

周度经济观察

——海外波澜不惊，国内市场待破局

袁方¹ 章森（联系人）² 束加沛（联系人）³

2021年8月31日

内容提要

8月制造业 PMI 小幅走弱，服务业 PMI 加速下滑，与此同时工业品价格震荡下行，这反映出经济需求收缩的过程仍在延续。

在政策对经济波动容忍度提升的背景下，未来货币政策大幅宽松以及财政政策大规模刺激的可能性偏低，今明两年经济或将持续下行，政策层面需密切留意房地产行业债务出清的进展。

美联储主席鲍威尔在全球央行年会上的发言表态偏鸽派，下半年美国货币政策正常化的进程预计对全球金融市场、以及我国货币政策的影响有限。

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、需求走弱的趋势延续

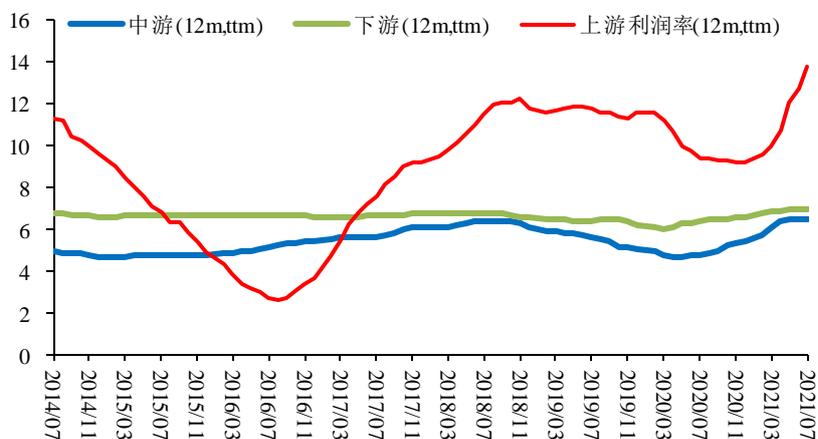
7月工业企业利润当月同比16.4%，两年复合增速18%，较上月抬升2.3个百分点。今年以来，工业增速稳步回落，需求总体收缩，而工业企业利润增速始终维持在较高水平，这反映出PPI大幅抬升对工业部门利润率的积极影响。

拆分来看，工业企业利润率的抬升主要集中在上游行业，当前采矿业的利润率已经超过2017年供给侧改革时的水平。与此同时，中游企业利润率的抬升弱于上游，而下游利润率的上升幅度最弱。

总体而言，在工业品价格抬升的背景下，多数工业企业的利润率都出现上行。下游企业尽管面临成本的提高，但最终也通过提价等手段受益于工业品价格上涨的过程。

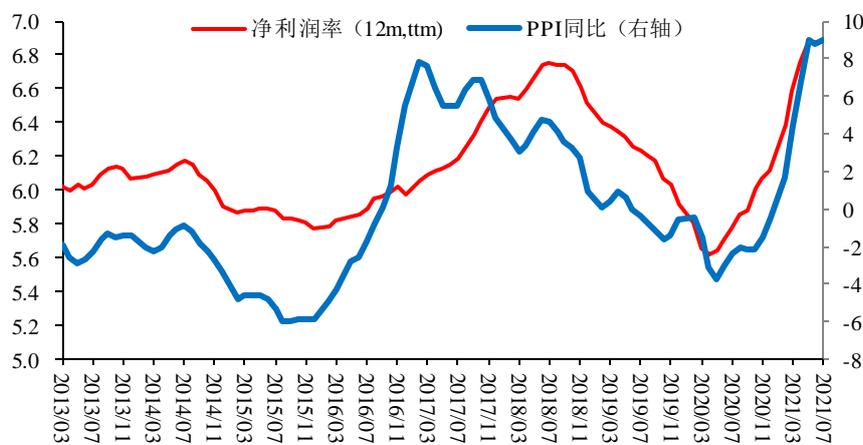
从这个角度来看，随着PPI同比增速见顶，工业企业利润率抬升的过程可能在进入尾声，此前最为受益的上游企业利润率可能面临调整的压力更大。不过考虑到当前工业企业总体供应偏紧，工业品价格的下跌相对平缓，并且资产周转率处于历史高位，这使得工业企业盈利的回落可能较为温和。

图1：工业企业上中下游利润率，%



数据来源：Wind，安信证券

图2: 工业企业净利润率和 PPI 同比, %



数据来源: Wind, 安信证券

8 月制造业 PMI 为 50.1, 较上月小幅下滑 0.3 个百分点, 延续了今年 2 季度以来走弱的趋势。其中生产、新订单、进口以及新出口订单出现普遍下行。非制造业 PMI 大幅下滑 5.8 个百分点至 47.5, 显示疫情扩散对服务业形成了明显冲击。

与此同时, 主要原材料购进价格回落 1.6 个百分点至 61.3, 南华工业品指数震荡下行。

从 PMI 以及价格数据来看, 在经历了 7 月份需求的加速下滑后, 8 月份这一需求收缩的过程仍在延续。

高频数据显示 8 月份 30 大中城市商品房成交面积持续下滑, 绝对水平远低于过去三年同期的均值, 这与一、二线城市购房政策加速收紧有关, 与此同时房地产企业债务风险的暴露和出清仍在延续, 这意味着房地产投资数据的走弱概率较大, 这一过程可能在今年下半年延续。

8 月地方债加速发行, 但发行量略低于市场预期, 基建相关板块的股价表现偏弱, 反映出市场对下半年基建大幅发力的预期较低。2017 年以来基建投资持续低增长, 地方政府官员激励机制的变化可能是导致这一结果的主因, 而基建相关

项目的缺乏也强化了这一趋势，我们预期基建投资在下半年有望维持 4%左右的增速。

历史上经济面临较大下行压力时，基建和地产往往是稳增长的主要抓手，而在 2018 年去杠杆政策开启后，这一稳增长的模式被彻底改变。今年经济下行过程中，央行维持流动性宽松、中央督促地方政府发债并形成实物工作量，与此同时，对房地产行业的债务加速出清、对地方政府隐形债务监管趋严，这反映出政府对经济波动的容忍度在提高。从这个角度来看，未来货币政策的大幅度宽松以及财政政策大规模刺激的可能性偏低，经济在今明两年将持续下行，政策层面需要密切留意房地产行业债务出清的进展。

二、权益市场待破局

在流动性环境宽松、市场风险偏好较弱的背景下，8 月权益市场总体震荡。周期板块表现最强，消费板块延续了此前弱势的局面，金融、成长板块小幅抬升。

当前权益市场缺乏明确的主线。受盈利和政策的影响，消费板块的调整难言结束；工业品价格的见顶对周期板块的支持可能也在走弱；房地产行业风险暴露和出清的过程仍在进行，政策的影响可能仍需要时间吸收；而成长板块尽管景气度向上且有政策明确支持，但当前估值处于历史极值水平，这一估值可能已经部分吸收了市场对未来的预期。

因此站在当下，市场对政策的走向高度关注。如果货币政策大幅宽松，那么意味着整体指数趋势向上的动能较强，成长板块在当前的位置仍然可以显著抬升。如果基建明显发力、地产政策松绑，政策回到过去的稳增长模式，那么周期、金

融板块有望大幅上行。如果政策聚焦于引导消费恢复，通过税收优惠或者消费补贴的手段来刺激消费，那么无疑消费板块短期之内有望企稳反弹。

但现实的情况是，在政策对经济波动容忍度提升、对结构性问题更为关注的背景下，上述政策大力推进的可能性似乎有限。

当前可能存在这样一种前景，即未来房地产行业债务彻底出清，进而使得针对房地产行业的政策系统性调整，最终房地产行业格局转入新阶段，市场对地产板块的担忧消除、估值触底抬升，从而推动整体指数重心上移。这一前景出现的标志或许是行业内多数公司债务被出清，出现的时点或许在明年。

当然站在今年下半年来看，国内流动性偏宽松的环境有望维持，居民部门储蓄的流入仍在延续，政策不确定性集中在部分行业，这一宏观场景使得权益市场系统性向下的风险有限。

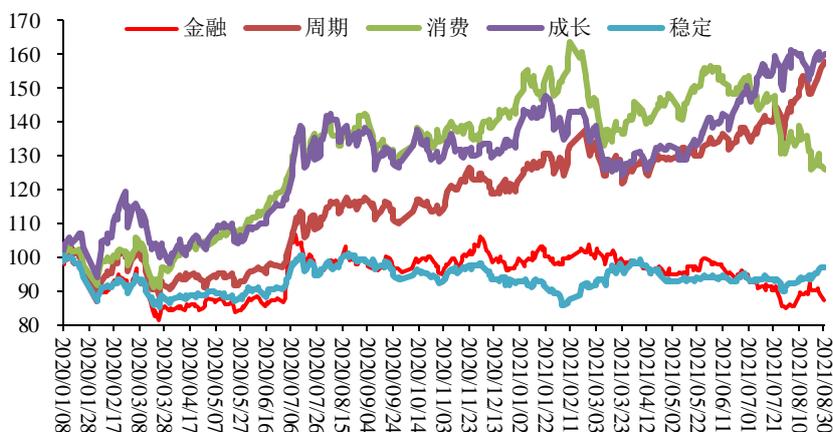
国内市场对美联储货币政策的关注基于两点，一是中美货币政策的联动，二是海内外市场的联动。

在 2019 年之前中美货币政策往往保持同步，两者之间最重要的纽带在于人民币汇率保“7”的需要，而随着 2019 年人民币汇率破“7”后自由浮动，中国货币政策的自主性大大加强，因此尽管下半年美国货币政策趋于正常化，但中国也可以维持偏宽松的政策。

从近期美联储主席的表态以及市场反应来看，海外市场已经相对充分吸收了未来美国货币政策收紧的影响，因此即便下半年 Taper 宣布并落实，其对海外以及我国市场的影响也相当有限。

合并考虑国内外的政策环境，我们倾向于认为市场总体向下风险有限，未来有望震荡上行。

图3：各风格指数



数据来源：Wind，安信证券

三、鲍威尔年度演讲表态偏鸽派

8月以来，全球新冠肺炎当日新增确诊病例抬升至60万人上方，这一水平虽弱于4月的历史高点，但已接近去年底的第二高点。

在疫苗接种率较高的发达经济体中，感染情况相对严重的美国当日新增确诊病例约15万人，约为此前高点的三分之二，且仍处在上升趋势之中。从疫苗接种率的情况来看，美国的完全接种率近期似乎稳定在了50%的水平左右，无论是比接种工作开展较早的以色列、还是较晚的加拿大等国，都低了大概10个百分点。

根据美国CDC公布的县域数据来看，在接种率较低的地区中“红州”（支持共和党的保守派）居多，南部的密西西比州、亚拉巴马州等地的接种率普遍不足40%，可能对整体接种率形成了较大拖累。

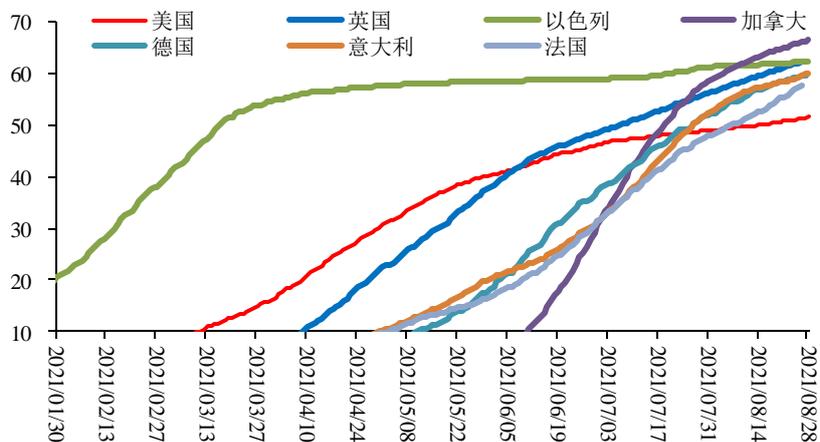
考虑到疫苗对重症率的有效降低、以及防疫措施的明显放松，疫情的反复对美国、以及发达经济体的边际冲击正逐步减弱。近期发达经济体复苏的放缓更多来自于经济内生动量的走弱，而非疫情冲击所主导。

在疫苗接种率较低的新兴经济体中，本轮疫情的重灾区马来西亚、以及前两

轮的重灾区印度和巴西的当日新增病例仍维持在 2-4 万人左右的高位。在疫苗供需存在较大缺口的背景下，即使近期新兴经济体的疫苗接种速度上升，但完全接种率大多仍在 30% 以下，预计至少到明年这一情况才会有明显改善。

由于新兴经济体多处在全球供应链偏中上游的位置，其疫情恶化引发的对经济活动的限制，将促使部分原材料和加工品的价格维持高位，进而对通胀中枢形成支撑。

图4：部分发达国家新冠疫苗完全接种率，%



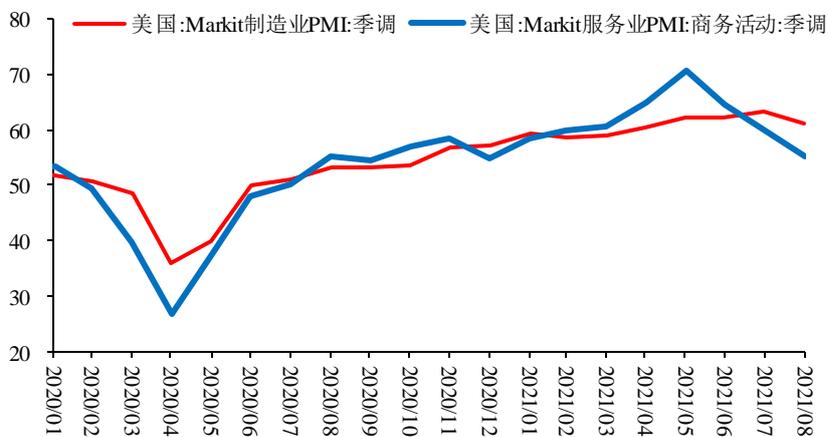
数据来源：Wind，安信证券

美国 8 月 Markit 制造业 PMI 为 61.2（前值 63.4），为近 4 个月以来的最低水平，服务业 PMI 连续 3 个月放缓至 55.2（前值 59.9），供应管理协会（ISM）统计的 8 月 PMI 初值表现也与之相似；欧元区和英国的 8 月制造业和服务业 PMI 也均出现了回落。

考虑到疫情对发达经济体的边际影响趋弱，PMI 掉头向下可能更多反映的是经济内生复苏动量的放缓。尤其是制造业景气度的回落，以及耐用品消费的走弱，将使得货物贸易需求趋缓，进而对大宗商品价格和我国的货物出口形成抑制，这在全球的商品和贸易数据、以及我国 7 月工业企业利润数据之中已有部分体现。

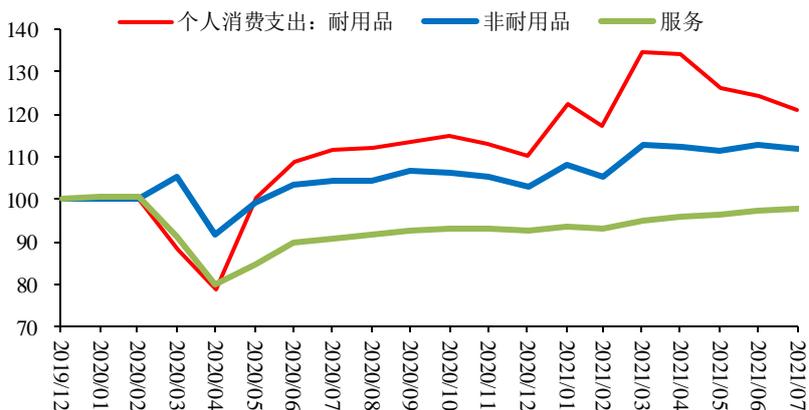
若以中国复苏的历程为参考，预计这一放缓的过程仍将在三四季度延续。

图5: 美国 Markit 制造业和服务业 PMI



数据来源: Wind, 安信证券

图6: 美国耐用品、非耐用品和服务消费 (定基数)



数据来源: Wind, 安信证券

注: 2019年12月为100

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_25900



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn