

当前的全球经济环境更像哪一年？

——从历史区别看当前经济和资产价格

引言：目前，全球宏观环境较以往更复杂：一方面全球复苏不均衡；另一方面欧美货币政策长期维持低利率，难以完全退出。新兴市场受到疫情、经济面疲软和政策风险的三重压力。我国亦处于历史特殊时期。以史为鉴，我们通过将目前的形势和历史作对比，在相同之处寻找差异，以期对政策、经济以及资产价格的走势有所启发。

一、从全球范围来看，更像 2010 年。全球处于资本开支后期、货币政策进退两难。相似点一：全球资本开支逐渐见顶；**相似点二：**通胀是 2010 和上世纪 70 年代滞胀的结合；**相似点三：**和 2010 年相似，美国为主的主要经济体复苏较弱，经济底子并不扎实。**启发：后续美国政策风险上行、新兴市场风险待释放。**首先，当前美国资本市场的走势体现在经济和流动性之间的博弈。其次，新兴市场在美联储进退两难的背景下，资本市场的波动也会放大。无论是美国经济增速下行加剧还是流动性收紧，叠加部分新兴市场疫情还未得到有效控制，受外围影响较大的新兴市场风险上行。

二、我国经济形势：弱版的 2017，精细版的 2010。相似点一：和 2010 年相似，货币和财政松紧搭配，根本原因在于既有通胀压力也有经济下行风险。**差异化以及启发：**由于 2010 年下半年通胀的压力持续上行，央行采取收紧的货币政策，叠加总需求放缓，带动物价水平走向“通缩”，进而反馈至经济，导致需求进一步回落。相较之下，本轮疫情后，M2 和名义 GDP 之间基本匹配，在预期管理和保价供稳之外，宏观政策“跨周期”调整熨平经济波动。**相似点二：**我国出口总量表现更像 2010 年，呈现全年“前高后低”，且出口份额上行，外部环境是 2010 年和 2017 年的结合。**启发：**消费升级推动出口商品结构升级，才更好抵抗外部冲击。**相似点三：**和 2010 年以及 2017 年稳杠杆的目标相同，但是着力点和手段不完全相同。当前稳杠杆率的方向更倾向于 2017 年之后的部分延续。**启发：**政府部门去杠杆和维持宏观的同时需要关注中小企业的承压能力。一方面，部分地方政府隐性债务纳入非金融企业杠杆率的口径统计，可能会造成“误伤”；另一方面，疫情之后，企业还本付息的压力逐渐凸显。**相似点四：**行业监管趋严，但不仅限于房地产政策。**启发：**疫情后，服务业的复苏较为缓慢，叠加多行业的监管趋严，从“效率”走向“公平”的同时，保民生就业的重要性上升。

三、资本市场：类滞胀环境下，流动性稳中偏松。美股、美债：表现更趋近于 QE1 结束前的资本市场+QE1 结束后的经济面相结合。美债：预计美联储正式 taper 之后，名义美债收益率冲高回落，类似当年 QE1 结束后的走势。**美股：**罗素 2000 已经明显较 1000 明显回调，后续若美联储在年内减少资产购买规模，那么美股面临经济下行和流动性收紧双重压力。**工业品价格：2010 年的通胀预期+2017 年的供给侧改革，推动一轮商品大牛。**部分商品的牛市可持续时间主要还是取决于供给端，而供给端最终还是需要靠产业政策来舒缓，维持“保价供稳”和长期“双碳目标”之间的平衡是未来短期主要关注点。**中债和 A 股：不同于 2010 年和 2016 年经济处于过热时期，货币政策开始收紧；**虽然当前类滞胀环境较为明显，但货币政策依然稳中偏松。**中债：**货币政策宽松和收紧力度均有限，中债收益率更多在区间内波动，还需要等待货币政策发生明确的转折。**A 股：**当前货币政策以及信用调整方向更针对需求下行和中小企业经营压力，但仍需警惕供给端收缩超预期、外围政策风险较大、以及部分行业信用收缩对 A 股带来的溢出效应。**风险提示：**疫情出现新的变化、需求回落超预期、信用收缩超预期。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

内容目录

引言:	3
一、从全球范围来看: 更像 2010 年: 全球处于资本开支后期、货币政策进退两难	3
二、我国经济: 弱版的 2017, 精细版的 2010	5
三、资本市场: 类滞涨环境下, 流动性稳中偏松	12

图表目录

图表 1: 当前和 2010 年相似, 对应资本开支的高点	3
图表 2: 2010 年和 2020 年通胀预期都触底回升	3
图表 3: 2010 年美国通胀和失业率恢复的并不好	4
图表 4: 2010 年 QE1 结束后, 房地产销售重新走弱	4
图表 5: 美国非金融企业部门杠杆率在 2010 年之前已经得到出清	5
图表 6: 美国居民杠杆率在 2010 年之前已经得到出清	5
图表 7: 2010 的三大投资分项表现和当前相似	5
图表 8: 2010 和 2021 年 PPI 均大幅上行	5
图表 9: 2021 年和 2010 年政策基调对比	6
图表 10: 当前 M2 和名义 GDP 走势相匹配	6
图表 11: 2010 我国出口占全球份额上行, 而 2017 年则下行	7
图表 12: 出口总量表现更偏向 2010 年	7
图表 13: 疫情后不同行业对 GDP 累计同比的拉动	8
图表 14: 出口和消费对于 GDP 的贡献度通常呈现反比	8
图表 15: 2010 年、2016-2017 年均经历了去杠杆	9
图表 16: 2010、2017、和 2021 年去杠杆政策梳理	9
图表 17: 2010 和 2017 年房地产新屋开工和商品房面积都经历了下行压力	10
图表 18: 2010、2017、2020-2021 房地产相关政策梳理	11
图表 19: 公共预算支出向民生靠拢	12
图表 20: QE1 结束前, 是名义美债收益率的高点	12
图表 21: 名义美债收益率后续上行有限	12
图表 22: 罗素 2000 因经济动力不足, 拐头回落	13
图表 23: QE1 结束前罗素 2000 动力明显减弱	13
图表 24: 本轮大宗商品的牛市从通胀预期+供给约束共同推升	14
图表 25: 2010 年和 2016 年经济过热时期, 货币政策收紧	15
图表 26: 中债总全价指数在货币政策收紧之后回落	15

引言：

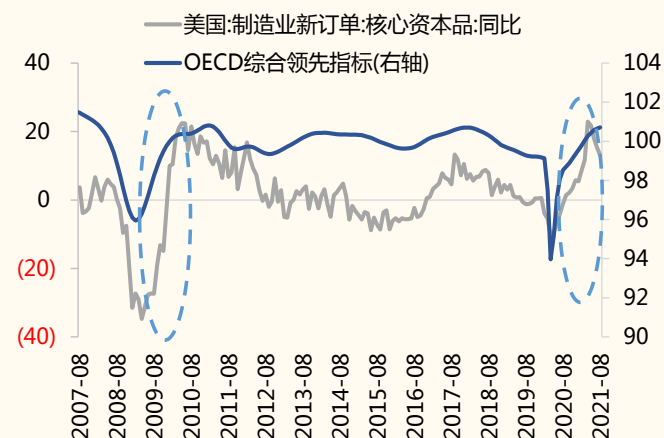
目前，全球宏观环境较以往更复杂：一方面全球复苏不均衡；另一方面欧美货币政策长期维持低利率，难以完全退出。新兴市场受到疫情、经济面疲软和政策风险的三重压力。我国亦处于历史特殊时期。以史为鉴，我们通过将目前的形势和历史作对比，在相同之处寻找差异，以期对政策、经济以及资产价格的走势有所启发。

一、从全球范围来看：更像 2010 年：全球处于资本开支后期、货币政策进退两难

相同点一：和 2010 年相似，全球资本开支逐渐见顶。从资本开支周期来看，美国制造业新订单中的核心资本品的同比增速从 2009 年 4 月的 -34.77% 触底回升至 2010 年 6 月的 22.4% 高点之后逐步放缓，OECD 综合领先指标也从 95.94 回升至 100.81 后回落。对标疫情后，核心资本订单同比增速在去年 4 月跌入至 -10.68% 的低点之后企稳回升，并在今年达到 22.86% 的高点后回落，同时 OECD 综合领先指标从同期的 94.02 回升至 8 月的 100.71。

相似点二：通胀是 2010 和上世纪 70 年代滞胀的结合。分别从两个时间段来看，2009 年随着财政和货币政策的刺激，世界经济逐渐走出金融危机的影响，另外由于寒冷的气候影响，2010 年世界石油需求大幅增加，推动通胀预期上行。从 70 年代滞胀来看，石油危机主要是由于地缘政治因素助推，中东战争以及伊斯兰革命的爆发，从供给端冲击能源价格。对标疫情后，全球央行较 08 年之后更加大财政和货币政策的强度，但是能源方面并不仅仅是供需单方面的因素，而是随着需求上行、供给弹性较弱、供需持续错位，带动通胀预期从去年 3 月低点的 0.99% 回升至今年 5 月 2.47% 的高位。

图表 1：当前和 2010 年相似，对应资本开支的高点



来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：2010 年和 2020 年通胀预期都触底回升

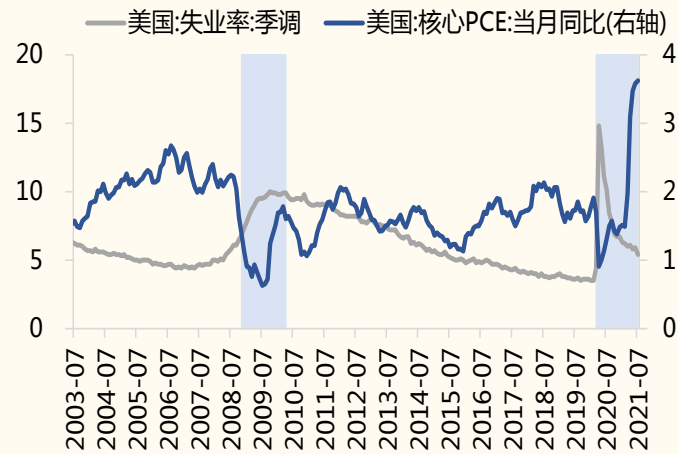


来源：Wind、国金证券研究所

相同点三：和 2010 年相似，美国为主的主要经济体复苏较脆弱，经济底子并不扎实。2008 年 11 月美联储宣布将购买由房利美、房地美和联邦住宅贷款银行发行的价值 1000 亿美元的债券及其担保的 5000 亿美元的资产支持证券，

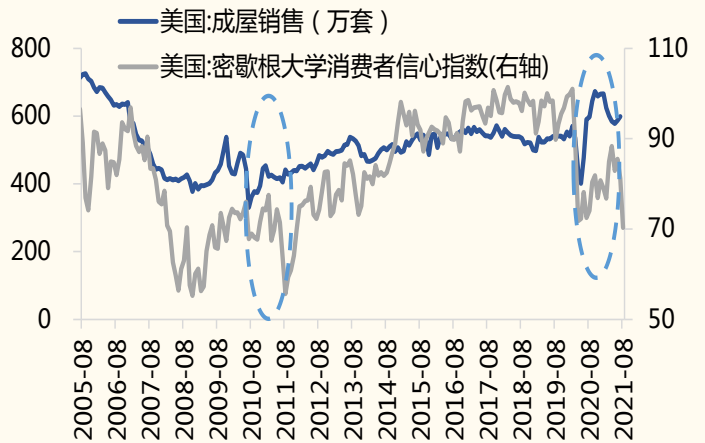
随着后续大型的金融机构逐渐还清了政府的救助资金，美联储退出 QE1，但是当时的失业率依然处于较高的位置，而核心 PCE 也未到美联储目标的 2%，流动性边际收紧使得房地产销售再次面临严重的下行压力，美联储不得不重新在 2010 年的 11 月重新宣布了 6000 亿美元的国债购入方案，即 QE2，为市场注入流动性。对标当前的情况，虽然劳动力市场朝着充分就业前进，核心 PCE 也早就超出了 2% 的阈值，美联储收紧货币政策的前提已经存在，但是经济复苏斜率已经放缓，叠加疫情扰动，消费者信心重新探底。

图表 3：2010 年美国通胀和失业率恢复的并不好



来源：Wind、国金证券研究所

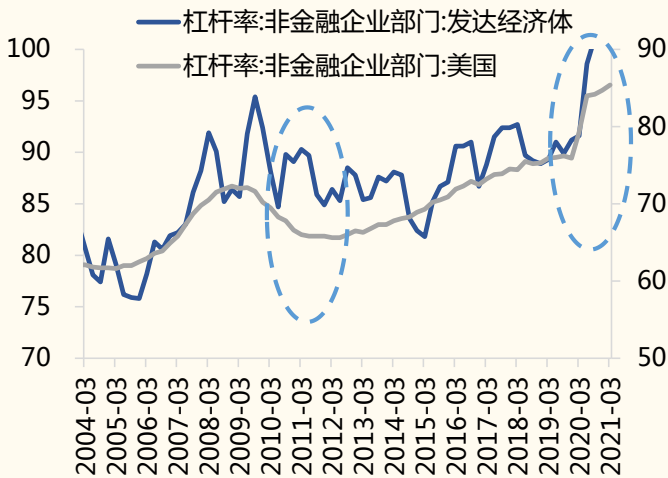
图表 4：2010 年 QE1 结束后，房地产销售重新走弱



来源：Wind、国金证券研究所

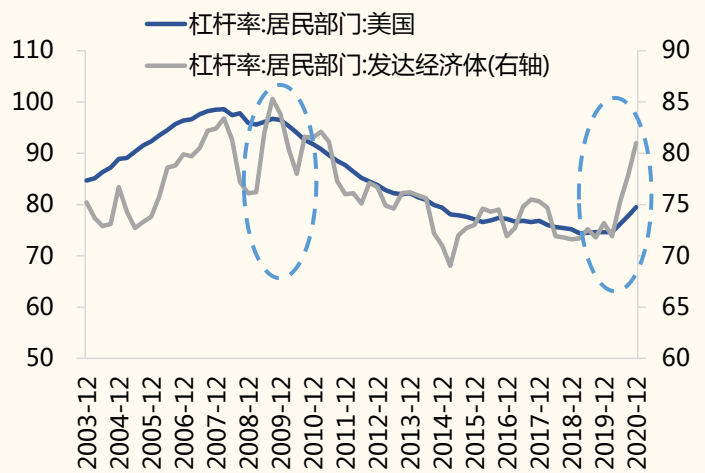
启发：后续美国政策风险上行、新兴市场风险静等释放。首先，当前美国资本市场的走势体现在经济和流动性之间的博弈。8 月 PPI 同比创 1982 年以来新高，而 9 月美国非农数据大幅低于预期，虽然存在疫情和季节性扰动的影响，但是消费支出放缓对劳动力市场的影响也逐步体现。当前经济复苏不及鲍威尔预期，且市场对于“未来通胀暂时性”的判断也有所纠正，后续随着流动性收紧、经济下行预期加剧、叠加届时拜登的加税计划落地，可能会带动企业贷款预期恶化。当前美国企业的偿债比率维持在低位，但是杠杆率缺口较大，不排除流动性收紧之后，美国企业面临一轮破产潮。其次，新兴市场在美联储进退两难的背景下，资本市场的波动也会放大。无论是美国经济增速下行加剧还是流动性收紧，叠加部分新兴市场疫情还未得到有效控制，受外围影响较大的新兴市场风险上行。

图表 5: 美国非金融企业部门杠杆率在 2010 年之前已经得到出清



来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 美国居民杠杆率在 2010 年之前已经得到出清

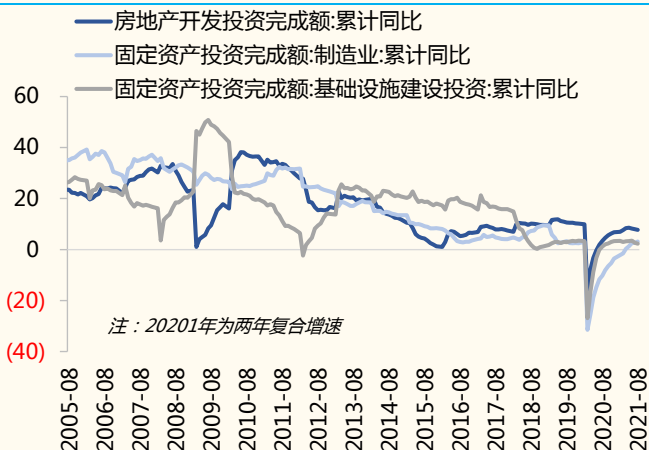


来源: Wind、国金证券研究所

二、我国经济: 弱版的 2017, 精细版的 2010

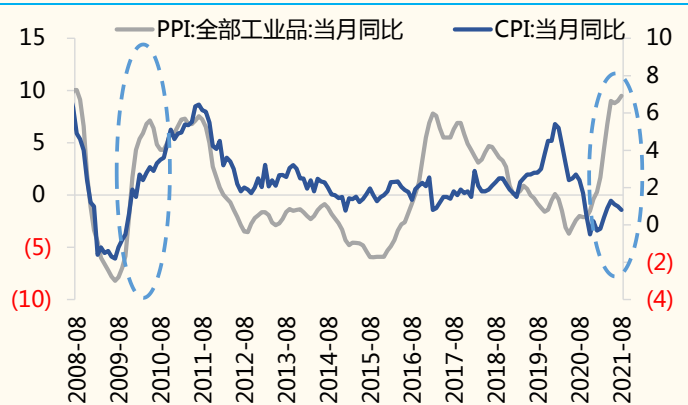
相似点一: 和 2010 年略相似, 货币和财政松紧搭配, 根本原因在于既有通胀压力也有经济下行风险。从 2010 年三大投资分项来看, 相关部门出台一系列政策遏制房地产市场持续过热问题、基建投资作为逆周期的作用减弱, 推动固定资产投资下行、制造业投资增长率受产能过剩和结构升级乏力的影响, 整体依然维持区间内波动, 投资需求逐步回落。从通胀来看, PPI 在 2010 年下半年二次冲顶走高与节能减排带来的供给收缩有关。在“经济下行压力加剧”和“通胀高企”的矛盾中, 2010 年宏观经济政策既不能全面扩张也不能全面紧缩, 所以货币和财政政策采取了松紧搭配的结合方式, 通过较积极的财政政策和稳健的货币政策来维持经济和风险之间的平衡。积极的财政政策指向在保增长的同时, 把结构调整放在更加突出的位置、大力促进农村改革和发展、保障就业和改善民生。货币政策也从“周期性管理”和“危机式管理”慢慢退出, 要求不仅需要呵护经济的内在修复动力, 也要为经济结构调整提供支持, 且加上了管理通胀预期的任务。

图表 7: 2010 年的三大投资分项表现和当前相似



来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 2010 和 2021 年 PPI 均大幅上行



来源: Wind、国金证券研究所

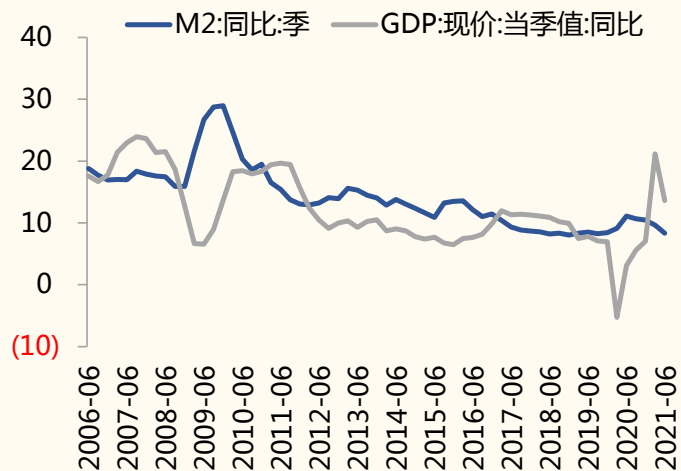
图表 9：2021 年和 2010 年政策基调对比

	2021 年 7 月 30 日	2010 年 7 月 22 日
经济形势	今年以来，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，我们统筹国内国际两个大局、统筹疫情防控和经济社会发展，有效实施宏观政策，经济持续稳定恢复、稳中向好，科技自立自强积极推进，改革开放力度加大，民生得到有效保障，踏上向第二个百年奋斗目标进军的新征程。当前 全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡。	今年以来，各地区各部门深入贯彻落实科学发展观，坚持实施应对国际金融危机冲击的一揽子计划，有针对性地加强和改善宏观调控，积极推进经济发展方式转变和结构调整，国民经济继续朝着宏观调控的预期方向发展。也要看到，当前我国经济发展正处在由回升向好向稳定增长转变的关键时期， 经济发展面临的国内外环境仍然错综复杂，制约经济平稳运行的矛盾和问题还不少。
政策基调	做好下半年经济工作，要坚持 稳中求进工作总基调 ，完整、准确、全面贯彻新发展理念，深化供给侧结构性改革，加快构建新发展格局，推动高质量发展。要做好宏观政策跨周期调节，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持经济运行在合理区间。	要坚持搞好宏观调控，以 稳定政策为主基调 ，把处理好保持经济平稳较快发展、 调整经济结构和管理通胀预期的关系作为宏观调控的核心 ，始终把握好政策实施的力度、节奏和重点。保持宏观经济政策的连续性和稳定性，提高政策调控的针对性和灵活性，努力促进经济平稳较快发展。无论是解决长期存在的体制性、结构性问题，还是解决经济运行中突出的紧迫性问题，都要在保持经济平稳较快发展的前提下进行。
财政政策	积极的财政政策要提升政策效能 ，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。	要继续实施 积极的财政政策 ，同时要加强经济监测预测预警，加强宏观经济政策协调配合，注意把握好政策调控力度和节奏，推进解决深层次矛盾和问题。
货币政策	稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。 要增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。 做好大宗商品保供稳价工作。	要继续实施 适度宽松的货币政策 。保持价格总水平基本稳定，把握好信贷投放力度、节奏、重点， 保障重要农产品市场供应和价格基本稳定 ，加强市场监管。

来源：国金证券研究所

差异性以及相对启发：由于 2010 年下半年通胀的压力持续上行，央行分别在 2010 年 10 月和 12 月上调了存款利率，后续随着通胀和需求的快速回落，在 2012 年 3 月 PPI 同比增速回落至 -0.32%，叠加总需求放缓，直接拉动物价水平走向“通缩”，进而反馈至经济，拉动其进一步回落。相较之下，比起 2010 年 M2 和名义 GDP 不匹配推升通胀。本轮疫情后，M2 和名义 GDP 之间的比重仍然处于正常范围内，货币总量上对于 CPI 的正面溢出效应相对有限，所以在利用预期管理和保价供稳之外，货币政策做好“跨周期”的准备也同样重要。

图表 10：当前 M2 和名义 GDP 走势相匹配

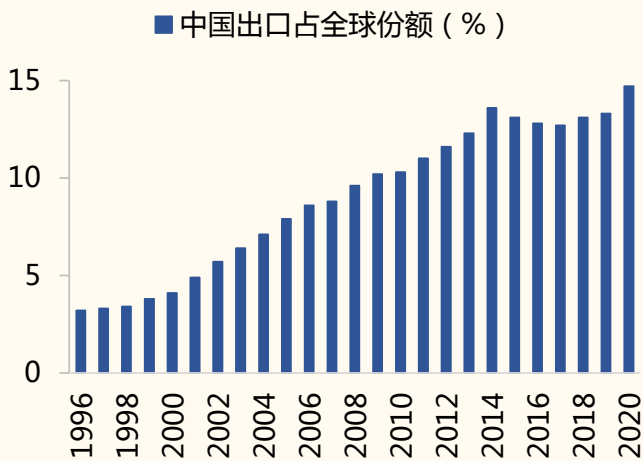


来源：Wind、国金证券研究所

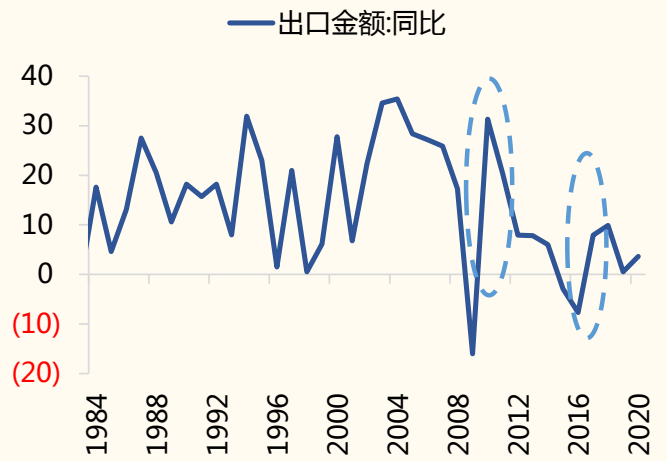
相似点二：我国出口总量表现更像 2010 年，呈现全年“前高后低”，且出口份额上行，外部环境是 2010 年和 2017 年的结合。从总量表现来看，2010 年我国出口金额季度同比增速分别为 30.3%、40.9%、32.46%和 25.19%，全年出口在 2 季度达到高点之后逐步放缓，和目前的情况相似。另外，我国出口占全球的份额在 2010 年上升至 10.3%，较 2009 年有所上行，但是 2017 年我国出口占全球比重有所回落。2020 年我国出口份额从前值的 13.3%上升至 14.7%，预计在 2021 年将进一步上行。从欧美外部环境来看，2009 年欧美经济回升，欧美需求大幅释放，推动我国出口贸易攀升，但是随着欧洲主权债务危机的影响，我国出口在下半年的增长放缓。从新兴市场外部环境来看，2017 年新兴市场包括土耳其、阿根廷、巴西、南非和印度的债务违约风险上行，推升我国对一带一路沿线国家的出口保持较好的增速。对标目前，欧美复苏斜率有所放缓，对我国出口支撑度减弱，但是疫情在东盟之间的反复，产业出口的替代效应推迟了我国出口回落的时间。

图表 11: 2010 我国出口占全球份额上行，而 2017 年则下行

图表 12: 出口总量表现更偏向 2010 年



来源: Wind、国金证券研究所



来源: Wind、国金证券研究所

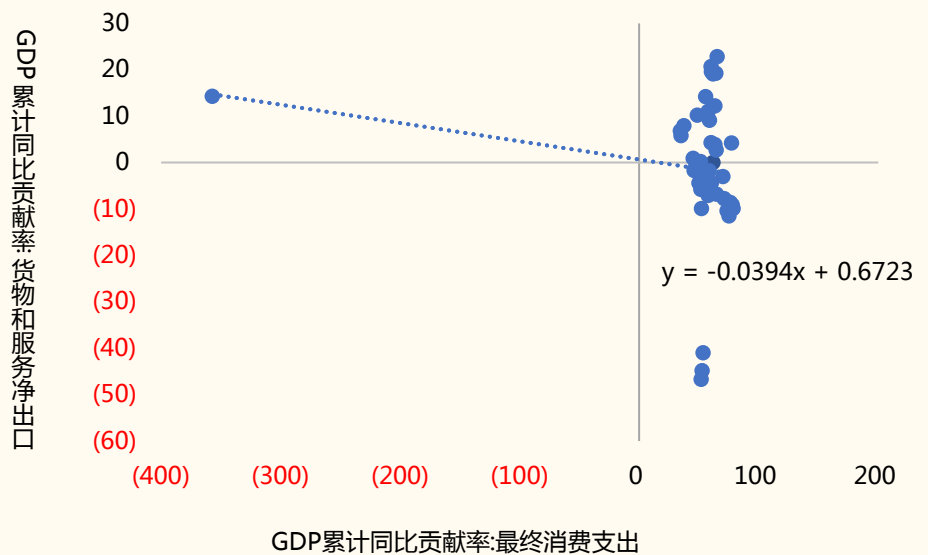
相对启发：消费升级推动出口商品结构升级，才更好抵抗外部冲击。疫情对出口冲击形成的产业链效应远比出口本身对经济的影响更大，出口受冲击形成的产业效应中，间接效应也明显超过直接效应，因为疫情对于经济的影响不仅仅是通过供给端或是需求端，两者叠加在一起的放大的效应也远超过其中一种的单一冲击。由于短期冲击的负面影响不可逆，但如何在更短时间恢复经济，并在此基础上加强经济的韧性则是有待提高的，主要可以通过“本土消费升级”→“新兴产业培育”→“出口结构优化”这一良性循环来增加经济的弹性。首先，疫情局部地区反复和汽车缺芯的背景下，必选、可选和服务消费轮动复苏，难以凝聚全方面发力。从中长期来看，通过提高人均 GDP，优化内需扩大消费比例，才能将消费整体盘子做大。其次，从行业来看，疫情后，只有金融业、信息传输、软件和信息技术服务业对 GDP 的拉动为正数。金融业的韧性更多是外生性支撑，全球的央行释放较强的流动性，所以对金融业的影响并不大。但从信息技术产业来看，一方面由于其属性较低、行业稳定性较强；另一方面，2010 年以来虽然传统的全球产业链在不断地调整和部分收缩，但信息技术相关的产业链却在不断扩张和深化，在全球市场上配置的资源更多，抓住疫情后期全球产业重组的机遇还是要从科技相关领域着手。

图表 13: 疫情后不同行业对 GDP 累计同比的拉动

	2020-03	2020-06	2020-09	2020-12	2021-03	2021-06
农林牧渔业	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.4	0
工业	-2.7	-0.6	0.3	0.8	7.5	5
建筑业	-0.9	-0.1	0.2	0.3	1.0	0
交通运输、仓储和邮政业	-0.6	-0.2	-0.1	0.0	1.2	0
批发和零售业	-1.8	-0.8	-0.5	-0.1	2.4	1
住宿和餐饮业	-0.7	-0.5	-0.4	-0.3	0.6	0
金融业	0.5	0.5	0.7	0.6	0.6	0
房地产业	-0.5	-0.1	0.1	0.2	1.6	1
信息传输、软件和信息技术	0.5	0.5	0.7	0.6	0.9	0
租赁和商务服务业	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	0.3	0
其他服务业	-0.3	-0.2	0.0	0.2	1.7	1

来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 出口和消费对于 GDP 的贡献度通常呈现反比



来源: Wind、国金证券研究所

相似点三: 稳杠杆的目标相同, 但是着力点和手段不完全相同。从 2010 年-2011 年来看, 由于信贷额度控制, 且货币政策逐步从“适度宽松的货币政策”调整为“稳健的货币政策”, 使得储备增速逐步放缓, 带动总杠杆率回落。从

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_27561



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn