

通胀预期反转叠加经济弱复苏推升 股票资产的配置价值

宏观策略报告

2021/5/26

摘要:

受到 2020 年宏观数据低基数的影响, 尽管今年同比数据显示经济在高增长, 但是从反映环比数据的 PMI 指标体系来看, 宏观经济复苏动能可能已经在 2020 年 11 月份达到最强, 此后在边际走弱。这一方面源于已经被市场充分认可的外贸超预期的正向推动, 另一方面受到了生产原材料价格的大幅上涨并不能被下游市场所消化的影响。特别是今年以来实体企业利润被通胀吞噬, 复苏动能边际上持续走弱, 因而宏观经济出现了一定程度的类滞涨特征。

4 月份以来, 特别是 5 月份随着国家层面多方面的果断调控, 本轮通胀一致预期可能已经在大宗商品的大幅调整中得以重新思考, 甚至是在国家层面保供稳价+外汇干预的情景下反转。展望未来我们认为, 一方面, 虽然当前存量经济瓶颈尚难以打破, 但是距离疫情前偏下游的消费市场的复苏尚未结束; 另一方面, 尽管当前经济处于金融周期下行阶段, 但全年不急转弯的定调叠加防风险的考量, 央行方面货币和信贷超预期收紧也不易看到, 因而未来宏观经济可能呈现出通胀回落+弱复苏的特征。若这一情景在宏观方面逐步证实, 大类资产中股票或重新迎来较长时间的配置价值。

李荣凯

宏观经济分析师

从业资格号: F3012937

投资咨询号: Z0015266

联系电话: 0531-81678688

电子邮箱: lirk@luzhengqh.com

客服电话: 400-618-6767

公司网址: www.luzhengqh.com

鲁证研究公众号: lzqhyjs



鲁证期货公众号: lzqhfw

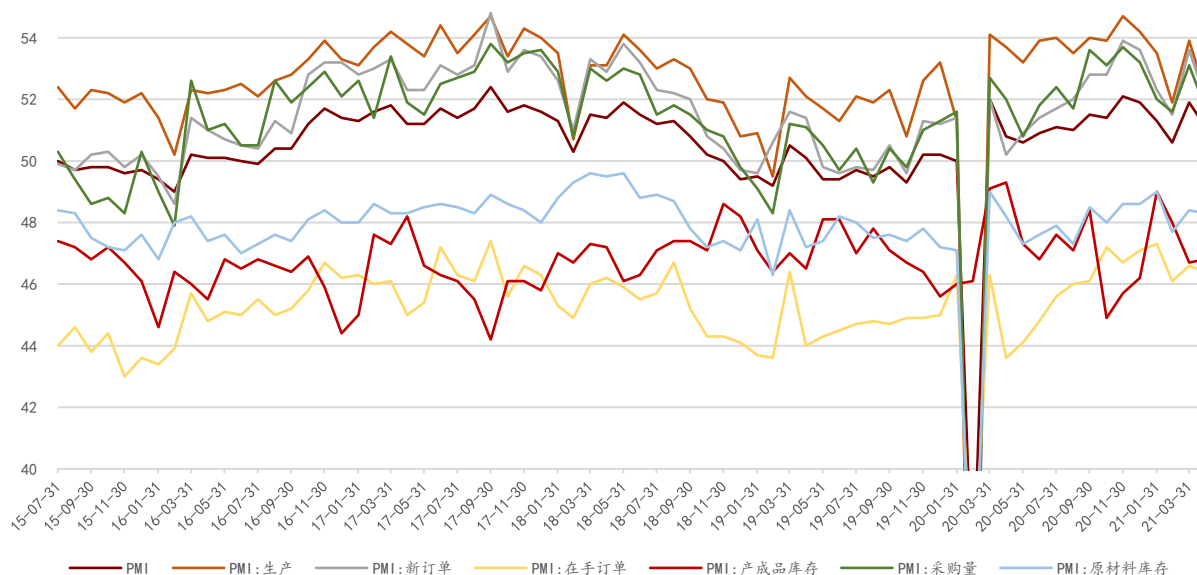


通胀预期反转叠加弱复苏推升股票资产的配置价值

一、从反映环比的宏观经济指标来看，本轮经济复苏动能已经在边际走弱

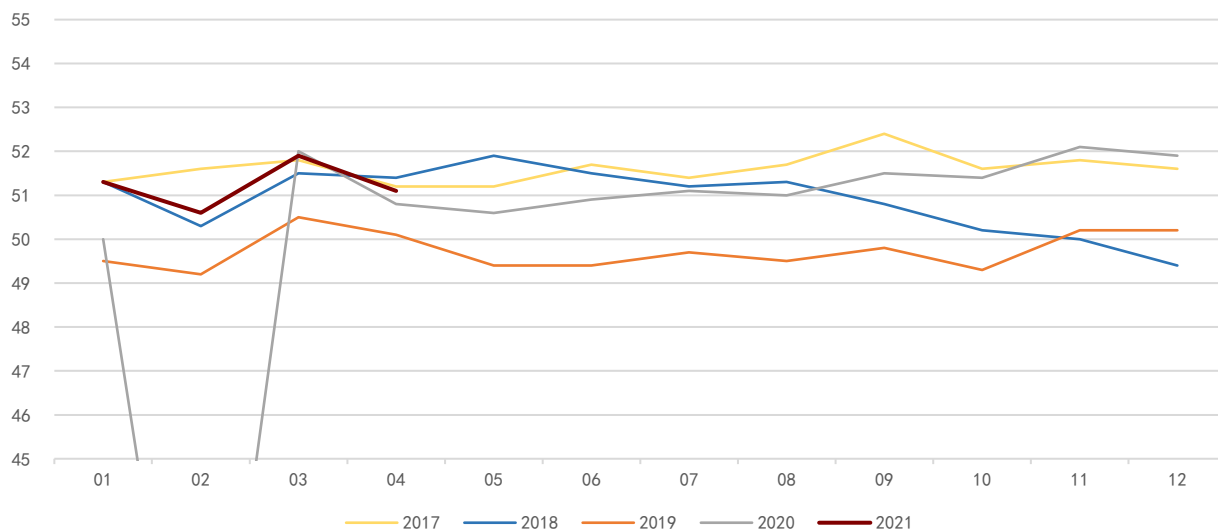
由于2020年新冠肺炎疫情爆发对宏观经济造成的冲击，2021年在宏观同比数据方面会显著地受到2020年前低后高的基数影响。当然这一问题可以通过对数据处理转换为环比数据进行观测，但这一种方式可能不如观测PMI指标体系来的更直接和清楚。一方面，PMI指标体系是围绕环比思路设计的；另一方面，PMI调查问卷关注的是量的统计而非价格，这在一定程度上也能够过滤通胀的影响。因此，今年观测宏观经济指标的时候要给予PMI更多的重视。

表1：中国官方制造业PMI及主要分项（%）



数据来源：wind，鲁证期货研究所整理

图 2：中国官方制造业 PMI 季节图（%）

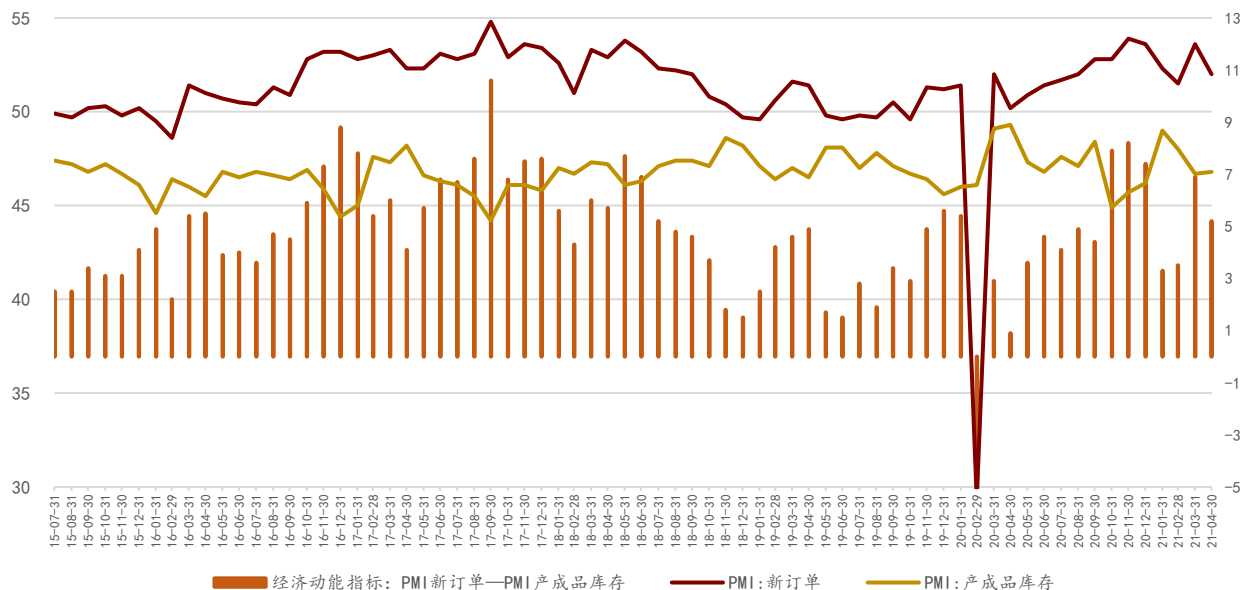


数据来源：wind，鲁证期货研究所整理

尽管 PMI 受季节性影响并不大确还是有的,那么如果是受季节性影响不大的月份反而高于季节性高点,那么确实需要引起一定的关注。通过图 1 和图 2,一方面从绝对数来看,截至目前本轮经济复苏动能的边际高点出现在 2020 年 11 月份 PMI 52.10%;另一方面,从季节性特征来看,11 月份并非是 PMI 数据的季节性高点,特别是在去数年中仅有 2020 年 11 月是全年最高点。但是该月份观测值不仅大于 2020 年 3 月份季节性高点 52.00%,也大于 2021 年 3 月份季节性高点 51.90%。由于官方 PMI 调查统计样本足够大、门类也较为齐全,我们认为从该指标来看,得出结论本轮经济复苏动能在 2020 年 11 月份达到最大的可靠性还是比较高的。

此外,从构成 PMI 的分项新订单和产成品库存的组合反映出经济潜在动能方面来看也支持这一结论。

图 3：经济动能：PMI 新订单—PMI 产成品库存 (%)



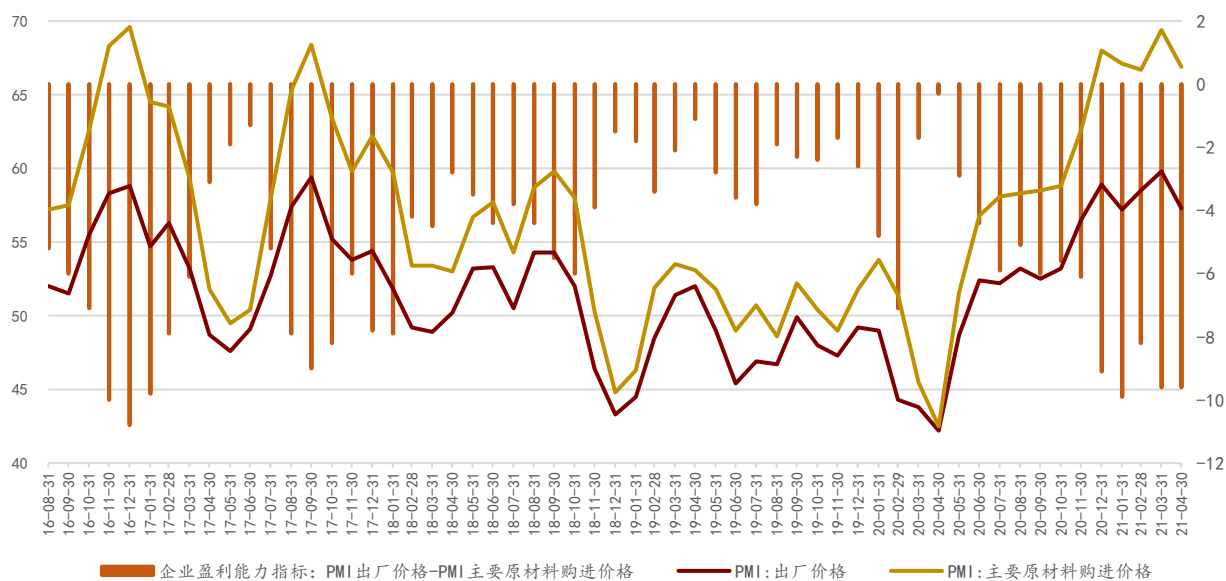
数据来源：wind，鲁证期货研究所整理

二、从 PMI 统计数据和现实感受来看经济动能放缓强烈地受到通胀的影响

本次经济受疫情冲击以来，推升大宗原材料价格上涨的原因除了经济的正常复苏之外，还显著地受到了两个方面的影响。一是，美联储的史诗级放水导致的流动性泛滥，二是疫情防控、影响的区域差异导致全球范围内区域之间大宗商品的供需错配。

但是本轮经济周期波动是由经济系统的外部变量导致，而非产能周期+金融杠杆叠加所致，因而经济复苏更多体现为自我修复，而不是一般意义上的产能过程到市场出清后的复苏。特别是，由于疫情影响的长期性再叠加上述原因，本轮经济消费市场弱复苏并不能消化通胀提前导致的大宗商品原材料短时间快速的上涨，因而宏观经济在尚未完成存量经济水平下的复苏便开始走弱。

图 4：企业盈利能力：PMI 出厂价格-PMI 主要原材料购进价格

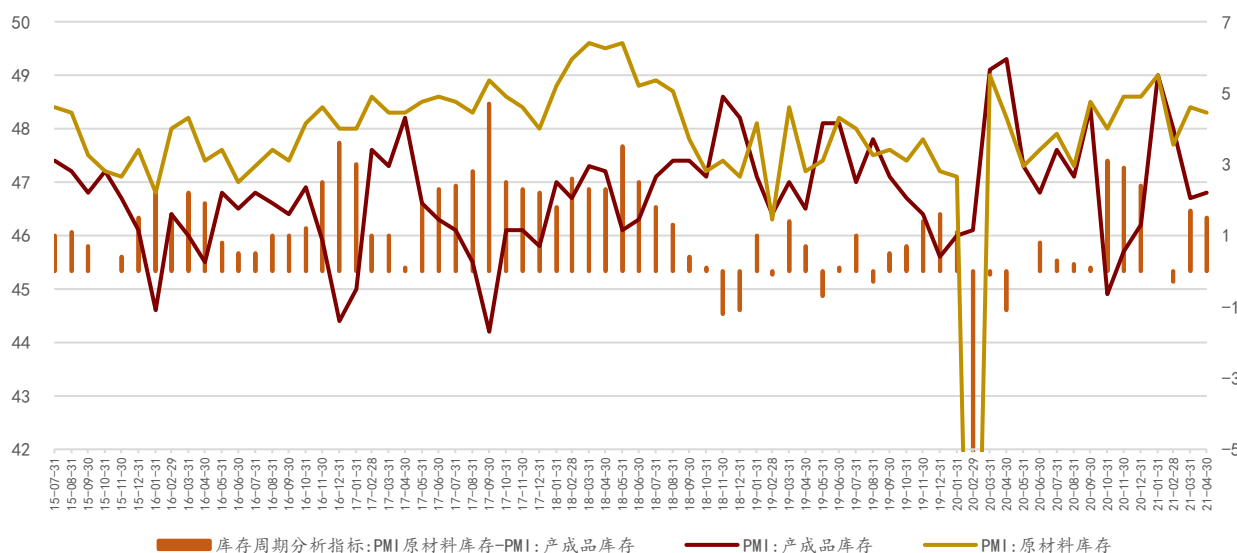


数据来源：wind，鲁证期货研究所整理

从图 4 来看，PMI 出厂价格和主要原材料购进价格在经济复苏过程中逐渐好转，但是由于原材料价格和出厂价格裂开，企业的利润反而在经济的复苏过程中被通胀以较快的速度吞噬，而且这种吞噬已经在处于自 2016 年供给侧改革引发的大宗商品价格上涨的位置，且持续的时间也要长于前者。

下面再从统计数据来看，这样一种原材料价格水平能否被市场所消化，答案是否定的。

图 5：库存周期:PMI 原材料库存-PMI:产成品库存



数据来源：wind，鲁证期货研究所整理

从图 5 来看企业的库存周期。供给侧改革时期，企业在产成品库存大幅度下降的当月或者下一个观测点，企业原材料库存基本是小升或者基本持平，并没有大幅下降，对应的是被动去库存。再来看本轮企业的库存周期，期间出现了两次统计数据上的大幅去库存。第一次我们认为是受到了疫情好转后刚开始复工复产的波动影响，第二次尽管不排除有 2 月份季节性波动，但是从二者的差值来看确也显示了企业相对于产成品库存下降来说，补充原材料库存并不很积极，因而差值接连较大幅度地走窄。就现有观测点来看，企业在产成品库存大幅下降之后，也并没有在出现明显的补库存，且原材料库存水平也并没有再去突破 2021 年 1 月的迹象，这或许提示本轮经济复苏以来企业持续主动补库存的库存周期可能已经结束。

此外，结合我们就实体企业的调研所掌握的信息来看，2 月份以来大宗商品价格持续大幅上涨让企业拿货风险陡然增加，甚至不少企业出现了停工的防御经营行为来应对原材料价格大幅上涨。

特别是，从 2021 年 4 月 8 日金委会首次提及要保持物价的基本稳定，特别是关注大宗商品价格走势，到 5 月下旬以来，在国家级别的会议上，先后表述关注，加强调节大宗商品价格走势，特别是 5 月 12 号国常会表示要有效应对大宗商品价格上涨带来的不利影响，紧接着 5 月 19 日国常会表示，保障大宗商品供给，遏制其价格不合理上涨。

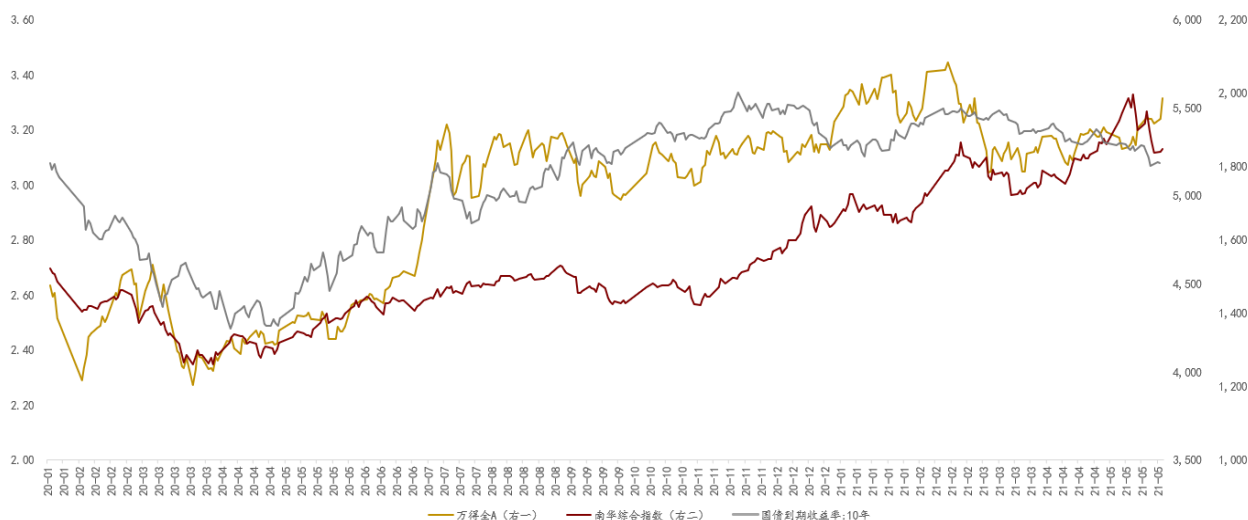
根据会议的级别和层层递进的内容表述来看，国家对大宗原材料通胀作用在实体经济的吞噬作用已经是高度关注，并且在解决该问题的态度十分明确，特别是近期央行方面对外汇市场的表态更见应对大宗商品收入性通胀决心。我们认为这主要是因为双循环经济格局的构建中，依靠市场对通胀进行出清将极大的消耗市场主体未来活力，乃至对民生和就业也将产生较为严重的影响。

三、股票属于通胀厌恶型资产，通胀预期反转叠加经济弱复苏对其构成较为长期的利多因素

股票资产根据企业未来盈利的现金流贴现定价，良性的通胀并不会对股票产生显著的负面影响，但是由于通胀吞噬了企业利润将显著地影响其价格表现。

今年春节和五一节假日后均出现了大宗商品价格的大幅拉涨，回顾股票走势均遭遇了不同程度的调整，显示目前股票市场对于通胀是较为敏感的。

图 5：债券、股票和大宗商品走势



数据来源：wind，鲁证期货研究所整理

就国内经济复苏进程来看，我们认为目前偏下游消费的还尚有较大空间，因此展望未来复苏的方向相对比较确定的，只是复苏的斜率由于疫情反复和疫情影响的长期性可能更缓一些。

就金融条件来看，尽管目前处于金融回落的周期阶段，但结合当前复苏情况、中央工作会议有关宏观政策和防风险的表述，宏观政策归位的可能性比较大，再去同时收紧基础货币和信用的理由或许也并不充分，特别是考虑基数影响经济前高后低的可能性较大，不急转弯或许节奏会更缓一些。

就外汇市场可能的变化来看，由于本轮通胀有较为明显的输入性特征，这在很大程度上受到美联储在世界范围内的大规模流动性投放影响。通过人民币在合理范围内的对外升值将在一定程度上缓解输入性通胀。此外，从中美经济复苏对比，货币政策对比、国际贸易经常项目顺差方面来看，人民币也确有对美元升值的内在动力。我们认为若该情景出现，那么股票资产可能是人民币升值过程中最为直接的受益资产。

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_19867

