中航证券研究所
公司首席经济学家：董忠云（S0640515120001）
分析师：成果，CFA（S0640520070001）
研究助理：朱可卿（S0640120040003）
电话：010-59219561
邮箱：chengg@avicsec.com

主要央行扩表拐点预示全球经济快速扩张接近尾声

宏观点评报告　　2021 年 07 月 04 日

摘 要

- 货币政策变化领先于全球经济活动，且与经济周期存在较好的相关性：全球主要央行总资产同比增速领先全球 PMI 约四个月。
- 全球四大央行——美联储、欧洲央行、日本银行和中国人民银行的合计总资产同比增速拐点已在今年 3 月份出现，全球流动性开始收缩。随着世界各国疫苗接种进程的稳步推进、经济的持续复苏，各国央行扩表速度均将继续回落，或预示着全球经济快速扩张的结束。
- 中国在疫情中“先入先出”，经济复苏领先于发达国家。我们建立的中航证券中国经济周期指标显示中国经济在 5 月份拐点初现，已迈入放缓期。时间差异使中国能较好地成为本轮全球经济周期的先行指标，因此发达国家的经济复苏将陆续见顶也是大概率事件。该判断可与全球流动性收缩相互佐证。
- 虽然 Delta 变体传播性较强，已成为多国新增新冠确诊病例的主导病毒，各国也不同程度收紧疫情防控措施加以应对。但实验数据显示，现存疫苗对 Delta 变体有效，接种疫苗仍是对抗 Delta 变体传播的最佳方式。因此我们认为，Delta 变种只会影响经济复苏的节奏，很难扭转经济复苏的方向，全球流动性边际收紧的趋势也不会出现根本性变化。
- 世界经济复苏最快的阶段若告一段落，因供需错配而支撑大宗商品上涨逻辑也将被削弱，供给的修复与需求的减弱将对大宗商品价格产生压制，这加强了我们前期对于大宗商品进入筑顶期的判断。
- 四象限图显示中国经济已迈入放缓阶段，国内利率趋势性向上的可能性降低。

股市有风险入市须谨慎

中航证券研究所发布　证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

一、潮水退去，全球经济扩张或接近尾声

货币政策变化领先于全球经济活动，且与经济周期存在较好的相关性。我们利用四大央行——美联储、欧洲央行、日本银行和中国人民银行的合计总资产同比变化作为全球流动性变化的表征，以 PMI 作为经济活动表征，发现其二者存在较为明显的正向关系。可以认为货币的扩张与收缩是经济周期的核心驱动力量，其中货币对制造业的促进作用尤为明显。2020 年疫情期间也不例外，为应对疫情对经济造成的影响，央行整体上的扩表行为直接驱动了世界经济的复苏。

图 1：货币政策推动了全球经济活动周期

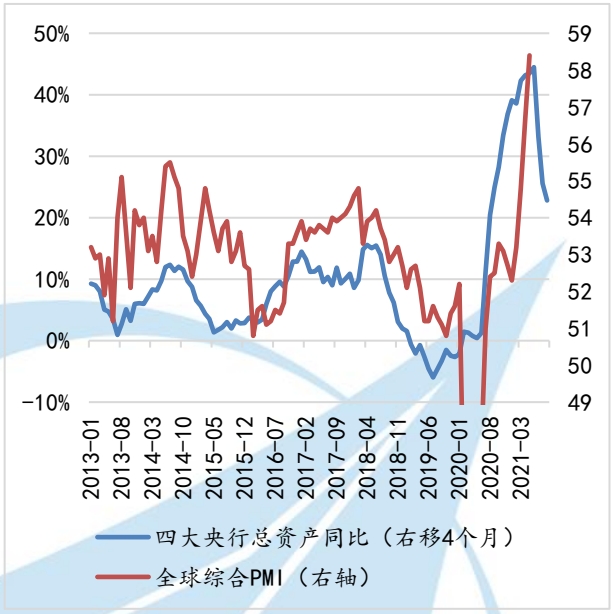
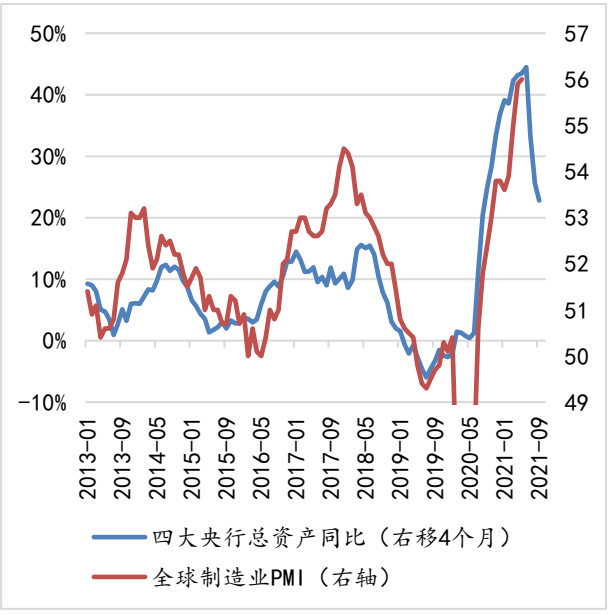


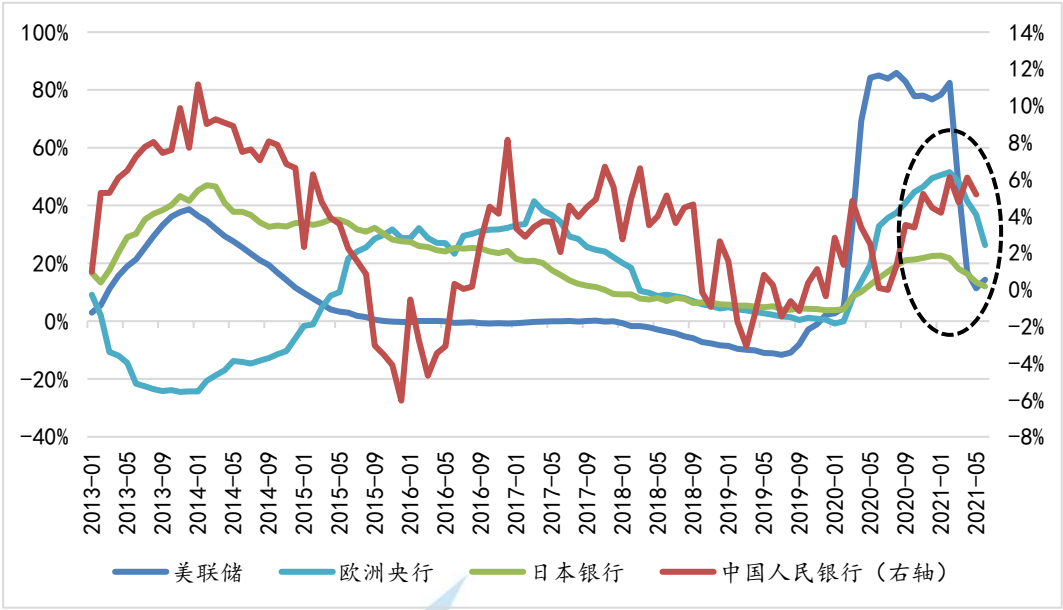
图 2：流动性变化与制造业景气度的相关性尤为明显



数据来源：Bloomberg，Wind，中航证券研究所

然而全球四大央行合计总资产同比已在今年 3 月份出现拐点，宽松的流动性已开始边际收缩。随着世界各国疫苗接种进程的稳步推进、经济的持续复苏，各国货币政策逐渐回归正常的概率不断加大，央行扩表速度也将继续走弱，或预示着全球经济快速扩张的结束。

图 3：全球四大央行资产负债表变化均呈现收缩迹象

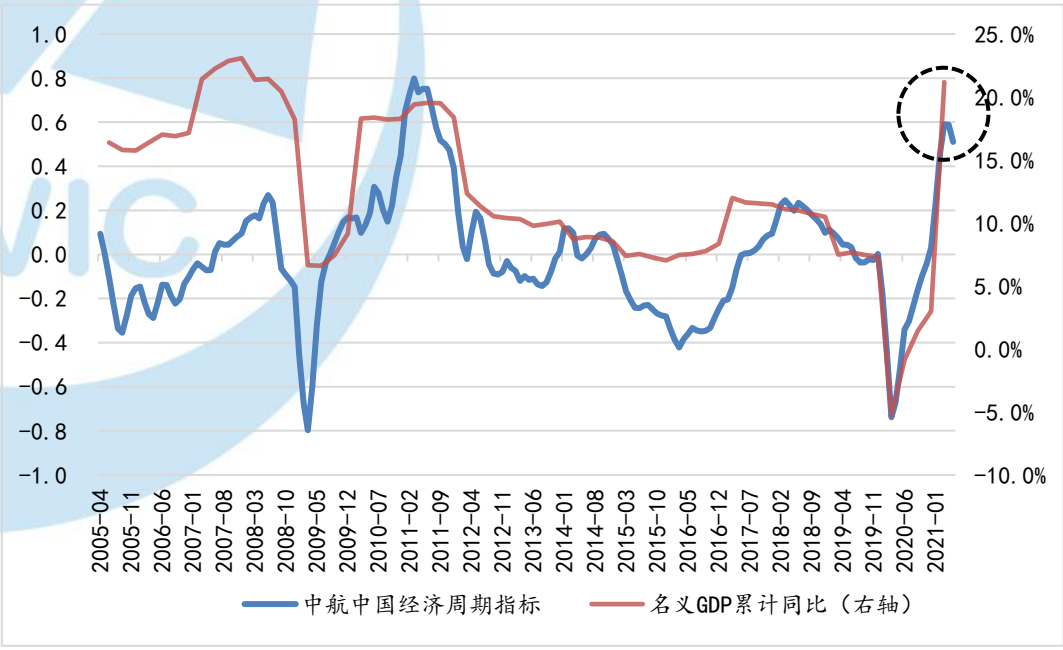


数据来源：Bloomberg，中航证券研究所

二、中国经济拐点初现，发达国家大概率紧随其后

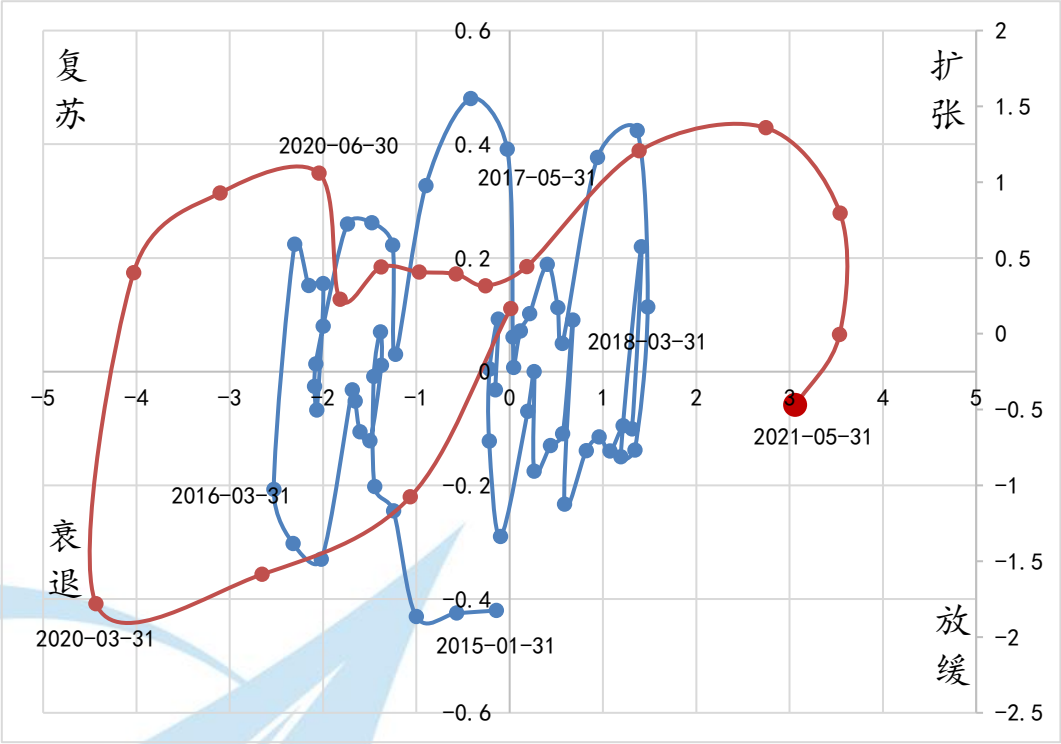
我们于 2021 年 6 月 21 日发布的《模型验证：中国经济拐点初现》中介绍了我们建立的中航证券（以下简称“中航”）中国经济周期指标。该指标显示中国经济在历经 1 年的扩张后，拐点于今年 5 月份初次显现。

图 4：中航中国经济周期指标与中国名义 GDP 累计同比



数据来源：Wind，中航证券研究所

图 5：中航中国经济周期指标显示中国经济已迈入放缓期



数据来源：中航证券研究所

注：蓝线（2015.01.31-2019.11.30，中轴）；红线（2019.12.31-2021.05.31，右轴）

我们将中航中国经济周期指标放在体现经济周期循环的四象限图中，横轴为中航中国经济周期指数，纵轴为指数的环比涨跌。当经济周期指数为负并在上行阶段时经济处于复苏时期，当指数由负转正后经济开始扩张，当指数筑顶回落代表着经济放缓，当指数跌至 0 以下经济开始衰退。中航中国经济周期指标显示中国在 2020 年初疫情期间经济处于衰退时期，在疫情得到控制后经济开始复苏、扩张，而最新的数据显示中国经济在历经了一年的扩张后开始放缓。

中国在本次疫情中“先入先出”，经济复苏节奏整体领先于发达国家，由于时间差的存在，中国成为本轮全球经济走势的先行指标。随着疫苗落地，疫情得到有效控制，中国经济已迈入放缓阶段，发达国家的经济复苏将陆续见顶也是大概率事件。这一判断可以和全球四大央行总资产同比变化走弱相互验证，一同预示着世界经济复苏最快的阶段已经过去。

三、Delta 变种席卷全球，对货币政策退出产生不确定因素？

Delta 变体较早期病毒变体拥有更强的传播性，使其成为目前多国新增确诊病例的主导毒株。各国迎来新一波疫情冲击，一定程度上打断了经济复苏的进程。然而我们认为 Delta 毒株无法扭转各国货币政策正常化的步伐。

为了控制新一轮疫情传播，世界各国已不同程度地收紧疫情防控措施。澳大利亚悉尼已经开启为期两周的封锁，英国已延长对全国范围内商业活动和大型活动的限制政策，马来西亚也延长自 6 月 1 日以来的全国性封锁政策，香港特区对英国实施地区性航班“熔断机制”，美国洛杉矶县和以色列都重新推行了室内需带口罩的相关政策。

虽然 Delta 变体传播性较强且疫苗对其效果削弱，但疫苗对该病毒依然有效，可高效预防住院。苏格兰公共卫生部的 Sheikh 等人 6 月 14 日在《柳叶刀》医学杂志上发表的研究显示，接种第二针新冠疫苗的两周后，与对 Alpha 变种相比，辉瑞/BioNTech 疫苗对 Delta 变种的有效性从 92%下降至 79%，阿斯利康/牛津大学疫苗的有效性从 73%下降至 60%。两款疫苗针对新冠病毒 Delta 变种的有效性虽然下降，但数据表明，疫苗对该变种依然有效。美国斯克利普斯研究所副总裁 Eric Topol 表示，接种疫苗仍是对抗 Delta 变种传播的最佳方式。英国公共卫生署 6 月 14 日发布数据显示，在对年龄、临床上极度脆弱人群、种族和测试周的调整后，疫苗在应对 Delta 变种所致住院时，仍有较高效力。辉瑞/ BioNTech 疫苗在第一针注射后预防住院效力为 94%，两针后为 96%，阿斯利康/牛津大学疫苗这一数据分别为 71%和 92%。虽然疫苗对 Delta 变种的有效性降低，但疫苗仍可保持较高的预防住院效力。

表 1：疫苗对 Delta 变种有效性虽有所降低，但仍有效果

	针对 Alpha 变种有效性	针对 Delta 变种有效性
辉瑞/BioNTech	92%	79%
阿斯利康/牛津大学	73%	60%

数据来源：苏格兰公共卫生部，中航证券研究所

表 2：疫苗可高效预防 Delta 毒株造成的住院

	Alpha	Delta
辉瑞/BioNTech		
第一针	83%	94%
第二针	95%	96%
阿斯利康/牛津大学		
第一针	76%	71%
第二针	86%	92%

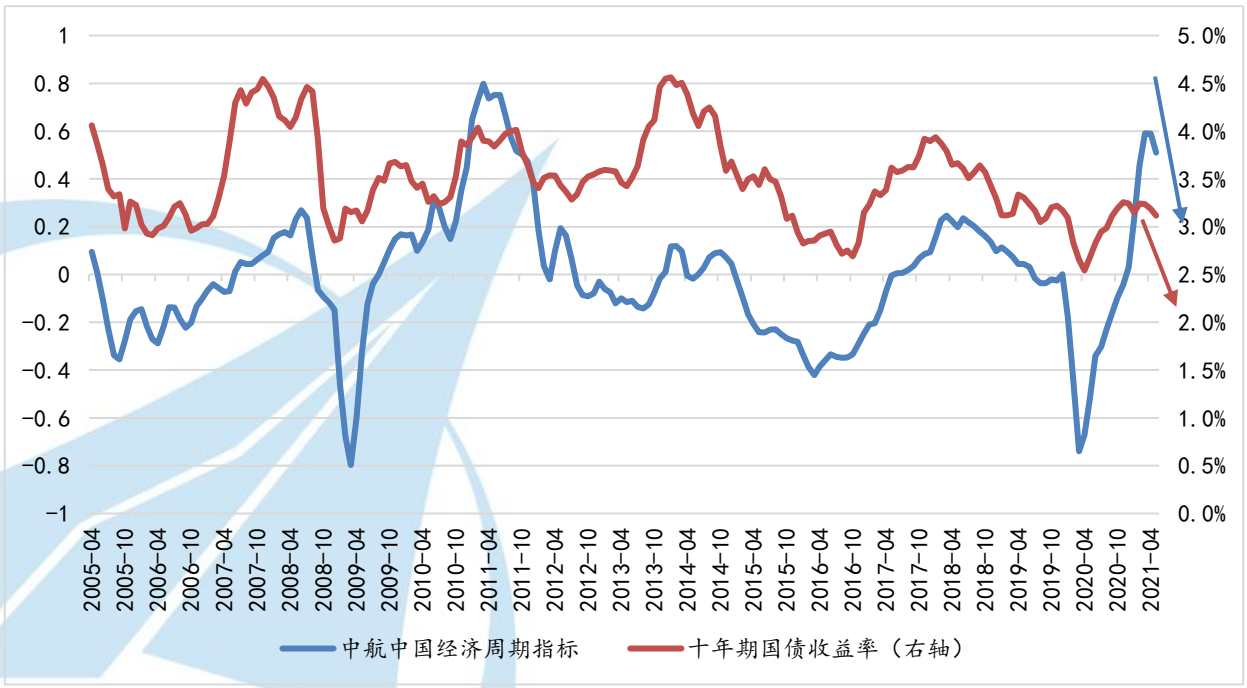
数据来源：英国公共卫生署，中航证券研究所

综上，我们认为 Delta 变种只会影响经济复苏的节奏，但很难扭转经济复苏的方向，全球流动性收紧的趋势也不会出现根本性变化。

世界经济复苏最快的阶段若告一段落，因供需错配而支撑大宗商品上涨逻辑也将被削弱，供给的修复与需求的减弱将对大宗商品价格产生压制，这加强了我们在 5 月 16 日发布的《债商罕见背离，通胀失控可能性小》以及 6 月 28 日发布的《原油价格或正在筑顶》中对大宗商品价格已经进入筑顶期的判断。

随着中国经济扩张的放缓，国内利率趋势性向上的可能性也在不断降低。国内利率与经济存在趋势上的正相关性，四象限图中显示中国经济已在 5 月迈入放缓区间。后续利率大概率维持与经济同步，出现单边上行的情况可能性较小。

图 6：中航中国经济周期指标与十年期国债收益率



数据来源：中航证券研究所，Wind

风险提示：新冠疫情反复，经济恢复不及预期

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持　：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性　：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持　：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，中国社会科学院金融学博士，中航证券首席经济学家。
成果，CFA，SAC 执业证书号：S0640520070001，中国人民大学管理学学士，波士顿大学工商管理硕士，中航证券研究所首席策略分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。