

宏观中期报告 20210606

理解下半年宏观经济和资产配置十个框架

2021年06月06日

观点

- **二季度以来海外超预期变化对国内经济、政策和市场的影响凸显。**因此，在展望下半年经济和市场时，需要把海外的逻辑主线与国内的因素结合起来。本文针对下半年市场主要关注的十个问题，给出相应的分析框架以及主要判断。
- **大宗商品上涨的分析框架：**金融危机后每一轮大宗商品的上涨均始于中美复苏共振，终结于美国复苏见顶。因此这一轮大宗商品还能涨多久，取决于美国经济的复苏何时见顶；而鉴于美国金融条件变化对于经济周期走势的前瞻性，我们预计美国经济复苏的见顶至少要到三季度之后。
- **美债利率上行的分析框架：**考察美债利率的上行因素，不仅要关注美国经济复苏，还要考虑美欧经济在复苏进程上的分化。历史上当这种分化出现时，资金会回流美国制约美债利率上行。我们的分析表明下半年美欧经济复苏的分化仍将存在，因此10年期美债利率很难持续站上1.8%。
- **美联储削减宽松(taper)的分析框架：**新框架的核心指标为固定参与率失业率和共同通胀预期指数，聚焦就业市场的修复并防止通胀预期失控，taper决策的关键为就业。我们测算，就业恢复到疫情前水平的门槛较高，后续需要月均增60万人，我们预计美联储年内不太可能宣布taper。
- **出口的预测框架：**全球经济及贸易活动复苏对2021年出口形成需求支撑，出口份额则在海外供给修复背景下面临回落压力。不过从2021年迄今中国出口表现来看，在疫情影响趋弱的环境下我国出口仍然具备较强的竞争力，我们的模型预测2021年全年中国出口增速8%-11%。
- **制造业投资的分析框架：**当前制造业投资最主要的资金来源是自筹资金而非贷款，但前者一直受到制造业在GDP中占比下滑的制约；同时，制造业企业在转型升级中也在降低对资本的依赖。因此，我们预计下半年制造业投资的回升是结构性的，整体增速很难显著跑赢GDP增速。
- **消费的分析框架：**通过细化分解疫情对消费的影响，我们认为疫情通过不同机制冲击必选与可选消费，而传导因素难以逆转的变化才是导致消费复苏受阻的真正原因（如收入差距扩大、消费倾向降低）。因此，居民消费的修复需要满足较多条件，年内难以恢复至疫情前水平。
- **房地产投资的预测框架：**从信贷投放和资金流向考察房地产投资，我们构建了预测房地产投资的四因素模型。鉴于下半年地产开发商的到位资金利用率将有所回升，并且将继续加大自筹或预售等贷款之外的融资力度，由此我们的模型预测2021年全年房地产投资的增速在7%附近。
- **基建投资的预测框架：**当前制约基建投资增速的主要因素是专项债发行慢、项目不到位等。我们认为政策利好下，电力、水利业将成为下半年基建增长的主要动力，公共设施管理业、道路运输业受限于地方债务管控，下半年增速难以大幅提升。我们预计下半年基建增速在4-5%左右。
- **货币政策的分析框架：**借用和改善“漂亮去杠杆”框架，我们认为下半年经济的有利环境将削弱，名义经济增速和利率将明显收敛，这意味着下半年杠杆率压降力度会下降，社融增速的下降会放缓，政策进一步收紧的可能性不大，而输入型通胀压力下央行对使用利率工具较为谨慎。
- **通胀分化下的资产分析框架：**由于大宗商品的强势和猪周期的拖累，下半年PPI同比居于高位，但CPI压力可控。在此情况下货币政策整体将保持稳健，债市受流动性的影响更大，而股市则要把握结构性机会，关注金融、消费、周期等板块。
- **风险提示：**供给短缺持续；主要央行过快撤出宽松政策；地缘政治风险

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaox@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

duanm@dwzq.com.cn

研究助理 周璐

zhoulu@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《宏观点评 20210601：油价再破70美元后的演绎和影响》2021-06-01
- 2、《宏观点评 20210531：上调外汇存款准备金，人民币汇率如何演绎？》2021-05-31
- 3、《宏观点评 20210530：美联储Taper盯什么？》2021-05-30
- 4、《宏观点评 20210528：南北信用分化表现如何？》2021-05-28
- 5、《宏观点评 20210526：铜价之后，金价有望创新高》2021-05-26

内容目录

1. 大宗商品上涨的分析框架	5
2. 美债利率上行的分析框架	7
3. 美联储 taper 的分析框架	10
4. 出口的预测框架	16
5. 制造业投资的分析框架	19
6. 消费的分析框架	23
7. 房地产投资的预测框架	26
8. 基建投资的预测框架	27
9. 货币政策的分析框架	32
10. 通胀分化下的资产分析框架	35
11. 风险提示	38
12. 附：2021 年中国宏观经济指标预测汇总表	39

图表目录

图 1: 金融危机后大宗商品的上涨始于中美复苏的共振, 终结于美国复苏的见顶	6
图 2: 金融条件的持续宽松预示着美国经济的复苏尚未见顶	7
图 3: 只有当美欧经济分化完全消除时, 美债利率的上行空间才真正打开	8
图 4: 发达国家名义 GDP 增速与 10 年期美债利率具有更高的正相关性	9
图 5: 2021 年美国产出缺口的修复远快于欧元区	9
图 6: 中国货币条件收紧时欧美经济分化往往加大	9
图 7: 2013 年 9 月美联储因为就业改善的停滞不前而推迟 taper	11
图 8: 2013 年美联储 taper 时, 非农就业已基本回到金融危机前的水平	11
图 9: 近期通胀飙升, 而 2013 年 taper 时通胀较为温和	12
图 10: 当前鲍威尔和耶伦所关注的失业率远高于官方失业率	14
图 11: 当前美联储共同通胀预期指数 CIE 创 2015 年以来新高	14
图 12: 美国 2013 年“削减恐慌”曾造成股债双杀的局面	15
图 13: 2021 年 1-4 月出口两年复合增速高于投资与消费	16
图 14: 2021 年前四月(整体)中国出口增速超市场预期	16
图 15: 2021 年 1-2 月中国出口份额显著高于季节性	17
图 16: 美欧日生产已经恢复至疫情前水平以上	17
图 17: 2021 年 1-4 月中国出口同比高于越南、韩国	17
图 18: 2021 年 1-3 月(整体)美国自中国进口份额高于前两年同期	17
图 19: 2020 年下半年以来美国大幅增加了自中国进口家具、家电类产品	18
图 20: 美国房产销售领先于中国出口家电家具	18
图 21: 4 月中国出口地产链产品两年复合增速领先于多数产品, 且较 3 月加速	18
图 22: 中国制造业投资在资金来源上更多依赖自筹资金, 而非银行贷款	19
图 23: 近年来制造业在 GDP 中的占比持续下滑	20
图 24: 2015 年以来随着供给侧改革的推进, 制造业的投资效率有所改善	21
图 25: 高技术制造业的产值增长更多依靠 TFP 来拉动, 而非资本投入	21
图 26: 2015 年以来制造业投资在增速上一直没有跑赢名义 GDP	22
图 27: 2021 年一季度制造业增加值恢复快于 GDP, 但制造业投资增速还低于疫情前水平 ..	22
图 28: 全国居民可支配收入尚未恢复至疫情前水平	23
图 29: 居民消费倾向仍显著低于疫情前水平	23
图 30: 疫情通过不同机制冲击必选消费与可选消费	23
图 31: 2020 年可选消费及必选消费均受到疫情冲击	24
图 32: 低收入家庭 2020 年收入受冲击更严重	24
图 33: 农村居民恩格尔系数高于城镇居民	24
图 34: 可选消费与居民收入的相关性大于必选消费	25
图 35: 可选消费与消费倾向的相关性大于必选消费	25
图 36: 2019 年可选消费品零售额占国内零售的 77%	25
图 37: 新增贷款中房地产贷款的占比持续下降	27
图 38: 房地产投资的到位资金更多依赖定金及预收款	27
图 39: 电力、热力、燃气及水生产和供应业保持高增长	28
图 40: 2021 年风电、光伏发电占比将达到 11% 左右, 较前值增长 1.3 个百分点	28
图 41: 水利、环境和公共设施管理业 2021 年 1-4 月累计同比增速较前值回落幅度较大	29

图 42: 交通运输业累计同比增速较前值回落大, 主要受铁路运输拖累	30
图 43: 历年三季度基建投资平均完成全年进度 28%	30
图 44: 历年四季度基建投资平均完成全年进度 29.1%	30
图 45: 2021 年新增专项债主要投向产业园区、市政建设、交通运输等传统基建领域	31
图 46: “漂亮去杠杆”框架和中国的基本情况	33
图 47: 下半年信贷成本大概率上涨	34
图 48: 宏观杠杆率下降对经济的拖累将逐步显现	34
图 49: 名义增长率与利率之差: 2009-2010VS 2020-2021	34
图 50: 宏观杠杆率环比变化: 2009-2010VS 2020-2021	34
图 51: 收紧流动性是应对通胀的重要工具	35
图 52: 加息的使用越来越滞后于通胀 (一)	35
图 53: 加息的使用越来越滞后于通胀 (二)	35
图 54: 汇率升值客观上有助于缓解输入型通胀	35
图 55: PPI 预测	36
图 56: CPI 预测	36
图 57: 猪料比及其平衡点	36
图 58: 猪肉价格的翘尾因素的拖累较大	36
图 59: 高通胀时期 10 年期国债收益率表现 (一)	37
图 60: 高通胀时期 10 年期国债收益率表现 (二)	37
图 61: 高通胀时期 10 年期国债收益率表现 (三)	37
图 62: 高通胀时期 10 年期国债收益率表现 (四)	37
图 63: 高通胀时期 A 股表现 (一)	38
图 64: 高通胀时期 A 股表现 (二)	38
表 1: 近期美联储投票委员对货币政策及经济预期的相关表述	12
表 2: 2020 年中国出口增长完全由份额提升贡献	16
表 3: 我们预计乐观情景下 2021 年中国出口同比 10.6%	19
表 4: 中国房地产投资增速的四因素分解	26
表 5: 下半年基建投资增速的两种测算方式	32
表 6: PPI 转正上行期间, 保险、食品饮料、建材等顺周期行业受益	38
表 7: 2021 年中国宏观经济指标预测	39

二季度以来，宏观对市场的影响日益显著，尤其是来自海外的因素。如果我们回头来看年初的市场预期，不难发现上半年中国经济的表现基本符合预期，但海外经济和市场的走势则与年初的预期大不相同，比如年初市场并未预期拜登的财政刺激会如此快地推进，也没有料到大宗商品的涨势会如此之猛。而海外的这些超预期变化，也正在对当前的国内政策和资产价格产生影响。

上述海外因素的影响有两条逻辑主线：一是当前是美国的政策刺激引领了全球的经济复苏，并且恰逢疫情的反复导致供给短缺；二是美联储源源不断的资产购买是市场的水龙头，未来其边际上的变化必然影响到全球的流动性。

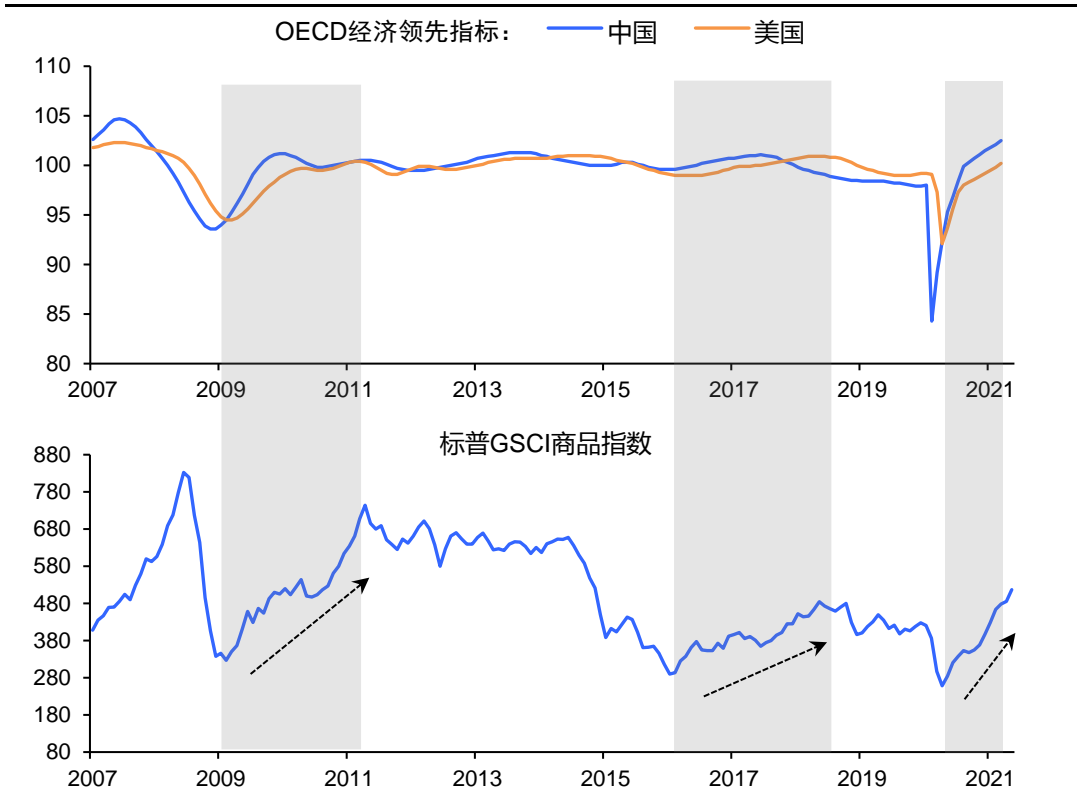
因此，当前在分析中国的经济、政策、以及市场表现时，我们认为需要把这两条海外逻辑主线与国内的因素结合起来。鉴于我们此前一直在全球的视角下构建宏观和政策的分析框架，这里我们针对市场下半年主要关注的十个问题，给出我们相应的分析框架以及主要判断。

1. 大宗商品上涨的分析框架

大宗商品还能涨多久？自去年年中走出低谷以来，这一轮大宗商品的上涨的持续性时常会受到市场的质疑。我们在4月曾预见了这一轮大宗商品上涨的再度加速，但在目睹近期的这波超预期大涨后，当前市场对于下半年大宗商品的走势存在明显分歧。

虽然疫情后的大宗商品上涨有供给面因素的助推，但在考察其持续性时，我们发现需求面的因素仍居于主导。如图1所示，从历史来看，金融危机后每一轮大宗商品的上涨均始于中美复苏的共振，终结于美国复苏的见顶（图1）。

图 1: 金融危机后大宗商品的上涨始于中美复苏的共振, 终结于美国复苏的见顶



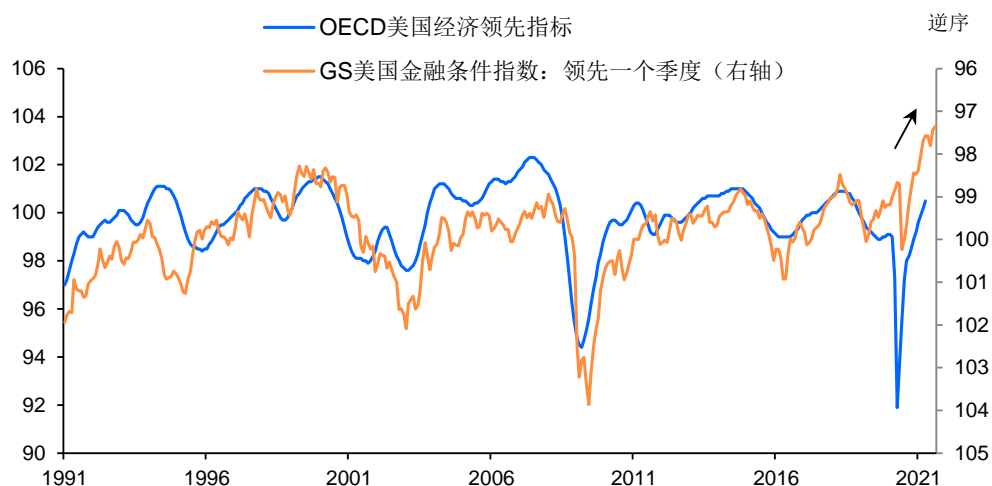
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

这也正是我们理解这轮大宗商品上涨的分析框架。因为在金融危机之后, 除了中美很难有第三个经济体能成为全球经济复苏的中坚力量。中国的投资和美国的消费, 分别构成了基本金属和能源最主要的需求来源。因此, 一旦中美经济周期向上共振, 大宗商品的需求便能得到最大程度的释放; 在这之后, 美国的消费复苏相对中国的投资扩张往往更具韧性, 从而在中国经济见顶后, 通过带动能源价格的上涨来支撑大宗商品价格。

疫情后的这轮上涨也不例外, 虽然中国经济于去年3月见底, 但直到去年5月美国经济在超强的政策刺激下触底反弹, 这一轮大宗商品的上涨才开启。鉴于今年上半年中美经济周期仍处于向上的共振中, 尤其是3月以来美国经济复苏的加速, 因此随后大宗商品的又一波上涨并不例外。然而, 鉴于中国经济的复苏很可能在今年二季度见顶, 因此上述框架下, 未来美国经济复苏的见顶, 将是此轮大宗商品涨势到头的信号。

那么这轮美国的周期性复苏何时见顶呢? 我们认为须先看到金融条件的收紧。如图2所示, 历史上美国金融条件的变化对于其经济周期的走势具有一定的前瞻性, 在向上的拐点上, 前者往往领先后者一个季度。鉴于美国的金融条件处于持续的宽松中, 美国经济复苏在下半年仍存边边际改善的空间, 尤其是随着失业补助的到期, 此前大量放弃寻找工作的人群有望重回劳动力市场。因此, 我们预计美国经济复苏的见顶至少要到三季度以后, 在此之前, 大宗商品的涨势不会结束。

图 2：金融条件的持续宽松预示着美国经济的复苏尚未见顶



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

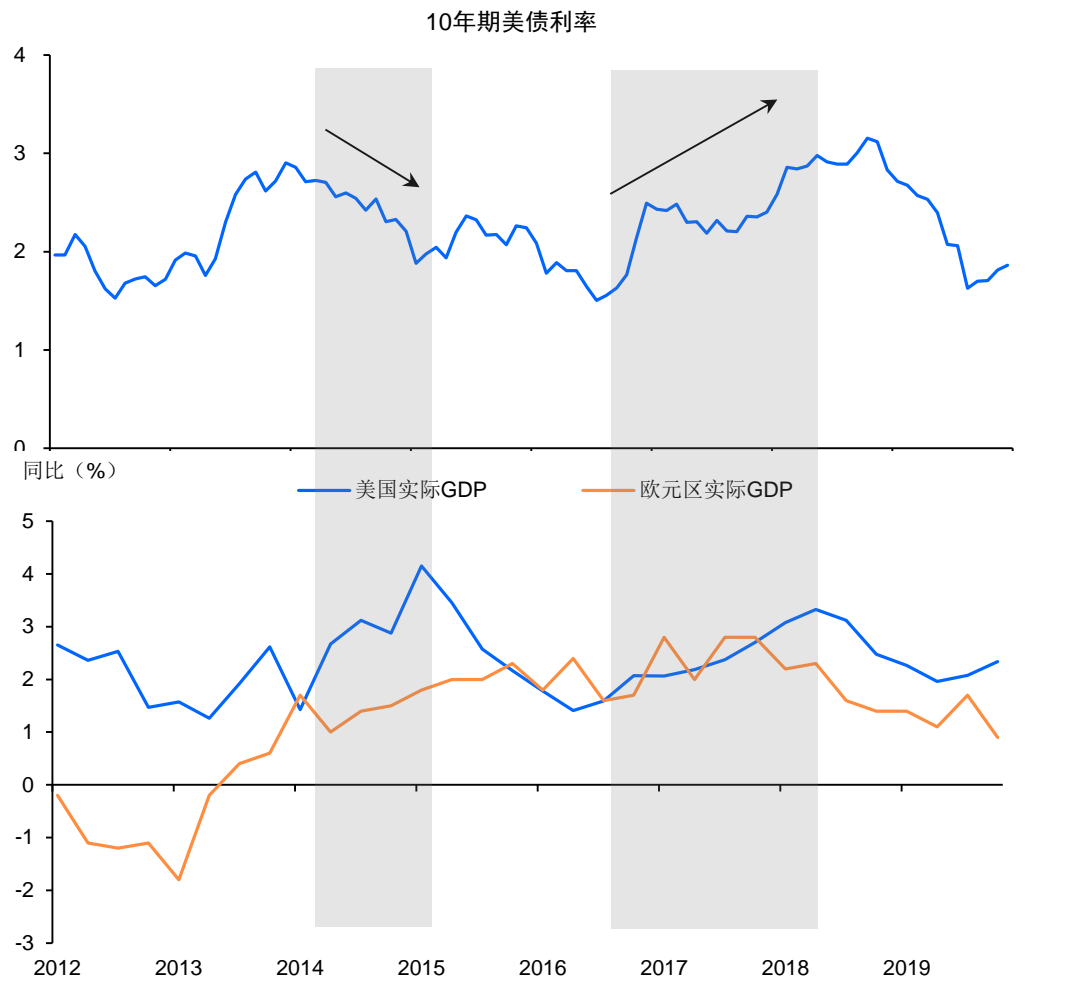
2. 美债利率上行的分析框架

今年一季度美债利率的快速上行一度引发股市的调整，二季度以来市场的通胀预期持续升温，叠加对于美联储 taper 的预期日渐强烈，这是否意味着美债利率的上行远未结束？

我们认为并不尽然，在我们的分析框架中，考察美债利率的上行因素，不仅要关注美国经济复苏的状况，还要考虑美国和其他发达经济体在复苏上的差异，尤其美欧经济的分化。

举个例子，2013 年美债利率虽然因美联储的削减恐慌迎来一波上行，但随后的一年则拐头向下（图 3），其背后的原因便是 2014 年美欧经济在复苏上的分化加剧，资金回流美国压低了美债利率。相反，2017-2018 年美债利率的持续上行的背景是美欧复苏从分化走向收敛，资金从美国流向欧洲，从而不再制约美债利率上行。由此可见，只要美欧经济在复苏上存在一定分化，资金会回流美国，美债利率的上行空间是受限的。

图 3: 只有当美欧经济分化完全消除时, 美债利率的上行空间才真正打开



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

鉴于此, 我们认为与美国名义 GDP 增速相比, 发达经济体名义 GDP 增速对美债利率的走势有着更好的指引。从 1980 年以来的历史来看, 当用发达国家名义 GDP 增速替代美国名义 GDP 增速时, 其与 10 年期美债利率的相关系数由 0.68 提升至 0.73。其背后的逻辑正是上述的美欧经济分化, 当美国经济好但欧洲经济差时 (如 2014 年), 虽然美国名义 GDP 上行, 但由于欧洲的经济体量更大, 因此拖累整个发达经济体名义 GDP 增速上行, 进而拖累美债利率上行。因此, 只有当美欧经济分化完全消除时, 美债利率的上行空间才真正打开。

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_19923

