

宏观专题

分化下的预期差——2021年中期宏观经济和资产配置展望

核心逻辑和主要结论 (ps:正文对大部分经济线索和经济指标, 都有较为详细的推演或测算):

1、疫情反复和疫苗进展是上半年最大变量, 下半年同样如此。目前看, 本轮疫情持续时间很可能超预期:全球新增确诊5月下旬以来回落, 但近期东南亚有恶化迹象; 全球疫苗接种提速(美国进入瓶颈期), 但实际情况看50%以上的接种率仍然风险不小, 全面放开尚待时日。

2、各国疫情控制有先有后、有好有坏, 导致本轮经济修复呈现出典型的“分化”。其一, 修复进度不同, 中国始于去年Q2, 日韩始于去年Q3, 欧美则始于年底年初; 其二, 供需错位、生产跟不上需求, 这也是本轮大宗商品大涨的主推手; 其三, 经济动能分化, 美国靠政府“发钱”拉动消费, 中国强在出口、地产和工业生产; 其四, 政策节奏分化, 中国率先暂停宽松、以稳为主, 美国Taper已渐行渐近、财政刺激有望进一步加码, 新兴国家“被动”承压。

3、下半年, 宏观形势有望从分化逐步走向均衡, 但也会有新的分化, 要紧盯4大扰动

1) 基本面: 整体需求延续恢复、供需错配有所缓解, 但中美增长动能都将趋缓。节奏上, 美国GDP同比和环比增速可能Q2达高点、Q3开始回落, 欧洲将可能好于美国, 中国GDP同比高点已过、年内逐季回落, 环比增速“两头低、中间高”(Q2趋上行、下半年回落)。动能上, 中美地产都将趋弱, 但服务消费均有较大改善空间。进一步看中国, 下半年地产韧性仍强, 制造业投资和基建投资将延续修复, 出口仍然乐观, 消费继续修复、但难回正常水平。

2) 政策面: 国内政策尚未转向, 边际紧、防风险、去杠杆、监管严是大趋势, 但节奏会比较温和。当前政策环境类似温和版的2017年下半年和2018年上半年, 会各种“排雷”, 只不过全局风险难有, 而是逐步释放局部风险, 尤其是控地产、去杠杆、压非标等等。

3) 货币政策: 可能易紧难松, 但收紧过程较为缓和, 可能仍是“量缩价稳”, 并更突出相机抉择, 具体表现为“稳货币+紧信用”。信贷整体趋紧, 但企业中长贷预计仍有支撑, 社融收紧将主要体现在信托、表外票据等非标融资上, 同时, 对制造业、小微等继续结构性支持。

4) 财政政策: 下半年有望加速发力, 紧盯地方债发行节奏和隐性债务化解进度。受稳增长压力较小、前期沉淀资金再利用、项目审核变严等因素影响, 前5月地方债发行偏慢。往后看, 按照最新额度安排和均衡发债要求三季度可能加快发债, 预计Q3月均发行新增专项债7000亿左右, 一般债1000亿左右, 新增地方债合计8000亿左右, 净融资额6000-7000亿之间。

5) 紧盯四大扰动: 疫情、美联储Taper、美国财政刺激、中美关系: 疫情反复和疫苗进展仍是下半年的核心变量; 美联储缩减QE (Taper) 最快12月宣布, 2022年Q1开始执行, 下半年市场也将逐步Price-in; 拜登一揽子财政计划有望落地, 但最终规模可能缩水; 中美关系, 希望不可无、幻想不可有, 整体仍偏紧, 显著恶化概率不大。

4、下半年, 中美通胀可能都将居高, 通胀也将继续成为市场焦点

> 美国通胀: CPI同比5月达到高点, 6月开始回落, 核心CPI同比保持高位。

> 中国通胀: 警惕下半年PPI同比整体维持高位(下半年可能7%以上, 全年5%-6%以上)。中性假设下CPI将维持稳定(下半年1%-3%之间, 全年同比1%-2%)。

> 提示三大关注点: 可通过3个维度跟踪大宗商品涨幅; 关注PPI的四重传导效应, 尤其是PPI对核心CPI的传导; 上游成本涨价对中游企业利润的影响(中观部分具体分析)。

5、下半年资产配置展望: 股市结构性机会, 债市配置性机会, 关注5大预期差

1) 中观层面视角, 可关注4条主线: 制造业投资、补库、涨价、地产链条

> 从制造业投资, 可继续关注出口产业链(纺织、机电产品等)和可选消费产业链(纺织、文娱用品、印刷、饮料制造等)的结构性机会, 上游涨价产业链走势存在不确定性。

> 从库存角度看, 上游采掘、原材料(煤炭、石油、化工、黑色等)、下游消费(纺织、造纸、文娱用品等)库存较低, 仍有补库空间; 中游设备制造库存较高, 下半年可能开始去库。

> 从上游涨价对盈利影响看, 上游产业仍利好, 可关注受益于涨价且议价能力提升的煤炭、有色; 成本传导能力上游>中游>下游, 可关注纺织、食品、文娱、造纸等需求驱动型行业。

> 从地产链条看, 本轮竣工回升的持续性较强, 家具、家电等地产下游消费有望继续改善。

2) 流动性视角: 美债收益率温和上行; 国内利率趋震荡, 预期差可能导致Q3承压

> 利率: 对于美债: 10Y美债收益率可能温和上行, 但TIPS收益率将加速上行, 有望从当前的-0.8%左右回升至接近0%。对于国内利率: DR007总体仍将围绕7天逆回购利率波动, 地方债发行节奏是扰动; 中国10Y国债收益率多空交织, 震荡为主, 难以趋势性上行或下行。

> 汇率: 对于美元, 难以持续下跌、也难以趋势性走强, 短期关注美欧疫苗接种速度之差, 中长期关注美欧经济与货币政策之差。对于人民币, 近期官方多措并举旨在扭转单边升值预期, 后续人民币可能趋震荡、仍有升值空间, 但不确定性较大。

3) 政策面视角: 调结构、促转型, 双循环、科技、人口、土地、都市圈等制度红利可期

> 年内可紧盯的动向: 建党100周年可能的“大礼包”; 年内将公布“促进共同富裕行动纲要”; 三孩的配套措施; 房地产税可能增加试点城市; 碳中和碳达峰的相关政策。

4) 总观点: 股市, 结构性机会; 债市, 配置性机会; 商品, “高处不胜寒”; 汇率, 不宜单边做。我们也密切提示, 基本面、通胀、货币政策、疫情、中美关系等方面都有较大预期差。

PS:文末附1: 下半年重要事件一览表; 附2: 下半年主要经济数据预测表

风险提示: 疫情演化超预期; 政策走向超预期; 外部环境变化超预期

作者

分析师 熊国

执业证书编号: S0680518050004

邮箱: xiongyuan@gszq.com

分析师 何宁

执业证书编号: S0680520070002

邮箱: hening@gszq.com

分析师 刘新宇

执业证书编号: S0680521030002

邮箱: liuxinyu@gszq.com

研究助理 杨涛

邮箱: yangtao3123@gszq.com

研究助理 刘安林

邮箱: liuanlin@gszq.com

相关研究

1、《专题: 四大方法测算上游涨价对企业利润的影响》

2021-06-04

2、《人民币汇率的真相与误区》2021-06-01

3、《5月PMI的喜与忧》2021-05-31

4、《专题: 从三大周期的背后, 看经济形势与资产配置》

2021-05-25

5、《4月美联储会议纪要和纽约联储调查的Taper信号》2021-05-21

6、《经济恢复到什么程度了?——全面解读4月经济》

2021-05-17

7、《出口为何频频超预期?——兼评4月贸易数据》

2021-05-07

8、《把握三重“窗口”——逐句解读4.30政治局会议》

2021-05-01

9、《近期密集发文, 今年地方隐性债务化解如何走?》

2021-04-28

10、《专题: 重塑与重估——2021年宏观经济展望》2020-12-06

内容目录

一、政策面：稳货币、紧信用、宽财政、调结构，有四大扰动	5
1、总基调：尚未转向，边际紧、防风险、去杠杆是大趋势	5
2、货币端：稳货币+紧信用，既结构性松、又结构性紧	5
3、财政端：有望加速发力，紧盯地方债节奏和化债进度	8
4、中长期：调结构、促转型，科技、人口等制度红利可期	10
5、扰动点：疫情+美联储 Taper+美国财政刺激+中美关系	11
二、基本面：从分化走向均衡，增长动能仍强，但下半年趋缓	17
1、从全球走势看，美国二季度达到高点，下半年欧洲可能好于美国	17
2、从三驾马车看，下半年增长动能切换，出口强、消费起、投资稳	19
3、从三大周期看，今年房地产周期下、资本开支周期和库存周期上	20
三、流动性：中美通胀居高，国内利率震荡、Q3 承压，人民币汇率不确定大	21
1、美国通胀：CPI 同比 6 月开始回落，核心 CPI 同比保持高位	21
2、中国通胀：下半年 PPI 整体高位，更可能是“微滞胀”，提示三大关注点	23
3、利率：美债收益率温和上行；国内利率趋震荡，预期差使 Q3 承压	26
4、汇率：美元难持续跌；人民币趋震荡，仍可能升值，但不确定性大	28
四、中观面：关注制造业投资、补库、涨价、地产竣工 4 主线	30
1、制造业投资修复的行业特征	30
2、补库趋势的行业特征	32
3、上游涨价对中下游利润的冲击	34
4、地产竣工的可持续性	36
五、配置面：股市结构性机会，债市配置性机会，关注 5 大预期差	38
1、从中观、流动性、政策面找线索	38
2、不确定性仍大，关注 5 大预期差	39
风险提示	41

图表目录

图表 1：过去半年来，DR007 持续低于政策利率，我国政策可谓“名紧实松”	5
图表 2：经济和就业好转是加息的基础	6
图表 3：2017 年加息时 PPI 已经上行近一年	6
图表 4：民营企业景气度改善过程存在反复	6
图表 5：各月新增人民币贷款占全年比重（%）	7
图表 6：2021 年人民币贷款和社会融资规模同比预测	8
图表 7：今年地方债发行偏慢	9
图表 8：2021 年地方债发行预测	9
图表 9：近年来地方隐性债务规模及增速	10
图表 10：主要发达国家新冠疫苗接种率（至少一剂）	11
图表 11：主要新兴国家新冠疫苗接种率（至少一剂）	11
图表 12：主要发达国家每百人每日新增疫苗接种数量	11
图表 13：主要新兴国家每百人每日新增疫苗接种数量	11
图表 14：当前美国约有三分之一的人疫苗接种意愿较低	12
图表 15：全球新冠疫苗接种率（至少一针）排序（单位%，截至 5 月底）	12
图表 16：新冠疫苗接种率达到 50% 国家的疫情走势（截至 5 月底）	13
图表 17：纽约联储 4 月调查的一级交易商和市场参与者对美联储 QE 规模的预期	13
图表 18：拜登 2022 财年预算案中主要内容对财政赤字的影响（单位：亿美元）	14

图表 19: 拜登新财年预算案下美国财政赤字率走势	14
图表 20: 拜登新财年预算案下美国政府债务与 GDP 比率走势	14
图表 21: 拜登“美国就业计划”的主要内容及规模(单位: 亿美元)	15
图表 22: 拜登“美国家庭计划”的主要内容及规模(单位: 亿美元)	16
图表 23: 历史上国会中期选举过后, 执政党在国会两院席位往往会减少	16
图表 24: 中美关系与人民币汇率走势	17
图表 25: 美国防疫政策目前比欧洲国家更宽松	17
图表 26: 美国出行活动恢复情况好于欧洲国家	17
图表 27: 美国绝大多数州目前已完全重新开放(截至 6 月 2 日)	18
图表 28: 美国私人服务消费恢复状况并不理想	18
图表 29: 美国制造业和服务业 PMI 均已达历史高位	18
图表 30: 高频指标显示美国经济已经开始边际放缓	18
图表 31: 当前欧元区经济主要受出口拖累	19
图表 32: 全球经济共振复苏时期, 欧美 PMI 之差趋于抬升	19
图表 33: 2021 年 GDP 同比逐季回落, 全年 9% 左右, 但环比“两头低、中间高”	19
图表 34: 2021 年投资、消费、进出口预测	20
图表 35: 2021 年“地产周期下, 资本开支和库存周期上”, 2022 年三大周期可能均趋于回落	21
图表 36: 美国 CPI 同比与能源分项同比走势几乎完全一致	22
图表 37: 美国 CPI 同比与商品和服务分项走势经常背离	22
图表 38: 美国 CPI 能源分项同比与 WTI 原油同比走势几乎完全一致	22
图表 39: 后续美国 CPI 能源分项同比将明显下降	22
图表 40: 美国 CPI 商品分项同比与美元指数高度负相关	22
图表 41: 美国 CPI 服务分项同比滞后私人实际服务消费增速 1 年半左右	22
图表 42: 2021 年 CPI 和 PPI 同比预测	23
图表 43: 2000 年以来, 我国发生过三轮“类滞胀”	24
图表 44: 全球供需缺口仍在上行	25
图表 45: 全球流动性已经见顶回落	25
图表 46: 猪油并不总是同步	25
图表 47: 制造业和非制造业共振复苏	25
图表 48: CPI 与 PPI 生活资料相关性较强	26
图表 49: 产出缺口连续两个季度为正, 有望带动核心 CPI 上行	26
图表 50: 美国经济边际放缓将对美债收益率形成压制	27
图表 51: 5 月之后美国通胀预期趋于回落	27
图表 52: 通胀预期对美债和 TIPS 收益率的影响方向相反	27
图表 53: 本轮 QE 中美联储购买 TIPS 的力度明显大于普通美债	27
图表 54: 春节之后央行持续小额高频投放逆回购, 100 亿为主	28
图表 55: 春节之后流动性总体保持平稳	28
图表 56: 社融增速下行有助于推动 10Y 国债收益率中枢下行	28
图表 57: 当前 10Y 国债收益率位于历史 20% 分位数附近	28
图表 58: 美元指数与全球经济景气度负相关	29
图表 59: 短期内欧洲疫苗接种快于美国对美元指数形成压制	29
图表 60: 近期人民币汇率升值伴随美元指数下跌	30
图表 61: 近期外资大幅流入助推了人民币汇率升值	30
图表 62: 当前各行业制造业投资恢复情况	30
图表 63: 疫情利好: 医药和橡塑制品增速走势一致	31
图表 64: 疫情利空: 线下、可选消费受疫情拖累	31

图表 65: 涨价类: 有色、黑色价格大幅上行.....	31
图表 66: 降价类: 石油价格恢复较慢.....	31
图表 67: 出口高增: 电子设备、电气机械、金属制品出口高增.....	32
图表 68: 内需不够强: 设备制造、非金属矿物营收与疫情前接近.....	32
图表 69: 领先指标预示 2021 年内仍趋补库.....	33
图表 70: 工业细分行业库存状况.....	34
图表 71: 上游、中游成本对下游行业毛利率的影响回归系数.....	35
图表 72: 行业主导逻辑分类.....	36
图表 73: 本轮竣工修复从 2019 年下半年开始, 但被疫情打断.....	36
图表 74: 玻璃价格、电梯产量等中观指标同步回升.....	36
图表 75: 2016-2020 年竣工缺口明显加大.....	37
图表 76: "三条红线"下, 房企更加依赖预付款和高周转.....	37
图表 77: 竣工回升带动家具、家电销售.....	37
图表 78: 美国地产销售高增拉动家具、家电出口.....	37
图表 79: 2021 年下半年重要会议时间节点 (均为北京时间).....	40
图表 80: 2021 年下半年重要数据预测.....	41

一、政策面：稳货币、紧信用、宽财政、调结构，有四大扰动

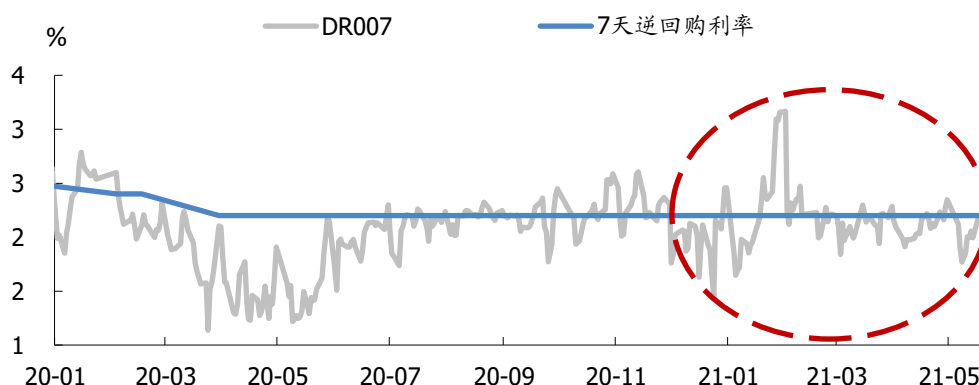
1、总基调：尚未转向，边际紧、防风险、去杠杆是大趋势

国家对经济有担心、但总体偏乐观，当前处于“稳增长压力较小的窗口期”。3月底以来诸多高层会议或部委报告（国常会、央行货币政策委员会例会、总理座谈会、政治局会议、Q1 货政报告等），虽然都持续强调“经济恢复不均衡、基础尚不牢固”，但总体表态是偏乐观的（稳中加固、稳中向好；稳增长压力较小的窗口期等）。

当前政策继续强调“稳字当头、不急转弯”，而从实际运行来看，过去半年来我国政策可谓“名紧实松”。4.30 政治局会议以来，延续强调“要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效”。确实，鉴于今年是“十四五”开局之年、建党一百周年，稳字当头、不急转弯实属必选项。典型的例证，去年 11 月永煤违约以来，除了 1 月下旬“钱紧”之外，以 DR007 为表征的资金面持续宽松。

往后看，我们继续提示，当前政策环境类似温和版的 2017 年下半年和 2018 年上半年，会各种“排雷”，但全局风险难有，只会释放局部风险，尤其是控地产、降杠杆（国企债务/地方债务）、压非标等等。换言之，当前处于“稳增长压力较小的窗口期”，政策目标将更侧重促改革、调结构、防风险，边际趋紧、监管趋严、信用收缩是大方向，只不过节奏会比较温和。

图表 1：过去半年来，DR007 持续低于政策利率，我国政策可谓“名紧实松”



资料来源：Wind，国盛证券研究所

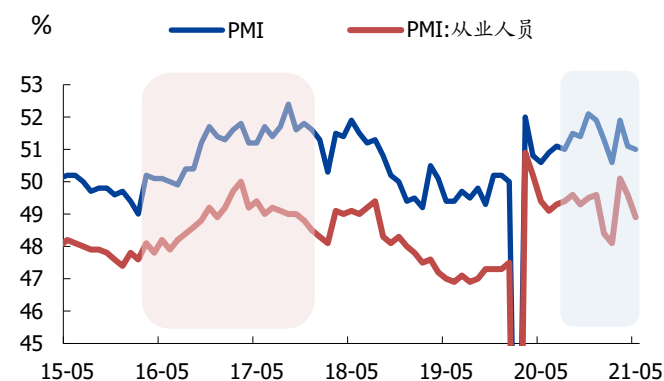
2、货币端：稳货币+紧信用，既结构性松、又结构性紧

总体看，前期报告我们反复指出：下半年政策组合将表现为“稳货币+紧信用”，我国货币政策尚未转向，但边际从紧、信用收缩已是大趋势，去杠杆、收信用的手段应较为温和，并将继续对制造业、小微企业、绿色、科技、新经济等行业给予结构性支持。此外，下半年制造业内生修复动能仍将延续，预计企业中长贷仍有支撑。背后的核心逻辑我们之前报告已多次分析，简述如下：

其一，央行各种表态释放了边际从紧的信号，比如央行 Q1 货币政策执行报告对“货币总闸门”表述从“把好”转为“管好”，删去“不急转弯”；其二，当前宏观政策的首要目标仍是保就业和保市场主体，央行也持续强调“稳健的货币政策要灵活精准、合理适

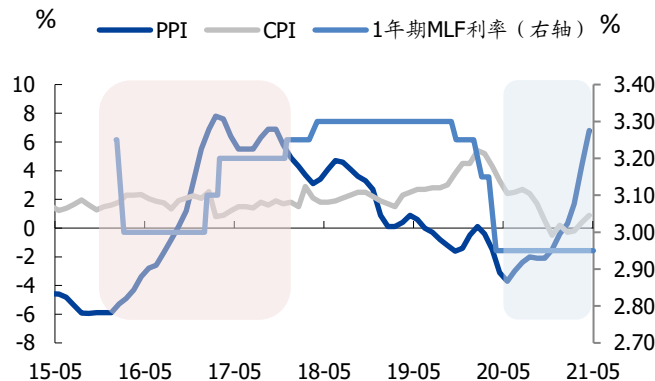
度，把服务实体经济放到更加突出的位置，保持流动性合理充裕，推动实际贷款利率进一步降低”；其三，从基本面看，当下促使货币政策收紧的因素正在积累，但短期转向条件尚不具备。参考2017年，加准加息的根本催化来自经济复苏和就业好转，开始加息的时候PPI上行期已行至过半。数据层面看，2017年1月MLF加息之前，制造业PMI、PMI从业人员指数和PPI同比均有长达1年的修复。就当下而言，经济还没恢复到可以全面转向，比如PMI从业人员指数显示就业的改善存在反复，PMI小型企业和BCI指数显示民企尚存压力。

图表2：经济和就业好转是加息的基础



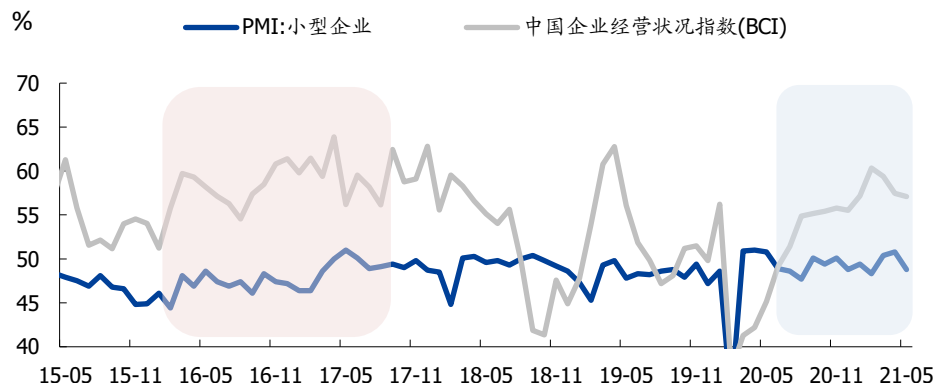
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表3：2017年加息时PPI已经上行近一年



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表4：民营企业景气度改善过程存在反复



资料来源：Wind，国盛证券研究所

具体到信用端：紧信用已经开始，关注信贷和社融结构差

3-4月的社融数据对应的经济和政策特征为：社融不及预期、表外融资收紧体现了结构性紧信用已经开始；居民中长贷仍高反映楼市火爆，企业中长贷延续高增反映实体融资需求仍旺盛。信用的结构差异体现在居民中长贷+企业中长贷高，指向资金流向房地产市场和制造业。信托、表外票据差指向监管已在收紧非标额度。

展望下半年，结构性紧信用仍趋持续，信贷整体趋紧但企业中长贷预计仍有支撑，社融收紧将主要体现在信托、表外票据等非标融资上。

1) 信贷：从资金供给端来看，以社融中的人民币贷款进行估算。假设今年新增19-20万亿，同比增速11.5%左右（去年新增20万亿，对应同比增速13.2%），1-4月贷款投放

较多，已经新增 9.2 万亿，占全年比重约为 47%（2017-2020 年 1-4 月贷款占全年比重平均累计为 41%），可认为今年贷款投放节奏快于往年。叠加贷款投放一般上半年优于下半年，意味着下半年贷款额度将较上半年紧张。其实，今年 1-4 月企业中长贷延续高增，除了企业融资需求仍较旺以外，不排除票据和短贷为中长贷腾挪额度的因素，从而反映贷款额度应有所收紧。

从资金需求端来看，上半年贷款主要由居民中长贷和企业中长贷贡献。展望下半年，居民中长贷可能会随着房地产景气度和房地产政策趋严而边际下滑；企业中长贷在制造业投资内生回升和政策导向支持下仍将维持韧性，继续扮演贷款主支撑。但鉴于地产、基建、出口下半年趋弱，而制造业投资在中下游企业利润被挤压的环境下也难超预期，经济基本面回落将驱使下半年贷款需求较上半年下降。

图表 5：各月新增人民币贷款占全年比重（%）

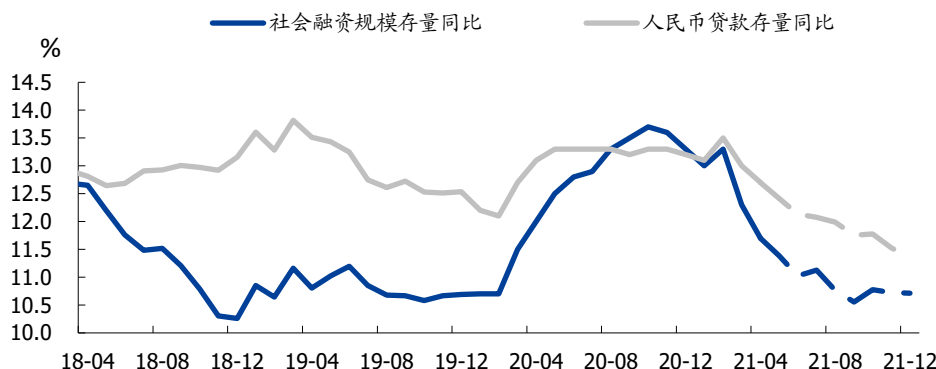
各月信贷占比						
%	2017	2018	2019	2020	平均	2021
1 月	16.7	17.1	21.1	17.4	18.1	19.6
2 月	7.5	6.5	4.5	3.6	5.5	6.9
3 月	8.4	7.3	11.6	15.2	10.6	14.1
4 月	7.8	7.0	5.2	8.1	7.0	6.6
5 月	8.5	7.3	7.0	7.7	7.6	—
6 月	10.5	10.7	9.9	9.5	10.1	—
7 月	6.6	8.2	4.8	5.1	6.2	—
8 月	8.3	8.4	7.7	7.1	7.9	—
9 月	8.6	9.2	10.4	9.6	9.4	—
10 月	4.8	4.6	3.2	3.3	4.0	—
11 月	8.3	7.9	8.1	7.6	8.0	—
12 月	4.2	5.9	6.4	5.7	5.5	—

资料来源：Wind，国盛证券研究所测算 注：这里的人民币贷款指社融口径中的人民币贷款（即不包含非银贷款），假设 2021 年全年新增人民币贷款 19.5 万亿。

2) 社融：今年上半年社融的结构性特征体现为：贷款担当主支撑；表外融资是主拖累，特别是 3-4 月表外票据、信托贷款大幅减少；发债进度偏慢，企业债券新增量有限。除了按揭和制造业贷款对表内信贷形成支撑，社融的总量和结构基本可以印证我们对于今年紧信用的判断，结构性紧信用的趋势在 3-4 月之后尤为明显，并可能在下半年延续：一是信托“两压一降”和票据额度收紧拖累非标融资；二是化解地方隐性债务、稳增长压力下降、前两年资金闲置导致今年专项债项目审核严格等影响，政府债券发行节奏偏慢；三是企业一级发债市场仍未完全恢复，国企面临去杠杆约束，企业债券发行量受限。若下半年地产融资加速收紧，也将在社融中的贷款、非标等项有所体现。

后续社融增速回落仍是大趋势，全年社融同比可能从去年的 13.3% 降至 11% 以下。不过从节奏上来看，今年一二季度社融增速回落更快，三四季度回落速度可能边际放缓。央行最新论文认为今年宏观杠杆率企稳不是因为信贷收缩，而考虑到 4.30 政治局会议强调“稳健的货币政策要保持流动性合理充裕”以及央行 Q1 货币政策报告延续提出“保持货币信贷和社会融资规模合理增长”，预示后续去杠杆、收信用的手段应较为温和。

图表6: 2021年人民币贷款和社会融资规模同比预测



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算 注: 图中虚线为预测值, 这里的人民币贷款为社融口径的人民币贷款 (即不包括非银贷款)

综上, 从当前央行货币政策基调、基本面来看, 下半年货币政策可能易紧难松, 但收紧的过程较为缓和, 可能仍是“量缩价稳”, 并更加相机抉择。同时, 我们也提示关注美联储缩减 QE (Taper) 的进展、下半年地方发债节奏等因素的扰动 (后文均有详细分析)。

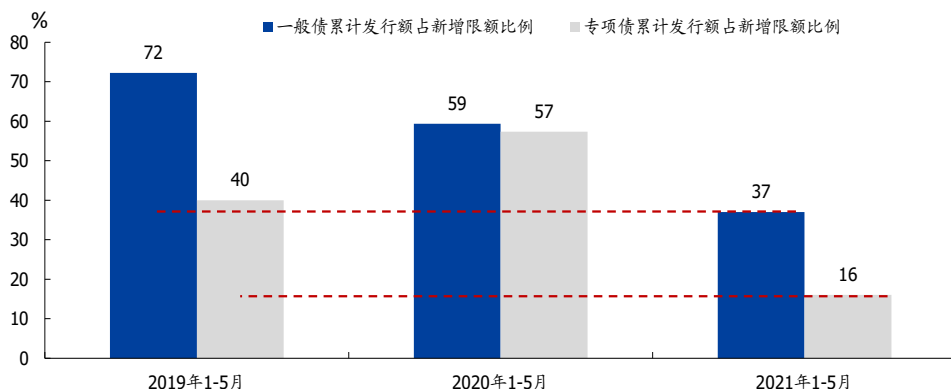
3、财政端: 有望加速发力, 紧盯地方债节奏和化债进度

下半年财政政策的重心是落实落细。从 4.30 政治局会议和近期财政部部长的相关表态看, 总基调是积极的财政政策要落实落细 (4 月之前为“提质增效、更可持续”), 并突出“兜牢基层‘三保’底线, 发挥对优化经济结构的撬动作用”, 其中: “三保”应指“保工资、保基本民生、保运转”, “撬动”应是指中央经济工作会议所提的“要发挥中央预算内投资在外溢性强、社会效益高领域的引导和撬动作用”。

为何今年地方债发行偏慢? 2021 年 1-5 月, 我国地方专项债、一般债累计发行额占新增限额比例分别为 16%、37%, 明显低于 2019-2020 年水平。今年我国地方债 (尤其是专项债) 发行偏慢, 我们认为主因可能有三:

- **稳增长压力较小。**我国疫情整体控制较好, 经济内生动能较强, 政府支出和基建发力必要性明显降低, 对应债务融资需求下降;
- **前期沉淀资金再利用。**2020 年 7 月财政部发布《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》, 要求“对因准备不足短期内难以建设实施的项目, 允许省级政府及时按程序调整用途”。这可能反映了去年部分地区前期准备工作不扎实, 项目难以落地实施, 导致部分资金闲置, 这些资金的重新利用短期内进一步降低了新发专项债的需求。
- **项目审核趋严。**2020 年 12 月财政部发布《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》, 要求加强地方债发行项目评估, 严防偿付风险; 对专项债券项目“借、用、管、还”逐笔监控。项目审核更严格, 达标项目又难迅速增加, 发行节奏自然趋缓。

图表7：今年地方债发行偏慢



资料来源：Wind，国盛证券研究所

年内专项债发行节奏如何？按照最新额度安排和均衡发债要求，预计三季度新增地方债月均发行 8000 亿元左右，净融资额在 6000-7000 亿元之间，其中新增地方债月均发行 7000 亿元左右，净融资额 6000-6500 亿元。

6月3日，证券时报网讯，经国务院批准并报全国人大常委会备案，财政部下达 2021 年新增地方政府债务限额 42676 亿元。其中，一般债限额 8000 亿元，专项债限额 34676 亿元。此前，经十三届全国人大四次会议审议批准，财政部 2021 年预算安排新增地方政府债务限额 44700 亿元，其中一般债务限额 8200 亿元、专项债务限额 36500 亿元。

考虑到今年整体稳增长压力不大、且项目审核更加严格，我们假设今年基本按照调整之后的额度 42676 亿元来发行，而其余的约 2000 亿元可能在 11 月之后下达或是结转下一年再发（例如 2020 年监管部门在当年新增地方政府专项债限额中安排 2000 亿用于补充中小银行资本金，最后结转 1494 亿元至今年发行）。Wind 数据显示，截至 5 月底，新增地方债券合计发行 9465 亿元，意味着后续还有 3.3 万亿额度待发行。

进一步地，我们假设前三季度发行额达到限额的 90%（即 $42676 \times 90\% = 38408$ ），按照财政部“合理选择发行时间窗口，适度均衡发债节奏”的要求，预计 7-9 月月均发行新增专项债在 7000 亿元左右，一般债在 1000 亿元左右，新增地方债合计在 8000 亿元左右，净融资额在 6000-7000 亿元之间，这将加大债券供给，利率可能承压。

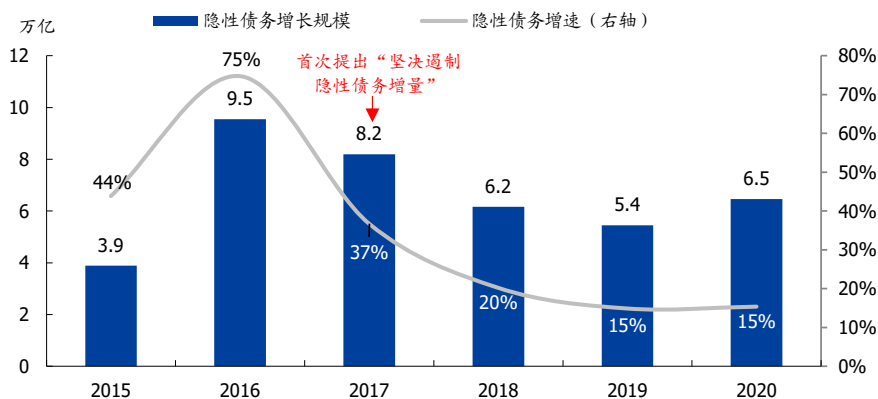
图表8：2021 年地方债发行预测

当月值	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2021限额	剩余发行额
单位：亿元														
地方债新增额	0	0	364	3399	5701	5000	8025	8025	8025	2068	1034	1034	42676	33211
新增一般债	0	0	100	1343	2181	1000	1025	1025	1025	150	75	75	8000	4375
新增专项债	0	0	264	2056	3520	4000	7000	7000	7000	1918	959	959	34676	28836
地方债到期额	30	0	9	953	700	2463	1316	1329	1027	360	314	10		
一般债到期额	28	0	0	789	572	1317	646	803	110	323	194	4		
专项债到期额	2	0	9	165	128	1146	670	526	917	36	121	6		
地方债净融资额	-30	0	355	2446	5001	2537	6709	6696	6998	1709	720	1024		
一般债净融资额	-28	0	100	555	1609	-317	379	222	915	-173	-119	71		
专项债净融资额	-2	0	255	1892	3392	2854	6330	6474	6083	1882	838	953		

资料来源：Wind，国盛证券研究所测算

此外，继续提示今年地方隐性债务化解可能加速。维持前期专题报告《近期密集发文，今年地方隐性债务化解如何走？》的判断，今年化债政策有三大特点：1）目标方向明确；2）进一步提升到政治高度；3）用词较温和，稳字当头。总体看，今年隐性债务化解的方向明确，进度将加快，但力度可能较温和，这也是今年“不急转弯”的政策取向在财政端的体现。后续应紧盯地方隐性债务的化解进度。

图表9：近年来地方隐性债务规模及增速



资料来源：IMF，国盛证券研究所

4、中长期：调结构、促转型，科技、人口等制度红利可期

前期报告我们多次指出，2021年是“十四五”开局之年、建党一百周年和2022年“二十大”布局之年，制度红利和改革红利有望进一步释放，可重点关注：“双循环”；人口、土地等要素市场化改革；科技创新；碳中和碳达峰；城市群等。往后看，除了“七一”建党一百周年庆典可能释放大礼包外，重点提示下半年需要紧盯的几大动向：

1) 紧盯“促进共同富裕行动纲要”的进展。4.30 政治局会议新增要求“制定促进共同富裕行动纲要”（呼应的是“十四五”规划提出的“全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展”），可关注届时对共同富裕的概念、指标确定、任务分解等等。

2) 人口相关政策进展，尤其是放开三孩的配套措施。维持前期报告《管“生”也管“育”，放开三孩作用有多大？》的观点：二孩政策后人口变动已经证明，单纯的松绑生育限制并不能提升生育意愿和生育能力。本次放开三孩，其实并非简单的“一放了之”，而是实质转变了我国生育政策理念，即：由“松绑生育”转向“促进生育”、管“生”也管“育”，后续可关注“结得起、生得起、养得起”等配套政策的落地情况。当然，关键看执行。

3) 土地改革进展，尤其是土地收入改为税务部门征收的影响。6月4日财政部等部委公开了《关于将国有土地使用权出让收入、矿产资源专项收入、海域使用金、无居民海岛使用金四项政府非税收入划转税务部门征收有关问题的通知》，决定将由自然资源部门征收的上述四项非税收入，全部划转给税务部门负责征收。其中河北、上海等七地自7月1日开始试点，2022年1月1日起在全国全面实施这项征管划转工作。由于本次只是征管职能调整，暂不改变分配格局，短期影响应该有限，但中长期影响可能比较深远。

4) 房地产调控的进展，尤其是房地产税试点。“两会”和4.30 政治局会议均延续强调“房住不炒”，但“因城施策”都未被提及，预示后续房地产调控可能会加强全局调控；同时，4.30 政治局会议首提“防止以学区房等名义炒作房价”，预示可能会通过精准调控“学区房”来遏制房价上涨；此外，5.11 财政部等四部委召开房地产试点座谈会，不排除年内可能会加大部分城市的试点工作。

5) 碳中和碳达峰相关政策的进展。2020年9月习主席首次提出我国“2030年前碳达峰、2060年前碳中和”目标以来，政策力度明显加码，各部委各省纷纷跟进细化政策。总体看，各部委层面：多数处于前期准备阶段，能源和工业领域是政策主体和重点，能源转型和钢铁压降的目标明确，金融、科技、生态是三大辅助领域；各省层面，普遍已出台落地政策，碳达峰、碳中和行动方案，整体思路与中央一致，即：从能源、产

业结构、绿色金融、绿色建筑交通、技术创新、生态碳汇等多方面发力；广东等8省计划提前实现碳达峰；冶金（钢铁、有色、铝）、石化、水泥、建材、印染、造纸等6大传统行业被重点管控。

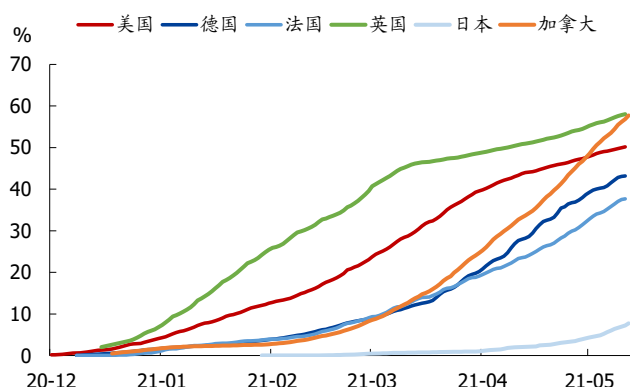
5、扰动点：疫情+美联储Taper+美国财政刺激+中美关系

扰动之一：全球疫情持续时间可能超预期，导致政策退出节奏可能更缓慢

美国疫苗接种进入瓶颈期，欧洲和新兴国家接种速度不断加快。截至5月底，疫苗接种率（至少接种一剂的占比）方面，主要发达国家从高到低分别为：英国 58.0%、加拿大 57.7%、美国 50.2%、德国 43.2%、法国 37.7%、日本 7.7%；主要新兴国家从高到低分别为：智利 55.1%、巴西 21.4%、墨西哥 16.9%、印度 12.1%、韩国 11.3%、越南 1.0%。每百人每日新增接种数量方面，主要发达国家分别为：加拿大 0.94、英国 0.83、德国 0.79、法国 0.71、日本 0.69、美国 0.39；主要新兴国家从高到低分别为：智利 0.86、韩国 0.63、巴西 0.60、墨西哥 0.39、印度 0.17、越南 0.01。

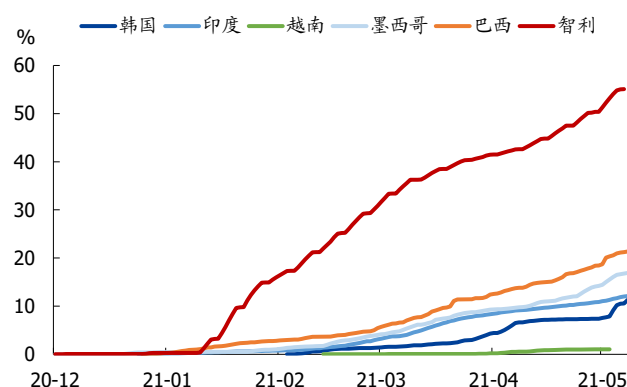
从疫苗接种速度的走势来看，美国自4月中旬以来持续大幅放缓，目前仅为峰值水平的40%，且是发达国家中最低；其他国家普遍在加速接种，5月以来新兴国家的接种速度提升明显，与发达国家的差距在快速缩小。

图表 10：主要发达国家新冠疫苗接种率（至少一剂）



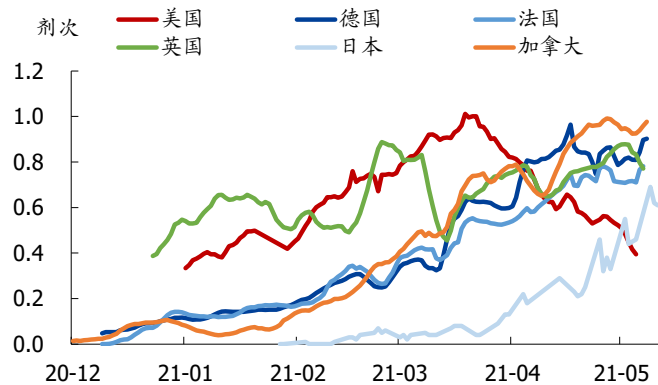
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 11：主要新兴国家新冠疫苗接种率（至少一剂）



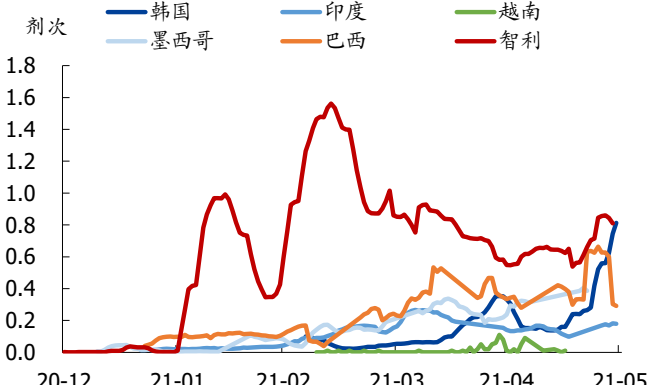
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 12：主要发达国家每百人每日新增疫苗接种数量



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 13：主要新兴国家每百人每日新增疫苗接种数量



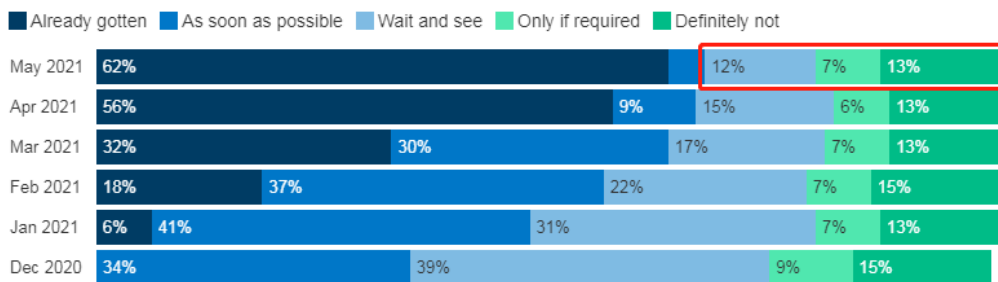
资料来源：Wind，国盛证券研究所

美国接种速度明显放缓，主因尚未接种的人群接种意愿较低，预计后续也难明显提速。凯撒家庭基金会（KFF）的调查显示，截至5月，12%的美国人对接种疫苗持观望态度，7%表示仅在必要的情况下才会接种，13%明确表示不会接种，共计32%的美国人接种意愿较低，并且这一比例自3月以来未有明显下降。按当前速度计算，美国要实现75%的人接种两剂要到10月底，要实现75%的人至少接种一剂最快也要8月底。

图表 14: 当前美国约有三分之一的人疫苗接种意愿较低

Share Who Report Receiving A COVID-19 Vaccine Continues To Increase, With Few Remaining Eager To Get A Vaccine As Soon As Possible

Have you personally received at least one dose of the COVID-19 vaccine, or not? As you may know, an FDA-authorized vaccine for COVID-19 is now available for free to all adults in the U.S. Do you think you will...?



资料来源: KFF, 国盛证券研究所

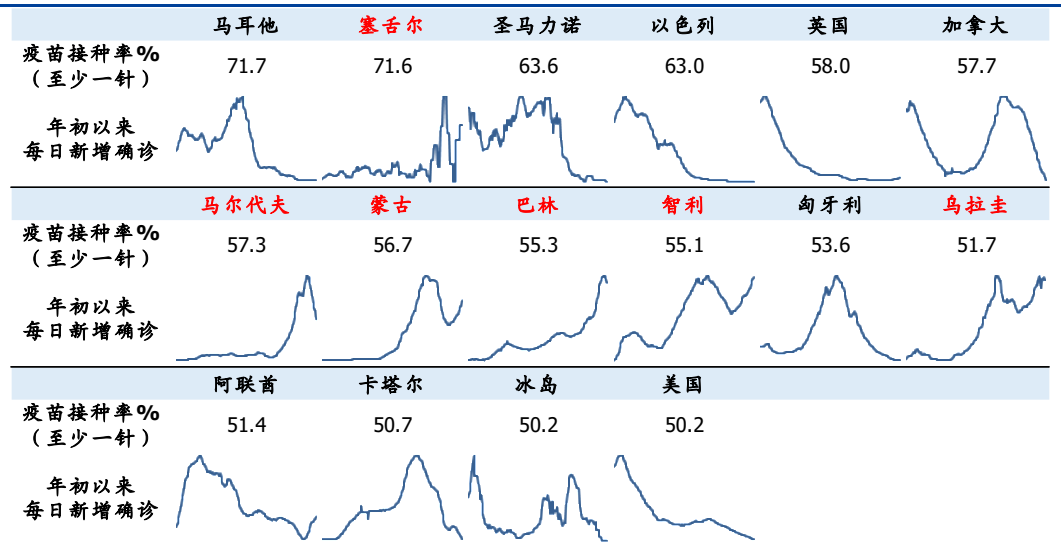
巴林等国的经验表明，50%以上的接种率仍面临疫情风险。截至5月底，全球已经有16个国家的新疫苗接种率（至少一针）超过50%，详见图表15。通过观察每日新增确诊数据可以发现，这16个疫苗接种率超过50%国家中，有6个近期疫情依然在恶化，分别为塞舌尔、马尔代夫、蒙古、巴林、智利、乌拉圭。可能的原因有两个：一是疫苗的保护效力并非100%；二是发生大规模聚集活动，例如巴林5月以来新增确诊人数激增就是由于穆斯林的开斋节。这也反映出，即便疫苗接种率超过50%，若完全放松管制措施，仍会面临疫情恶化的风险。

图表 15: 全球新冠疫苗接种率（至少一针）排序（单位%，截至5月底）

排序	国家	接种率	排序	国家	接种率
1	马耳他	71.7	16	美国	50.2
2	塞舌尔	71.6	17	芬兰	44.3
3	圣马力诺	63.6	18	塞浦路斯	44.2
4	以色列	63.0	19	德国	43.2
5	英国	58.0	20	摩纳哥	42.1
6	加拿大	57.7	21	奥地利	40.3
7	马尔代夫	57.3	22	比利时	40.3
8	蒙古	56.7	23	新加坡	39.3
9	巴林	55.3	24	意大利	38.9
10	智利	55.1	25	西班牙	38.6
11	匈牙利	53.6	26	葡萄牙	37.8
12	乌拉圭	51.7	27	法国	37.7
13	阿联酋	51.4	28	立陶宛	37.3
14	卡塔尔	50.7	29	塞尔维亚	37.0
15	冰岛	50.2	30	荷兰	36.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 新冠疫苗接种率达到 50% 国家的疫情走势 (截至 5 月底)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

扰动之二: 美联储 Taper 的外溢—美联储最快 12 月宣布缩减 QE, 2022 年 Q1 开始执行

在前期报告《如何预判美联储缩减 QE 时点?》中我们曾指出, 美联储再调整 QE 政策时主要考虑三大因素, 分别是: 市场预期、就业状况、疫苗接种率。市场预期方面, 纽约联储 4 月的调查显示, 市场一致预期年内不会缩减 QE, 将从明年初开始缩减; 就业状况方面, 参照 2013 年经验, 美国失业率降至 5.4% 左右时美联储可能考虑缩减, 近期美国 20 多个州宣布取消额外失业救济, 预计失业率下降速度将有所加快, 但降至 5.4% 仍需数月时间; 疫苗接种率方面, 根据前文分析, 美国最快在 10 月底实现 75% 的人接种两剂、最快 8 月底实现 75% 的人接种至少一剂, 均晚于此前的市场预期。

综合来看, 我们认为: 美联储最有可能的选择是 12 月宣布缩减 QE, 从 2022 年 Q1 开始执行 (与 2013 年的节奏一致), 未来几个月市场也将逐步 price-in。但如果美国疫情再度恶化, 或美股出现大幅回调, 不排除美联储推迟到明年才宣布缩减的可能性。

图表 17: 纽约联储 4 月调查的一级交易商和市场参与者对美联储 QE 规模的预期

一级交易商QE预期										市场参与者QE预期									
Net purchases of U.S. Treasury securities (\$ billions)										Net purchases of U.S. Treasury securities (\$ billions)									
	Apr. 2021	May 2021	Jun. 2021	Jul. 2021	Aug. 2021	Sep. 2021	2021 Q4				Apr. 2021	May 2021	Jun. 2021	Jul. 2021	Aug. 2021	Sep. 2021	2021 Q4		
25th Pctl	80	80	80	80	80	80	240			25th Pctl	80	80	80	80	80	80	240		
Median	80	80	80	80	80	80	240			Median	80	80	80	80	80	80	240		
75th Pctl	80	80	80	80	80	80	240			75th Pctl	80	80	80	80	80	80	240		
	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4			2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	
25th Pctl	180	98	15	0	0	0	0	0		25th Pctl	180	120	45	0	0	0	0	0	
Median	190	145	90	25	0	0	0	0		Median	200	150	115	55	0	0	0	0	
75th Pctl	220	180	120	73	0	0	0	0		75th Pctl	225	180	120	105	50	20	0	0	
Net purchases of agency MBS (\$ billions)										Net purchases of agency MBS (\$ billions)									
	Apr. 2021	May 2021	Jun. 2021	Jul. 2021	Aug. 2021	Sep. 2021	2021 Q4				Apr. 2021	May 2021	Jun. 2021	Jul. 2021	Aug. 2021	Sep. 2021	2021 Q4		
25th Pctl	40	40	40	40	40	40	120			25th Pctl	40	40	40	40	40	40	120		
Median	40	40	40	40	40	40	120			Median	40	40	40	40	40	40	120		
75th Pctl	40	40	40	40	40	40	120			75th Pctl	40	40	40	40	40	40	120		
	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4			2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	
25th Pctl	83	38	0	0	0	0	0	0		25th Pctl	82	55	15	0	0	0	0	0	
Median	95	65	40	8	0	0	0	0		Median	93	70	43	13	0	0	0	0	
75th Pctl	108	85	58	25	0	0	0	0		75th Pctl	113	95	60	45	20	5	0	0	

资料来源: 纽约联储, 国盛证券研究所

扰动之三：美国财政刺激的外溢—拜登一揽子财政计划有望落地，最终规模可能缩水

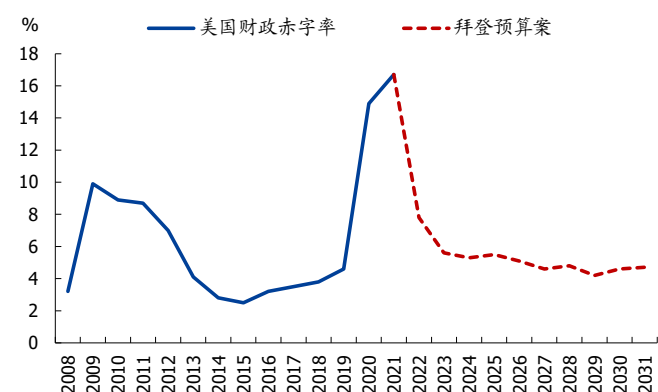
5 月 28 日，拜登公布了 2022 财年预算案，将之前公布的“美国就业计划”（American Jobs Plan）和“美国家庭计划”（American Families Plan）进行了打包。根据该预算案，拜登政府计划在 2022 财年支出 6 万亿美元，此后逐年增加，2031 财年的支出规模将达到 8.2 万亿美元。与此同时，政府债务占 GDP 的比重将由 2021 财年的 109.7% 持续抬升至 2031 财年的 117.0%，财政赤字率则将由 2021 财年的 16.7% 逐步下降至 2031 财年的 4.7%，但仍显著高于 1980 年以来的均值 3.3%。

图表 18：拜登 2022 财年预算案中主要内容对财政赤字的影响（单位：亿美元）

内容	2022-2026	2022-2031
没有预算案情况下的财政赤字规模	62260	131760
预算案新增支出项目		
制定美国就业计划（支出和税收减免）	16290	26240
制定美国家庭计划（支出和税收减免）	8840	17430
增加非国防可自由支配（NDD）支出	2640	6000
小计	27770	49670
预算案新增收入项目		
提高企业所得税（美国就业计划）	-9190	-19490
提高高收入家庭的所得税（美国家庭计划）	-3760	-7550
提高税收合规性（美国家庭计划）	-1930	-7110
增加与化石燃料相关的税收（美国就业计划和 2022 财年预算案）	-650	-1470
限制国防相关可自由支配开支的增长	-140	-1690
加强程序完整性	-120	-450
小计	-15780	-37750
预算案新增利息支出	270	1630
预算案带来的净支出增加	12260	13550
有预算案情况下的财政赤字规模	74520	145310

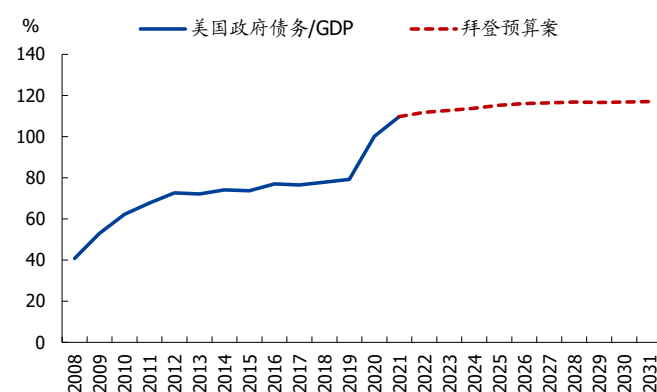
资料来源：CRFB，国盛证券研究所

图表 19：拜登新财年预算案下美国财政赤字率走势



资料来源：白宫官网，国盛证券研究所

图表 20：拜登新财年预算案下美国政府债务与 GDP 比率走势



资料来源：白宫官网，国盛证券研究所

虽然 6 万亿的新财年支出规模看起来十分庞大，但据白宫预算管理办公室的测算，即便在没有拜登 2022 财年预算案的情况下，2022 年财政支出也将达到 5.7 万亿美元，因此

拜登的预算案只在 2022 财年额外增加了 3000 亿美元的支出。此外，由于疫情影响，美国 2020 年财政预算达 6.55 万亿美元，2021 年预算更是达到 7.25 万亿美元，均高于拜登的 2022 财年预算规模。相较于规模，拜登预算案更大的亮点是将“美国就业计划”和“美国家庭计划”囊括在内，前者包括了基建计划、新能源和制造业投资、对企业加税等内容，后者则包括了教育和育童投资、补贴低收入家庭、对富人加税等内容，这两个计划构成了拜登的政策蓝图，也导致未来十年政府支出都将大幅扩张。

将“美国就业计划”和“美国家庭计划”与新财年预算案打包，可使用“预算协调”程序一次性在国会通过。“预算协调”程序在每个财年内，针对支出、收入、债务三个方面可各使用一次，从而可以在参议院以 51 票简单多数通过，但因为法案往往同时涉及三个方面，因此通常合为一次使用。拜登在 3 月签署的 1.9 万亿“美国拯救计划”就使用了该程序，但在 4 月 5 日，美国参议院已经对“预算协调”程序做出了新的裁定，支持民主党在年内可再使用三次该程序。由于拜登的新财年预算案囊括了“美国就业计划”和“美国家庭计划”，作为一项完整的法案，可以使用“预算协调”程序一次性通过国会。但目前的障碍在于，民主党内部对支出规模和加税计划存在分歧，因此可能需要对规模和内容进行调整后，才能在年内落地。

图表 21: 拜登“美国就业计划”的主要内容及规模 (单位: 亿美元)

支出项目	10 年支出	
1.基础设施和新能源投资	6210	
2.投资于国内制造业、研发、职业培训	5900	
3.扩展家庭护理服务，为护理人员提供额外支持	4000	
4.清洁能源税收抵免	4000	
5.改善住房存量，学校和儿童保育设施现代化，改造政府建筑	3280	
6.投资于宽带、电网和清洁饮用水	3110	
小计	26500	
税收项目	10 年收入	15 年收入
1.将公司所得税率从 21%提高到 28%	8500	13000
2.提高美国跨国公司的最低税率	5000	7500
3.停止海外无形收入的税收减免	2500	4000
4.对公司账面收入征收最低 15%的税率	1000	2000
5.防止美国公司选择避税天堂作为公司总部	250	500
6.停止对化石燃料的税收优惠	250	300
7.停止对美国公司离岸业务的税收减免，建立在岸业务税收抵免	未知	未知
8.加强对企业的税收执法	未知	未知
9.进行多边谈判，就提高全球企业的最低税率达成协议	未知	未知
小计	17500	27500

资料来源: CRFB, 国盛证券研究所

图表 22: 拜登“美国家庭计划”的主要内容及规模(单位: 亿美元)

支出项目	10 年支出
1.增加教育相关投资	5060
2.增加家庭和育童相关投资	4950
3.扩大和延长“美国拯救计划”中的税收抵免	8550
4.可能的重复与误差项	-500
小计	约 18000
税收项目	10 年收入
1.加强税收执法	7000
2.增加资本利得税和股息税	4000
3.对收入超过 40 万美元的征收 3.8% 的医疗保险税	2000
4.将最高个人税率从 37% 提高到 39.6%	1000
5.永久性延长对大额损失抵税的限制	1000
小计	约 15000

资料来源: CRFB, 国盛证券研究所

扰动之四: 中美关系一整体依然偏紧, 但显著恶化的概率不大, 可紧盯人民币汇率走势

近期中美关系依然紧张: 5 月 18 日, 美国参议院公布了《2021 美国创新与竞争法案》, 该法案整合了包括《无尽前沿法案》在内的诸多制华法案, 再次强调中国对美国的威胁, 并提出了一系列在科技、知识产权、人权等领域对抗中国的措施。此外, 拜登在 5 月 26 日下令对新冠病毒的起源进行调查, 矛头直指中国。

在前期报告《民主党赢下参议院, 对中美关系和大类资产有何影响?》中我们就曾指出, 拜登内阁中外交关系的核心成员均是对华强硬派, 因此拜登上台后中美关系难以实质性好转。但鉴于民主党控制了国会两院, 且面临 2022 年中期选举压力, 拜登政府的首要目标是推出更多经济刺激计划, 而非在对华关系方面大做文章。目前看来, 下半年拜登的主要精力将放在推进新财年预算、加强党内以及两党的沟通等方面, 中美关系虽然偏紧张, 但更多是小范围的摩擦, 显著恶化的概率较低。

图表 23: 历史上国会中期选举过后, 执政党在国会两院席位往往会减少

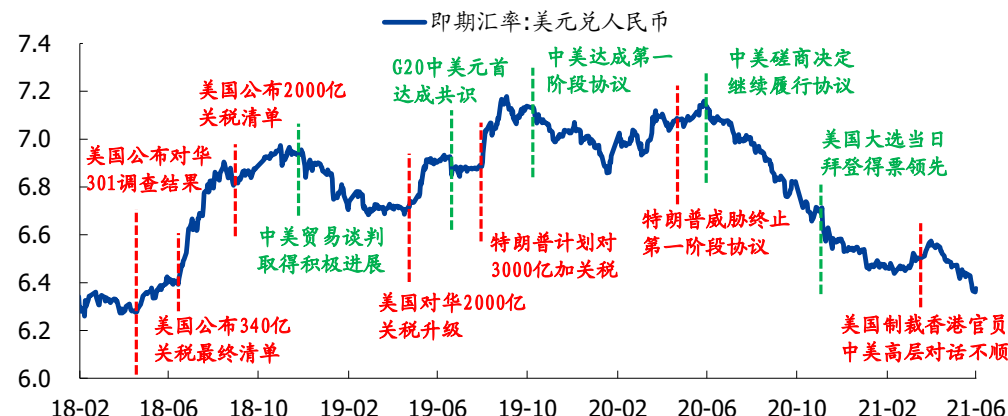
年份	总统	执政党众议员变化	执政党参议员变化	年份	总统	执政党众议员变化	执政党参议员变化
1934	富兰克林·罗斯福	9	9	1982	罗纳德·里根	-26	1
1938	富兰克林·罗斯福	-81	-7	1986	罗纳德·里根	-5	-8
1942	富兰克林·罗斯福	-46	-9	1990	乔治·布什	-8	-1
1946	哈里·杜鲁门	-45	-12	1994	威廉·克林顿	-52	-8
1950	哈里·杜鲁门	-29	-6	1998	威廉·克林顿	5	0
1954	德怀特·艾森豪威尔	-18	-1	2002	乔治·W·布什	8	2
1958	德怀特·艾森豪威尔	-48	-13	2006	乔治·W·布什	-30	-6
1962	约翰·肯尼迪	-4	3	2010	巴拉克奥巴马	-63	-6
1966	林登·约翰逊	-47	-4	2014	巴拉克奥巴马	-13	-9
1970	理查德·尼克松	-12	2	2018	唐纳德·J·特朗普	-40	2
1974	杰拉尔德·福特	-48	-5				
1978	吉米·卡特	-15	-3				
					平均变化	-28	-4

资料来源: 270twin, 国盛证券研究所

我们继续提示, 人民币兑美元汇率走势, 可作为中美关系的同步观测指标。回看 2018 年

3月以来走势图，中美关系和人民币汇率高度相关：中美冲突加剧，人民币趋贬；中美冲突缓和，人民币趋升。

图表 24: 中美关系与人民币汇率走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

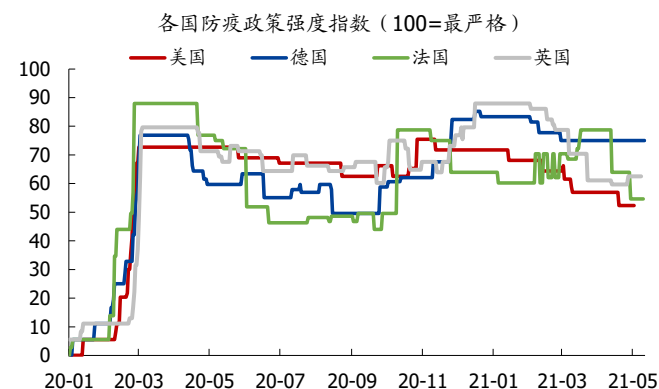
二、基本面：从分化走向均衡，增长动能仍强，但下半年趋缓

1、从全球走势看，美国二季度达到高点，下半年欧洲可能好于美国

截至5月底，美国防疫政策强度指数低于德、法、英，表明在解除防疫措施方面，美国比欧洲国家更为迅速。也正是因此，谷歌地图出行指数显示，美国居民出行活动恢复情况要好于欧洲国家。根据纽约时报统计，美国目前仅有10个州尚未完全开放，其中新墨西哥和俄勒冈州目前未确定完全开放时间，将视疫苗接种率而定，其余8州最晚将在7月4日完全开放。

值得注意的是，尽管美国重新开放程度已经如此之高，但出行活动指数仍较疫情前下降了16.5%，且自3月底以来回升并不明显，表明疫情的不确定性抑制了居民外出的意愿。受此影响，目前美国私人服务消费恢复状况仍不理想，以两年复合增速计算，4月私人服务消费增速仅为0.8%，远低于疫情前的5%左右。而服务消费占美国私人消费的比重超过60%，占美国GDP的比重接近一半，若出行意愿低迷导致服务消费修复持续缓慢，将难以支撑美国经济保持高速反弹。

图表 25: 美国防疫政策目前比欧洲国家更宽松



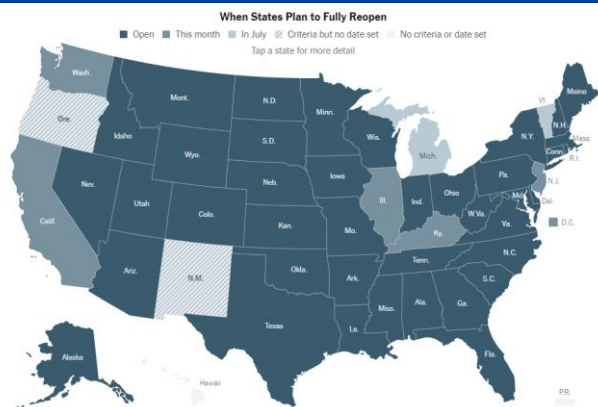
资料来源: OurWorldinData, 国盛证券研究所

图表 26: 美国出行活动恢复情况好于欧洲国家



资料来源: Google, 国盛证券研究所

图表 27: 美国绝大多数州目前已完全重新开放 (截至 6 月 2 日)



资料来源: 纽约时报, 国盛证券研究所

图表 28: 美国私人服务消费恢复状况并不理想



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

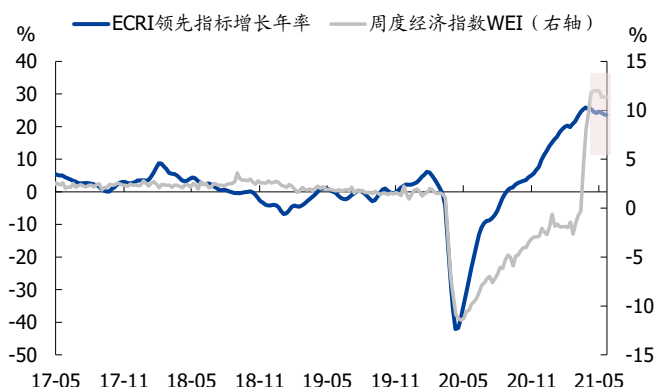
在前期报告《美国经济前景怎么看?——兼评 2021Q1 美国 GDP》中我们曾指出, 后续美国经济将面临两大支撑和两大制约, 分别是: 支撑一: 就业市场已恢复内生性改善; 支撑二: 服务消费仍有较大改善空间; 制约一: 地产投资将于四季度开始回落; 制约二: 刺激政策开始逐步退潮。目前美国制造业和服务业 PMI 均已达到历史高位, 后续大概率回落, 而高频指标 WEI 和 ECRI 均已连续多周回落。维持此前判断: Q2 美国 GDP 不论同比还是环比折年率都将是本轮高点, Q3 开始美国 GDP 增速将明显回落。

图表 29: 美国制造业和服务业 PMI 均已达历史高位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 30: 高频指标显示美国经济已经开始边际放缓



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

与美国不同, 欧洲经济高度依赖外需, 欧元区出口占 GDP 的比重高达 50%, 因此出口增速与 GDP 增速走势高度一致。2021Q1 欧元区出口增速为-0.6%, 明显低于中、韩等出口型经济体, 是经济复苏的主要拖累项。欧元区出口表现较差, 一方面是受自身疫情限制, 另一方面则是由于其出口结构以机电设备、汽车、飞机等高端制造的资本品为主, 不符合疫情期间的需求。

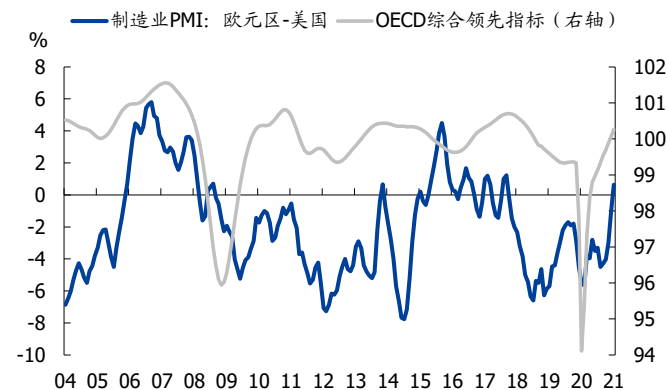
展望下半年, 欧洲经济仍趋加速修复, 并有望强于美国, 原因有两点: 一方面, 伴随全球经济的共振复苏, 欧元区出口仍有较大改善空间, 并将对经济形成支撑; 另一方面, 目前欧洲疫情防控措施比美国更加严格, 伴随疫苗接种的快速推进, 欧洲各国也将逐步解除限制, 从而经济活动将持续恢复。

图表 31: 当前欧元区经济主要受出口拖累



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 32: 全球经济共振复苏时期, 欧美 PMI 之差趋于抬升



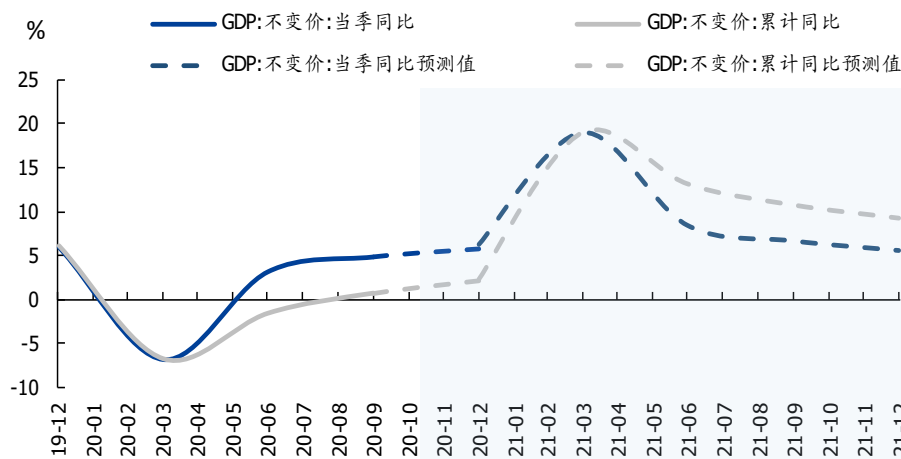
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2、从三驾马车看, 下半年增长动能切换, 出口强、消费起、投资稳

年初至今, 我国经济整体可能已接近疫情前水平, 但各部门恢复很不均衡, 分化明显, 集中表现为: 出口、工业增加值、地产投资明显偏强, 高于疫情前水平; 消费、制造业和基建投资仍偏弱, 低于疫情前水平。(具体参见前期报告《经济恢复到什么程度了? ——全面解读 4 月经济》)

往后看, Q2 经济动能仍趋上行, 但下半年会弱于上半年, 全年节奏表现为 GDP 同比逐季回落、环比“两头低、中间高”, 我们预计: 2021 全年 GDP 实际增速为 9.0%, Q2-Q4 当季增速分别为 8.4%、6.6%、5.3% (Q1 为 18.3%); 此外, GDP 平减指数将从 2020 年的不到 1% 升至 2021 年的 4% 甚至 5% 以上, 对应 2021 年名义 GDP 增速有望升至 13% 以上。

图表 33: 2021 年 GDP 同比逐季回落, 全年 9% 左右, 但环比“两头低、中间高”



资料来源: wind, 国盛证券研究所

具体到从投资、消费、出口“三驾马车”(PS: 本处仅简要列示核心逻辑和结论, 各分项的详细分析可参见我们前期相关报告):

投资端: 预计制造业投资仍有望延续修复, 地产韧性较高, 基建投资可能也略好于预期, 叠加基数效应, 整体固投增速维持较高水平。其中:

1) 制造业投资: 预计受益于更新需求释放和扩张需求共振, 整体企业投资复苏的确定性

较大；但除了疫情扰动，需要注意三方面拖累：经济节奏、环保政策压制、上游价格暴涨对下游行业利润的侵蚀。预计今年制造业投资仍有望延续修复，但幅度可能弱于预期。

2) 地产投资: 流动性整体趋紧与地产政策持续加码下，预计地产景气仍将趋于温和回落。但前期拿地递延计入土地购置费，预计土地购置费高增仍将延续，叠加竣工需求拉动，施工可能将整体维持高位，预计地产投资将维持较高韧性。

3) 基建投资: 4.30 政治局会议指出“要用好稳增长压力较小的窗口期”，基建投资发力的必要性仍低，叠加隐性债务化解可能加速，预计全年基建投资难有高增速。综合看，预计全年固定资产投资增速 7%，其中制造业、地产、基建投资分别为 9.5%、10%、5%。

消费端: 疫情对消费的约束仍然存在，但在疫情持续受控的环境下，消费有望稳步复苏。但考虑到收入分化、储蓄分流、地产挤压等负面因素的影响，可能难以恢复正常水平。预计全年社零增速 16.5% 左右，较 2019 年两年平均增速 5.8%。

贸易端: 出口方面，年初以来我国出口持续超预期，一方面是市场低估了外需回暖对出口的拉动，同时又高估了海外生产恢复对出口的拖累，另一方面是中国的出口结构恰好符合疫情期间的需求。往后看，全球外需仍然不弱，海外生产恢复有利于中国机电产品出口，同时由于疫情的不确定性，中国稳定的供应链仍具备较强优势，因此出口形势依然较为乐观。我们预计全年出口增速有望达 20% 以上、接近 30%，基数原因表现为逐季回落、前高后低。**进口方面**，下半年我国内需可能边际放缓，叠加人民币汇率升值和大宗商品价格上涨也趋于放缓，进口动能将边际减弱。因基数原因，二季度进口同比将是高点，随后逐季回落，全年增速有望达 30% 左右。

图表 34: 2021 年投资、消费、进出口预测

指标	年度数据预测		季度数据预测							
	2020	2021E	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2E	2021Q3E	2021Q4E
经济活动										
实际 GDP 当季同比 (%)	2.3	9.0	-6.8	3.2	4.9	6.5	18.3	8.4	6.6	5.3
名义 GDP 当季同比 (%)	2.5	13.0	-5.3	3.1	5.5	7.0	21.2	12.0	11.5	10.5
工业增加值当季同比 (%)	2.8	11.0	-8.4	4.4	5.8	7.1	24.5	9.5	8.0	6.5
固定资产投资累计同比 (%)	2.9	7.0	-16.1	-3.1	0.8	2.9	25.6	12.0	9.0	7.0
制造业投资累计同比 (%)	-2.2	9.5	-25.2	-11.7	-6.5	-2.2	29.8	18.5	13.5	9.5
房地产投资累计同比 (%)	7.0	10.0	-7.7	1.9	5.6	7.0	25.6	16.0	12.0	10.0
基建投资累计同比 (%)	3.4	5.0	-16.4	-0.1	2.4	3.4	26.8	8.0	6.0	5.0
社会消费品零售总额当季同比 (%)	-3.9	16.5	-19.0	-3.8	1.0	4.7	33.9	13.5	11.5	9.5
外贸										
出口当季同比 (%)，以美元计	3.6	28.0	-13.6	-0.2	8.4	16.6	48.9	33.0	23.0	15.0
进口当季同比 (%)，以美元计	-1.1	30.0	-3.1	-9.5	3.6	-5.4	28.2	44.0	26.0	23.0

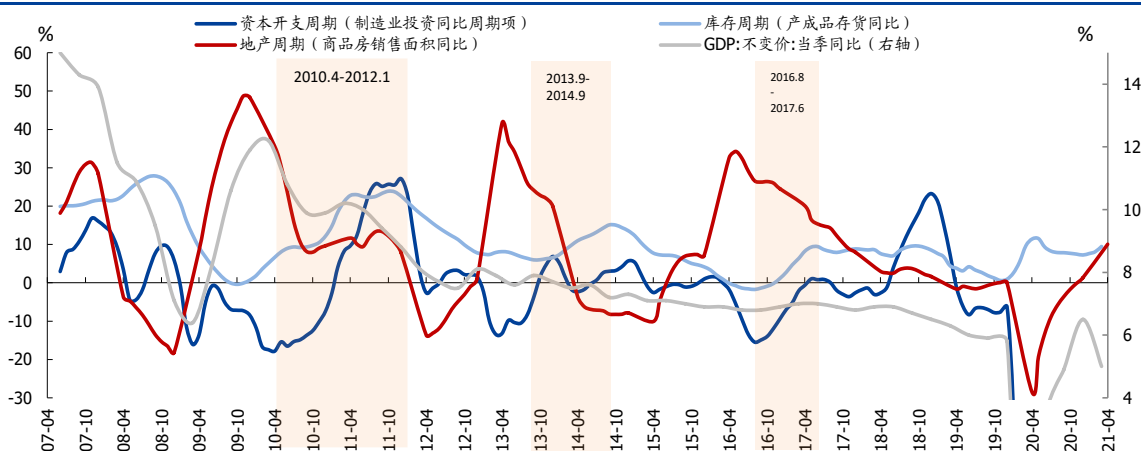
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3、从三大周期看，今年房地产周期下、资本开支周期和库存周期上

维持前期专题报告《从三大周期的背后，看经济形势与资产配置》的判断：2021 年“地产周期下，资本开支和库存周期上”，2022 年三大周期可能均趋于回落。对应看，今年整体经济动能仍强，下半年可能弱于上半年，背后仍是“外需强、内需弱”的经济特征，年内明显“滞胀”的可能性很小、更可能是微滞胀。

- **地产周期:** 短期看, 流动性整体趋紧与地产政策持续加码下, 今年地产景气仍将趋于温和回落; 长期看, 人口因素和城镇化因素均决定了较长时期内, 我国地产景气的下行压力将进一步加大。倾向于认为, 鉴于面对疫情冲击中国地产政策仍未实质放松, 预示中国传统意义上的 3-5 年地产短周期可能已经结束, 中长期内我国房地产市场将表现为整体低波动(人口趋势和土地供给主导)与结构性分化(人口流动主导)。
- **资本开支周期:** 预计 2021 年受益于更新需求释放和扩张需求共振, 整体企业投资复苏的确定性较大; 但受制于经济节奏、环保政策、利润侵蚀等因素扰动, 幅度可能弱于预期。2022 年扩张需求受到经济见顶回落压制, 叠加前期累积的更新需求释放完毕, 整体企业投资增速可能将逐步回落。
- **库存周期:** 从历史规律(弱补库周期一般持续 1 年左右)、领先指标(M1、PPI 等)、需求走势(下半年经济韧性仍强)来看, 近期库存小幅回落整体来看应仍是大趋势中的小波动, 当前处于补库中期, 补库周期大概率仍将持续到年底左右, 下半年可能逐步转为被动补库。

图表 35: 2021 年“地产周期下, 资本开支和库存周期上”, 2022 年三大周期可能均趋于回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 图中增速为近 3 期平均, 2021 年 1-4 月增速为较 2019 年同期两年平均增长

三、流动性: 中美通胀居高, 国内利率震荡、Q3 承压, 人民币汇率不确定大

1、美国通胀: CPI 同比 6 月开始回落, 核心 CPI 同比保持高位

美国 CPI 指数可以划分为 4 个大类, 各自权重分别为: 食品 14.0%、能源 6.9%、商品(不含食品和能源)20.1%、服务(不含能源服务)59.0%, 后两项共同构成了核心 CPI。目前美国 CPI 同比大幅上涨, 主要受能源和商品项的拉动, 食品分项同比已连续多月下滑且低于整体 CPI, 服务分项同比虽然也在抬升, 但目前仍低于整体 CPI。

虽然能源分项在 CPI 中权重较低, 但由于其波动大, 对整体 CPI 的影响往往是最大的。从历史数据来看, 美国整体 CPI 同比与能源分项同比走势几乎完全一致, 而与其他分项同比的走势相关性较低。CPI 能源分项同比与 WTI 原油价格同比的走势几乎完全一致, 由于基数原因, 4 月 WTI 原油价格同比达 269.6%, 创历史新高, 5 月也高达 126.9%。往后看, 虽然原油价格仍趋上涨, 但基数也将明显抬高, 我们假设 WTI 原油平均每月上涨 3 美元, 年底将从目前的 70 美元/桶上涨至 88 美元/桶, 计算可得同比将明显下降, 进而将带动整体 CPI 同比趋于下行。

图表 36: 美国 CPI 同比与能源分项同比走势几乎完全一致



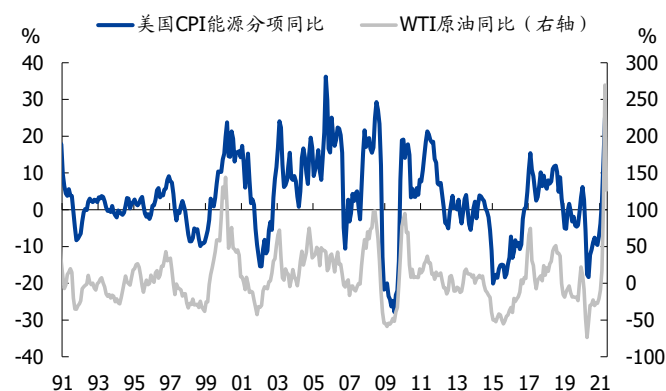
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 37: 美国 CPI 同比与商品和服务分项走势经常背离



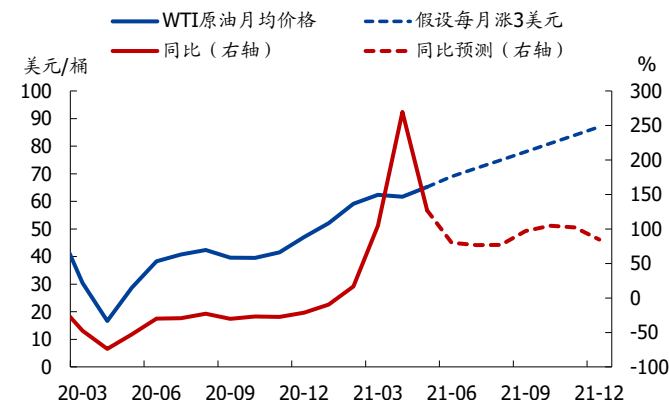
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 38: 美国 CPI 能源分项同比与 WTI 原油同比走势几乎完全一致



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 39: 后续美国 CPI 能源分项同比将明显下降



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

美国绝大多数消费品依赖进口, 而进口价格会受到美元汇率的影响, 因此美国 CPI 商品分项同比与美元指数高度负相关。根据后面的分析, 美元指数进一步下跌空间有限, 叠加基数上升, 预计美国 CPI 商品分项同比将在下半年小幅回落。美国 CPI 服务分项同比滞后于私人实际服务消费增速 1 年半左右, 伴随服务业重启, 后续美国私人服务消费增速仍趋抬升, 进而 CPI 服务分项同比仍趋抬升。

图表 40: 美国 CPI 商品分项同比与美元指数高度负相关



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 41: 美国 CPI 服务分项同比滞后私人实际服务消费增速 1 年半左右



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

综合看，下半年美国通胀的基本情景组合为，能源分项大幅回落、商品分项小幅回落、服务分项继续抬升。美国整体 CPI 同比预计将在 5 月达到高点，可能接近 5%，6 月开始将持续回落，但年底前预计仍将高于 3%；核心 CPI 同比预计难有明显回落，年底前都将保持在 3%左右的较高水平。

2、中国通胀：下半年 PPI 整体高位，更可能是“微滞胀”，提示三大关注点

维持前期报告判断，我们继续上调 PPI 预期，警惕下半年 PPI 同比整体维持高位；中性假设下 CPI 将维持稳定，并重点提示三大关注点：如何跟踪大宗商品涨幅；PPI 传导效果；成本涨价对利润的影响（后文中观部分有具体分析）。总体看，可从全球供需缺口、全球流动性、重要商品价格来跟踪大宗商品涨幅；目前看 PPI 上游向下游、PPI 向 CPI 传导效果有限，但需持续观察随着需求提升核心 CPI 的回升幅度以及 PPI 向 CPI 消费品的传导情况；上游价格上涨容易挤压中下游企业利润，行业间成本传导能力、议价能力等存在差别，从而可引申 5 条筛选行业机会的主线。

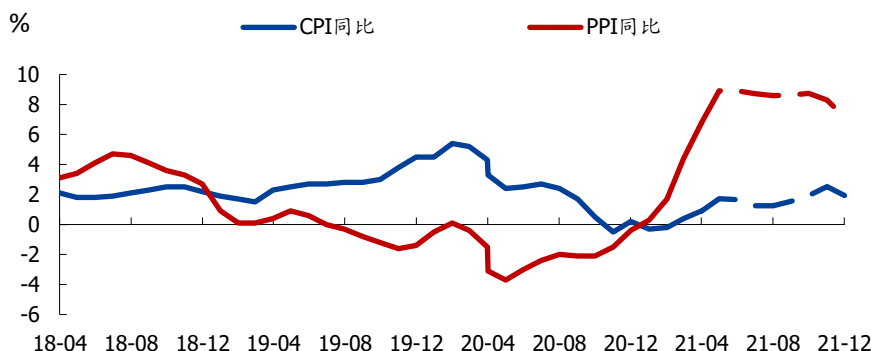
1) 下半年物价：PPI 同比整体维持高位，CPI 趋稳；不会明显滞胀，更可能是微滞胀

> **CPI 走势展望：**疫苗接种、疫情好转、需求恢复将带动核心 CPI、服务 CPI 和非食品 CPI 上行，但鉴于疫情局部反复、居民收入和贫富差距仍制约消费、猪价限制 CPI 涨幅，中性假设下我们仍认为 CPI 难大幅走高，大概率维持稳定，2021 年 CPI 同比由去年的 2.5%降至 1%-2%，全年呈“M”型，下半年 CPI 当月同比波动幅度可能在 1%-3%之间。

> **PPI 走势展望：**鉴于当前全球供需缺口仍高，短期内大宗商品价格可能仍坚挺。但全球供需缺口涨幅已经缩小，且全球加权 M2 同比已经见顶回落，预计下半年大宗商品价格涨幅趋于放缓，从而使 PPI 环比涨幅下降。中性假设下，预计 2021 年 PPI 同比由-1.8%升至 5-6%以上（此前预期为 5%以上）。在国际大宗商品涨幅回落，但难大跌假设下，下半年 PPI 同比可能在 7%以上高位震荡（此前预期为 6-7%以上）。

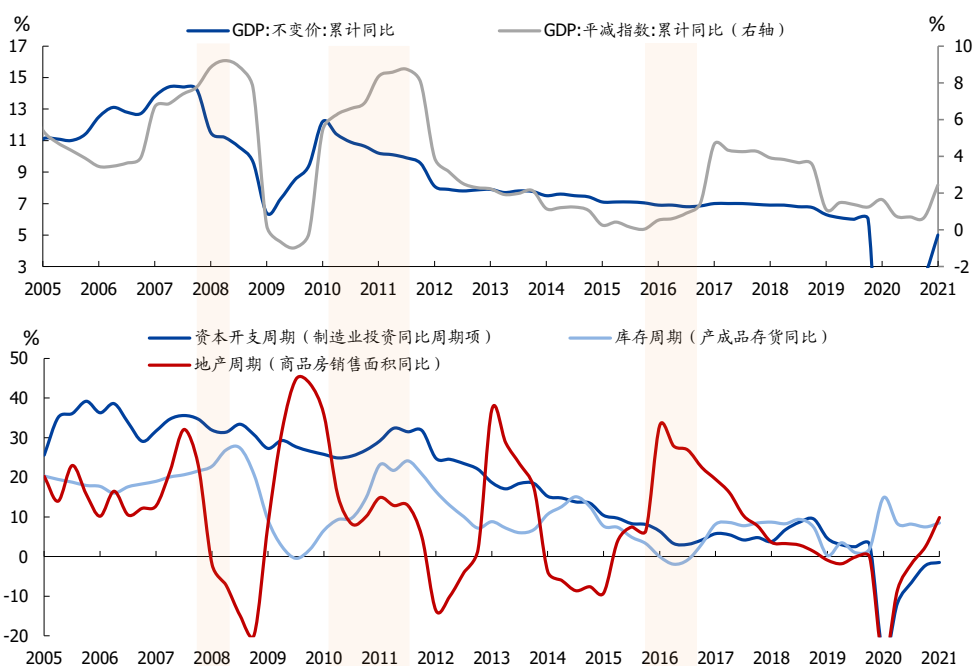
> **年内难有明显的滞胀，更可能是“微滞胀”。**滞胀指经济停滞，失业及通货膨胀持续高涨。随着 PPI 高企和经济动能趋于回落，市场担心我国可能会出现“滞胀”。我们继续维持前期报告《从三大周期的背后，看经济形势与资产配置》的判断：2000 年以来，我国经济一直保持中高速增长，尚未经历过严格意义上的滞胀，仅在 2007、2010、2016 年出现过“经济增速下行+通胀上行”的“类滞胀”情景。今年我国三大周期走势类似 2010 年，但实际经济运行有明显区别，年内经济动能韧性仍强，倾向于认为，年内明显的“滞胀”可能性很小，更可能是“微滞胀”。

图表 42：2021 年 CPI 和 PPI 同比预测



资料来源：Wind，国盛证券研究所测算 注：图中虚线为预测值。

图表 43: 2000 年以来, 我国发生过三轮“类滞胀”



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2) 如何跟踪大宗商品涨幅?

前期报告《大宗商品价格的 3 条线索和 PPI 的 4 重传导》我们提出了跟踪大宗商品涨价的三个维度, 综合看, 后续大宗商品有望继续维持高位, 但环比涨幅有望趋缓。

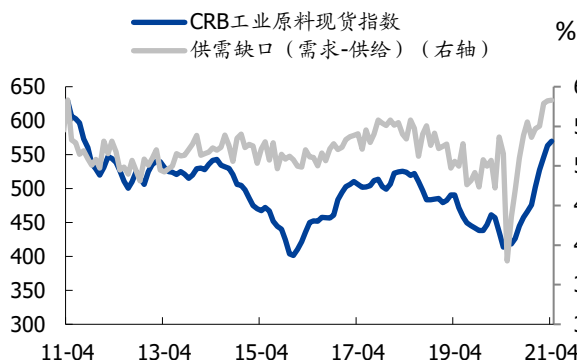
>大宗商品价格取决于全球供需缺口¹。2020 年 5 月以来, 全球供需缺口呈扩大态势, 同时伴随着大宗商品价格趋势上行。短期南美国大宗商品供给仍有限, 疫情周期错位将对大宗价格形成提振。截至 2021 年 4 月的全球供需缺口仍趋上行, 对大宗商品价格仍有支撑, 但涨幅已经缩窄, 预计未来对大宗商品支撑作用将边际减弱。

>流动性宽松是推涨大宗商品价格的重要因素。报告《以史为鉴, 本轮 PPI 上行和大宗涨价会如何演绎?》中我们构建全球流动性指标, 即中、美、日、德四国的加权 M2。最新数据显示今年 1-4 月加权 M2 高位回落。流动性对大宗商品价格的支撑将减弱, 大宗商品价格涨幅可能趋回落。

>跟踪重点商品原油、铜、螺纹钢的价格, 需关注国内政策的扰动。这三个品种对 PPI 分项的影响权重超过 26%。后续原油、铜有望继续涨价, 但增速可能放缓, 螺纹钢在国内保供稳价措施引导下价格将趋于稳定。

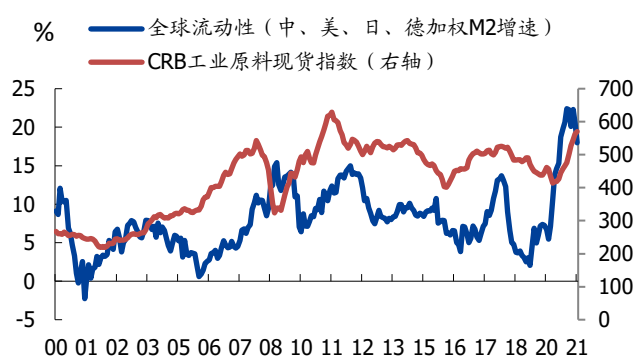
¹ 这里以美国、俄罗斯、巴西、印尼、加拿大工业生产指数环比均值表征供给 (由于数据可得性, 2020 年 3 月之后的数据剔除印尼, 2021 年 3 月之后的数据剔除印尼和加拿大)。以中国、美国、欧元区、印度的制造业 PMI 均值表征需求。供需缺口为需求-供给。

图表 44: 全球供需缺口仍在上行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 45: 全球流动性已经见顶回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021 年数据假设 GDP 占比持平 2020 年 12 月。

3) PPI 的四重传导, 特别是能否传导至核心 CPI

中性假设下, 今年 PPI 向 CPI 传导可能不会特别明显。此前报告《价格有蝴蝶效应吗? ——论 PPI 的四重传导》我们详细分析了 PPI 的四重传导, 包括大宗商品向 PPI 传导、PPI 内部的上中下游传导、PPI 向 CPI 传导和 PPI 向经济和政策传导。目前看今年 PPI 向 CPI 传导可能不会特别明显, 原因有四点:

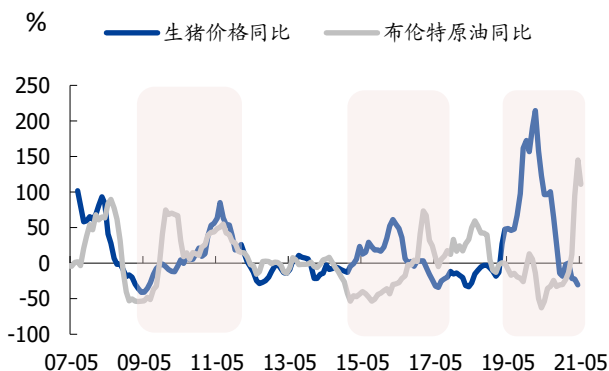
其一, PPI 构成中约 40% 的上游原材料与国际大宗商品联系紧密, 而 CPI 主要由国内定价, 两者定价逻辑存在差异。今年国际疫情周期不同步和海外需求恢复带动大宗商品涨价, 但目前看国内消费还比较弱, 核心 CPI 的恢复需要时间。

其二, 近年来 CPI 波动受猪周期影响较大。2020 年疫情以来生猪价格同比下行, 油价同比上行。猪油变化不一致, 容易引起 PPI 和 CPI 的背离。

其三, 受经济复苏节奏和特征影响。2009-2011 年金融危机之后, 投资主要靠房地产投资 (需求偏上游黑色) 和制造业投资 (需求偏中下游) 驱动, 价格的时滞性体现得不明显。而 2015-2017 年主要是供给端收缩, 提振上游工业品价格, 在下游需求没有明显复苏的条件下, 价格上涨主要集中在上游品种。本轮 PPI 上行期当前特点更像 2015-2017 年, 原因看, 应与 2020 年疫情之后房地产投资、基建投资明显先于制造业投资复苏, 引起价格传导时滞有关。

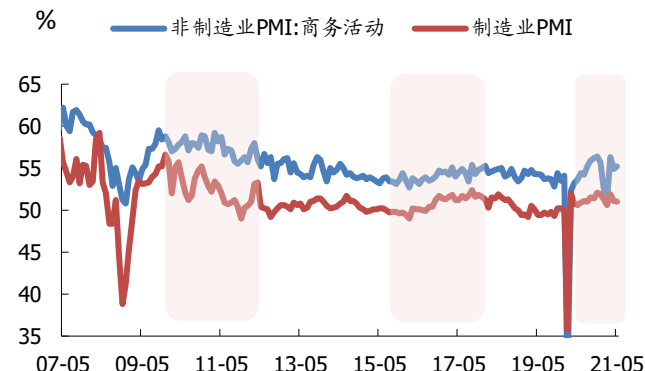
其四, 上下游价格传导不畅也在于下游工业消费品竞争激烈, 议价能力偏弱, 从而削弱了成本转嫁能力。

图表 46: 猪油并不总是同步



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 47: 制造业和非制造业共振复苏



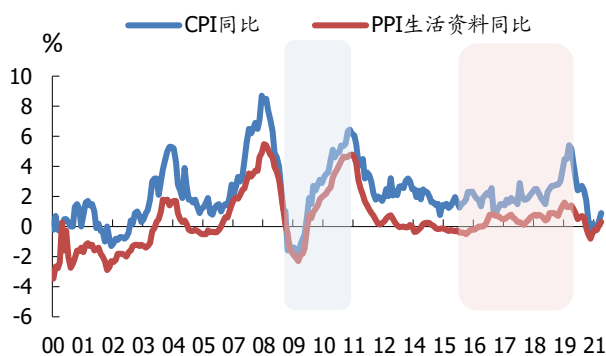
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

总体看，后续经济复苏具备 2009-2011 年之后制造业和服务业共振反弹的特征，意味着将看到 PPI、非食品 CPI、服务 CPI 共振上行。但鉴于与 2009-2011 年相比，本轮猪油同比方向背离，食品项将抑制 CPI 涨幅，从而弱化 PPI 向 CPI 的传导。

特别地，PPI 传导超预期的可能性在于向核心 CPI 传导超预期。

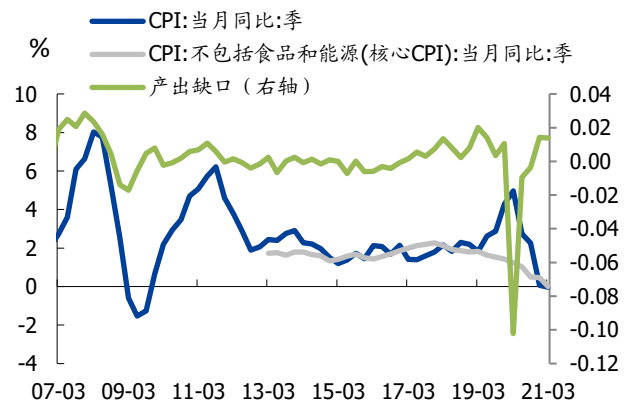
如果 PPI 向 CPI 传导变得更强或者超预期，可能来源于以下几个因素：1) 国内消费、制造业、服务业复苏超预期(比如疫苗效果好，疫苗接种加速推进、居民收入大幅改善等)；2) 一些特殊的产业政策出台，提高了下游议价能力等。此外，鉴于 PPI 中有 25% 左右的生活资料与 CPI 相关性极强，且 GDP 产出缺口连续两个季度为正也将带动核心 CPI 上行，因此 PPI 向 CPI 传导超预期的点可能在于核心 CPI，未来需持续观察。

图表 48: CPI 与 PPI 生活资料相关性较强



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 49: 产出缺口连续两个季度为正，有望带动核心 CPI 上行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3、利率：美债收益率温和上行；国内利率趋震荡，预期差使 Q3 承压

1) 美债：名义利率温和上行，实际利率加速上行

在前期报告《美债与 TIPS：联系、展望、对资产价格影响》中，我们曾系统性地分析了美债与 TIPS 收益率的分析框架，具体而言：二者都受到经济表现、通胀预期、货币政策等因素的影响，但通胀预期对二者的影响方向相反，其他因素的影响方向则相同。

根据前文分析，下半年美国经济将边际放缓，同时美联储缩减 QE 的预期逐步升温，二者对美债和 TIPS 收益率的影响一正一反。通胀方面，美债与 TIPS 利差衡量的通胀预期往往与 CPI 同比走势相同，Financial Forecast Center 的模型显示，美国 CPI 同比将在 5 月达到高点 4.6%，随后开始持续回落，因此下半年通胀预期也趋于回落，通胀预期的回落将对美债收益率造成下行压力，而对 TIPS 收益率则会造成上行压力。

此外，我们曾提示本轮 QE 中美联储购买 TIPS 的力度明显大于普通美债，若美联储开始 Taper，TIPS 收益率将面临更大的上行压力。

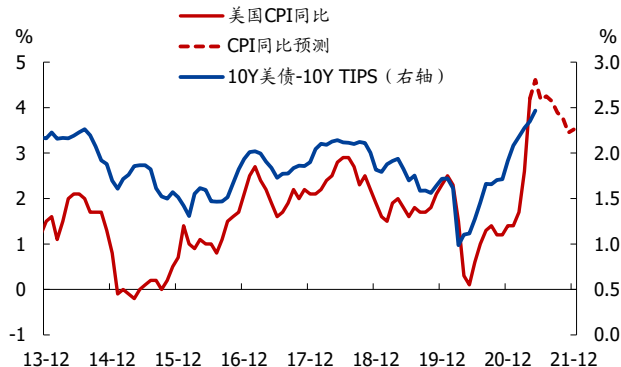
综上分析，看到年底：美债名义利率温和上行为主、难以大幅走高，我们仍维持 10Y 美债收益率高点 1.8% 左右的判断；但 TIPS 收益率将加速上行，有望从当前的 -0.8% 左右回升至接近 0%。

图表 50: 美国经济边际放缓将对美债收益率形成压制



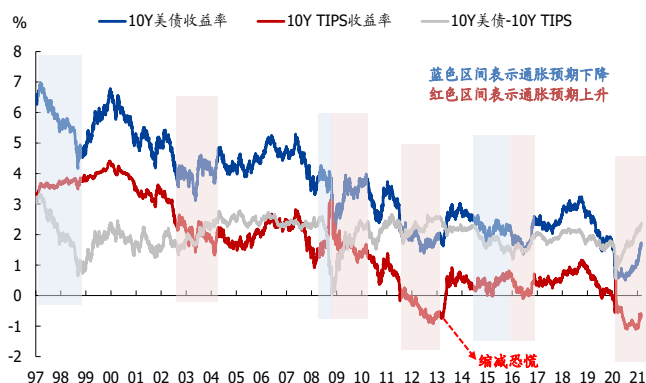
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 51: 5月之后美国通胀预期趋于回落



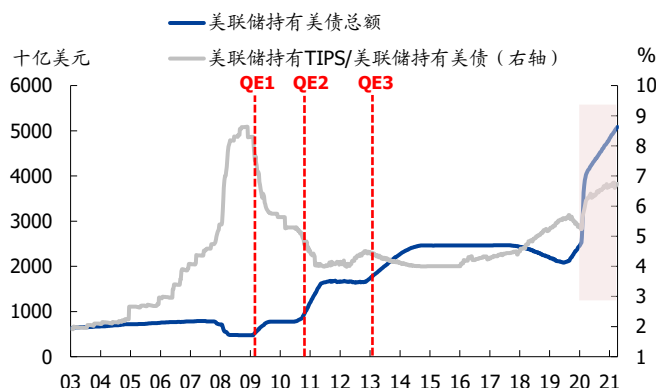
资料来源: FFC, 国盛证券研究所

图表 52: 通胀预期对美债和 TIPS 收益率的影响方向相反



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 53: 本轮 QE 中美联储购买 TIPS 的力度明显大于普通美债



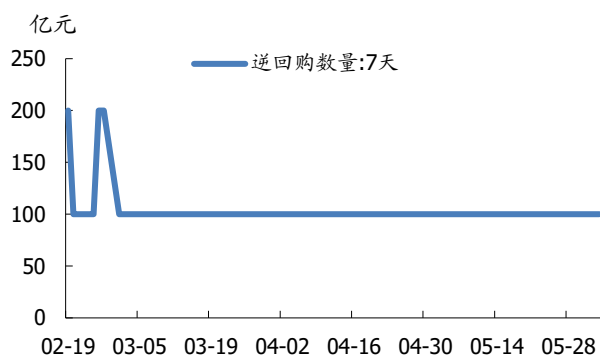
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2) 国内利率: 震荡为主, 难以趋势性上行或下行, 多重预期差可能导致 Q3 承压

一方面, 短端看, 银行间流动性可能受发债节奏影响而波动, 但 DR007 总体仍将围绕 7 天逆回购波动。

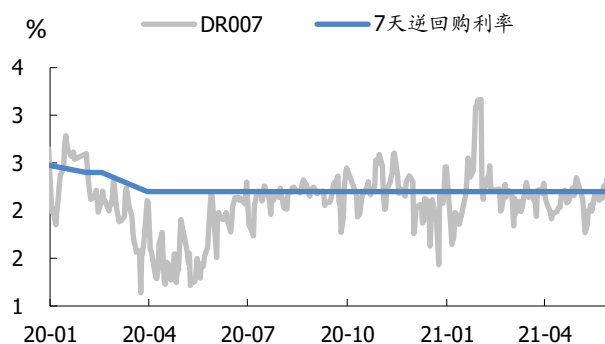
对于货币市场利率, 4 月以来 DR007 持续低于 7 天逆回购, 下半年随着地方债发行进度加快、MLF 到期量增加, 流动性缺口预计加大, 资金价格短期波动可能加剧。但鉴于央行“保持银行体系流动性合理充裕, 为政府债券发行提供适宜的流动性环境”以及“市场应重点关注公开市场操作的政策利率, 以及市场基准利率在一段时间内的运行情况”的要求, 预计整体上 DR007 仍将围绕政策利率运行。而下半年经济回落, 实体融资需求回落也将增加银行配置货币基金的需求, 从而稳定银行间流动性。

图表 54: 春节之后央行持续小额高频投放逆回购, 100 亿为主



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 55: 春节之后流动性总体保持平稳



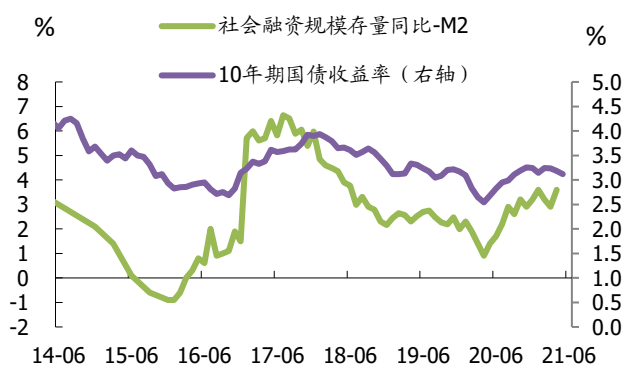
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

另一方面, 对于长端利率而言, 10 年期国债收益率多空交织, 关注预期差。

下半年可能引发利率下行的因素在于通胀高点已过、疫情反复、经济回落、货币政策稳健、社融增速向下、紧信用环境下机构配置债券力度加大。可能引发利率上行的因素在于地方债发行放量、PPI 持续超预期并向 CPI 传导、经济基本面维持韧性、货币政策收紧超预期、融资需求维持韧性导致银行配置债券力度下降等。多空交织之下, 很可能存在较大预期差。

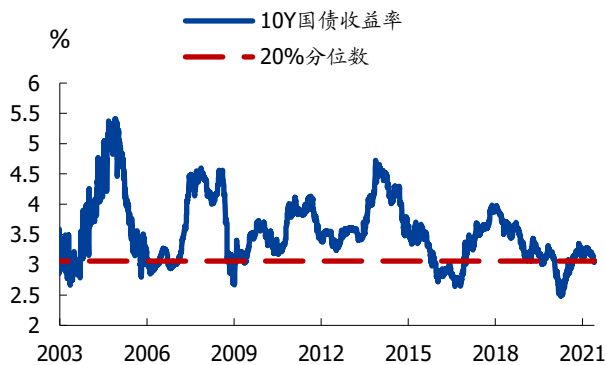
总体看, 下半年 10 年期国债收益率可能难有趋势性行情, 5 月底 6 月初 3.05%左右的水平已经比较接近市场预期的 3.0%-3.4%区间的下限。基本面、通胀、货币政策的一致预期均指向利率可维持低位, 而预期差指向可能存在上行风险。如果假设下半年一致预期发生偏差, 更可能发生在三季度(经济强、通胀强、货币紧)而不是四季度。因此, 从基本面、通胀、货币政策和配置角度, 利率债仍有机会, 但目前这个点位性价比已经不高, 需要警惕三季度债市回调的风险, 密切关注可能的预期差带来的风险或交易机会。

图表 56: 社融增速下行有助于推动 10Y 国债收益率中枢下行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 57: 当前 10Y 国债收益率位于历史 20%分位数附近



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4、汇率：美元难持续跌；人民币趋震荡、仍可能升值，但不确定性大

一方面, 美元难以持续下跌, 也难以趋势性走强。

美元指数是一篮子货币，欧元占比 57.6%，因此美元指数的核心影响因素是美欧经济与货币政策之差。根据前文分析，当全球经济复苏时期，欧元区经济受出口拉动往往表现好于美国，因此美元指数其实是全球经济的镜像指标。下半年欧洲经济表现预计强于美国，因此美元整体仍将维持弱势；但美联储退出宽松要早于欧央行，因此美元不具备持续大幅下跌的基础。

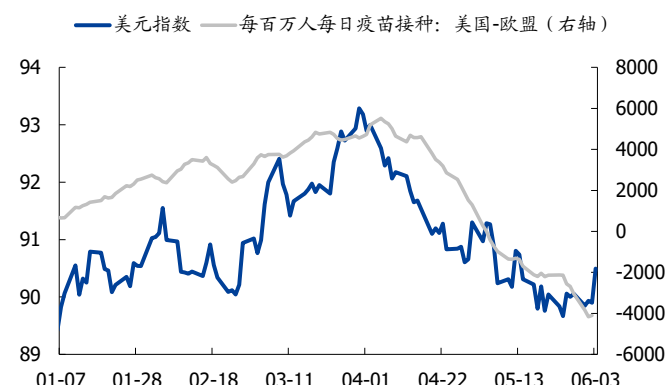
当前环境下，美欧疫苗接种速度之差也成为美元指数的重要影响。目前欧盟至少接种一剂疫苗的比例仅为 39%，但疫苗接种速度已经快于美国，并仍在不断加速。因此，短期内，由于美国与欧洲疫苗接种的速度差距不断拉大，美元指数仍趋小幅下跌，直至欧洲疫苗接种也进入瓶颈期后开始企稳。中长期看，美欧经济与货币政策之差将再成主导。

图表 58: 美元指数与全球经济景气度负相关



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 59: 短期内欧洲疫苗接种快于美国对美元指数形成压制



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

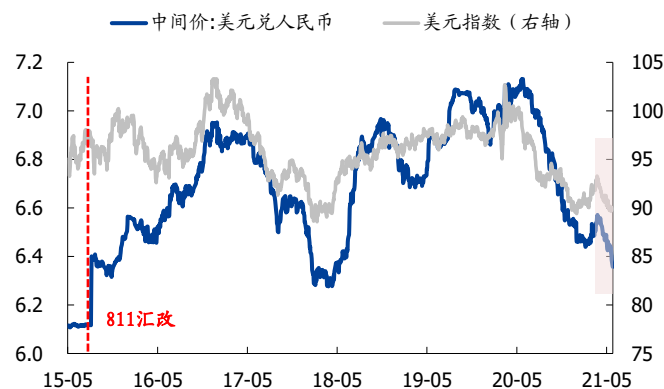
另一方面，对于人民币，维持前期报告《人民币汇率的真相与误区》的判断：官方多措并举旨在扭转单边升值预期；后续人民币可能趋震荡、仍有升值空间，但不确定性较大。

>5.31 央行时隔 14 年再调外汇存款准备金率，意在收紧美元流动性，降低人民币升值预期；5.27 全国外汇市场自律机制工作会议明确指出“汇率双向波动是常态，不要赌人民币汇率升值或贬值，久赌必输；汇率不能作为工具，不能用升值来抵消大宗商品价格上涨影响”，旨在正本清源，扭转人民币汇率单边预期；

>近期人民币升值主因有三：弱美元、资本流入、预期扰动。往后看，人民币可能趋震荡、仍有升值空间，但不确定性较大，可关注三大因素：美联储缩减 QE 节奏、美欧经济差、中美关系；中长期看，人民币应是稳中有升，关键看中美综合竞争力对比；

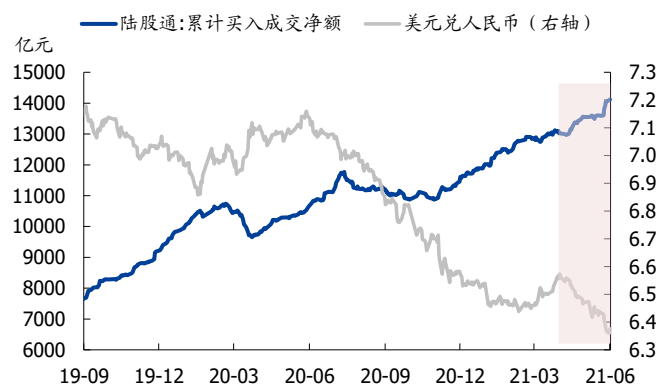
>需要厘清对人民币汇率的四大认识：1) 中美利差收窄，未必会导致人民币汇率贬值；2) 人民币兑美元汇率升值或贬值的压力变大，货币政策未必会做出调整；3) 人民币兑美元汇率与 A 股相关性高，但与债市的关系不太稳定；4) 即便中国 GDP 十年内超过美国，人民币国际化也加速推进，但人民币取代美元仍任重道远。

图表 60: 近期人民币汇率升值伴随美元指数下跌



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 61: 近期外资大幅流入助推了人民币汇率升值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

四、中观面：关注制造业投资、补库、涨价、地产竣工 4 主线

1、制造业投资修复的行业特征

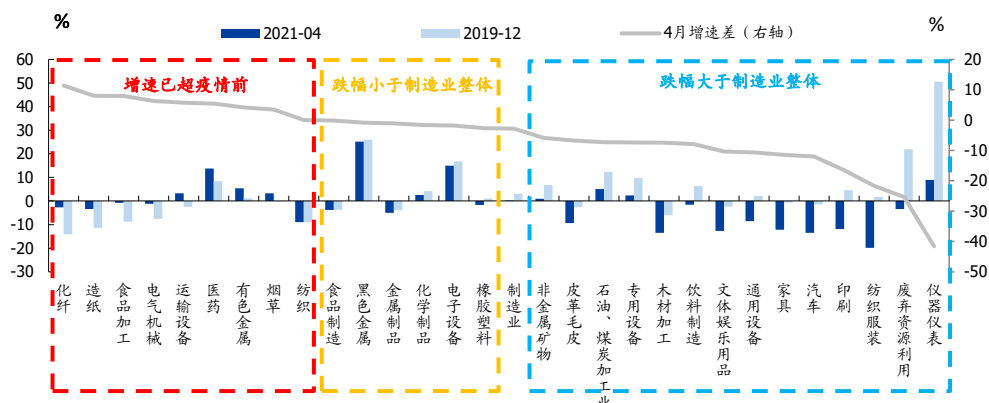
前期报告我们反复指出，今年制造业投资仍有望延续修复，但幅度可能弱于预期。从行业层面来看，可对比 2021 年 1-4 月各行业制造业投资增速（用“较 2019 年同期的平均增速”代替）和 2019 年同期的变化情况，分析发现：

>9 大行业增速已超过疫情前：上游的有色，中游的化纤、造纸、电气机械、运输设备，下游的医药、食品加工、烟草、纺织；

>6 大行业已接近疫情前：上游的黑色，中游的电子设备、金属制品、化学制品、橡胶塑料，下游的食品制造。

>其余 14 个行业明显低于疫情前，且低于制造业整体：上游的非金属矿物、石油煤炭加工；中游的专用设备、通用设备、仪器仪表；下游的皮革毛皮、木材加工、饮料制造、文体娱乐用品、家具、汽车、印刷、纺织、废弃资源利用。

图表 62: 当前各行业制造业投资恢复情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021 年 1-4 月增速为较 2019 年同期两年平均增长

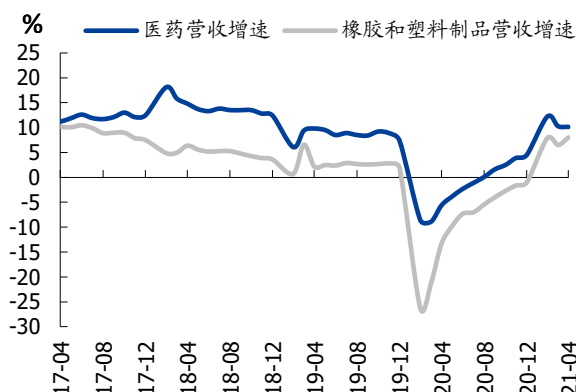
具体来看，行业分化背后的主因有三：疫情影响、价格变化、内外需恢复情况

1) 疫情因素：一方面，医药、橡塑制品、纺织等行业显著受益。医药行业 2020 年投资增速高达 28%，明显高于疫情前 8% 左右的水平。同时注意到橡塑制品的营收增速与医

药行业走势十分类似，也已经明显高于疫情前，应也是部分受益于疫情，如医用手套、护目镜、输液袋、输液器等医用塑料产品。类似的还有纺织业增速明显好于纺织服装业，应是与口罩、防护服等防疫纺织品需求高增有关。

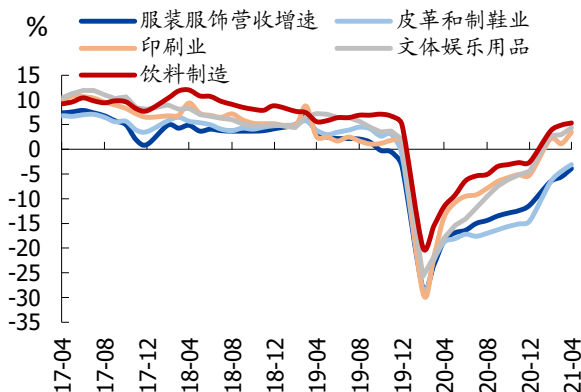
另一方面，线下、可选消费类被拖累。疫情影响下，居民出行类、线下聚集类、可选类消费迟迟未能恢复正常，对应纺织服装、皮革和制鞋业营收平均增速均为负值，印刷、文体娱乐用品、饮料制造等行业虽然恢复相对较好，但营收增速并未明显高于疫情前，难以提振企业投资意愿。汽车行业较为特殊，其虽然也属于可选消费，但受益于疫情提振购车需求，目前景气度较高，而产能利用率距离历史高位仍有一定距离，可能与近期芯片供给不足有关，限制了汽车行业的投资意愿。

图表 63: 疫情利好: 医药和橡胶制品增速走势一致



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-4月增速为较2019年同期两年平均增长

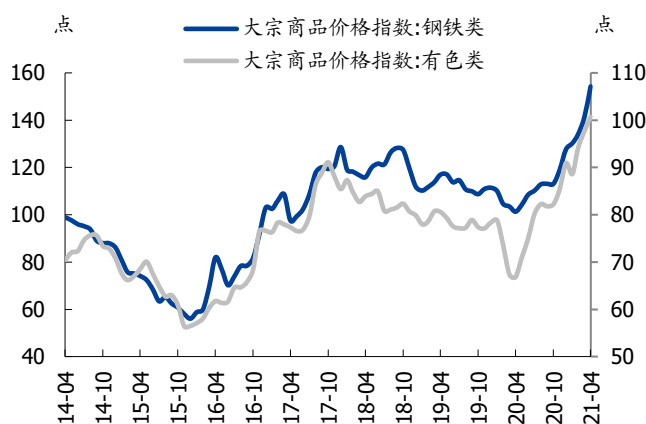
图表 64: 疫情利空: 线下、可选消费受疫情拖累



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-4月增速为较2019年同期两年平均增长

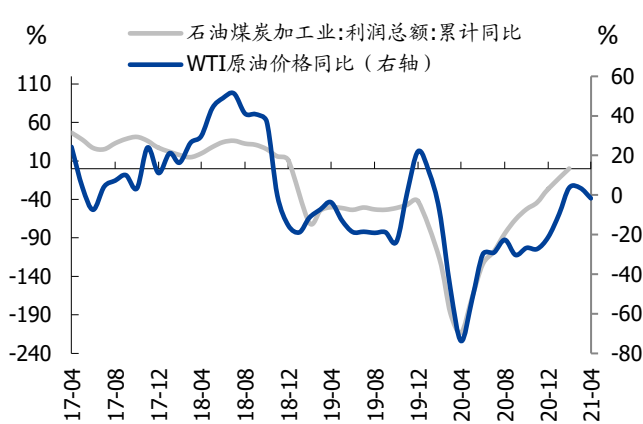
2) 价格因素: 其一, 化工、造纸、有色、黑色等上游工业品价格大幅上涨, 推动盈利增速升至近年来高位, 行业景气度和投资意愿提升。其中化工、有色、黑色加速明显, 与我们在前期报告《从资本开支看, 哪些行业提升空间仍大?》、《从资本开支看, 哪些行业可能加速修复?》中的结论基本一致。其二, 木材、家具行业受到原材料价格上涨、海运价格提升、汇率波动等因素侵蚀, 利润增速慢于营收增速, 两年平均增速至今仍未为负值, 抑制企业投资意愿。其三, 疫情冲击下石油价格大幅下跌, 近期也刚刚恢复至疫情前水平, 对应石油煤炭加工业利润增速下滑, 对石油行业投资构成压制。

图表 65: 涨价类: 有色、黑色价格大幅上行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 66: 降价类: 石油价格恢复较慢



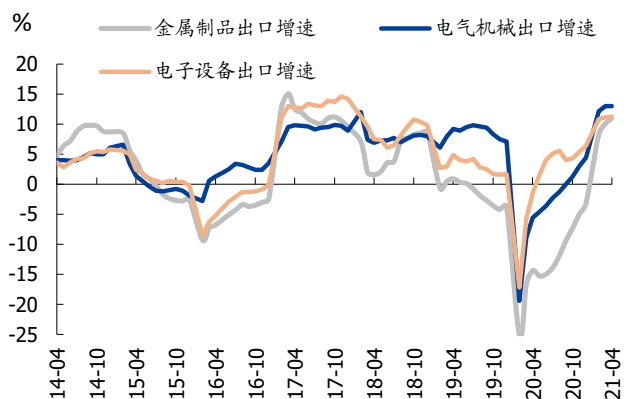
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3) 需求因素: 一方面, 出口持续高增带动相关行业走强。比如, 电子设备、电气机械、金属制品等中游制造业行业出口及营收增速目前两年复合增速在 10%以上, 已经明显高

于疫情前,对应我国机电产品出口高增,是这些行业景气度和投资意愿提升的核心原因。此外我们注意到,运输设备行业投资增速也恢复较好,应是出口带动的海运需求旺盛,可从水上运输业固投增速中侧面看出。

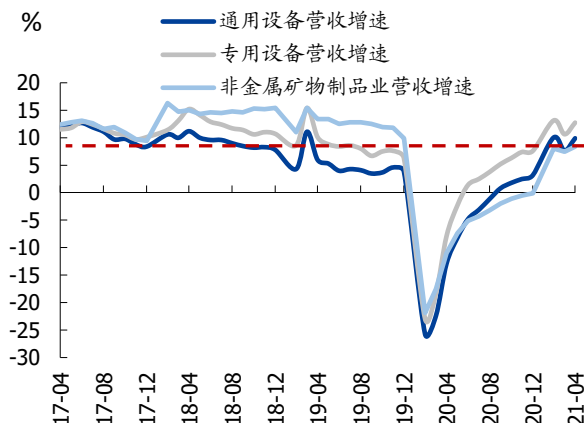
另一方面,内需尚未全面修复。比如,专用、通用设备的利润走势较好,但营收增长并不明显,仅略高于疫情前的平均水平,且利润可能受制于原材料涨价侵蚀,营收可能随着经济动能减弱而趋缓,抑制投资意愿。非金属矿物营收增速目前仍低于疫情前,背后是基建地产建筑施工需求没有明显高增。

图表 67: 出口高增: 电子设备、电气机械、金属制品出口高增



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-4月增速为较2019年同期两年平均增长

图表 68: 内需不够强: 设备制造、非金属矿物营收与疫情前接近



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-4月增速为较2019年同期两年平均增长

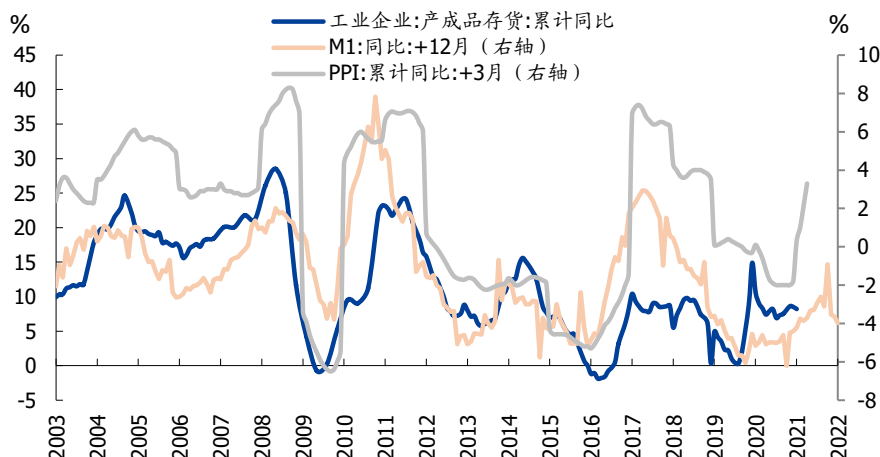
往后看,可继续关注出口产业链和可选消费产业链的结构性机会。

- **出口产业链方面**,海外疫情尚未完全稳定,南美、印度、东南亚先后成为新的疫情中心,海外生产商为了维护供应链的稳定,可能更愿意从中国采购,后续出口产业链可能再超预期,重点关注纺服等劳动密集型产品的替代可能,以及经济恢复相关的机电产品。
- **可选消费产业链方面**,多数品类受疫情拖累尚未完全恢复,随着居民出行意愿增加,如纺服、文体娱乐用品、印刷、饮料制造等可能进一步修复。
- **此外,目前看上游涨价链**(化工、造纸、有色、黑色)景气度也较高,投资修复空间仍大(具体请参考《从资本开支看,哪些行业提升空间仍大?》)。但考虑到:1) 稳价保供和环保政策的限制;2) 下半年经济动能可能弱于上半年,下游需求支撑可能弱化。上游涨价产业链未来景气和投资走势可能存在一定不确定性。

2、补库趋势的行业特征

总体看,当前补库行至中途,下半年可能被动补库。疫情以来,我国库存走势较为复杂,依次经历了销售停滞造成的被动补库(2020年2-3月)、销售复苏后的被动去库(2020年4-10月),产销两旺的主动补库期(2020年11月至今)。工业企业产成品库存同比自2020年10月库存降至短期低点6.9%以来,整体转为补库趋势,期间今年3月和4月回落。5月PMI原材料、产成品库存指数再度分别下跌0.6、0.3个百分点,可能与近期原材料价格高涨,抑制企业补库意愿有关。

图表 69: 领先指标预示 2021 年内仍趋补库



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

分行业看，中上游采掘、原材料、设备制造整体处于主动补库，下游消费、公用事业被动去库。具体看：

- **上游采掘**：整体处于主动补库，煤炭采选、有色采矿、非金属采矿被动去库；油气开采、黑色采矿等主动补库。
- **上游原材料**：多数行业都处于主动补库阶段，但不同行业主动补库的时间存在差异，橡胶塑料可能已经处于主动补库中期；化工、化纤、黑色、有色等仍处主动补库初期。
- **中游设备制造**：整体处于主动补库阶段。但行业分化较大，专用设备、汽车、电气机械等主动补库；电子通信、仪器仪表、废弃资源、设备修理等被动去库。
- **下游消费**：整体处于被动去库，不同行业分化明显，必选消费、地产下游消费、造纸等处于主动补库阶段，烟草制品、纺织服装产业链延续被动去库。
- **公用事业**：延续被动去库。

图表 70: 工业细分行业库存状况

行业	库存增速 所处分位	库存走势	营收走势	库存阶段	行业	库存增速 所处分位	库存走势	营收走势	库存阶段
上游采掘	0.1			主动补库	下游消费	0.1			被动去库
煤炭采选	0.1			被动去库	农副食品	0.5			主动补库
油气开采	0.2			主动补库	食品制造	0.3			主动补库
黑色采矿	0.3			主动补库	医药制造	0.2			主动补库
有色采矿	0.2			被动去库	烟草制品	0.3			被动去库
非金属采矿	0.6			被动去库	酒类饮料	0.2			被动去库
上游原材料	0.2			主动补库	纺织	0.2			被动去库
燃料加工	0.4			主动补库	纺织服装	0.0			被动去库
化工制造	0.3			主动补库	皮革制鞋	0.2			被动去库
化纤制造	0.3			主动补库	木材加工	0.6			主动补库
橡胶塑料	0.6			主动补库	家具制造	0.3			主动补库
非金属矿物	0.2			被动去库	造纸	0.3			主动补库
黑色冶炼	0.3			主动补库	印刷	0.4			主动补库
有色冶炼	0.3			主动补库	文体用品	0.3			主动补库
金属制品	0.4			主动补库	公用事业	0.4			被动去库
中游设备	0.4			主动补库	电力热力	0.1			被动去库
通用设备	0.4			被动去库	燃气生产	0.4			被动去库
专用设备	0.6			主动补库	水的生产	0.3			被动去库
汽车制造	0.4			主动补库					
交运设备	0.5			主动补库					
电气机械	0.9			主动补库					
电子通信	0.3			被动去库					
仪表仪器	0.4			被动去库					
其他制造	0.2			被动去库					
废弃资源	0.0			被动去库					
设备修理	0.2			被动去库					

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 2021 年营收采用以 2019 年为基期的两年复合增速; 库存增速分位数采用 2000 年以来数据; 库存走势图、营收走势图时间起点均为 2018 年 2 月)

往后再看, 上游采掘主要关注环保政策、保供稳价政策的边际变化, 如果环保政策边际松动或者保供稳价政策落地情况超预期, 煤炭采选等行业可能进入主动补库, 但补库力度可能有限。上游原材料今年 3 月开始主动补库, 历史上原材料主动补库都在 12 个月左右, 叠加顺周期板块景气度仍处高位, 后续仍有补库空间, 重点关注燃料加工、化工、化纤、黑色、有色等行业; 中游设备制造产成品存货小幅回落, 需求延续上行, 下半年可能步入主动去库阶段; 下游消费、公用事业自去年 3 月开始, 被动去库已经持续 13 个月, 当前库存已处低位, 年内开始主动补库将是大概率事件。

3、上游涨价对中下游利润的冲击

此前报告《四大方法测算上游涨价对企业利润的影响》我们采用完全消耗系数、成本传导系数、VAR 模型、多元回归等 4 种方法, 测算上游原材料成本上升对中下游企业利润的影响, 并基于 5 大标准筛选可能的行业投资机会。主要结论如下:

1) 上游涨价对企业利润的影响方面:

> 完全消耗系数显示, 中游制造业对上游原材料的依赖高于下游消费品对上游的依赖,

其中：金属制品、通用设备、专用设备、电气机械受影响最大；食品制造、皮革制品、家具、印刷受影响最小。特别地，我们着重测算了煤炭、石化、黑色、有色相关上游品种成本对中下游行业的影响程度，总体看也是对中游制造业的影响要大于对下游消费品业，影响较大的有专用设备、通用设备、金属制品、电气机械、橡胶和塑料制品；影响较小的有食品制造、印刷、家具、医药制品、皮革制品。原材料之间对比，对中下游影响排序为有色>黑色>石化>煤炭。

>成本传导系数显示，成本传导能力大体上表现为上游原材料业>中游制造业>下游消费品业，PPI上行期该特征更显著。综合看，上游的废弃资源利用、煤炭开采和洗选、黑色金属矿采选、有色金属冶炼和压延加工成本传导能力很强。此外，部分行业终端价格受要素投入影响也很大。

>从方差分解的贡献率看，烟草制品、通用设备和文娱用品制造业上游成本对毛利率影响贡献度更大，是成本驱动型行业；纺织业、食品制造业需求对毛利率的影响贡献度更大，是需求拉动型行业。

>从中上游成本对下游行业毛利率影响的回归系数来看，烟草制品、文娱制品、金属制品、通用设备、专用设备等行业成本对毛利率影响系数较高，成本传导能力更好；同时，文娱制品、纺织业、其他制造业、造纸及纸制品业受需求驱动。

图表 71：上游、中游成本对下游行业毛利率的影响回归系数

指标名称（2003-2018）	当期			滞后一期			滞后二期			滞后三期		
	需求	上游成本	中游成本	需求	上游成本	中游成本	需求	上游成本	中游成本	需求	上游成本	中游成本
农副食品加工业	-0.0053	-0.0818	0.3361	-0.0121	-0.0993	-0.2710	-0.0122	-0.1398	-0.0186	-0.0004	0.3469	-0.1231
食品制造业	-0.0057	-0.3239	0.0749	-0.0024	0.1014	0.0109	0.0173	-0.0851	-0.0098	0.0122	0.2832	-0.1803
酒、饮料和精制茶制造业	-0.0474	0.1928	0.0174	-0.0810	0.2090	-0.1158	0.0111	-0.1853	-0.0457	-0.0019	0.0036	-0.1459
烟草制品业	-0.0284	0.3913	0.0689	-0.0466	-0.2258	0.2549	0.1554	0.1364	-0.1135	0.0807	-0.4953	0.1647
纺织业	0.0385	-0.4087	0.3642	0.0677	0.0296	0.0425	0.0198	0.2186	-0.3516	0.0149	0.2882	-0.2829
纺织服装、服饰业	0.0007	-0.0264	0.0395	-0.0050	0.0283	-0.1472	0.0011	0.0513	0.0452	-0.0011	0.1127	-0.1136
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-0.0071	0.0716	0.1352	-0.0167	-0.0697	-0.1713	-0.0126	0.0269	0.0403	-0.0112	0.1074	-0.0251
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-0.0023	0.0031	0.3540	-0.0033	-0.1451	-0.3951	0.0164	0.1779	0.5062	-0.0161	-0.2909	-0.2035
家具制造业	0.0089	-0.0034	0.1980	0.0143	-0.0776	-0.3823	-0.0628	-0.1163	0.1353	-0.0397	0.2796	-0.0290
造纸及纸制品业	0.0287	0.0482	0.2173	0.0579	-0.1248	-0.0140	0.0791	0.1877	-0.5067	0.0434	0.2274	-0.1354
印刷业和记录媒介的复制	-0.0240	-0.1180	0.4669	-0.0476	-0.1331	-0.2129	-0.0108	0.3110	-0.3985	-0.0132	0.0915	-0.0928
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.0802	0.5206	-0.1181	0.1561	-0.5270	-0.6033	-0.1896	0.0195	0.9486	-0.1218	0.0006	-0.2628
医药制造业	-0.0373	-0.0490	0.1342	-0.0788	0.2441	0.0247	-0.0214	-0.0165	-0.3108	-0.0081	0.3988	-0.3455
汽车制造	-0.0139	-0.1865	0.1350	-0.0471	0.0379	0.2617	-0.0455	-0.0829	-0.3758	-0.0257	0.4685	-0.4228

资料来源：Wind，国盛证券研究所测算

2) 行业筛选方面：考虑到下半年 PPI 维持高位，我们进一步基于成本传导强、利润稳定、政策利好、需求恢复、议价能力提升等五项标准，筛选了潜在的行业投资机会。

>在当下 PPI 维持高位的情况下，可重点关注受益于原材料成本上行、同时行业本身议价能力提升的煤炭开采和洗选业、有色金属产业链。

>下半年 PPI 同比大部分时间可能高位磨顶，四季度末回落幅度稍大，这时可关注在 PPI 下行期成本传导能力减弱的行业，意味着原材料降价但终端价格降价可能减缓，如黑色金属矿采选、金属制品、有色金属冶炼和加工、非金属矿物制品、非金属矿采选、纺织业、橡胶和塑料制品。

>面对大宗商品涨价，今年将进一步落实结构性减税，我们测算认为石油和天然气开采业、木材加工等制品业、废弃资源利用业、皮革等制品业、有色金属产业链、烟草制品业、农副食品加工业、非金属矿物制品业、酒、饮料和精制茶制造业中要素投入对终端销售价格影响较大。若有相应减税政策出台，可着重关注这些行业的利润变化。

>可密切关注下半年制造业和消费的恢复情况，对于纺织业、食品制造业、文娱制品、其他制造业、造纸及纸制品业等需求驱动型行业，行业需求恢复可能带来盈利改善机会。

图表 72: 行业主导逻辑分类

成本主导型	利润稳定型	政策利好型	需求驱动型	议价能力提升型
废弃资源利用	黑色金属矿采选	石油和天然气开采业	纺织业	有色金属矿采选业
煤炭开采和洗选	金属制品	木材加工等制品业	食品制造业	开采辅助活动业
黑色金属矿采选	有色金属冶炼和加工	废弃资源利用业	文娱制品	化学纤维制造业
有色金属冶炼和加工	非金属矿物制品	皮革等制品业	其他制造业	其他制造业
烟草制品	非金属矿采选	有色金属冶炼和加工	造纸及纸制品业	煤炭开采和洗选业
文娱制品	纺织业	有色金属矿采选业		铁路等运输设备制造
金属制品	橡胶和塑料制品业	烟草制品业		酒、饮料和精制茶制造业
通用设备		农副食品加工业		
专用设备		非金属矿物制品业		
		酒、饮料和精制茶制造业		

资料来源: 国盛证券研究所

4、地产竣工的可持续性

本轮竣工修复从 2019 年下半年开始, 但被疫情打断。疫情前, 地产竣工增速已于 2019 年下半年起开始修复, 累计竣工增速由 2019 年 7 月的 -11.3% 回升至 2019 年底的 2.6%, 增幅近 14 个百分点, 同时施工高增, 后续竣工持续修复的趋势已经十分明显。但随后 2020 年疫情爆发, 施工、竣工回升趋势被打断, 均出现断崖式回落, 直至 2020 年 10 月起才再度明显回升。同时可以看到, 玻璃价格、电梯产量等中观指标也同步回升, 进一步验证近来竣工好转。

图表 73: 本轮竣工修复从 2019 年下半年开始, 但被疫情打断



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021 年 1-4 月增速为较 2019 年同期两年平均增长

图表 74: 玻璃价格、电梯产量等中观指标同步回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021 年 1-4 月增速为较 2019 年同期两年平均增长

考虑到竣工需求释放空间巨大, 房企也有动力加速竣工, 预计本轮竣工回升的持续性较强, 年内竣工增速大概率继续回升。

一方面, 竣工需求只会延后而不会消失, 本轮竣工修复的根本动力是竣工缺口的不断累积。2016 年以前, 房屋竣工面积与商品房 (期房) 销售面积十分接近, 竣工面积略高于销售面积; 但 2016-2020 年, 商品房销售虽然延续高增, 期房年销售面积增加了 3.6 亿平方米, 但同期年竣工面积却下降了 1.5 亿平方米, 二者差距不断两大。其背后原因可能包括 2016 年棚改货币化落地后, 竣工周期偏长的三四线销售, 以及期房、精装房销售占比提升、房企资金紧张等多方面因素。这种不断积累的竣工需求于 2019 年下半年开

始释放，是本轮竣工回升的根本动力。往后看，2016年以来的竣工缺口合计约20亿平方米，约是目前年竣工面积的2倍，竣工需求释放的空间巨大。

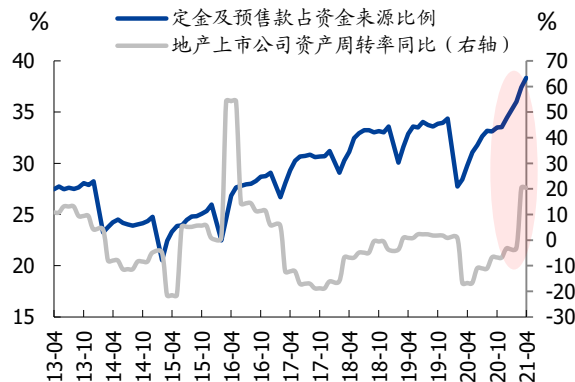
另一方面，三道红线下，房企更加依赖预付款、高周转，有助于缩短竣工时间。2020年8月，央行和住建部形成重点房地产企业资金监测和融资管理规则，即“三道红线”（剔除预收款后的资产负债率大于70%；净负债率大于100%；现金短债比小于1）。为满足监管要求，房企更加依赖购房者的预付款，定金及预收款占地产开发资金来源比例由新规前的33%提升至2021年4月38%。同时，更依赖预付款意味着房企要想扩大规模或回笼现金降低负债，必须更依赖高周转策略，缩短从销售到竣工的时间。

图表 75: 2016-2020 年竣工缺口明显加大



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

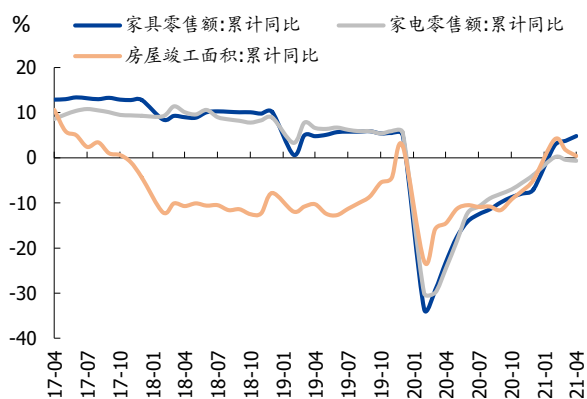
图表 76: “三条红线”下，房企更加依赖预付款和高周转



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

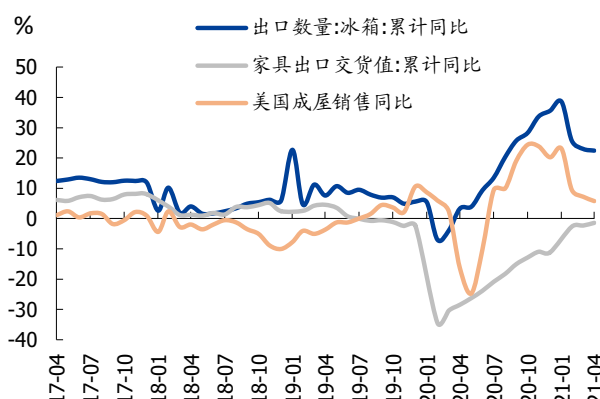
对应来看，家具、家电等地产下游消费有望继续改善。2020年由于疫情影响，地产下游消费链整体偏弱，积压的消费需求有望随着竣工回升，在今年逐步释放。此外，美国地产景气近期有所回落，但前期销售高增预计仍将对家具、家电出口形成额外拉动。

图表 77: 竣工回升带动家具、家电销售



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 78: 美国地产销售高增拉动家具、家电出口



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

五、配置面：股市结构性机会，债市配置性机会，关注 5 大预期差

1、从中观、流动性、政策面找线索

1) 中观视角

基于前文分析的制造业投资修复、补库、涨价、地产竣工 4 条产业链线索，以下可关注：

- 从制造业投资看，可继续关注出口产业链（纺服、机电产品等）和可选消费产业链（纺服、文娱用品、印刷、饮料制造等）的结构性机会。
- 从库存角度看，上游采掘、原材料（煤炭、石油、化工、非金属矿物、黑色等）和下游消费业（纺服、造纸、文娱用品等）库存相对较低，后续仍有补库空间；中游设备制造库存相对较高，下半年可能开始去库。
- 从上游涨价对企业盈利影响看，上游产业链仍然利好，可重点关注受益于原材料成本上行、同时行业本身议价能力提升的煤炭、有色；成本传导能力上游>中游>下游，需关注政策支持和需求恢复的情况，对于纺织、食品制造、文娱制品、造纸等需求驱动型行业，行业需求恢复可能带来盈利改善机会。
- 从地产竣工走势看，本轮竣工回升的持续性较强，家具、家电等地产下游消费有望继续改善。

2) 流动性视角

根据前文分析，站在当前时点往后看，利率走势可能既不是股票的“好朋友”，也不是债券的“好朋友”。

美国国债方面，看到年底：美债名义利率温和上行为主、难以大幅走高，我们仍维持 10 年期美债收益率高点 1.8% 左右的判断；但 TIPS 收益率将加速上行，有望从当前的 -0.8% 左右回升至接近 0%。

中国国债方面，看到年底：下半年 10 年期国债收益率可能难有趋势性行情，5 月底 6 月初 3.05% 左右的水平已比较接近市场预期的 3.0%-3.4% 区间的下限。基本面、通胀、货币政策的一致预期均指向利率可维持低位，而预期差指向可能存在上行风险。如果假设下半年一致预期发生偏差，更可能发生在三季度（经济强、通胀强、货币紧）而不是四季度。因此，从基本面、通胀、货币政策和配置角度，利率债仍有机会，但目前这个点位性价比已经不高，需要警惕三季度债市回调的风险，密切关注可能的预期差带来的风险或交易机会。

3) 政策面视角

2021 年是“十四五”开局之年、建党一百周年和 2022 年“二十大”布局之年，制度红利和改革红利有望进一步释放，可重点关注：“双循环”；人口、土地等要素市场化改革；科技创新；碳中和碳达峰；城市群等。往后看，继续重点提示年内的几大动向：建党 100 周年可能的“大礼包”；年内将公布“促进共同富裕行动纲要”；三孩的配套措施；房地产税可能增加试点城市；碳中和碳达峰的相关政策。

4) 总体看：股市，结构性机会；债市，配置性机会；商品，“高处不胜寒”；汇率，不宜单边做

大类资产方面，仍可借鉴前期专题报告《从三大周期的背后，看经济形势与资产配置》

的判断：今年我国处于“地产周期下，资本开支和库存周期上”的时期，以史为鉴，资产配置有以下规律：

>资产价格：前期表现，商品>股票>债券；后期表现，债券>股票>商品；对应看，今年股市整体可能小幅上升，而随着下半年经济动能放缓，债市可能表现更好，需警惕商品下行风险。

>股市风格：消费和金融整体较为抗跌，成长表现较差，周期前半段有超额收益，但后期往往跌幅较大。目前周期风格应注意继续回调的风险；消费风格目前估值仍在历史高位，上行空间受到一定限制，但可能仍相对抗跌；金融风格估值仍在底部，后续可能迎来修复性行情，可能是相对较好的选择。

再结合本报告的前述分析，倾向于认为：股市，结构性机会；债市，配置性机会；商品，“高处不胜寒”；汇率，不宜单边做。

2、不确定性仍大，关注 5 大预期差

客观讲，基于本文分析，于资产配置而言，站在当前时点可谓多空交织，而这些多空因素，有些被预期得较为充分，有些则尚不充分，能否前瞻判断预期差，应是胜出的关键。

1) 基本面：对三季度经济回落预期较为充分，而对于经济维持韧性预期不充分；

2) 通胀面：对 PPI 超预期上行预期充分，对于向核心 CPI 传导预期不充分；对于大宗商品价格目前高点（或高点尾声）的预期充分，对于可能二次攀高预期不充分，油价应是扰动。

3) 货币政策：对于稳货币预期充分，而对于超预期收紧预期不充分；货币供需方面，需求端对于机构加大配置均预期较为充分，供给端对于地方债发行放量预期不太充分；对于美联储 Taper，二三季度吹风、年底宣布、明年 Q1 实施的预期比较充分，对于可能提前或推后的预期尚不充分；

4) 疫情：对于疫情持续时间可能较长的预期比较充分，但对可能明显反复、疫苗效果可能不佳的预期尚不充分；

5) 中美关系：对于拜登强化意识形态冲突、加强科技封锁等预期比较充分，但对经贸关系可能缓和或继续恶化的预期尚不充分。

后附：

附表 1：2021 年下半年重要会议时间节点

附表 2：2021 年下半年重要数据预测

附表 1: 2021 年下半年重要会议时间节点

图表 79: 2021 年下半年重要会议时间节点 (均为北京时间)

事件 (时间排序)	时间
美联储 6 月 FOMC 会议, 更新经济预测和点阵图	6 月 17 日
建党一百周年庆祝大会	7 月 1 日
美联储公布 6 月会议纪要, 纽约联储公布 6 月市场调查结果	7 月 8 日
2021 年中国 2 季度经济数据	7 月中旬
7 月中央政治局会议	7 月下旬
美联储 7 月 FOMC 会议, 可能释放较为明确的缩减信号	7 月 29 日
2021 年第二季度中国货币政策执行报告	8 月中旬
美联储公布 7 月会议纪要, 纽约联储公布 7 月市场调查结果	8 月 19 日
杰克逊霍尔全球央行年会	8 月 27 日
美联储 9 月 FOMC 会议, 更新经济预测和点阵图	9 月 23 日
美联储公布 9 月会议纪要, 纽约联储公布 9 月市场调查结果	10 月 13 日
2021 年中国 3 季度经济数据	10 月中旬
10 月政治局会议 (也可能不开)	10 月中下旬
十九届六中全会	10 月中下旬或 11 月
美联储 11 月 FOMC 会议, 可能宣布 Taper	11 月 4 日
2021 年 3 季度中国货币政策执行报告	11 月中旬
美联储公布 11 月会议纪要, 纽约联储公布 11 月市场调查结果	11 月 25 日
美联储 12 月 FOMC 会议, 更新经济预测和点阵图, 可能宣布 Taper	12 月 16 日
年底政治局会议	12 月中旬
中央经济工作会议	12 月中下旬

资料来源: 中国政府网、统计局、美联储、中国人民银行等, 国盛证券研究所

附表 2: 2021 年重要数据预测

图表 80: 2021 年下半年重要数据预测

指标	年度数据预测		季度数据预测							
	2020	2021E	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2E	2021Q3E	2021Q4E
经济活动										
实际 GDP 当季同比 (%)	2.3	9.0	-6.8	3.2	4.9	6.5	18.3	8.4	6.6	5.3
名义 GDP 当季同比 (%)	2.5	13.0	-5.3	3.1	5.5	7.0	21.2	12.0	11.5	10.5
工业增加值当季同比 (%)	2.8	11.0	-8.4	4.4	5.8	7.1	24.5	9.5	8.0	6.5
固定资产投资累计同比 (%)	2.9	7.0	-16.1	-3.1	0.8	2.9	25.6	12.0	9.0	7.0
制造业投资累计同比 (%)	-2.2	9.5	-25.2	-11.7	-6.5	-2.2	29.8	18.5	13.5	9.5
房地产投资累计同比 (%)	7.0	10.0	-7.7	1.9	5.6	7.0	25.6	16.0	12.0	10.0
基建投资累计同比 (%)	3.4	5.0	-16.4	-0.1	2.4	3.4	26.8	8.0	6.0	5.0
社会消费品零售总额当季同比 (%)	-3.9	16.5	-19.0	-3.8	1.0	4.7	33.9	13.5	11.5	9.5
外贸										
出口当季同比 (%)，以美元计	3.6	28.0	-13.6	-0.2	8.4	16.6	48.9	33.0	23.0	15.0
进口当季同比 (%)，以美元计	-1.1	30.0	-3.1	-9.5	3.6	-5.4	28.2	44.0	26.0	23.0
通胀										
CPI 当季同比 (%)	2.5	1.2	5.0	2.7	2.3	0.1	-0.0	1.4	1.3	2.1
PPI 当季同比 (%)	-1.8	6.7	-0.6	-3.3	-2.2	-1.3	2.1	8.2	8.6	8.1
汇率										
美元/人民币中间价 (季末值)	6.54	6.40	7.09	7.08	6.81	6.54	6.56	6.42	6.40	6.40
货币金融										
新增信贷 (季度内累计) (万亿元)	20.0	19.5	7.3	5.1	4.4	3.4	7.9	4.3	4.3	3.0
信贷余额同比 (季末值) (%)	13.2	11.4	12.7	13.3	13.2	13.2	13.0	12.1	11.8	11.4
新增社融 (季度内累计) (万亿元)	34.9	30.5	11.1	9.8	8.8	5.3	10.3	6.7	7.9	5.7
社融存量同比 (季末值) (%)	13.3	10.7	11.5	12.8	13.5	13.3	12.3	11.0	10.6	10.7
M2 (季末值) (%)	10.1	8.7	10.1	11.1	10.9	10.1	9.4	8.0	8.0	8.7
存款准备金率 (大型金融机构) (%)	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50
1 年 LPR (季末值) (%)	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
10 年国债收益率 (季末值) (%)	3.14	3.00	2.59	2.82	3.15	3.14	3.19	3.14	3.10	3.00

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

1. 疫情演化超预期。疫苗进展如果更顺利，会催化经济更强，反之更弱。
2. 政策走向超预期。国内政策收缩力度超预期的紧，尤其是货币政策和监管政策。
3. 外部环境超预期。中美关系超预期缓和，或冲突加剧；新兴市场国家爆发危机或者地缘政治冲突。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
