

研究创造价值

姓名：程小勇
电话：0571-89715220
报告日期：2021 年 06 月 22 日

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。此外，作者薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

高景气不再，回归防守

—2021 年中期宏观策略报告

摘要提示：

1. 2021 年全球经济复苏不同于以往任何一次经济衰退后的复苏，并非是全面性复苏，而是 K 型复苏，是不均衡的复苏，体现在国家与国家之间、制造业也服务业之间、居民低收入和高收入不同阶层之间，限额以上和限额以下消费之间都存在差异。

2. 由于经济 K 型复苏，欧美践行 MMT 理论（财政赤字货币化），美国实现无限量 QE 和一轮又一轮的财政刺激，全球资产价格泡沫膨胀，房地产在居民新一轮加杠杆的情况下再度全面繁荣。

3. 供需错配导致大宗商品暴涨，抬升了全球的 PPI 增速，阶段性提升了中上游企业的利润率，下游企业利润受侵蚀。值得关注的是疫情和中国“双碳”政策对国际大宗商品如有色金属、铁矿石，国内具备自主定价的钢材和煤炭价格产出供应约束。

4. 2021 年下半年，全球经济高景气不再，供应约束和需求回落并存，主要线索来源于一下几个方面：欧美服务消费回升，商品消费回落，但是服务消费难以取代商品消费对制造业和国际贸易带来的增量，且财政补贴下滑和防御性消费攀升的制约，因此对于下半年经济的驱动会弱于上半年；疫情后时代，理论上产出缺口有利于出现朱格拉周期，但是防御性储蓄攀升和 K 型复苏下只有少数企业才会扩大资本开支，很难出现典型的全面朱格拉周期，只是在局部产业如新能源、绿色产业方面有资本开始；全球利率触底反弹和国内去地产化意味着全球地产会降温；长期结构性因素如贫富分化、劳动人口占比延续下降趋势和技术革命迟迟未见破茧。

5. 2021 年下半年，我们大概率会呈现滞胀或类滞胀的格局，还有很大可能进入类滞胀末期和通缩早期阶段，大类资产表现为债市先抑后扬（利率先扬后抑）、大宗商品震荡中再平衡（供应弹性较小，需求高位回落）、股市和楼市结构分化（成长性股票和城市地产繁荣）。

2021 年全球经济复苏不同于以往任何一次经济衰退后的复苏，并非是全面性复苏，而是 K 型复苏，这就导致了大类资产表现也不同于以往，各国货币政策和财政政策也表现出新的特征。

从微观层面来看，我们对疫情带来的冲击预估非常不充分，尤其是在疫情后期对于全球供应链的影响导致供需错配严重。这可能是大宗商品和周期性资产价格超预期上涨的主要原因。08 年金融危机之后，需求端的变化主导经济周期，而此轮疫情导致的经济周期变化不仅体现在需求端，更多表现在供应端，包括疫情导致海外工业产出受限，海外订单集中到中国，全球海运费暴涨，海外商品库存持续低迷，货物需求替代服务需求等。

从企业层面来看，疫情一方面影响了产出，且对投资生产持谨慎态度；另一方面，供应链终端导致大宗商品价格暴涨，商品生产商利润暴涨，由于海外复产受限，导致补库存迟滞。国内企业由此迎来 2000 年入世以后最大的出口机遇。

由于经济 K 型复苏，欧美践行 MMT 理论（财政赤字货币化），美国实现无限量 QE 和一轮又一轮的财政刺激，MMT 理论不关注财政赤字有多大，不关心发行货币有多大规模，只要不发生恶性通胀，那么就可以无限制的刺激经济。因此，直到 2021 年 5 月美国核心 CPI 攀升大幅至 3.8%，远超过 2% 的政策目标，美国保持耐心没有宣布削减 QE。

疫情导致供需错配，再加上全球宽松的金融周期、去产能后的库存周期和房地产加杠杆周期，全球大类资产价格出现了普涨，从股市到商品，从地产到数字货币，几乎都受益于全球前所未有的宽松的流动性环境。

2021 年下半年，周短期来看，经济能否维持复苏势头呢？我们认为取决于三个因素：一是海外实现全民免疫后服务消费能否接棒货物消费；二是全球供应链终端后是否会在实现全民免疫后出现朱格拉周期；三是全球利率拐头向上之后房地产景气能否维持。我们认为，疫情后时代，理论上产出缺口有利于出现朱格拉周期，但是防御性储蓄攀升和 K 型复苏下只有少数企业才会扩大资本开支，而全球利率攀升和居家办公需求下降、美国住房自有率回升的情况下，地产景气度可能会降温。

从长期来看，全球经济面临的结构性问题：一方面，疫情给全球经济带来的贫富分化加剧，这会使得经济潜在增速继续回落；另一方面全球劳动人口下降的势头很难逆转，社会总需求和劳动力成本攀升可能意味着 2021 年下半年进入新一轮经济下行周期的早期。

同样，新技术、新经济也给未来经济飞跃带来一定的可能性：一方面，包括数字技术和智能制造等技术进步能否带来新一轮技术革命，这是对全球劳动生产率下降的关键变量；另一方面，“双碳”政策带来的新能源投资的增长，这是未来的新经济增长点。

当然，还有两个潜在的不利因素：债务可持续性和供应弹性。08 年金融危机之后，全球经济一直处于通缩的泥潭中徘徊，为刺激经济，各国公共债务持续扩张，而 2020 年疫情冲击之后，企业部门和居民部门再度扩大，三大部门杠杆率都处于偏高的水平。

因此，我们认为全球经济增长重心要实现上移，是很不容易的。短周期可能因疫情这个外部冲击带来补库周期、温和的制造业资本开支（朱格拉周期），长周期下行下的地产反弹周期，但不出现技术革命、劳动人口增长和灾后（战后）重建，那么未来经济大概率呈现通缩和滞胀之间轮换的格局。2021 年下半年，经济高景气不再，PPI 可能处于高位，经济周期徘徊在滞胀末期和通缩早期。

一、2021 年上半年：K 型复苏，资产泡沫

1、全球经济呈现“K”型复苏特征

将此轮经济复苏与历史上几次经济衰退后的复苏对比来看，复苏路径完全是不一样的。以往经济复苏路径是：政府加杠杆（财政和货币刺激）——私人投资复苏——就业市场改善——居民收入恢复增长——服务消费复苏——商品消费复苏；此次经济复苏路径是：政府加杠杆——地产加杠杆——工业产出受限——货物消费复苏——资产价格暴涨（包括通胀）——服务消费复苏——私人投资小幅改善（工业产出逐步恢复）。

再将经济增速和资产价格强势上涨对比看，此轮资产价格涨势强于 2009-2010 年，但是全球经济复苏的力度则弱于 2009-2010 年，这意味着资产价格暴涨可能并非仅仅有需求恢复驱动，更多的可能是供应端扩张受限。

为测算方面，我们将中美两国 GDP 变动和疫情前的时间对比，由于美国 2020 年一季度尚未爆发大规模疫情，因此对比的即期为 2020 年一季度。测算的结果是，中美两国经济恢复幅度不及 09 年-10 年，但是大宗商品价格涨幅比 09-10 年不逊色。

表 1、20-21 年和 09-10 年中美 GDP 变动、商品价格涨幅对比

	中国 GDP 变动 百分点	美国 GDP 变动 百分点	CRB 指数涨幅	Wind 商品指数 涨幅
2009 年 Q1-2010 年 Q1	3	5	29.5	34.5
2019 年 Q4-2020 年 Q4	0.7		10.5	20.6
2020 年 Q1-2021 年 Q1		0.1	38.7	38.7

资料来源：宝城期货金融研究所整理

经济学家通常在研究经济周期性现象或经济波动时，主要考虑的是经济总量的变化趋势，从 GDP 的变化来判断经济的繁荣期、衰退期、萧条期、复苏期这些阶段性的变化。在经济衰退或危机后，政府的货币政策的两种不同效应，即产出效应和价格效应。产出效应是指宽松的货币政策对实体经济的刺激，实体经济的就业增加，制造业部门生产出来更多的产品、传统的服务业部门提供更多的服务；价格效应则是指宽松的货币政策所带来的物价水平的上涨，包括资本市场和房地产市场等的资产价格的上涨。货币政策的产出效应越低，在经济复苏过程中，对于实体经济和那些靠工资收入的低收入群体就越不利；同时，货币政策的产出效应越高，包括资产价格效应越高，就对股市、房地产和富人更加有利。

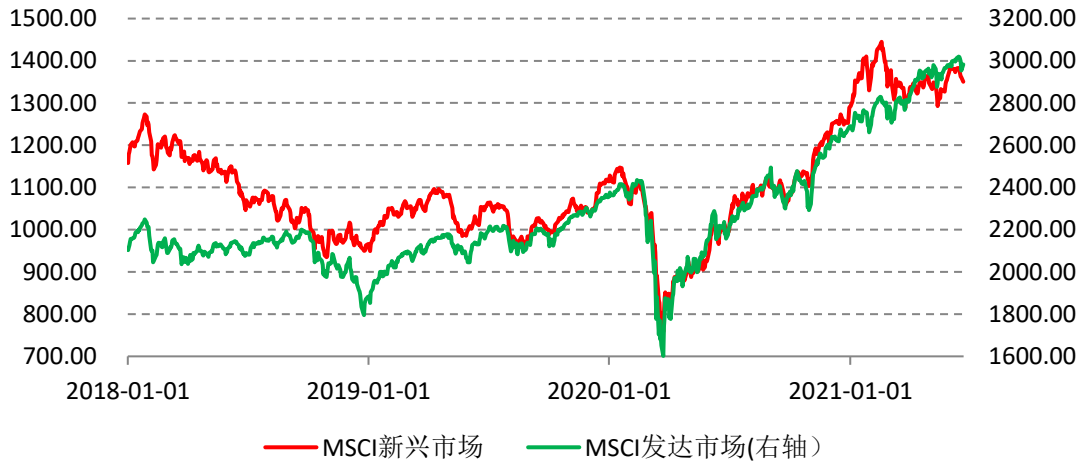
2020 年的新冠疫情对经济的冲击属于外部冲击，不同于传统的经济危机或经济衰退。疫情导致经济停摆，对供应和需求都产生了极大的冲击，对不同阶层的居民带来的影响也是不同的：非接触行业或者高收入行业受影响较小，接触性的服务业受影响冲击最大。在新冠病毒长期伴随人类共存的情况下，经济出现 K 型复苏，服务业和劳动密集型行业复苏迟滞，对中低收入阶层影响是持续性的，因此经济呈现 K 型复苏的特征。

经济 K 型复苏下，中低收入国家和中低收入阶层复苏缓慢，而带动社会总需求扩张的是中低收入阶层，尽管奢侈品、部分用于居家办公的耐用品、电子产品销售反弹，但社会总需求扩张总体还是迟滞的。因此，2020 年各国出台一系列货币政策带来的产出效应较低，价格效应较高。

K 型复苏比较典型的是在疫苗短缺和疫情反弹的压制下，2021 年上半年，新兴市场资产表现不仅目前落后于发达经济体。随着 2021 年下半年美联储释放削减 QE 信号，货币政策收紧，全球经济复苏“K

型” 态势还有望被进一步拉大，即新兴市场会因接种缓慢和国际资本外流而进一步遭遇冲击。

图 1、2021 年 H1 新兴市场复苏落后于发达市场

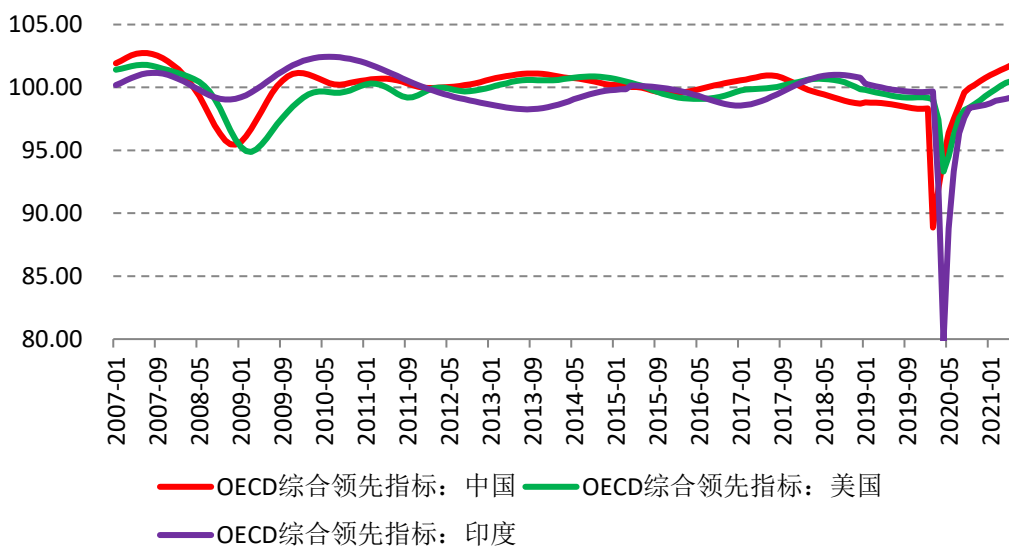


资料来源：WIND，宝城期货金融研究所

从 OECD 领先指标来看，截止 2021 年 5 月度，中国经济景气度最高，OECD 综合领先指标中的分项指标——中国的综合领先指标达到 101.8 点。其次是日本和美国，二者的领先指标分别达到 100.6 点和 100.5 点。欧元区领先指标在 4 月和 5 月迎头赶上，达到 100.3 点。

新兴市场领先指标就相对落后，其中 5 月印度领先指标较 3-4 月疫情严重时有所回升，但依旧低于疫情前水平。而二季度巴西的领先指标反而较一季度回落。对比疫情前水平，中国、美国、日本和欧元区领先指标已经超过疫情前水平，巴西持平于疫情前水平，但是印度、智利和南非等新兴经济体还是低于疫情前水平。

图 2、新兴经济体经济复苏弱于中美两国



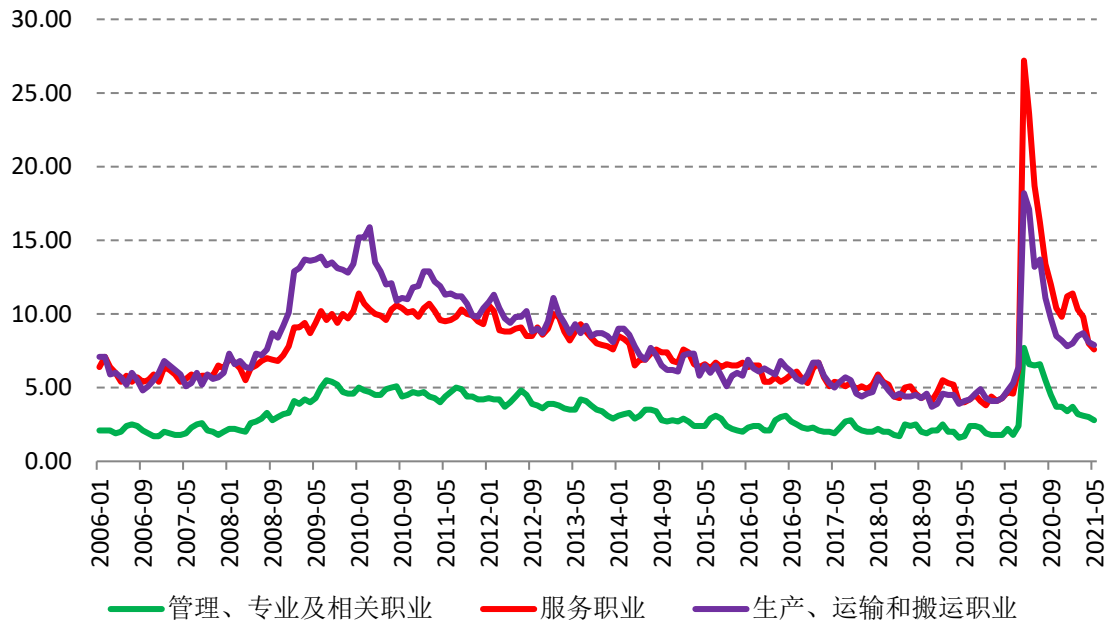
资料来源：WIND，宝城期货金融研究所

1.1、美国 K 型复苏：就业和消费分化

首先，疫情对美国不同阶层的人群（富人和穷人）就业影响存在显著差异。富人能很快从疫情的财产损失中恢复过来，保住工作，并使资产升价。然而那些低收入者，比如蓝领，则在裁员中首当其冲，可能面临数年的经济危机。美国失业潮主要影响到的是低收入者聚集的相关行业，例如餐饮业、制造业和服务业等等，而只需要在家办公的高收入人群无需面临这种生存问题。

据美国劳工部公布的数据，2021 年 5 月，管理、专业及相关职业的失业率降至 2.8%，疫情前为 2.4%；而从事底层劳动的服务职业，以及生产、运输和搬运职业的失业率分别高达 7.6%和 7.9%，疫情前分别为 4.3%和 4.3%。这意味着疫情对不同职业，不同阶层的居民造成的冲击是不同的，复苏的进程也是不一样的，接触性的、低端的职业如服务业、生产、运输和搬运职业失业率依旧远高于疫情前税率，而非解除类、收入较高的管理层、专业性的岗位失业率下降很快，或者压根就没有失业，只是暂停工作而已。

图 3、美国就业市场复苏不均衡

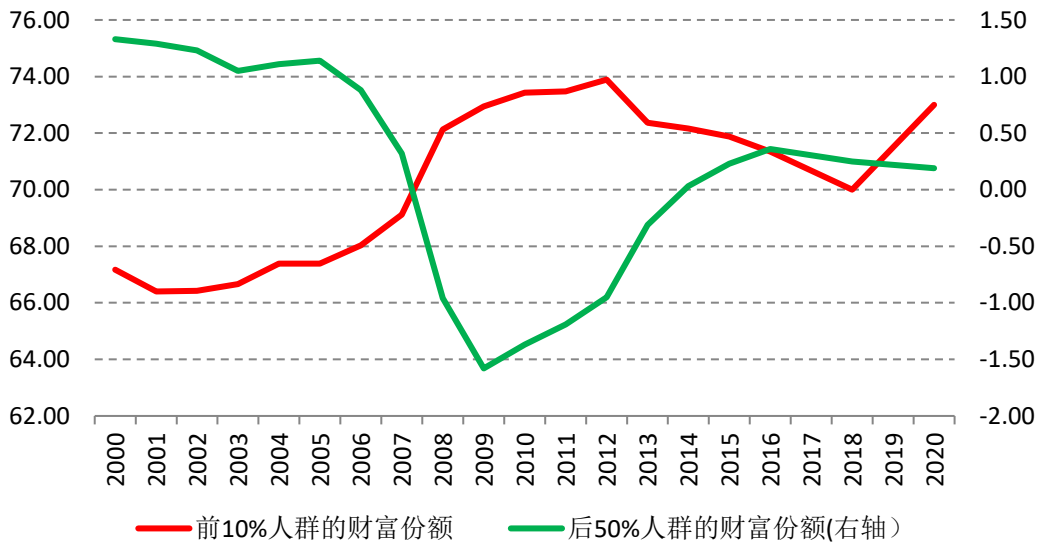


资料来源：WIND，宝城期货金融研究所

其次，在 2020 年下半年经济复苏中，美国不同阶层的居民收入增长情况也是不一样的。

美联储估计，2020 年，美国最富有的 10%家庭持有全国财富的 69%，即 77.3 万亿美元，高于上世纪 80 年代末的 60.9%，而最富有的前 1%占全部家庭财富的 30.5%，最穷的 50%人口仅占全部家庭财富的 1.9%，因为最富有人群的财富激增，贫困人口受疫情冲击而财富急剧下降。

图 4、2020 年疫情导致高收入阶层财富份额再度攀升



资料来源：Wind，美联储，宝城期货金融研究所

从 2008 年全球金融危机后的经验来看，各国央行释放出来的巨大流动性未必会进入实体经济领域、并推高通货膨胀，反而会进入资本市场、带来股市的持续上涨。有资产的、可以参与到资本市场的一批人受益于应对抗疫的货币政策和股市上涨，比疫情前更为富有；而还有一批资产较少、也难以参与到资本市场之中来的人群，他们的生活很可能变得比疫情前还更差了。

再次，在此轮经济复苏中净出口、投资和消费对经济复苏的贡献同样不一样。从美国 GDP 分项指标来看，2021 年一季度，GDP 分项指标中商品净出口同比增速最高，达到 49.2%，比 2010 年美国经济复苏时期还要强劲，当时同比增速同样较高，但也不到 30%；其次是私人部门投资同比增长 4.8%，基本上回到疫情前（2019 年）的水平，但低于 2018 年同期；再次就是私人消费支出同比增长 1.6%，扭转了去年二季度至四季度连续三个季度的负增长势头，但依旧低于 2019 年的 2.3%。

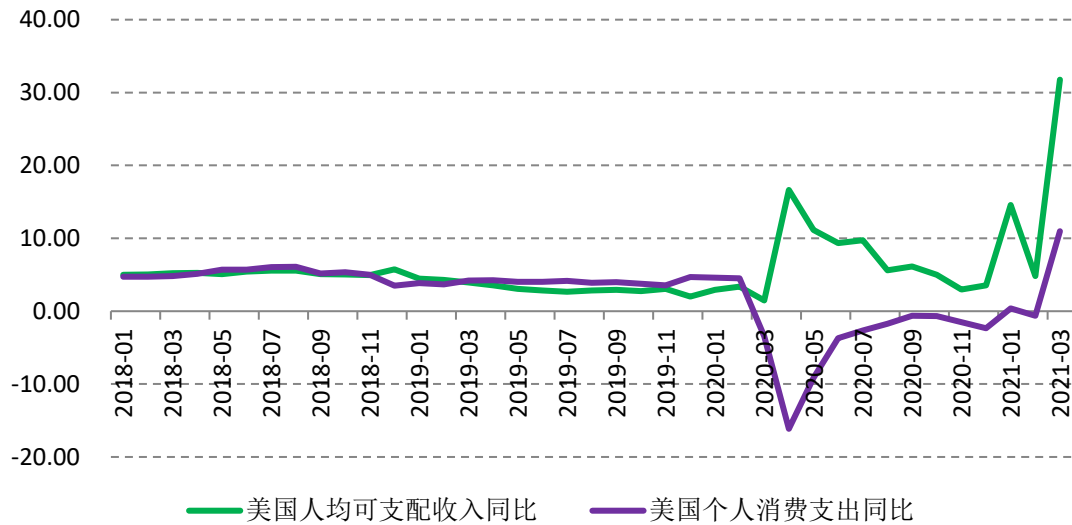
从环比折年率来看，2021 年一季度，美国个人消费支出环比折年率最高，达到 10.7%，同样远高于 2010 年同期的力度；其次是政府投资和支出，环比折年率达到 6.3%。个人消费支出对 GDP 的环比拉动率高达 7 个百分点，为 GDP 超预期的最主要贡献项。其他分项中，政府支出环比折年率为 6.3%，对 GDP 的环比拉动率为 1.1 个百分点；而国内私人投资、净出口对 GDP 环比拉动率均为负值。

美国私人消费支出一季度大增背后，一方面与财政刺激大幅提升了居民的收入有关；另一方面，也受到疫情形势改善、推动私人服务消费修复加快的支撑。然而，美国居民人均可支配收入在财政补贴发放之后短暂攀升，但稍后会继续回落至疫情前水平，这意味着美国消费复苏未来是不确定性。

回顾 2020 年 4 月，美国居民部门获得政府部门财政补贴，美国居民人均可支配收入同比增速一度攀升至 16.6%，次月回落至 11.1%，到 2020 年 12 月降至 3.55%；2021 年 1 月，美国第二轮财政补贴落地，美国居民人均可支配收入同比增速再次攀升至 14.4%，但是 2 月回落至 4.56%。

2021 年 3 月份，美国 1.9 万亿美元刺激计划落地，带动美国人均可支配收入同比增速攀升至 31.8%，实际同比增速也升至 28.8%，这里面既有去年低基数原因（去年 3 月美国疫情正式大规模暴发），但是美国 1.9 万亿美元刺激中向符合规定的美国民众发放每人 1400 美元补助是主要原因。按照以往的规律，4 月份美国人均可支配收入同比增速大概率会回落，且个人消费支出同样也会回落。

图 5、美国个人消费支出受财政补贴短期攀升



资料来源：WIND，宝城期货金融研究所

1.2、中国经济 K 型复苏：出口和投资强劲，但居民收入和消费同样分化

首先，此轮中国经济复苏出口和投资强劲，但是居民收入和消费相对逊色，且出现结构分化，中低收入人群收入和消费增长慢于高收入人群。

从对实际 GDP 的拉动来看，2021 年一季度，净出口拉动较疫情前多 2.2 个百分点（19 年四季度），资本形成拉动也比疫情前高 2 个百分点，而消费拉动则大幅高于疫情前 8.3 个百分点。

2020 年一季度，由于受低基数的影响不具备可比性，去年四季度的数据更为客观。2020 年四季度，出口拉动高于疫情前 1.5 个百分点，投资与疫情前持平，但是消费拉动比疫情前低 0.6 个百分点。

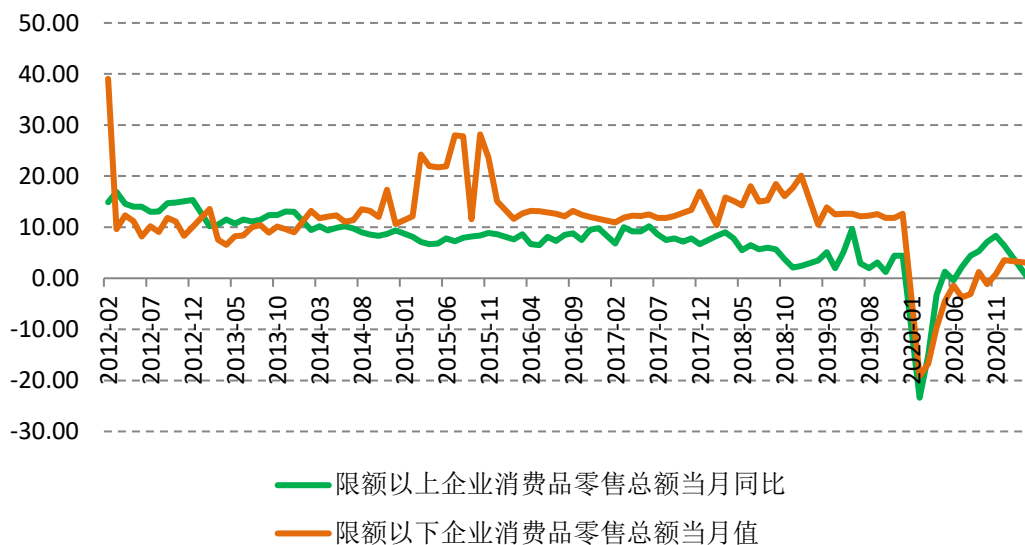
从人均消费支出来看，中国居民可支配收入没有恢复到疫情前水平。2020 年四季度，全国居民可支配收入同比增长 7.1%，低于 2019 年同期的 9.2%，而 2021 年一季度由于疫情导致低基数原因，不具备可比性，两年平均增速也只有 7.7%，同样低于 2019 年同期 8% 的水平。

从社会零售总额来看，2021 年一季度，同样由于低基数原因不具备可比性，两年平均增速则同比仅仅增长 1.7%。2020 年 12 月，社会零售总额同比增速仅 4.6%，远未达到 2019 年 12 月 8.0% 的水平。

分行业看，2020 年 12 月，限额以上社零增速基本都已恢复至疫情前水平，同比增速回升至 6.4%，其中汽车、通讯器材、地产链消费、珠宝、体育文娱用品相较于疫情前表现尤其亮眼。然而，2020 年 12 月，限额以下社零增速仅有 3.5%，远低于疫情前 11% 以上的增速。

2021 年 3 月，限额以上社零增速两年平均增速出现负值，为 -0.42%，这意味着消费实际上依旧偏弱，而限额以下社零增速维持在 3% 低位。环比来看，3 月社会零售都是回落的，这意味着经过补偿性消费告一段落，中低层消费依旧疲弱。

图 6、中国消费复苏同样不均衡



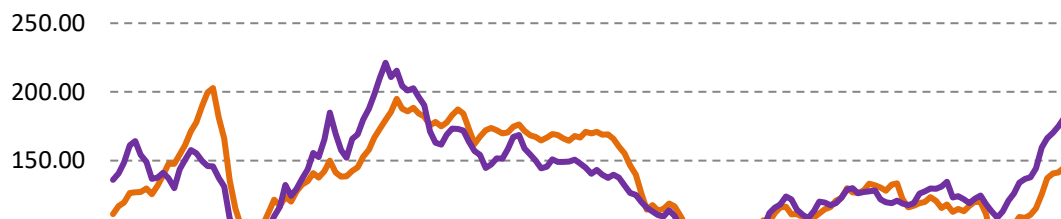
资料来源：WIND，宝城期货金融研究所

2、全球供需错配导致 PPI 高企

2021 年上半年，还有一个重要的经济特征就是全球 PPI 持续攀升，尤其是大宗商品暴涨抬升了整个工业品出厂价格。而由于商品价格暴涨和劳动力结构性供应不足抬升薪资，美国通胀也逐步抬升。

据国际货币基金组织（IMF）发布的数据显示，截止 2021 年 5 月，全球初级产品——工业原料价格指数升至 2011 年 8 月以来最高纪录，达到 197.11 点；而全球所有初级产品价格指数也升至 2014 年 9 月以来最高纪录。

图 7、全球工业原材料价格指数暴涨



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_20304

