

# 千磨万击还坚劲

## 2021年下半年宏观经济与大类资产配置展望

下半年海外与中国经济均延续复苏，继续看好风险资产。

- 海外方面，美国经济一季度已基本恢复至疫情前水平，下半年有望迎来快速复苏；欧元区复苏落后于美国，供需延续分化。下半年海外投资主线一是通胀的持续性，二是美联储将在下半年开始退出宽松政策。
- 中国经济仍有韧性，增长的动力来自强势回归的消费，维持高景气的出口，以及在需求和政策支持下高增长的制造业投资；CPI维持温和，PPI仍有向上空间，整体上，通胀不会对货币政策构成困扰；在经济增长韧性较足，通胀温和背景下，预计政策温和回归，对风险的关注上升。PPI-CPI缺口向上有助于企业盈利持续复苏，利率上行仍未止步。
- 大类资产配置方面，继续看好风险资产，大类资产排序为商品>股票>债券>货币。
- 风险提示：经济增长不及预期，国内政策收紧较快，疫情产生变数。

### 相关研究报告

《4月金融数据点评：关注货币派生速度放缓》  
20210513

《4月通胀点评：关注PPI向CPI传导》20210512  
《分化与统一：2021年下半年固收策略》  
20210510

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

联系人：谭浩弘

haohong.tan@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300120080062

## 目录

<b>海外：经济复苏 VS 政策退出</b> .....	<b>6</b>
环比看欧美经济复苏 .....	6
2021 年下半年海外投资主线 .....	11
<b>中国：共振复苏下的增长韧性</b> .....	<b>16</b>
下半年经济增长的动能 .....	16
通胀难以对货币政策构成掣肘 .....	20
温和回归的政策 .....	22
<b>大类资产配置：“平”态下边际冲击将被放大</b> .....	<b>23</b>
充分预期下“平”“稳”的市场 .....	23
风险资产：平衡 .....	24
避险资产：平稳 .....	27
边际冲击：三大不确定性 .....	29
<b>结论与预测</b> .....	<b>31</b>

## 图表目录

图表 1. 美国实际 GDP 增速.....	6
图表 2. 从制造业 PMI 看, 2016—2019 年是一次经济短周期.....	6
图表 3. 美国 2021 年一季度经济增长几乎全部由消费拉动.....	6
图表 4. 美国实际消费支出各分项走势.....	7
图表 5. 美国消费分项环比增速与 2016—2019 年均值比较.....	7
图表 6. 美国零售销售额.....	7
图表 7. 美国个人收入与人均可支配收入.....	7
图表 8. 美国实际私人投资总额走势.....	8
图表 9. 美国投资分项环比增速与 2016—2019 年均值比较.....	8
图表 10. 美国核心资本品订单增速走势.....	8
图表 11. 实际私人库存变化与批发零售商库存增速背离.....	8
图表 12. 美国外贸各分项走势.....	9
图表 13. 美国外贸分项环比增速与 2016-2019 年均值比较.....	9
图表 14. 美国工业产出指数增速与产能利用率.....	9
图表 15. 美国新增非农就业数据与失业率走势.....	9
图表 16. 欧元区实际 GDP 增速走势.....	10
图表 17. 欧元区产能利用率与工业产出指数增速.....	10
图表 18. 欧元区零售销售指数增速走势.....	10
图表 19. 美国 CPI 增速走势.....	11
图表 20. 美国 PCE 价格增速走势.....	11
图表 21. 美国名义个人消费支出分项增速.....	11
图表 22. 美国 PCE 各分项价格增速.....	11
图表 23. 美国房地产补库存初露端倪.....	12
图表 24. 美国房屋库存处于历史低位.....	12
图表 25. 历史低位的居民杠杆率为本轮房地产周期提供了充足的负债空间.....	12
图表 26. 耐用品和非耐用品价格的周期错位因疫情冲击暂时消失.....	13
图表 27. “流通中货币”与通胀的相关性最高, 且 1960—1989 年间相关性显著强于 2001—2019 年间.....	13
图表 28. 美国非农职位空缺数.....	14
图表 29. ACT 卡车司机可雇佣指数不断创新低.....	14
图表 30. 隔夜逆回购用量 3 月以来快速上升.....	15
图表 31. 财政一般账号余额下降, 而准备金余额上升.....	15

图表 32. 中国一季度 GDP 环比增速回落 .....	16
图表 33. 最终消费支出贡献回升 .....	16
图表 34. 居民收入回升带动消费支出上行 .....	17
图表 35. 居民未来收入信心逐步恢复 .....	17
图表 36. 服务消费目前依然偏弱 .....	17
图表 37. 出口仍维持高景气 .....	18
图表 38. 印度等新兴市场国家疫情仍有不确定性 .....	18
图表 39. IMF 上调全球增长预期 .....	18
图表 40. 2021 年 CRB 综合指数大幅上涨 .....	19
图表 41. 一季度贸易顺差有所收窄 .....	19
图表 42. 需求驱动制造业投资 .....	19
图表 43. 信贷向工业企业倾斜 .....	19
图表 44. 房地产贷款余额增速继续下行 .....	20
图表 45. 土地供应减少 .....	20
图表 46. 食品价格压制 CPI .....	21
图表 47. 居民消费支出回暖带动核心 CPI 回升 .....	21
图表 48. PPI 犹有上行空间 .....	21
图表 49. PPI-CPI 缺口扩大支撑盈利复苏 .....	22
图表 50. 2021 年全球主要大类资产价格表现 .....	23
图表 51. IMF 预测 2021 年主要国家增长和通胀表现 .....	24
图表 52. 国际主要大宗商品年内价格表现 (1.1—4.23) .....	25
图表 53. 国内大宗商品年内价格表现 (1.1—4.23) .....	25
图表 54. 2016-2021 年交易占比 8 成的公司数量市值特征 .....	26
图表 55. 机构投资者一季度重仓与市场高成交个股重合度 .....	26
图表 56. 2021 年一季度高流动性公司分行业市值占比 .....	26
图表 57. 高流动个股估值分位数特征 (截至 2021.4.23) .....	27
图表 58. 高流动个股 2020 年业绩增速特征 .....	27
图表 59. 央行公开市场操作趋于平稳 .....	27
图表 60. 国内债市的期限利差和信用利差 .....	28
图表 61. 中美十年国债利差高位震荡 .....	28
图表 62. 2021 年以来货币基金收益率趋于平稳 .....	29
图表 63. 新冠疫苗新增接种人数和新冠新增确诊人数 .....	29
图表 64. 主要国家新冠疫苗接种和累计确诊人口占比 .....	29
图表 65. 次贷后加息对新兴债市外溢性影响的先例 .....	30
图表 66. 次贷后加息对新兴汇市外溢性影响的先例 .....	30

图表 67. 美国对中国进出口贸易结构 .....30

图表 68. 2021 年下半年主要经济指标预测.....31

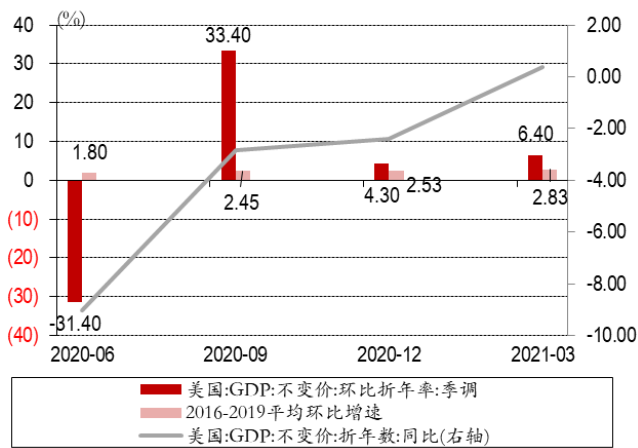
## 海外：经济复苏 VS 政策退出

### 环比看欧美经济复苏

#### 美国经济已基本恢复至疫情前水平

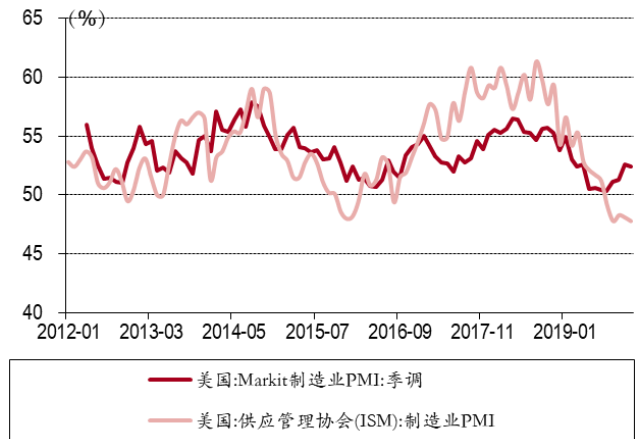
受疫情影响，美国经济在2020年3月、4月遭受严重打击，而后在5月开始踏上复苏之路，具体表现为美国2020年二季度实际GDP环比折年率为-31.4%，同比增长-9.0%，而2020年三季度GDP环比折年率为33.1%，同比增长-2.9%；进入四季度后环比增速大幅下降至4.3%，但仍高于2016—2019年（从制造业PMI数据看，2016-2019是美国最近的一次经济短周期）的四季度环比增速均值2.5%，同比增速则录得-2.4%。**2021年一季度实际GDP环比折年率初值为6.4%，高于2016-2019年一季度增速均值，换算为同比增速即2021年一季度同比增长0.4%。**但需要注意的是，美国2020年一季度实际GDP环比折年率为-5.0%，即2020年一季度美国经济已经开始步入衰退，因此我们计算2021年一季度实际GDP较2019年四季度的增速，为-0.9%，而2021年一季度较2019年一季度的实际GDP同比增速为0.7%，可以说当前美国经济已基本恢复至疫情前水平。

图表 1. 美国实际 GDP 增速



资料来源：万得，中银证券

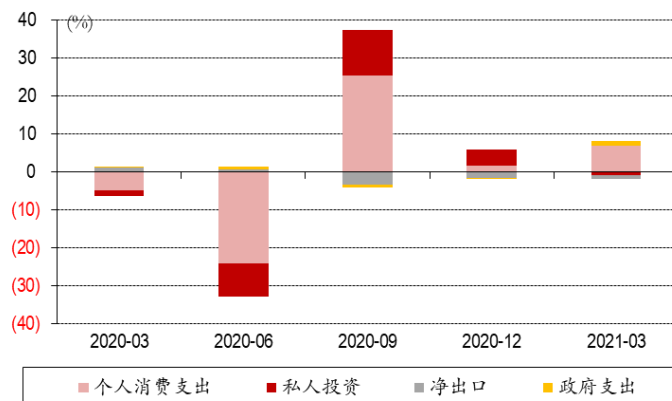
图表 2. 从制造业 PMI 看，2016—2019 年是一次经济短周期



资料来源：万得，中银证券

从GDP各分项的环比贡献率看，2021年一季度美国经济增长几乎全部由消费拉动。一季度美国“三驾马车”：个人消费、私人投资和净出口对实际GDP的环比增长拉动率分别为7.0%、-0.87%和-0.87%，另外政府支出的拉动为1.1%，一季度环比增长6.4%。

图表 3. 美国 2021 年一季度经济增长几乎全部由消费拉动

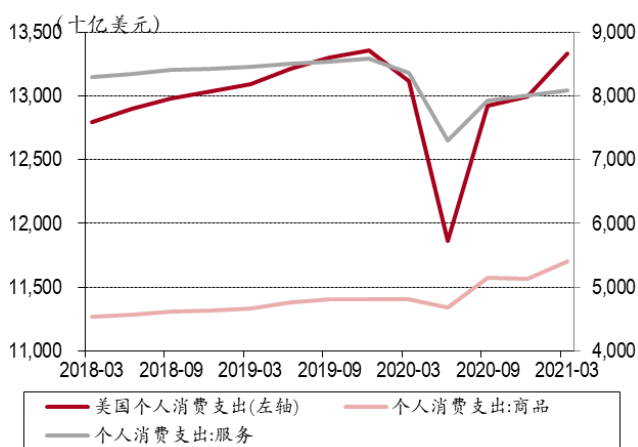


资料来源：万得，中银证券



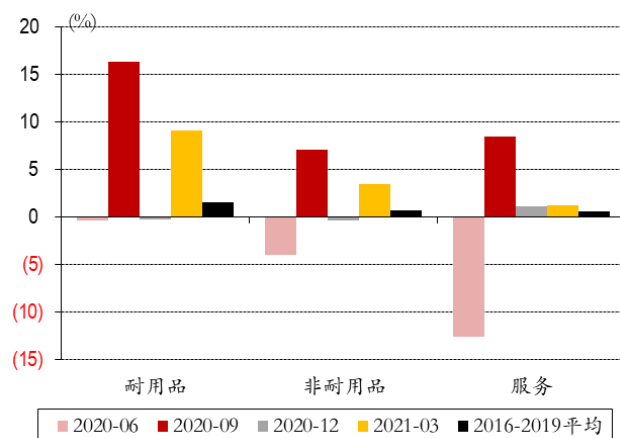
在消费端,美国 2021 年一季度实际个人消费支出金额(折年数)为 13.33 万亿美元,环比增速为 2.57%。虽然 2021 年一季度美国个人消费维持环比高增速,且实际消费金额已高于去年同期水平,但仍低于 2019 年四季度的高点 13.35 万亿,即**当前美国个人消费水平仅恢复至疫情前水平,但未回到“疫情前的增长轨道”**。消费支出中的商品消费部分是美国消费的拉动项,一季度达 5.41 万亿美元,同比增长 12.48%,较 2019 年四季度(疫情前)增长 12.50%;其中耐用品消费增长最为强劲,2021 年一季度环比增速为 9.04%,大幅高于 2016-2019 年的平均增速水平 1.52%,非耐用品实际消费一季度环比增速为 3.42%,低于耐用品消费,但仍大幅高于 2016-2019 年的平均水平 0.66%,**美国商品消费显著高于疫情前的增长轨道**。而服务消费则是美国实际消费支出的拖累项,一季度美国实际服务消费支出为 8.09 万亿美元,同比增长-3.25%,较 2019 年四季度增长-5.72%;同时实际服务消费支出一季度环比增速为 1.14%,高于 2016-2019 平均水平 0.50%。**按当前增速,美国服务消费还需要 5 个季度才能回到 2019 年四季度的水平,但随着疫苗接种的推广,美国下半年服务消费有望迎来高速回升。**

图表 4. 美国实际消费支出各分项走势



资料来源: 万得, 中银证券

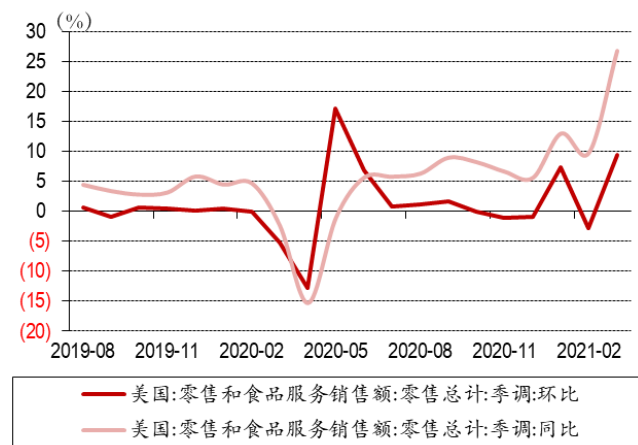
图表 5. 美国消费分项环比增速与 2016—2019 年均值比较



资料来源: 万得, 中银证券

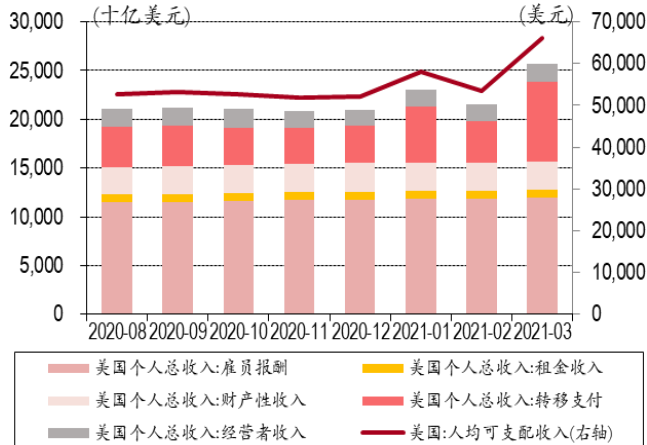
零售销售的走势与 GDP 消费分项基本一致,体现了财政补贴对商品消费的提振。美国 2021 年 3 月零售销售额同比增速为 26.87%,大幅高于前值 9.85%,但由于 3 月零售同比增速受基数效应影响巨大,我们更应该观察环比增速。2021 年 3 月零售销售环比增速为 9.44%,创 2020 年 5 月以来最高值,美国零售销售环比增速与人均可支配收入波动基本一致,2021 年 1 月和 3 月为零售销售环比与人均可支配收入的两个高点,而人均可支配收入的提高绝大部分来自居民转移支付的增加,这体现了财政补贴(1 月 9000 亿美元和 3 月 1.9 万亿美元的财政刺激)对消费支出,尤其是商品消费的提振。

图表 6. 美国零售销售额



资料来源: 万得, 中银证券

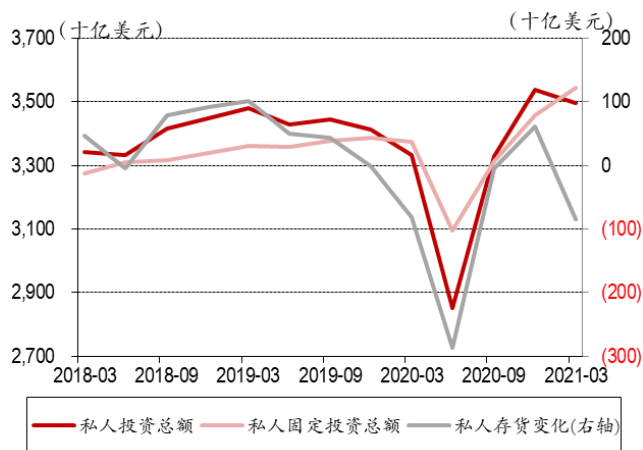
图表 7. 美国个人收入与人均可支配收入



资料来源: 万得, 中银证券

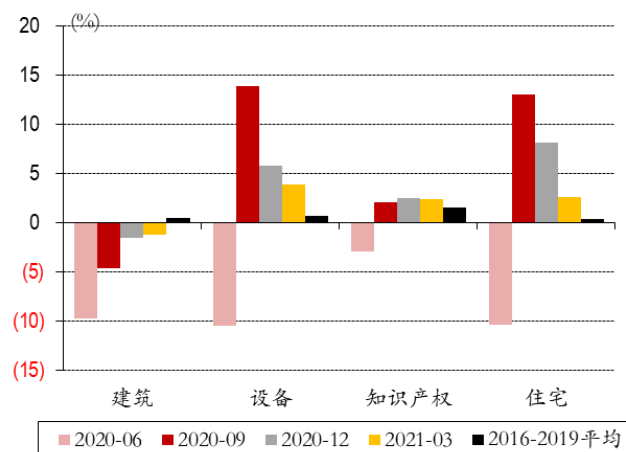
在投资端，美国 2021 年一季度实际私人投资总额为 3.50 万亿美元，环比增速为-1.26%，同比增速为 4.84%，较 2019 年四季度增长 2.40%；其中一季度私人实际固定投资总额为 3.54 万亿美元，环比增速为 2.44%，同比增速为 4.97%，较 2019 年四季度增长 4.61%。当前美国实际私人投资已恢复至高于疫情前水平，私人投资总额与固定投资的差距来源于私人存货的变化，故 2021 年一季度私人投资总额和固定投资额的背离的原因是私人存货的下降。固定投资各分项中，建筑、设备、知识产权和住宅实际投资在 2021 年一季度的环比增速分别为-1.22%，3.93%，2.43%和 2.59%，除非住宅建筑投资外均高于 2016—2019 年的平均增速水平。

图表 8. 美国实际私人投资总额走势



资料来源：万得，中银证券

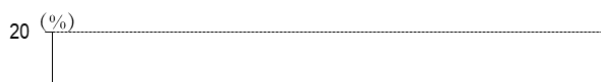
图表 9. 美国投资分项环比增速与 2016—2019 年均值比较



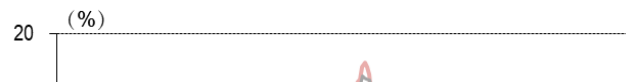
资料来源：万得，中银证券

设备实际投资总额的环比高增亦可以与核心资本品新订单增速相印证。美国 2021 年 3 月制造业核心资本品新订单同比增速为 11.59%，环比增速为 0.94%，且较 2019 年 12 月增长 6.62%，表明当前美国资本开支需求较为旺盛。但实际私人库存变化数据与批发零售商库存增速有所背离，或为价格变动所致。2021 年 2 月美国零售商、批发商和制造商库存同比增速为-5.12%，2.02%和 0.86%，均处于同比增速向上的趋势中，这与 2021 年一季度美国实际私人库存大幅度减少的现象相反，由于批发零售商库存数据为名义值，我们推测两者的背离或因商品涨价导致的库存名义值上升所致。

图表 10. 美国核心资本品订单增速走势



图表 11. 实际私人库存变化与批发零售商库存增速背离



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\\_19564](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19564)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn