

旬度经济观察

——疫情后时代的经济轮廓浮现

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2021年5月18日

内容提要

4月消费活动的走弱对冲了投资和出口的回升，进而使得总需求处在偏弱的水平，这也是导致同期金融数据量价回落的主要原因。

从最新数据来看，后疫情时代国内经济的轮廓开始浮现：由于预防性储蓄的持续存在，居民部门消费增速能达到的高度将受到拖累，这一过程将最终抑制经济增长的新均衡水平。

考虑到中国经济恢复的领先性以及居民储蓄行为变化的普遍性，疫情后时代全球经济可能将经历低增长的过程。尽管大宗商品价格中枢长期抬升，但经济的低增长将使得发达经济体货币政策的退出进程可能慢于市场的主流预期。

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

2 宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

3 宏观分析师，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

一、逐渐清晰的经济轮廓

4月规模以上企业工业增加值同比9.8%，两年复合增速6.8%，较3月份回升0.6个百分点。考虑到2019年同期基数的影响，观察环比增速更有意义，4月环比增速0.52%，与2015-2018年同期环比均值0.51%大致持平。这表明工业生产活动维持平稳。与此同时，服务业生产指数持续下行，经济活动整体出现走弱。

从已经公布的工业行业数据来看，有色、黑色、化学原料及化学制品、非金属矿物制品等上游生产出现普遍回落（如图1），这可能与近期环保政策力度加强有关。中游如专用设备、通用设备、电气机械及器材等行业生产表现偏强。

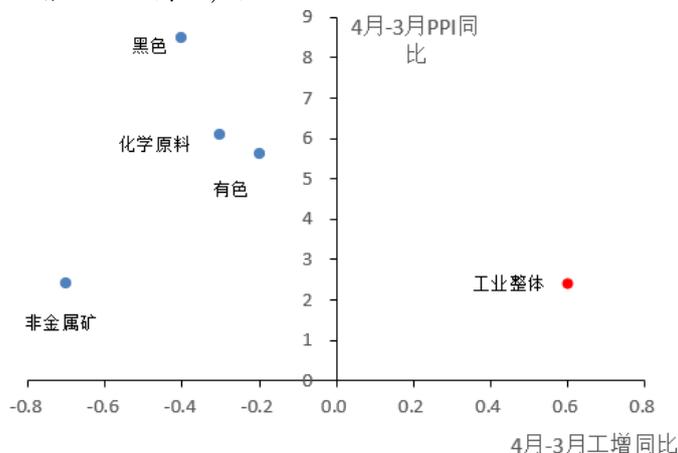
物量数据的表现与上游工业数据类似，十种有色金属、原煤、粗钢、水泥、焦炭产量同比增速普遍下行。

价格层面，4月PPI环比增速的回落主要受国际油价走弱的滞后影响，黑色、有色、水泥等商品绝对价格表现强劲，相关PPI数据大幅抬升（如图1），同时核心CPI低位温和抬升。

结合量价数据来看，环保相关政策可能在对上游工业生产活动形成抑制，而经济整体的需求可能处在偏弱的水平。

从3月、4月的经济数据以及“五一”消费数据来看，疫情后时代国内经济的轮廓开始显现：本轮疫情对经济最主要的影响在于，它在较长时间里推升了居民部门的储蓄率，由于预防性储蓄的持续存在，居民部门的消费倾向受到长期抑制，进而使得居民消费和收入恢复的高度受到拖累，最终这一过程抑制了经济增长的新均衡水平。

图1: 4月-3月工增 v.s. PPI 同比, %



数据来源: Wind, 安信证券

4月固定资产投资两年复合同比增速 5.3%，较3月上升 1.8 个百分点，其中房地产和制造业投资回升，基建投资回落。

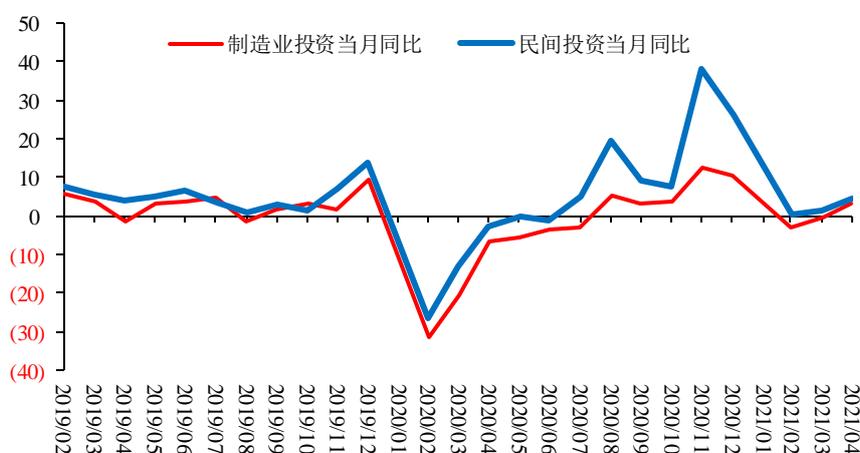
4月基建投资(含电力)两年复合同比增速 3.8%，较3月回落 1.9 个百分点，这一增速与疫情前持平。考虑到今年信用环境整体偏紧、地方政府加杠杆的意愿较弱，基建增速将维持低位波动。

4月制造业投资两年复合同比增速 3.4%，较上月回升 3.7 个百分点。

根据已经公布的行业数据，4月纺织业，计算机、通信和其他电子设备制造业，电气机械及器材制造业等中下游行业涨幅居前。而与生产数据一致，有色金属冶炼及压延加工等上游行业投资回落，这反映了环保政策的影响。

总体而言，银行中长期贷款投放的持续增加，出口活动的强劲都对私人投资的回升形成支撑，但与居民部门的消费活动类似，疫情可能在长期之内对企业的投资意愿形成制约，这或许将拖累私人投资的新均衡水平。

图2: 制造业投资和民间投资同比, %



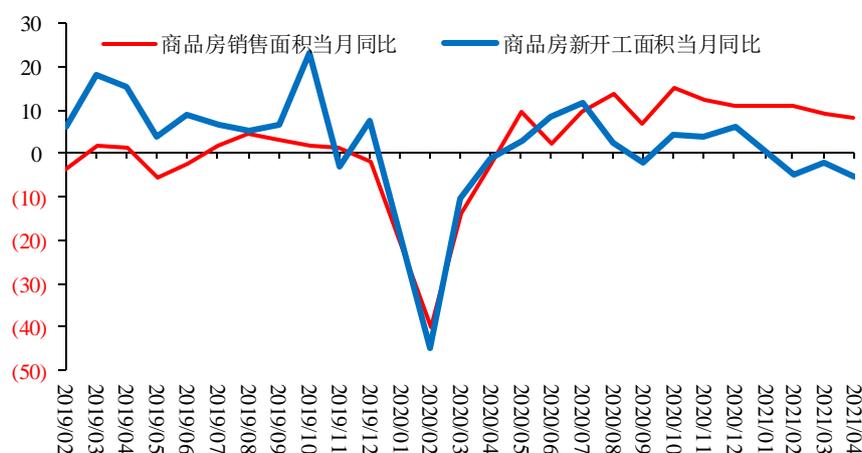
数据来源: Wind, 安信证券

4月房地产投资两年复合同比增速10.2%，较上月回升2.4个百分点，这可能与同期土地拍卖密集开展有关。与此同时，地产销售小幅回落，但仍处于较高水平；新开工面积同比增速-5.4%，较上月下降3.4个百分点。商品房销售和新开工走势的分化延续，显示出房地产“三条红线”政策对开发商生产经营行为产生了长期影响。

在库存偏低的背景下，房价上涨预期的形成加剧了商品房市场的供需矛盾，并进一步刺激房价上行，这加大了房地产市场调控的难度。最新的央行货币政策执行报告显示，一季度全国房贷利率回升，考虑到4月70城新建住宅价格环比增速仍在抬升，房贷利率的上行在二季度有望延续。

往后看，随着此前全国房地产市场补存货力量的结束，今年地产投资大概率持续回落。不过考虑到偏低的库存以及持续上涨的房价，未来地产投资向下的斜率可能平缓。

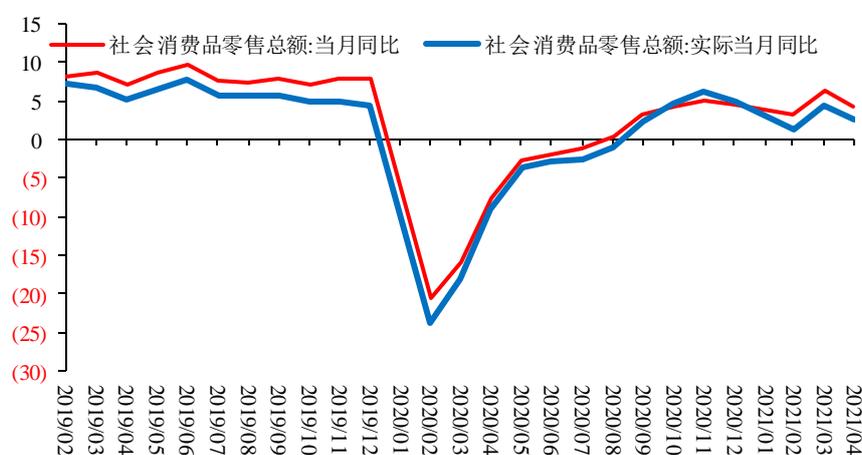
图3：商品房销售面积和新开工面积当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券

4月社会消费品零售名义同比增长17.7%，两年复合增速4.3%，较上月下降2个百分点，显著低于疫情前水平。

图4：社零名义和实际同比，%



数据来源：Wind，安信证券

分类别看，限额以上和限额以下企业零售均出现回落。可选商品消费两年复合增速为5.6%，较3月下1.7个百分点；而必需品消费两年复合增速为12.4%，较3月回落1个百分点，但仍维持高位；餐饮服务两年复合增速为0.4%，比上月小幅下滑0.6个百分点。

消费活动在去年下半年经历加速回升后，今年以来整体表现偏弱，并在低于疫情前水平的位置稳定下来，这反映出疫情对居民部门消费活动的长期影响。参考历史上重大外部冲击对居民行为活动的影响，我们倾向于认为，疫情导致的居民部门储蓄率的抬升可能具有长期性，这意味着居民部门消费倾向的新中枢低于疫情前，相应的消费活动的新均衡水平也低于疫情前。

总体而言，4月消费活动的走弱对冲了投资和出口的回升，进而使得总需求处在偏弱的水平，这也是导致同期金融数据量价回落的主要原因。考虑到中国经济恢复的领先性以及居民储蓄行为变化的普遍性，疫情后时代全球经济可能将经历低增长的过程。尽管大宗商品价格中枢长期抬升，但经济的低增长将使得发达经济体货币政策的退出进程可能慢于市场的主流预期。

二、权益市场估值调整延续

通胀预期的快速走弱以及经济数据的回落推动权益市场反弹，5月14日以来的两个交易日内上证综指、沪深300指数分别上涨2.6%、3.8%，创业板指数涨幅达5.7%。消费和成长板块涨幅居前，稳定和周期类表现相对弱势。

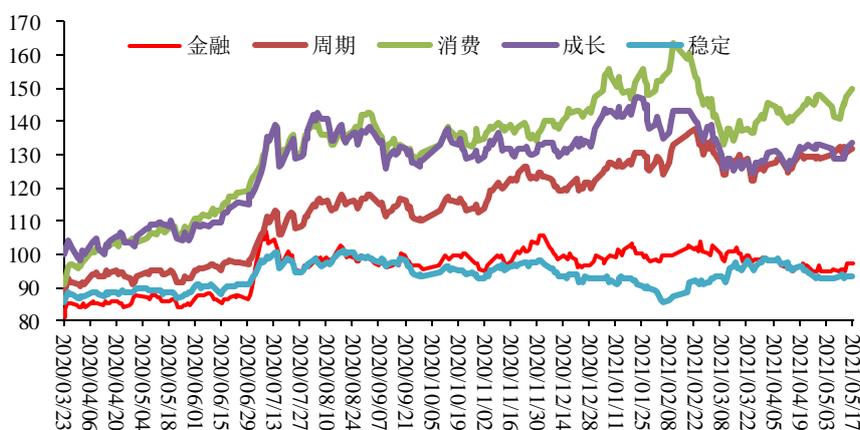
从当前商品市场的表现来看，监管部门的约谈以及短期投机交易的撤出，正在对商品价格产生抑制，这一抑制也缓解了市场此前对通胀的担忧。不过商品市场的供需矛盾尚未彻底解除，本轮商品价格的上涨中约2/3来自于短期需求的恢复，1/3来自于偏长期的供应约束。从中国需求恢复的节奏来看，预防性储蓄的存在将制约经济新均衡的高度，美国、欧洲经济可能也会呈现出类似特点，这意味着全球需求在下半年将出现回落。而供应层面的约束，比如长期供应的出清、疫情下资本存量的消亡以及碳中和对成本的推升，将使得大宗商品价格在较长时间

内经历中枢抬升的过程。因此合并而言，近期大宗商品价格的回落更多是监管和交易因素所致，价格的趋势向下或将出现在下半年，而且新的价格中枢可能出现抬升。

由于一直以来中国央行对通胀的治理有效，民众的信任度高，因此面对这种一次性的通胀冲击，央行的货币政策更多聚焦经济恢复的进展。3月和4月经济数据的走弱进一步打消了市场对货币政策收紧的担忧，进而推动市场短期反弹。

往后看，在需求弱势复苏的背景下，货币政策实质转向宽松的可能性偏低，与此同时企业盈利的修复正在进行，这意味着市场或将持续处于估值调整之中，大幅向上或者向下的动能不足。

图5：分板块股指表现



数据来源：Wind，安信证券

银行间市场流动性相对宽裕的格局延续，DR001和DR007分别在1.9%、2.0%的中枢波动。短端利率小幅上行，长端利率维持震荡。

当前债券市场对宏观经济以及通胀走势的反应钝化，表明流动性的宽松主导了市场的变化。考虑到通胀的临时性，未来流动性的松紧可能更多与经济动能的强弱相关。而预防性储蓄的持续存在，抑制了居民部门消费和服务业恢复的高度，

进而对整体经济新的均衡水平产生拖累。在这一基本背景下，未来流动性收紧的可能性偏低，这意味着债券市场收益率易下难上。

图6：10年期国债和国开债收益率（%）



数据来源：Wind，安信证券

三、短期通胀难改美联储政策立场

5月以来，全球疫情形势整体向好。在疫苗接种方面，美国和英国总人口中至少接种一剂疫苗的人群占比近半，德国、法国约三分之一；而印度、巴西等新兴经济体接种人群占比低于20%，且接种速度较慢。按照当前疫苗接种速度，预计发达经济体将在年内实现群体免疫，而新兴经济体则至少到明年才有可能实现群体免疫。

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_19680

