

周度经济观察

——全球经济趋于见顶

袁方¹ 章森（联系人）² 束加沛（联系人）³

2021 年 8 月 24 日

内容提要

尽管我国 7 月经济数据受到疫情和洪水的冲击，但经济内生动能的走弱或许是导致数据大幅下行的主因。

年中以来，全球经济见顶的信号趋于明朗。全球经济见顶对大宗商品价格和全球贸易的负面影响已经开始体现，这一影响将在下半年持续。

政策对民营垄断行业、涉及国计民生行业的监管趋严，这些行业的业务模式面临重构的风险，由此导致的估值调整需要时间消化。但在流动性宽松的背景下，由政策不确定性引发的部分行业调整对整体指数的影响有限。

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，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

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

一、7 月经济下滑源于内生需求走弱

7 月工业增加值两年复合同比为 5.6%，较上月大幅回落 0.9 个百分点。工增的大幅回落可能既受到河南洪灾，江苏、湖南疫情的短期冲击，也反映出经济的内生变化。

我们试图通过省级的工增数据定量刻画短期冲击对工增的影响，进而还原经济的内生变化。

首先观察河南、江苏、湖南的工业增加值同比增速数据，以及这三个省相应的第二产业占全国第二产业的比重（合计占比约为 18%），进而把全国的工增数据分成两组，即：受到短期冲击组和剩余组。

不难发现河南、湖南、江苏三省（受到冲击组）的平均工增今年以来在 1.2%-2.9% 波动，而其余省份的工增在 6.9%-7.8% 波动，两组工增之差在今年 3 月-6 月的均值为 5.5%，而这一数值在今年 7 月为 6.7%。换句话说相比过去 4 个月的水平，7 月河南、湖南和江苏三省的工增多跌了 1.2 个百分点，这意味着 7 月的短期冲击对全国工增的直接拖累在 0.2% 左右。

当然值得注意的是，如果考虑到今年 3 月以来河南、湖南、江苏的工增与其余省份工增之差在放宽，那么 7 月短期冲击导致的工增下滑幅度可能低于 1.2 个百分点。

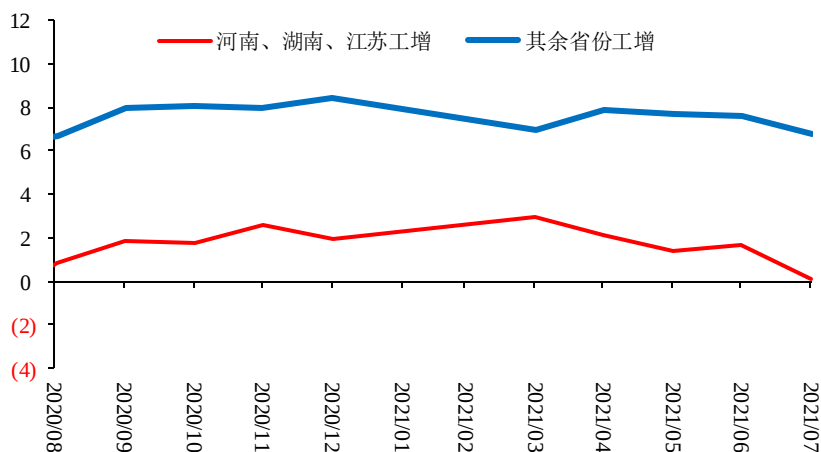
但无论基于何种情况，似乎大概率的情况是 7 月工增下滑的主导力量源于经济内生动能不足，而非疫情或洪水的短期直接冲击。

此外，从限产组和对照组的表现来看，今年以来对照组的表现稳定高于限产组，且这一缺口持续扩大，反映出环保限产政策对部分行业生产活动的约束趋严，

不过这一影响在 6 月和 7 月没有明显变化。

合并而言，由于内生增长动能的走弱，当前工增刚刚回落到略低于疫情前中枢的水平，这一回落过程可能尚未结束。

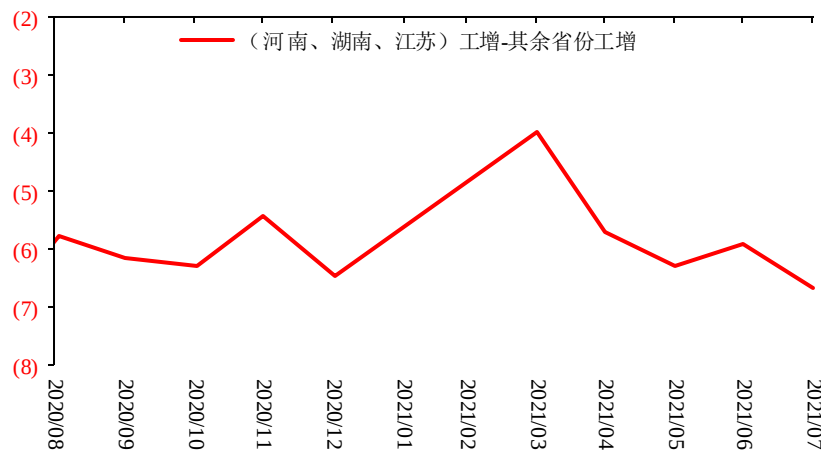
图1：河南、湖南、江苏平均工增和其余省份工增同比，%



数据来源：Wind，安信证券

注：2021 年为两年几何平均

图2：（河南、湖南、江苏）平均工增-其余省份工增同比，%



数据来源：Wind，安信证券

注：2021 年为两年几何平均

年中以来，全球经济见顶的信号趋于明朗。全球制造业 PMI、全球工业生产指数、OECD 工业生产指数均在 5 月开始小幅走弱，美国、欧元区、日本的制造业 PMI 也从 5 月开始回落，美国耐用消费品、非耐用消费品在同期下行，美国红

皮书指数、经济活动指数、经济信心指数也呈现相似的走势。

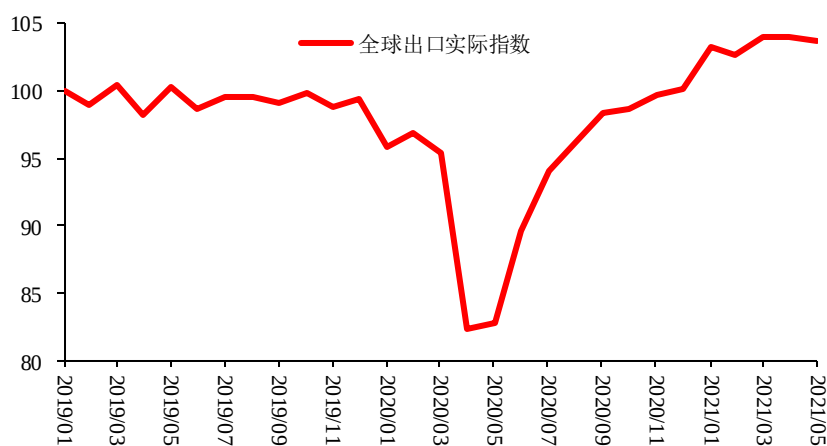
从疫情防控和经济恢复的角度来看，中国经济可能领先美国经济半年左右的时间。去年年底，脉冲式反弹的动能耗竭后，中国经济快速回落到显著低于疫情前的中枢上，而美国当前可能正在经历中国去年底的场景，欧洲可能略滞后于美国。

全球经济见顶回落对大宗商品价格的影响已经开始体现。无论高盛工业金属指数还是南华工业品指数均高位震荡，结束了此前震荡上行的趋势，主要品种如铜、螺纹钢、铁矿石均已中枢下行。不过在供需格局偏紧的背景下，这一下行过程的斜率相对缓和。我们倾向于认为大宗商品供应层面的约束可能在中期之内延续，这使得本轮大宗商品价格回落的底部将显著高于疫情之前。

全球经济见顶的另外一个影响在于全球出口可能面临趋势下行的压力。今年4月以来全球出口实际指数小幅回落，这一回落与全球经济见顶的节奏相对一致。全球贸易的见顶回落将逐步对主要出口国家形成拖累，7月中国、韩国、越南的出口同步走弱，8月韩国出口持续下行，中国以及周边国家最近两个月的出口数据已经开始反映这一影响，预计三、四季度中国的出口增速将趋于回落。

去年以来出口和房地产投资对我国经济形成主要支撑，随着这两股力量的走弱，我国经济在今年下半年乃至明年的下行压力较大。货币政策的宽松以及基建投资的后续发力似乎难以完全对冲经济的下行，明年GDP同比增速可能会回落到4.5%附近。

图3：全球出口实际指数



数据来源：Wind，安信证券

2019年1月标准化为100

二、政策不确定性冲击市场

上周至今权益市场大幅波动，总体下行。消费板块跌幅最大，周期板块小幅回落，成长、金融、稳定类小幅抬升。

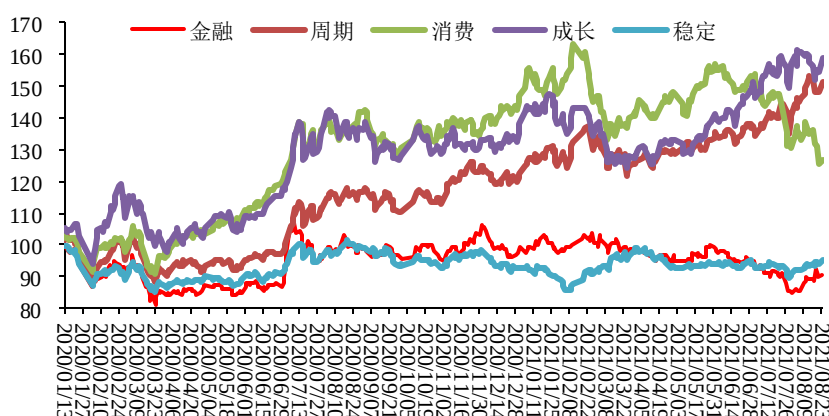
权益市场的下跌既有中美摩擦升温的冲击，也受到监管机构“白酒市场秩序座谈会”的影响。总体而言，自7月下旬政策对教育、互联网等行业加强监管以来，市场对政策落地的力度以及涉及的范围心存担忧，进而使得参与者风险偏好明显回落。

尽管当前尚不清楚政策的具体边界在何处，但从已有的政策表态来看，政策监管主要针对关系国计民生以及民营垄断行业。随着相关政策的逐步出台和落地，这些行业的业务模式以及长期盈利预期可能面临重构的风险，由此导致的估值调整需要时间消化。

但值得强调的是，在总体流动性宽松的背景下，由政策不确定性引发的部分行业调整对整体指数的影响有限，股市呈现出较强的跷跷板效应，金融、稳定板块的偏强表现正是受益于此。

板块层面，尽管国内限产政策对供应的影响可能持续时间较长，但随着全球需求的逐步见顶，大宗商品价格可能会出现回落，这对周期板块的影响偏负面；消费板块一方面受到中期之内盈利偏弱的影响，另一方面存在政策不确定性的冲击。因此从自上而言的角度来看，景气度的上行以及无风险利率的长期下行对成长板块形成支撑。

图4：各风格指数



数据来源：Wind，安信证券

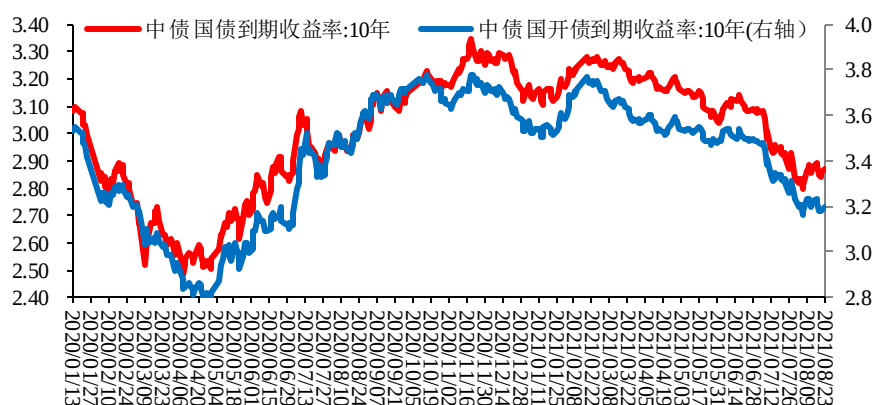
上周长端利率整体震荡，MLF 续作超预期、经济数据走弱与地方债发行、信用改善预期互相抵消，市场缺乏明确的主线。

短期而言，市场期待流动性环境的进一步宽松，比如降准、甚至降息。但从上周央行的操作来看，三季度 MLF 到期后央行用降准来应对的概率偏低，而降息的信号意义太强，持续上涨的房价对降息形成制约。

我们倾向于认为后续经济、金融数据的公布可能有助于打破当前的僵局。比如 8 月的信贷利率下行，无论是央行进一步宽松导致，还是实体经济需求收缩导致，这一结果对债市而言均构成利好。7 月的经济数据尽管大幅回落，但存在洪水、疫情的短期扰动。如果 8 月的经济数据仍然偏弱，那么经济在中期之内走弱的趋势可以得到确认，这一宏观场景也有助于收益率的走低。

合并而言，在经济基本面走弱、大宗商品价格回落以及流动性环境持续偏松的背景下，债券市场收益率有望中枢下行。

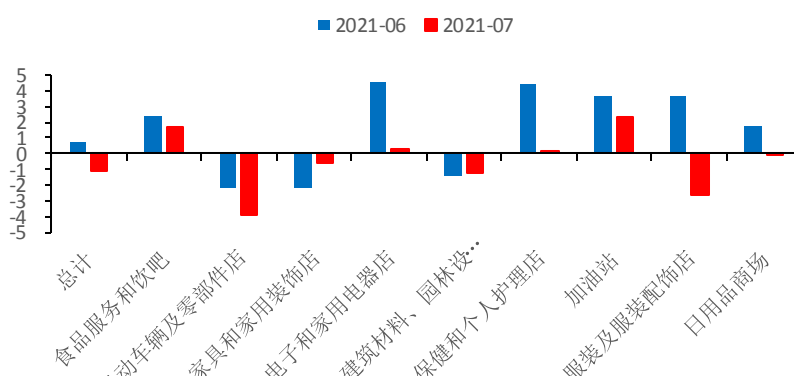
图5：10年期国债和国开债到期收益率，%



接种率较高的背景下，服务业 PMI 以及服务业价格水平持续抬升，制造业 PMI 以及核心 CPI 出现回落。这反映出疫情对经济的影响边际趋弱，前期货物消费对服务消费的替代效应正在进一步反转，对耐用品消费的提前透支可能抑制了近期的零售增长。

考虑到中国经济复苏的领先性，美国零售销售在下半年的表现，可能与中国今年上半年社零消费的表现相一致。叠加失业补贴等刺激政策陆续退出、以及经济复苏动能放缓的影响，未来美国零售销售环比增速可能持续处于低位。即使在疫情控制得较好的情况下，由于预防性储蓄的存在，人们的消费倾向仍然系统性得偏低。而这一消费倾向的回落近期也出现在了密歇根消费者信心指数、以及红皮书指数之中。

图6：美国6月和7月零售和食品服务销售额环比（季调），%



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_25788

