

## 中国经济下行 央行态度有所放松

### 宏观经济 2021年8月动态报告

#### 核心内容:

- **未来各国经济增速取决于疫苗接种速度** 中国经济与世界经济出现了背离，这种背离是新冠疫情下各国控制新冠疫情不同带来的。
- **中国经济下行，未来可能持续走低** 经济数据全面不及预期，虽然市场已经预料到经济会持续回落，但回落的速度加快。经济回落主要受到：(1) 全球受到新冠疫情的干扰，需求高峰已过，同时全球其他国家生产恢复，导致我国出口订单回落，出口相关企业生产回落；(2) 新冠疫情也同时影响了我国国内消费，再次严格的管制措施压制了国内消费的增长；(3) 严格的房地产调控已经带来效果，房地产投资增速快速走低；(4) 基建行业持续低迷，托底作用减弱；(5) 基数效应也压低了7月份经济指标。
- **货币政策悄然转变** 央行谨慎操作在缓慢变化。8月23日央行下半年信贷形势分析会上明确指出完成信贷任务仍需努力。证明现阶段信贷增速持续下滑已经引起央行重视，尤其是居民长期贷款下滑在一定程度上给与放行。9月10日为加大对中小微企业纾困帮扶力度，中国人民银行新增3000亿元支小再贷款额度。央行再次加大对中小企业的信贷支持。货币政策可能在4季度宽松，4季度可能再次降准。
- **物流决定全球通胀** 上半年通胀的主要形成机制一是生产和需求的不匹配，二是物流的紧缺阻断了产业链的正常运转，抬高了物价。现阶段大宗商品价格已经开始下行，通胀的关注焦点来到了物流能力上。运输价格指数开始拐头向下就意味着物流紧张开始缓解，全球通胀就变的可控。
- **全球主要央行均考虑货币正常化** 美联储8月会议已经表达了货币紧缩的意图，美联储加息可能加速，预计2023年会加息两次，激进一些的美联储委员预计2022年末开始加息。欧央行仍然坚持宽松，但欧洲其他央行已经陆续公布退出计划。新兴市场国家受到通胀和美元走强的双重冲击，货币政策空间已经不大。
- **美元震荡中走强** 美欧经济对比下，美国的发展势头仍然较好，欧洲经济虽然在恢复，但恢复速度变缓。同时美联储展现了货币收紧的意图，而欧央行仍然坚持宽松。美元指数下半年跟随美联储态度变化而动，预计在震荡中走强。

**主要风险：新冠疫情再暴发以及新冠疫苗失效的风险、通胀风险**

#### 分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

## 目录

一、我国经济回落 货币政策稍有变化 .....	3
(一) 新冠病毒成为经济需要长期考虑的因素 .....	3
(二) 疫情后经济复苏接近尾声 .....	4
(三) 美联储收紧渐进 .....	4
(四) 货币环境悄然变化 .....	5
二、国际经济观察 .....	5
(一) 美国：美国经济高位回落 美联储准备转向 .....	5
(二) 欧元区：欧洲经济回升 .....	10
三、国内经济：经济稳中回落 .....	12
(一) 制造业仍然回落 海外需求存在变数 .....	12
(二) 生产：工业好于预期，但生产高峰已过 .....	13
(三) 需求端：受疫情影响低于预期 .....	14
1、消费：消费增长好于预期，必需品消费唱主调 .....	15
2、投资：制造业平稳，房地产下行，基建低迷 .....	16
(四) 警惕通缩压力 原材料价格上行趋缓 .....	19
1、CPI：非食品走高带动 CPI 环比上行 .....	19
2、PPI：出厂价格上行趋近尾声 .....	21
四、金融：央行态度在悄悄变化 .....	22
(一) 央行对信贷投放谨慎 .....	23
(二) 货币市场利率平稳 .....	24
五、国内外主要风险 .....	24

## 一、我国经济回落 货币政策稍有变化

2021年上半年，新冠疫情仍然在干扰经济，全球整体表现出了后疫情时期的特征。经济整体处于修复增长阶段，全球贸易有所上升。新冠疫苗接种速度的不同以及新冠疫情的控制不同带来了全球经济恢复速度的不同。各国需求和生产恢复速度的差别以及交通物流的不畅带来了全球供给和需求的不平衡，从而使得商品期货市场的预期更为混乱。各国经济修复的程度以及通胀预期下，各国的货币政策出现分化。全球物流链条、需求链条、供给链条均处于不平衡的状态。

3季度我国经济持续下滑已经在预期之内，秋季生产高峰可能表现为“旺季不旺”，政策层面仍然在稳增长的基础上调整经济结构，经济的持续下行会延续至4季度。持续下行的经济会带来流动性宽松的预期，但流动性宽松在3季度可能难以到来。预计当4季度经济下滑至均衡水平之下，降准会再次开启，而降息也可能发生。要持续关注政策层面对房地产的态度，对房地产调控的放松才是我国货币层面宽松的标志。

这种复苏的不平衡状态会在下半年持续，但不平衡的程度会有所缓解，同时预期会更加稳定。新冠疫情仍然会干扰经济，但干扰的程度越来越弱，全球经济修复速度不减。IMF在4月23日对全球经济进行预测，提高了全球经济增长速度0.5个百分点至6.0%。发达国家的经济修复速度要快于发展中国家，主要源于美国大幅刺激经济计划的实施。

通胀预期上行直接影响了美联储的货币政策，已经使得部分新兴市场的货币政策转向。经济逐步复苏的过程中，发达国家央行退出的路线图已经逐步明晰，尤其是美联储的货币政策决议影响了全球货币进程。美国高涨的通胀预期以及明确的疫苗注册计划使得美联储退出货币宽松的时间临近，但预计退出的速度仍然是平缓的。美国及发达国家的央行收缩会带来全球市场风险下降，给新兴市场国家带来流动性压力。

中国央行的货币政策并没有根本性的改变，也即是说严格的房地产调控政策意味着紧信用并没有结束，而信用的收紧直接影响了全社会的流动性。8月23日央行召开下半年信贷形势分析会议，信贷收缩过快会影响经济增长，下半年需要稳定信贷增速。9月份央行再次发放3000亿支小再贷款。央行层面的货币操作已经有态度性的变化，我国货币政策在悄然转变，但更大的变化需要等待房地产信贷的放松。

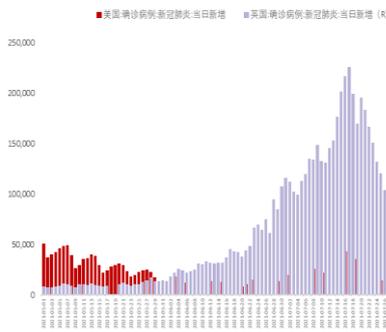
### （一）新冠病毒成为经济需要长期考虑的因素

新冠疫情的变异病毒Delta目前正在全球大范围传播。从英国开始，到美国以及亚太国家等均受到了新毒株侵袭，各国新增新冠疫情病例成倍增加，美国疫情重回了6月份前的高峰水平，9月初单日感染人数超过20万人。全球市场担忧新的变异病毒是否会打破各国的经济恢复。原油、铜等大宗商品价格也顺势回落以应对需求的减少。

新冠病毒再次全球大流行的概率仍然较小，但是新毒株会短期影响到各国经济运行，中国已经重申短期的旅行限制，东南亚国家也在考虑重新封闭，英国也在7月份再次限制出行，美国虽然没有做出重新限制出行的决定，但是感染病毒人数重新增高会冲击居民的消费信心。

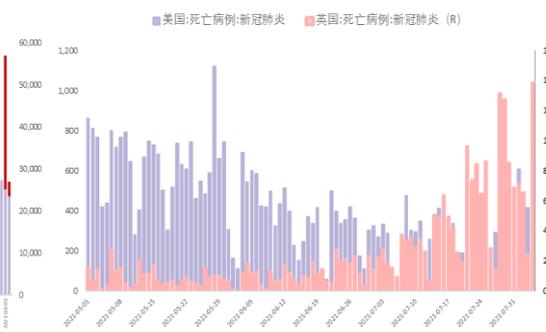
新冠病毒和新冠疫苗的注射仍然是影响全球经济运行的因素之一，由于疫情的复杂性，全球要做好与疫情共处的准备，预计这种“共处”与“冲击”的模式会在未来2年影响各国的经济运行。

图 1：英美新冠疫情单日新增人数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：英美每日新冠死亡人数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## （二）疫情后经济复苏接近尾声

全球疫情可能仍然要持续一段时间，全球经济已经对疫情有所适应，因疫情压制的需求复苏可能接近尾声。

全球需求快速增长阶段已经过去，需求进入平稳阶段。美国的财政补助措施临近结束，9 月份开始部分联邦州取消了特别补助，美国因救助刺激而来的需求会逐步回落，6 月份美国消费数据显示消费同比已经在下行。欧洲的消费增速也在回落，在现有疫情条件下，欧洲的消费反弹可能也接近尾声。

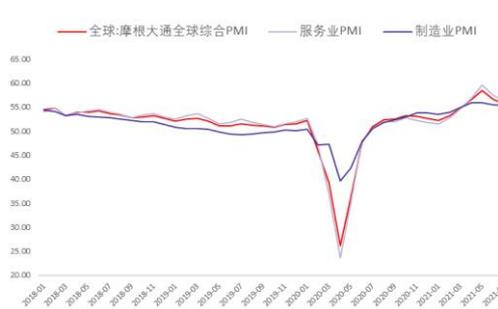
全球制造业生产趋于平稳。全球制造业保持平稳，8 月份数据显示生产国如中国、美国、日本、韩国等国家制造业 PMI 下行，新订单指数同样不乐观，显示全球需求和生产逐步恢复平衡。

图 3：美国和欧盟消费增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：全球制造业 PMI 指数 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## （三）美联储收紧渐进

美联储最新会议利率决议没有加息也没有缩减 QE 决定，但总结经济情况好转速度快于美联储预期，鲍威尔透露美联储内部对 Taper 已进行节奏和方式等细节的讨论。随后市场预期美国 taper 年内可以施行，最大的可能性是在 9 月份的会议中讨论行动方案，在 11-12 月份实施。美国不断好转的就业使得美联储的收紧政策更有依据，现阶段通胀仍然处于高位，但美联储认为通胀是一次性的，鉴于产业链仍然没有通畅，通胀的时间可能会较长。

美联储资产负债表已经发生变化，由于美联储提高了逆回购利率，货币市场隔夜逆回购量大增，证明美国市场流动性充裕。但美联储缩表已经渐行渐近，预计在 12 月份到来。

图 5：美联储资产（亿美元）

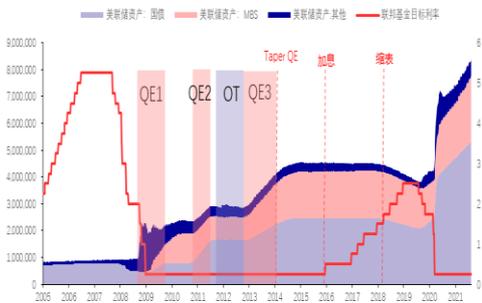
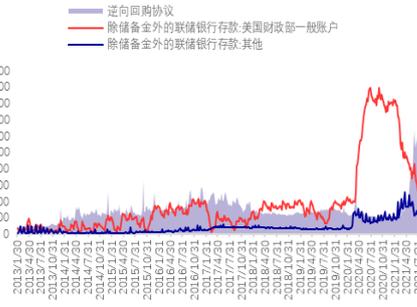


图 6：美联储逆回购与 TGA（亿美元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

#### （四） 货币环境悄然变化

2021 年年初信贷高峰过后，新增信贷和新增社融增速持续下滑，2 季度央行货币政策报告显示央行力图调整其货币政策至正常水平，央行对货币的整体口径仍然是谨慎的。同时房地产调控仍然没有结束，房地产信贷的收缩直接带来了整体信贷的萎靡。8 月份这种偏紧缩的信用环境在悄悄起变化：第一、央行谨慎操作在缓慢变化。8 月 23 日央行下半年信贷形势分析会上明确指出完成信贷任务仍需努力。证明现阶段信贷增速持续下滑已经引起央行重视，尤其是居民长期贷款下滑在一定程度上给与放行。第二、9 月 10 日为加大对中小微企业纾困帮扶力度，中国人民银行新增 3000 亿元支小再贷款额度，在今年剩余 4 个月之内以优惠利率发放给符合条件的地方法人银行，支持其增加小微企业和个体工商户贷款，要求贷款平均利率在 5.5% 左右，引导降低小微企业融资成本。

经济下滑会在 4 季度更加明确，4 季度货币政策有宽松的预期。经济稳定增长是下半年政府工作的主要目标，尤其是政治局 730 会议显示基建要在今年底明年初形成实物资产，这就意味着政策层面对年底和明年年初的经济增长有所忧虑。同时下半年预计原材料价格下行，全球通胀有所回落，来自于通胀的压力减少。货币政策可能在 4 季度宽松，4 季度可能再次降准。

## 二、国际经济观察

### （一） 美国：美国经济高位回落 美联储准备转向

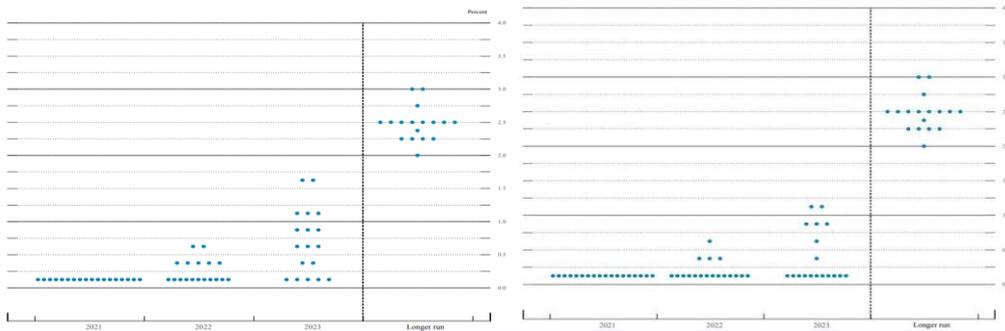
美国 8 月份经济高位回落，房地产、工业生产走低，消费保持高位下滑，通胀保持高位。产业链的供给压力已经影响到了美国的生产，最新的 PMI 数据显示原材料供应短缺仍然较为严重。劳动力市场出现了两级分化，一方面用工企业招工困难，一方面劳动者工作意愿不强，随着联邦补助的逐步消失，就业人数会出现上行。美联储态度开始转变，预计 12 月份缩减计划开始。

7月28日,美联储公布7月FOMC会议利率决议,美联储将基准利率维持在0%-0.25%不变,且维持1200亿美元月度债券购买规模不变。宣布建立两个常设回购工具SRF和FIMA。SRF是针对一级交易商和其他银行的国内回购工具,美联储将对国库券、机构债务证券和机构抵押贷款支持证券进行每日隔夜回购操作,最大操作规模为5000亿美元。该机制下的回购最低投标利率初定为25个基点,略高于隔夜利率的一般水平。FIMA是针对外国和国际货币当局的,美联储将根据需要与外国官方机构签订隔夜回购协议,并以其持有的由纽约联邦储备银行保管的国库证券为抵押。这一机制的利率初定为25个基点,每个交易方的限额为600亿美元。该常设回购工具的设立旨在缓解美元流动性压力。会后的新闻发布会上,美联储主席鲍威尔称,预计在取得成果之前采取宽松的立场,但距离缩债更近一步,此外他还表示理想情况下加息不会发生在缩债前面。

7月份会议没有加息也没有缩减QE决定,但是总结经济情况好转速度快于美联储预期,鲍威尔透露美联储内部对Taper已进行节奏和方式等细节的讨论。同时在声明中美联储指出经济活动与就业继续改善,经济已经朝着目标取得了进展,暂未因为疫情而改变对经济前景的积极看法。7月分会议并未给出点阵图,6月份的点阵图显示,2023年加息预期继续分化,有委员预期2023年要加息6次。6月份会议对今年的经济预测和通胀预测大幅上调。

图7: 美联储6月点阵图

图8: 美联储3月点阵图



资料来源: 美联储

资料来源: 美联储

美联储会后还宣布,保持当前每月1200亿美元的债券购买规模不变,也和市场预期一致。本次联储的QE购债指引和前五次会议一样,均表示:“将增加所持的美国债券,至少每月购买800亿美元美国国债和400亿美元机构住房抵押贷款支持证券,直到对实现美联储的充分就业和价格稳定目标取得实质性的进一步进展为止。”

6月份和3月发布的点阵图一样,所有美联储官员均预计今年利率保持不变,在2023年之后的更长时间内,多数联储官员预计利率会升至2.5%,高于联储长期目标2%。不同于上次点阵图的是:在18名发布预期的官员中,本次有7人预计2022年将加息,比上次这样预期的人数多3人,人数占比将近40%。本次18人中有13人预计2023年会加息,人数占比超过72%,比上次预期2023年加息者多6人。这意味着,本次有七成以上的美联储官员预计,联储会在2023年内加息,若一次加息25个基点,那么,本次有六成以上的多数官员都预计,到2023年末,美联储将在当前基础上至少两次加息。

7月29日,美国实际GDP年化季率公布,二季度美国实际GDP增长6.5%,高于前值6.4%,低于预期值8.5%,保持较平稳增长。7月23日,IHS Markit公布美国7月的制造业和服务业PMI初值数据,其中制造业PMI初值高于预期,创2007年有纪录以来新高,同期公布的服务

业 PMI 初值不及预期，有所下滑，但仍处于历史高位。7 月 Markit 制造业 PMI 初值 63.1，高于预期的 62.0 以及前值 62.1，创下 2007 年有纪录以来的最高水平。服务业 PMI 指数 7 月初值录得 59.8，不及预期的 64.5 和 6 月前值 64.6，不过仍处于较高水平。8 月 2 日，IHS Markit 公布美国制造业 PMI 终值为 59.5，略低于预期 60.9 以及前值 60.6。Markit 在数据报告当中指出，就业问题在 7 月仍然很普遍，目前仍难以为现有职位空缺寻找有经验的应聘者。制造业的关注点仍在于原材料和运输价格的快速增长，而服务业的关注点则是为吸引工人而提出的的高工资，以及更高的运输费用和燃料成本。7 月的 PMI 表明，虽然制造业和服务业新订单流入都出现不同程度的增长，尤其是制造业的新订单、海外需求增速显著，但受到原材料和劳动力短缺的拖累，产出增速放缓，总体来看是产能受限导致的应对需求能力受限，经济整体仍处增长阶段。

美国 6 月工业产出环比增长 0.4%，低于预测值 0.6%，制造业生产降低 0.1%。汽车行业受半导体持续短缺导致生产下降；除此之外，非金属矿产品和电气设备、电器和零部件的下降幅度超过 1.0%。非耐用品产量增长 0.2%。印刷和支持活动以及石油和煤炭产品的增幅最大，而纸张、服装和皮革的增幅最大。矿业和公用事业指数分别上行 1.4% 和 2.7%。6 月，季调后工业总产量比上年同期增长 9.52%，环比降低 0.19%，但比疫情前(2020 年 2 月)水平仍低 2.7%。6 月份工业部门的产能利用率上升 0.3 个百分点，达到 75.4%，比其长期(1972-2020)平均水平低 4.2 个百分点。

6 月份制造业产出降低 0.1%，耐用制造业指数下降 0.25%，其中大部分降低是由于机动车辆和零部件产量受限带来的。整车产量环比增长仅 1.59%，较上月 15.50% 大幅下降。非耐用品指数上升 0.17%。食品饮料及烟草、纺织产品、服装和皮革和纸制品等均有不同程度下降，印刷以及石油煤炭产品增幅均超过 1.3%，化工产品也有 0.62% 的增幅。6 月份制造业产能利用率下降 0.1 个百分点，达到 75.3%；采矿作业率上升 1.1 个百分点，至 76.7%，公用事业上升 1.8 个百分点至 74.5%。

图 9：美国 PMI 指数上行 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 10：美国工业产出月率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

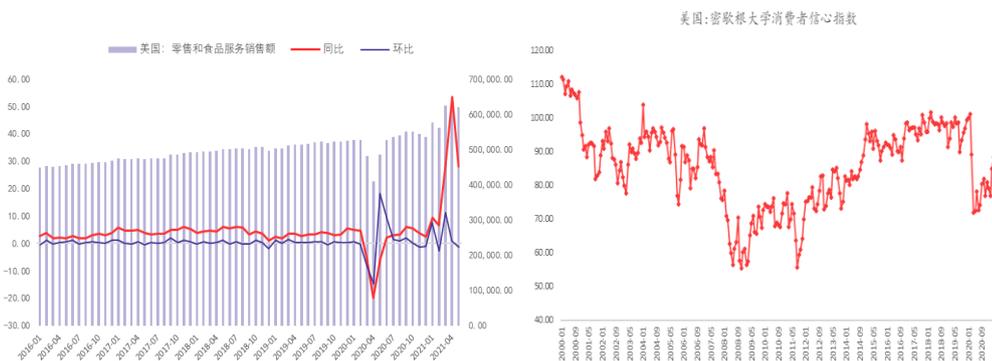
6 月 16 日，美国商务部最新报告显示，5 月零售销售月率下跌 1.3%，时隔三个月再次录得负值，远不及预期的下跌 0.7%，前值修正为 0.9%。核心零售销售同样不及预期，环比降 0.7%，不及预期增长的 0.2%，4 月数据被修正为下降 0.4%。数据显示，13 个主要零售类别中，有 8 个类别 5 月销售下降。受芯片短缺影响，5 月汽车和零部件的销售额下跌 3.7%；家具店、电子产品和建材的销售也出现下降。即便如此，美国 5 月零售商品总额依然高达 6202 亿美元，远高于 2020 年 2 月疫情爆发之前 5260 亿美元的水平。5 月餐厅销售额上涨 1.8%，这凸显疫苗接

种扩大对美国餐饮业的影响。随着疫苗接种范围扩大，目前超过一半的美国成年人接种新冠疫苗，这增加美国消费者对航空旅行、酒店住宿、外出就餐和娱乐等活动的需求，实物商品销售则受到挤压。

美国消费者信心指数在6月份跃升至近一年半最高水平。5月的信心指数从117.2向上修正为120。同时6月信心指数录得127.3，尽管通胀仍在上涨，但消费者信心指数在6月得以改善。在经济重新开放的情况下劳动力市场的乐观情绪日益增强，抵消了对通胀上升的担忧。消费者认为工作机会“充足”的消费者比例从48.5%上升到54.4%，认为工作“难以获得”的消费者比例从11.6%下降到10.9%。有18.6%的消费者预计其未来六个月的收入将会增加，高于5月份的16.2%。预计他们的收入下降的比例从9.3%下降到8.5%。消费者对当前状况的评估再次改善，表明第二季度经济增长进一步增强。消费者的短期乐观情绪反弹，受惠于未来几个月商业状况和自身财务前景将继续改善的预期。而短期通胀预期上升，这对消费者信心或购买意愿影响不大。事实上，计划购买房屋、汽车和主要家电的消费者比例均有所上升，表明短期内消费支出将继续支持经济增长。度假意向也有所上升，反映出服务支出的持续增加。

图 11: 美国零售额环比下滑 (%)

图 12: 密歇根大学消费者信心指数 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美国5月ADP就业人数增加97.8万，预期为增加65万，4月经修正后的数据为65.4万。美国私人部门就业数据最近几个月有明显改善，为复苏初期以来最强劲的涨幅，其中服务业提供了85万个工作岗位，而制造业提供了12.8万个岗位。ADP数据显示美国私营企业新增就业人数创近一年来最高；表明随着经济走强，企业在填补创纪录职位空缺上正取得进展。数据显示，休闲与酒店业与酒店业的就业开始焕发活力，这两个行业在疫情中受损最为严重。5月日新

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\\_26718](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26718)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn