

价格正在起变化

——宏观经济和资本市场展望

中泰宏观首席分析师 陈兴 博士

执业证书编号：S0740521020001

2021.2

内容概要

- 低基数使得今年经济同比增速将很靓丽，但对于“高增长”需要理性看待，稳杠杆下社融增速拐点已出现，增长动能的高点已过。
- 今年经济恢复的动力将由外生转为内生，制造业投资和消费这两块在去年恢复偏慢的部分或将成为年内经济复苏的亮点。增长的拉动力量由“快变量”切换到“慢变量”，这也意味着复苏的斜率趋于平缓。
- 量的增长平平无奇，而价格成为关键变量，重点关注三个方面：
 - **一是物价的变动。**CPI受制于高基数和猪周期，上行风险不高，但需跟踪猪瘟疫情变化。PPI受全球大宗商品价格上涨带动加速上升，存在输入通胀的压力。16年PPI上行期价值风格占优，但这次领涨品种不同，原油代替了16年的钢铁。
 - **二是汇率的走势。**美国疫情已得到控制，加上疫苗推进，或使其经济加速改善，且民主党执政时期美元趋于走强。今年美元相对于人民币可能会变得更贵。
 - **三是资金的价格。**贷款利率或将见底回升，而这会增厚价值蓝筹股的盈利，特别是金融行业在利率上行中更为受益。但对于债市而言，利率短期趋于震荡，尚待转机。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期**

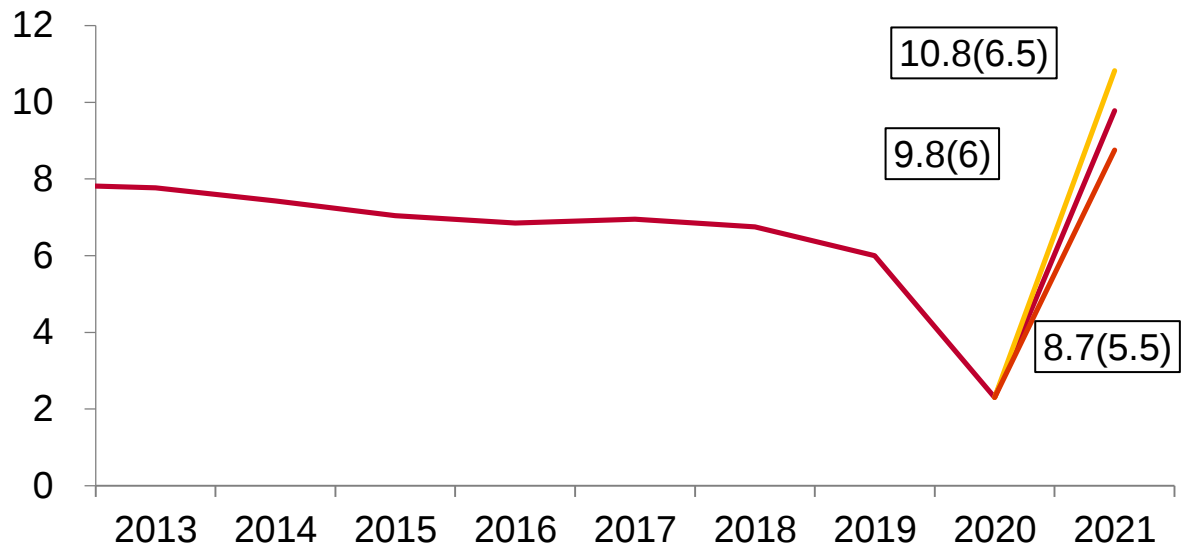
目录

1. 增长动能高点已过
2. 复苏斜率由快到慢
3. 价格成为关键变量
4. 资产配置依价而动

理性看待“高增长”

- 由于疫情导致去年同期的基数较低，今年经济增长的同比增速从数字上看，将会特别靓丽，增长速度能够接近甚至超过两位数，但对于这一“高增长”，我们需要理性看待。
- 今年即便GDP实际增速达到10%左右，放在两年内来看，意味着年均增速也仅6%，和19年底的水平基本相当。

我国GDP增速预测值及相对应的近两年年均增速 (%)

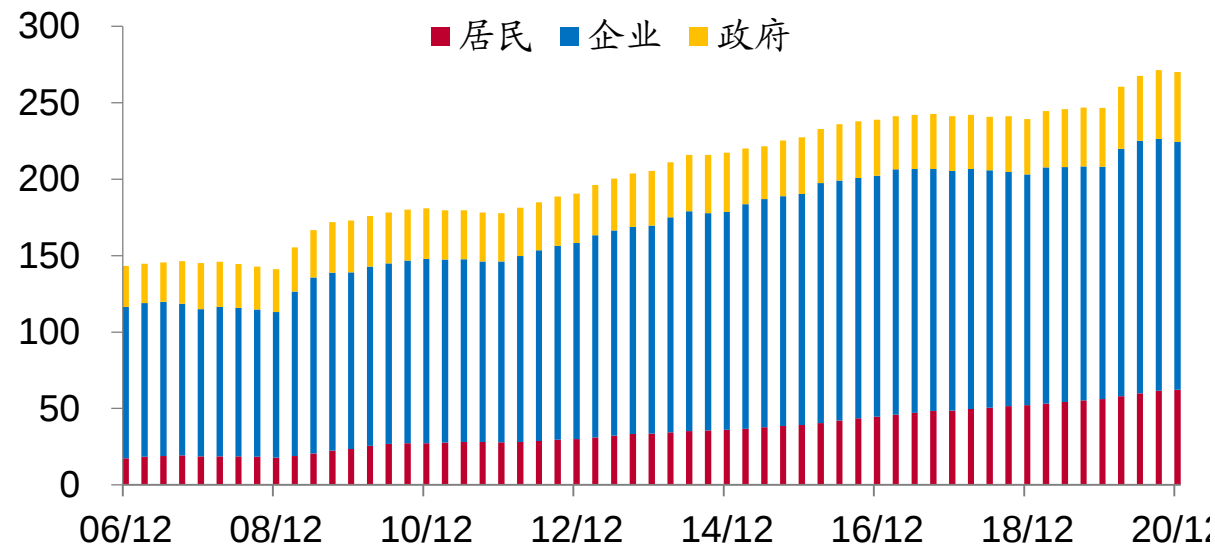


来源：Wind，中泰证券研究所

杠杆率由升转稳

- 为应对疫情给经济增长带来的冲击，20年我国财政和货币政策“双管齐下”，稳增长的同时也使得宏观杠杆率再度上升，20年底实体经济部门杠杆率较19年底上行近24个百分点，其中居民、企业和政府部门均有走高。
- 而央行表示，今年要保持宏观杠杆率的基本稳定。

实体经济部门杠杆率 (%)

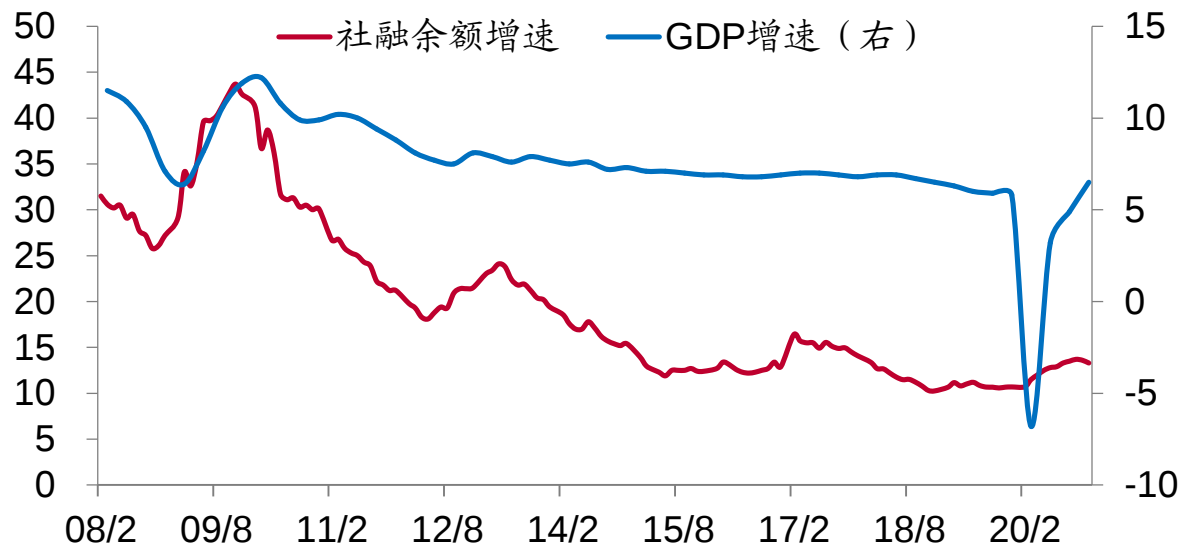


来源: Wind, 中泰证券研究所

社融拐点出现

- 从信用周期的角度来看，社融是领先经济的重要指标。在稳杠杆的背景之下，当前社融的拐点已经出现，社融存量增速已连续三个月下滑。

社融增速领先经济增速变化 (%)

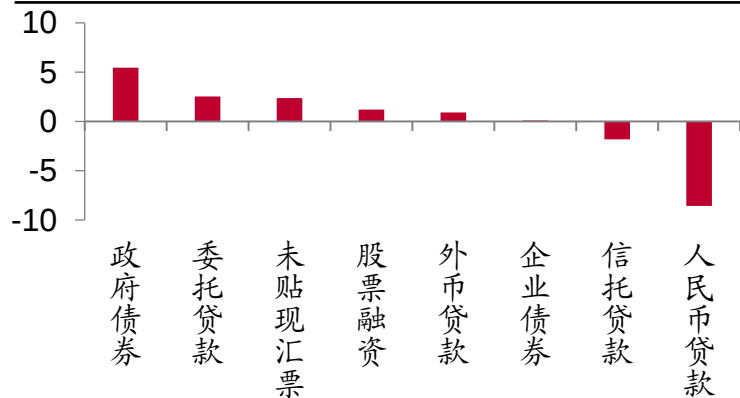


来源: Wind, 中泰证券研究所

社融依赖政府支撑

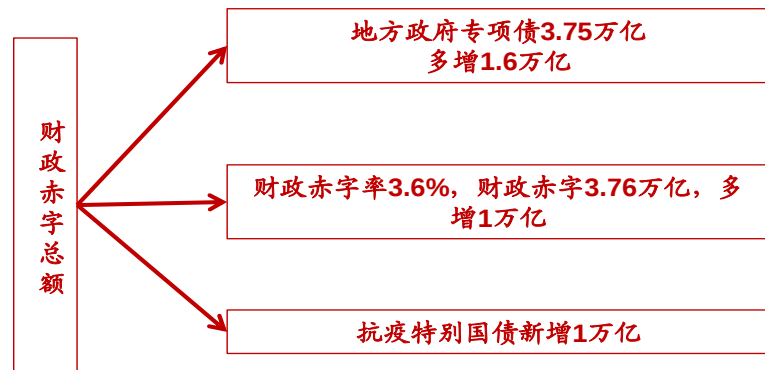
- 20年社融增速上行，很大程度上来自于政府融资的贡献，新增社融中政府债券融资占比从19年的不足19%提高到20年的接近24%，上行幅度超过5个百分点。
- 而这得益于积极财政政策的加码，20年财政总赤字同比较19年多增3.6万亿元。

20年新增社融各分项占比变化 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

20年新增财政总赤字的结构

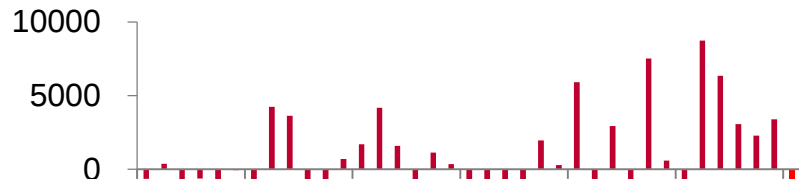


来源：财政部，中泰证券研究所整理

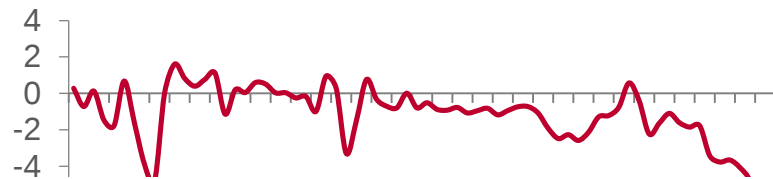
政府融资面临收缩

- 但今年政府融资的规模或将面临收缩，21年1月新增社融中政府融资同比减少超过5000亿元，成为社融增速下行的主要拖累。
- 我们预计，21年全年广义财政赤字率将从20年的8.4%回落到6.4%左右，这意味着政府融资拖累社融的情况或将持续。

社融中政府债券同比多增额（亿元）



我国广义财政赤字率及预测（%）



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_18022

