

# 周度经济观察

——市场的定价已经“越过山丘”

袁方<sup>1</sup> 束加沛（联系人）<sup>2</sup> 章森（联系人）<sup>3</sup>

2021年6月29日

## 内容提要

在宏观经济持续偏弱，政策强调“推动经济达到更高水平均衡”的背景下，二季度央行货币政策委员会的表态延续了一季度的基调，货币政策有望维持中性偏松的格局。

从全球金融市场的走向来看，市场正在定价这样的宏观场景：全球主要经济体经济周期性恢复的高点在逐步接近，而后疫情时代经济增长的中枢或许会显著低于疫情之前，同时价格上升的短期压力缓解。

这一宏观环境意味着全球利率的中枢下移或许在长时间内维持，这使得权益市场在估值层面得到有力支撑，成长板块占优的格局有望延续。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

3 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

## 一、货币政策有望延续中性偏松

央行货币政策委员会于6月28日召开2021年第二季度例会，本次会议表态延续了一季度的基调，货币政策有望维持中性偏松。

对经济形势的判断上，央行表述从今年一季度的“国内经济发展动力不断增强，积极因素明显增多，但经济恢复仍不平衡”，转变为“当前我国经济运行稳中加固、稳中向好”，对经济的看法更为积极。但同时也强调“推动经济在恢复中达到更高水平均衡”，这一表态与4月政治局会议表态一致。

从今年年初以来的经济数据来看，制造业投资和消费领域的恢复整体缓慢，疫情对经济的中长期抑制开始显现。与此同时，出口增速从三季度开始可能会逐步走弱，这将使得整体经济面临向下的压力，也意味着经济要达到更高水平的均衡，需要货币政策层面的配合。

在这一背景下，货币政策的定调除了强调保持流动性合理充裕以外，新增了“维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性”，这或许表明经济的弱增长将使得货币政策收紧的概率极大降低，政策取向易松难紧。

在具体操作层面，政策指出“发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济货币政策工具等措施的牵引带动作用”，“调整存款利率自律上限确定方式，继续释放贷款市场报价利率改革潜力”，这些表述与一季度一致，反映出政策将持续增加对实体经济的信贷支持，利率市场化改革将稳步推进。

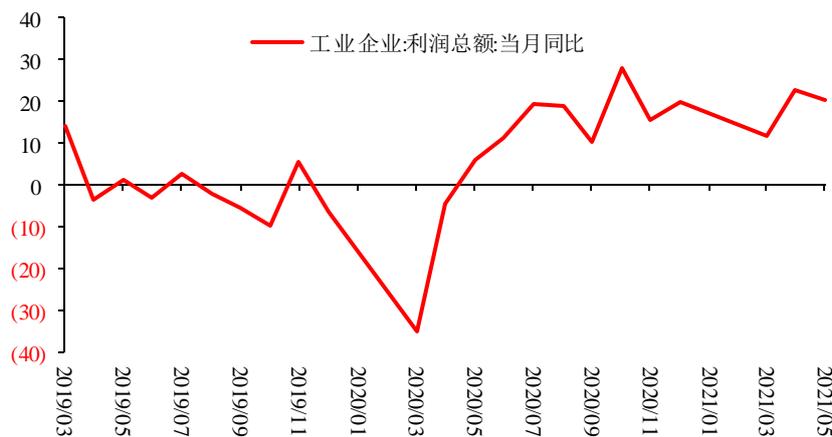
此外，货币政策中还提及了“研究设立碳减排支持工具”，预计将有相应碳足迹、碳市场等工具推出。

事实上春节以后，随着国内经济动能的走弱，央行的货币政策持续中性偏松，

主要表现为银行间流动性的超预期宽松，以及广谱利率的持续下行。当 6 月市场对流动性预期出现分歧之时，央行也有明确的对流动性环境维持平稳的表态以及操作。而本次会议的表态延续了此前的基调，考虑到消费倾向和投资意愿的中枢下行，我们倾向于认为经济增速可能在下半年持续偏弱，这意味着中性偏松的货币政策环境在下半年将延续。

最新公布的 5 月工业企业利润累计同比增速 83.4%，两年复合增速为 21.7%，与上月大致持平；当月同比增长 36.4%，两年复合增速 20.2%，较上月小幅回落两个百分点。整体而言工业企业利润增速维持高位。

图1：工业企业利润当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券

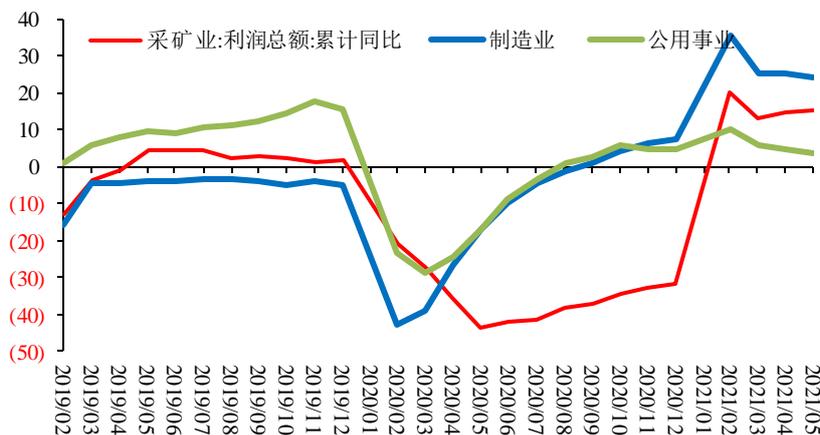
注：2021 年数据采用 2 年复合平均增速。

利润的高增长主要集中在上游和出口相关行业。受益于大宗商品价格上涨，中上游的采矿业、金属加工和化工行业利润保持高增长，两年复合增速高于 30%。出口相关的计算机通信和其他电子设备制造业、通用设备制造业、专用设备制造业利润两年复合增速高于 15%，整体表现偏强。

而国内消费为主的下游行业诸如印刷、家具制造、文娱和纺织两年复合增速大部分为负，体现了终端消费需求的恢复仍然乏力。

往后看，随着全球大宗商品价格逐步见顶回落，上游对中下游利润的挤压有望趋弱，而CPI价格的持续回升也将推动下游行业的利润率温和上行。

图2：工业分行业利润累计同比，%



数据来源：Wind，安信证券

注：2021年数据采用2年复合平均增速。

## 二、市场定价焦点转入后疫情时代的宏观场景

上周以来国内权益市场小幅上涨，成长和周期板块表现偏强，稳定、金融和消费板块小幅震荡。行业层面，6月以来汽车、电子、采掘涨幅居前，休闲服务、房地产和家用电器表现最弱。

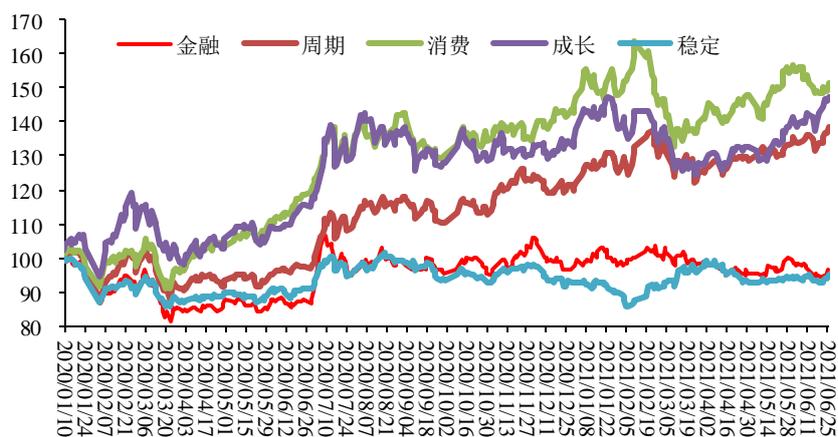
与中国市场表现类似，6月以来海外股市成长板块表现显著占优，美股纳斯达克指数跑赢道琼斯指数。债券市场上，美债、德债、日债收益率都从5月的高位回落，中国国债收益率经历短暂上行后从6月下旬趋于回落。

从全球和中国数据的走向来看，市场正在定价这样的宏观场景，即：全球主要经济体经济周期性恢复的高点在逐步接近，市场的关注开始转入后疫情时代经济增长的表现，这一经济增速或许会显著低于疫情之前。在此背景下，价格上升的压力是临时性的。

未来市场的波动将主要取决于经济数据、政策表态与市场预期的差距，这一差距带来的影响可能偏短期。当然需要关注的一个尾部风险在于通胀最终的走向，中国主要关注猪肉价格超跌反弹带来的 CPI 和 PPI 共振，海外关注群体免疫实现后服务业 CPI 的恢复；另一个尾部风险在于疫情的演化，当前 Delta 病毒尽管传播性更强，但现有的疫苗对这一变异病毒尚且有效，未来病毒的变异和疫苗的有效性值得留意。

在基准情形下，更低的经济增速导致货币政策相对宽松，整体的利率水平也更低，这使得权益市场在估值层面得到有力支撑，成长板块占优的情形有望延续。

图3：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

以 2020 年 1 月 2 日为 100

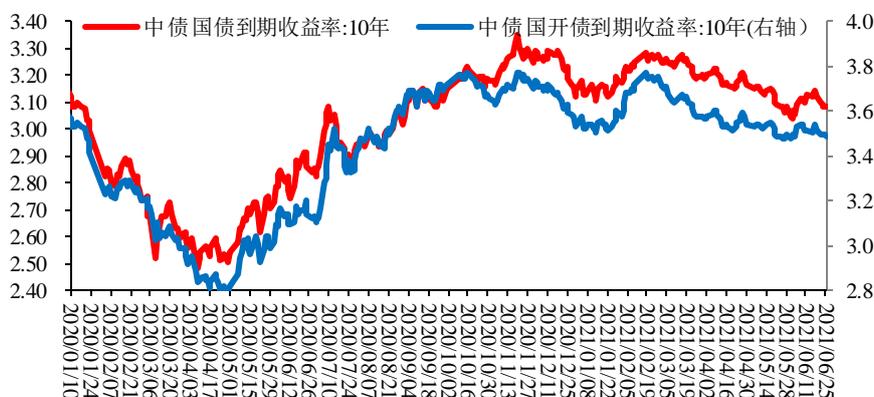
本周 DR001 和 DR007 分别在 2.0%、2.2% 附近波动，银行间市场流动性维持中性偏松格局。

央行 6 月 24 和 25 日均开展了 300 亿逆回购，时隔 4 个月首次超量续作逆回购。这一操作稳定了市场预期，缓解了市场此前对货币政策收紧的担忧。

资金面的变化导致短期利率回落，1 年期国债、国开债和同业存单收益率均出现不同程度的下行，而长端国债收益率相对稳定，期限利差放宽。

尽管此前市场对地方债发行、资金面收紧存在担忧，但从央行的操作以及表态来看，流动性环境趋紧的可能性较低，这一流动性环境在下半年有望延续。未来长端国债的下降空间如何？这或许主要取决于市场对 PPI 走向的定价。PPI 同比增速在 6、7 月可能维持在 9% 左右的水平，年底逐步回落至 8% 附近。在经济温和回落，PPI 易上难下的宏观格局下，10 年国债收益率向下突破 3% 的动能偏弱。

图4：10年期国债和国开债到期收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

### 三、美国经济复苏预期走弱

6 月以来，Delta 变异病毒在全球肆虐。世界卫生组织表示，自 2020 年 10 月 5 日在印度首次被发现以来，Delta 病毒现已扩散至 92 个国家，成为了全球新冠流行的主要病毒株。其超强的传染能力使得英国等地近期新增确诊病例大幅上升，包括我国广州也出现了 Delta 病毒传染现象。

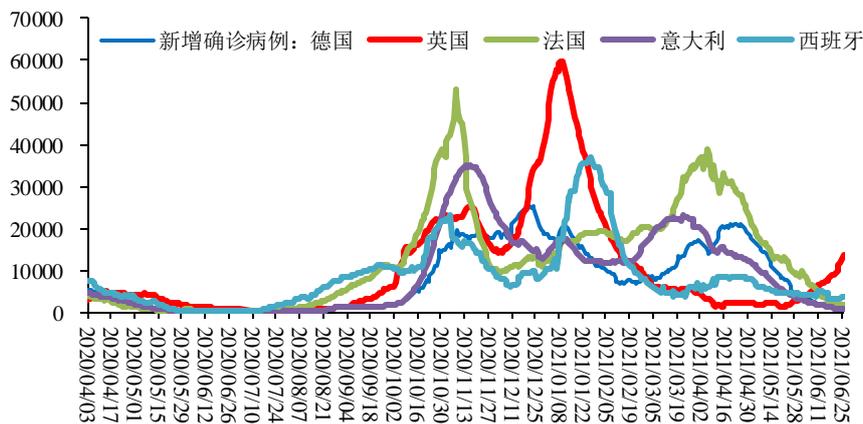
自疫情爆发以来，变异毒株在世界各地接连出现，引发广泛关注的依次有英国 Alpha、南非 Beta、巴西 Gamma、以及印度 Delta。从新增病例数据以及 WHO 专家解读来看，相比其他变异毒株，Delta 病毒的传染能力、以及对环境的适应能力十分突出；感染者多出现头痛、咽喉疼等症状，因此使得感染者住院治疗的概

率也增加了近一倍,加大了医疗资源挤兑的风险。欧洲疾病预防控制中心(ECDC)表示,到今夏8月底左右,欧盟和欧元区新增感染病例的90%将由Delta病毒所致。

面对可能爆发的新一轮疫情,诸多国家加强或延期了隔离措施。与此同时,变异毒株对疫苗有效性的影响也成为了焦点问题。根据权威医学杂志《柳叶刀》(Lancet)所刊载的数据,在第二剂疫苗接种至少两周后,辉瑞和阿斯利康疫苗对Delta病毒的保护率会比对Alpha病毒的保护率要低,但二者下降后仍分别有79%和60%的水平。因此,Delta病毒或许会延缓群体免疫的实现,但对疫苗接种率已经较高的发达经济体的影响可能趋弱。

在当前疫苗接种率稳步抬升的背景下,发达经济体预计仍将于年内实现群体免疫,但未来变异毒株对疫情和经济复苏进程影响的尾部风险仍值得持续关注。

图5: 欧洲主要国家每日新增感染病例, 人



数据来源: Wind, 安信证券

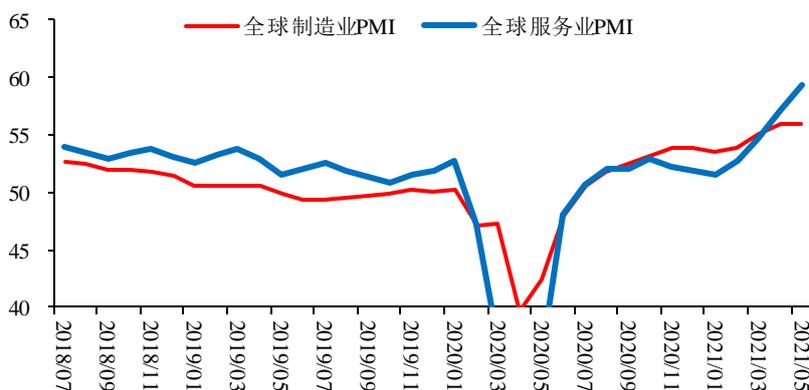
随着疫情的持续好转,全球经济整体呈现复苏态势。尤其是在疫苗接种率上升、隔离措施解除的背景下全球服务业PMI在5月达到59.4的历史高点,而全球制造业PMI在5月录得56,相比服务业的扩张势头稍弱。

分项来看，美日欧等发达经济体最新的制造业和服务业 PMI 数据也显示出类似表现，这与中国在去年三、四季度的复苏特征相近。其中，美国制造业 PMI 在 6 月的扩张势头放缓，而服务业 PMI 出现回落，经济短期走弱。

未来随着货物消费对服务消费替代效应的减弱，以及全球供应的持续恢复，制造业将先于服务业走弱。而由于疫情对资本的冲击以及预防性储蓄的普遍存在，经济复苏后的均衡位置将略低于疫情前水平，这将变相缩短经济复苏的进程。

因此，欧美等发达经济体的经济复苏或将在下半年达到高点，随后趋于回落，这或与大宗商品的价格形成相对一致的走势。

图6：全球制造业与服务 PMI



数据来源：Wind，安信证券

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\\_20450](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20450)

