

宏观

证券研究报告

2021 年 03 月 16 日

震荡格局中的资产配置机会

作者

一、国内经济复苏双头顶，一季度回落，二季度改善但高点较低；

二、制造业投资可能超预期，地产投资保持韧性，消费和基建不宜期待过高，出口份额去年 4 季度已经开始回落；

三、全年流动性紧平衡，上半年紧平衡偏紧，下半年适度放松；

四、供给侧驱动商品价格短期上涨，长期需求看不到超级周期；

五、大宗商品上半年供给定价，价格阶段性冲高，下半年产能释放后价格回落；

六、美债上行的时间和空间仍存，已经经历了上行斜率最快的阶段，美元反弹正在兑现；

七、A 股：配置组合在 1 月减仓了大盘股和消费，目前周期和金融的胜率仍然最高，后面两个季度要向分子要收益；

八、利率债的利空因素已经定价但尚未落地，黄金的投机价值不高，人民币升值告一段落。

风险提示：国内疫情防控压力超预期；新冠病毒变异导致疫苗效果低于预期；中美关系变化超预期

宋雪涛

分析师

SAC 执业证书编号：

S1110517090003

songxuetao@tfzq.com

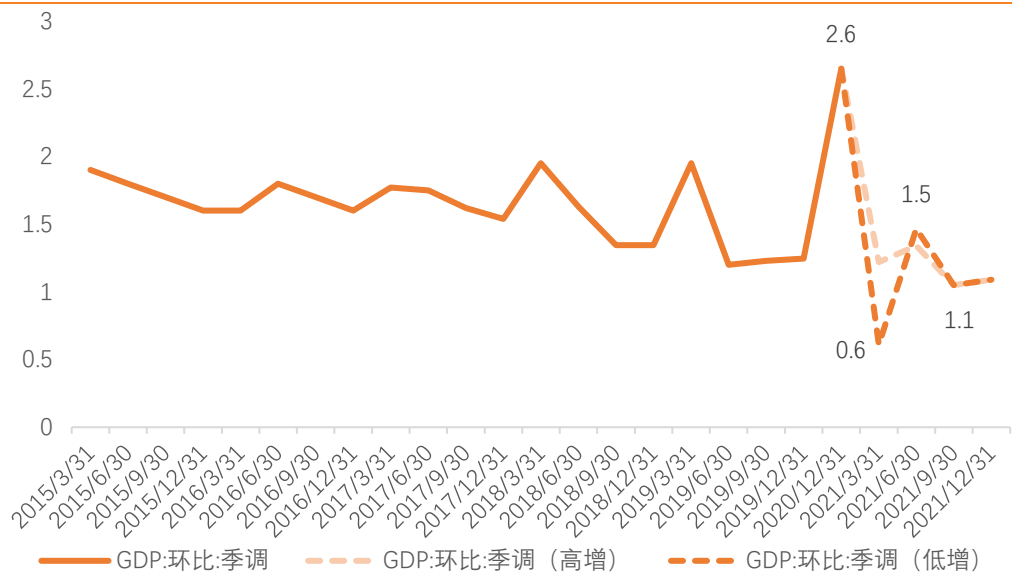
相关报告

一、国内经济复苏双头顶，一季度回落，二季度改善但高点较低

经济复苏的高点已经出现，但高点并不只有一个。去年4季度中国经济经历了超季节性增长（GDP 同比 6.5%），背后的原因有建筑业施工强度上升、财政支出力度反弹和出口高增的支撑。今年1-2PMI 和 高频数据指向经济环比增速边际下行。即使是表现最好的出口（1-2月同比 60.6%），考虑 2019 年和 2020 年的基数效应后实际增速大致为 15%-20%，和去年 11-12 月 19.2% 的增速基本持平，没有明显回落也没有进一步上升。

展望 2 季度，疫情防控压力缓解，影响建筑业施工的负面因素逐渐消退，专项债发行提升财政支出的力度，2 季度经济环比增速相比于 1 季度会有边际改善。再往后看，基建地产受信用收缩的影响，出口受到海外生产恢复、份额挤出的影响，下半年经济的环比增速大概率相比上半年出现回落。也就是说，经济复苏是一个“双头顶”，去年 4 季度是尖顶，今年 1 季度稍有回落，2 季度出现改善但高点较低，下半年进入下行阶段。

图 1：GDP 的季调环比增速走势，本轮复苏是双头顶（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

整体来看，今年上半年基本面仍然不错，经济虽然略有波折但还在复苏的顶部，上市公司的盈利拐点可能在下半年出现。对于股票而言，上半年基本面不是主要的影响因素；对于债券而言，上半年基本面也不会带来趋势性的交易机会。

二、制造业投资可能超预期，地产投资保持韧性，消费和基建不宜期待过高，出口份额去年 4 季度已经开始回落

从结构上来看，消费服务仍然处于复苏阶段，但不宜对其抱以太高的期望。不管是美国还是中国，疫情放大了居民收入的结构性问题，中低收入家庭承受了更大的压力，消费的复苏依然是长期缓慢的过程。

制造业投资可能是今年超预期的亮点。无论从宏观（利润、产能利用率）还是微观（产业趋势、行业集中度、全球市占率）来看，制造业复苏都有可持续的空间。预计今年制造业投资同比增速在 12% 左右，两年复合增速达到 4%-5%，略高于疫情前的中枢。

地产销售从年初数据来看依然保持韧性，但信贷环境制约了地产投资的成长空间。预计全年地产投资增速在 5%-7% 之间，略微低于去年，结构上前端拿地开工回落，中后端施工竣工保有韧性。

基建投资将比较平淡。今年交通运输部公布的交通固定资产投资计划 2.4 万亿，相比过去 5 年有明显回落；今年又是地方债到期的大年，伴随广义赤字的收缩，基建增速难有起色。预计基建投资增速 2% 左右比较合理。

出口的争议比较大，去年二三季度出口的高增主要是份额的贡献，去年四季度份额的贡献下降，外需的贡献上升。今年出口的走势取决于份额下降和需求拉动两方面的角力。根据我们对各国行业出口份额的跟踪，去年 10 月开始中国全行业出口份额已经出现回落，但回落具有比较明显的结构性特征。

第一，比起中上游行业，下游行业份额的回落更加明显。中上游行业的竞争对手主要是新兴市场和资源国，部分国家生产恢复偏慢；下游行业的竞争对手主要是东亚和发达国家，生产基本恢复正常。第二，一些竞争优势比较强的行业份额还在提升，比如机电和电子设备。

图 2：24 个行业出口份额变动情况（10 月环比 9 月）

行业	中国	发达国家 其中:										发展中国家 其中:					
		或地区	美国	欧盟28国	加拿大	日本	韩国	澳大利亚	瑞士	台北	香港	墨西哥	印度	泰国	巴西		
出口总额	-1.0%	1.3%	0.8%	1.6%	0.0%	0.2%	-0.5%	0.0%	-0.1%	0.1%	-1.0%	-0.3%	0.2%	-0.4%	-0.1%	-0.1%	
其他纺织制成品	-0.5%	3.1%	0.9%	2.2%	0.1%	0.2%	-1.1%	0.1%	0.1%	0.5%	2.1%	0.5%	1.5%	0.2%	0.0%	0.0%	
家具及其附件	-0.5%	0.8%	0.1%	0.9%	-0.1%	0.0%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	
锅炉及机械器具	-1.0%	0.9%	0.4%	0.9%	-0.1%	0.6%	-0.7%	0.0%	0.0%	0.1%	-0.4%	0.5%	0.6%	-0.1%	-0.1%	0.1%	
有机化学品	-1.0%	3.9%	1.6%	1.6%	-0.1%	0.3%	-1.0%	0.0%	1.1%	0.4%	0.0%	-1.4%	-0.1%	-1.2%	-0.2%	0.1%	
钢铁制品	-1.0%	2.0%	0.7%	1.3%	0.0%	0.3%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	-0.6%	0.3%	-0.5%	-0.3%	-0.1%	
车辆及其零部件	-0.7%	0.7%	-0.5%	1.7%	-0.5%	0.3%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.5%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	
非针织纺织的服装	-0.6%	3.9%	0.4%	2.2%	0.1%	0.0%	0.2%	0.0%	0.5%	0.0%	0.4%	1.1%	0.4%	0.5%	0.2%	0.0%	
钢铁	-0.6%	2.3%	1.1%	2.4%	-0.1%	0.5%	-2.0%	0.0%	0.0%	0.4%	-0.1%	-1.7%	-0.2%	-2.1%	0.1%	0.5%	
贱金属杂项制品	-0.4%	0.7%	0.3%	0.3%	0.0%	0.2%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	-0.2%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	
光学、照相、医疗等设备零部件	-1.0%	1.4%	0.8%	0.6%	0.0%	0.5%	-0.6%	0.1%	-0.2%	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	
皮革制品	-1.0%	1.6%	0.1%	2.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	-0.1%	0.0%	-0.6%	-0.5%	0.0%	-0.4%	0.0%	0.0%	
橡胶及其制品	-1.0%	1.3%	0.4%	0.6%	-0.2%	0.6%	-0.5%	0.0%	0.0%	0.3%	0.0%	0.4%	0.0%	-0.3%	0.9%	-0.1%	
塑料及其制品	-0.8%	1.3%	0.2%	1.3%	0.0%	0.7%	-1.1%	0.0%	0.0%	0.4%	-0.3%	-0.4%	0.0%	-0.2%	-0.1%	0.0%	
矿物燃料、矿物油	1.2%	4.8%	1.5%	3.5%	0.5%	-0.2%	-0.7%	0.3%	0.1%	-0.1%	0.0%	-6.0%	-0.4%	-4.9%	-0.1%	-0.5%	
铝及其制品	-1.0%	2.5%	1.1%	0.4%	0.3%	0.6%	-0.4%	0.3%	0.2%	-0.1%	0.0%	-0.6%	0.0%	-0.9%	0.0%	0.0%	
纸张、纸或纸板制品	-1.0%	1.7%	-0.1%	1.2%	-0.2%	0.5%	-0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.0%	-0.3%	0.0%	-0.1%	0.0%	-0.1%	
电机、电气、音像设备	1.3%	-1.3%	0.8%	0.4%	0.0%	0.3%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	-2.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
船舶及浮动结构体	-0.5%	11.5%	0.7%	3.0%	0.0%	7.4%	0.4%	-0.1%	0.0%	0.2%	-0.1%	-2.2%	0.6%	-1.3%	-1.5%	0.0%	
化学纤维长丝	-2.0%	2.5%	0.1%	1.1%	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%	
珠宝首饰	0.4%	-1.9%	1.9%	4.0%	0.9%	-0.6%	-0.3%	-0.4%	-1.3%	-0.1%	-6.0%	1.5%	0.2%	1.2%	-0.3%	0.4%	
针织纺织服装	-0.5%	2.2%	0.3%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.4%	1.0%	0.2%	0.6%	0.2%	0.0%	
玩具、游戏或运动用品	-0.5%	3.3%	1.1%	1.1%	0.1%	0.4%	0.0%	0.1%	0.0%	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	
鞋靴护腿	-2.0%	2.7%	0.3%	1.9%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.3%	0.0%	0.0%	-0.6%	0.0%	-0.7%	0.0%	0.1%	
陶瓷产品	-0.1%	1.1%	0.2%	0.7%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.4%	0.2%	-0.6%	0.0%	0.0%	

资料来源：ITC，UN COMTRADE，天风证券研究所

结合份额和需求两个方面的变化，我们认为出口的高点将在今年上半年出现，但行业的结构性分化会更加明显：

第一，今年中上游的出口会明显好于下游。中上游行业一方面受益于海外生产商补库对需求的拉动，另一方面受益于竞争对手偏慢的恢复速度。而下游行业需求已经相对饱和，很难对冲份额下滑的影响。美国耐用品消费支出去年最高达到了 15% 的增速，去年底已经开始回落，今年服务业消费会有报复性恢复，代价是下游商品消费的回落。

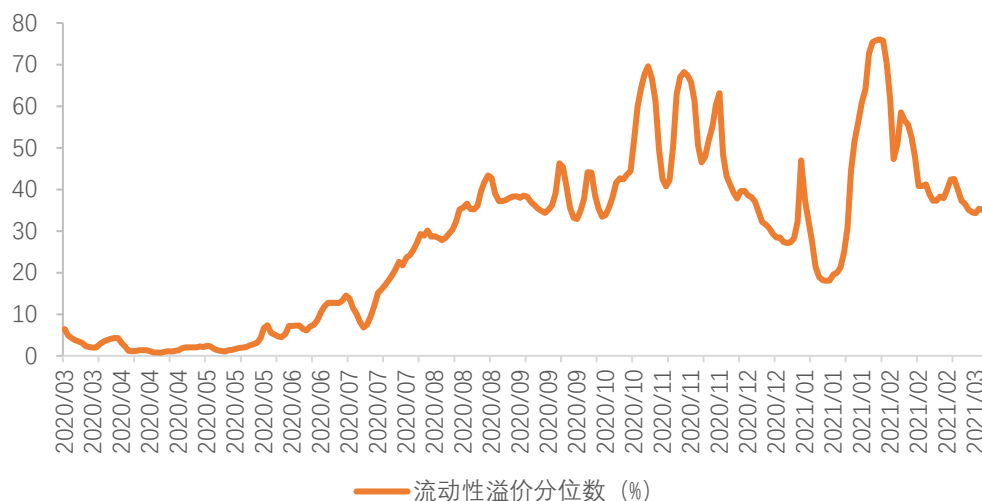
第二，横向对比来看，部分中游制造的出口份额具有更强的韧性。疫情后中国细分行业的全球市场份额出现提升，其中机械零部件、化工原料药、汽车零配件和通信设备电子元件这四类行业的比较优势增强，份额提升的趋势在疫情就已经比较明显，疫情期间出现了进一步加速。即使全球生产陆续恢复，这四类行业的出口份额也不会出现明显回落。

三、全年流动性紧平衡，上半年紧平衡偏紧，下半年适度放松

今年是货币中性、流动性紧平衡的一年。从央行目前的货币政策取向来看，市场利率将围绕政策利率波动，对应流动性溢价在 30%-50% 历史分位之间。信用方面，今年 2 季度-3 季度社融增速将加速回落，10 月之后信用开始修复，社融增速出现反弹。流动性方面，上半年的基本面还在顶部，信用刚开始温和回落，流动性将会维持紧平衡；下半年信用被动紧缩，经济开始回落，流动性可能在紧平衡区间里适度放松。

整体来看，上下半年的政策环境不同，上半年类似 2017Q4-2018Q1，下半年类似于 2019 年 Q3-Q4。上半年股票比债券更好，特别是价值股；下半年利率债和成长股都有机会。

图 3：市场利率将围绕政策利率波动，对应流动性溢价在 30%-50% 历史分位之间

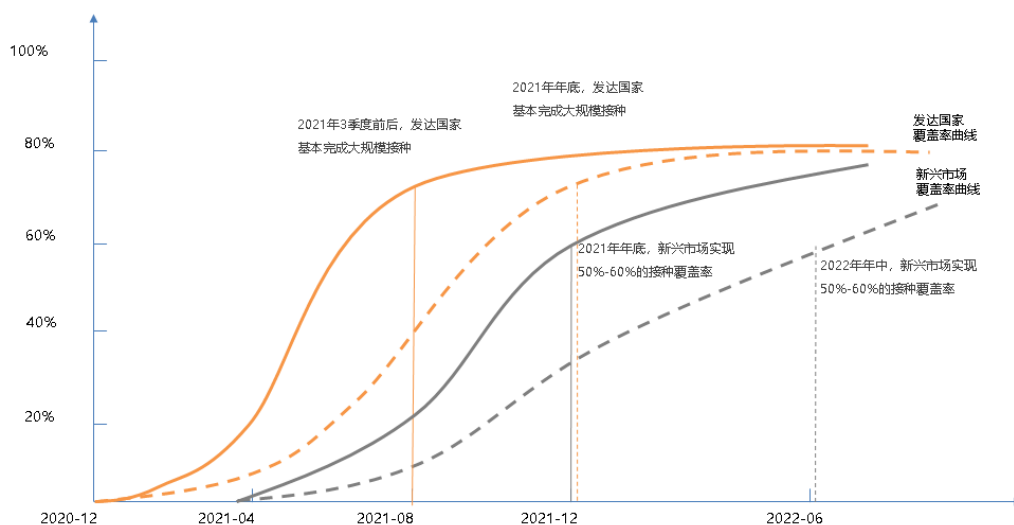


资料来源：Wind，天风证券研究所

四、供给侧驱动商品价格短期上涨，长期需求看不到超级周期

拜登上台之后，美国疫苗的接种提速。按照目前速度推算，6月末美国可以完成70%的人群接种，基本实现群体免疫。新兴市场疫苗接种比发达国家慢1-2个季度，欠发达国家要更慢一些，所以疫苗接种进度的差异直接影响到了大宗商品的供求两面，使得上半年大宗商品供求矛盾极为突出。

图4：新冠疫苗接种时间线（计划进度 vs 慢于计划）



资料来源：天风证券研究所

在我们看来，通胀在长期维度上不是一个核心的问题。

首先，长期通胀的需求基础并不存在。

新冠疫情没有提升生产效率，没有带来潜在经济增速的提高，也没有解决贫富差距、结构分化的问题，反而降低了效率、放大了矛盾、扭曲了结构、压制了潜在增速。长期而言，疫情之后经济潜在增速是往下走的，需求的中枢是回落的，疫情前需求不足、产能过剩的环境并没有被改变。在经历2021年的加速恢复后，美国经济2022年又会回到新的潜在增速水平，这个新的水平会低于疫情前。

其次，长期需求向上缺乏结构支撑。

美国企业投资方面，美国企业的资本开支在2021年会得到修复，但长期而言，企业效率

和利润的下降、债务负担的上升会抑制长期资本开支和招聘计划，进一步对居民收入预期产生不利影响。

美国基建方面，2021-2022 年大规模基建落地的概率很小。基建面临三个障碍，第一是通过立法程序，第二是筹集基建资金，第三是地方政府配合。短期而言，2021 财年的预算调解程序已经用在了 1.9 万亿美元财政纾困计划上，民主党在参议院的优势只有 1 票，而大多数立法要求 60 票支持。2022 年加税的经济基础并不可靠，加税可能要到 2023 年才会考虑。考虑到两党政见分裂，联邦政府的号召力是否提升地方政府的基建投资热情也是一个问题。2022 年面临中期选举之前，参议院通过大规模基建计划的可能性较小。**基建的讨论应该建立在民主党中期选举可以继续控制两院且保留较大优势、2023 年可以加企业税和收入税来筹集资金的基础上。但即使美国基建最终能够落地，它的体量和中国 2009-2010 年的四万亿计划完全不可比。美国疫情前基建规模不到一万亿美元，其中超过 50% 的资金投向知识产权领域，投向“铁公基”的资金仅占比 30%-40%。所以对大宗商品的需求而言，美国基建不是一个重要的变量。**

美国地产方面，这一轮美国房地产销售的短周期从 2019 年初开始，预计 2021 年 30 年期美债利率的上升将带来销售短周期的见顶；新屋的补库同时带动了房地产投资的上升，预计地产投资能持续到 2022 年。但首先，美国房地产投资占比 GDP 只有 2%-3%；其次，考虑到这一次只有中高收入家庭才有能力和意愿加杠杆，这一轮地产销售和投资周期的体量也无法和小布什时代“居者有其屋”——中低收入家庭加杠杆的那轮周期相比。我们的结论是美国房地产的投资周期会带来木材等建材价格的上涨，但对于全球大宗来讲不是重要的影响因素。

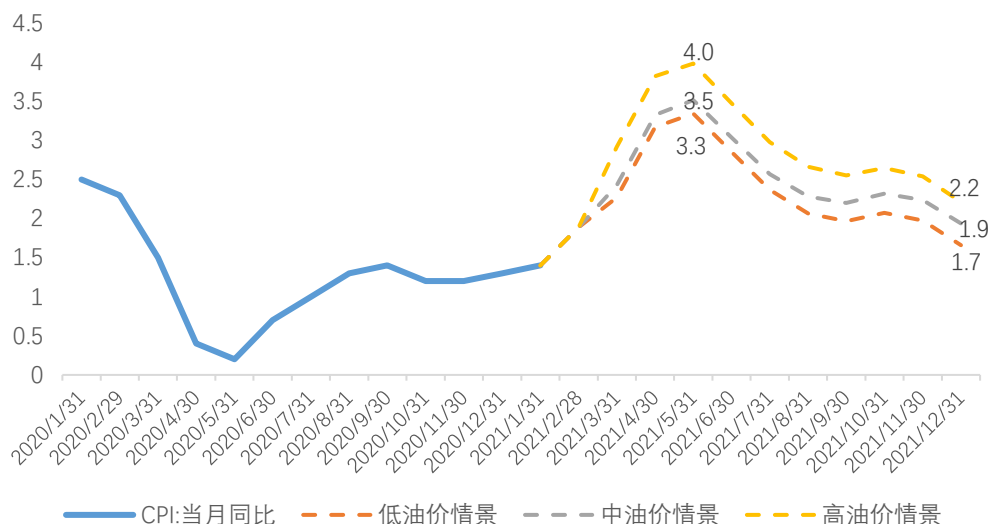
美国居民消费方面，目前 13% 的居民储蓄率与上世纪七十年代的水平相当，其中很大一部分是预防性储蓄，反映了居民长期收入预期的下降和结构性失业问题的突出。同时疫情期间的财政救援支票成为了富人的储蓄、穷人的消费，贫富差距进一步拉大，抑制了整体消费倾向的提升。目前来看，美国居民高预防性储蓄、低消费倾向还会持续较长时间。

因此在我们看来，通胀是短期的脉冲式现象，主要成因是资本品的供求错配。

疫情过后，需求端在财政的支持下很快恢复正常，但供给端类似于串联电路，采掘、冶炼、生产、运输任何一个环节出问题都会带来整体供给的波动。由于供给环节的效率很大程度上受疫苗接种进度的影响，上半年供求错配的问题是无解的，大宗商品的价格会出现阶段性冲高；到了下半年，疫苗的接种将使得生产效率逐渐恢复正常，大宗商品将从供给定价回归到需求定价。

所以通胀是一个脉冲式现象，而不是核心问题。预计中国 PPI 变动的节奏是年初加速再通胀至年中，高点在 5% 附近；下半年缓慢回落，年底加速回落至 2% 左右。中国 CPI 年内的高点在年底，3% 附近，不确定性在于猪瘟对食品价格的影响；美国 CPI 年内的高点在 4% 附近，也出现在年中，下半年核心通胀会随服务业价格上升，CPI 会回落到 2% 左右的中枢水平。

图 5：美国 CPI 预测



资料来源: Wind, 天风证券研究所

五、大宗商品上半年供给定价，价格阶段性冲高，下半年产能释放后价格回落

长期来看，债务通缩和结构性失业的长期压力会持续存在，大宗商品不存在大周期；短期来看，制造业补库将拉动工业品整体价格修复，带来价格上半年的阶段性冲高和下半年的高位回落。

铜价不仅包含了供求逻辑，还有金融属性和成长性的故事，因此具有一定不确定性，上半年位于高位，具体高点难以预测。我们的基本看法是：在 7500-8500 美元，铜价反映的是当前的供求缺口；在 8500-9500 美元，铜价包含了金融属性；在 9500 美元以上，铜价类似于股票，赋予了碳中和和新能源产业链对于铜的需求成长性的价值重估。在上半年供给不足的情况下，成长的故事难以被证伪；下半年南美铜矿部分新增产能投产，铜价将提前迎来验证周期性和成长性的关键拐点。

油价的走势主要取决于供给。需求端来看，2021 年石油需求增长 580 万桶/日，平均 9610 万桶/日，尚未回到疫情前 1 亿桶/日以上的水平；供给端来看，产能是不缺的，但页岩油迟迟无法恢复正常的产量给了 OPEC 延长减产的空间。油价短期取决于 OPEC 何时增产，中长期取决于页岩油产量何时恢复，我们预计 WTI 油价位于 55-60 美元是高置信度区间。

六、美债上行的时间和空间仍存，已经经历了上行斜率最快的阶段，美元反弹正在兑现

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_17426

