

海外需求仍可期待 总量管控遵循“稳中求进”

——2021 年二季度宏观经济报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2021 年 03 月 26 日

证券分析师

周喜

022-28451972

相关研究报告

- 就外围环境而言，全球疫情趋势性向好的态势有所波折，这将延缓全球供给的恢复进程，而美国财政刺激落地将进一步提振需求，于是外部经济的供需不足或仍将维持，这为中国出口提供了有利的环境；在政策方面，虽然随着疫情冲击的逐步削弱，货币刺激退出无需多言，但是考虑到疫情反复及全球经济结构性问题对总需求的制约长期存在，以及货币政策的不对称性，流动性的实质性收缩尚需时日，相较于此，预期变动下大类资产配置中对“安全性”和“收益性”态度的转变方是各类资产价格波动的主要原因。
- 就国内经济而言，外部供需缺口将继续推动中国出口保持较高增速，其不仅有利于国内制造业盈利景气的延续，而且还将推动制造业投资的加速落地；然而就业及收入的明显改善仍待时日，加之消费信心的恢复也并非朝夕之事，这就导致社零的恢复仍将较为缓慢。
- 就通胀环境而言，考虑到诸多工业金属补库存或已基本结束，PPI 环比增速将趋于走弱，由大宗商品价格抬升所主导的通胀压力有望边际缓解，但是考虑到较高的翘尾支持，以及环比增速的累积效应，年内 PPI 同比将长时间地保持高位，而 CPI 则将延续较低增速，二者剪刀差将在二季度显著扩张，这将令工业企业效益在上游企业的带动下持续改善。
- 就政策调控而言，一方面总量管控将是 2021 年的总基调，这不仅体现在货币政策方面，同样体现在财政调控方面；另一方面，“不急转弯”的表述与“稳中求进”内涵一致，即“调结构”“控风险”措施不能影响到“稳定”这一大局，“稳”和“进”的动态平衡依旧是管理层政策力度把控的核心要旨。

风险提示：国际疫情发展超预期

目 录

1. 全球疫情再现波折 财政刺激如期落地	5
1.1 疫情数据有所反弹 美国仍好欧洲承压	5
1.2 供给虽延续恢复 但产能缺口仍存在	6
1.3 财政刺激终落地 货币护航不撤退	8
2. 外需主导生产火热 上游企业盈利向好	11
2.1 供需缺口助力外需 内需恢复力度仍弱	11
2.2 PPI 与 CPI 剪刀差扩大 下游盈利或将承压	13
3. 总量管控毋庸多议 “稳中求进”依旧未变	16
3.1 货币收缩控制风险 有保有压强调结构	16
3.2 财政支出强调效用 直达基层意在托底	17

图 目 录

图 1: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据	5
图 2: 亚洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据	5
图 3: 欧洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据	6
图 4: 美洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据	6
图 5: 欧元区及主要欧洲主要国家制造业 PMI 指数	6
图 6: 主要经济体服务业 PMI 指数	6
图 7: 美国制造业 PMI 指数	7
图 8: 美国 Markit 制造业 PMI 指数	7
图 9: 美国零售环比增速	7
图 10: 美国零售同比增速	7
图 11: 欧美零售数据	7
图 12: 欧美产能利用率数据	7
图 13: 欧元区主要信心指数	8
图 14: 美国消费者信心指数	8
图 15: 美国通胀情况	8
图 16: 欧洲通胀情况	8
图 17: 美联储上调经济及通胀前瞻	9
图 18: 美联储利率点阵图	9
图 19: 美国长短期利差进一步走扩	9
图 20: 美国股市波动率整体维持低位	9
图 21: 中国进出口累计同比增速	11
图 22: 中国当月贸易顺差	11
图 23: 韩国出口同比增速	11
图 24: CCFI 指数	11
图 25: 固定资产投资增长情况	12
图 26: 社零增长情况	12
图 27: 中国工业增加值累计同比	12
图 28: 中国工业产能利用率	12
图 29: 中国失业率数据	13
图 30: 中国城镇居民人均可支配收入累计同比增速	13
图 31: PPI 与 CPI 当月同比	13
图 32: PPI 与 CPI 环比增速	13
图 33: 农产品批发价格 200 指数	14
图 34: 主要大宗商品月均价变动幅度	14
图 35: CPI 翘尾因素	14
图 36: PPI 翘尾因素	14
图 37: 主要工业金属库存情况	15
图 38: PPI-CPI 与工业企业营业收入利润率	15
图 39: PPI-CPI 与制造业营业收入利润率	15
图 40: PPI-CPI 与上游制造业营业收入利润率	15

图 41: PPI-CPI 与上游制造业利润总额占比	15
图 42: Shibor 利率走势	16
图 43: DR007 加权平均利率	16
图 44: 2 月以来央行公开市场操作情况	16
图 45: 产业债信用利差中位数	16

2月中旬以来，全球疫情趋势性向好的态势有所波折，新冠病毒对人类社会的冲击仍存反复。就外围环境而言，全球供给能力的恢复持续推进，但相对于需求的改善仍显不足，加之美国财政刺激落地对需求的提振，外部经济的供需不足或仍将维持，这为中国出口提供了有利的环境；在政策方面，美联储一方面继续维持鸽派言论，但同时对10年期国债收益率抬升仍不加以干预，这不仅导致权益市场的震荡，而且也令新兴市场国家进入被动加息的进程之中。就国内环境而言，经济总体延续复苏态势，其中海外供给缺口令出口及生产保持强势，但投资和社零则尚未恢复至疫前水平；在政策方面，虽然在美国10年期国债收益率显著提升的过程中，国内长短期国债收益率总体保持平稳，提升有限，但以严查经营贷为代表的风险防控，以及财政支出力度的回收都彰显了政策目标中“控风险”的重要性。

1. 全球疫情再现波折 财政刺激如期落地

1.1 疫情数据有所反弹 美国仍好欧洲承压

数据显示，全球日新增病例数在2月中旬后止跌反弹，其中印度、巴西以及受德、法和意大利带动的欧洲地区成为该轮疫情反复的主导力量，其中法国宣布巴黎等地区延长封城政策加以应对，这不仅表明新冠疫情的复杂多变，同时也给欧洲经济的恢复增添了阴霾；相对而言，东亚国家以及美国的疫情防控态势较为平稳，尽管美国数据在3月初也出现小幅反弹，但以目前形势观察仍好于欧洲地区，此外日韩两国虽仍有零星发生，但总体保持较低水平。

图 1：全球新冠肺炎疫情每日新增数据

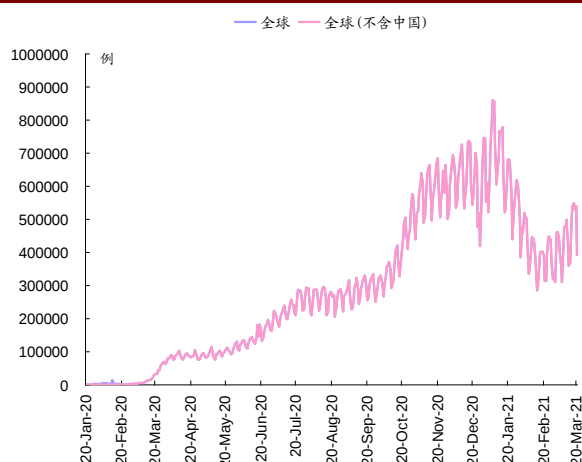
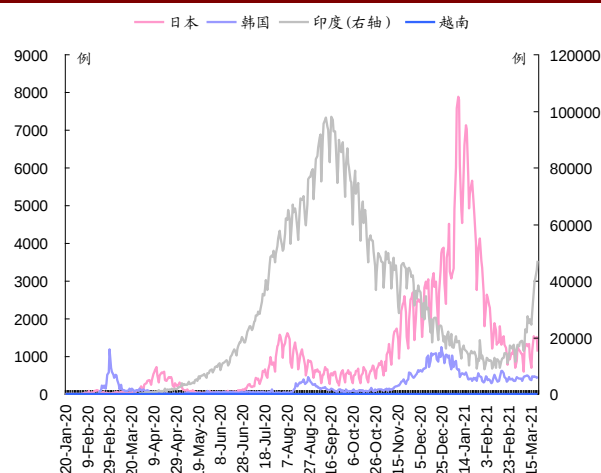
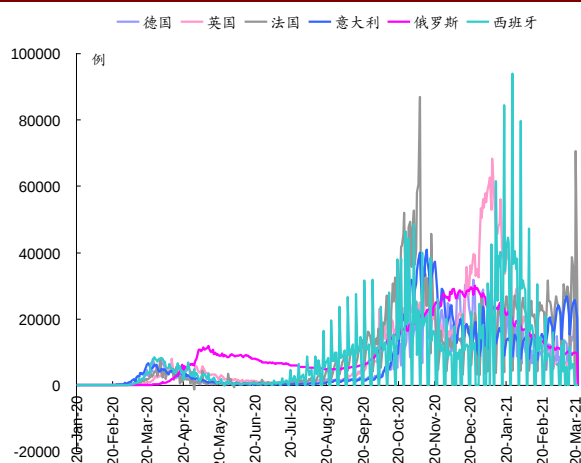


图 2：亚洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

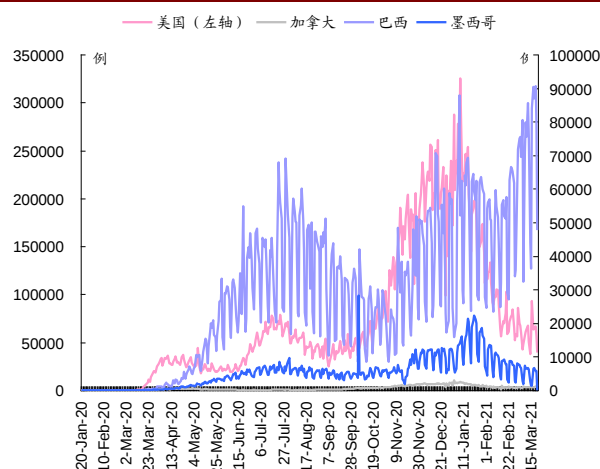
图 3: 欧洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 4: 美洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据

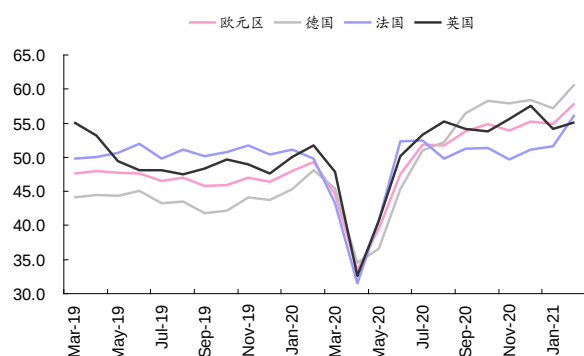


资料来源: Wind, 渤海证券研究所

1.2 供给虽延续恢复 但产能缺口仍存在

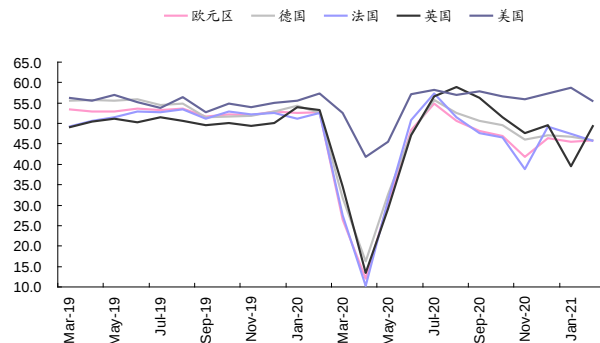
尽管疫情在欧洲地区再现反复, 但是其生产依旧延续了此前的恢复态势, 正如我们此前一直所强调的, 随着对疫情认识的深入以及恐慌心理的下降, 疫情对生产的负向冲击趋于弱化; 然而, 疫情对于线下消费的冲击则依旧明显, 欧洲主要经济服务业 PMI 指数均小幅回落。

图 5: 欧元区及主要欧洲主要国家制造业 PMI 指数



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

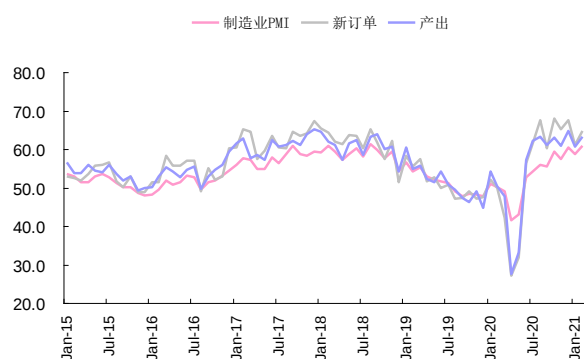
图 6: 主要经济体服务业 PMI 指数



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

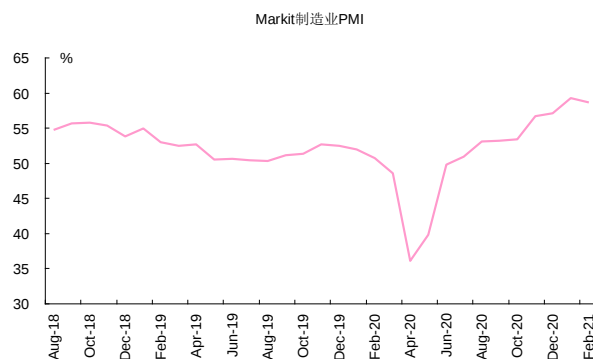
美国方面, 疫情防控的向好进一步提振了其制造业景气水平, 而且非制造业 PMI 指数同样向好; 尽管 2 月零售环比出现明显回落, 但一方面考虑到其源自一月份数据的上修, 另一方面考虑到 1.9 万亿财政刺激方案落地后对零售的提振效果, 美国零售环比增速将在 3、4 月份再度改善。

图 7: 美国制造业 PMI 指数



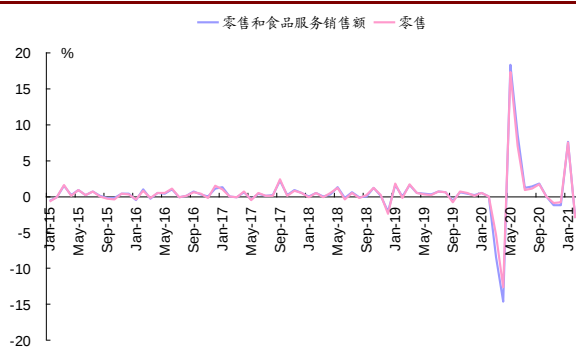
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 8: 美国 Markit 制造业 PMI 指数



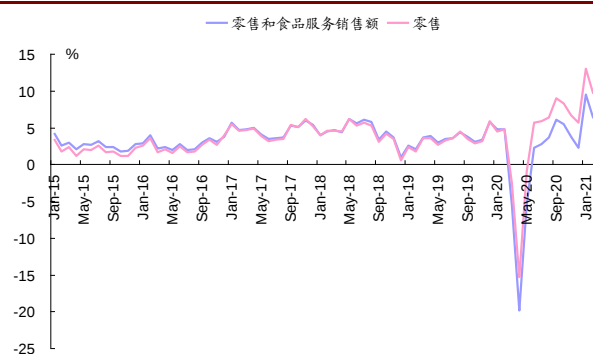
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 9: 美国零售环比增速



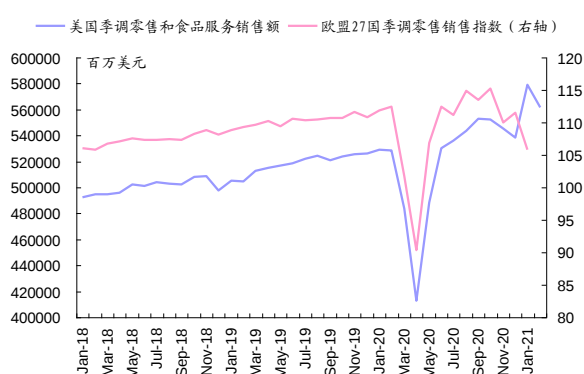
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 10: 美国零售同比增速



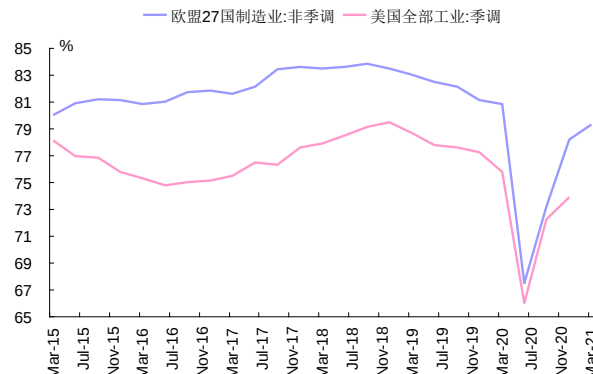
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 11: 欧美零售数据



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 12: 欧美产能利用率数据



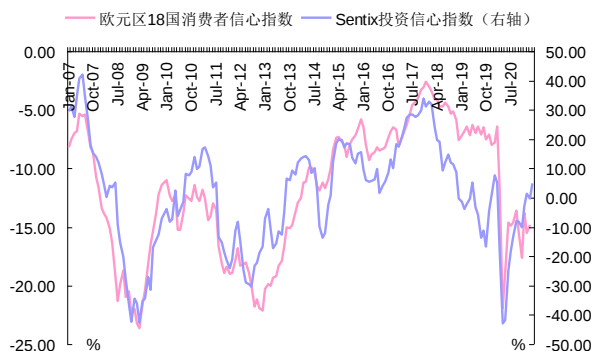
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

我们在关注美欧供给扩张的同时，有必要观察需求和产能恢复的节奏，对比疫情前后数据可知，目前美国社零已基本回升至疫情前的水平，但其产能利用率相对较低；欧洲方面尚好，在需求端恢复不足的情况下，其产能利用率却已基本恢复至疫情前的水平。综合欧美两大经济体的供需情况，我们有理由相信，目前其供给尚无法满足需求的诉求，供需间依旧存在的缺口是国内出口高增的重要支撑；

同时，这也将是我们观察及预判我国出口形势的重要参考。

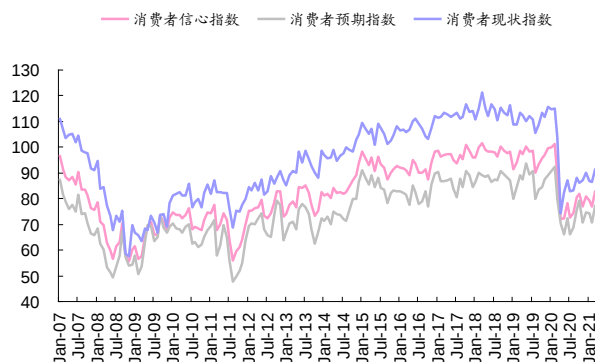
1.3 财政刺激终落地 货币护航不撤退

图 13: 欧元区主要信心指数



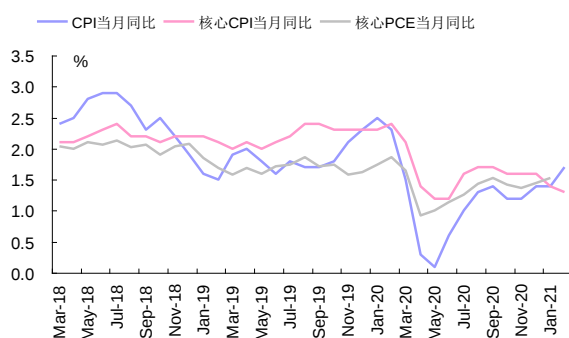
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 14: 美国消费者信心指数



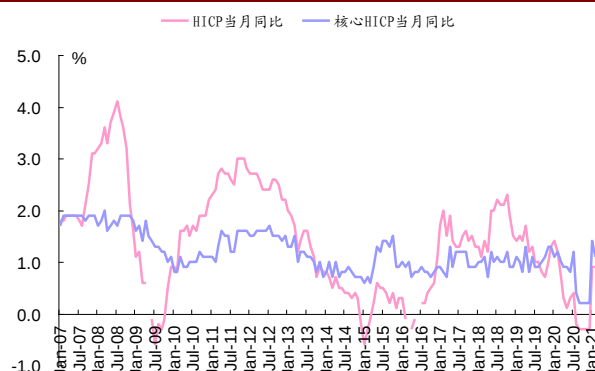
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 15: 美国通胀情况



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 16: 欧洲通胀情况



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

3月份拜登政府主导的1.9万亿财政刺激方案终获通过，美国政府此番以财政刺激呵护总需求的诉求十分强烈，方案不仅继续对居民部门实施直接补贴，同时也

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_18753

