

往者不谏，来者可追

——2021年下半年宏观经济展望

相关研究：

1. 《外圆内方—2020年中国宏观经济展望》 2020.01.05
2. 《在防疫和复苏间寻求平衡—2020年下半年中国宏观经济展望》 2020.07.23
3. 《回归与重启—2021年中国宏观经济展望》 2020.12.30
4. 《海外复苏美国主导，国内增长动力切换—2021年二季度宏观经济展望》 2021.03.29

首席经济学家：李康

执业证书编号：S0500511010013

分析师：祁宗超

证书编号：S0500519010001

Tel: 021-68634510-8370

Email: qizc@xcsc.com

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路
958号华能联合大厦5层湘财证券研
究所

<http://www.xcsc.com>

核心要点：

□ “往者不谏，来者可追”的三层含义

从全球经济复苏的结构来看，疫情率先受到控制以及疫苗接种率全球领先的经济体，其经济在去年下半年和今年上半年相较于其他国家经历了快速的修复。往后看，随着疫苗产量的攀升，全球疫苗接种率均有望逐步提高，因此经济复苏落后的经济体在后续的过程中有望有所加速。从国内驱动经济增长的变量来看，前期高景气强韧性的经济主要驱动力如出口、房地产投资，在下半年可能会逐步回落，而消费、制造业投资等过去一年修复疲弱的变量，从两年平均增速来看，下半年还有继续上行的空间。从同比增速来看，由于过去一年低基数效应的逐步消失，经济同比增速逐渐开始反应经济真实的增长动能和趋势。四季度当季GDP同比增速可能会进一步回落至5.0-5.5%左右，全年GDP增速预计在8%-9%的区间。

□ 增速回落波动收敛，结构调整有升有降

由于去年二季度后，复产复工有序推进，叠加我国制造业产业链完善，工业生产端很快就得到了恢复。从两年平均增速来看，工业增加值增速基本维持在6.5%左右，高于疫情前2019年的中枢水平，也处于近3年的高位。伴随着工业增加值的回升，工业产能利用率也回到了有数据以来的高位。从需求端来看，三驾马车中出口自去年开始便表现出较强的韧性，同时房地产投资也维持在疫情前的高位。下半年来看，由于同比基数逐步抬升，下半年从经济同比增长数值来看是逐步回落的，但是从两年平均增速来看是逐步向疫情前增速收敛的，上半年维持较高景气的变量可能会缓步回落，距离疫情前仍有一定距离的变量则有进一步修复的空间。

□ 总量回落结构灵活，提质增效稳定连续

总量上保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，清晰明确地界定了货币政策框架的“锚”。央行超市场预期降准可能有以下几点：一、为了对冲7月15日即将到期的4000亿MLF以及7月中下旬税期的流动性缺口。二、缓解疫情以后中小企业面临的经营压力。三、为了应对下半年出口及房地产增速下行的可能，缓解下半年经济下行趋势，提前打开政策窗口。四、为了应对美联储taper导致的全球流动性收缩，放开政策空间。但从社融增速来看，其与全年名义GDP增速相匹配后下行的空间已经不大，随着四季度经济增速因为技术原因而出现当季同比低于疫情前时，货币政策可能有进一步边际向宽的趋势。上半年财政支出节奏略缓，增速明显偏低。5月公共财政支出同比3.6%，在基数回落的基础上增速仍较前值有所回落，两年年均增速为0.29%，支出节奏也慢于疫情前的往年。从整体的财政支出节奏和地方政府专项债的发行节奏

来看,预计下半年财政支出的节奏将有所加快,有利于推动基建投资温和回升。但在地方政府债务等的约束下,受地方政府隐性债务化解和防范地方债务风险的影响,专项债项目管控较严,财政本身的支持力度不算大,基建投资难出现大幅上升的情形。

□ 美国领衔复苏, taper 预期渐起

从疫苗接种速度和覆盖人群来看,美国在全球范围内领先。从景气指数来看,美国经济整体仍处于较强的扩张景气区间,3月制造业 PMI 指数录得 64.7,创 1982 年 12 月以来新高,非制造业 PMI 录得 63.7,创 2005 年 8 月以来新高,随后 3 个月 PMI 指数均录得 60 以上。随着美国经济的不断修复,房地产市场表现强劲。制造业投资来看,随着下游需求的逐步复苏,以及极度宽松的货币政策环境促进制造业投资持续回升,核心资本品制造业订单回升至三年多以来的高位,下半年有望继续维持高景气。在 6 月份的美联储议息会议上,上调了今年美国的 GDP 增速预期及今后三年的 PCE 通胀预期,点阵图显示美联储官员预计到 2023 年底前会有两次加息,加息时间和速度均快于之前。预计随着救济金的退坡,下半年可能很快会看到美国的就业复苏,美联储也会依据 7-8 月的就业数据进行货币政策的边际调整,最早或在下半年见到美联储开始 taper。

□ 风险提示:

疫苗效果不及预期,消费和制造业投资不及预期,通胀超预期。

正文目录

1 增速回落波动收敛，结构调整有升有降	5
1.1 供给端维持高景气，盈利结构特征明显.....	6
1.2 需求仍有空间，出口高位缓落.....	7
1.3 消费艰难修复，投资趋势分化.....	8
1.4 生活升生产降，通胀难成掣肘.....	10
2 总量回落结构灵活，提质增效稳健连续	12
2.1 货币政策以我为主，总量回落结构精准.....	12
2.2 财政政策保持稳健，提质增效稳健连续.....	15
3 美国领衔复苏，TAPER 预期渐起	17
3.1 疫苗接种领先，景气维持高位.....	17
3.2 欧洲分化明显，总体温和复苏.....	20
3.3 就业数据仍弱，通胀持续走高.....	22
3.4 积极财政刺激，静待 QE 退出.....	24

图表目录

图 1 工业增加值持续维持在疫情前的水平之上 (%)	6
图 2 工业企业产能利用率回升至历史高位.....	6
图 3 利润增速回落，但两年平均增速在高位 (%)	7
图 4 出口两年平均增速缓步回落 (%)	8
图 5 对主要地区出口增速均高于疫情前.....	8
图 6 剔除基数影响后，社零消费仍有进一步复苏空间 (%)	9
图 7 城镇居民可支配收入增速回到疫情前水平.....	9
图 8 两年平均增速角度，固定资产投资趋势分化 (%)	10
图 9 食品项拖累 CPI 同比上升.....	11
图 10 大宗商品价格带动 PPI 增速快速攀升.....	12
图 11 央行资产负债表扩张相对温和 (百万欧元、百万美元、亿元)	13
图 12 社融和 M2 增速回落趋缓.....	13
图 13 疫情后银行间流动性先松后平.....	14
图 14 宏观杠杆率开始逐步回落.....	14
图 15 疫情导致 2020 年目标财政赤字率超过 3%	15
图 16 上半年财政支出节奏偏慢.....	16

图 17 随着疫苗接种率提升, 美国日均确诊逐步降低	17
图 18 发达国家疫苗接种节奏总体领先	18
图 19 美国制造业和非制造业 PMI 指数维持高位	18
图 20 消费者信心指数仍有上升空间	19
图 21 美国居民储蓄及房贷利率开始向均值回归	19
图 22 欧洲制造业 PMI 震荡攀升	20
图 23 欧洲服务业 PMI 二次探底后逐步回升	21
图 24 主要经济体一季度复苏疲弱	22
图 25 欧洲主要经济体通胀温和	22
图 26 失业率趋稳, 服务业就业改善	23
图 27 通胀及核心通胀同比增速大幅上升	24
图 28 联邦政府赤字大幅攀升	25
图 29 四季度 GDP 当季同比增速超预期	26

今年以来,随着全球疫苗接种率的不断上升,全球经济开启了“疫后复苏”的进程。同时由于疫情控制情况、疫苗施打节奏的不同,全球经济的复苏也呈现出结构性的特征。另一方面,由于疫情导致的供需错配,大宗商品价格大幅上行,推升了主要经济体的通胀水平,美联储何时开始退出 QE 也成了笼罩在全球资本市场上空的阴霾。国内来看,经济结构性复苏延续,出口和房地产投资依然保持着较强的韧性,消费和制造业投资距离疫情前仍有一段距离,且修复速度缓慢。展望下半年,随着美国疫苗接种率的逐步提高,就业情况渐渐好转,美联储退出资产购买甚至加息的节奏成为影响全球资本市场的重要因素。国内来看,经济的结构性特征仍然明显,从两年平均增速来看均有向疫情前水平回归的趋势。随着同比基数的逐步回升,下半年经济增速同比回落的趋势继续延续,特别是四季度因为同比高基数的原因,经济增长将明显低于疫情前水平,叠加中小微企业在“疫后”的艰难复苏,整体货币政策环境有望出现边际宽松。

1 增速回落波动收敛,结构调整有升有降

去年二季度以来,随着疫情逐步得到控制,复产复工有序推进,我国经济在全球范围内率先进入复苏,二三季度当季同比增速分别录得 3.2%、4.9%、6.5%,全年 GDP 同比增速录得 2.3%。第四季度当季同比增速超出市场预期,且超过了疫情前的单季同比增速,一方面得益于更严格防疫的过程中的快速复产复工,另一方面完善的工业产业链在疫情期间获得更高的全球贸易市场份额。今年一季度 GDP 同比增速在低基数的影响下录得 18.3%,二季度则由于基数的抬升,二季度 GDP 同比增长 7.9%,两年平均增长 5.5%,比一季度平均增速加快 0.5 个百分点。其中,第一产业同比增长 7.6%,拉动经济增长 0.5 个百分点,两年平均增长 5.4%;第二产业同比增长 7.5%,两年平均增长 6.1%;第三产业同比增长 8.3%,拉动经济增长 4.5 个百分点,两年平均增长 5.1%。

从平均增速的角度,经济增速还在向疫情前回归,但内部结构分化仍然存在。具体来看,供给端维持在疫情之前水平之上高位运行,需求端出口和房地产投资维持较高景气,制造业投资和消费仍有一定的修复空间。下半年来看,由于同比基数逐步抬升,下半年从经济同比增长数值来看是逐步回落的,但是从两年平均增速来看是逐步向疫情前增速收敛的,上半年维持较高景气的变量可能会缓步回落,距离疫情前仍有一定距离的变量则有进一步修复的空间。

1.1 供给端维持高景气，盈利结构特征明显

由于去年二季度后，复产复工有序推进，叠加我国制造业产业链完善，工业生产端很快就得到了恢复。工业增加值当月同比从2月的-25.87%回升至去年底的7.3%，今年2月在低基数的影响下更是达到了52.34%，随后开始逐步回落。从两年平均增速来看，工业增加值增速基本维持在6.5%左右，高于疫情前2019年的中枢水平，也处于近3年的高位。

图 1 工业增加值持续维持在疫情前的水平之上 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

图 2 工业企业产能利用率回升至历史高位

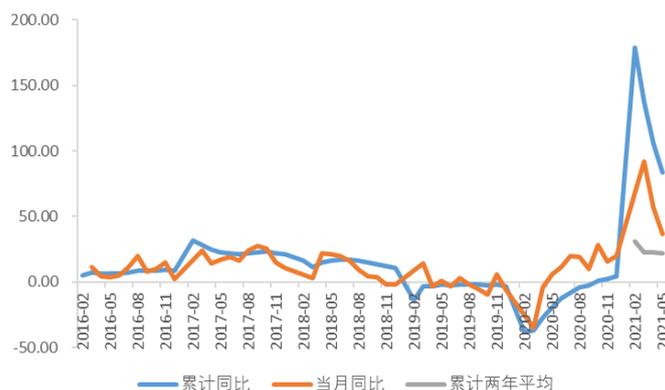


Wind

资料来源：湘财证券研究所、Wind

伴随着工业增加值的回升，工业产能利用率也回到了有数据以来的高位。另一方面，虽然由于基数的抬升，工业企业利润增速从高位开始逐步回落，但从两年平均增速的角度来看，工业企业利润增速依然维持在疫情前的高位水平。1—5 月份，全国规模以上工业企业利润同比增长 83.4%，比 2019 年同期增长 48.0%，两年平均增长 21.7%。同时，工业企业的盈利也呈现出一定的结构性特征：八成行业盈利超过 2019 年同期、原材料制造业利润保持较快增长、医药等消费品制造业利润增长明显加快。

图 3 利润增速回落，但两年平均增速在高位 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

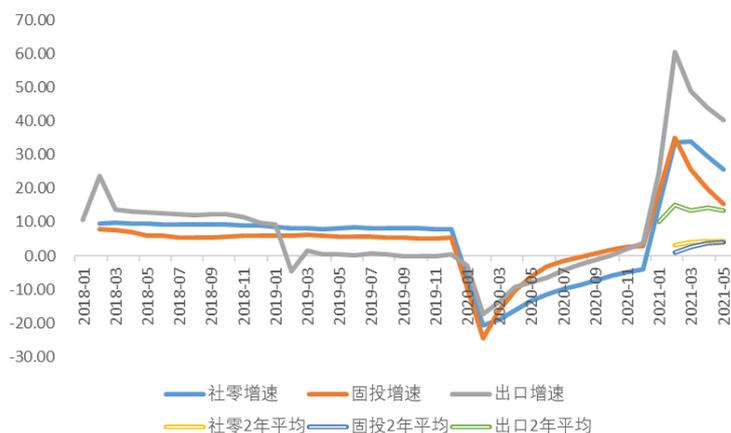
1.2 需求仍有空间，出口高位缓落

从需求端来看，三驾马车中出口自去年开始便表现出较强的韧性，去年在疫情冲击下出口的下降幅度要小于消费和投资，在二季度海外主要经济体开始逐渐采取严格的防疫措施后，出口增速并未出现大幅下滑，而是逐步上行甚至在下半年开始转正并一路上行至 11 月的 20.5%，创下 2018 年 2 月以来的新高。今年 2 月份出口增速更是在低基数的基础上录得 154.9% 的高增长。从两年平均同比增速来看，出口维持在疫情前中枢水平之上，不过趋势上有缓步回落的状态。三架马车的另外两项消费和固定资产投资来看，因为同比基数抬升的原因，同比增速逐步回落，但是从两年平均增速来看，距离疫情前仍有一定的上升空间，虽然上升的斜率逐步趋缓。

出口分国家来看，对美、欧、日出口同比增速均出现一定程度的回落，这与去年基数抬升有关，从两年平均增速来看，对美、日、东盟的出口增速回升至 2018 年的水平，对欧、韩出口两年平均增速则超过疫情前增速中枢，回升

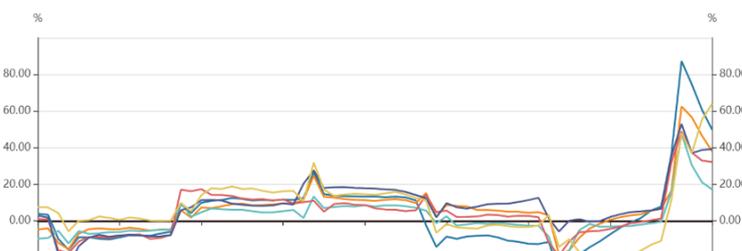
至近年来的高位水平。展望未来，由于基数的抬升，出口增速不可避免地会出现回落。剔除基数效应来看，对于出口有利的因素是随着全球疫苗接种率的提升，全球经济增速进一步复苏。不利的因素则是，全球疫情结构性特征导致的供需错配会逐步修复，从而导致部分制造业订单的回流，另一方面，防疫抗疫相关用品的出口增速会有所下降，因此下半年预计出口增速会逐步回落。

图 4 出口两年平均增速缓步回落 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

图 5 对主要地区出口增速均高于疫情前



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_22360

