



# 任泽平：2021 年中期宏观展望

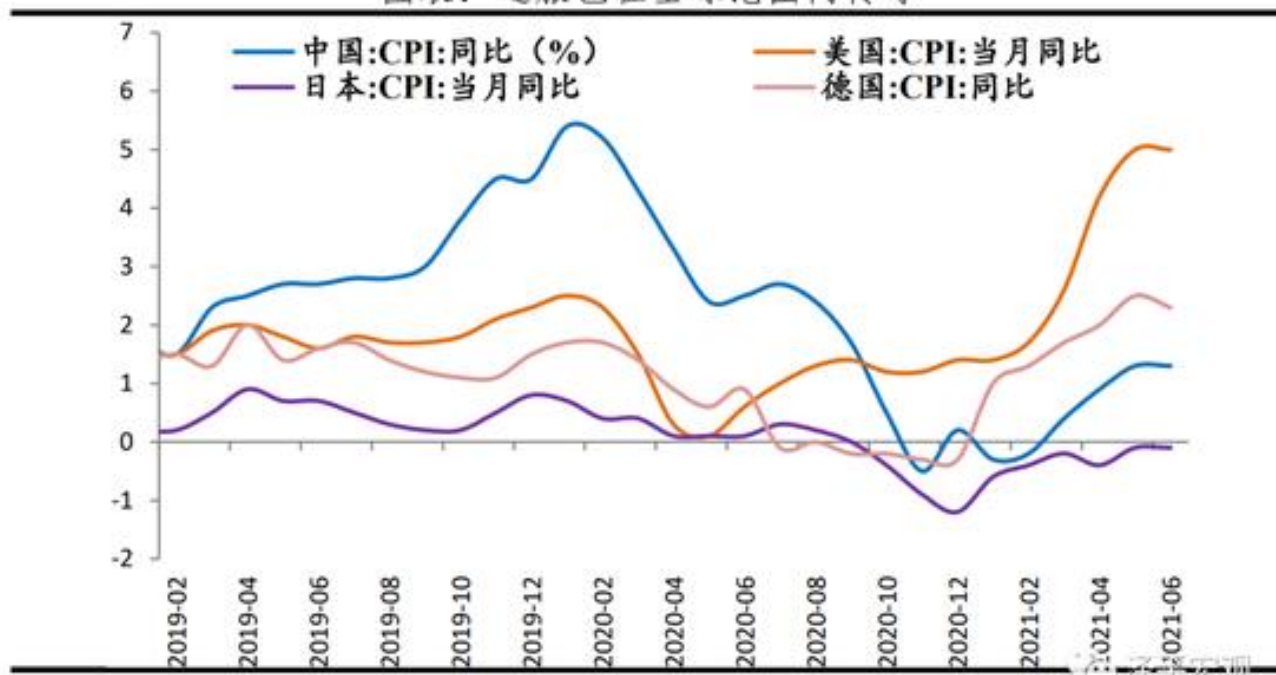


意见领袖 | 任泽平

特别鸣谢：华炎雪、李晓桐、刘派、王一涿、曹志楠、白学松

对本文数据整理有重要贡献

图表：通胀已在全球范围内传导



资料来源：Wind，泽平宏观

先后经历百年未遇之中美贸易摩擦、全球大疫情，中国均成功应对，展现了强大的国家治理能力、经济活力以及蒸蒸日上的国运。

发力新基建，推动新房改，启动新周期，有助于中国在 2025 年前后迈入高收入经济体门槛，在 2030 年前后成为世界第一大经济体，重回世界之巅。未来最好的投资机会就在中国。

走过漫长的黑夜就是黎明，萧条的尽头是繁荣。经济预测本质上是哲学问题，周期轮回的背后是人性的宿命。

我们在 2020 年提出“通胀预期”，2021 年 1 月提出“流动性拐点”“一季度是经济顶部，随后向潜在增长率回归”“滞涨”，5 月提出“大宗商品价格高点临近”。

通胀预期、流动性拐点，这是周期自身的演绎，机会来自这里，风险也来自这里，所有的经济形势、货币政策、股市房市债市商品等都将围绕这一逻辑展开。

2019 年初，在市场流行“洗洗睡”“离场论”的悲观论调时，我们提出“否极泰来”“未来最好的投资机会就在中国”。

底部靠信仰，顶部靠理性。

2020 年初，我们倡导“新基建”，从学术讨论走向社会共识和国家战略。提出“中国人口老龄化少子化加速到来，全面放开生育刻不容缓，实在不行先放开三孩”，推动社会认识深化，并上升为国家战略。2021 年初倡导以“人地挂钩、控制货币和房产税”为主的新房改。

保持客观、理性、专业、建设性的态度，做有温度、有情怀、有格调的研究。

一、世界经济：全球经济复苏分化，美联储政策转向或引发全球流动性拐点

步入 2021 年中期，全球经济呈现复苏分化的鲜明场景，中、美、欧等经济体陆续恢复，但印度、拉美、东南亚等部分新兴经济体仍深陷疫情。

复苏不平衡带来的供需缺口，叠加美元流动性过剩，导致大宗商品价格大涨。过剩的流动性也推高了各国股市、房市等资产价格估值。全球滞涨已来，滞涨是对货币超发的惩罚。

6月美联储议息会议开始引导市场预期，将逐步缩减购债规模和加息，全球流动性拐点渐行渐近。部分新兴经济体面临疫情、高债务和资本流出的多重打击，能扛过这轮美元周期吗？会否在局部地区引发资本市场动荡或引爆金融危机？

### （一）美国经济进入复苏的中后段

美国经济下半年将从复苏转入过热。当前美国疫情控制和疫苗接种情况较好；供需两端持续恢复、需求端快于供给端；复苏沿着房地产、商品消费、设备投资、服务消费顺序依次展开；就业需求旺盛、但劳动力供给仍然不足；物价创历史新高。

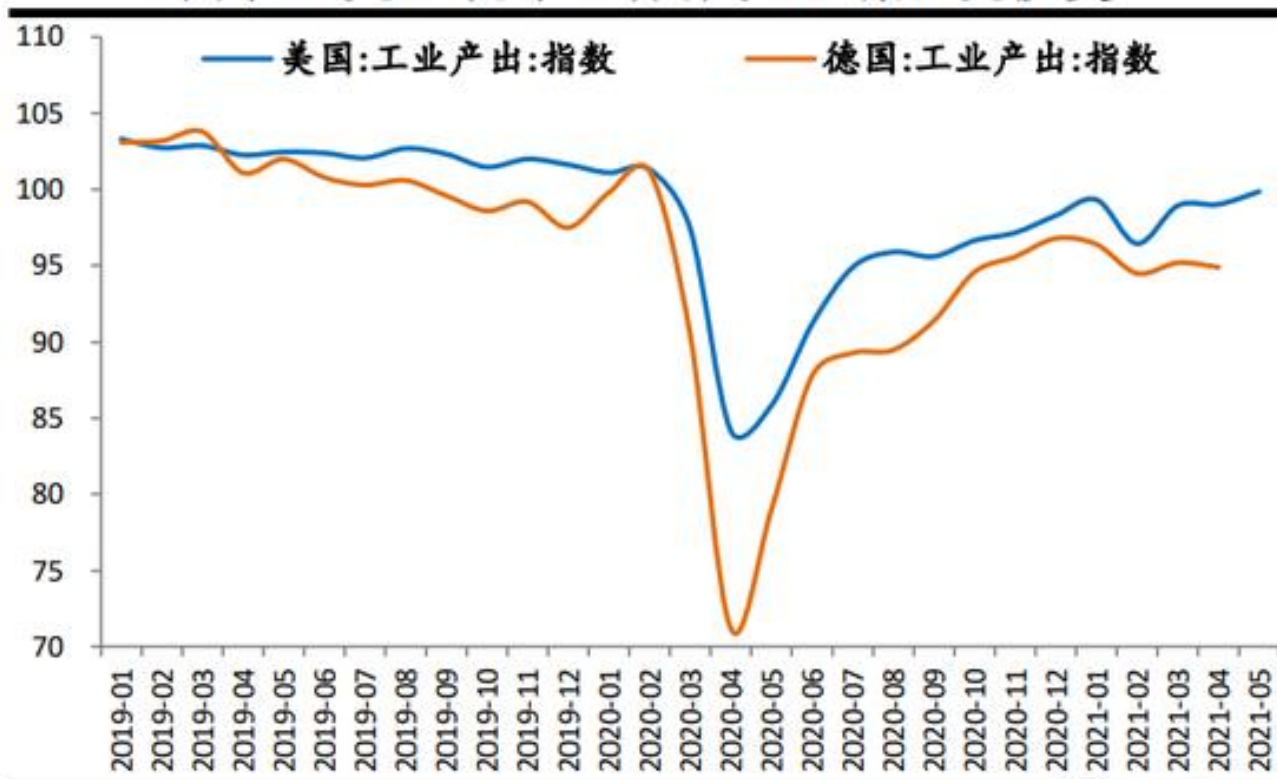
经过一年的房价大涨以后，房地产销售降温、投资仍有韧性。在全美范围内，标普 CoreLogic 凯斯-席勒房地产价值指数同比上扬 14.6%，创下 1988 年以来的最大涨幅，也是房价连续第 11 个月加速走高。本轮美国房地产周期开启于 2019 年，疫情期间美元流动性释放、叠加新居住需求，推动地产销售快速上涨。2020 年下半年新屋和成屋销售累计同比分别达 37%和 18%，2021 年 5 月回落至 9%和 4%（两年复合平均）。5 月美国新屋开工两年复合平均增速 10%，基本恢复至近十年中枢水平，后续受低空置率、低库存、低居民杠杆率、高房价等因素支撑。

消费复苏由商品逐渐转向服务。大规模财政刺激带动消费加快恢复，商品消费方面，5月美国耐用品和非耐用品消费恢复至疫情前126%和111%的水平（2019年12月为基期），地产相关的家具和家电涨幅最为明显。服务消费进入加速恢复阶段，5月美国服务消费恢复至疫情前96%的水平，得益于消费场景放开。2021年6月中旬后美国大多数州开始陆续解封，截止目前，51个州中仅有9个州仍处于封锁状态。

就业有望在下半年加快恢复。当前美国就业面临需求旺盛、但劳动力供给不足的问题，主因失业救济金的发放降低了居民就业意愿。6月新增非农就业85万人，失业率5.9%，改善缓慢。非农就业缺口超900万，创历史新高，而劳动参与率始终没有改善，薪资上升较快，反映就业意愿不强。未来，随着救济金退出、居民储蓄释放，居民返岗意愿将上升。

CPI、核心CPI均创历史新高，主要受服务业修复、工资上涨的影响。5月美国CPI同比5%，核心CPI同比3.8%，其中，租车服务、二手车、机票以及搬运储存和运输费用均实现了连续两个月的上升。印证外出活动相关服务与商品在不断恢复。

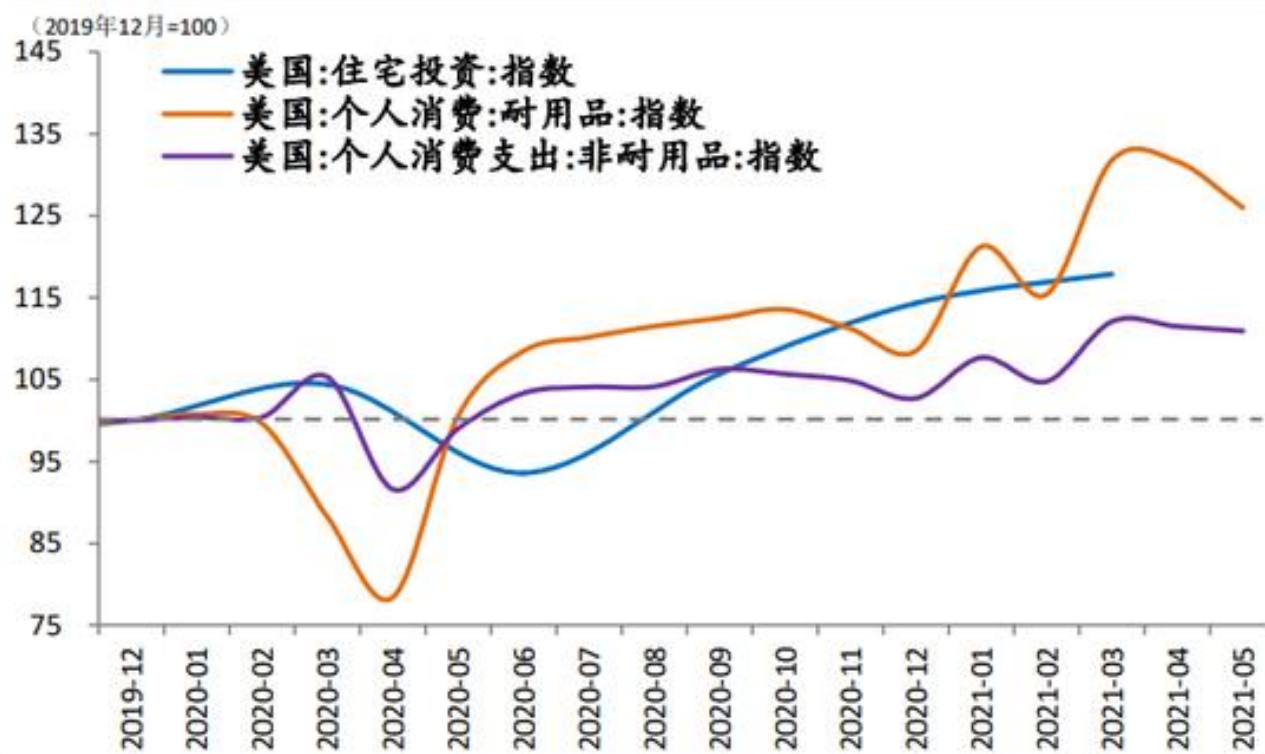
图表：美、欧等经济体供给端加快修复



资料来源：Wind，泽平宏观

泽平宏观

图表：美国房地产和商品消费率先恢复



资料来源: Wind, 泽平宏观

泽平宏观

## (二) 警惕美联储货币政策转向, 全球流动性拐点渐行渐近

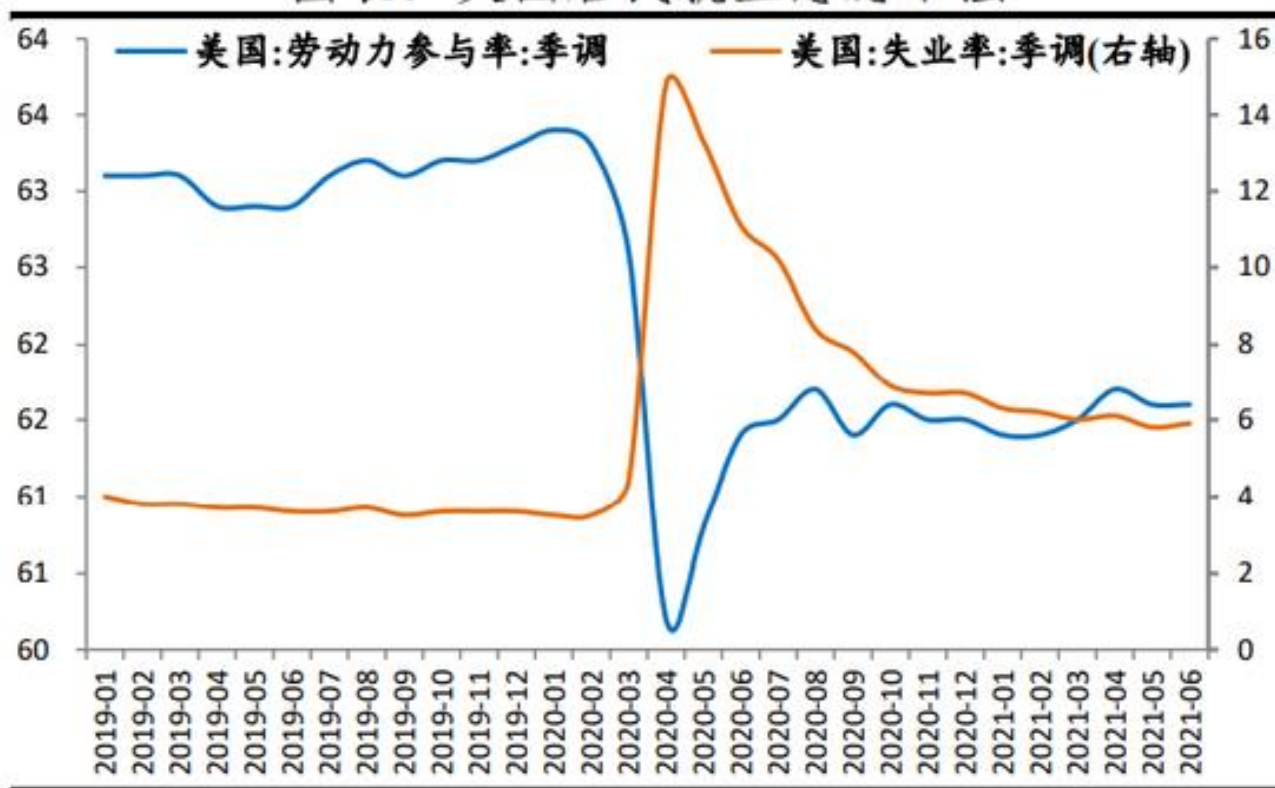
疫情以来,美国推出无上限QE,以及拜登一系列大规模经济刺激计划,美国M2增速于2021年2月达27%,创历史新高,通胀高企,房价、股价大幅上涨。

美联储正在引导货币政策转向预期,时间和力度相机抉择。6月FOMC议息会议,美联储对经济及就业恢复的认可度提升,但大幅上调通胀预期。美联储正面临经济就业修复和短期通胀高企之间的抉择。

我们认为,美联储货币政策变动的路径是: 缩减购债规模—加息—缩减资产负债表; 其中, 缩减购债更关注就业改善, 加息更关注通胀的演化。

时间节奏看, 2021 年三季度美联储或将讨论缩减购债规模并引导市场预期, 最早于年底开始缩减资产购买, 2023 年进入加息进程。

图表：美国居民就业意愿不强



资料来源: Wind, 泽平宏观

泽平宏观

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\\_33629](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33629)

