



郭磊：复盘 2021



文/新浪财经意见领袖专栏作家 郭磊



报告摘要

第一，2021 年经济的主要特征是什么？

2021 年经济的四大特征是“出口景气度高位”、“财政节奏后置”、“地产调控升温”、“供给冲击叠加”，这四个线索之间存在内在关联和外在共振。出口对社融敏感度低，在社融收缩期仍会单边走强。外需带动工业，疫情压制服务业，这一结构下工业占 GDP 比重走高，为 GDP 单位能耗超标埋下伏笔。出口强则就业压力小，又进一步为财政后置、供给收缩、地产调控等创造了成立条件，三者叠加进一步导致下半年内需走弱。此外，财政后置带来狭义流动性宽松，供给收缩助推上游价格上行。年内经济的所有显性特征由此形成。

第二，我们对 2021 年经济表现进行更详细的逐季复盘：

1) 年初三省疫情和“就地过年”扰动，对经济预期比较分化。但内外主动补库存背景下景气并不算弱，一季度 BCI 和 PMI 高位开局；美债收益率和美元指数单边上行。

2) 财政支出和专项债落地滞后，内需表现渐缓；但外需依旧亮眼，二季度经济结构分化但总量稳定；财政后置带来狭义流动性宽松；同期美债收益率和美元指数进入调整。

3) 地产销售回落，疫情、汛情、双限等影响叠加，三季度经济动能明显回落，PMI 连续两个月落于 50 以下；供给约束导致上游价格上行加速；同期美债收益率和美元指数震荡上行。

4) 政策纠偏，供给约束改善；财政进度回补，但转化为开施工尚待时日；地产信用风险有所扩大；经济短期压力依然存在。同期美债收益率和美元指数有调整特征。

第三，我们进一步对 2021 年股票市场表现复盘：

1) 经济较前一季度变动不大，预期非单边，基本面定价因素相对中性。美元美债单边上行背景下，全球权益资产均出现估值承压特征，市场联动性较强，一季度上证指数、沪深 300 指数、创业板指数涨幅分别为-0.9%、-3.1%、-7.0%。钢铁“去产量”和新能源政策红利带来结构性机会，申万钢铁、新能源发电指数单季上行 15.7%、10.5%。

2) 经济初步放缓, 但 PPI 上行对企业盈利形成支撑。财政后置背景下, “狭义流动性宽松” 特征十分明显, 成为了一个关键的定价因素; 叠加美元和美债收益率回落, 二季度上证、沪深 300、创业板指数涨幅分别为 4.3%、3.5%、26.1%。

3) 经济明显承压, PPI 继续上行, 滞胀担忧上升, 叠加美元和美债收益率再度回升, 三季度上证、沪深 300、创业板指数涨幅分别为-0.6%、-6.9%、-6.7%。但供给收缩领域、政策红利领域存在结构性机会, 申万采掘类行业指数、申万新能源发电指数单季分别上行 36.6%、46.1%。

第四, 我们再对 2021 年债券市场表现进行复盘:

1) 年初央行公开市场谨慎操作及货币政策 “适度转向” 预期推升利率; 2 月社融继续高位和 3 月初政府工作报告 “推动实际贷款利率进一步降低” 改变政策预期, 叠加全球第三波疫情上升, 一季度利率先上后下过一轮过山车, 起于 3.18%, 收于 3.19%;

2) 财政后置背景下 “狭义流动性宽松” 成为主逻辑, 叠加经济放缓、美债收益率下行, 三种力量共振下利率在 PPI 上行期出现 “抢跑式” 单边下行, 二季度收于 3.08%。

3) 央行 7 月初超预期降准打开了宽松预期, 利率进一步下行至 8 月上旬; 但政策并未有进一步宽松出现, 上游价格上行加速、美债收益率上行形成约束, 利率进入徘徊, 三季度末收于 2.88%。

第五，四季度至今的边际变化包括：

1) 上游供求失衡好转，10 月份以来煤炭产量持续增长，调度日产量不断上升；10 月下旬起煤炭钢铁等价格明显调整；

2) 随着房地产对经济的影响显性化，10 月居民中长期贷款改善，银保监会指出“稳地价、稳房价、稳预期”；

3) 11 月 10 日中美发布关于强化气候行动的格拉斯哥联合宣言，11 月 16 日中美领导人将举行视频会晤。

利率基本上同步于上游价格，10 月上中旬快速上行，上冲 3%，10 月下旬起重新回落至 2.9% 左右。四季度以来上证指数、沪深 300 指数、创业板指数涨幅分别为 -0.8%、0.5%、5.7%。申万一级行业中季度环比涨幅偏高的主要是国防军工、汽车、电气设备、农林牧渔、通讯电子等。

正文

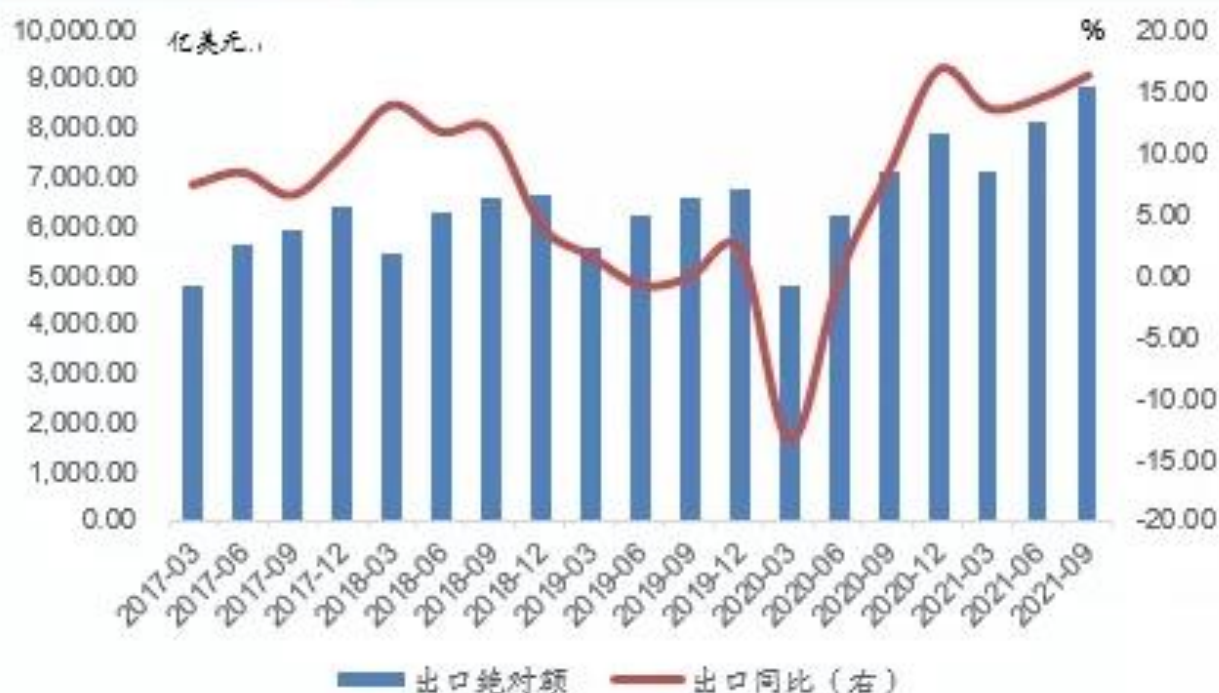
2021 年经济的四大特征是“出口景气度高位”、“财政节奏后置”、“地产调控升温”、“供给冲击叠加”，这四个线索之间存在内在关联和外在共振。出口对社融敏感度低，在社融收缩期仍会单边走强。外需带动工业，疫情压制服务业，这一结构下工业占 GDP 比重走高，为 GDP 单位能耗超标埋下伏笔。出口强则就业压力小，又进一步为财政后置、供给收缩、地产调控等创造了成立条件，三者叠加进一步导致下半年内需走弱。财政后置带来狭义流动性宽松，供给收缩助推上游价格上行。年内经济的

所有显性特征由此形成。

特征一：出口景气高位。如我们在 2020 年所指出的，2021 年将出现“全球贸易共振”，出口偏强是 2021 年经济的主特征之一。2021 年前三季度出口累计同比增速达 33.0%，从节奏上也并未有走弱的特征，单月出口额基本上逐月创新高；前三个季度出口环比分别为-9.6%、14.0%、9.1%，均不弱于季节性。单季两年平均增速分别为 13.4%、14.2%、16.1%。

这一特征对于 2021 年宏观面的影响是深刻的：(1) 外需强的背景下，出口型行业的景气度偏高，经济不会单边弱势；(2) 出口是预付金制度，对社融的敏感度较低，这导致 2021 年的经济并不完全由社融走势决定；(3) 出口带动工业，疫情压制服务业，这一背景下前三季度工业占 GDP 比重较去年底走高 2 个点，为 GDP 单位能耗超标埋下伏笔；(4) 出口和就业有较高的经验相关性，出口偏强背景下，就业压力偏小；专项债“穿透式监测”和节奏延后、地产从严调控等结构调整动作存在成立的条件。

图1：出口与出口增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。注：2021 年按两年平均增速口径。

特征二：财政节奏后置。2021 年财政端呈现前慢后快的节奏。上半年新增专项债进度仅 28%，远低于 2019、2020 年的 64%、59%。财政支出也呈现一定的后置现象，上半年财政收入增长同比 21.8%，支出增长同比只有 4.5%，两年平均增长率只有-0.8%。三季度起，专项债发行和财政支出节奏有不同程度加快。

财政节奏的延后与上半年进一步严明财政纪律有关。4 月 21 日，财政部召开 2021 年一季度财政收支情况网上新闻发布会，会议提出“加强专项债券管理，基于预算一体化管理系统，通过信息化手段对专项债券发行使用实行穿透式监管”。地方隐性债务监管的推进也带来一定影响。

财政节奏对于 2021 年宏观面带来的影响同样广泛：（1）它影响实体走势，财政后置导致建筑产业链表现较预期偏弱，内需从二季度开始逐步放缓；（2）它影响流动性，本来由财政投放、建筑产业链驱动信用派生的货币停留在银行体系，导致狭义流动性整体偏宽，高风险偏好下，利率在 PPI 上行阶段就出现抢跑式下行；四季度财政投放加快，反过来又带来利率的超基本面上行冲击。

图2：新增专项债进度



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_29520

