

经济增速迈入新平台，全球通胀格局改变

——2021年下半年宏观经济展望

2021年06月15日

- 下半年经济修复速度预期边际放缓，全球通胀隐忧仍存。经济低基数效应走弱，增速将进入回落通道，剔除基数效应仍保持平稳。

从构成经济基础的生产、消费、投资、进出口来看：

- 工业生产预期下半年稳步缓增，修复速度边际放慢。制造业分化未来仍将延续。高新产业制造业的新动能将继续推动制造业，中游行业尚有支撑，部分行业增速或将承压。原料端成本的上涨，带动加工企业的生产成本增加，对小型企业影响更大，涨价将部分沿着产业链传导，下游行业利润仍面临部分被侵蚀的压力。
- 房地产投资景气度仍有支撑，基建下半年有望提速。专项债发行节奏后移，下半年发行将相对集中，四季度经济不确定性增加，基建投资中电力、水力建设仍将继续上行。需求旺盛对房地产起到支撑作用，投资和新开工相对销售增速依然偏缓，库存持续去化。虽然近期销售数据有转弱迹象，预期下半年房地产投资仍将保持韧性。
- 消费修复之路仍长，对经济拉动作用有限。疫情仍是一大干扰因素。当前居民收入和就业有所分化，消费修复偏缓。
- 下半年出口高位边际放缓，不确定因素增加。疫后全球经济周期错位，供需缺口尚未修复，高端设备制造出口具有粘性。但大宗商品价格上涨和人民币升值影响，也给出口带来一定隐忧。

从通胀来看：

- 通胀仍有上行惯性。CPI下半年温和可控，消费品通胀缓步上行，食品项通胀转弱。国内全年通胀压力有限，主要是PPI的上涨，PPI下半年仍将处于高位。各国通胀同步节奏将被打破。

从财政和货币政策来看：

- 财政支出结构后置。稳杠杆需求仍强，投向更注重民生，为应对四季度不确定性，财政支出为再次开启逆周期调节预留了充分空间。
- 信用仍处回落周期，但预期下行速度放缓。信用将由紧信用逐步向稳信用过度，稳货币政策仍将延续。

海外经济方面主要关注点：

- 美国财政政策积极，全球流动性充裕，通胀高企。预期美联储三季度将释放Taper信号，已包含在市场预期当中，如果未能如期释放信号并Taper，反而会引发其他金融风险。发展中国家也将更大程度上为全球流动性泛滥“买单”。

大类资产配置方面：

- 关注股市的优选赛道。大宗商品或迎来拐点，关注部分品种的阶段性机会。信用债结构分化，利率债四季度上行压力增加。
- 风险因素：经济超预期下行，中美贸易摩擦迅速加剧，海外金融风险向国内传导。

分析师：徐飞

执业证书编号：S0270520010001

电话：021-60883488

邮箱：xufei@wlzq.com.cn

研究助理：于天旭

电话：17717422697

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

研究助理：赵达

电话：13601074335

邮箱：zhaoda@wlzq.com.cn

相关研究

原料端涨价对小型企业影响有所显现

行业利润分化，利润挤压仍未到来

财政支出偏缓，税收仍为财政收入主要拉力

正文目录

1 2021 年下半年：经济修复速度边际放缓，通胀隐忧仍存	4
1.1 生产端保持平稳，消费修复之路仍长	4
1.1.1 生产：基数抬高带来增速放缓，生产预期稳中有升	4
1.1.2 投资：房地产景气度仍有支撑，基建增速稳中偏缓	5
1.1.3 消费：消费修复之路仍长，疫情仍将带来阶段性干扰	7
1.2 外需修复延续，出口或面临部分不确定因素	9
1.3 通胀：通胀上行仍有惯性	10
2 政策：信用边际收紧，财政政策节奏偏后	11
2.1 财政支出节奏后置，稳杠杆需求仍强	11
2.2 信用回落斜率放缓，货币政策注重维稳	12
3 海内外经济联动加强，新兴市场压力较大	13
3.1 发达国家疫情基本受控，疫苗供应为发展中国家重要推力	13
3.2 政策：宽松财政政策将逐步退出，流动性投放边际收紧	14
3.3 美债收益率变陡，通胀预期上升	15
4 大类资产配置建议	16
4.1 股票：关注结构型机会，精选投资赛道	16
4.2 债券：利率债四季度上行压力增加，信用债分化延续	17
4.2.1 利率债：四季度上行压力增加	17
4.2.2 信用债：等级分化延续，风险监管趋严	18
4.3 大宗商品：下半年或迎来回落拐点，关注部分品种阶段性投资机会	19
4.4 汇率：汇率上半年大幅升值，下半年预期将有所放缓	20
5 风险提示	21

图表目录

图表 1：制造业上中下游增速表现（%）	4
图表 2：企业前瞻指数边际回落	5
图表 3：企业利润延续修复，涨价挤压仍未显现	5
图表 4：传统基建口径月度累计同比增速（%）	6
图表 5：专项债投放速度依然较缓（亿元）	6
图表 6：房地产销售相对 1 年前新开工面积较快	6
图表 7：房地产投资相对销售增速偏慢	6
图表 8：房贷利率自 2 月持续上行，二手房价格攀升	7
图表 9：建安投资增速仍处高位，土地购置费边际上行	7
图表 10：各类限额以上商品零售增速（%）	8
图表 11：消费者信心指数边际回落	8
图表 12：居民可支配收入较疫情前仍有一定差距	8
图表 13：美国制造业仍处于补库进程	9
图表 14：欧美 PMI 增速高位边际放缓	9
图表 15：大宗商品价格上涨拉动进口金额增速上行	10
图表 16：人民币汇率同比与进口同比共同上行	10
图表 17：PPI - CPI 剪刀差达到高点	10
图表 18：PPI 波动较大工业品类同比继续上行	10

图表 19:	财政支出进程依然较缓.....	12
图表 20:	企业、政府部门杠杆率一季度有所回落.....	12
图表 21:	信贷脉冲逐步回落.....	12
图表 22:	社融 - M2 差值仍处高位.....	12
图表 23:	5 月利率震荡回落.....	13
图表 24:	MLF 投放和收回基本持平.....	13
图表 25:	印度、日本疫情已从高点回落.....	14
图表 26:	每百人疫苗接种量发达国家整体领先.....	14
图表 27:	全球经济政策不确定性指数持续回落.....	14
图表 28:	美国 5 月经济政策不确定性指数边际反弹.....	14
图表 29:	10Y 美债-欧元区公债利差仍处于高位.....	16
图表 30:	美债收益率 - TIPS 处于高位.....	16
图表 31:	周期性行业上半年表现明显超越大势.....	16
图表 32:	股债相对收益处于中间震荡.....	16
图表 33:	企业融资环境增速放缓.....	17
图表 34:	企业经营状况指数边际放缓.....	17
图表 35:	5 月末、6 月初国债收益率达到阶段性低点.....	18
图表 36:	信用利差面临走阔压力.....	18
图表 37:	等级利差依然较大.....	18
图表 38:	钢材政策压降后价格明显回调.....	19
图表 39:	铜价高位徘徊, 尚未回落.....	19
图表 40:	铜金比上行幅度明显超出美债收益率.....	20
图表 41:	通胀预期指标涨幅高于原油价格涨幅.....	20
图表 42:	人民币汇率指数持续上行, 美元指数相对较弱.....	21

1 2021年下半年：经济修复速度边际放缓，通胀隐忧仍存

2020年上半年国内经济和政策运行整体保持平稳。经济的低基数效应逐步走弱，且2020年四季度生产相对旺盛，随后全年增速将逐步进入回落通道，但经济剔除基数效应仍将保持平稳。预期全年经济增速将维持在8%以上。我国应对疫情，政策上保持精准防控，上半年国内疫情散点状出现，基本得到控制，对生产端影响较小，而消费仍未恢复至疫前水平。海外欧美等发达国家疫情修复进程加快，供需的修复支撑了我国出口维持高位；发展中国家疫情影响依然严峻，印度疫情新增人数已从高点回落，但印度疫情对东南亚地区的传播影响依然较大。我国经济与海外经济波动关联程度上行。疫后经济不仅限于国内的生产和消费，海外的风险对国内的传导也明显增加。

1.1 生产端保持平稳，消费修复之路仍长

1.1.1 生产：基数抬高带来增速放缓，生产预期稳中有升

工业生产上半年整体保持稳步增长，上行速度逐步放缓。上半年生产端扰动因素较多，给宏观数据带来了一定噪音。去年同期疫情影响以及本地过年等政策，一季度增速处于历史高位，通过对比2019年计算两年平均增速，可对数据的低基数效应进行一定修正，但仍有一定噪音无法消除。从两年平均增速来看，工业生产依然保持旺盛，逐月缓步上行。1-4月工业增加值累计同比增速20.3%，仍处于高位。随着生产端的逐步修复，环比增速边际放缓。

从行业来看，上游行业供给依然相对偏紧，制造业增速有所分化。原料端价格持续上涨的影响，加工企业部分承压。我国实现碳达峰、碳中和的压力依然较大，本轮能源行业的供给侧改革尚未完成，地方政府的环保、安监政策仍未放松，部分产能受限。5月发改委、国常会等多部门协调发力，以限制大宗商品价格的持续上行，但当前行业供应偏紧的格局仍未改变。制造业行业表现分化，中游行业景气度较高，电器机械、通用、专用设备制造业两年平均增速维持高位。上游制造业中，黑色、有色加工业增速边际回落，大宗商品价格的上行业给企业生产带来一定影响。下游制造业整体保持较快增长，医药制造业仍保持较高增速。汽车制造业受芯片供应影响，增速有所放缓。

图表1：制造业上中下游增速表现（%）

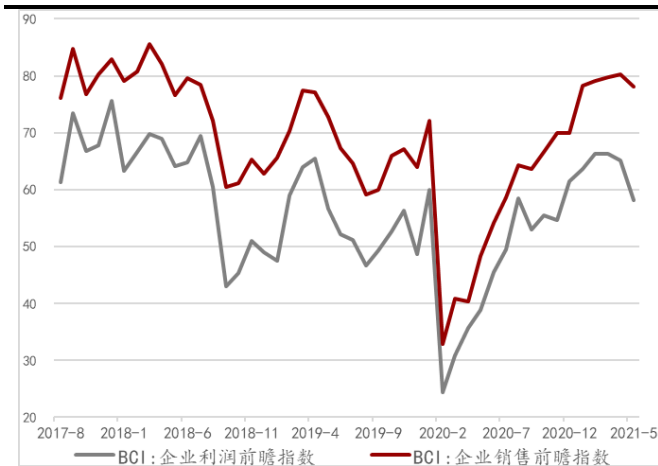
制造业具体行业	当月同比（%）				累计同比（%）			同比2019年平均增速	
	2021年4月	2021年3月	4月-3月变动	2020年4月	2021年4月	2021年3月	2020年4月	2021年4月	2021年3月
上游 化学原料和化学制品制造业	8.70	11.90	-3.20	3.20	17.60	21.10	-3.90	6.31	6.24
上游 橡胶和塑料制品业	9.20	14.80	-5.60	5.20	25.20	32.70	-9.40	6.50	5.45
上游 非金属矿物制品业	12.60	24.50	-11.90	4.20	26.70	33.90	-7.60	8.20	7.50
上游 黑色金属冶炼及压延加工业	10.90	12.30	-1.40	4.60	14.80	16.40	1.70	8.05	8.16
上游 有色金属冶炼及压延加工业	1.40	5.90	-4.50	6.90	10.70	14.30	-0.60	4.90	4.86
上游 金属制品业	21.00	22.50	-1.50	8.90	33.90	40.20	-7.30	11.41	9.17
中游 通用设备制造业	14.90	20.20	-5.30	7.50	31.60	39.90	-9.00	9.43	7.63
中游 专用设备制造业	10.20	17.90	-7.70	14.30	28.20	37.20	-4.20	10.82	8.94
中游 铁路、船舶、航空航天运输设备制造业	7.70	9.80	-2.10	5.70	21.20	27.20	-7.30	6.00	4.77
中游 电气机械及器材制造业	22.60	24.10	-1.50	9.00	37.90	45.30	-5.80	13.97	12.50
中游 纺织业	3.40	8.30	-4.90	3.00	11.80	15.20	-7.00	1.97	0.96
中游 农副食品加工业	2.50	7.50	-5.00	2.00	16.10	22.50	-10.60	1.88	1.20
下游 食品制造业	1.40	6.30	-4.90	7.50	12.70	17.40	-3.30	4.39	3.98
下游 医药制造业	19.00	16.20	2.80	4.80	25.90	28.50	0.00	12.21	12.05
下游 汽车制造业	7.70	40.40	-32.70	5.80	38.80	55.10	-15.00	8.62	7.13
下游 计算机、通信和其他电子设备制造业	10.40	12.20	-1.80	11.80	24.20	30.00	1.80	12.44	12.41

资料来源：Wind，万联证券研究所

展望下半年，生产端整体预期保持稳步缓增，制造业分化预期未来仍将延续，高新产

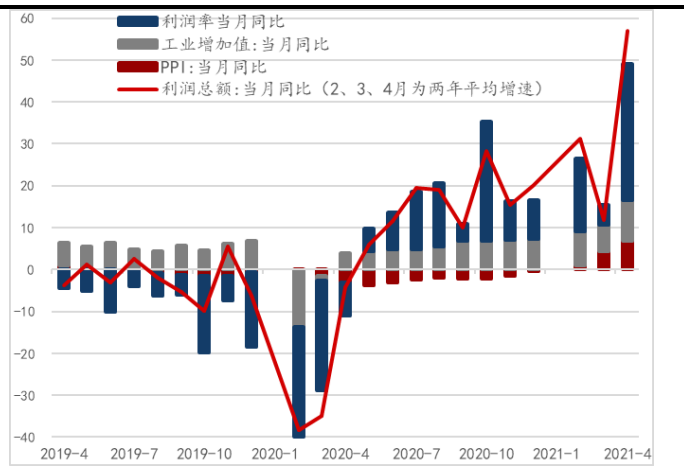
业制造业的新动能将继续推动制造业，中游行业尚有支撑，部分行业增速或将承压。上游原材料端价格的持续上涨，增加了加工企业的生产成本，对小型企业影响较大，从已公布的，企业利润数据来看，上游涨价尚未对下游企业形成显著的利润挤压。但从BCI企业利润前瞻指数来看，5月企业利润有所回落，原料端的价格上涨预期将沿着产业链传导，下游行业价格承压上行。中游制造业的需求预期仍强，海外经济修复，美国基建计划以及国内的房地产、基建需求支撑，通用、专用设备类预期景气度仍将延续。近期汽车行业部分受芯片供给短缺的拖累，部分企业车型暂停生产，但随着台积电、三星等芯片出货逐步修复，预计汽车芯片在三季度或逐步上行，汽车电动智能化的景气度延续。

图表2: 企业前瞻指数边际回落



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表3: 企业利润延续修复, 涨价挤压仍未显现



资料来源: Wind, 万联证券研究所

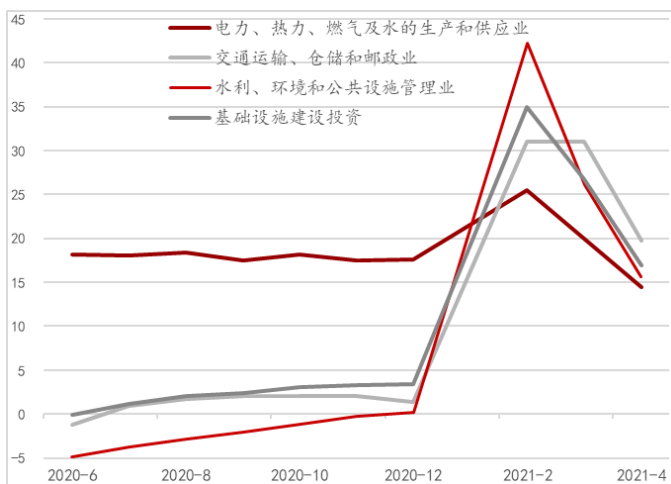
1.1.2 投资: 房地产景气度仍有支撑, 基建增速稳中偏缓

房地产上半年保持高景气, 销售延续旺盛, 基建投资相对偏弱。1-4月, 固定资产投资累计同比增速19.9%, 前值25.6%, 比2019年同期增长8.0%, 两年平均增长3.9%。房地产开发投资累计同比增速较上月回落4个百分点至21.6%, 两年平均增速由7.6%上行为8.4%; 基建累计同比增速回落11.3个百分点至18.4%, 两年平均增速由2.9%小幅放缓为2.4%; 制造业累计同比增速回落6个百分点至23.8%, 两年平均增速由-1.5%上行为-0.4%。

专项债发行速度依然偏慢, 基建上半年增速较低。随着逆周期调节政策的缓步退出, 一季度投向基建的资金将整体偏缓, 专项债发行也明显慢于往年同期, 二季度增速回升但依然较低。

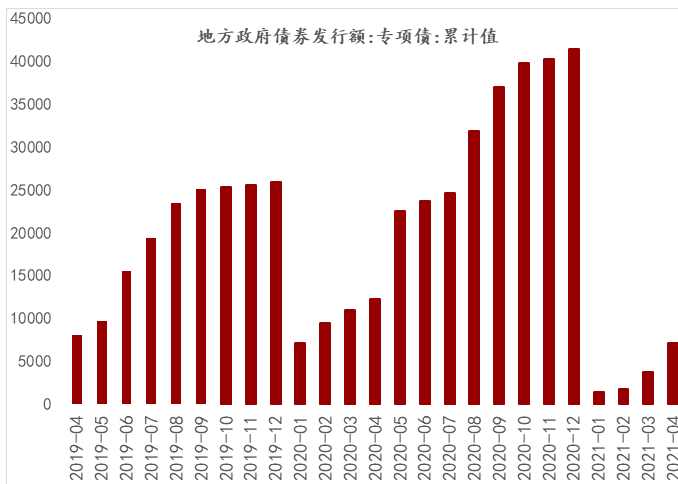
下半年基建有望提速。根据2021年全年的新增专项债投放计划, 全年预期将投放3.65万亿元, 后续仍将形成一定支撑, 且下半年专项债发行或将相对集中。四季度经济不确定性增加, 专项债整体发行节奏后移, 预期下半年基建增速将逐步提速, 经济在四季度大幅回落的可能性降低。目前来看, 逆周期调节需求偏弱, 专项债新增额度也存在发行不完的可能性。当前政策依然关注地方政府杠杆率和防范隐性债务新增的风险, 基建投资大幅攀升可能性较小。传统基建细分行业来看, 2021年全国交通运输工作会议提出2021年预计全国交通固定资产投资2.4万亿元左右, 2020年预计为3.42万亿元, 交通方向的固投增速预期增长将放缓。而碳中和目标下电力和水力建设仍将继续提升, 但两者在传统口径基建中占比依然不高。

图表4: 传统基建口径月度累计同比增速 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表5: 专项债投放速度依然较缓 (亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

房地产投资仍为固投的主要支撑项,上半年整体景气度较高。地产销售保持旺盛,库存延续去化。1-4月,房地产开发投资同比增速21.6%,两年平均增速由7.6%继续上行至8.4%。商品房销售面积累计同比48.1%,两年平均增速由上月的9.9%变为9.3%;商品房销售额同比增长68.2%,比2019年同期两年平均增长17%。其中,住宅销售额增速明显快于销售面积增速,商业营业用房销售额与销售面积增速基本匹配。商品房待售面积累计同比持平于-1.6%,住宅去化速度相对最快。

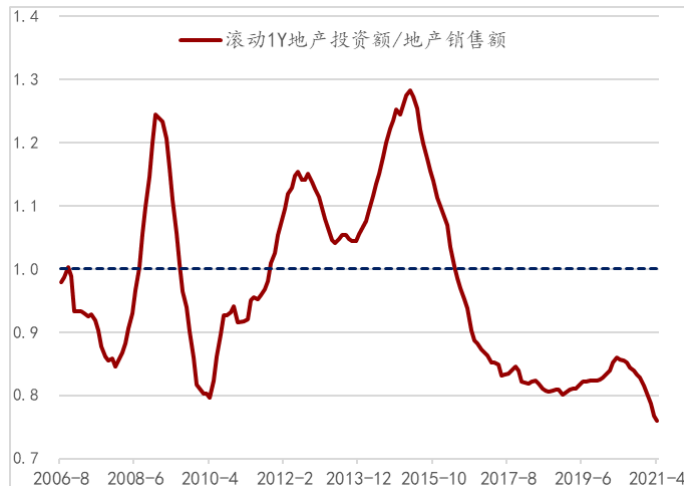
地产投资和新开工相对销售增速依然偏弱,需求端的旺盛对房地产形成较强支撑。房企拿地偏向谨慎,新开工增速放缓。房地产资金来源中,定金及预收款和居民个人按揭贷款增速最快,居民购房意愿仍强。政策端对于房地产贷款和融资两端的限制,房地产信贷融资整体中性偏紧。土地供应“两集中”政策的影响,多地土地入市节奏改变,叠加对热点城市全面调控地价的约束监管下,土地市场部分受到压制,但4月多个城市优质地块入市,土地市场也有所升温。土地使用权出让收入等划转给税务部门征收,管理将逐步趋于标准化,资金到账时间监管趋严,未来房地产商资金流动或将带来一定压力。政策承压下,促使房企追赶销售回款的进度,新开工增速放缓,房企拿地偏向谨慎,建安仍是房地产的主要支撑因素。

图表6: 房地产销售相对1年前新开工面积较快



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 房地产投资相对销售增速偏慢



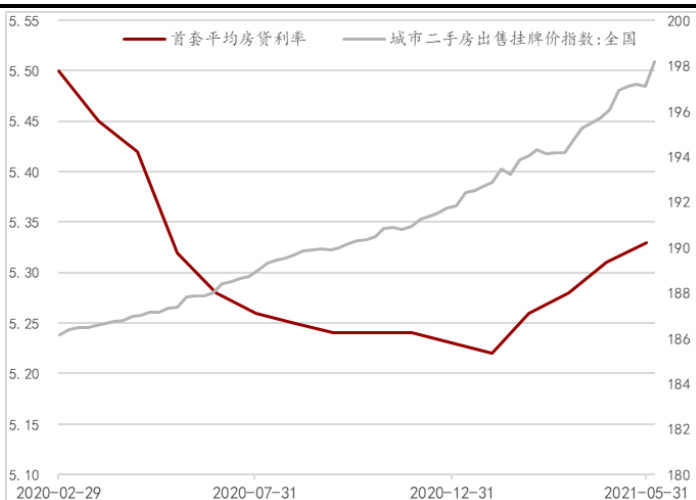
资料来源: Wind, 万联证券研究所

展望下半年,销售预期对房地产支撑仍存,但不确定因素增加,建安仍将偏强,房地

产拿地仍将延续谨慎。虽然房地产销售对当前市场仍有一定支撑，市场首套房贷平均利率近期持续上行，二手房挂牌价格指数也持续上行，其中一线城市上行速度最为显著，且新房和二手房价格倒挂明显。如果房贷利率持续上行，且当前对贷款违规流入房市的监管加强，或一定程度上压制居民购房积极性。房地产政策未来将延续“住房不炒，因城施策”的主线。房地产商资金端压力仍存，为减少土地储备和在建工程对资金端的占用，加速推盘和竣工将有利于资金回流。

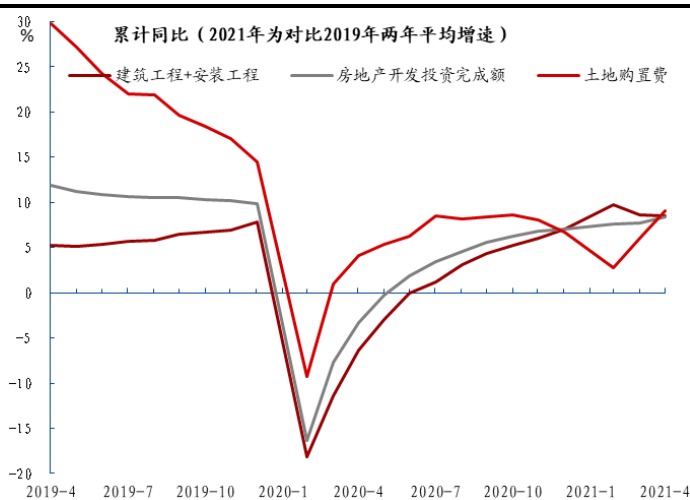
房地产行业的结构性转换持续，一二线等城市的房地产市场预期热度仍将延续，而四线及以下城市逐步走弱，改善型住房需求将继续提升。随三胎政策的放开，当前二胎家庭的增多，改善型住房需求占比将逐步增加，以小换大、以旧换新或成为房地产市场的长期趋势。城镇化率的继续上行，以及对大城市的教育、医疗资源的需求，人口仍将继续向大城市流动，一二线城市的购房需求仍有支撑。预期2021年房地产市场整体仍将保持旺盛。

图表8: 房贷利率自2月持续上行, 二手房价格攀升



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表9: 建安投资增速仍处高位, 土地购置费边际上行



资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.1.3消费: 消费修复之路仍长, 疫情仍将带来阶段性干扰

从今年已经公布的宏观数据可以观测到, 生产增速整体快于居民消费速度。社零恢复速度低于市场预期, 餐饮和服务业仍未修复至疫情前水平。上半年餐饮收入虽然上行速度较快, 但仍未修复至疫情前水平, 且部分线下餐饮、旅游等消费受疫情的影响不可修复。网上消费占比延续上行, 疫情改变了部分消费模式。即使未来我国疫苗注射覆盖率突破90%, 完全放开依然可能性较小, 疫情防范仍将保持谨慎。

消费结构分化延续, 可选消费在低基数作用下明显反弹, 线下消费修复进程依然偏缓。可选消费中, 化妆品、金银珠宝、通讯器材等增速处于高位, 随居民收入端逐步修复, 以及部分海外旅游消费转移到国内, 可选消费持续修复。房地产销售的旺盛, 带动下游的家电、家具、建筑装潢类消费上行。5月广州、深圳疫情再次出现, 对线下消费和出行造成一定负面冲击, 线下服务业修复或再次阶段性受阻。

图表10: 各类限额以上商品零售增速 (%)

同比增速	按消费类型分: 限额以上单位商品零售增速						两年平均增速	
	2021年4月	2021年3月	2020年4月	2019年4月	较上月变动		2021年4月	2021年3月
粮油、食品类	6.5	8.3	18.2	9.3	↓ -1.8	必选消费	12.20	13.62
饮料类	22.3	33.3	12.9	9.7	↓ -11	必选消费	17.51	19.04
烟酒类	26.2	47.4	7.1	3.3	↓ -21.2	必选消费	16.26	15.56
服装鞋帽、针、纺织品类	31.2	69.1	-18.5	-1.1	↓ -37.9	必选消费	3.41	5.00
日用品类	17.2	30.7	8.3	12.6	↓ -13.5	必选消费	12.66	14.50
中西药品类	8	11.5	8.6	11.5	↓ -3.5	必选消费	8.30	9.74
餐饮	46.4	91.6	-31.1	8.5	↓ -45.2	可选消费	0.43	0.96
化妆品类	17.8	42.5	3.5	6.7	↓ -24.7	可选消费	10.42	12.24
金银珠宝类	48.3	83.2	-12.1	0.4	↓ -34.9	可选消费	14.17	13.16
文化办公用品类	6.7	22.2	6.5	3.6	↓ -15.5	可选消费	6.60	13.87
通讯器材类	14.2	23.5	12.2	2.1	↓ -9.3	可选消费	13.20	14.69
石油及制品类	18.3	26.4	-14.1	0.1	↓ -8.1	可选消费	0.81	1.31
汽车类	16.1	48.7	0	-2.1	↓ -32.6	可选消费	7.75	10.36
家用电器和音像器材类	6.1	38.9	-8.5	3.2	↓ -32.8	可选消费	-1.47	-1.18
家具类	21.7	42.8	-5.4	4.2	↓ -21.1	可选消费	7.30	5.06
建筑及装潢材料类	30.8	43.9	-5.8	-0.3	↓ -13.1	可选消费	11.00	11.31
社会消费品零售总额	17.7	34.2	-7.5	7.2	↓ -16.5	整体	4.34	6.30
限额以上企业消费品零售总额	18.5	38.6	-3.2	2	↓ -20.1	整体	7.10	8.54
除汽车以外社会消费品零售总额	17.9	32.5	-8.3	0	↓ -14.6	整体	3.98	5.75

资料来源: Wind, 万联证券研究所

疫情影响下带动居民收入分化, 消费低于市场预期, 预期下半年消费增速仍将缓步修复, 对经济的拉动作用有限。疫情对居民的消费冲击较大, 人均消费明显下行, 相对于居民收入, 消费受创程度更深。疫情冲击下, 居民收入和就业有所分化, 高收入群体相对收入恢复最快, 受益于资产价格上行, 投资收入也明显增长, 而这部分收入常集中在高收入群体。从行业来看, 教育、金融、高端制造业的岗位复工相对较快, 收入修复也相对较快, 而旅游、餐饮、住宿等低收入群体的收入增速修复较慢, 且部分岗位面临永久性消失。就业分化带来收入分化加剧, 居民整体消费能力或边际下降, 储蓄率被动抬升, 给消费修复带来一定制约。

图表11: 消费者信心指数边际回落

¹³² 消费者信心指数 (月) 消费者信心指数:收入

图表12: 居民可支配收入较疫情前仍有一定差距

¹⁰ 全国居民人均可支配收入 (2021Q1为两年平均增速)

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_20113



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn