠疫情的恢复对中国经济而言仍然难言好坏,但中国生产确实已经到达高峰,现阶段中国经济在1季度保持高增长,2季度环比保持稳定,下半年仍然充满不确定性。

图3: 房地产竣工快速上行 (%)

图4: 工业生产环比高位 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) “紧信用”小幅缓解 货币市场重回平稳

3月份下旬市场资金稍显宽松,跨季资金并不紧张,央行货币操作重新回到了正常货币操作节奏。同时4月1日央行新闻发布会上对金融风险的解释集中在房地产领域,对制造业的支

持一如既往。而新任央行货币委员会委员 3 月 27 日也在参加“2021 年中国实体经济论坛”上表示，中国应该阻止制造业比重继续下降。

3 月份早期监管层表现了强烈的管制风格。3 月 2 日中国银保监会主席郭树清在国务院新闻办举行的发布会上指出房地产金融化、泡沫化倾向比较强，担心金融市场泡沫，防范金融风险是金融也永恒的主题，强化反垄断和防止资本无序扩张，中国监管层明确重提金融风险，金融强监管再次上线，随后市场明显偏紧。

3 月中旬以后，市场风格逐步转缓。3 月 21 日央行行长易纲在中国发展高层论坛圆桌会议上发表讲话，明确“广义货币（M2）同比增速在 10% 左右，与名义 GDP 增速基本匹配”，货币供给整体保持平稳。3 月 31 日国务院常务会议上指出加大中小微企业所得税和先进制造业的税收优惠政策，至少持续至今年年底。同时将运输设备、电气机械、仪器仪表、医药、化学纤维等制造业企业纳入先进制造业企业增值税留抵退税政策范围，实行按月全额退还增量留抵税额，财政上对中小微企业和先进制造业企业加大支持。从这方面来看，除房地产企业，央行信贷对其他企业仍然较为宽松，市场担忧的过分“紧信用”可能也比预期要减弱。而货币市场操作暂时保持平稳，等待经济走势给与进一步的信号。

（四）全球通胀和新兴市场加息

备受关注的全球通胀担忧可能仍然为时过早，可以看到，带动全球 1-2 月份通胀大幅上行的原油价格已经处于震荡区间。原油价格再次向上需要需求和供给的配合，需求方面完全取决于各国疫情修复速度和疫苗普及速度，供给方面更为复杂，OPEC+、俄罗斯和美国页岩油之间的博弈仍然继续。原油继续快速上行并非没有可能，但是高位的原油价格会迅速带动美国页岩油的开采，同时俄罗斯和 OPEC+ 的增长也不可避免。

需求方面来看，全球主要国家的通胀水平仍然处于温和向上。欧元区和德国 CPI 的上行能源价格走高以及交通不便下食品价格的上行带动的。现阶段，受疫情影响供给的恢复、交通的恢复会比需求的恢复更为缓慢，这会带动通胀上行。要清楚，这种上行不是内需旺盛带动下的上行，所以并不能带来全球的通胀周期。

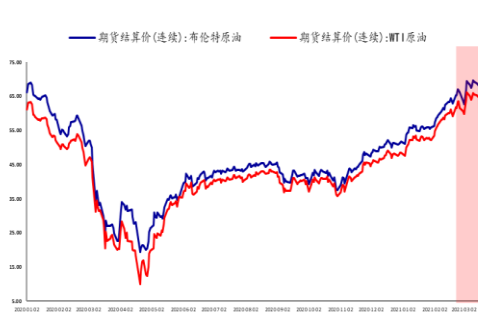
美国的情况更为复杂，美国接连不断的大幅度经济刺激计划，已经带动了就业市场，而疫苗快速普及使得居民逐步恢复正常的生活。这种财政资金直达普通消费者的形式使得美国居民消费上行，而居民消费短时快速上行会带动通胀回升。我们预计美国核心 PCE 价格水平会持续走高，预计会在下半年超过 3%。

图 5：全球仍然温和通胀（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：原油处于振荡期（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

新兴市场国家就更为复杂,3月份,俄罗斯、巴西和土耳其先后加息以应快速上行的通胀。3月18日巴西央行加息75基点至2.75%,随后土耳其央行宣布上调关键利率200个基点至19%,成为全球第二个疫情后加息的国家。3月19日,俄罗斯央行宣布加息25个基点至4.5%。土耳其和巴西的经济结构更容易受到外汇的影响,美元指数3月份止跌企稳,对其货币带来压制,土耳其外债规模庞大,美元兑土耳其货币的贬值带来了土耳其的金融困难,同时土耳其政府混乱的金融管控也加剧了金融市场的动荡,土耳其物价快速上行。巴西全国仍然受到疫情的影响,巴西物流仍然不顺畅,同时疫情后农产品价格的上行虽然利好了巴西的出口,但巴西本土食品价格也随农产品价格走高。而巴西的救助政策也包括直接发放现金给居民,居民收入增加带动了食品的消费,短期内供应不畅、基础农产品价格上行以及需求快速上行带动了巴西通胀走高。

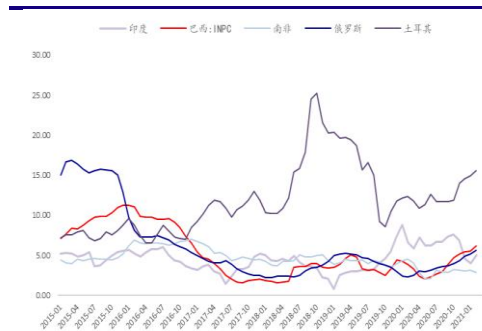
俄罗斯经济受益于原油价格上行,同时俄罗斯央行预计俄罗斯经济在2021年就可以恢复至疫情前的水平,所以提前加息降低经济热度。与土耳其和巴西不同,俄罗斯央行认为俄罗斯内部需求上行,俄罗斯经济有过热苗头所以加息。俄罗斯CPI水平在2月份达到5.67%,远高于俄罗斯央行4%的目标,同时俄罗斯央行预期俄罗斯GDP增速在2021年达到3%-4%的水平,俄罗斯经济情况运行良好,提前加息避免过热。

这样看来,现阶段,只有俄罗斯是因为担忧经济过热而加息,而巴西和土耳其单纯为了抗击通胀而加息。综合来说,巴西和土耳其的加息是美元升值下的连锁反应。而美元升值过程中,新兴国家市场容易表现的不稳定。现阶段印度的通胀重新上行,东南亚国家中菲律宾的通胀水平快速走高,可能未来加息会出现在这两个国家。

总体来看,全球仍然处于温和通胀的过程中,受到疫情、疫苗、交通、物流等因素影响,部分产品供给和需求错位,部分地区的物价会快速上行,这种情况并不能带来全球的通胀。

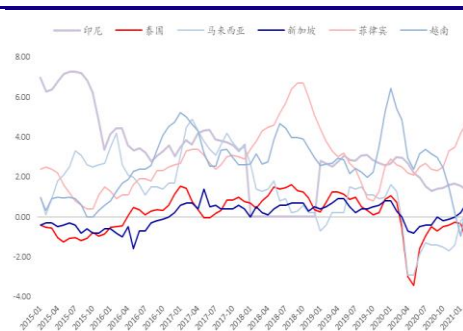
同时,美国的通胀水平和美联储的政策息息相关,对全球通胀的展望已经使得资产价格大幅走高,如果未来通胀水平上行不及预期或者美联储改变货币政策态度,资产价格就会直接发生变化。

图7: 印度通胀持续上行(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图8: 东南亚国家中菲律宾最危险(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(五) 美债收益率快速上行 资产价格逻辑变化

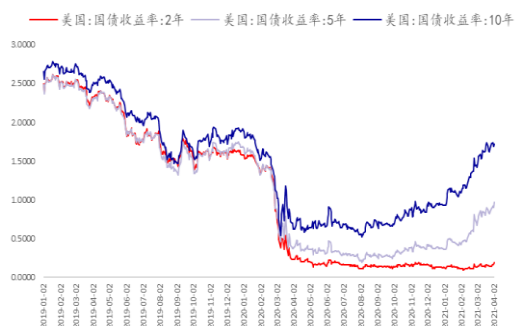
美国10年期国债收益率持续上行,带了资产价格的重构。美国10年期国债收益率在3月突破了1.7%,5年期国债收益率突破0.9%。同时美联储坚持需要等到通胀和就业达到预定的位置才会调整货币政策,2年期国债收益率的变动幅度仍然较小,使得10年期收益率和5年期以及2年期的收益率利差逐步走阔。10年期和2年期国债收益率的利差已经超过1.5%,

到达 10 年来高位区间，长短期利率走高会引发明显的套利活动，不利于美联储货币正侧的开展。2015 年 5 月长短期利差达到高位区间后，美联储开启加息历程。现阶段，长期利率的不断上行是市场对美国经济的强烈看好，对美国未来通胀走势预期较高，预计美联储会很快做出回应。

长期债券收益率走高主要是因为：(1) 拜登政府通过了 1.9 万亿的经济刺激计划，市场预计会有更多的债券发行；(2) 拜登公布了 2.25 万亿基建刺激计划，基建刺激计划的资金来源源于对美国富人阶层和大公司的加税，相当于美国的贫富再分配计划，阻止贫富差距继续拉大会有力的提高美国的通胀水平；(2) 美国经济先行指数继续上行，美国经济快速好转，尤其是美国消费者直接接到财政补贴，直接带动消费上行，从而带动通胀走高，对经济前景的展望带动无风险收益率上行。

图 9：美债收益率 (%)

图 10：10 年期国债与 2、5 年期国债利差 (%)



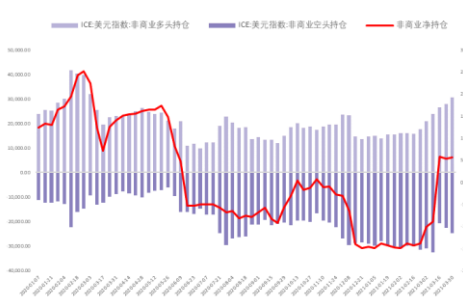
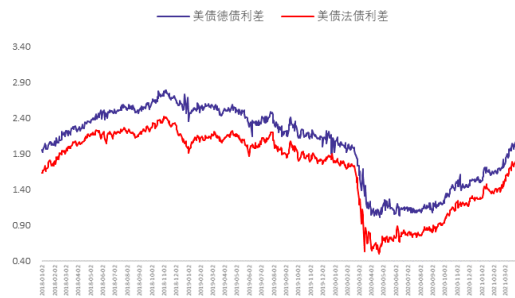
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

随着美元收益率的走高，美国债与法、德国债利差上行，渐趋接近疫情前的水平。债券收益率利差逐步上行会使得套利交易慢慢回转，抛美元会暂告一个段落。美国的超强经济刺激计划带动了美债收益率持续上行，而欧洲 4 月份再次部分封闭，疫苗接种率也同时低于美国，美债和德债与法债的利差重新走高。3 月末美债和德债的利差重新回到了 2% 以上，与德债的利差回到了 1.7% 以上，已经达到了疫情前的水平。3 月开始 CFTC 非商业美元指数持仓情况已经逆转，非商业美元指数持仓出现了净多头，美元指数止跌。

图 11：美债与德债和法债利差 (%)

图 12：CFTC 非商业美元指数持仓 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

这种利差可能在未来几个月维持下去，美联储联邦基金利率上行至少要等到 2021 年年末，而现阶段美联储的态度转变较为缓慢。经济好转过程中通货膨胀走高，带动了风险资产价格的上行，尤其是带动了美元计价风险资产价格。而在美联储态度不变的情况下，美债收益率走高

对风险资产的压迫并不如想象中那么强。但如果美联储态度在逐步转变，那么风险资产就需要更为谨慎。

同理，对于贵金属而言，通胀上行有利于贵金属价格走高，但最近一段时间，利率水平的走高快于通胀上行，压制了黄金价格。如果利率水平能保持平稳，通胀预期再上行就对黄金价格有利。

对于铜等有色金属来说，美国的基建计划有利于带动有色金属的情绪，但其通过仍然需要较长时间。中国生产仍然处于高位，暂时有力的支撑了铜的价格。

对于原油来说，需求和供给均处于不确定中，未来原油价格可能大幅震荡。

对于中国来说，美元指数变动带来了汇率压制，但决定我国资产价格的仍然是我国的经济周期运行和货币政策变化。未来一个季度我国经济环比平稳，金融周期收缩仍需要观察，风险资产从年后的紧货币环境中脱离。债券类资产价格仍然需要等待经济周期变化才能有所变化，暂时仍然处于“上有顶”的运行态势。

二、国际经济观察

（一）美国：美国经济前景看好

美国3月份通过了1.9万亿的经济复苏计划，预计会带动美国经济继续上行。美国受到疫情反复和2月严寒天气影响，部分经济指标下行，美国工业产出3月份下滑，同时耐用品消费订单回落，美国核心消费指数也有所下行。但经济先行指标仍然保持强劲，PMI继续上行，美国消费者信心指数和投资信心指数再次走高，同时通胀数据也在温和上行。3月份拜登政府通过了经济复苏计划，总额约1.9万亿的经济补助下放，4月份开始美国大部分消费者人均可收到1400美元的补助。通胀先行指数上行，同时通胀补偿债券走高，对美国经济前景的看好使得美国10年期债券收益率继续上行。美国债券收益率的走高带动了美元指数的上行，这种上行对全球新兴市场带来压力。

同时美联储对经济的声明延续了疫情以来的对经济的态度，美联储仍然认为经济的复苏显得不那么牢固，宽松的货币政策需要一直持续至2023年。但快速上行的美债收益率和通胀预期使得美联储主席鲍威尔表态会考虑是否调整美联储每个月的资产购买计划。

美国经济的复苏进程还有中期与长期的争议，但是至少在美股等资产泡沫没有破裂之前，

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_19280

