



Research and
Development Center

神奇的 2021 年： 通胀预期像 2010 年，政策预期像 2017 年

2021 年 06 月 07 日

解运亮

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 研究助理

联系电话: +86 13682411569

邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

神奇的 2021 年：通胀预期像 2010 年，政策预期像 2017 年

2021 年 06 月 07 日

摘要:

- **外部环境：通胀预期像 2010 年，政策预期像 2017 年。**2021 年与 2010 年、2017 年有许多相似之处，全球经济都处于复苏阶段、全球贸易回暖、工业品价格上涨，等等。但不同之处主要在于：2010 年全球有通胀预期，2017 年没有通胀预期；2010 年主要经济体有宽松延续预期，2017 年则有货币政策正常化预期。
- **实体经济：与 2010、2017 都很像，像 2010 更多一点。**2010 年、2017 年、2021 年都是中国经济复苏向好的年份，相似点非常多。出口都不错，制造业都处于景气周期，全员劳动生产率都提高，企业盈利都向好。但至少有两点，2021 年更像 2010 年：一是 2021 年中国出口份额可能继续提高，而 2017 年中国出口份额是下降的；二是今年以来市场始终保有较强通胀预期，而 2017 年国内是基本没有通胀预期的。
- **货币金融：与 2010 年从反危机状态向常态回归更像。**2010 年，在海外主要经济体维持宽松政策的同时，国内货币政策从反危机状态向常态水平回归，货币信贷增速明显回落，贷款基准利率上调，到年底政策基调明确从适度宽松转向稳健。2017 年，美国处于加息周期，国内跟随美联储加息，政策利率随行就市上行，此外金融体系内部严厉去杠杆，房地产调控从严执行。总体看，疫情下的临时性政策退出，更像当年反危机政策退出。
- **风险因素：**海外疫情持续恶化；货币政策超预期收紧；历史经验未必适用未来。



目 录

一、前言：以史为鉴，2021 年宏观环境更像哪一年？	4
二、外部环境：通胀预期像 2010 年，政策预期像 2017 年	4
2.1 当前海外宏观环境特征	4
2.2 2021 与 2010、2017 的相似之处	6
2.3 2021 与 2010、2017 的不同之处	9
三、实体经济：与 2010、2017 都很像，像 2010 更多一点	13
3.1 出口：2010 年和 2021 年中国出口份额均提高	13
3.2 制造业：2010、2017、2021 年制造业均处于景气周期	14
3.3 生产率：2010、2017 全员劳动生产率均提高，2010 年提高更多	14
3.4 企业利润：2010、2017、2021 年都是企业盈利大年	15
3.5 通胀：2010 年和 2021 年均有通胀预期	16
四、货币金融：与 2010 年从反危机状态向常态回归更像	17
4.1 2010：货币信贷增速明显回落，从反危机状态向常态水平回归	17
4.2 2010 贷款基准利率上调，2017 政策利率随行就市上行	18
4.3 2017：金融体系内部严厉去杠杆	19
4.4 2017 房地产调控坚持房住不炒，2021 房地产贷款成为调控重点	19
4.5 2021：央行对流动性的调节态度出现了明显变化	22
五、核心观点：通胀预期像 2010 年，政策预期像 2017 年	23
风险因素	23

表 目 录

表 1：全球主要经济体 GDP 实际增长率及预测值	7
表 2：2017 年房地产调控坚持房住不炒，力度明显升级	20
表 3：2021 年房地产贷款成为调控重点	21
表 4：2021 年多个热点城市上调房贷利率	22
表 5：货币政策执行报告对流动性的相关表述	23

图 目 录

图 1：全球主要经济体呈现复苏态势	4
图 2：海外需求趋于旺盛	5
图 3：美国生产端稳步恢复	5
图 4：CRB 综合价格指数上涨	6
图 5：以原油、铜为代表的工业生产原料价格上涨	6
图 6：2010、2017、2021 年全球经济都处于复苏阶段	7
图 7：2010、2017、2021 年全球贸易都处于上行周期	8
图 8：2010 至 2014 年间新兴市场贸易修复好于发达经济体	9
图 9：2010 年全球有通胀预期，2017 年没有通胀预期	10
图 10：2017 年美国失业率与通胀率曾同步下行	10
图 11：美国菲利普斯曲线（基于 2000 年来美国通胀与就业数据）	11
图 12：2010 年有宽松延续预期，2017 年有货币政策正常化预期	12
图 13：2010 年美联储续作 QE，2017 年美联储缩表	12
图 14：2010 年和 2021 年中国出口份额均提高	13
图 15：2000 年以来中国贸易差额与进出口金额同比增速	13
图 16：2010、2017、2021 年制造业均处于景气周期	14
图 17：2010、2017 全员劳动生产率均提高	15
图 18：我国劳动生产率的增长空间依然广阔	15
图 19：2010、2017、2021 年都是企业盈利大年	16
图 20：2017 年以来工业企业利润增速拆分	16
图 21：2010 年和 2021 年均有通胀预期	17
图 22：我国核心 CPI 持续复苏	17
图 23：2010 年货币信贷增速明显回落，从反危机状态向常态水平回归	18
图 24：贷款基准利率上调，货币政策从适度宽松转向稳健	18
图 25：2017 年跟随美联储加息，政策利率随行就市上行	19
图 26：2017 年金融体系内部严厉去杠杆	19
图 27：个人住房贷款增速明显高于总体房地产贷款时，房价往往上涨较快	22



一、前言：以史为鉴，2021 年宏观环境更像哪一年？

在历史特殊时期，把握周期位置、预判宏观走势是市场永恒的诉求。2020 年无疑是历史罕见的特殊年份，新冠疫情被世界公认为二战后的最大安全事件，其对世界经济的深度影响或有过之而无不及，从反危机状态下回归的 2021 年注定将不平凡。市场也因此好奇，2021 年宏观环境更像哪一年？

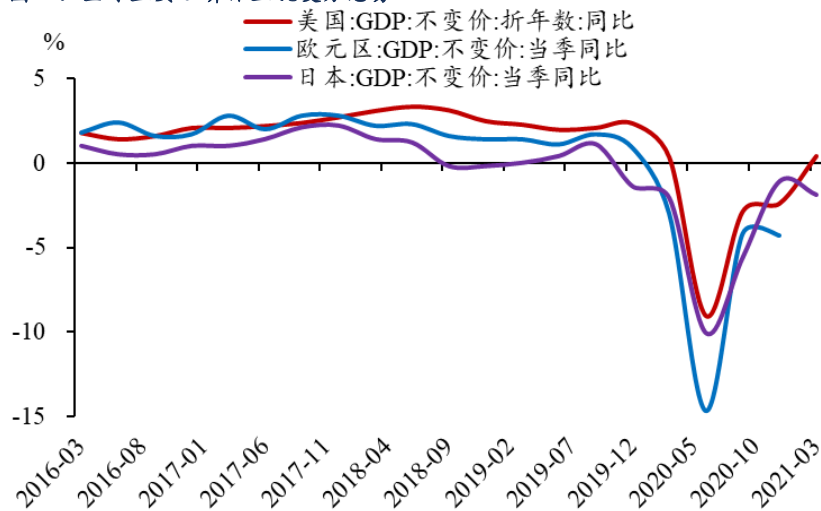
神奇的 2021 年，与 2010 年、2017 年均有多处相似。以史为鉴，金融危机后全球经济已经历两轮复苏，2010 年全球经济从危机中复苏，2017 年主要经济体同步复苏。2021 年，全球经济逐步从疫情中恢复、市场预期趋于乐观，在周期位置上与前两轮复苏十分相似。本文将采用比较研究的方法，纵观海外与国内，联通历史与未来，从外部环境、实体经济与货币金融三个角度总结不同周期的演化规律，帮助投资者正确理解当前宏观环境，更好地识别机遇。

二、外部环境：通胀预期像 2010 年，政策预期像 2017 年

2.1 当前海外宏观环境特征

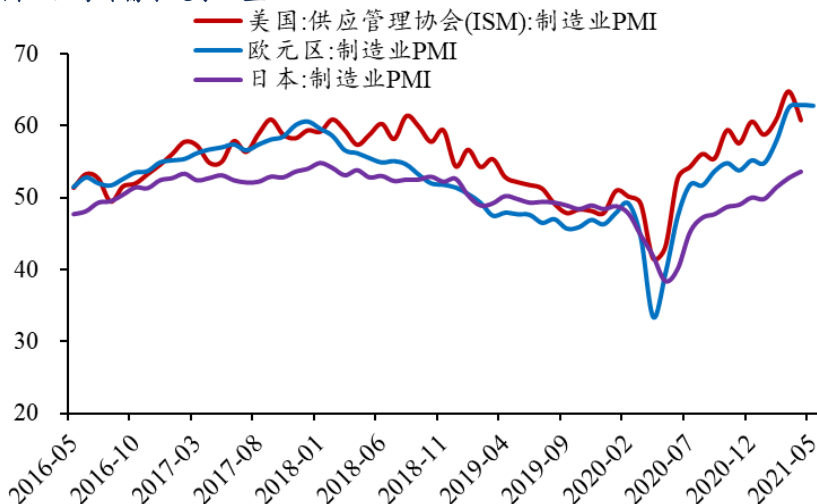
全球主要经济体呈现复苏态势，海外需求趋于旺盛。疫情以来主要经济体政府出台大规模刺激方案，以美国、欧盟、日本为首的发达经济体正快速从冲击中恢复。2021 年一季度，美国 GDP 增速转正为 0.41%，日本经济困于内需疲软表现低迷、增速较去年末下行。宽松的全球流动性环境下，海外需求趋于旺盛，2021 年 3 月美国制造业 PMI 为 64.70，创下 1983 年 12 月以来新高，4 月触顶回落，但仍维持在 60.70 的高景气度。4 月欧元区制造业 PMI 为 62.90，创下 1997 年 6 月以来的峰值，5 月数据几乎持平。出口成为当前日本经济复苏的一大推动力，今年以来制造业 PMI 持续上行，4 月值为 53.60，制造商信心得到强化。

图 1：全球主要经济体呈现复苏态势



资料来源：万得，信达证券研发中心

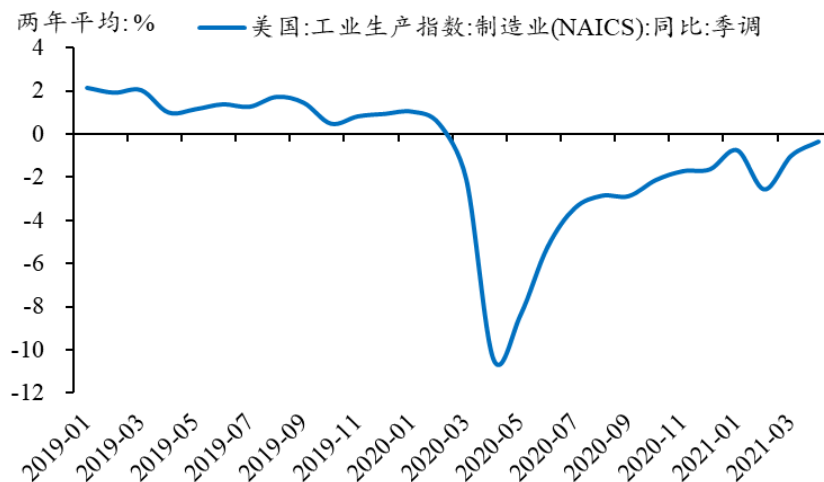
图 2：海外需求趋于旺盛



资料来源：万得，信达证券研发中心

美国生产端稳步恢复但仍慢于需求复苏。海外经济复苏仍存在明显的供需缺口，主要原因在于境外疫情反复不定，供给端仍存制约因素，因此全球经济的需求复苏进度要阶段性快于供给恢复。以美国为例，4 月份制造业生产指数的两年平均同比增速为-0.37%，生产端仍然紧张，但已呈现出稳步恢复态势。展望下一阶段的供需变化，美国大部分财政刺激资金已在 3 月份集中发放，各州纷纷宣布调整救济补贴政策，其中大多数州将从 6 月开始停止疫情期间的失业援助计划。预计美国需求端的快速修复将趋于缓和，供给端是下一阶段经济复苏的主导因素。

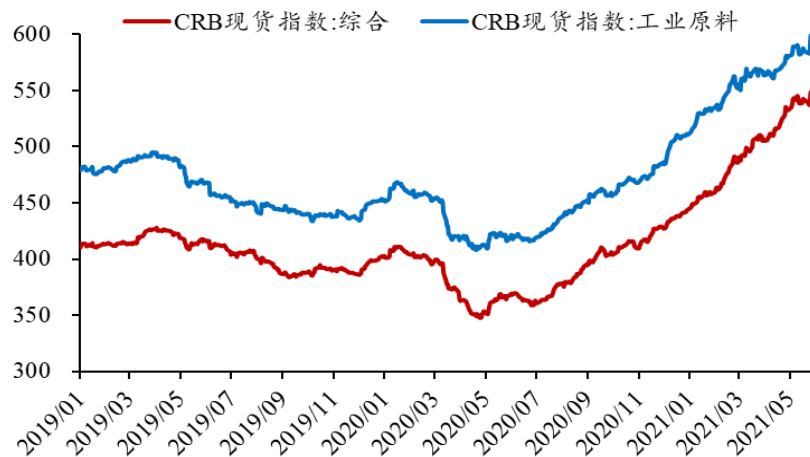
图 3：美国生产端稳步恢复



资料来源：万得，信达证券研发中心

当前大宗商品价格持续上涨。2020 年原油、铜价均受疫情影响跌入底部，随生产恢复开启了新一轮上涨。本轮大宗商品涨价的宏观因素在于全球经济复苏下供需仍不平衡，同时疫情期间主要经济体为应对疫情危机，采取了大规模刺激举措，市场流动性极度宽松。5 月中下旬大宗商品价格有所调整，但在全球通胀预期持续升温的背景下，预计大宗商品价格仍将高位运行。我国是大宗商品主要进口国，受此影响，近两次国务院常务会议均重点提及大宗商品涨价问题，强调保供稳价，打击囤积抬价行为，反垄断、反不正当竞争，有利于合理引导市场预期。

图 4: CRB 综合价格指数上涨



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 5: 以原油、铜为代表的工业生产原料价格上涨



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2.2 2021 与 2010、2017 的相似之处

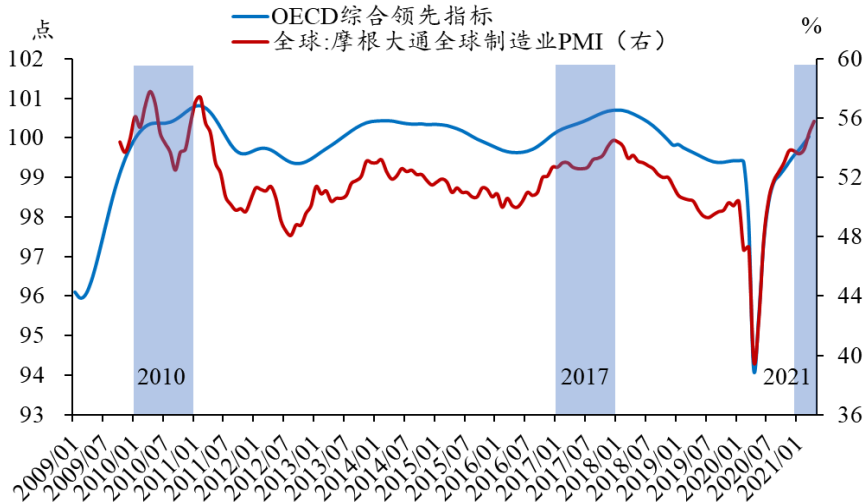
相似之处 1: 全球经济都处于复苏阶段。

1) 2010: 金融危机后复苏, OECD 综合领先指标从 99.76 升至 100.74, 全球制造业 PMI 中枢达 55.2%。2010 年全球经济复苏表现出轮番交替和波动较大的特征, 全球制造业 PMI 读数曾出现较大幅度调整。“量化宽松”是 2010 年美国经济的关键词, 前三季度经济复苏放缓, 9 月份进入“政策真空期”, 企业生产积极性下行, 当月 PMI 低于预期。11 月美联储制定二次 QE, 四季度经济复苏加速。欧元区经济的关键词为“欧债危机”, 主权债务问题于年初爆发, 5 月份欧盟采取刺激政策, 二季度欧洲经济超预期反弹, 随后增速放缓, 9 月份欧元区制造业 PMI 达到 8 个月来最低。日本制造业 PMI 也在 9 月份降至荣枯线以下, 原因在于彼时日元兑美元大幅升值, 企业出口订单和产出增速放缓。2010 年全球经济在危机后复苏, 市场所忧虑的“二次探底”风险最终消除。

2) 2017: 主要经济体同步复苏, OECD 综合领先指标从 100.08 升至 100.70, 全球制造业 PMI 中枢达 53.2%。2017 上半年发达地区经济呈现“欧强美弱”的特征, 缘于美国复苏步伐先于欧洲, 美联储政策收紧迎上欧洲货币政策宽松延续。下半年美国经济持续温和复苏, 10 月 ISM 非制造业 PMI 升至 60.1, Markit 制造业 PMI 达到年内次高水平。三季度欧元区经济复苏加快, 德国、法国、意大利等主要成员国 GDP 增速均创下金融危机以来最高, 相应地, 欧元区制造业 PMI 同样在 10 月上行至 2012 年以来顶点。相比之下 2017 年日本经济复苏弱于欧美, GDP 增速仍处于 2013 年以来较低水平, 增长缓慢。2017 年中国经济运行平稳、好于预期, 全球主要经济体同步复苏。

3) 2021: 新冠疫情后复苏, 1-4 月 OECD 综合领先指标从 99.69 升至 100.26, 全球制造业 PMI 景气向好。2017 年复苏顶点过后, 各国经济增长出现不同程度放缓。2019 年大部分国家进入低增长状态, 其中德国、意大利、日本等发达经济体和南非等发展中经济体实际 GDP 增速不足 1%, 两年间 OECD 综合领先指标从 100.7 高位降至 99.3 附近。2020 年新冠疫情重创全球经济, 各国政府采取刺激措施应对, 2020 年下半年全球经济再次进入复苏轨道。进入 2021 年, 疫情对全球经济的影响逐渐弱化, 我国疫情防控领先经济复苏领先全球。美国财政刺激计划的外溢效应明显, 发达经济体加速修复。日本疫情仍存较大不确定性, 印度、巴西等新兴市场国家疫情明显反弹, 本轮复苏将滞后于中国和欧美国家。

图 6: 2010、2017、2021 年全球经济都处于复苏阶段



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

表 1: 全球主要经济体 GDP 实际增长率及预测值

GDP 实际增长率 (%)	2017	2018	2019	2020	2021E
全球	3.76	3.57	2.76	-3.27	6.03
发达经济体	2.47	2.30	1.64	-4.71	5.14
美国	2.30	3.00	2.20	-3.50	6.39
欧元区	2.60	1.90	1.30	-6.60	4.43
德国	2.60	1.30	0.60	-4.90	3.60
法国	2.30	1.80	1.50	-8.10	5.81
意大利	1.70	0.90	0.30	-8.90	4.15
日本	1.70	0.60	0.30	-4.80	3.25
英国	1.70	1.30	1.40	-9.80	5.34
新兴市场和发展中经济体					
中国	6.95	6.75	6.00	2.30	8.44
印度	6.80	6.53	4.04	-7.97	12.55
俄罗斯	1.83	2.81	2.03	-3.06	3.76
巴西	1.32	1.78	1.41	-4.06	3.66
南非	1.42	0.79	0.15	-6.96	3.10

资料来源: 万得, IMF, 信达证券研发中心

相似之处 2: 全球贸易都处于上行周期。

2010: 全球贸易从深度负增长中急剧反弹, 当年全球出口增速达 20% 以上, 中国达 30% 以上。2009 年全球贸易在

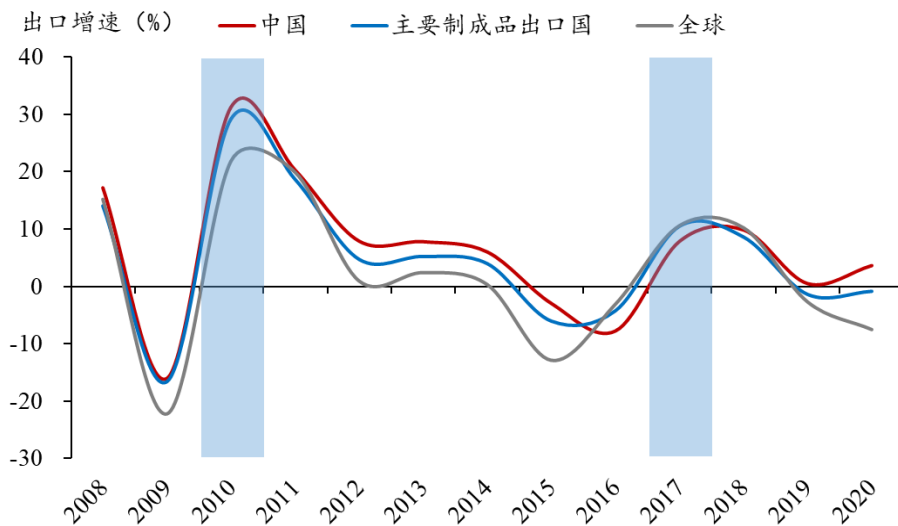


金融危机的震荡影响下深度负增长，2010 年经济复苏，全球出口增速急剧反弹。2010 年主要发达经济体复苏缓慢，美国贸易赤字及债务问题仍较严重，欧元区受主权债务危机拖累、尤其在下半年复苏乏力，日本则受到全球需求增长放缓和日元升值的不利影响，出口及贸易顺差增幅持续下滑。剔除低基数影响看两年平均增速，2010 年发达经济体出口增速有所修复，但不及新兴市场经济体。中国对外贸易在 2010 年快速修复，出口总额同比增长 31.3%，领跑全球。

2017：全球贸易和投资走出低谷，当年全球出口增速达 10%以上，中国为 7.9%。2010 年的复苏过后，全球贸易降温并进入下行轨道，于 2015 年再次陷入低谷。随后的两年时间，发达经济体出口增速展现出更强的韧性，尤其进入到 2017 年，美国经济形势表现强劲，欧元区经济复苏步伐加快，日本经济复苏势头转好，进一步拉动全球贸易上行。2017 年部分新兴市场经济体面临调整与转型压力，印度主要受到税收改革等因素影响，经济增速放缓后回升，南非则困于国内政治不确定与严重旱情，财政疲弱、债务问题凸显。相反地，俄罗斯和巴西受到石油等大宗商品价格上升影响，出口表现良好。2017 年中国出口较快增长，尤其对“一带一路”部分沿线国家出口保持增长，但在这一轮复苏中暂时落后全球和主要制成品出口国。

2021：UNCTAD 数据显示 2020 年全球出口萎缩 7.5%，WTO 预测 2021 年全球出口增速为 8%，市场主流预期中国出口增速达两位数以上。2017 年后全球经济增长放缓，2019 年全球贸易开始显露疲态，2020 年在疫情打击下国际贸易和投资显著萎缩，UNCTAD 数据显示全球出口同比减少 7.53%，主要制成品出口国同比减少 0.89%。相较之下，我国率先控制疫情、复工复产并实现经济正增长，出口动能强劲，2020 年同比正增 3.67%。在 WTO 最新预测中，2021 年全球出口增速将反弹至 8%，而市场主流预期中国出口增速将达两位数以上，有望进一步发挥外贸优势。

图 7：2010、2017、2021 年全球贸易都处于上行周期



资料来源: UNCTAD, 信达证券研发中心

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_19984

