

维稳需求跨期调节 立足长远优化结构

——2021年9月宏观经济报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2021年09月03日

证券分析师

周喜

022-28451972

相关研究报告

- 就外部环境而言，在疫情方面，虽然病毒变异带来新的冲击，但是英国“与病毒共存”的模式是否具有普遍意义值得密切跟踪。在经济方面，疫情反复虽然阻滞了经济复苏的力度，并对复苏前景带来了扰动，但是复苏的趋势并未扭转，其中相较于需求，供给的韧性依旧明显，而且该韧性在发达经济体更为凸显。在政策方面，虽然美国货币正常化日渐临近，但其推进速度以及力度大概率将弱于2013年开始的上轮货币正常化。
- 就国内经济而言，基数抬升对于外需增长的压制愈加明显，疫情和自然灾害不仅加剧了消费扩张力度的不堪，也一定程度上影响了投资的进程。前瞻来看，在外需方面，基数抬升和转单逆转将令出口增速继续下行，进口增速的同步放缓虽有利于贸易顺差保持高位，但基数影响下，净出口对经济增长的拖累将难以改观；在内需方面，疲弱的基建投资有望改观，制造业投资延续恢复，房地产投资仍将承压，消费虽改善趋势未变，但疫情的短期冲击仍在。
- 就通胀前景而言，在CPI方面，在翘尾回落与食品价格回升的左右互搏中，其同比增速有望维持在1.0%左右；在PPI方面，新涨因素将推动其同比增速再上台阶；PPI和CPI同比增速剪刀差扩大下，企业盈利态势的分化将更为明显。
- 就调控政策而言，一方面“稳增长”诉求下政策呵护不可或缺，另一方面又需要尽量弱化呵护政策对经济结构的负面影响，这就是“跨周期调节”提法的应有之意，即在“长期”和“短期”，“稳增长”与“调结构”间实现战略平衡；在经济增长面临压力的情况下，结构优化的举措相继落地，这无疑彰显了管理层立足长远的决心。

风险提示：国际疫情发展超预期

宏观研究

证券研究报告

宏观月报

目 录

1. 全球疫情依旧严峻 QE 缩减渐行渐近	5
1.1 新增病例继续攀升 英国模式值得关注	5
1.2 经济延续复苏 结构问题仍突出	7
1.3 QE 缩减看就业 边际趋紧势难改	9
2. 短期冲击影响显现 通胀差异再度扩大	11
2.1 基数效应逐渐显现 净出口拖累经济增长	11
2.2 基数抬升叠加短期冲击 经济增速有所放缓	12
2.3 环比增速均有抬升 通胀异步再度强化	14
3. 维稳需求跨期调节 立足长远优化结构	16
3.1 景气水平继续弱化 需求不足愈加明显	16
3.2 稳信用备受关注 地方债发行加力	16
3.3 立足长远初心不改 优化结构多措并举	18

图 目 录

图 1: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据	5
图 2: 亚洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据	5
图 3: 欧洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据	5
图 4: 美洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据	5
图 5: 全球新冠肺炎日新增确诊和死亡病例对比	6
图 6: 英国新冠肺炎日新增确诊和死亡病例对比	6
图 7: 美国新冠肺炎日新增确诊和死亡病例对比	6
图 8: 以色列新冠肺炎日新增确诊和死亡病例对比	6
图 9: 英国、美国及以色列每百人新冠疫苗接种量对比	7
图 10: 美国制造业 PMI 指数	7
图 11: 欧元区及主要欧洲主要国家制造业 PMI 指数	7
图 12: 美国制造业产能利用率	8
图 13: 欧元区及欧盟制造业产能利用率	8
图 14: 美国 Markit 服务业 PMI 指数	8
图 15: 主要经济体服务业 PMI 指数	8
图 16: 美国消费者信心指数	8
图 17: 欧洲主要信心指数	8
图 18: 部分新兴市场国家制造业 PMI 指数	9
图 19: 中美两国是疫情后全球经济复苏的主要贡献者	9
图 20: 美国通胀情况	10
图 21: 欧洲通胀情况	10
图 22: 美国劳动参与率	10
图 23: 美国失业率	10
图 24: 中国进出口累计同比增速	11
图 25: 中国当月贸易顺差	11
图 26: 韩国出口同比增速	11
图 27: CCFI 指数	11
图 28: 固定资产投资累计同比	12
图 29: 制造业投资显著恢复	12
图 30: 社零累计增长情况	13
图 31: 中国失业率数据	13
图 32: 工业增加值同比增速	13
图 33: 工业增加值环比增速逐步回落	13
图 34: PPI 与 CPI 当月同比	14
图 35: PPI 与 CPI 环比增速	14
图 36: 农产品批发价格 200 指数	14
图 37: 主要大宗商品月均价变动幅度	14
图 38: CPI 翘尾因素	15
图 39: PPI 翘尾因素	15
图 40: 上、中、下游规模以上工业企业收入同比增速	15

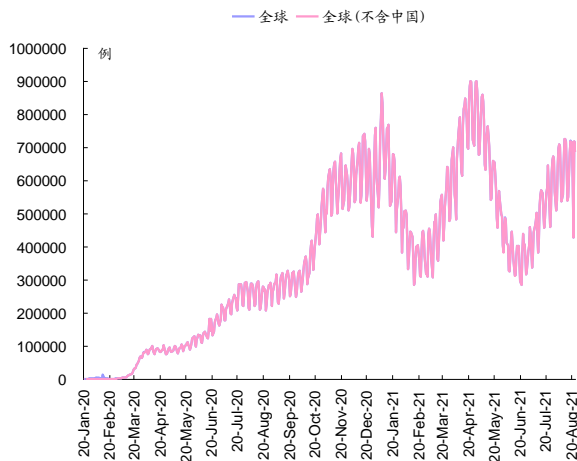
图 41: 上、中、下游规模以上工业企业利润同比增速	15
图 42: 中采制造业 PMI 指数	16
图 43: 中采制造业 PMI 生产及新订单指数	16
图 44: Shibor 利率走势	17
图 45: DR007 加权平均利率	17
图 46: 10 年期国债收益率	17
图 47: 2021 年公开市场净投放情况	17
图 48: 新增人民币贷款中票据融资占比对照	17
图 49: 6 月国股银票转贴利率	17
图 50: 公共财政收支同比增速	18
图 51: 全国政府性基金支出同比增速	18
图 52: 地方政府债周净融资额	18
图 53: 2021 年地方专项债发行进度	18

面对全球疫情的一再反复，供给端的恢复总体延续，而需求端所受冲击则相对明显，随着美国财政补贴的到期，劳动参与率趋势提升下失业率数据的进一步好转将最终触发美联储的 QE 缩减。就国内而言，外需的韧性无奈于基数的掣肘，在净出口延续拖累的情况下，国内需求改善缓慢且仍难免波折，稳增长诉求抬升的情况下风险防控不能偏废，相较于单一的逆周期对冲，兼顾“长短利益”的跨周期调节成为政策配伍的核心。

1. 全球疫情依旧严峻 QE 缩减渐行渐近

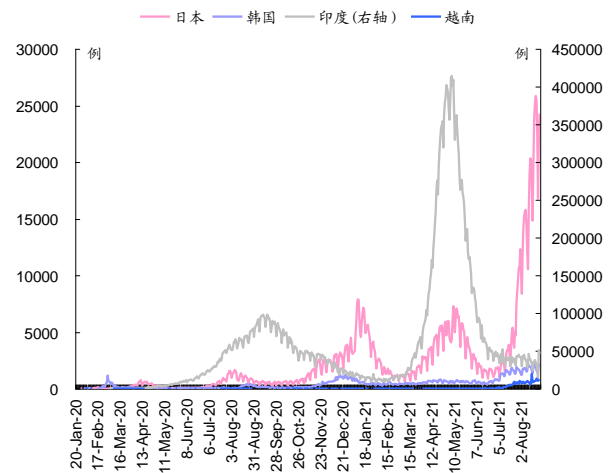
1.1 新增病例继续攀升 英国模式值得关注

图 1: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据



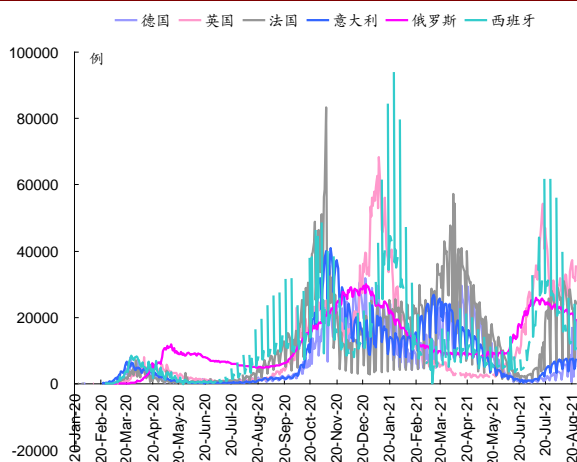
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 2: 亚洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据



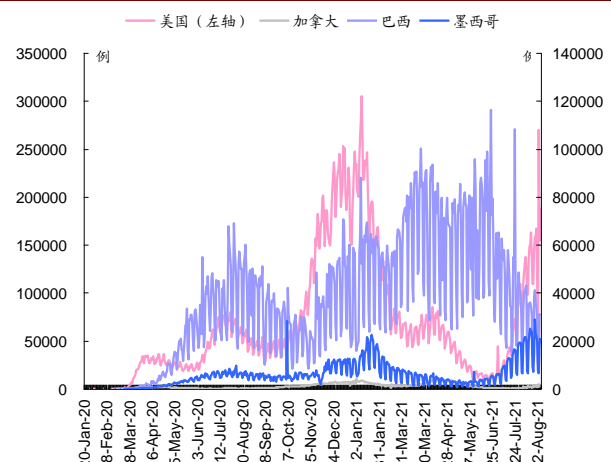
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 3: 欧洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 4: 美洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据

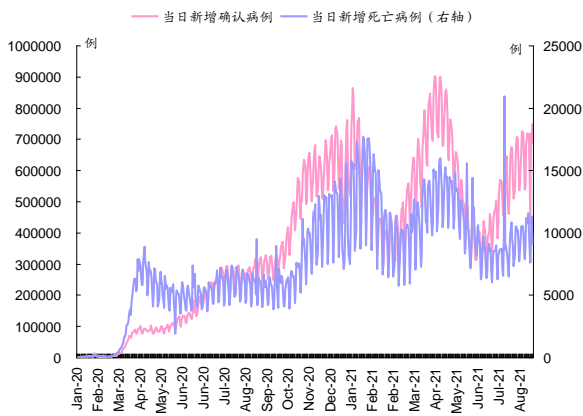


资料来源: Wind, 渤海证券研究所

数据显示，8月以来，全球日新增病例数延续攀升态势，截止8月末，其反弹高点已超过75万例，其中欧洲主要国家数据维持高位迟迟未能回落，美国则持续抬升，日韩及东南亚等国情形同样依旧严峻，病毒变异令疫情防控面临较大考验。

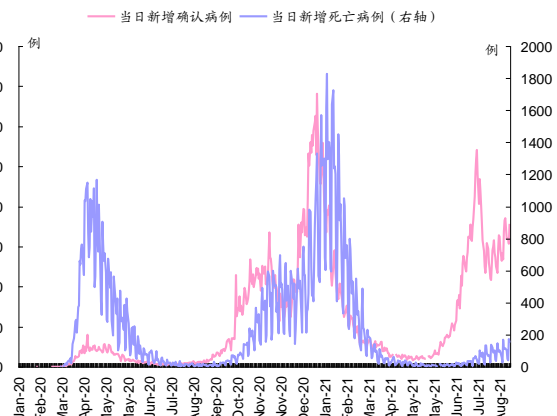
然而，在此轮疫情反复中，英国的新冠肺炎死亡病例并未跟随确诊病例数出现明显抬升，这是否说明英国所采取的“与病毒共存”的方略是成功的，值得我们密切关注：首先，全球数据显示，2020年疫情发生以来的三轮高潮中，死亡率逐次回落，医疗资源供给的提升及救治手段的完善无疑做出了重要的贡献；其次，对比以色列（疫苗接种率极高），在新一轮疫情反复中，其死亡率虽弱于前两轮，但程度则并不像英国那样明显，英国现象是否为个案值得观察与辨别。

图 5: 全球新冠肺炎日新增确诊和死亡病例对比



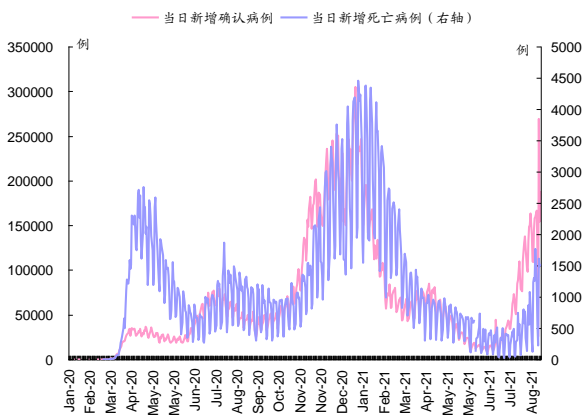
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 6: 英国新冠肺炎日新增确诊和死亡病例对比



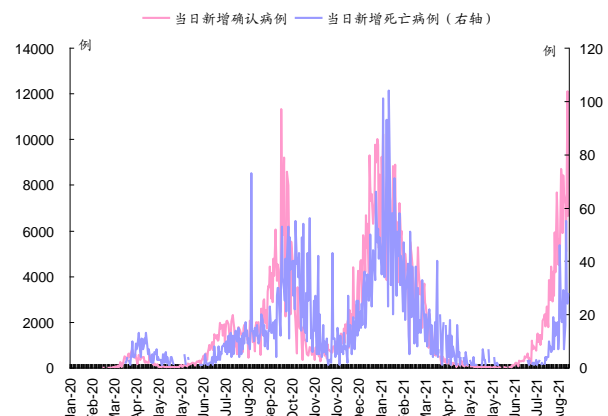
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 7: 美国新冠肺炎日新增确诊和死亡病例对比



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 8: 以色列新冠肺炎日新增确诊和死亡病例对比

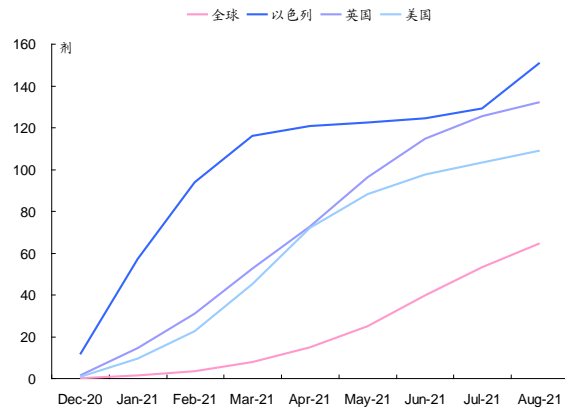


资料来源: Wind, 渤海证券研究所

总体而言，一方面病毒潜在的变异可能令新冠疫情防控前瞻仍存较大不确定性，另一方面，疫苗的接种在一定程度上降低了病毒的危害性，但同样面临着病毒变异的挑战，其中英国“与病毒共存”模式是单一个案，还是存在普遍性尚需时间

的验证，目前贸然放开人流管制仍存较大风险，于是持续推动疫苗接种和相当程度的人流管控均不可或缺。

图 9：英国、美国及以色列每百人新冠疫苗接种量对比

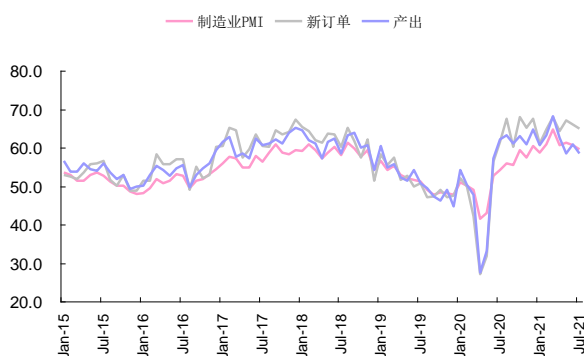


资料来源：Wind，渤海证券研究所

1.2 经济延续复苏 结构问题仍突出

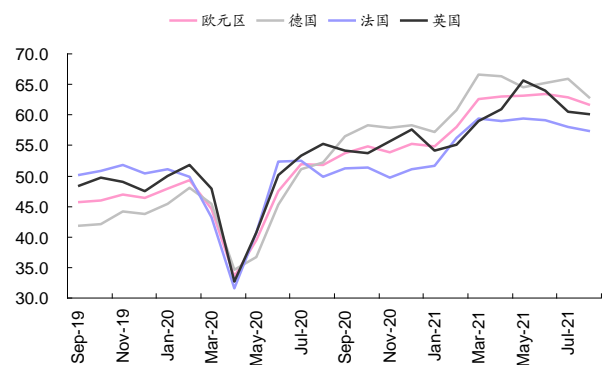
疫情反复虽然阻滞了经济复苏的力度，并对复苏前景带来了扰动，但是复苏的趋势并未扭转，而且随着疫苗接种的不断推进，病毒冲击趋弱依旧是大概率事件。数据显示，尽管美欧制造业 PMI 指数均有所回落，但是其扩张动力依旧强劲，叠加其产能利用率已回升至疫情前水平这一前提，我们认为疫情对于供给端的冲击愈加强化，特别是对于发达经济体而言，更是如此。

图 10：美国制造业 PMI 指数



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 11：欧元区及主要欧洲主要国家制造业 PMI 指数

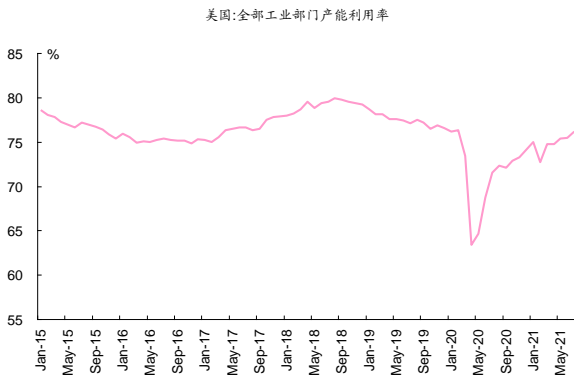


资料来源：Wind，渤海证券研究所

相较于此，疫情对于服务端的冲击依旧较强，英美两国的服务景气都出现明显回落，同时通胀高企以及对经济前瞻的担忧则加剧了美国消费者担心，其信心指数

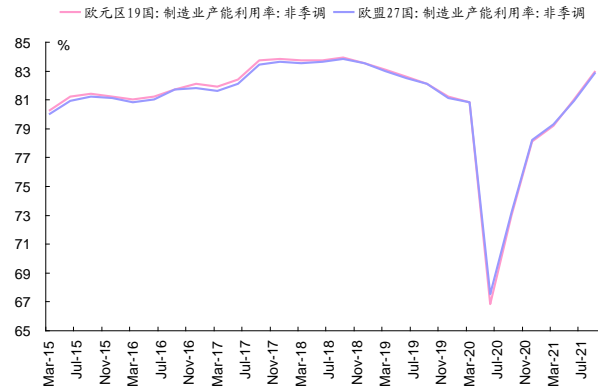
已回落至疫情发生以来的低点附近。

图 12: 美国制造业产能利用率



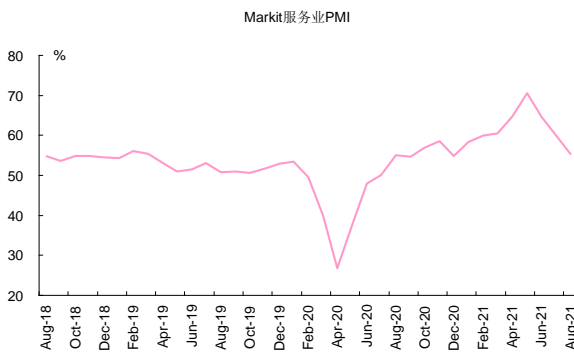
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 13: 欧元区及欧盟制造业产能利用率



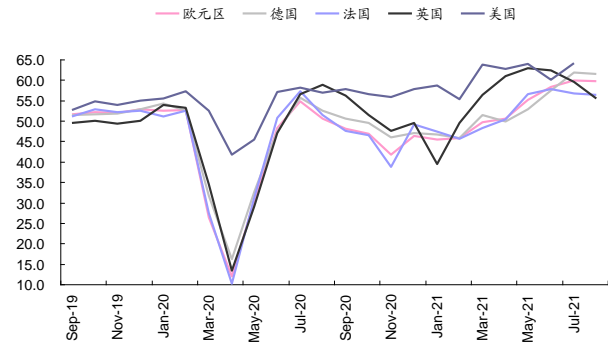
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 14: 美国 Markit 服务业 PMI 指数



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 15: 主要经济体服务业 PMI 指数



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 16: 美国消费者信心指数

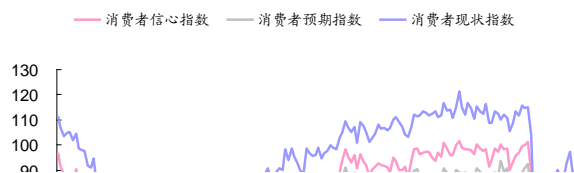
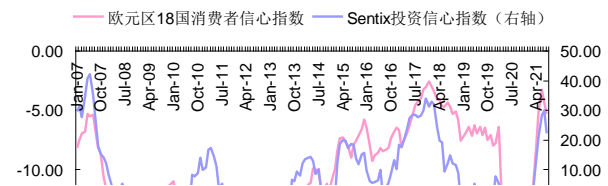


图 17: 欧洲主要信心指数



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_26110



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>