

内需恢复值得期待 政策担忧逐步弱化

——2021 年 6 月宏观经济报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2021 年 05 月 27 日

证券分析师

周喜

022-28451972

相关研究报告

- 就外部环境而言，欧美疫情向好令需求端持续改善，而印度等新兴经济体依旧严峻的防控态势则令供给持续受限，结构性供需缺口令通胀预期高涨，而且美国的财政刺激也在一定程度上压制了劳动力的供给，并对其国内通胀产生了推波助澜的作用。然而，一方面受制于美国财政刺激对低利率环境的需要，另一方面供给承压和刺激主导下的需求回升难以依靠货币紧缩加以对冲，因此美联储的真实行动为时尚早。
- 就国内经济而言，经济延续改善，但是结构性问题依旧突出，供需缺口仍是国内出口超预期增长的关键，并主导了生产的活跃；然而，在内需方面，制造业投资明显改善的同时，消费增长则有所弱化。展望来看，出口方面，低附加值产品将成为出口增速延续强势的关键；投资方面，房地产投资恢复空间有限，制造业投资最值得期待，而基建投资则依旧呈现相机抉择的特性；消费方面，其持续改善的路径并未改变，但芯片短缺对汽车销售的制约在未来一段时期或将进一步强化，从而不利于消费数据的改善速度；生产方面，短期内工业增加值同比增速的高位运行难改其逐步下行的演变趋势。
- 就国内通胀而言，在翘尾改善的主导下，4 月 CPI 同比增速回升至 0.9%，而同期 PPI 同比增速则大幅抬高至 6.8%。展望来看，虽然 5 月份食品价格继续回落，但是在翘尾改善的推动下 CPI 当月同比增速将进一步回升至 1.5%，而 PPI 当月同比增速则将在翘尾和新涨因素的共同作用下达到 8.0% 左右。
- 就国内政策而言，430 政治局会议显然是对诸多争论给予了有益的指引，会议在肯定经济复苏成果的同时，也更为关注“不均衡”和“不稳固”，着力强调打通改革堵点；正是基于对经济形势的辩证认识，调控前瞻上继续对“不急转弯”加以强调，“有序推进”碳达峰意味着未来会更多考虑避免其对经济产生过大的负向冲击；而对于制造业投资以及消费的强调则意味着需求侧调控被上升到了更为重要的位置；综上所述，此次会议对于政策的表述有利于弱化市场对紧缩力度过大的担忧，强化了政策的确定性。

风险提示：国际疫情发展超预期

目 录

1. 全球疫情有所改善 供需缺口仍未弥合	5
1.1 疫情数据触顶回落 地区差异依旧明显	5
1.2 美国生产扩张受阻 欧洲景气持续回升	6
1.3 通胀态势困扰美国 货币退出仍需等待	7
2. 短期关注供需缺口 中期等待内需恢复	9
2.1 出口增速超预期 供需缺口结构化	9
2.2 经济延续改善 内需仍可期待	10
2.3 PPI 同比显著抬升 CPI 告别翘尾拖累	12
3. 政策确定性增强 “稳中求进”协调推进	14
3.1 货币市场平稳运行 信贷需求结构尚好	14
3.2 财政支出虽然从紧 相机抉择定位不改	16

图 目 录

图 1: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据	5
图 2: 亚洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据	5
图 3: 欧洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据	6
图 4: 美洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据	6
图 5: 美国零售及进口数据	6
图 6: 欧盟 27 国零售及进口数据	6
图 7: 美国 Markit 服务业 PMI 指数	7
图 8: 主要经济体服务业 PMI 指数	7
图 9: 美国消费者信心指数	7
图 10: 欧洲主要信心指数	7
图 11: 美国制造业 PMI 指数	7
图 12: 欧元区及主要欧洲主要国家制造业 PMI 指数	7
图 13: 美国通胀情况	8
图 14: 欧洲通胀情况	8
图 15: 美国劳动参与率	8
图 16: 美国 10 年期国债收益率	8
图 17: 中国进出口累计同比增速	10
图 18: 中国当月贸易顺差	10
图 19: 韩国出口同比增速	10
图 20: CCFI 指数	10
图 21: 固定资产投资累计同比	11
图 22: 制造业投资显著恢复	11
图 23: 社零累计增长情况	11
图 24: 中国失业率数据	11
图 25: 工业增加值同比增速	12
图 26: 工业增加值环比增速逐步回落	12
图 27: PPI 与 CPI 当月同比	12
图 28: PPI 与 CPI 环比增速	12
图 29: 农产品批发价格 200 指数	13
图 30: 主要大宗商品月均价变动幅度	13
图 31: CPI 翘尾因素	13
图 32: PPI 翘尾因素	13
图 33: 主要工业金属库存情况	13
图 34: Shibor 利率走势	14
图 35: DR007 加权平均利率	14
图 36: 2 月以来央行公开市场操作情况	15
图 37: 中债企业债信用利差（5 年期）	15
图 38: 社融、信贷同比增速回落	15
图 39: 企业债融资主导 4 月社融少增	15
图 40: 企业新增中长期贷款占比位居高位	15

图 41: 企业新增中长期贷款占比历史对比.....	15
图 42: 贷款加权平均利率低位运行	16
图 43: 企业贷款加权平均利率低于 2020 年同期水平	16
图 44: 公共财政收支同比增速.....	16
图 45: 全国政府性基金支出同比增速.....	16
图 46: 4 月财政收支差额对比	16
图 47: 4 月财政收支差额/GDP 对比.....	16

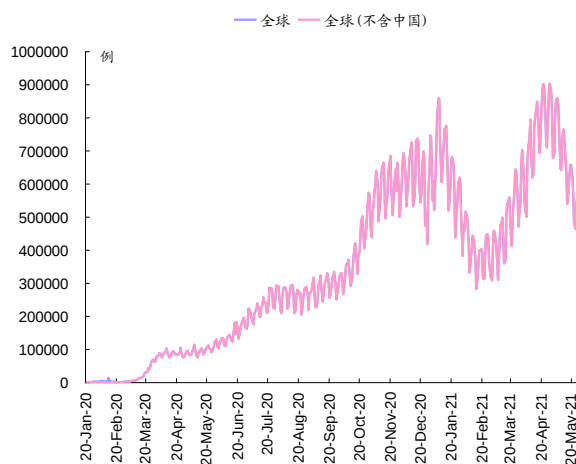
欧美疫情向好令需求端持续改善，而印度等新兴经济体依旧严峻的防控态势则令供给持续受限，结构性供需缺口令通胀预期高涨，而且美国的财政刺激也在一定程度上压制了劳动力的供给，并对其国内通胀产生了推波助澜的作用。就国内而言，全球范围内供需的结构性缺口令我国出口保持强劲，继而推动了生产的活跃，但是大宗商品价格的高位运行则令净出口颇受抑制，虽然消费复苏力度不及预期令市场对经济前景再生担忧，但是考虑到消费的后周期属性及缺芯对消费的冲击，我们对消费前景仍相对乐观；政策方面，通胀的结构性通胀因其更多源自供给冲击，于是不会触发货币紧缩力度的强化，此外面对经济尚不稳固的现实，政策的“进”仍受制于对“稳”的诉求。

1. 全球疫情有所改善 供需缺口仍未弥合

1.1 疫情数据触顶回落 地区差异依旧明显

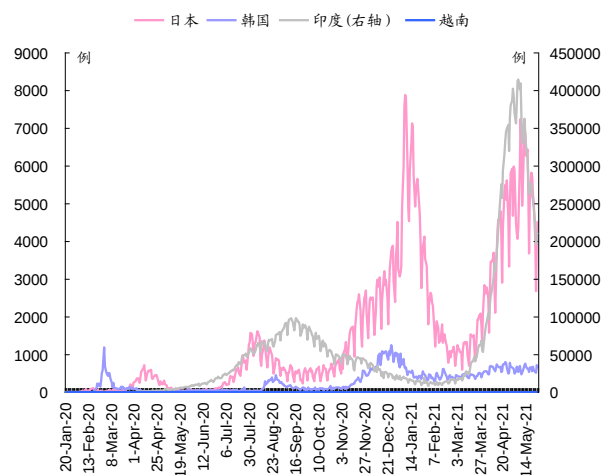
数据显示，全球日新增病例数冲高回落，日新增病例数已大幅回落至 50 万例，正向前期低点靠拢，印度日新增病例数的显著下行是其主要原因，相较于此，巴西日新增病例波动中枢则居高不下。

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

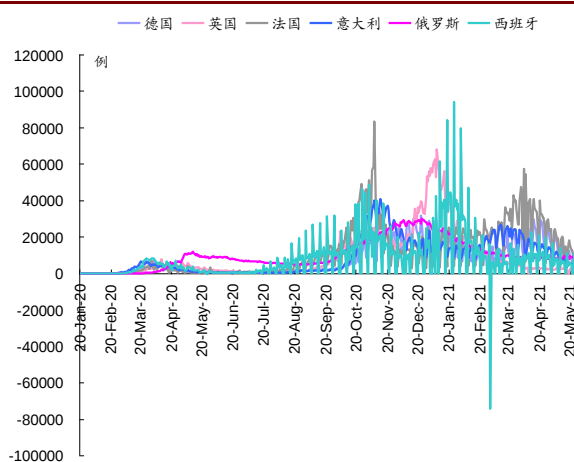


资料来源：Wind，渤海证券研究所

总体而言，以欧美为代表的发达经济体在疫苗接种持续推进的过程中，疫情防控态势愈加乐观；而发展中经济体的防控态势则仍较为严峻，大幅下降后印度的日新增病例数仍超过 20 万例，巴西的日新增病例中枢也仍维持在 6 万例左右。如果将发达经济体视为主要的需求端，而将发展中经济体视为重要的供给端，那么疫情对需求的冲击正在弱化，而对供给的冲击则仍较为严峻，这成为全球供需结

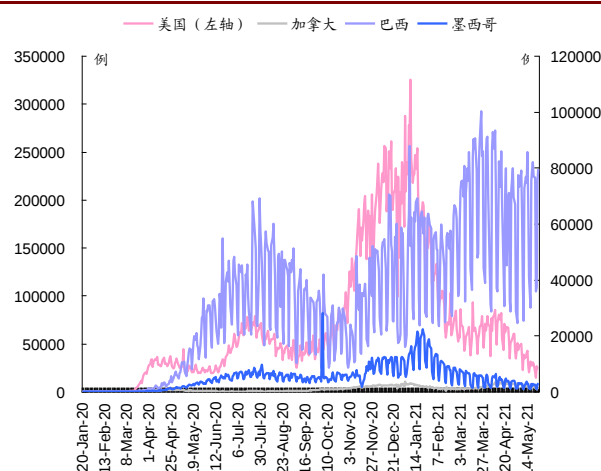
结构性缺口的重要背景；换言之，新兴经济体疫情防控态势的演变将继续作为全球供需缺口弥合及大宗商品价格走向的重要影响因素。

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

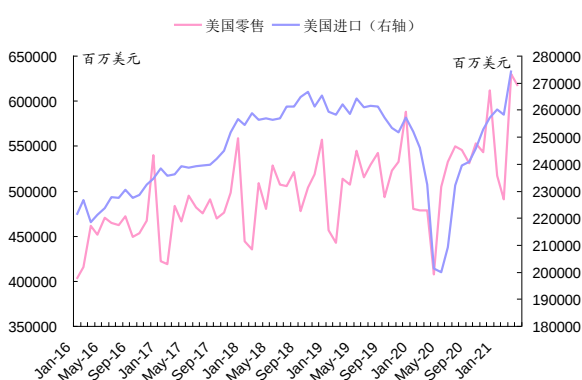


资料来源：Wind，渤海证券研究所

1.2 美国生产扩张受阻 欧洲景气持续回升

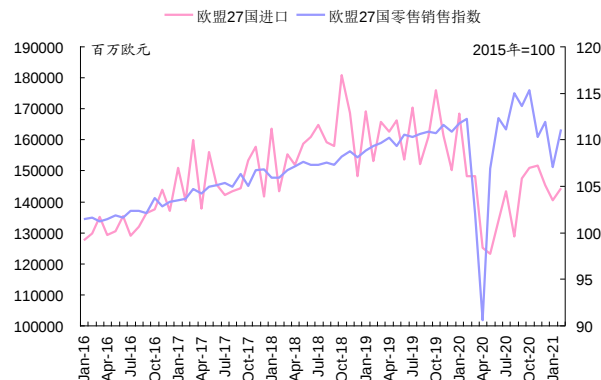
欧美消费及进口数据显示，美国社零及进口绝对值均已超过疫情前的水平，欧盟尽管恢复力度仍较为缓慢，但持续改善的态势毋庸置疑，疫情防控向好令消费场景受限明显弱化，美国的财政刺激则显著提升了居民部门的消费能力。在需求改善的同时，美国制造业 PMI 指数则有所回落，供应链受制的影响首当其冲，而调查数据更偏客观的 Markit 制造业 PMI 指数在 5 月则继续创出新高；欧元区方面，疫情态势向好成为制造业和服务业 PMI 指数持续改善的关键。

图 5：美国零售及进口数据



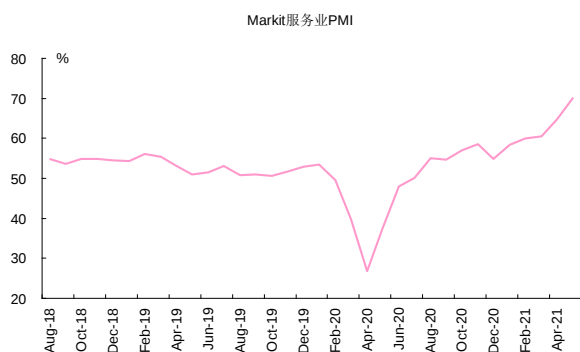
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 6：欧盟 27 国零售及进口数据



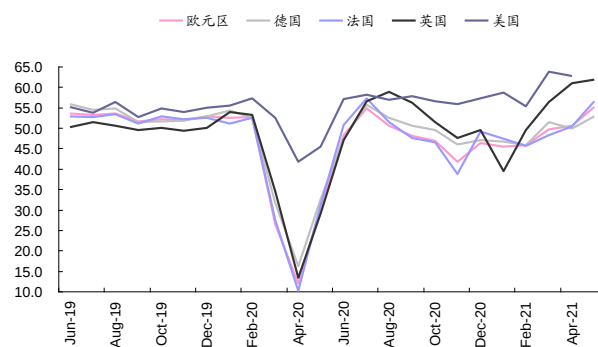
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 7: 美国 Markit 服务业 PMI 指数



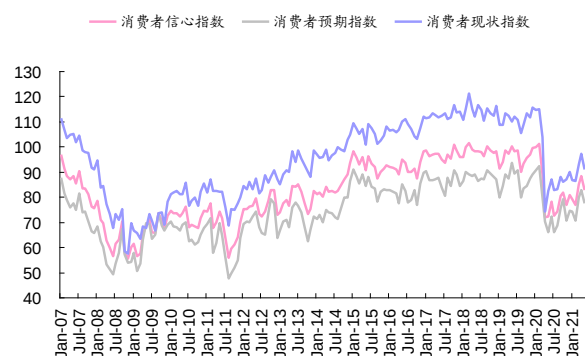
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 8: 主要经济体服务业 PMI 指数



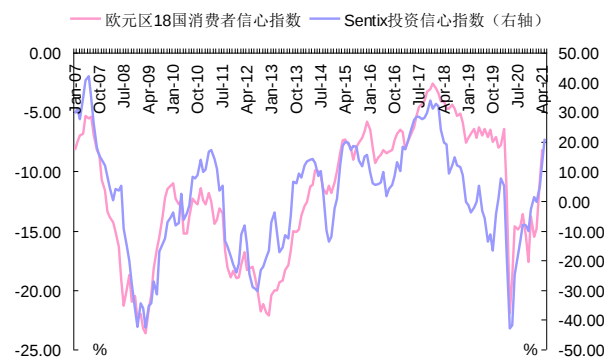
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 9: 美国消费者信心指数



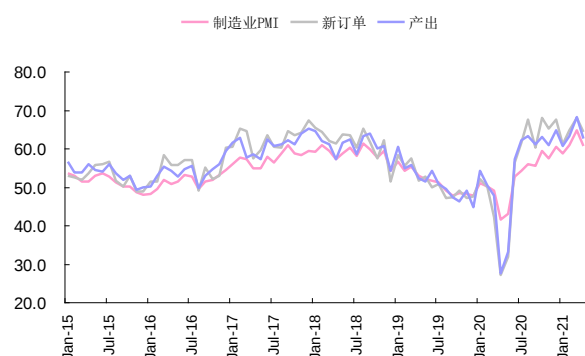
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 10: 欧洲主要信心指数



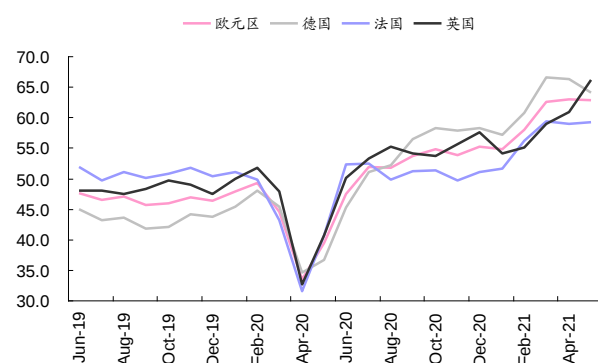
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 11: 美国制造业 PMI 指数



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 12: 欧元区及主要欧洲主要国家制造业 PMI 指数



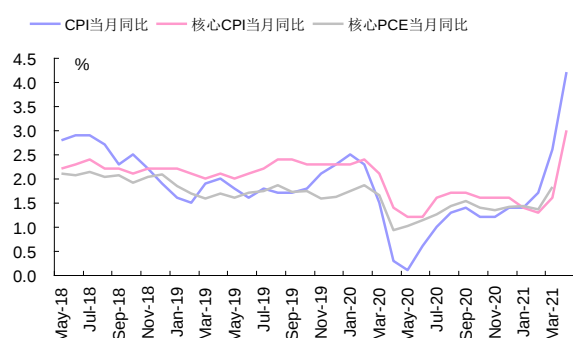
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

1.3 通胀态势困扰美国 货币退出仍需等待

美国的财政刺激一方面提振了终端需求，另一方面则抑制了劳动参与率的回升，受此影响，其通胀抬升更为显著；相较于此，欧元区的通胀则总体保持平稳。尽

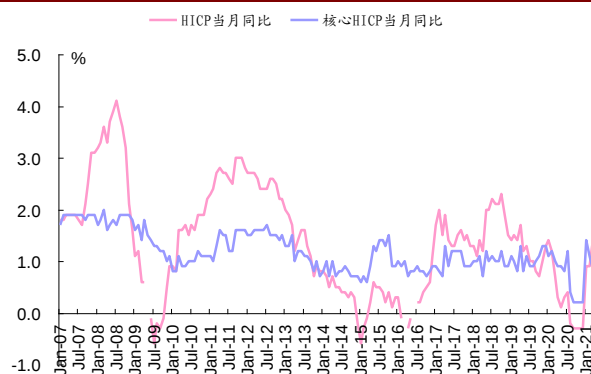
管通胀的超预期回升给美联储带来的困扰，而且4月议息会议纪要显示委员们已经开始讨论QE退出问题，但是我们认为一方面受制于美国财政刺激对低利率环境的需要，另一方面供给承压和刺激主导下的需求回升难以依靠货币紧缩加以对冲，因此美联储的真实行动为时尚早。

图 13: 美国通胀情况



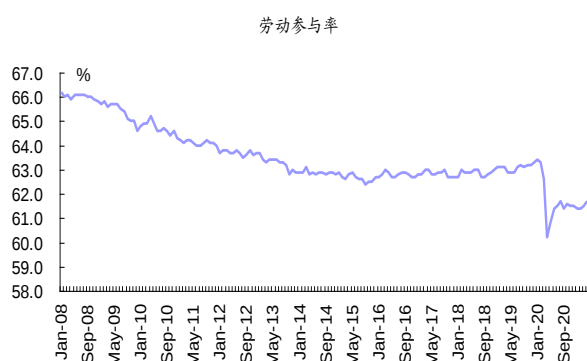
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 14: 欧洲通胀情况



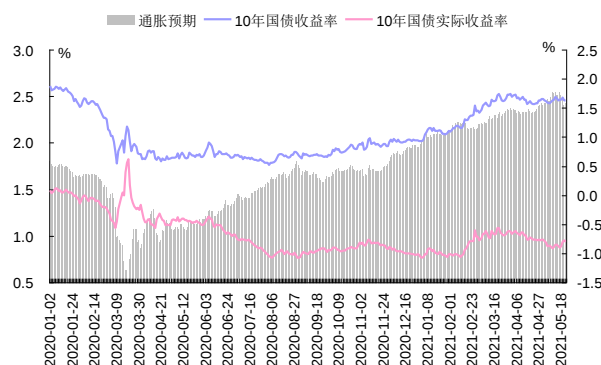
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 15: 美国劳动参与率



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 16: 美国 10 年期国债收益率



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

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_19824

