

宏观动态报告

2021 年 5 月 15 日

中国经济周期走平 全球央行考虑货币正常化

宏观经济 2021 年 4 月动态报告

核心内容:

- **未来各国经济增速取决于疫苗接种速度** 中国经济与世界经济出现了背离，这种背离是新冠疫情下各国控制新冠疫情不同带来的。
- **中国经济可能走平** 中国经济 4 月份仍然增长，出口仍然带动了生产处于高位区间，但生产水平环比已经恢复历史水平；消费增长平稳，仍然属于低水平修复；投资方面房地产仍然较为强势，制造业仍然在上行，基建稍有回暖。2 季度全球疫情仍然在延续，预计出口仍然高增长，而消费会继续回升，投资可能小幅回落，中国经济可能走平。
- **紧信用宽货币依旧，货币市场平稳** 货币政策 4 月份较为平稳，维持了“紧信用+宽货币”的操作，对制造业企业的呵护依旧，紧信用依然对房地产收紧，同时银行间货币市场相对宽松，4 月缴税期货币市场平稳渡过。中国货币政策围绕在精准滴灌、灵活适度上，主要仍然是为了保护就业。基于此，4 月份的实体经济继续紧信用，货币市场偏平稳，但央行对货币市场加杠杆仍然保持警惕。
- **全球通胀可控** 备受关注的全球通胀担忧可能仍然为时过早，全球主要国家的通胀水平仍然处于温和向上。受到疫情、疫苗、交通、物流等因素影响，部分产品供给和需求错位，部分地区的物价会快速上行，这种情况暂时并不能带来全球的通胀。这种需求和供给的错配可能会带来通胀短暂走高，但预计会很快平复。
- **全球主要央行均考虑货币正常化** 各国央行操作出现分化，美联储和欧央行仍然保持宽松，主要发达央行已经开始考虑货币正常或路径。
- **美元可能短暂弱势** 欧洲经济速度在未来一段时间可能快于美国，而在美联储没有谈及走之前，欧元兑美元走强，美元指数可能面临回调风险。美元指数走低为新兴市场国家的货币和股市带来了喘息的机会，同时利好黄金白银。美国的通胀风险仍然比较高，美联储预计在 3 季度讨论缩减，那么美元会重新走强。

主要风险：新冠疫情再爆发以及新冠疫苗失效的风险、通胀风险

分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

目录

一、国经济走平 全球央行讨论恢复正常化政策	3
(一) 各国经济增速取决于疫苗接种率	3
(二) 全球央行渐渐进入转向区	4
(三) 全球通胀温和上行 通胀仍然可控	4
二、国际经济观察	6
(一) 美国：美国经济继续走好 美联储开始面对通胀	6
(二) 欧元区：欧洲制造业快速上行	11
三、国内经济：经济仍然平稳	13
(一) 生产订单仍然表现较好，生产顶部信号出现	13
(二) GDP：GDP 平稳增长，动力持续至二季度	14
(三) 生产：工业生产继续受益于出口，未来有压力	15
(四) 需求端：回升仍然缓慢	16
1、消费：消费处于缓慢恢复期	16
2、投资：房地产强势，基建小幅回升，制造业继续上行	17
3、外贸：出口下半年有压力	20
(四) 1 季度 CPI 平稳	23
1、CPI：1 季度原油拉动 CPI 平稳	23
2、PPI：需求平稳，供给收缩推动 PPI 上行	24
四、金融：紧信用宽货币组合延续	25
(一) 社融增速下滑，但 5 月份有平缓可能	26
(二) 利率保持平稳	28
五、国内外主要风险	28

一、我国经济走平 全球央行讨论恢复正常化政策

中国经济与世界经济出现了背离，这种背离是新冠疫情下各国控制新冠疫情不同带来的。全球来看，中国经济增长一枝独秀，美国受到经济修复计划的影响增长动力较强，欧洲仍然受到新冠疫情的困扰，但欧洲生产在复苏。新兴国家方面，环太平洋生产国生产恢复都较为理想。未来1个季度中国经济可能环比平稳，美国经济加速，欧洲经济稳步复苏，而新兴市场国家的复苏需要等到新冠疫苗更进一步普及。

各国央行操作出现分化，美联储和欧央行仍然保持宽松，主要发达央行已经开始考虑货币正常或路径。美联储同样面临通胀上行的干扰，其对市场反复强调经济恢复基础仍然不牢固，但金融市场预计核心 PCE 水平在下半年会达到 3%。美联储新一期的会议仍然较为鸽派，阻挡了美国十年期国债收益率的上行，现阶段是通胀预期和实际经济运行之间的对比，美联储本年度仍然不会加息，但如果通胀数据继续上行，那么十年期国债收益率仍然会继续走高。欧洲方面通胀水平并不强烈，欧洲主要面临的是新冠疫苗的普及，欧洲经济处于稳步复苏阶段。

欧洲经济速度在未来一段时间可能快于美国，而在美联储没有谈及走之前，欧元兑美元走强，美元指数可能面临回调风险。美元指数走低为新兴市场国家的货币和股市带来了喘息的机会，同时利好黄金白银。美国的通胀风险仍然比较高，美联储预计在 3 季度讨论缩减，那么美元会重新走强。

中国经济 4 月份仍然增长，出口仍然带动了生产处于高位区间，但生产水平环比已经恢复历史水平；消费增长平稳，仍然属于低水平修复；投资方面房地产仍然较为强势，制造业仍然在上行，基建稍有回暖。2 季度全球疫情仍然在延续，预计出口仍然高增长，而消费会继续回升，投资可能小幅回落，中国经济可能走平。

中国货币政策 4 月份较为平稳，维持了“紧信用+宽货币”的操作，对制造业企业的呵护依旧，紧信用依然对房地产收紧，同时银行间货币市场相对宽松，4 月缴税期货币市场平稳渡过。中国货币政策围绕在精准滴灌、灵活适度上，主要仍然是为了保护就业。基于此，4 月份的实体经济继续紧信用，货币市场偏平稳，但央行对货币市场加杠杆仍然保持警惕。

（一）各国经济增速取决于疫苗接种率

美国经济继续走好，即使最新的 PMI 指数和就业指数有所下行，也被认为是结构性的，市场对劳动力的需求仍然较为旺盛，而对疫情的恐惧和财政补贴让劳动者推迟回到劳动力市场的时间。新冠疫情仍然影响产业链，使得工厂生产受阻。

欧洲紧随其后，随着欧洲的解封，欧洲地区制造业 PMI 和服务业 PMI 上行，欧洲地区消费者信心指数回升。

中国经济早已恢复，4 月份中国经济仍然向上，但其向上的幅度逐步偏缓。

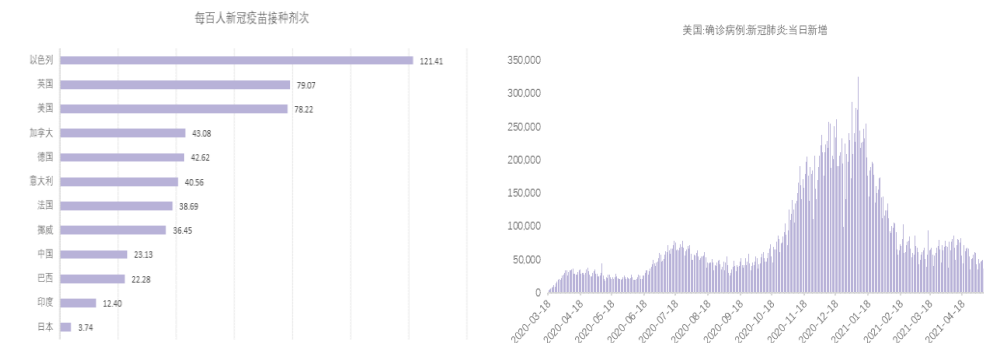
新冠疫情仍然阻碍着全球各国的交流，也在一定程度上带来产业链调配的困难。各国的经济增速随着新冠疫苗的注射而有所企稳。中国比较特殊的是对疫情的控制一直较好。

现阶段英国和美国的疫苗注射速度较快，每百人注射疫苗剂次达到 79 剂次左右，德国、法国、意大利、挪威等国家注射疫苗数量加快。中国注射疫苗速度稍有落后。

截止 5 月 10 日，美国共接种疫苗 2.6 亿剂次，相当于 1.3 亿人完成了接种免疫。美联储设定的 75% 的人完成接种免疫预计在 8-9 月份可能实现，届时美联储调整货币政策的窗口就会到来。

图 1：每百人疫苗接种剂次

图 2：美国每日新增病例



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（二）全球央行渐渐进入转向区

随着全球新冠疫情的逐步缓解和新冠疫苗注射率加大，主要国家央行正在逐步改变其在疫情期间的货币政策。

中国央行早在 2020 年 7 月份已经改变疫情期间宽松的货币政策，2021 年 M2 持续下滑也是中国央行稳定杠杆、恢复货币正常化后货币的正常走势。中国央行作为全球最早转向的央行是由于中国疫情控制最好，中国经济恢复速度最好。

全球三大央行美联储、欧央行和日央行虽然暂时没有改变货币政策，但随着疫苗加速部署和经济强劲反弹，各国央行已经开始考虑如何退出。

表 1：各国央行退出路线图

	债券购买	加息
加拿大	4月 缩减QE	2022年末
英国	购买债券年内自然减少	
挪威	无QE	2021年下半年
美国	2021年 缩减QE	2023年
瑞典	购债计划2021年到期	不变
欧央行	2022年3月到期	不变
澳大利亚	2021年9月到期	2024年
新西兰		2022年下半年
日本	继续收益率曲线控制	不变
瑞士	无调整	不变

资料来源：中国银河证券研究院整理

（三）全球通胀温和上行 通胀仍然可控

备受关注的全球通胀担忧可能仍然为时过早，可以看到，带动全球 1-2 月份通胀大幅上行的原油价格已经处于震荡区间。原油价格再次向上需要需求和供给的配合，需求方面完全取决于各国疫情修复速度和疫苗普及速度，供给方面更为复杂，OPEC+、俄罗斯和美国页岩油之

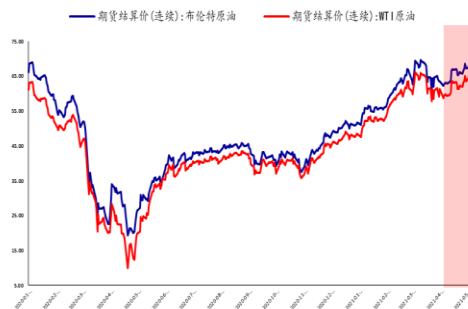
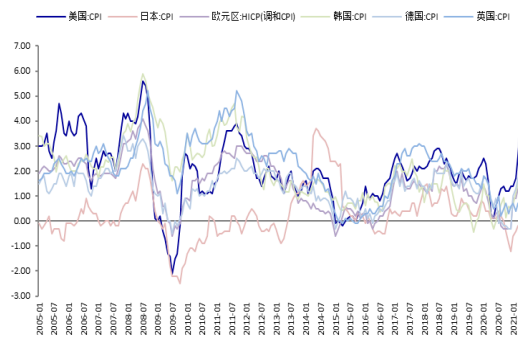
间的博弈仍然继续。原油继续快速上行并非没有可能，但是高位的原油价格会迅速带动美国页岩油的开采，同时俄罗斯和 OPEC+ 的增长也不可避免。

全球主要国家的通胀水平仍然处于温和向上。欧元区和德国 CPI 的上行能源价格走高以及交通不便下食品价格的上行带动的。现阶段，受疫情影响供给的恢复、交通的恢复会比需求的恢复更为缓慢，这会带动通胀上行。要清楚，这种上行不是内需旺盛带动下的上行，所以并不能带来全球的通胀周期。

美国的情况更为复杂，美国接连不断的大幅度经济刺激计划，已经带动了就业市场，而疫苗快速普及使得居民逐步恢复正常的生活。这种财政资金直达普通消费者的形式使得美国居民消费上行，而居民消费短时快速上行会带动通胀回升。我们预计美国核心 PCE 价格水平会持续走高，预计会在下半年超过 3%。美国 4 月份 CPI 上行至 4.2%，大幅超出市场预期，美联储仍然认为这是短期原因，4 月份能源价格同比上行 25%，交通运输价格同比上行 14%。

图 3：全球仍然温和通胀 (%)

图 4：原油处于振荡期 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

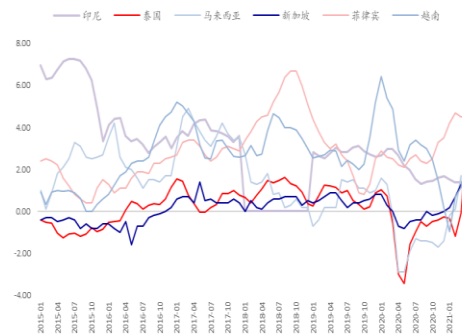
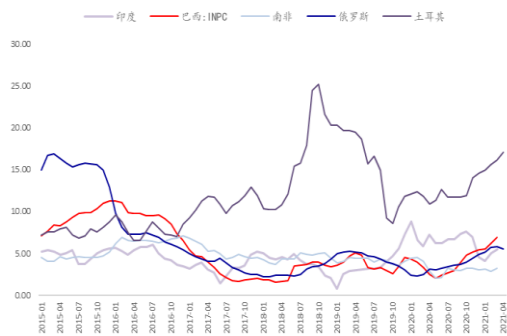
新兴市场国家由于疫情控制和疫苗普及不及发达国家，交通物流和生产的恢复均不如发达国家，供给的短缺带来了新兴市场国家物价走高。现阶段印度的通胀重新上行，东南亚国家中菲律宾的通胀水平快速走高，可能未来加息会出现在这两个国家。

总体来看，全球仍然处于温和通胀的过程中，受到疫情、疫苗、交通、物流等因素影响，部分产品供给和需求错位，部分地区的物价会快速上行，这种情况暂时并不能带来全球的通胀。这种需求和供给的错配可能会带来通胀短暂走高，但预计会很快平复。

同时，美国的通胀水平和美联储的政策息息相关，对全球通胀的展望已经使得资产价格大幅走高，如果未来通胀水平上行不及预期或者美联储改变货币政策态度，资产价格就会直接发生变化。

图 5：印度通胀持续上行 (%)

图 6：东南亚国家中菲律宾最危险 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

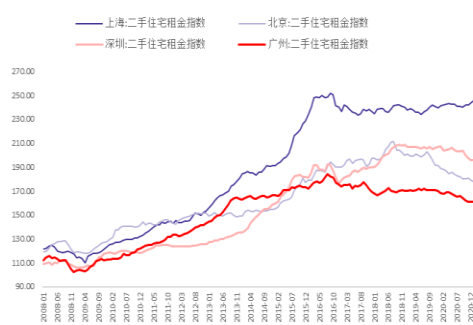
我国通胀仍然处于低水平，市场普遍关心的是黑色系大宗商品的涨价对通胀的影响。要明确我国黑色系大宗商品涨价主要是因为新一轮供给侧改革而带来的，并不是主要由于需求火热而带来的价格上涨，这样从原材料—工业品—消费品之间的链条传递会有一定很困难。在我国价格传导中原材料—房地产—房租—消费品价格的传导也并不顺畅，所以上游原材料的上行能否传导到下游消费者，仍然需要时间观察，而现阶段传导并不顺畅。

图 7: PPI 向 CPI 传导仍然有困难 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 8: 房租价格上行并不明显 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、国际经济观察

(一) 美国: 美国经济继续走好 美联储开始面对通胀

美国 4 月份经济继续上行，房地产、消费、工业生产走高，通胀同时快速上行。产业链的供给压力已经影响到了美国的生产，最新的 PMI 数据显示原材料供应短缺仍然较为严重。劳动力市场出现了两级分化，一方面用工企业招工困难，一方面劳动者工作意愿不强，所以失业率 4 月份反而小幅上行，新增就业人数也大幅不及预期。美联储仍然是维持一贯的鸽派表态，但市场预计美联储将在 3 季度开始讨论缩减债券购买以应对通胀上行预期。

4 月 28 日，美联储公布 4 月 FOMC 会议声明。与市场预期一致，4 月 FOMC 会议声明中的货币政策维持不变，包括：维持法定和超额准备金利率 (0.10%)，维持联邦基金利率 (0-0.25%)，维持资产购买节奏 (每月 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS)，继续购买 CMBS，继续执行回购协议操作等。4 月份美联储对美国经济前景表述更加乐观，美联储认为 3 月份在疫苗和经济政策的支持下，经济指标和就业指标均有所加强，并且相对脆弱的部门情况也已经显示出了改善。美联储平静面对通胀上行，通胀上行主要反映了暂时性因素，预计 3 月份 PCE 同比增速可能超过 2%。

美联储“缩表计划”可能已经在路上。美联储对经济的展望更为乐观，同时通胀继续上行都显示未来美联储对于缩表已经要有所准备。现阶段劳动力市场距离恢复仍然有距离，同时核心 PCE 水平仍然较为平稳，美联储表态需要看到就业有实质性的修复也即新冠疫苗接种超过 75% 就会启动缩表。

4月29日,美国公布1季度GDP初值,1季度实际GDP环比上升6.4%,高于前值的4.3%,略低于预期值的6.7%。个人消费、住宅和非住宅固定资产投资以及政府支出等领域的增长对GDP形成提振;与此同时,库存和出口的下降,以及进口的增加对经济造成拖累。占美国经济68.2%的消费者支出一季度增长10.7%,为1960年代以来的第二快增速。该季度的支出主要集中在商品部分,增长了23.6%,政府支出和投资增长了6.3%,进口增加了5.7%,出口则下降了1.1%。2020年2季度GDP暴跌31.4%,随后3个季度美国经济反弹了33.4%。但由于GDP总量尚未超过疫情前的峰值,美国经济分析局仍未宣布衰退结束。目前,经通胀调整后的年化GDP已升至19.09万亿美元,疫情前的最高水平为近19.3万亿美元。

4月23日周五公布,Markit美国制造业4月PMI初值升至60.6,略低于市场预期的61,高于3月前值59.1,并创2007年5月开始收集数据以来的纪录最高。ISM制造业PMI4月份下降至60.7,预期65。受到疫情的影响,零配件和材料的供应受到限制,企业和供应商继续努力满足日益增长的需求。交货延期达到创纪录的水平,关键基础材料的大规模短缺,商品价格上涨以及物流困难导致制造业采购经理人指数(PMI)不及预期。白宫的1.9万亿美元刺激措施,以及疫苗快速接种和经济逐步扩大开放,导致需求激增,并造成供应紧张的局面。美联储主席鲍威尔(Jerome Powell)表示,随着经济恢复正常,他预计供应瓶颈的问题将得到解决。ISM的数据显示,所有18个制造业在4月都处于扩张区间。新订单指数在3月份升至68.0后,4月降至64.3,但仍为2004年1月以来的最高水平。就业指数从3月份59.6跌至55.1,为2018年2月以来的最高水平,但该指数远低于路透社调查的61.5的预期。制造业活动复苏的势头能否保持下去还有待观察。随着价格加速上涨,即使定位良好且需求旺盛的消费领域也可能降温,而供应链中断可能使生产活动下滑,这将进一步抑制销售。ISM的调查显示,制造商支付的价格上个月升至2008年7月以来的最高水平,这进一步推升了通胀预期。

美国3月工业产出环比增长1.4%,2月的下滑主要是因为美国中南部地区出现冬季恶劣天气,造成大面积停电。3月份,制造业产量和采矿业产量分别增长2.7%和5.7%,3月取暖需求下降,公用事业的产出下降了11.4%。第一季度工业总产值同比增长2.5%。

图9: 美国PMI指数上行(%)

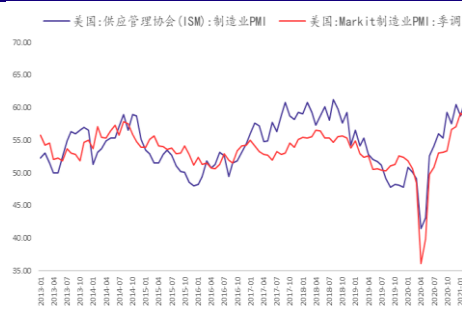
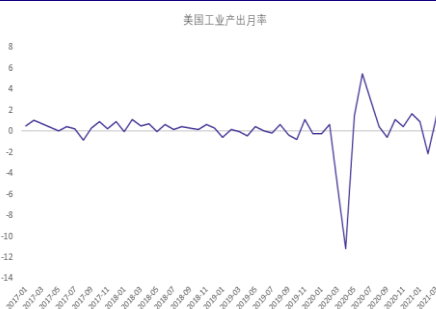


图10: 美国工业产出月率(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

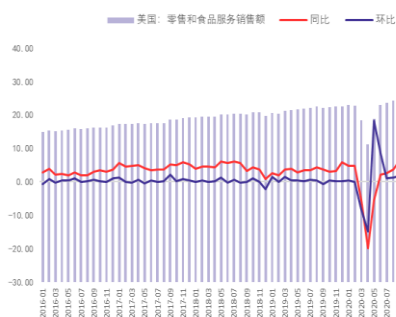
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美国经济最重要的数据美国零售销售月率回弹,本次回升在市场预期之内。国商务部发布的数据显示,3月零售销售环比上升9.8%,远超预期5.8%,为2020年5月以来最大升幅;核心零售销售环比上升8.4%,前值为下降2.7%。随着经济重新开放,体育,服装,食品服务,汽车和建筑材料等各个类别的零售额均激增。服装及配饰店销售收入较2月份增长18.3%,同比增长101.1%。百货公司的销售额比2月份增长了13.0%,体育用品、业余爱好、乐器和书店

的销售额也比2月份增长了23.5%。在线和其他非商店销售额环比增长6.0%，自2020年3月以来增长了28.7%。健康和个人护理商店销售额环比增长5.7%，同比增长5.5%。建筑和园林用品商店销售额环比增长12.1%，同比增长29.4%。餐馆和酒吧的销售额比2月份增长了13.4%，比去年同期增长了36.0%。汽车及零部件经销商销售额同比增长71.1%，环比增长15.1%。加油站销售额自2月份以来增长了10.9%，自2020年3月以来增长了34.8%。零售业许多领域的大幅增长显示了疫苗推广和经济刺激支出的影响。

4月16日公布的密歇根大学消费者信心指数为86.5，相较3月终值84.9出现了上升，同时也创下了疫情流行以来的新高，但低于89.0的市场预期。消费者对未来一年通胀的预期值为3.7%，而上次达到这一水平还要追溯到2012年。同时发布的经济现况指数从3月的93.0升至97.2，而消费者预期指数则是持平于79.7，三项数据均创下了2020年3月至今的最高纪录。调查当中有一半的消费者预期失业率会下降，这是有史以来的最高水平。消费者在被要求解释未来的购买计划时，关于高物价的提法已经减少，取而代之的是对于未来工作与收入前景的更大信心。投资者关注的通胀方面，本次调查显示，消费者对未来一年通胀的预期值为3.7%，较上月的3.1%上升了0.6个百分点；而对未来五年通胀的预期值为2.7%，较上月的2.8%下降了0.1个百分点。

图 11：美国零售额环比下滑（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 12：密歇根大学消费者信心指数（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

美国劳工部5月7日公布的数据显示，美国4月非农就业人口增加26.6万，远低于预期的100万左右就业人数。截至4月，总工作岗位仍疫情前低820万左右。失业率4月份增长6.1%，比上个月小幅上行0.1个百分点。工作岗位负增长的部门是，临时辅助服务业损失了11.14万，运输和仓储也损失了7.4万，零售销售损失了1.53万。同时，制造业意外损失了

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_19643

