

# 周度经济观察

## ——未到牛熊转换时

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

2021 年 7 月 27 日

### 内容提要

近期权益市场下跌主要与政策对互联网、教育行业加强监管有关，市场担心未来更多领域经历政策的强力调控，进而导致风险偏好急剧下降。

尽管市场风险偏好下降、部分行业长期盈利受到冲击，但在国内流动性宽松、外部环境平稳的背景下，市场单边下行的可能较低，未来有望延续震荡的格局。

居民消费倾向的中枢下沉或将拖累消费的整体恢复，部分领域信用风险加速暴露和出清对金融板块的盈利将形成持续冲击，成长板块占优的格局有望延续。

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，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

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

## 一、偏弱的消费下半年将延续

从上市公司二季报以及高频数据来看，消费的恢复弱于此前市场的预期，家电、小食品、调味品等行业下修盈利预期。那么未来消费恢复的进展如何？

从去年消费的情况来看，去年下半年随着国内疫情相对彻底的控制，居民部门消费倾向持续抬升，并推动消费数据加速恢复。但这一过程似乎从今年以来陷入停滞，今年上半年消费倾向在比疫情前更低的水平上企稳，消费数据的表现类似。

从历史的案例来看，在自然灾害冲击的过程中，消费倾向会持续低于冲击前的水平；在冲击结束后的较长时间里消费倾向也难以恢复正常；只有当冲击结束足够长时间后，消费倾向可能最终恢复正常甚至会出现一段时间的补偿性上升。

本轮疫情至今尚未结束，而且 Delta 变异毒株的出现使得现有疫苗的有效性大幅下降，英国、以色列、美国等疫苗接种率较高的国家当前仍在经历新增病例攀升的过程，而且我国境内也开始出现 Delta 变异毒株的传播，这意味着我国疫情的彻底消除仍然遥遥无期，消费倾向可能会受到长期抑制。

那么会不会出现居民收入的加速恢复，进而对冲消费倾向的拖累，使得整体消费恢复至疫情前水平？从二季度的数据来看，名义 GDP 的恢复确实也推动了农民工收入的提升，以及限额以下消费的上行，但对整体消费的影响似乎有限，这表明当前消费倾向的变化可能是影响消费的主导因素。而且偏低的消费倾向也会通过影响消费的渠道最终拖累中低端劳动力收入的恢复，进而形成自我加强的闭环。

在消费倾向下降的背景下，整体收入的上升理论上只能依靠投资、出口和政

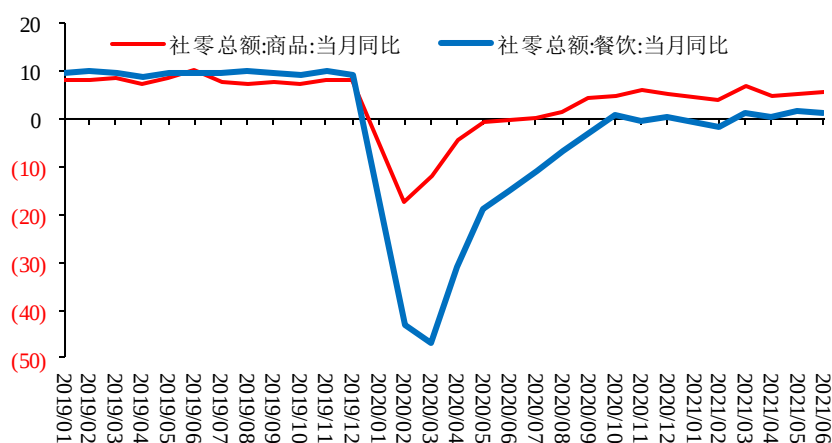
府开支的上升来对冲，这一格局料难出现或维持。

因此我们当前经历的消费普遍偏弱的宏观场景可能会在下半年延续，与此类似的可能还有企业的资本开支。

由于市场对基建和地产的预期相对一致，出口的走向尽管存在分歧，但持续向上的概率偏低，所以偏弱的消费和制造业投资最终使得经济增速趋于下行，宏观经济的走弱对上市公司盈利层面的影响也开始显现，这一影响在下半年将延续。

当然消费倾向的下降并非是永久性的，当冲击结束足够长时间，居民部门消费倾向最终会回归正常甚至在一段时间里会出现补偿性上升，这意味着消费增速的中枢下沉并非长期现象，只不过这一回归看起来至少在今年难以发生，消费板块盈利的弱势将在今年下半年延续。

图1：社零分品类同比增速，%



数据来源：Wind，安信证券

注：2021年为两年复合同比

## 二、成长风格占优格局有望延续

7月26日上证综指、恒生指数日内一度下跌3.5%、3.6%，均创年内最大跌幅，其中食品饮料、休闲服务、医药生物、房地产行业跌幅居前。

本次市场下跌主要与政策对互联网、教育行业加强监管有关，市场担心未来

更多领域经历政策的强力调控，进而导致市场风险偏好急剧下降。

从“七一”以来的一系列政策来看，政府把追求公平、共同富裕放在重要位置，这一政策重心的变化可能会对经济结构和资本市场产生深远影响。一些涉及国计民生的行业，以及具有垄断性、高利润率的行业可能面临盈利模式的根本性改变，权益市场也在对相关行业的估值体系变化进行定价。

尽管这一政策变化引发市场风险偏好的下降，并对相关行业长期盈利形成冲击，但或许难以导致市场整体的牛熊切换，最重要的原因在于国内市场流动性仍然宽松，外部环境维持平稳。因此权益市场整体可能延续此前偏震荡的格局，重心略有下沉。

对板块而言，消费低迷已经导致市场下修相关板块的盈利预期，比如家电、小食品、调味品行业，下半年在消费倾向下降的背景下，这一趋势或将延续。与此同时共同富裕的政策对高端白酒行业的影响总体偏负面，当前消费板块偏高的估值或许仍然需要消化。

部分领域信用风险加速暴露和出清，这一过程对地产以及银行板块盈利的影响显著，下半年仍将延续。

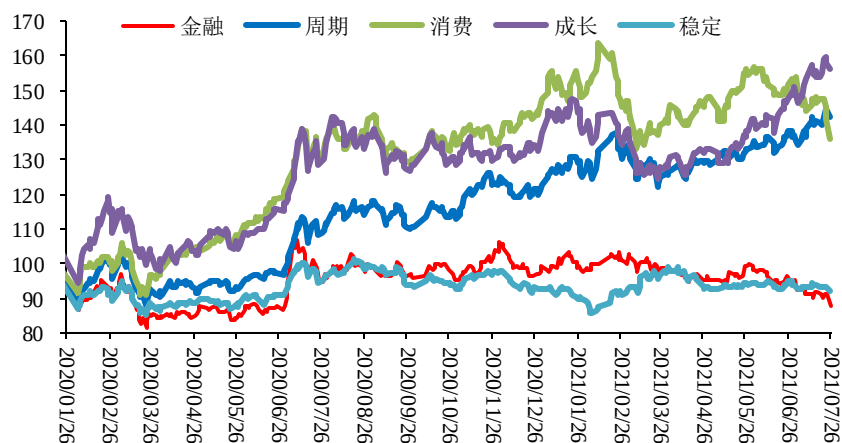
尽管全球需求下半年将见顶回落，但供应偏紧的格局在较长时间内延续，这使得大宗商品价格易涨难跌、中枢上移，周期板块盈利乃至估值的变化值得密切关注。

成长板块近期偏强的表现，一方面受益于流动性的宽松；另一方面半导体、新能源等细分行业的景气度向上，下半年流动性宽松以及部分行业景气度的上行有望延续，成长板块或许依然占优。

下半年市场的主要风险在于变异病毒的扩散以及疫苗的有效性，此外通胀的

尾部风险也值得留意。

图2：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

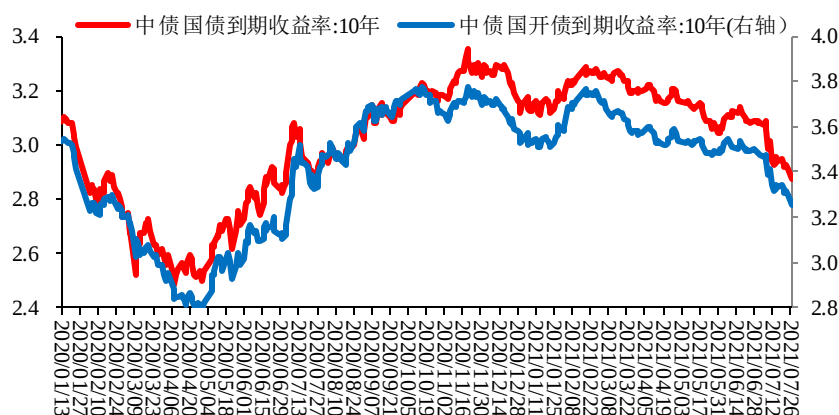
本周 DR001 和 DR007 分别在 2.1%、2.2%附近波动，银行间市场流动性维持中性偏松格局。

市场风险偏好的回落推动债券市场收益率下行，10 年期国债和国开债收益率向下分别突破 2.9%、3.3%。

在经历了 7 月份收益率快速下行后，当前市场关注的焦点又回到流动性层面，担心 MLF 到期以及地方债的发行对流动性形成冲击。

我们倾向于认为 MLF 到期和地方债发行对流动性的影响偏短期，而且央行当前对流动性的表态整体偏宽松，未来央行对流动性环境的呵护也会相对及时。下半年经济基本面的变化仍然是影响债券市场收益率的主要变量，经济增速的下行，以及对房地产行业 and 国有企业债务的约束，都会推动利率向更低的中枢靠拢。

图3：10年期国债和国开债到期收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

### 三、疫情对经济复苏的扰动值得关注

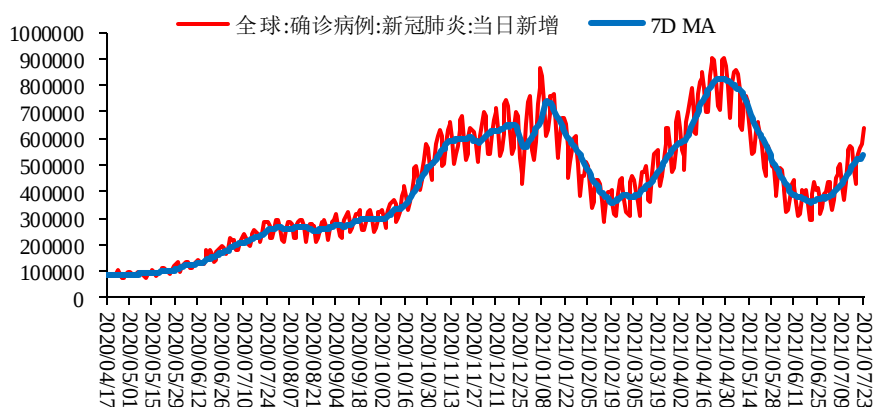
Delta 变异毒株的扩散对疫苗有效率形成了冲击，其显著表现为：即使在疫苗接种率较高的欧美发达地区，单日新增确诊病例也出现了明显上升（美国 5 万、英国 4.5 万、西班牙 2.5 万、法国 1.5 万）。

根据美国 CDC 定义，一小部分全剂量接种疫苗后、仍感染病毒的人被称为“疫苗突破病例”（Vaccine Breakthrough Cases）。突破病例占接种人群或总人群的比例越高，意味着疫苗有效性越低。而宿主的不同、病毒的变异、以及接种程序的规范性均会对疫苗有效性产生影响。

考虑到全球范围内普遍出现了感染人数的上升，因此宿主和接种程序的影响可能较小，变异病毒成为冲击疫苗有效性的主要变量。作为疫苗接种率的全球领先者，以色列的卫生部数据显示，辉瑞疫苗在该国的有效率从 5 月的 94.3% 下滑到 6 月的 64%，而到了 7 月中旬已降至 39%。尽管这一结果与近期美国《新英格兰医学杂志》上一项英国研究的结果（辉瑞疫苗有效率为 88%）存在较大出入，但相对确定的是，变异病毒的扩散正在导致疫苗有效率的下降。

因此，尽管疫苗接种率不断上升，但伴随着变异病毒对疫苗有效性的干扰，疫情的存续时间以及对经济复苏的影响预期可能需要调整，预计 2022 年之前全球疫情难以完全结束。

图4：全球新增确诊病例，人

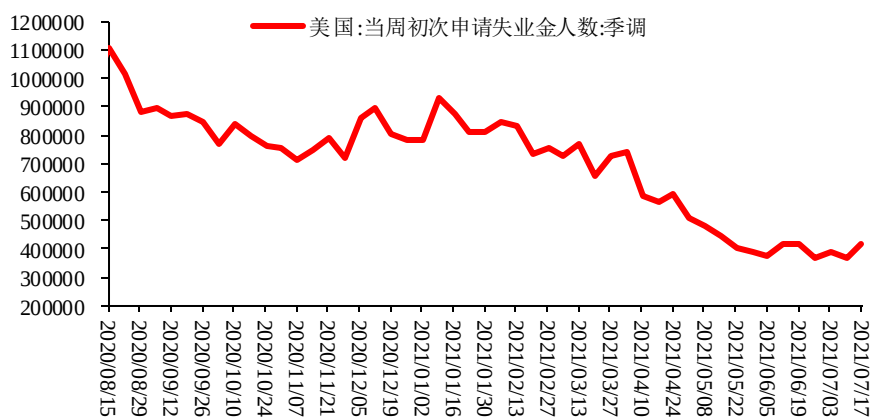


数据来源：Wind，安信证券

美国当周（7月17日）初次申请失业金人数41.9万人（预期35万人），较前值回升5.1万人。自6月以来，申请人数的下行态势趋缓、且围绕40万人中枢波动，较疫情前平均水平高出约20万人，显示出美国劳动力市场复苏节奏并不稳定。

从非农就业总人数来看，当前就业水平距疫情前仍有600余万的缺口。若以新增非农就业过去半年月均50余万人的增速为准，则劳动力市场实现完全恢复可能仍需三至四个季度。

图5：美国当周初次申请失业金人数，人



数据来源：Wind，安信证券

以上一轮美联储 Taper 所面临的经济增长、就业和通胀情况作为比较，2014 年初时美国非农就业总人数基本与金融危机前的高点相近，就业缺口在 100 万人左右。与此同时，核心 PCE 同比在 1.6% 上下。彼时美联储并无通胀掣肘，且 2013 年全年美国经济的持续恢复为触发 Taper 提供了关键前提。而今年以来美联储议息会议纪要多次提到的“需要观察到实质性的经济进展，才会考虑政策变动”的表述也与上一轮 Taper 时一致。

若以市场预期的明年初开始 Taper，则那时的就业缺口可能在 200-300 万人之间，相比上一轮 Taper 起点（2014 年初）对应的就业进程大概提前了一个季度。

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\\_22437](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_22437)

