

| 证 券 研 究 报 告 |

惯性复苏势犹在

——宏观经济和资本市场春季展望

2021.4.11

陈兴 博士

中泰宏观首席分析师

S0740521020001

内容提要

- 二季度经济整体处在信用周期向下、库存周期向上的阶段。一方面，社融增速下行速度相比于年初会有所加快，作为领先指标而非同步指标，融资增速的下滑对于经济增长的拖累效果后面才会逐渐显现。另一方面，工业企业仍处在主动补库存周期之中，且这轮补库存至少会延续到三季度。
- 就需求结构来说，我们预计，今年经济增长的拉动力量将从去年的出口、地产投资和基建投资等“快变量”转向制造业投资、消费等“慢变量”，而二季度将呈现快变量仍稳、慢变量改善的局面。
- 首先，从消费端来看，恢复较慢的主要是服务消费部分，由于二季度节假日较多叠加疫情改善，受“就地过年”政策压抑的服务消费将迎来难得的需求释放窗口期；其次，从出口端来看，这轮补库存主要受到外需带动，在海外疫情对于经济限制还没有完全解除的时候，外需改善以及出口份额的缓降将使得我国出口需求仍有保障；最后，从投资端来看，制造业投资在出口链补库存和消费恢复的带动下有望迎来持续回升，而房地产和基建投资增速由于信用周期回落对于居民、政府杠杆扩张的制约，年内均存在着趋缓压力，但短期仍有支撑。
- 本轮高通胀具备结构性特征，而CPI增速平稳、PPI增速上行的格局有利于上市公司盈利改善。2月底以来债市收益率出现小幅下行，但我们认为，利率债配置的趋势性机会仍未到来，二季度需要警惕前期利率下行后可能引发的短期调整。
- 风险提示：经济恢复不及预期，政策变动风险

目录

CONTENTS

中泰证券研究所
专业 | 领先 | 深度 | 诚信

01.

信用下，库存上

02.

杠杆落，刺激收

03.

外需稳，经济进

04.

盈利修，利率高



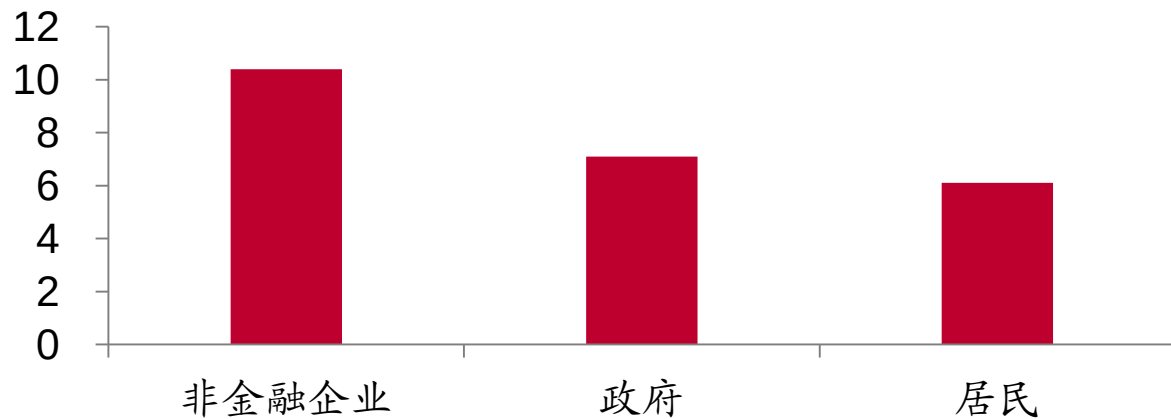
1

信用下，库存上

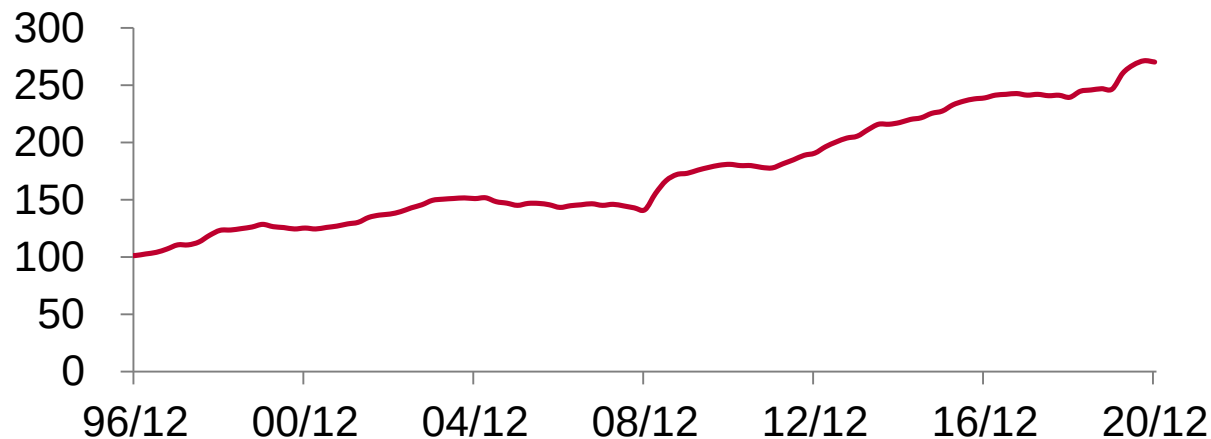
由“加杠杆”到“稳杠杆”

- 2020年为应对新冠肺炎疫情的冲击，我国实体经济各部门杠杆率都有较大幅度的上行，其中非金融企业、政府和居民部门杠杆率上升幅度分别为10.4、7.1和6.1个百分点，实体经济部门整体杠杆率水平一年内上升超过23个百分点，仅次于2009年的水平。
- 而今年随着疫情影响的逐渐消退，政策层面定调“要保持宏观杠杆率的基本稳定”。

2020年各部门杠杆率上升幅度 (%)



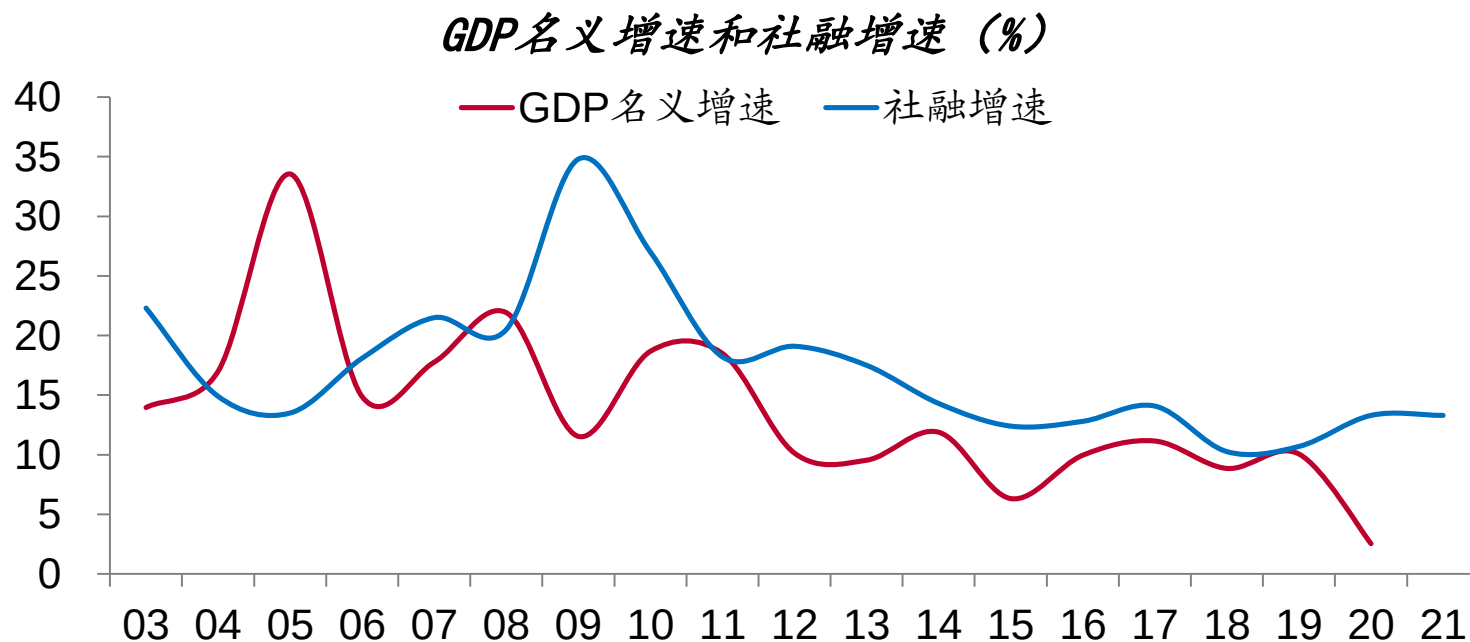
我国实体经济部门杠杆率 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

融资增速匹配经济增长

- “稳杠杆”政策意味着今年社会融资规模增速要同名义经济增速基本匹配。去年全年社融存量增速超过了13%，而经济名义增速只有不到3%，两者之差超过了10个百分点。
- 我们预计，今年全年经济名义增速也很难达到去年的社融增速水平，融资增速面临回落。

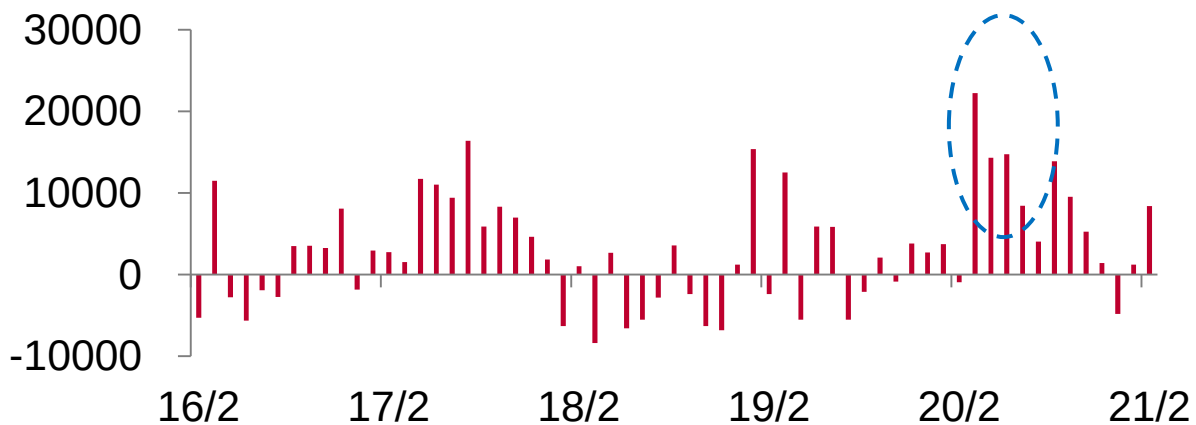


来源：WIND，中泰证券研究所，21年为前两月数据。

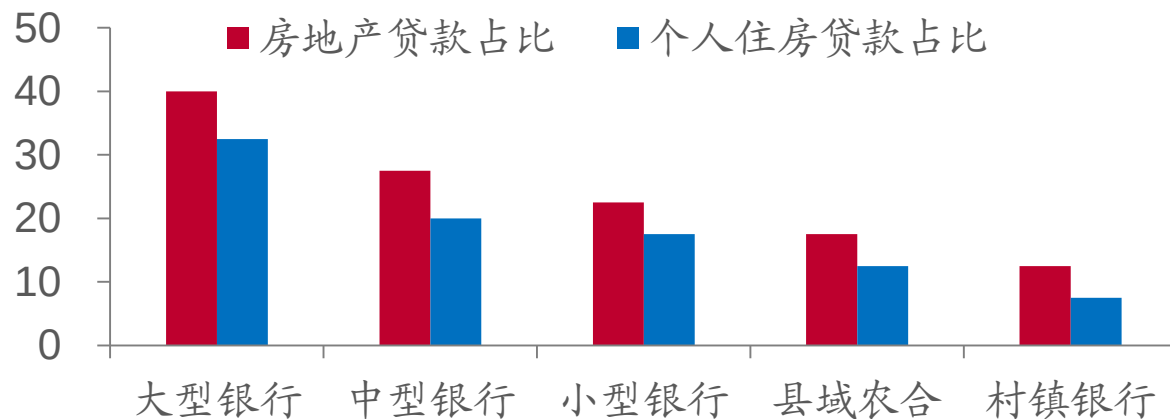
信用周期步入下行

- 虽然社融增速从去年底开始见顶回落，但今年2月社融存量增速仍达13.3%，与2020年底的增速持平，下行速度颇为缓慢。
- 而进入3月以来，一方面，去年同期基数有大幅抬升，另一方面，前期对于房地产行业等融资约束政策效果也将逐渐显现，信用周期将步入较为明显的下行阶段。

社会融资规模同比多增（亿元）



房地产贷款集中度要求（%）

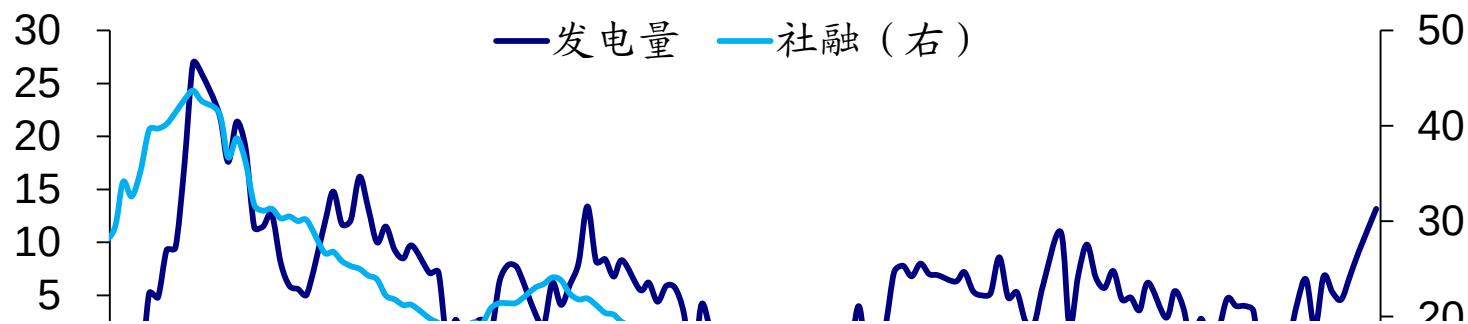


来源：WIND，中泰证券研究所

经济影响滞后显现

- 根据历史经验来看，融资增速对于经济增长存在着领先性。作为领先指标而非同步指标，融资增速的下滑对于经济增长的拖累效果后面才会逐渐显现，事实上如果剔除基数效应的影响，融资增速的下行速率较为平稳，因而就经济增长的内在趋势而言，短期并不会出现显著回落。

社融余额与发电量同比增速 (%)



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_19195

