

## 复苏节奏放缓，把握结构机会 ——2021下半年宏观经济及大类资产展望

作者

潘宇昕 分析师  
SAC 执业证书: S0380521010004  
联系电话: 0755-82830333  
邮箱: panyx@wanhesec.com

### 核心观点:

上半年全球供需缺口引领了我国出口走强，再加上房地产销售投资表现强劲，上半年经济保持快速修复的状态。值得注意的是，疫后经济的复苏具有不均衡的特征，在经济向趋势回归的过程中，环比动能的减弱是必然的。

展望下半年，首先是要判断是否还在“爬坑”，如果修复大背景没变，全球经济仍然有向趋势修复的动力。第二是上半年经济动力的延续性。第三是新的支撑力。据我们测算，欧美日等发达国家在今年三四季度陆续可以实现群体免疫，需求进一步释放，带来经济边际增量；发展中国家落后至少半年，全球供需缺口的逻辑仍然成立，出口有保障。地产预计将步入下行周期，但竣工周期相关投资可以熨平波动；制造业投资在盈利改善的背景下有望提速；财政“后置”特征明显，下半年发力可期。总结而言，上半年的“地产+出口”双轮驱动仍有韧性，但环比动能将减弱，制造业投资以及财政后置发力为下半年经济提供了边际的支撑。

由于疫情引发全球宽松政策，推升了全球通胀预期上升。疫后宏观政策的走向和节奏、物价以及汇率、流动性的变化，是我们资产配置逻辑框架的重要因素。

美联储6月议息会议并未明确收紧，但整体表述偏向“鹰派”。美联储短期不急于收紧的核心原因在于就业市场疲软，预计美联储会在秋季根据就业改善情况释放Taper信号，到2023年初再考虑加息事宜。美联储在今年到2022年末仍保持扩表，全球流动性整体维持宽松。

下半年广义流动性压力预计小于上半年。一季度宏观杠杆率较上年末下行2.3个点，二季度预计延续下行，下半年保持杠杆率稳定的压力明显减小，货币政策全面转紧的概率较小，应仍会维持“稳货币+紧信用”的组合，结构上抑制房地产和地方隐性债务融资，全年新增信贷大致持平去年，鼓励实体经济融资，4季度财政再度发挥“稳增长”作用。

通胀方面，同比高点或已过，物价压力总体可控。全球大宗商品价格持续上涨带动我国主要工业品价格持续上涨。5月PPI同比上涨9.0%，目前PPI环比趋势尚不明朗，但同比顶部大概率形成。对CPI而言，猪肉价格下降对食品项CPI影响较大，将对CPI技术性降温。

人民币预计保持双向波动，外资流入有望保持良好节奏。美元指数反弹幅度有限，贸易顺差对人民币汇率仍有支撑，政策面释放强烈稳预期的信号，人民币汇率预计整体仍在合理范围内均衡波动，对外资吸引力仍在。

下半年A股整体或维持震荡态势，以结构性机会为主。盈利增速可能已过高点，流动性环境继续推升估值空间较小，由于宏观经济复苏有显著的结构特征，A股下半年以结构性的机会为主，高景气的成长板块、核心资产以及优质赛道可能占优。

10年国债收益率或在3.0%-3.2%间窄幅波动，难有趋势性机会。十年国债收益率在一季度达到高点后整体下行，未来货币政策进一步宽松的可能性较低，收益率很难向下突破。经济和通胀高点大概率已过，收益率较向上突破也缺乏动力。而外资持续流入、金融机构仍然面临资产荒，虽有地方债供给加速的扰动，但整体供需仍较平衡，收益率预计将窄幅波动。

风险提示：疫苗保护效果不及预期；疫苗产能外溢提前；通胀持续时间超预期；货币政策快速转紧。



## 正文目录

一、前言：线索回顾和逻辑展开.....	4
二、经济走势回顾：不均衡的复苏.....	5
(一) 生产端景气度高.....	5
(二) 固定资产投资不平衡.....	5
(三) 消费恢复相对偏慢.....	8
(四) 出口保持强势.....	10
三、经济预期重估：复苏动能渐弱.....	11
(一) 发达国家和发展中国家的免疫落差仍在.....	11
(二) 海外强复苏支撑出口动能，环比增速4季度或见顶.....	12
(三) 地产或逐渐进入下行周期，建安投资提供韧性.....	14
(四) 投资预计结构性回升.....	16
(五) 消费修复可能需要更长时间.....	16
(六) 财政后置发力，基建或提速.....	17
(七) 通胀同比高点或已过，物价压力总体可控.....	18
四、宏观政策走向：趋向正常化.....	19
(一) 美联储年内或将视就业情况缩减QE.....	19
(二) 社融收敛的速度或放缓.....	21
五、大类资产配置建议.....	22
(一) 人民币预计保持双向波动，人民币资产吸引力仍强.....	22
(二) A股重在结构性机会.....	24
(三) 债市利率难有趋势.....	25
六、风险提示.....	25

## 图表目录

图1 工业增加值平均两年复合增速 (%).....	5
图2 固定资产投资：累计同比增速 (%).....	6
图3 商品房销售和土地购置情况：累计同比 (%).....	6
图4 制造业投资增速：两年复合平均 (%).....	7
图5 制造业利润增速：两年复合平均 (%).....	7
图6 1-5月公共财政收入和支出预算完成度.....	8
图7 财政支出当月值 (千亿元).....	8
图8 社零增速：平均复合增速 (%).....	8
图9 清明节、“五一”劳动节旅游收入和人次情况 (十万人次、亿元).....	9
图10 消费支出占可支配收入的比重.....	9
图11 社会消费品零售总额：当月值 (亿元).....	10
图12 城乡居民可支配收入差额 (亿元、%).....	10
图13 出口金额当月值 (亿美元).....	10
图14 主要出口产品出口金额：当月值 (百亿美元).....	11
图15 主要经济体制造业PMI(%).....	13
图16 美国个人消费支出同比增速 (%).....	13
图17 美国三大商库销比 (%).....	13
图18 美国库存同比增速 (%).....	13
图19 东南亚部分经济体新增新冠确诊病例 (例).....	13

图 20	日本、韩国出口金额同比 (%)	14
图 21	工业产能利用率:当季值 (%)	16
图 22	企业利润和投资增速关系走势 (%)	16
图 23	目标财政赤字率 (%)	17
图 24	专项债发行进度	17
图 25	PPI (%)	18
图 26	商品走势	18
图 27	CPI 同比增速 (%)	18
图 28	CPI 环比增速 (%)	18
图 29	22 个省市平均猪肉价 (元/千克)	19
图 30	3 月加息路径点阵图 (%)	20
图 31	6 月加息路径点阵图 (%)	20
图 32	美国隔夜逆回购 (十亿美元、% (右轴))	20
图 33	美国通胀和就业情况 (%)	20
图 34	社会融资规模存量:同比 (%)	21
图 35	社会融资规模:1-5 月同比变化 (亿元)	21
图 36	新增人民币贷款:1-5 月同比变化 (亿元)	22
图 37	实体经济部门杠杆率 (%)	22
图 38	人民币汇率走势	23
图 39	银行结售汇差额 (亿美元)	23
图 40	VIX 恐慌指数	23
图 41	制造业 PMI (%)	24
图 42	中美 10 年期国债收益率 (%)	25
表 1	主要疫苗生产企业产能规划情况	11
表 2	主要国家接种进度及预计实现群体免疫时间 (截至 7 月 2 日)	12
表 3	房地产贷款集中度管理要求	14
表 4	2021 年 1-5 月部分热点城市房地产调控政策	15
表 5	上一轮美联储退出 QE 关键节点	21
表 6	央行缓解人民币升值压力采取的措施	24

## 一、前言：线索回顾和逻辑展开

在去年年底的宏观经济展望报告《把握复苏先机》中，我们指出新冠疫情引起的2020年全球经济衰退主要是由于供给受限引起的。

中国在疫情中先进先出，工业生产率先恢复，之后经历了以地产、可选消费、出口为主要驱动的快速复苏；海外经济在去年下半年开始快速修复，消费端领先生产端。从全球角度来看，复苏取决于生产端的复苏，控制疫情、提升供给才能从根本上解决问题，进而得出疫苗是影响2021年全球经济预期的修复路径的关键变量。

围绕疫苗供给和接种顺序，我们判断发达国家大约领先欠发达国家半年的时间进入复苏快车道，进而外延出全球复苏进程中较为合理的假设以及预期的经济主线。

首先，是免疫落差造成的供给缺口。由于疫苗供给不平衡造成全球供给端和需求端复苏脱节，使得中国经济进一步得益于供需缺口。随着发达国家疫情影响消退，生产生活进一步正常化，外需的提振为出口提供保障，但对出口有两个担忧，一个是以服务业复苏为主要特征的欧美经济复苏对商品的需求可能边际降低，也就是担忧服务业复苏带不动商品出口。另一个是担忧份额的显著下降。第二，是海内外制造业补库存。一方面是考虑美国制造业开启库存周期，并很有可能引起全球贸易共振，对应中韩日等主要制造业基地出口扩张；另一方面是国内制造业也将扩大资本开支。第三，是修复相对落后的服务业将加速修复。受疫情防控常态化约束，餐饮住宿、交运、批零、商务服务等服务业产值较疫情前仍有明显差距，我们认为随着疫苗覆盖率的提高，服务业斜率将快速释放。整体而言，我们预计中国经济2021年将保持良好的复苏态势。

站在年中的时点回望上半年，全球供需缺口的确引领了我国出口的走强，再加上房地产销售和**投资表现强劲**，上半年经济整体保持快速修复的状态。

值得注意的是，疫后经济的复苏是在受到外生冲击后的“爬坑”，绝大部分行业的增速从显著低于潜在增长率向趋势值回归。所以，复苏初期的动能是非常强劲的，而随着供给约束进一步打开，行业之间逐渐分化，就会出现经济修复不均衡的局面，服务类消费就是“负面典型”，修复进程明显落后商品类消费。此外，在经济向趋势回归的过程中，环比动能的减弱是必然的，与传统经济周期的上行下行可比性不强。

对于下半年经济走势的判断，首先是要判断是否还在“爬坑”，不论是海外还是国内，如果“爬坑”的大背景没有变，那么全球经济仍然有向趋势值修复的动力，因为出坑之后的风景其实尚不明朗，反而是向趋势修复的这一过程更易捕捉。第二是分析上半年的经济动力能否延续到下半年。第三，下半年经济是否出现了新的支撑。以上部分对于经济增长给出了一个大致坐标。

同时，由于疫情带来全球主要经济体史无前例的宽松政策，也推升了全球通胀预期上升。疫后经济不可避免的需要讨论宏观政策的走向、物价的走势以及汇率走势，以此框定出流动性的变化。

在后文中，我们尝试依次分析上半年经济的复苏态势、支撑力量的边际变化、宏观政策诉求以及延伸出来的流动性变化，最后给出资产配置的逻辑。

## 二、经济走势回顾：不均衡的复苏

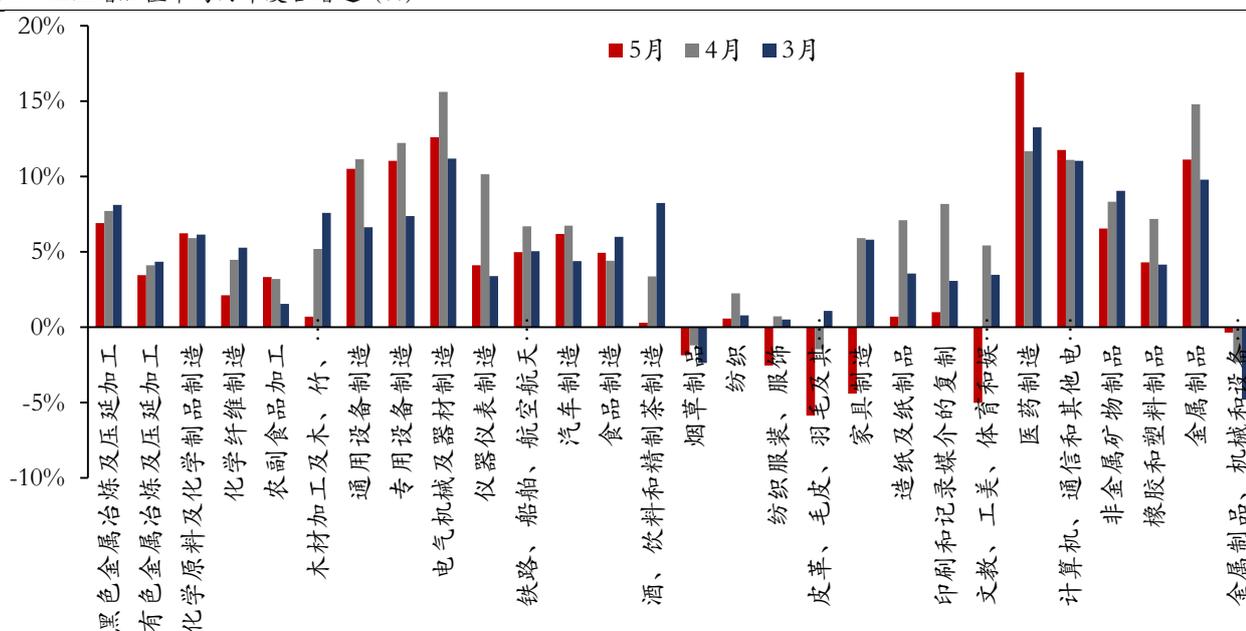
正如我们开篇所讲的，在供给约束逐步打开后，各行业向趋势值修复的过程中会逐渐分化，上半年经济走势便是如此，工业生产总体强劲，需求端复苏不平衡，外需强于内需，房地产投资一枝独秀，消费复苏偏缓。

### （一）生产端景气度高

工业生产延续高景气。5月工业增加值同比增长8.8%，两年平均复合增长6.58%，增速较上月下降0.2个百分点。三大门类中，采矿业、制造业、水电燃气供应业5月平均复合增速分别为2.14%、7.08%、7.24%，仅制造业较4月小幅下滑。

制造业中景气度较高的行业指向需求端的三条主线：一是建筑链条，黑色金属冶炼加工、非金属矿物制品3-5月月度平均增速均超过6.5%；二是国内外制造业复苏，通用设备、电气机械、金属制品等行业4、5月单月平均增速超过10%；三是疫情以来持续高景气的行业，如医药、电子设备行业等，3-5月平均复合增速超过10%。

图1 工业增加值平均两年复合增速（%）

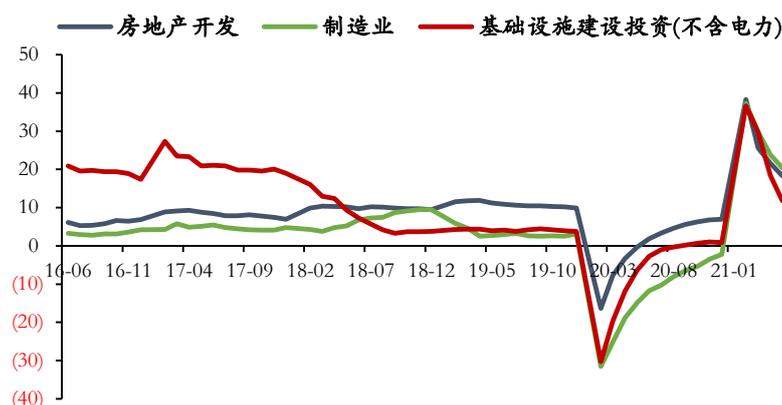


资料来源：Wind、万和证券研究所

### （二）固定资产投资不平衡

1-5月固定资产投资累计增长15.4%，两年年均复合增速4.00%，较4月进一步提升，但仍然低于疫情前水平，并且结构分化显著。固定资产投资中，房地产投资平均复合增速达到8.60%，制造业投资平均增长1.28%，较上月已上升1个百分点，边际明显改善；基础设施投资为2.35%，略高于上月增速，整体低于趋势值。

图2 固定资产投资：累计同比增速 (%)

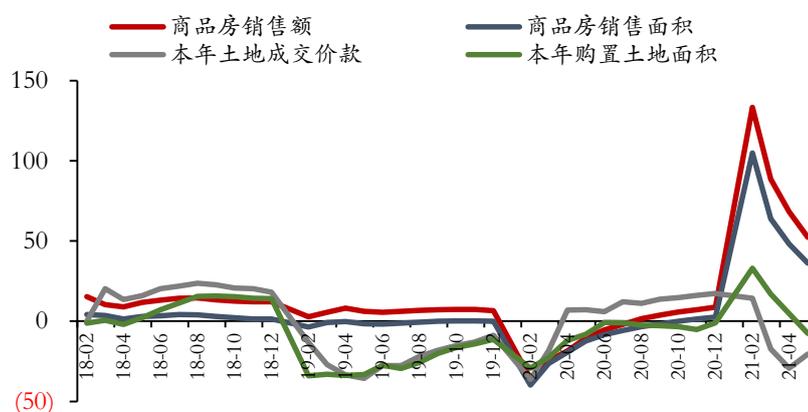


资料来源：Wind、万和证券研究所

**房地产销售仍然旺盛，投资维持韧性。**1-5月房地产开发投资完成额累计增长18.3%，平均增速8.60%，投资端保持韧性，主要是由于销售端延续旺盛态势。1-5月商品房销售面积和销售金额两年平均复合增速分别为9.3%和16.7%，处于高位，一方面是居民购房需求继续释放，另一方面也是由于房企金融政策收紧，房企通过加快推盘实现资金回笼。

值得注意的是，1-5月土地成交价款、土地购置面积、新开工面积两年平均复合增速分别为-7.73%、-7.8%、-3.45%，拿地和开工力度持续回落，后续房地产投资或有回落。

图3 商品房销售和土地购置情况：累计同比 (%)

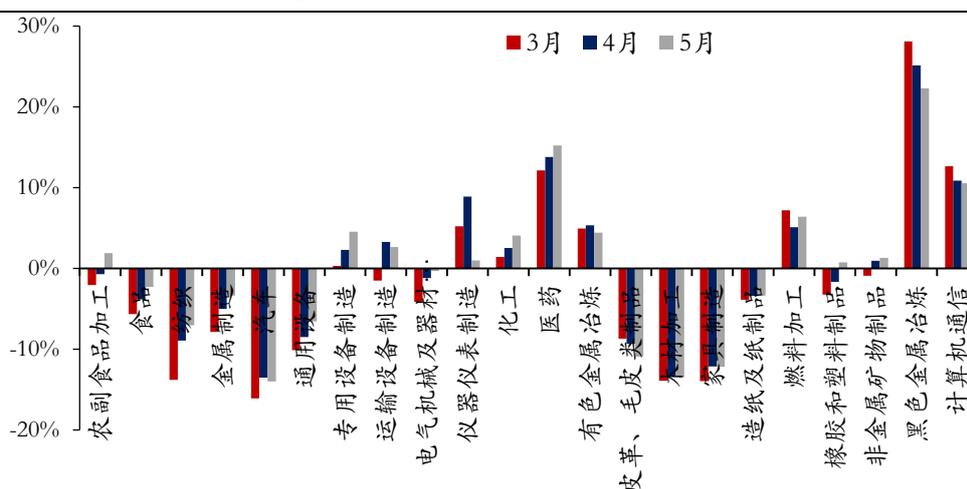


资料来源：Wind、万和证券研究所

**制造业投资整体恢复缓慢，结构分化明显。**已公布的主要行业投资增速（两年平均复合）分化明显，上游原材料行业受益于涨价因素投资需求比较旺盛，钢铁、有色、燃料加工等行业固定资产投资比较旺盛；中下游行业投资旺盛的集中在疫情以来景气度较高的行业，如医药、计算机通信，其他大多数行业固定资产投资复苏缓慢，食品、纺织、金属制品业、汽车、通用设备等增速为负，尚未成功“爬坑”。

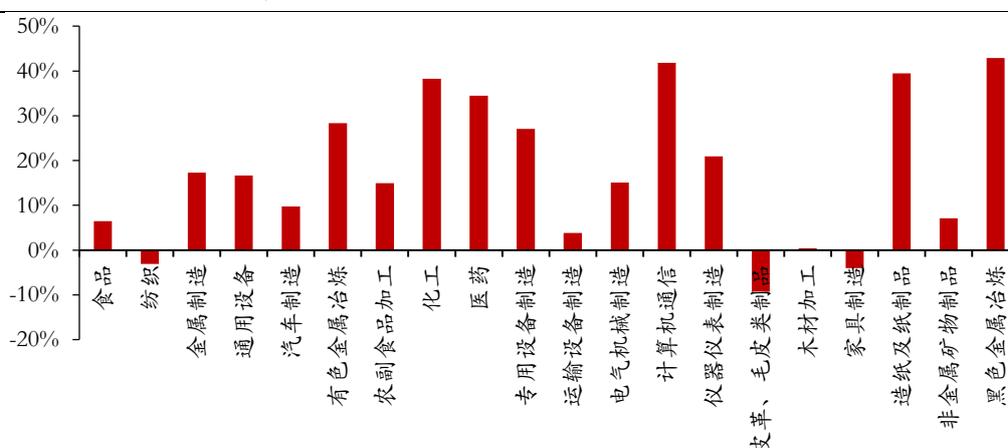
而从工业企业利润角度来看，绝大多数行业1-5月的利润都有明显改善，但利润的提高尚没有传导至企业固定资产投资，可能是由于原材料价格涨幅较大导致企业对未来利润空间的预期不确定性较高，倾向于观望。

图4 制造业投资增速：两年复合平均



资料来源：Wind，万和证券研究所

图5 制造业利润增速：两年复合平均 (%)

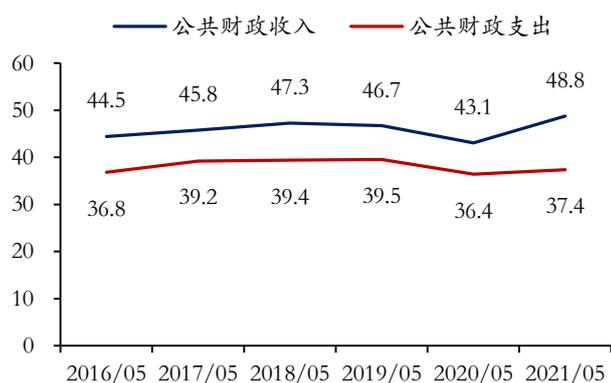


资料来源：Wind，万和证券研究所

**基础设施投资表现平淡，财政支出力度一般。**1-5月基础设施投资累计增长11.8%，平均复合增长2.35%，增速仍低于疫情之前，主要是由于财政支出力度比较一般，1-5月一般公共预算收入进度达全年预算的48.8%，完成度高于往年，支出进度却只有37.4%，完成度低于往年。并且，支出结构方面主要偏向民生保障等领域，教育、卫生健康、社会保障和就业支出同比分别增长12.1%、4.7%和6.6%，与基建相关性高的项目比如农林水事务、交通运输等在低基数的情况下仍然负增长，分别下降14.1%和9.5%。

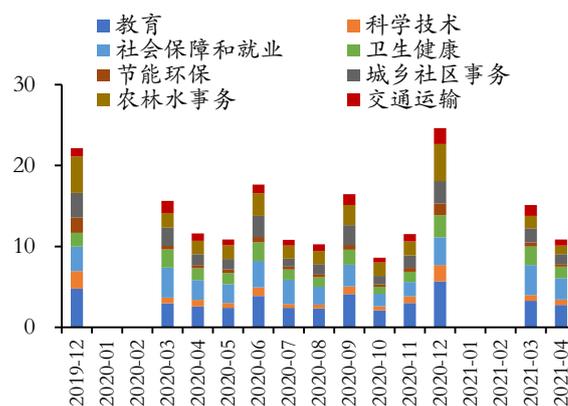
财政发力一般的原因主要在于上半年经济开局良好，不需要特别“稳增长”，而且去年扩张性的财政政策或使得部分在建项目本身仍有可支配资金。此外，上半年原材料价格上涨的背景下，财政也可能有意避免使市场供需关系更为紧张。

图6 1-5月公共财政收入和支出预算完成度



资料来源: Wind、万和证券研究所

图7 财政支出当月值 (千亿元)



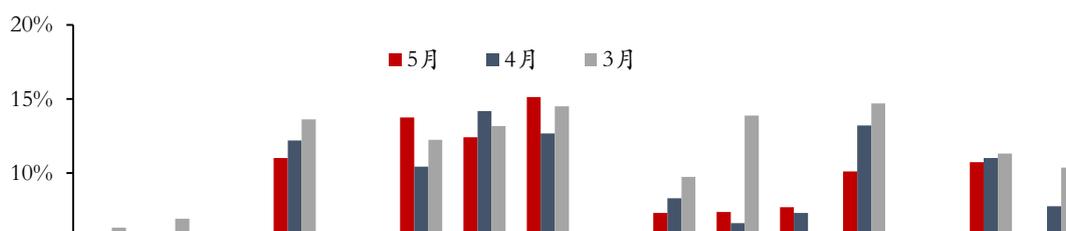
资料来源: Wind、万和证券研究所

### (三) 消费恢复相对偏慢

5月社会消费品零售总额同比增长10.9%，两年年均复合增速4.89%，保持温和复苏，但明显弱于工业生产增速。从GDP口径看，2021年一季度工业恢复到2019年同期的116%，批发零售、住宿餐饮分别是2019年同期的110%、97%。从社零口径看，1-5月社零的两年平均增速为4.27%，低于同期工业增加值7.1%和出口13.58%的增速。

从零售类型看，粮油食品、化妆品、金银珠宝、日用品、通讯器材、建筑装潢等连续处于高速增长区间，服装纺织类、家具类增长明显提速，汽车销售有所放缓。餐饮消费5月平均复合增速1.33%，较4月上升0.9个百分点，限额以上餐饮企业增速扩大至9.14%，限额以下餐饮消费仍有较大修复空间。

图8 社零增速：平均复合增速 (%)



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\\_20579](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20579)

