



# 内稳外升，守正出奇

## ——2Q2021宏观经济与大类资产配置展望

总量研究中心

宏观经济组

分析师：段小乐

执业编号：S1130518030001

联系人：杨一凡、杨海帆

DATE: April 1, 2021

**一：国内：增速无虞，提质为先。**6%的年度增长目标更多体现的是“稳增长”的底线思维，以及不管“大水漫灌”、“强刺激”的预期管理，全年实际GDP增速有望达到9%左右。经济结构存在“三增一稳一减”特征，即消费、出口和制造业投资仍是增长的主要驱动力，基建投资在财政支持下有望趋稳，地产投资存在一定的减速压力但韧性仍存。通胀在PPI端二季度上行压力最大，CPI全年上行压力不高。货币政策更多体现“稳”在，M2与存量社融增速在2季度仍将放缓，但放缓节奏相对温和。狭义财政表面扩张力度依然较高，但广义财政退出力度相对较大。

**二、海外：长端利率上行背景下，美联储何去何从？展望美国2季度GDP：**预计同比增速大幅回升。**展望2季度美国劳动力市场：**复苏分化将有所收敛。从货币政策来看，美联储货币政策仍然保持宽松，通胀不会成为制约货币宽松的因素。鲍威尔认为美债长端收益率的飙升对金融市场的影响现在还可控，“扭曲操作”作为重要的“子弹”还没有到他发挥作用的时候。**我们认为，2季度美联储对货币政策重点关注点：劳动力市场>金融市场>通胀，**若后续美债收益率仍然出现超预期的上升，我们认为比起量化宽松加码，扭曲操作的概率较大，主要由于：1) 群体免疫最快有望在2季度末3季度初实现，当前美联储资产负债表规模已经远超08年金融危机，扩表“弊”大于“利”；2) 2季度市场对通胀的敏感度仍然较大，扭曲操作能够部分规避通胀风险。美联储具体在什么情况下才会使用“扭曲操作”？可能需要同时满足以下两点：1) 仅是从阈值来的话，10年名义美债收益率至少要等攀升到1.8%左右，不然扭曲操作对长端利率的影响有限；2) 金融市场波动加剧，当前美股股息率仍然高于美债收益率，所以波动仍然相对可控，但是若后续出现反转，VIX会出现大幅飙升，那么届时不排除美联储会使用扭曲操作来平复市场情绪，且从历史经验来看，扭曲操作短期对资产价格的影响仍存在较为明显的提振作用。欧洲经济复苏较慢，货币刺激加码。新兴市场生产和出口加速恢复，债务隐忧仍存。

**三、大类资产：风险资产性价比回落。**2季度美债收益率曲线将从“剧烈上行”转向“平淡上行”，从对10年美国名义债券收益率贡献度来看，我们认为实际风险溢价>流动性溢价>通胀风险溢价和预期通货膨胀率。2季度美元取决于通胀、消费和利率之间的竞赛，美元存在上行动力，但是若后续使用扭曲操作的话，可能利率层面对美元的提振将会有所回落。2季度名义美债收益率的上行会持续对美股估值形成压力，但是基本面在2季度仍然会对美股形成一定的支撑。从A股来看，未来估值的回落幅度和流动性的边际变化将是A股企稳的两个观察点。2季度人民币单边升值告一段落，但并不会大幅贬值，美债收益率的上行其实有利于我国汇率机制及市场的自我修复调整。2季度中债上行空间有限，无论是通胀预期、实际利率还是利率供给压力，都不是特别大。2季度原油价格上需注意短期调整风险。实际利率+美元指数回升将进一步抑制金价。2季度美国房地产拐点出现概率较高，静等回落。

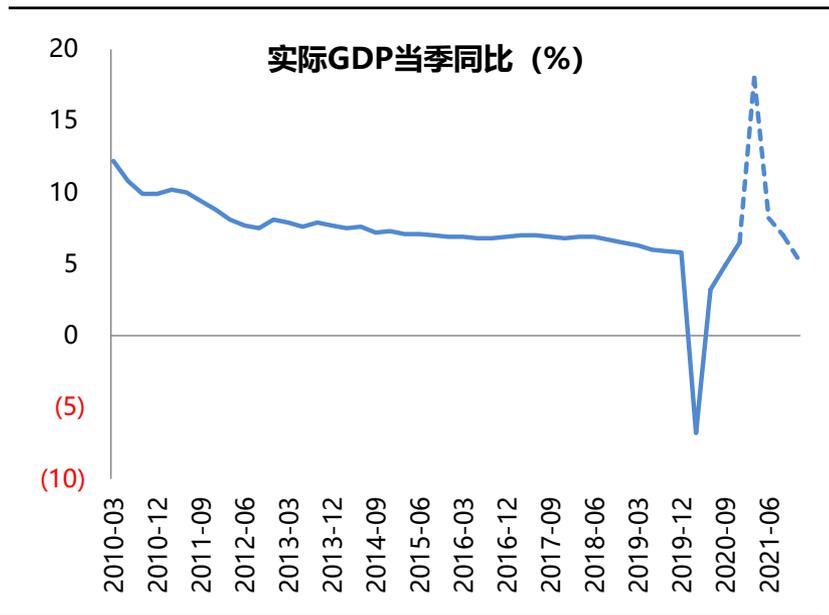
**风险提示：**疫情变异风险、需求不及预期风险和通胀快速上行带来的滞涨风险。

一、国内：增速无虞，提质为先-----	P4
二、海外：长端利率上行背景下，美联储何去何从？-----	P18
三、大类资产：风险资产性价比回落-----	P29

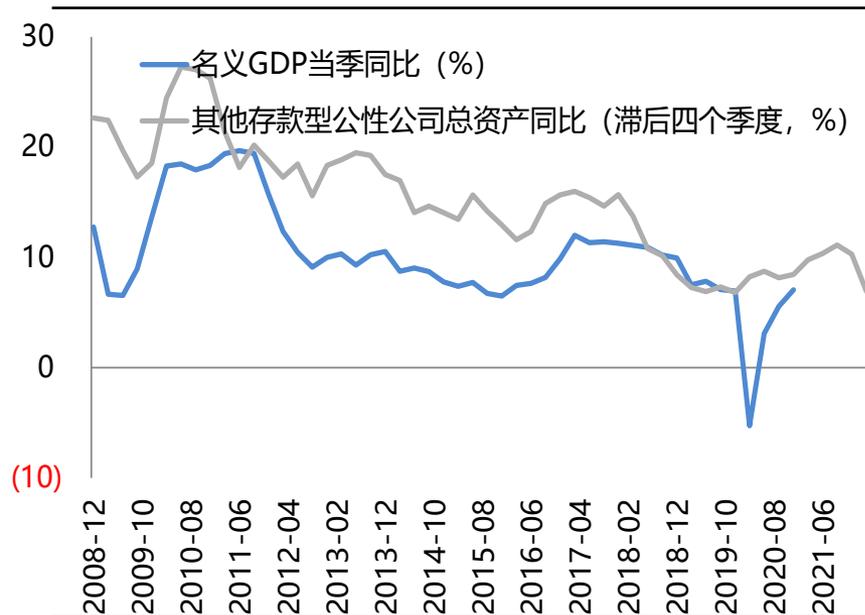


## 一、国内：增速无虞，提质为先

图表 全年实际GDP增速有望达到9%左右

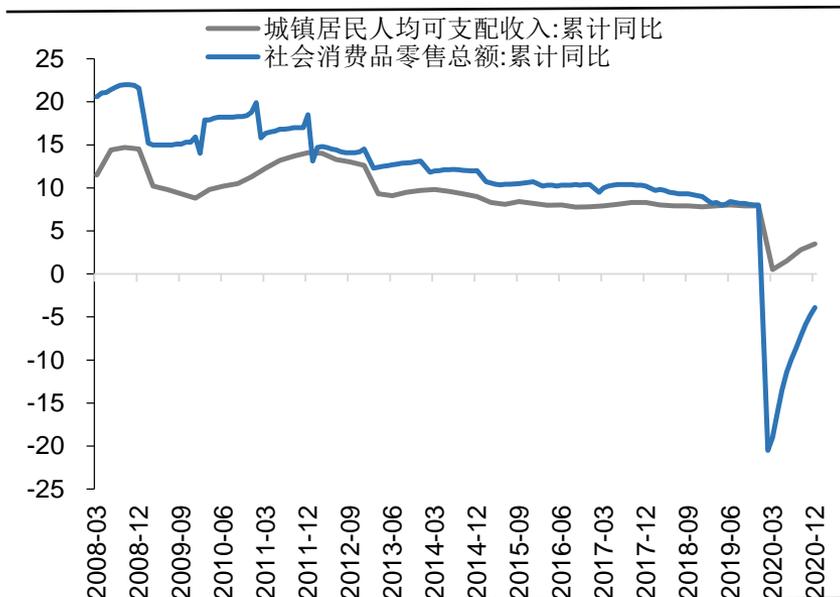


图表 剔除基数效应的名义增长减速压力在3Q21将开始显现

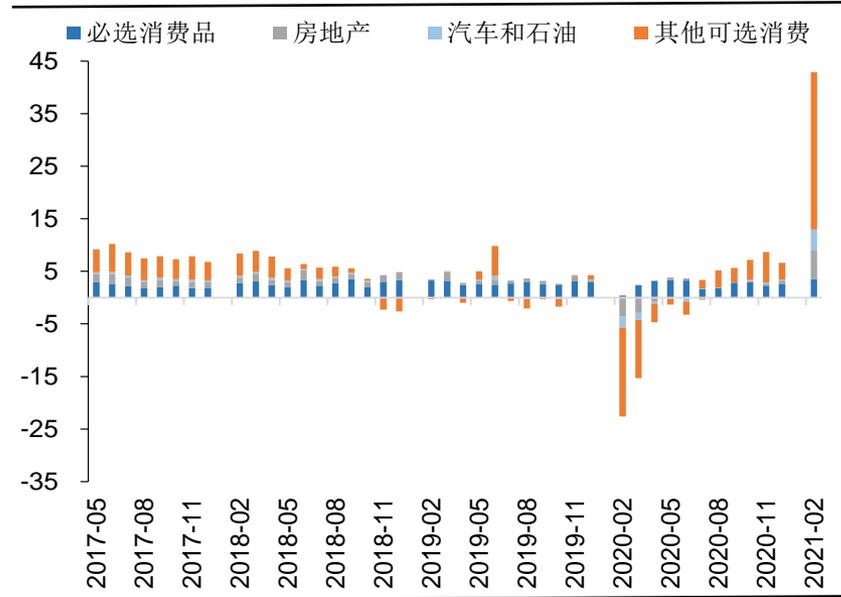


- **6%的年度增长目标更多体现的是“稳增长”的底线思维，以及不管“大水漫灌”、“强刺激”的预期管理。**一方面，叠加基数效应后，2021年我国的实际GDP增速有望达到9%左右，实现6%以上的经济增长目标基本没有太大压力。但另一方面，这并不意味着我们需要“急转弯”、“猛收紧”把经济增速往6%的方向去靠，更多的还是强调不搞“强刺激”、前期非常规政策缓慢退出的预期管理。
- **信用收缩的压力，将从下半年开始对经济增长产生下行压力。**信用供给领先名义GDP大概3-4个季度左右。在疫情影响的低基数效应下，信用供给对名义GDP同比增速的领先作用有另外一个优势，即呈现剔除基数之后的同比增速变化趋势。20年9月开始的信用供给收缩，将从今年下半年开始对名义GDP产生下行压力。

图表 居民消费能力和意愿尚未完全恢复

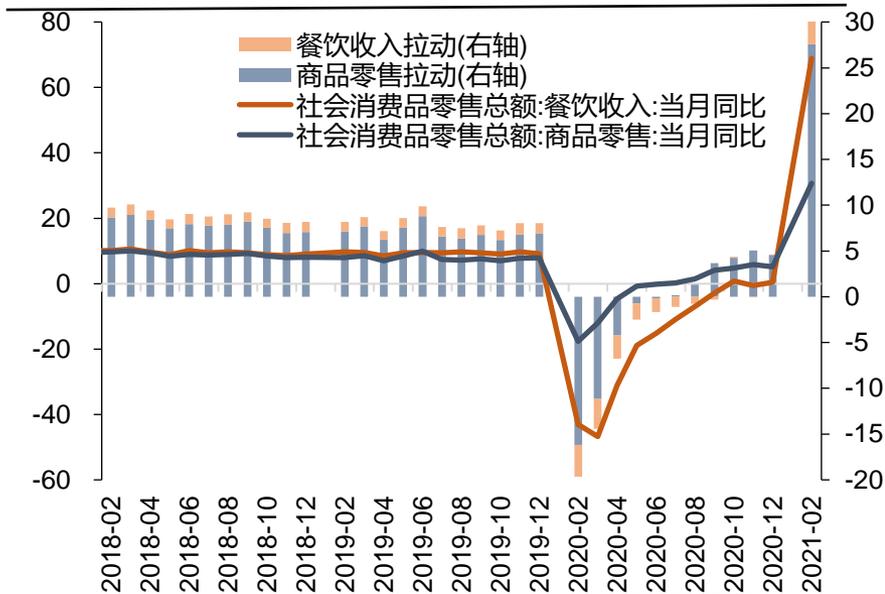


图表 可选消费对社零起到主要拉动作用

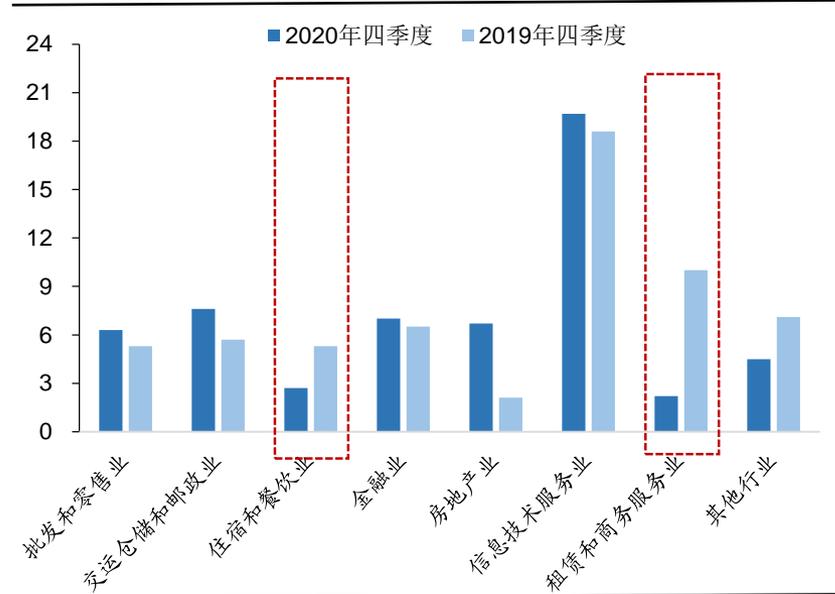


- **目前消费恢复还有一定空间。**三大消费指标（社会消费品零售总额、居民人均消费支出、支出法GDP核算中的最终消费支出）均与历史正常水平存在差距。一方面是受到疫情防控导致的行为限制影响；另一方面居民消费意愿和消费能力均尚未完全恢复，同时居民收入分配不均加剧降低了整体边际消费倾向。
- **经济恢复、疫情遏制和政策支持助力消费稳步改善。**伴随经济增长回归常态以及疫苗加速接种抑制疫情，居民消费意愿和消费能力将继续改善，推动消费尤其是服务性消费加速回补。扩大居民消费作为今年乃至十四五期间的重要任务，后续完善收入分配、加强社会保障、约束住房挤出、发放惠民消费券等促销费政策加码。

图表 去年餐饮收入对收入起到拖累作用

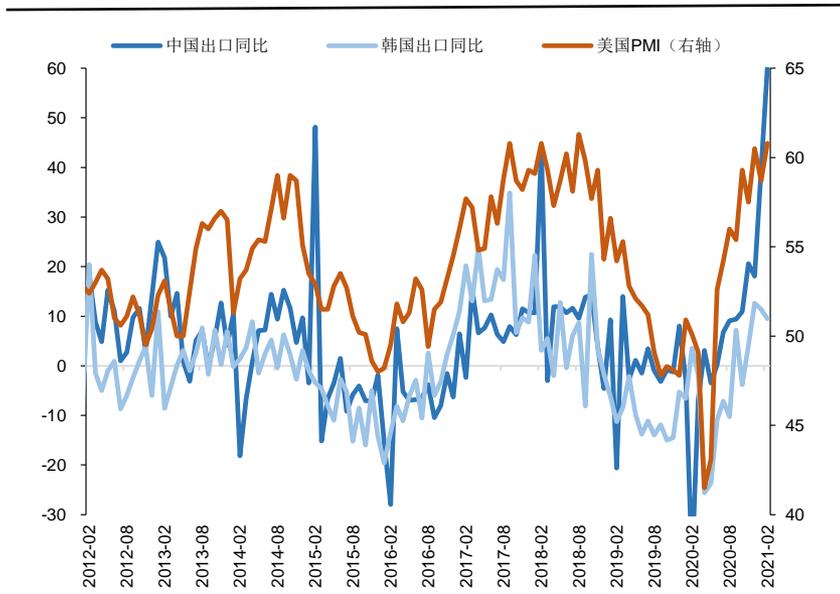


图表 2020年和2019年四季度服务业GDP同比

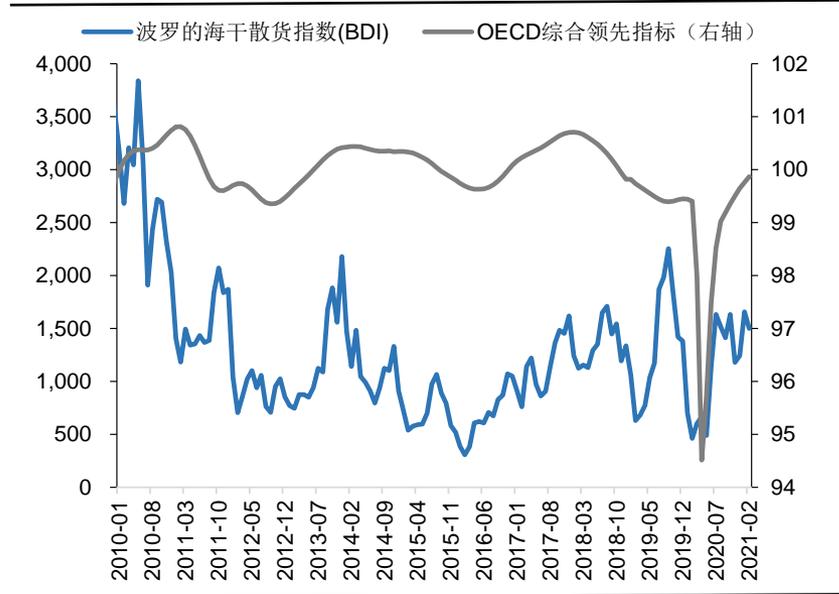


- 去年餐饮收入、旅游住宿、商务服务等行业受影响严重，但是在2月低基数影响大幅回升。去年社零回升主要由商品零售拉动，餐饮收入恢复速度仍明显偏慢，只有10月和12月同比小幅为正值，可见在疫情危机解除之前接触性服务业修复困难。接触受限和消费不济的情况下，服务业生产也大幅低于历史常规水平，对比2020年和2019年四季度服务业GDP同比，住宿和餐饮业、租赁和商务服务业明显萎缩。但2月在去年低基数下，出现大幅回升。
- 天气转暖或加速疫情消退，叠加居民消费反弹，服务业供需有望显著恢复。今年春节期间服务型消费表现亮眼，电影票房、近郊旅游、城市商圈等线下消费同比大幅增加；2月服务业PMI业务活动预期指数攀升至63.20%，创近7年来新高。

### 图表全球制造业复苏带动我国出口增加



### 图表 贸易前瞻指标表现较好



➤ 1-2月出口数据超市场预期，除了低基数效应外，还受益于海外经济体生产恢复和外需恢复，同时今年春节就地过年也有助于外贸订单交付。出口同比飙升并不完全源自低基数效应，年初出口数值较2019年同期高32.7%。可见在全球疫情拐点渐至的背景下，经济规模

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\\_18592](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18592)

