

当宏观增长注定下滑

报告要点:

● 在去年巨大的基数波动面前，各个宏观数据同比增长的回落是注定的，这一趋势本身并不能说明任何问题。

● 抛开同比数据的话，一般辨识经济趋势的方式有两种：

1) 其一是：直接跳过2020年，用2021年的数据去与2019年做同比。这一方法的优势是在偏短的时间轴内，可以通过这一方式观察经济各个部门的边际趋势；劣势则是若数据跨年，则难以做纵向比较；

2) 其二是：观察各个宏观指标的季调环比走势，至少通过这一方法，可以判断经济的变化是技术性的还是超预期的。

● 实际上，至少目前来看，工业领域不存在预期差可言：

1) 方式一给出的信号是：当前只有消费的表现是略强的，工业增加值、投资和出口的实际增长可能都在下滑；

2) 方式二给出的信号是：各个宏观力量当前的环比位置与其边际趋势之间是自洽的，因此，无论各个力量表现强弱，应都是预期内的。

● 再往前看，工业领域的预期差可能会出现在明年：

1) 经济增长的位置应与利率的位置逐步吻合，照此来看，工业增加值和固投的环比增长水平后续回落的幅度可能非常有限，消费的环比水平则可能还有加快的空间；

2) 但基本面可能会在明年从“技术性下跌”转入“超预期下跌”阶段，社融可能会因通胀而跌破潜在增长位置，这会导致工业生产及投资也届时纷纷跌破潜在增长位。

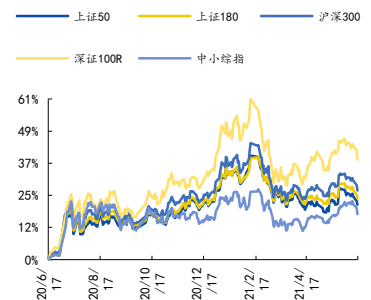
● 由于数据缺失的问题，大部分子指标（譬如基建、地产及制造业）难以提供更细节的证据，但从数据位置及逻辑上看，房地产投资和制造业投资短时的压力可能要略大于其他。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

主要数据：

上证综指：	3518.33
深圳成指：	14295.93
沪深300：	5080.49
中小盘指：	4486.21
创业板指：	3125.70

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《损失若可预期，就不存在损失——《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》印象》

2021.06.14

《局限空间里的英雄梦想：金融周期可能还有新低》2021.06.11

报告作者

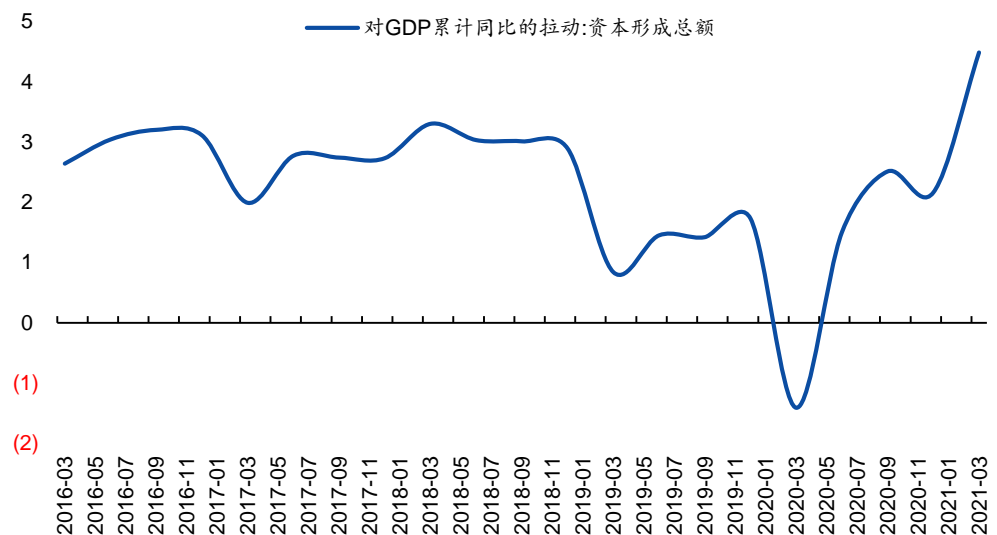
分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn
电话

各个宏观数据同比增长的回落是注定的，这一趋势本身并不能说明任何问题。在去年巨大的基数波动面前，今年任何与同比相关的指标都是前高后低的，正因为此，工业增加值、固投、消费、出口的同比增长都正在回落的通道之内。

在同比指标失效后，辨识基本面趋势的一个主流方式是：直接跳过 2020 年，用 2021 年的数据去与 2019 年做同比。

1) 这么做的一个弊端是：2021 年的增长数据无法与之前任何一年的同比增长数据做纵向比较。年与年之间的增长不是彼此割裂的，单资本形成一项，就会在后面数年的时间内持续拉动经济增长。尽管 2020 年经济基本面受到了不小的冲击，但毕竟 2020 年资本形成的贡献是正的，正基于此，我们并不能当 2020 年什么事都没有发生过，如果我们做同比的基数是 2019 年的话，那 2020 年的资本形成势必会垫高 2021 年的增长速度。

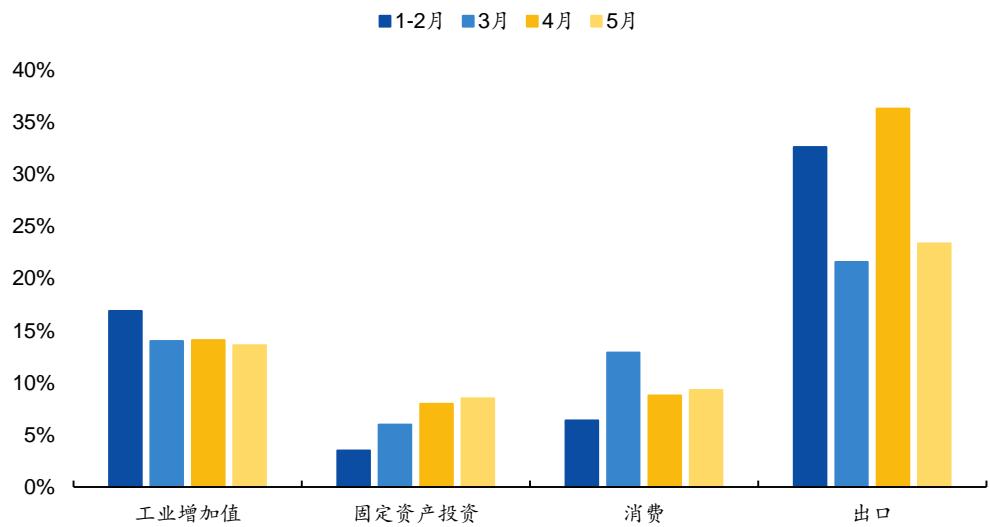
图 1：2021 年的增长数据无法与之前任何一年的同比增长数据做纵向比较



资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 但在一个足够短的时间之内，我们可以通过这一计量方式去观察经济各个部门的边际趋势。按照这一方法可以看到：至少截止目前，经济三驾马车的趋势未有收敛，但工业生产（工业增加值）的回落已相对明显。我们倾向于认为：造成这一差异的原因可能是不同的统计口径所致（三驾马车的统计口径为名义值，工业增加值为实际值），如果简单刨除价格上涨的影响的话，三驾马车中只有消费表现略强，投资和出口的实际增长可能都在下滑。

图 2：经济三驾马车的趋势未有收敛，但工业生产的回落已相对明显

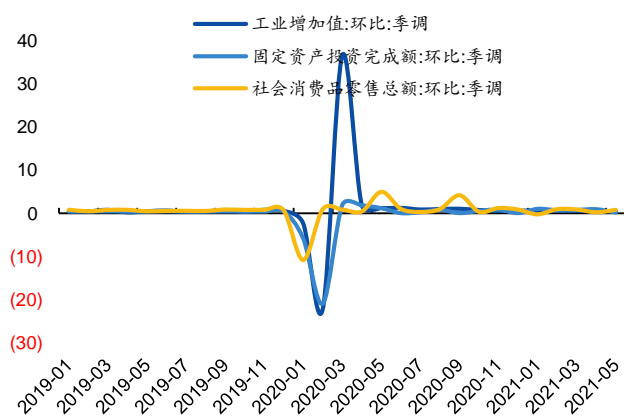


资料来源：Wind，国元证券研究所

另外一个帮助我们 get 预期差的观察角度是宏观指标的环比走势。

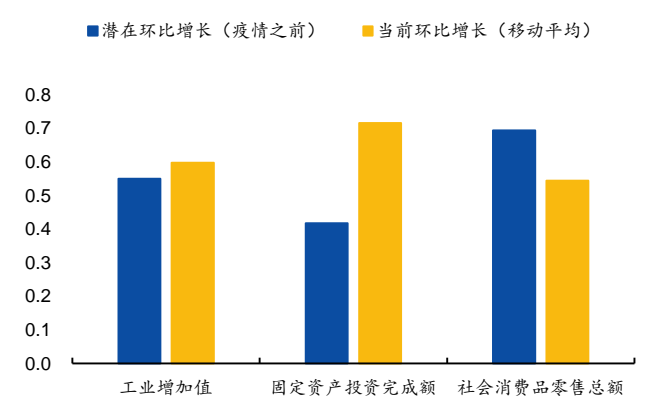
1) 从环比上看，各个宏观力量当前的环比位置与其边际趋势之间是自洽的，因此，至少当前不存在预期差可言。当前的工业增加值和固投的平均环比增长仍然高于疫情之前，因此，工业生产和固投增速的回落仍然可以看作经济在向正常状态靠近时的自然收敛过程；而消费的平均环比增长比起疫情之前要偏低一些，因此，消费增长的加快也是环比增长自超跌状态向上修复所致。

图 3：各个宏观力量当前的环比位置与其边际趋势自洽



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：从环比来看，宏观指标当前不存在预期差

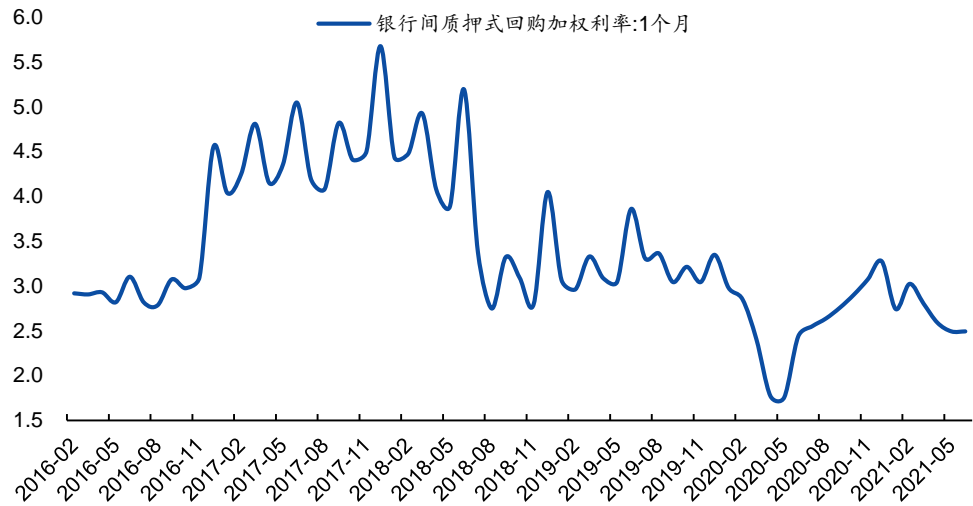


资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 工业在短期存在预期差的可能性不大。如果疫情影响渐渐消退的话，经济增长的位置会与利率的位置逐步吻合，当前的利率水平比起疫情之前要略低，这意味着：偏充裕的流动性会导致经济及投资的均衡水平可能在短期比起疫情之前要更高。照此

来看，工业增加值和固投的环比增长水平虽然偏高于疫情之前，但后续回落的幅度可能非常有限，消费的环比水平则可能就目前还有加快的空间。

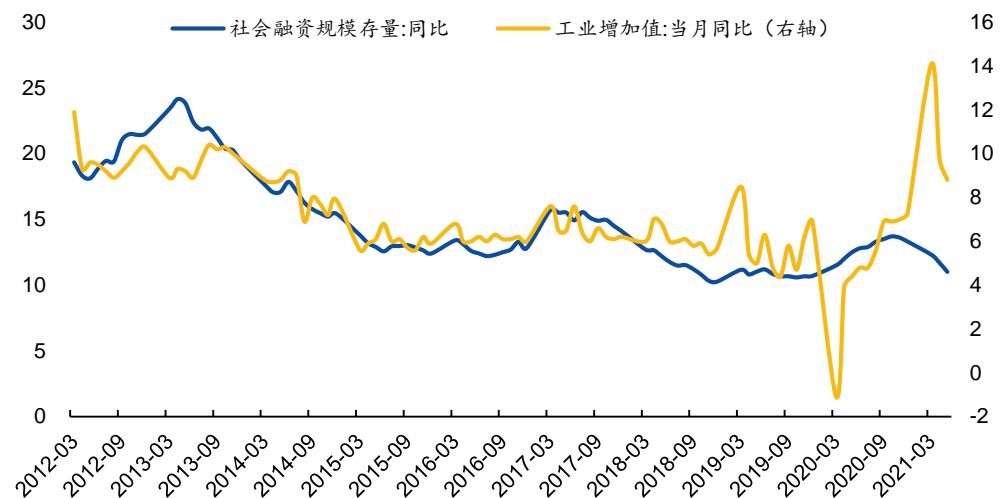
图 2：当前的利率水平比起疫情之前略低



资料来源：Wind，国元证券研究所

然而，再往远来看，这并非意味着基本面的反转，而只是基本面从“技术性下跌”转入“超预期下跌”之前的短时稳定阶段。实际上，当前低于 2019 年的利率水平并非稳态，若通胀进一步上行的话，利率很可能会被带高，并推动社融增速继续下降。事实上，当前社融的增长速度已与 2019 年非常相近，若进一步走低的话，跌破潜在位置的社融将非常可能带动经济及投资也跌破潜在增长位，从时间点上，这一趋势可能会在明年年初出现。

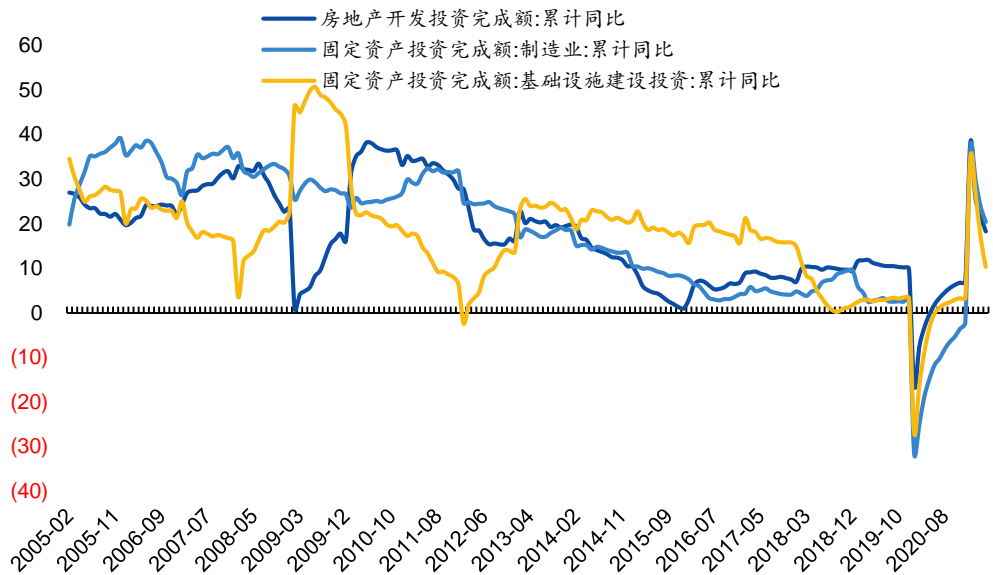
图 3：若社融增速进一步走低，将可能带动经济及投资也跌破潜在增长位



资料来源：Wind，国元证券研究所

关于更细节的一些指标（譬如基建、地产及制造业），由于我们未能获取其季调环比或与2019年相比的增长水平数据，因此难以对其做出细致分析。唯一可以得出的结论是：粗略比较这三类投资的话，可以看到当前基建同比的下跌要充分，制造业投资则距离潜在增速水平要更远，该现象也符合投资中“基建-房地产-制造业”的轮动次序。照此来看，房地产投资和制造业投资的压力在短时可能要略大于其他。

图4：房地产投资和制造业投资的压力在短时可能要略大于其他



资料来源：Wind，国元证券研究所

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_20173



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn