

# 旬度经济观察

——市场情绪偏弱，长期通胀无忧

袁方<sup>1</sup>

2021年4月11日

## 内容提要

尽管近期商品价格上涨引发政策关注，并推动物价上涨，但这一涨价过程并不具备可持续性。

权益市场的调整主要是弱势状态下的情绪和风险偏好下降所致，二季度的宏观环境下市场的估值修复仍将延续。

当前美国经济仍在恢复之中，但金融市场对经济复苏的定价已经基本完成，美股成长板块跑赢周期板块的情形有望维持。

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、油价上涨推动 CPI 回升

3 月 PPI 环比为 1.6%，较上月回升 0.8 个百分点；PPI 同比 4.4%，较上月大幅上行 2.7 个百分点。

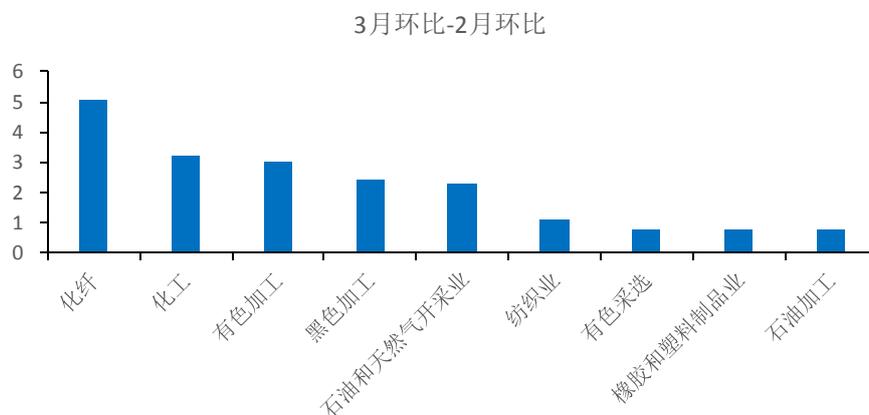
分项来看，PPI 上行主要源自石油产业链和黑色、有色商品价格的上涨。2 月全球油价上涨对我国 3 月 PPI 的滞后影响相当显著，化学纤维、化学原料、纺织业、石油和天然气开采业、石油加工业涨幅居前，共同贡献了 3 月 PPI 环比大约一半的涨幅。此外，受环保限产的影响，螺纹钢价格大幅上涨。与此同时，下游行业如医药制造业、运输设备制造业、汽车制造业价格整体表现偏弱。

4 月以来，除螺纹钢价格受限产政策影响大幅上涨以外，原油、铜、铁矿石等商品价格中枢波动，大宗商品价格普遍抬升的动能偏弱。

从供应层面来看，中国、巴西、澳大利亚等资源国的工业产能利用率处于近五年极值水平，这意味着供应层面的快速响应短期难以实现。而需求层面，中国需求在二季度可能回落，而美国经济的动能或许最晚在三季度达到年内高点，这一供需格局或将使得上半年工业品价格有望高位震荡，而下半年工业品价格面临回落的压力。

我们预计未来两个月我国 PPI 同比增速将持续上行，2 季度 PPI 同比增速将达到略高于 6% 的水平。下半年伴随全球供需格局的恢复以及服务消费的正常化，PPI 同比增速有望稳步回落。

图1: 3月-2月 PPI 环比改善居前的行业, %

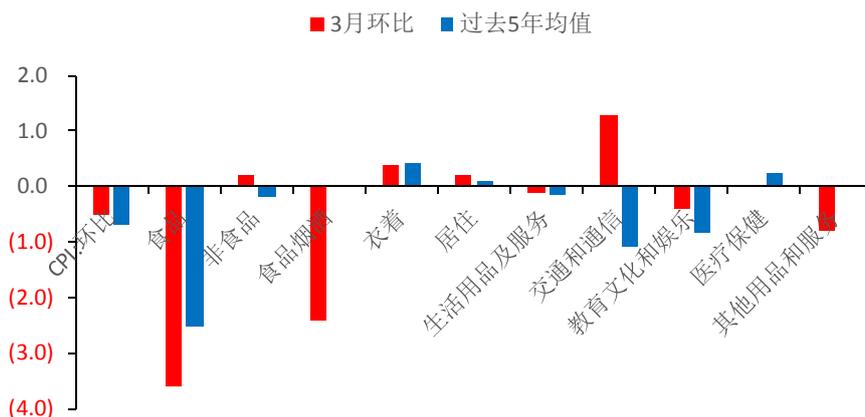


数据来源: Wind, 安信证券

3月 CPI 同比 0.4%，较上月回升 0.6 个百分点；核心 CPI 同比 0.3%，较上月回升 0.3 个百分点。

拆解看，食品分项表现低于历史水平，而非食品分项环比表现强于历史均值，进而推动整体 CPI 环比整体略高于季节性。

图2: 3月 CPI 环比和历史均值, %



数据来源: Wind, 安信证券

食品分项的走弱主要源于猪肉和蔬菜价格回落的拖累，蔬菜价格的下跌受春节后需求回落的影响，而猪肉价格的走弱更多反映出生猪供应恢复的影响，这一影响将在今年持续。粮食、蛋类、水产品的表现略强于季节性。

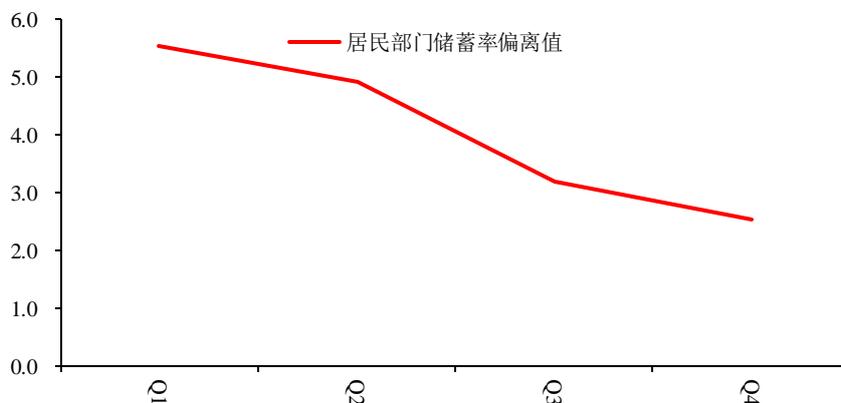
非食品价格的上升主要受到油价上涨的影响，集中表现为交通工具燃料价格的大幅回升，这一上涨的可持续性偏弱。医疗保健、教育文化和娱乐、生活用品及服务的表现大致与季节性持平。

从核心 CPI 来看，疫情对居民部门服务消费的抑制仍然存在，这反过来也影响了中低收入群体收入的恢复，进而对消费产生额外的压力。这一局面的缓解将主要取决于居民部门消费倾向正常化的进展。去年下半年的数据显示这一恢复的进展较为缓慢，预计今年下半年消费倾向有望恢复到新的稳态，这意味着消费的量价数据上半年将缓慢复苏。

考虑到核心通胀的弱复苏以及猪肉价格的趋势回落，未来两个月 CPI 将温和回升，二季度 CPI 中枢在 1.5% 左右。

往后看，受低基数的影响，4 月、5 月 CPI 和 PPI 同比将经历双双上行的过程，随后将逐步回落。就绝对水平而言，尽管 PPI 同比增速高点可能会突破 6%，但 CPI 同比增速始终处于 2% 以内，这一通胀格局或许难以引发货币政策的收紧。

图3：居民部门储蓄率相对正常水平的偏离，%



数据来源：Wind，安信证券

## 二、债券市场收益率或将持续上行

4月上旬权益市场维持震荡走势。周期板块涨幅居前，消费和成长板块小幅回升，金融和稳定板块走弱。

权益市场当前处于弱势环境中，市场对此前超预期的信贷数据、强势的经济数据等利多因素反应钝化，而对利空的反应相对敏感。比如通胀数据公布后，食品饮料等高估值板块快速下跌，市场整体出现走弱。尽管当前分化且暂时性的通胀很难引发货币政策的调整，但市场持续存在对“滞胀”的担忧并对此定价，这暗示市场的调整还没有结束，市场的情绪和风险偏好较低。

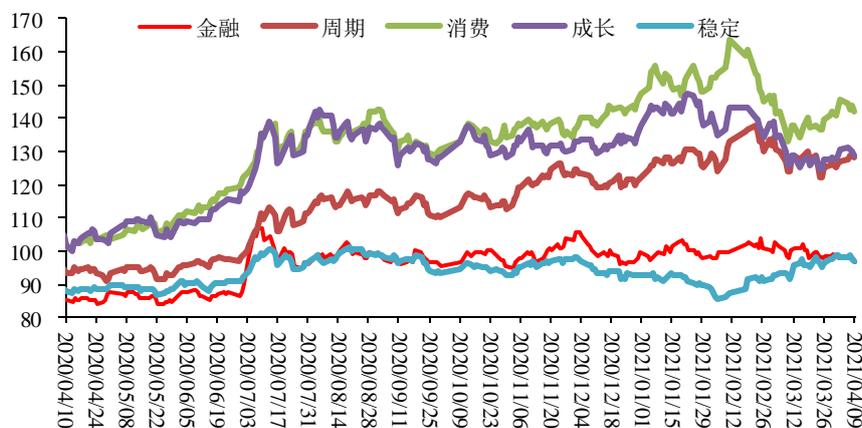
由于市场情绪偏弱，二季度宏观环境的波动可能对市场偏不利。在信贷层面，考虑到2季度信贷面临的基数较高，信贷增速回落的斜率将逐步陡峭。草根数据显示相对信贷供应而言，实体经济的信贷需求偏强，这将推动贷款利率易上难下。此外，2季度PPI和CPI双双抬升，全国房价也面临不小的上行压力，这在边际上也加剧了市场对信贷环境收紧的担忧。而对经济基本面而言，二季度经济动能可能逐步走弱，这一过程也将对上市公司盈利产生压力。

合并而言，当前市场情绪偏弱，二季度的宏观环境下市场的估值修复仍将延续。不过考虑到通胀走势难以触发货币政策的调整，年内权益市场单边下跌的可能性较低。

在中期的调整过后，下半年权益市场的环境有望改善。下半年信贷增速下行的斜率将放缓，此外在经济基本面走弱的背景下货币政策或许易松难紧，或者至少市场对货币政策收紧的担忧有望明显缓和。而经济在结束“填坑”、向潜在增速靠拢的过程中，经济失速向下的可能性较低，温和的经济回落对龙头公司盈利的冲击相对有限。

因此站在全年来看，市场呈现单边下跌的可能性偏低，在上半年估值修复过后，市场有望企稳反弹。

图4：股市各板块表现



数据来源：Wind，安信证券

4月上旬银行间市场流动性整体宽松，DR001和DR007中枢波动。债券市场短端利率维持平稳，长端利率小幅上行。

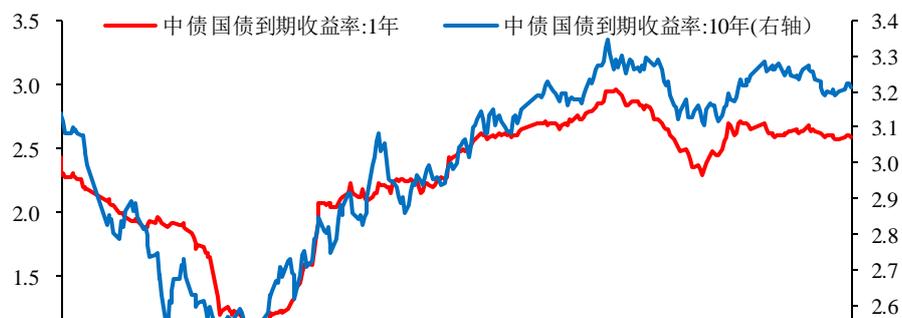
由于此前债券市场投资者对通胀的预期相对充分，因此3月PPI的大幅上行没有对债券市场形成实质冲击。

回头来看，3月债券市场的收益率下行主要与银行间流动性宽松有关，这一宽松的环境反映出央行对信用市场的呵护。今年以来受“华夏幸福”债券违约事件的影响，信用债市场发行严重收缩，中低评级企业融资困难，央行为对冲这一压力，春节后维持银行间市场流动性宽松。

考虑到当前银行间市场流动性难以进一步宽松，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。

对信用市场而言，在“永煤”和“华夏幸福”违约事件发生后市场的风险偏好明显下降，中低评级信用债的发行和交易受到严重冲击，这一局面目前仍然没有实质改善。往后看，国有企业和房地产企业债务市场化的出清或将延续，信用环境整体偏紧，但考虑到政策的及时对冲，未来系统性风险发生的可能性微乎其微。

图5: 1年和10年期国债收益率, %



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\\_19188](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19188)

