

## 中国经济缓中趋降 美联储货币政策转向

### 宏观经济 2021年6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。
- **中国经济已经走平，未来增速趋缓** 中国经济5月份仍然增长，出口仍然带动了生产处于高位区间，但生产水平环比已经恢复历史水平；消费增长平稳，仍然属于低水平修复；投资方面房地产仍然较为强势，制造业仍然在上行，基建回落。3季度全球疫情继续缓解，预计出口增速回落，消费保持平稳，投资可能小幅下滑，中国经济经济走平，下半年可能稳中趋降。
- **紧信用稳定货币依旧，货币市场平稳** 货币政策6月份较为平稳，维持了“紧信用+宽货币”的操作，对制造业企业的呵护依旧，紧信用依然对房地产收紧。6月银行间货币市场稍有收紧，但并不代表货币政策转向。央行时刻强调防风险，下半年需要关注信用风险，尤其是房地产和地方政府平台风险。
- **物流决定全球通胀** 上半年通胀的主要形成机制一是生产和需求的不匹配，二是物流的紧缺阻断了产业链的正常运转，抬高了物价。现阶段大宗商品价格已经开始下行，通胀的关注焦点来到了物流能力上。运输价格指数开始拐头向下就意味着物流紧张开始缓解，全球通胀就变的可控。
- **全球主要央行均考虑货币正常化** 美联储6月会议已经表达了货币紧缩的意图，美联储加息可能加速，预计2023年会加息两次，激进一些的美联储委员预计2022年末开始加息。欧央行仍然坚持宽松，但欧洲其他央行已经陆续公布退出计划。新兴市场国家受到通胀和美元走强的双重冲击，货币政策空间已经不大。
- **美元震荡中走强** 美欧经济对比下，美国的发展势头仍然较好，欧洲经济虽然在恢复，但恢复速度变缓。同时美联储展现了货币收紧的意图，而欧央行仍然坚持宽松。美元指数下半年跟随美联储态度变化而动，预计在震荡中走强。

**主要风险：新冠疫情再暴发以及新冠疫苗失效的风险、通胀风险**

#### 分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

## 目录

一、我国经济走平 全球央行讨论恢复正常化政策 .....	3
(一) 各国经济增速取决于疫苗接种率 .....	3
(二) 全球央行渐渐进入转向区 .....	4
(三) 物流决定未来的通胀 .....	4
二、国际经济观察 .....	5
(一) 美国：美国经济继续上行 美联储开始转向 .....	5
(二) 欧元区：欧洲制造业快速上行 .....	10
三、国内经济：经济稳中回落 .....	12
(一) 制造业仍然回落 海外需求存在变数 .....	12
(二) 生产：工业生产走平，生产高峰已过 .....	13
(三) 需求端：回升仍然缓慢 .....	14
1、消费：消费处于缓慢恢复期 .....	15
2、投资：房地产、制造承托投资 .....	16
(四) 剪刀差拉大，工业品价格上行并未有效传导 .....	19
1、CPI：CPI 小幅走高 .....	19
2、PPI：供给收缩推动 PPI 上行 .....	21
四、金融：紧信用稳定货币组合 .....	22
(一) 货币政策回归常态，5 月份社融下滑趋缓 .....	22
(二) 利率稍有上行 .....	24
五、国内外主要风险 .....	25

## 一、我国经济走平 全球央行讨论恢复正常化政策

2021年上半年，新冠疫情仍然在干扰经济，全球整体表现出了后疫情时期的特征。经济整体处于修复增长阶段，全球贸易有所上升。新冠疫苗接种速度的不同以及新冠疫情的控制不同带来了全球经济恢复速度的不同。各国需求和生产恢复速度的差别以及交通物流的不畅带来了全球供给和需求的不平衡，从而使得商品期货市场的预期更为混乱。各国经济修复的程度以及通胀预期下，各国的货币政策出现分化。全球物流链条、需求链条、供给链条均处于不平衡的状态。

这种复苏的不平衡状态会在下半年持续，但不平衡的程度会有所缓解，同时预期会更加稳定。新冠疫情仍然会干扰经济，但干扰的程度越来越弱，全球经济修复速度不减。IMF在4月23日对全球经济进行预测，提高了全球经济增长速度0.5个百分点至6.0%。发达国家的经济修复速度要快于发展中国家，主要源于美国大幅刺激经济计划的实施。

中国经济走缓是因为我国货币政策已经转向，同时疫情期间其他国家的生产外溢效应逐步减弱。我国疫情期间对居民消费者的补贴较少，使得内需恢复速度偏慢。同时快速上行的原材料价格也阻碍了工厂的生产，同时下游并不能接受价格大幅上行。工厂生产订单走低表明内部需求的偏缓以及外部外溢需求的减弱。疫情期间我国经济复苏使得各部门增速并不均衡，下半年我国经济走缓也是经济再平衡的过程。

通胀预期上行直接影响了美联储的货币政策，已经使得部分新兴市场的货币政策转向。经济逐步复苏的过程中，发达国家央行退出的路线图已经逐步明晰，尤其是美联储的货币政策决议影响了全球货币进程。美国高涨的通胀预期以及明确的疫苗注册计划使得美联储退出货币宽松的时间临近，但预计退出的速度仍然是平缓的。美国及发达国家的央行收缩会带来全球市场风险下降，给新兴市场国家带来流动性压力。

中国央行早在2020年就已经退出了疫情事情的货币政策，中国货币政策已经在逐步收紧的过程中。中国央行所面临的通胀压力较低，调结构、去杠杆、防风险、稳增长是央行需要考虑的事项。由于2021年上半年中国经济增长仍然保持较高的增速，稳增长压力并不大，而调结构、去杠杆和防风险会贯穿全年，中国央行紧信用和稳货币的会持续下半年。

### （一）各国经济增速取决于疫苗接种率

各国经济增速取决于疫苗接种速度，美国和欧洲接种速度较快，中国在快速追赶，东南亚、南美、非洲的疫苗接种仍然较为缓慢。

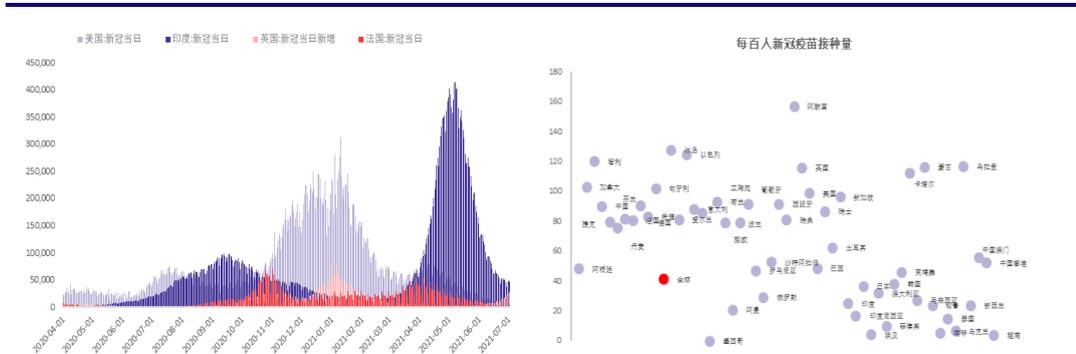
全球来看，百人新冠疫苗接种剂次40左右，由于新冠疫苗普遍为2剂次，也即是全球每百人有20人完成新冠疫苗接种。新兴市场国家接种剂次普遍不到40剂次，欧洲百人接种新冠疫苗在80-100剂次左右，美国每百人完成接种98.6剂次，全球完成剂次最高的国家是阿联酋，每百人完成接种156.7剂次。

按照现有接种速度线性外推，美国有望在10-11月份完成新冠疫苗70%的注射率。英国有望在8月份完成疫苗接种70%，11月份完成90%，而中国会在9-10月份完成全民接种70%。从实际情况来看，疫苗接种速度可能低于预期。中国国家卫健委人士接受《财经》记者采访时称，争取到10月接种率达75%-80%。4月份美国总统拜登演讲时宣称政府计划在7月份完成70%

的新冠疫苗接种率，同一时间，德国总统默克尔也表示德国将在夏天结束之前完成新冠疫苗接种。现阶段，欧洲的疫苗接种达到 70%可能要在 2022 年 1 季度。

图 1：新冠疫情单日新增人数

图 2：每百人新冠疫苗接种剂次



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) 全球央行渐渐进入转向区

随着全球新冠疫情的逐步缓解和新冠疫苗注射率加大，主要国家央行正在逐步改变其在疫情期间的货币政策。

6 月美联储会议显示美联储有更多的官员已经在考虑缩减计划，而美国良好的经济也促使美国货币政策收缩进入日程。

欧央行仍然没有提出缩减，欧央行坚持欧洲货币政策仍然需要宽松，主要是因为欧洲经济修复并没有想象中的快。但是欧洲其他央行已经在考虑逐步退出疫情期间的货币宽松政策。

中国央行早在 2020 年 7 月份已经改变疫情期间宽松的货币政策，2021 年 M2 持续下滑也是中国央行稳定杠杆、恢复货币正常化后货币的正常走势。中国央行作为全球最早转向的央行是由于中国疫情控制最好，中国经济恢复速度最好。

表 1：各国央行退出路线图

	债券购买	加息
加拿大	4月缩减QE	2022年末
英国	购买债券年内自然减少	
挪威	无QE	2021年下半年
美国	2021年缩减QE	2023年
瑞典	购债计划2021年到期	不变
欧央行	2022年3月到期	不变
澳大利亚	2021年9月到期	2024年
新西兰		2022年下半年
日本	继续收益率曲线控制	不变
瑞士	无调整	不变

资料来源：中国银河证券研究院整理

## (三) 物流决定未来的通胀

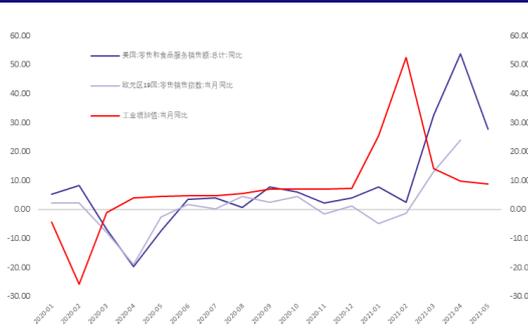
新冠疫情下全球的生产能力并未受到影响。新冠疫情爆发后，发展中国家的疫情控制和财政救助远低于发达国家，导致需求和供给的不平衡出现，带来了大宗商品市场的变化。

上半年通胀的主要形成机制一是生产和需求的不匹配。消费国美国连续3轮的财政救助计划，使得每位消费者可以得到1400美元-3200美元不等的补助，这些补助有的是以消费券的形式发放，所以带来了消费增速的快速修复。原材料国家的生产能力修复速度更慢，尤其是南美国是重要的原材料出口地，导致全球原材料供应出现结构性短缺，带来了部分大宗商品的快速上行。

图3：原料国和消费国 (%)



图4：生产国和消费国 (%)



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

另一方面，中国的生产能力虽然修复较快，但是物流的紧缺阻断了产业链的正常运转，抬高了物价。上海集装箱出口运价指数已经创出历史新高，尤其是5月份广东受到疫情干扰暂时“封闭”后，运价指数再次攀升，而盐田港的积压导致运力受阻。

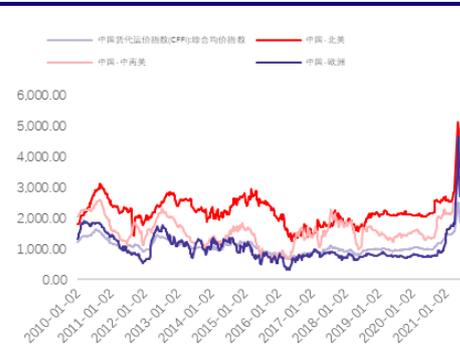
现阶段，大宗商品价格已经开始下行，通胀的关注焦点来到了物流能力上。运输价格指数开始拐头向下就意味着物流紧张开始缓解，全球通胀就变的可控。

图5：上海集装箱出口运价指数 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图6：中国货运货代运价指数 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 二、国际经济观察

### (一) 美国：美国经济继续上行 美联储开始转向

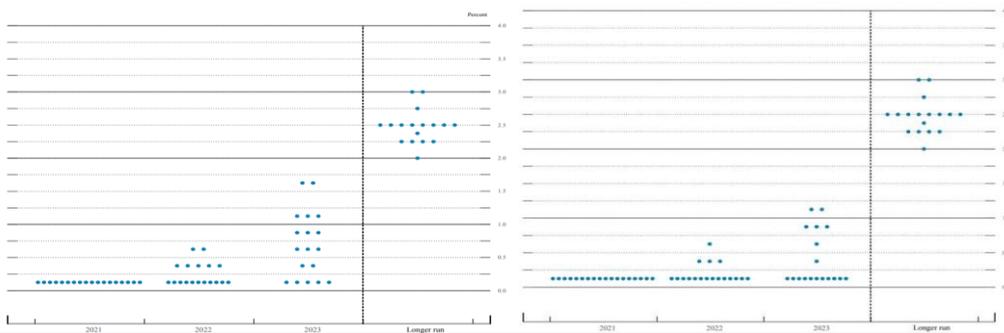
美国6月份经济继续上行，房地产、工业生产走高，消费保持高位，通胀同时快速上行。产业链的供给压力已经影响到了美国的生产，最新的PMI数据显示原材料供应短缺仍然较为严重。劳动力市场出现了两级分化，一方面用工企业招工困难，一方面劳动者工作意愿不强，随

着联邦补助的逐步消失，就业人数会出现上行。美联储态度开始转变，预计 11 月份缩减计划开始。

6 月 17 日，美联储公布 6 月 FOMC 会议利率决议，美联储将基准利率维持在 0%-0.25% 不变，且维持 1200 亿美元月度债券购买规模不变。美联储会后公布，保持近零利率和 QE 购债规模不变，但多数官员都预期 2023 年将加息，且截至 2023 年末可能至少加息两次，而今年 3 月 60% 以上的官员还都预计 2023 年不会加息。会后的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔称，本次会议谈到了讨论缩减 QE，但并非正式的讨论。他并未透露缩减的具体时间，而是说本次会议未讨论特定年份是否合适加息，加息还在“很遥远的未来”。

图 7：美联储 6 月点阵图

图 8：美联储 3 月点阵图



资料来源：美联储

资料来源：美联储

6 月份会议没有加息也没有缩减 QE 决定，但是总结经济情况其好转速度快于美联储预期。同时在声明中美联储删除了疫情情况给经济带来压力的措辞。6 月份的点阵图显示，2023 年加息预期继续分化，有委员预期 2023 年要加息 6 次。6 月份会议对今年的经济预测和通胀预测大幅上调。

6 月份和 3 月发布的点阵图一样，所有美联储官员均预计今年利率保持不变，在 2023 年之后的更长时间内，多数联储官员预计利率会升至 2.5%，高于联储长期目标 2%。不同于上次点阵图的是：在 18 名发布预期的官员中，本次有 7 人预计 2022 年将加息，比上次这样预期的人数多 3 人，人数占比将近 40%。本次 18 人中有 13 人预计 2023 年会加息，人数占比超过 72%，比上次预期 2023 年加息者多 6 人。这意味着，本次有七成以上的美联储官员预计，联储会在 2023 年内加息，若一次加息 25 个基点，那么，本次有六成以上的多数官员都预计，到 2023 年末，美联储将在当前基础上至少两次加息。

本次会议美联储官员上调了今年和 2023 年、即后年的 GDP 增长预期，下调了明年的失业率预期，上调了今、明、后三年的个人消费支出价格指数（PCE）通胀率预期，并上调了今明两年的核心 PCE 通胀预期。在季度经济展望中上调了 2021 至 2023 年的通胀预期，其中对今年的名义 PCE 通胀预期较 3 月展望整整上调了一个百分点至 3.4%，将今明两年的核心 PCE 通胀预期分别提升至 3% 和 2.1%，预计 2023 年的名义与核心 PCE 通胀分别为 2.2% 和 2.1%，都高于 2% 的官方目标。

美联储会后还宣布，保持当前每月 1200 亿美元的债券购买规模不变，也和市场预期一致。本次联储的 QE 购债指引和前四次会议一样，均表示：“将增加所持的美国债券，至少每月购买

800 亿美元美国国债和 400 亿美元机构住房抵押贷款支持证券，直到对实现美联储的充分就业和价格稳定目标取得实质性的进一步进展为止。”

6 月 23 日，IHS Markit 公布美国 6 月的制造业和服务业 PMI 数据，其中制造业 PMI 初值高于预期，创 2007 年有纪录以来新高，同期公布的服务业 PMI 初值不及预期，有所下滑，但仍处于历史高位。6 月 Markit 制造业 PMI 初值 62.6，高于预期的 61.5 以及前值 62.1，创下 2007 年有纪录以来的最高水平。服务业 PMI 指数 6 月初值录得 64.8，不及预期的 70 和 5 月前值 70.4，不过仍处于较高水平。Markit 在数据报告当中指出，就业问题在 6 月仍然很普遍，目前仍难以以为现有职位空缺寻找有经验的应聘者。制造业的关注点仍在于原材料和燃料成本的快速增长，而服务业的关注点则是为吸引工人而提出的高工资，以及更高的运输费用和燃料成本。6 月的 PMI 初值表明，虽然制造业和服务业的产出增长和新订单流入都出现了回落，但出现这种状况的原因是产能受限使得企业应对需求的能力受到限制，而非经济出现降温。

美国 5 月工业产出环比增长 0.8%，高于预测值 0.1%。制造业生产增长 0.9%，反应了汽车行业的大幅上行；不包括汽车和零部件的工厂生产上行了 0.5%，矿业和公用事业指数分别上行 1.2% 和 0.2%。5 月，工业总产量比上年同期增长 16.3%，但比疫情前（2020 年 2 月）水平低 1.4%。5 月份工业部门的产能利用率上升 0.6 个百分点，达到 75.2%，比其长期（1972-2020）平均水平低 4.4 个百分点。

5 月份制造业产出增长 0.9%，耐用制造业指数上升 1.0%，其中大部分增长是由于机动车辆和零部件价格上涨带来的。整车产量上升约 100 万辆至 990 万辆（年增长率）；即便如此，由于半导体短缺继续阻碍生产，2020 年下半年的产量仍比平均水平低 100 多万台。非耐用品指数上升 0.8%；几乎所有的部分价格都出现了上涨。服装和皮革、印刷以及化学品的上行超过了 2%。5 月份制造业产能利用率上升 0.7 个百分点，达到 75.6%；采矿作业率上升 0.9 个百分点，至 75.2%，公用事业维持在 72.8% 不变，这三个部门的利率仍低于长期平均水平。

图 9：美国 PMI 指数上行 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 10：美国工业产出月率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

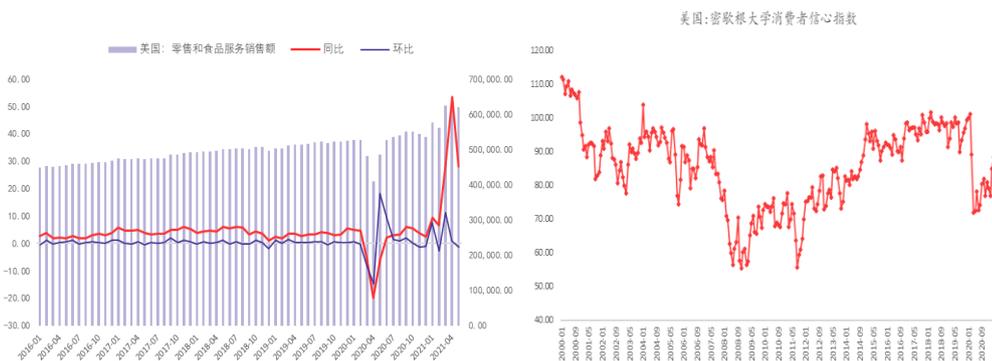
6 月 16 日，美国商务部最新报告显示，5 月零售销售月率下跌 1.3%，时隔三个月再次录得负值，远不及预期的下跌 0.7%，前值修正为 0.9%。核心零售销售同样不及预期，环比降 0.7%，不及预期增长的 0.2%，4 月数据被修正为下降 0.4%。数据显示，13 个主要零售类别中，有 8 个类别 5 月销售下降。受芯片短缺影响，5 月汽车和零部件的销售额下跌 3.7%；家具店、电子产品和建材的销售也出现下降。即便如此，美国 5 月零售商品总额依然高达 6202 亿美元，远高于 2020 年 2 月疫情爆发之前 5260 亿美元的水平。5 月餐厅销售额上涨 1.8%，这凸显疫苗接

种扩大对美国餐饮业的影响。随着疫苗接种范围扩大，目前超过一半的美国成年人接种新冠疫苗，这增加美国消费者对航空旅行、酒店住宿、外出就餐和娱乐等活动的需求，实物商品销售则受到挤压。

美国消费者信心指数在6月份跃升至近一年半最高水平。5月的信心指数从117.2向上修正为120。同时6月信心指数录得127.3，尽管通胀仍在上涨，但消费者信心指数在6月得以改善。在经济重新开放的情况下劳动力市场的乐观情绪日益增强，抵消了对通胀上升的担忧。消费者认为工作机会“充足”的消费者比例从48.5%上升到54.4%，认为工作“难以获得”的消费者比例从11.6%下降到10.9%。有18.6%的消费者预计其未来六个月的收入将会增加，高于5月份的16.2%。预计他们的收入下降的比例从9.3%下降到8.5%。消费者对当前状况的评估再次改善，表明第二季度经济增长进一步增强。消费者的短期乐观情绪反弹，受惠于未来几个月商业状况和自身财务前景将继续改善的预期。而短期通胀预期上升，这对消费者信心或购买意愿影响不大。事实上，计划购买房屋、汽车和主要家电的消费者比例均有所上升，表明短期内消费支出将继续支持经济增长。度假意向也有所上升，反映出服务支出的持续增加。

图 11: 美国零售额环比下滑 (%)

图 12: 密歇根大学消费者信心指数 (%)



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

美国5月ADP就业人数增加97.8万，预期为增加65万，4月经修正后的数据为65.4万。美国私人部门就业数据最近几个月有明显改善，为复苏初期以来最强劲的涨幅，其中服务业提供了85万个工作岗位，而制造业提供了12.8万个岗位。ADP数据显示美国私营企业新增就业人数创近一年来最高；表明随着经济走强，企业在填补创纪录职位空缺上正取得进展。数据显示，休闲与酒店业与酒店业的就业开始焕发活力，这两个行业在疫情中受损最为严重，5月日新

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\\_20536](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20536)

