

| 证券研究报告 |

起落有时，盈亏逆转

——下半年宏观经济和资本市场展望

2021.6.7

陈兴 博士

中泰宏观首席分析师

S0740521020001

内容概要

- 从对我国经济增长的贡献上来看，当前相较去年并无很大变化，地产投资和出口仍是拉动经济的主要力量。而一方面，在居民加杠杆行为存在约束的情况下，地产销售疲态已现，土地购置和新开工等领先指标也趋于走弱，地产投资存在下行压力；另一方面，海外疫情见顶回落，美国经济逐渐解封，消费需求结构面临从耐用品向服务的切换，对后续出口的拉动力量不足。但在居民收入改善叠加疫苗接种加速推进的情况下，**我国消费或将迎来显著改善**，制造业投资也将因此受益。
- 今年以来大宗商品价格涨幅突出，受前期海外疫情抬头和国内整治供给影响，价格一度冲高。而全球疫情见顶回落叠加国常会部署“保供稳价”，使得定价主线重归需求。在年内地产和基建投资乏力的情况下，大宗商品很难被国内需求所消化，**工业品价格快速上行期应已接近尾声**，PPI同比翘尾因素也逐渐走低，通胀压力趋于缓和。需求缺少强刺激使得上游涨价向下游传导或也并不顺畅。
- 二季度以来信用周期趋于回落，但货币政策保持稳定，资金环境也较宽松。本轮“紧信用”和过去三轮均有不同，信用扩张进程的结束并未以货币政策转向作为信号。一方面，在央行并未调整LPR的情况下，贷款利率区间已有上移；另一方面，财政政策的积极力度也远不及去年，不仅广义财政赤字率有所下降，而且财政融资节奏也明显滞后。我们预计，在社融增速和年内经济名义增速已基本匹配的情况下，下半年**信用收缩态势或将放缓**，而**货币政策仍将维持中性**，大概率不会对价格工具进行调整。
- 美国经济修复加上资金市场流动性充裕，将使其政策收紧步伐加快，届时美债收益率水平或再度走高，而国内债市供给压力仍存，**收益率上行风险有所加大**。从企业盈利来看待权益市场，**首先**，伴随着PPI同比增速的见顶回落，上游行业利润增长或将承压；**其次**，不论是从原材料价格上涨和汇率升值造成的成本压力，还是从成本传导能力上来看，中游加工组装类行业均处弱势，若出口景气度发生变化，盈利不确定性将明显加大；**最后**，成本变动对于消费行业利润扰动较小，消费回暖趋势不改。
- 风险提示：经济恢复不及预期，政策变动风险，模型测算偏差风险。

目录

CONTENTS

中泰证券研究所

专业 | 领先 | 深度 | 诚信

01.
增长将迎变局

02.
涨价步入尾声

03.
政策依然稳定

04.
盈利结构逆转



1

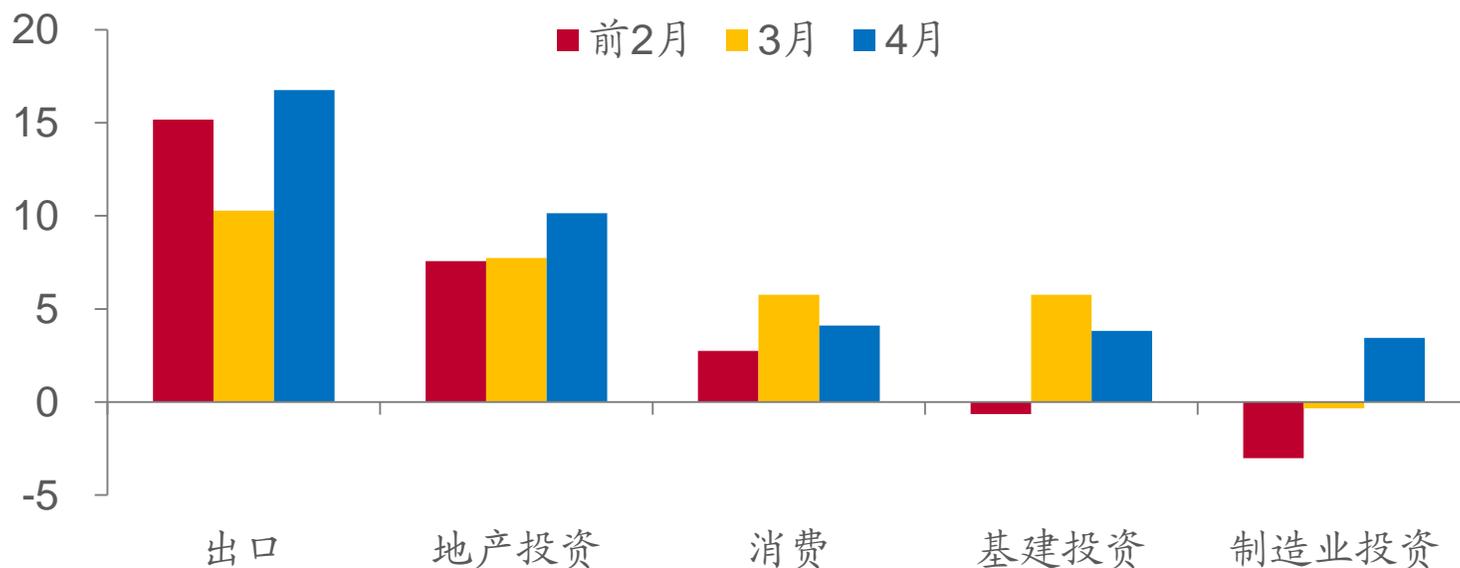
增长将迎变局

领先一步

出口、地产支撑经济

- 今年以来，从对我国经济增长的贡献上来看，相较去年并无很大变化，出口和地产投资仍是拉动经济的主要力量。以两年年均增速来计，4月我国出口和地产投资在各分项中依然领跑，增速双双超过10%，而其它部分恢复进度依然较慢。

经济各部分按两年年均计算的增速水平

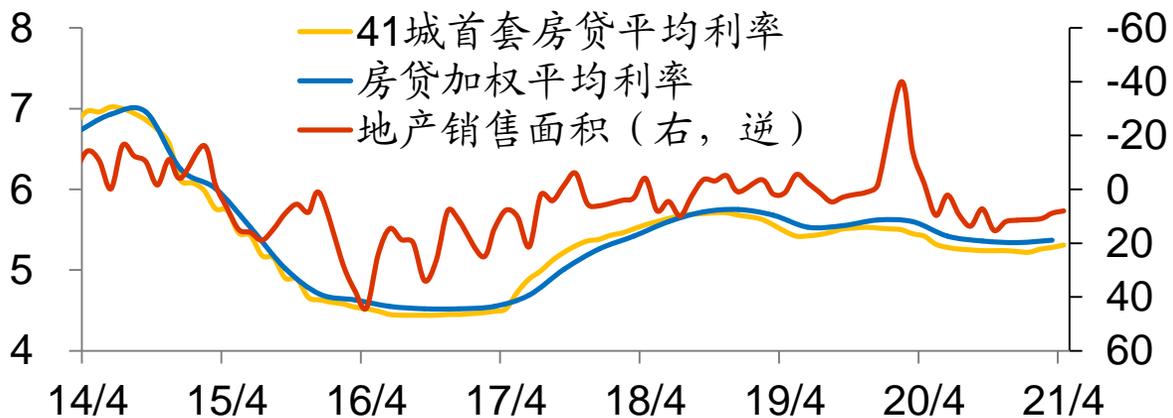


来源: WIND, 中泰证券研究所

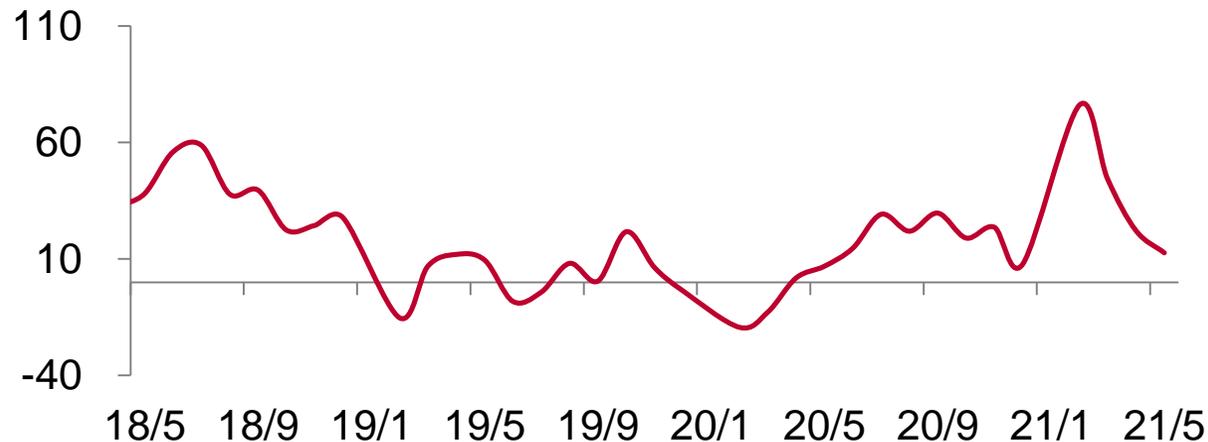
地产销售已现疲态

- 但对居民加杠杆行为的约束，使得地产销售疲态已现。今年以来41城首套房贷利率连续四个月上行，居民购房成本显著增加，进而拖累地产销售增速。以两年年均增速来看，4月全国商品房销售面积同比增速已由年初的10%以上降至8%左右，5月百家龙头房企销量增速继续下行。

房贷利率与地产销售面积增速 (%)



龙头房企地产销售面积增速 (%)

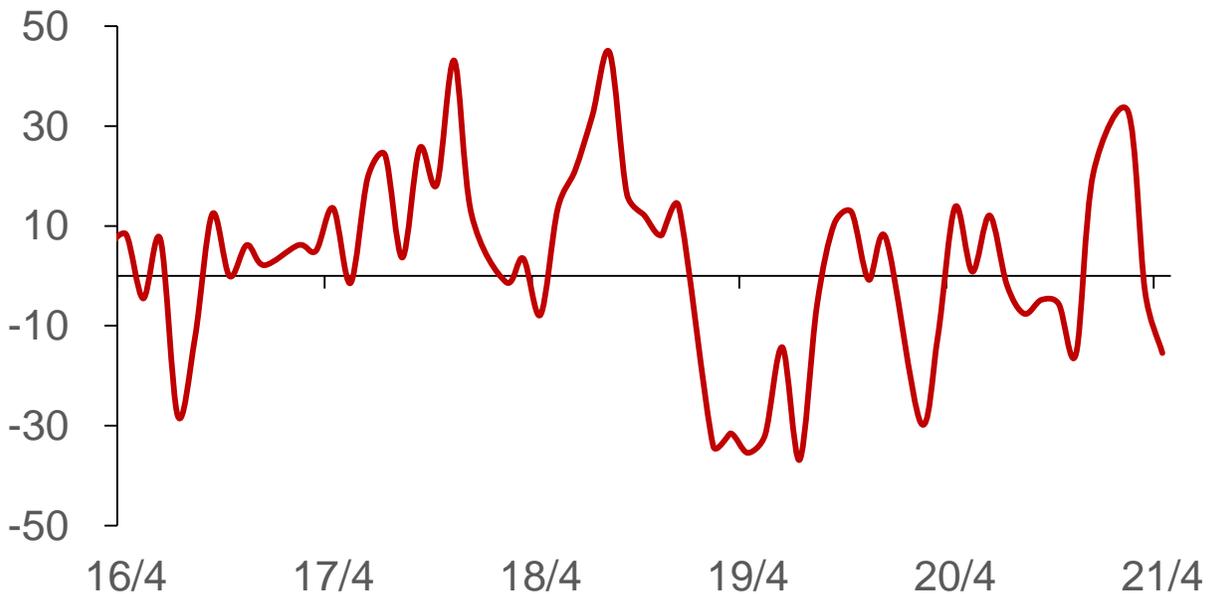


来源: WIND, 中泰证券研究所, 左图2021年数据为两年年均增速。

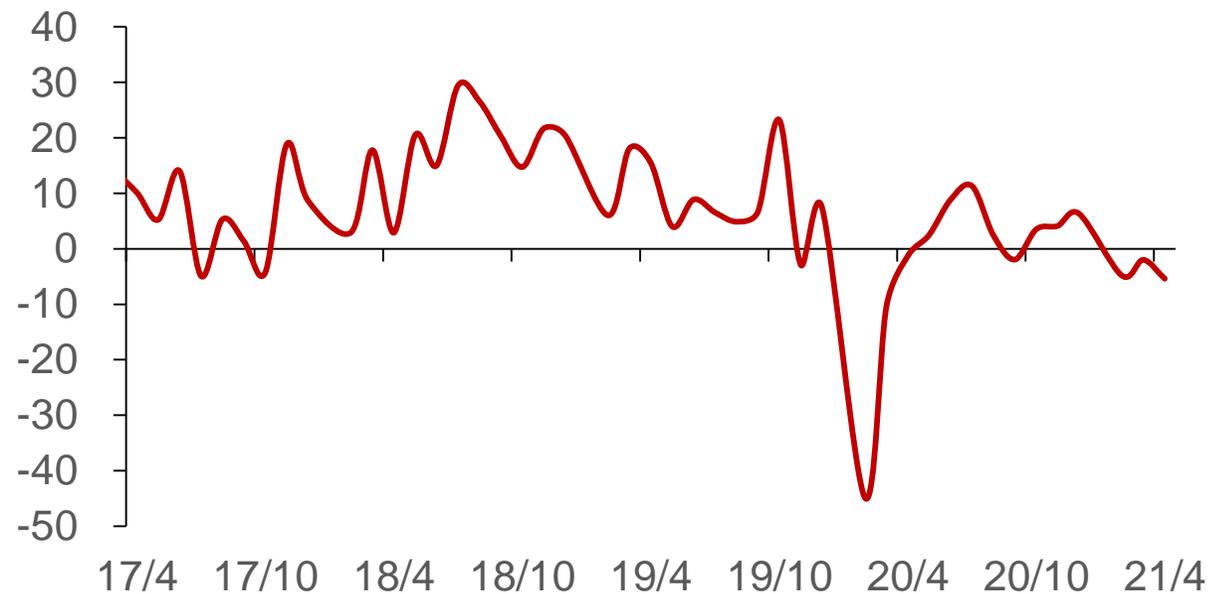
领先指标多数走弱

- 即便地产投资增速短期依然保持稳定，但与其关联性较高的领先指标多数走弱，如3月以来土地购置面积就已由正转负，新开工面积同比增速年内更是保持负增长，这或将逐渐对地产投资造成下行压力。

土地购置面积增速 (%)



新开工面积增速 (%)

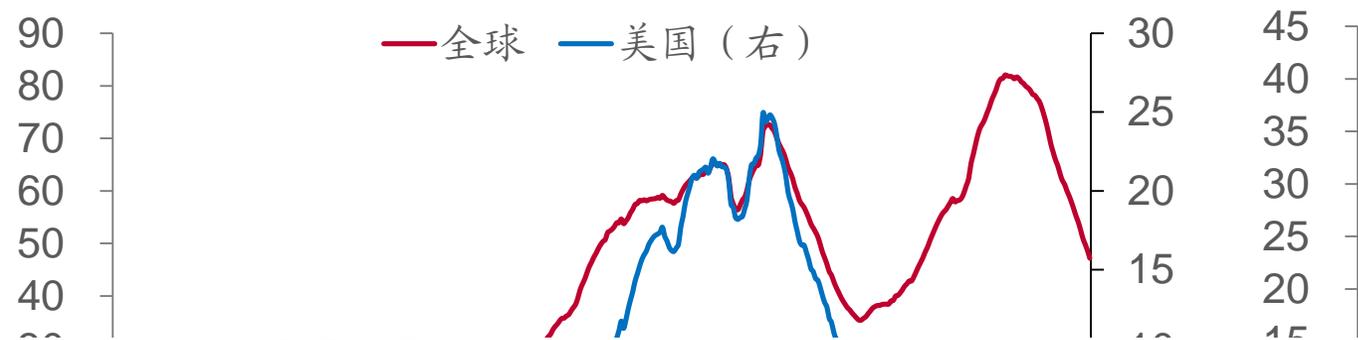


来源: WIND, 中泰证券研究所

海外疫情顶峰已过

- 出口下半年或也将迎来变局，本轮我国出口高景气和海外疫情演变态势密切相关。而从当前新冠疫情情况来看，全球新冠肺炎每日新增确诊病例数量已从第二轮疫情顶峰回落，七天移动平均值不足50万例。特别是作为全球经济龙头的美国，其每日新增确诊病例降至2万例以下，不足疫情峰值的十分之一，而美国新冠疫苗接种比例也在稳步提高，当前完全接种占比超过40%。

全球和美国每日新增确诊病例数量（万）



美国新冠疫苗接种覆盖比例 (%)



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_19933

