

宏观半年报

经济不平衡修复，资产配置重点从商品转向股债

——2021 年上半年宏观经济与大类资产配置分析与展望



债务通

中诚信

 微信扫一扫，使用小程序

经济不平衡修复，资产配置重点从商品转向股债

—2021年上半年宏观经济与大类资产配置分析与展望

概述

■ 上半年经济运行：不平衡修复中的中国经济

- 低基数效应下宏观数据高增长，上半年 GDP 同比增长 12.7%。上半年我国经济持续修复，经济运行总体稳中向好，两年复合增速有所上升。
- 供需两端修复不平衡。产需缺口收窄，但需求修复依然弱于生产。生产端修复不平衡，服务业修复显著弱于工业、服务业内部分化加大。需求端修复不平衡，房地产投资依然是主要拉动，居民消费面临收入结构于消费结构扭曲的制约，出口相对国内消费保持了较高增长。
- 价格上升幅度不平衡。CPI 与 PPI 之差反向走阔，PPI 受海外原材料上涨影响快速攀升，中下游企业利润水平受到挤压。
- 不同行业及不同所有制经济修复不平衡。“风口”型工业企业生产保持高位，上下游行业生产分化，大宗商品价格持续上涨加剧上下游行业利润分化。国有与民营经济修复不平衡，民间投资增速在疫后经济恢复中保持增长，但民间投资占比仍处于低位，同时民营工业企业利润增速仍低于国有企业。

■ 经济不平衡修复过程中面临的风险与挑战

- PPI 涨势虽趋缓，但仍需关注输入性通胀及双碳压力下成本上涨对企业利润空间的挤压。PPI 涨幅后续虽有望回落，但支撑 PPI 高增的内外因素短期内并未完全消失，仍需关注大宗商品价格对企业尤其是中下游企业利润空间的挤压。
- 地方政府财政收支仍承压，部分区域债务风险突出。当前各地经济财政仍未完全修复，部分区域财政收支矛盾仍然较大，显性或隐性债务风险较为突出，对地方政府债务风险的管控和去化依然是宏观调控必须关注和直面的问题。
- 信用风险释放虽然短期平静，但未来仍有释放压力，尤其需警惕区域财政金融风险的共振。在经济修复不平衡、信用分层加剧、债务风险处于高位的背景下，信用风险仍在持续酝酿，尾部信用风险暴露的可能性加大，尤其需要关注风险在地方政府、融资平台、地方产业类国企之间的相互传染，引发财政金融风险共振。
- 微观主体修复结构分化较为突出，下游行业、民营企业修复压力依然突出。下半年出口对中下游行业的拉动进一步弱化；原材料价格上涨且下游行业向终端消费者进行成本转嫁的能力较低，中下游行业的修复依然面临多重压力。此外，不同所有制微观主体修复情况分化，民营企业面临的压力相对较大。
- 结构性就业压力突出，青年人口及农民工的就业压力值得高度重视。6 月份，16-24 岁人口的调查失业率较上月攀升 2.6 个百分点到 15.4%，远远高于 15-59 岁人口 4.2% 的调查失业率；同时，截至 6 月底农村外出务工劳动力人数尚未恢复至 2019 年底的水平。

■ 经济运行环境展望：全球经济持续修复，政策常态化下注重稳定性连续性

- 外部环境：全球经济修复持续修复，政策调整、大国博弈或带来不确定性。首先，疫苗驱动的全球经济修复态势不改，但仍需关注修复分化态势；其次，经济修复下全球政策可能边际调整，需关注其带来的外溢效应；再次，大国博弈背景下与西方国家的局部缓和与冲突并存，但冲突仍是主线，警惕地缘政治超预期变化给经济运行带来的冲击。

- **国内政策环境：关注政府部门去杠杆对广义财政的约束，降准虽落地货币政策稳健基调不改。** 财政支出有望加快，但部分区域融资平台对基建投资的支持力度有可能进一步弱化，需关注政府部门去杠杆对基建投资的约束；全面降准虽落地，但货币政策稳健基调未改，继续强调结构性调整。
- **宏观经济展望：经济延续修复态势不改，但节奏和力度或边际弱化**
- **产需缺口持续收窄，经济继续向常态化回归。** 经济修复延续态势不改，随着经济向常态化水平回归，三四季度 GDP 增速或会降至 6% 左右，全年增速有望达 8.6%。
- **供需两端都有制约经济修复提速的因素，后续经济修复的节奏和力度或边际趋缓。** 工业生产增速或受出口走弱拖累，投资增速或因房地产投资回落承压，叠加增速基数不断抬升，经济修复的力度或边际趋缓。
- ◇ **大类资产配置回顾与展望：上半年大宗商品表现亮眼，下半年配置重点或转向股债**
- **上半年，大宗商品涨幅较高，权益性价比低于债券。** 上半年在全球供需错位、流动性宽松下，大宗商品表现强势、涨幅相对较高，但黄金价格较去年末有所下跌；受一季度高估值股票大幅回调以及二季度银行间流动性较为宽松影响，股票市场整体性价比低于债券市场。
- **展望下半年，大宗商品价格或有高位回落压力，股债配置价值提升。** 对于下半年资产配置重点，或由此前大宗商品转向股债，建议逐步减少大宗商品配置。股票方面，建议重结构、轻指数的操作风格，成长类股票表现或相对较好；债券方面，10 年期国债收益率接近 3.2% 水平配置价值或相对较高，若经济回落压力较大，可适当增加债券配置比例。

一、上半年经济运行：不平衡修复中的中国经济

2021年上半年，中国宏观经济处于持续修复过程中但尚未完全回到常态化水平。上半年GDP同比增长12.7%，虽然在基数抬升影响下二季度宏观经济同比增长7.9%，较一季度有所放缓，但二季度两年复合增速为5.5%，较一季度有所加快。总体看，我国经济在持续转向常态化回归过程中尚存多重不均衡：从供需来看，供需缺口有所收窄但需求端修复依然偏弱；从生产端看，服务业修复力度依然不及工业生产，且内部分化加大；从需求内部看，投资与消费构成的内需增速显著弱于出口增速，且投资内部与消费内部也存在结构性的问题。在非常态化的稳增长政策逐步退出的过程中，我国经济供需两端的动态平衡仍需克服结构分化、局部风险加快暴露等突出问题。如我们此前判断，2021年仍是经济不断回归常态化的一年，呵护需求复苏及微观主体修复是宏观政策着力的重点。

（一）低基数效应下宏观数据高增长，上半年GDP同比增长12.7%

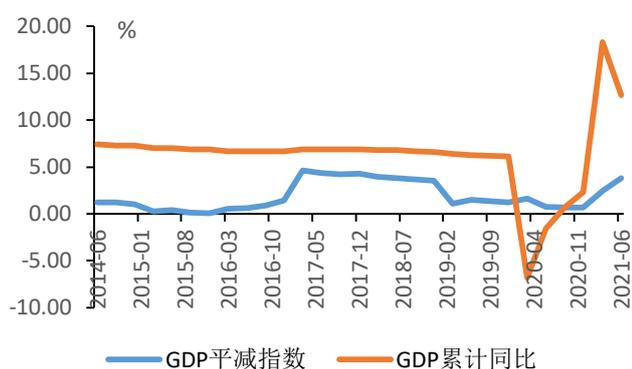
上半年我国经济持续修复，经济运行总体稳中向好。在去年同期低基数影响下上半年GDP增速达12.7%，其中二季度同比增长7.9%，两年复合增速比一季度加快0.5个百分点至5.5%，上半年GDP平减指数为3.85%。分三大产业看，三大产业累计同比贡献率分别为3.4%、43.6%与53.0%。上半年第一产业增加值同比增长7.8%，两年复合增长4.3%；第二产业增加值同比增长14.8%，两年复合增长6.1%；第三产业增加值同比增长11.8%，两年复合增长4.9%。三大产业总体持续修复且第二产业修复相对较快。从三大需求看，最终消费支出、资本形成总额与货物和服务净出口的增长贡献率分别为61.7%、19.2%与19.1%。其中净出口对于经济增长的贡献较为显著。整体看，上半年我国宏观经济向常态水平持续修复。

表 1：主要宏观经济数据一览表

	2021年		2020年				最新变化
	Q2	Q1	Q4	Q3	Q2	Q1	
GDP（当季同比）	7.9	18.3	6.5	4.9	3.2	-6.8	↑
GDP（累计同比）	12.7	18.3	2.3	0.7	-1.6	-6.8	↑
工业增加值（累计同比，%）	15.9	24.5	2.8	1.2	-1.3	-8.4	↑
投资（累计同比，%）	12.6	25.6	2.9	0.8	-3.1	-16.1	↑
社零额（累计同比，%）	23.0	33.9	-3.9	-7.2	-11.4	-19.0	↑
出口：累计同比（%，美元）	38.6	49.0	3.6	-0.8	-6.2	-13.30	↑
进口：累计同比（%，美元）	36.0	28.0	-1.1	-3.1	-7.1	-2.90	↑
贸易顺差（累计，亿美元）	2515	1164	5350	3260	1678	132	↑
CPI（累计同比，%）	0.5	0.0	2.5	3.3	3.8	4.9	↓
PPI（累计同比，%）	5.1	2.1	-1.8	-2.0	-1.9	-1.3	↑
M2：同比（%）	8.6	9.4	10.1	10.9	11.1	10.1	↓
社会融资规模（当季值，万亿元）	7.5	10.2	5.2	8.8	9.7	11.1	↓

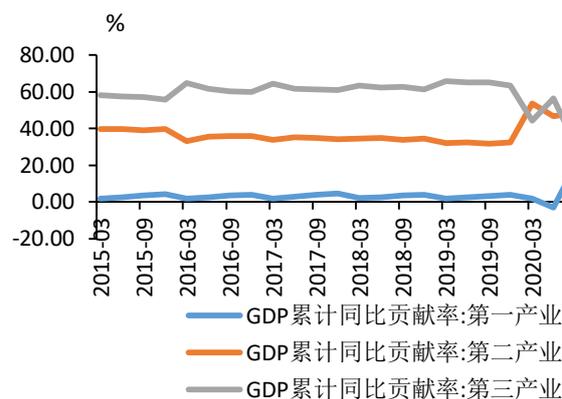
（注：→表示与上年同期持平，↓表示与上年同期相比有所下降，↑表示与上年同期相比有所上升）

图 1: GDP 累计同比与 GDP 平减指数



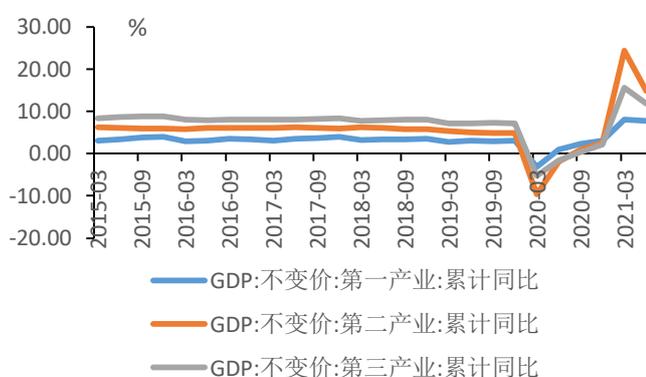
数据来源: 中诚信国际宏观经济数据库

图 2: 三次产业累计同比贡献率



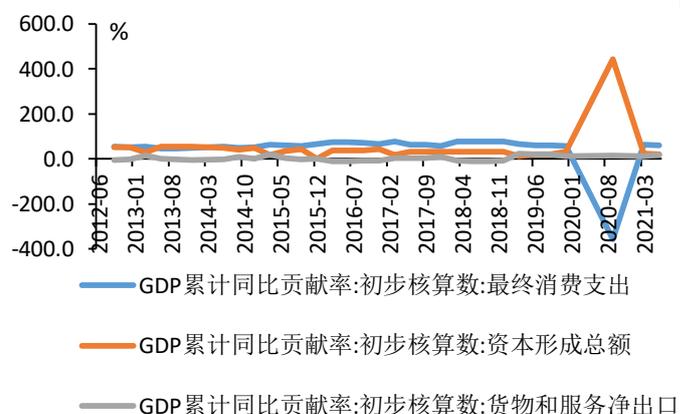
数据来源: 中诚信国际宏观经济数据库

图 3: 三大产业 GDP 增速



数据来源: 中诚信国际宏观经济数据库

图 4: 三大需求增长贡献率



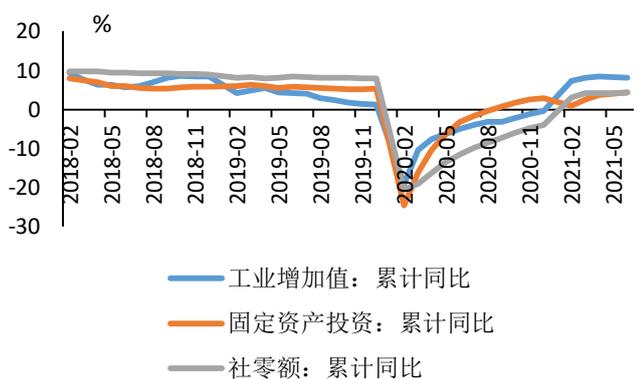
数据来源: 中诚信国际宏观经济数据库

(二) 供需两端修复不平衡: 产需缺口收窄, 但需求修复依然弱于生产

剔除基数效应后, 生产端总体回归至常态水平, 投资与消费仍显著低于疫情前。从工业生产来看, 上半年规模以上工业增加值同比增长 15.9%, 两年复合增长 7.0%, 显著超过疫情前 2019 年同期增速 6% 左右的水平。从制造业增加值来看, 上半年制造业同比增长 17.1%, 两年复合增长 7.5%, 也显著超过疫情前 2019 年同期 6.4% 的同比增速。从需求端看, 上半年全国固定资产投资 25.6 万亿元, 同比增长 12.6%, 两年复合增长 4.4%, 显著低于疫情前 2019 年 5.8% 的同比增速水平, 上半年社会消费品零售总额 21.2 万亿元, 同比增长 23.0%, 两年复合增长 4.4%, 仅有疫情前 8% 以上增速水平的一半左右。

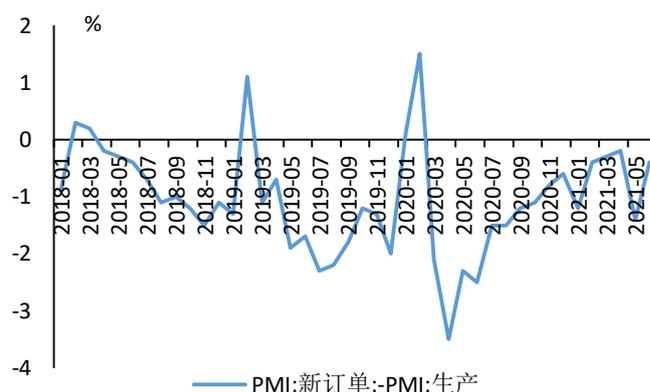
产需缺口有所收窄, 经济总体修复态势未改。从累计增速来看, 生产端总体修复力度边际减弱, 需求端修复力度较弱但总体平稳, 产需缺口有所收窄。剔除基数效应后, 工业增加值累计月度同比从 2 月份的 8.1% 下降至 6 月份的 7.0%, 上半年固定资产投资及社零额规模则较一季度分别加快 1.5 和 0.2 个百分点。此外, 出口对经济需求端依然形成一定支撑, PMI 中的生产指数及新订单 (包括新出口订单) 指数的差额收窄也提示产需缺口总体呈收窄态势。随着生产回归至常态以及产需缺口逐步收窄, 剔除基数效应后上半年 GDP 两年复合增速较一季度加快 0.3 个百分点至 5.3%, 经济整体的修复态势未改。

图 5： 供需两端修复不平衡（剔除基数效应）



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 6： PMI 生产与订单指数表明产出缺口收窄



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（三）生产端修复不平衡：服务业修复显著弱于工业，服务业内部分化有所扩大

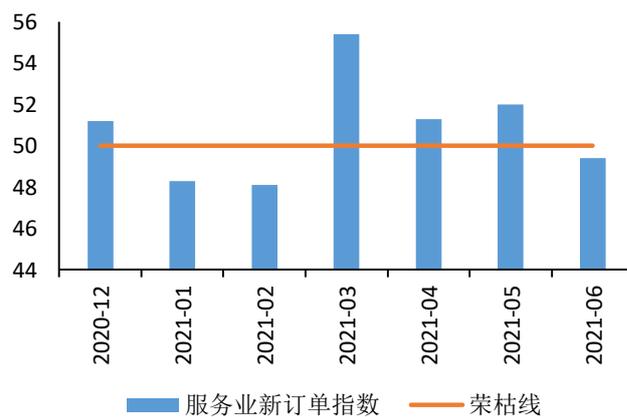
服务业总体修复力度不及工业，服务业行业及规模分化加大。与工业增加值增速（两年复合增速）显著高于疫情前水平相比，二季度第三产业增加值同比增长 8.3%，两年复合增长 5.1%，较疫情前 2019 年 7.2% 的服务业增加值同比显著较低。从制造业 PMI 与服务业 PMI 相关指数来看，上半年制造业新订单指数始终位于荣枯线之上，而服务业 PMI 新订单指数则在荣枯线上下反复波动，新订单指数是未来生产情况的前瞻性指标，反映出短期内服务业修复偏弱且不稳定。从服务业内部看，1-5 月份全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 31.9%，两年复合增长 11.1%，显著高于服务业整体，或表明中小服务业企业与大型企业修复水平差距有所扩大。从服务业各行业看，互联网软件及信息技术服务、货币金融服务等行业的商务活动指数始终处于高位景气区间，批发零售、住宿餐饮及租赁等传统服务行业景气度不高，且在疫情零星出现时波动幅度较大。

图 7： 服务业修复相对工业显著较慢



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 8： 服务业面临的市场需求并不稳定



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（四）需求端修复不平衡：房地产投资依然是主要拉动，居民消费面临多种制约

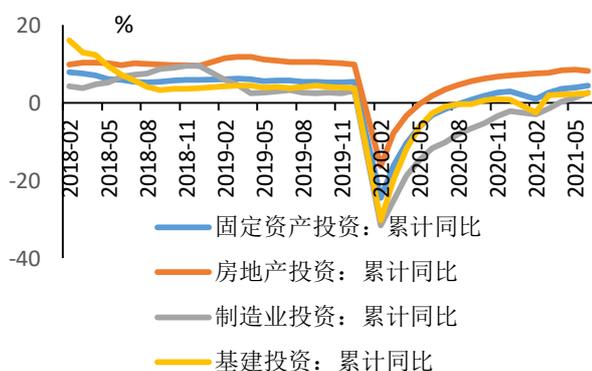
经济需求端内部修复不平衡或是当前经济运行的主要矛盾。相比出口高增长，国内市场的内需修复相对疲弱，与构建国内经济大循环的要求仍有距离。从投资内部来看，房地产投资是支撑投资修复的主

要因素，虽然制造业投资与基建投资仍在持续修复，但制造业投资主要受出口高增长带动，基建投资受制于政府部门去杠杆的一定制约。从消费内部来看，居民收入结构与消费结构存在扭曲，居民对于房地产的购置需求也对其他消费需求形成了一定挤出。

房地产投资是支撑投资修复的主要拉动，但其面临的政策性下行的压力较大。在固定资产投资中，上半年基础设施投资同比增长 7.8%，两年复合增长 2.4%，制造业投资同比增长 19.2%，两年复合增长 2.0%，均显著低于疫情前 2019 年的常态水平。上半年房地产开发投资同比增长 15.0%，两年复合增长 8.2%，仍然是固定资产投资增长的重要支撑。在坚持“房住不炒”的基本定位下，特别是房地产融资“三条红线”新规以及“供地两集中”等政策实施后，房地产开发资金来源可能存在不足的问题，同时考虑到上半年房屋新开工面积增速较低、土地购置面积同比大幅回落，当前的房地产投资增速较高或来自于房企加快竣工回笼资金，后续房地产投资较高增速的态势或难以维持。

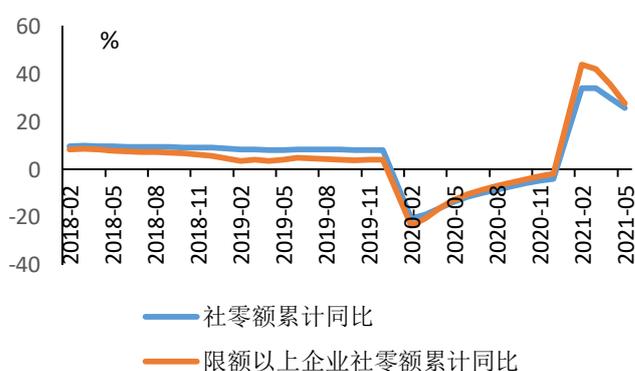
居民消费倾向反弹力度偏弱，消费结构与收入结构或存扭曲。上半年，社会消费品零售总额同比增长 23.0%，两年复合增长 4.4%，扣除价格因素后两年复合增速为 3.2%，显著低于疫情前 8% 以上的常态水平。从消费结构方面看，限额以上和限额以下消费增速都有所回升，但限额以上消费增速显著高于限额以下消费增速。从收入结构看，2016 年以来全国居民人均可支配收入中位数增速落后于其均值增速，2020 年两者之间的差距扩大，反映出收入差距的进一步拉大。相比高收入群体，中低收入的边际消费倾向更高，当前消费结构和收入结构的分化并不利于后续居民消费端的反弹。此外，当前有负债的家庭中住房贷款占家庭总负债的比例超过 76%，家庭对于房产的购置需求对其他消费需求形成了一定的挤出效应。

图 9：房地产投资增速高于基建与制造业



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 10：限额以上企业社零额增速相对更高



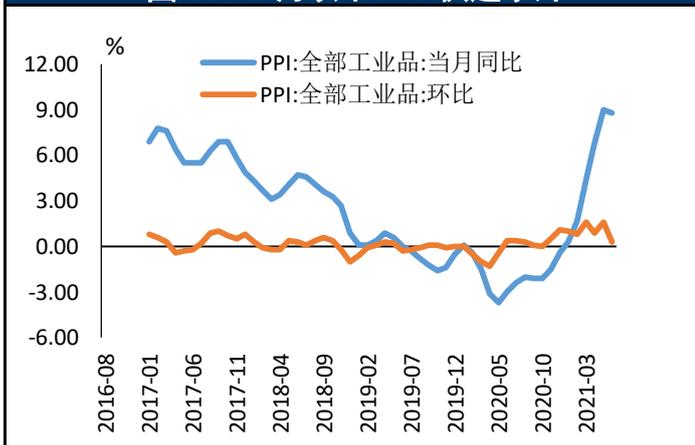
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

(五) CPI 与 PPI 上升幅度的不平衡：CPI 与 PPI 之差反向走阔

PPI 向 CPI 传导并不通畅，CPI 与 PPI 之差反向走阔。仅从国内供需基本面看，生产修复较强而需求修复较弱，CPI 和 PPI 理应承受下行压力。但受疫情冲击下各国经济供需错位以及欧美国家大规模经济刺激计划影响，国际大宗商品价格在上半年呈现出一轮快速上行周期，叠加国内“双碳政策”带来钢铁等上游产品产量受限的预期，上半年 PPI 同比上涨 5.1%，呈现出显著上行，其中 2 月至 5 月呈现出大幅上涨趋势，5 月 PPI 达 9.0%，为 2008 年 10 月以来的最高值，上游原料价格压力通过部分工业消

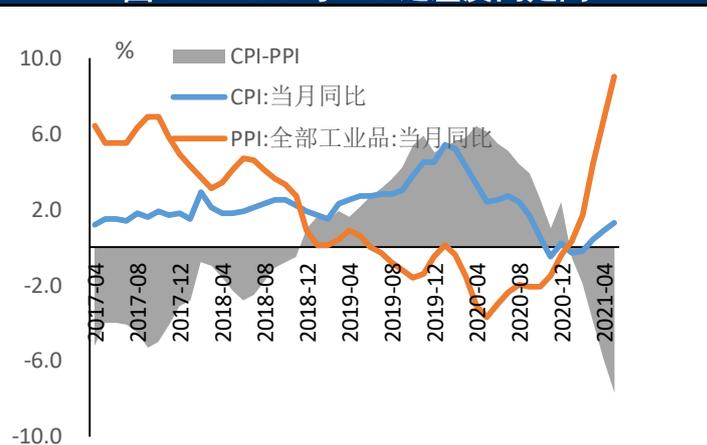
费品向终端消费有所传导，并带来CPI小幅上行。但由于国内需求基本面依然偏弱，PPI向终端消费传导的力度较弱，上半年PPI与PPIRM之差、CPI与PPI之差整体呈现反向走阔。价格数据之间的不平衡带来中下游企业面临的成本压力较快上升，上半年国常会三次提到大宗商品价格上涨的问题，虽然产需错位不断修正以及经济基本面并不支持PPI长期上行，且6月PPI和CPI已经在保供稳价政策下较前值小幅回调，但仍需要持续关注PPI回落的速度及其对中下游企业利润的负面影响。

图 11：2 月以来 PPI 快速攀升



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 12：CPI 与 PPI 之差反向走阔



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

(六) 上游与中下游行业修复不平衡：上游行业修复较快，中下游行业修复相对较慢

“风口”型工业企业生产保持高位，上下游行业生产分化。上半年，规模以上工业增加值同比增长 15.9%，两年平均增长 7.0%。虽然整体工业增加值恢复较好，但内部修复不平衡：一是“风口”型工业企业保持较高增长。上半年医药制造业出口交货值同比增长 53.5%；防疫用品原材料行业如化纤制造业出口交货值增长 51.8%；集成电路、光电子器件、电子元件产量同比增速均在 40%左右，部分电子器件产品生产增速达到近五年最高水平。二是上游行业同中下游行业生产不平衡。工业企业规模以上工业企业中原材料生产基本恢复，原材料行业增加值两年平均增长 6.0%，接近疫情前水平。而处于中下游的消费行业生产恢复相对较慢，两年平均增长 4.8%。后续来看，工业经济稳定恢复仍面临多方面考验：未来大宗商品价格高位运行的态势难有根本性缓解，上下游工业生产分化的态势或将持续；出口错峰增长效应的弱化对工业生产的支撑将有所减弱；产业链仍面临较为复杂的断点堵点。

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_22358

