

当“转变”来敲门

——2021-2022内外驱动衔接与配置结构新视角

西南证券研究发展中心
宏观研究团队
2021年9月

概述

- **四季度与一季度的经济走势：外驱动与内驱动的衔接。** 四季度，市场对经济的预期较弱，预测平均增速5%左右。我们认为如果没有疫情等突发情况，可能会存在预期差，略高于市场预期水平。此前，经济自身的韧性是疫情以来恢复的内生动力，四季度开始随着专项债实物工作量的落实，基建投资、制造业投资或将接棒，对明年一季度的经济走势产生重要支撑。前期回升的消费意愿可能会在四季度部分兑现，非实物商品、服务及新消费有望加快恢复。疫情后我国在全球贸易中的占比上升，随着疫情的消退，份额可能会小幅回落，叠加基数效应四季度我国进出口增速或将有所放缓。
- **今明两年宏观政策衔接：平稳加力，宽松有度。** 7.30政治局会议对当前经济形势判断偏谨慎，政策“稳中求进”，更关注中长期及外部风险。四季度积极财政政策提质增效，目前，截至7月末，广义财政支出约完成预算比例的50%，8-12月将持续加快，科技研发、基础设施建设和节能环保领域的支出有望进一步扩大。截止至8月30日，今年新增地方政府专项债完成全年额度的53.1%，远低于过于两年同期完成度，假设今年额度全部发完，9-12月，月均新增专项债发行将显著快于7月前的大多数月份。四季度货币政策主要是配合型：配合地方专项债发行及向支持中小企业倾斜，考虑到今明两年的跨周期调节，及海外的正常化预期，以稳为主的基调不变，会体现出结构性的“宽信用”。
- **共同富裕+老龄化下的资产配置：产业方向与配置结构。** 截至2019年，我国收入基尼系数0.465，收入差距较大，财富基尼系数0.704，低于美国和德国。股市上涨对财富基尼系数影响显著，而房价变化趋势与收入基尼系数基本同向。与2014年相比，2019年全国居民五等分组人均可支配收入增速除低收入组和高收入组外，都呈现降速状态，两头快中间慢的状态与橄榄型结构的目标相悖。从工作时长来看，中年及以上人员时长增长显著高于青年，基本已无法依靠提高工作时长来增加收入，各产业间的收入结构调整与再平衡或成为共同富裕的重要实现路径。“共同富裕”、“碳达峰、碳中和”、“新基建”三个维度相结合，我们筛选出农业、交运和建筑三大较为确定性的板块。从微观视角，通过将中国高净值家庭与美国、日本的资产配置相对比，我们认为在房地产预期已改变及老龄化加速的背景下，对资产的流动性要求上升，未来中国资产配置也将更多的向金融类资产转移，占比如果与日本持平，将有约43万亿元的增量。
- **美国政策的全球影响：紧缩节奏与资产价格变动。** 海外主要经济体逐渐释放货币正常化信号，需重点关注海外尤其是美联储的货币政策转向时点，发达经济体四季度政策转向的预期增强。美联储Taper大概率在今年底明年初落地，重点考虑就业市场复苏、通胀因素以及金融市场问题，目前美国就业尚未恢复到疫情前水平；财政方面，拜登政府三大计划逐步实施，家庭、气候、医疗保健、基础设施和就业成为美国投资重点方向。美国后续货币政策与财政政策一退一进，继续向“均衡”和“绿色”发力，但政府部门杠杆率持续攀升，市场波动可能加大。

风险提示：全球货币紧缩带来的市场波动加剧，国内复苏不及预期，国内产业政策调整超预期。

目 录

1

四季度与一季度的经济走势：外驱动与内驱动的衔接

2

今明两年宏观政策衔接：平稳加力，宽松有度

3

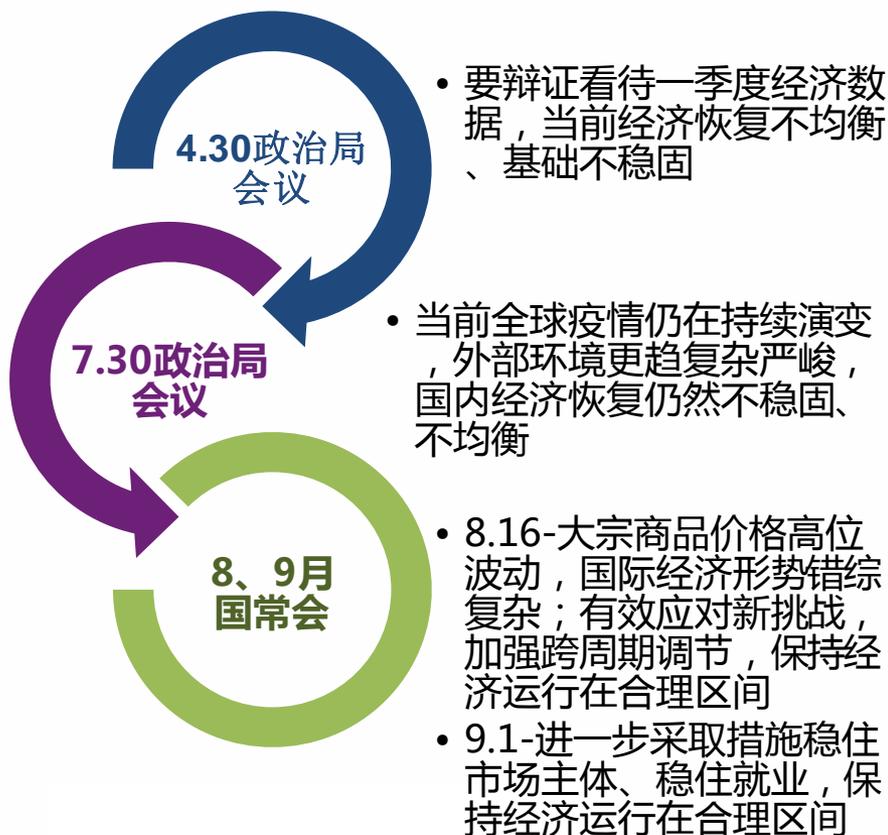
共同富裕+老龄化下的资产配置：产业方向与配置结构

4

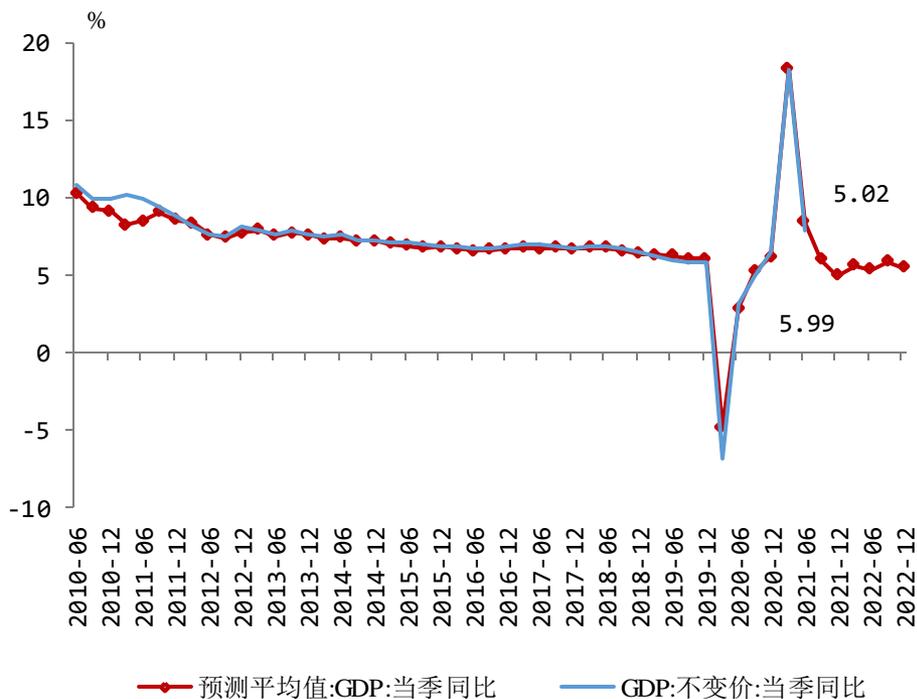
美国政策的全球影响：紧缩节奏与资产价格变动

1 四季度与一季度的经济走势：外驱动与内驱动的衔接

- 下半年，市场对经济的下行预期一致，四季度最低预期4%左右，平均预期5.02%。从国际环境来看，发达经济体四季度政策转向的预期增强，如果国内散点疫情四季度不再出现，消费兑现部分前期复苏预期，财政加力，出口不弱，对经济增速不用过度悲观。



四季度经济增速预期5%左右



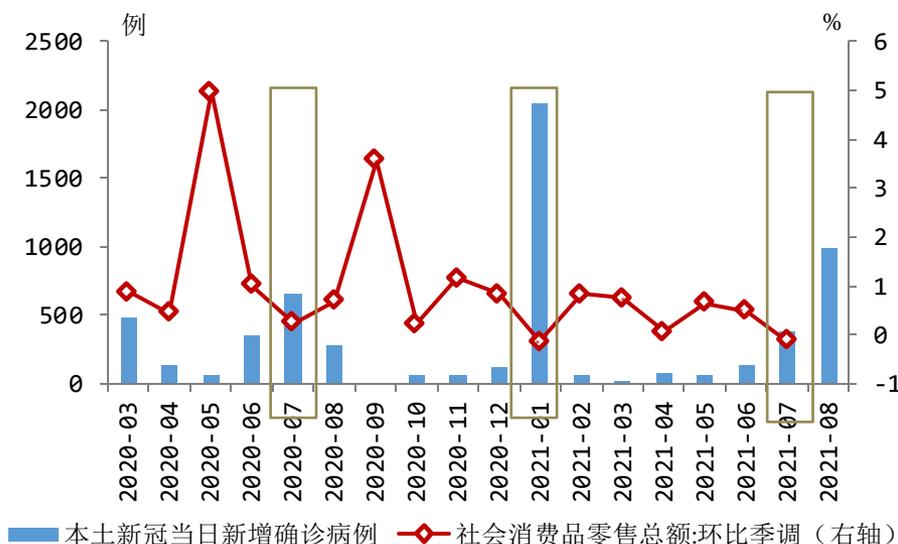
资料来源：中国政府网，西南证券整理

数据来源：Wind，西南证券整理

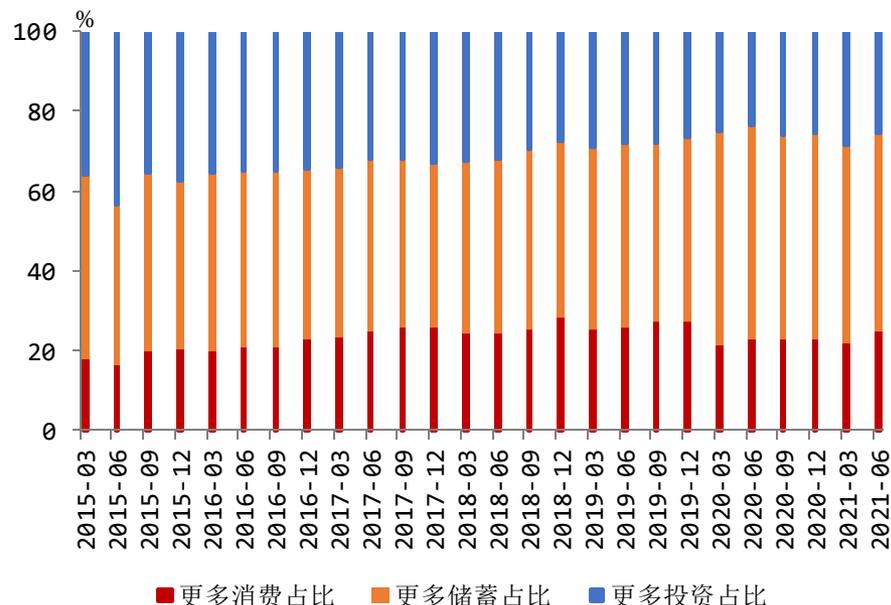
1 四季度与一季度的经济走势：外驱动与内驱动的衔接

- **疫情冲击三季度消费数据，四季度将逐渐恢复**：7月份，社会消费品零售总额34925亿元，同比增长8.5%，低于预期，比6月份回落3.6个百分点，较2019年同期两年平均增长3.6%，低于前值1.3个百分点。消费增速不及预期主要受到季节因素和国内疫情反复、多地加强疫情防控政策影响，预计疫情的负面影响可能会持续到9月中旬左右，8月和9月的消费数据也会受到影响，但程度逐渐减轻，如无突发情况，四季度消费将逐渐恢复。
- 央行公布的二季度城镇储户问卷调查报告显示，倾向于“更多消费”的居民占25.1%，比一季上升2.8个百分点，这是自去年疫情以来，单季度的最大升幅，7、8月的散点疫情导致回升的消费意愿延迟兑现到消费数据，但疫情控制后，这部分消费意愿仍将带动消费数据反弹。

散点疫情对社消总额影响显著



疫情对快速回升的消费意愿产生短期冲击



数据来源：Wind，西南证券整理
www.swsc.com.cn

1 四季度与一季度的经济走势：外驱动与内驱动的衔接

- 社会消费品零售总额，不含服务消费及新型消费，上半年教育文化娱乐消费支出增速最快为68.5%，占人均消费支出的比重为9.8%。非实物商品及服务消费的支出今年以来的增速较快，社会消费品零售总额在衡量消费中，可以代表实物商品的消费情况，但并不能全面地反映消费全貌。衡量消费时需要拓展指标范围。
- 根据居民收入、收入的增长速度、收入中用于新消费的比例这个逻辑链条，推演出新消费的发展规模。2020年年轻一代月均储蓄率大约为20.09%，将必需品和储蓄从总收入中扣除，可选消费在总消费支出中的比例为26.39%，再按新消费占可选消费的比例10%、30%和50%的占比来预测。其中30%的假设下，预计年轻一代在新消费月均支出将从2021年的451.44元升值2025年的600.87元，新消费的总规模预计将从2021年的7313.4亿元上升至2025年的9734.158亿元。
- 文娱类、生活服务类等领域中的新消费机会较多，主要有：一，体验类娱乐消费中的线下模式，如虚拟现实娱乐、场景娱乐等；二，虚拟偶像，主要盈利来源为音乐、舞蹈的版权，广告代言，周边产品和直播打赏等；知识付费用户2020年增长至4.18亿人，预计2021年将达到675亿元的市场规模；四，颜值经济，包括拍摄美化APP、美妆个护、健身、医美等。

2021-2025新消费总支出情景分析

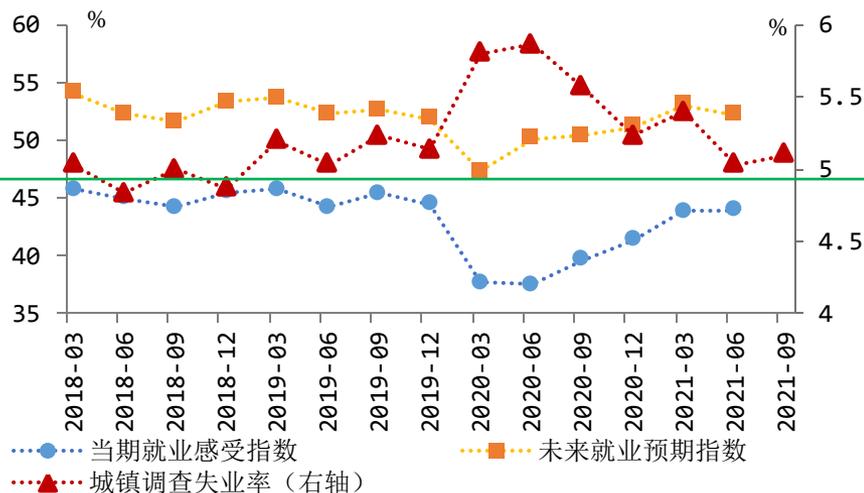
新消费占可选支出比	新消费占总支出占比	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
10%	2.64%	2437.801	2618.442	2812.469	3020.873	3244.719
30%	7.92%	7313.403	7855.326	8437.406	9062.618	9734.158
50%	13.20%	12189.01	13092.21	14062.34	15104.36	16223.6

数据来源：Wind，西南证券整理

1 四季度与一季度的经济走势：外驱动与内驱动的衔接

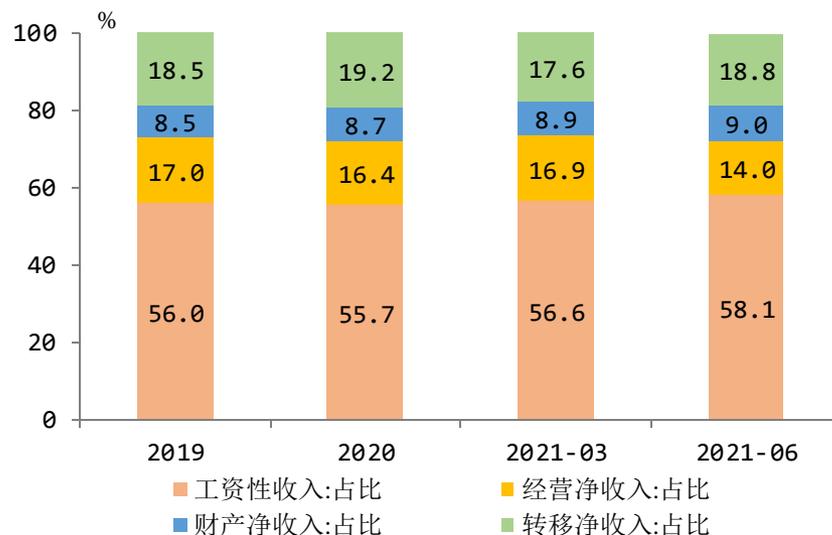
- 1-7月城镇新增就业822万人，完成全年就业目标的74.72%，高于去年同期（74.56%），但低于疫情前同期，全年就业总量完成压力不大。单月来看，6、7月份的新增就业人数都是124万人，少于4、5月份，二季度的当期就业感受指数保持回升态势至44%，但未来就业感受指数略有下降，城镇调查失业率4月以来持续处于5%左右的区间，低于全年的设定目标（5.5%左右），目前就业更多的是结构性问题，7月16-24岁调查失业率高达16.2%，是2020年8月以来的最高值，近期对中小企业的政策支持加力，作为吸纳了80%以上城镇就业的市场主体，四季度城镇调查失业率有望进一步下降。
- 二季度全国居民可支配收入中工资净收入占比持续上升，已超过疫情之前，转移净收入也有所上升，中低收入群体的收入占比提高有利于提升整个社会的边际消费倾向。二季度经营净收入下滑明显，占比处于2013年以来的较低水平，也从侧面反映出小微企业的经营状况有所恶化。

二季度后失业率均值基本持平于疫情前同期



资料来源：Wind，西南证券整理
www.swsc.com.cn

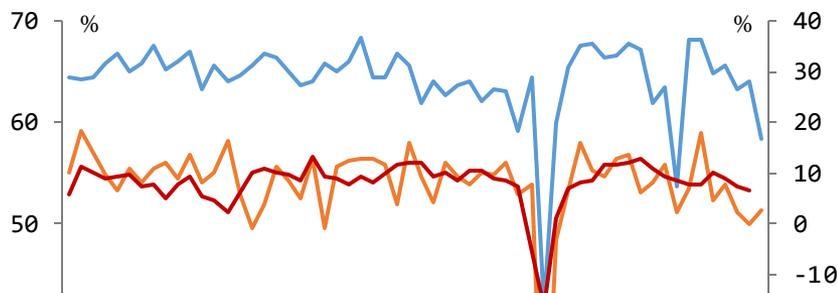
二季度工资性收入和转移净收入占比提高



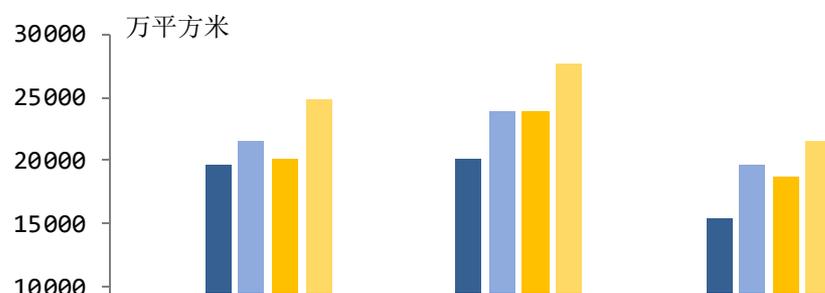
1 四季度与一季度的经济走势：外驱动与内驱动的衔接

- 从历史趋势来看，建筑业新订单PMI与房地产投资增速基本一致，8月，建筑业新订单指数为51.4%，比上月上升1.4个百分点至景气区间，但建筑业业务活动预期指数为58.4%，比上月回落5.6个百分点，回落幅度较大，在基建投资预期走强的情况下，表明房地产投资预期仍然偏弱。
- 今年1-8月百城土地成交面积为36558万平方米，较2020年同期减少21.4%，较2019年同期减少12.8%。这对今年四季度到明年上半年的投资将形成拖累。同期，各线城市的土地供应面积均高于成交面积，一、二、三线城市的供求比分别为1.1、1.3、1.1倍，上半年的供求比分别为0.8、1.1、1.2。1-8月，供过于求量最大的是二线城市，约为4269万平方米。土地市场热度较上半年有所减弱。

建筑业PMI与房地产投资增速



1-8月百城土地供应与成交双降



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_26658

