

核心宏观分歧十问十答

□ 第一问：下半年出口是否有下行压力？

答：有。目前出口新订单已开始回落，海外供给能力大幅上升，会逐渐显现在出口上。

□ 第二问：消费、投资是否能内生对冲？

答：较难。消费修复有掣肘，投资渐进下行。

□ 第三问：逆周期政策选财政还是货币？

答：货币宽松。财政逆周期调节难度较大，财政今年重点发力化解隐性债务，地方政府终身追责下，地方政府投资基建项目的意愿大幅下降。货币政策自去年5月即开始边际收紧，回归正常化，总量性宽松政策实现了逐渐退出，这使得再次宽松的空间较大。

□ 第四问：美联储收紧之际我们却放松？

答：有空间。美联储缩量宽松仍是宽松，仅是宽松力度下降。我国央行收紧较早，2020年年中收紧货币，2021年初收紧了信用，均远领先于美联储，且中美利差150BP左右，远高于历史均值。

□ 第五问：大宗商品价格长期处在高位？

答：大概率会。在碳达峰碳中和的大背景下，去产能和去产量的“双去”工作可能持续推进，上游原材料维持供需紧平衡，因此大宗商品价格、中下游原材料成本将在较长时间内处在高位。

□ 第六问：价格能否向中下游顺利传导？

答：较难。首先，我国并未实施大规模的基建地产消费刺激，由需求拉动中下游涨价较难。其次，与供给侧改革不同，疫情后，中小企业在保市场主体的托底政策下并未出清，因此大企业也无法获得涨价来传递上游成本，并会向决策层不断反映其困难。

□ 第七问：降准对冲商品上涨成本压力？

答：是，且通过降低融资成本的方式对冲企业原材料价格成本上行是政策困境中的无奈选择，这是触发货币政策放松提前的核心原因。

□ 第八问：货币宽松具体有哪几种方式？

答：首先，降准还MLF并释放流动性。其次，再贷款和定向降息。

□ 第九问：货币宽松如何影响资本市场？

答：股债双牛。利率债走牛，科技成长股最受益。

□ 第十问：未来还有哪些风险需要关注？

答：未来的风险重点是信用非线性冲击，但我们预计对股债双牛趋势影响有限。一方面，地方隐性债务化解和城投打破刚兑过程中可能出现非线性冲击，另一方面，个别大型企业或有信用违约冲击。

风险提示：海外疫情超预期恶化；中国经济超预期恶化；全球经济及金融危机爆发冲击我国经济基本面；中美博弈超预期加剧。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书编号：S1230521050001

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

联系人：潘高远

执业证书编号：S1230121070015

邮箱：pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《降准再议股债双牛》2021.07.09
- 2 《国常会传达了哪些信息？》2021.07.07
- 3 《信用收缩之后股债双牛》2021.05.09

正文目录

1. 第一问：下半年出口是否有下行压力？	3
2. 第二问：消费、投资是否能内生对冲？	4
3. 第三问：逆周期政策选财政还是货币？	6
4. 第四问：美联储收紧之际我们却放松？	8
5. 第五问：大宗商品价格长期处在高位？	10
6. 第六问：价格能否向中下游顺利传导？	11
7. 第七问：降准如何对冲商品上涨压力？	12
8. 第八问：货币宽松具体有哪几种方式？	13
9. 第九问：货币宽松如何影响资本市场？	13
10. 第十问：未来还有哪些风险需要关注？	14

图表目录

图 1: 全球船运持续修复	3
图 2: 部分发达经济体积极补库	3
图 3: 主要新兴市场国家出口走势	4
图 4: 2021 年 2 月起新出口订单渐进下滑	4
图 5: 过去四个季度居民收入增长低于 GDP 增速	4
图 6: 收入平均数增速高于中位数, 说明收入结构有所恶化	4
图 7: 农民工外出意愿下降且外出半径明显缩短	5
图 8: 景气度较差行业吸纳就业能力显著下降	5
图 9: 餐饮收入修复从 2020 年四季度之后停滞	5
图 10: 2021 年 6 月票房数据甚至低于 2014 年	5
图 11: 固定资产投资分项走势	6
图 12: 分行业支出进度显示: 2021 年社保就业、卫生健康支出增速较快	7
图 13: 2020 年 5 月央行从防止资金空转套利的角度出发, 边际收紧短端流动性	7
图 14: M2、信贷、社融增速	8
图 15: 今年中美利差有所回落但仍处高位	9
图 16: 去年疫情后银行代客结售汇顺差大规模累积	10
图 17: 原油价格持续上涨	11
图 18: 铁矿石、煤炭价格持续上涨	11
图 19: 2013 年以来, PPI 和 CPI 走势有所背离	11
图 20: 2021 年二季度螺纹钢单价比 2020 年高出近 1500 元	12
图 21: 上游成本上涨对中下游利润形成挤压	12
表 1: 2013-2014 年美联储的 Taper 节奏	9
表 2: 2019 年以来历次降准公告对权益资产影响 (备注: 季末降息参照下一季度股指走势)	13
表 3: 2018 年 TMLF 对当月利率债的影响	14

1. 第一问：下半年出口是否有下行压力？

答：2021年下半年出口有下行压力。2020年11月，我们提出预判未来出口的三大逻辑，指出海外供给的持续修复将促使2021年出口表现出显著的前高后低特征。2021年以来，我们的观点不断验证，在《出口高点已过，进口高点已现》、《进口逻辑有变化，出口短期继续强》等多篇报告中密切跟踪，站在时点上，我们继续提示海外供给保持循序渐进的修复，全年出口前高后低，5月是全年高点，下半年我国出口存在一定的下行压力。

2021年以来，海外供给持续修复，诸多线索已经有所显示：**首先，全球船运运力持续修复**，截至6月30日全球集装箱运力（TEU）已达到2478.1万标准箱，同比增4.05%。**其次，海外发达经济体工业生产、库存等供给能力渐进修复**。5月美国全部工业及制造业产能利用率继续环比回升，制造业领域的出货量、新订单、未完成订单等均边际改善，主要经济制造业PMI指数保持在较高的扩张水平，美国耐用品生产制造项中的运输设备、杂项制造、木制品、机械制造等多项数据显著修复。**第三，海外供给修复提振该国出口**。今年以来随着疫苗产生的实质性效果扩大，海外经济体出口呈渐进修复特征，美国、日本、韩国、金砖国家、越南、印尼等国家均有表现。

此外，我们提示由于各国在疫苗接种和疫情控制方面存在先后的时滞，海外供给的持续修复分为两个阶段，第一阶段是发达经济体的供给修复，对我国出口影响有限，第二阶段是发展中经济体供给修复将对我国出口产生较强的扰动，当前第一阶段正逐步向第二阶段切换。

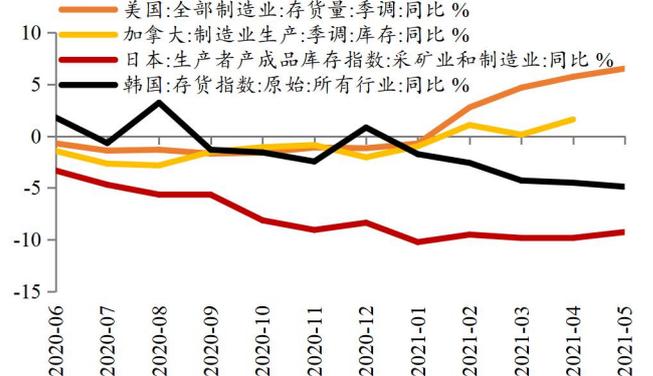
新出口订单与进口逻辑辅助验证。新出口订单与进口逻辑切换对出口的渐进回落也有指示作用。首先，新出口订单对未来出口有一定的前瞻警示性，我们在PMI数据点评中多次提示予以关注，2021年2月以来PMI新出口订单持续回落，截至6月已经下行到48.1的低位水平，预示了未来出口下行压力逐步增大。此外，今年以来我们一直提示进口数据的主导逻辑逐步从“外供不畅”切换至“内需拉动”，以克强指数为典型的内需指标对进口数据的解释力度在2月起不断增强，也侧面验证了海外供给已经出现了显著修复，不再成为“我国内需与进口之间稳定联动关系”的扰动变量。

图 1：全球船运持续修复



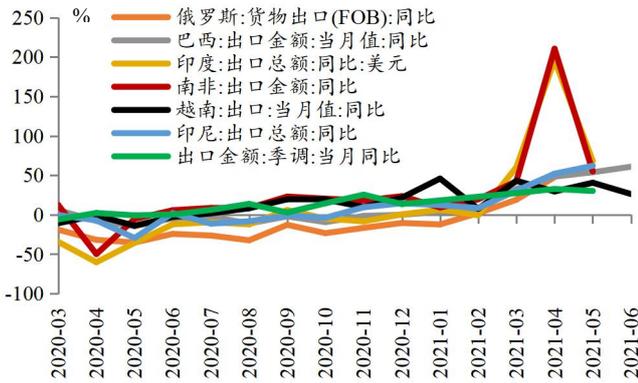
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 2：部分发达经济体积极补库



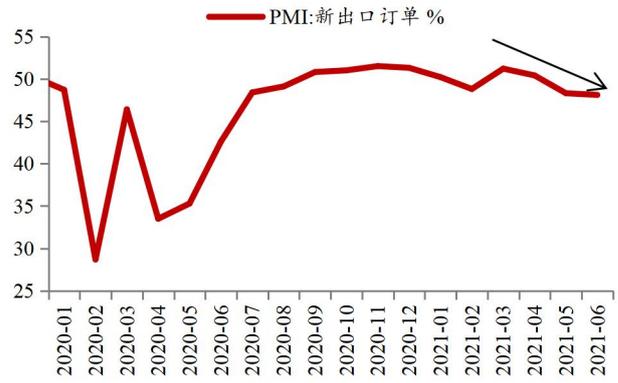
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 3：主要新兴市场国家出口走势



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 4：2021 年 2 月起新出口订单渐进下滑



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

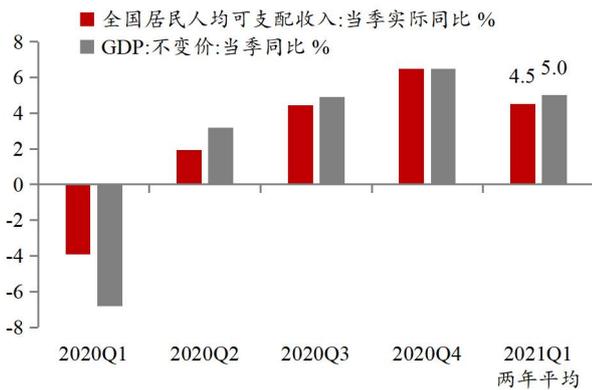
2. 第二问：消费、投资是否能内生对冲？

答：较难，消费修复有掣肘，投资渐进下行。

消费方面，疫后消费修复有掣肘，复苏进程较缓。首先，经济的 K 型复苏导致收入分配结构有所恶化，收入的修复不能完全体现到消费中去。其次，局部疫情反复扰动，线下消费修复多次受阻，导致消费增速中枢抬升空间有限。

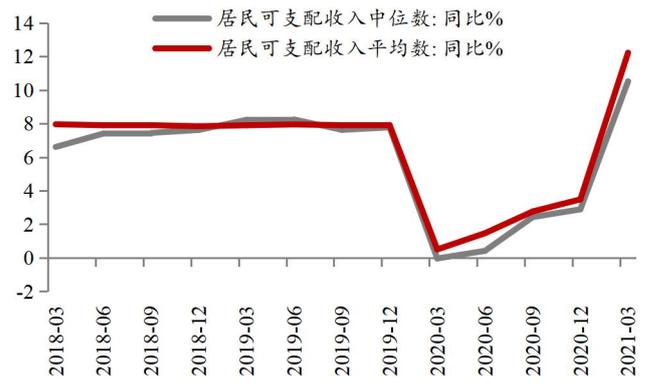
首先，疫后经济分化复苏，就业质量一般，收入分配结构有所恶化，因此居民可支配收入的修复并不能完全体现到消费中去。数据表明，过去四个季度（2020 年 Q2~2021 年 Q1）居民收入的增长低于整体 GDP 增速，并且居民可支配收入的平均数增速持续高于中位数，从一定程度上体现了收入分配结构的恶化。高收入群体的收入增速高但边际消费倾向低，而中低收入者的消费能力并未显著改善，因此消费复苏动力较弱。

图 5：过去四个季度居民收入增长低于 GDP 增速



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

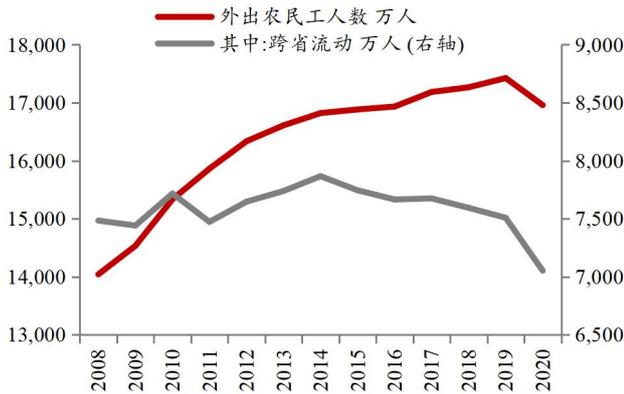
图 6：收入平均数增速高于中位数，说明收入结构有所恶化



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

就业质量一般，是收入分配结构恶化的主要原因。一方面，疫情的持续影响使得农民工外出意愿下降且外出半径明显缩短，2020 年外出农民工人数十多年以来首次下降，其中跨省流动人数显著下滑。另一方面，在经济 K 型复苏影响下，就业市场出现冷热不一的情况，就业难和招工难现象并存，景气度较差行业的部分从业人员不得不面临“转行”，前期的人力资本积累无用武之地，也导致收入修复较慢。

图 7：农民工外出意愿下降且外出半径明显缩短



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：景气度较差行业吸纳就业能力显著下降



资料来源：Wind，浙商证券研究所

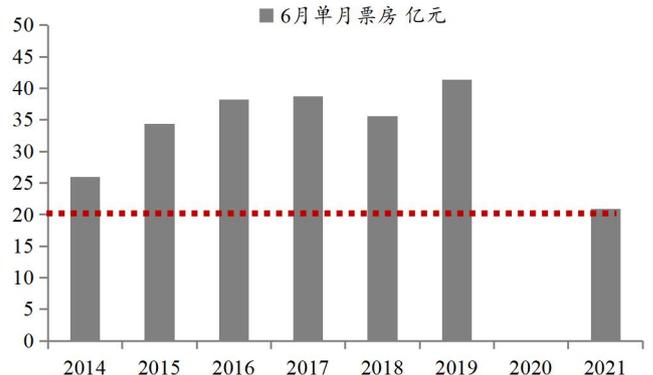
其次，局部疫情反复扰动，线下消费修复多次受阻，导致消费中枢抬升空间有限。疫情对于线下消费的冲击十分显著，一方面，疫情小规模复发一般将直接导致防控措施升级、线下消费场景关闭，另一方面疫情期间“宅经济”相关的耐用品消费从一定程度上替代了服务类消费，对线下消费将造成较长时间的压制。

图 9：餐饮收入修复从 2020 年四季度之后停滞



资料来源：Wind，浙商证券研究所，

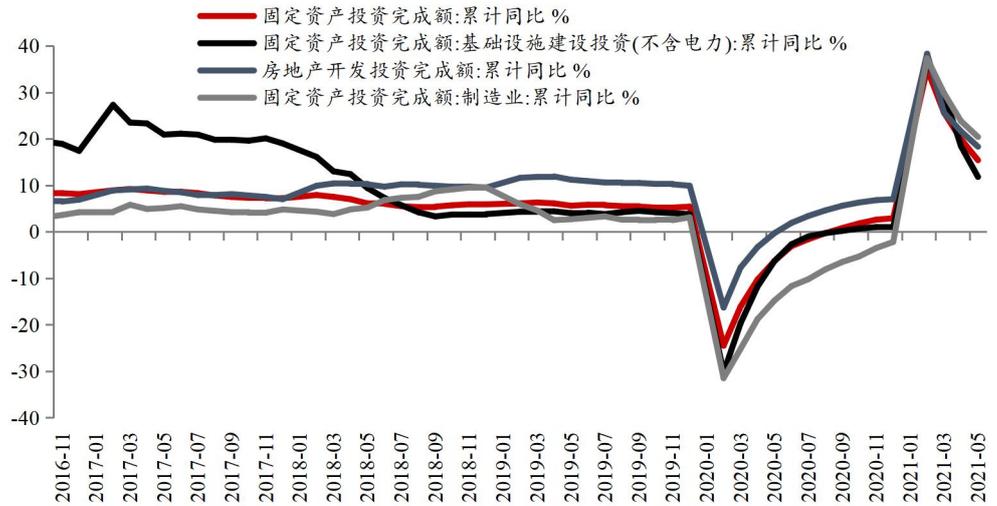
图 10：2021 年 6 月票房数据甚至低于 2014 年



资料来源：Wind，浙商证券研究所

投资也较难对冲出口的下行，预计是渐进回落的走势。其中，对于基建投资，自 2020 年下半年以来，财政支持基建的资金相对充裕，但并未带来基建投资的大幅增长，核心原因在于对项目高质量的要求，预计下半年财政政策会继续兼顾稳增长与防风险的目标，对基建投资的支持力度相对有限。对于地产投资，在坚持房住不炒、落实长效机制的政策基调下，下半年，房地产市场在疫情后的价量景气（房价上升、销售高增）将逐步降温，对地产投资的滞后作用将逐步显现。对于制造业投资，其可能受益于高技术制造业的支撑、信贷政策定向支持及行业出清对数据的拉动，但制造业数据总体具有顺周期性，下游需求并不持续的情况下，利润回升带动的新一轮库存周期可能在下半年有所趋弱，这也是我们此前就认为制造业投资不会有过大上行空间的原因，下半年制造业投资增速将是趋势下行的。

图 11：固定资产投资分项走势



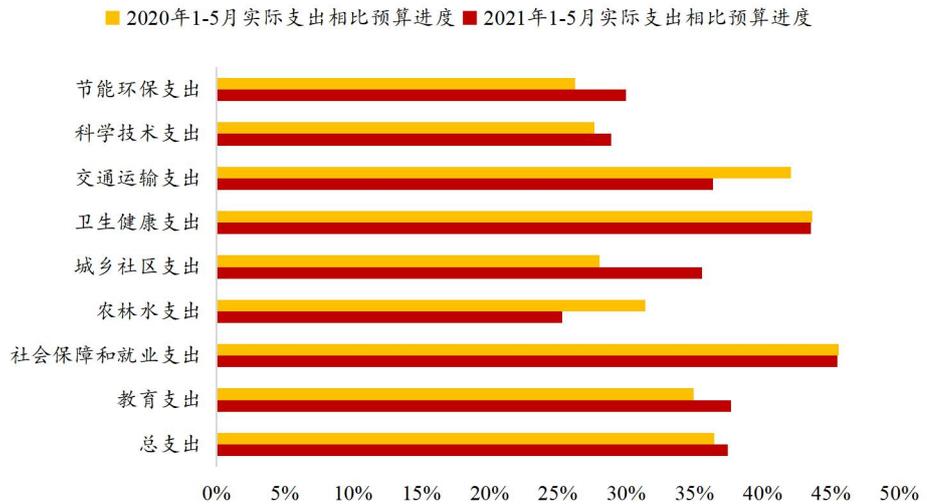
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

3. 第三问：逆周期政策选财政还是货币？

答：我们认为将主要通过货币宽松的方式缓解经济下行压力。

财政逆周期调节难度较大，财政今年重点发力化解隐性债务，地方政府终身追责下，地方政府投资基建项目的意愿大幅下降。财政逆周期调节难度大，对经济影响有限，一方面，虽然财政支出后置，但资金支出重点是落实三保支出和巩固防疫成果，下半年落实预算执行，加速科技、教育、环保等领域支出，对经济增长的影响也相对较小。另一方面，即便 Q3 起专项债加速发行，但自 2020 年下半年以来影响基建投资的核心掣肘是项目质量和压实责任的防风险态度，而非资金，并且终身追责的要求下地方政府投资基建项目的意愿大幅下降，我们认为新增专项债的大量发行也不会导致基建增速大幅反弹，进而支撑经济。此外，财政今年重点发力化解隐性债务，我们在 4 月外发的《政府债券如何收缩？》一文中提出，考虑现有化债方案和再融资专项债的局限性，下半年或将运用“新增专项债通过改革加置换存量债务的方式化解隐性债务”的方式化解隐性债务。

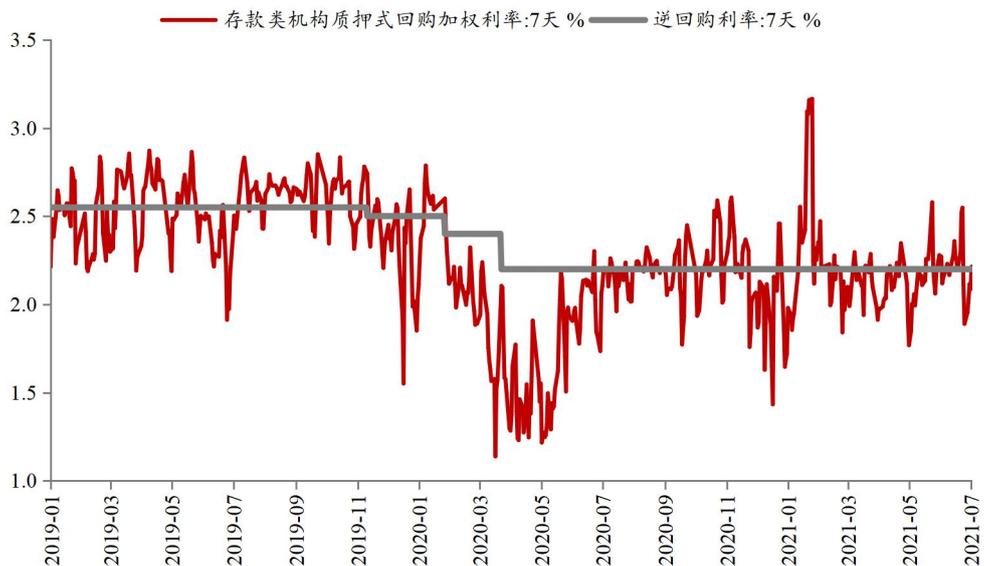
图 12：分行业支出进度显示：2021 年社保就业、卫生健康支出增速较快



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

货币政策自去年 5 月即开始边际收紧，回归正常化，总量性宽松政策实现了逐渐退出，我们认为这使得再次宽松的空间较大。货币端，2020 年 5 月，央行从防止资金空转套利的角度出发，边际收紧短端流动性，DR007 回到 7 天逆回购利率附近，此后围绕 7 天逆回购利率上下波动。9 月后波动幅度加大，且位于 7 天逆回购利率上方的天数也明显增多，10 月末央行开展“压力测试”，维持流动性处于中性紧平衡状态的意图清晰。11、12 月受永煤等国企信用违约事件冲击，央行维稳短端流动性以缓解信用债一级市场发行压力，但随着今年 1 月第一周信用债净发行大幅转正，央行于 1 月中再次边际收紧流动性，总体保持资金面平稳运行。

图 13：2020 年 5 月央行从防止资金空转套利的角度出发，边际收紧短端流动性

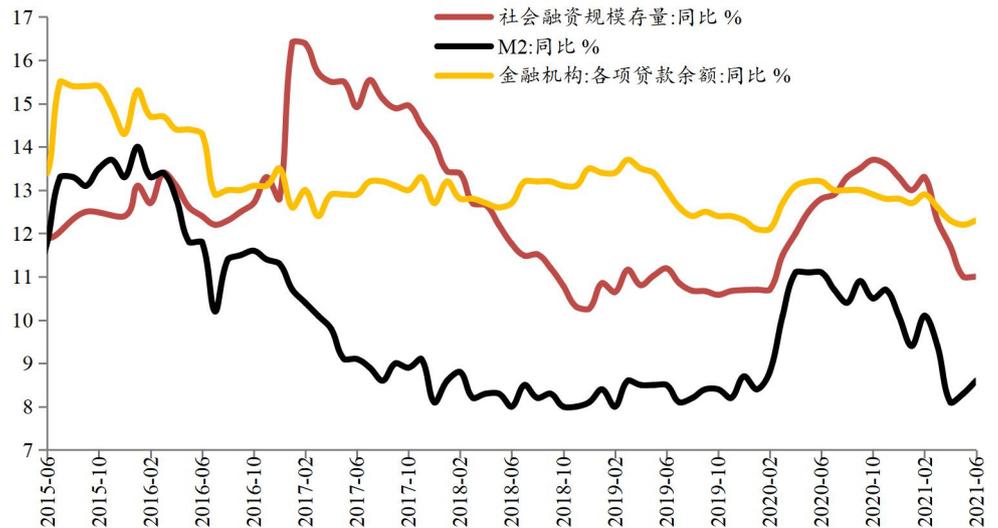


资料来源：Wind, 浙商证券研究所

信用端，从稳定宏观杠杆率出发，今年3月开启了全面信用收缩，主要体现为信贷同比少增、增速回落，结构上向中长期贷款集中，社融数据大幅下行，3月增速自13.3%降1个百分点至12.3%，尤其是表外票据大幅回落。从人民币贷款来看，年初以来，企业信贷持续表现出中长期贷款同比多增、短期贷款和票据融资同比少增的鲜明特征，体现出银行在信贷额度受限、年初优质信贷项目集中及MPA考核制造业中长期信贷占比等几项因素叠加的情况下，更倾向于增加中长期贷款投放，对短期贷款构成挤压。从社融结构看，除信贷回落外，最有代表性的项目为未贴现银行承兑汇票，该项目2021年1月新增4902亿元，达到近四年新高，我们认为主要原因在于表内信贷额度总体受限、信贷需求旺盛的情况下出现的表外“数量性套利”。但3月，该项目大幅减少2297亿元，同比少增5115亿元，与经济形势并不相符，大概率为央行主动压降，此后几个月持续负增长。

截至2021年6月，信贷增速由去年末的12.8%降至12.3%，社融增速由去年末的13.3%降至11%，M2增速由去年末的10.1%降至8.6%，几项金融数据增速均基本恢复至疫情前水平，信用收缩效果显著，我们认为体现“跨周期调节”政策思路，意味着当前我国货币政策再次宽松空间较大。

图 14：M2、信贷、社融增速



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

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_21861

