

多退少补，趋近常态

——2021 年下半年策略报告

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

展望下半年，全球疫苗接种加速推进，疫情有望趋势性缓解。受美国财政补贴效果衰减、疫情相关消费退潮、房屋销售走弱的影响，美国过高的商品消费趋于回落。美国劳动力供给的增加会使得工资增长放缓。以上两个因素会降低通胀压力。因此，美联储退出 QE 会相对缓慢。我国经济整体稳定结构分化——偏高的出口和房地产趋于回落，偏低的消费和制造业投资继续改善。预计我国货币政策继续维持中性。

摘要：

一、全球疫苗接种加速推进，疫情有望趋势性缓解。由于全球疫苗产能持续投放，全球疫苗接种加快推进。中美欧有望三季度实现群体免疫，疫情或将得到较为彻底的控制。随着疫苗的大规模接种，其它地区疫情总体上也将趋势性缓解。

二、美国商品消费趋于回落，货币收紧相对缓慢。今年一季度美国耐用品消费较去年潜在水平（剔除基数效应）的增速高达 24.0%，远高于 2019 年 4.8% 的常态水平。非耐用品消费增速亦达到 6.3%，高于 3% 左右的常态增速。这样高的增速是不可持续的。5 月份美国商品消费增速已经有所回落。受美国财政补贴效果衰减、疫情相关消费退潮、房屋销售走弱的影响，预计下半年美国商品消费趋于回落。去年下半年美国房地产表现积极，但二季度以来美国房地产已经明显走弱。考虑到房贷利率的趋势性回升，预计下半年美国房地产会有所走弱。下半年美国经济的改善主要靠服务消费修复推动，但这对商品需求的拉动会较为有限。考虑到下半年美国商品消费需求回落，房地产走弱，美国通胀继续上行的动能也会因此减弱。随着美国失业补贴的减少和疫情的进一步缓解，预计劳动力供给会增加，工资增长会放缓，这也会导致通胀压力减弱。因此，美国较高的通胀具有暂时性。在这样的背景下，美联储退出 QE 会相对缓慢，全球风险资产大概率不会因为货币的收紧预期而大幅度调整。

三、我国经济整体稳定结构分化，货币政策维持中性。下半年全球疫情缓解背景下海外供应逐步恢复，预计我国出口小幅回落。上半年楼市政策的收紧已经使得房贷利率回升 10BP，房贷发放开始减少，房屋新开工和购置土地面积小幅负增长，并导致房屋施工面积增速缓慢回落。我们预计下半年这一趋势还会延续。当前我国制造业投资仍有修复空间。预计下半年较好的工业企业利润以及较高的企业中长贷推动制造业投资继续改善。上半年专项债发行较慢主要为了消化去年尚未使用的资金，因此下半年专项债发行加快不会导致基建增速提高，预计基建增速大体稳定。下半年疫情的进一步缓解将推动服务消费和中低收入群体消费继续改善，汽车芯片供应的缓解推动汽车消费改善。综合来看，下半年我国经济整体稳定结构分化，货币政策继续维持中性。

风险因素：病毒变异疫苗失效、通胀大幅走高



宏观研究团队

研究员：
张革
从业资格号：F3004355
投资咨询号：Z0010982

刘道钰
021-80401723
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482
投资咨询号：Z0016422

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、全球疫苗接种加速推进, 疫情有望趋势性缓解	4
二、美国商品消费趋于回落, 货币收紧相对缓慢	6
(一) 下半年美国商品消费和房地产趋于回落, 服务消费继续改善	6
(二) 美国通胀具有暂时性, 预计美联储退出 QE 相对缓慢	9
三、我国经济整体稳定结构分化, 货币政策维持中性	11
(一) 全球疫情趋势性缓解背景下海外供应逐步恢复, 预计我国出口小幅回落	11
(二) 预计下半年固定资产投资整体稳定, 房地产缓慢回落, 制造业小幅改善	13
(三) 疫情进一步缓解和汽车供应的修复有望推动我国消费继续改善	16
(四) 下半年我国经济总体稳定, 货币政策继续维持中性	17
免责声明	18

图目录

图表 1: 全球主要经济体每百人疫苗接种剂次	4
图表 2: 部分发展中国家每百人疫苗接种剂次	4
图表 3: 全球主要经济体截至 6 月 20 号新冠疫苗每百人接种剂次	5
图表 4: 新冠疫情每日新增确诊病例	5
图表 5: 部分疫情相对严重国家的每日新增确诊病例	5
图表 6: 美国个人消费支出及其分项的同比增速(%)	6
图表 7: 零售和食品服务销售额相关分项的同比增速(%)	6
图表 8: 美国零售和食品服务销售额增速与个人总收入	7
图表 9: 美国个人总收入及其分项	7
图表 10: 美国新屋销售与成屋销售	8
图表 11: 美国房贷余额增速与房贷利率	8
图表 12: 美国新建住房库存	8
图表 13: 美国新屋开工与营建许可	8
图表 14: 美国 PCE 及核心 PCE 当月同比	9
图表 15: 美国 PCE 及核心 PCE 的两年平均增速	9
图表 16: 美国非农就业人数及平均时薪	10
图表 17: 美国非农就业平均时薪的增速	10
图表 18: 欧元区零售销售指数及其两年平均增速	10
图表 19: 美国与欧元区 CPI 两年平均增速的对比	10
图表 20: 日本与美国零售额两年平均增速的对比	11
图表 21: 日本与美国 CPI 的对比	11
图表 22: 我国出口金额的两年平均增速	12
图表 23: 主要经济体产能利用率或产能利用指数	12
图表 24: 我国制造业 PMI 新出口订单	12
图表 25: 历年中国出口集装箱运价指数	12

图表 26: 固定资产投资及其分项当月值的两年平均增速.....	13
图表 27: 房贷利率	13
图表 28: 居民中长贷当月值及其两年平均增速.....	13
图表 29: 房地产相关指标当月值的两年平均增速.....	14
图表 30: 房屋施工及竣工面积累计值的两年平均增速.....	14
图表 31: 制造业投资两年平均增速.....	15
图表 32: 非金融企业中长贷当月值的两年平均增速.....	15
图表 33: 基建投资两年平均增速.....	15
图表 34: 新增专项债发行进度.....	15
图表 35: 社会消费品零售额及其分项累计值的两年平均增速.....	16
图表 36: 居民收入增速与消费增速.....	16
图表 37: 限额以上消费品零售总额当月值的两年平均增速及其变化.....	16
图表 38: 《2021 年第一季度中国货币政策执行报告》对货币政策的表述.....	17
图表 39: 我国 MLF 利率及余额.....	17
图表 40: LPR 利率	17

今年上半年全球疫情呈现分化特征，美欧等发达国家疫情好转，而部分新兴经济体疫情反复。各国经济及宏观政策亦呈现不同的特征。美国激进的财政政策导致通胀大幅走高，美联储加息预期提前。欧元区通胀相对平稳，货币政策维持不变。我国经济总体平稳，但结构有所分化，出口开始回落，而制造业投资和消费有所修复。展望下半年，疫情及各国政策仍将是影响经济形势的关键变量。

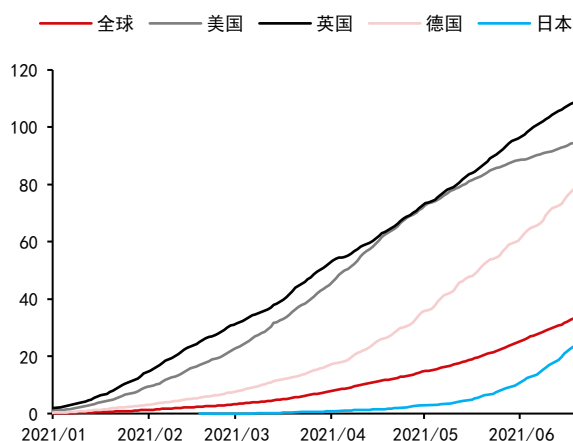
一、全球疫苗接种加速推进，疫情有望趋势性缓解

疫苗接种是控制疫情的关键因素。由于全球疫苗产能继续投放，预计疫苗接种加快推进。如果疫苗持续有效，全球疫情有望趋势性缓解。

第一，由于全球疫苗产能持续投放，全球疫苗接种加快推进。近期全球疫苗加速推进，5月上、中、下旬与6月上、中旬，全球疫苗每百人接种剂次分别提高2.73、3.79、4.47、5.01、5.15剂次，反映疫苗接种加速推进。这与全球疫苗产能持续投放有关。6月份以来，我国每日疫苗接种剂次已经跃升至2000万的水平。据此推算，我国产能已经达到每年73亿剂的水平，可以满足全球50%左右的疫苗接种需求。世界上其他疫苗生产国也在持续增加产能。在这样的背景下，全球疫苗接种继续加快。

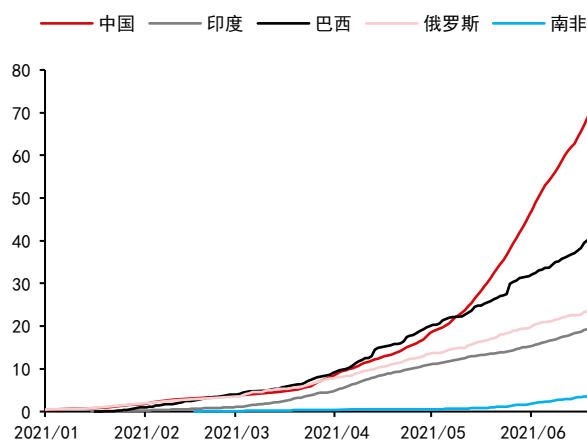
第二，中美欧有望三季度实现群体免疫，疫情或将得到较为彻底的控制。以我国目前的接种进度，到8月中旬我国就可以达到75%左右的接种比例，有望实现群体免疫。美国人群感染率已经达到10%左右，这部分人群已经拥有抗体；按目前的接种进度，美国在8月份也有望实现群体免疫。欧洲国家目前接种进度普遍慢于美国，但接种速度快于美国，大体在8月也有望实现群体免疫。考虑到中美欧剩余的未接种疫苗居民的接种意愿相对较低，政府需要继续鼓励接种，达到群体免疫的时间点可能比上述估计时间略晚一些。我们预计中美欧有望三季度末实现群体免疫，这会使得新增病例降至零星水平，疫情得到较为彻底的控制。

图表1：全球主要经济体每百人疫苗接种剂次



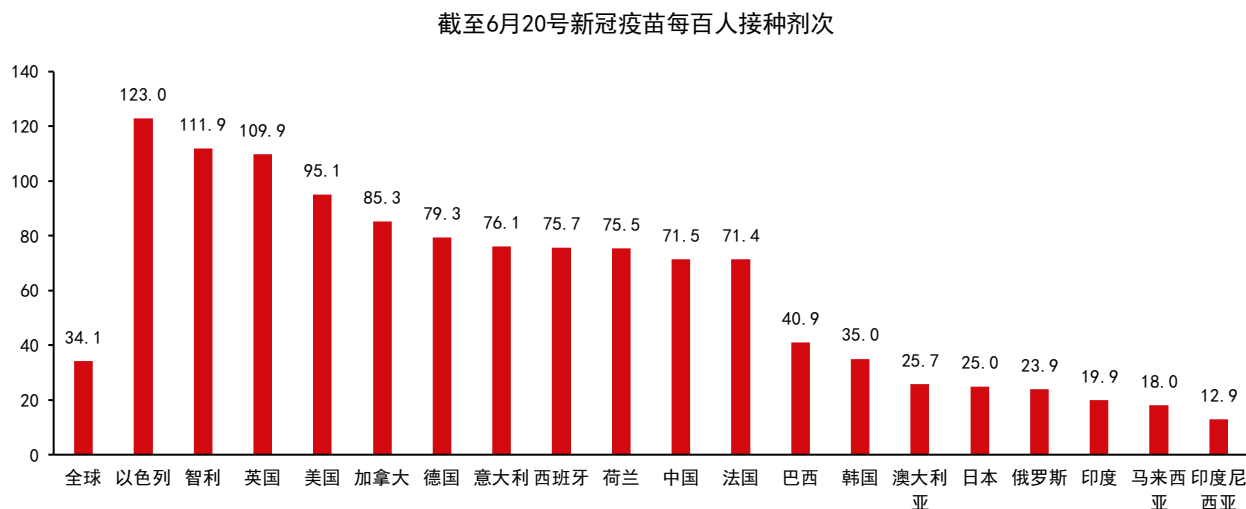
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表2：部分发展中国家每百人疫苗接种剂次



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表3：全球主要经济体截至 6 月 20 号新冠疫苗每百人接种剂次

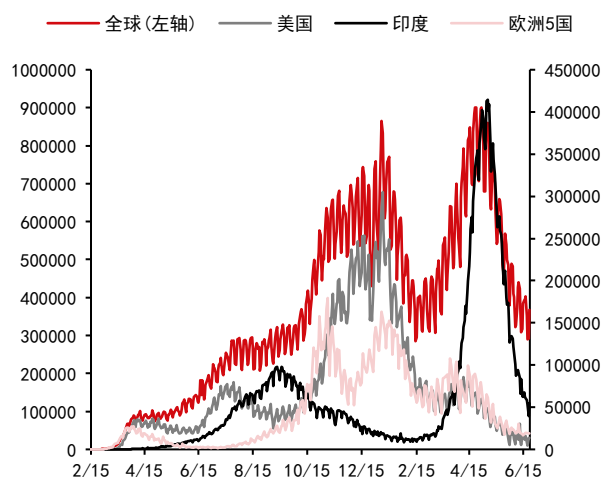


资料来源：Wind 中信期货研究部

第三，随着疫苗接种加快推进，全球疫情总体上将趋势性缓解。目前印度、巴西等新兴经济体疫苗接种进度相对较慢。5 月份以来，印度每日新增确诊病例已经降至峰值水平的 1/10 左右。近期部分国家疫情仍有所恶化，但不改变全球疫情向好的态势。随着全球疫苗接种加快推进，预计全球疫情总体上将趋势性缓解。

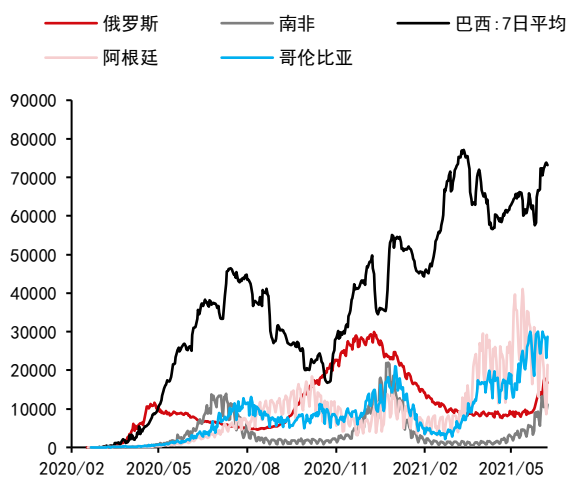
以上关于疫情形势研判的主要风险在于病毒变异导致疫苗失效。病毒的变异具有不确定性，这一风险难以排除。

图表4：新冠疫情每日新增确诊病例



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表5：部分疫情相对严重国家的每日新增确诊病例



资料来源：Wind 中信期货研究部

二、美国商品消费趋于回落，货币收紧相对缓慢

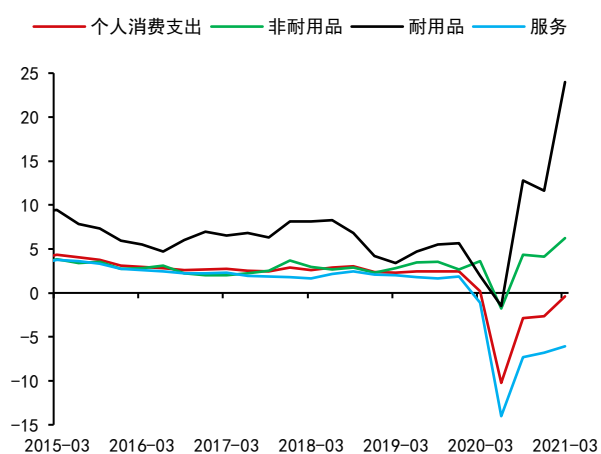
今年以来，美国疫情趋势性缓解，经济也趋势性修复。这一趋势在下半年仍将延续。随着就业的恢复，下半年美国财政政策和货币政策预计会有所调整。预计商品消费会趋势性回落，房地产会走弱，美国经济的修复主要体现在服务消费改善上。

（一）下半年美国商品消费和房地产趋于回落，服务消费继续改善

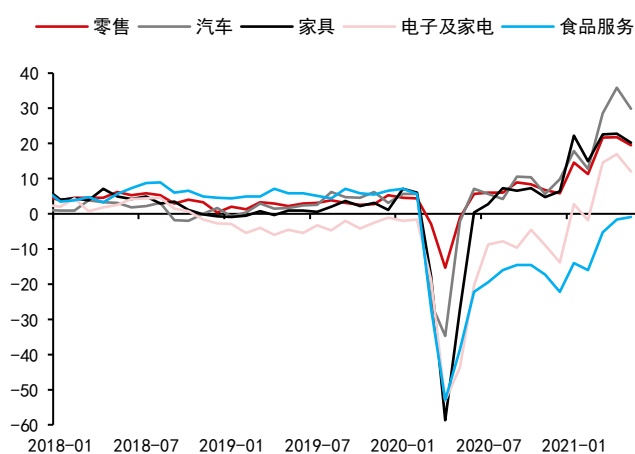
受财政刺激推动，今年上半年美国商品消费增速进一步抬升，显著高于疫情前的常态水平；服务消费虽然继续修复，但仍显著低于疫情前的常态水平。展望下半年，我们预计美国商品消费和房地产会趋于回落，而服务消费会继续修复。

今年1-4月份美国商品消费远高于常态水平，不过从5月份开始商品消费已经开始回落。今年3月份以来美国服务消费趋势性改善，但目前仍显著低于常态水平。今年上半年美国商品消费尤其是以汽车家具为代表的耐用品消费异常强劲，而服务消费仍显著低于正常水平。在一季度GDP个人消费支出中，耐用品同比增速高达27.5%，远高于2019年4.8%的常态水平，也远高于去年下半年12%左右的水平。一季度耐用品同比增速很高与去年同期基数偏低有一定关系。剔除掉基数效应，今年一季度耐用品消费相对于去年潜在水平（以2019年实际增速近似代替2020年的潜在增速）的增速也高达24.0%。同样剔除基数效应，一季度非耐用消费增速达到6.3%，高于3%左右的常态增速。不过，服务消费增速为-6.0%，仍显著低于2%左右的常态水平。从美国零售和食品服务销售额的月度数据来看，汽车、家具、电子产品及家电等耐用品消费增速已经开始回落。我们认为这反映商品消费回落趋势已经出现。3月份以来，由于疫情的大幅度缓解，美国食品服务消费继续改善，但目前依然显著低于常态水平。

图表6：美国个人消费支出及其分项的同比增速(%)



图表7：零售和食品服务销售额相关分项的同比增速(%)



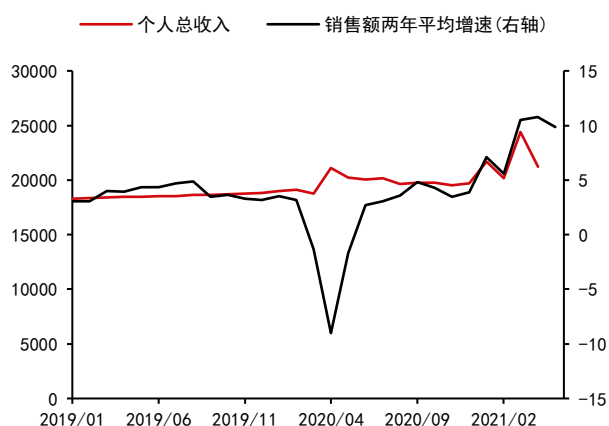
资料来源：Wind 中信期货研究部

说明：为剔除基数效应，2021年增速是相对于2020年潜在水平的增速，2020年潜在增速用2019年实际增速代替

资料来源：Wind 中信期货研究部

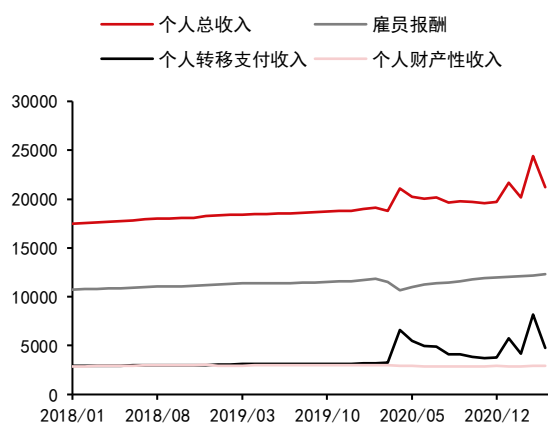
受美国财政补贴效果衰减、疫情相关消费退潮、房屋销售走弱的影响，预计下半年美国商品消费趋于回落。此前，美国商品消费的高增长有三个原因。第一，美国巨额财政补贴使得居民收入大幅增加。虽然疫情导致的失业使得居民劳动报酬减少，但是美国政府为居民提供了大量的财政补贴，这使得美国个人总收入反而大幅超过了疫情前水平，拉动了商品消费的增长。第二，疫情导致汽车、家具、家电等耐用品消费大幅增长。疫情背景下居民为降低被感染的风险，更多的选择自驾出行，这增加了对汽车的消费。此外，疫情背景下居民更多地呆在家里，增加了家具、家电等耐用品的消费需求。第三，低利率刺激了房屋销售，进而带动了家具、家电的消费需求。目前，这三个驱动逻辑已经开始逆转。第一，财政补贴对消费的提振已经并且将继续衰减。美国财政补贴有一部分是不可持续的。3月中旬美国发放了1400美元/人的补贴支票，这个财政补贴大部分会被美国居民在3、4、5月份用掉。疫情期间，美国政府对失业者发放了额外的失业补贴。过高的失业补贴导致部分低收入居民宁愿拿补贴也不愿意工作。于是，美国部分州从6月开始取消额外的失业补贴。因此，我们预计下半年美国财政补贴对消费的提振效果会进一步衰减。第二，由于疫苗的大规模接种，美国疫情已经大幅度缓解。美国三季度有望实现群体免疫，下半年疫情会得到较为彻底的控制。因此，疫情相关消费会逐步退潮。第三，随着美国房贷利率趋于回升，美国房屋销售趋于回落，这对家具、家电消费也会有一定的拖累。对此我们稍后进行更详细的分析。

图表8：美国零售和食品服务销售额增速与个人总收入



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表9：美国个人总收入及其分项



资料来源：Wind 中信期货研究部

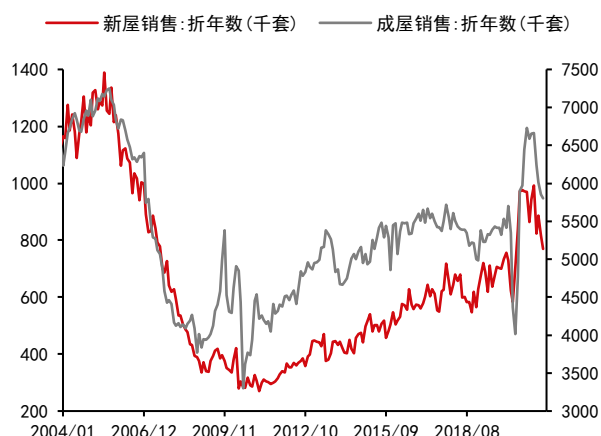
去年下半年美国房地产表现积极，但二季度以来美国房地产已经明显走弱。考虑到房贷利率的趋势性回升，预计下半年美国房地产会有所走弱。去年下半年美国房地产表现积极，房屋销售显著超过疫情前水平，这主要因为低利率刺激了投资性需求。疫情之后，美国住房抵押贷款余额增速趋势性下降，反映居民并未积极加杠杆购房。投资性需求对利率和利率预期较为敏感。今年2月份以来美国房屋销售大幅回落。一种解释为美国房屋库存偏低限制了房屋销售。但从最新的数据来看，这种解释并不成立。近几个月，美国新屋库存持续回升，5月份已经达到疫情前的水平。但是，美国新屋销售并未因为库存的回升而增加，反而持续

回落。我们认为，2 月份以来美国房屋销售的大幅回落主要因为年初以来美国房贷利率有所回升，这使得投资性购房需求显著减少。从历史经验来看，2013 年下半年美国缩减 QE 发酵导致利率回升期间，美国房屋销售也出现了显著回落。考虑到美国货币政策趋于收紧，预计房贷利率也趋于回升，这可能导致房屋销售继续回落。房屋销售的回落会进一步导致房屋新开工的回落。2 月份以来，美国营建许可和房屋新开工已经开始回落。我们预计这一趋势在下半年还会延续。

尽管下半年美国商品消费和房地产会走弱，但服务消费的修复会推动美国 GDP 趋于改善。今年 3 月份以来，由于疫情的大幅度缓解，美国服务消费继续改善，但目前依然显著低于常态水平。考虑到下半年美国疫情有望得到较为彻底的控制，预计美国服务消费会进一步修复，这将拉动美国 GDP 趋于改善。

大宗商品的需求更多地取决于商品消费和房地产的景气度。下半年美国商品消费的回落和房地产的走弱不利于大宗商品需求的增长，其对大宗商品价格的影响值得关注。

图表10：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11：美国房贷余额增速与房贷利率



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表12：美国新建住房库存

—— 美国：新建住房待售(千套)

图表13：美国新屋开工与营建许可

—— 新屋开工：折年数(千套) —— 营建许可：折年数(千套)

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_20381

