

周度经济观察

——权益市场底部或已出现

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2021年8月3日

内容提要

7月PMI数据、以及高频消费数据显示经济需求回落的态势更趋明确。在经济走弱的背景下，7月政治局会议的政策表态积极。下半年货币政策将延续中性偏松，财政政策趋于发力，经济失速的风险大大降低。

在经历了上周前三个交易日的大幅调整后，权益市场小幅反弹。偏宽松的流动性环境以及居民部门储蓄的持续流入，对冲了市场风险偏好下降的影响，市场的底部可能已经形成。

下半年流动性环境维持宽松，无风险利率有望持续下行，同时尽管企业盈利总体偏弱，但经济陷入衰退的可能性较低，这一宏观环境或将推动权益市场震荡上行。

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、下半年政策定调积极

7月制造业PMI为50.4，较上月大幅回落0.5个百分点，这一回落幅度明显高于季节性，反映经济动能的短期走弱。除库存外其余分项均出现回落，新订单和在手订单下降幅度最大。财新制造业PMI为50.3，较上月回落1个百分点。

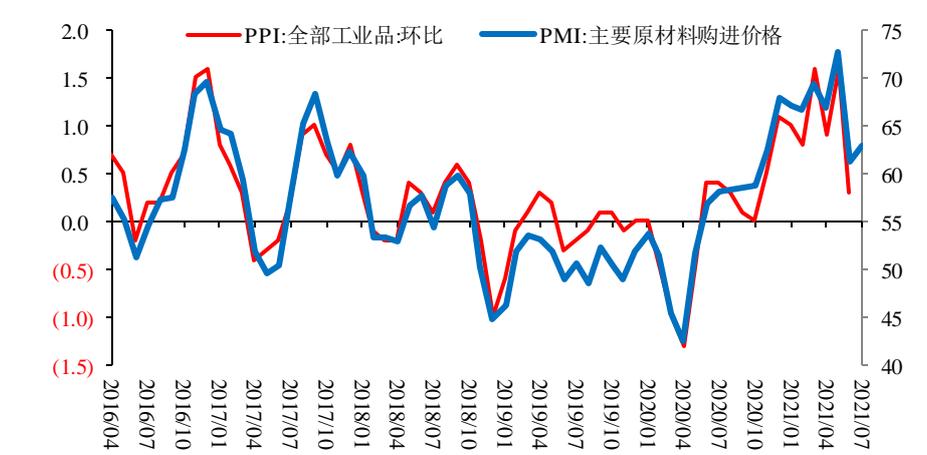
从商品房、汽车以及重卡销售等高频数据来看，终端需求也出现回落的迹象。

与此同时，主要原材料购进价格回升了1.7个百分点，这与再创新高的南华工业品指数走势一致。此外，流动领域生产资料价格环比增长加速，PMI的出厂价格上升2.7个百分点，整体价格水平走强。

国内工业品价格的走强既有油价上涨的影响，也与国内螺纹、焦炭等商品的供应限制有关，这一供应限制除了推升螺纹和焦炭价格以外，也压低了铁矿石价格，而下游需求总体偏弱。

在内需总体走弱的同时，PMI新出口订单持续回落，7月韩国出口增速下行，可能暗示外需的高景气度在临近拐点。

图1: PPI与PMI主要原材料购进价格, %



数据来源: Wind, 安信证券

在经济动能趋势走弱的背景下，最新召开的中央政治局会议对经济的看法相

比4月也更为谨慎，认为“当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”，同时删去了4月份“要用好稳增长压力较小的窗口期，推动经济稳中向好”的表述。

也是因为经济基本面的变化，本次会议政策的表态相比4月份出现调整。比如本次会议删除了4月份“不急转弯”的表述，并强调宏观政策的连续性、稳定性、可持续性。这一表态意味着下半年宏观政策整体趋于积极。

本次货币政策的表态与此前没有明显变化，下半年将维持中性偏松的状态。在经济下行压力较大的时候，我们预计央行可能再次通过降准的手段来进行对冲，而房价上涨的压力对央行降息形成掣肘，当前降息的可能性偏低。

财政政策层面，会议提到“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”。这意味着未来地方债发行和使用有望出现加速。在货币政策偏宽松的基调下，地方债的加速发行可能对流动性环境冲击有限，央行将会进行及时对冲。而地方债的发行和基建项目的落地可能存在时滞，基建投资在今年三季度大幅发力的可能性偏低。

本轮大宗商品价格的上涨引发了政策的持续关注，本次会议提到“纠正运动式‘减碳’，先立后破，坚决遏制‘两高’项目盲目发展”，这或许暗示大宗商品供应层面的压力短期有望缓解，螺纹钢、焦炭等商品价格也出现大幅回落。

本轮大宗商品价格的急剧上涨主要源自短期的供需错配，随着下半年货物消费替代服务消费被逆转，大宗商品价格可能会温和回落，但长期之内大宗商品价格的中枢抬升对市场的影响已经在逐步显现。

此外，本次会议还提及“支持新能源汽车加快发展，引导企业加大技术改造投资”，强调“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳

预期，促进房地产市场平稳健康发展”。

总体而言，本次中央政治局会议的政策定调明确，货币政策延续宽松，财政政策总体积极，产业政策稳步推进。这一政策环境有助于缓解经济下行的压力，降低经济失速的风险，对资本市场的影响整体偏正面。

二、权益市场底部或已出现

在经历了上周前三个交易日的大幅调整后，权益市场小幅反弹，成长和周期板块回到市场调整前的水平，而消费和金融板块表现偏弱，这一分化的格局延续了6月以来的走势。

尽管当前难以确定是否还有更多的行业会和互联网、教育、游戏一样受到更为严格的政策管控，但看起来这一政策调整在短期之内更多是事件性冲击，由此导致的市场急剧下跌已经趋于尾声，市场的底部可能已经形成。

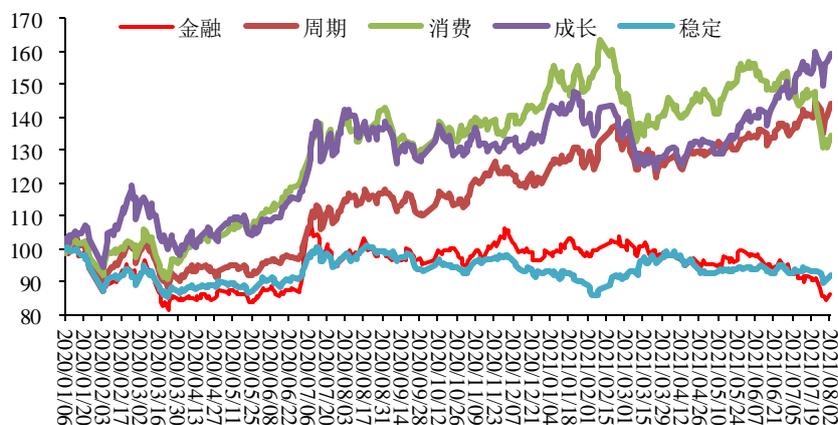
此前市场参与者的担心在于本轮调整是否会和2018年一样，但从最终的走势来看市场的这种担忧已经消退。实际上市场经历调整后快速反弹，重要的原因在于流动性环境整体偏宽松，总量层面的宽松，叠加了私人部门储蓄的持续流入，有效对冲了市场风险偏好的下降，而2018年总体的流动性环境趋紧，经济周期性下滑的动能显著更大，当时流动性和盈利双双恶化对市场的冲击剧烈，而本次流动性环境和经济下行的幅度均与2018年明显不同。

此外，中美关系的变化以及疫情的扩散也很难对市场形成系统性冲击。前者已经持续了超过三年的时间，市场对其吸收已经比较充分，虽然不排除中美之间未来会出现事件性冲击，但其对市场影响的时间或将偏短期；疫情尽管在国内有

加速扩散的态势，但由于病毒的致死率下降以及我国积累了丰富的疫情防控经验，疫情本身对市场的影响相当有限。

往后看，流动性环境整体维持宽松，无风险利率下行有望延续，尽管企业盈利偏弱，但经济经历了快速下台阶后下行的动能趋弱，经济陷入衰退的可能性较低，下半年权益市场有望震荡上行。

图2：各风格指数



数据来源：Wind，安信证券

本周 DR001 和 DR007 分别下行至 1.9% 和 2.0% 附近，银行间市场流动性维持中性偏松的格局。

流动性宽松叠加经济回落趋势的确认，推动债券市场收益率下行，1 年期、10 年期国债收益率分别下行至 2.1%、2.8% 附近。

随着中央政治局会议提及“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度”，市场担心地方债的加速发行以及 MLF 的大量到期会对市场流动性形成冲击，但我们倾向于认为央行将通过公开市场操作或存款准备金率的下调来维持流动性偏松的环境。

从中期来看，经济增速的下沉、流动性环境相应的宽松、以及对房地产行业 and 地方政府部门债务的约束，都将推动债券市场利率趋势下行，这一过程尚未结束。

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、美国经济复苏预计放缓

随着 Delta 病毒在近百个国家和地区的扩散，全球单日新增确诊病例大幅上升，最新七日平均值接近 60 万人，达到前两轮疫情的中高水平。诸如美国、英国等前期疫苗接种率较高的国家也出现了大量的新增 Delta 病毒感染者，这不禁让人们产生担心与疑问——疫苗究竟在多大程度上可以预防变异病毒？

从近期英美等地权威机构发布的研究结果来看，存在以下共性：（1）尽管疫苗针对 Delta 病毒的有效性普遍比对 Alpha 病毒的低，但在接种两剂之后基本可以维持在 60% 左右；（2）接种两剂疫苗比接种一剂的有效率要高，但提高的幅度因疫苗而异；（3）疫苗在防止感染后出现严重后果（住院治疗甚至死亡）方面的表现更好，大多实验结果显示疫苗在此方面的有效率为 80% 左右。

若以疫苗接种率较高的以色列为例，其完全接种人群占比的上限可能稳定在

60%左右，假定疫苗有效率为 60%，则理论上通过疫苗而非患病获得抗体的人群比例约为 36%，这与群体免疫 70%的标准差距较大。尽管存在已经从感染中痊愈并获得抗体的人群，但考虑到病毒发生变异、以及仍存在一部分接种意愿较低的人群，两者对冲或转化后对整体免疫比例的影响减弱，进而使得疫苗有效率成为更加关键的变量。

变异病毒的广泛扩散容易催生新的变异病毒，而未来疫苗有效率面对新的变异病毒时是否会出现类似的下降？人们接种后维持有效率的时间大概多久？接种第三针疫苗所提高的有效率和第二针相比如何？针对这些问题的回答可能仍需至少一到两个季度的时间，而在此期间，疫情的反复对经济复苏和人们微观行为的影响值得密切留意。

表 1：7 月以来英美等地权威机构对疫苗有效率的研究结果

发布时间	发布机构	发布内容
2021 年 7 月 14 日	英国公共卫生部 (PHE)	基于 2021 年 4 月 12 日至 6 月 4 日的 14019 例 Delta 变体病例 (其中 166 例住院) 数据，研究结论显示：接种 2 剂辉瑞疫苗后，疫苗对防止住院的有效率为 96%。接种 2 剂牛津-阿斯利康疫苗后，疫苗对防止住院的有效率为 92%。与 Alpha 病毒相比，1 剂疫苗在预防 Delta 变体引起的症状性疾病方面的效果要低 17%，但在接种 2 剂后只有很小的差异。
2021 年 7 月 14 日	公共卫生苏格兰和 EAVE II 合作者	该分析涵盖了 2021 年 4 月 1 日至 6 月 6 日期间的病例。考虑到整个人群 (而不仅仅是医院病例)，与未接种疫苗的人群相比，辉瑞-BioNTech 疫苗提供了非常好的保护 (92%对 79%)。然而，与牛津-阿斯利康疫苗相关的保护作用显著但有所降低 (73%对 60%)。
2021 年 7 月 16 日	加拿大免疫研究网络、加拿大公共卫生局和加拿大卫生研究院 (预印本发表，还没有被同行预览)	2020 年 12 月至 2021 年 5 月期间，在加拿大安大略省使用链接的全人群疫苗接种、实验室检测和卫生管理数据库进行了一项测试阴性设计研究。评估辉瑞 (BioNTech)、莫得纳 (Moderna) 和牛津-阿斯利康 (AstraZeneca) 疫苗对有症状的 Alpha 和 Delta 感染、由 Alpha 引起的严重后果 (住院或死亡) 的有效性。结果表明： (1) 针对由 Alpha 引起的症状性感染，莫得纳 (第 1 次接种后 ≥ 14 天) 的疫苗有效性 (83%) 高于辉瑞 (66%) 和阿斯利康 (64%)；完全接种 (第 2 剂后 ≥ 7 天数) 后的疫苗有效性提高至辉瑞 (89%) 和莫得纳 (92%)。

		(2) 对于 Delta, 部分疫苗接种后的疫苗有效性往往低于 Alpha。莫得纳 (72% 对 83%) 和辉瑞 (56%对 66%), 但是牛津-阿斯利康的有效性在对于 Alpha 和 Delta 相似 (67%和 64%)。在对所有三种疫苗进行部分疫苗接种后, 疫苗对 Alpha 和 Delta 引起的住院或死亡的有效性通常高于有症状的感染。
2021 年 7 月 21 日	新英格兰医学杂志 “Covid-19 疫苗对 B.1.617.2 (Delta) 变体的有效性”	基于 2021 年 4 月 12 日至 6 月 4 日的数据分析, 使用测序并根据刺突(S)基因状态确定变体, 根据患者的疫苗接种状态, 使用英格兰所有有症状的 Covid-19 序列病例的数据, 来估计具有任一变体的病例比例。结果发现: (1) 在接种一剂疫苗 (辉瑞-BioNTech 和牛津-阿斯利康疫苗) 后的有效性在 Delta 变体中明显低于 Alpha 变体, 且两种疫苗的结果相似; (2) 若使用辉瑞疫苗, 在 Alpha 变异者中, 两剂疫苗的有效性为 93.7%, 而在 Delta 变异者中为 88.0%; 若使用牛津阿斯利康疫苗, 面对 Alpha 变体和 Delta 变体, 两剂疫苗的有效性分别为 74.5%和 67.0%。
2021 年 7 月 23 日	以色列卫生部	基于 2021 年 6 月 20 日至 7 月 17 日期间、未指明人数的数据显示, 辉瑞 (Pfizer) 疫苗在以色列的有效性仅为 39%, 其中 Delta 变体是主要毒株, 但仍能提供强有力的保护, 防止严重疾病和住院治疗。这次新更新的有效性低于两周前早期估计的 64%。但是两剂疫苗在预防人们患重病方面仍然非常有效, 证明对住院的有效率为 88%, 对严重疾病的有效率为 91%。
2021 年 7 月 29 日	美国疾病控制与预防中心 (CDC)	CDC 正在进行的几项队列研究中的数据显示, 在第二次注射疫苗后的几个月内, 疫苗的有效性仍然很高, 这表明辉瑞 (Pfizer) 和莫得纳 (Moderna) 疫苗即使对无症状感染者也有 65%-75%的有效性。 公共卫生官员一再强调, 即使接种疫苗的人确实感染了病毒, 疫苗也能提供强有力的保护, 防止出现严重疾病、住院和死亡。CDC 的介绍还指出, 最新的初步数据表明, 接种疫苗的人仍然是美国 COVID-19 住院患者中的少数, 只有不到 3% 的住院病例发生在完全接种疫苗的人群中。

资料来源: 各大机构官网以及公开资料, 安信证券

美国二季度实际 GDP 环比折年率达到 6.5%, 延续了一季度的迅猛增长态势

(2021) 为 2021 年以来首次出现, 同期, 美国也将美国 2021 年 1-2020 年 12

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_24778

