

2021年下半年宏观经济展望

变奏：复苏共振下的机与危

西南证券研究发展中心
宏观研究团队
2021年5月

概述

- **经济增速已现阶段性顶部：下半年四大主线判断。** 全年6%以上的目标对下半年保增速的压力较小，下半年，消费将继续回升，城乡居民收入结构向疫情前回归，可选消费恢复加速；4月制造业投资恢复到疫情之前的水平，全年两位数增长可期；房地产开发年内仍将保持较强投资韧性，但销售端预期降温；下半年进出口贸易增速读数有所回落；CPI温和上行，PPI二季度高点之后增速将现回落。
- **后疫情时代财政与货币政策正常化的变奏与协同。** 下半年财政支出增速仍有上行空间，地方债新增发行将在二、三季度加速，针对中小企业的专项金融债和传统基建和新基建的基建债在下半年逐渐发力；下半年货币政策“稳字当头”，社融及人民币贷款增速稳中趋降，M2增速将趋于稳定，汇率双向波动，防范输入性通胀，正常化脚步或在4季度左右加快。上半年宽松货币对财政的促进效用或在三季度体现。
- **从中国人口数据看当前决策影响与长期发展路径。** 目前我国即将进入中度老龄化社会，老龄化、少子化趋势较难逆转，对长期经济发展产生负面冲击。现阶段，可以通过完善劳动要素的空间配置，开启从数量型到质量型和配置型人口红利。空间配置方面，推动重点区域一体化发展，打造创新平台和新增长极；产业配置方面，内需型产业将迎发展机遇期。
- **下半年全球视野下的三大风险关注点：疫情、大宗与货币。** 疫情未结束，仍是影响下半年经济复苏速度的重要因素，疫苗分布和后续产能需关注；大宗商品价格在周期与货币、汇率的共同作用下波动性加剧；美欧货币政策短期仍将维持宽松，需注意美国货币政策正常化进程以及欧洲金融风险。
- **大类资产配置逻辑：全球复苏差带来的投资热点轮动。** 随着全球主要经济体逐次复苏，下半年产需缺口仍将对周期类资产形成支撑，制造业、服务型消费和碳中和等也有望出现主题性机会。从大类资产配置角度，下半年建议重点关注权益与汇市，债市三季度注重波段，四季度警惕货币政策可能变奏对市场的冲击。

风险提示：疫情持续，货币紧缩带来的市场波动加剧，经济复苏不及预期。

目 录

1 **经济增速已现阶段性顶部：下半年四大主线判断**

2 **后疫情时代财政与货币政策正常化的变奏与协同**

3 **从中国人口数据看当前决策影响与长期发展路径**

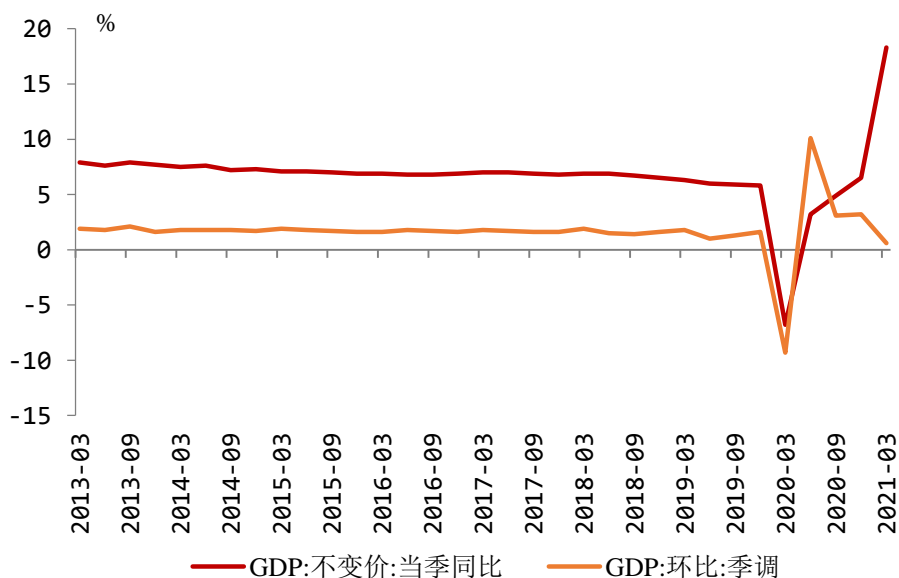
4 **下半年全球视野下的三大风险关注点：疫情、大宗与货币**

5 **大类资产配置逻辑：全球复苏差带来的投资热点轮动**

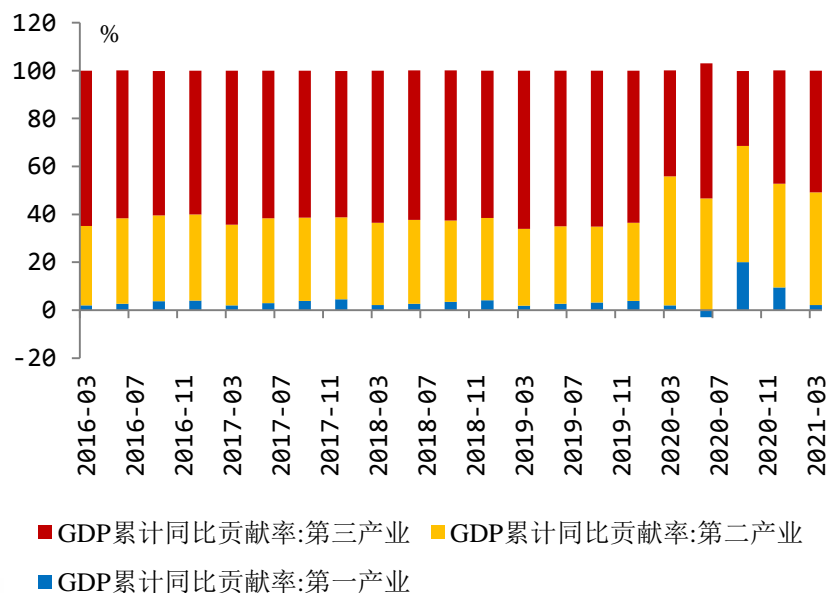
1 经济增速已现阶段性顶部：下半年四大主线判断

- 一季度国内生产总值249310亿元，按可比价格计算，同比增长18.3%，环比增长0.6%，比2019年一季度增长10.3%，两年平均增长5.0%，整体呈现稳步恢复态势。环比增长0.6%，弱于疫情前的同期水平。今年的经济增速目标定在6%以上，下半年保增长的必要性较小。
- 一季度，全国居民人均消费支出5978元，比上年同期名义增长17.6%，扣除价格因素实际增长17.6%；一季度，全国城镇新增就业297万人，完成了全年预定目标任务的27%，全国城镇调查失业率平均为5.4%，同比下降0.4个百分点。

一季度经济环比增速弱于疫情前同期



三大产业对GDP的贡献率

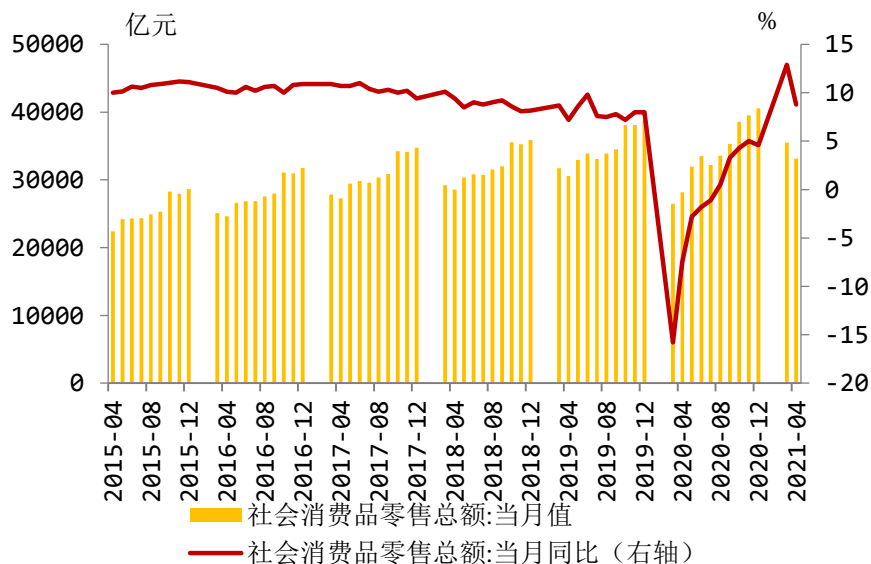


数据来源：Wind，西南证券整理
www.swsc.com.cn

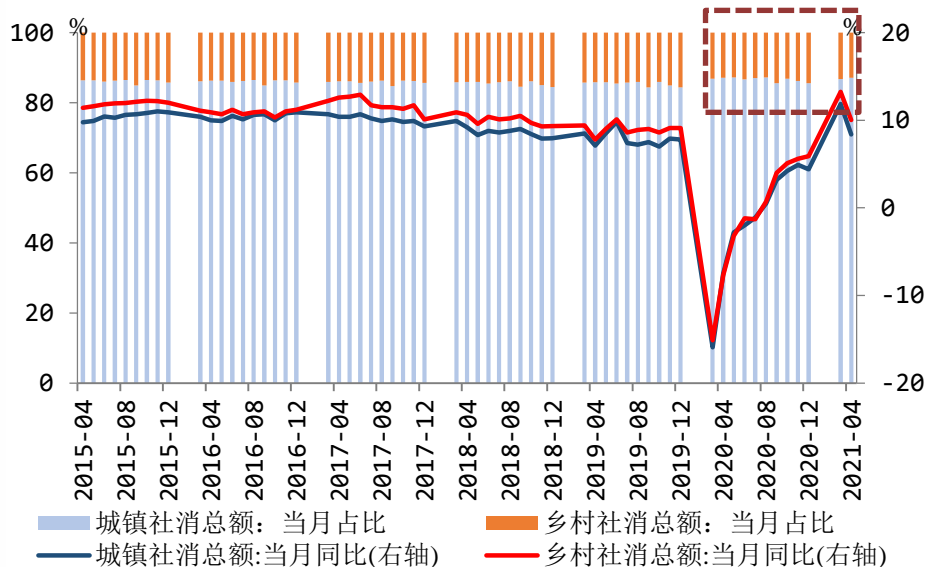
1 经济增速已现阶段性顶部：下半年四大主线判断

- **消费复苏仍未稳固**：1-4月份，社会消费品零售总额138373亿元，同比增长29.6%，两年平均增速为4.2%。1-3月份，社会消费品零售总额105221亿元，同比增长33.9%，两年平均增速为4.2%。4月份，社会消费品零售总额比2019年4月份增长8.8%，3月份社会消费品零售总额比2019年3月份增长12.9%，**4月增速回落，低于市场预期。**
- **乡村消费增速小幅加快**：1-4月份，城镇消费品零售额同比增长30.1%，两年平均增长4.3%，乡村消费品零售额同比增长26.5%，两年平均增长3.4%；1-3月份，城镇消费品零售额两年平均增长4.3%，乡村消费品零售额两年平均增长3.2%。

4月消费增速出现回落



疫情以来乡村消费占比总体有所下降



数据来源：国家统计局，西南证券整理

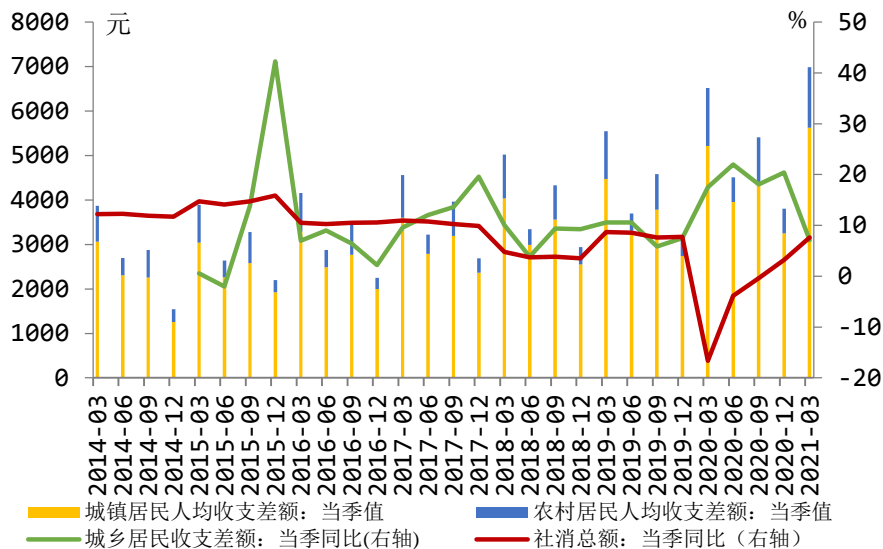
www.swsc.com.cn

注：以上两张图中3、4月的增速数据是相对于2019年的同比

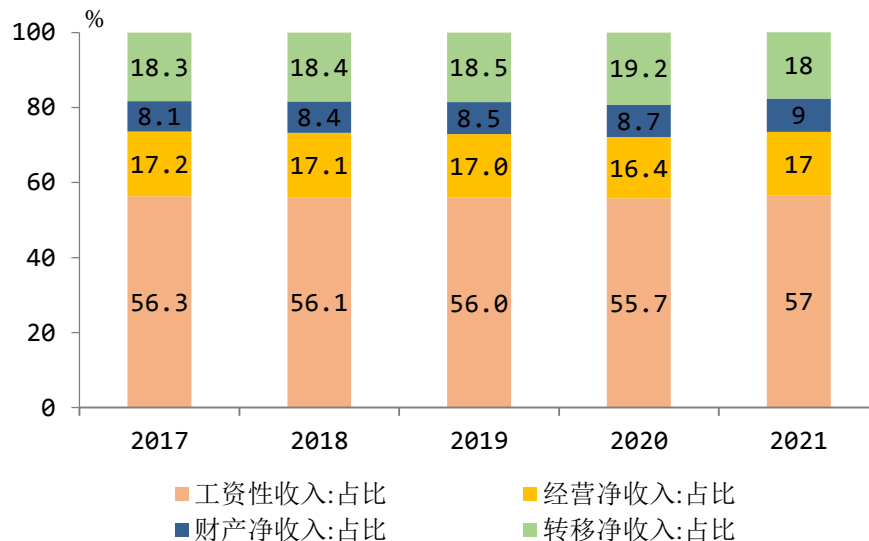
1 经济增速已现阶段性顶部：下半年四大主线判断

- 一季度全国居民人均可支配收入9730元，延续了上年同期以来增速逐季走高的趋势，全国居民人均消费支出5978元。疫情发生后，城乡居民收支差额增速与社消增速呈反向变动，一季度城乡居民收入与消费支出差额增速回落，预计下半年消费回升有望持续。
- 城乡居民收入结构向疫情前回归：2020年受疫情冲击，居民收入结构发生变化，工资性收入和经营性收入占比下降，财产净收入和转移净收入占比上升；2021年工资性收入和经营性收入占比回升，经济活动恢复良好，就业状况改善。

疫情以来城乡居民收支差额与社消总额增速呈反向变动



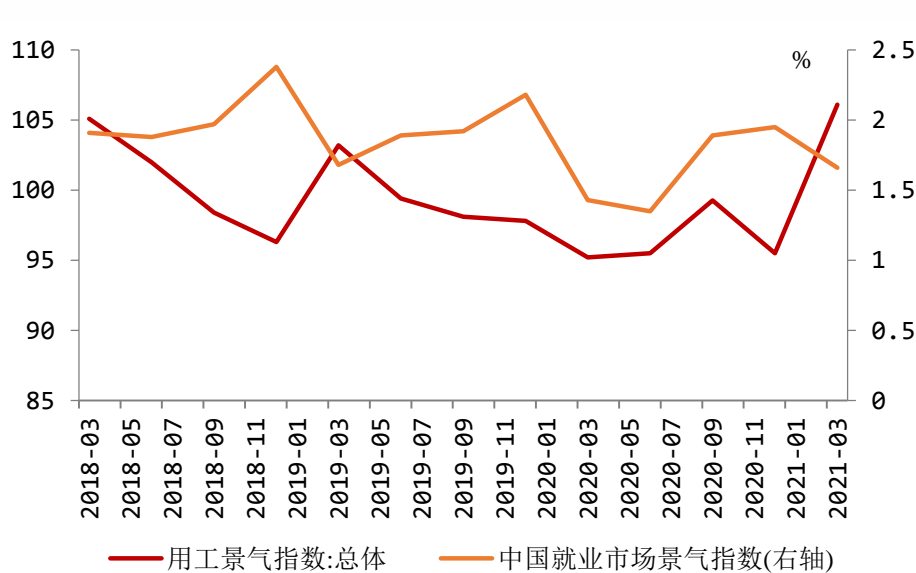
2021年工资性收入和经营性收入占比回升



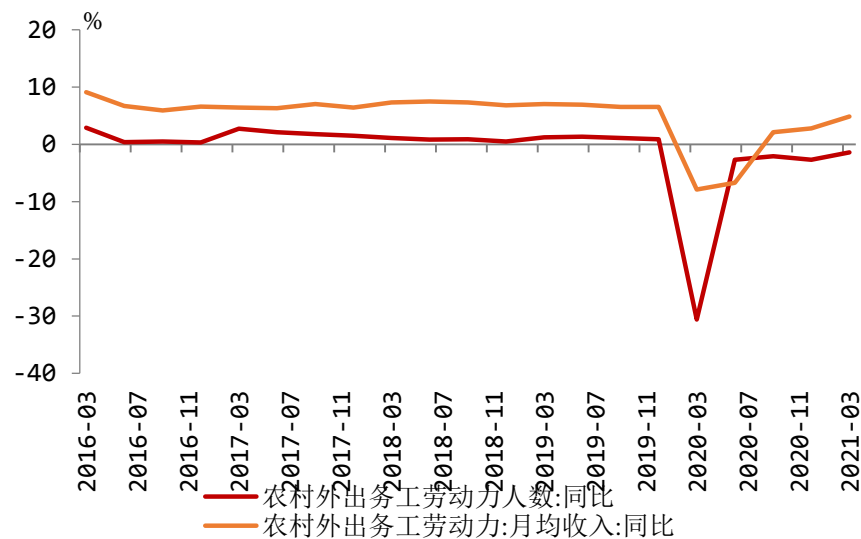
1 经济增速已现阶段性顶部：下半年四大主线判断

- 2020年三季度和四季度，中国就业市场景气指数出现明显企稳回升迹象，由于季节因素的作用，2021年一季度中国就业市场景气指数明显低于2020年四季度。一季度，用工景气指数大幅回升至106.1，创2018年以来新高，企业用工需求旺盛。**就业与用工指数趋势背离，体现出就业市场供需之间存在匹配度问题。**
- 2021年一季度，农村外出务工人员同比仍保持回升态势，但与2019年相比仍是负增长（-1.39%），月均收入4190元，与2019年同期相比，增长4.85%，这一增速并未完全恢复到疫情前。此外，一季度，农村居民人均可支配收入5398元，月均1799元，总体来看，外出务工收入仍较有吸引力。

一季度用工景气指数与就业市场景气指数趋势背离



农民工收入增速回升快于人数回升



注：图中3月的增速数据是相对于2019年的同比

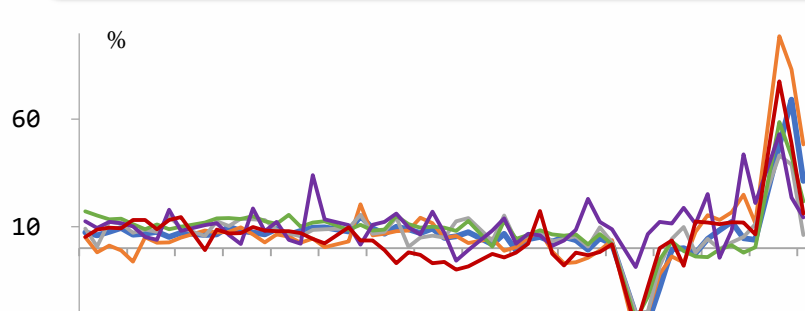
数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

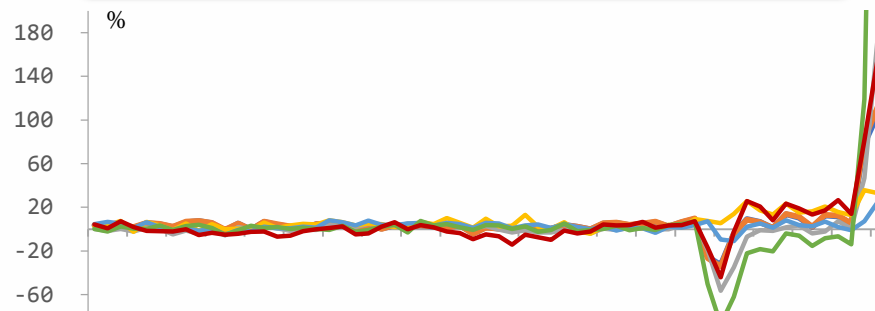
1 经济增速已现阶段性顶部：下半年四大主线判断

- 4月消费增速不及预期，疫情在一定程度上改变了消费者行为，再加上对居民收入的影响，消费恢复受到制约。4月国内可选商品需求回落或与上游价格上涨较多有关，而美国在持续的个人补贴下可选消费增长势头迅猛。
- **预计经济顺周期背景下可选消费品需求或将加速复苏。**疫情使得可选消费大幅减少，相较之下必选消费增速放缓受打击程度较轻，**但从近期数据看可选消费恢复逐渐加速。**从中美消费可选消费产品看，中国服装、金银珠宝类，家具类增速维持高位；美国服装，家具、家用装饰、电子和家用电器店，运动商品、业务爱好、书及音乐以及汽车增速较快。

中国不同品类零售销售当月同比变化



美国不同品类零售销售当月同比变化



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_19802

