

# 旬度经济观察

——市场向下的动能趋弱

袁方<sup>1</sup>

2021年3月31日

## 内容提要

3月PMI数据回升幅度强于季节性，同时主要原材料购进价格大幅回升、流通领域生产资料价格环比增速与上月大致持平，这一量价组合反映出经济的需求端仍然偏强，而二季度经济的动能或将平稳下滑。

近期权益市场经历大幅调整后趋于震荡。考虑到国内流动性环境维持平稳、企业盈利尚在恢复，以及前期估值的剧烈修复，市场进一步向下的空间似乎有限，未来市场有望低位震荡。

巴西、土耳其等新兴经济体为应对输入性通胀和资本外流而率先加息，而我国农产品、原油对外依赖度较低，汇率市场稳定，货币政策将维持中性偏紧的基调。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

<sup>1</sup> 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

## 一、经济仍然在高位运行

3月PMI为51.9，较上月大幅回升1.3个百分点，这一回升幅度略高于季节性，反映经济仍然在高位运行。分项来看，生产、新订单、新出口订单以及进口均明显走强，产成品库存持续回落，显示经济在经历存货去化的过程。

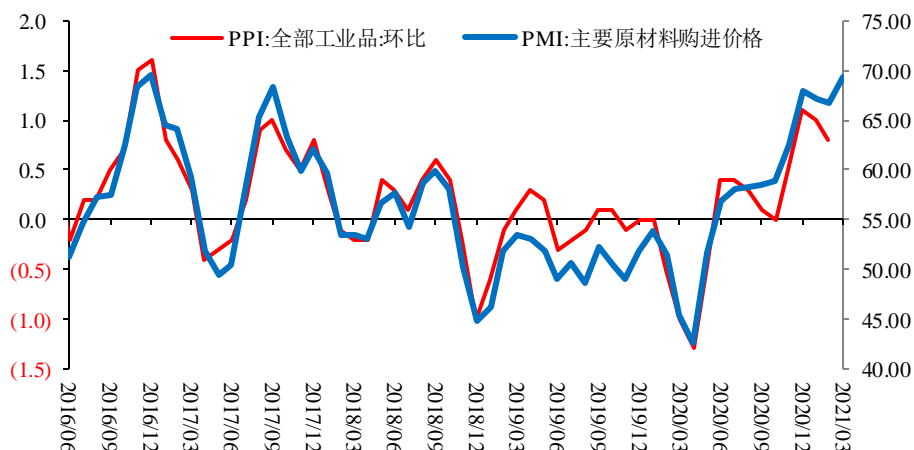
从粗钢产量、商品房销售、汽车销售等高频数据来看，经济动能仍然处于较高水平。

与此同时，主要原材料购进价格大幅回升2.7个百分点，流通领域生产资料价格环比增速与上月大致持平，南华工业品指数高位小幅回落，整体价格水平偏强。

这一量价组合反映出经济在需求层面的动能仍然偏强，短期存货去化的过程对工业品价格形成冲击。

考虑到经济“填坑”的进程尚未结束，居民部门储蓄率的正常化尚在进行，未来经济动能可能从二季度中期逐步走弱，这一回落的斜率相对平缓。

图1：PMI主要原材料购进价格和PPI环比，%



数据来源：Wind，安信证券

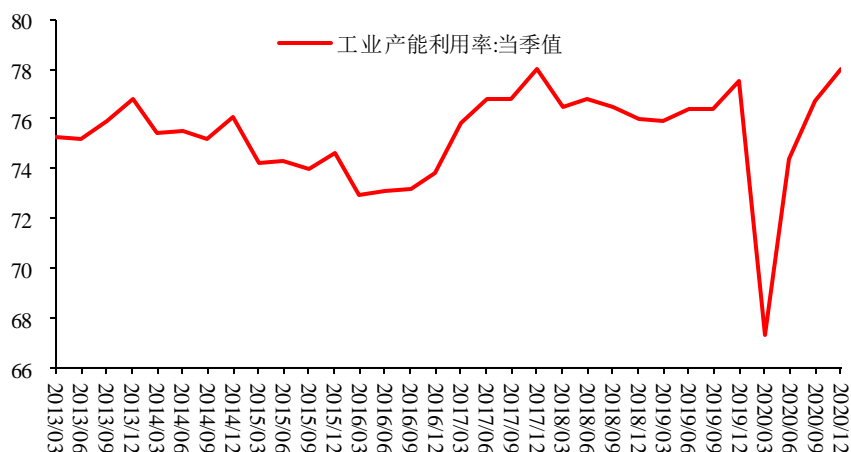
## 二、通胀压力趋弱

3 月以来全球工业品价格小幅回落，铁矿石、原油价格走低，市场对通胀的担忧大幅缓解。

本轮大宗商品价格的上涨从去年 3 月启动，至今持续了一年左右的时间，疫情导致的供需裂口扩大是推动大宗商品价格上涨的主因。近期大宗商品价格的走弱可能与存货的摆动有关，全球需求尚未出现系统性恶化，而从供应层面来看，中国、巴西、阿根廷、澳大利亚等资源国的产能利用率处于历史高位，这意味着供应层面的响应需要时间，这一供需背景意味着近期大宗商品价格难以趋势向下。

但全年来看，下半年大宗商品价格趋势回落的概率较高。需求层面，随着疫苗的大规模接种，商品消费对服务消费的替代将出现逆转，预计美国经济动能在 2 季度见顶，中国经济动能见顶的时间可能略早于美国；与此同时，新增产能也在持续释放，这将使得大宗商品价格趋于走弱。

图2：工业产能利用率，%



数据来源：Wind，安信证券

展望未来两年，在疫情冲击过后，宏观供需格局或许对商品价格仍然有利。

供应层面，2011 年以来的大宗商品熊市使得产能出清相对彻底，疫情可能导致了

部分国家、尤其新兴经济体资本存量的消失，此外全球性的碳减排正在带来商品开采和生产成本的上升。需求层面，疫情过后全球需求恢复正常，美国新一轮基建政策的落地以及房地产市场的恢复，在边际上有助于商品需求的抬升。大宗商品价格长期趋势的确认主要取决于今年下半年相关厂商资本开支的强度。

大宗商品与农产品价格的抬升，以及美元指数的走强，对新兴市场经济体通胀形势和金融市场稳定带来冲击，土耳其、俄罗斯等国采取加息的方式应对这一压力，从而进一步导致了金融市场的动荡。

我国农产品、原油依赖度较低，输入性通胀对我国的影响偏弱，同时资本外流压力较小，汇率整体处于升值趋势之中，这使得我国货币政策的自主性更强。当前我国劳动力市场恢复缓慢，核心通胀低迷，这意味着我国货币政策的进一步收紧尚需时间。

### 三、权益市场底部震荡

3月下旬权益市场趋于震荡。稳定板块持续走强，消费板块止跌回升，金融、周期、成长板块小幅走弱。

在经历前期急速下跌后，权益市场对美债收益率的上行反应钝化，这表明此前市场估值过高是本轮调整的根本原因，2月初美债收益率的上行扮演了催化剂的角色。

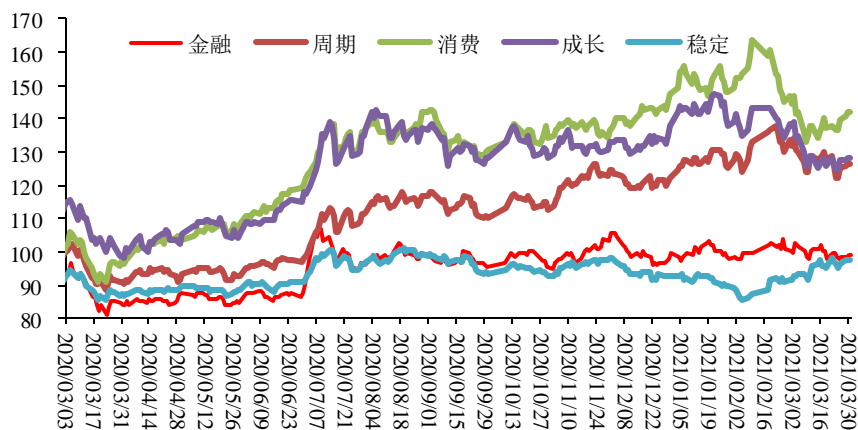
当前海外市场的波动对国内市场的影响偏弱，考虑到美联储货币政策的宽松年内仍将维持，美国经济基本面处于复苏的进程之中，因此年内美股趋势向下的概率较低，这使得A股面临的外部环境相对平稳。国内市场的走向将更多取决于自身基本面和货币政策环境。

从盈利的角度来看，当前国内经济在高位运行，经济的动能将从二季度开始逐步走弱，由于消费活动恢复的进度落后于生产和投资，这使得经济回落的斜率平缓。在此背景下，受益于行业集中度的提升，以沪深 300 为代表的上市公司盈利受经济基本面的影响可能有限。

从流动性角度来看，当前通胀水平、杠杆率情况以及资产价格泡沫程度都不支持货币政策的系统性收紧，这意味着市场难以进入单边的熊市。而且市场估值在经历了前期的大幅调整后，当前沪深 300 指数的 forward PE 回到近 10 年 75 分位数左右，这一估值水平不算极端。

不过当前货币政策进一步宽松的可能性偏低，盈利普遍超预期上行的概率有限，这意味着市场向上的动力可能偏弱。但经历了前期的大幅调整，市场向下的空间似乎也不足。考虑到国内市场的羊群效应和动量交易，市场可能还会在当前位置维持震荡。

图3：各板块指数表现



数据来源：Wind，安信证券

3月下旬银行间市场流动性整体宽松，DR001和DR007中枢波动。长端债券收益率在经历一个月左右的震荡后逐步下行，10年期国债和国开债分别下行5BP、8BP。

本轮债券市场收益率整体表现偏强，在海外收益率上行、通胀走高的背景下收益率高位震荡，随后收益率小幅下行，这或许主要与春节后银行间市场流动性整体宽松有关。

往后看，随着信用市场逐步恢复正常，银行间市场利率将面临上行的压力，与此同时4月债券供应增加将在边际上对流动性形成挤压，这意味着未来一个月债券市场收益率或将小幅上行。

图4：1年和10年期国债收益率利差，%



数据来源：Wind，安信证券

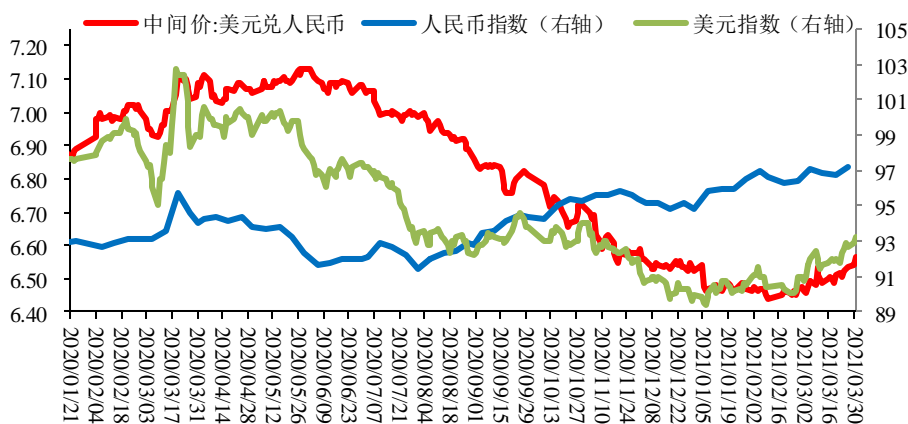
3月以来人民币兑美元贬值1.7个百分点，美元指数升值2.2个百分点，与此同时人民币兑一篮子汇率维持高位，这表明美元币值的变化是主导人民币兑美元汇率的重要因素。

美元指数的走强、以及美债收益率的上行与经济预期改善有关，美国疫苗的  
快速接种、疫情的控制以及刺激政策的落地共同推动美国经济加速恢复，这也使  
得美联储持续调高经济预期，资本市场当前正在定价这一预期。

我们倾向于认为这一过程在未来一个季度仍将延续，这意味着人民币兑美元  
的走弱仍将延续，不过这可能更多是人民币升值过程中的短期回荡。

往后看，中国相对其他经济体劳动生产率的优势仍然存在，伴随美元大周期  
的走弱，人民币兑美元将长期升值。

图5：人民币兑美元和美元指数



数据来源：Wind，安信证券

#### 四、全球经济的复苏加速进行

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\\_18640](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18640)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn