

中信证券FICC

---

# 通胀背景下的 大类资产展望

明明

中信证券研究部 首席FICC分析师

2021年5月31日

- 1、全球低通胀的格局发生变化，中期因素占据主导
- 2、股票市场结构优于总量，看好小盘成长、高端制造和可选消费
- 3、利率低位震荡，警惕四季度债务周期见底和海外政策收紧预期
- 4、国内商品震荡，海外商品高点延后
- 5、经常项目顺差支撑人民币汇率走强，通胀环境下对贵金属谨慎乐观

# CONTENTS

## 目录

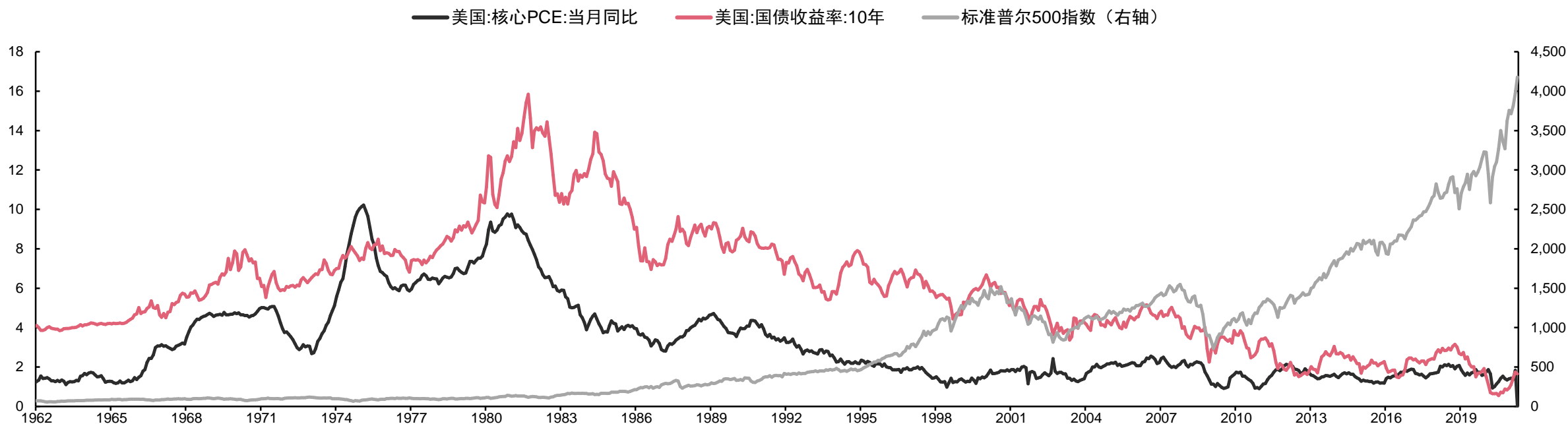
---

1. 金融危机后的“三低一高”
2. 疫情后低通胀是否已成为过去时？
3. 通胀背景下的大类资产配置

## ■ 08年金融危机后全球经济和金融市场呈现低增长、低通胀、低利率和高资产价格

- 背后的原因有：全球经济增长动能放缓、产能过剩、老龄化、制造业向新兴市场转移等。
- 疫情之后，事情开始发生变化：①发达经济体宏观政策过于积极；②长期产能过剩导致原材料生产领域投资不足；③低碳转型步伐加快。

低增长、低通胀、低利率和高资产价格（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

# CONTENTS

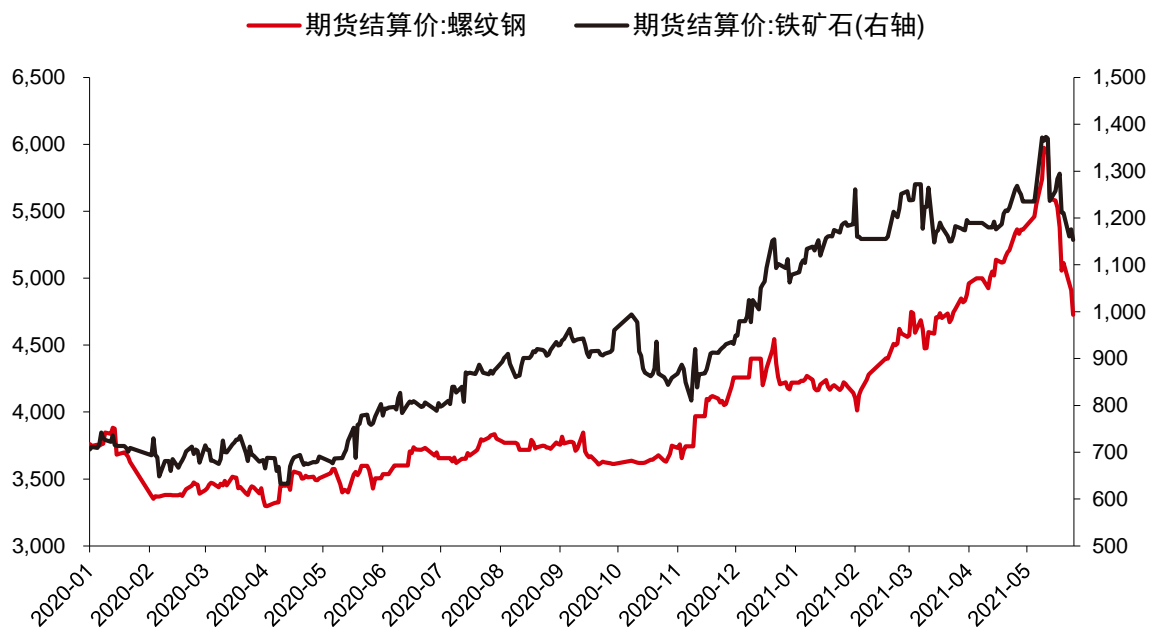
## 目录

---

1. 金融危机后的“三低一高”
2. 疫情后低通胀是否已成为过去时？
3. 通胀背景下的大类资产配置

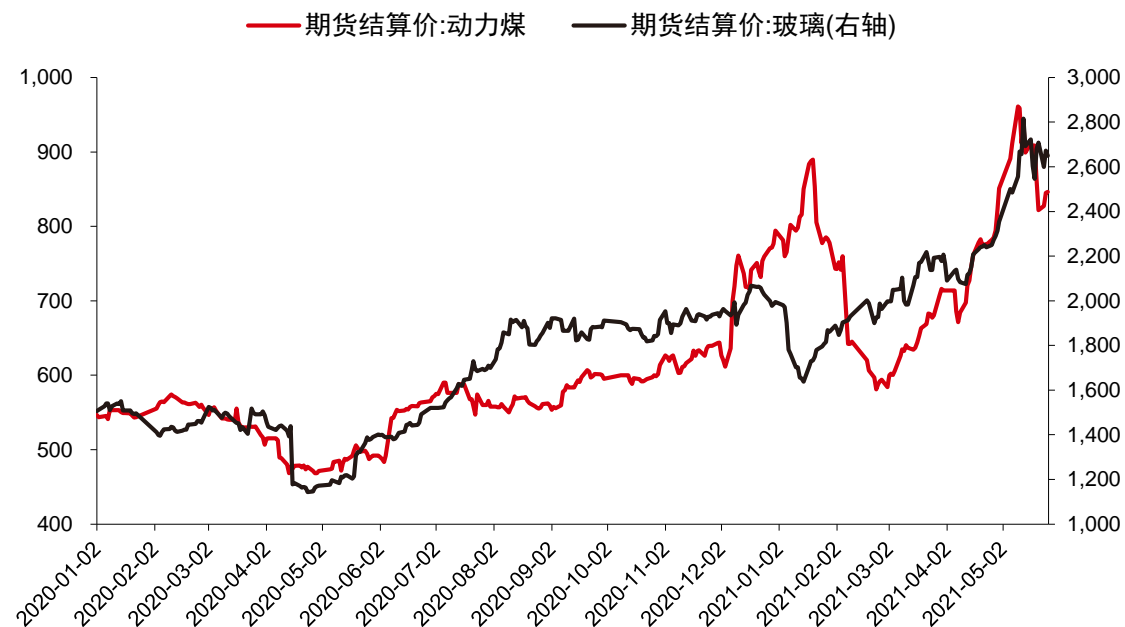
- 政府高度关注大宗商品价格，国内大宗商品的投机性压力有所缓和
  - 环保政策以及限产预期引发以煤、钢为代表的大宗商品大幅上涨。
  - 国常会连续两次点名大宗商品，强调保供稳价，相关部门约谈企业，投机性上涨得到抑制。
- 碳中和目标稳步推进，海外大宗商品尚未见顶，国内通胀面临中长期上涨压力

钢铁价格有所回落（元/吨，元/吨）



资料来源: Wind, 中信证券研究部

前期上涨较快的工业品近期均有回落（元/吨，元/吨）

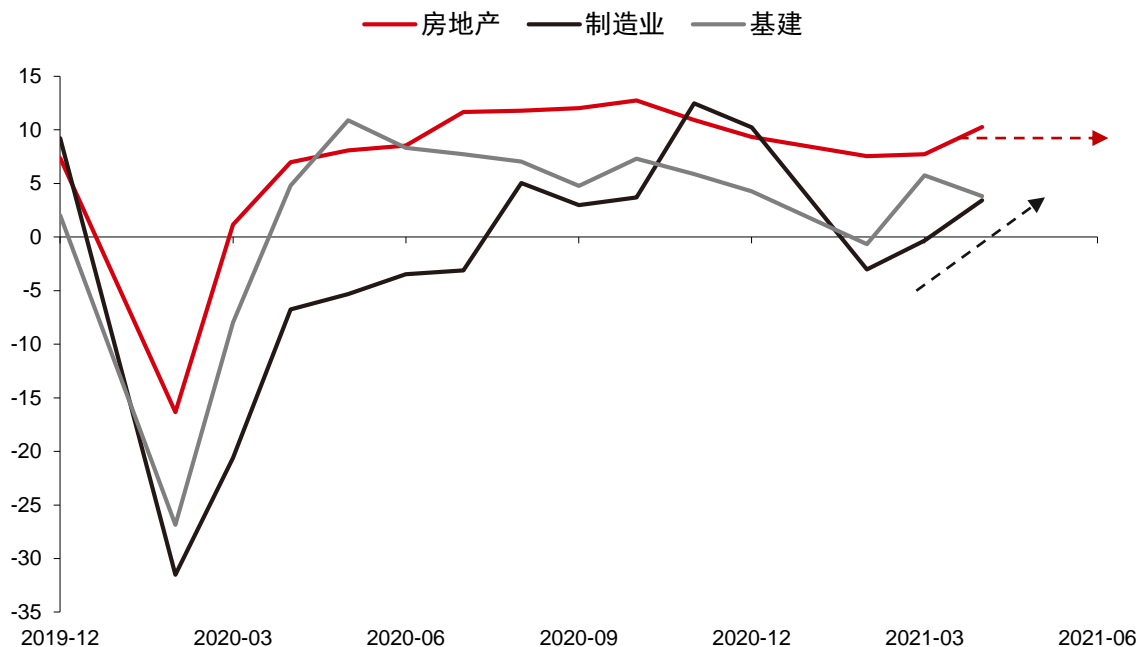


资料来源: Wind, 中信证券研究部

## ■ 国内需求端的景气将成为支撑二三季度经济稳健回升的重要因素

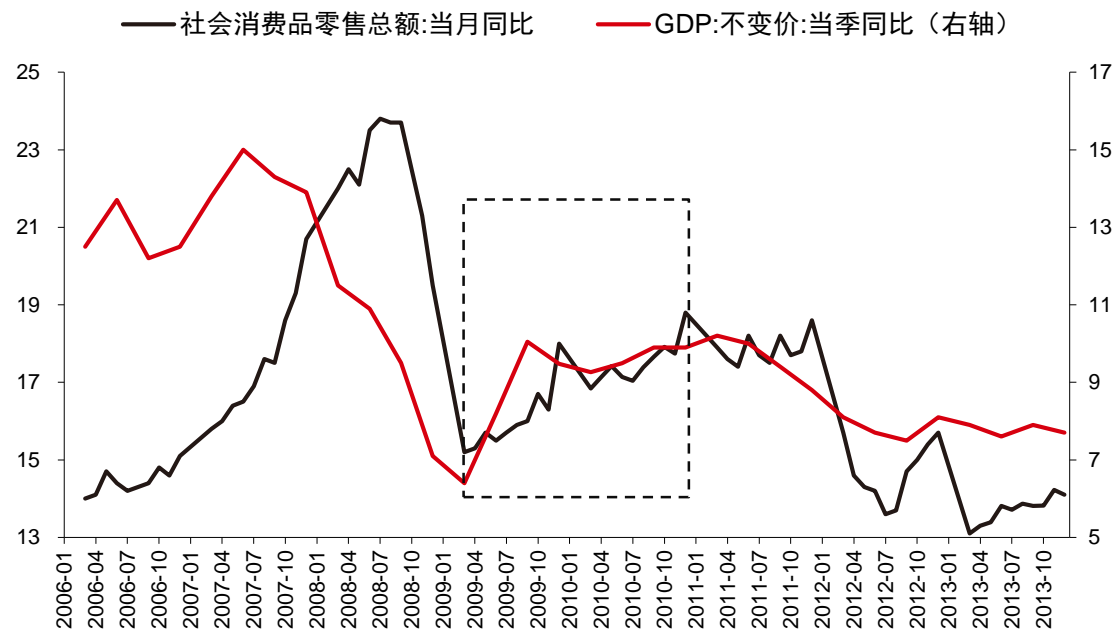
- 在集中供地的影响下，地产投资数据同比波动会有所增加，但景气度有望维持
- 制造业投资还有反弹的空间，商品、服务消费稳步向好将为经济贡献主要的边际增量

地产投资或将延续强势，制造业投资有望反弹（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：2021年各月增速是以2019年同期作为基数的几何平均增速

08年金融危机时期社零高点滞后于经济复苏1年左右（%，%）

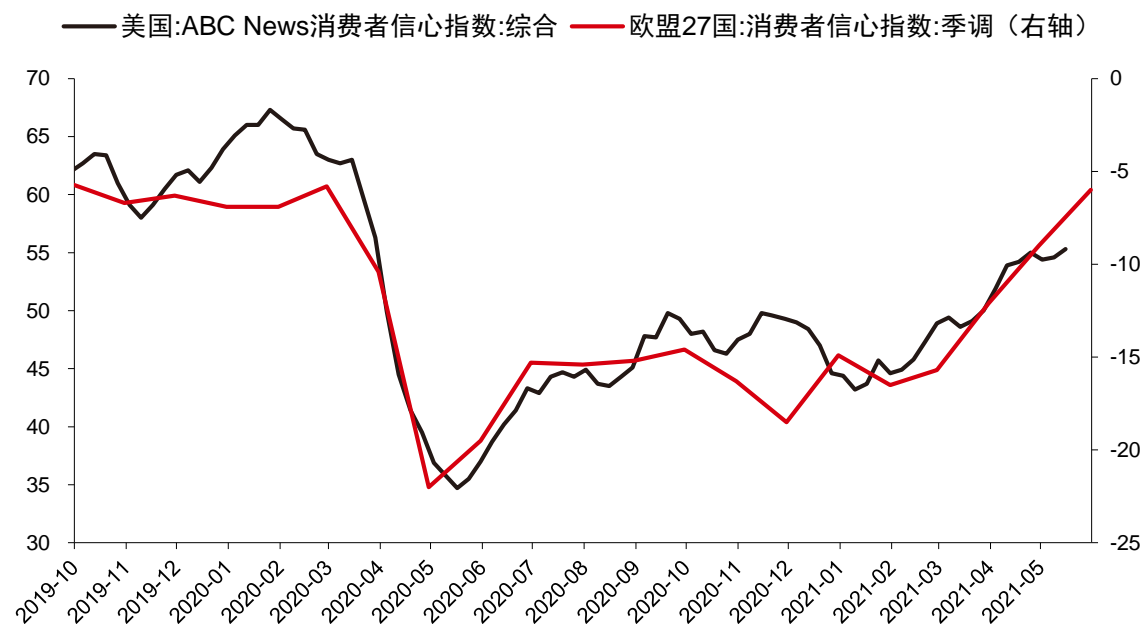


资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2009年三季度到2010年二季度的GDP增速均采用两年几何平均，2010年3月-2010年12月社零增速采用两年几何平均，历年均剔除1月和2月，以剔除春节错期的扰动

## ■ 发达经济体消费意愿和能力显著回升

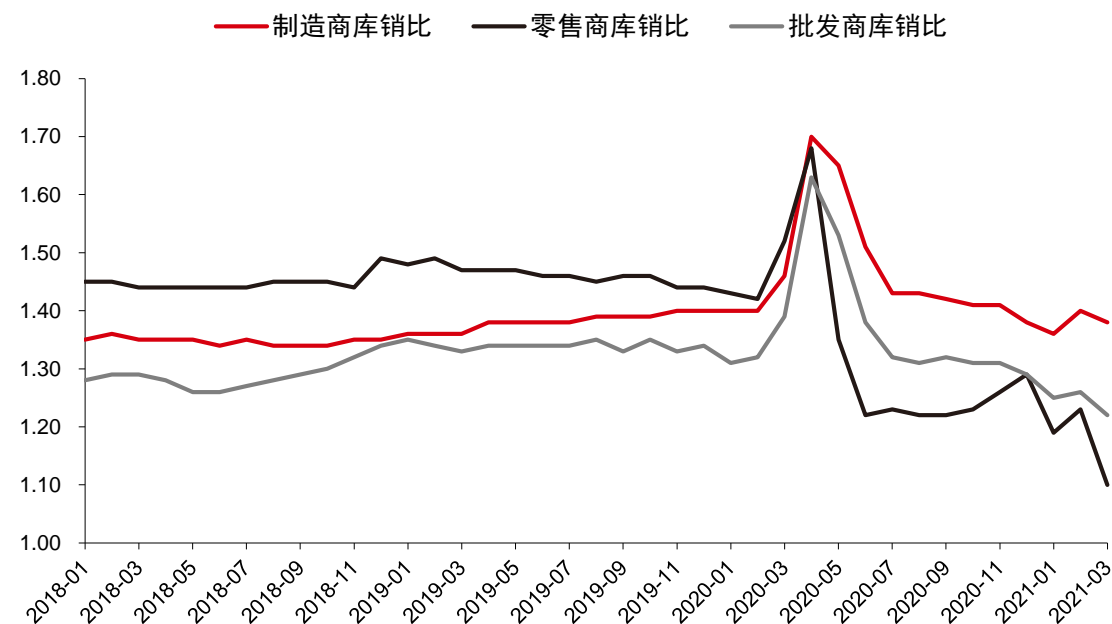
- 欧盟消费者信心指数回升至疫情前水平，美国消费者信心迎来疫情之后第二波回升。
- 美国贸易库存悉数回落：其中，零售商库销比持续创造历史新低，批发商库销比也降至历史最低水平附近。

### 发达经济体消费者信心正在回暖



资料来源: Wind, 中信证券研究部

### 零售商库销比创造历史新低



资料来源: Wind, 中信证券研究部



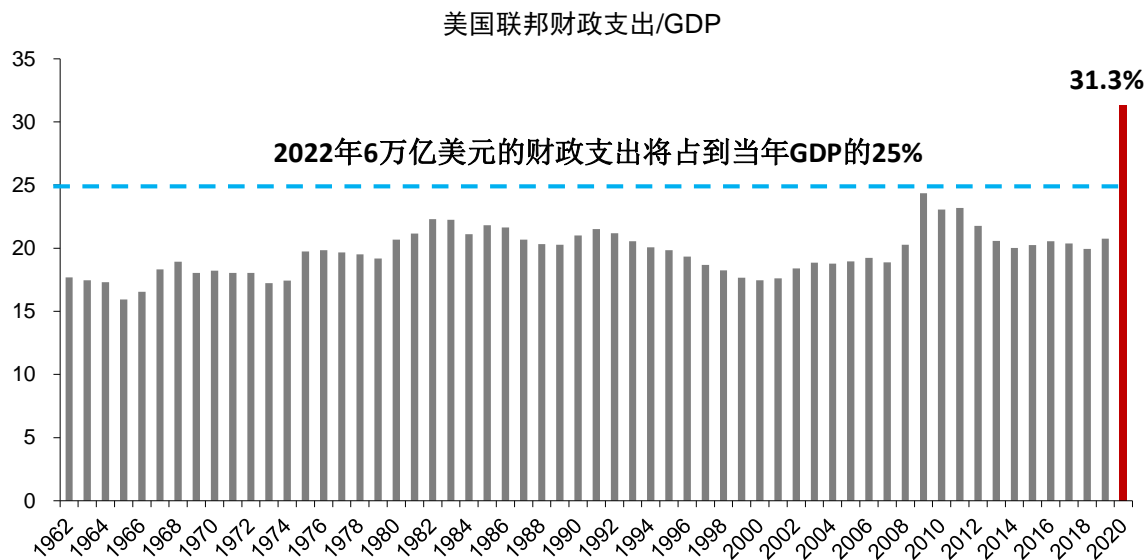
## ■ 过于积极的财政政策

- 2020年美国财政部对疫情冲击采取了力度空前的财政支持，联邦财政支出占GDP比例上升到二战以来的最高水平。
- 拜登最新的刺激提案，2022年6万亿美元的财政支出计划或将占到当年美国GDP的25%，未来美国财政力度可能系统性提升。

## ■ 鸽派程度超预期的货币政策

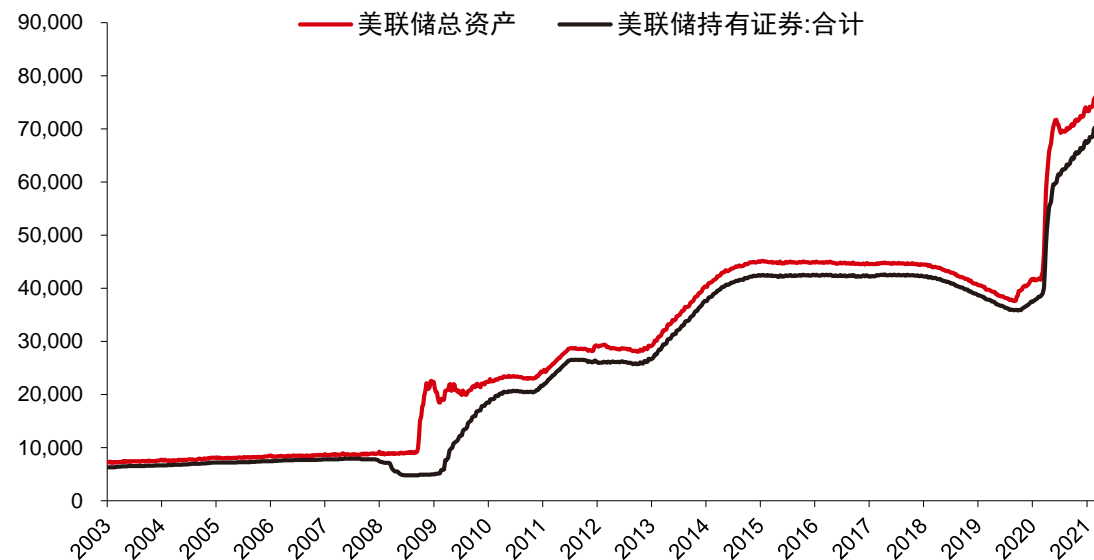
- 平均通胀目标制增加了美联储对于通胀的容忍度，其鸽派程度超出市场预期。

拜登财政计划力度空前（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

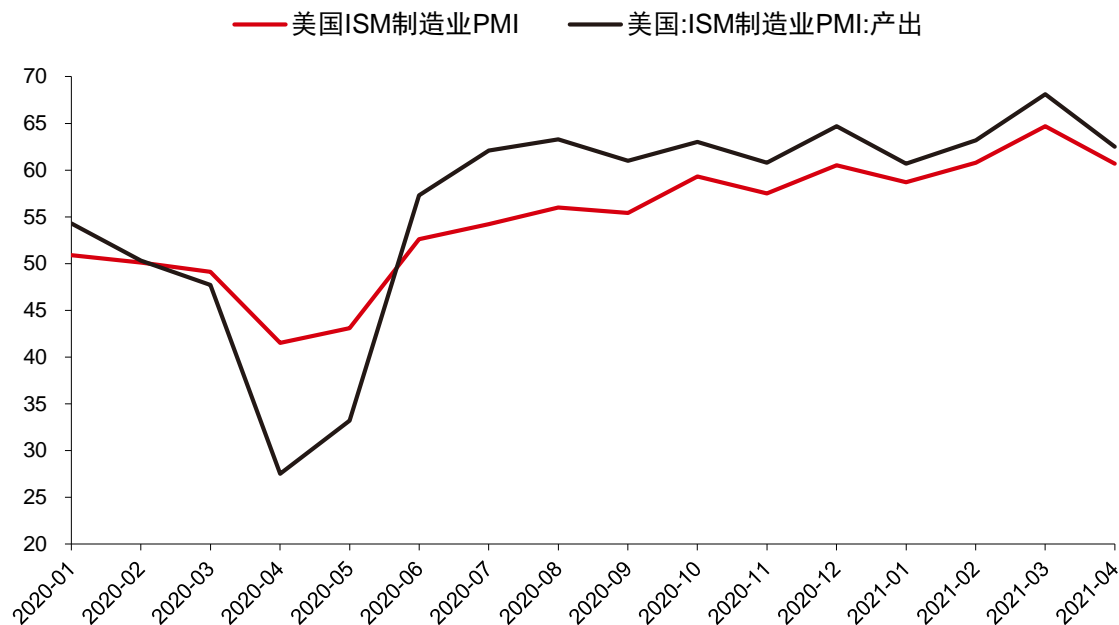
美联储资产负债表的扩张仍在延续（亿美元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

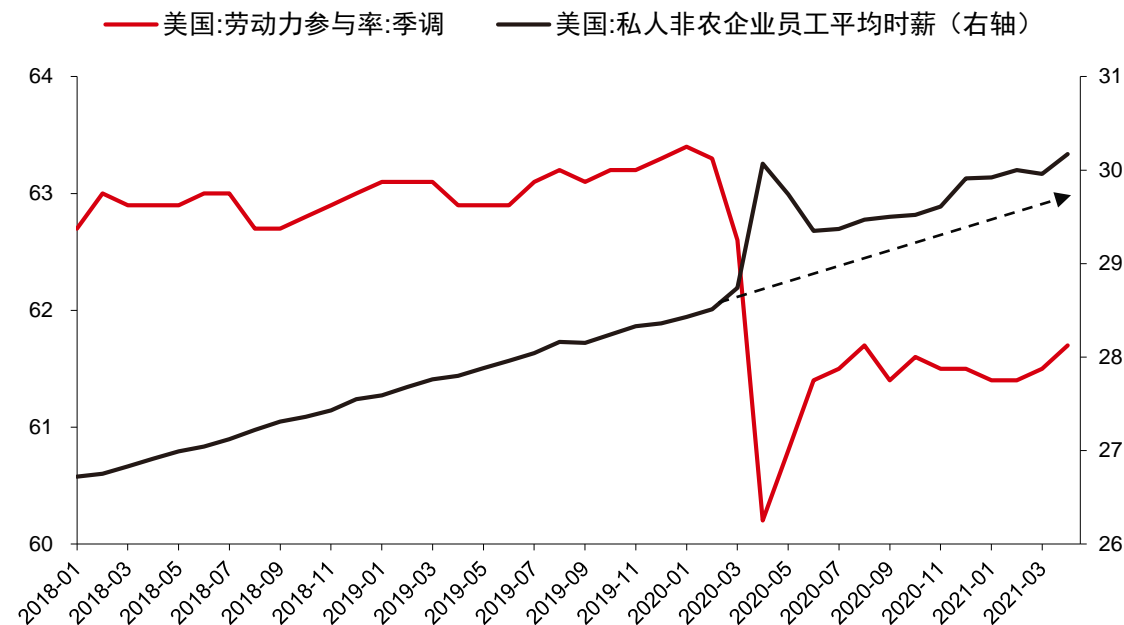
- 4月制造业和非制造业PMI均低于市场预期，供给短缺成为核心因素
  - 劳动参与率系统性下降，企业遭遇招工难题，劳动力短缺是限制生产的重要因素之一。
  - 原材料、零部件供应紧缺，价格大幅上行，零件短缺造成工厂间歇性停工。
- 过度充足的失业保障导致美国人就业意愿下降，工资被迫抬升

4月美国PMI显著回落（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

劳动参与率系统性下降，工资抬升（%，美元）

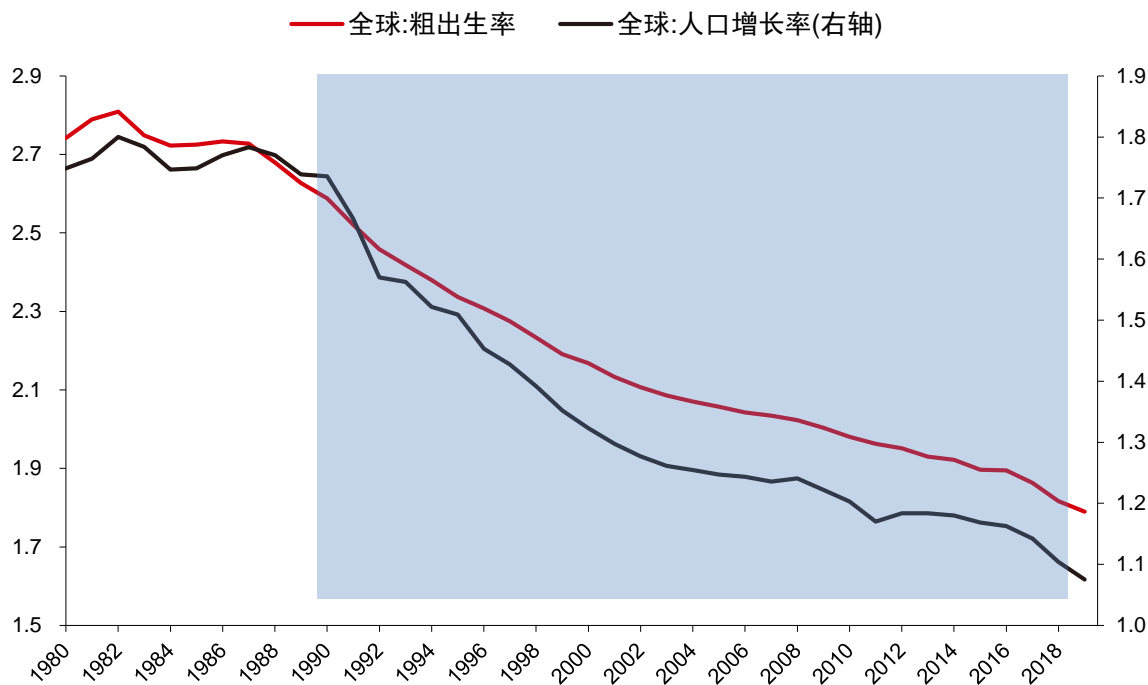


资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 长期人口出生率下降，劳动力占比下降

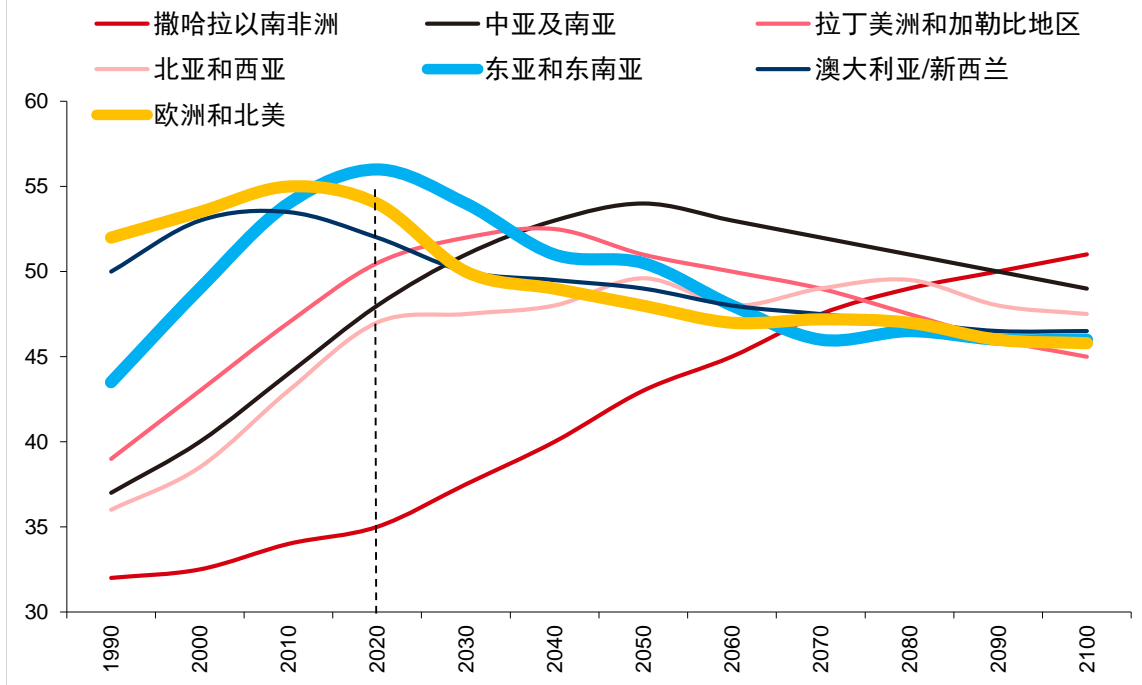
- 过去三十年以来，全球人口出生率和人口增速的下行斜率较大。
- 主要经济体未来的劳动力人口占比将不断下滑，伴随人口红利的逐步消失，劳动力成本的上升将成为中长期趋势。

近三十年来人口出生率迅速下滑（%）



资料来源: Wind, 中信证券研究部

主要经济体劳动力占比下降（%）

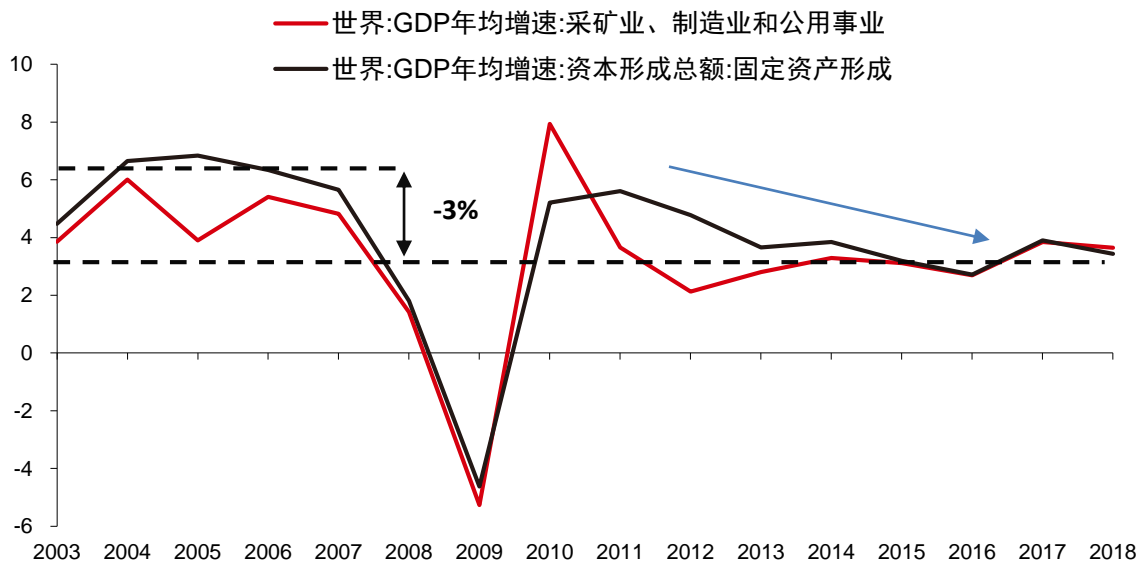


资料来源: 《世界人口展望2019》（含预测, 联合国），中信证券研究部

## ■ 08年金融危机后全球固定资产投资增速放缓

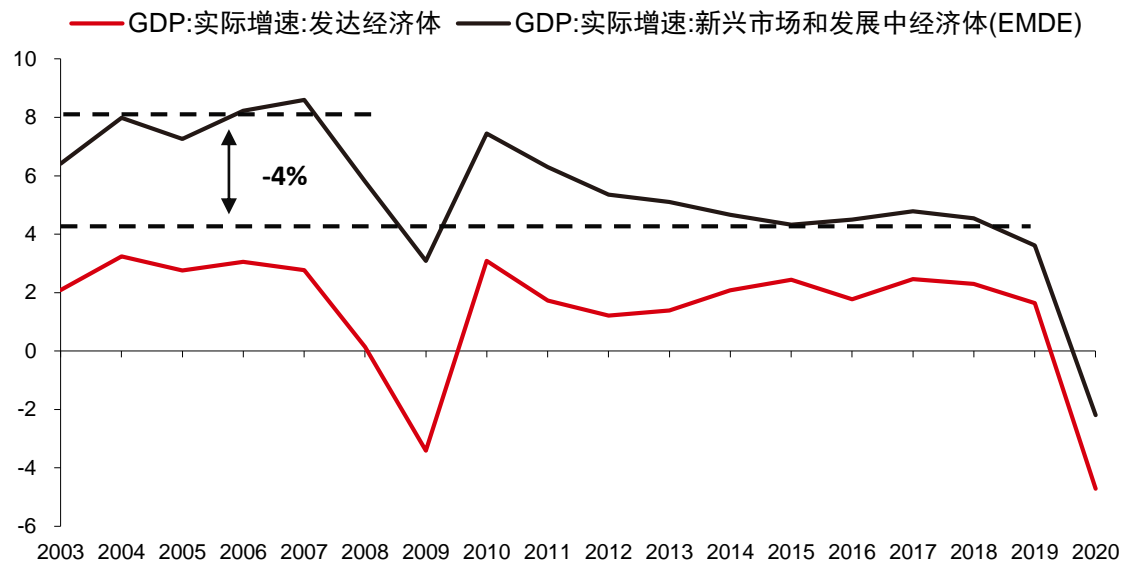
- 08年金融危机之后，工业和公用事业GDP增速显著下滑，全球固定资本形成增速较危机前下降了约3个百分点。
- 新兴市场需求的下降成为主要拖累：
  - 新兴市场是原材料和工业品需求的主要来源，但新兴市场国家的平均GDP增速由危机前的8%下降到4%。
  - 次贷危机后，发达国家的平均GDP增速略有下滑，但幅度相对较小，影响也更小。

全球固定资产投资增速大幅下滑（%）



资料来源: Wind, 中信证券研究部

08年金融危机后，新兴市场增长大幅放缓（%）

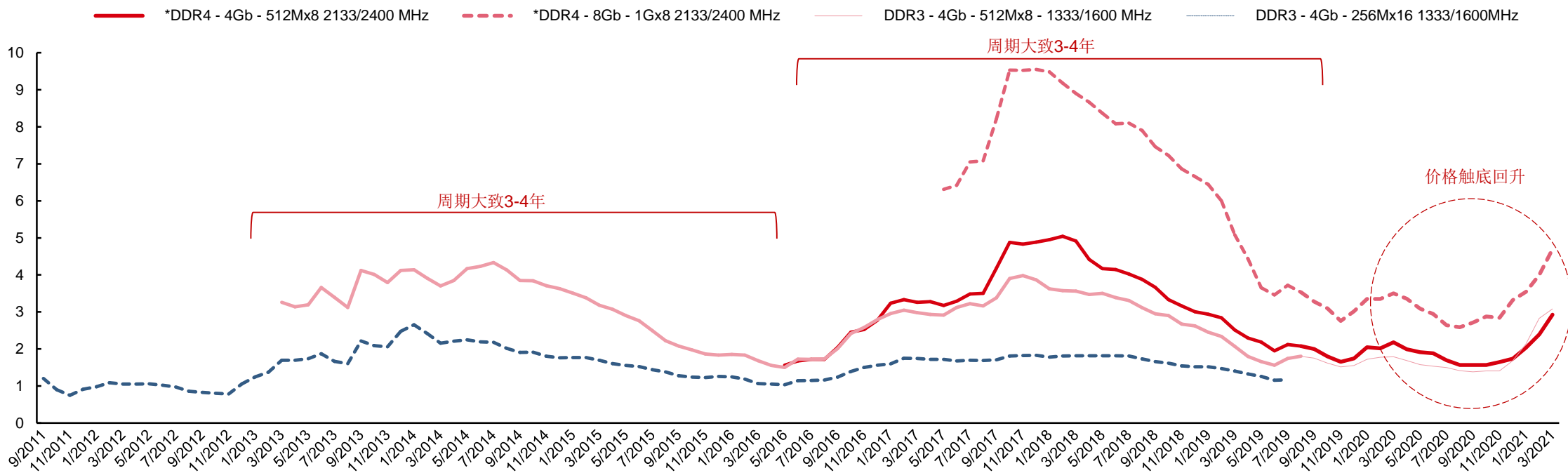


资料来源: Wind, 中信证券研究部

## ■ 2020年下半年以来，全球掀起了“芯片荒”

- “芯片荒”的直接原因是需求激增的情况下，产业链自身的供给弹性不够，导致芯片短缺，价格上涨。
- 汽车行业受到的冲击最为严重，通用、福特、雷诺、大众、戴姆勒、本田等全球各大汽车厂商纷纷宣布减产、部分停产等方式缩减产能。

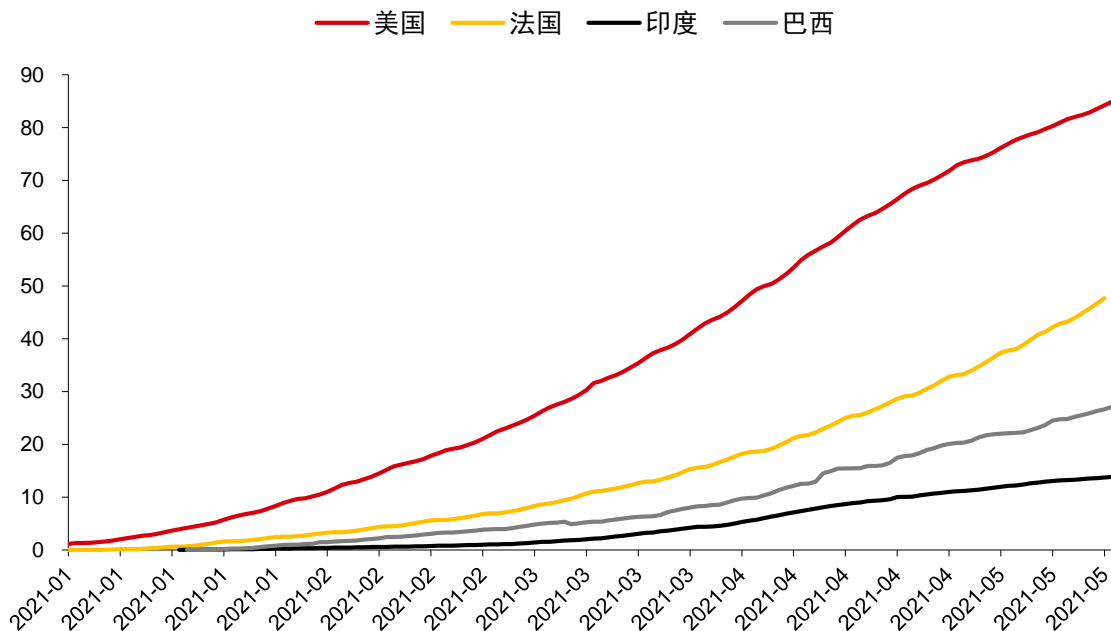
DRAM现货价格走势（美元）



## ■ 发达经济体与新兴市场之间的免疫落差正在形成

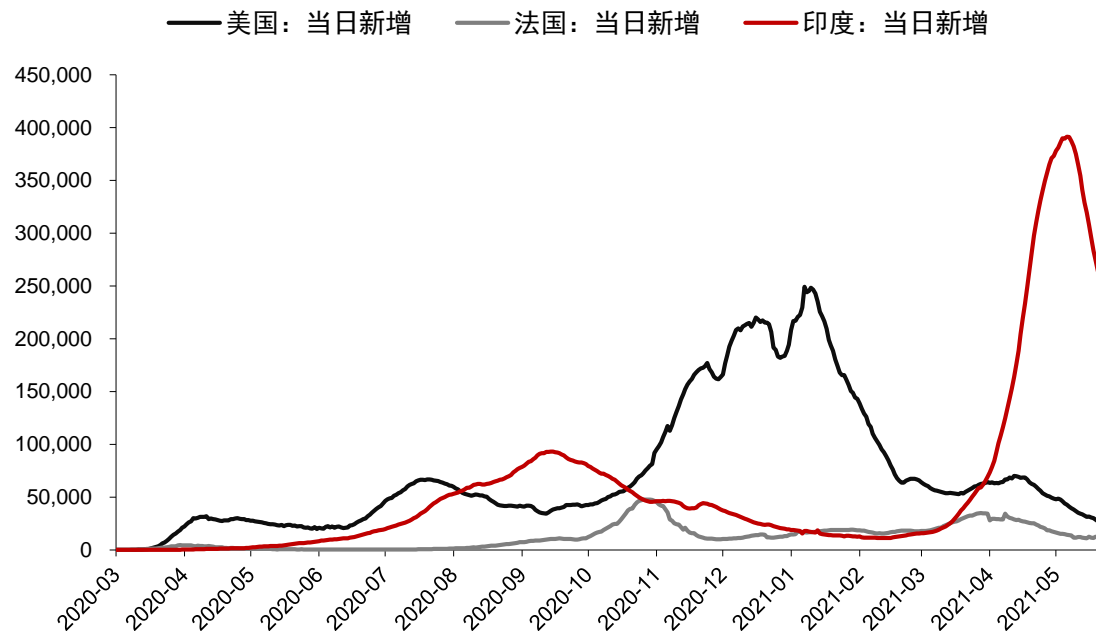
- 从疫苗接种进程来看，美国的疫苗接种进度领先，法国等欧洲国家也在逐步跟进，但人口稠密的新兴市场国家疫苗接种进度却相对落后。
- 印度疫情的爆发绝非孤例，免疫的不平衡将带来全球层面的供需缺口，成为通胀的重要推动因素。

疫苗接种率的差异（%）



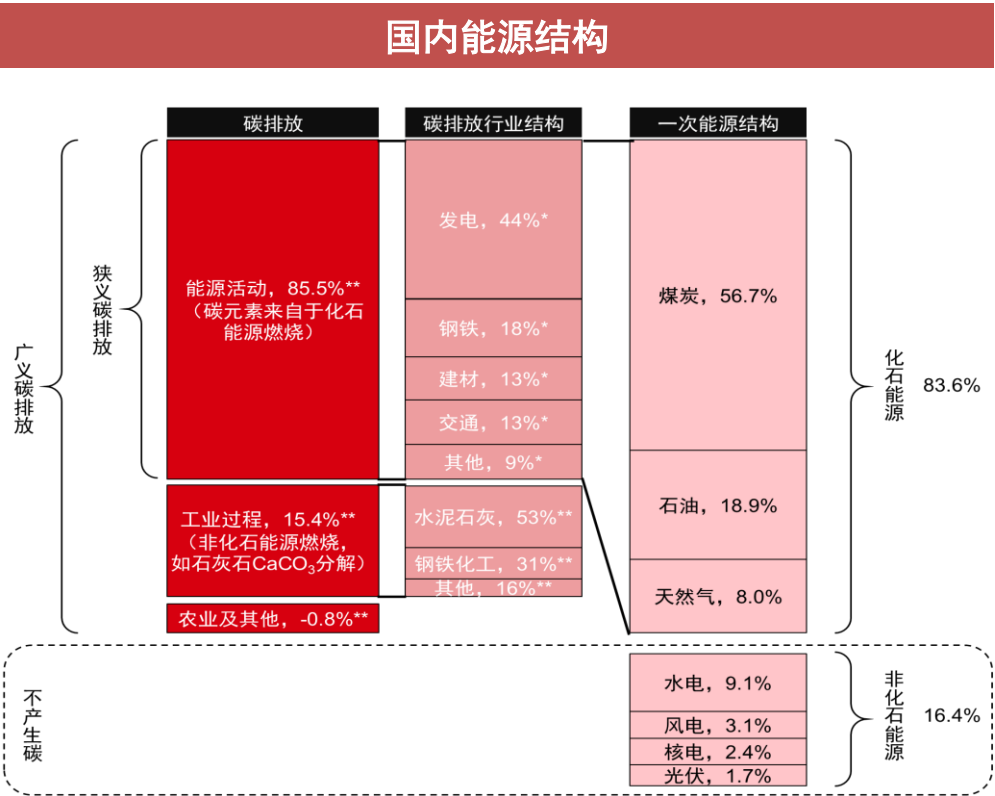
资料来源：Wind，中信证券研究部

发达国家和新兴市场的免疫落差初步显现（%）

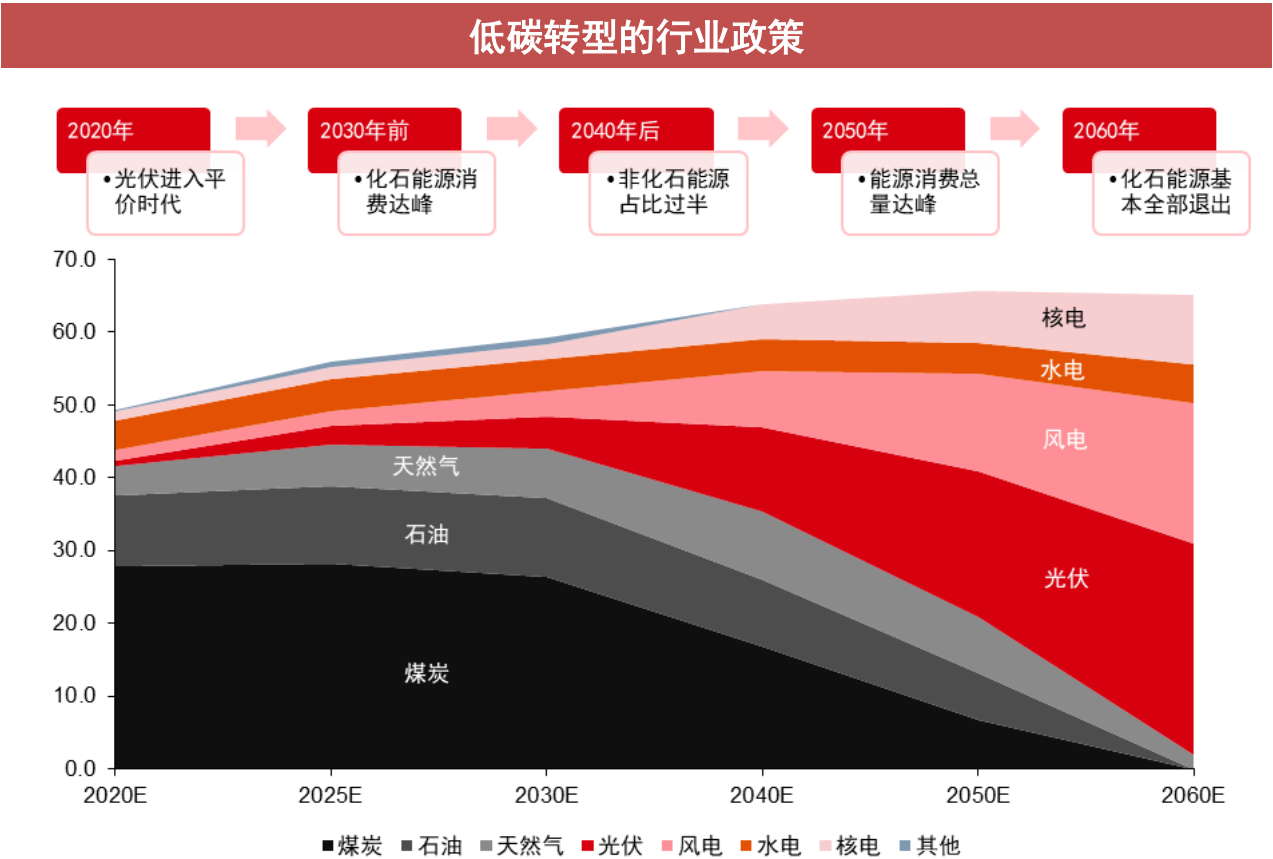


资料来源：Wind，中信证券研究部

- 碳中和对高碳排放行业的产能形成约束
  - 国内能源消费以煤炭、石油等化石能源为主，在非化石能源占比较低的情况下，降低碳排放必然会约束部分行业产能。
  - 碳中和涉及行业众多，包括电力、钢铁、建筑、化工等等。



资料来源: Wind, 中信证券研究部



资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部预测

# CONTENTS

## 目录

---

1. 金融危机后的“三低一高”
2. 疫情后低通胀是否已成为过去时？
3. 通胀背景下的大类资产配置



# “双轮驱动”的经济

- 外需强劲，地产仍在景气区间，出口、地产的“双轮驱动”有望延续，制造业投资有望进一步回暖
- 积极财政尚未发力，但不会缺席，或将更多集中于民生领域，商品和服务消费还有进一步修复的空间

“双轮驱动”的经济（%）							
宏观经济指标	2021年4月	2021年3月	2021年1-2月	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
工业增加值	6.8	6.2	8.1	7.1	5.8	4.4	-8.6
制造业投资	3.4	-0.3	-3.4	8.7	1.6	-4.9	-25.2
地产投资	10.3	7.7	7.6	11	11.8	8	-7.7
基建投资	3.8	5.8	-1.6	5.8	6.4	8.1	-16.4
社零	4.3	6.3	2.7	3.2	-0.4	-3.8	-19.6
出口	16.8	10.3	15.2	16.7	8.4	-0.2	-13.6
进口	10.7	16.7	8.2	4.9	3.1	-9.7	-3.2
社融	11.7	12.3	13.3	13.3	13.5	12.7	11.5

# 本轮债务周期步入下半场，新一轮周期或于年底重启

## ■ 债务周期下行最快阶段已过

- 下半年有望从紧信用过渡至稳信用，社融增速下行斜率放缓，GDP回归平稳。
- 社科院宏观杠杆率去年底为270.1%，今年年底或降至268.4%。

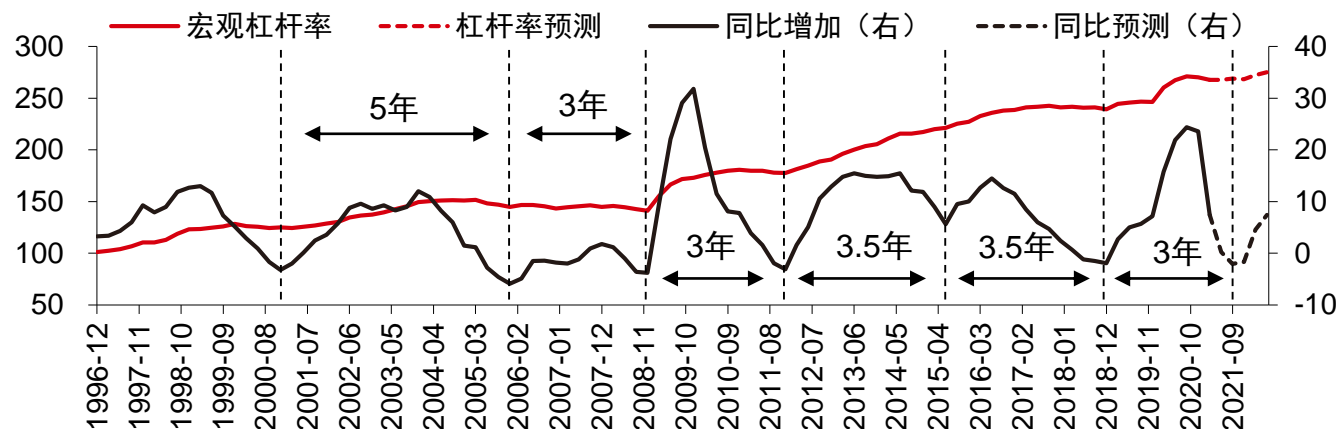
## ■ 本轮紧信用企业承压最明显，政府其次

- 结构上压缩非标和短贷。
- 地方债发行进度延后，降广义政府杠杆。

## ■ 新一轮债务周期有望在年底重启

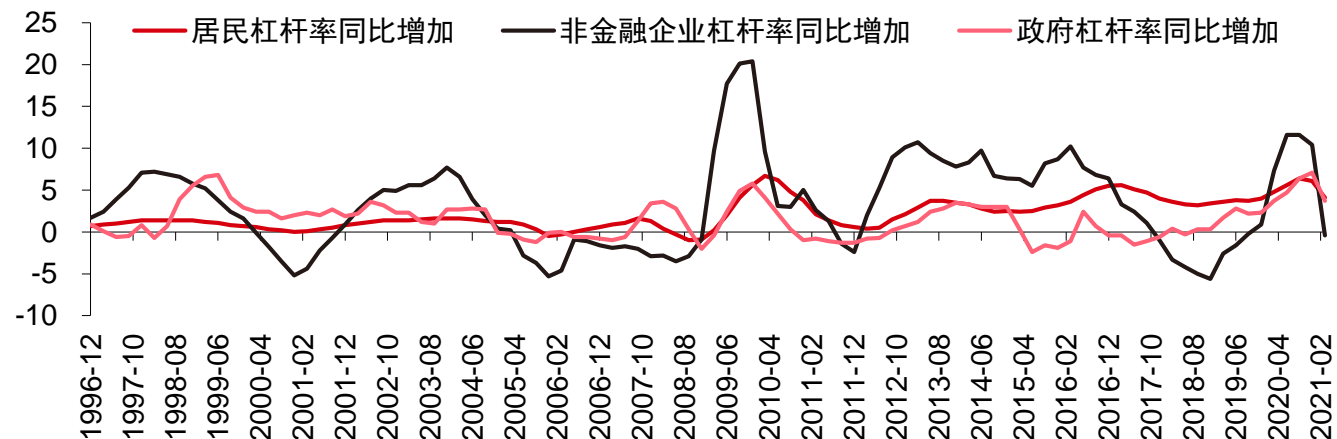
- 财政和信贷政策年底或由收缩转为扩张。
- 明年一季度的宏观杠杆率或将再度上行，预计升至272.4%。

2021H2对应本轮债务周期下行阶段的下半场（%）



数据来源：Wind，中信证券研究部预测；注：社科院口径宏观杠杆率

企业杠杆率承压最明显，政府其次（%）



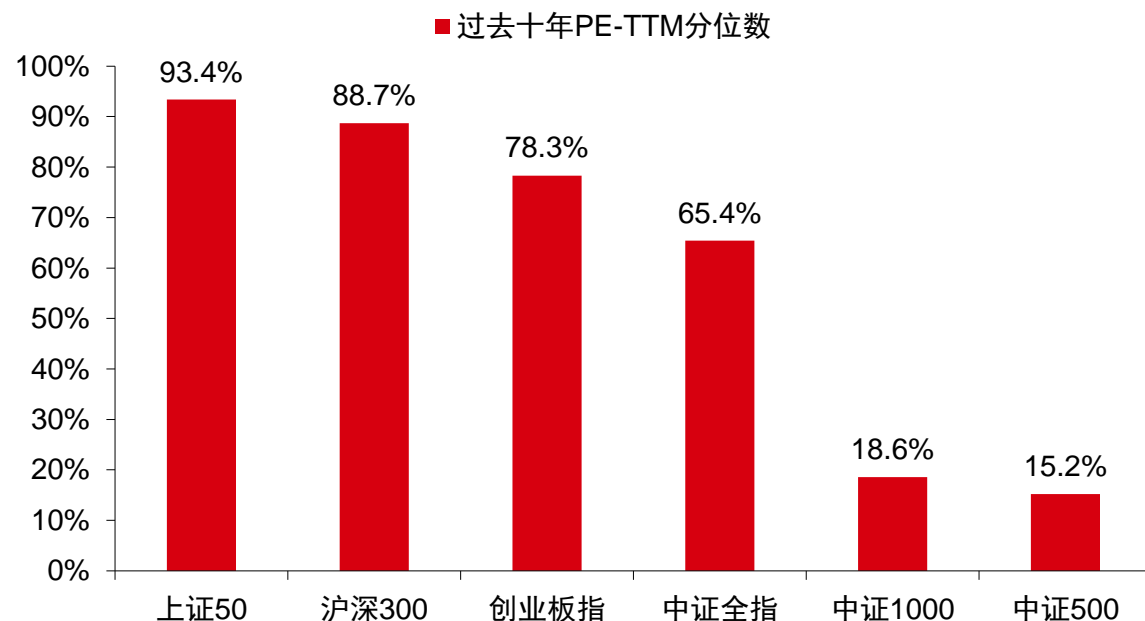
数据来源：Wind，中信证券研究部；注：社科院口径宏观杠杆率

# 权益：结构性优于总量，看好小盘成长、高端制造和可选消费

## ■ 紧信用背景下，今年指数层面可能缺少 Beta，Alpha 更为重要，机会主要在结构

- 当前A股估值分化依然严峻，大市值系统性高估，中小市值价值突显。
- 下半年盈利增速预计回落，淡化周期逻辑。
- 估值抑制缓解、核心通胀上行，看好小盘成长、高端制造和可选消费。

当前A股估值分化依然严峻



数据来源：Wind，中信证券研究部；注：中证500估值数据从2014年10月开始，其余从2011年5月开始

A股股权风险溢价回到2010年以来均值水平附近

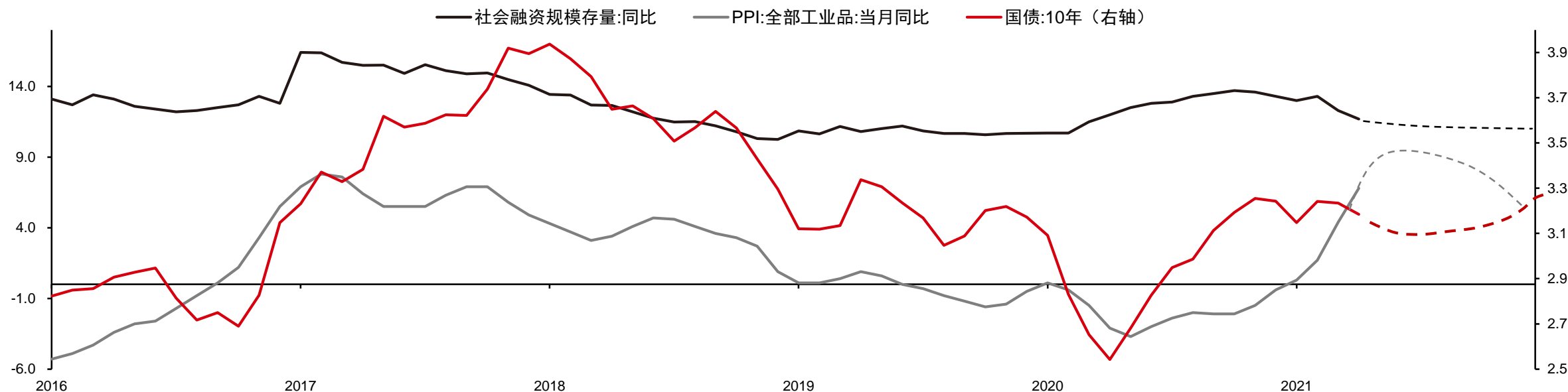


数据来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 四季度债务周期有望见底回升，利率或将面临上行压力

- 债务周期去年四季度见顶，预计今年前三季度下行，“紧信用+稳货币”的组合对债券有利，利率或在3.1%附近低位震荡。
- 经济周期滞后于债务周期，或在今年二三季度见顶，四季度经济动能可能面临下行压力。四季度财政、信贷政策有望转收缩为扩张，新一轮债务周期或将在年底或明年年初重启。
- 叠加海外货币政策收紧预期，年底国内货币政策或转为“宽信用+紧货币”，利率将面临上行压力。

债务周期见底后，利率或面临上行压力（%，%）



## ■ 多空博弈下的拉锯行情，期待中短久期骑乘效应

- 中高等级信用利差基本低于20%以下历史分位数水平；中低等级利差分化巨大，资金投向低等级信用债规模极为有限。
- 曲线结构有所变化，3Y左右品种表现突出，在票息策略进退维谷的场景下性价比显现。

## ■ 在分化行情中博取收益

- 不宜进行过度下沉，也不适合向盈利尚待修复的主体掉头。
- 2021年板块性行情渐行渐远，下半年更需要关注高等级债稳配置行情或情绪错杀下估值分化的机遇。

各类债券国开利差对比（bps）



# 商品：投机炒作结束，外需驱动强于内需驱动

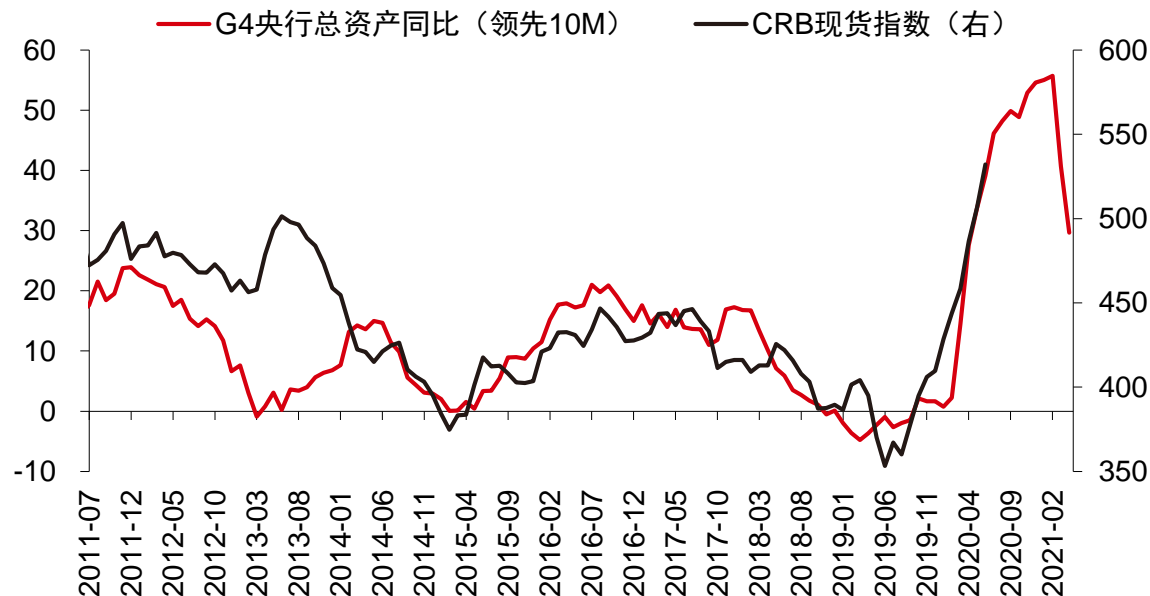
- 商品是上半年表现最亮眼的大类资产，涨价源自供求两方面因素
- 全球进入货币政策收紧周期，需求顶部临近，商品价格顶部或已不远，外需驱动型商品涨价持续性或强于内需驱动
  - 我国紧信用已有半年，3月巴西、土耳其和俄罗斯央行加息，今年底美联储可能缩减QE规模，商品总需求顶部或已不远。
  - 黑色系矛盾在政策需在碳中和长期目标与稳定物价短期目标间权衡。
  - 下半年推荐能源化工>基本金属>黑色金属>贵金属。

以黄金计价，原油相对基本金属更加低估



数据来源：Wind，中信证券研究部

G4央行扩表速度见顶对商品价格见顶有指示意义 (%)



数据来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 通胀利好贵金属价格，经济复苏压制贵金属，目前保持谨慎乐观

- 抗通胀属性：短期通胀担忧加强，长期通胀中枢上移，贵金属的抗通胀属性凸显配置价值。
- 避险属性：若未来全球经济复苏预期增强，避险情绪下降，将压制贵金属价格。

实际利率对金价的抑制作用缓解（美元/盎司，%）



数据来源：Wind，中信证券研究部

金银比回归历史均值附近



数据来源：Wind，中信证券研究部

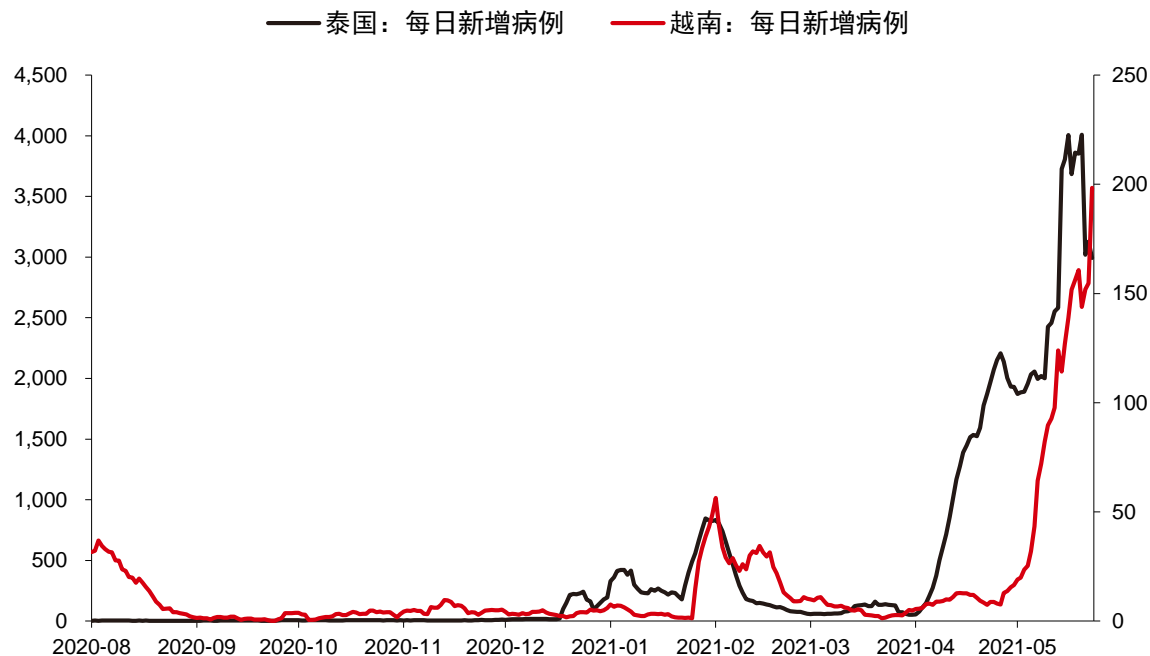


# 人民币：经常项目顺差支撑人民币走强

## ■ 人民币走强的两个原因：

- 美国经常项目和财政“双赤字”增加，货币政策鸽派程度超预期，导致美元走弱，人民币被动升值。
- 东南亚疫情再度爆发，国内出口迎来利好，经常项目顺差或支撑人民币汇率进一步走强。

### 东南亚疫情再度爆发（例）



资料来源：Wind，中信证券研究部

### 人民币汇率延续强势



资料来源：Wind，中信证券研究部





感谢您的信任与支持！

THANK YOU

明明

首席FICC分析师

执业证书编号： S1010517100001

# 免责声明



证券研究报告 2021年5月31日

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

### 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

### 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或 CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

### 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）(商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号: 350159) 受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

### 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2021版权所有。保留一切权利。