

## 【宏观专题】

# 登顶后的惆怅——2021 年中期策略报告

### ❖ 一、引子：经济往往先于价格登顶

**理论方面：**价格不能随总需求变动而迅速变动，称为价格粘性，表现在数据上就是价格是经济的滞后变量。**实际方面：**在经济从过热转向衰退的过程中，会出现一个过渡阶段，即当经济开始回落时，物价还在上行，我们将这一阶段称之为类滞胀阶段——经济攀顶后大概率于三季度开启慢回落，同时物价或仍在继续上涨，资产价格进入惆怅期——本报告题目“登顶后的惆怅”正扣此意。

### ❖ 二、下半年宏观环境展望：或短暂进入类滞胀阶段

（一）我们用 GDP 同比（个别年份剔基）和 PPI 环比来划分中国的投资时钟。按照三阶段来做分析（复苏过热、类滞胀、衰退）。**判断：下半年是典型的类滞胀环境，是经济从过热走向衰退的过度阶段。**

（二）下半年物价上行的思考：PPI 环比为正至少可持续到 3 季度末。这样的判断主要来自三个视角——华创宏观总量领先指数、铜钢油的拐点分析、涨价扩散度的分析——总量领先指数四季度之前尚未拐点、铜作为 PPI 环比顶点的领先指标仍在冲高、涨价扩散行至半程离尾声仍有距离。

（三）下半年经济下行的思考：下半年或是疫后修复的尾声，新一轮经济周期下行的开始。这一阶段，经济回落幅度低，经济各个环节有上有下。经济下行压力主要来自：工业、地产销售、出口、基建投资，下半年增速或低于 2 季度。我们依然会看到一些经济的亮点：下半年经济可能仍会小幅上行的，可能包括建安（地产竣工）、制造业投资、一些修复不够充分的消费环节（如限额以下消费、服务业、地产后周期等）。

（四）类滞胀阶段经济特征：经济是结构性回落并非全面回落。

### ❖ 三、下半年货币政策展望：惆怅的扭捏，原地的张望

货币政策在类滞胀期存在操作困局，扭捏并难以做总量松紧的大幅调整，一方面经济的不均衡掣肘了收紧，紧不好就可能引发经济加速下行；另一方面通胀的高位又约束了松，松不好则可能累积金融风险，发酵资产泡沫。我们根据历史上触发过货币政策宽松和收紧的条件做了梳理，当下双侧四个触发信号都不明显，货币政策保持“不急”的概率更高。

### ❖ 四、下半年债市展望：惆怅于进退两难

进入类滞胀期后，利率会表现出脱敏特征，即通胀上行不慌，经济下行不追，高位震荡无趋势。而信用债在全年稳杠杆、调信用、降政府隐性债务、查地产违规融资的背景下，尤需谨慎。

### ❖ 五、下半年权益展望：惆怅于选择的能力

首先，复盘特征给我们的启示是——整体指数层面难有大机会，心态需放平和；超额流动性继续下滑之背景，估值压力客观存在；正途只有一条就是将 ROE 等核心盈利指标作为投资标的选择的主要抓手。

其次，类滞胀的宏观环境下，哪里可以有利润的改善？我们提供三个视角：1、涨价扩散视角。选择价格能上涨、但利润率不受上游涨价影响的行业。比如食品饮料、休闲服务等。2、受益周期股业绩改善的行业。比如银行股、一些设备类公司。3、受益经济结构性上行的板块。比如家电、设备。

最后，结合过去三次类滞胀时期的复盘、当前的估值情况、下半年宏观景气度的判断。建议或者选择估值极低业绩下行风险较小的板块，如公用事业（水务、水电类）、非银金融。或者选择估值适中甚至偏贵，但景气有改善空间的板块，如银行、家电、食品饮料、休闲服务，尽管滞胀期业绩有改善空间、股价涨幅相对靠前，但考虑到当前估值已经较贵，可能需要做一定的择时、择股。

### ❖ 风险提示：

出口超预期上行，地产超预期上行，全球疫情反复。

## 华创证券研究所

### 证券分析师：张瑜

电话：010-66500918  
邮箱：zhangyu3@hcyjs.com  
执业编号：S0360518090001

### 证券分析师：陆银波

电话：010-66500987  
邮箱：luyinbo@hcyjs.com  
执业编号：S0360519100003

### 证券分析师：殷雯卿

电话：010-66500833  
邮箱：yinwenqing@hcyjs.com  
执业编号：S0360521040002

### 联系人：杨轶婷

电话：010-66500905  
邮箱：yangyiting@hcyjs.com

### 联系人：高拓

电话：010-66500987  
邮箱：gaotuo1@hcyjs.com

### 联系人：付春生

邮箱：fuchunsheng@hcyjs.com

## 相关研究报告

《【华创宏观】铜的宏观信号在哪？——兼论对 PPI、股债影响》

2021-04-16

《【华创宏观】金融视角看当下地产销售的区域特征——每周经济观察第 15 期》

2021-04-19

《【华创宏观】中国的“碳”都在哪里——迈开碳中和的脚步系列四》

2021-04-20

《【华创宏观】IMF 与 WTO 如何预测 2021 年全球经济与贸易增长？——全球央行双周志第 26 期》

2021-04-26

《【华创宏观】美联储调整经济措辞，Taper 还会远吗？——4 月 FOMC 会议点评》

2021-04-29

## 投资主题

### 报告亮点

将理论应用于实际,将历史的回顾应用于指导未来的研判。作为中期策略报告,当下我们想提示投资者:价格因为粘性往往滞后于经济,二季度总量经济和信用增速登顶后,下半年或暂时进入类滞胀环境(经济和信用已现拐点,开始慢向下;但物价拐点未现,仍上且维持高位),资产价格进入惆怅期——货币政策惆怅在扭捏、利率惆怅在进退两难、权益惆怅在需用盈利对抗估值的压力。

### 投资逻辑

首先,判断投资周期方位(位置,方向)。我们用 GDP 同比(个别年份剔基)和 PPI 环比来划分中国的投资时钟。判断:下半年 GDP 同比增速慢下(剔基后),PPI 至少可以涨到三季度末,那么下半年就是典型的类滞胀环境,是经济从过热走向衰退的过度阶段。其次,复盘类滞胀期,找出宏观调控和资产价格的规律。最后,对下半年的货币政策、债券市场、权益市场作出展望。

# 目 录

<b>一、引子：经济往往先于价格登顶</b>	<b>8</b>
（一）理论的解释	8
（二）当下的预判	8
<b>二、下半年宏观环境展望：或短暂进入类滞胀阶段</b>	<b>8</b>
（一）如何划分经济的上行与下行阶段？	8
（二）如何划分物价的上行与下行阶段？	10
（三）下半年展望：经济下，物价上，类滞胀	10
（四）历史回顾：相似的时间有三次	12
（五）历史比较：这三次对应的国内外经济特征有哪些？	13
<b>三、货币政策：惆怅的扭捏，原地的张望</b>	<b>14</b>
（一）历史回顾：类滞胀时期的货币环境	14
（二）下半年展望：货币政策“不急转弯”的重心倾向“不急”	15
<b>四、债市：惆怅于进退两难</b>	<b>16</b>
（一）历史回顾：类滞胀时期，债市有哪些特征？	16
（二）展望：利率震荡，信用承压	17
<b>五、股市：惆怅于选择的能力</b>	<b>17</b>
（一）历史回顾：类滞胀时期股市有哪些特征？	17
（二）展望：心态平和，以盈利为抓手，避估值之压力	21
<b>六、宏观数据预测</b>	<b>22</b>
（一）通胀：CPI 温和修复，PPI 冲高缓落	22
（二）金融：社融及 M1 同比双双下行	23
（三）进出口：下半年出口增速或将有所回落	24
（四）宏观数据预测汇总	24

## 图表目录

图表 1	经济从复苏/过热—>类滞胀—>衰退的循环往复	8
图表 2	数据修正带来复盘难度加大	9
图表 3	季调环比仍有季节性	9
图表 4	PPI 的周期性波动比 CPI 更大	10
图表 5	PPI 上行会传导至核心 CPI	10
图表 6	基建：地方债&城投债进入兑付高峰期	12
图表 7	地产增速疫后持续快于经济增速	12
图表 8	份额下降的速度较慢	12
图表 9	经济发达地区存款占比再次上行至历史高位	12
图表 10	三次类似环境下经济边际走弱的变量分析	13
图表 11	类滞胀阶段出口增速均偏强	14
图表 12	但净出口对 GDP 的拉动已转负	14
图表 13	中国类滞胀阶段新兴市场经济同样触顶回落	14
图表 14	美欧 PMI 大致处于触顶回落的转折期	14
图表 15	2018 年类滞胀时期货币政策降准力度打折扣	15
图表 16	三次类滞胀时期社融增速均在回落期	15
图表 17	信用债市场历史违约企业债券余额概览	15
图表 18	银行间质押式回购中隔夜交易占比	16
图表 19	套利空间有限	16
图表 20	类滞胀时期利率对于通胀的定价进入“平台期”	16
图表 21	类滞胀时期利率对于经济的定价进入“平台期”	17
图表 22	类滞胀时期高收益信用债与利率债回报对比	17
图表 23	类滞胀时期：社融增速与信用利差成显著反比	17
图表 24	类滞胀环境下股市承压	18
图表 25	类滞胀时期估值承压	18
图表 26	类滞胀环境下的股市走跌，都是由于估值中枢大幅下行导致的	18
图表 27	行业估值变化与投资期初期的行业估值分位数的关系图	18
图表 28	行业指数涨跌幅度与投资期初期的行业估值分位数的关系图	19
图表 29	行业 PE 对 ROE 边际变化的敏感度	19
图表 30	类滞胀时，PE 对 ROE 边际变化的敏感度	19
图表 31	复苏过热时，PE 对 ROE 边际变化的敏感度	20
图表 32	衰退时，PE 对 ROE 边际变化的敏感度	20
图表 33	三段投资周期中，五大风格和 28 个一级行业的季度平均收益率排序表	20

图表 34	类滞胀期：酒、饮料利润率走高、服装走低 .....	21
图表 35	类滞胀期：上游利润占比尚未开始回落 .....	21
图表 36	申万一级行业当前估值所处的历史水平 .....	22
图表 37	CPI 走势预测 .....	22
图表 38	PPI 走势预测 .....	23
图表 39	PPI 四象限模型中，指征 PPI 同比拐点的宏观指标在三季度末相继见顶 .....	23
图表 40	社融增速预测 .....	24
图表 41	三因子模型的 M1 同比预测 .....	24
图表 42	宏观数据预测汇总 .....	24



### 写在前面：

在投资这个江湖中，风平浪静的时候，大家比的是江湖里谁游得快，泳姿和体力或许是最重要的。但当风浪来临时，及时上岸比什么泳姿都重要。宏观的职责就是站在高处做投资的吹哨人。过去很多年，由于宏观经济的波动被逆周期政策熨平，资本市场重结构轻总量。去年到今年，宏观经济重新大落大起，总量的变化重新成为投资胜负手的关键。

当下我们想提示投资者：价格因为粘性往往滞后于经济，二季度总量经济和信用增速登顶后，下半年或暂时进入类滞胀环境（经济和信用已现拐点，开始慢向下；但物价拐点未现，仍上且维持高位），资产价格进入惆怅期——货币政策惆怅在扭捏、利率惆怅在进退两难、权益惆怅在需用盈利对抗估值的压力。本报告题目“登顶后的惆怅”正扣此意，类滞胀期是全部投资时钟中最难做的阶段（最近的一次是2018年二三季度），心态需放平和。利率——珍惜票息，难有趋势；权益——以盈利为核心，对抗估值之压力。

### 我们的思考和推导路径：

**第一步，判断投资周期方位（位置，方向）。**我们用GDP同比（个别年份剔基）和PPI环比来划分中国的投资时钟。

**PPI环比为正至少可持续到3季度末。**这样的判断主要来自三个视角——华创宏观总量领先指数、铜钢油的拐点分析、涨价扩散度的分析——总量领先指数四季度之前尚未拐点、铜作为PPI环比顶点的领先指标仍在冲高、涨价扩散行至半程离尾声仍有距离。

**GDP同比三季度开始慢下。**下半年或是疫后修复的尾声，新一轮经济周期下行的开始。这一阶段，经济回落幅度低，经济各个环节有上有下。经济下行压力主要来自：工业、地产销售、出口、基建投资，下半年增速或低于2季度。我们依然会看到一些经济的亮点：下半年经济可能仍会小幅上行的，可能包括建安（地产竣工）、制造业投资、一些修复不够充分的消费环节（如限额以下消费、服务业、地产后周期等）。

**历史上类滞胀时期的经济动能分化普遍类似：**经济是结构性回落并非全面回落，国内工业增加值与地产销售增速下行，但制造业投资与出口在类滞胀期依然很好；发达国家需求开始磨顶但并未进入大幅回落阶段。当下也基本符合该特征，仅出口由于疫情干扰可能略有不同。这种规律为何会出现，正文中给予了详细解释。

**判断：下半年GDP同比增速慢下（剔基后），PPI至少可以涨到三季度末，那么下半年就是典型的类滞胀环境，是经济从过热走向衰退的过度阶段。**

### **第二步，复盘类滞胀期，找出宏观调控和资产价格的规律。**

**货币政策：**存在两大特征，一是货币政策表态较为扭捏，释放信号模糊；二是都呈现了紧信用的大环境。扭捏可能体现在三个方面。一是“小转弯”。出现量价背离的政策操作。二是政策操作力度打折扣，不及市场预期。三是政策效果打折扣。

**债券市场：**利率“脱敏”震荡，信用“过敏”承压，利率收益>信用收益。“脱敏”的利率：三次类滞胀时期，存在经济增长转向 vs 通胀指标冲高的矛盾。利率被两大因素交替影响，呈现进退两难格局，皆呈现高位震荡格局。“过敏”的信用：不同于利率的震荡徘徊，滞胀时期的信用债表现多半不尽如人意。基本面上+信用紧共同带来债务灰犀牛。

**权益市场：**第一，普跌且压估值。超额流动性继续降低，指数层面压估值，估值下跌是该期间中全部股指下跌的主要拖累因素。第二，越贵的（估值分位数高为贵），估值压力越大。第三，找到估值提升行业的概率很低。复苏过热和衰退时期，找到估值回升行

业的概率在 60%，但在类滞胀期，这个概率只有 4%。**第四，ROE 应是主导投资选择的核心变量。**经济复苏过热和衰退的时候，二者呈现负相关——ROE 变好的行业，估值在变低。只有类滞胀期，二者呈明显的正相关——**ROE 变好的行业，估值可以提升。****第五，类滞胀期间，上涨行业极少；**经济复苏过热期间，行业普遍上涨；衰退期间，行业涨跌各半。

### **第三步，货币政策展望——惆怅的扭捏，原地的张望**

货币政策在类滞胀期存在操作困局，扭捏并难以做总量松紧的大幅调整，一方面经济的不均衡掣肘了收紧，紧不好就可能引发经济加速下行；另一方面通胀的高位又约束了松，松不好则可能累积金融风险，发酵资产泡沫。我们根据历史上触发过货币政策宽松和收紧的条件做了梳理，当下双侧四个触发信号都不明显，**货币政策保持“不急”的概率更高。**

### **第四步，债券市场展望——惆怅于进退两难**

进入类滞胀期后，利率会表现出脱敏特征，即通胀上行不慌，经济下行不追，高位震荡无趋势。而信用债在全年稳杠杆、调信用、降政府隐性债务、查地产违规融资的背景下，尤需谨慎。

### **第五步，权益市场展望——惆怅于进退两难**

首先，复盘特征给我们的启示是——整体指数层面难有大机会，心态需放平和；超额流动性继续下滑之背景，估值压力客观存在；**正途只有一条就是将 ROE 等核心盈利指标作为投资标的选择的主要抓手。**

其次，类滞胀的宏观环境下，哪里可以有利润的改善？我们提供三个利润改善的视角。

- 1、涨价扩散视角。选择价格能上涨、但利润率不受上游涨价影响的行业。比如食品饮料、休闲服务等。
- 2、受益周期股业绩改善的行业。比如银行股、一些设备类公司。
- 3、受益经济结构性上行的板块。比如家电、设备。

最后，结合过去三次类滞胀时期的复盘、当前的估值情况、下半年宏观景气度的判断。建议或者选择估值极低业绩下行风险较小的板块，如公用事业（水务、水电类）、非银金融。或者选择估值适中甚至偏贵，但景气有改善空间的板块，如银行、家电等。对于食品饮料、休闲服务，尽管类滞胀期业绩有改善空间、股价涨幅相对靠前，但考虑到当前估值已经较贵，可能需要做一定的择时、择股。

A 股市场中，估值是主要股价波动的来源（长期看，美股市场盈利是主要波动，估值比较稳定），所以大部分时间估值比盈利波动更为主导股价。**只有在类滞胀期，ROE 格外重要，应当是主导投资选择的核心变量。而当下迈入类滞胀期，正是要切换这种思维的时候。**

## 一、引子：经济往往先于价格登顶

### （一）理论的解释

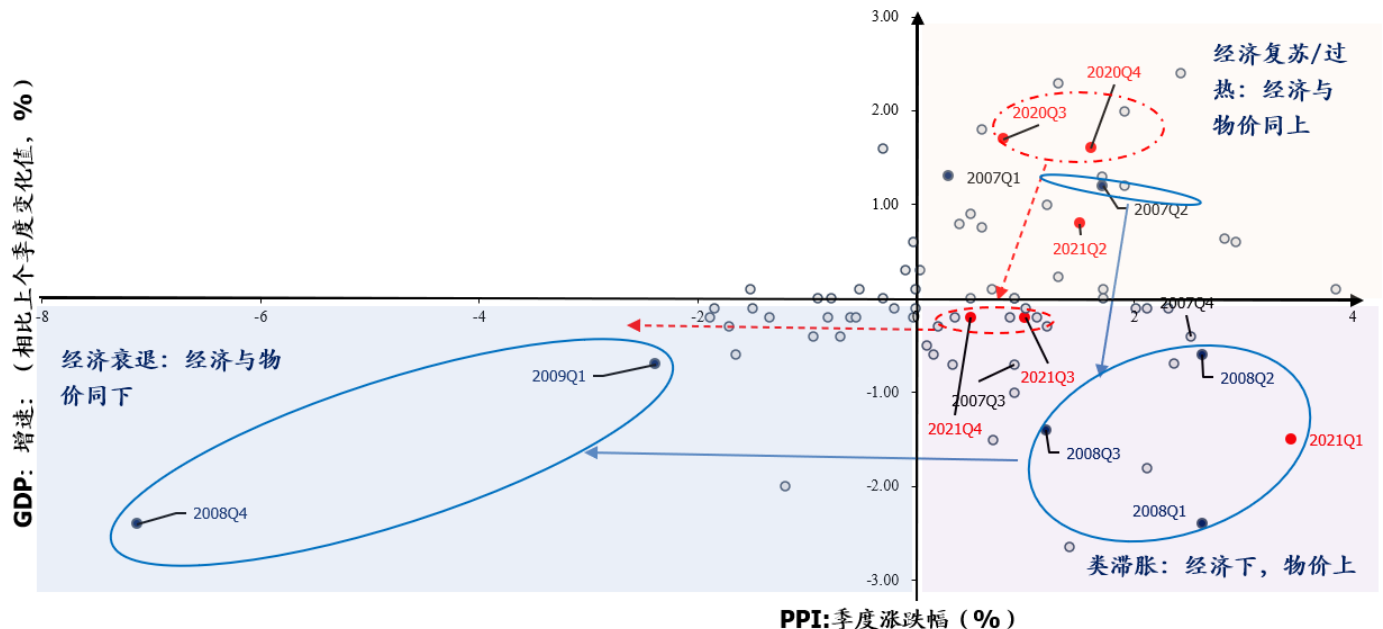
价格不能随总需求变动而迅速变动，称为价格粘性，表现在数据上就是价格是经济的滞后变量。20 世纪 80 年代前，凯恩斯主义指出了经济中存在价格粘性，后续经济学家通过“菜单成本论”从微观上垒实其实际性，当改动菜单的收益不足以抵消菜单成本，微观主体就宁可保持一个“错”的价格水平，此时，名义价格水平就产生了粘性。当它们加总在一起，就会导致整个经济出现价格粘性，这意味着市场无法迅速出清，经济周期出现——小小的价格粘性，驱动了经济周期的巨轮。

### （二）当下的预判

正常的投资时钟是分为四个象限，我们统计中国 2002 年以来的数据可知，由于经济易热难冷的阶段比较长，因此四个阶段中，大部分时间中经济和物价是同上（经济处于过热阶段）或同下关系（经济处于衰退阶段），复苏阶段短至几乎可以忽略不计，但在经济从过热转向衰退的过程中，会出现一个过渡阶段，即当经济开始回落时，物价还在上行，我们将这一阶段称之为类滞胀阶段——经济攀顶后大概率于三季度开启慢回落，同时物价或仍在继续上涨，资产价格进入惆怅期——本报告题目“登顶后的惆怅”正扣此意。

注：由于中国复苏阶段极短，因此我们将其并入过热一并讨论，实质是按照三阶段来做分析（复苏过热、类滞胀、衰退）。

图表 1 经济从复苏/过热—>类滞胀—>衰退的循环往复



资料来源：Wind，华创证券；注：2021Q2-Q4 为预测值；2002 年以来，有三次，经济经历了完整的复苏/过热—>类滞胀—>衰退三阶段演变。分别是 2006-2009 年、2010-2012 年、2017-2019 年。

## 二、下半年宏观环境展望：或短暂进入类滞胀阶段

### （一）如何划分经济的上行与下行阶段？

理论上，环比是更好的衡量经济动能变化的指标。但遗憾的是，有这样两个问题，使得



我们难以用环比刻画经济的周期性波动。

第一，环比数据需要季调，但季调意味着每次有新的数据出现时（比如增加一个季度或一个月的数据），需要修至之前的所有数据。这种修正，增加了历史复盘的难度。因为当下看到的季调环比数据与站在历史那个时间点看到的季调环比数据并不一致。且，这种差别可能较大。

比如，2019 年 1 季度，统计局公布的季调环比数据显示，2019 年 1 季度 GDP 环比增长 1.4%，低于 2018 年 3 季度、4 季度的环比季调值。表明经济环比动能在趋弱。但经过了数个季度的修正后，当前数据显示，2019 年 1 季度季调环比为 1.8%，高于 2018 年 3 季度、4 季度的环比季调值。又显示 2019 年 1 季度经济环比动能在增强。

作复盘时，如不注意这点区别，容易得出错误的判断。

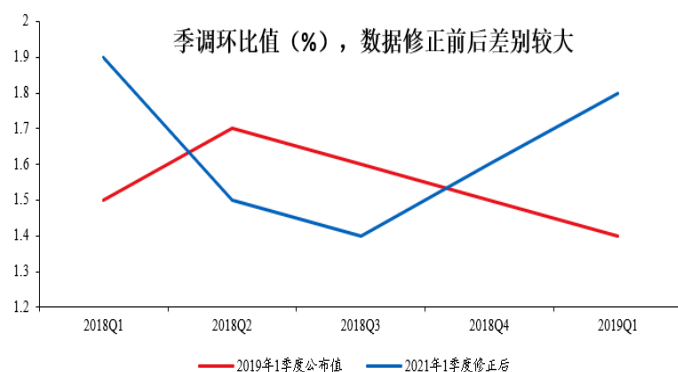
第二，更加难以克服的问题是，目前统计局公布的 GDP 的季调环比增速，依然带有一定的季节性（2 季度一般是年内增速最高的一个季度）。这使得，回顾历史，我们很难找到连续两个季度的经济下行或上行。（注：按照央行文章《时间序列季节调整与 PBC 版 X-12-ARIMA 方法（软件）介绍》的说法，市场经济国家一般将连续两个季度的经济下降定义为经济衰退，指的就是经过季节调整以后的环比下降，而不是同比下降。）

比如，2019 年 1 季度，统计局公布的季调环比增速是 1.4%，趋势在下行。2019 年 2 季度，统计局公布的季调环比增速是 1.6%，大幅高于 1 季度的环比增速。似乎感觉经济在 2 季度又趋势向上了。但从同比看，2019 年 2 季度是经济下行压力较大，从 1 季度的 6.3%，大幅回落至 6.0%（注：2019 年的同比数据也修至过，修至前 1 季度是 6.4%，2 季度是 6.2%）。

从当年年中政治局会议对经济的表述看，也是这样的看法，“会议指出，当前我国经济发展面临新的风险挑战，国内经济下行压力加大，必须增强忧患意识，把握长期大势，抓住主要矛盾，善于化危为机，办好自己的事。”（2019 年 7 月 30 日，政治局会议）。

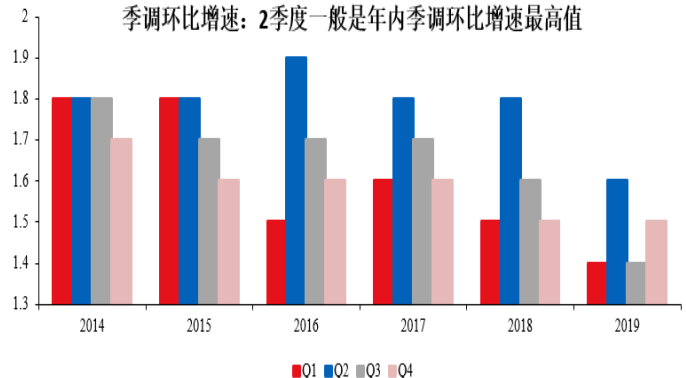
因而，退而求其次，我们选择经济同比（特殊年份如 2010 年、2021 年作剃基处理）来刻画经济的上行与下行。

图表 2 数据修正带来复盘难度加大



资料来源：国家统计局，华创证券

图表 3 季调环比仍有季节性



资料来源：国家统计局，华创证券；注：截止至 2019 年年底，季调环比值

## （二）如何划分物价的上行与下行阶段？

对于物价，存在的问题并非同比与环比的问题。而是选择什么样的指标来代表物价的问题。备选指标包括 CPI、核心 CPI、PPI 等。

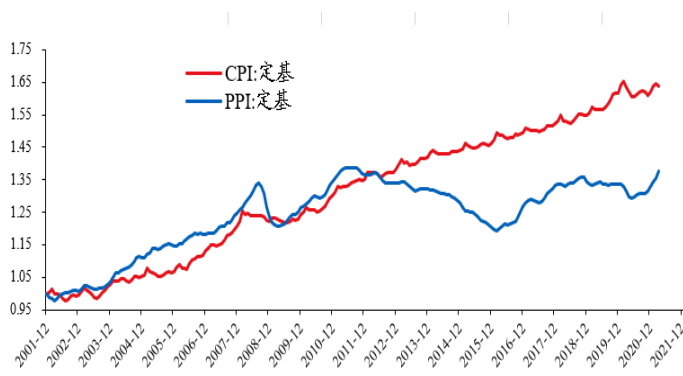
我们选择 PPI 环比来划分物价的上行与下行阶段。主要基于几个原因。

第一，与欧美消费国更加看重居民侧物价不一样的是，中国作为制造大国，PPI 的重要性同样较高。

第二，CPI 拉长来看，处于持续缓慢增长的路径中。而 PPI 相对来说周期性波动更加明显，且对企业利润的意义更为直接。

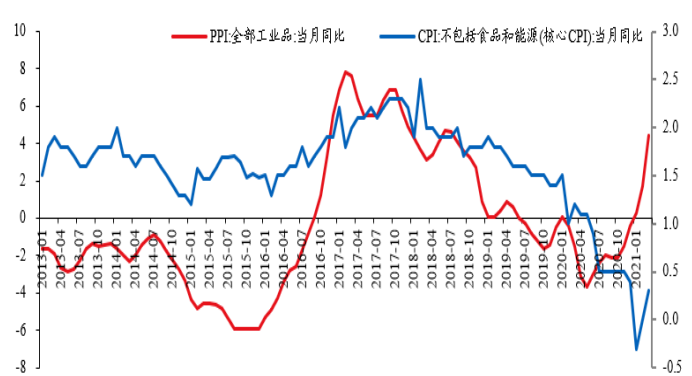
第三，PPI 对核心 CPI 的传导，从历史来看，依然是顺畅的。这意味着，PPI 持续上行，后续会看到核心 CPI 的上行。PPI 的回落，也会导致后续的核心 CPI 的回落。

图表 4 PPI 的周期性波动比 CPI 更大



资料来源：Wind，华创证券

图表 5 PPI 上行会传导至核心 CPI



资料来源：Wind，华创证券

## （三）下半年展望：经济下，物价上，类滞胀

**1、物价上行的思考：**工业品环比上涨在 2 季度就终止的可能性极低，下半年环比大概率仍会继续上行。这样的判断主要来自三个视角——全球总量领先指数、PPI 重要工业品分析、涨价扩散度的分析——我们通过总量领先指数初步判断，随后根据重要工业品分析、涨价扩散两条逻辑去交叉验证。

相关报告参见《【华创宏观】铜的宏观信号在哪？——兼论对 PPI、股债影响》、《【华创宏观】涨价的扩散之路》。

- **从 PPI 的全球宏观领先变量而言，**根据我们的华创宏观 PPI 领先指数，全球流动性和总需求对于 PPI 同比的支撑将持续到三季度。具体看，领先 PPI 同比一年的中国实体经济杠杆率同比指征拐点在三季度，领先 PPI 同比一年的中国 M1 增速指征拐点在 11 月，反向领先 PPI 同比半年的美元指数同比指征拐点在 11 月。
- **从 PPI 的构成而言，**三大品类仍有进一步上行的可能性。铜铜油是三大周期之母，定价分别呈现中国主导、国内外共同主导、海外主导的特征。钢的定价完全由国内主导，今年国内粗钢产量同比压降是不可回避的 PPI 上行风险，但尚难研判空间。过去二十年的走势看，铜价率先见顶 3-5 个月后，油价与 PPI 指数基本才同步见顶。当下铜仍在二次冲高中（中欧广义货币所代表的金融同步指标尚未拐点，中美工业

生产增速均值所代表的工业同步指标仍在上行，宏观拐点尚未出现），意味着，PPI 指数上涨尚未结束——即 PPI 环比为正或仍可持续至少 3-5 个月。

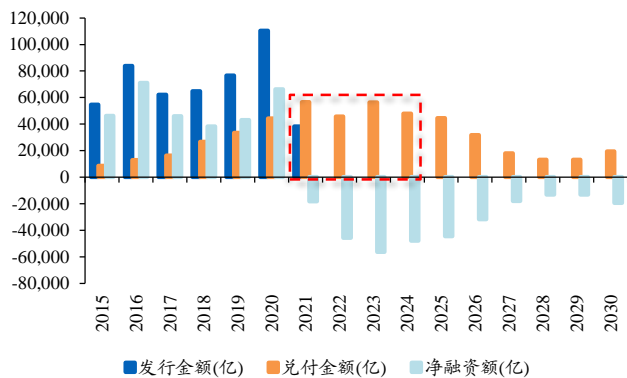
- **从涨价的扩散度而言，目前扩散之路行至半程左右。**回顾过去，涨价传导的大致链条是 PPI 采掘同比→PPI 原材料同比→PPI 设备同比→PPI 消费品同比→核心 CPI 同比。当下全产业链价格基本都已见底，但尚未有行业触及本轮涨价顶点，其中一般消费日用品和服务价格尚未开始修复。涨价扩散依然是接下来一两个季度的重要跟踪变量。从既往经验而言，一般消费品（纺织服装、日用品形成普遍提价时）往往接近 PPI 环比顶点，虽然当下由于疫情反复约束了一般消费品的需求恢复，但其依然是个值得重视的 PPI 领先信号。

**2、经济下行的思考：经济的运行是多个力量合力的结果。**当很多个力量共同向上或向下时，经济上行或下行的幅度会较大。在去年四季度时，我们讲经济微过热、经济最好的时候，原因就在于彼时向上的力量太多。今年经济因为冬季疫情的反弹，使得每个季度都或多或少有些拖累项，经济单季增速很难媲美去年四季度。

我们目前的对下半年的判断是经济小幅向下。拖累项来自基建、地产销售与出口。

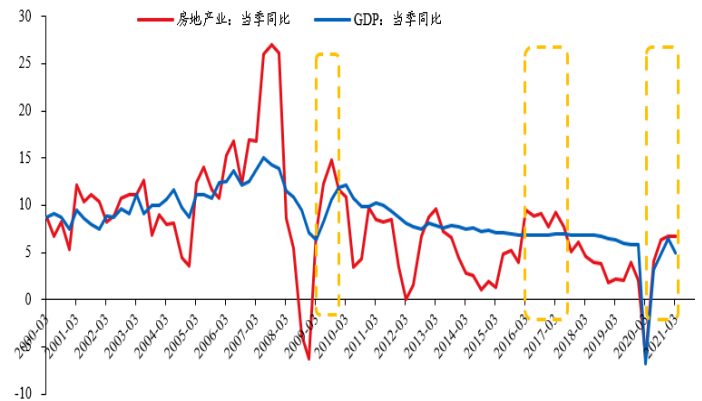
- **基建：在稳增长压力大幅下行的背景下，对于地方政府而言，今年的重心可能会转至债务问题的化解上。**从城投债&地方债的兑付压力看，今年兑付压力较大。从全年的支出安排（支出增速低、基建相关安排支出增速低）、1 季度的财政支出数据（支出增速大幅低于收入增速）、政府的表态（强调降低政府杠杆率）等角度看，今年基建增速有下行风险。
- **出口：下半年增速可能小幅下行。**核心仍在份额上。下今年全球贸易的增速，以两年平均的视角，按照 WTO 的估计，下半年大概在 1.8%，上半年大概在-1.3%，增速相差 3 个百分点左右。但份额一个点的变动可能影响增速出口增速 5% 以上。下半年随着美国实现群体免疫，欧洲疫苗接种推进，欧美生产逐渐恢复后，中国份额小幅回落的概率较大。受份额回落影响，下半年增速可能略低于上半年。
- **地产销售：尽管从全年看，我们判断地产销售面积增速大概率是过去四年新高（2018-2021 年），但下半年或边际转弱。**核心的原因可能包括两个，一是长期增长思路发生大变化的前提下（从提高服务业占比到稳定制造业占比），可能不太可能让地产业的 GDP 增速持续高于经济增速。考虑到目前已经连续五个季度地产增速大于 GDP 增速，若这一趋势持续，地产收紧幅度只会更加猛烈。二是**地产销售与居民中长期信贷数据同步变动。**2020 年居民中长期信贷增长 9.2%，与地产销售额的增速 8.7% 基本匹配；1 季度地产销售额两年平均增长 19.1%，居民中长期信贷两年平均增长 19.8%。今年信用略有收缩的背景下，居民中长期信贷增速全年大幅超过去年，支撑地产销售额全年保持 1 季度 20% 左右的增长，难度是较大的。

图表 6 基建：地方债&城投债进入兑付高峰期



资料来源：Wind，华创证券

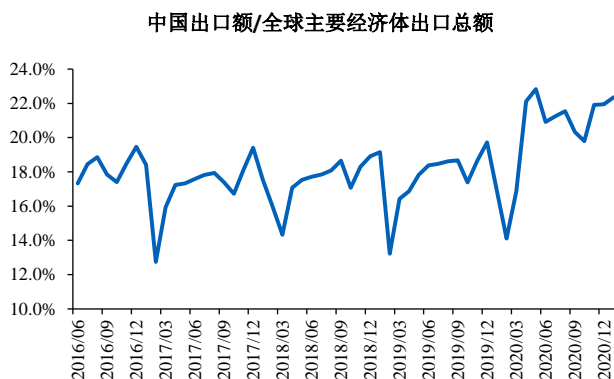
图表 7 地产增速疫后持续快于经济增速



资料来源：Wind，华创证券

**3、经济下行幅度的思考：胜负手在地产与出口。**出口与地产回落幅度可能会较为缓慢，使得经济下半年慢回落，不至于失速。**对于出口而言**，由于疫情的反复扰动，份额可能以极慢的速度回落。我们跟踪的数据表明，1月我国出口份额再度提升，达到22.3%，仅次于2020年5月的最高值。**对于地产而言**，我们强调这一轮地产销售的高景气来自经济发达地区的带动（两个原因：股市上涨带来财富增值、新增的社融多数被经济发达地区获得），而代表经济发达地区购买能力的存款余额占比，目前仍在较高位置。此前，2015-2017年，经济发达地区存款余额占比持续下降后，这些地区的地产销售景气才明显回落。这意味着，今年经济发达地区仍将带动地产销售保持高增长。关于地产销售区域角度的思考，参见报告《【华创宏观】金融视角看当下地产销售的区域特征——每周经济观察第15期》。

图表 8 出口份额下降的速度较慢



资料来源：Wind，华创证券

图表 9 经济发达地区存款占比再次上行至历史高位



资料来源：Wind，华创证券

#### （四）历史回顾：相似的时间有三次

时间段的划分标准：PPI 指数上行，同时 GDP 同比开始回落。

**1、2008 年 Q1-Q3：**经济增速从 2006-2007 年的 12%-15% 的高位增长区间逐季回落。2008 年 Q1 是 11.5%；Q2 是 10.9%，Q3 是 9.5%。PPI 指数从 2007 年 12 月的 1.248，上涨到 2008 年 8 月的 1.341，上涨幅度是 7.4%。

**2、2011 年 Q1-Q3：**经济增速从 2011 年 Q1 开始逐季回落（2010 年的经济数据使用两年



平均增长作剔基处理)，2010 年 Q4 两年平均增速为 10.9%，2011Q1 是 10.2%，2011Q2 是 10%，2011Q3 是 9.4%。PPI 指数从 2010 年 12 月的 1.343 上涨到 2011 年 9 月的 1.388，上涨幅度是 3.4%。

**3、2018 年 Q2-Q3:** 经济增速从 2018 年的 Q2 开始逐季回落。2018 年 Q2 是 6.9%，Q3 是 6.7%。PPI 指数从 2018 年 3 月的 1.333 上涨到 2018 年 10 月的 1.36，上涨幅度是 2%。

#### (五) 历史比较：这三次对应的国内外经济特征有哪些？

**三次类滞胀的经济特征存在明显的规律：经济是结构性回落并非全面回落，国内工业增加值与地产增速下行，但制造业投资与出口在类滞胀期依然很好；发达国家需求开始磨顶但并未进入大幅回落阶段。**

**为何会出现这样的规律？**往往是经济内外因素共振向上时，我国作为制造国，会比美国等核心需求国更早更快的出现明显的经济过热，进而我国会率先政策收紧（政策主要施加在地产和基建），经济率先见顶回落，但此时海外需求一般在高位磨顶，因此往往在类滞胀期呈现“工增和地产下行+制造业投资和出口依然比较好”的格局（如果外需一直不好，就不会存在类滞胀了，经济会直接从复苏进入量价双跌的衰退，比如 2014、2015 年）。

**规律还存在吗？**去年到今年似乎依然在重复这样的规律，只不过本次美国经济复苏或走的更远——我国去年经济内外需共振（地产+出口+基建都很强），提前复苏完成且达到过热，因此我国政策率先退坡（退基建、紧地产），经济先见拐点。但美国经济依然在恢复冲高中，外需依然向好（不论是疫情反复下的供给稀缺还是群体免疫下的需求拉动，本质都是通过出口拉动中国经济）所以后续类滞胀期中大概率依然维持“制造业投资向上，出口不太差，工业基建向下”的格局。

**值得注意的是，过去三次类滞胀期，尽管出口依然很好，但净出口对经济的拉动在类滞胀期开始走弱。**2008 年 Q1-Q3、2011 年 Q1-Q3、2018 年 Q2-Q3 出口增速均值分别为 23.1%、23.2%、11.6%，均保持较快增长，但净出口对 GDP 的拉动已转负。而在类滞胀阶段后，出口增速均呈现较大幅度回落，出口增速降至负增长或零增长。

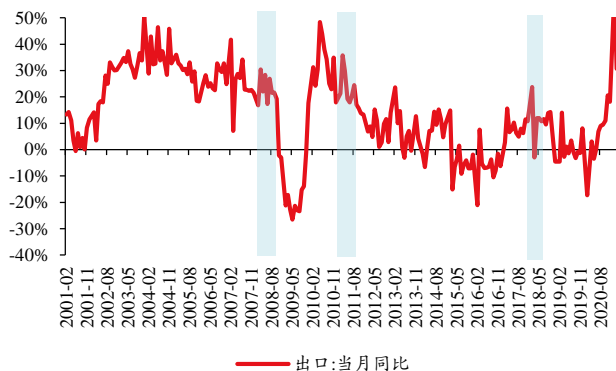
图表 10 三次类似环境下经济边际走弱的变量分析

时间区间	社零	地产销售面积	建安投资	基建	制造业投资	出口	工业	国内 GDP
2008 年 Q1-Q3	上	下	上	上	平	平	下	同比回落
2011 年 Q1-Q3	下	下	上	下	上	上	下	同比回落
2018 年 Q2-Q3	下	下	下	下	上	平	下	同比回落
2021 年 Q3-Q4	预计平	预计下	预计平或上	预计下	预计上	预计平或下	预计下	预计回落

资料来源：Wind，华创证券

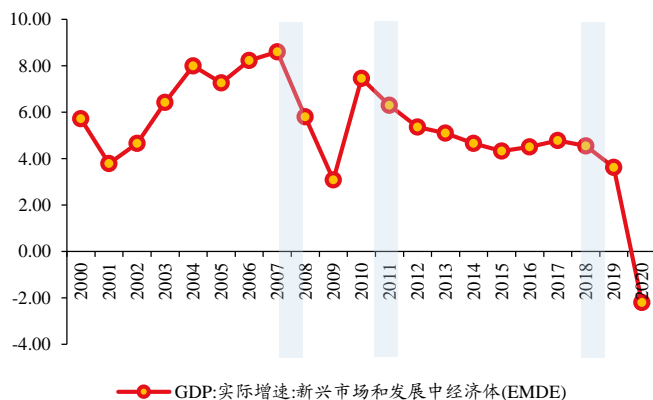


图表 11 类滞胀阶段出口增速均偏强



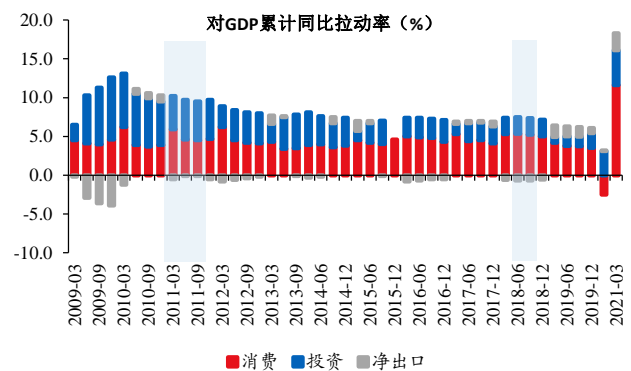
资料来源: Wind, 华创证券

图表 13 中国类滞胀阶段新兴市场经济同样触顶回落



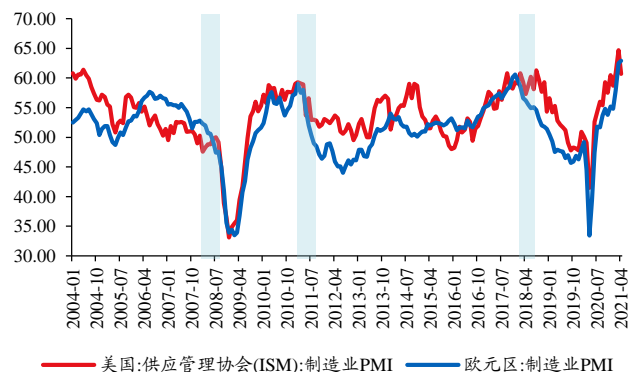
资料来源: Wind, 华创证券

图表 12 但净出口对 GDP 的拉动已转负



资料来源: Wind, 华创证券

图表 14 美欧 PMI 大致处于触顶回落的转折期



资料来源: Wind, 华创证券

### 三、货币政策：惆怅的扭捏，原地的张望

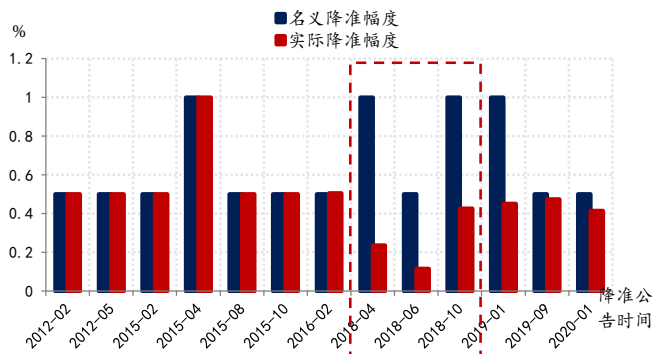
#### (一) 历史回顾：类滞胀时期的货币环境

回顾历史上类滞胀时期的货币环境，存在两大特征：一是货币政策表态较为扭捏，释放信号模糊；二是都呈现了紧信用的大环境。需要说明的是，由于 2012 年开始，我国经济从易热不易冷的高增长期进入经济增速趋势性下行的高质量发展期，因此货币政策在类滞胀时期调控的主要目标也从“防通胀”转变为“稳增长”。考虑到宏观经济背景和货币政策调控目标，我们在本部分的货币环境回顾以 2018 年 4-10 月的类滞胀时期为主。

首先，我们看货币政策的扭捏，体现在三个方面。一是“小转弯”。出现量价背离的政策操作。2018 年 4 月货币政策量松价紧，央行降准释放资金 4000 亿，但同时也抬升了 OMO7 天和 MLF 利率 5bp。二是政策操作力度打折扣，不及市场预期。2018 年类滞胀时期，央行的降准“有条件”、“有代价”，或是要求定向支持债转股和小微贷款，或是同时采取回笼 MLF 的对冲操作。实际降准幅度远低于名义降准幅度。三是政策效果打折扣。央行宣布降准后，银行间资金利率下行幅度非常有限，甚至短期内出现攀高的情况。

其次，都呈现了紧信用的大环境。类滞胀时期，经济增长速度放缓的同时，实体融资需求亦开始回落，并且同期监管政策多进行信用结构治理。多因素作用下，信用扩张速度在这一时期触顶下行。甚至信用周期的收缩最后往往引发尾部企业的出清。

图表 15 2018 年类滞胀时期货币政策降准力度打折扣



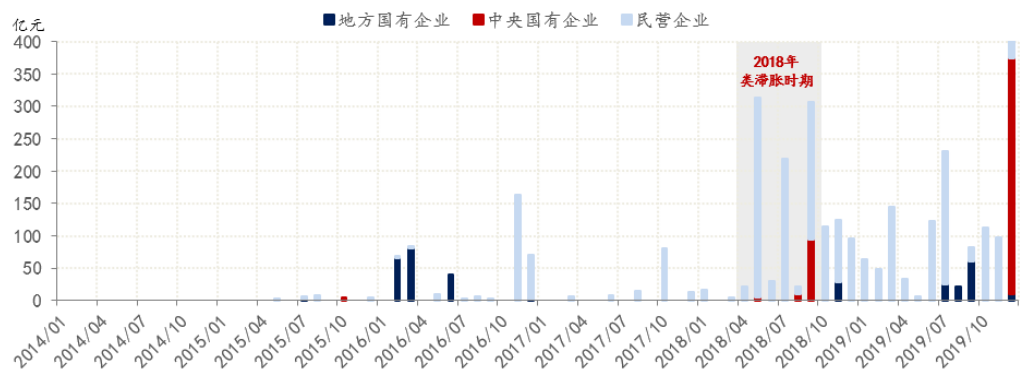
资料来源: Wind, 华创证券

图表 16 三次类滞胀时期社融增速均在回落期



资料来源: Wind, 华创证券

图表 17 信用债市场历史违约企业债券余额概览



资料来源: Wind, 华创证券

## (二) 下半年展望: 货币政策“不急转弯”的重心倾向“不急”

从目标而言, 货币政策在类滞胀期存在操作困局, 扭捏难有明确方向。借鉴 2018 年类滞胀时期的调控思路, 我们认为下半年货币政策难有明确方向。货币政策的扭捏, 实质是类滞胀时期的操作困局。这一阶段, 政策难以做总量松紧的大幅调整, 一方面经济的不均衡掣肘了收紧, 紧不好就可能引发经济加速下行; 另一方面通胀的高位又约束了松, 松不好则可能累积金融风险, 发酵资产泡沫。

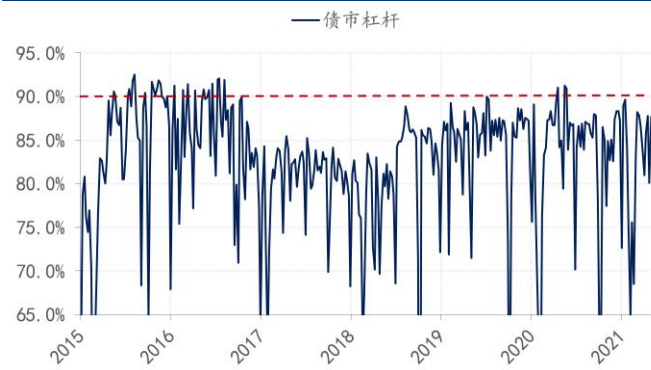
从具体触发信号而言, 下半年货币政策宽松和紧缩边界亦难出现明确触发信号。

面对宽松触发点, 目前都不存在 (保就业、违约引发信用系统性收缩), 预计经济增速在二季度后触顶慢回落并非断崖, 经济从过热回归正常, 保就业压力不会急剧爆发; 债务问题进入高层工作部署范畴意味着后续处理将更为前瞻与有序, 扩大版的永煤风险事件出现概率较低。

面对紧缩触发点, 目前都不存在 (通胀全面过热、机构加杠杆、资金套利空转), 下半年 PPI 同比虽然居于高位, 但核心 CPI 同比预计仅勉强修复到疫情前水平; 目前固定收益市场银行间质押式回购中隔夜交易占比未突破 90%, 意味着加杠杆行为也并不剧烈; AA 一年期中短期票据利率 - 一年期理财收益率尚未倒挂, 意味着“发债买理财”这个脱实向虚的套利空间非常有限。

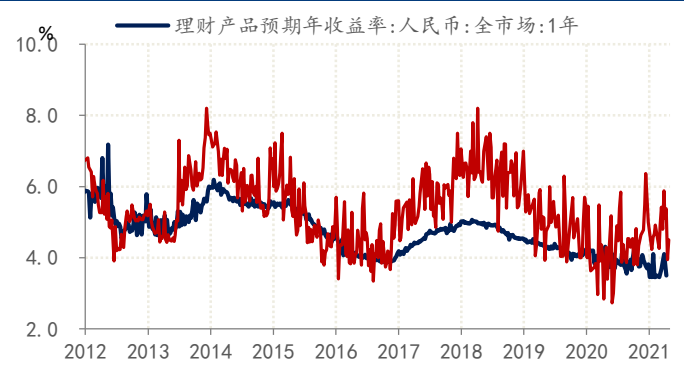
因此, 宽松与紧缩触发信号都不明确的情境下, 货币政策保持“不急”的概率更高, 既不着紧, 也不急着松, 投资者也应当多看少动。

图表 18 银行间质押式回购中隔夜交易占比



资料来源: Wind, 华创证券

图表 19 套利空间有限



资料来源: Wind, 华创证券

#### 四、债市：惆怅于进退两难

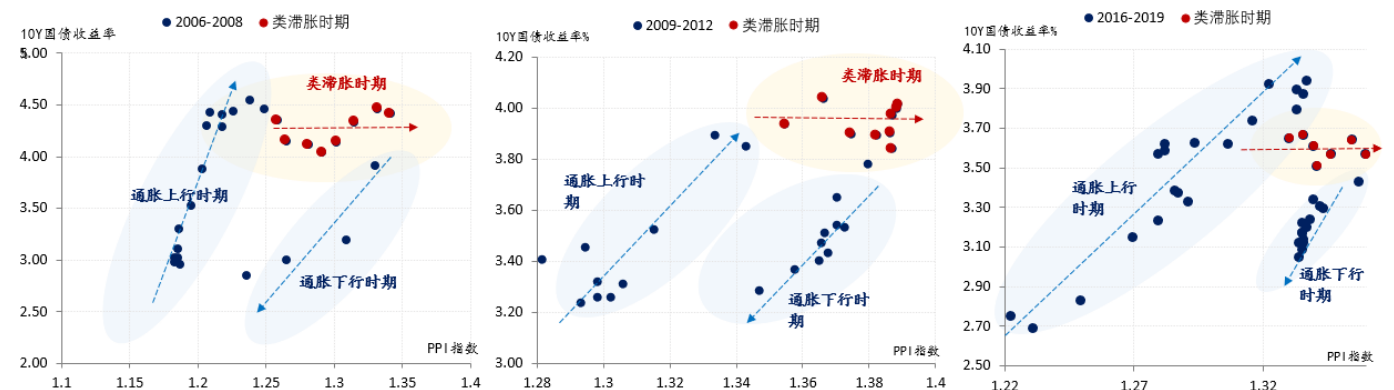
##### (一) 历史回顾：类滞胀时期，债市有哪些特征？

回顾历史上类滞胀时期的债市表现，利率“脱敏”震荡，信用“过敏”承压，利率收益>信用收益。

**“脱敏”的利率：**三次类滞胀时期，利率走势均缺乏明确方向，在窄区间内反复震荡，显示出由交易的进退两难造成的“脱敏特征”。这一时期制约利率反复震荡的关键，是经济增长转向 vs 通胀指标冲高的矛盾。利率被两大因素交替影响，呈现进退两难格局，定价进入平台期。

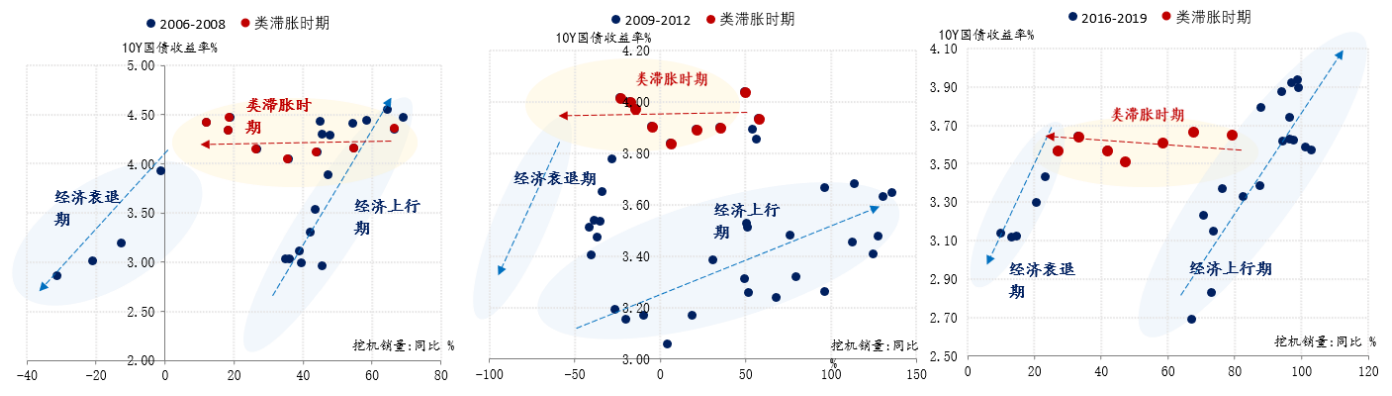
**“过敏”的信用：**不同于利率的震荡徘徊，滞胀时期的信用债表现多半不尽如人意。“紧信用”成为主导信用债市场的关键因素，低等级信用利差明显走阔。信用利差面临经营环境趋弱和融资条件收紧的双面夹击，信用违约成为滞胀时期的灰犀牛。

图表 20 类滞胀时期利率对于通胀的定价进入“平台期”



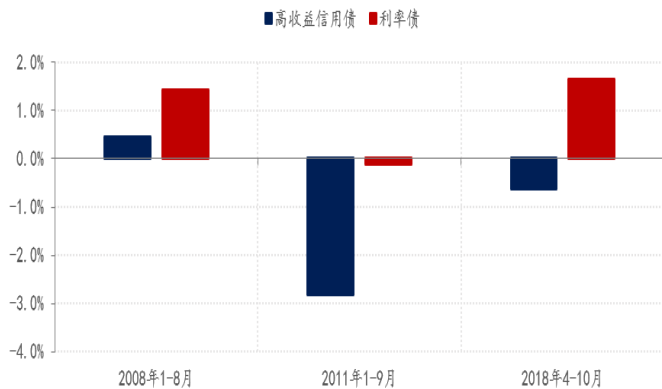
资料来源: Wind, 华创证券

图表 21 类滞胀时期利率对于经济的定价进入“平台期”



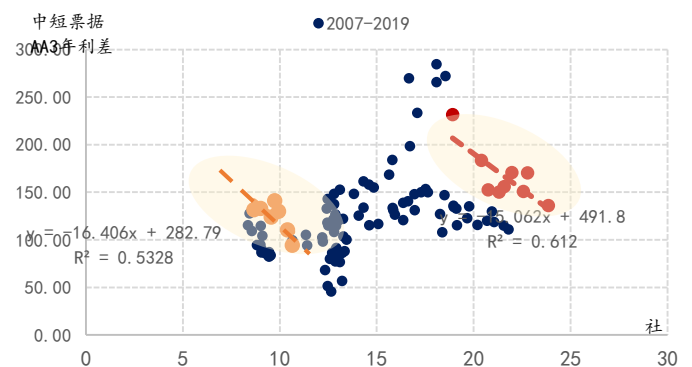
资料来源: Wind, 华创证券; 注: 由于宏观经济增长变量波动较小, 这里我们以挖掘机销量同比作为经济增长的高频替代指标

图表 22 类滞胀时期高收益信用债与利率债回报对比



资料来源: Wind, 华创证券

图表 23 类滞胀时期: 社融增速与信用利差成显著反比



资料来源: Wind, 华创证券

## (二) 展望: 利率震荡, 信用承压

因此, 结合第二部分对于基本面的判断, 滞胀的压力或至少持续到三季度末, 意味着下半年利率将在窄区间内震荡, 信用将明显承压, 债市资产的安全排序为“利率>信用”。尽管市场在下半年可能看到 PPI 指数冲高缓落, 经济增速缓慢下行, 但利率定价将显示出“脱敏”特征, 通胀上行不慌, 经济下行不追。而信用债在全年稳杠杆、调信用、降政府隐性债务、查地产违规融资的背景下, 尤需谨慎。

## 五、股市: 惆怅于选择的能力

### (一) 历史回顾: 类滞胀时期股市有哪些特征?

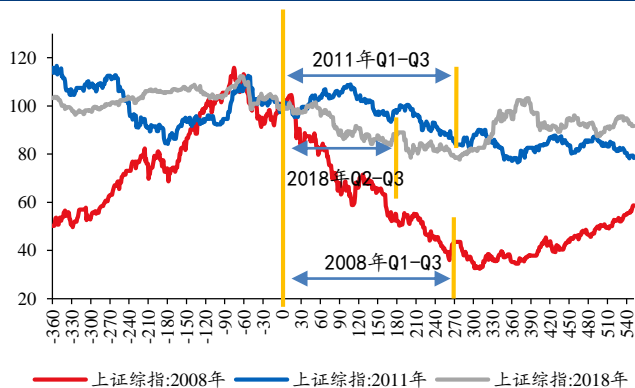
回顾过去三次类滞胀环境下的股市走势<sup>1</sup>, 有如下五大特征:

**第一, 压估值。**由于 M1-名义 GDP 回落进入下半场, 超额流动性降低, 指数层面压估值, 估值下跌是该期间中全部股指下跌的主要拖累因素。

<sup>1</sup> 在开始回顾之前, 我们首先要明确衡量股市走势特征的指数, 主要是: 用上证综指、深证成指、创业板指三大股指衡量市场的整体表现; 用沪深 300、中证 500 和中证 1000 指数来代表大中小盘股票的走势; 用 28 个申万一级行业指数来衡量不同行业的表现差异; 用中信风格指数 (金融、周期、消费、成长、稳定) 来衡量不同风格股票的走势差异。

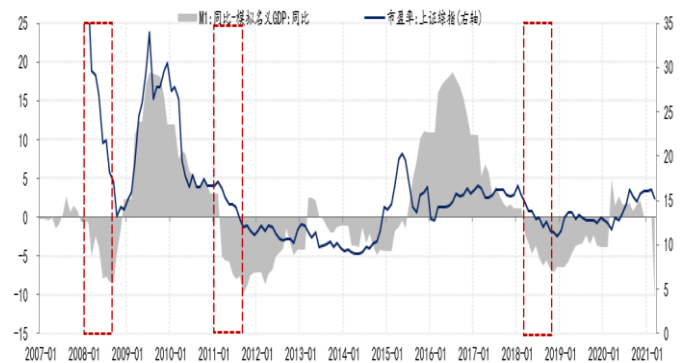


图表 24 类滞胀环境下股市承压



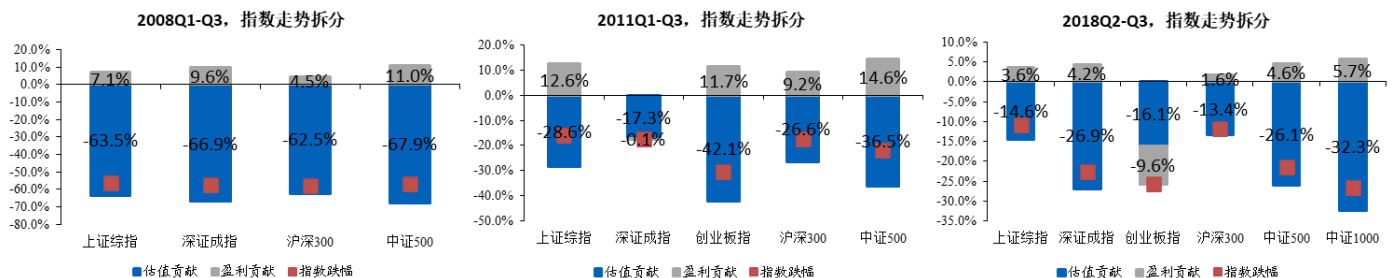
资料来源: Wind, 华创证券

图表 25 类滞胀时期估值承压



资料来源: Wind, 华创证券

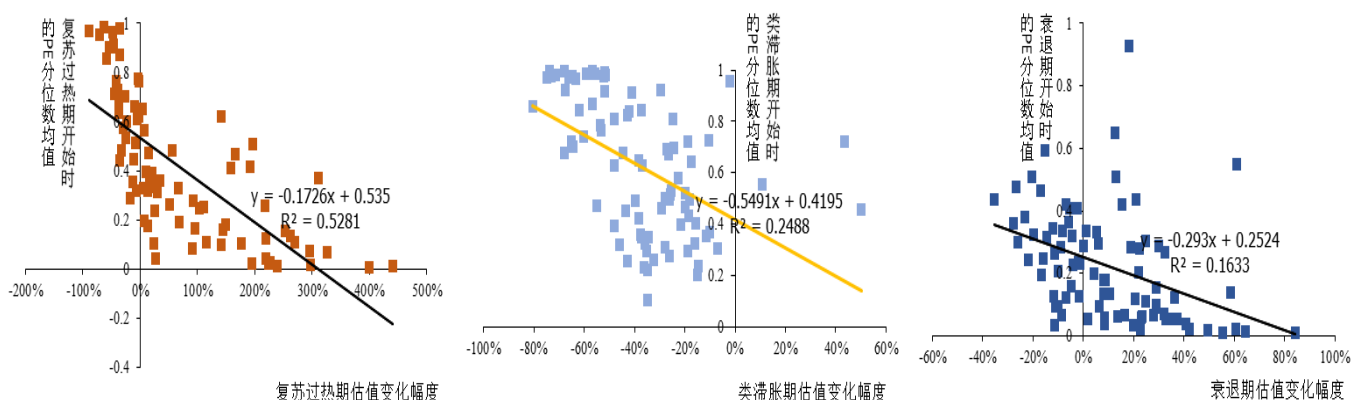
图表 26 类滞胀环境下的股市走跌, 都是由于估值中枢大幅下行导致的



资料来源: Wind, 华创证券

第二, 越贵的, 估值压力越大。不论在什么投资周期中, 当下行业估值分位数和未来一段时间的估值变动呈现负相关是符合常识的规律, 也就是某行业当下越贵, 未来估值可能回落的越大。类滞胀期中, 依然有此规律。

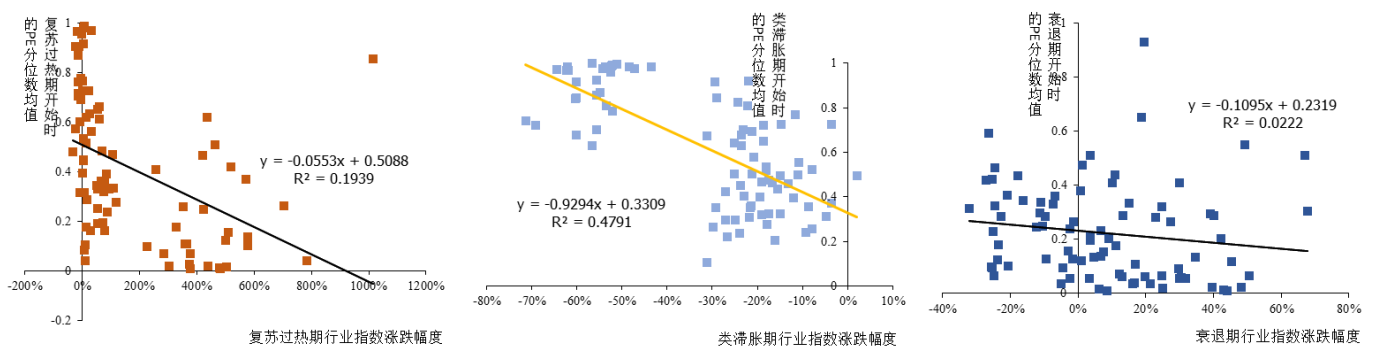
图表 27 行业估值变化与投资期初期的行业估值分位数的关系图



资料来源: wind, 华创证券; 注: 纵轴表示申万 28 个一级行业 PE 的历史分位数 (为避免极端值扰动, 取每段时期开始时前 15 个自然日的均值), 横轴表示在各段时期内行业 PE 变化的幅度。三段复苏过后期为 2006Q1-2007Q4、2009Q2-2010Q4、2016Q3-2018Q1, 三段衰退期为 2008Q4-2009Q1、2011Q4-2012Q3、2018Q4-2019Q4。



图表 28 行业指数涨跌幅度与投资期初期的行业估值分位数的关系图



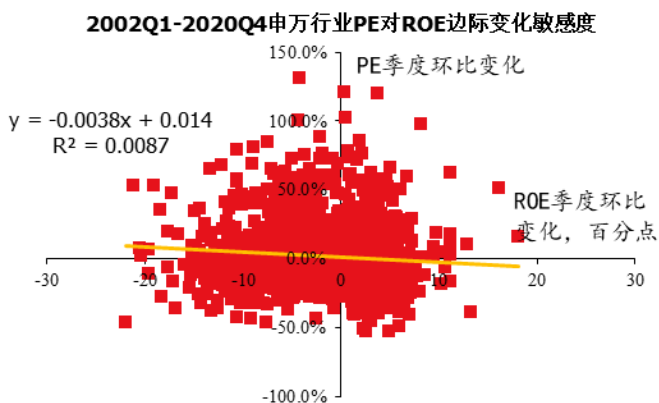
资料来源：Wind，华创证券；注：纵轴表示申万 28 个一级行业 PE 的历史分位数（为避免极端值扰动，取每段时期开始时前 15 个自然日的均值），横轴表示在各段时期内行业指数涨跌幅度。三段复苏过热期为 2006Q1-2007Q4、2009Q2-2010Q4、2016Q3-2018Q1，三段衰退期为 2008Q4-2009Q1、2011Q4-2012Q3、2018Q4-2019Q4。

第三，找到估值提升行业的概率很低。对比经济复苏过热、类滞胀、衰退三个阶段可以发现，无论经济过热还是衰退，找寻估值提升的行业都比较容易（复苏过热和衰退时期，找到估值回升行业的概率在 62% 和 60%），但在类滞胀期，这个概率只有 4%，即便行业估值很低了也未必会提升。（注：此处估值提升是指该行业在类滞胀期末比期初估值是提升的，不换仓的概念。）

第四，ROE 应是主导投资选择的核心变量。如果我们将每个行业每个季度的估值变化和 ROE 变化作为一个点，那么从 2002 年二季度至今我们可以得到一个密集圆团的散点图——结论是 A 股行业估值和盈利变化没有关系，这显然并不符合我们的投资直觉。详细区分三段投资周期可以清晰看到，经济复苏过热和衰退的时候，二者呈现负相关——ROE 变好的行业，估值在变低。只有类滞胀期，二者呈明显的正相关——ROE 变好的行业，估值可以提升。

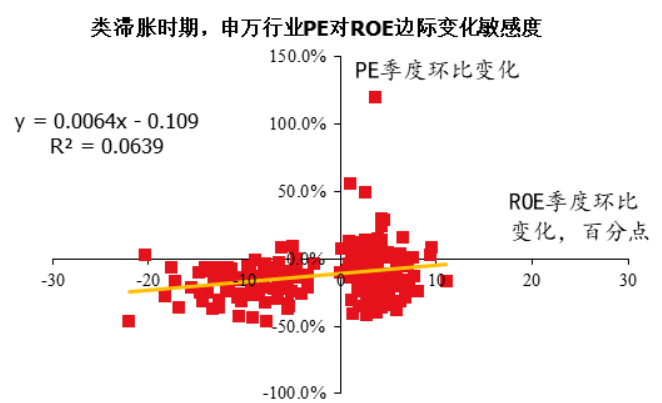
A 股市场中，估值是主要股价波动的来源（长期看，美股市场盈利是主要波动，估值比较稳定），所以大部分时间估值比盈利波动更为主导股价。只有在类滞胀期，ROE 格外重要，应当是主导投资选择的核心变量。而当下迈入类滞胀期，正是要切换这种思维的时候。

图表 29 行业 PE 对 ROE 边际变化的敏感度



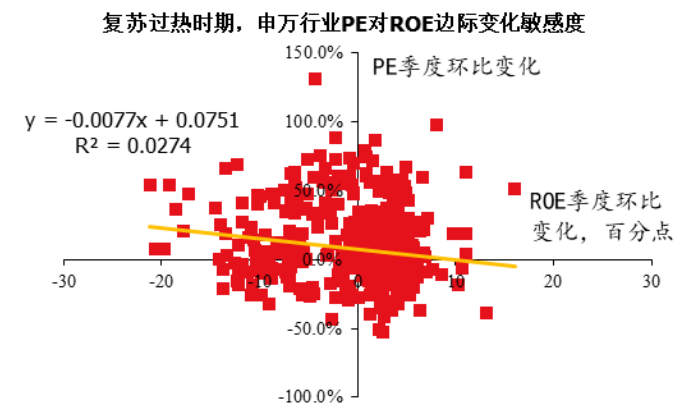
资料来源：Wind，华创证券；注：因财报公布时间的滞后性，当季 PE 变化对应的是上一季度的 ROE 边际变化。

图表 30 类滞胀时，PE 对 ROE 边际变化的敏感度



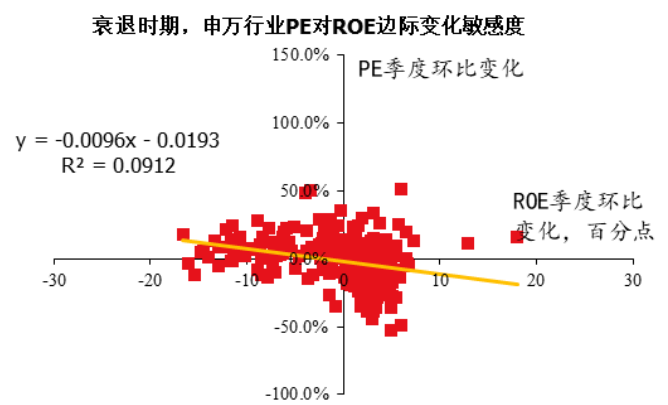
资料来源：Wind，华创证券；注：因财报公布时间的滞后性，当季 PE 变化对应的是上一季度的 ROE 边际变化。

图表 31 复苏过热时，PE 对 ROE 边际变化的敏感度



资料来源：Wind，华创证券；注：因财报公布时间的滞后性，当季PE变化对应的是上一季度的ROE边际变化。

图表 32 衰退时，PE 对 ROE 边际变化的敏感度



资料来源：Wind，华创证券；注：因财报公布时间的滞后性，当季PE变化对应的是上一季度的ROE边际变化。

**第五，风格和行业的复盘。**我们做了在三个投资周期中，5大风格指数与28个申万一级行业的季度走势复盘。在各时期表现相对较好的风格和股票是：复苏过热时期，消费、成长类股票，食品饮料、家电、建材和医药生物行业；类滞胀时期，稳定、消费和金融类股票，食品饮料、银行和医药生物行业；衰退时期，金融、成长和消费类股票，有色金属、电子、建材和房地产行业。

图表 33 三段投资周期中，五大风格和28个一级行业的季度平均收益率排序表

复苏过热时期		类滞胀时期		衰退时期	
风格	行业	风格	行业	风格	行业
消费(3.1%)	食品饮料(6.2%)	稳定(-8.9%)	食品饮料(-6.5%)	金融(4.3%)	有色金属(6.4%)
成长(1.3%)	家用电器(4.4%)	消费(-9.2%)	银行(-8.3%)	成长(4.1%)	电子(6.3%)
周期(0.4%)	建筑材料(4.1%)	金融(-9.8%)	医药生物(-8.8%)	消费(3.8%)	建筑材料(6.1%)
稳定(0.0%)	医药生物(3.7%)	周期(-11.6%)	家用电器(-8.9%)	周期(0.9%)	房地产(6.0%)
金融(-0.7%)	电子(3.5%)	成长(-12.1%)	农林牧渔(-9.0%)	稳定(0.2%)	家用电器(5.3%)
-	有色金属(3.1%)	-	休闲服务(-9.0%)	-	非银金融(5.0%)
-	建筑装饰(1.9%)	-	采掘(-9.6%)	-	农林牧渔(4.6%)
-	休闲服务(1.7%)	-	建筑装饰(-9.7%)	-	计算机(4.5%)
-	机械设备(1.5%)	-	化工(-9.8%)	-	食品饮料(4.5%)
-	计算机(1.0%)	-	钢铁(-10.0%)	-	医药生物(4.4%)
-	农林牧渔(0.9%)	-	计算机(-10.2%)	-	休闲服务(4.0%)
-	电气设备(0.6%)	-	建筑材料(-10.5%)	-	综合(3.9%)
-	商业贸易(0.5%)	-	纺织服装(-10.7%)	-	电气设备(3.3%)
-	钢铁(0.4%)	-	公用事业(-10.9%)	-	传媒(2.9%)
-	国防军工(0.2%)	-	商业贸易(-10.9%)	-	国防军工(2.9%)
-	采掘(0.1%)	-	非银金融(-11.1%)	-	汽车(2.6%)
-	综合(-0.1%)	-	通信(-11.4%)	-	机械设备(2.2%)
-	轻工制造(-0.3%)	-	交通运输(-11.6%)	-	银行(2.1%)
-	交通运输(-0.4%)	-	房地产(-11.8%)	-	轻工制造(1.0%)
-	银行(-0.6%)	-	机械设备(-11.9%)	-	公用事业(0.7%)
-	汽车(-0.9%)	-	轻工制造(-12.1%)	-	通信(0.3%)
-	非银金融(-1.1%)	-	综合(-12.7%)	-	纺织服装(0.0%)
-	通信(-1.1%)	-	国防军工(-12.8%)	-	化工(-0.2%)
-	纺织服装(-1.2%)	-	电气设备(-12.8%)	-	建筑装饰(-0.3%)
-	化工(-1.5%)	-	传媒(-12.9%)	-	交通运输(-0.6%)
-	房地产(-1.6%)	-	汽车(-13.5%)	-	商业贸易(-1.0%)
-	公用事业(-1.6%)	-	电子(-13.6%)	-	采掘(-1.8%)
-	传媒(-2.9%)	-	有色金属(-15.1%)	-	钢铁(-4.1%)

资料来源：Wind，华创证券；注：括号内数字为各风格和行业在特定期限内的季度平均涨跌幅，按照从高到低排列，为避免单日扰动，我们取各指数在季度末后五天的平均值计算当季涨跌幅。

## （二）展望：心态平和，以盈利为抓手，避估值之压力

首先，以上复盘特征给我们的启示是——整体指数层面难有大机会，心态需放平和；超额流动性继续下滑之背景，估值压力客观存在；**正途只有一条就是将 ROE 等核心盈利指标作为投资标的选择的主要抓手。**

其次，透过宏观了解抓手的大概位置——类滞胀的宏观环境下，哪里可以有利润的改善？我们提供三个视角。

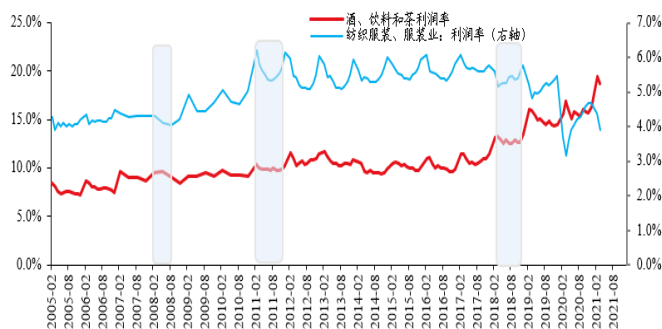
**1、涨价扩散视角。选择价格能上涨、但利润率不受上游涨价影响的行业。比如食品饮料、休闲服务等。**一轮价格上涨周期，后涨价的往往是日用消费品、服务业等。比如 A 股中的食品饮料、纺织服装、轻工、休闲服务等。但这些行业内部有一定的区别，比如纺织服装，滞胀期利润率有所下行，上游开始侵蚀其利润。但食品饮料，受上游涨价影响不大。

**2、受益周期股业绩改善的行业。比如银行股、一些设备类公司。**滞胀期，尽管上游利润率、利润占比继续走高。但出于对后续经济衰退、工业品价格下行的担忧，周期股超额收益已经不明显了。但，换个思路，周期股业绩改善，会对银行、设备类公司的业绩带来提升。（注：以 1 季度末信贷数据为例，工业中长期贷款余额 11.92 万亿元，其中，重工业中长期贷款余额 10.29 万亿元，重工业占比高达 86%）。

**3、受益经济结构性上行的板块。比如家电、设备。**回顾过去三次类滞胀的经济特征会发现，这一时期经济是结构性回落并非全面回落，景气依然上行的有制造业投资、出口以及建安投资（注：2016 年以前竣工滞后于地产销售、新开工等，每次地产销售景气回落时恰是竣工上行时）。这一次，我们对下半年结构性景气上行的板块的判断，主要是制造业投资、竣工（逻辑略有差异，这次主要是三条红线约束下的竣工提升需求）。

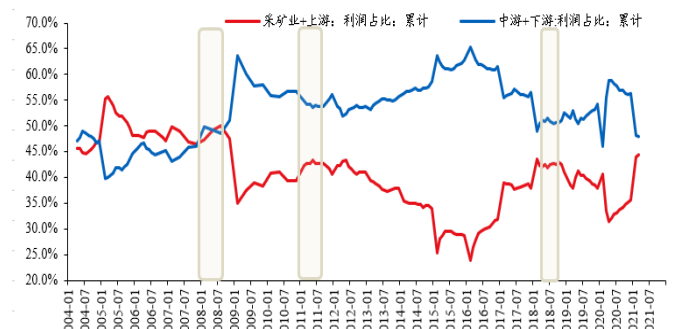
最后，结合过去三次类滞胀时期的行业表现、当前的估值情况、下半年宏观景气度的判断。建议或者选择估值极低业绩下行风险较小的板块，如公用事业（水务、水电类）、非银金融。或者选择估值适中甚至偏贵，但景气有改善空间的板块，如银行、家电等。对于食品饮料与休闲服务，尽管滞胀期业绩有改善空间、股价涨幅相对靠前，但考虑到当前估值已经较贵，可能需要做一定的择时、择股。

图表 34 类滞胀期：酒、饮料利润率走高、服装走低



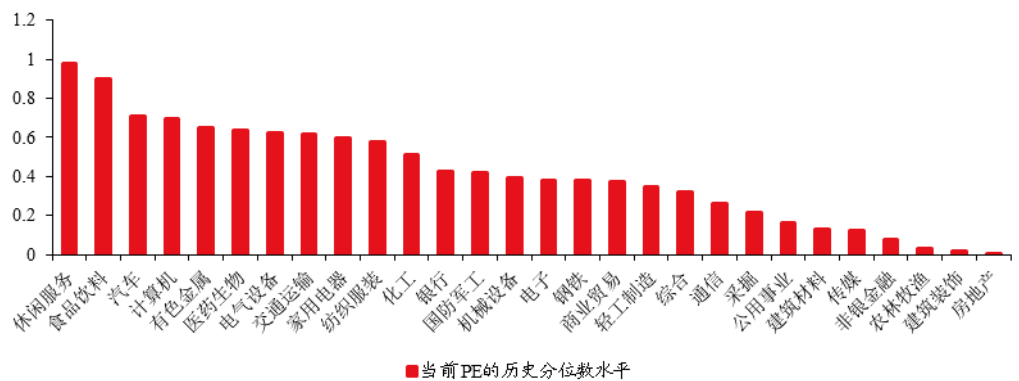
资料来源：Wind，华创证券

图表 35 类滞胀期：上游利润占比尚未开始回落



资料来源：Wind，华创证券

图表 36 申万一级行业当前估值所处的历史水平



资料来源: Wind, 华创证券, 注: 当前PE为2021年4月下半月的平均值, 计算分位数的时间段为2000年至今。

## 六、宏观数据预测

### (一) 通胀: CPI温和修复, PPI冲高缓落

**CPI与核心CPI:** 中性预计全年CPI同比中枢1%左右, 下半年高点在2%附近。考虑到生猪产能的快速修复以及非瘟变异毒株影响低于预期(农业部预计2季度全国规模猪场肥猪出栏量同比增幅达到50%), 我们判断未来猪肉价格难有明显反弹, 年底月均价接近28元/公斤。预计全年核心CPI同比中枢1%, 未来持续修复, 至年底达1.5%接近疫情前水平。二季度服务消费大幅回暖, 同时生产资料价格传导将进一步反映到居民消费品中, 核心CPI大概率进入加速上行期。

**PPI:** 中性预计全年PPI同比中枢在5.4%左右, 仅次于2017年。PPI同比, 5月见高点大概率破7%, 三季度微回落。PPI环比, 持续为正至三季度末, 直至四季度或跟随大宗商品价格开始回落。宏观视角看, 四象限模型中指征PPI同比拐点的宏观指标相继在三季度末见顶。微观视角看, 考虑到铜价相对油价的领先关系指征工业品价格可能至少能涨到三季度末。

图表 37 CPI走势预测

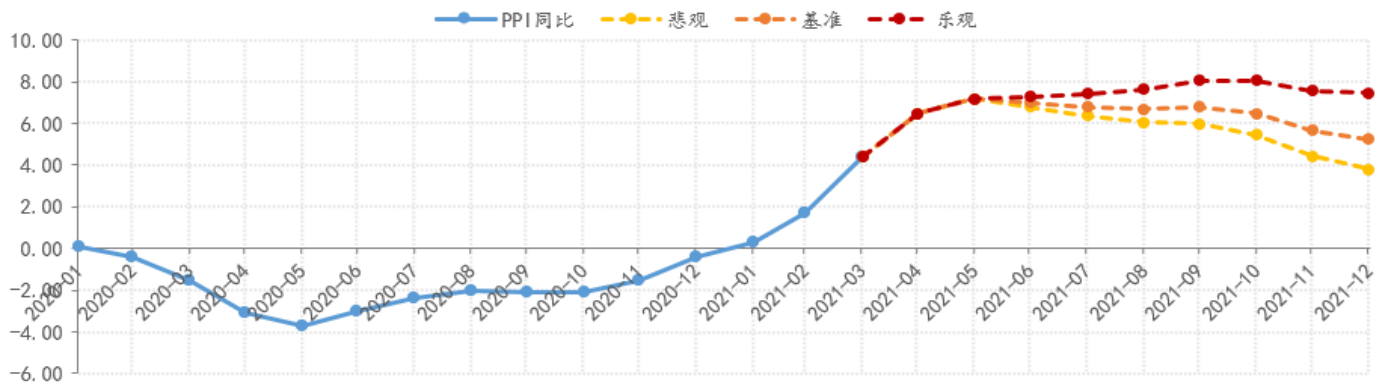
假设情景	猪肉	油价(布油)
乐观	全年均价35元/公斤, 年底33元/公斤, 夏季反弹, 下半年回落幅度有限。	全年均价70美元/桶, 年底80美元/桶, 油价持续上涨到年末。
基准	全年均价33元/公斤, 年底28元/公斤, 夏季平稳, 下半年小幅回落。	全年均价67美元/桶, 年底70美元/桶, 三季度站上70, 四季度保持平稳。
悲观	全年均价30元/公斤, 年底22元/公斤回归非洲猪瘟前水平, 5-10月继续下跌。	全年均价64美元/桶, 年底60美元/桶, 三季度止涨, 四季度回落。



资料来源: Wind, 华创证券预测

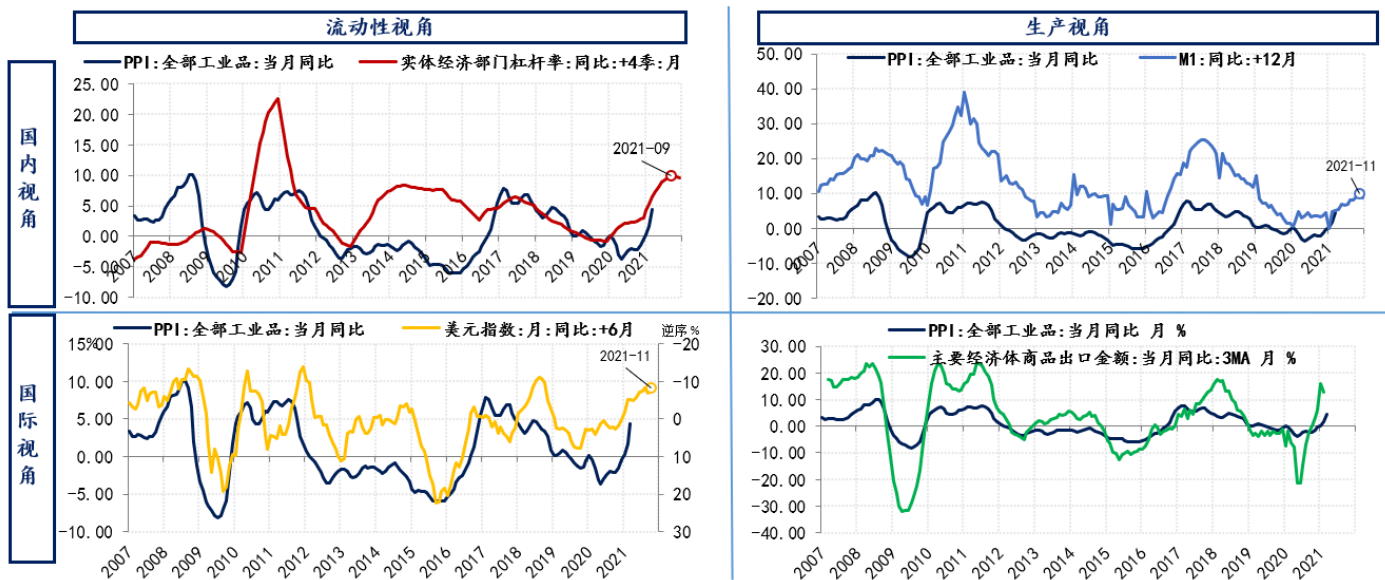


图表 38 PPI 走势预测



资料来源: Wind, 华创证券预测

图表 39 PPI 四象限模型中, 指征 PPI 同比拐点的宏观指标在三季度末相继见顶



资料来源: Wind, 华创证券预测

## (二) 金融: 社融及 M1 同比双双下行

**社融:** 中性预计全年新增社融 33.3 万亿, 年末社融同比或略高于 11.5%。其中, 对实体经济新增人民币贷款持平于去年同期, 基本为 20 万亿。委托及信托贷款收缩 1.6 万亿, 收缩幅度略高于 2020 年。企业债券融资规模基本与 2019 年相当在 3.4 万亿左右, 政府债券融资规模 7.35 万亿。节奏上, 二季度或为社融同比加速下行期, 但四季度在低基数效应和财政后倾作用下, 有望企稳乃至小幅反弹。

**M1:** 中性预计年末 M1 同比回落至 6% 左右。根据三因子模型, 地产销售同比的回落、表外融资的收紧、以及地方政府隐性债务治理, 将对 M1 形成拖累。高基数及严调控下, 全年地产销售金额同比或降至 5%。表外融资中, 委托贷款+信托贷款+未贴现承兑汇票或收缩 1 万亿左右。地方政府债券融资规模较 2020 年有所收敛, 且隐性债务治理大概率将影响城投企业资金状况。边际有力的支撑力量是信贷结构性支持民企、小微的力度, 一季度普惠小微贷款同比增长 34% 略超预期。



图表 40 社融增速预测



资料来源: Wind, 华创证券预测

图表 41 三因子模型的 M1 同比预测

年份	商品房销售额: 累计同比 (%)	新增非标+小微贷款 (亿元)	地方债 (包括城投) 净融资额 (亿元)	M1 同比 (%)
2015	14.4	12,171	46,945	15.2
2016	34.8	19,339	72,746	21.4
2017	13.7	45,450	46,233	11.8
2018	12.2	-15,018	39,154	1.5
2019	6.5	4,130	43,090	4.4
2020	8.7	21,874	62,560	8.6
2021 E	悲观	3.0	20,770	4.6
	中性	5.0	30,282	6.4
	乐观	7.0	42,832	8.7

资料来源: Wind, 华创证券预测

### (三) 进出口: 下半年出口增速或将有所回落

**进出口:** 预计 2021 年全年出口同比+13%，进口同比+19%。Q2 出口同比+14%，进口同比+25%，Q3 出口同比+6%，进口同比+14%，Q4 出口同比-4%，进口同比+10%。

中国出口额=全球出口额\*中国出口份额，而决定全球出口贸易需求与中国出口份额变化的关键在于海外疫情控制情况。按照目前各国疫苗接种速度线性外推来看，美国有望于 7 月初左右完成 70% 人口的疫苗接种，欧洲则或将在年底前后完成，这一方面意味着作为全球主要需求国，美欧的进口需求有望在下半年进一步提升，带来我国出口需求持续改善。另一方面，美欧自身供应能力提升，也可能带来因海外供应不足而大幅提升的中国出口份额出现回落，不过由于海外全面复工仍需时日、且部分商品中国有望永久性替代海外出口份额，因此即便下半年份额回落，与疫情前相比仍处于高位。综合来看，下半年出口呈现需求提升、份额回落的跷跷板局面，Q4 受高基数影响同比增速或将转负。

### (四) 宏观数据预测汇总

图表 42 宏观数据预测汇总

单位: % (年、当季)	2018A	2019A	2020A	2021E	2021Q1A	2021Q2E	2021Q3E	2021Q4E
GDP: 不变价:	6.7	6.0	2.3	8-9	18.3	8-9	6.0-6.5	4.5-5.0
投资:								
制造业投资增速	9.5	3.1	-2.2	8.5	29.8	9.5	6.5	3.3
基建投资	1.8	3.3	3.4	0.6	26.8	-1.9	-4.1	-3.6
房地产投资	9.5	9.9	7	6	25.6	6	-1.4	-2.6
消费: (社零)	9.0	8.0	-3.9	17.1	33.9	17.0	12.0	8.0
外贸:								
出口增速 (美元计价)	9.9	0.5	3.6	13.0	49.0	14.0	6.0	-4.0
进口增速 (美元计价)	15.8	-2.7	-0.8	19.0	28.0	25.0	14.0	10.0
地产销售面积增速	1.3	-0.1	2.6	4.4	63.8	7	-5	-13
工业增加值增速	6.2	5.7	2.8	9.1	24.5	8.3	6	4.1
CPI (均值)	2.1	2.9	2.5	1	0	1.2	1.1	1.5
PPI (均值)	3.5	-0.3	-2	5.4	2.1	6.8	6.7	5.8
M1 (季末)	1.5	4.4	8.6	6.4	7.1	6.6	6.3	6.4
M2 (季末)	8.1	8.7	10.1	8.8	9.4	8.9	8.6	8.8
社融 (季末)	10.3	10.7	13.3	11.6	12.3	11.6	11.3	11.6

资料来源: Wind, 华创证券预测

## 宏观组团队介绍

### 所长助理、首席分析师：张瑜

现任华创证券研究所所长助理、宏观经济研究主管、首席宏观分析师，曾任民生证券投资决策委员会委员、首席宏观分析师、资产配置与投资战略研究中心负责人，还兼任中国人民大学国际货币研究所研究员，中国人民大学财税研究所兼职研究员，澳门城市大学经济研究所特约研究员。2019 年获 首届新浪金麒麟宏观新锐分析师第一名、上证报最佳宏观经济分析师、水晶球最佳宏观分析师入围；2020 年获 新财富最佳分析师第五名、金牛最具价值分析师 30 人、水晶球最佳分析师第五名、新浪金麒麟最佳分析师第五名。

### 高级研究员：杨轶婷

香港大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

### 高级分析师：陆银波

中国人民大学经济学硕士，CPA。曾任职于中信证券。2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

### 研究员：高拓

CFA，加拿大麦克马斯特大学金融学硕士。2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

### 研究员：殷雯卿

中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

### 助理研究员：付春生

中国人民大学金融硕士，2020 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售经理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	张嘉慧	销售助理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售助理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

**强推:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
**推荐:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
**中性:** 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
**回避:** 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

**推荐:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
**中性:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
**回避:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522