

旬度经济观察

——风雨尚在、宜慢行舟

袁方¹

2021年3月19日

内容提要

去年四季度开始，全球工业活动的恢复出现加速，这一加速过程带动全球贸易持续回暖，而近期中国出口和工业活动的强劲复苏是其中一环。

国内经济的中期走向将更多取决于内需的情况，随着“填坑”力量的终结，国内经济的动能将从二季度逐步走弱。

由于A股羊群效应和动量交易的存在，本轮权益市场估值修复的进程仍将延续。不过考虑货币政策年内难以系统性收紧，市场进入单边下跌的可能性较低。上半年调整结束后，伴随上市公司ROE的抬升，市场有望重新开启上行的趋势。

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

一、经济动能维持高位

1-2月工业增速大幅抬升，与此同时国内支出端数据整体表现偏弱，制造业投资下滑幅度超过10个百分点，基建和地产投资出现小幅走弱，消费也有轻微回落。

如何理解工业与支出端数据的分化？

历史上存货的摆动往往会导致短时间内工业数据与支出数据的背离，不过本轮存货的摆动或许不是导致这一分化的主因。从PMI的存货数据来看，2月经济进入存货去化的过程之中。此外去年11月存货回补开启，经历了三四个月的时间，存货回补的力量趋于走弱，难以成为推动工业增速走高的主因。

因此，我们倾向于认为本轮工业生产的走强主要源于外需的贡献。观察OECD工业生产指数和全球工业生产增速，从去年四季度开始，全球工业活动的恢复出现加速，这一加速过程带动全球贸易持续回暖，而中国出口和工业活动的恢复也是其中一环，这也是中国出口超预期回升的重要背景。

外需改善也使得工业品价格维持在较高水平，并推动国内信贷数据量价齐升。从这个角度来看，制造业单月增速的下滑可能更多是数据的短期扰动，难以形成趋势。

考虑到去年以来我国出口持续处于历史高位、疫苗接种过程中海外供应的恢复以及服务消费对商品消费的替代，未来出口进一步推升国内经济的力度可能有限。国内经济的中期走向将更多取决于内需的情况，当前制造业投资和工业领域的“填坑”尚未结束，这意味着国内经济可能在一季度仍能维持在高位，经济动能的走弱可能从二季度开启。

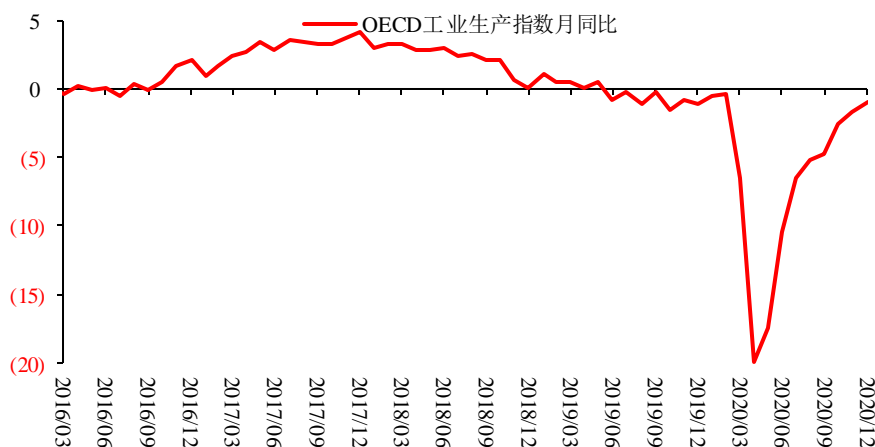
在经济恢复的过程中有两个领域值得关注。

房地产投资今年可能将逐步下行。2018年地产商开启的补库存进程推动地产投资走高，在经历了两年多时间的补库存后，去年下半年这一趋势逐步终结，在数据上表现为全国范围内地产销售增速持续高于新开工增速。与此同时，当前地产商的合意库存水平低于历史均值，这也使得今年以来全国房价上涨的压力明显。未来房价上涨对央行货币政策的影响值得密切留意，另一方面补库存的结束意味着地产投资今年存在向下的压力，不过考虑到政策对房地产行业信贷、拿地、销售等环节的全面调控，地产投资的回落也将相对温和。

此外，当前国内劳动力工资恢复缓慢，消费活动表现偏弱，这可能与居民部门消费倾向偏低有关。偏低的消费倾向对居民消费活动的恢复形成拖累，进而对相关行业的劳动力收入形成冲击，这最终也影响了消费恢复的进度。从这个角度来看，消费活动“填坑”的力度将显著弱于投资，而消费最终能达到的均衡水平可能也要低于疫情前水平。

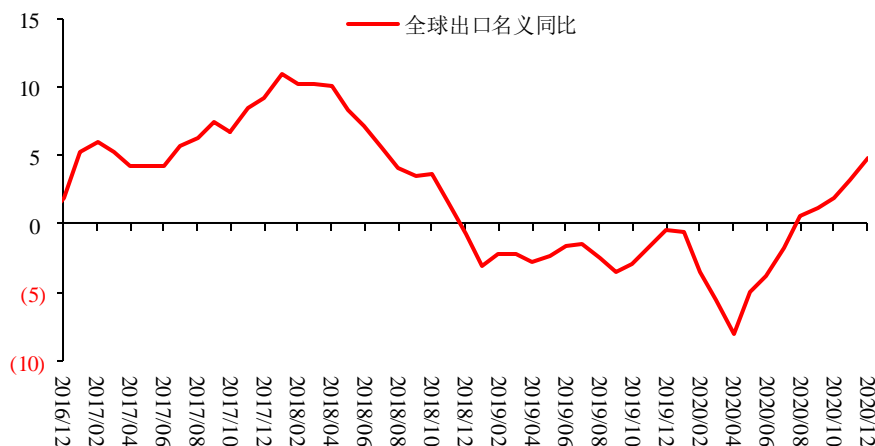
总体而言，今年国内经济的动能将从二季度逐步走弱，由于劳动力市场整体恢复偏慢、通胀温和，央行货币政策全年将维持中性偏紧的基调，这一宏观环境难以触发权益市场单边下行。

图1: OECD 工业生产同比增速, %



数据来源: Wind, 安信证券

图2: 全球出口名义同比增速, %



数据来源: Bloomberg, 安信证券

二、债券市场收益率或将中枢上行

3月以来银行间市场流动性整体宽松, DR001和DR007分别在1.8%、2.1%附近波动。受此影响, 债券市场利率维持平稳, 1年期国债和10年期国债收益率分别在2.64%、3.25%左右震荡。

长端债券收益率最近一个月对诸多利空因素的反应比较钝化, 在大宗商品价格上涨、海外收益率走高、工业数据超预期的背景下, 长端收益率始终在高位震荡, 这可能主要反映了近期流动性宽松对债市的影响。

回头来看，过去一年债券市场收益率的走向与货币政策的联系密切。去年 4 月国内货币政策的边际调整推动债券市场利率大幅走高；11 月“永煤”事件导致央行流行性放松，利率也同步回落；今年 1 月信用债市场恢复正常，短期的宽松政策退出，利率快速走高。

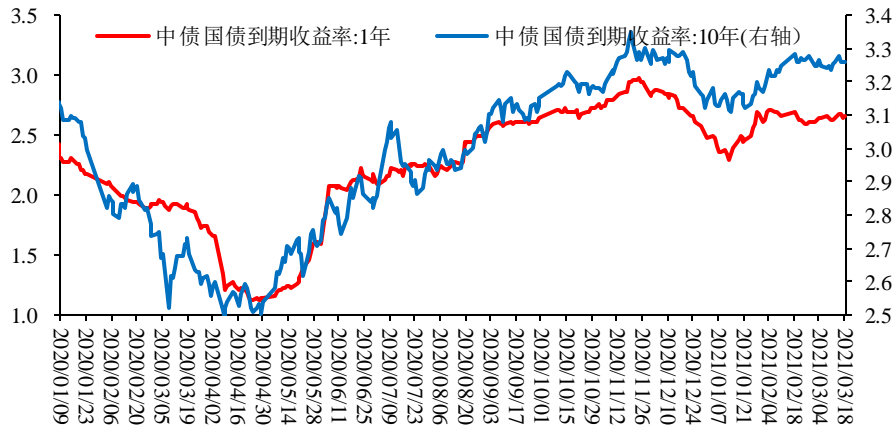
当然经济基本面的变化是影响央行货币政策的主要因素，去年 4 月央行货币政策的边际调整也是建立在国内经济加速恢复的基础上，不过短期之内央行流动性的变化往往与信用市场风险、资产价格泡沫、通胀膨胀走势密切相关。

从当前国内的情况来看，经济仍然维持在较高水平，通胀正在回升，房价快速上行，信用市场的风险逐步缓解，这些因素均暗示流动性环境进一步宽松的可能性偏低，未来银行间市场利率上行的概率较高。

随着流动性逐步回归中性，未来一个季度债券市场收益率可能面临中枢上行的压力，不过国内经济动能将边际走弱，通胀压力在 5 月份后有望缓解，这意味着本轮债券市场收益率抬升的空间可能有限。

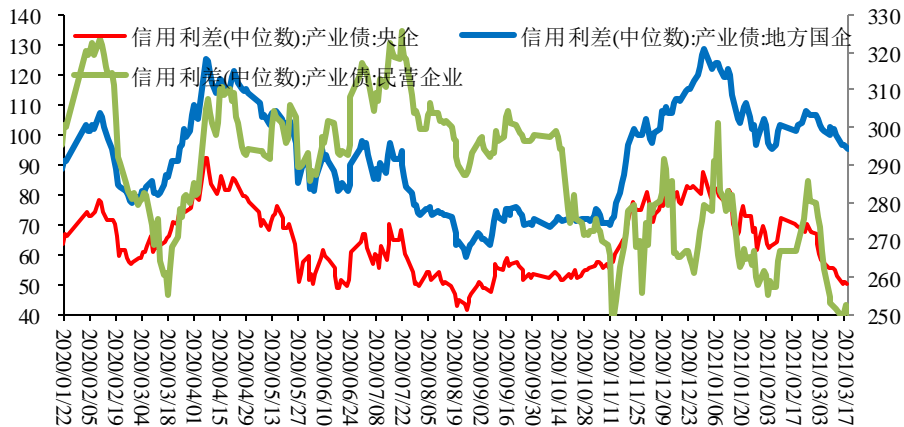
信用市场层面，“永煤”和“华夏幸福”违约事件冲击后，民营企业和央企的产业债利差逐步回落到冲击前水平，而当前地方国企的利差显著高于冲击之前。值得注意的是本轮信用市场冲击中央对冲及时，有效阻断了风险的扩散，信用市场的发行和定价在随后两个月左右的时间里恢复正常。从这个角度来看，即便未来信用市场上国企违约再次爆发，也很难引发 2018 年类似的连锁反应，本轮信用收缩的幅度将弱于 2018 年，政策环境将整体平稳。

图3: 1年和10年国债收益率, %



数据来源: Wind, 安信证券

图4: 央企、地方国企和民营企业利差, BP



数据来源: Wind, 安信证券

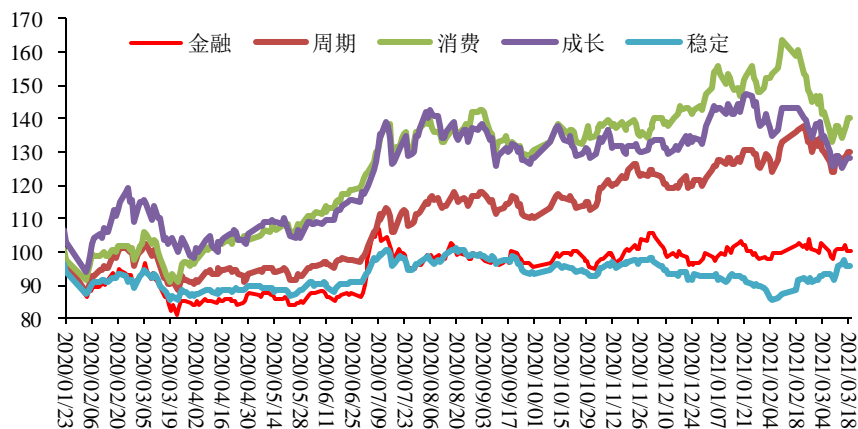
3月以来权益市场持续下跌, 交易量收缩, 市场情绪偏弱。在市场下跌的过程中, 稳定类板块表现较强, 而成长、消费板块跌幅较大。

本轮国内权益市场下跌的催化剂源于美债收益率的持续上行, 而海外权益市场对美债收益率的反应已经钝化, 美债收益率的上行与道琼斯指数走高表明市场更多是基于经济复苏, 而非通胀的逻辑定价, 这意味着美股不会进入单边向下的过程中。

国内市场从3月中旬以来的下跌可能更多与自身估值过高，以及动量交易相关。由于A股一直以来存在的羊群效应和动量交易，当市场的预期一致时，市场的上涨和下跌都会被快速放大，这也是本轮市场调整的背景。

中期来看，这一轮权益市场估值修复的进程仍将延续，考虑到货币政策环境年内难以系统性收紧，市场进入单边下跌的可能性较低。上半年市场的调整结束后，随着上市公司ROE的抬升，市场有望重新开启上行的趋势。

图5：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

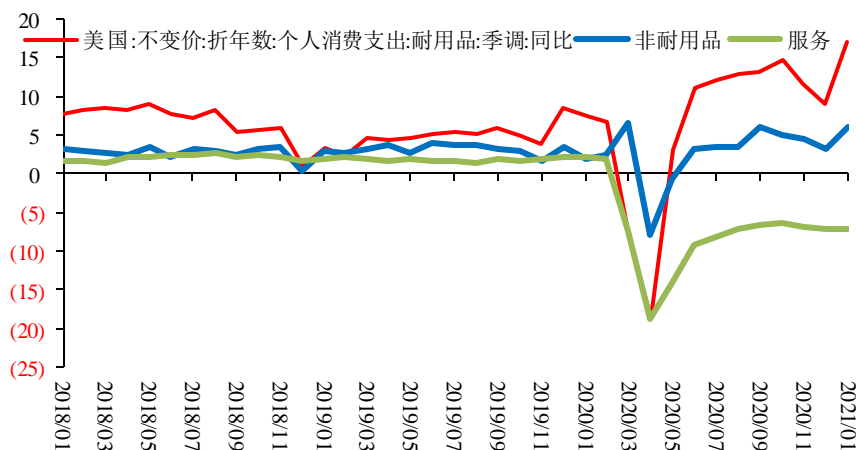
三、美国经济在复苏过程中

截至3月19日，美国疫苗日均接种量突破250万剂，累计接种量超过1.1亿剂，疫苗接种呈不断加速趋势，最快预计在6月可以实现群体免疫。

疫苗的大规模接种将刺激美国经济加速恢复，我们预计在2季度美国经济环比动能有望达到高点，随后逐步回落。美国2季度末实现群体免疫，将对经济恢复的结构产生显著影响，最主要的影响在于：随着群体免疫的出现，社交隔离措施的解除，美国服务性消费将加速恢复，与此同时服务性消费有望实现对商品消费的部分替代。

当前美国实物消费增速已经超过疫情前水平，耐用消费品更是创历史新高，而服务性消费仍低于疫情前水平，这一情况在日本和欧洲普遍存在，这可能主要与疫情背景下实物消费对服务性消费的替代有关。未来商品消费逐步正常化的过程将压低全球大宗商品价格，另一方面也对全球贸易产生不利影响，这将进一步拖累中国出口的表现。

图6：美国个人消费支出分项同比增速，%



数据来源：Wind，安信证券

从中国的进度数据来看，疫情后劳动力市场和服务业的恢复整体偏慢，这与居民部门面对重大灾难后心有余悸的心理有关，此外本轮疫情导致的资本存量消失或许也对劳动力市场的恢复形成了抑制。中国经济恢复的进展可以为海外经济

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_18858



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn