

信用收缩之后股债双牛

——核心宏观分歧十问十答

2021年8月

姓名	李超
邮箱	lichao1@stocke.com.cn
证书编号	S1230520030002



李超

浙商证券首席经济学家

- 李超，浙商证券首席经济学家。中国人民银行研究生部（现清华大学五道口金融学院）金融学博士，清华大学经管学院校外导师，中国人民大学、对外经贸大学硕士生导师。银保监会精算评估利率专家咨询委员会委员。中国首席经济学家论坛理事。2008年加入中国人民银行金融稳定局金融体制改革处，先后参与我国一系列重大金融改革制度设计；多次参与宏观经济与系统性风险研判，《货币政策执行报告》、《金融稳定报告》撰写组成员；参与金融领域“十二五”、“十三五”规划制定。2012年至2013年借调国务院办公厅秘书二局。2016年加盟华泰证券。2017年率领团队入围新财富和水晶球最佳分析师。2018年率领团队获得wind金牌分析师宏观经济第一，今日头条头条号阅读量全卖方第一。2019年获得机构投资者大陆地区宏观经济第一。2020年3月，加盟浙商证券任首席经济学家。

01 下半年出口是否有下行压力？

02 消费、投资是否能内生对冲？

03 逆周期政策选财政还是货币？

04 美联储收紧之际我们却放松？

05 大宗商品价格长期处在高位？

06 价格能否向中下游顺利传导？

07 降准对冲商品上涨成本压力？

08 货币宽松具体有哪几种方式？

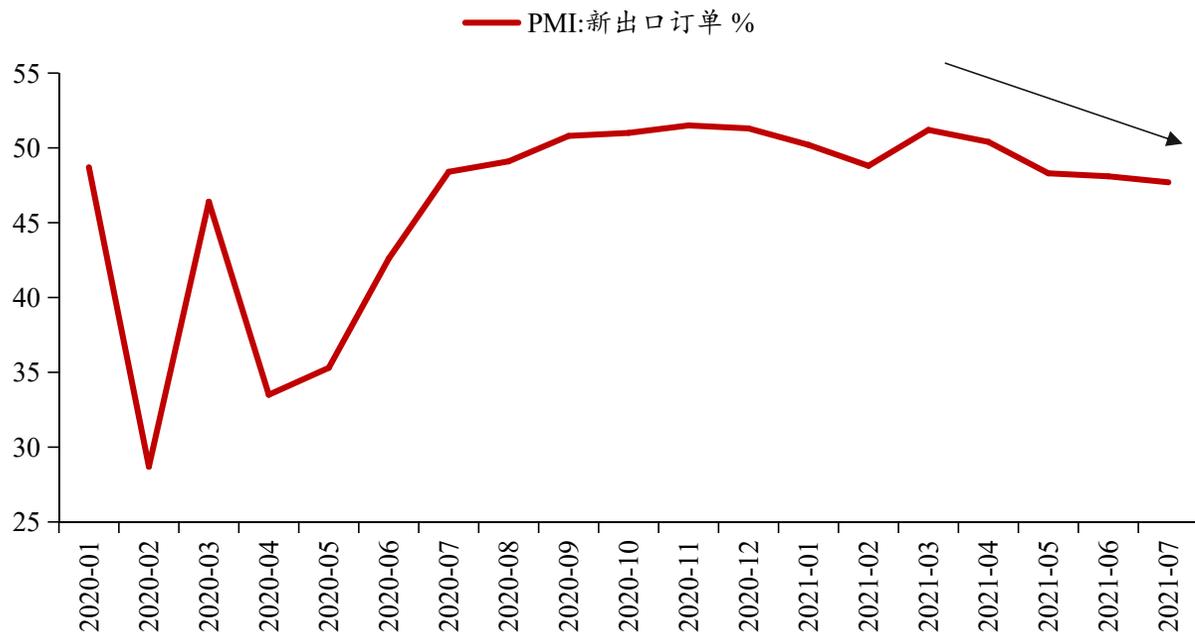
09 货币宽松如何影响资本市场？

10 未来还有哪些风险需要关注？

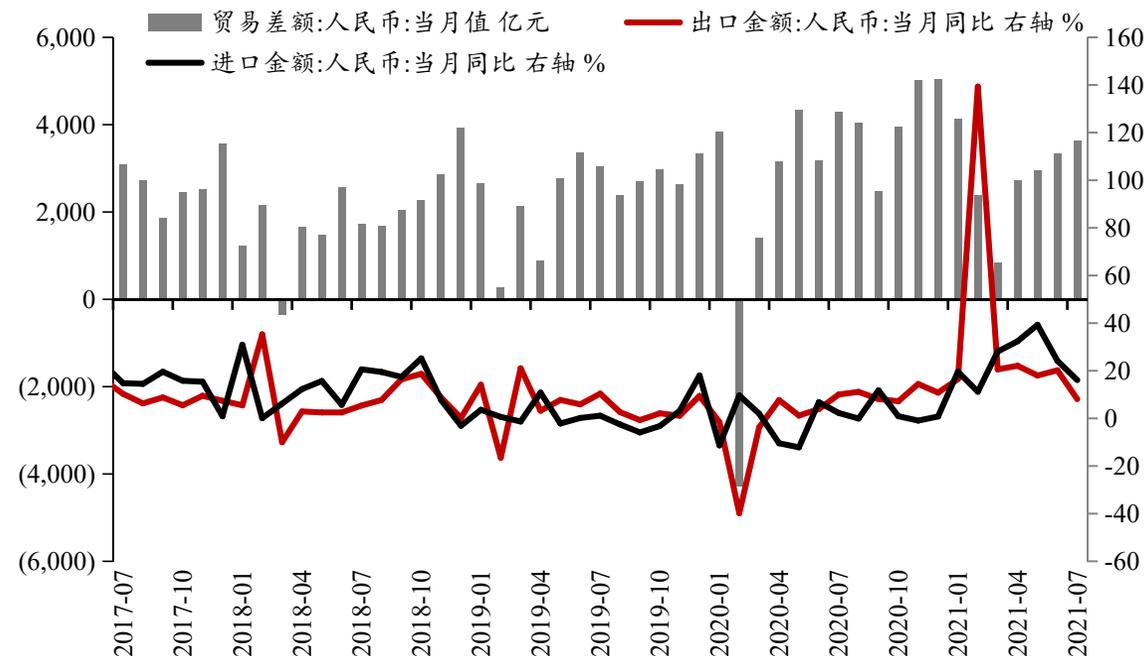
答：2021年下半年出口有下行压力：海外供需缺口的扩大和收敛是解释出口变动的关键。

- **国内：新出口订单已开始回落：**2021年2月以来PMI新出口订单持续回落，截至7月已经下行至47.7的低位水平，预示未来出口下行压力逐步增大

2021年2月起新出口订单渐进下滑



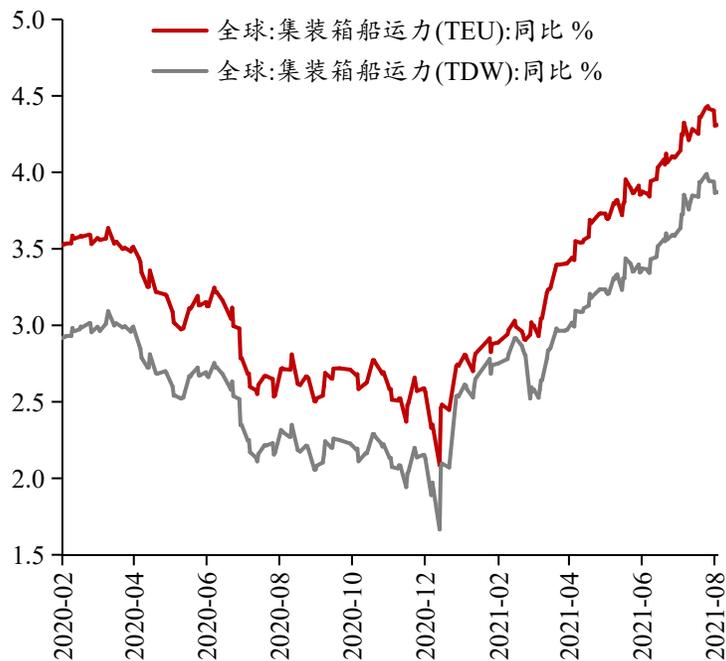
出口高点已过，未来逐步下行



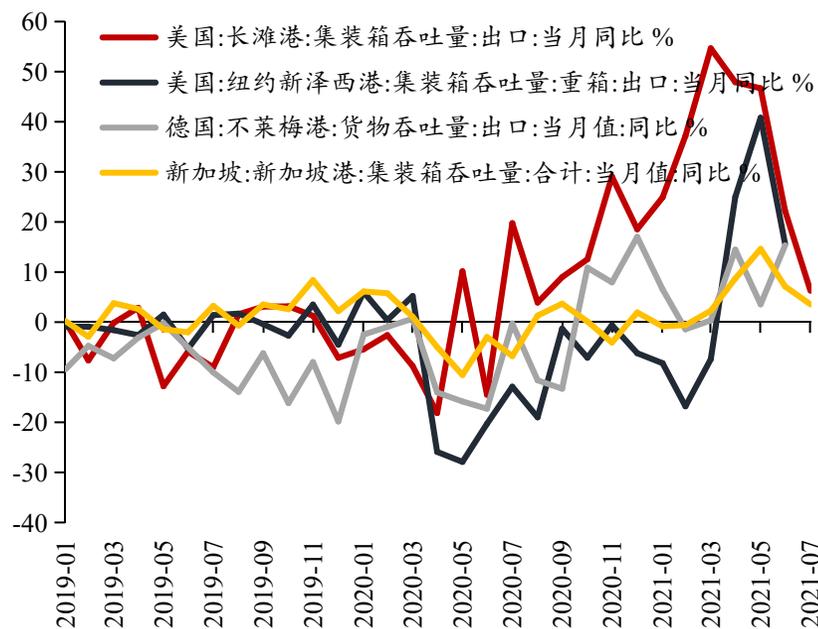
答：2021年下半年出口有下行压力

- 海外供给整体修复：全球主要经济体集装箱运力、港口吞吐量、出口表现均体现出一定的修复特征

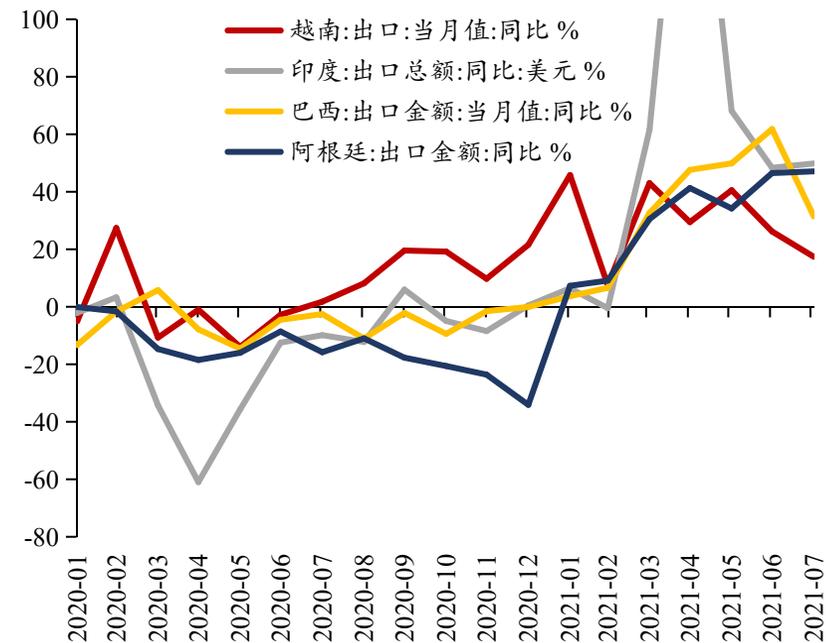
全球船运持续修复



主要国家集装箱吞吐量同比上行



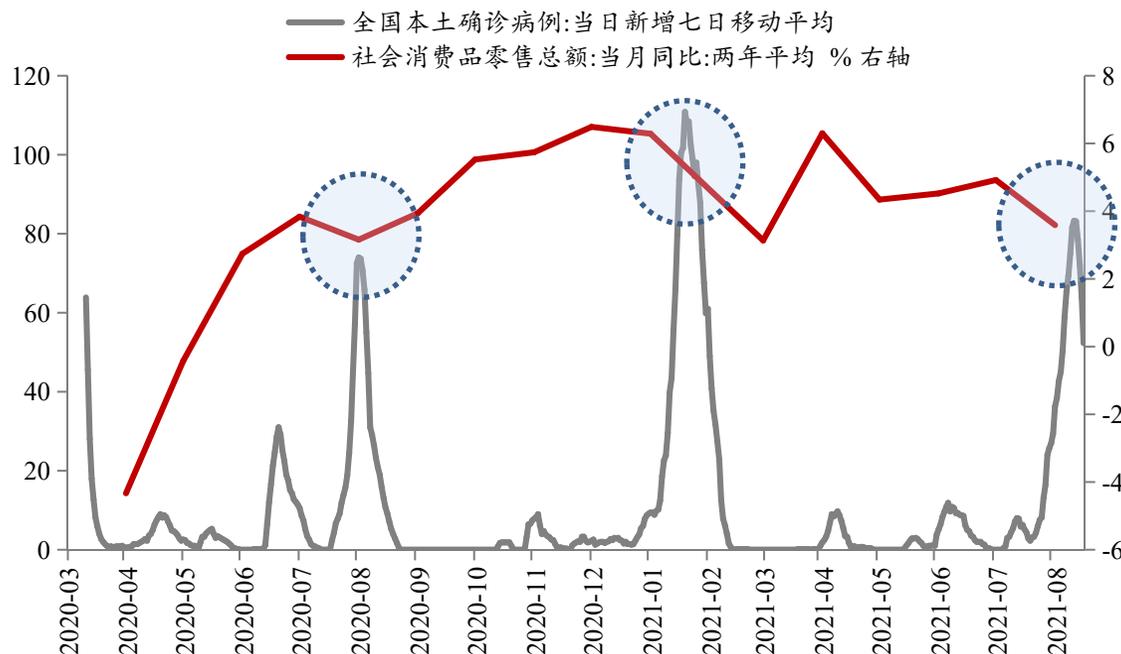
新兴市场国家出口提升



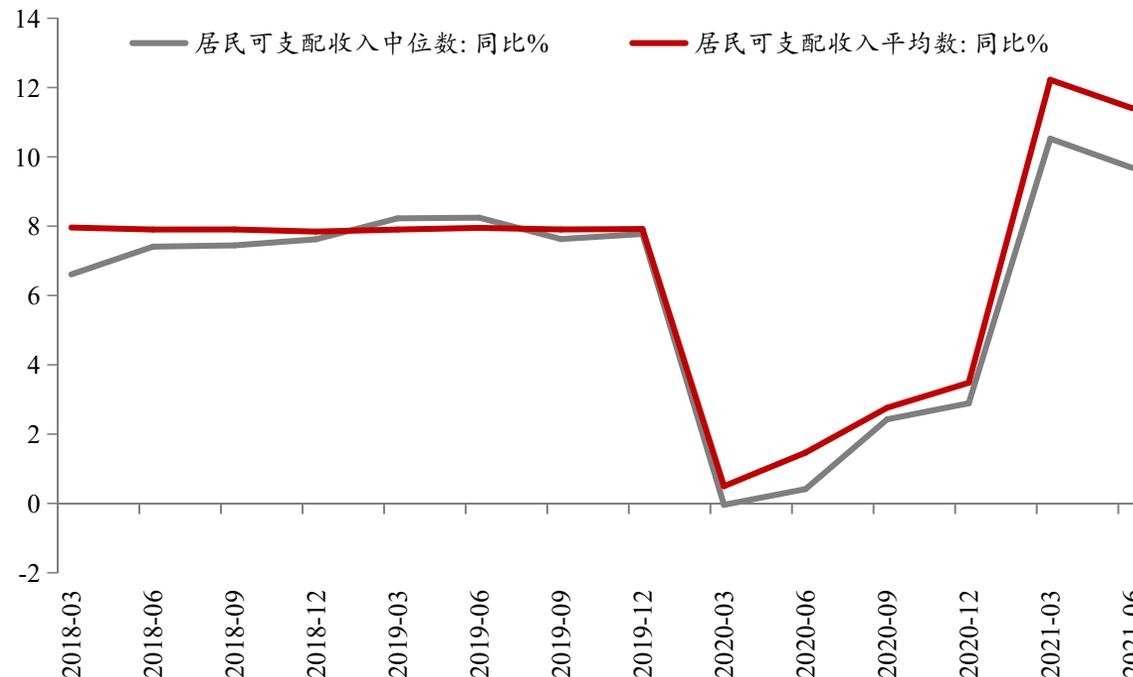
答：较难，消费修复有掣肘，投资渐进下行

- **消费修复有掣肘：**疫情归零政策的影响下，疫情抬头必然导致防控升级，不利于消费修复；经济的K型复苏导致收入分配结构有所恶化，收入的修复不能完全体现到消费中去

疫情归零政策的影响下，防控升级不利于线下消费修复



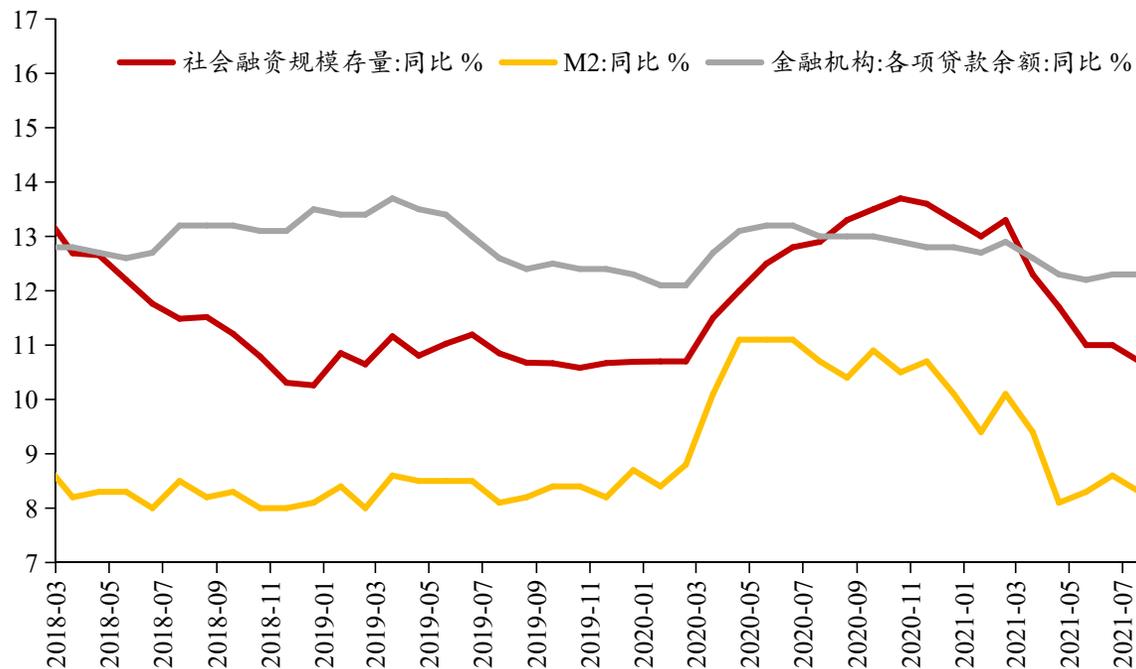
收入平均数增速高于中位数，说明收入结构有所恶化



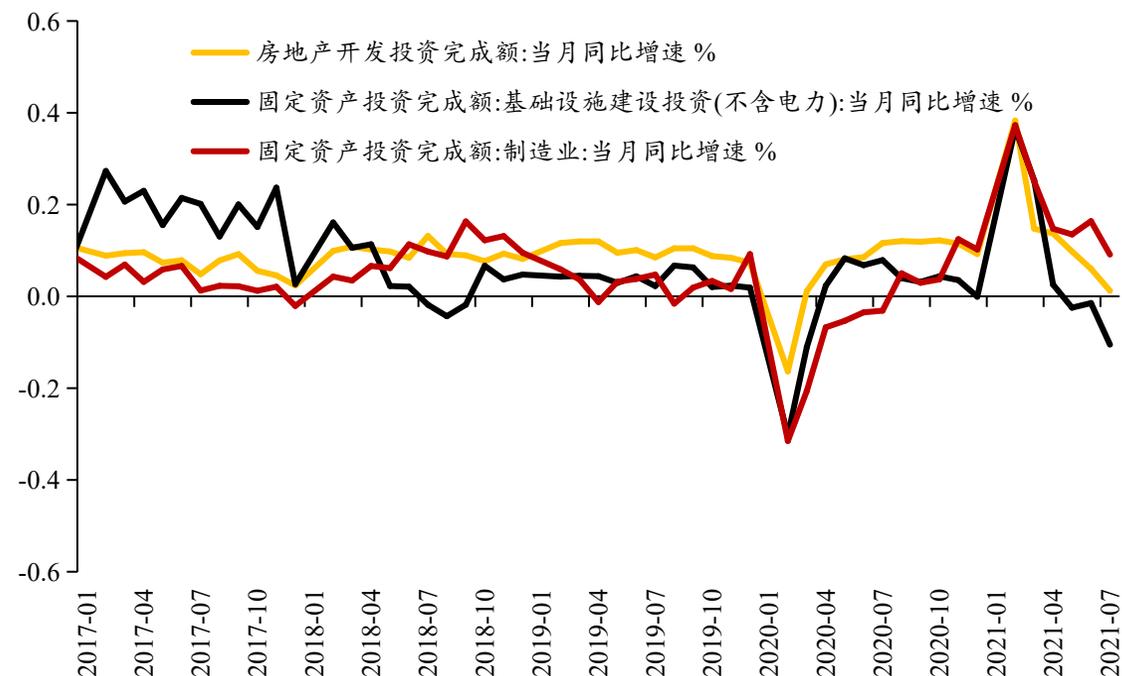
答：较难，消费修复有掣肘，投资渐进下行

- 投资渐进下行：基建方面**，下半年财政政策会继续兼顾稳增长与防风险的目标，对基建投资的支持力度相对有限；**地产方面**，下半年房地产市场在疫情后的价量景气将逐步降温，对地产投资的滞后作用将逐步显现；**制造业方面**，制造业数据总体具有顺周期性，下游需求并不持续的情况下，利润回升带动的新一轮库存周期可能在下半年有所趋弱；**债务方面**，新增融资受限，债务或将对投资形成约束

投资受债务约束



固定资产投资分项当月同比增速

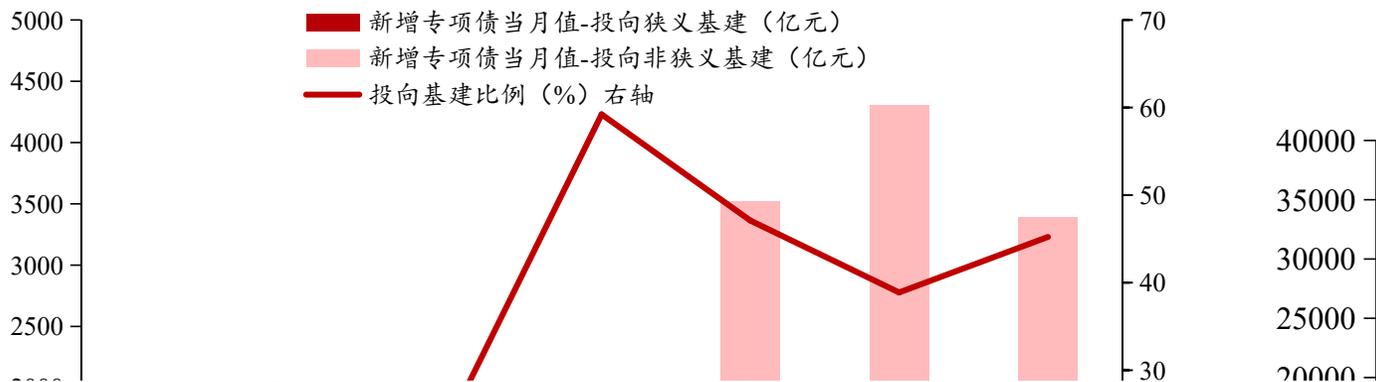


资料来源：Wind, 浙商证券研究所（备注：当月同比增速为估算值）

答：将主要通过货币宽松的方式缓解经济下行压力

- 财政政策：逆周期调节难度较大，今年重点发力化解隐性债务；专项债形成实物工作量在今年底明年初，冬季北方停工发力基建有限，总体看财政发力有限且滞后

1-7月专项债资金用于基建比例不足5成



7月底新增专项债累计发行量仅达到预算安排的39%



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_25797

