

固本培元

——2021下半年中国经济展望



2021年6月15日

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号：S1060520090001

研究助理

张璐 一般从业资格编号：S1060120100009

证券分析师

张德礼 投资咨询资格编号：S1060521020001

研究助理

范城恺 一般从业资格编号：S1060120120052

主要观点

一、全球经济复苏的进程。本轮疫后全球复苏的特点是强劲但不均衡，美国财政发力导致超强消费vs不愿就业，从而暂时形成“快通胀、慢就业”的局面，并对全球经济产生了外溢效果。随着美国财政补贴陆续到期及就业修复，上述逻辑将发生变化。当前中国经济复苏存在“高低脚”，下游产业仍需固本培元。随着出口对中国经济的拉动逐渐减弱，下半年中国经济的方向将是“见顶巩固”，经济增长的结构分化收敛。

二、中国政策思路的转变。当前政策的几大核心关切：1、“碳达峰、碳中和”，更加注重政策推进对大宗商品价格的影响。2、高压治理隐性债务。3、从房企、金融机构、地方政府和限购等层面形成政策合力，减轻经济发展和房地产的捆绑。4、应对人口快速老龄化，解决低生育率问题。5、新型城镇化和乡村振兴协同推进。6、科技自立自强。在以上政策大方向下，货币政策大道归简，财政政策增量基建的空间缩窄。

三、美债利率上行的“灰犀牛”。下半年美联储将讨论并逐步退出QE，但我们认为在此过程中，美债收益率上升不会太快。美元指数存在阶段性反弹的动能，但强度亦有边界，对新兴市场、尤其中国的影响可控。中国货币政策可以“以我为主”。

四、后疫情时代的人民币资产。人民币汇率短期会随着美元指数的强弱变化而呈现波动，但人民币汇率的长期走向取决于对中国经济、对人民币资产的信心。在政策高瞻远瞩之下，看好人民币资产和人民币升值趋势。政策打破政信刚兑、控制资金流向地产后，国内资产配置的转变能够驱动“股债双牛”，同时中美经济走向“脱钩”，全球资产需要两边平衡配置，增加人民币资产配置的比例。

目录CONTENTS

① 一、全球经济复苏的进程

② 二、中国政策思路的转变

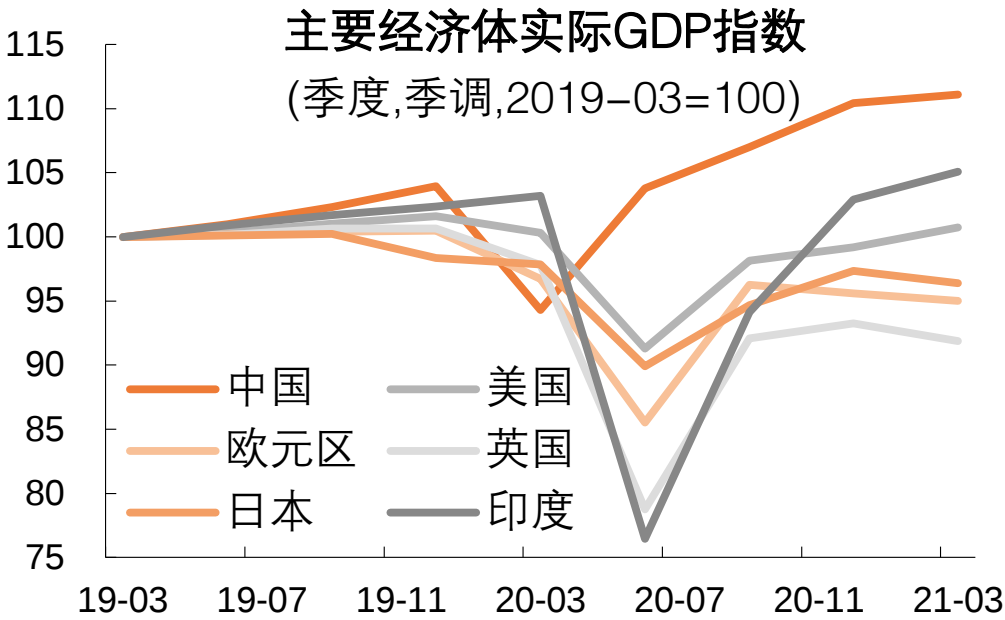
③ 三、美债利率上行的“灰犀牛”

④ 四、后疫情时代的人民币资产

1.1 全球经济：不均衡复苏的极致演绎

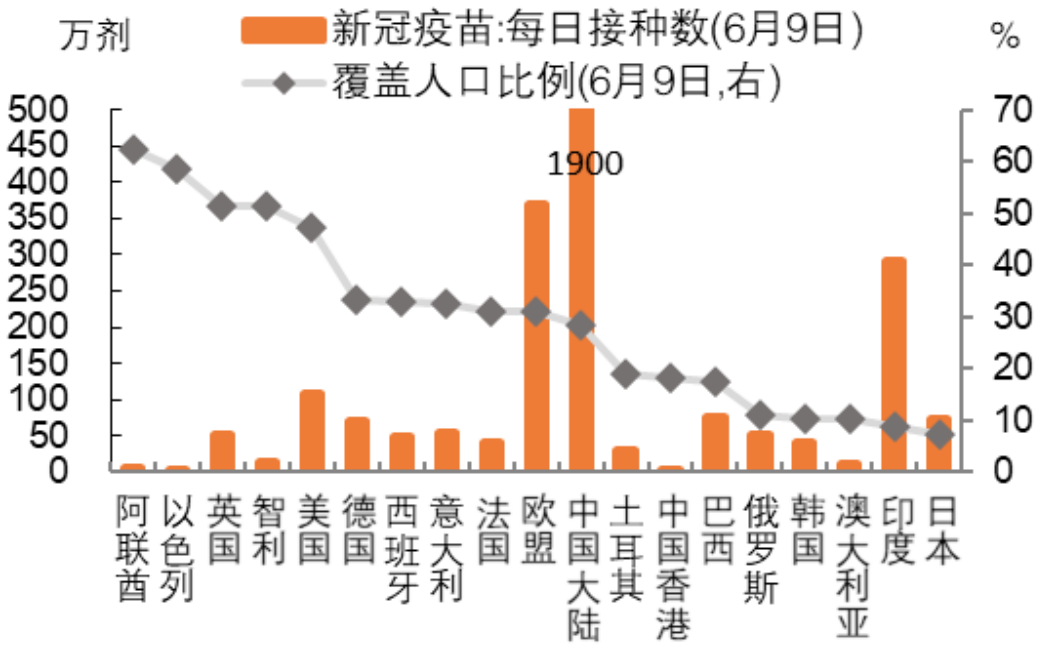
➤ 本轮疫后全球复苏的特点是强劲但不均衡。复产复消易，完全复苏难。尤其是，随着新冠病毒变异发生，疫苗的关键性作用更加凸显，但接种进度不同步，国家实力分化在疫苗供给有限的背景下愈发凸显。全球经济复苏将继续保持逐层递进、快慢有别。

◎ 全球深V型复苏伴随不同经济体呈现分化



资料来源：Wind, Bloomberg, 平安证券研究所

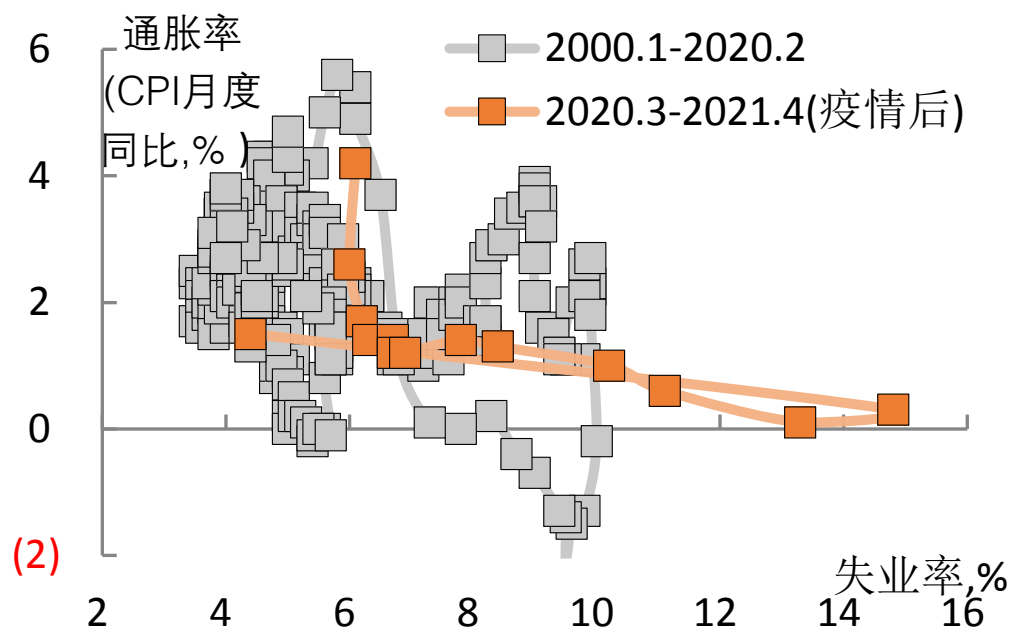
◎ 全球疫苗接种进度呈现分化



1.1 全球经济：不均衡复苏的极致演绎

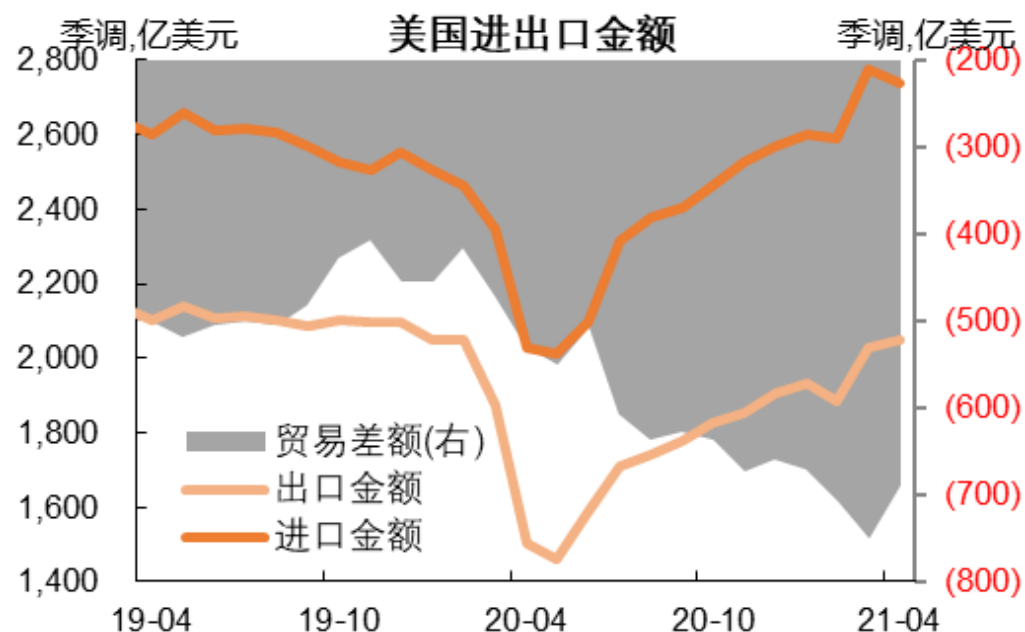
- 本轮美国引领全球经济复苏的特点：财政发力导致超强消费vs不愿就业，从而暂时形成“快通胀、慢就业”的局面。美联储新的货币政策框架更加看重后者，因而足够地鸽派并进一步为财政提供默契的配合。
- 美国的财政发力方式，对全球经济产生了外溢效果，更加重了美元的压力。

● 疫情后美国菲利普斯曲线扁平化，但近期可能正在发生向上“平移”



资料来源：Wind，平安证券研究所

● 美国出口仍未完全恢复、进口已超过疫情前水平，需求外溢全球



1.1 全球经济：不均衡复苏的极致演绎

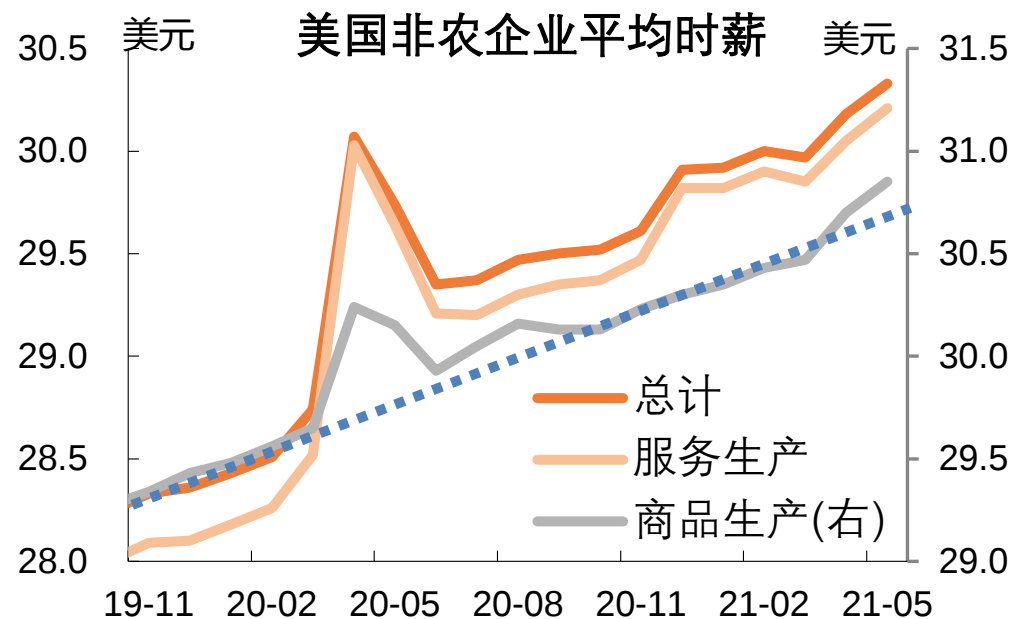
- 但未来几个月，美国失业率下降的速度或会更快。1) 至少25个州的新增失业救济将在7月初以前到期，另外一半的州将在9月初到期，居民找工作的需求上升；2) 更高的工资增长或吸引更多人重返工作岗位；3) 疫情缓解会让餐饮、休闲和旅游业等更全面地开放，同时缓解居民对就业风险的担忧。
- 随着美国就业修复，美联储将开始讨论缩减QE，美国对全球经济的驱动可能边际减弱，资金可能从新兴市场回流美国。当下，全球市场已经开始“翘首以盼”。

◎ 美国至少25州将提前结束额外失业补贴

每周300美金额外失业补贴提前到期的州与失业人数			
到期日	州数	2021年4月 失业人数(万人)	比2019年4月 新增失业人数 (万人)
6月12日	4	29.1	6.0
6月19日	8	36.7	5.2
6月26日	8	216.0	74.5
6月27日	2	9.9	2.4
7月3日	2	36.0	13.6
7月10日	1	23.9	6.7
合计	25	351.8	108.3

资料来源：Wind，平安证券研究所

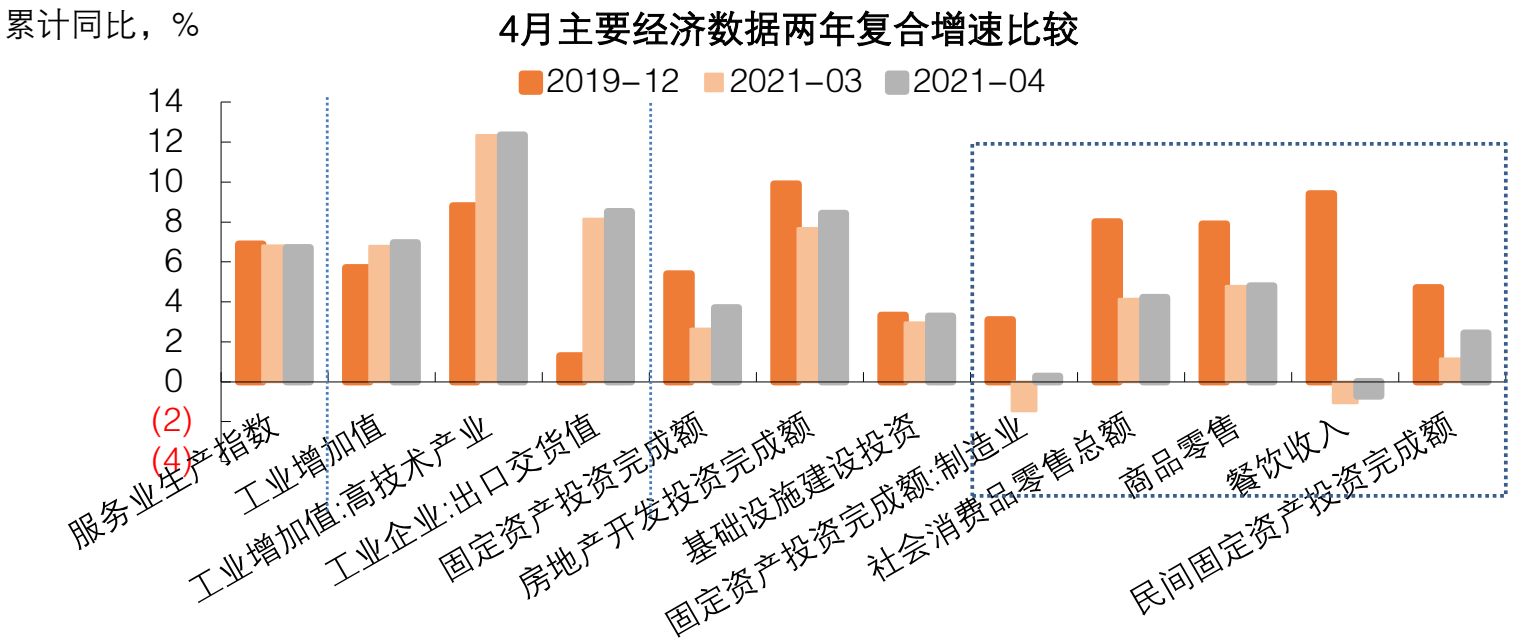
◎ 美国工资水平显著增长(尤其服务业)



1.2 中国经济：下游产业仍需固本培元

➤ 当前中国经济复苏存在“高低脚”：1) 工业生产景气度进一步提升，出口的拉动作用依然突出。2) 固定资产投资仍处修复阶段，主要表现为制造业投资滞后复苏。3) 消费复苏有陷于停滞的倾向，服务业消费进一步恢复的空间相对有限。总之，中国经济仍然处于疫情影响下，经济增长的内生动能还没有得到充分修复。这是高层做出“当前经济恢复不均衡、基础不稳固”评估的背景。

◎ 经济复苏的长板是工业出口，短板是制造业投资和消费

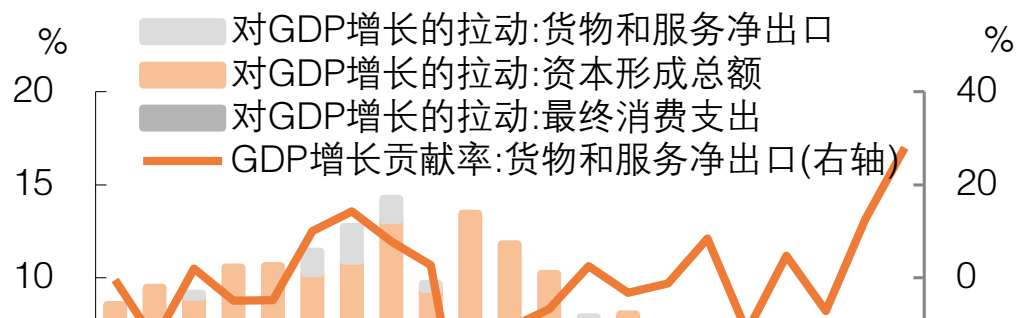


资料来源：Wind，平安证券研究所

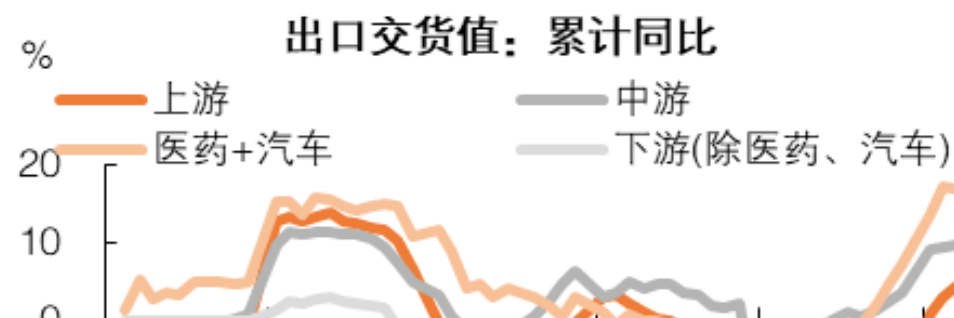
1.2 中国经济：下游产业仍需固本培元

- 在本轮疫后复苏中，出口是终端需求的主要来源。2020年净出口对中国GDP的贡献率达到28%，是二十年来最高。但出口对产业链的拉动并不是平衡的，这与2017年上一轮出口高景气时期有很大差别：中游装备制造类行业出口率先拉升，医药汽车行业随后，今年以来上游行业出口加速反弹，但其它下游行业仍持续负增长，与疫情之前的状况无异。

◎ 2020年出口对中国GDP贡献率达到28%



◎ 出口对产业链的拉动存在高度分化



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_20109

