

# 周度经济观察

## ——经济的新均衡逐步确认

袁方<sup>1</sup> 章森（联系人）<sup>2</sup> 束加沛（联系人）<sup>3</sup>

2021年6月16日

### 内容提要

5月的经济数据延续了4月的表现，经济增速在低于疫情前的中枢水平稳定下来。这也是同期社融数据回落、CPI表现不及预期的主要原因。

在居民消费倾向以及企业投资意愿受到长期抑制的背景下，下半年出口增速的回落将推动整体经济持续走弱，2021年两年经济复合增速或许在5%左右。

随着“七一”庆典的临近，市场风险偏好快速回落，市场进入短期调整，但考虑到流动性环境整体中性偏松，企业盈利持续改善，市场趋势下跌的可能性较低，三季度权益市场有望维持震荡。

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 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

3 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

## 一、经济在新均衡中枢波动

5月规模以上企业工业增加值同比17.8%，两年复合增速6.6%，较4月份回落0.2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，5月环比增速0.52%，与2015-2018年同期环比均值0.5%大致持平。这表明工业生产活动维持平稳。与此同时，服务业生产指数低位小幅抬升，经济活动整体在较低的中枢波动。

从已经公布的工业行业数据来看，除了医药制造业明显上涨，计算机、食品等下游行业持平，其余上中游生产出现普遍回落（如图1），上游行业的回落可能与环保限产有关。

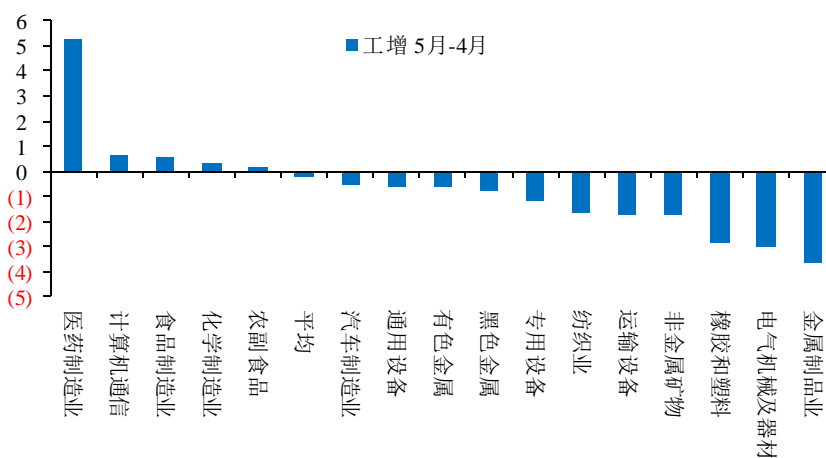
物量数据的表现与上游工业数据类似，原煤、焦炭、铁矿石、粗钢、水泥、同比增速普遍下行。

价格层面，5月PPI环比增速的抬升主要集中在黑色、有色、石油等上游行业，而中下游价格整体表现偏弱，同时核心CPI低位温和抬升，但仍明显弱于疫情前水平。

结合量价数据来看，环保相关政策可能在対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。

往后看，居民消费倾向以及企业投资意愿的回落可能具有长期性，这意味着消费和制造业投资将在低于疫情前的中枢波动，基建和房地产投资受制于政策意愿，总体向上空间有限。而伴随下半年全球主要经济体群体免疫的实现，我国出口也面临下行的压力。合并而言，当前经济已经在更弱的中枢水平稳定下来，未来经济增速将呈现温和回落的态势。

图1: 5月-4月工增同比增速, %



数据来源: Wind, 安信证券

5月固定资产投资两年复合同比增速4%，较4月回落1.3个百分点，其中房地产和基建投资均回落，制造业投资走平。

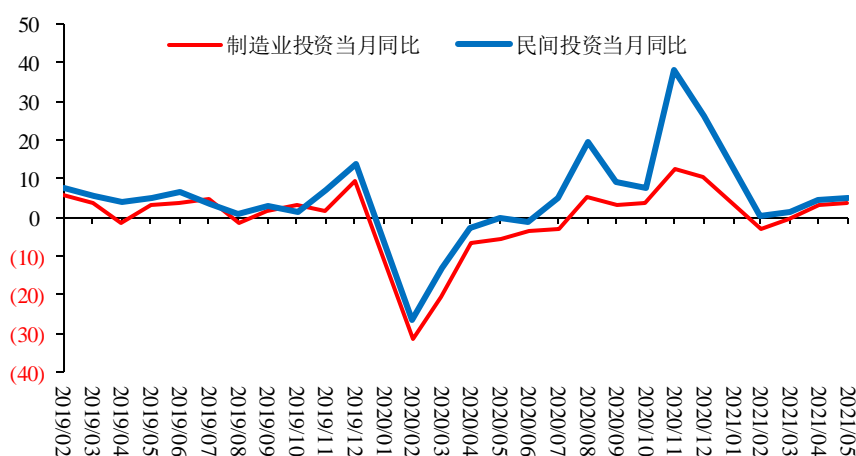
5月基建投资(含电力)两年复合同比增速3.4%，较4月回落0.4个百分点。今年以来地方政府债发行节奏缓慢，基建增速整体偏低，这可能与地方政府加杠杆意愿偏低、基建项目缺乏有关。这一局面或将长期存在，今年基建增速将维持低位波动。

5月制造业投资两年复合同比增速3.7%，与上月大致持平。

根据已经公布的行业数据，农副食品加工业，专用设备制造业，通用设备制造业，纺织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。

今年以来，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，私人部门投资始终低迷，这可能与企业投资意愿的走弱有关。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, %



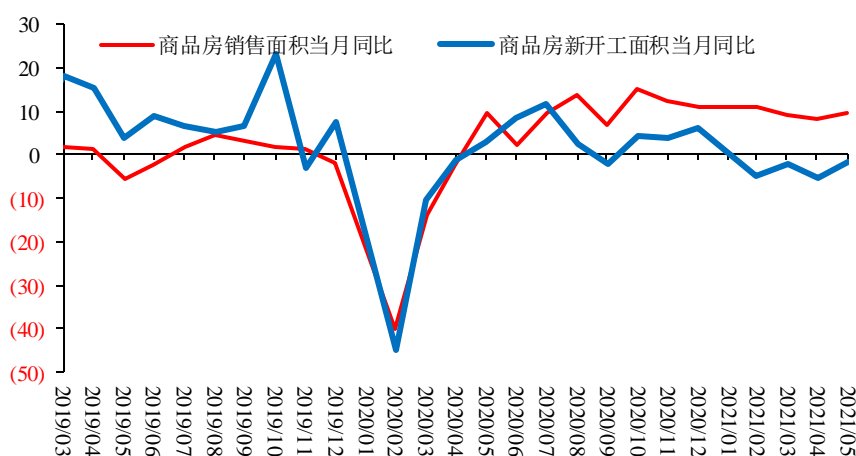
数据来源: Wind, 安信证券

5月房地产投资两年复合同比增速9.1%，较上月小幅回落1.1个百分点。与此同时，地产销售较上月回升1.4个百分点；新开工面积同比增速-1.8%，较上月回升3.6个百分点。商品房销售和新开工走势的分化，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。

当前地产融资相关的政策趋严，房地产企业普遍面临现金流压力，部分房企债务出现违约，这一政策环境未来或将延续，这意味着房地产市场的出清有望持续推进。

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。

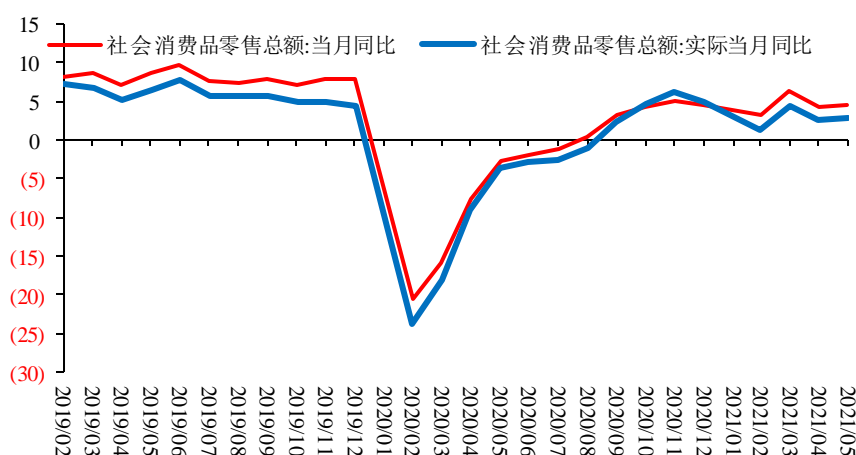
图3: 商品房销售面积和新开工面积当月同比, %



数据来源: Wind, 安信证券

5月社会消费品零售名义同比增长12.4%，两年复合增速4.5%，与上月大致持平，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，限额以上企业零售小幅回落，限额以下企业零售回升。从结构上看，家电、化妆品和日用品消费回暖，而烟酒、服装、汽车和通讯器材需求偏弱。耐用品消费的走弱是居民消费倾向偏低的结果。

消费增速从去年四季度以来维持在比疫情前更低的中枢水平波动，尽管一季度的消费增速回落可能受到春节限制返乡政策的影响，但从二季度以来的消费数据来看居民部门的消费意愿开始在比疫情前更低的水平稳定下来，这是抑制消费恢复的主要因素。

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在较长时间里将低于疫情前，相应的消费活动的新均衡水平也低于疫情前。

整体而言，5月的经济数据延续了4月的表现，经济在低于疫情前的中枢水平稳定下来，这也是社融数据回落、CPI表现不及预期的主要原因，中国全年GDP复合增速可能在5%左右的水平。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。

## 二、市场将继续延续震荡格局

上周以来权益市场小幅下跌，结构分化明显。周期、成长板块表现偏弱，消费和稳定居中，金融板块较强。

近期权益市场的下跌可能与“七一”庆典临近，市场风险偏好下降有关，而从流动性和基本面的角度来看，权益市场环境并未出现系统性风险。

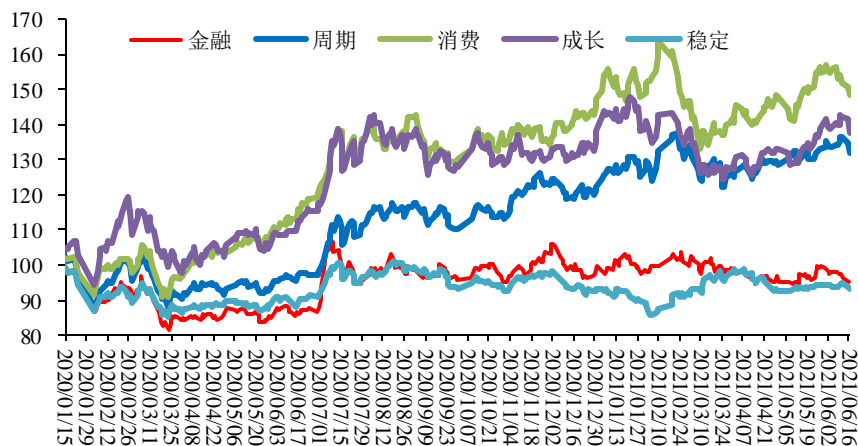
尽管此前公布的5月PPI数据超预期上行、社融增速大幅回落，但市场整体表现平稳。实体经济的弱势解释了社融和CPI数据的表现，偏弱的实体需求使得信贷数据量价齐跌，也压制了CPI回升的幅度。在此背景下，工业品价格的上涨难以对下游形成传导，央行货币政策收紧的节奏被推后，中性偏松的流动性环境对权益市场形成支撑。

从国内的环境来看，流动性在三季度或难出现实质变化，企业盈利仍在改善之中，估值的修复有望延续。而市场对海外的担心主要集中在美国通胀的演绎以及美联储的应对，5月通胀数据公布后各类资产的表现暗示市场更倾向于认为通胀是一次性冲击，似乎市场已经开始对疫情后时代全球经济的低增长定价。当然这一宏观情景有待于验证，如果通胀持续超预期或者疫苗失效可能会推动市场往其他方向去演绎，不过目前来看这两种情形发生的概率偏低。

下半年信用风险的暴露值得关注，国有企业、房地产行业甚至城投平台的债务违约事件可能会逐步发生。从包商银行、“永煤”事件的处理来看，监管当局的政策对冲及时，风险传播的链条被快速切断，信用风险事件的爆发推动流动性环境短期转向宽松，并使得利率和权益市场受益。但未来在处理信用市场的过程中，如何有效切断风险的传播、维护债权人权益、呵护投资者信心，仍然需要政策仔细应对，值得市场密切关注。

总体而言，偏弱的经济使得流动性环境易松难紧，企业盈利的改善仍在途中，未来市场持续下跌的风险较低，市场在三季度有望延续震荡的走势。

图5：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

以2020年1月2日为100

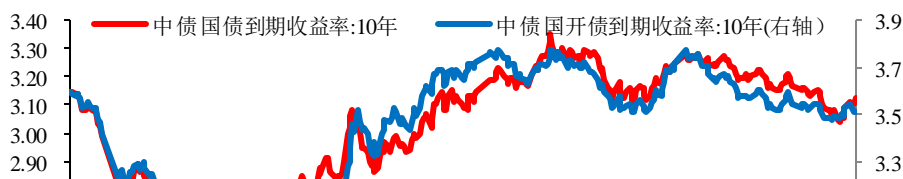
本周资金利率较上周持平，DR001 和 DR007 分别在 2.1%、2.2%附近波动，但相比 3 月-5 月同期，中枢小幅抬升，银行间市场维持流动性中性。

受此影响，短端利率上行，1 年期国债收益率上周上升 5 个 BP，1 年期国开债收益率上升 3 个 BP，长端利率上行幅度相对更少，10 年期国债收益率上升 3 个 BP，期限利差收窄。

对长端利率而言，从基本面来看，持续偏弱的经济增速使得货币政策难以快速收紧，流动性维持中性区间；而从短期看，短端利率的中枢抬升、地方债的大量发行、居高不下的 PPI 增速也限制了收益率下行的空间，三季度利率债或将中枢震荡。

对于重大信用风险事件，从包商银行、永煤事件发生后的政策操作和市场表现来看，下半年局部的风险暴露或将持续，但风险事件传染的链条有望被及时切断，系统性风险爆发的概率较低。

图6: 10年期国债和国开债到期收益率，%



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\\_20162](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20162)

