

周度经济观察

——预期的修正与宽松的延续

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2021 年 7 月 13 日

内容提要

从近期公布的金融、通胀以及高频物量数据来看，预防性储蓄对经济需求层面的拖累越来越广泛地体现出来，市场和政策也开始调整前期对经济下行风险的评估，这是本次超预期降准以及金融数据放量的主要原因。

不过考虑到当前经济在供应层面没有出现严重的产能过剩，需求本身没有受到急剧的外部冲击（如货币紧缩、贸易战），因此下半年经济出现失速的压力较小，衰退式宽松或难启动，当前流动性环境有望维持。

海外市场对经济的悲观预期开始修正，这一修正更多是纠偏而非趋势，未来市场演化的方向更多取决于经济数据的变化。

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

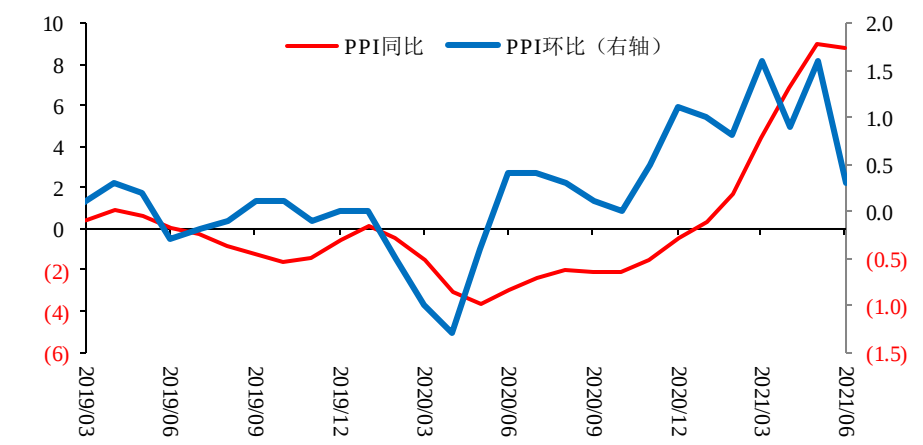
2 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

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

一、经济的持续弱势是货币政策调整的根本原因

此前公布的数据显示，6月PPI环比为0.3%，较上月大幅下降1.3个百分点；PPI同比8.8%，较上月回落0.2个百分点。

图1: PPI同比与环比, %



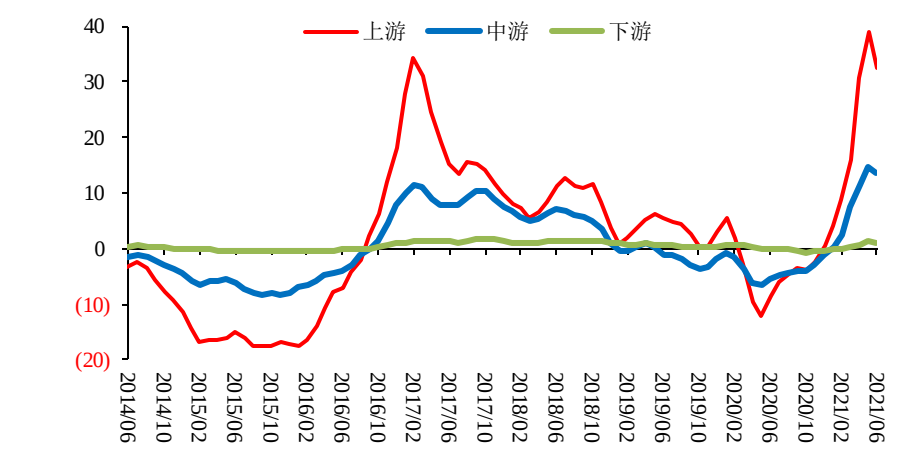
数据来源: Wind, 安信证券。

PPI的下行主要集中在上游商品，如钢铁、煤炭、有色、石油等行业，而中下游价格的回落较弱。

年内来看，PPI的高点已经出现，下半年影响工业品价格走向的主导因素仍在需求端。当前从实体经济数据以及金融市场预期来看，美国经济加速恢复的阶段可能正在进入尾声，需求回落对广谱价格的影响将逐步显现，更为重要的是此前耐用消费品过度透支了未来的需求，这使得耐用消费品价格面临的下行压力尤为明显。

不过考虑到疫情冲击与碳中和政策对供应的影响偏长期，未来大宗商品价格回落的斜率或将比较缓和，价格最终的底部有望显著高于疫情之前，我们预计年底PPI同比增速将在7%左右。这一价格水平对货币政策难以形成实质影响，但对上游企业盈利以及估值的影响值得关注。

图2：上中下游行业 PPI 同比，%



数据来源：Wind，安信证券。

6月CPI同比1.1%，较上月下降0.2个百分点；核心CPI同比0.9%，与上月持平。

拆解看，食品分项表现大幅低于历史水平，而非食品分项环比略低于历史均值，进而导致CPI环比显著弱于季节性。

猪肉价格下跌对食品分项构成主要拖累，而随着猪粮比达到历史极低水平、国家启动猪肉收储，意味着此前三个月猪价加速下跌的过程接近尾声。

在猪肉价格止跌的背景下，CPI的走向将主要取决于服务品价格的恢复进度。参照今年以来服务业的恢复，以及历史上自然灾害发生后居民消费意愿变化的案例，我们倾向于认为居民部门风险偏好的下降，消费倾向中枢的回落至少在今年下半年会持续，这使得今年下半年CPI同比中枢将低于2%。

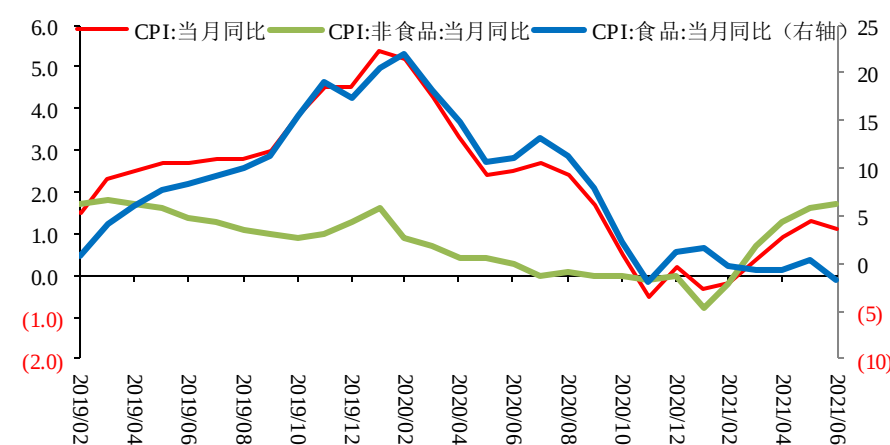
从近期公布的金融、通胀以及高频物量数据来看，预防性储蓄对经济需求层面的拖累越来越广泛地体现出来，市场和政策也开始调整前期对经济下行风险的评估。尽管物价压力、缴税、MLF到期以及地方债发行可能或多或少对货币政策的调整形成了影响，但我们认为本次超预期降准以及金融数据放量的根本性原因

仍在于经济基本面。

居民消费倾向和企业投资意愿偏弱的局面可能会长期延续，出口和地产投资未来的下滑将进一步拖累经济，因此货币政策的及时转向有助于对冲经济下行的压力，这也意味着下半年偏宽松的货币政策环境将持续。

2017年以前当经济面临较大下行压力时，财政支出扩张往往是稳增长的首选，但从2017年全国金融工作会议提出去杠杆之后，基建和地产总体处于严控的状态，货币政策的相机调整成为主要政策工具。今年下半年对地方政府债务的处置和化解有望延续，基建的增速或将维持温和。

图3: CPI 食品和非食品同比, %



数据来源: Wind, 安信证券

二、成长板块有望持续强势

上周以来权益市场大幅上涨，成长板块表现尤为强劲。行业层面，新能源和半导体涨幅居前，休闲服务和食品饮料表现最弱。

权益市场的上涨与超预期的货币政策宽松有关，那么本轮降准的开启，是否意味着经济步入衰退期，货币政策将开启新一轮宽松周期？

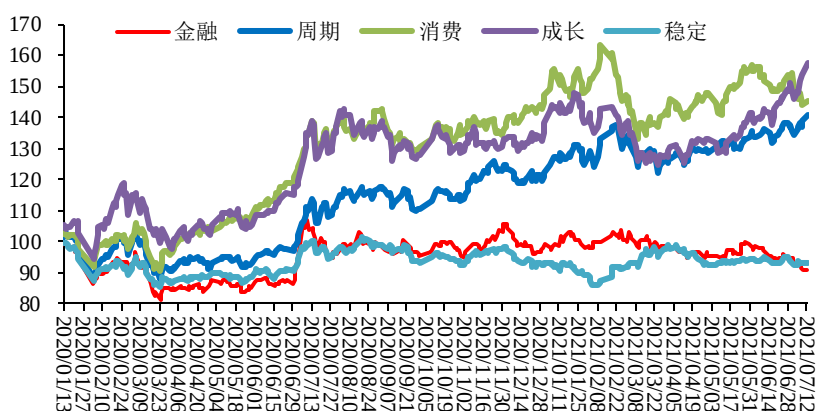
回顾历史，典型的经济衰退往往发生在长时间的经济扩张后，产能出现严重过剩，经济结构性不平衡的矛盾突出，最终总需求加速收缩，经济步入衰退，如 2014-2015 年。或者经济的扩张带来持续的涨价压力，央行不得不采取紧缩的货币政策对抗这一价格压力，最终导致经济加速走弱，如 2011-2012 年。

而本轮经济的恢复持续时间仅仅不足一年，供应层面没有出现普遍的产能过剩，这也使得经济在今年一季度快速回落到新均衡水平后，持续加速恶化的可能性较低，而且政策“保增长”的迫切性也低于以往，因此货币政策启动新一轮宽松的必要性较低，当前偏宽松的局面有望维持。

在经济基本面弱势、货币政策偏宽松的宏观背景下，权益市场在整体指数层面有望维持震荡，成长板块或将持续偏强。

当前创业板指数创 2016 年以来新高，成长板块的表现也类似，以最近五年或者十年的历史区间来看，这一估值已经达到极值水平，这也是市场参与者关注的焦点。但值得注意的是，过去十年中国利率水平处于异常高位，并对股票估值产生了持续的负面影响，而从 2018 年开始政府对地产、基建等融资主体的控制趋严，利率开始步入长期向下的趋势中，因此股票估值的对比也需要做出相应的调整，而非简单与过去十年做比较。我们倾向于认为利率的持续下降将长期推升成长板块的估值水平，这一过程尚未结束。

图4：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

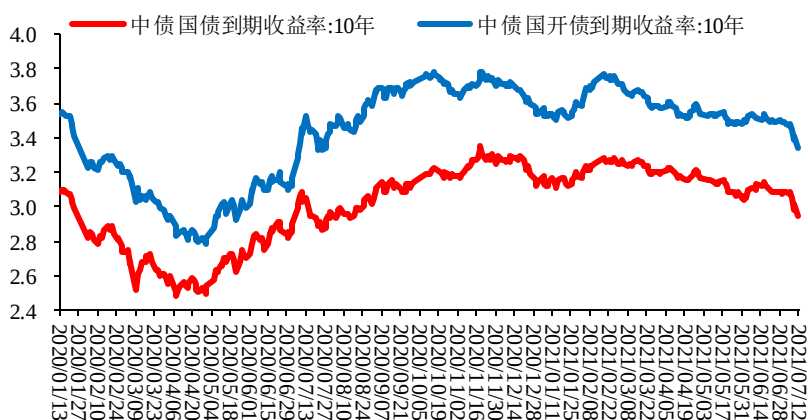
本周 DR001 和 DR007 分别在 1.9%、2.1%附近波动，银行间市场流动性维持中性偏松格局。

受资金面宽松和降准影响，短端利率下行，1 年期国债、国开债和同业存单收益率均出现较大幅度的下行。而长端利率下行幅度更大，上周 10 年期国债收益率下行 7 个 BP 至 3.01%，本周一再度下行 7 个 BP 至 2.94%。

超预期的降准引发利率加速下行，在 10 年国债收益率突破 3%以后，未来利率的走向如何？

本次降准源于经济基本面的变化以及政策对此的重新评估，因此如果未来经济持续表现偏弱，政策偏宽松的状态将延续，这也使得经济可以维持的利率中枢比此前更低。我们认为下半年出口和房地产的走弱将压制经济的表现，因此利率的中枢下沉的可能性较大。而地方债的发行对利率的影响偏短期。

图5：10年期国债和国开债到期收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

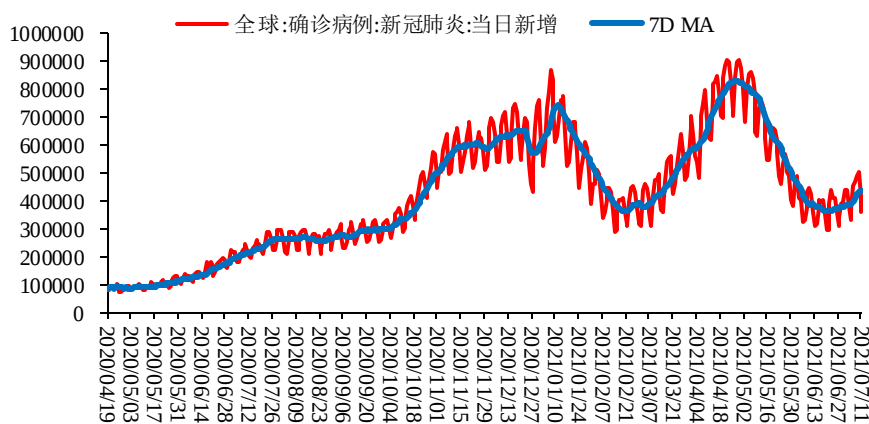
三、全球经济复苏道阻且长

截至上周，全世界已有 400 余万人死于新冠疫情，而其中过半数死亡病例出现在今年，这表明新冠大流行还远未结束。随着 Delta 变异毒株扩散至近半数的国家和地区，全球单日新增确诊病例数重回 40 万人上方。

尽管疫苗接种率的提高和防疫经验的积累，使得近期新增病例的上行速度远不及此前三波，但考虑到病毒的广泛传播将会刺激变异毒株的产生，并削弱现有疫苗的保护率，全球疫情的控制仍有漫漫长路。

在这一背景下，居民部门预防性储蓄将长期存在，并导致消费和投资的意愿中枢下移，进而对经济复苏的均衡水平形成抑制，海外主要经济体在今年下半年将重复中国上半年的情景。

图6: 全球新冠肺炎当日新增确诊病例, 人



数据来源: Wind, 安信证券

5月中旬以来,在美国部分经济数据表现欠佳、以及通胀预期走弱的背景下,市场开始定价未来经济复苏动量趋缓、货币政策延续宽松的预期。在此期间,道琼斯指数横盘震荡,纳斯达克指数持续创历史新高,而10年期美债收益率从1.69%的疫情后第二高位(第一高位1.74%出现在一季度末,即美国经济加速恢复超预期的时点)下探至7月8日(上周四)的1.3%,成为二季度以来的最低点。

这一行情在美股市场持续上演,直到上周五表现出不同于近期趋势的变化,即道琼斯指数重新上涨,并突破了本轮调整前的高点;而纳指虽然依旧创造了历史新高,但涨幅却远小于道指;行业层面,金融板块的大幅反弹,可能与预期利

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_21852

