

海外刺激短暂，国内稳步切换

——2021 年二季度策略报告

报告要点

展望二季度，美国财政刺激提振 4 月商品需求，但随后效果递减。随着美债利率回升，美国房地产难以进一步走强。长期低通胀格局下发达经济体货币继续宽松。二季度我国经济增长动力由房地产和外需向消费稳步切换，预计消费继续修复，但海外供应恢复抑制 5、6 月出口，楼市政策收紧和房贷利率回升可能使得房地产略有走弱。我国货币政策整体中性，侧重对科技创新、绿色发展等领域的支持。

摘要：

一、疫苗接种意愿有待提高，实现群体免疫面临挑战。美国、日本、法国等发达国家接种意愿低于实现群体免疫的水平。根据我国经验，随着疫情缓解疫苗接种意愿可能明显降低。这可能制约后期疫苗接种进度，二季度发达经济体未必能实现群体免疫。

二、美国财政刺激效果递减，房地产难以进一步走强。3 月中旬美国通过 1.9 万亿美元的财政救助计划，这会显著提振 4 月份的商品消费，但从 5 月份开始刺激效果会逐步减弱。美国房地产的高景气度主要由投资型需求推动，住房抵押贷款余额同比减少 3.1% 反映居民加杠杆意愿不高。随着美债利率回升，房地产投资型需求可能减弱。

三、我国消费继续修复，出口和房地产可能略有走弱。预防性储蓄释放及疫情进一步缓解有望推动我国消费继续修复。美国财政刺激拉动我国 4 月出口，但二季度发达经济体制造业产能利用率将基本恢复到疫情前水平，这会抑制我国 5、6 月出口。近期楼市政策收紧以及房贷利率回升可能使得二季度商品房销售增速有所回落。一季度房屋新开工的走弱叠加二季度房屋销售的走弱会使得二季度房地产投资增速略有回落。当然，楼市调控的初衷是保持房地产平稳健康发展，因此，二季度房地产走弱会相对缓慢。尽管 1-2 月份制造业投资异常偏低，但考虑到工业企业利润较好以及信贷对制造业的支持，预计二季度制造业投资会有所改善。今年财政政策仍较积极，二季度随着专项债发行加快，基建投资会有显著改善，预计全年增速与去年大体接近。

四、通胀难以持续走高，二季度主要央行按兵不动。全球商品需求增速在 4 月份会因美国财政刺激而有所提升，但随后逐步回落，需求扩张缺乏持续性。由于制造业产能充足、人口老龄化等原因，发达经济体长期低通胀的格局仍然没有改变。发达经济体依然存在较高的失业，更关注长期通胀水平，因此会维持货币宽松。去年下半年以来我国货币政策已经回归中性。考虑到我国经济恢复到潜在水平，再结合政府工作报告及最近的央行货币政策委员会一季度例会的表述，预计二季度我国货币政策整体中性，更多侧重对科技创新、小微企业、绿色发展和制造业等领域的结构性支持。

风险因素：通胀大幅走高、中美关系恶化、病毒变异疫苗失效

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号



宏观研究团队

研究员：
张革
021-60812988
从业资格号：F3004355
投资咨询号：Z0010982

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

目 录

摘要:	1
一、疫苗接种意愿有待提高, 实现群体免疫面临挑战	4
二、美国财政刺激效果递减, 房地产难以进一步走强	5
(一) 财政救助提振 4 月消费, 但随后刺激效果会逐步减弱	5
(二) 随着美债利率回升, 由投资型需求推动的房地产高景气度难以进一步提升	6
三、我国消费继续修复, 出口和房地产可能略有走弱	8
(一) 预防性储蓄释放及疫情进一步缓解有望推动我国消费继续修复	8
(二) 美国财政刺激拉动我国 4 月出口, 但海外供应恢复抑制 5、6 月出口	9
(三) 房地产调控可能使得房地产略有走弱, 但走弱速度会相对缓慢	10
四、通胀难以持续走高, 二季度主要央行按兵不动	13
(一) 发达经济体长期低通胀格局不变, 货币政策维持宽松	13
(二) 我国货币政策整体中性, 更多侧重结构性支持	14
免责声明	15

图目录

图表 1: 不同时期新冠疫苗接种意愿调查结果	4
图表 2: 2021 年 1 月接种新冠疫苗意愿调查	4
图表 3: 美国个人消费支出及其主要分项当季同比增速	5
图表 4: 美国个人总收入及其分项: 折年数(十亿美元)	5
图表 5: 美国零售和食品服务销售额及其分项: 季调同比	6
图表 6: 美国个人储蓄存款占可支配收入比例	6
图表 7: 美国失业率与劳动参与率	6
图表 8: 美国消费信贷增速	6
图表 9: 美国新屋销售与成屋销售	7
图表 10: 美国住房抵押贷款余额增速	7
图表 11: 美国新建住宅库存	7
图表 12: 美国房价同比增速	7
图表 13: 美国住宅投资与建造支出增速	8
图表 14: 美国新屋开工与营建许可增速	8
图表 15: 社会消费品零售总额较 2 年前同期的年平均增速	8
图表 16: 我国居民收入增速与消费增速	8
图表 17: 我国出口相对于 3 年前同期的年平均增速	9
图表 18: 主要经济体产能利用率或产能利用指数	9
图表 19: 我国固定资产投资及其分项较 2 年前同期的年平均累计同比增速	10
图表 20: 房贷利率	10
图表 21: 70 大中城市二手住宅价格环比	10
图表 22: 房地产相关指标较 2 年前同期的年平均当月同比增速	11
图表 23: 工业企业利润增速	12

图表 24: 工业中长期贷款余额:同比.....	12
图表 25: 我国新增政府债规模(亿元).....	12
图表 26: 基建投资主要分项较 2 年前的年平均累计同比增速.....	12
图表 27: 美国和欧元区制造业产能利用率.....	13
图表 28: 日本和韩国产能利用指数.....	13
图表 29: 政府工作报告与央行货币政策委员会一季度例会对货币政策的表述.....	14
图表 30: 我国 MLF 利率及余额	14
图表 31: 银行间利率与公开市场操作净投放.....	14

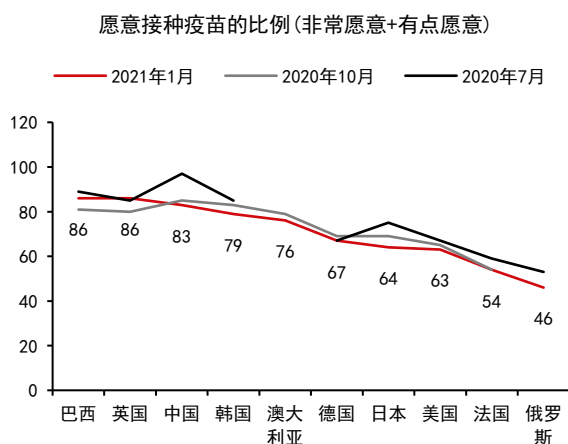
年初以来，全球疫苗接种快于预期，疫情明显缓解，经济总体趋于修复。我国经济结构分化，工业生产明显好于国内需求。大宗商品的涨价引发市场对通胀的担忧。展望二季度，虽然全球疫情仍会趋势性缓解，但是接种意愿制约后期疫苗接种进度。美国 1.9 万亿美元财政救助计划会显著提振 4 月商品消费，但随后刺激效果会逐步减弱。随着美债利率回升，美国房地产难以进一步走强。二季度我国经济增长动力由房地产和外需向消费稳步切换，预计消费继续修复，但海外供应恢复抑制 5、6 月出口，楼市政策收紧和房贷利率回升可能使得房地产略有走弱。长期低通胀格局下发达经济体货币继续宽松。我国货币政策整体中性，侧重对科技创新、绿色发展等领域的支持。

一、疫苗接种意愿有待提高，实现群体免疫面临挑战

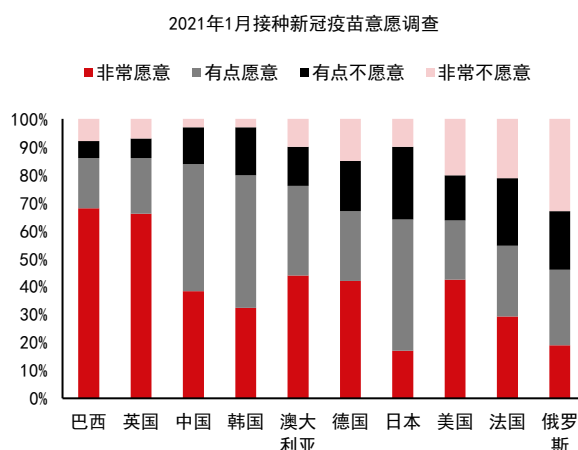
年初以来，全球疫苗接种快于预期，市场对疫苗接种较为乐观。但我们认为接种意愿不高可能制约后期疫苗接种进度，二季度发达经济体未必能实现群体免疫。

从接种意愿来看，美国、日本、法国等发达国家接种意愿低于实现群体免疫的水平，并且随着时间的推移接种意愿可能还会降低。实现群体免疫需要 70%-80% 的人口产生抗体。根据益普索 (IPSOS) 在去年 7 月份、10 月份和今年 1 月份的三次调查数据来看，美国、日本、法国等发达国家的接种意愿一直低于 70%，达不到实现群体免疫的水平。而且，随着时间的推移疫苗接种意愿总体是趋于走低的。从我国经验来看，在疫情得到持续的控制之后，接种意愿显著降低。根据 IPSOS 调查，我国居民疫苗接种意愿已经降至 83%，显著低于去年 7 月份时 97% 的水平。尤其值得注意的是，我国居民非常愿意接种疫苗的比例只有 38%，处于较低水平。我国疾控中心的调查结论也是类似的。756 名浙江省医疗卫生人员受访者对新冠疫苗紧急使用和上市后使用的接种意愿分别为 42.46% 和 27.65%，明显低于此前报道中普通人群约 90% 的新冠疫苗接种意愿。

图表1：不同时期新冠疫苗接种意愿调查结果



图表2：2021年1月接种新冠疫苗意愿调查



资料来源：IPSOS 中信期货研究部

资料来源：IPSOS 中信期货研究部

尽管当前发达国家疫苗接种进度较快，但后期接种进度可能受制于接种意愿，二季度未必能实现群体免疫。非常愿意接种疫苗的居民全部接种完之后，发达国家疫苗接种进度大概率会放缓。一方面，有点愿意接种疫苗的居民会比较犹豫，未必会马上接种疫苗；另一方面，气温回升和疫苗接种会共同推动疫情的缓解，这会降低未接种疫苗居民的感染风险，使得他们倾向于暂时不接种。发达国家不太可能推行强制接种。实现群体免疫面临提高接种意愿的挑战，这在二季度未必能够实现。

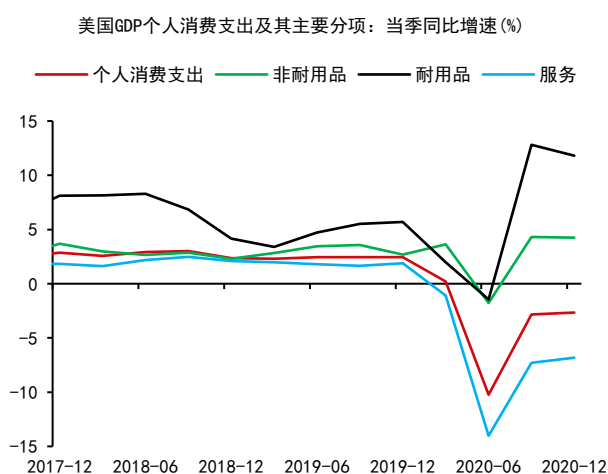
二、美国财政刺激效果递减，房地产难以进一步走强

去年下半年美国商品消费率先修复并超过疫情前水平，主要因为财政刺激的影响。美国房地产对全球大宗商品需求也有一定的带动。3月中旬美国又通过1.9万亿美元的财政救助计划。这会显著提振4月份的商品消费，但5月份开始刺激效果会逐步减弱。美国房地产的高景气度主要由投资型需求推动，随着美债利率回升，二季度美国房地产景气度难以进一步提升。

（一）财政救助提振4月消费，但随后刺激效果会逐步减弱

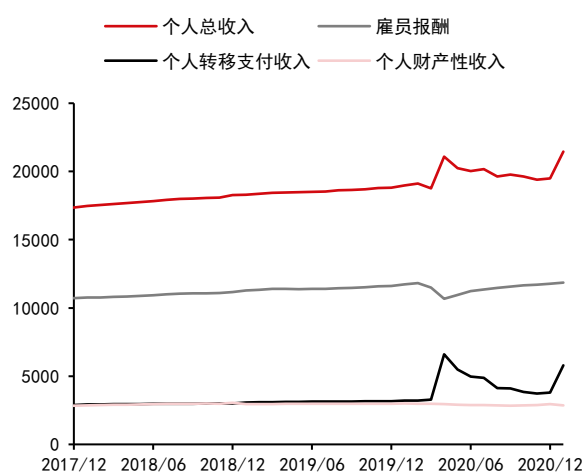
去年下半年美国商品消费率先修复并超过疫情前水平，主要因为财政刺激的影响，但这种刺激效果是暂时的。财政补贴使得美国个人总收入不仅没有因为工资收入减少而降低，反而超过了疫情前的水平。去年12月底，美国推出9000亿美元财政救助，包括600美元/人的刺激支票，这使得今年1月份美国个人总收入显著增加，从而推动零售和食品服务销售额同比增速提高到9.5%。由于刺激支票对消费的提振是暂时的，因此，2月份美国零售和食品服务销售额同比增速回落至6.3%。

图表3：美国个人消费支出及其主要分项当季同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

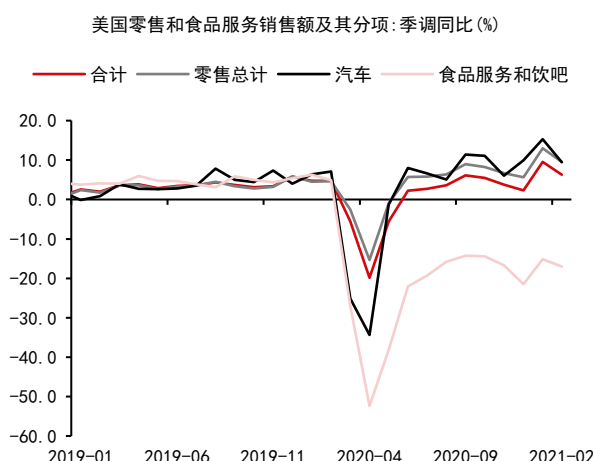
图表4：美国个人总收入及其分项：折年数(十亿美元)



资料来源：Wind 中信期货研究部

我们预计美国3月中旬1.9万亿美元的财政刺激会显著推高4月份的消费，但从5月份开始刺激效果就会逐步减弱，美国消费增速会逐步回落。3月中旬美国通过1.9万亿美元的财政救助计划，包括1400美元/人的刺激支票。一次性刺激支票在3月份基本发放完毕，这会显著提振3月与4月份的消费数据。与此前类似，从5月份开始，这种刺激效果会逐步减弱。虽然美国就业的改善会使得居民收入增加从而拉动消费，但这种效应相对于财政刺激消退的影响要小。而且，当前美国居民消费意愿并不强。消费信贷增速较低可以反映这一点。

图表5：美国零售和食品服务销售额及其分项：季调同比



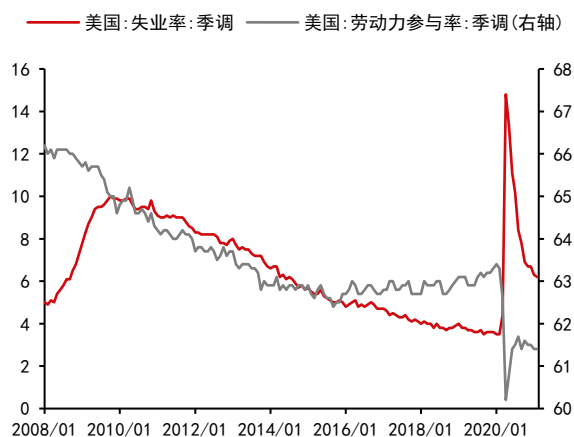
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表6：美国个人储蓄存款占可支配收入比例



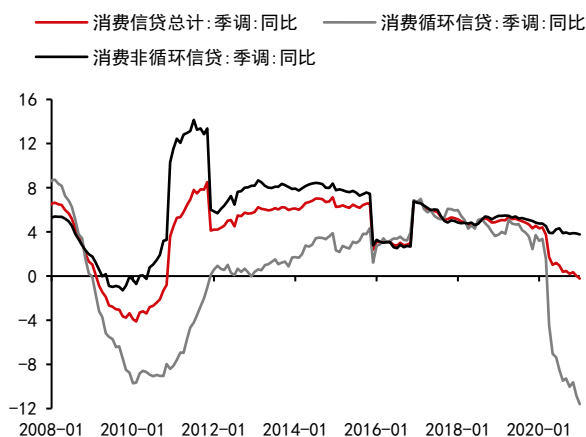
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表7：美国失业率与劳动参与率



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表8：美国消费信贷增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

(二) 随着美债利率回升，由投资型需求推动的房地产高景气度难以进一步提升

美国房地产的高景气度主要由投资型需求推动，随着美债利率回升，二季度美国房地产景气度难以进一步提升。2月份美国新屋销售与成屋销售明显回落，这可能寒潮影响有关。随着气候好转，美国房屋销售有望恢复到较高的水平。不

过，我们并不认为美国房地产景气度会进一步提升。去年下半年以来，美国住房抵押贷款余额增速趋势性下降，目前同比减少 3.0%。这说明低利率并没有刺激居民加杠杆。本轮美国房地产回升主要因为低利率刺激投资需求。一方面，在利率下降之后，房地产租金收益率相对于债券收益率的优势会扩大；另一方面，利率下降会推升投资性购房需求，从而推升房价，这会增加房地产投资的吸引力。当前的投资型购房可能较少依赖房贷，因此美国住房抵押贷款余额增速并未提高。年初以来，美国国债收益率显著回升。这会使得房地产投资的吸引力下降。不过，目前美国货币政策尚未转向，利率提升有限，房地产投资仍有一定吸引力。我们预计二季度美国房地产仍会维持较高的景气度，但景气度进一步提升的可能性不大。

图表9：美国新屋销售与成屋销售



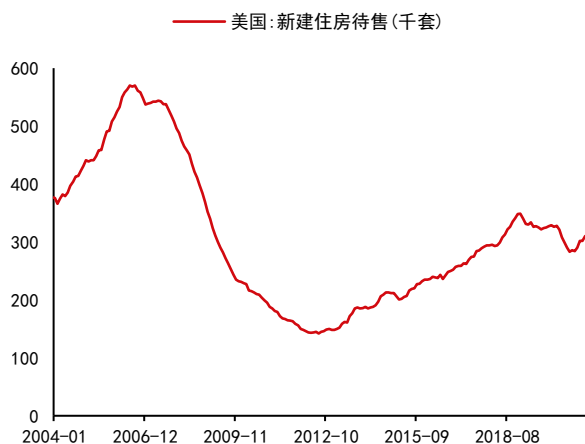
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表10：美国住房抵押贷款余额增速



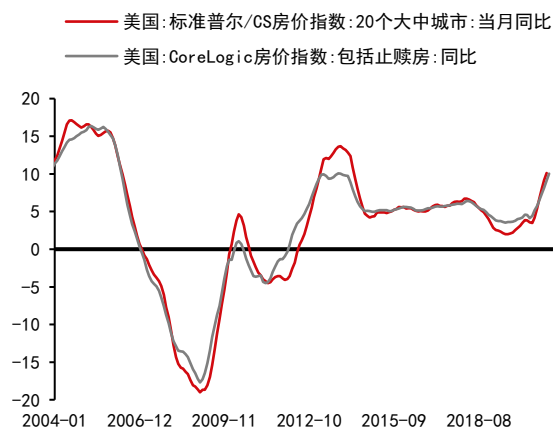
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表11：美国新建住宅库存



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表12：美国房价同比增速



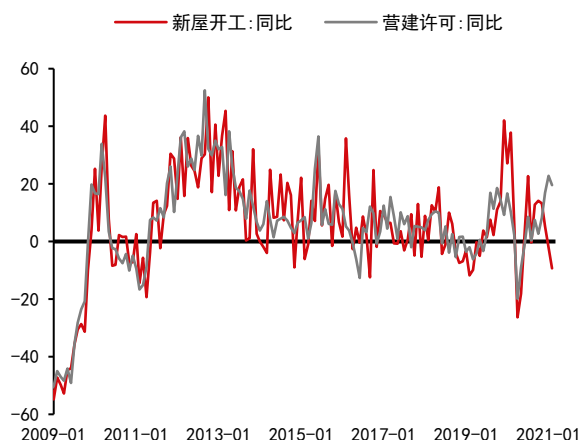
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表13: 美国住宅投资与建造支出增速



资料来源: Wind 中信期货研究部

图表14: 美国新屋开工与营建许可增速



资料来源: Wind 中信期货研究部

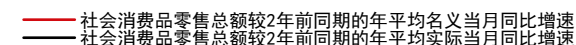
三、我国消费继续修复，出口和房地产可能略有走弱

随着疫情持续得到控制，我国消费有望继续修复。不过，海外供应的逐步恢复可能使得我国出口略有走弱，房地产调控可能使得房地产略有走弱。当然，我国出口和房地产的走弱会较为缓慢。

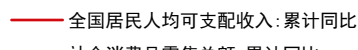
(一) 预防性储蓄释放及疫情进一步缓解有望推动我国消费继续修复

去年四季度我国生产已经超过疫情前水平，但是消费仍明显偏低，这主要是因为在全球疫情尚未结束背景下，居民仍倾向于适当储蓄。今年1-2月份我国消费增速在剔除掉基数效应之后明显偏低，1月份疫情扩散可能是重要原因。随着全球疫情的进一步缓解，居民预防性储蓄有望逐步释放，服务消费也有望改善。我们预计二季度我国消费继续修复。

图表15: 社会消费品零售总额较2年前同期的年平均增速



图表16: 我国居民收入增速与消费增速



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_18713

