

| 证券研究报告 |

# 起落有时，盈亏逆转

## ——下半年宏观经济和资本市场展望

2021.6.7

陈兴 博士  
中泰宏观首席分析师  
S0740521020001

## 内容概要

- 从对我国经济增长的贡献上来看，当前相较去年并无很大变化，地产投资和出口仍是拉动经济的主要力量。而一方面，在居民加杠杆行为存在约束的情况下，地产销售疲态已现，土地购置和新开工等领先指标也趋于走弱，地产投资存在下行压力；另一方面，海外疫情见顶回落，美国经济逐渐解封，消费需求结构面临从耐用品向服务的切换，对后续出口的拉动力量不足。但在居民收入改善叠加疫苗接种加速推进的情况下，**我国消费或将迎来显著改善**，制造业投资也将因此受益。
- 今年以来大宗商品价格涨幅突出，受前期海外疫情抬头和国内整治供给影响，价格一度冲高。而全球疫情见顶回落叠加国常会部署“保供稳价”，使得定价主线重归需求。在年内地产和基建投资乏力的情况下，大宗商品很难被国内需求所消化，**工业品价格快速上行期应已接近尾声**，PPI同比翘尾因素也逐渐走低，通胀压力趋于缓和。需求缺少强刺激使得上游涨价向下游传导或也并不顺畅。
- 二季度以来信用周期趋于回落，但货币政策保持稳定，资金环境也较宽松。本轮“紧信用”和过去三轮均有不同，信用扩张进程的结束并未以货币政策转向作为信号。一方面，在央行并未调整LPR的情况下，贷款利率区间已有上移；另一方面，财政政策的积极力度也远不及去年，不仅广义财政赤字率有所下降，而且财政融资节奏也明显滞后。我们预计，在社融增速和年内经济名义增速已基本匹配的情况下，下半年**信用收缩态势或将放缓**，而**货币政策仍将维持中性**，大概率不会对价格工具进行调整。
- 美国经济修复加上资金市场流动性充裕，将使其政策收紧步伐加快，届时美债收益率水平或再度走高，而国内债市供给压力仍存，**收益率上行风险有所加大**。从企业盈利来看待权益市场，**首先**，伴随着PPI同比增速的见顶回落，上游行业利润增长或将承压；**其次**，不论是从原材料价格上涨和汇率升值造成的成本压力，还是从成本传导能力上来看，中游加工组装类行业均处弱势，若出口景气度发生变化，盈利不确定性将明显加大；**最后**，成本变动对于消费行业利润扰动较小，消费回暖趋势不改。
- **风险提示：**经济恢复不及预期，政策变动风险，模型测算偏差风险。

# 目录

## CONTENTS

中泰证券研究所  
专业 | 领先 | 深度 | 诚信

01.  
增长将迎变局

02.  
涨价步入尾声

03.  
政策依然稳定

04.  
盈利结构逆转



1

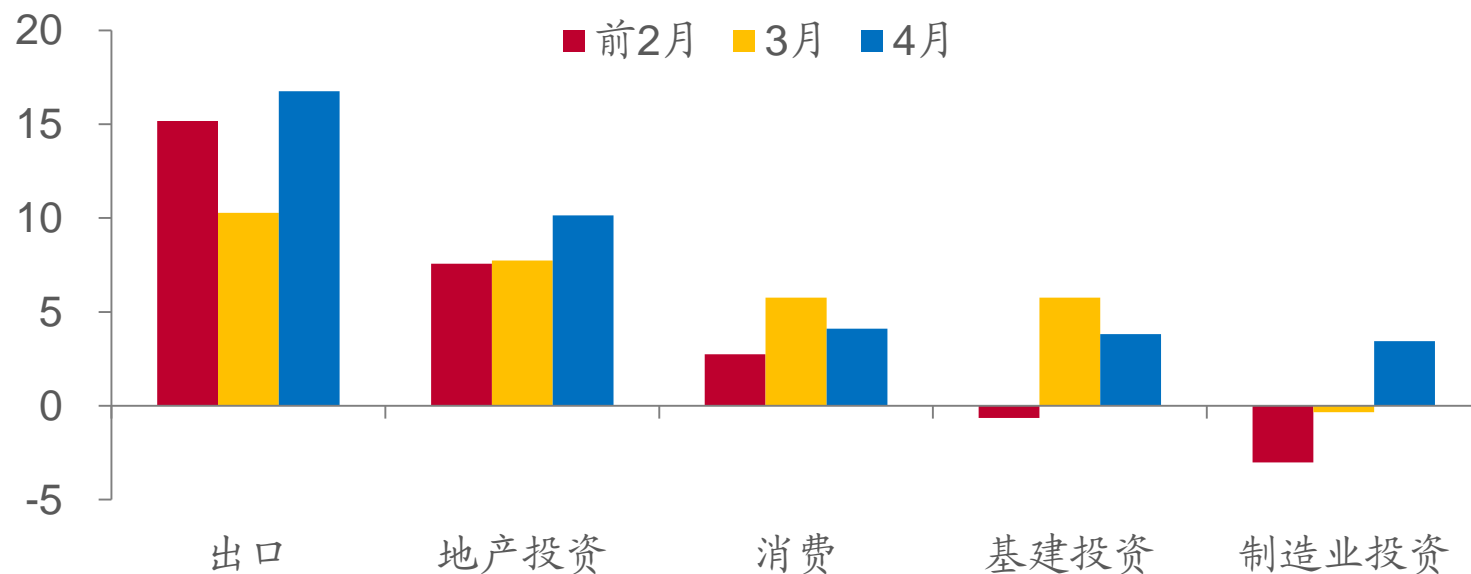
# 增长将迎变局

领先一步

## 出口、地产支撑经济

- 今年以来，从对我国经济增长的贡献上来看，相较去年并无很大变化，出口和地产投资仍是拉动经济的主要力量。以两年年均增速来计，4月我国出口和地产投资在各分项中依然领跑，增速双双超过10%，而其它部分恢复进度依然较慢。

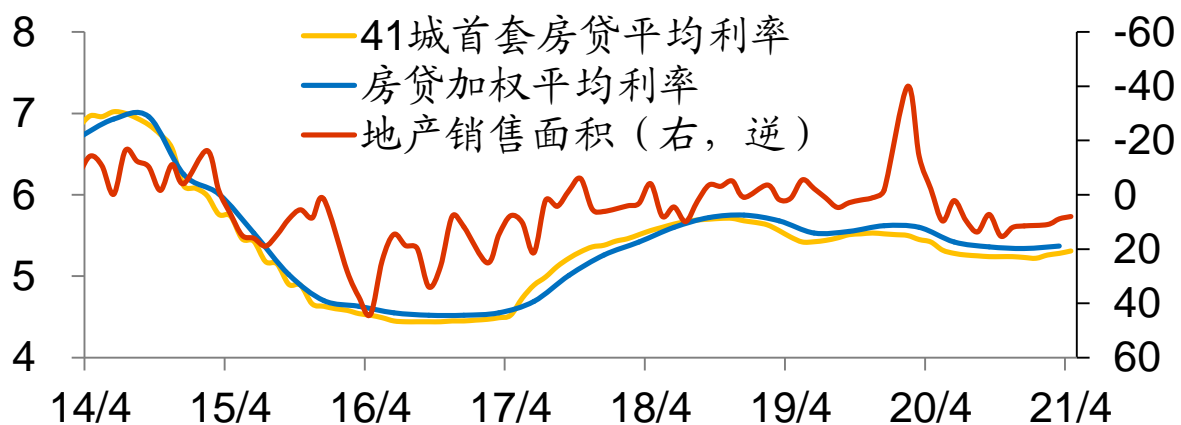
经济各部分按两年年均计算的增速水平



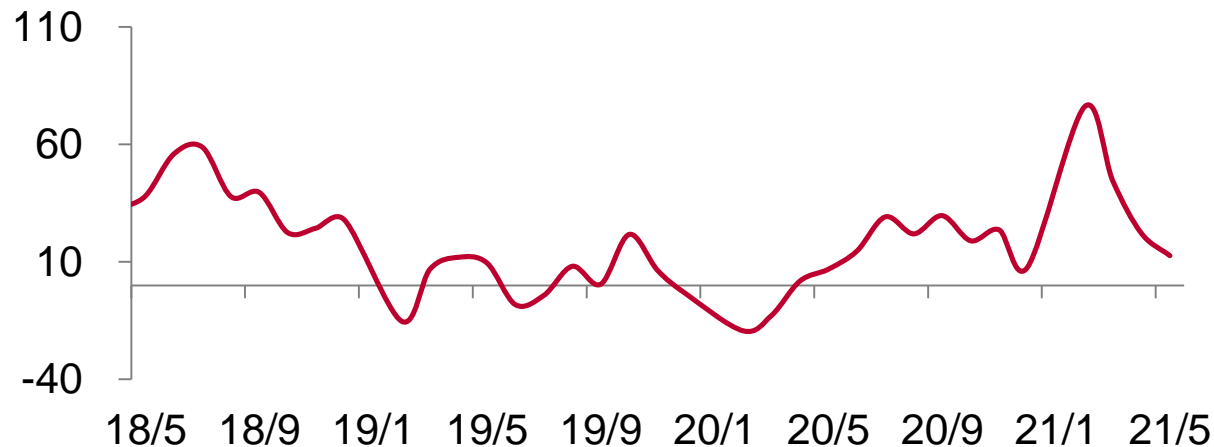
## 地产销售已现疲态

- 但对居民加杠杆行为的约束，使得地产销售疲态已现。今年以来41城首套房贷利率连续四个月上行，居民购房成本显著增加，进而拖累地产销售增速。以两年年均增速来看，4月全国商品房销售面积同比增速已由年初的10%以上降至8%左右，5月百家龙头房企销量增速继续下行。

房贷利率与地产销售面积增速 (%)



龙头房企地产销售面积增速 (%)



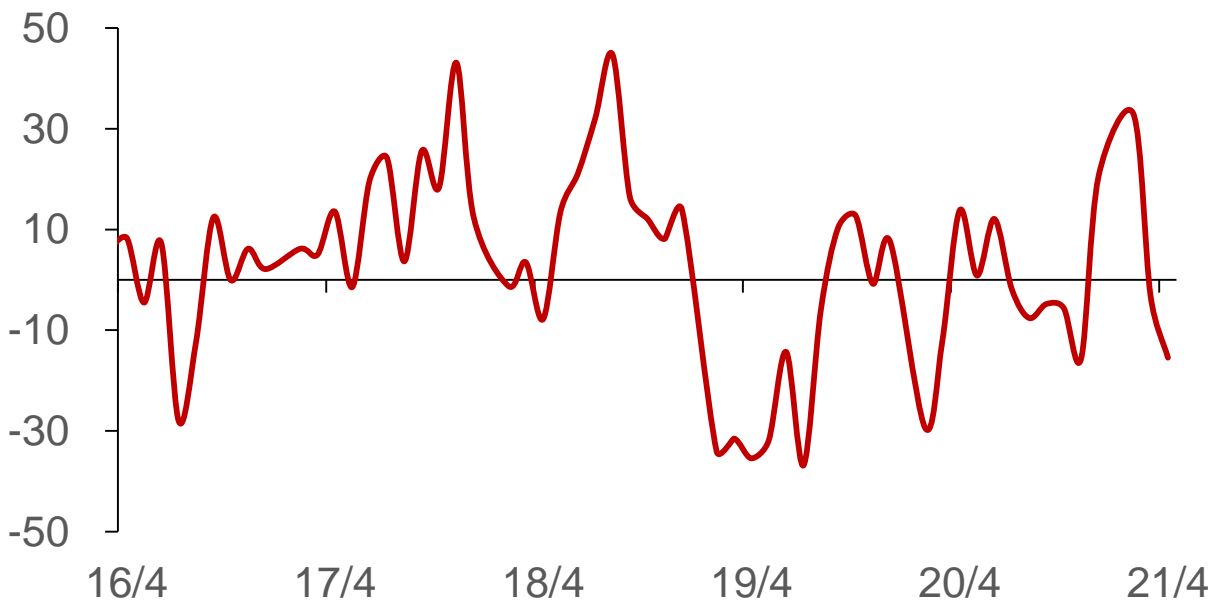
来源: WIND, 中泰证券研究所, 左图2021年数据为两年年均增速。  
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台



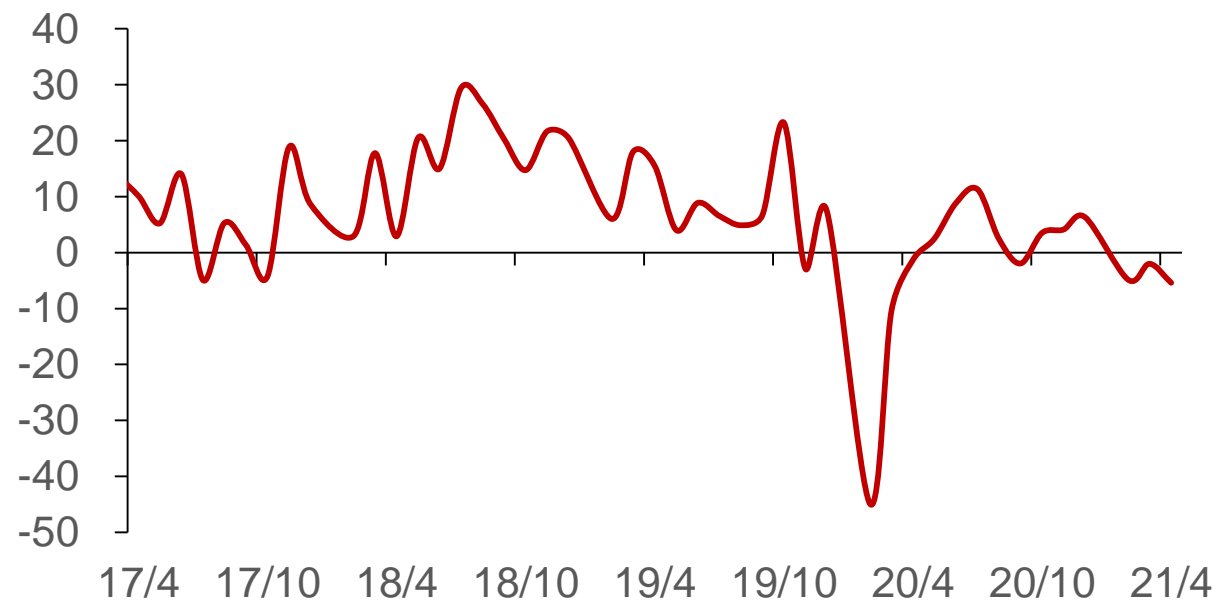
## 领先指标多数走弱

- 即便地产投资增速短期依然保持稳定，但与其关联性较高的领先指标多数走弱，如3月以来土地购置面积就已由正转负，新开工面积同比增速年内更是保持负增长，这或将逐渐对地产投资造成下行压力。

土地购置面积增速 (%)



新开工面积增速 (%)



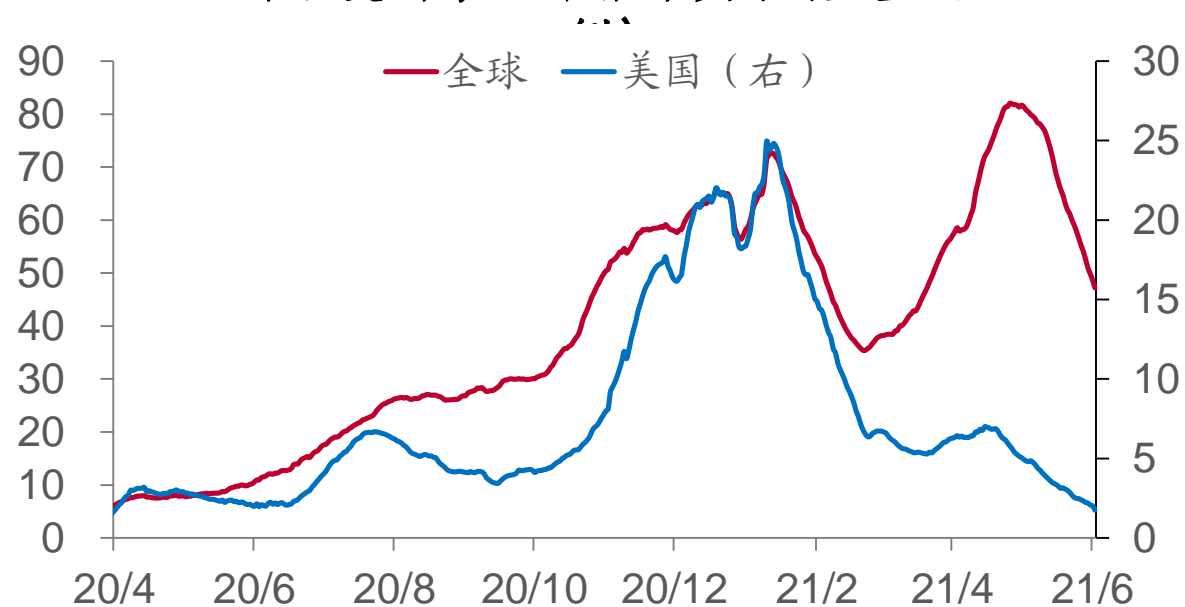
来源: WIND, 中泰证券研究所  
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

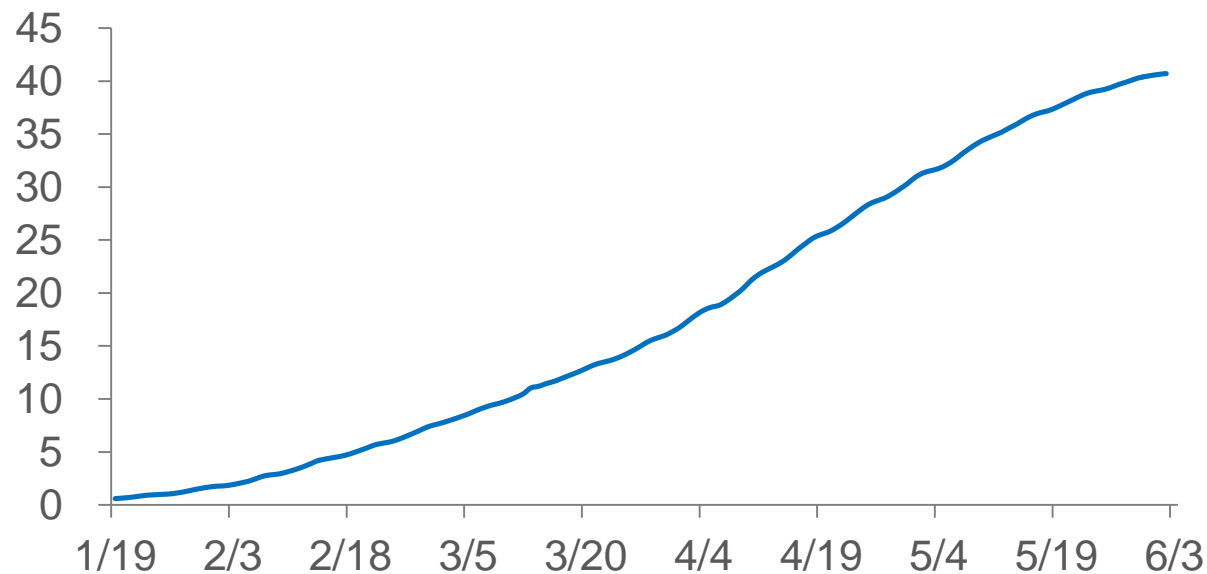
## 海外疫情顶峰已过

- 出口下半年或也将迎来变局，本轮我国出口高景气和海外疫情演变态势密切相关。而从当前新冠疫情情况来看，全球新冠肺炎每日新增确诊病例数量已从第二轮疫情顶峰回落，七天移动平均值不足50万例。特别是作为全球经济龙头的美国，其每日新增确诊病例降至2万例以下，不足疫情峰值的十分之一，而美国新冠疫苗接种比例也在稳步提高，当前完全接种占比超过40%。

全球和美国每日新增确诊病例数量（万）



美国新冠疫苗接种覆盖比例 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所, 左图数据为7日移动平均值。  
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台



## 经济开始逐渐解封

- 随着疫情得到控制，经济也开始逐步解封，如美国受疫情制约最为严重的服务业缓慢恢复。当前美国餐饮业外出就餐情况和疫情前已基本相当，交通客流也已达达到疫情前的八成左右。

美国餐饮业恢复情况 (%)

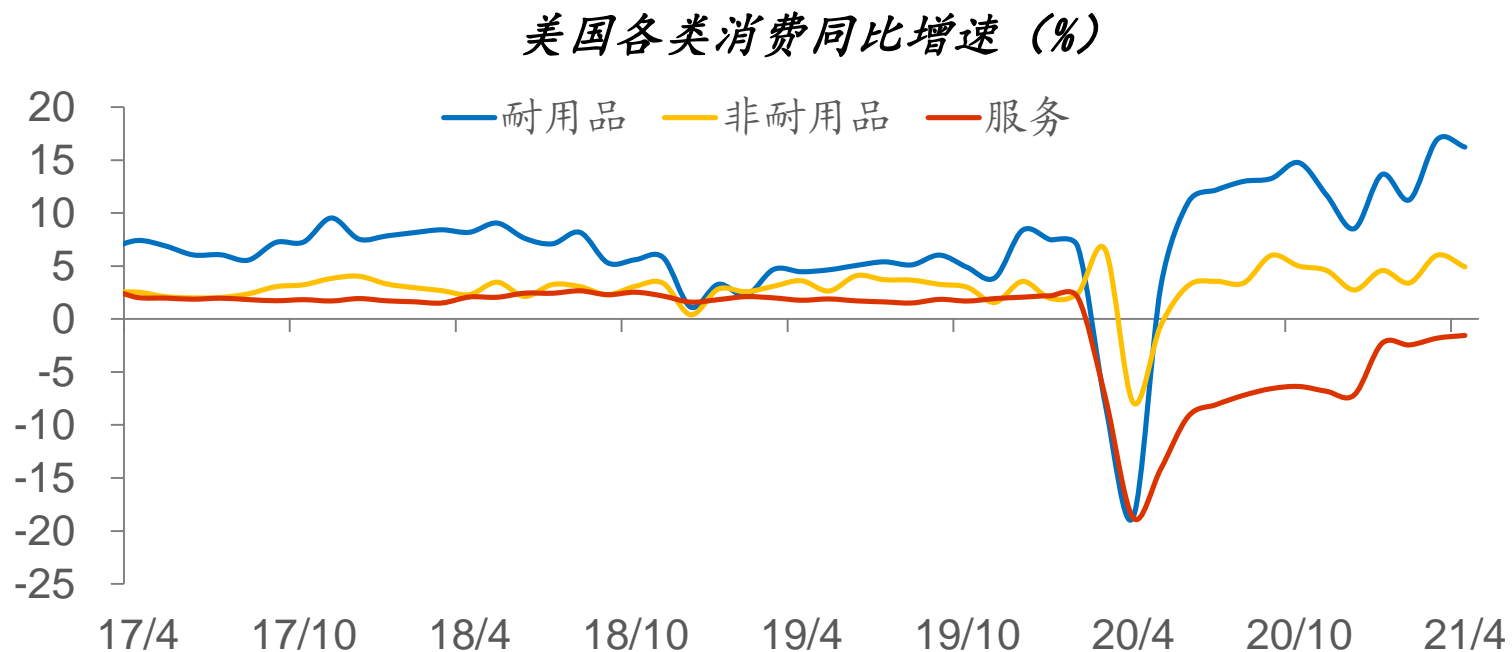


美国交通客流恢复情况 (%)



## 消费结构面临转变

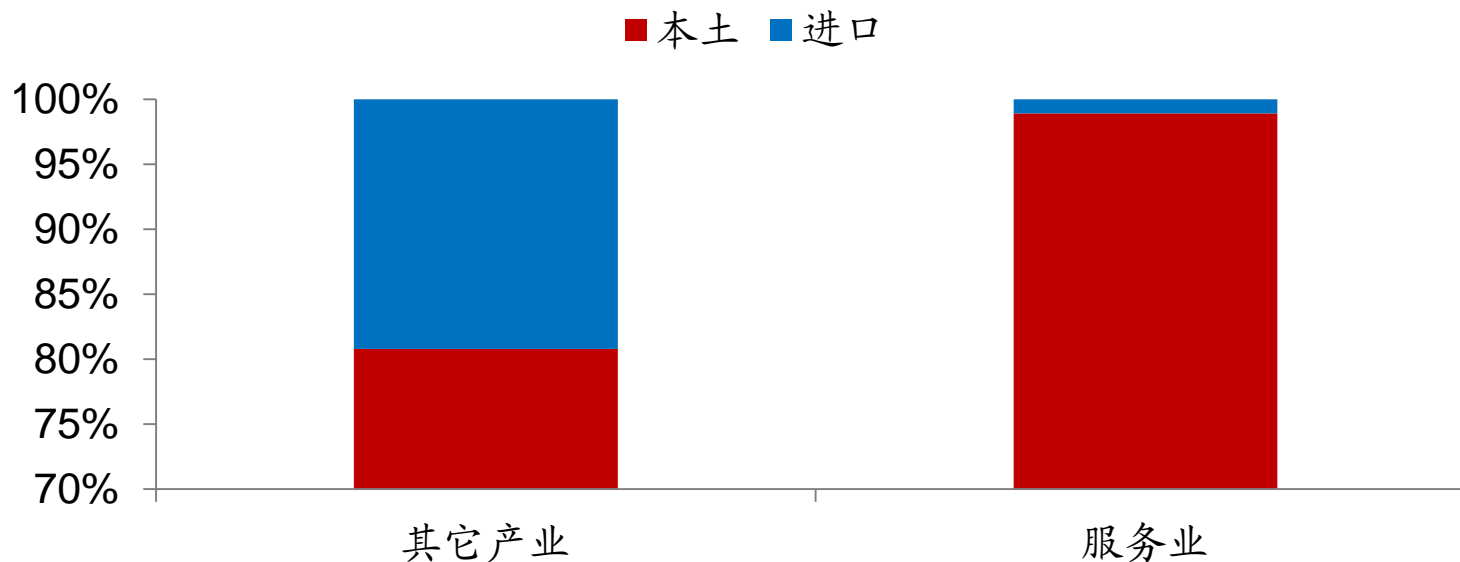
- 在疫情压制以及财政向居民补贴的政策刺激之下，美国消费需求的恢复很不均衡，商品消费特别是耐用品消费增长明显偏快，剔除基数影响，以两年年均增速计，美国耐用品消费增速自今年以来维持两位数以上的增长，远高于疫情前增速，已经趋于饱和，而服务消费整体来看目前仍处于负增长水平。我们预计，随着美国经济恢复的加快，消费结构将由耐用品消费向服务消费切换。



## 出口拉动力量不足

- 而消费结构的变化，将会带动美国进口需求随之调整。根据美国产出数据来看，服务提供对于本土供给的需求比例要远高于商品生产，这意味着，后续消费结构的转变对应着我国出口拉动力量的减弱，而若发展中经济体下半年疫情也有所缓和，其供给恢复将使得我国出口雪上加霜。

美国各产业供给情况 (%)

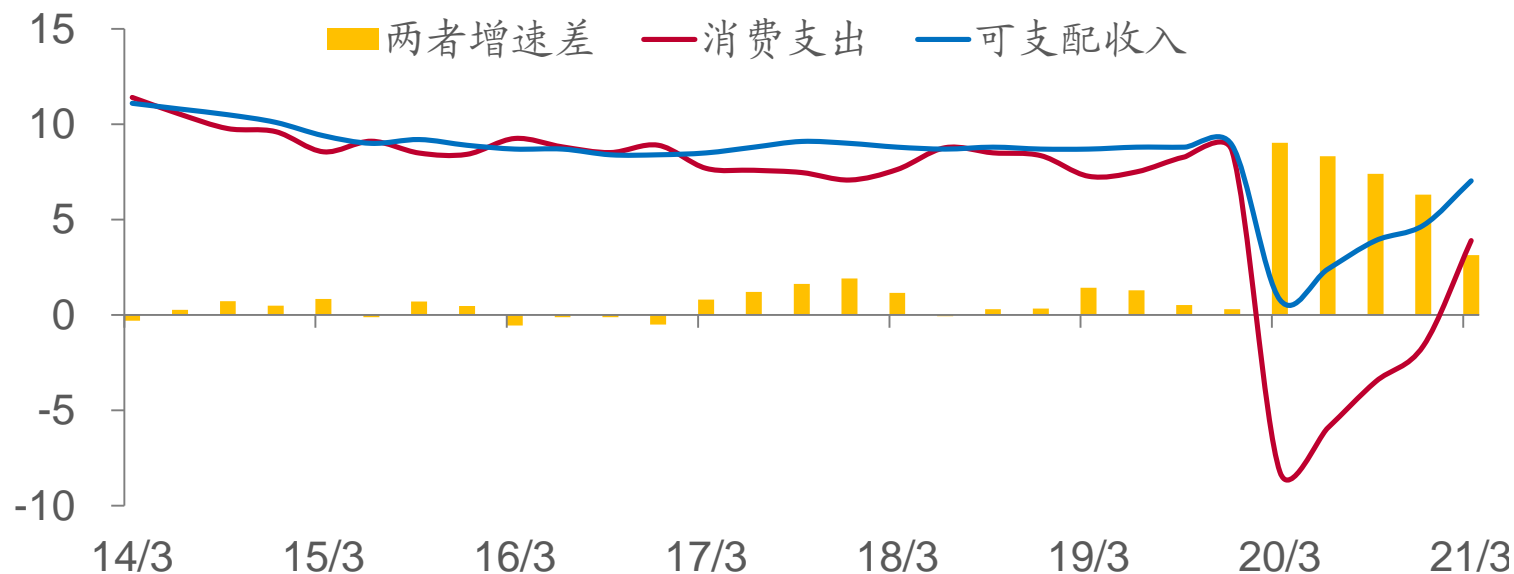


来源: WIND, 中泰证券研究所, 数据为2019年。  
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

## 居民收入明显修复

- 下半年在地产投资和出口动能趋于减弱的背景下，消费或将迎来显著改善。一方面，我国居民收入已有明显修复，剔除去年疫情所造成的基数影响，按照两年年均增速来看，我国居民人均可支配收入同比达到7%，与疫情前8%-9%左右的增速已颇为接近，与此同时，居民人均收入与消费支出增速的差值也有所收敛，指向随经济恢复预防性储蓄需求下降。

我国居民人均可支配收入与消费支出增速  
(%)



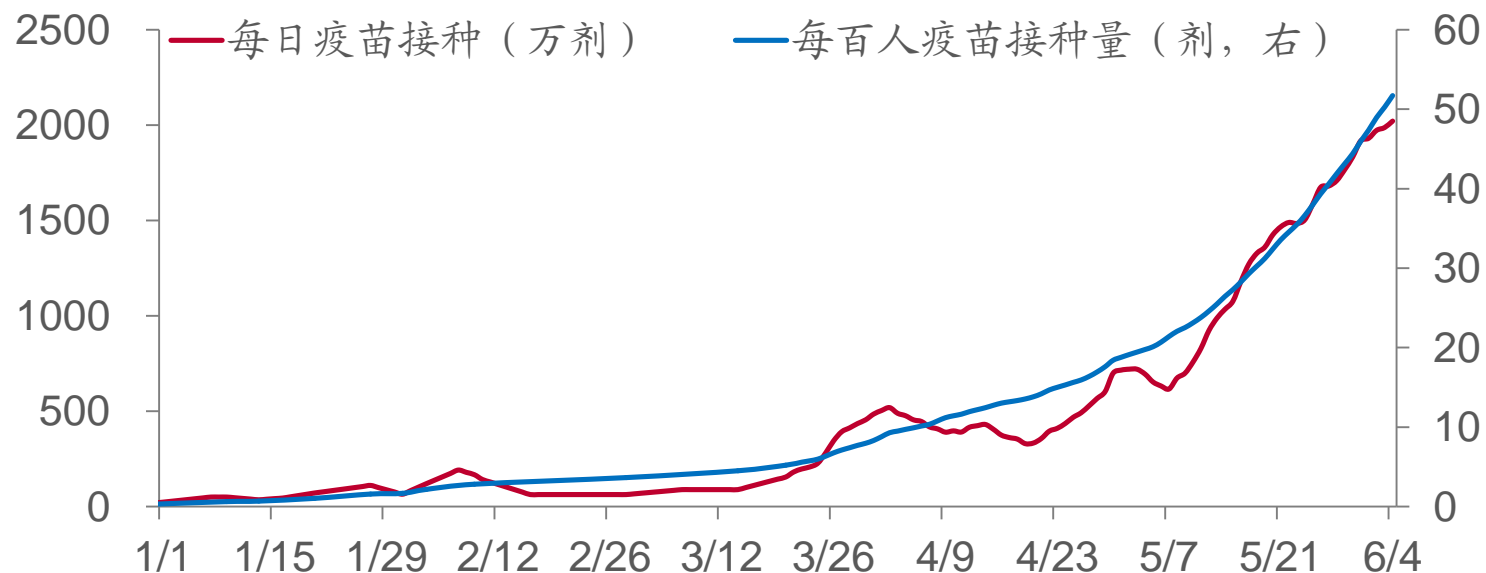
来源: WIND, 中泰证券研究所  
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

## 疫苗接种加速推进

- 另一方面，虽然我国局部地区又现疫情反复，但疫苗接种正在加速推进。我国每日疫苗接种数量从年初的23万剂次左右提高到5月底的接近2000万剂次，这也使得我国每百人疫苗接种总数超过50剂次。疫苗覆盖的提高也为疫情有效控制奠定了基础。

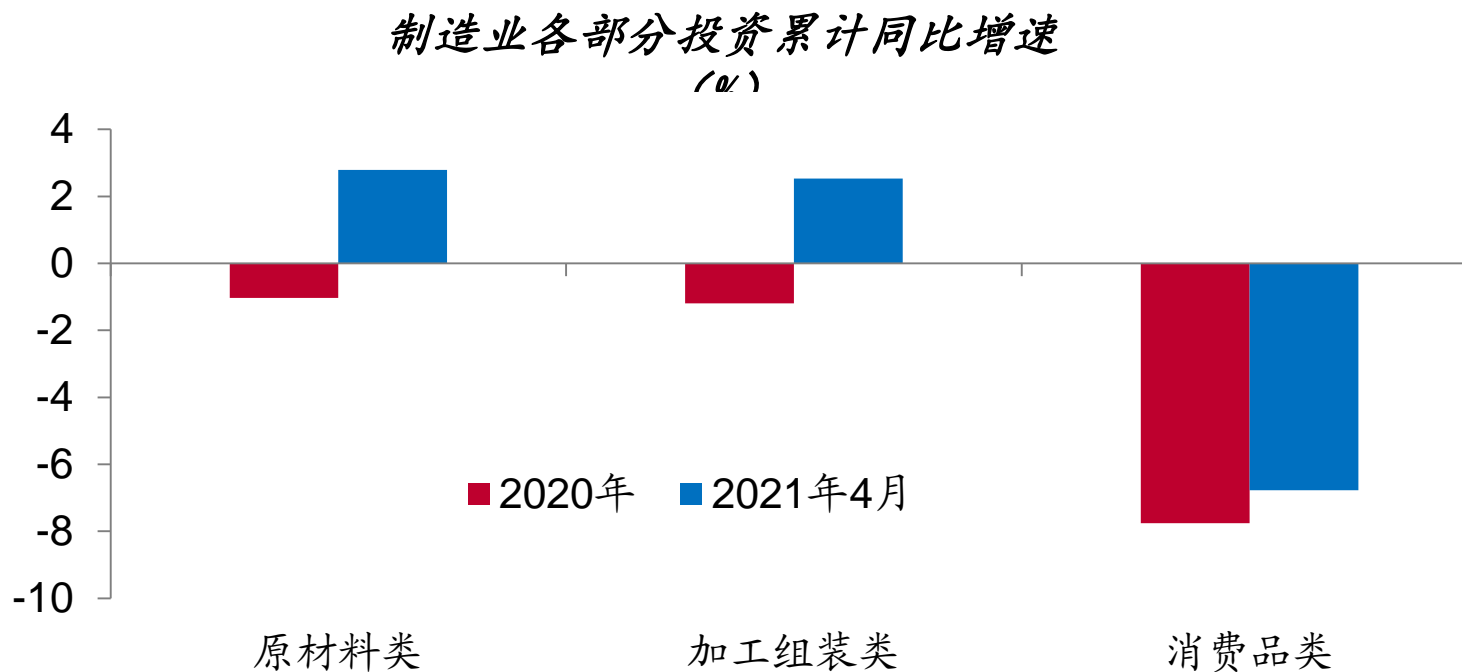
我国疫苗接种情况



来源: WIND, 中泰证券研究所, 疫苗接种为7日移动平均值。  
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

## 制造业投资也靠消费回暖

- 事实上，制造业投资也将受益于消费的改善。从制造业各行业投资增速来看，今年前四个月原材料类和加工组装类行业投资增速均录得正增长，而消费品制造类行业投资增速跌幅仍在5%以上，相比于去年改善程度有限，成为拖累制造业投资的主因，消费需求的回暖无疑会带动企业的投资意愿。







2

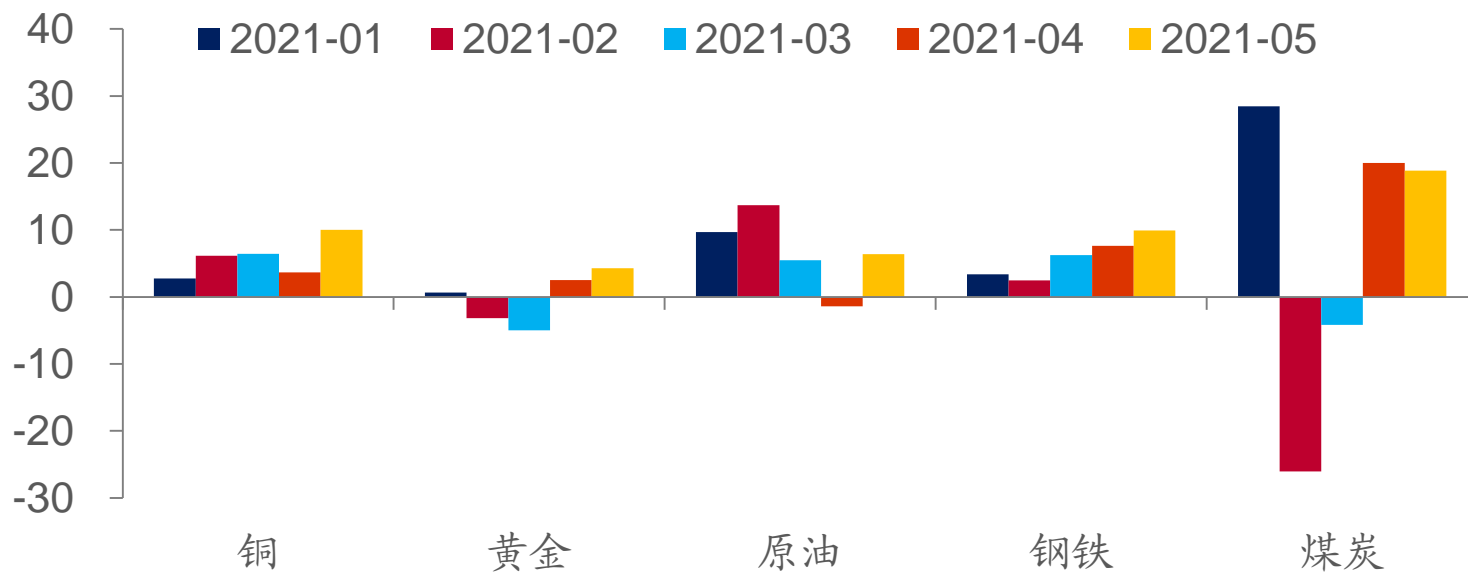
# 涨价步入尾声

领先行业

## 供给主导价格涨幅

- 年初以来大宗商品价格涨幅显著，一季度以全球定价的原油和工业金属领涨，而二季度以来国内定价的钢铁和煤炭领涨，以铜为代表的工业金属涨幅适中，4月原油价格环比出现下降，这反映出大宗商品定价逻辑由需求向供给切换。

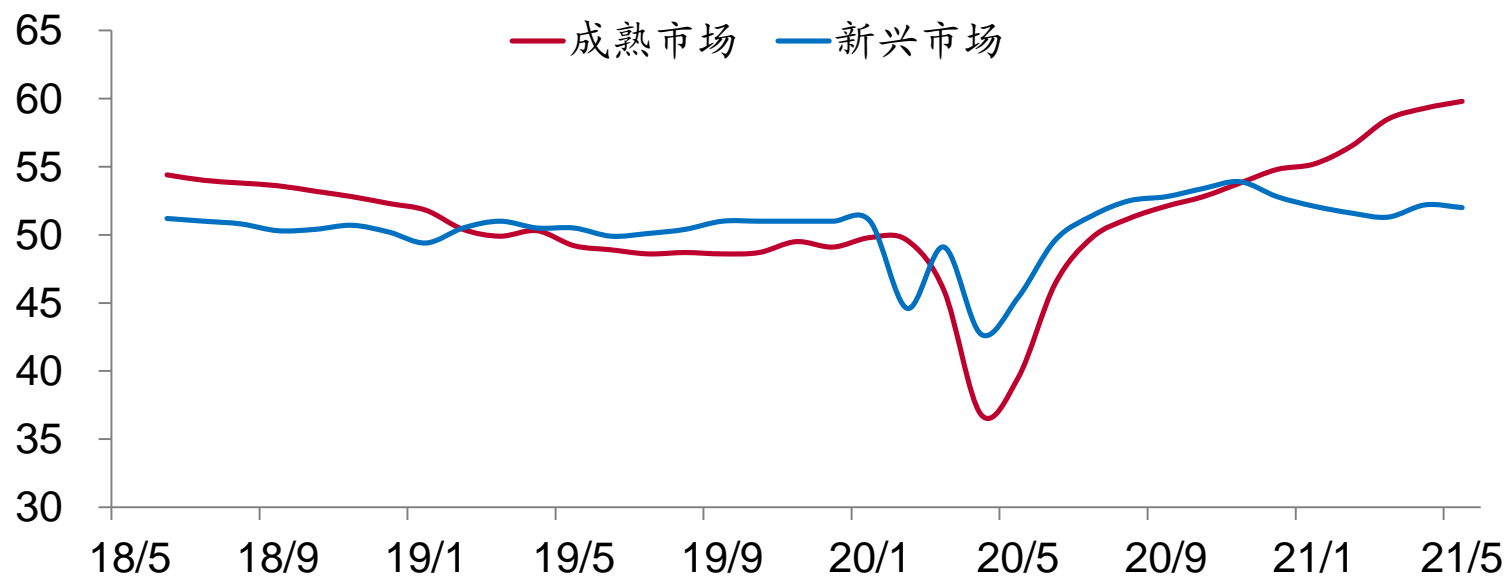
主要大宗商品价格涨幅 (%)



## 疫情恶化制约供给

- 定价逻辑的变化，一方面，和全球疫情有关。本轮疫情抬头主要由新兴市场经济体所致，这也使得其和发达经济体复苏前景面临差异，以季调后的制造业PMI指标为例，成熟市场和新兴市场走势持续背离。新兴经济体疫情短期恶化使得供给制约更为突出。

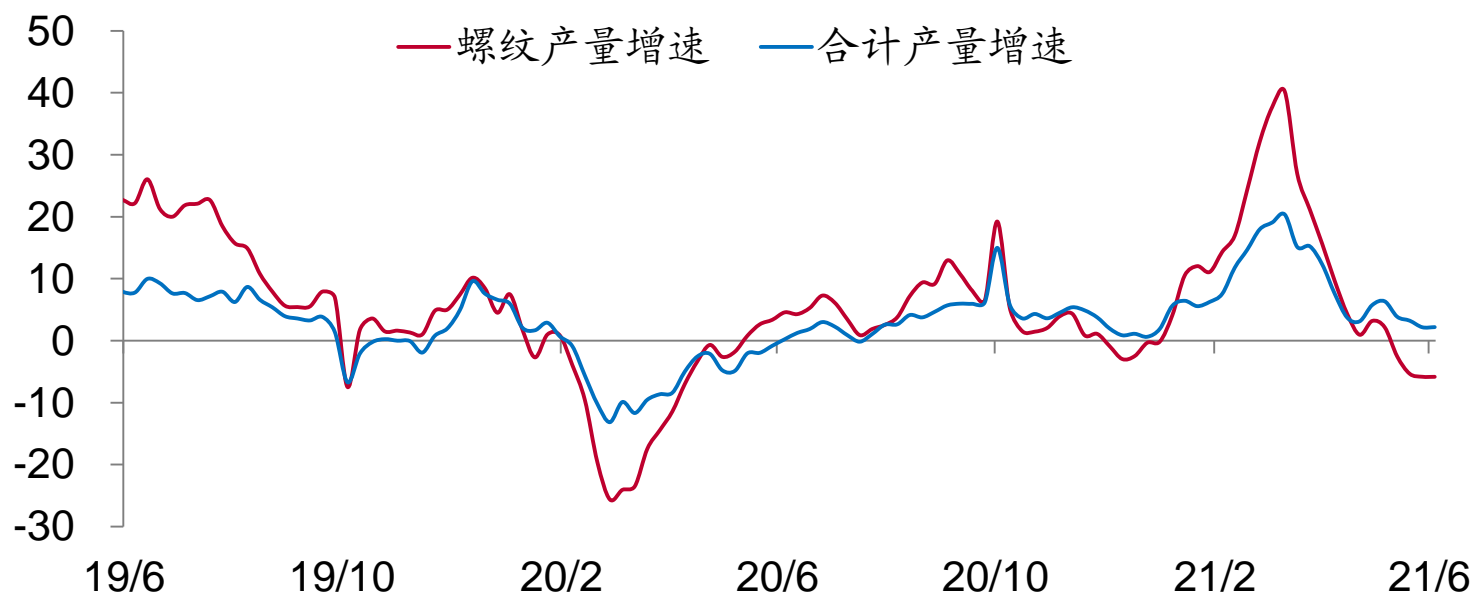
季调后制造业PMI走势分化 (%)



## 产量收缩价格升温

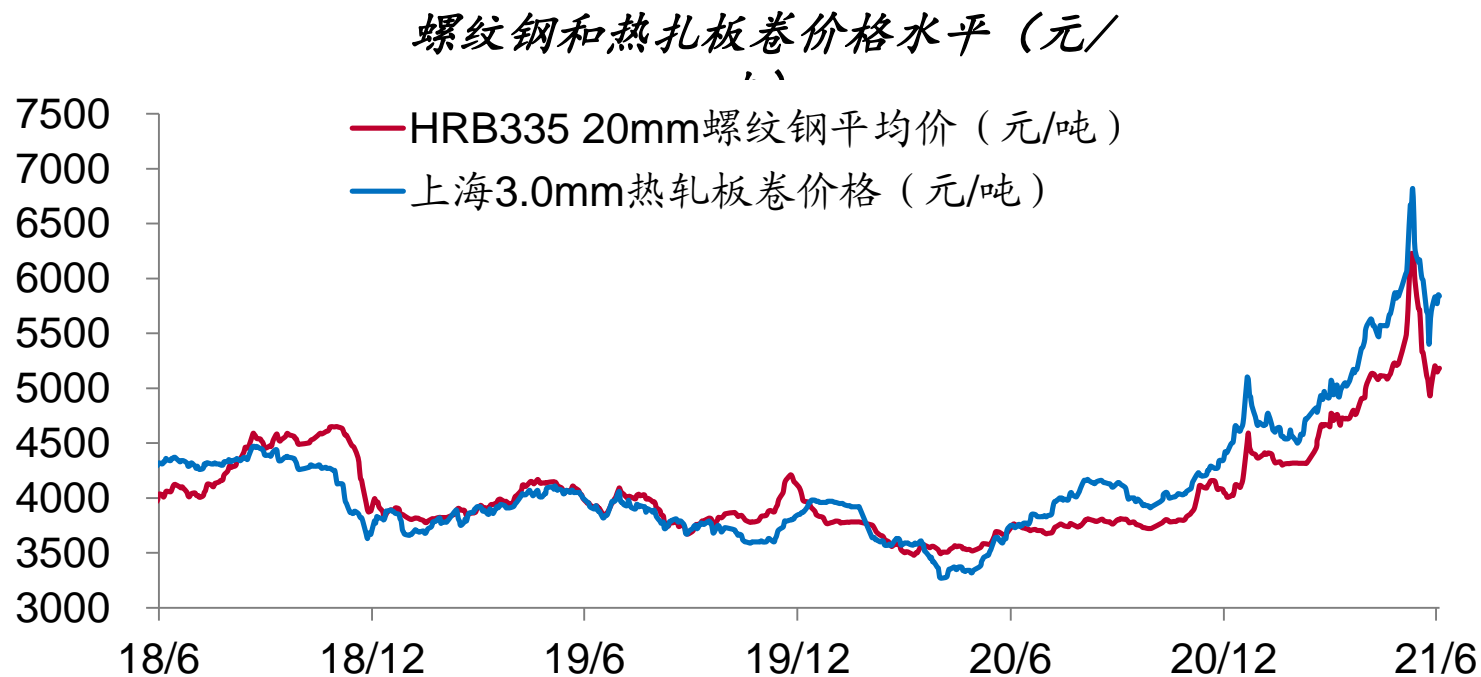
- 另一方面，国内对于部分行业的供给整治，在一定程度上也使得价格上涨预期有所升温。以钢铁行业为例，3月中下旬以来，样本钢厂钢材产量增速持续走低，其中螺纹钢产量增速在5月中旬以来持续录得负增长，全国高炉开工率水平也维持在2014年以来同期新低。

样本钢厂钢材产量增速 (%)



## 定价主线重回需求

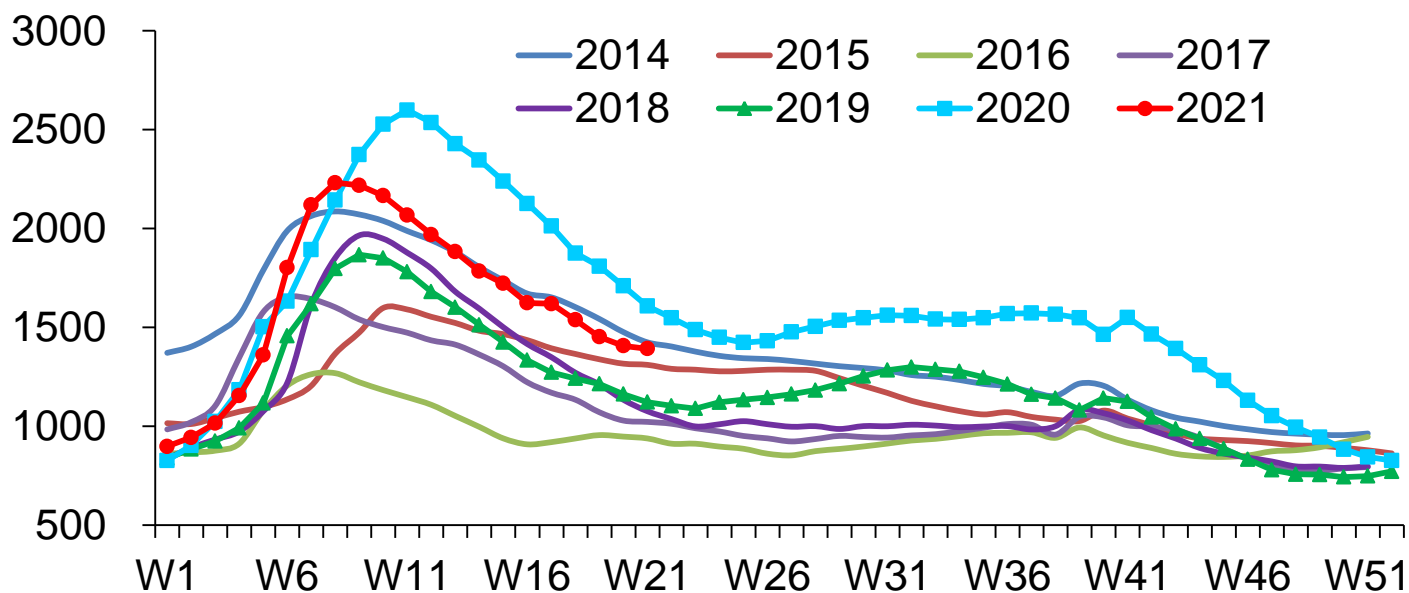
- 全球疫情见顶回落叠加国常会部署对于大宗商品“保供稳价”工作，使得供给因素的制约有所缓解，大宗商品定价主线重新回归需求，一度高企的钢铁价格也“应声回落”。



## 大宗涨价步入尾声

- 而在年内地产投资存在下行压力，基建投资表现又不温不火的情况之下，事实上，大宗商品很难被国内需求所消化。如即便在产量显著收缩的情况下，钢材社会库存仍维持在历年同期偏高水平。我们认为，整体而言，工业品价格快速上行期应该已经接近尾声。

钢材社会库存水平（万吨）

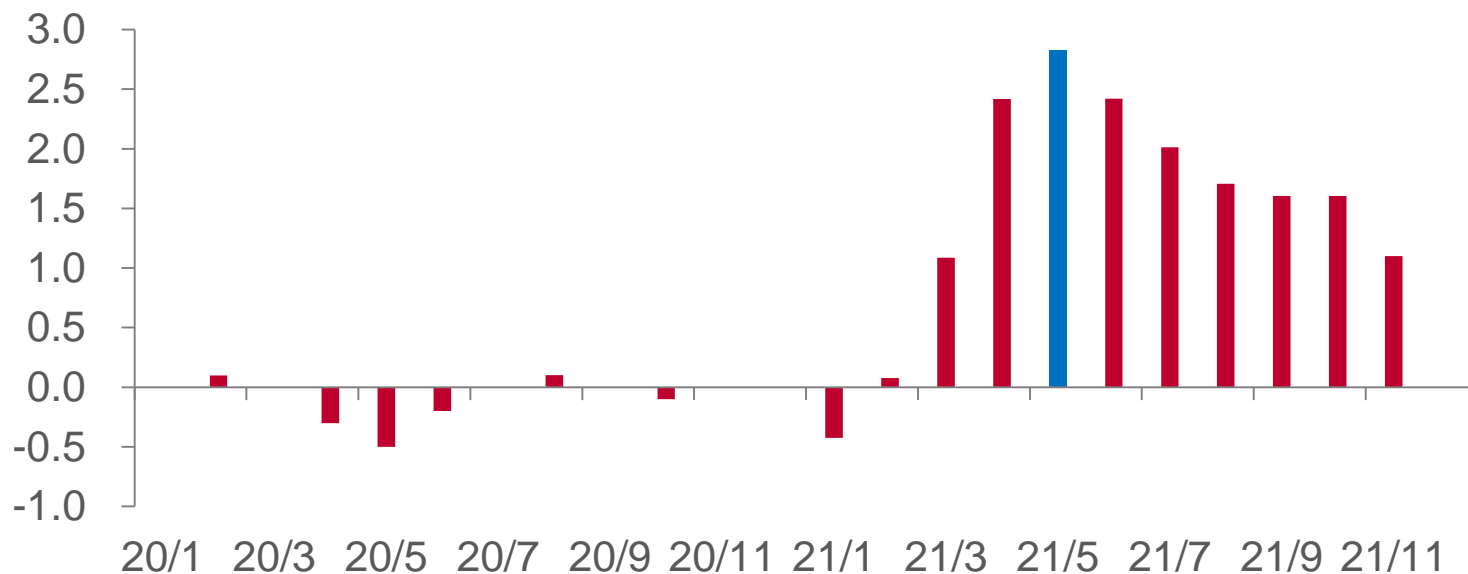




## 通胀压力逐渐减轻

- 从PPI同比增速的翘尾因素来看，今年5月见顶后也将渐趋缓和。因而，在工业品价格整体涨势难继的情况下，我们预计，PPI同比增速上行的压力在二季度以后会逐渐减轻。

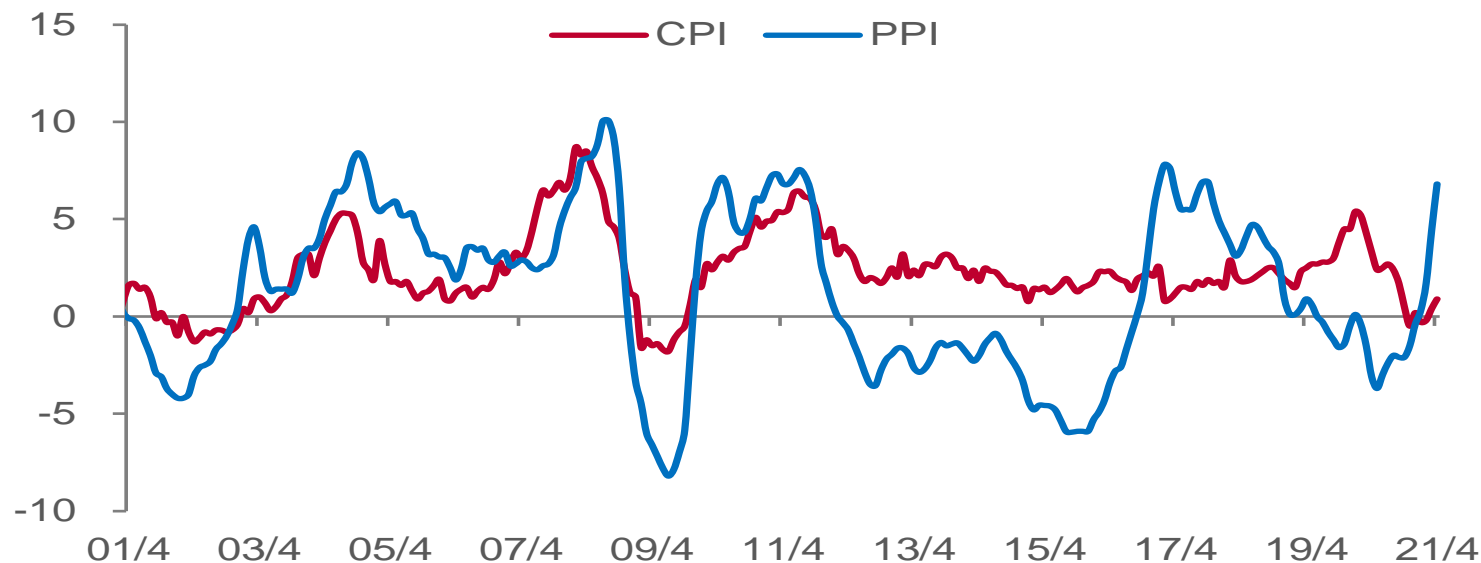
PPI当月同比翘尾因素 (%)



## 涨价传导并不顺畅

- 而目前来看，上游涨价向下游的传导也并不顺畅。虽然4月PPI同比增速已超过6%，但CPI同比增速仍不足1%，核心CPI同比增速尚不足0.8%。事实上，我们发现，自2012年以来，每一轮的高通胀均呈现结构化特征，PPI和CPI增速之间的联动性有所下降，这一次并不例外。

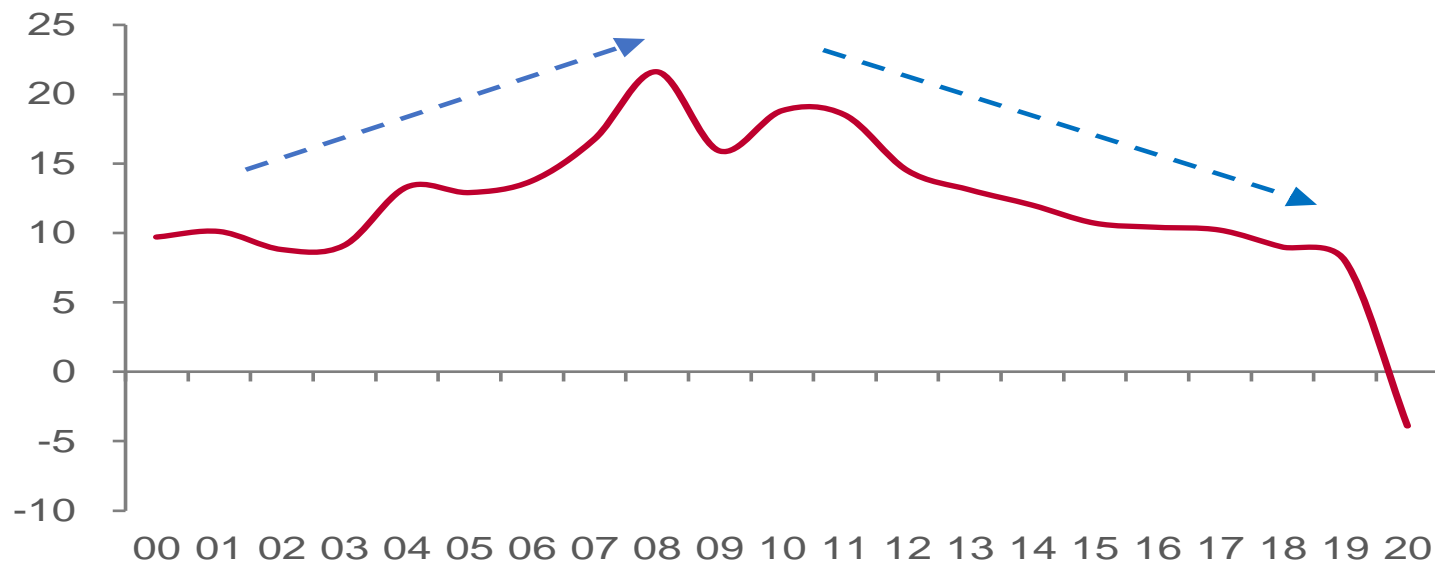
我国CPI和PPI同比增速 (%)



## 需求走低制约价格

- 从根本上来说，之所以上游价格上涨愈发难以向下游有效传导，主要在于需求端的变化。从消费增速上来看，2000年-2011年处于震荡上行期，2011年社会消费品零售总额增速仍超过18%，而2012年消费增速较2011年下降4个百分点，自此消费增长开始拐头向下，2018年以来甚至降至个位数增长。虽然我们认为下半年消费增速趋于上行，但更多地是来自疫情后的修复，缺少较强政策刺激下不足以显著推升CPI增速。

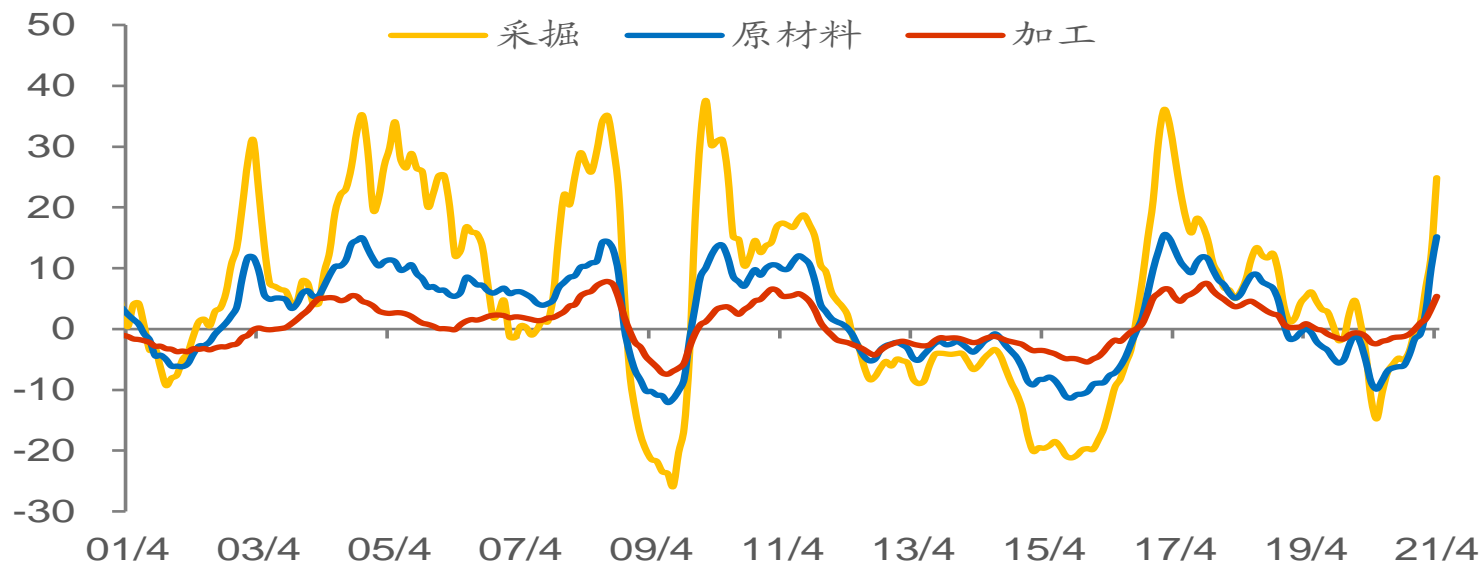
社会消费品零售总额增速 (%)



## 生产资料行业，涨幅依次递减

- 从工业行业内部来看，提供生产资料的各行业价格传导相对较为顺畅，而价格涨幅从上游到下游依次递减。如今年4月采掘工业PPI同比增速接近25%，原材料工业PPI同比超过15%，加工工业PPI同比增速只有5.4%，近几轮工业品价格上涨时期情况也基本类似。

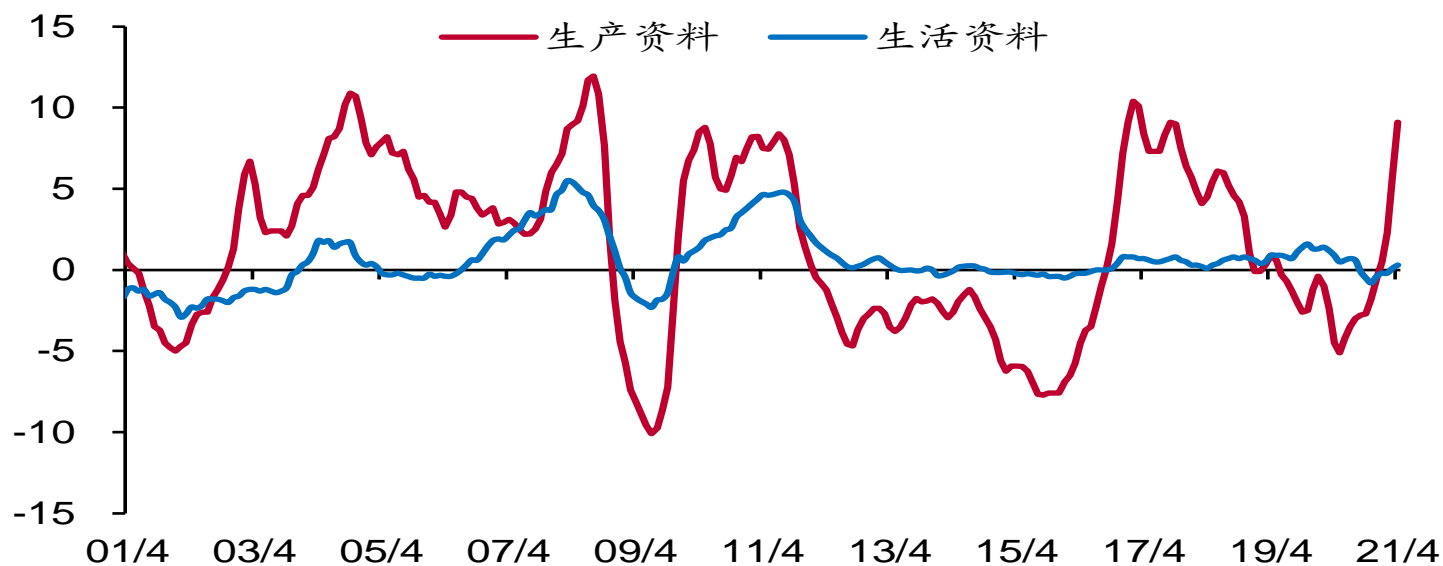
PPI生产资料各类别同比增速 (%)



## 两类资料行业传导受阻

- 但提供生产资料的行业和生活资料行业之间，价格传导受阻，这也使得PPI增速的走高难以显著反映到CPI增速上来。如今年4月生产资料PPI同比增速已超过9%，而生活资料PPI同比还不足0.5%，上一轮PPI上行时期情况也基本类似，生产资料PPI同比增速由2016年9月的0.1%提高到2017年2月的10.4%，而同期生活资料PPI同比增速仅由0%升至0.8%。

PPI生产资料和生活资料同比增速 (%)





3

政策依然稳定

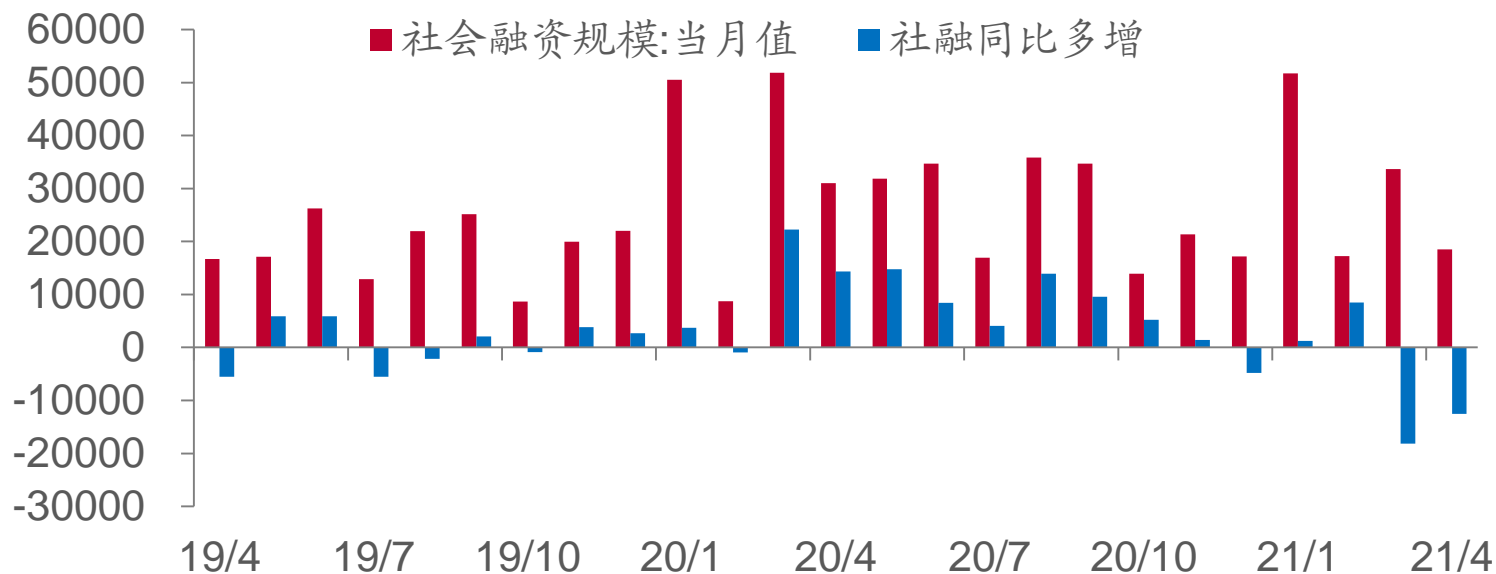
领先一步



## 信用周期趋于回落

- 今年3月以来社会融资规模增量同比持续少增，3月和4月少增规模均在1万亿以上，而社融存量增速也连续下滑，4月同比增速已不足12%，指向信用周期趋于回落。

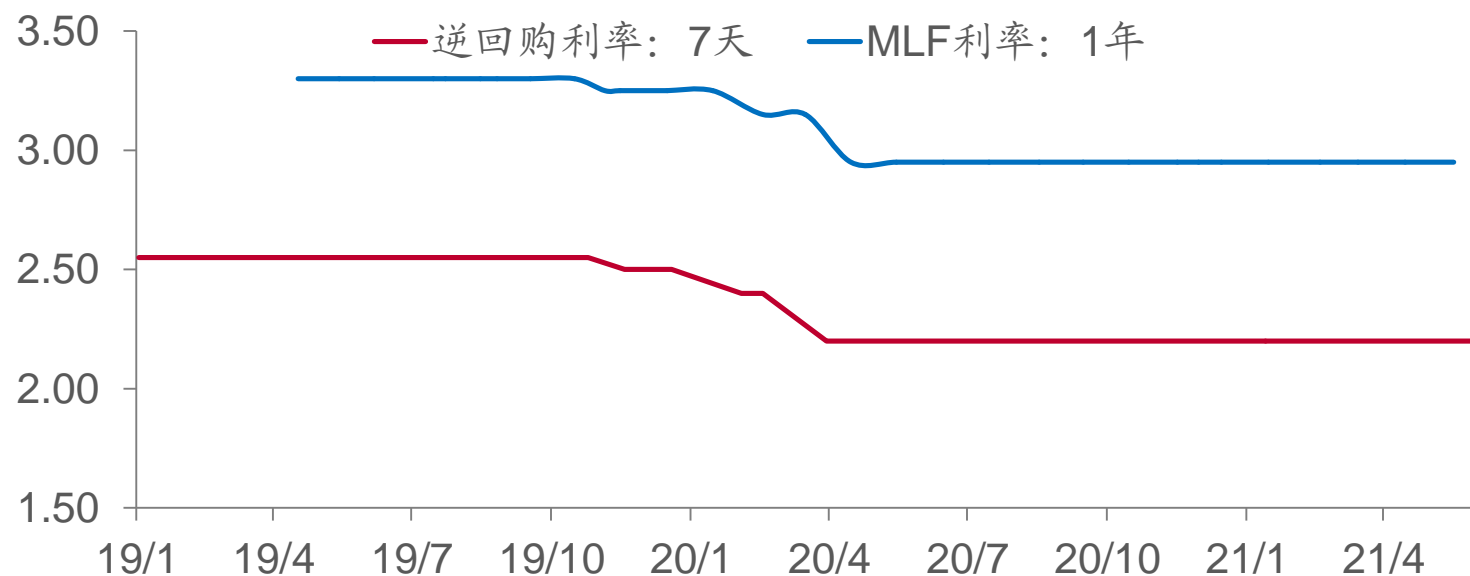
新增社融规模及同比多增（亿元）



## 货币政策保持稳定

- 央行在货币政策执行报告中，强调货币政策取向应关注政策利率变化，无需过度关注公开市场操作数量和市场利率时点值。而7天逆回购利率和1年期MLF利率水平均未调整，公开市场也大体维持等量续作，指向货币政策保持稳定。

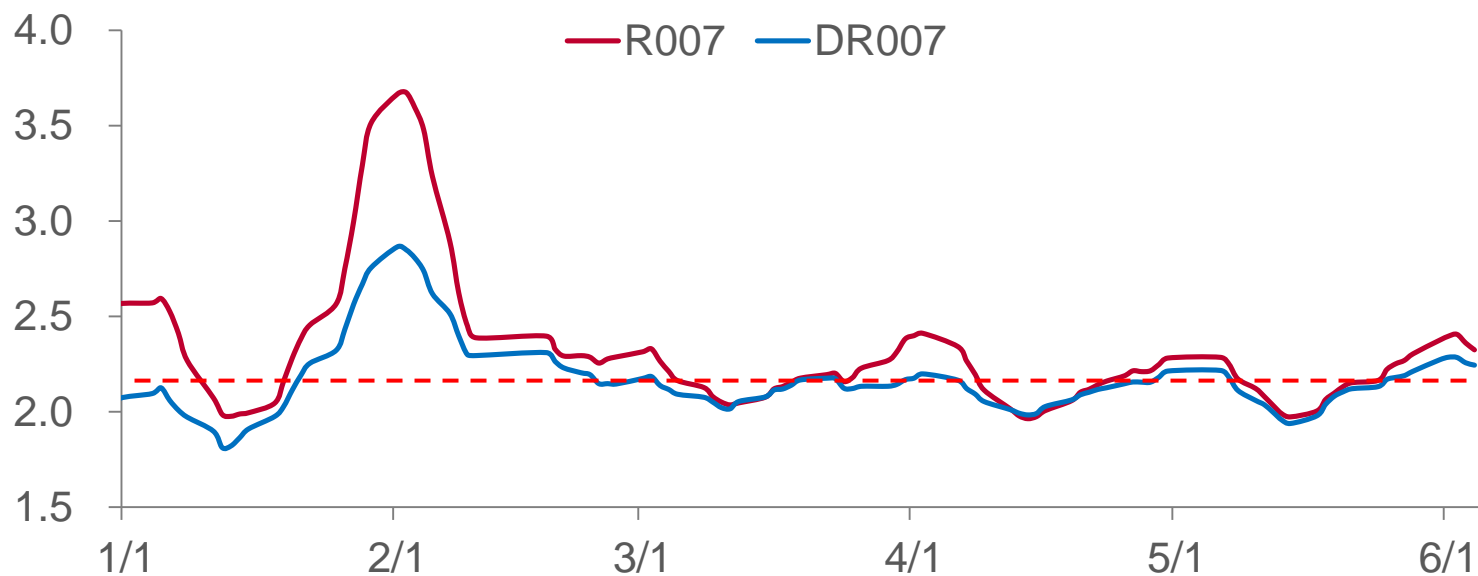
7天逆回购和1年MLF利率水平 (%)



## 资金环境较为宽松

- 在“紧信用、稳货币”的背景之下，二季度以来资金环境较为宽松，DR007水平多数时间位于7天期逆回购利率以下。

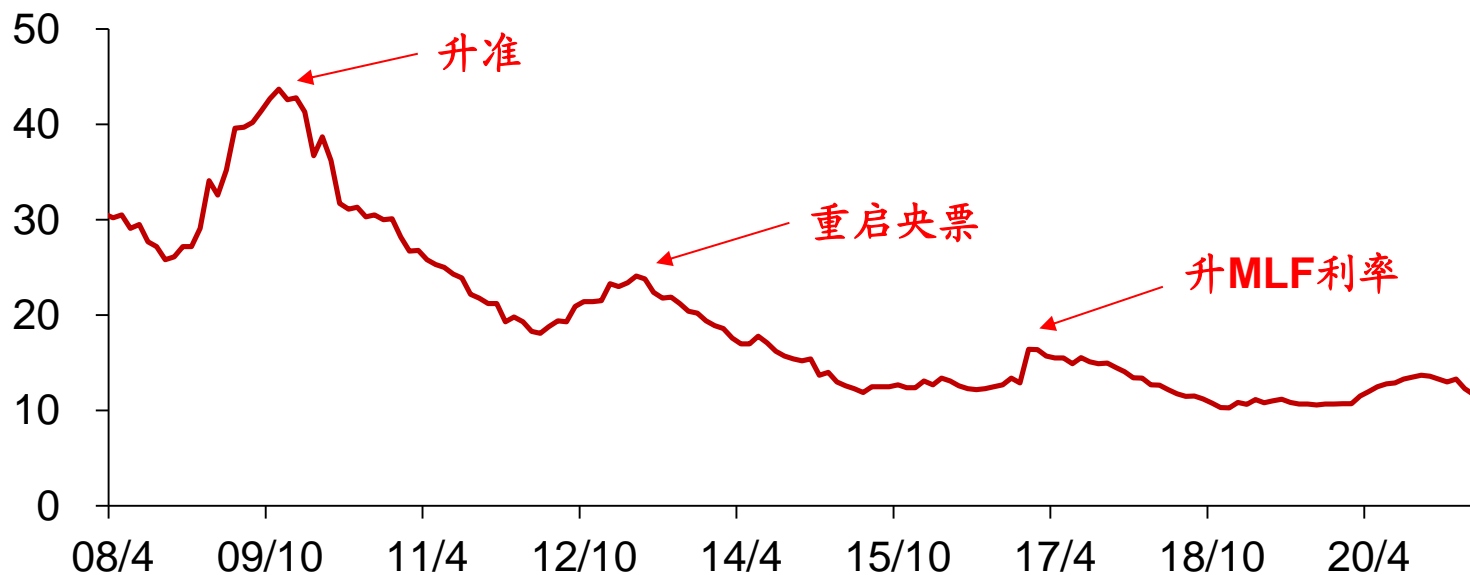
R007和DR007水平 (%)



## 信用转向不同以往

- 从2008年以来的我国三轮信用周期，均以货币政策的转向作为信用扩张结束的信号，比如2010年初的升准、2013年中重启央票发行和2017年初提高MLF的利率，而这一次信用周期扩张的结束和前几轮都有显著不同，今年以来货币政策并未明显收紧。

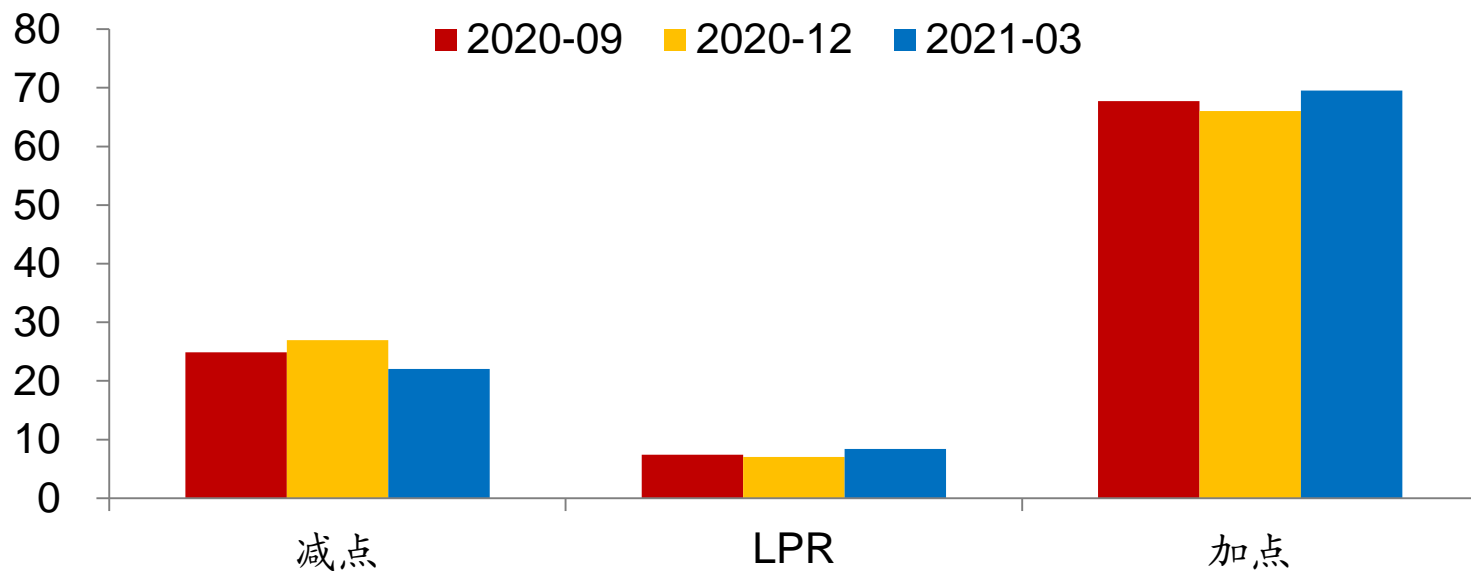
社融存量同比增速 (%)



## 贷款利率区间上移

- 一方面，在央行并未调整LPR报价水平的情况下，贷款加权平均利率已自底部有所抬升，贷款利率报价区间同步上移，部分起到了收缩信用的效果。金融机构LPR加点的贷款利率占比由2020年底的66%提高到2021年1季度的接近70%。

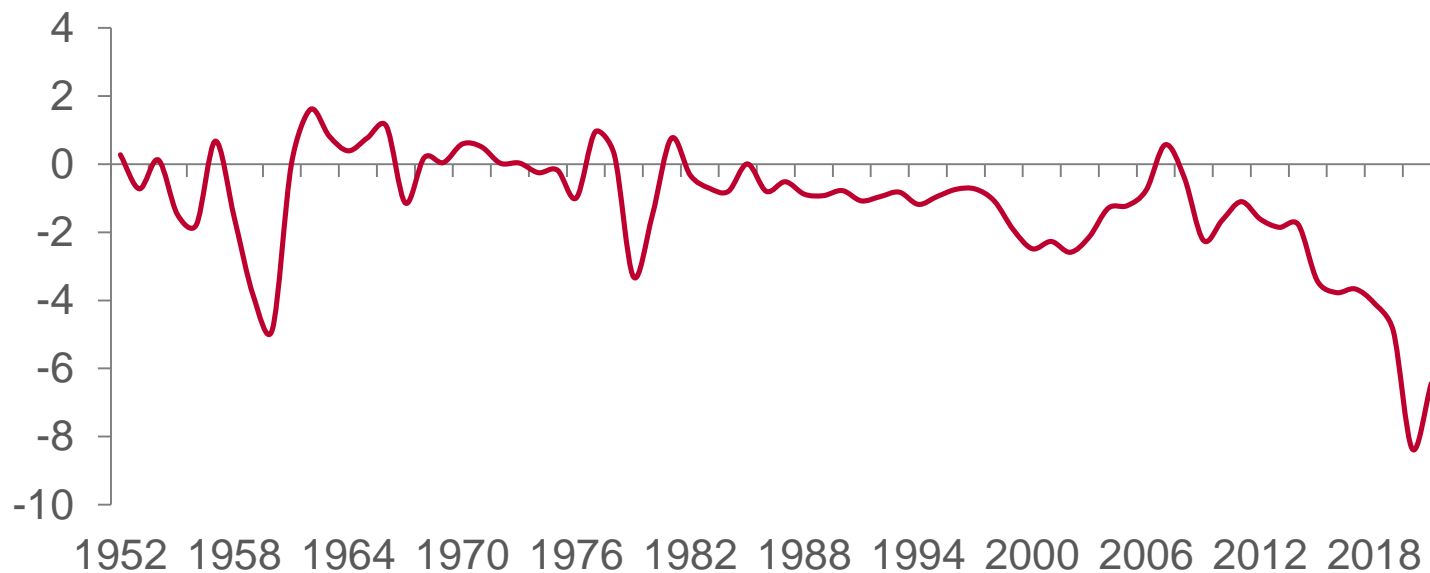
金融机构贷款利率占比 (%)



## 财政不如去年积极

- 另一方面，财政政策的积极力度远不及去年，赤字率水平显著回落，这也使得信用扩张进程放缓。根据财政预算报告数据的测算，今年广义财政赤字率水平将较去年回落近2个百分点。

广义财政赤字率水平 (%)

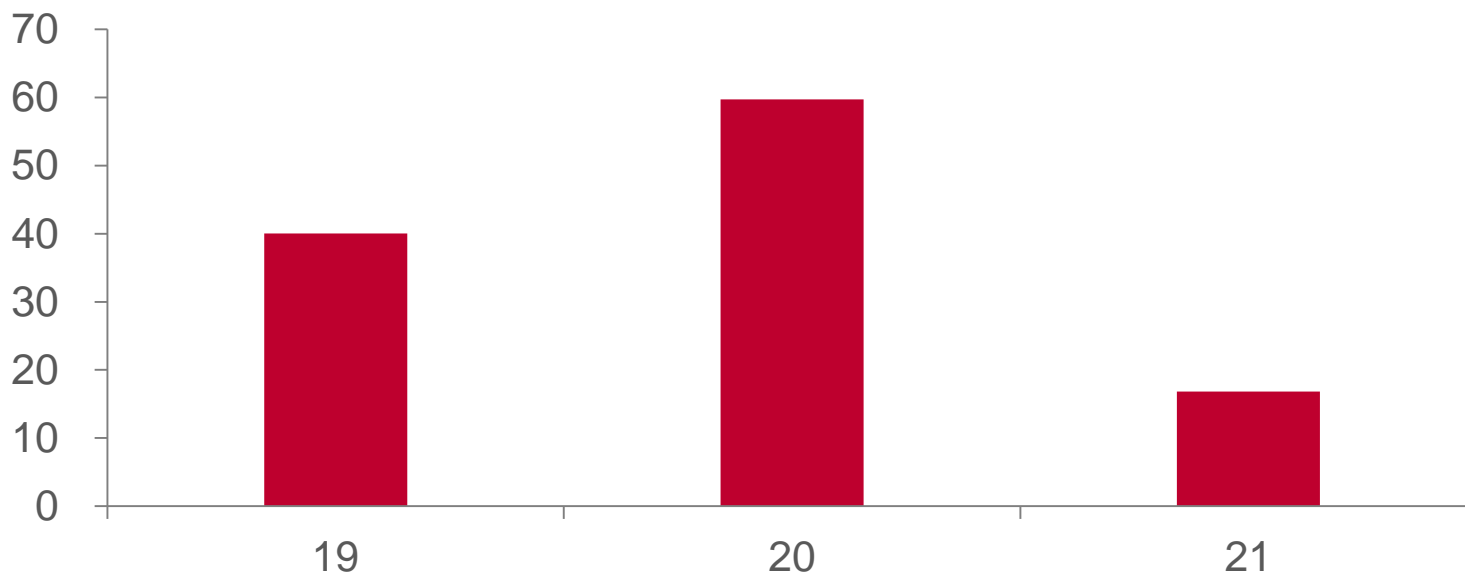




## 融资节奏滞后

- 此外，财政融资节奏相比往年同期也有所滞后，一定程度上对资金环境产生干扰。如从新增地方政府专项债发行进度上来看，今年前五个月只完成了不足20%的债券发行，而2019年和2020年同期这一比例要超过40%。

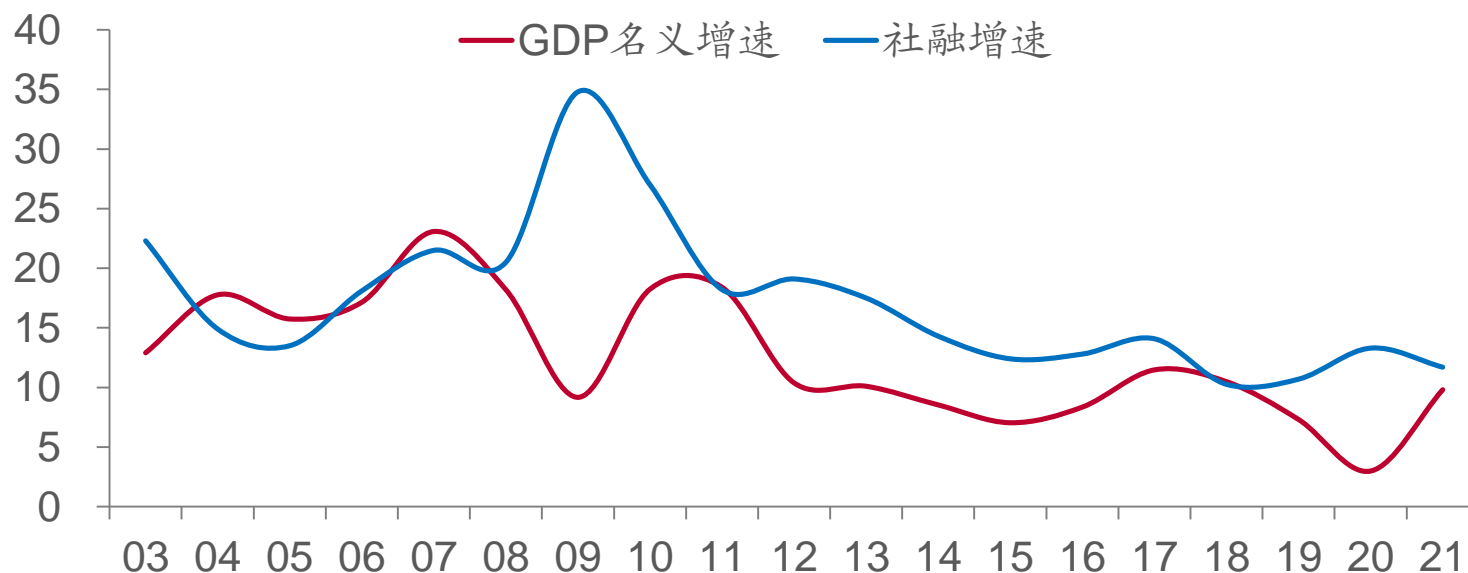
新增地方政府专项债发行进度 (%)



## 信用收缩或将缓和

- 在上半年信用显著收缩的情况下，社融增速已经降至不足12%，而根据财政预算报告的估计，今年经济名义增速或在10%左右，和当前社融增速较为匹配，央行测算的1季度宏观杠杆率已较去年底下滑2.6个百分点，这意味着下半年信用收缩态势或将趋于缓和。

GDP名义增速和社融存量同比增速 (%)

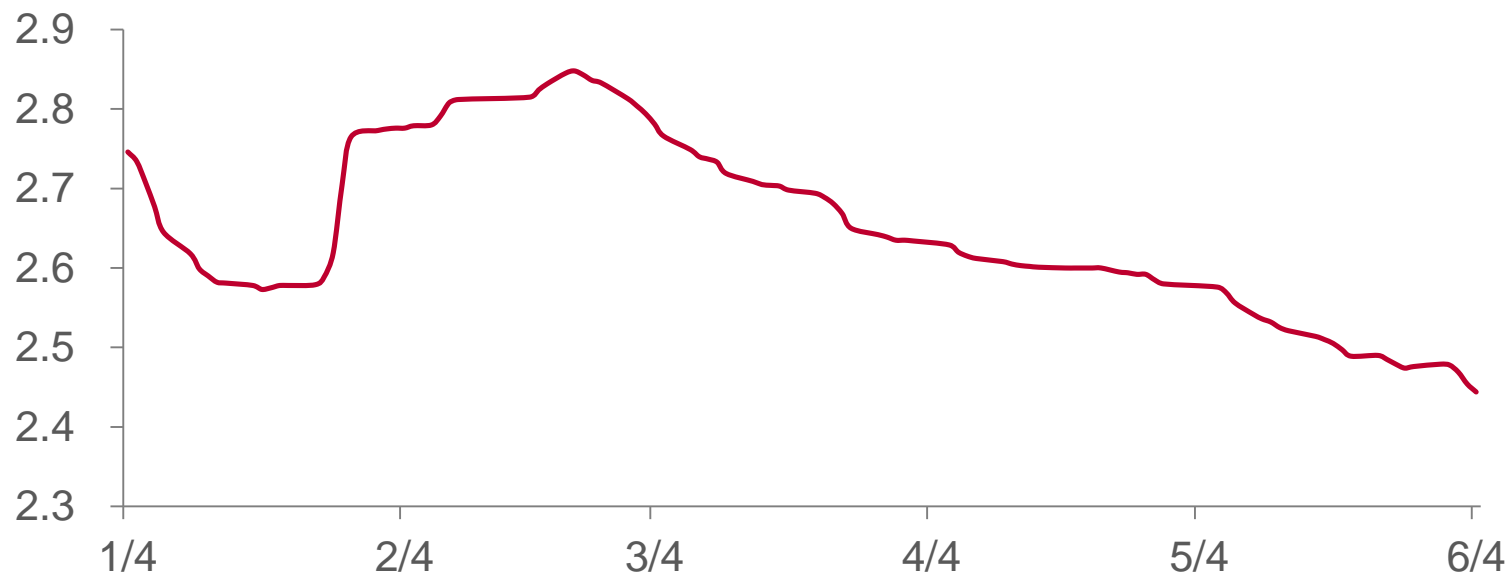


来源: Wind, 中泰证券研究所, 2021年社融增速为4月数据, GDP名义增速为预估值。  
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

## 政策基调有望延续

- 下半年我国经济增长压力仍存，而通胀问题趋于缓解，我们预计，货币政策仍将维持中性，大概率不会对价格工具进行调整，尽管政策依然保持稳定，但资金环境或和二季度存在明显差异。

SHIBOR: 3M (%)





# 4

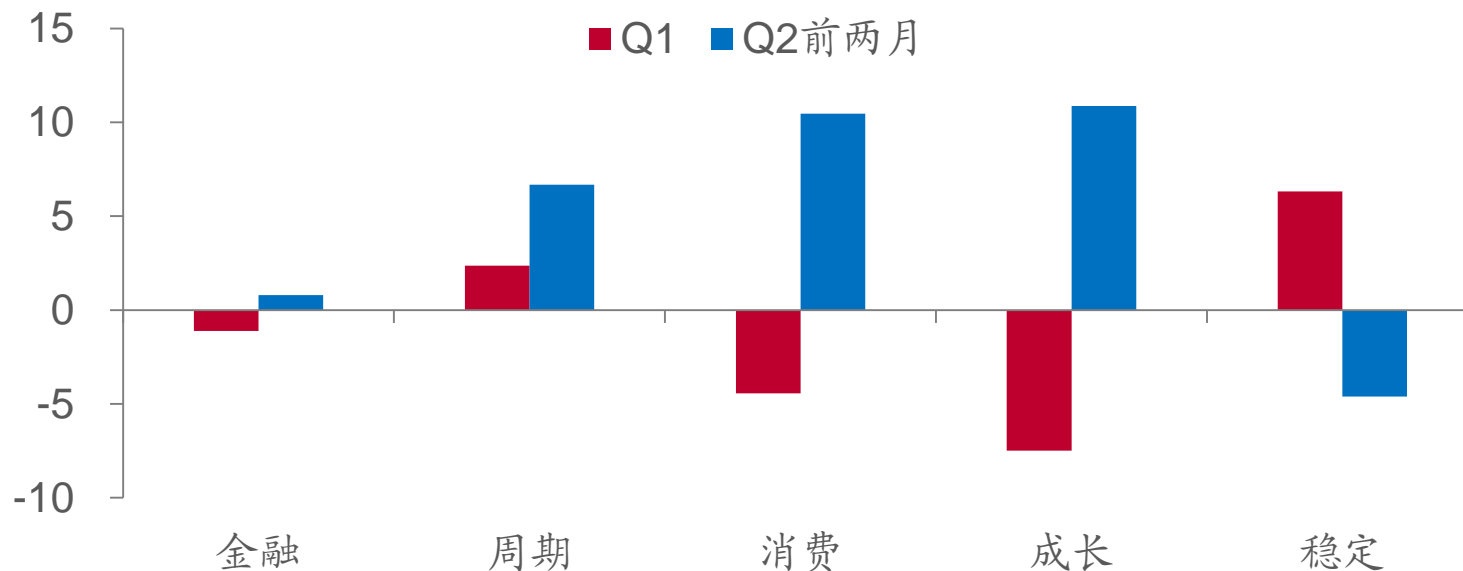
## 盈利结构逆转

领先行业

## 股债双双走牛

- 今年二季度以来，资本市场呈现出股债双牛的格局，权益市场上以创业板指涨幅最为突出，成长股一扫一季度的颓势，债券市场收益率也有显著下行。

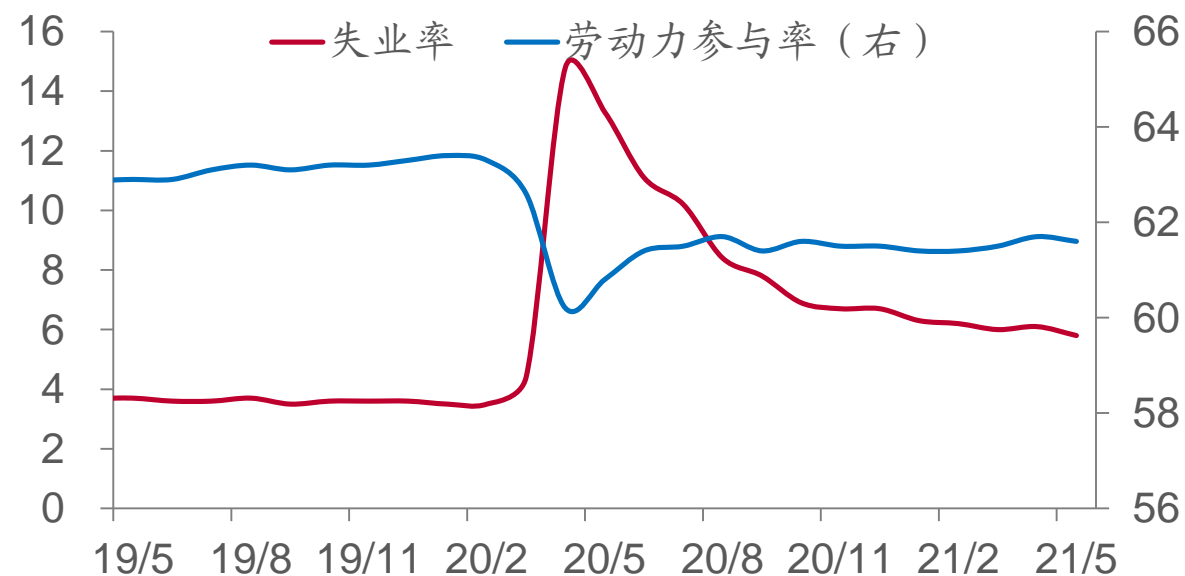
中信风格指数涨幅 (%)



## 警惕美债利率走高

- 但随着疫情对于经济恢复限制的逐渐解除，以美国为代表的发达经济体增长将迎来较快修复，资金市场过于充裕的流动性也意味着其政策收紧的步伐或随经济好转而同步加快。如果美国释放政策收紧信号，美债收益率水平或将再度走高。

美国失业率与劳动力参与率 (%)



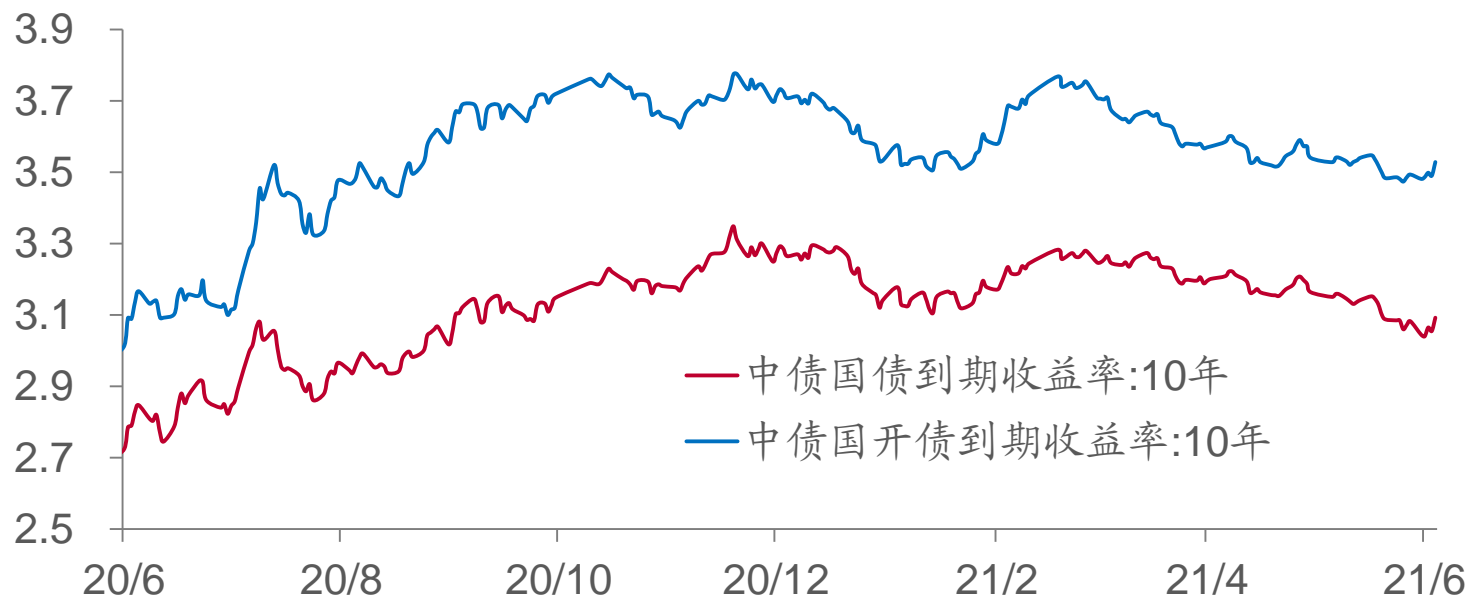
美国十年期国债收益率水平 (%)



## 利率上行风险加大

- 在政策收紧和通胀高企预期存在的情况下，美债收益率有再度走高的可能，加之国内债市供给的逐步释放，我们预计，债券收益率上行的风险有所加大。

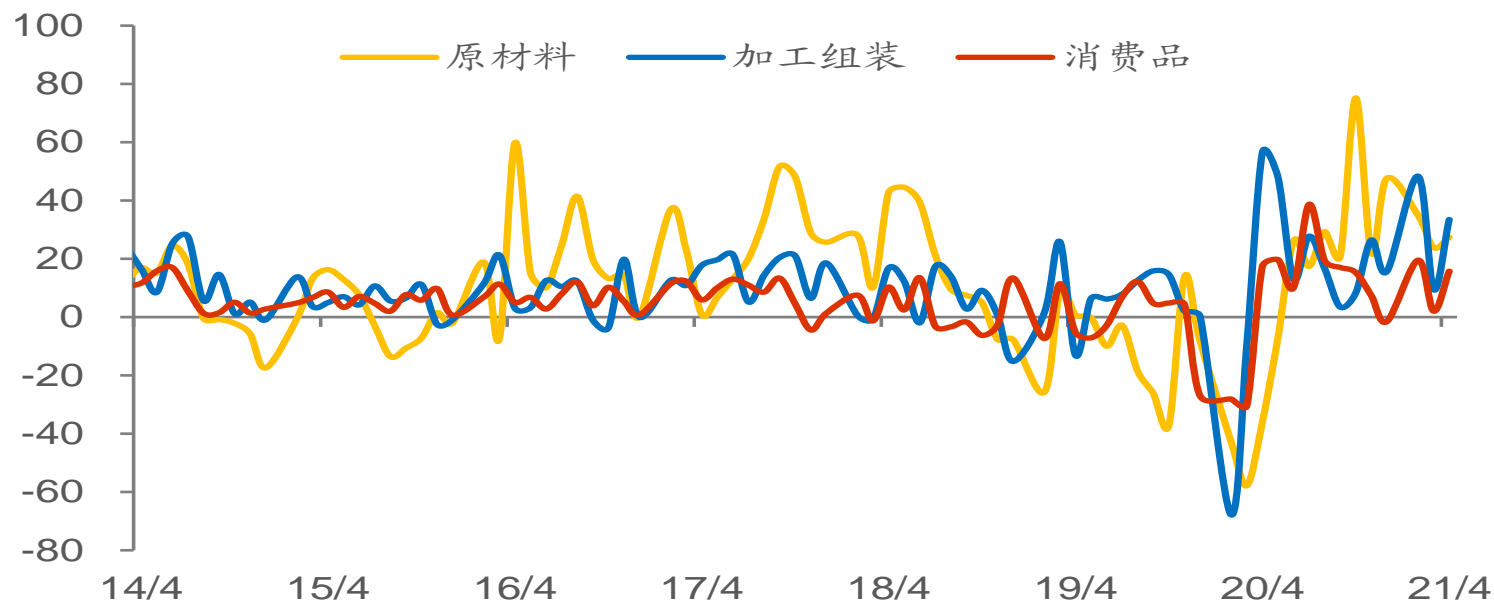
十年期国债和国开债到期收益率 (%)



## 上游利润增速领跑

- 而从企业盈利来看待权益市场。首先，在今年上半年PPI增速上行期，上游原材料类行业利润随PPI同步改善，其利润增速将明显快于偏中下游的加工组装类和消费品制造类行业利润增速水平。

制造业企业分行业利润同比增速 (%)

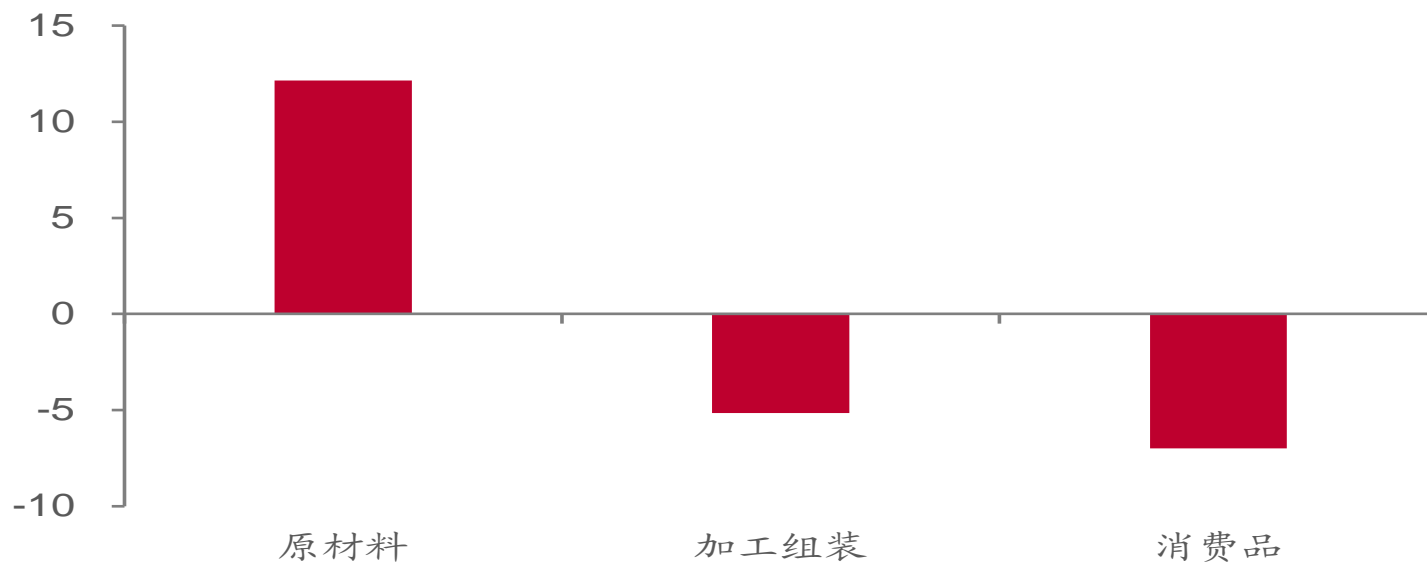




## 价格涨幅回落，上游盈利承压

- 从各行业利润占比上来看，上游行业较快的利润增速无疑会对中下游行业盈利形成挤压。相较于去年4月PPI增速仍处于底部时，今年4月PPI增速已然高企，而今年4月相较于去年4月而言，上游原材料类制造业利润占比显著提升12个百分点，与此同时，加工组装类和消费品行业利润占比分别下降5个百分点和7个百分点。但伴随着PPI同比增速的见顶回落，上游行业利润增长或将承压。

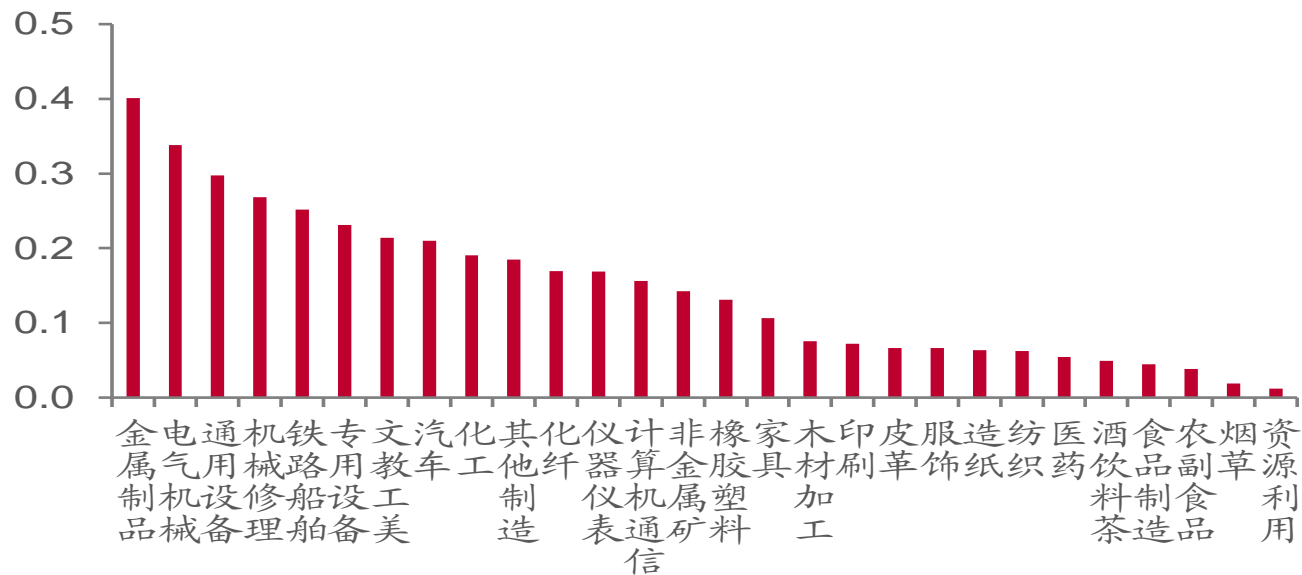
今年4月较去年4月各行业利润占比变化  
(%)



## 中游成本压力较大

- 其次，前期原材料价格上涨无疑会使得成本增加，进而对企业利润构成侵蚀，我们从两个维度对此进行测度，一是原材料价格变动给制造业各行业带来的成本上行压力。基于2018年投入产出表数据，我们发现，大宗商品价格上涨对于中游加工组装类行业的成本影响最大，特别是电气机械、通用设备、铁路船舶和专用设备等行业，而消费品制造类行业所受到的成本压力较小。

原材料价格上涨对制造业各行业的成本影响 (%)



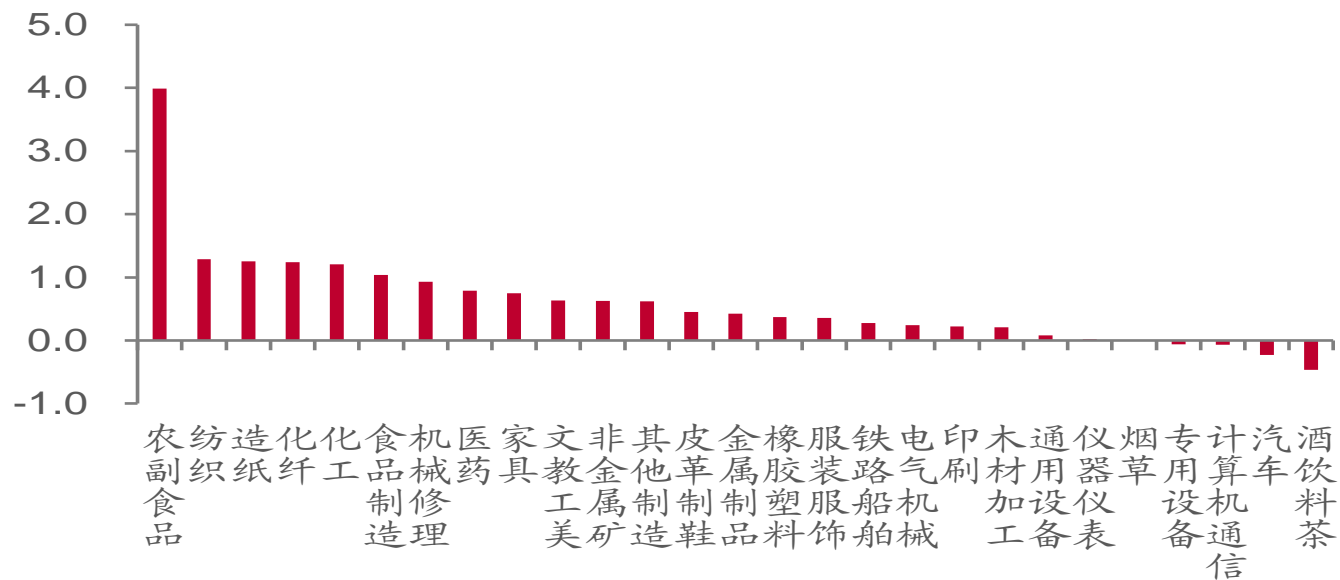
来源: Wind, 中泰证券研究所  
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

## 成本传导能力，中游同样偏弱

- 二是各行业的成本传导能力。我们构建行业成本传导能力系数来对此进行刻画，该系数越大，意味着行业成本传导能力越强。根据我们的测算，上游原材料类行业和下游消费品制造类行业中的农副食品加工、纺织、造纸以及食品制造行业的成本传导能力较强，而中游加工组装类行业和其它下游行业传导能力偏弱。

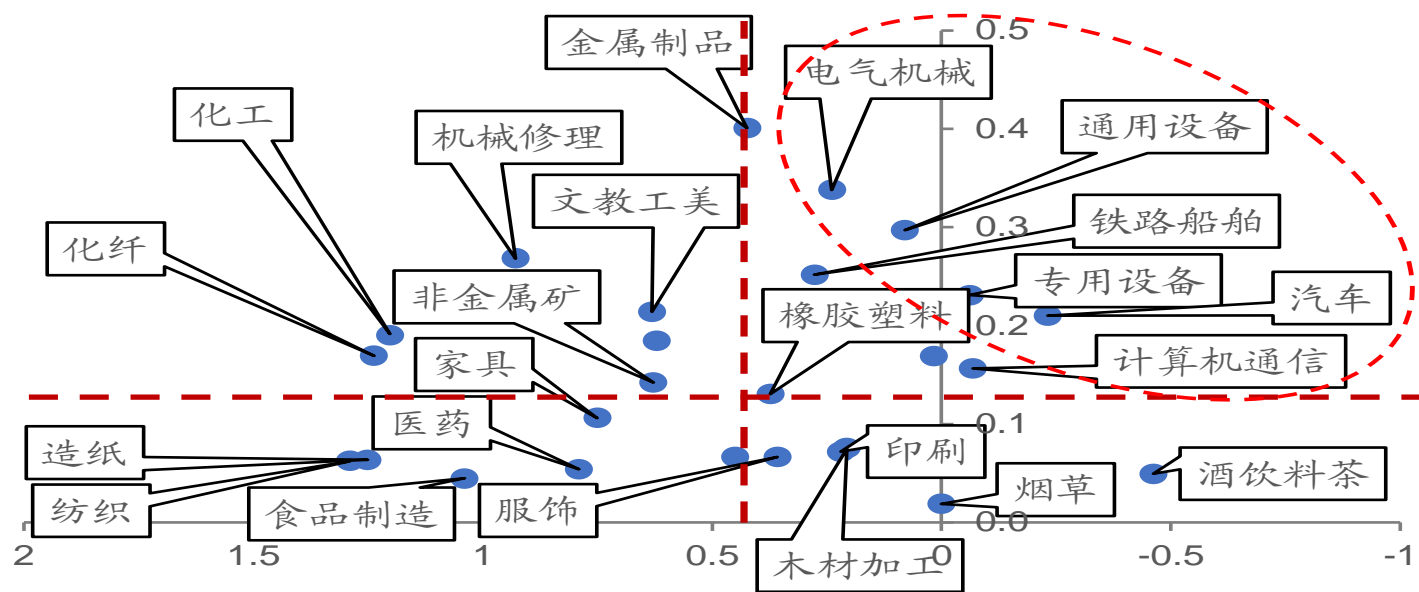
各行业的成本传导能力系数



## 中游行业冲击为最

- 将成本上涨压力和成本传导能力放在一起综合考量，我们发现，中游加工组装类行业如电气机械、计算机通信设备、通用设备、铁路船舶和专用设备等由于成本传导偏弱叠加上涨压力突出，因此，本轮PPI增速上行对其成本冲击或最为显著。

各行业的成本压力与成本传导能力



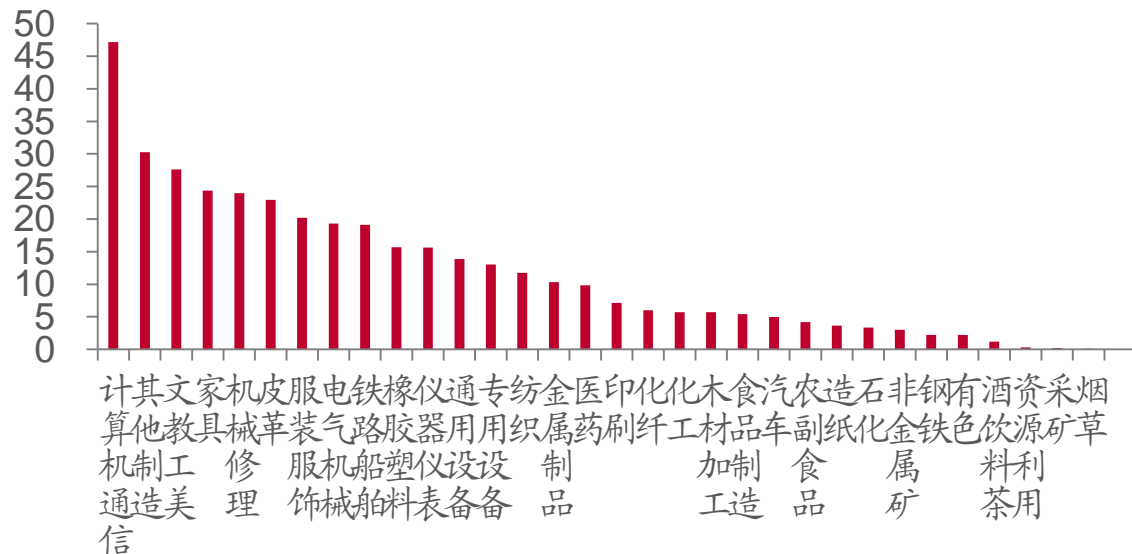
来源: Wind, 中泰证券研究所  
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

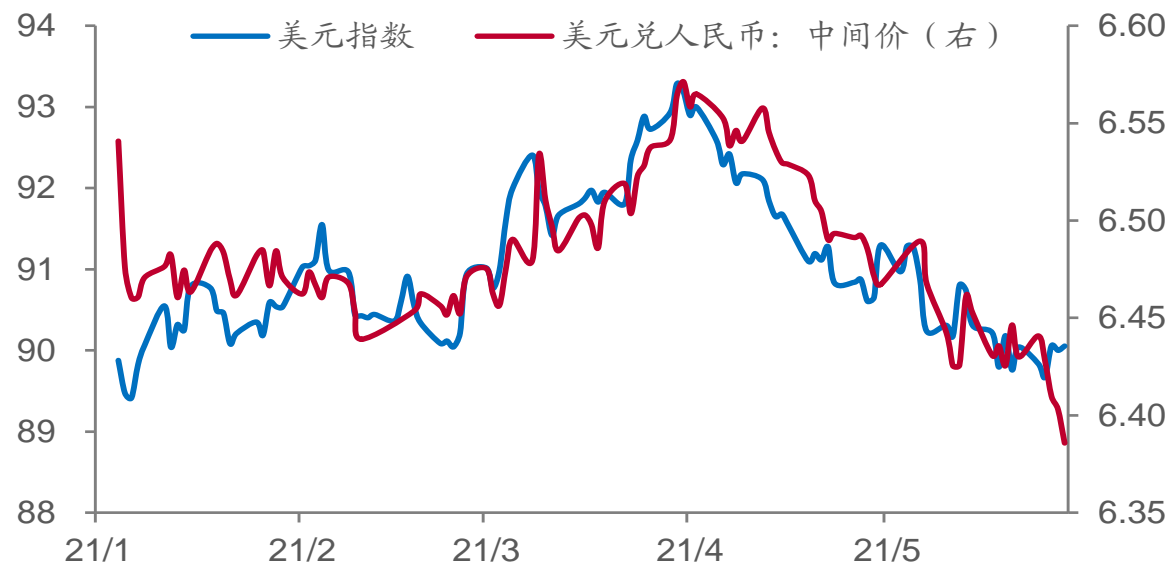
## 出口景气变化，压力或将凸显

- 由于中游加工组装类行业出口依赖度较高，受益于当前出口的高景气，利润端压力尚不明显。而若出口景气度发生变化，这些行业不仅要面临原材料价格高企对利润的侵蚀，还要应对前期人民币汇率升值所造成的成本压力，盈利不确定性或将加大。

工业行业出口交货值占营收比重 (%)



## 美元指数和人民币兑美元汇率水平



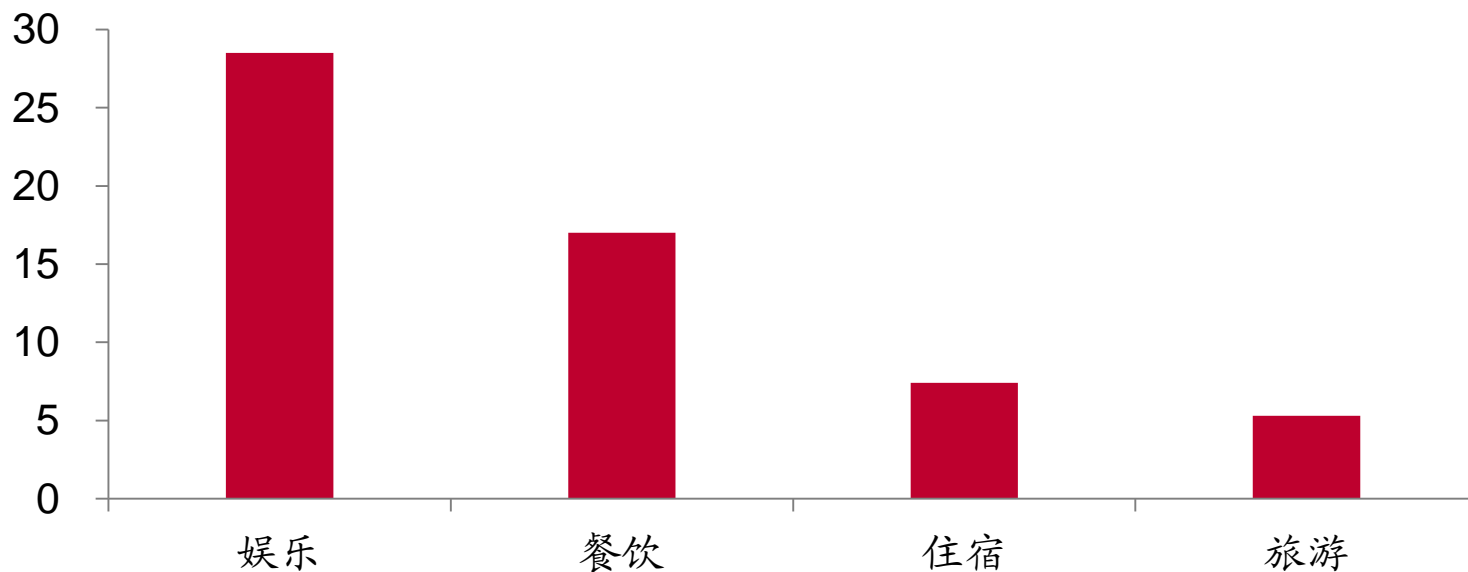
来源: Wind, 中泰证券研究所, 左图数据为2021年4月。

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

## 消费有望持续复苏

- 最后，成本变动对于消费行业利润扰动较小，虽然短期我国局部地区疫情又有反复，但疫苗接种加速推进叠加居民收入修复，消费回暖趋势不改。五一假期期间数据也显示出，受疫情制约的消费部分存在着改善潜力，下半年有望持续复苏。

今年五一期间各行业销售收入两年年均增速（%）



## 分析师简介:

**陈兴：**金融学博士，浙江大学工学学士，中泰证券研究所宏观首席分析师。此前曾供职于海通证券宏观固收研究团队，曾作为团队宏观经济方向负责人获得2020年新财富宏观最佳分析师第3名，所在团队亦曾获得2017-2019年新财富宏观最佳分析师前5名。



欢迎关注微信公众号：  
陈兴宏观研究

## 风险提示

---

- 经济恢复不及预期，政策变动风险，模型测算偏差风险。



## 重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。