

中信证券研究部



明明
首席 FICC 分析师
S1010517100001



章立聪
FICC 分析师
S1010514110002



余经纬
大类资产首席
分析师
S1010517070005



李晗
FICC 分析师
S1010517030002



周成华
FICC 分析师
S1010519100001



核心观点



徐焯烽
FICC 分析师
S1010521050002



联系人：彭阳



联系人：丘远航

预计下半年国内经济将经历由“外热内冷”的不平衡修复走向内需平衡增长的过程。宏观政策组合从防风险目标下的紧信用+稳货币延续至三季度后或逐步转向稳增长目标和海外货币政策正常化背景下的宽信用+紧货币。利率债下半年料将经历宽幅震荡走势，三季度或处于底部震荡、四季度可能波动加大。信用债方面，防控风险已经成为第一要务，稳健的高等级短久期策略成为首选。除了常规的久期、杠杆、票息三板斧之外，我们认为下半年信用债捡漏更具谈资。对于负债相对灵活的机构，也赋予其火中取栗的机遇。可转债方面，从去年下半年开始随着估值水平回归到合理区间之内，转债市场持续处于正股驱动模式之中，这一趋势料将会延续到下半年。而收紧的流动性压制了市场的波动水平并不利于转债的估值扩张，这一趋势在下半年可能也会有所变化，转债股性估值弹性有望发挥更为正面的作用。

■ **利率债：潜龙勿用。**次贷危机后全球低通胀格局持续多年，虽然长期通胀趋势未变，但疫情后短期供需缺口或导致通胀波动加大，全球低通胀格局扭转或成为未来全球资本市场最大变量。预计下半年国内经济将经历由“外热内冷”的不平衡修复走向内需平衡增长的过程。出口+地产的双轮驱动继续推动二三季度经济稳健回升，但四季度出口+地产或双双边际走弱，基建投资、制造业投资和消费需求接力过程中宏观经济或边际回落。国内大宗商品价格涨势接近尾声，预计下半年 PPI 同比逐步下滑，关注核心通胀和资产价格问题。宏观政策组合从防风险目标下的紧信用+稳货币延续至三季度后或逐步转向稳增长目标和海外货币政策正常化背景下的宽信用+紧货币。预计 2021 年下半年利率将经历宽幅震荡走势，节奏上三季度或处于底部震荡、四季度或波动加大，十年国债到期收益率区间为 3.0%~3.4%。

■ **信用债：知难而进。**回顾上一轮信用债市场，供给侧改革下的过剩产能主体、棚改货币化下的地产和逆周期调节下的城投表现至今令人回味。时过境迁，特殊的经济基本面和较薄的信用利差使今年板块性机会相当难觅。同时耳熟能详的案例也在警醒我们，大而不倒的国企信仰已岌岌可危，信用风波下市场草木皆兵，顶着舆情做下沉难上加难。当前的信用债投研，防控风险已经成为第一要务，稳健的高等级短久期策略成为首选。超额溢价难觅，除了少数负债端稳定的机构可尝试久期行情外，更多的市场机构走向了信用抱团。除了常规的久期、杠杆、票息三板斧之外，我们认为下半年信用债捡漏更具谈资。风声鹤唳的市场最易草木皆兵，受困于风控约束趋紧的抛盘日益频繁，而诸多异常成交个券也并非源于资质问题。在此情景之下，对于负债相对灵活的机构，也赋予其火中取栗的机遇。

■ **可转债：蛰伏后现曙光。**从去年下半年开始随着估值水平回归到合理区间之内，转债市场持续地处于正股驱动模式之中，这一趋势料将会延续到下半年。当前市场的估值水平中枢明显下移，个券可以更好地分享正股红利，这将成为下半年转债市场获取收益的基础。风险资产在下半年的节奏变化同样值得重视，我们预计风险资产的估值压力有望在四季度附近缓解，此时估值敏感类的行业可能存在更好的机会。进一步看，收紧的流动性压制了市场的波动水平，并不利于转债的估值扩张，这一趋势在下半年可能也会有所变化，转债股性估值弹性有望发挥更为正面的作用。将估值的判断与正股节奏的展望相结合，下半年我们判断转债市场在历经蛰伏后望现曙光。映射到转债市

场下半年从周期旧主线向新主线切换，结合正股估值、转债估值、转债价格三大核心要素择券，把握估值弹性的潜在机会。重点关注下述核心标的：东财转 3、韦尔转债、旗滨转债、奥佳转债、火炬转债、福 20 转债、恩捷转债、太阳转债、苏银转债、星宇转债、南航转债、双环转债、美诺转债、旺能转债、骆驼转债、利尔转债、永冠转债、天能转债。

■ **风险因素：**疫情反复超预期，市场流动性大幅波动，宏观经济增速不如预期，无风险利率大幅波动，正股股价超预期波动。

目录

| | |
|-----------------------|-----------|
| 利率债：持盈保泰 | 1 |
| 上半年利率复盘：资金面主导倒 V 形走势 | 1 |
| 供需缺口下全球通胀波动或加大 | 3 |
| 下半年经济增长走向平衡中蕴含波动 | 8 |
| 国内通胀压力下降，关注资产价格和核心通胀 | 15 |
| 广义流动性：信用增速延续下行 | 18 |
| 海外环境：通胀趋于上行，宽松逐步退出 | 23 |
| 政策组合：向宽信用+紧货币迁移 | 31 |
| 利率债策略：持盈保泰 | 39 |
| 信用债：知难而进 | 40 |
| 寻溢价视角下利差复盘 | 40 |
| 从市场风险到信用风险 | 41 |
| 地方债：渐行渐稳 | 42 |
| 城投债：周期转向 | 44 |
| 产业债：国民分化 | 47 |
| 地产债：调控趋严 | 49 |
| 煤炭债：取舍两难 | 51 |
| 永续债：存量博弈 | 52 |
| 资本债：市场新贵 | 53 |
| 信用策略：跟随抱团 VS 人弃我取 | 53 |
| 可转债：蛰伏后现曙光 | 54 |
| 市场回顾 | 54 |
| 2021H2 可转债策略展望：蛰伏后现曙光 | 56 |
| 风险因素 | 58 |

插图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 资金利率春节前后两阶段 | 1 |
| 图 2: 短债利率接近前低, 长债利率创新低 | 1 |
| 图 3: 历年春节前后 DR007 的走势对比 | 2 |
| 图 4: 上半年利率倒 V 形走势 | 2 |
| 图 5: 次贷危机后海外基准利率大幅走低 | 3 |
| 图 6: 次贷危机后海外通胀中枢下移 | 3 |
| 图 7: 高收入国家带领全球步入老龄化社会 | 4 |
| 图 8: 欧元区人口老龄化推动利率中枢下行 | 4 |
| 图 9: 美国贫富差距逐渐拉大 | 4 |
| 图 10: 美国非农就业人数与收入的行业分布 | 4 |
| 图 11: 发达国家产出缺口与通胀 | 5 |
| 图 12: 发达经济体工业产能利用率下滑 | 5 |
| 图 13: 新兴市场国家疫情仍在快速扩张 | 6 |
| 图 14: 2020 年全球矿山铜产量分布 | 6 |
| 图 15: 2020 年全球精炼铜消耗量分布 | 6 |
| 图 16: 海外主要央行扩表规模超过次贷危机后 | 7 |
| 图 17: 国内疫情期间释放较多流动性 | 7 |
| 图 18: 供给侧改革下的粗钢产能、产量和价格 | 7 |
| 图 19: 供给侧改革下的水泥产能、产量和价格 | 7 |
| 图 20: 房地产投资增速上行, 销售边际放缓 | 8 |
| 图 21: 建筑工程投资稳定增长, 土地购置费反弹 | 9 |
| 图 22: 新开工面积波动增加 | 9 |
| 图 23: 一线城市二手房价同比增速大幅上行 | 9 |
| 图 24: 房地产企业融资增速下滑 | 9 |
| 图 25: 全球主要贸易国出口额当月同比增长 | 10 |
| 图 26: 美国补库存与中国出口 | 10 |
| 图 27: 工业产能利用率高位运行 | 11 |
| 图 28: 工业生产和投资往往一脉相承 | 11 |
| 图 29: 基建投资小幅回落 | 12 |
| 图 30: 今年预算赤字规模和新增专项债额度与去年大致相当 | 12 |
| 图 31: 限额以上企业和限额以下企业社零的分化 | 13 |
| 图 32: 居民和非居民消费的分化 | 13 |
| 图 33: 居民多数消费支出增速尚未回归正常 | 13 |
| 图 34: 居民收入增速尚未回到疫情前水平 | 14 |
| 图 35: 2008 年金融危机时期社零高点滞后于经济复苏 1 年左右 | 14 |
| 图 36: 2008 年金融危机时期居民收入和支出高点滞后于经济复苏的高点 2 年左右 | 15 |
| 图 37: 国内煤、钢产能受到明显约束 | 15 |
| 图 38: 工业增加值环比增速放缓 | 16 |
| 图 39: CPI 同比情景测算 | 17 |
| 图 40: PPI 同比情景测算 | 17 |
| 图 41: 工业品涨价品种有所扩散 | 18 |
| 图 42: 核心通胀快速回升 | 18 |
| 图 43: 新增人民币贷款 | 19 |

| | |
|--|----|
| 图 44: 社会融资规模 | 19 |
| 图 45: M2 同比 | 19 |
| 图 46: 人民币贷款加权平均利率 | 20 |
| 图 47: 贷款需求指数 | 20 |
| 图 48: 贷款需求同比变化与中长贷累积占比关系 | 20 |
| 图 49: 房地产贷款余额及同比增长 | 21 |
| 图 50: 经营贷余额及同比增长 | 21 |
| 图 51: 社融口径下的表外融资存量 | 21 |
| 图 52: 新增存贷款总额及预测 | 22 |
| 图 53: 2021 年信贷、社融、M2 增速及预测 | 22 |
| 图 54: 海外主要经济体当日新增病例 | 23 |
| 图 55: 海外主要经济体累计确诊人数 | 23 |
| 图 56: 海外主要经济体每百人新冠疫苗接种量 | 23 |
| 图 57: 美国经济复苏加速 | 24 |
| 图 58: 美国就业延续修复, 4 月意外疲弱 | 24 |
| 图 59: 美国消费快速修复 | 24 |
| 图 60: 耐用品消费高增, 服务消费转正 | 24 |
| 图 61: 美国制造业 PMI | 25 |
| 图 62: 美国非制造业 PMI | 25 |
| 图 63: 欧元区经济景气回升接近疫情前水平 | 26 |
| 图 64: 欧元区制造业服务业复苏分化 | 26 |
| 图 65: 印度疫情情况 | 26 |
| 图 66: 印度周边国家疫情反弹 | 26 |
| 图 67: 美国 CPI 和核心 CPI 快速上行 | 27 |
| 图 68: 美国通胀预期快速上行 | 27 |
| 图 69: 美国政府债务规模 | 29 |
| 图 70: 美国 10Y TIPS 以 0 为分界 | 30 |
| 图 71: 美国过去 10 年核心 CPI 和通胀预期均在 2% 左右 | 30 |
| 图 72: 本轮人民币升值走势 | 31 |
| 图 73: 当前通胀和货币政策分化或难持续 | 33 |
| 图 74: 公共财政支出偏慢 | 34 |
| 图 75: 政府性基金收多支少 | 34 |
| 图 76: 各类银行理财净值型产品占比 | 35 |
| 图 77: 不良贷款比例 | 35 |
| 图 78: 部分非标社会融资规模存量 | 35 |
| 图 79: 现金管理类理财规模明显上升, 占比持续增大 | 36 |
| 图 80: 收益率曲线、各类债券持有期收益率测算 | 40 |
| 图 81: 2021 年可能引发信用市场回调的因素整理 | 41 |
| 图 82: 信用债近年违约规模和数量 (截止到 2021 年 4 月 30 日) | 42 |
| 图 83: 违约主体企业属性分布 (截止到 2021 年 4 月 30 日) | 42 |
| 图 84: 2020 年地方债已发行募集资金用途分布 | 43 |
| 图 85: 2021 年 1-4 月地方债已发行募集资金用途分布 | 43 |
| 图 86: 2021 年 1-4 月各省市地方债平均发行价格分布 | 43 |
| 图 87: 2021 年 1-4 月各省市地方债平均发行期限分布 | 43 |
| 图 88: 2021 年不同等级城投债发行价格的变化 | 47 |
| 图 89: 2021 年不同期限城投债发行价格的变化 | 47 |

| | |
|--|----|
| 图 90: 产业债发行、到期、净融资 | 48 |
| 图 91: 产业债信用利差走势 | 48 |
| 图 92: 产业债到期规模 | 49 |
| 图 93: 民营房企债发行、到期、净融资 | 49 |
| 图 94: 中资美元地产债发行、到期、净融资 | 50 |
| 图 95: 房地产信托发行、到期、净融资 | 50 |
| 图 96: 煤炭期货结算价(活跃合约) vs AA+煤炭利差 | 52 |
| 图 97: 企业永续债发行与到期时间序列 | 52 |
| 图 98: 银行永续债绝对利差-分主体类型 | 53 |
| 图 99: 二级资本债绝对利差-分主体类型 | 53 |
| 图 100: 转债指数表现强势 | 54 |
| 图 101: 股性估值小幅回落 | 55 |
| 图 102: 2021 年以来(截至 5 月 21 日)周期领涨 A 股 | 56 |
| 图 103: 不同平价区间内的股性估值 | 57 |

表格目录

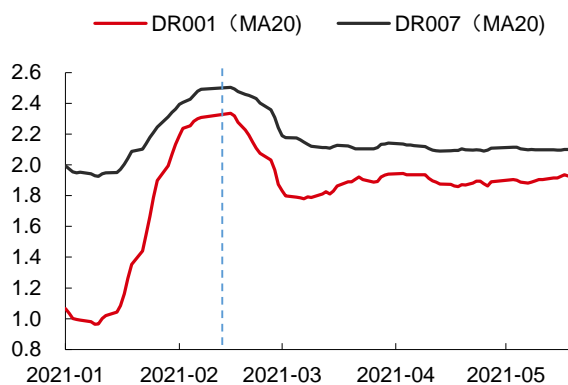
| | |
|--|----|
| 表 1: 工业各分项增加值两年平均增速 | 16 |
| 表 2: 拜登政府财政刺激计划 | 28 |
| 表 3: 2017-2021 年政府工作报告中财政政策表述 | 33 |
| 表 4: 《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知(征求意见稿)》监管要点 | 36 |
| 表 5: 互联网金融监管重要文件梳理 | 37 |
| 表 6: 2021 年以来信用市场利差变化 | 41 |
| 表 7: 2021 年地方政府债发行规模预测 | 44 |
| 表 8: 地方政府债务周期更迭 | 44 |
| 表 9: 各省近一年 AA 级城投区域利差区间变化情况 | 45 |
| 表 10: 2020 年 10 月至今各省份按月城投债净融资额变化情况 | 46 |
| 表 11: 2021 年不同等级对应不同期限的城投债发行价格的平均值 | 47 |
| 表 12: Top50 房企主体利差 | 50 |
| 表 13: 年内领涨转债个券 | 55 |

利率债：持盈保泰

上半年利率复盘：资金面主导倒 V 形走势

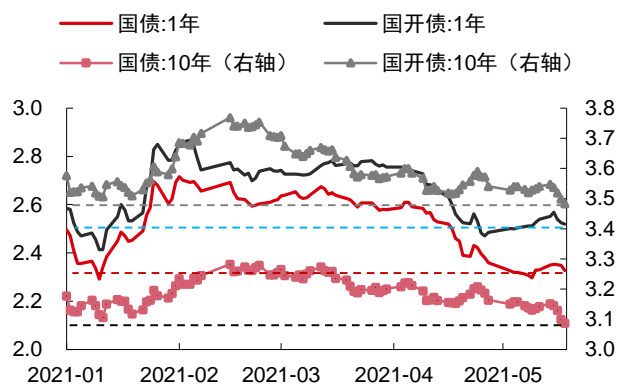
上半年资金面调整后趋稳，利率呈倒 V 形走势。2021 年上半年资金利率和债券利率呈现明显的、以春节为分界点的两阶段行情：（1）春节前资金利率从元旦后超预期宽松流动性环境中的低位大幅上行并带动债券利率持续上行；（2）春节后首个工作日通胀交易下利率明显上行，但此后资金利率逐步回归政策利率附近且持续维持偏松状态，债券利率亦随之持续下行。截至 5 月 21 日，1 年期国债和国开债到期收益率接近 1 月份低点，10 年期国债和国开债到期收益率分别下行至 3.0876%、3.4836%，均创下年内新低。

图 1：资金利率春节前后两阶段（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

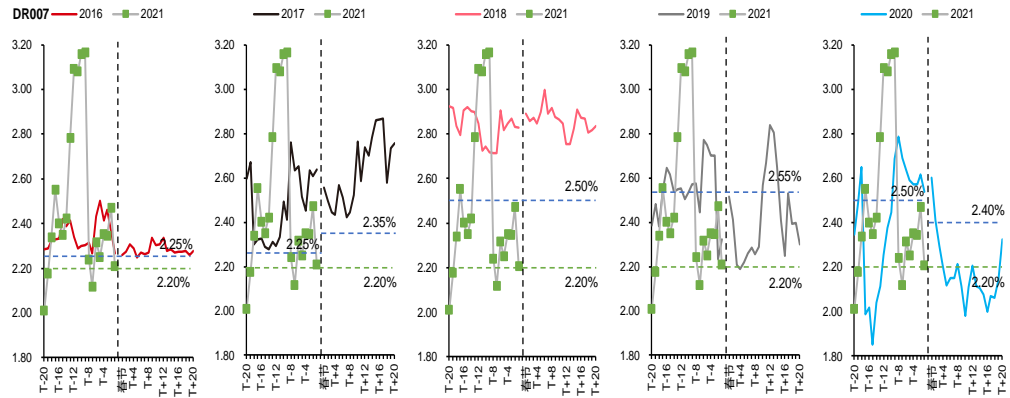
图 2：短债利率接近前低，长债利率创新低（%，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

春节前资金面超预期波动主导利率上行。2020 年 11 月底的新作 MLF、资金利率下行、元旦前后流动性环境超季节性宽松带动长短端利率的快速下行，而 1 月中旬起以央行缩量续作 MLF 为代表的一系列货币政策保守操作、1 月末跨月时点叠加春节前流动性安排缺席导致资金面剧烈收紧，货币政策和流动性收紧担忧导致股债两市大幅下跌。显而易见，1 月上中旬长端利率维持震荡行情的原因在于市场预期后续货币政策将平稳完成跨春节安排，这一阶段短端利率随着资金面收紧而快速上行；1 月下旬启动的长端利率大幅上行则是在市场对春节前流动性安排预期屡屡落空后预期反转所致。

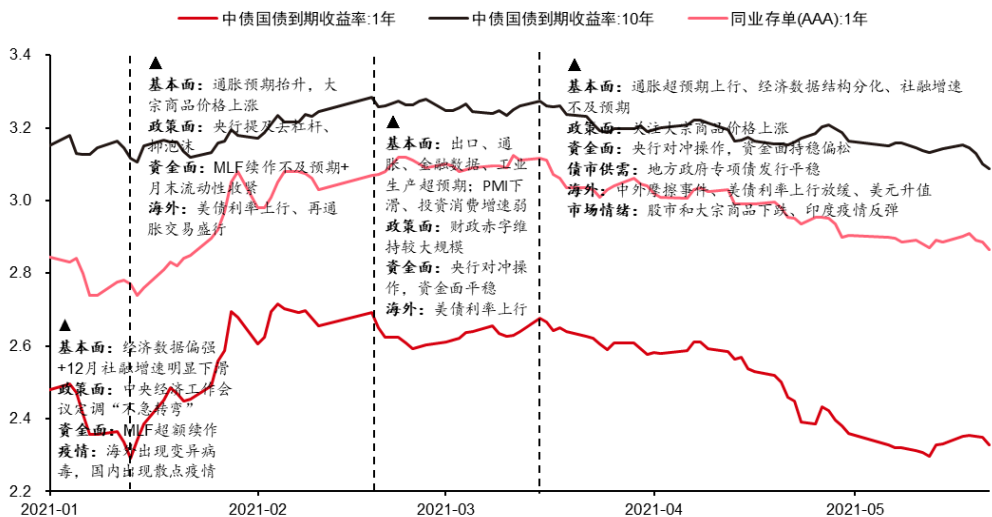
图 3：历年春节前后 DR007 的走势对比 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

春节后资金利率回归政策利率并始终偏松，资产荒下债券利率持续下行。春节后国内债券市场通胀交易并不持久，反而央行每日开展 100 亿元逆回购的操作惯例、对 MLF 操作等量对冲或小幅缩量续作体现了货币政策不惧通胀、以稳为主的态度。在地方债供给节奏偏慢、银行间可能存在同业存单——货币基金或银行理财——同业存单的“类空转”链条、非银机构加杠杆的流动性需求没有快速扩张等因素影响下，虽然央行没有直接投放基础货币，但是银行间资金面始终维持平稳偏松的状态。债券市场对工业生产和房地产投资维持强势、制造业投资明显回升、出口景气度高、通胀压力凸显等利空钝化，紧信用环境、超预期的平稳资金、股票市场表现弱势等促成了资产荒，催动债券利率持续下行并创新低。

图 4：上半年利率倒 V 形走势 (%)



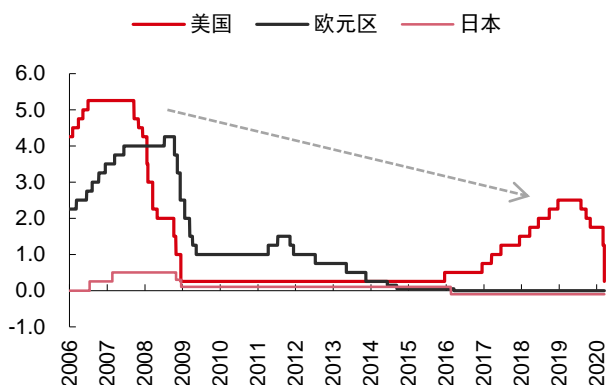
资料来源：Wind，中信证券研究部

2021 年春节后的这一轮利率下行行情，背后是政策目标重心的切换，偏紧货币+宽信用组合切换为偏松货币+紧信用的组合，导致了债券市场面临资金偏松+资产荒的格局。这一逻辑能持续演绎多长时间，需要等待政策目标重心的下一次摇摆切换，我们认为或许就发生在下半年。除此之外，海外通胀格局变化、货币政策正常化趋势等料将是影响全球资本市场的重大因素。

供需缺口下全球通胀波动或加大

2008 年金融危机以来，全球低通胀成为常态。2008 年金融危机之后，各发达国家为了缓冲金融危机对经济的冲击，大幅度降低利率。由于危机后部分经济体复苏速度低于预期，出于对经济、通胀、汇率以及资产价格等因素的考虑，政策利率一直维持在低位而且多次实施 QE。这些宽松政策对于通胀只存在短期的刺激，长期通胀依旧维持在低位。同时，尽管长期经济增速放缓，这种相对扭曲的金融市场却很大程度上推升了资产价格，发达市场股债均长期走牛。因而次贷危机以后，在一系列经济的长期不利因素和宽松宏观政策环境的组合下，全球经济和金融市场呈现“三低一高”的特征：低增长、低通胀、低利率、高资产价格。

图 5：次贷危机后海外基准利率大幅走低（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6：次贷危机后海外通胀中枢下移（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

次贷危机后全球低通胀的成因

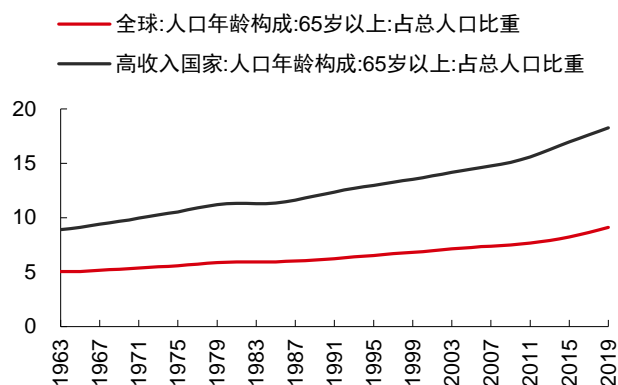
造成全球长期低通胀的因素纷繁复杂，核心因素可以归纳为中长期的人口和收入结构因素以及短期的供需缺口因素。①人口老龄化减少需求、收入差距扩大降低消费倾向，总需求不足抑制通胀；②全球化的大发展使得制造业向新兴市场转移，生产成本下降，发达经济体生活用品价格低廉，造成全球化下的低通胀；③次贷危机过后，新兴市场经济增长明显减速（平均 GDP 增速由 8% 降至 4%），对工业品的需求放缓，使得原材料产能过剩。

人口老龄化对应高储蓄和低需求

老龄化往往伴随着居民的高储蓄和企业融资的低需求，推动利率中枢下行。以日本、欧洲为代表的发达国家带领全球步入老龄化社会，且随着医疗技术的进步，老龄化的进程或将提速。人口老龄化对于经济各个方面都有重大的影响。由于老年人收入来源较少，往往持有较多储蓄，因而老龄化社会居民储蓄增加，货币供给量提升；同时，老年人往往消

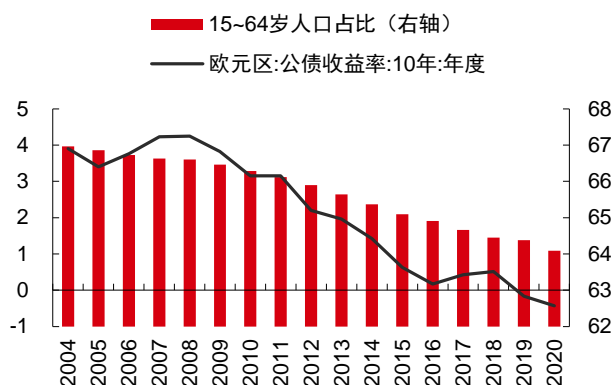
费支出更低，老龄化社会将面临较为明显的消费需求不足的问题，带动企业产品生产动力下降，融资意愿减弱，对资金的需求减少。**老龄化社会风险偏好下降，更加青睐低风险资产。**不同年龄人口配置资产的风格有明显的差别，老年人更加厌恶风险，更加偏好低风险或无风险资产，会导致无风险利率下降幅度大于风险资产。2004-2020 年，欧元区 15-64 岁所占人口比例从 67% 下滑至 64%，带动欧元区长端利率中枢的下行。

图 7：高收入国家带领全球步入老龄化社会（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：欧元区人口老龄化推动利率中枢下行（%，%）

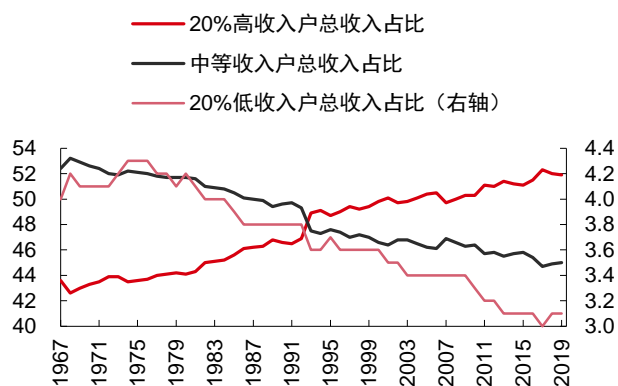


资料来源：Wind，中信证券研究部

贫富差距扩大，实际需求降低

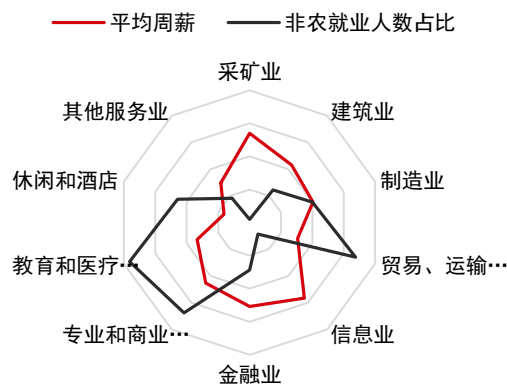
贫富差距逐渐增大，富人边际消费倾向低，低通胀和高资产价格并存。贫富差距不仅是很多社会问题的根源，也会通过结构性的矛盾对经济总量产生实质性的影响。以美国为例，从上世纪以来，20% 高收入户总收入占比越来越高，而中等收入和低收入户的收入占比越来越低；分行业看，就业人数较少的金融和信息业工资也更高。此外，富人的边际消费倾向（MPC）显著低于普通人，而将大部分资产投资于金融资产。贫富差距越大，实际消费需求就越少，而购买金融资产的资金供给会增加，反而推升资产价格，带来低通胀+资产价格上行的倾向。

图 9：美国贫富差距逐渐拉大（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 10：美国非农就业人数与收入的行业分布

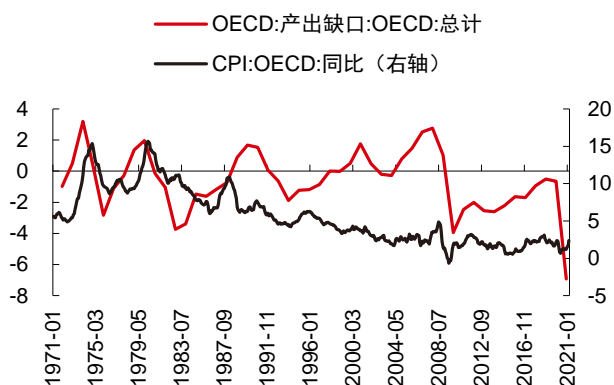


资料来源：Wind，中信证券研究部，数据截至 2021 年 4 月。

产出缺口和供给过剩

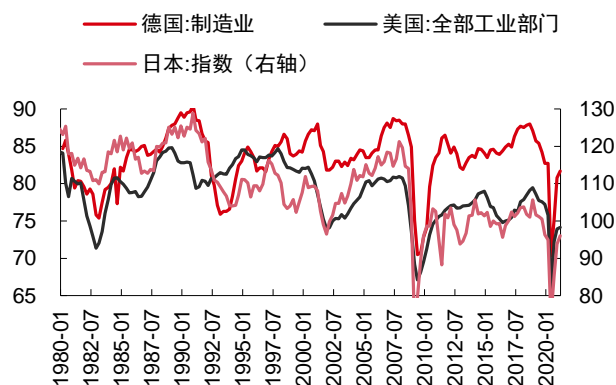
产出缺口持续为负，产能过剩普遍存在。长技术周期尾部，发达经济体通胀持续走弱，尽管 2008 年后各国央行先后开启大规模 QE 和负利率刺激，但对于通胀而言收效甚微，说明有效需求明显不足。同一时期，OECD 国家产出缺口持续为负，长期存在产能过剩的现象。不仅如此，本轮产出缺口维持在负区间的时间超过了 1970 年以来的各轮周期。2020 年新冠疫情再次打断了产出缺口的收敛过程，随着疫情之下的全球经济走弱，产能过剩的状况在 2020 年明显走阔。21 世纪前二十年相比于 20 世纪最后二十年，美国和日本的生产能力利用率中枢明显下了一个台阶。

图 11：发达国家产出缺口与通胀（%，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：发达经济体工业产能利用率下滑（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

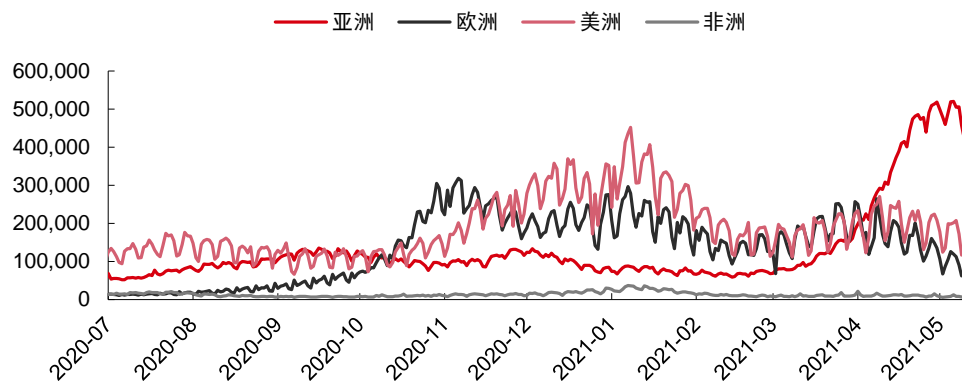
尽管导致低通胀的长期因素难以缓解，但也有一些因素开始呈现短期的逆转，持续多年的全球低通胀环境或将在疫情后的经济复苏中面临挑战。次贷危机之后全球结构性矛盾凸显，促成低通胀格局的核心中长期因素——人口老龄化加深、贫富差距加大、产出缺口持续为负和产能过剩。此外，全球增长动能的下降和贸易摩擦、新兴产业兴起、金融危机后监管政策趋严使得银行风险偏好下降、货币政策的锚向资产价格偏移等都将全球资本市场推向低利率、低通胀和高资产价格并存的局面。而本次疫情以来，全球超宽松的货币政策，尤其是欧美等发达经济体的流动性投入，是否能在对冲疫情冲击并将全球经济带离低增长、低通胀的泥潭呢？人口老龄化、贫富差距加大的中长期因素并没有变化，但是疫情之后全球供给结构发生了显著变化，供需缺口的变化将引起短期通胀的波动。

疫情后供需格局发生变化

发达经济体与新兴市场的免疫落差将成为通胀的重要推动因素，产能将由过剩转向短期的产能不足。今年全球新冠疫情的变化、疫苗的接种率必然是分布不均的。近期印度疫情的爆发绝非孤例，值得我们深思的是发达国家和新兴市场国家之间将形成的免疫落差会如何对全球供需产生影响，因为工业品全球生产、消费是存在显著错位的。由于发展中经济体往往是工业原材料和中间品的主要生产国，免疫的不平衡将带来全球层面的供需缺口：以铜为例，主要的铜矿产区分布在南美的秘鲁和智利，而主要的需求则来自亚洲、欧洲和北美，去年的亚洲和拉美的疫情落差导致铜的供需缺口达到了破纪录的 139.1 万吨。除此之外，次贷危机后原材料生产领域长期产能过剩导致的投资不足也约束了基础工业品的产

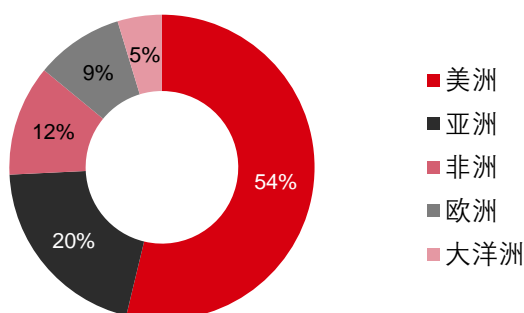
量弹性。全球疫情发展、经济修复不均衡，尤其是新兴市场国家作为供给方产能仍然受疫情影响较强，而发达国家经济幅度较好、需求修复较快。

图 13：新兴市场国家疫情仍在快速扩张（%）



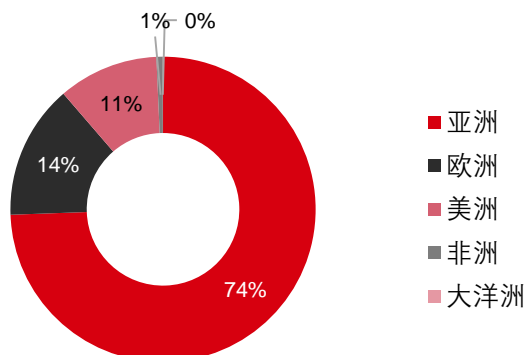
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 14：2020 年全球矿山铜产量分布



资料来源：Wind，中信证券研究部

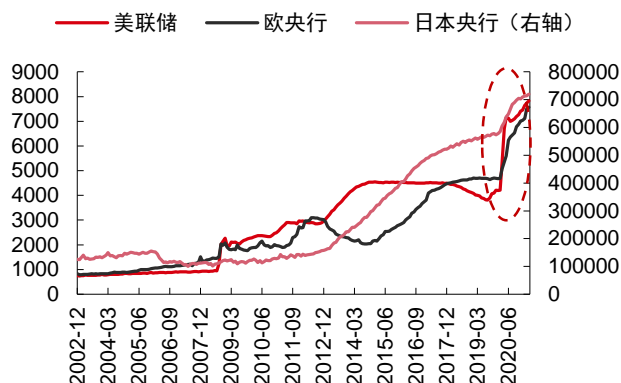
图 15：2020 年全球精炼铜消耗量分布



资料来源：Wind，中信证券研究部

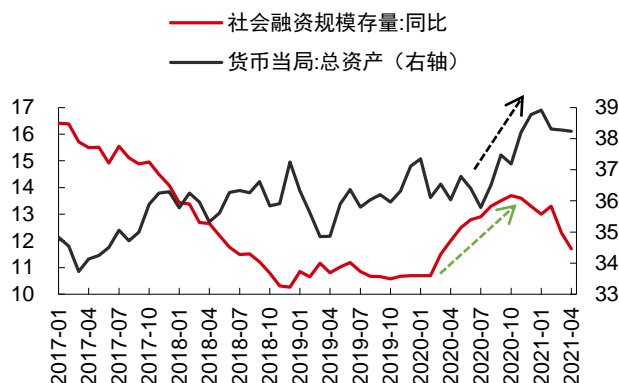
全球放水史无前例，过于积极的宏观政策组合，容易导致通胀同时具备需求拉动和成本推动两种逻辑。为了避免疫情对经济造成不可逆的重创，以美国为首的发达经济体普遍采取了远超以往的财政和货币刺激。以美国为例，财政支出直升机撒钱的意味愈发浓烈，直接的支票救助降低了失业人口再就业的意愿，导致当前美国企业面临招工困难、工资成本上升的现象，形成成本推动型通胀的动力。同时，超额的财政支出和极度宽松的货币环境，在经济复苏的过程中，也以需求拉动的形式在支撑通胀的上行，美联储的平均通胀目标制也助长了通胀预期的自我实现。在经济脱离衰退期，进入复苏期时，超大规模政策刺激的后遗症：就业和通胀的分歧开始显现。

图 16: 海外主要央行扩表规模超过次贷危机后 (十亿美元, 十亿欧元, 十亿日元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

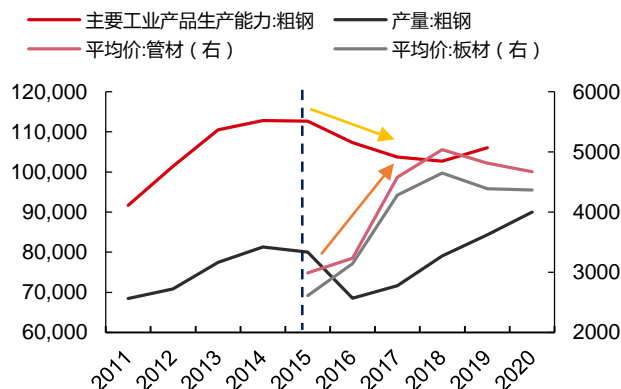
图 17: 国内疫情期间释放较多流动性 (% , 万亿元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

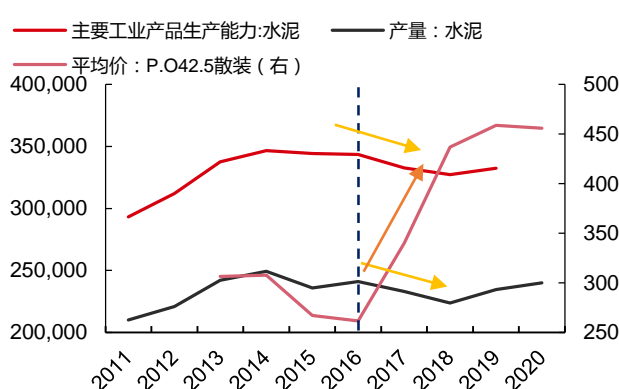
低碳转型成为推升通胀的 X 因素。2021 年是全球低碳转型的里程碑，全球前两大经济体在低碳领域的步伐将明显加快。美国方面，拜登战胜特朗普当选新一任美国总统后，在气候方面的政策较前任特朗普 360 度大转弯，重新加入巴黎气候协定，积极开展国际气候合作。中国方面，习近平总书记提出了碳达峰、碳中和“30·60”的宏伟目标，各地政府也积极响应。尽管短期内为应对国内市场的投机行为，限产政策边际放松，但碳中和与中国低碳转型的决心和政策的连续性不容置疑。全球低碳转型的需求，将导致部分工业品的需求大幅上升，比如铜；也可能使得部分工业品出现结构上的供应缺口，比如国内的钢铁，美国的页岩油等。长期来看，全球低碳转型是确定的方向，但节奏上的不确定性可能使其成为推升通胀的 X 因素。

图 18: 供给侧改革下的粗钢产能、产量和价格 (万吨, 元/吨)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 19: 供给侧改革下的水泥产能、产量和价格 (万吨, 元/吨)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

总体而言，疫情之后全球通胀环境发生了变化，尤其是全球疫情免疫落差、经济修复不均衡导致的供需错配。中澳关系、巴以冲突等地缘政治风险也可能导致上游资源品供给受到冲击、价格出现上涨。除了前述供给侧的因素之外，疫情后全球流动性投放史无前例、海外主要央行扩表幅度远大于次贷危机之后，海外需求较为强劲。回到国内，下半年国内经济增长动能不弱，存在结构性供需缺口。拉长时间维度来看，通胀或许不是一个问题，但就今年而言，通胀的压力已经实实在在的出现，在全球超常规的宽松政策陆续退出之前，大概率会跟随全球经济的复苏节奏波动、延续。

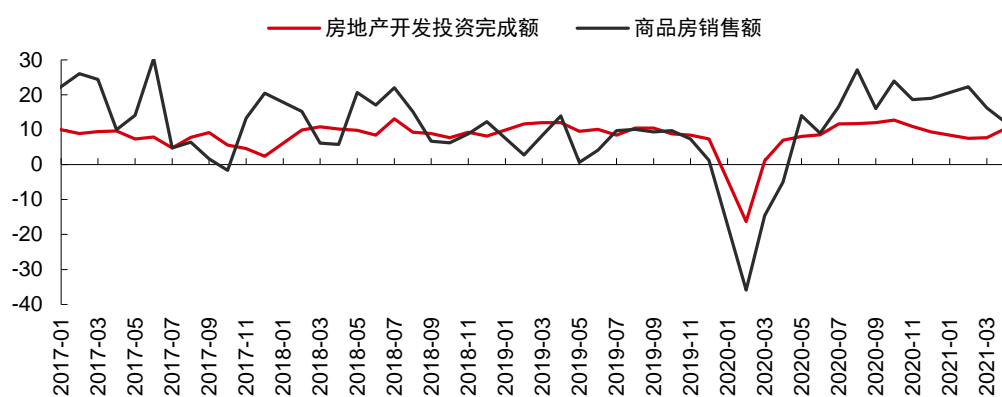
下半年经济增长走向平衡中蕴含波动

国内需求端的景气将成为支撑二三季度经济稳健回升的重要因素，出口、地产“双轮驱动”的格局有望维持，制造业投资、商品消费稳步向好将为经济贡献主要的边际增量。

房地产：短期仍强，但前瞻指标拐点已现

地产投资和销售的分化。4 月地产投资增速继续冲高，地产作为当前中国经济的重要引擎之一，短期内仍处在景气高位。然而投资高景气的背后，前瞻指标却开始悄然走弱。4 月房地产销售额两年几何平均增速继续回落至 12%，连续第二个月回落，进一步确认了拐点。

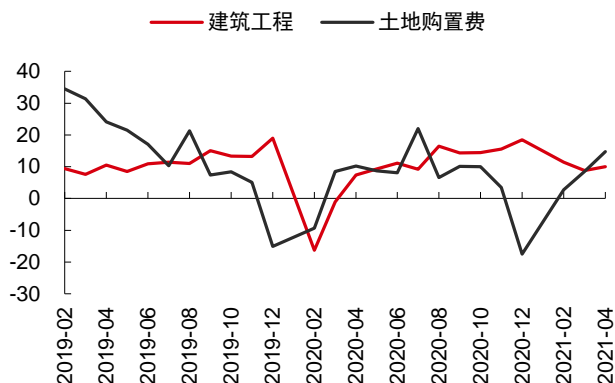
图 20：房地产投资增速上行，销售边际放缓（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2021 年增速经过以 2019 年同期为基数的几何平均处理

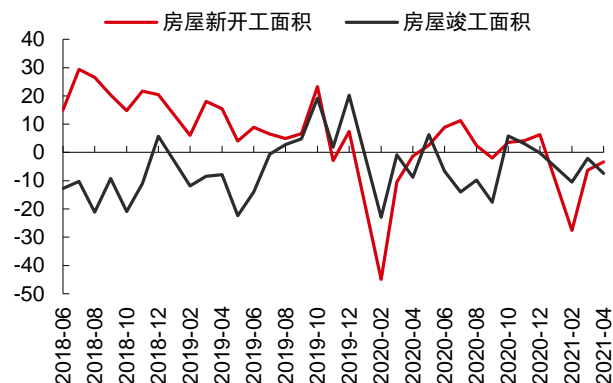
二三季度地产投资或将继续强势运行。近期建筑工程投资小幅下滑，源于年初开工的大幅走弱，建安投资似乎表现出一定的颓势。然而上述情形的出现并不意味着未来建安会持续走弱，实际上是由于重点城市集中供地，打乱了房企原本的拿地和开工节奏，导致房企普遍延迟、集中开工的结果。从近期土地市场较为火热的表现来看，集中供地并未对房企的拿地热情和规模产生实质性的影响，后续的开工和施工可能会在二季度加速展开，预计建筑工程投资增速或将有所上行。预计建安投资和土地购置将继续支撑二季度的地产投资需求，但值得注意的是，集中供地可能会加剧地产投资数据的波动，通过拉长时间维度，使用季度数据来观察地产投资会得到更加合理的判断。

图 21: 建筑工程投资稳定增长, 土地购置费反弹 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 2021 年增速经过以 2019 年同期为基数的几何平均处理

图 22: 新开工面积波动增加 (%)



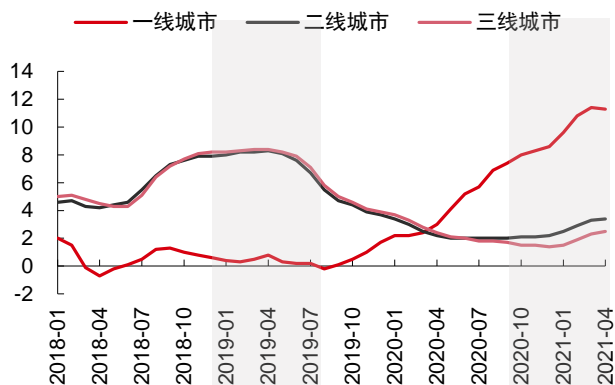
资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 2021 年增速经过以 2019 年同期为基数的几何平均处理

地产监管难有放松, 房企资金压力有所增加, 地产投资或将在下半年或年底迎来拐点。

去年以来一线城市和热点二线城市房价的大幅上涨引起决策层的高度关注, 不少地市出台了更加严格的限购措施, 央行对于地产贷款的管控也更加严格, 在限贷限购等调控政策的作用下, 地产销售的拐点大概率已经确认。由于银行贷款和销售回款同步走弱, 房企资金来源增速较去年显著下滑, 资金压力或将不断增加, 开发活动存在放缓的可能, 拐点可能出现在下半年或年底。

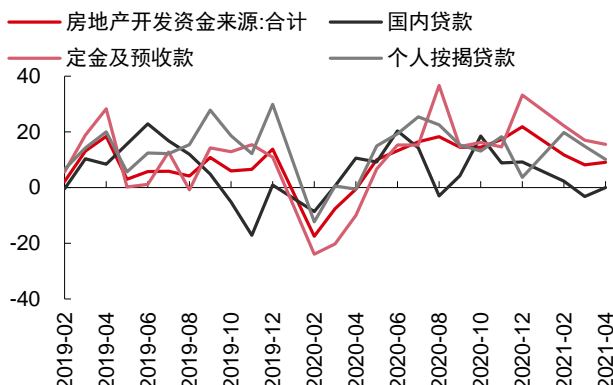
今年地产投资会呈现两个特点: 土地购置放缓、建安投资稳定, 预计全年增速接近 8%, 但月度的波动会因为集中供地政策而有所放大。

图 23: 一线城市二手房价同比增速大幅上行 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 24: 房地产企业融资增速下滑 (%)

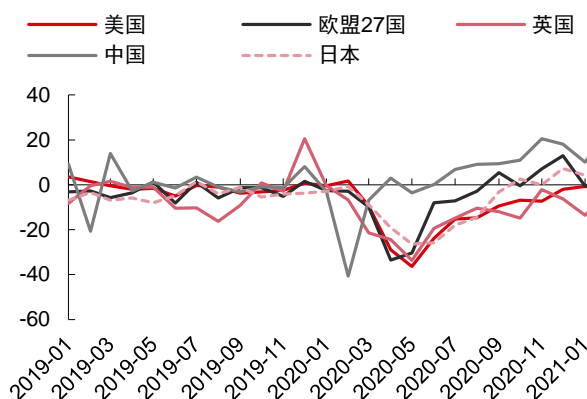


资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 2021 年增速经过以 2019 年同期为基数的几何平均处理

进出口：出口拐点隐现，进口有所支撑

全球出口贸易方面，中国自 2020 年 6 月以来连续保持同比正增长。英国和美国自 2020 年疫情后当月出口同比虽有改善，但仍然处于负区间。全球进口贸易方面，中国自 2020 年 9 月以来连续保持同比正增长，其余国家中，除日本、英国外 2021 年 2 月当月出口两年复合增长率均转入正增长。

图 25：全球主要贸易国出口额当月同比增长（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2021 年数据为两年复合增长率。

图 26：美国补库存与中国出口（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

出口方面，外需复苏节奏和全球供给能力修复是两个主要关注点。若欧美疫情能够持续保持平稳甚至改善，考虑到政府大幅的财政刺激政策和 2020 年以来挤压的消费需求，其消费修复或为短期内我国出口形成拉动。另一方面，印度、泰国、巴西、日本等国的疫情反复，一定程度上会对全球供给能力的修复带来压力，我国凭借产业链和防疫优势预计将在出口端继续保持强势。同时也需要考虑到在以欧美为主的发达经济体产能修复背景下，我国部分高端产品出口将面临竞争压力。美国从 2020Q4 启动补库存，历史上从美国开始补库存到我国出口增速见顶时间间隔约为 3-8 个月，这意味着 2021 年三季度中国出口增速或面临拐点。此外，2021 年下半年海外经济复苏企稳，产能逐渐有所恢复后，我国出口份额的提升和出口的高景气度未必能够延续，叠加高基数的影响，出口增速或将出现高位回落。

进口方面，大宗商品价格上涨和内需修复分别拉动进口的量价两端。疫情在部分海外大宗商品产地的延续叠加全球供需错配，短期内部分大宗商品价格或继续走高，进而拉动我国进口金额。而国内内需的进一步修复和相关政策影响相互叠加，预计将推动我国对原材料和中间产品的进口数量提升。

在海外经济复苏带来的外部需求的影响下，预计短期我国出口仍将维持强势但下半年拐点隐现，进口方面大宗商品价格的高企或也对我国进口金额提供支撑。后续需要关注：第一，美国、欧盟、东盟等经济体产能修复和需求复苏情况；第二，印度、泰国等地疫情防控效果；第三，大宗商品价格波动对进口的支撑作用。

制造业：迟到但不会缺席

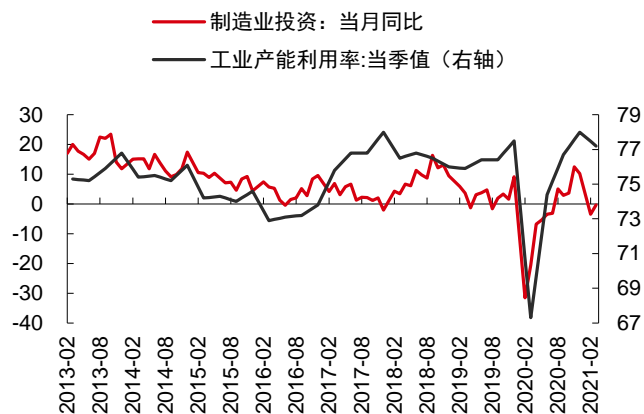
一季度制造业投资较 2019 年同期小幅下滑，较去年四季度形成了一个非常明显的断点，也大大超出了市场预期。然而在此起彼伏的担忧声中，制造业投资却开启了反弹之路，4 月的两年平均增速已经上行至 3.4%。我们认为，今年制造业投资的高光时刻，虽然迟到但不会缺席。

其一，投资与生产密切相关，生产向好的情况下投资往往滞后反应。历史上看，制造业投资的增速与工业增加值的增速是高度相关的。尽管二者从 2008 年金融危机前后开始就进入了长期下行的通道，但是在工业生产增速阶段性企稳或小幅上行时，制造业投资也会随后企稳或小幅上行。

其二，工业产能利用率运行在过去十年的最高水平附近。与去年四季度 7.1% 的工业增加值增速相对应的是，工业产能利用率出现了非常明显的上行，甚至超过了去产能时期的高点，不少行业已经达到了近十年来产能利用率的历史高点。从经验上讲，产能的逐步趋紧会刺激企业投资扩产的动力，历史上除了去产能时期二者显著背离，其他时期均相对一致。

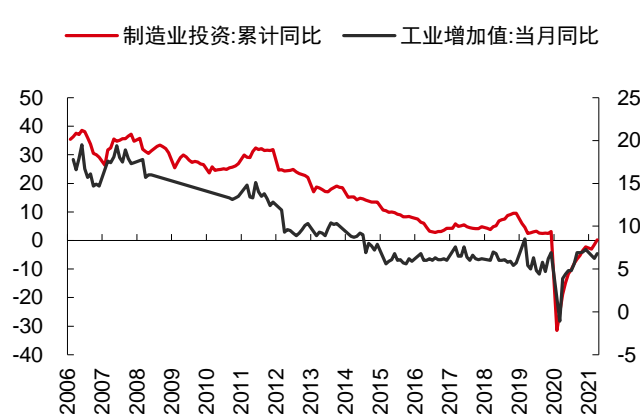
其三，制造业利润对投资的领先性。历史上，工业企业的利润对制造业投资具有比较明显的领先特征，工业企业投资和领先 1 年的利润增速在多数时间同向变化。叠加海外疫苗加速接种后的这一轮全球经济复苏，国内宏观政策“不急转弯”，出口和制造业企业利润的强势表现大概率延续到今年年中。

图 27：工业产能利用率高位运行（%，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2021 年制造业投资增速经过以 2019 年同期为基数的几何平均处理

图 28：工业生产和投资往往一脉相承（%，%）



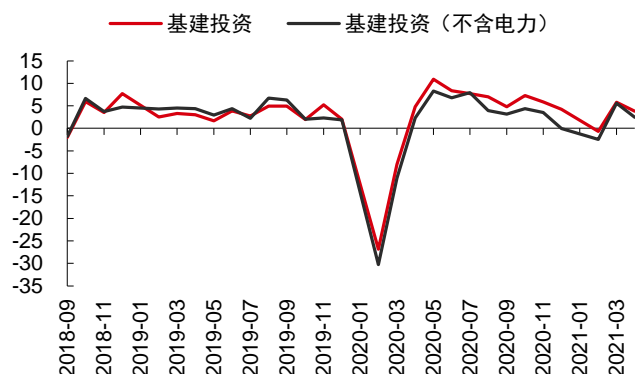
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：工业增加值同比数据剔除了每年 1-2 月以及 08 年金融危机爆发后 2 年内的数字，以排除基数效应导致的较大扰动。2021 年的同比增速均采用两年几何平均增速

从产能利用率和利润的维度看，周期行业在宏观意义上的景气度有望延续。疫情后宽松的金融环境、海外供需错配的状况以及国内良好的生产环境，使得周期行业基本面的复苏领先于其他行业。从去年四季度产能利用率上看，化工、黑色、有色、通用设备和电气机械均达到 2016 年以来的峰值。从利润的维度看，在化工、有色、通用和专用设备均实现利润的同比高增长。

基建投资：低增速、稳健增长

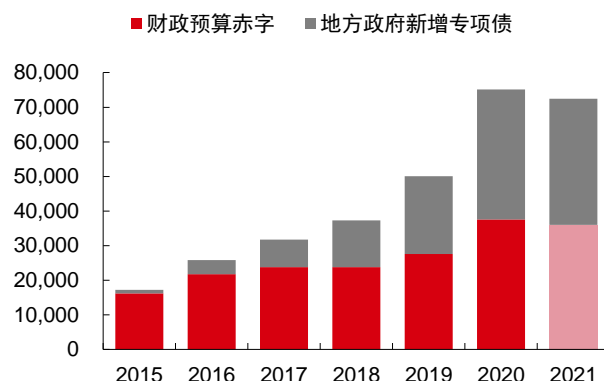
今年基建投资上行有顶，下行有底，预计全年低速增长。近年来基建的表现都相对中性，背后也是中央财政对于地方政府基建投资的态度有保有压。支持基建的因素，主要在于逆周期调控的需要，以及基建资金非常充足；约束因素还是在于中央对地方政府隐性债务的关注以及专项债投向监管的趋严。因此，今年基建投资同样不具备大幅上行的空间，中性预期下，或许能够保持过去几年 3%-4% 的增速区间，维持低速、稳定增长。

图 29：基建投资小幅回落（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 30：今年预算赤字规模 and 新增专项债额度与去年大致相当



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：图中标黄为预算赤字率乘以中信证券研究部预测的今年名义 GDP 得出预算赤字的估计值

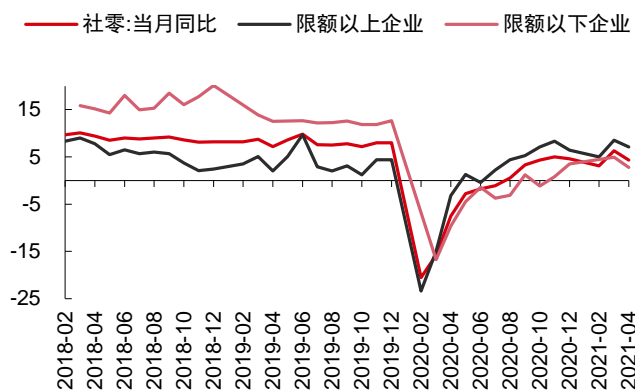
居民消费：道阻且长，但会持续贡献边际增量

消费的修复并非一蹴而就，不同口径的消费：社零消费和居民消费的修复可能并不一致，两个分化将在一定程度上制约消费的增长。

限额以上和限额以下企业的分化。社会消费品零售总额是年初以来表现较弱的主要经济指标之一，除了总体的增速距离疫情前的水平尚有不小差距以外，疫情以来的结构分化也没有得到明显的缓解，限额以上企业的经营状况显著好于限额以下企业，前者已经超出疫情前增速，而后的表现迟迟无法让人满意。限额以下的企业，在疫情过后的经济复苏中面临劣势。规模较大的企业其经营本身较为稳定，对抗不利冲击的手段较多，宏观的财政货币政策也能够发挥较大的作用。但宏观政策很难完全覆盖到小微企业和个体工商户，其本身应对冲击的能力也较差。除此之外，居民和非居民部门消费的分化，导致本就更多的服务于社区或者居民的个体商户经营压力增加。

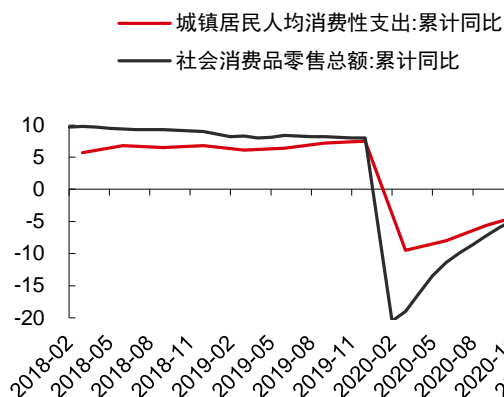
居民和非居民部门的分化，居民消费弱于非居民部门。区分了社零消费和居民消费的口径之后，可以看到居民和非居民部门消费的另一个分化，这种分化在疫情冲击过后显得尤为显著。疫情冲击之初，由于居民消费当中刚性的支出较多，因而居民消费支出的降幅小于既包含居民部门也包含非居民部门的社零消费降幅。但是，在经济不平衡复苏的过程中，政府（债务扩张）、企业（债务扩张、盈利改善）的现金流得到改善，既包含居民也包含非金融部门的社零口径的增速逐渐超过了居民消费口径的增速，导致居民和非居民部门消费能力的分化逐渐显现出来，多数居民消费支出还未回到疫情前水平。

图 31：限额以上企业和限额以下企业社零的分化（%）



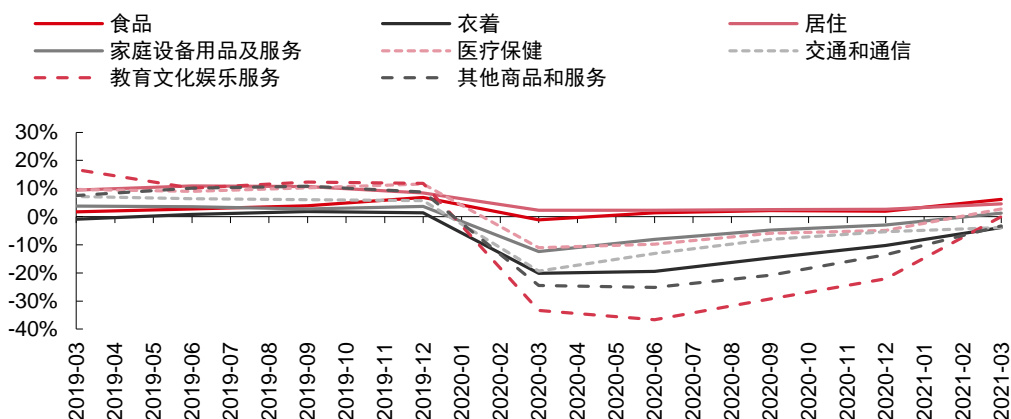
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2021 年数据为两年几何平均增速

图 32：居民和非居民消费的分化（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2021 年同比增速为以 2019 年同期为基数的两年几何平均增速

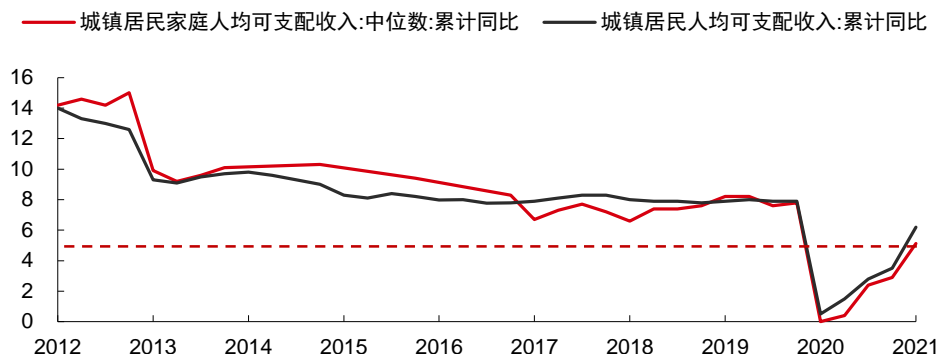
图 33：居民多数消费支出增速尚未回归正常（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2021 年一季度为两年几何平均增速

上述两个分化都可以追根溯源到居民的收入端。从城镇居民人均可支配收入的增速来看，两年平均的增速还未恢复到疫情之前的状态。从人均可支配收入中位数和平均数的增速差异看，居民的贫富差距较 2019 年有所扩大，延续了疫情以来的趋势。（1）居民收入端的回暖仍不充分；（2）收入分化也在制约总体的居民消费。

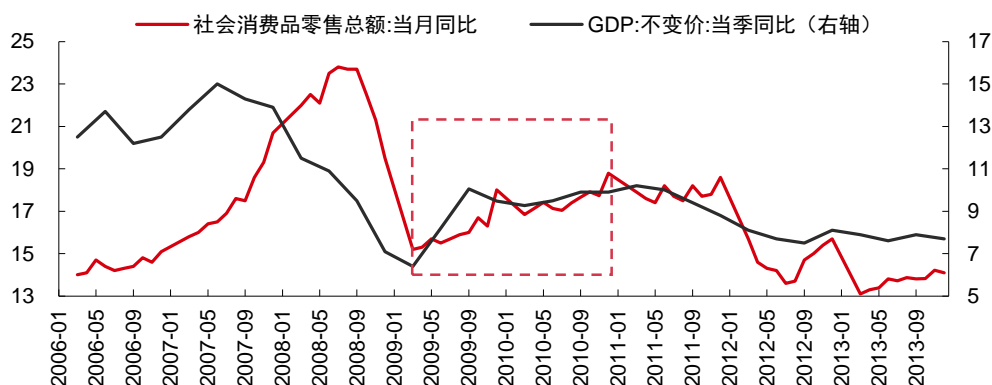
图 34：居民收入增速尚未回到疫情前水平（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2021 年一季度为两年几何平均增速

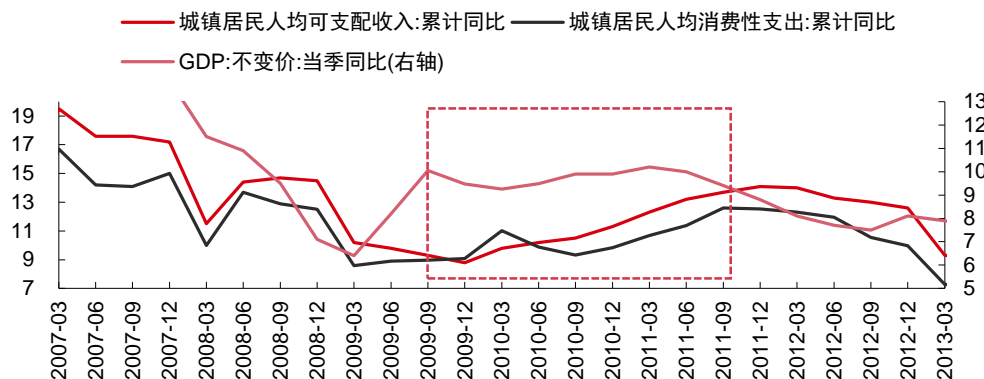
消费的修复还要持续多久？社零消费或将在今年年底回到略低于疫情前的水平；居民消费的修复可能慢于社零，还需要进一步观察居民收入的变化。参考 2008 年全球危机之后中国经济的修复过程：剔除基数影响后，社零增速跟随经济持续复苏，GDP 增速在 2009 年三季度见顶，社零增速大致滞后了一年左右见顶，并进入了一年左右相对稳定的时期。因此，在国内疫情不再出现波折和意外的情况下，社零增速或在今年年底或明年年初恢复到疫情前或稍弱一些的水平。居民部门收入和消费支出的恢复可能会慢一些。2008 年金融危机之后，居民部门修复花了 3 年时间，对应的居民消费能力是一个缓慢上升的过程。当然，事无绝对，如果本轮居民收入（工资收入的提升更为关键）能够比 2008 年恢复得更快，居民消费自然也会有快速修复的潜力。

图 35：2008 年金融危机时期社零高点滞后于经济复苏 1 年左右（%）



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

图 36：2008 年金融危机时期居民收入和支出高点滞后于经济复苏的高点 2 年左右（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2009 年三季度到 2010 年二季度的 GDP 增速均采用两年平均

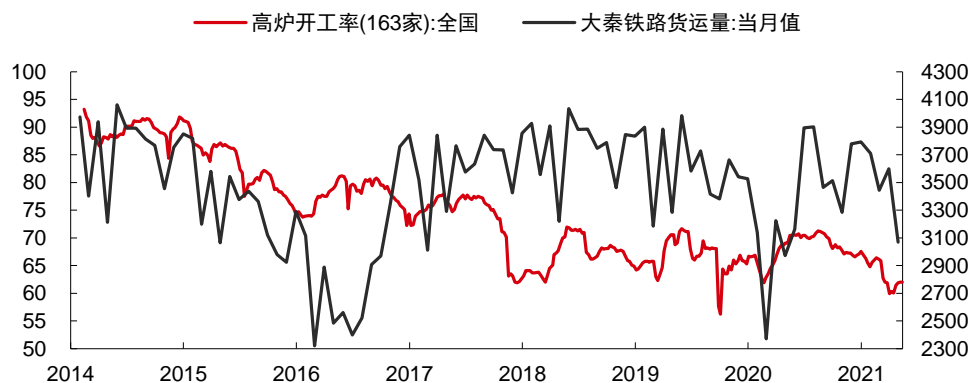
国内需求将在二三季度继续向上，关注四季度或年底的拐点。就投资而言，地产投资的高景气有望在二三季度维持，制造业投资虽然迟到，但不会缺席。但是，随着紧信用的压力已经有所显现，需要关注的是地产、出口“双轮驱动”同时转弱的时间节点，我们认为出现在下半年或四季度的可能性大一些。消费层面，预计是一个缓慢向上的过程，持续为需求提供小幅的边际增量，社零口径的消费或在年底完成修复，但居民消费的修复或许会稍慢一些。从趋势上看，一季度以后中国经济的需求端将逐渐由“不平衡”走向“平衡”。

国内通胀压力下降，关注资产价格和核心通胀

供给侧碳中和的“有序”和“连续”

碳中和相关的环保政策已经对供给端形成实质性冲击。年初以来，以煤、钢为代表的部分高耗能、高污染行业遭遇较强的限产政策，煤炭产量和货运量显著下行，高炉开工率降至历史低位。市场开始交易未来供应短缺的预期，现货市场囤积居奇，期货市场投机做多，导致煤、钢价格出现远超基本面的大幅上涨，也引发了其他大宗工业品的跟涨，对上下游企业利润形成制约。

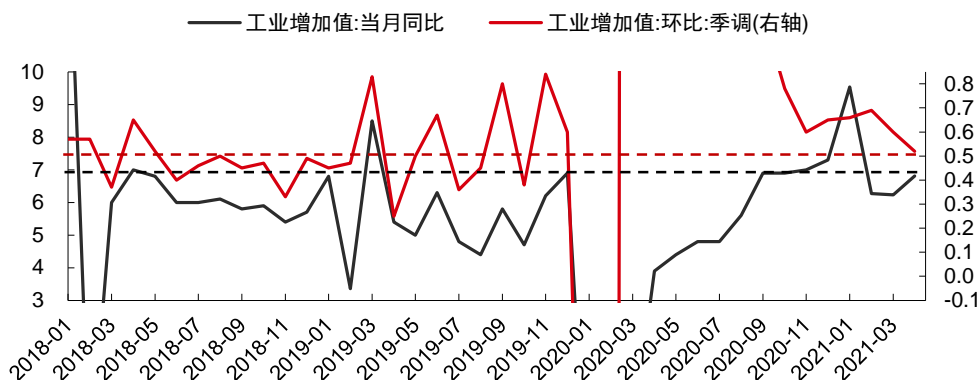
图 37：国内煤、钢产能受到明显约束（%，万吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部

限产政策和价格冲击已经反映在了 4 月工业生产数据当中。4 月工业增加值季调环比增速小幅回落至 0.52%，最大的拖累来自采矿业。在环保限产因素的影响下，4 月采矿业增加值增速下行较多，对整体工业增加值的拖累较大。制造业和电力、热力、燃气和水的供应业的表现则并未受到太大影响，略好于一季度。

图 38：工业增加值环比增速放缓（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2021 年 4 月同比为两年几何平均增速

表 1：工业各分项增加值两年平均增速（%）

| | 采矿业 | 制造业 | 电力、热力、燃气和水的生产和供应业 |
|------|-----|-----|-------------------|
| 一季度 | 4 | 6.9 | 4.8 |
| 4 月份 | 1.7 | 7.6 | 5.1 |

资料来源：Wind，中信证券研究部

对于通胀，如何解决决策层看似前后矛盾的表述？一季度货币政策执行报告中，央行对于通胀的担忧并不强烈，认为 PPI 向核心 CPI 传导的可能性较小。但是，随着部分工业品价格继续高位上行，不少官方表态也已经开始有所变化。4 月 8 日国务院金融稳定发展委员会第五十次会议中指出，要保持物价基本稳定，特别是关注大宗商品价格走势，这是国务院金融委历史上首次提到关注大宗商品价格变化。5 月 12 日和 5 月 19 日，国常会八日内两次点名大宗商品价格，要求针对市场变化，突出重点综合施策，保障大宗商品供给，遏制其价格不合理上涨，努力防止向居民消费价格传导。**这些表态看似矛盾，但其实说明了一个事实：通胀成为决策层的重点观察指标之一，一旦通胀发生超（决策层）预期的变化，那么势必会有所行动。**目前来看，政策信号对于大宗商品市场起到了初步的稳定作用，前期上涨幅度较大的商品已经开始迅速调整。

预计碳中和相关的环保政策将在“有序”和“连续”之间寻找平衡，供给端的约束将成为一个长期趋势。从近期针对大宗商品价格上涨的应对措施和政策信号来看，碳中和的“有序推进”得到了印证和体现，部分碳中和政策相关大宗商品的投机交易得到了很大程度的遏制。但是，政策往往不会从一个极端走向另一个极端，碳中和与环保政策的连续性依然值得我们关注。在投机性的价格扰动消失后，政策对于高耗能和高污染行业的限制仍将处在一个渐进的过程当中。

供需缺口：结构性压力仍然存在

未来工业品价格的波动将会受到国内、国外两个供需缺口的影响：

碳中和形成国内供需缺口。国内碳中和政策的推进，限制了对环境影响比较大的能源、金属行业供给，以煤、钢为代表的国内大宗商品在供给端受到抑制。考虑到能源和金属价格的大幅上涨已经开始对经济产生不利影响，引起决策层的关注，后续的限产力度预计将有所放松。反观需求端则持续表现强势，出口持续超预期，地产投资需求维持高位，在全年制造业投资、消费需求逐季回暖的情况下，供需缺口可能依然难以消除。尽管煤、钢等大宗商品的投机性高点已经出现，但快速回调之后可能依然具备保持在相对高位的能力。随着年内需求的进一步复苏，其他的工业品也存在出现供需缺口的可能。

海外免疫落差形成全球供需缺口，输入性通胀压力上升。今年全球新冠疫情的变化、疫苗接种率的分布不均将成为常态。发展中经济体往往是工业原材料和中间品的主要生产国，免疫的落后将带来全球层面的供需缺口，海外定价的大宗商品或许还有进一步上行的空间，带来国内的输入性通胀压力。

预计二季度 PPI 同比高点过后回落速度慢，年内仍将高于 3%，CPI 同比持续上行。供给侧的“限产”已经导致通胀持续超出市场预期，考虑到国内政策的连续性以及全球供需缺口的存在，市场前期对于 PPI 同比或定基指数走出“尖顶”形态的预期可能需要调整。若参考“供给侧改革”时期的政策持续时间和强度，短期内还无法确认通胀拐点，这一次的 PPI 通胀大概率是圆弧顶。中性假设下 PPI 同比将在二季度触顶，若后续碳中和政策下相关产品价格继续上涨，乐观假设下 PPI 同比二三季度将维持高位，进入四季度后迎来拐点。与此同时，猪周期下行带动食品项 CPI 同比持续回落，非食品项价格的回升和低基数将推动 CPI 同比季度均值持续上行，月度高点预计出现在三季度。

图 39: CPI 同比情景测算



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

图 40: PPI 同比情景测算



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

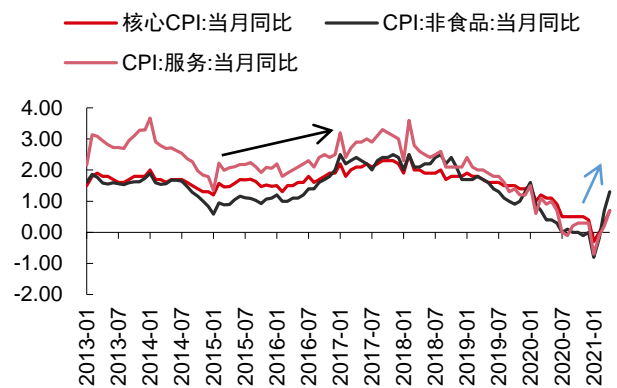
4 月通胀数据显示涨价存在扩散迹象，需关注通胀传导。受益于疫情防控形势较好，线下消费需求恢复及节假日旅游出行需求旺盛，4 月非食品项环比涨幅与上月持平、同比继续上涨，假日因素的影响只是一部分原因，更多是疫情防控形势较好的背景下服务消费需求回升的结果。4 月 CPI 环比出现反弹，除了服务价格普遍上涨之外，前期上游原材料价格持续上涨也出现逐步向下游传导的迹象。4 月上游工业品涨价的主力从石油石化产业链转向煤炭、黑色金属产业链——4 月份原油价格涨幅放缓带动化工产业链价格上涨放慢，而煤炭钢铁等价格快速上涨也带动相关行业以及金属制品、通用设备等价格上涨。

图 41：工业品涨价品种有所扩散（%）

| 指标名称 | 2021-04 | 2021-03 | 2021-02 | 2021-01 | 2020-12 | 2020-11 | 2020-10 | 2020-09 | 2020-08 | 2020-07 |
|-----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| PPI:煤炭开采和洗选业:环比 | 2.80 | -3.10 | 1.60 | 6.40 | 3.50 | 2.20 | 2.10 | 0.30 | -0.90 | 0.40 |
| PPI:石油和天然气开采业:环比 | 0.40 | 9.60 | 7.50 | 8.20 | 7.90 | 0.90 | -4.90 | -2.30 | 3.60 | 12.80 |
| PPI:黑色金属矿采选业:环比 | 2.20 | 4.40 | 5.90 | 4.90 | 3.30 | 0.00 | -0.70 | -3.10 | -4.30 | 2.10 |
| PPI:有色金属矿采选业:环比 | 1.40 | 1.10 | 0.30 | 1.80 | 0.70 | -0.40 | -0.30 | 0.60 | 3.10 | 2.40 |
| PPI:非金属矿采选业:环比 | 0.70 | 0.00 | 0.10 | 0.40 | 0.30 | 0.30 | 0.10 | 0.70 | -0.30 | -0.10 |
| PPI:木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业:环比 | -0.10 | 0.00 | 0.30 | 0.40 | 0.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.10 | 0.10 |
| PPI:造纸及纸制品业:环比 | 0.10 | 2.30 | 1.60 | 0.80 | 0.20 | 0.50 | 0.30 | 0.10 | 0.40 | 0.80 |
| PPI:石油、煤炭及其他燃料加工业:环比 | -0.90 | 5.70 | 4.90 | 5.30 | 5.30 | 1.70 | -1.60 | -0.50 | 1.20 | 3.40 |
| PPI:化学原料及化学制品制造业:环比 | 2.10 | 5.30 | 4.90 | 1.00 | 2.30 | 2.20 | -1.10 | 0.90 | -3.20 | -0.10 |
| PPI:化学纤维制造业:环比 | 1.00 | 3.70 | 3.60 | 3.60 | 1.50 | 1.90 | 1.00 | -1.20 | -1.20 | -1.00 |
| PPI:橡胶和塑料制品业:环比 | 0.70 | 1.00 | 0.30 | 0.40 | 0.80 | 0.30 | 0.00 | -0.10 | -0.20 | -0.10 |
| PPI:非金属矿物制品业:环比 | 1.00 | -0.10 | -0.40 | 0.10 | 0.40 | 0.70 | 0.30 | 0.40 | -0.40 | -0.30 |
| PPI:黑色金属冶炼及压延加工业:环比 | 5.60 | 4.70 | 2.30 | 3.50 | 3.30 | 1.50 | -0.10 | 1.30 | 1.50 | 1.10 |
| PPI:有色金属冶炼及压延加工业:环比 | 2.10 | 1.50 | 1.50 | 0.90 | 3.90 | 1.10 | -0.30 | 0.70 | 3.00 | 3.10 |
| PPI:金属制品业:环比 | 1.40 | 1.30 | 0.60 | 0.60 | 0.60 | 0.10 | 0.10 | 0.20 | 0.10 | 0.10 |
| PPI:通用设备制造业:环比 | 0.40 | 0.40 | 0.00 | 0.20 | 0.00 | 0.00 | -0.40 | -0.20 | -0.10 | 0.40 |
| PPI:铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业:环比 | 0.20 | 0.10 | -0.10 | 0.00 | 0.00 | 0.20 | -0.30 | -0.10 | 0.10 | 0.40 |
| PPI:电气机械及器材制造业:环比 | 0.90 | 0.80 | 0.70 | 0.20 | 0.40 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | -0.40 | 0.10 |
| PPI:纺织服装、鞋帽制造业:环比 | -0.80 | 0.20 | 0.90 | 1.60 | 1.00 | 0.80 | -0.10 | 0.20 | 0.60 | 1.10 |
| PPI:食品制造业:环比 | 0.50 | 0.40 | 0.20 | 1.10 | 0.00 | 0.40 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.40 |
| PPI:酒、饮料和烟草制造业:环比 | -0.10 | 0.30 | 0.40 | 0.20 | 0.20 | 0.30 | -0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.10 |
| PPI:医药制造业:环比 | 0.00 | 0.10 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.10 | 0.00 | 0.00 | 0.10 |
| PPI:纺织业:环比 | 0.60 | 1.90 | 0.80 | 0.50 | 0.70 | 0.50 | 0.30 | -0.50 | -0.40 | -0.10 |
| PPI:纺织服装、服饰业:环比 | 0.00 | 0.30 | 0.00 | -0.30 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | -0.10 | -0.20 | -0.10 |
| PPI:印刷业和记录媒介的复制:环比 | 0.10 | 0.50 | 0.10 | -0.10 | 0.00 | -0.30 | -0.20 | -0.10 | 0.10 | -0.10 |
| PPI:医药制造业:环比 | 0.00 | -0.10 | 0.10 | -0.10 | 0.10 | 0.10 | -0.10 | -0.10 | 0.00 | -0.10 |
| PPI:专用设备制造业:环比 | 0.00 | 0.20 | 0.00 | -0.10 | 0.00 | -0.10 | -0.10 | -0.10 | -0.10 | -0.10 |
| PPI:汽车制造业:环比 | -0.10 | 0.00 | -0.20 | 0.00 | -0.20 | -0.10 | -0.10 | 0.10 | -0.10 | 0.10 |
| PPI:计算机、通信和其他电子设备制造业:环比 | 0.70 | 0.40 | -0.30 | -0.20 | -0.10 | -0.40 | -0.20 | -0.70 | -0.40 | -0.10 |
| PPI:电力、热力的生产和供应业:环比 | -0.20 | 0.20 | 0.20 | -0.20 | 0.70 | 0.30 | 0.00 | -0.20 | -0.30 | -0.10 |
| PPI:燃气生产和供应业:环比 | -3.30 | -1.60 | -0.20 | 3.90 | 4.10 | 2.60 | 0.40 | -0.20 | -0.20 | 0.40 |
| PPI:水的生产和供应业:环比 | 0.00 | 0.00 | 0.30 | 0.30 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.10 | 0.10 |

资料来源：Wind，中信证券研究部

图 42：核心通胀快速回升（%）



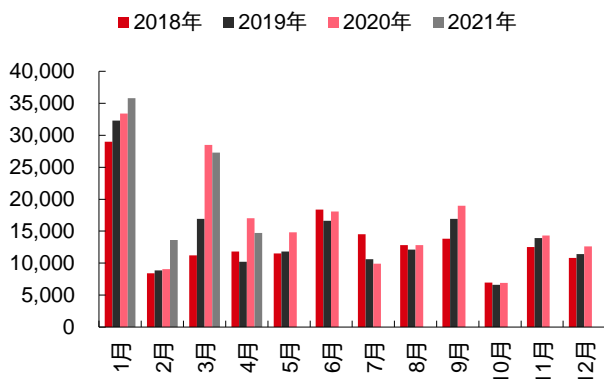
资料来源：Wind，中信证券研究部

除了 CPI 和 PPI 外，后续应更全面关注核心通胀和资产价格。人口数据中长期下降和老龄化的深化，将逐步推动劳动力成本和服务价格，而服务价格的普遍上涨将推动核心通胀持续回升。另一方面，将资产价格纳入通胀指标监测将是未来趋势，尤其是疫情期间大量流动性投放后房地产价格的持续、全面上涨。

广义流动性：信用增速延续下行 拨开“基数效应”浮云

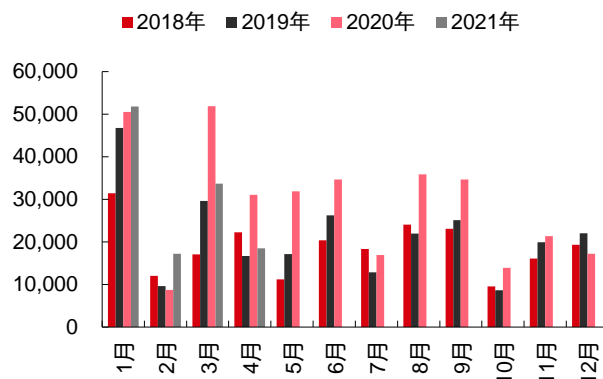
基数效应短期内仍无法完全消除，需要摆脱其干扰，从实际资金供需以及政策调整的角度去分析信贷、社融和 M2 的变化。2020 年受疫情影响，政府加大了对实体企业的融资支持，银行积极放贷，社会融资也大幅超过往年平均水平。受到基数效应影响，今年 3-4 月的各项金融数据的同比增速回落明显，但实际上，与 2018 和 2019 年相比增长依然强势。观察 2020 年的相关金融指标，新增人民币贷款在下半年恢复至往年平均水平，社会融资规模的超季节增长则在 10 月基本结束，而 M2 同比增速高增则贯穿了 2020 全年，因此今年下半年基数效应短期内仍无法完全消除，尤其是对于社融和 M2，我们需要拨开基数效应的干扰，从实际资金供需以及政策调整的角度去分析。

图 43: 新增人民币贷款 (亿元)



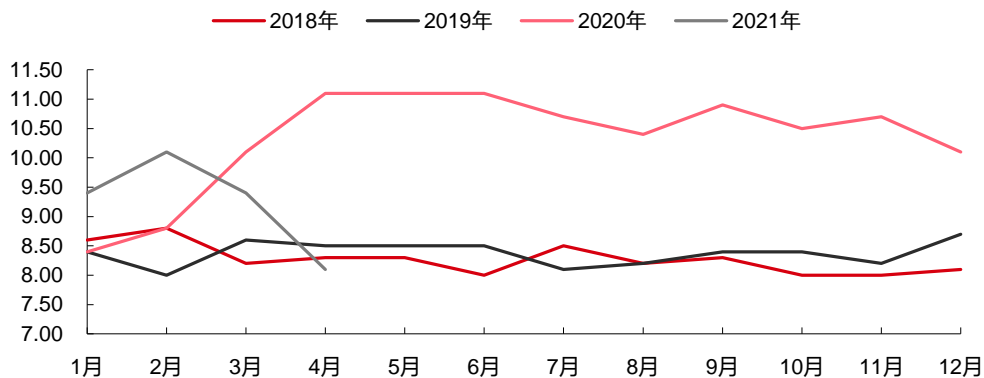
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 44: 社会融资规模 (亿元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 45: M2 同比 (%)

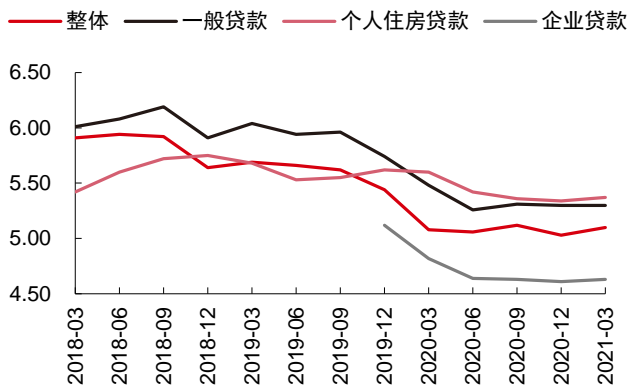


资料来源: Wind, 中信证券研究部

实体经济资金需求不弱

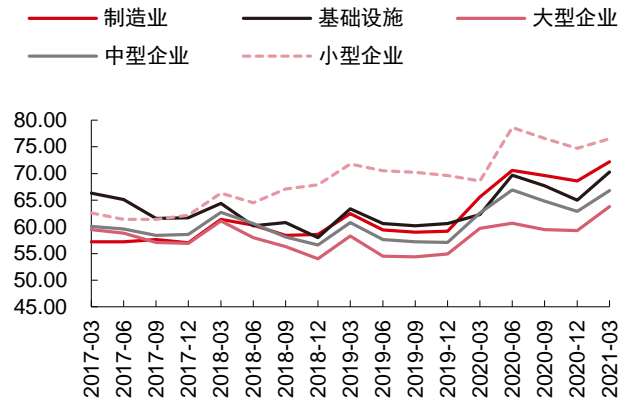
今年下半年实体企业的融资需求仍将维持在较高水平, 成为支撑信贷以及社融的重要力量。今年年初以来各线贷款利率回升, 其中企业贷款和房贷利率自 2019 年后首次上行, 贷款利率回升趋势得到确认, 反映了企业融资需求旺盛, 导致了银行议价能力的提升。从贷款需求指数来看, 不同规模企业对于信贷资金的偏好都一改 2020 年下半年的下行趋势, 甚至均超过了 2020 年的高点。

图 46：人民币贷款加权平均利率（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

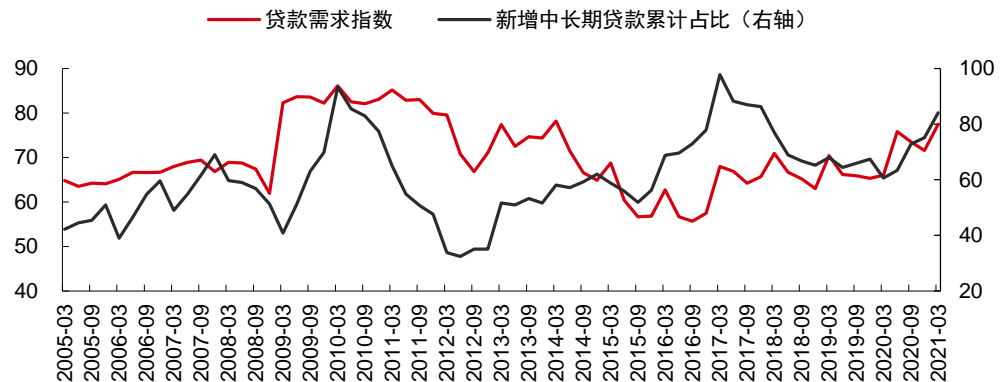
图 47：贷款需求指数（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

此外，新增中长期贷款占比也是观察信贷需求的一个工具，中长期贷款持续强势说明企业融资需求依然强烈。企业举借中长期信贷的用处往往是为购置机器设备、购置住房或者扩建厂房等资本性开支需求进行筹资，通常反映着经济内生增长动能的提升。可以发现新增中长期信贷在新增贷款中的占比同贷款需求指数的同比变动有较强的相关性；由于金融数据的公布是领先央行贷款需求指数的，因此新增中长贷的情况也是观察信贷需求的一个工具。近年来新增中长贷的指引作用也有增强，主要是因为工业贷款的需求渐渐主导信贷需求所致，因此我们认为后续新增中长期贷款对融资需求具有一定的解释力，也将支撑下半年相关金融数据。

图 48：贷款需求同比变化与新增中长期贷款占比关系（%）



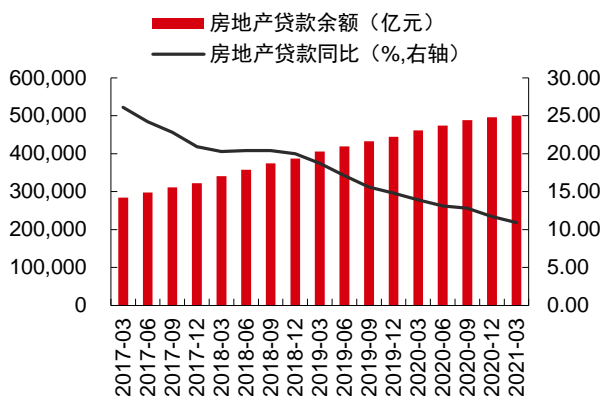
资料来源：Wind，中信证券研究部

非标及部分领域融资受监管压力转弱

在实体融资需求支撑的同时，房贷、经营贷以及非标融资会随着政策收紧而走弱。2020 年 12 月 31 日，央行联合银保监会发布了《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，规定银行业金融机构的房地产贷款余额占比及个人住房贷款余额占比不得高于管理要求上限，规则之下一季度新增房地产相关信贷明显受限，未来预计还将引发房贷利率上升和房贷增量持续下降。另外，3 月 26 日《关于防止经营用途贷款违规流入房

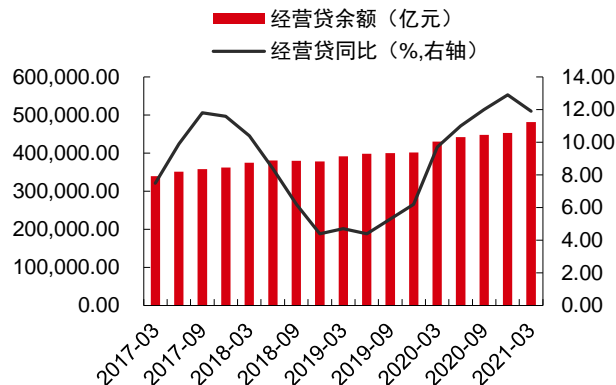
地产领域的通知》发布后，各地排查违规经营贷流入楼市，面对违规资金已经流入楼市的情况，银行进行抽贷、停贷处理。在此背景下，银行不仅对房贷的审批更加谨慎，经营贷也自 2019 年下半年后首次出现了首次增速下滑。我们认为监管对于房贷及经营贷的压力还将继续一段时间。

图 49：房地产贷款余额及同比增长（亿元，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

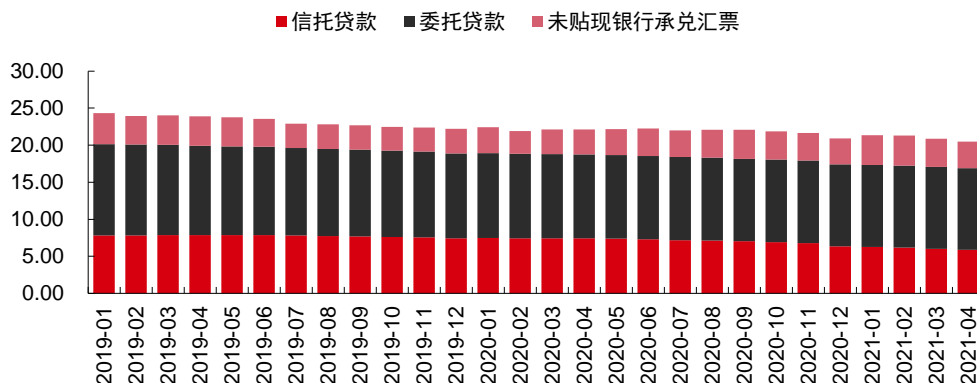
图 50：经营贷余额及同比增长（亿元，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

今年是资管新规过渡期收官之年，我们认为在过渡期结束前针对影子银行业务的监管可能会保持偏紧，信托贷款、委托贷款等将继续收缩。“资管新规”过渡期已经进入倒计时，非标融资类产品压降力度依然不减，在 2 月 7 日召开的 2021 年度信托监管会议上，监管人士在会议上明确表示，2021 年将继续开展“两压一降”，从近期表外融资情况来看，信托贷款与委托贷款的存量规模也一直在压缩，预计在 2021 年结束前都不会有所反弹。不过稳健的市场情绪可能不会受到太大的打击，除了早有预期以外，考虑到政府持续支持中小微企业融资和制造业资本开支复苏，企业的长期信贷可以部分抵消短期融资以及非标融资走弱的影响。

图 51：社融口径下的表外融资存量（万亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

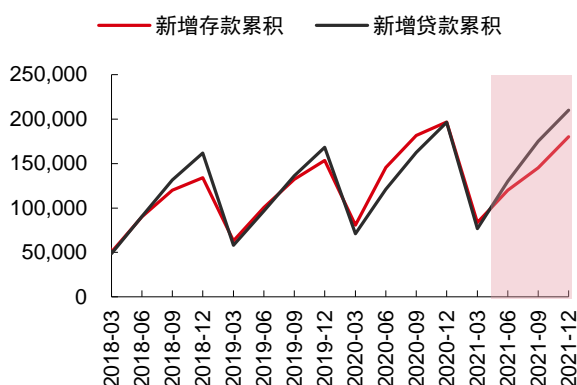
货币供给与社融同经济增长相匹配

M2 和社会融资规模增速可以根据经济形势和宏观经济治理在名义经济增速的区间内适度波动。2020 年中央经济工作会议、《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》提出，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，从而清晰明确地界定了货币政策框架的“锚”。近期央行发布的 2021 年第一季度中国货币政策执行报告中又再次强调了这一中介目标锚定方式。但是“基本匹配”并不意味着完全相等，M2 和社会融资规模增速可以根据经济形势和宏观经济治理在名义经济增速的区间内适度波动。

综合上述分析，预计 2021 年全年 M2 同比增速大概率落在 8.3%，信贷同比增速落在 12.25% 附近，社融同比增速在 11.3% 的水平波动。从历史经验看，人民币贷款额增速近年来保持在 13% 左右水平，向上偏离不大。考虑到 2020 年贷款增速较快，今年信贷情况从上半年来看已经出现边际较快收紧，但是我们认为后续有望企稳，预计全年贷款增量约为 21 万亿，预计各项信贷同比增速大概率落在 12.25% 附近。另外从新增信贷和新增存款关系来看，由于 2018 年与 2019 年后银行减小了表外债权规模，导致新增存款总额不及贷款总额。我们预计 2021 年金融严监管仍将持续推进，同时各类债券发行量边际缩小，故估计 2021 年各类存款增量约为 18 万亿左右，对应 M2 同比增速大概率落在 8.3% 附近。

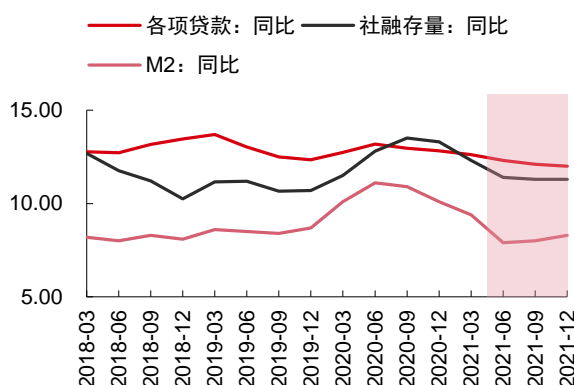
最后对于社融，我们运用分项预测思路：①预计新增人民币贷款总额约 21 万亿元；②考虑资管新规到期的因素，预计 2021 年非标压缩幅度扩大到 1 万亿左右；③预计专项债发行量在 3.75 万亿元左右，政府债券项总额在 6.4 万亿左右；④预计 2021 年企业债券对于社融的贡献介于 2019 年和 2020 年之间，粗略估计为 3.7 万亿；⑤其他分项按照与近两年平均水平略少预测，约合 2.2 万亿。综上我们预计 2021 年的社融增量约为 32.2 万亿，增速落在 11.3% 水平的可能性较大。考虑到同比增速回落的速度会放缓，分季度来看，预计在今年三、四季度末信贷同比增速约为 12.1%，社融同比增速为 11.3%。

图 52：新增存贷款总额及预测（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测（黄色部分为预测）

图 53：2021 年信贷、社融、M2 增速及预测（%）



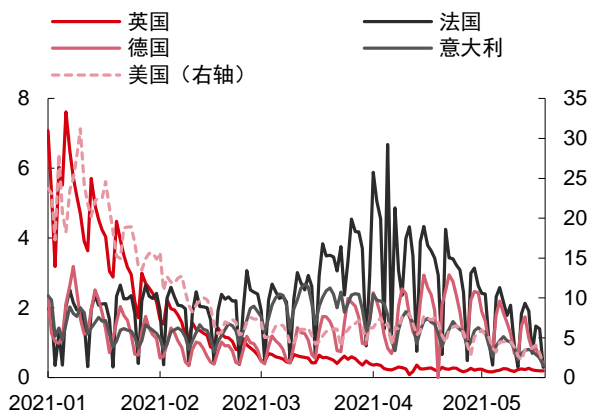
资料来源：Wind，中信证券研究部预测（黄色部分为预测）

海外环境：通胀趋于上行，宽松逐步退出

海外经济：延续复苏趋势，警惕印度疫情

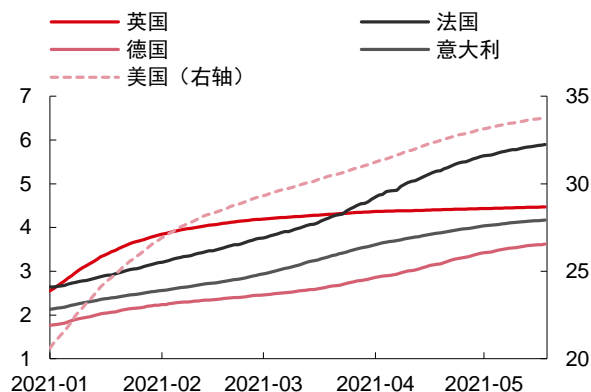
新冠疫情的发展仍是影响今年全球经济走势的最重要变量，随着全球疫苗研发和接种进度不断加快，近期欧美国家疫情保持稳定。从全球主要经济体疫情情况来看，2021 年年初美国和英国遭遇了较为严重的疫情冲击，当日新增病例保持高位，美国单日新增病例一度超 30 万人，此后新增病例快速下行。进入 4 月，法国、德国等出现第三波疫情高峰，单日新增病例在 5 万以上，此后在防疫封锁管控措施下，新增病例逐渐减少。同时，今年以来，主要经济体疫苗接种率不断提高，尤其是美、英两国保持高速接种速度，截至 5 月 18 日，美、英两国每百人新冠疫苗接种量均超 80 人次。在此前相对严格的封锁管控以及快速的疫苗接种下，主要经济体新增确诊病例人数大幅降低，疫情保持稳定。

图 54：海外主要经济体当日新增病例（万人）



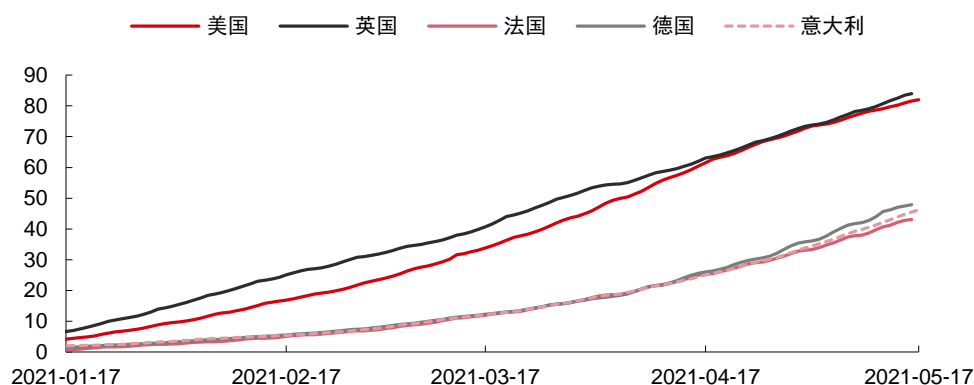
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 55：海外主要经济体累计确诊人数（百万人）



资料来源：Wind，中信证券研究部

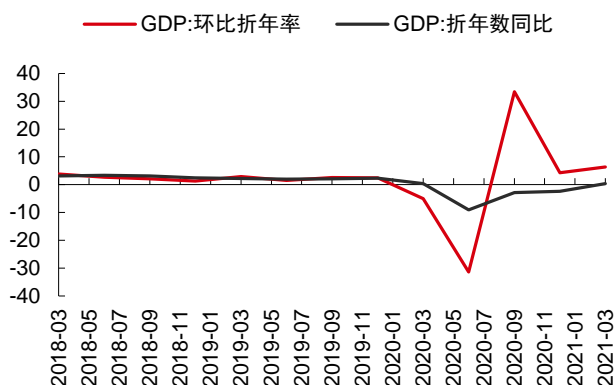
图 56：海外主要经济体每百人新冠疫苗接种量（剂次）



资料来源：Wind，中信证券研究部

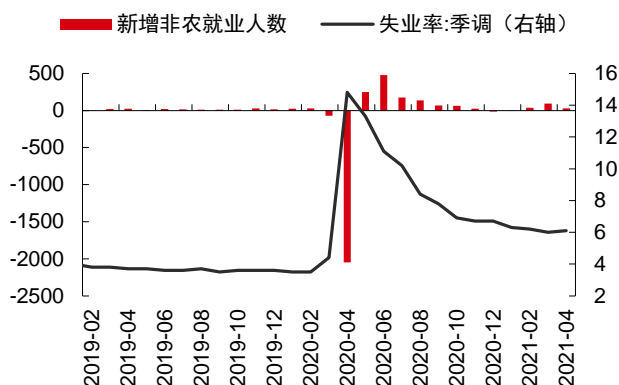
经济表现方面，在疫情逐渐趋稳和宽松政策刺激下，2021 年美国及欧元区主要经济体经济均延续复苏趋势。对于美国而言，一季度经济复苏加速。经历了去年二季度的大幅回落、三季度的快速修复和四季度的修复放缓之后，美国今年一季度 GDP 环比折年率初值为 6.4%，同比增长 0.4%，经济复苏加速。就业方面，2021 年以来就业保持高增，但 4 月就业状况意外显现疲弱，4 月非农新增就业人数远低于预期和前值，仅增加 26.6 万人，失业率提升至 6.1%，休闲酒店业延续回暖，专业服务及运输业拖累增长。消费方面，财政刺激和疫情趋稳共同推动消费表现亮眼，4 月季调后零售和食品服务销售额录得 6199 亿美元，再创历史新高，同比增长 51.22%，由于 3 月消费同样表现抢眼，环比增长 0.02%；3 月耐用品消费呈现高速增长态势，同比增长高达 44.01%，服务消费由负转正；此外，高频数据显示美国消费者信心正在逐步回暖，但绝对水平相较疫情发生前仍有较大的改善空间。

图 57：美国经济复苏加速（%）



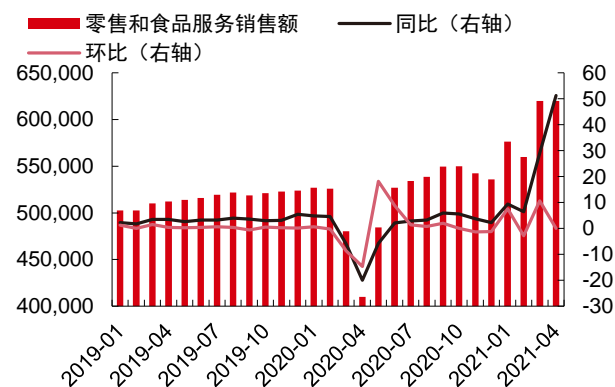
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 58：美国就业延续修复，4 月意外疲弱（万人，%）



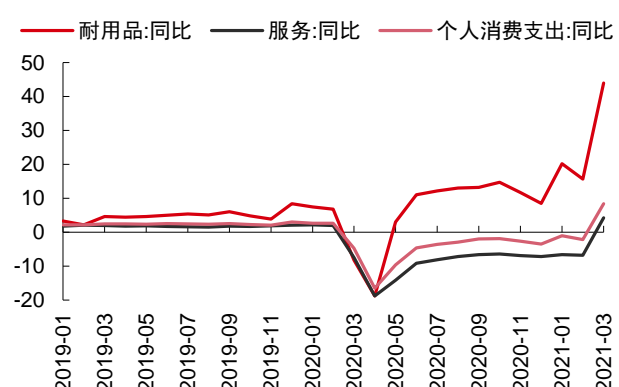
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 59：美国消费快速修复（百万美元，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

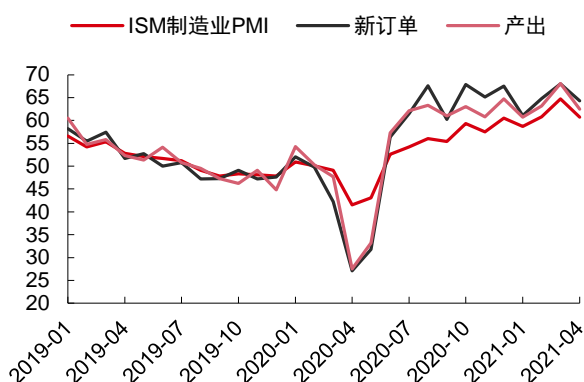
图 60：耐用品消费高增，服务消费转正（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

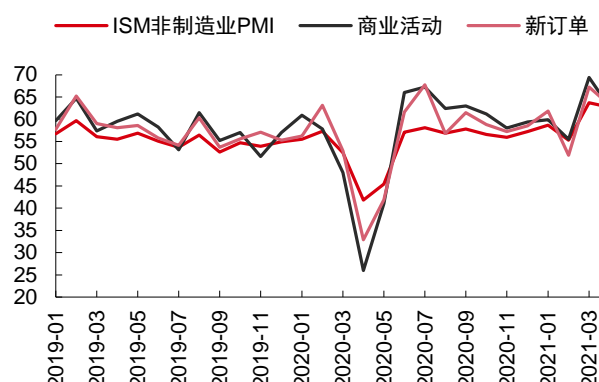
经济景气方面，尽管 4 月 PMI 边际回落，但经济景气仍延续回升。4 月制造业和非制造业 PMI 均低于市场预期，但仍处历史相对高位，反映当前经济仍快速修复，但修复速度有所放缓。美国 4 月制造业 PMI 录得 60.7，非制造业 PMI 录得 62.7，较上月高点分别回落 4 个百分点和 1 个百分点。根据美国供应管理协会（ISM），工厂和客户库存消耗殆尽，供给不足导致工业生产景气下降，一方面，原材料、零部件供应紧缺，价格大幅上行，零件短缺造成工厂间歇性停工；另一方面，企业遭遇招工难题，劳动力短缺也是限制生产的因素之一。尽管 4 月 PMI 边际回落，但是无论是制造业 PMI 还是非制造业 PMI 均长期保持在荣枯线以上，制造业 PMI 连续 3 个月保持在 60 以上的高位，而非制造业 PMI 也连续 2 个月保持在 60 以上。

图 61：美国制造业 PMI（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

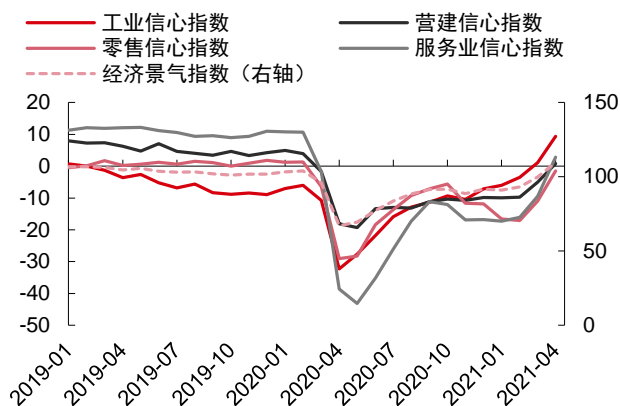
图 62：美国非制造业 PMI（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

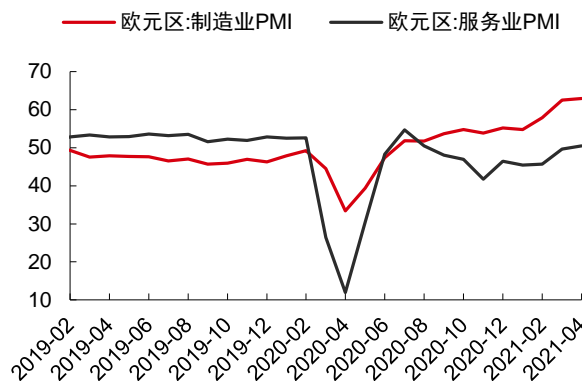
对于欧元区而言，当前经济景气逐步回升，部分行业景气程度已接近疫情前水平，同时制造业和服务业复苏有所分化。从欧元区经济景气程度来看，目前欧元区经济景气程度回升速度较快，部分行业已接近甚至超过疫情前水平。从行业信心情况来看，工业信心指数已超越疫情前水平，营建、零售信心指数已接近疫情前水平，而服务业信心指数与疫情前仍有一定差距。从 PMI 指数的角度来看，欧元区制造业和服务业复苏有所分化，制造业 PMI 在经历 4 月份的低点以后开始回升，呈现出边际改善的特征，今年以来修复速度有所加快；由于受到第二轮和第三轮疫情的影响，非制造业 PMI 在出现底部反弹之后又再度走弱，去年 9 月以来基本维持在荣枯线以下水平。疫情对于服务业复苏的影响十分关键。

图 63: 欧元区经济景气回升接近疫情前水平 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

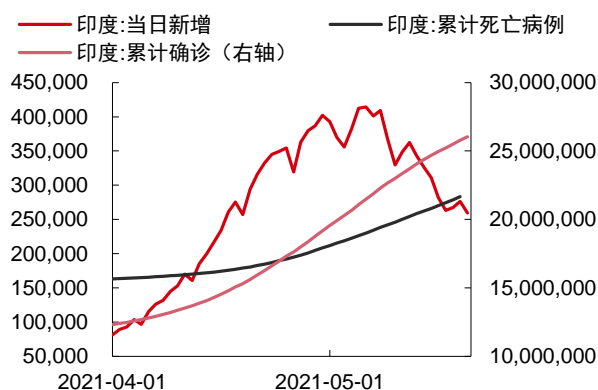
图 64: 欧元区制造业服务业复苏分化 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

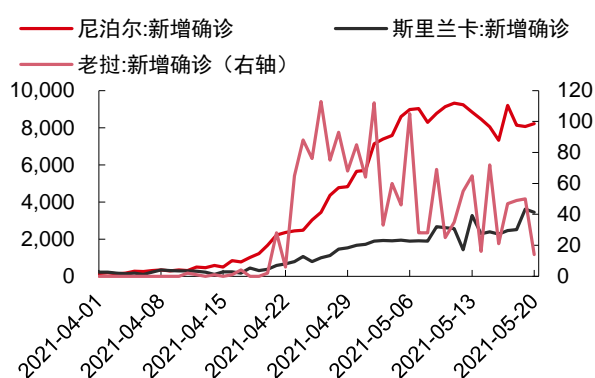
近期印度疫情爆发，新增确诊人数和死亡人数急剧增加，由于疫情不断向外扩散以及印度在全球产业链和供应链中具有重要作用，印度疫情将成为未来全球经济走势的关键风险。4 月中下旬开始，印度疫情突然急速爆发，单日新增确诊病例自 4 月 20 日至 5 月中旬连续近一个月保持在 30 万例以上，尽管最近一周有所下降，但是死亡人数却不断攀升，5 月 19 日，印度单日死亡病例 4529 例，创全球单日死亡病例记录。同时，印度疫情不断向外扩散，尤其是周边南亚和东南亚国家，输入性疫情风险不断攀升，尼泊尔、老挝、斯里兰卡等国家疫情再度反弹。同时，印度在全球产业链和供应链中具有重要作用，一方面，印度是全球主要生产国，印度疫情使纺织品等产业链受到扰动，另一方面，印度工人还是全球 IT 外包和贸易船运的主力军，印度疫情的扩散将进一步影响全球经济复苏，成为未来全球经济走势的关键风险。

图 65: 印度疫情情况 (例, 例)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 66: 印度周边国家疫情反弹 (例)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

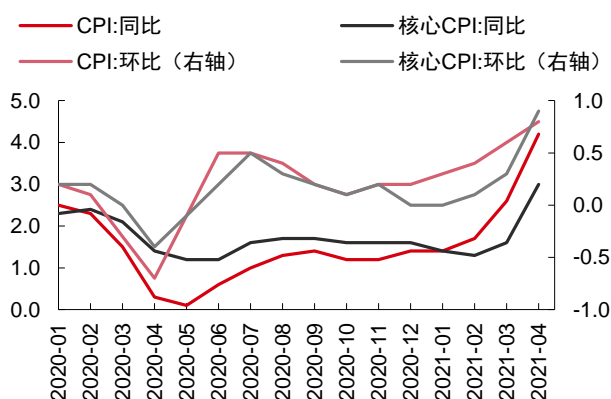
美国通胀：周期错位+政策宽松，助力通胀走高

今年以来，在疫情后全球周期错位和主要发达国家宽松政策刺激下，大宗商品价格上行。首先，疫情之后全球复苏不均衡导致周期错位，供给端受疫情冲击较为持续，而需求端则率先复苏，导致供不应求格局形成。从需求端来看，在去年新冠疫情暴发之后，各国的限制措施使出行、旅游等需求受到暂时压制，但今年以来随着新冠疫情在全球范围整体得到有效的控制，尤其是我国疫情最先得到控制，主要发达国家也初步得到控制，需求出现爆发式回升。从供给端来看，一方面，疫情对于供给的冲击持续时间更长，在全球产业链高度发展的背景下，任何生产都是上下游产业链共同生产的过程，从而导致供给复苏需要相当长的时间，另一方面，作为全球主要生产国的部分新兴市场国家疫情未得到有效控制，反而有加剧可能。周期错位与供不应求导致全球大宗商品价格快速上行。

其次，去年以来，全球主要发达国家推出了一系列强力的宽松刺激政策，在抬升价格水平的同时也进一步扩张需求。疫情之后，美联储将联邦基金利率目标区间下调至 0-0.25%，同时推出了史无前例的无限 QE 政策，其货币宽松的力度比 2008 年金融危机之后的刺激力度更强。欧洲央行在维持利率低位的同时，启动疫情紧急资产购买计划（PEPP）并增加资产购买计划（APP）的临时额度。价格水平在全球央行的宽松政策下不断抬升，同时叠加美国和欧元区国家一系列财政刺激，需求进一步得到扩张。

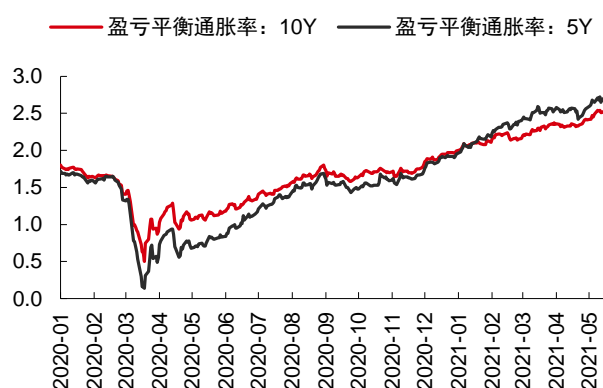
当前，美国通胀快速上行，4 月 CPI 增速大超市场预期，通胀预期同样快速上行。美国 4 月末季调 CPI 同比升 4.2%，增速创 2008 年 9 月以来新高；未季调核心 CPI 同比升 3%，追平 1996 年 1 月的增幅；季调后 CPI 环比升 0.8%，追平 2009 年 6 月的增幅。美联储货币政策维持宽松叠加拜登政府执政后先后推出的 1.9 万亿美元的疫情救助计划、2.3 万亿美元的就业与基建计划以及最新的 1.5 万亿家庭计划刺激通胀上行。与此同时，美国 5 年期盈亏平衡通胀率和 10 年期盈亏平衡通胀率持续走高，5 年期盈亏平衡通胀率于 5 月 12 日升破 2.8%，为 2005 年以来最高水平，尽管美联储反复强调通胀只是暂时的，但是快速大幅上行的通胀预期体现了市场对于通胀压力带来的不确定性表现出担忧。

图 67：美国 CPI 和核心 CPI 快速上行（%，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 68：美国通胀预期快速上行（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

对于未来经济和通胀展望，我们认为 2021 年全球主要经济体或仍将延续复苏趋势，通胀水平短期内或仍将保持高位，美国经济可能表现出一定过热迹象，但需警惕印度疫情风险。就经济增长而言，从目前的形势来看，2021 年全球主要经济体延续复苏的大趋势不会改变，影响经济前景的最主要因素仍是疫情发展，在新冠疫苗研发、生产和接种进度不断加快的情形下，疫情或将保持平稳，部分隔离限制或有宽松，需求将进一步提升。就通胀而言，全球周期错位和供不应求的现状很难在短期内发生实质性改变，供给恢复和全球产业链重构都需要较长时间，同时叠加全球绿色经济、碳达峰以及碳中和的政策诉求，对于供给的扰动可能还会持续，相应的通胀水平或将保持高位。美国经济可能出现过热迹象，同时在疫苗快速推进、出行和消费约束放松的条件下，美国经济尤其是消费和服务业，或将迎来更加明显的回升。

美国财政：计划落地，关注债务风险

拜登政府的重要政策是财政刺激计划，其倾向于宽财政的执政思路。在拜登上任 100 天时间里，提出的财政支出总规模已超 6 万亿美元。3 月底，拜登提出了 2.3 万亿美元的就业与基建计划，加上最新提出的 1.8 万亿《美国家庭计划》，目前等待落地的财政刺激规模已超 4 万亿美元。如果再加上已落地的 1.9 万亿美元的《美国救助法案》，拜登上台百日内宣布的财政刺激总规模已超 6 万亿美元。从目前公布的财政刺激计划来看，拜登政府主要希望通过刺激法案对公司以及富人加税，一方面改善美国薄弱的基础设施，另一方面深化对科技、教育及医疗的支持，同时增加疫情之下的劳动人口就业，减小贫富差距。

表 2：拜登政府财政刺激计划

| 时间 | 事件 |
|----------|--------------------------------------|
| 3 月 11 日 | 签署《2021 美国救援计划法案（ARP）》，规模约 1.9 万亿美元。 |
| 3 月 31 日 | 公布《美国就业计划》，为期八年，规模约 2.3 万亿美元。 |
| 4 月 28 日 | 公布《美国家庭计划》，规模约 1.8 万亿元。 |

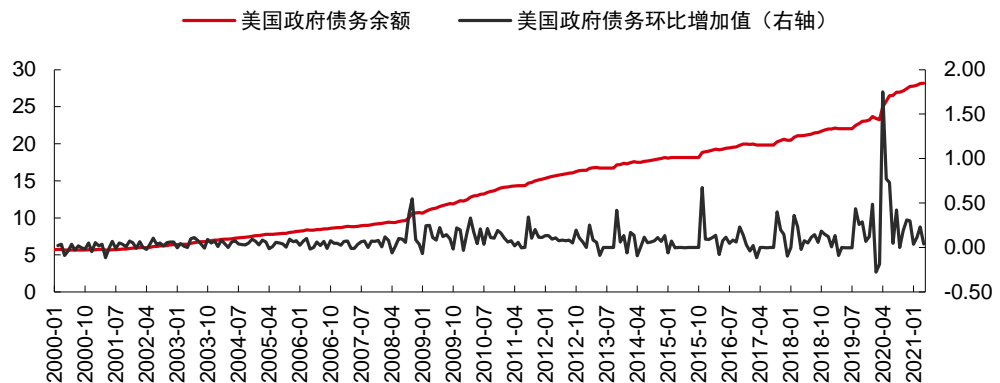
资料来源：白宫网站，中信证券研究部

在法案落地方面，我们认为由于民主党拿下参众两院，拜登政府推进计划落地的概率较大，但过程可能略有坎坷，落地时间或在 10 月之前。尽管民主党拿下了参议院，但是与共和党基本势均力敌，因此基建法案落地料将遇到阻力。当前，两党就基建计划基建的规模和范围产生了较大的争论。虽然拜登在 5 月 13 日表示愿意妥协部分法案内容以换取两党协议，但是考虑到两党的割裂格局，拜登大概率会借助预算调和程序通过法案。尽管在《美国救助法案》通过时已使用过预算调和程序，但是 4 月初参议院无党派议员做出裁定支持民主党使用调和程序通过额外立法，民主党今年额外获得了一次使用预算调和程序的机会。考虑到 2022 年国会中期选举，民主党能否拿下参议院仍存变数，拜登大概率将在 10 月之前再次使用预算调和程序，法案具体落地时间及规模仍取决于两党博弈结果，同时预算调和程序也将对法案规模产生限制。

在法案的具体影响上，尽管基建计划规模较大，但由于需分摊 8-10 年实施，因此长期具有显著影响，但短期刺激或有限，同时也将进一步加大美国债务风险。如果基建计划能够顺利落地，长期而言，一方面将提振美国经济，另一方面还将改善美国教育、医疗和贫富差距问题。但是，基建刺激计划分摊到每年的规模并不大，因此对于短期单独年份的刺激或有限。同时，美国近期高频次、大规模出台财政纾困计划，财政扩张幅度全球领先，

其债务率已达历史峰值。截至 2021 年 4 月，美国政府债务规模达到 28.17 万亿美元，超出 2019 年 3 月确定的 21.99 万亿美元债务上限，需警惕美国债务风险对世界经济产生的影响。

图 69：美国政府债务规模（万亿美元，万亿美元）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

美联储：宽松政策逐步退出

在 4 月 29 日公布的议息会议声明中，美联储维持利率和购债规模不变，并强调了通胀的暂时性，而在 5 月 20 日公布的议息会议纪要中，美联储鸽派程度已有所减弱。在 4 月议息会议声明中，美联储继续维持基准利率在 0-0.25%、超额准备金率 (IOER) 在 0.1%、贴现利率在 0.25% 不变。资产购买方面，美联储重申将“在实现委员会的最大就业和价格稳定目标方面取得实质性进展之前”，继续以每个月不低于 1200 亿美元的速度购债。经济预期方面则强调通货膨胀率上升主要反映了暂时性因素。但是议息会议纪要提到“若干与会者指出，如果美国经济继续朝着美联储的目标快速发展，那么在未来某次会议上开始讨论调整购债步伐是合适的”，这一表述可能预示着缩减 QE 的讨论临近，美联储鸽派程度不及市场预期。

4 月通胀数据飙升，市场通胀预期持续走高，非农就业数据公布后降温的加息预期再次升温。4 月非农就业数据远低于市场预期，在非农数据公布后，白宫举行新闻发布会，美国总统拜登表示美国经济正在复苏，但仍有很长的路要走，让美国经济重新运转需要时间，表明当前美国经济复苏仍是漫长过程，就业市场需要进一步的政府经济行动，市场对于美联储加息预期有所降温。但 4 月通胀数据飙升，市场加息预期再次升温，美国货币市场认为美联储 2022 年 12 月加息 25 个基点的概率从 88% 升至 100%。

美联储货币政策关注的目标有两个，一是物价水平，二是就业状况，在物价水平飙升但就业市场疲弱的情况下，美联储左右为难，但宽松政策的退出仍是趋势。根据美联储在最近几次议息会议上的表述，“在实现委员会的最大就业和价格稳定目标方面取得实质性进展之前”，货币政策不会发生变化，可见二者均是美联储关注的重要目标。尽管单月 CPI 数据飙升，但是就业市场依然没有达到美联储目标，短期内美联储或将按兵不动，继续安抚市场情绪，同时持续观察数据以帮助决策，一旦数据显示通胀持续高于目标水平或将引发美联储缩减 QE 的讨论，随着美国经济持续复苏，就业或将持续改善，美联储退出宽松政策仍是趋势。

在具体退出 QE 的节奏上，我们预计可能于年底前后采取减少购债规模的行动，但会更早发出减少购债规模的信号，6 月或 7 月的议息会议将是重要时点，关注 75% 的疫苗接种率和 5.4% 的失业率指标。从上一轮美联储锁紧货币政策的经验来看，大致会经历“发出缩减信号——开始缩减 QE——完全退出 QE——加息”的过程。结合上一轮退出 QE 的经验、美联储失业率的目标以及圣路易斯联储主席布拉德关于疫苗接种率的表态，我们认为疫苗接种率达 75% 或失业率达 5.4% 或将触发美联储讨论缩减购债，具体发出信号可能在 6 月或 7 月的议息会议上，实际开始缩减行动或在年底前后。

总体而言，对于未来美国财政和货币政策的展望，我们认为财政刺激计划落地将是大概率事件，宽松货币政策退出也是必然趋势。财政方面，考虑到今年民主党拥有额外的预算调和程序以及国会 2022 年的中期选举，拜登大概率会选择在 10 月前使用预算调和程序通过刺激法案。货币方面，我们预计美联储可能于年底前后采取减少购债规模的行动，但会更早发出减少购债规模的信号，6 月或 7 月的议息会议将是重要时点。

美债利率：年内或达 2%

美债利率年内或将到达 2% 左右。从实际利率和通胀预期的框架出发，实际利率 0% 和通胀目标 2% 是比较重要的参考点位。0% 的 10 年期 TIPS 是金融危机以后，美国经济步入正轨后的低点。从上一轮大规模宽松周期的经验来看，10 年期 TIPS 向上突破 0% 发生在美联储释放缩减 QE 的信号之后，而这一信号目前还没有出现。所以，0% 目前来看是实际利率的一个重要参考点位。通胀预期的参考点位在 2% 附近，从 10 年期国债和 TIPS 所反映的通胀预期、CPI 近年来的平均水平以及美联储的态度来看，这个点位都是相对中性的。抛开市场交易的因素，综合实际利率和通胀预期，2% 对于 10 年期美债利率而言可能是比较中性的参考点位。同时，从名义利率的绝对水平上看，10 年期美债的收益率去年已经运行在了历史最低的区间，向上看到 2% 都没有比较明显的阻力位。从期限溢价的角度，历史上 0% 附近的短端利率并不会对长端利率的上行形成太大约束，只要经济和通胀预期足够强，10Y 美债收益率回到 2% 甚至以上仍是大概率事件。

图 70：美国 10Y TIPS 以 0 为分界 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 71：美国过去 10 年核心 CPI 和通胀预期均在 2% 左右 (%)

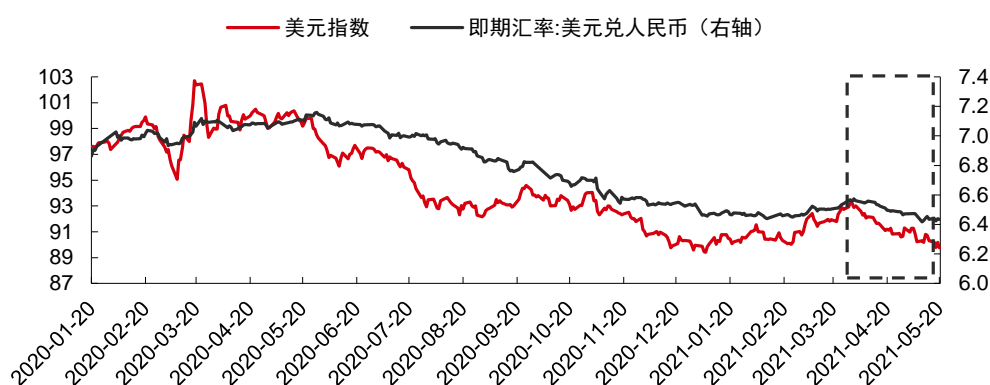


资料来源：Wind，中信证券研究部

人民币汇率：仍有升值空间

今年 4 月以来人民币重回走强态势，美元兑人民币即期汇率与美元指数的相关性有所提高。本轮人民币升值走势从 2020 年 5 月底开始，美元兑人民币的即期汇率从 2020 年 5 月 28 日的高点（7.16）起持续走低，在 2021 年 5 月 10 日曾到达近一年内最低点 6.42，最大跌幅达到 10.34%。从近期来看，人民币汇率在 2021 年 2 月-3 月出现贬值，随后重回升值通道，截至 2021 年 5 月 20 日，美元兑人民币即期汇率录得 6.44，较 2021 年高点下跌约 1.98%。从美元指数的角度来看，历史上其与美元兑人民币即期汇率的相关性存在一定波动，2021 年 3 月以来，美元兑人民币即期汇率与美元指数保持类似走势，二者相关性有所提高。

图 72：本轮人民币升值走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

预计未来人民币汇率双向波动特征将有所加强，在对美出口保持强劲的基础上，人民币汇率仍有升值空间。中国央行金融研究所所长周诚君在莫干山会议上表示“人民币在中长期内将持续对美元升值，既是中国经济持续增长、人民币相对购买力不断提高的结果，也是美联储搞量化宽松和不断扩表的后果之一。”此外，央行上海总部调查研究部主任吕进中在《中国金融》发文称“价格中长期上行趋势或已成型，建议坚持稳健货币政策，人民币适当升值，抵御输入性效应。”同时，考虑到全球其他地区疫情的反复，以及美国内需的修复，预计短期内中国对美出口将保持强劲，贸易顺差或继续走高，拉动人民币继续升值。

政策组合：向宽信用+紧货币迁移

政策目标从前期的稳增长逐步向去杠杆和防风险切换，政策组合为稳货币+紧信用。2020 年政策的目标重心是疫情后的稳增长，信用方面的政策主张是一以贯之的宽信用，货币政策则可以看作两个阶段，即 4 月份以前是货币超宽松到 4 月份以后的逐步回归常态的稳货币，在这个过程中，政策目标已经逐步开始关注宏观杠杆率。2021 年以来，稳定宏观杠杆率、降低政府杠杆率、防范和化解政府债务风险、压缩非标融资、限制房地产相关融资等等都显示了政策目标从前期的稳增长进一步向去杠杆、防风险切换。这也就造成了 2021 年上半年整体的信用环境是紧信用，而为了防范在化解债务问题过程中产生的风险，货币政策维持平稳的环境。因而有了稳货币+紧信用的组合，对应了资金面偏松+资产荒的格局。

2016 年以来去杠杆和稳增长目标重心的摇摆切换造就了货币信用框架的轮转，也带来了利率的周期。2016 年的稳增长目标下，宽货币+宽信用的政策组合造就了债券牛市；2017 年去杠杆目标下，紧货币+紧信用组合下利率快速上行；2018 年政策目标向稳增长摇摆，宽货币+紧信用的环境下利率重新下行；2019 年则是在稳货币+结构性宽信用的组合下利率宽幅震荡。如前文所述，2020 年政策的目标重心是疫情后的稳增长，2021 年以来，政策目标重心从稳增长向去杠杆、防风险切换。

经济增长动能的变化将决定政策目标重心的摇摆。之所以政策目标重心发生转变，源于偏强的基本面。偏强的基本面使得政策可以抽身处理历史风险，政策目标重心有所转变。短期内经济基本面仍然维持偏强运行，政策目标或仍然以防风险为主。下半年需警惕地产需求和外需的拐点，三季度社融增速预计进一步收敛。因而从季度维度上看，当前稳货币+紧信用的组合仍将持续，意味着利率大概率仍然没有大幅下跌的基础。但是四季度可能面临政策重心的切换，进而引发利率的调整。

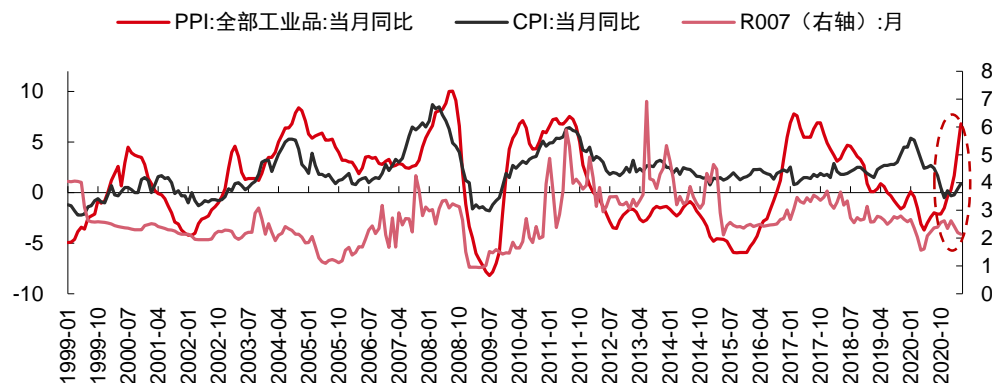
稳货币或延续，警惕海外货币政策正常化的冲击

短期内经济基本面仍然维持偏强运行，政策目标或仍然以防风险为主，货币政策料维持平稳。工业生产、地产投资维持强势，制造业投资温和复苏，商品消费超季节性回落。短期来看，预计工业生产热度不减，消费和服务业依然是最需关注的边际变量。三季度前出口高增预计将持续；与此同时内部消费需求也将逐步回暖，制造业投资增速进一步回升也难以证伪，因而二、三季度政策的目标重心可能都不在经济基本面上，可能更多是防范化解债务风险。

通胀风险逐步释放，货币政策显著收紧可能性不大：①当前 PPI 的绝对水平尚且可控，在超出央行容忍范围之前，“跨周期”的操作思路会抑制货币政策大开大合，尤其是经济进入新常态以后，价格工具的波动显著下降，跨周期的特征显现；②PPI 与核心 CPI 的分化依然存在；③经济的修复并不平衡，没有全面过热；④信用风险加大的情况下，货币政策仍要注重金融稳定的目标。

平衡通胀与经济，货币政策或需“总量收缩+结构性支持”。在不使用价格工具的情况下，我们认为央行可能倾向于首先通过数量工具，来释放应对通胀的信号：一方面是延续一季度以来控制信贷和广义流动性的操作，尽快走出疫情时期的扩张状态。对于已经出现过热情形的工业行业，适当控制、减少信贷资源的投放。进一步强化结构性支持，把金融资源向受疫情冲击较大、目前还未完全恢复的行业中引导。另一方面，央行可能会适当控制银行间流动性，防止资金或信贷顺流而下，流入需求过热的行业和资产。说到底，货币政策也只能起到配合作用，最终能否缓解这一波通胀压力还要靠产业政策。

图 73：当前通胀和货币政策分化或难持续（%，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

需警惕海外货币政策正常化的冲击。如前文所述，我们预计美国可能于年底前后采取减少购债规模的行动，但会更早发出减少购债规模的信号，6月或7月的议息会议将是重要时点。此前已经有部分新兴市场国家逐步加息回归货币政策常态，今年四季度或许会面临美联储缩减QE规模以及海外发达国家央行货币政策逐步正常化的风险。全球的货币环境偏收紧，国内货币政策即便维持偏稳也是易紧难松。综合来看，当前偏松货币+紧信用的政策或许将转向偏紧货币+宽信用的政策组合，这或许导致利率的反弹回升。

财政支出节奏延后

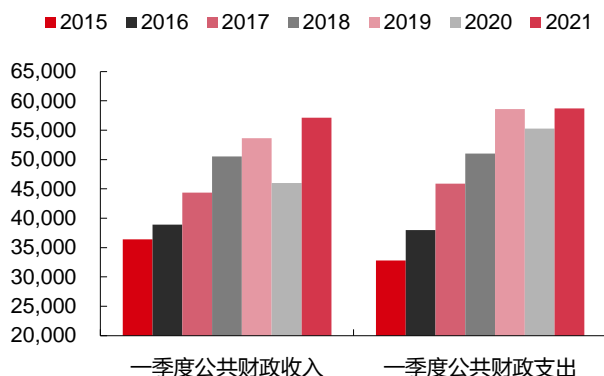
财政收入有所增加，赤字融资力度不弱，但上半年支出节奏较慢。政府工作报告延续了积极财政的基调，今年的预算赤字率按照3.2%安排，新增专项债额度3.65万亿。从广义赤字的角度看，今年政府的赤字融资力度大致仅比2020年少了1万亿特别国债，财政政策全年来看依然是积极扩张的基调。然而，在财政收入显著上升的情况下，上半年财政的支出节奏却明显偏慢，一季度未达到2019年同期的水平，包括公共财政和政府性基金。

表 3：2017-2021 年政府工作报告中财政政策表述

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|------------|-------------|-------------------|--------------|----------------|-------------------|
| 政策取向 | 财政政策要更加积极有效 | 积极的财政政策取向不变，要聚力增效 | 积极的财政政策要加力提效 | 积极的财政政策要更加积极有为 | 积极的财政政策要提质增效、更可持续 |
| 财政赤字 | 2.38 万亿元 | 2.38 万亿元 | 2.76 万亿元 | 3.76 万亿元 | 约 3.58 万亿元 |
| 赤字率 | 3% | 2.60% | 2.80% | 3.6%以上 | 3.2%左右 |
| 新增地方政府专项债券 | 8000 亿元 | 1.35 万亿元 | 2.15 万亿元 | 3.75 万亿元 | 3.65 万亿元 |

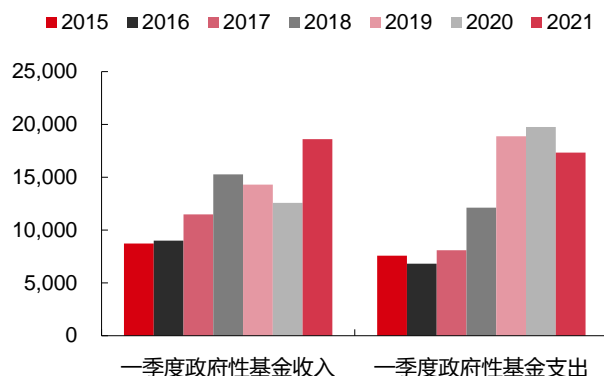
资料来源：政府工作报告，中信证券研究部 注：2021 年的财政赤字规模为中信证券研究部预测

图 74：公共财政支出偏慢（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 75：政府性基金收多支少（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

二季度开始，财政支出有望边际加速，成为国内需求的又一个重要支撑。疫情过后，经济活动的景气度和企业利润大幅回升，将为税收和土地收入提供不小的增量，财政收入的提升是显而易见的。考虑到两会制定的赤字融资规模同样较大，今年的财政资金会较往年宽裕许多。不论公共财政还是政府性基金，4 月的支出已经出现反弹迹象，后续有望加速回升，财政支出发力节奏的延后料将支撑二三季度国内需求进一步向好。预计更多的财政资金将被用于基层的惠企利民，取长补短，平衡经济增长较为薄弱的环节。

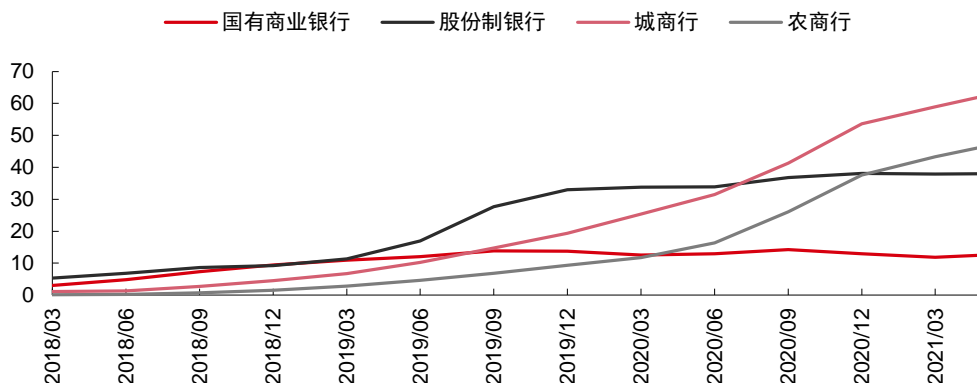
金融监管：功能监管加速落地

自 2020 年 10 月国务院金融委会议召开后，“同业务同监管、对同类主体一视同仁”的功能监管理念成为主导，近期监管层对于互联网金融创新开始加以约束，又通过论文、演讲等形式探讨央地协同监管等问题，这意味着，各类金融业务通过“改头换面”方式等规避监管从而套利的空间愈发狭窄。实际上，从资管新规颁布之初，我们就已经可以从规则的制定中感受到强化功能监管，统一合规标准的理念，这一理念正配合机构监管完善我国的金融监管体系。而今距离资管新规过渡期到期仅剩半年，我们认为下半年金融监管的要点将围绕功能监管加速落地而展开。

重点关注资管新规过渡期到期影响

今年年底资管新规的过渡期就要正式结束，我们认为这是下半年金融监管领域不可忽视的监管动态。从 2018 年资管新规正式出台至今，行业整改步入正轨，速度不断加快，总体来看资管产品的风险是进一步的收敛。距离到期仅剩半年，大多数金融机构基本已经安排好整改节奏以满足监管合规要求，然而这并不意味着今年下半年资管市场并无压力：根据银行业理财登记托管中心披露，2021 年一季度末净值型理财产品存续规模 18.28 万亿元，占比 73.03%，较去年同期提高 23.88 个百分点。我们再从 wind 数据统计的各类银行净值型产品数量占比来看，城农商行表现较好，但是国有行和股份行转型进度有所停滞，后续可能需要加大一定的整改力度，对于市场料将产生一定影响。

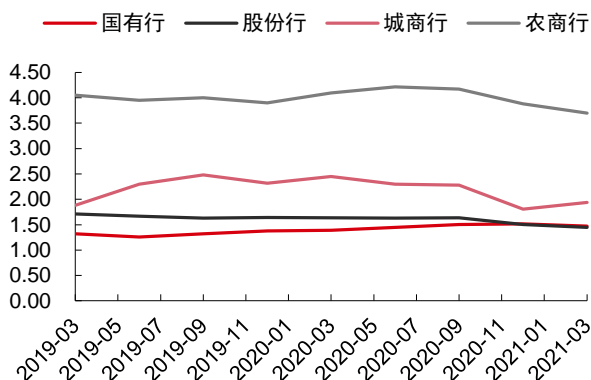
图 76：各类银行理财净值型产品占比（%）



资料来源：wind，中信证券研究部

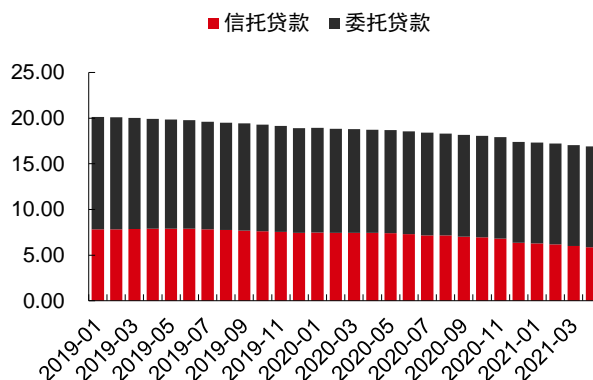
后续各类机构及产品的调整带来的连锁反应可能会在如下几个方面带来一定的外部性：其一是对银行体系。表外理财回表，对应了较高的风险资本计提和拨备。此前受疫情影响，银行业不良贷款余额和不良贷款率有所上升，反映出银行资产质量明显下降，虽然目前有所好转，但考虑到理财回表后，未来资本补充压力可能加大。其二是对金融市场的外部性。需要通过发行新的净值型产品承接预期收益型理财产品资产，否则便需要在到期前结束并直接抛售资产，而这会对金融市场产生较大冲击。其三是对实体经济的外部性。大量期限较长的、与实体经济融资相关的底层资产都难以与期限较短的资管产品资金对接。因此资管新规的全面落地势必会造成实体经济融资环境在一段时间内陷入比较艰难的处境。虽然长期来看，投融资会向标准化市场挖掘，但短期内依然可能造成社融走弱，这一点从近期的金融数据中已经有所验证。

图 77：不良贷款比例（%）



资料来源：wind，中信证券研究部

图 78：部分非标社会融资规模存量（万亿元）

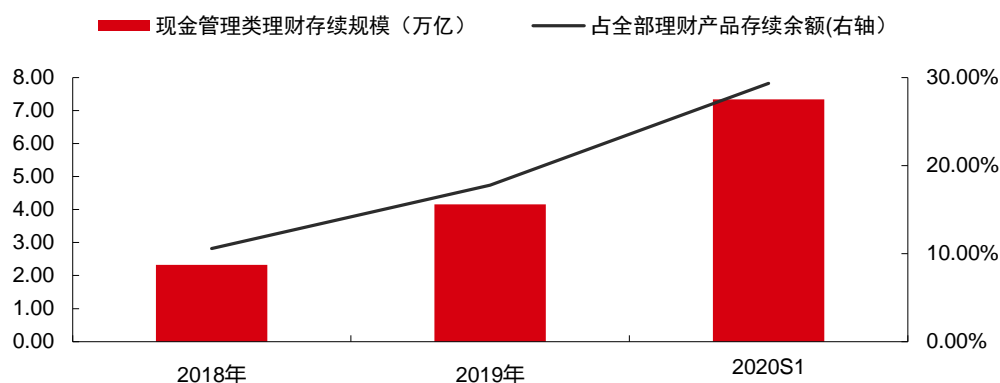


资料来源：wind，中信证券研究部

考虑到现金管理类理财存续量明显上升，在净值型理财中的占比持续增大，我们认为在众多资管新规配套文件中，规范现金管理类理财的正式稿及其后续影响值得持续关注。2019 年 12 月 27 日，中国银保监会、中国人民银行就《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知（征求意见稿）》公开征求意见，从征求意见稿发布至今已经一年有余，今年上半年内出台正式稿的概率较大，现金管理类产品的相对优势转变，理财将走上破局发展之路。

根据银行业理财登记托管中心发布的《2021 年银行理财市场一季度报告》，截至一季度末，全市场开放式产品存续规模为 19.51 万亿元，占全部理财产品的比例为 77.95%，同比增长 5.39 个百分点；其中现金管理类产品规模为 7.34 万亿元，占比为 29.34%。

图 79：现金管理类理财规模明显上升，占比持续增大



资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部

在统一监管的思路下，预计新规出台后现金管理类产品的相对优势转变，在类现金理财产品市场上，货币基金等会带来一定的竞争压力，理财将走上破局发展之路，对于债市也会产生一定的影响。在统一监管的思路下，预计现金管理类理财在投资范围内的相对优势将丧失，但理财资金外流的空间有限。现金管理类产品可以进一步发挥理财身份的优势，加强客户联系，尝试从浮动净值型的道路丰富产品类型。而理财调整资产配置后将会利空中长期利率债和低评级信用债，对短期利率债和高等级信用债配置需求上升。但是从长期来看，中长期债券和低信用资质主体发行的债券的配置盘并不会消失，因为从现金管理类产品规模缩减中挤出的理财资金会流向其他资管产品，而对于资管机构而言，拉长久期、资质下沉是提高收益率、增强产品竞争力的必然策略，因此中长期债券和低评级债券的配置价值仍在。

表 4：《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知（征求意见稿）》监管要点

| 《征求意见稿》相关规定 | |
|-------------|--|
| 投资范围 | 应当投资于：1）现金；2）期限在 1 年以内的银行存款、债券回购、中央银行票据、同业存单；3）剩余期限在 397 天以内的债券、在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券。 不得投资于：1）股票；2）可转换债券、可交换债券；3）以定期存款利率为基准利率的浮动利率债券，已进入最后一个利率调整期的除外；4）AA+以下债券、资产支持证券； |
| 投资集中度 | 1）每只现金管理类产品投资于同一机构发行的债券及其作为原始权益人的资产支持证券的比例合计不得超过该产品资产净值的 10%，投资于国债、中央银行票据、政策性金融债的除外； 2）每只现金管理类产品投资于低于 AAA 评级的金融工具比例合计不超过资产净值 10%，其中单一机构发行的不超过资产 |

| 《征求意见稿》相关规定 | |
|-------------|--|
| | 净值的 2%。 |
| | 3) 每只现金管理类产品投资于主体信用评级为 AAA 的同一商业银行的银行存款、同业存单占该产品资产净值的比例合计不得超过 10%。 |
| 估值方法 | 摊余成本+影子定价 |
| 赎回限额 | T+0 赎回不超过 1 万元, T+1 不受限 |
| 杠杆率 | 不超过 120% |
| 组合期限 | 每只现金管理类产品投资组合的平均剩余期限不得超过 120 天, 平均剩余存续期限不得超过 240 天 |
| 流动性比例 | 1) 每只现金管理类产品持有不低于该产品资产净值 5% 的现金、国债、中央银行票据、政策性金融债。 2) 持有不低于该产品资产净值 10% 的现金、国债、中央银行票据、政策性金融债以及五个交易日内到期的其他金融工具。 3) 到期日在 10 个交易日以上的逆回购、银行定期存款等流动性受限资产投资占基金资产净值的比例合计不得超过 10% |
| 偏离度要求 | 1) 偏离度达到+0.5% (或-0.25%) 时, 应当暂停接受认购并在 5 个交易日内将其绝对值调整到 0.5% (或 0.25%) 以内。 2) 偏离度达到-0.5% 时, 应当采取措施, 将其绝对值控制在 0.5% 以内。 3) 偏离度连续两个交易日超过-0.5% 时, 应当采用公允价值估值方法对投资组合账目价值进行调整, 或者采取暂停接受所有赎回申请并终止产品合同进行财产清算等措施。 |

资料来源: 中国银保监会、中国人民银行等, 中信证券研究部

审慎对待金融创新

综合“十四五”规划、中央经济工作会议、国务院金融委专题会议等重要会议与文件精神, 对于金融创新业务, 监管部门一改此前“包容审慎”的理念措辞, 明确“金融创新必须在审慎监管的前提下进行”, 维护金融经济安全和社会大局稳定是金融监管的重要目标之一。在众多金融创新业务中, 互联网金融平台领域可能是目前最需要整改规范的领域, 在互联网成为基础设施的背景下, 所有以“创新”为名涉猎金融业务的企业均需摒弃“继续免于监管、野蛮生长”的预期, 切实将其具有金融实质属性业务的合规管理, 作为常态化工作持续推进。

事实上, 针对互联网平台金融业务的监管, 正是功能监管的重要体现, 核心是统一监管标准。互联网改变了金融服务的供给方式, 但没有消除金融固有风险, 业务不具有风险上的特殊监管待遇, 需要取得相应的牌照并适用线上与线下统一的监管规则, 按照公平竞争、依法合规原则, 根据业务的金融属性, 纳入现行金融监管体系归口管理。目前来看, 针对互联网金融的监管已经开始按照金融本质执行统一的监管标准。例如, 近期发布的《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》: 从适用对象来看, 覆盖了互联网贷款的多数金融机构, 从条款本身来看, 严控互联网贷款跨地域经营, 消除了监管套利空间。此外, 金融控股公司监管开始落地执行, 也对于平台企业指明了业务规范转型方向。

表 5: 互联网金融监管重要文件梳理

| 时间 | 文件 | 发布部门 | 要点内容 |
|-------------|-------------------------|---------------|--|
| 2020 年 7 月 | 《商业银行互联网贷款管理暂行办法》 | 中国银保监会 | 单户用于消费的个人信用贷款授信额度应当不超过人民币 20 万元, 到期一次性还本的, 授信期限不超过一年; 商业银行不得接受无担保资质和不符合信用保险和保证保险经营资质监管要求的合作机构提供的直接或变相增信服务 |
| 2020 年 11 月 | 《网络小额贷款业务管理暂行办法(征求意见稿)》 | 中国银保监会、中国人民银行 | 小额贷款公司不得跨省经营; 对自然人的单户网络小额贷款余额原则上不得超过 30 万元; 在单笔联合贷款中, 经营网络小额贷款业务的小额贷款公司的出资比例不得低于 30% |
| 2021 年 1 月 | 《关于规范商业银行通过 | 中国银保监会、 | 商业银行不得通过非自营网络平台开展定期存款和定活两便存款业务, 包括 |

| 时间 | 文件 | 发布部门 | 要点内容 |
|------------|-------------------------|--------|--|
| 月 | 互联网开展个人存款业务有关事项的通知》 | 中国人民银行 | 但不限于由非自营网络平台提供营销宣传、产品展示、信息传输、购买入口、利息补贴等服务。 |
| 2021 年 2 月 | 《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》 | 中国银保监会 | 商业银行强化风险控制主体责任，严禁将关键环节外包；与合作机构共同出资发放贷款，单笔贷款中合作方的出资比例不得低于 30%；与单一合作方发放的本行贷款余额不得超过一级资本净额的 25%；与全部合作机构共同出资发放的互联网贷款余额，不得超过全部贷款余额的 50%。 |

资料来源：相关政府官网，中信证券研究部

未来监管部门要依法将金融活动全面纳入监管，对同类业务、同类主体一视同仁，助贷业务未来很可能纳入征信范畴受央行监管，互金野蛮扩张与高杠杆也将得到遏制，风险整体收敛，金融机构回归本源。接下来对于互联网助贷业务和网络互助领域都可能出台更细致的规范文件：助贷模式实质上是留存客户信用信息为贷款机构服务，未来很可能纳入征信一并接受央行的规范管理。而网络互助领域也需要加强监管顶层设计，创新监管方式。2021 年 4 月，中国银保监会副主席肖远企指出，如果打着互助旗号从事金融业、保险业，就偏离了互助的本质，需要纠正，因此网络互助平台退出可能持续（此前国内两大网络互助平台——轻松互助和水滴互助已分别宣布关停），行业整体面临重组。在监管完善统一的前景下，贷款集中度、出资比例、资本充足率等监管指标有效约束了互联网金融的野蛮扩张与高杠杆情况，使得金融体系的风险整体收敛。银行不再盲目追求线上业务，转而建设线下小微金融队伍，继续深耕当地，有助于服务实体经济，回归金融机构本源。

央地协同金融监管格局渐成

4 月 8 日，国务院金融稳定发展委员会召开第五十次会议，研究加强地方金融机构微观治理和金融监管等工作，部分地方金融机构风险有所暴露，内部治理和外部监管有待完善，需要高度重视。继地方协调机制顶层设计出台后，中央和地方金融监管协作工作正加速推进。不到半年时间，已有多个城市落地金融委办公室地方协调机制且开始密集推进下一步工作。

加强地方金融机构微观治理，一方面需要积极预防化解风险，从内部和外部共同提升审慎经营能力。“防风险”是金融业的永恒主题，地方金融机构虽然在体量上不比全国性机构，但往往与当地经济金融息息相关，其风险防控的重要性依然不容忽视，预计未来针对地方金融机构的监管措施将持续完善。内部治理上，要完善公司治理，加强风险管理，强化审慎经营，不过度追求规模扩张和发展速度；外部监管上，相关部门要强化监管追责问责，严肃查处金融监管失职渎职等行为。此外，未来中小银行很可能会通过合并重组、引战注资等方式提升经营业绩水平和风险管理能力。

另一方面，央地协同金融监管下，地方金融机构将专注主业，立足本地，回归本源，大力支持民营和中小微企业健康发展。地方金融机构在业务模式、客户定位、风控技术方面相较于全国性机构更具有自身特色，可以有效提高金融服务可得性，为缓解中小微企业“融资难”“融资慢”发挥积极作用。此前监管部门要求商业银行不得跨区域展业，就是为了鼓励地方银行凭借地缘优势挖掘市场，为当地企业提供高品质、有竞争力的服务，与大中型金融机构差异化竞争。央地协同金融监管下，料将进一步厘清政府和市场的边界，纠正不当干预行为，改善区域金融生态环境，激发地方金融机构的创新活力。

利率债策略：持盈保泰

次贷危机后全球低通胀格局或扭转。2008 年金融危机后全球低通胀成为常态，核心因素是人口老龄化减少需求、收入差距扩大降低消费倾向等抑制中长期总需求，而全球化大发展使得制造业加速向新兴市场转移，工业产能充足、生产成本下降。后疫情时代人口老龄化和贫富差距扩大的中长期趋势或继续加深，但短期供需缺口或出现错配。发达经济体与新兴市场的免疫落差将成为通胀的重要推动因素，产能将由过剩转向短期的产能不足。而超宽松的货币+财政刺激组合容易导致通胀同时具备需求拉动和成本推动两种传导逻辑。综合来看，虽然长期通胀趋势未变，但短期供需缺口或导致通胀波动加大，全球低通胀格局扭转或成为未来全球资本市场最大变量。

国内宏观经济景气维持，关注平衡发展过程中的波动。去年以来持续的地产+出口“双轮驱动”格局有望在今年二三季度维持，支撑国内需求端景气和宏观经济稳健回升，制造业投资和商品消费稳步向好为经济贡献更多边际增量。但随着紧信用逐步向经济端传导以及海外疫情改善，需要关注四季度地产+出口“双轮驱动”同时转弱的可能。从趋势上看，一季度以后中国经济的需求端将逐渐由“不平衡”走向“平衡”，但需关注基建投资、制造业投资和消费需求接力过程中经济增长波动，四季度经济基本面或边际走弱。国内大宗商品价格涨势接近尾声，预计下半年 PPI 同比逐步下滑，关注核心通胀和资产价格问题。

政策重心为防风险，流动性广义紧+狭义松组合下警惕海外货币政策正常化冲击。政策重心从 2020 年的稳增长切换为 2021 年的防风险，紧信用+稳货币的政策组合下广义流动性收紧而狭义流动性偏松，在宏观经济景气确定性高的三季度，当前稳货币+紧信用的组合仍将持续。下半年实体融资需求有所支撑，房贷、经营贷以及非标融资会随着政策收紧而走弱，预计广义流动性指标社融增速将继续下滑；狭义流动性的扰动或集中在四季度，关注稳增长权重加大后宽信用政策加码、地方政府专项债发行加速，以及四季度美联储或启动缩减 QE 的风险。

利率债投资策略：下半年国内经济将经历由“外热内冷”的不平衡修复走向内需平衡增长的过程。预计出口+地产的双轮驱动继续推动二三季度经济稳健回升，但四季度出口+地产或双双边际走弱，基建投资、制造业投资和消费需求接力过程中宏观经济或边际回落。宏观政策组合从防风险目标下的紧信用+稳货币延续至三季度后或逐步转向稳增长目标和海外货币政策正常化背景下的宽信用+紧货币。预计 2021 年下半年利率将经历宽幅震荡走势，节奏上三季度或处于底部震荡、四季度或波动加大，十年国债到期收益率区间为 3.0%~3.4%。

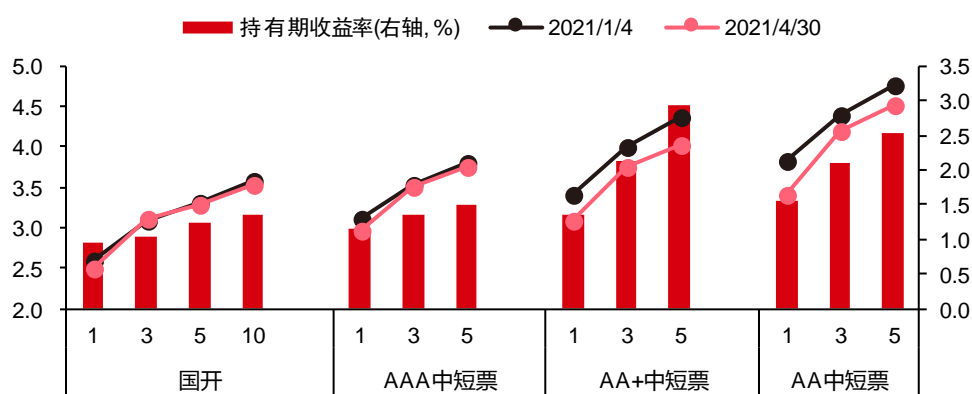
信用债：知难而进

2021 年信用债市场对风险担忧情绪加重，杠杆操作隐忧尚未褪去，拉长久期配置难以效仿，而挖掘票息赔率在加大，因而绝大多数机构走向信用抱团。也导致高等级品种利差微薄，但中低等级鲜有人问津。信用利差逐渐在市场内卷中呈现 K 字形态且愈发稳固，如何破局成为今年市场最为关注的话题。我们将围绕产业结构、监管趋势、行业分化、品种溢价等诸多话题，对不同类型的信用债板块展开探讨，阐述我们对 2021 年下半年投资观点的推导逻辑。

寻溢价视角下利差复盘

收益率整体下行，中间评级尤为明显。今年以来各等级、期限信用债收益率均有下行，“适度下沉”的策略收效尤其显著。规律很明显，AA+和 AA 隐含评级的收益率下行幅度要大于 AAA 和 AA-，体现了投资机构既要增强收益，又担心信用风险的折中选择。

图 80：收益率曲线、各类债券持有期收益率测算



资料来源：Wind，中信证券研究部测算 注：假设 2021 年 1 月 4 日按中债估值买入，4 月 30 日卖出

信用利差普遍压缩，保护空间并不充分。期间评级、期限的信用利差均有一定程度的压缩，且和到期收益率的变化规律类似，也呈现出中间评级优于头尾两端的现象。从估值水平来看，目前中高等级信用债的利差保护稍显不足。

两端抉择各有难处，3 年期脱颖而出。信用债收益率曲线结构有所变化，3Y 位置逐渐突出，性价比凸显。期限利差来看，目前 AAA/AA+/AA/AA- 隐含评级 3Y-1Y 的期限利差分别处于 75%、79%、83% 和 62% 的历史分位数。

表 6：2021 年以来信用市场利差变化

| 期限利差 | 中票 3Y-1Y | | | | | | 中票 5Y-3Y | | | | 中票 5Y-1Y | |
|-------------|----------|-----|-----|-----|-----|-----|----------|-----|-----|-----|----------|-----|
| (BP) | AAA | AA+ | AA | AA- | AAA | AA+ | AA | AA- | AAA | AA+ | AA | AA- |
| 2021-4-30 | 55 | 66 | 80 | 79 | 24 | 26 | 33 | 34 | 79 | 92 | 113 | 113 |
| 2021-3-31 | 58 | 65 | 75 | 74 | 17 | 28 | 30 | 30 | 75 | 93 | 105 | 104 |
| 2021-1-4 | 43 | 59 | 56 | 61 | 26 | 37 | 37 | 44 | 70 | 96 | 93 | 105 |
| 月度变化 (bps) | -3 | 1 | 5 | 5 | 7 | -2 | 3 | 4 | 4 | -1 | 8 | 9 |
| 较年初变化 (bps) | 11 | 6 | 23 | 17 | -3 | -11 | -4 | -10 | 9 | -4 | 20 | 8 |
| 分位数水平 | 75% | 79% | 83% | 62% | 45% | 32% | 37% | 32% | 66% | 65% | 66% | 47% |

资料来源：Wind，中信证券研究部

从市场风险到信用风险

中国特色的二季度事件仍有可能扰动市场。历年来二季度拐点是普遍现象。2016 年二季度，去产能政策的短空长多助推过剩产能行业利差走出倒 V 反转；2017 年二季度，银监会集中发文，加强对同业和资管等业务的监管，金融部门杠杆率加速下降；2018 年二季度，贸易争端揭幕，市场走势受到压制，股价下跌引发股票质押强制平仓，并与 2018 年愈演愈烈的信用风险互相强化；2019 年二季度，监管取向开始转向防风险，而 5 月从中小银行信用事件引起的一系列结构化发行、中低等级信用债买盘缺失引发缩表问题；2020 年二季度央行流动性骤然收紧犹在眼前，即便时过境迁，依然对机构杠杆操作产生影响。我们整理了 2021 年有可能引发信用市场回调的六大因素，供投资者参考。

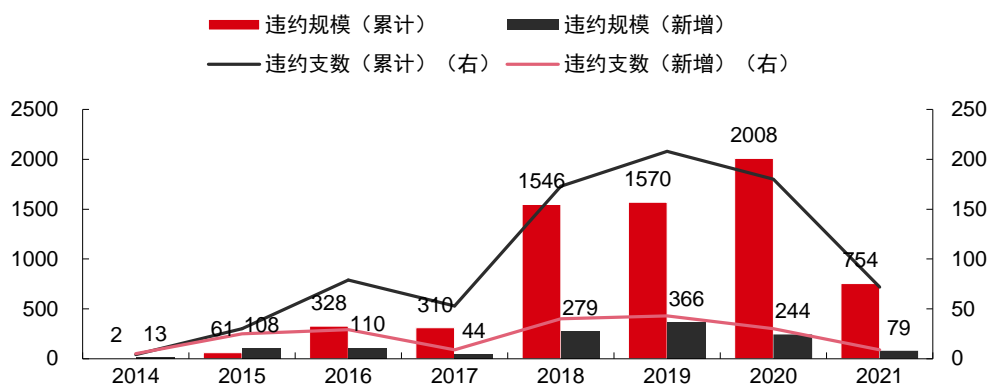
图 81：2021 年可能引发信用市场回调的因素整理



资料来源：中信证券研究部

近年来信用债违约规模和违约支数整体上升，2021 年违约风险仍需警惕。2015~2016 年的信用债扩容使得低资质主体涌入债市，但 2017 年去杠杆提升再融资难度，流动性困境在 2018~2020 年的偿债高峰中演变为首次违约数量和规模的急剧上升。截至 4 月 30 日，2021 年违约信用债规模合计 754 亿元，违约只数累计 72 只。新增首次违约企业涉及违约规模 79 亿元，违约只数 9 只。截至 2021 年 4 月 30 日，累计违约规模已超去年累计违约规模的三分之一，首次违约规模也接近去年的三分之一。信用债市场风声鹤唳，投资者整体情绪较为谨慎，从地方国企开始蔓延的违约风险仍在逐步酝酿。

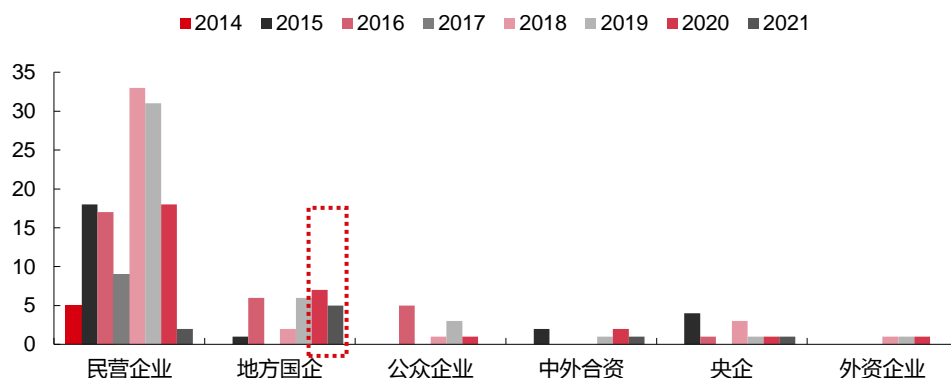
图 82：信用债近年违约规模 and 数量（截止到 2021 年 4 月 30 日）



资料来源：Wind，中信证券研究部

从违约企业属性上看，2021 年地方国企违约规模创新高。2014 年违约企业仅包括民营企业，到了 2020 年违约企业属性遍布民企、国企、公众企业、外企和中外合资企业。从 2015 年开始，国企开始发生违约。从 2020 年末煤企事件之后，地方国企风险逐步成为市场焦点。截至 2021 年 4 月 30 日首次出现违约的企业属性中，民营企业违约数量为 2 只，而地方国企 5 只，涉及违约规模 52 亿元，规模占 2021 年所有违约债券种类的 66.15%，地方国企违约风险显著升高，且成为 2021 年关注焦点。

图 83：违约主体企业属性分布（截止到 2021 年 4 月 30 日）



资料来源：Wind，中信证券研究部

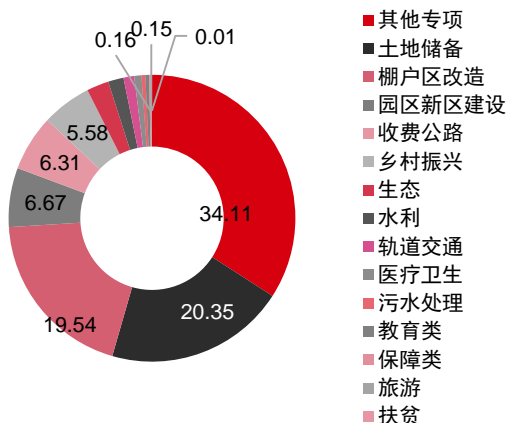
地方债：渐行渐稳

当前我国面临的不单是流动性问题，而是经济动能以及融资结构性分层，仅靠释放流动性难解根本，地方债仍是缓释阶段风险同时维稳经济的有效手段。随着疫情平稳过度经济逐步企稳，考虑债务防风险的总基调，今年供给限额出现回落。对专项债本身而言，其核心作用仍在于缓解财力缺口问题，对拉动经济和民生基建领域产生增补效用。

2021 年 1-4 月，已发行的地方债募集资金用途主要为其他专项和棚户区改造等其它基础设施领域相关项目。2020 年全年地方债募集资金用途其他专项、棚改加土储占比超过 74%，在今年募投领域以各类涉及更多民生事业（图中其他专项类含各类民生事业项目）和园区建设的基础设施建设项目为主。细分来看，乡村振兴、生态、水利也占比较高，财

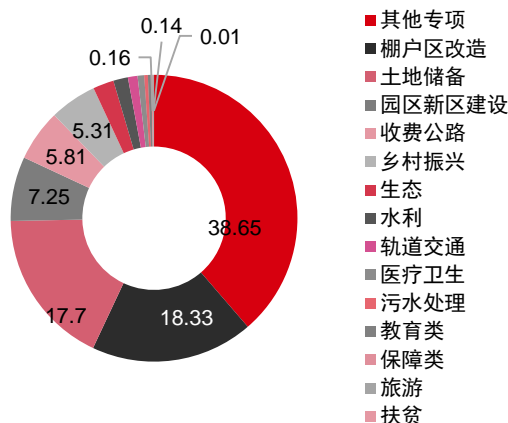
政支持对基建民生领域进一步倾斜。预计今年地方债资金流向将延续这一态势，继续为支持民生和基础设施建设助力。

图 84：2020 年地方债已发行募集资金用途分布（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

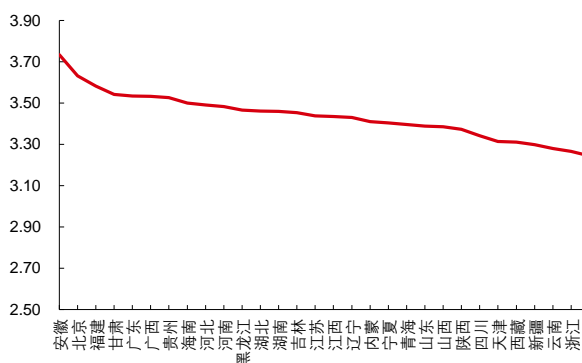
图 85：2021 年 1-4 月地方债已发行募集资金用途分布（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

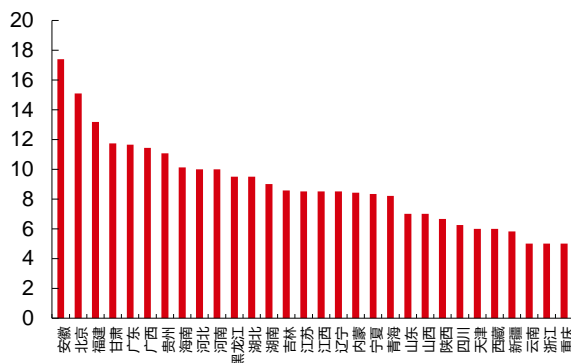
2021 年地方债平均发行价格 3.48%，平均发行期限将近 10.48 年。截至 4 月 30 日，今年以来地方债平均发行价格为 3.48%，平均发行期限 10.48 年。综合各省情况来看，发行价格最高的省份为安徽，平均发行价格为 3.73%，另外广东省地方债平均发行价格也高于 3.6%。综合发行价格最低的省份是浙江省和重庆市，平均发行价格均低于 3.25%。

图 86：2021 年 1-4 月各省市地方债平均发行价格分布（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 87：2021 年 1-4 月各省市地方债平均发行期限分布（年）



资料来源：Wind，中信证券研究部

2021 年地方债全年发行节奏有望拉平，二三季度仍是全年供给高峰期。我们梳理了 2015 年到 2020 年每月的地方债发行占全年比例，并计算出历年发行节奏的平均值。往年地方债发行节奏集中在 6-8 月份。今年 1-2 月份无新增地方债发行，两会安排全年 3.65 万亿新增专项债发行，受到额度下发较晚的影响，3 月份新增地方债发行仍较少，4 月开始发行规模有复苏迹象。预计 2021 年二季度仍是地方债供给高峰。

表 7：2021 年地方政府债发行规模预测（%）

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 平均值 | 2021 年专项债 测算比例 | 2021 年地方债 测算比例 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------------|-------------------|
| 1 月 | - | - | - | - | 9.58% | 12.57% | 11.07% | 0.00% | 5.33% |
| 2 月 | - | 2.76% | 0.33% | 0.69% | 8.35% | 7.01% | 3.83% | 0.00% | 0.82% |
| 3 月 | - | 13.04% | 10.55% | 4.59% | 14.32% | 6.20% | 9.74% | 0.72% | 7.02% |
| 4 月 | - | 17.61% | 7.46% | 7.25% | 5.20% | 4.59% | 8.42% | 5.63% | 11.42% |
| 5 月 | 3.50% | 8.72% | 12.59% | 8.53% | 6.98% | 20.85% | 10.19% | 21.37% | 15.61% |
| 6 月 | 19.14% | 17.01% | 11.77% | 12.83% | 20.62% | 4.59% | 14.33% | 18.90% | 14.86% |
| 7 月 | 14.62% | 6.54% | 19.40% | 18.17% | 12.74% | 4.36% | 12.64% | 15.89% | 11.04% |
| 8 月 | 12.52% | 13.88% | 10.78% | 21.20% | 13.05% | 19.21% | 15.11% | 14.52% | 13.03% |
| 9 月 | 14.18% | 4.52% | 8.16% | 17.97% | 5.03% | 11.54% | 10.23% | 12.47% | 10.96% |
| 10 月 | 12.58% | 7.86% | 7.80% | 6.15% | 2.21% | 8.37% | 7.49% | 5.48% | 5.37% |
| 11 月 | 19.91% | 6.36% | 10.42% | 1.10% | 1.05% | 0.56% | 6.57% | 2.55% | 2.62% |
| 12 月 | 3.55% | 1.69% | 0.74% | 1.53% | 0.87% | 0.16% | 1.42% | 2.47% | 1.91% |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

城投债：周期转向

在债务周期视角下，地方政府的债务扩张和收缩反映了经济周期的波动。在地方政府债务上升的过程中，债务融资支持基础设施投资推动经济的发展，接着由于债务压力带来需求增长放缓。在债务扩张周期，政策宽松，流动性充裕，债务和杠杆上升速度加快，引发一轮去杠杆。

表 8：地方政府债务周期更迭

| 时期 | 监管环境 | 主要监管政策 |
|----------------------|------|-----------------------------------|
| 2008 年至 2010 年初 | 宽松 | 2009 年财政部 92 号文开启城投支持地方基建的序幕 |
| 2010 年下半年至 2011 年 | 收紧 | 2010 年国务院 19 号文加强对地方政府融资平台的管理 |
| 2012 年至 2014 年上半年 | 整体宽松 | 2012 年银监会 12 号文放开地方政府融资平台新增贷款 |
| 2014 年下半年至 2015 年初 | 收紧 | 2014 年国务院 43 号文标志全面加强地方政府债务管理 |
| 2015 年初至 2016 年上半年 | 宽松 | 2015 年国务院批准财政部启动城投债务置换 |
| 2016 年下半年至 2018 年上半年 | 收紧 | 2016 年国务院 88 号文和财预 175 号文加强地方债务监管 |
| 2018 年下半年至 2020 年上半年 | 宽松 | 2018 年政治局会议提出“六稳”，2020 年进一步“六保” |
| 2020 年下半年至今 | 边际收紧 | 财政部要求政策性金融机构不得配合地方政府变相举债 |
| 2021 年 4 月 | 收紧 | 2021 年国务院通知提及防范化解地方政府隐性债务风险 |

资料来源：财政部官网、中国政府网、中信证券研究部

经济企稳，逆周期政策退出，城投政策边际收紧是估值调整的潜在风险。近年来城投融资政策偏宽松，除了大幅增加的城投债净融资之外，还体现为首次发债城投平台的增加，以及存量城投债的层级下沉。2018 年下半年开始，城投平台进入新一轮政策宽松期，政策强调保障融资平台合理融资需求，加之近年来对于稳投资稳增长的需求，城投发行规模显著提升，“抗疫”推动的逆周期调节则延续了这一宽松环境。随着经济逐渐回归常态，地方债务管控的优先级将会再次回归，城投估值风险亦在酝酿。

以中低等级为样本，近一年来内蒙古、贵州和天津区域利差增幅明显。梳理全国各省近一年来 AA 低等级城投区域利差区间变化的情况来看，区间中位数最高的是内蒙古，为 911bps，且近一年变化值也增加最多，利差上升 1034bps。区间中位数最低的是上海，97bps，近一年以来利差下降 35bps。

表 9：各省近一年 AA 级城投区域利差区间变化情况（Bps）

| 省份/等级 | 2020/4/30 | 2021/4/30 | 区间最低 | 区间最高 | 区间中位数 | 一年变化值 |
|-------|-----------|-----------|--------|----------|--------|---------|
| 内蒙古 | 823.95 | 1,857.98 | 808.42 | 1,857.98 | 911.23 | 1034.03 |
| 贵州 | 461.51 | 591.81 | 435.97 | 591.81 | 463.89 | 130.31 |
| 天津 | 395.72 | 512.93 | 332.97 | 517.43 | 398.32 | 117.21 |
| 云南 | 400.44 | 486.4 | 342.71 | 486.4 | 386.94 | 85.96 |
| 西藏 | 108.84 | 181.63 | 59.83 | 206.59 | 157.37 | 72.79 |
| 甘肃 | 293.84 | 357.6 | 190 | 357.6 | 266.48 | 63.76 |
| 广西 | 323.16 | 382.26 | 272.05 | 382.26 | 312.79 | 59.10 |
| 新疆 | 286.73 | 338.51 | 208.14 | 340.56 | 260.21 | 51.78 |
| 吉林 | 416.55 | 462.27 | 354.27 | 462.92 | 406.58 | 45.72 |
| 四川 | 377.42 | 417.44 | 313.86 | 417.44 | 358.19 | 40.02 |
| 湖南 | 407.34 | 443.83 | 332.31 | 444.79 | 386.92 | 36.50 |
| 陕西 | 296.68 | 331.33 | 241.55 | 332.7 | 280.1 | 34.65 |
| 山东 | 350.55 | 384.42 | 291.19 | 390.27 | 332.14 | 33.88 |
| 辽宁 | 421.17 | 453.45 | 360 | 476.17 | 403.77 | 32.28 |
| 山西 | 292.52 | 324.71 | 218.52 | 324.71 | 270.71 | 32.19 |
| 黑龙江 | 397.49 | 422.8 | 319.85 | 437.75 | 366.53 | 25.32 |
| 江西 | 300.62 | 325.5 | 231.08 | 329.04 | 277.57 | 24.88 |
| 重庆 | 356.54 | 373.28 | 273.94 | 375.94 | 330.58 | 16.75 |
| 安徽 | 237.07 | 253.24 | 180.35 | 259.66 | 220.48 | 16.17 |
| 河南 | 372.84 | 385.7 | 296.34 | 385.7 | 349.59 | 12.86 |
| 河北 | 256.25 | 268.36 | 194 | 270.21 | 238.34 | 12.11 |
| 湖北 | 222.04 | 225.76 | 160.62 | 231.81 | 205.43 | 3.72 |
| 江苏 | 301.46 | 294.9 | 220.06 | 307.7 | 272.35 | (6.55) |
| 北京 | 132.22 | 113.8 | 75.5 | 143.02 | 115.47 | (18.42) |
| 福建 | 243.38 | 219.88 | 174.56 | 250.86 | 216.99 | (23.50) |
| 浙江 | 280.97 | 254.81 | 213.04 | 288.82 | 250.04 | (26.15) |
| 广东 | 175.76 | 146.79 | 117.96 | 194.27 | 155.13 | (28.97) |
| 上海 | 122.39 | 87.68 | 71.45 | 126.3 | 96.82 | (34.70) |

资料来源：Wind，中信证券研究部

2020 年 10 月至今天津、云南、辽宁和河南等省市城投债净融资下降较多。2020 年 10 月永煤风险事件以来，部分省市如天津、云南、辽宁和河南等省市的城投净融资额下降较多，其中天津从 2020 年 10 月到 2021 年 5 月（截至 12 日）合计净融资额下降 875 亿元，其次是云南省合计下降 409 亿元。其余如东三省地区、河南省和新疆、青海、宁夏等西部地区城投净融资额均有下降。

表 10：2020 年 10 月至今各省份按月城投债净融资额变化情况（亿元）

| 省份 | 2020 年 | | | 2021 年 | | | | | 总计 |
|-----|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 10 月 | 11 月 | 12 月 | 1 月 | 2 月 | 3 月 | 4 月 | 5 月 | |
| 安徽 | 10 | 73.8 | 68.89 | 332.53 | -46.25 | 35.55 | 2.2 | -33 | 443.71 |
| 北京 | -71.17 | -11.1 | -41.6 | 96.29 | -48.5 | -87.26 | 20.57 | -68 | -210.77 |
| 福建 | 31.8 | -18.25 | -22.9 | 50.76 | 23.3 | 92.8 | 75.57 | -17.85 | 215.23 |
| 甘肃 | -19 | 9.3 | -29.1 | 15 | 46.8 | -30.4 | -12.4 | 0 | -19.80 |
| 广东 | -0.4 | 71.51 | 196.57 | 61.3 | 112 | 118.31 | 199.9 | -24.7 | 734.49 |
| 广西 | 12.7 | -8.68 | -40.25 | 42.88 | 16.08 | 32.89 | 5.72 | -27 | 34.34 |
| 贵州 | 18.1 | -0.61 | -33.33 | 26.7 | 21.14 | 28.82 | -1.2 | -8.85 | 50.77 |
| 河北 | 15 | -9.2 | -31.75 | 34.8 | -13 | -49.51 | -45.47 | 4.8 | -94.33 |
| 河南 | 60.1 | -63.9 | -31.7 | -69.2 | -9.74 | -82.99 | 38.72 | -6 | -164.71 |
| 黑龙江 | -3.43 | -2.2 | -21.4 | -3.6 | -3 | -4 | 10 | 0 | -27.63 |
| 湖北 | 129.8 | 82.44 | 54.12 | 147.3 | 17.45 | 186.19 | 82.78 | -24 | 676.08 |
| 湖南 | 109.25 | -15.39 | 70 | 106.86 | 139.4 | 174.3 | 122.13 | -40 | 666.55 |
| 吉林 | 0 | -1.5 | -15.76 | 15.76 | -18.2 | 14.1 | -10.6 | -10 | -26.20 |
| 江苏 | 420.5 | 256.01 | 62.94 | 1086.32 | 259.22 | 536.01 | 511.76 | -143.07 | 2989.69 |
| 江西 | 4.93 | 26.1 | 28.9 | 191.63 | 101.69 | 152.64 | 122.41 | -53 | 575.29 |
| 辽宁 | -19.41 | -22 | -38.8 | -75.53 | -19.9 | -18.7 | -27.03 | 0 | -221.36 |
| 内蒙古 | -26 | -16.72 | -16.1 | 4.4 | 5 | 8.7 | -2.93 | 0 | -43.65 |
| 宁夏 | -12.3 | 9.6 | 7 | -21.5 | 0 | 0 | 0 | -3.6 | -20.80 |
| 青海 | -2 | -2 | -11.55 | -4 | 0 | 4.75 | 8 | -8 | -14.80 |
| 山东 | 167.34 | 125.8 | 137.15 | 221.8 | 152.6 | 322.64 | 226 | -57 | 1296.33 |
| 山西 | -42.75 | 7.2 | 8.8 | 41.9 | -7 | -22.44 | 45.8 | -5.3 | 26.20 |
| 陕西 | 52.9 | -57.1 | 46.55 | 18.6 | 9 | 6.42 | 34.5 | 2.8 | 113.67 |
| 上海 | 15.41 | -1.5 | 4.26 | 12.69 | 6.25 | 25.28 | 131.35 | -15 | 178.73 |
| 四川 | 126.82 | 167.79 | 154.59 | 118.1 | 175.03 | 183.73 | 134.3 | 35.54 | 1095.90 |
| 天津 | -96.76 | -42.23 | -116.18 | -54.2 | -131.77 | -219.05 | -165.72 | -49 | -874.91 |
| 西藏 | -1.95 | 10 | 0 | 20 | 10 | 0 | 25 | 0 | 63.06 |
| 新疆 | -46.82 | -2.65 | -19.28 | 6.72 | 22.5 | -38.69 | -16.16 | -5 | -99.38 |
| 云南 | 39.72 | -64.17 | -127.34 | -93.7 | 20.8 | -64.71 | -75.37 | -44 | -408.77 |
| 浙江 | 371.5 | 335.54 | 136.88 | 710.73 | 204.13 | 658.87 | 568.12 | -51 | 2934.77 |
| 重庆 | 12.84 | -43.02 | -73.01 | 138.87 | 26.96 | -29.61 | 88.19 | -4.28 | 116.94 |

资料来源：wind，中信证券研究部，注：2021 年 5 月为截止 5 月 12 日数据。

2021 年以来各等级期限城投债发行价格相较去年均有所上行。整理 2021 年以来不同期限和级别发行价格的变化来看，我们发现各等级期限均相较去年均有所上行，其中高等级和 1 年以内发行利率也上行至 3% 以上。

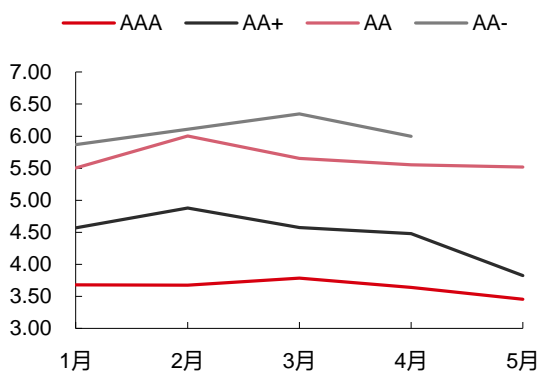
表 11：2021 年不同等级对应不同期限的城投债发行价格的平均值（%）

| 等级/久期 | ≤1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 12 | 15 | 18 | 20 |
|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| AAA | 3.07 | 4.27 | 4.09 | | 4.06 | | 4.22 | 4.41 | 4.08 | 4.26 | | 4.19 | | 4.47 |
| AA+ | 3.57 | 5.54 | 4.83 | 4.51 | 4.82 | 4.26 | 4.95 | | 4.8 | 4.8 | 4.67 | 4.67 | 4.53 | |
| AA | 4.15 | 5.58 | 5.71 | 6.5 | 5.88 | | 5.98 | | 5.73 | 6.27 | 5.23 | | | |
| AA- | | | 5.45 | | 6.22 | | 5.96 | | | | | | | |

资料来源：Wind，中信证券研究部（截至 2021 年 4 月 30 日）

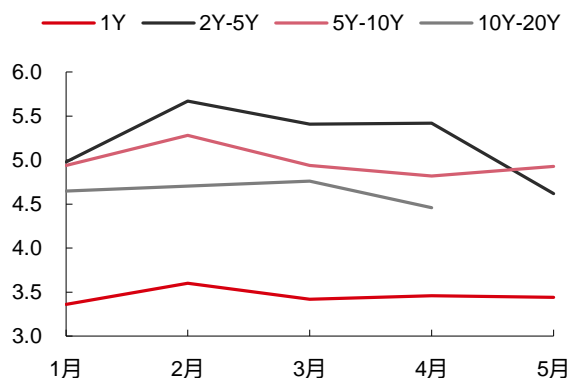
城投利差终将走向分化，择券思路应遵循基本面逻辑。随着经济逐步企稳，逆周期调节逐渐褪去，城投面临的政策环境也将再度迎来考验：国常会提出降低政府债务率，直指隐性债务管控；国务院国资委下发地方国企债务管控指导意见，同样指出要保持合理债务水平；财政部表态下市场对“失去清偿能力”的理解见仁见智。总的来说，逆周期调节和疫情下迟到的城投政策收紧似乎要来了，也预示城投债估值风险正在加大。但不可否认，经历了 08 年以来的多轮政策周期，市场投研已走向成熟，区域利差也将持续分化。

图 88：2021 年不同等级城投债发行价格的变化（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部（截至 2021 年 4 月 30 日）

图 89：2021 年不同期限城投债发行价格的变化（%）

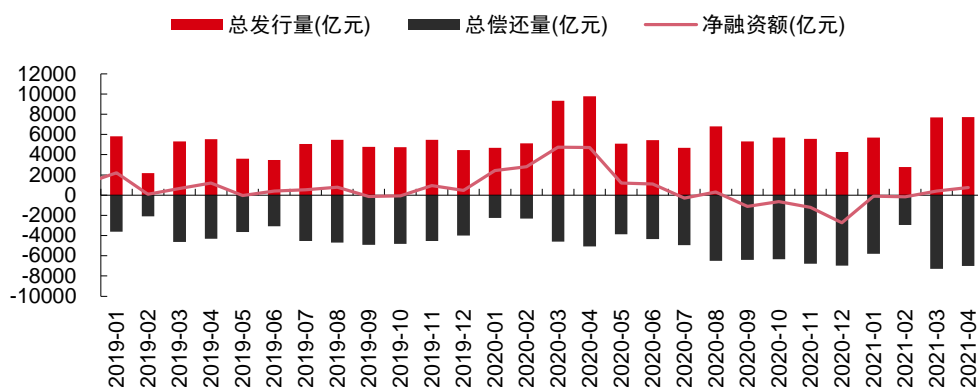


资料来源：Wind，中信证券研究部（截至 2021 年 4 月 30 日）

产业债：国民分化

产业债一级市场逐渐复苏。2021 年 1~2 月，产业债一级市场不温不火，两月分别净偿还 116 亿元和 171 亿元，彼时市场一度担忧 3~4 月到期高峰能否被有效应对。2021 年 3 月和 4 月，产业债的到期偿还规模分别为 7296 亿元和 6996 亿元，共同构成年内的到期高峰，但在平稳的资金面呵护下，3~4 月产业债发行规模同样较大，很好地对冲了到期的压力，3 月和 4 月分别实现 397 亿元和 741 亿元的净融资。总的来说，2021 年 1~4 月产业债一级市场呈现复苏态势。

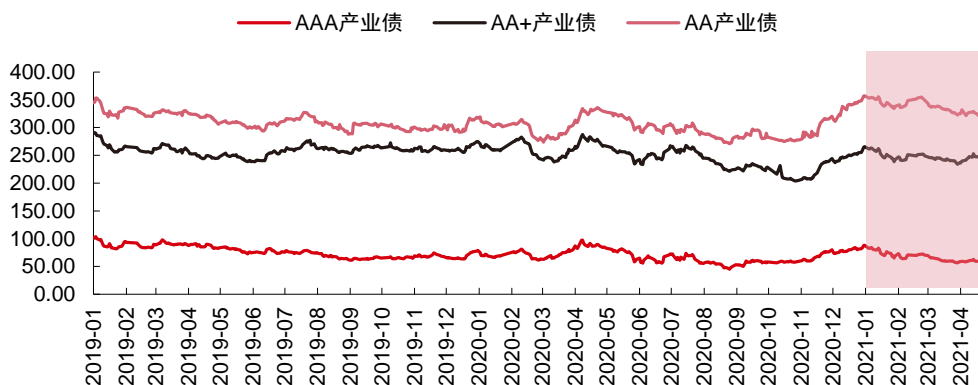
图 90：产业债发行、到期、净融资



资料来源：Wind，中信证券研究部

产业债信用利差整体下行，4 月以来出现“K”型走势。2021 年 1~4 月，各评级产业债的信用利差整体下行，AAA/AA+/AA 分别较去年末下降 27/11/24bps。经历了 2020 年末的超预期违约冲击后，今年年初以来产业债市场有所恢复。不过值得关注的是，4 月开始，高等级产业债利差继续低位运行，但中低等级产业债利差则开始反弹，整体出现“K”型走势。

图 91：产业债信用利差走势

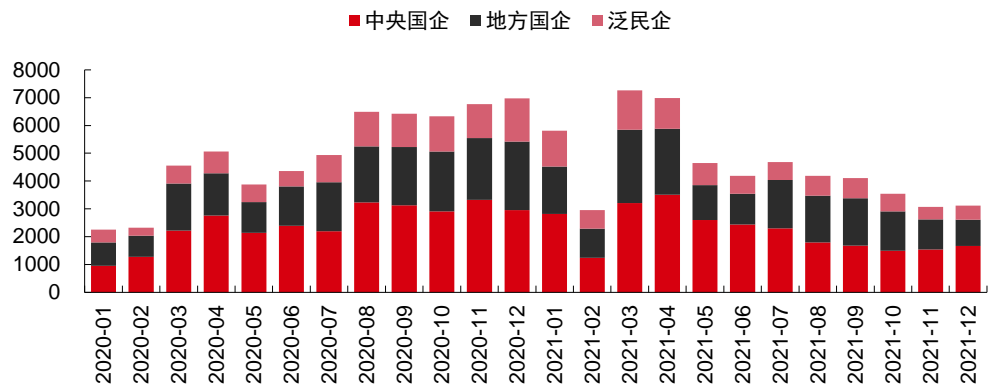


资料来源：Wind，中信证券研究部

国有企业在产业债中占据主导地位。截至 2021 年 4 月 30 日，存量产业债规模合计 13.2 万亿元，根据企业性质划分，中央国企和地方国企分别占 43.1% 和 42.3%，处于绝对的主导地位，而包含民营企业、外资企业等在内的泛民企占比仅为 14.6%。

产业债接下来的到期压力不大。2021 年 5 月开始，产业债的到期压力明显减少，月度到期规模从 5 月的 4650 亿元逐渐递减至 12 月的 3115 亿元，明显低于之前月份的规模。从企业性质来看，央企占比最高，地方国企次之，民企比重最低，与存量分布的特点一致。

图 92：产业债到期规模（亿元）



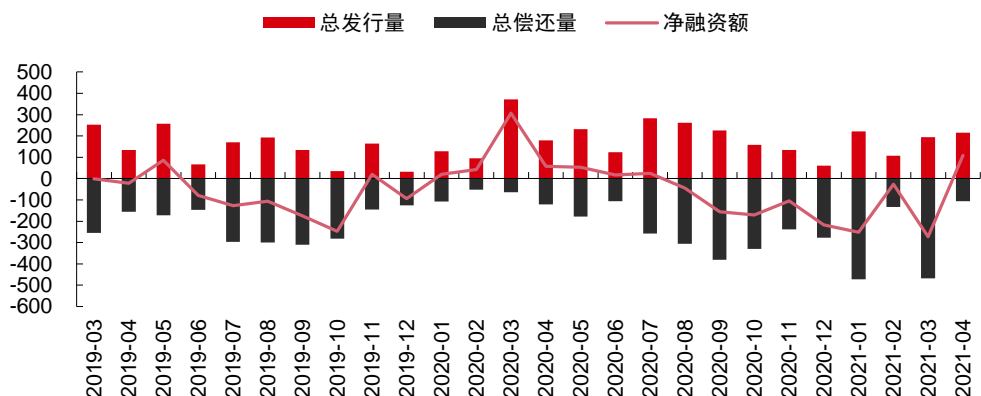
资料来源：Wind，中信证券研究部

市场需要理性和多元化的投资，部分被市场错杀的债券值得审慎关注。近年来民营制造企业与国企联姻，越来越多的国资入驻民营制造业，一方面，联姻后的民企拥有了国企背景，仰仗国企的背景和资源，双方互补合作；另一方面，留存下来的民营制造业具有一定幸存者价值，往往竞争力较强、盈利能力较好。综合来看，在制造业回升、城投扎堆的环境下，产业债具备更高的投资价值。而聚焦行业，煤炭、化工、有色等产业也呈现较好的发展势头。市场需要多元化的投资，风险过后，市场也会从情绪化主导的投资过渡到基本面角度，短期泥沙俱下后，信用市场更需要理性投资。

地产债：调控趋严

2021 年房地产调控继续。2021 年初，伴随着“就地过年”的倡导，一线城市“就地看房”的需求增加。2 月末引发讨论最多的政策是集中供地，政策意图或是通过统筹供给来控制地价，但从实际出让结果来看，部分城市的溢价率反而有所冲高。3 月开始，对于经营贷违规流入房地产的排查全面铺开，3 月 26 日银保监会、住建部和央行联合发布《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》，坚决打击经营用途贷款违规流入房地产领域的违法违规行为。总的来说，2021 年房地产市场仍然表现了较强的韧性，但与此同时政策的收紧也非常坚定，尤其是涉及融资相关。

图 93：民营房企债发行、到期、净融资（单位：亿元）

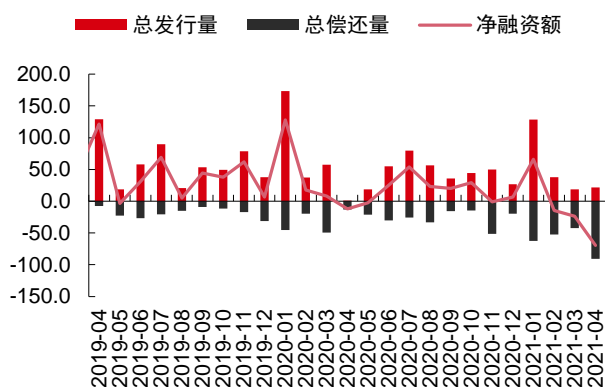


资料来源：Wind，中信证券研究部

地产债净融资转正，但全局视角下房企依然在降杠杆。债券融资方面，我们关注民企地产债的一级市场表现，2021 年 4 月新发规模为 215 亿元，净融资 109 亿元，结束了 2020 年 8 月以来连续净偿还状态。从 1~4 月的整体情况来看，民企地产债依然呈现“入不敷出”境况。

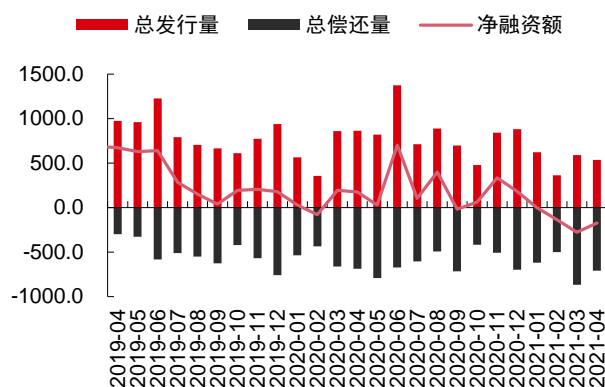
美元债和信托融资继续失血。从其他融资渠道来看，4 月中资美元地产债遇阻，或与华融事件冲击有关。全月发行规模 21.5 亿美元，净偿还 69.3 亿美元。信托融资方面，4 月房地产信托成立规模同样小于预计到期规模，净偿还 173 亿元。

图 94：中资美元地产债发行、到期、净融资（单位：亿美元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 95：房地产信托发行、到期、净融资（单位：亿元）



资料来源：用益信托网，中信证券研究部

房企利差同样呈现“K”型走势。跟踪房企利差表现，我们发现 2021 年以来主体利差超过 1000bps 的房企有 3 个，分别是富力地产、蓝光发展和中国恒大。从分位数水平来看，高资质房企在 2021 年迎来利差的进一步压缩，利差分位数水平多在 10% 以下。中等资质房企则各奔东西，旭辉、滨江、中骏等房企利差压缩明显，华发、世贸、融信等房企则利差抬升。低资质房企更是普遍利差上行，利差分位数多在 50% 以上。近年来“三道红线”、“贷款集中度”、“供地两集中”等政策连续出台，政策效果的交集直指行业集中度提升，地产投资内卷仍在持续。

表 12：Top50 房企主体利差（bps）

| 房企 | 2021-1-4 | 2021-3-31 | 2021-4-30 | 月度变动 | 年初至今 | 当前分位数 |
|------|----------|-----------|-----------|------|------|-------|
| 华侨城 | 52 | 39 | 41 | 2 | -11 | 7.2% |
| 招商蛇口 | 54 | 41 | 42 | 1 | -13 | 4.8% |
| 万科地产 | 84 | 42 | 45 | 3 | -39 | 6.1% |
| 保利发展 | 67 | 41 | 46 | 5 | -21 | 12.1% |
| 华润置地 | 60 | 38 | 46 | 8 | -13 | 8.9% |
| 中国金茂 | 61 | 43 | 47 | 4 | -13 | 6.5% |
| 中海地产 | 61 | 45 | 50 | 5 | -11 | 31.9% |
| 龙湖集团 | 109 | 55 | 56 | 1 | -52 | 2.9% |
| 中国铁建 | 94 | 63 | 59 | -3 | -35 | 1.7% |
| 远洋集团 | 84 | 56 | 60 | 5 | -23 | 9.2% |
| 建发房产 | 104 | 65 | 65 | 0 | -40 | 4.6% |
| 金地集团 | 87 | 58 | 71 | 14 | -16 | 60.1% |

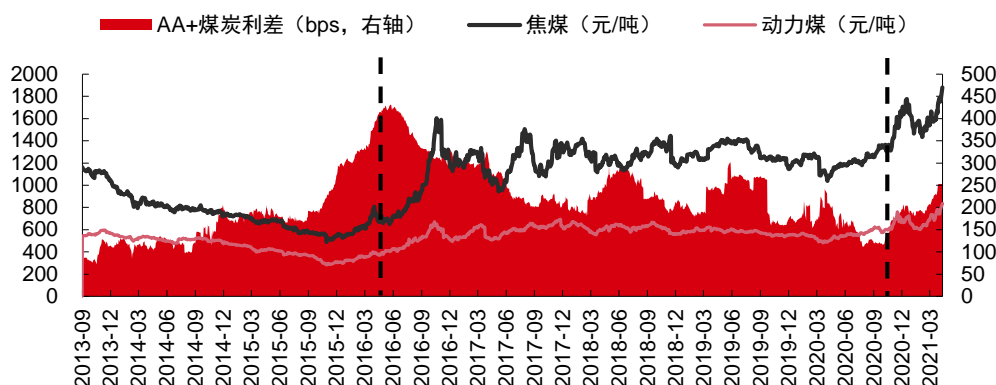
| 房企 | 2021-1-4 | 2021-3-31 | 2021-4-30 | 月度变动 | 年初至今 | 当前分位数 |
|------|----------|-----------|-----------|------|------|-------|
| 绿城中国 | 120 | 81 | 80 | -1 | -40 | 10.9% |
| 旭辉集团 | 155 | 120 | 120 | 0 | -36 | 8.0% |
| 碧桂园 | 124 | 145 | 126 | -19 | 2 | 16.7% |
| 滨江集团 | 160 | 123 | 128 | 6 | -32 | 35.5% |
| 美的置业 | 158 | 163 | 166 | 4 | 8 | 37.7% |
| 华发股份 | 123 | 143 | 170 | 27 | 47 | 99.4% |
| 龙光集团 | 174 | 157 | 174 | 17 | 1 | 58.2% |
| 世茂集团 | 154 | 180 | 201 | 21 | 47 | 99.3% |
| 中骏集团 | 254 | 231 | 228 | -3 | -25 | 25.4% |
| 时代中国 | 240 | 237 | 250 | 13 | 11 | 29.2% |
| 金科集团 | 320 | 315 | 305 | -11 | -15 | 19.4% |
| 新城控股 | 340 | 315 | 320 | 4 | -20 | 50.6% |
| 融信集团 | 300 | 327 | 342 | 15 | 42 | 44.6% |
| 融创中国 | 294 | 375 | 351 | -24 | 57 | 75.9% |
| 宝龙地产 | 348 | 348 | 356 | 8 | 8 | 44.1% |
| 奥园集团 | 348 | 339 | 365 | 26 | 17 | 48.4% |
| 正荣集团 | 374 | 372 | 371 | -1 | -3 | 39.0% |
| 卓越集团 | 407 | 400 | 403 | 4 | -4 | 88.4% |
| 中南置地 | 542 | 461 | 460 | -1 | -82 | 49.1% |
| 金辉集团 | 533 | 490 | 488 | -1 | -45 | 56.5% |
| 融侨集团 | 496 | 493 | 494 | 0 | -2 | 95.0% |
| 荣盛发展 | 456 | 481 | 507 | 26 | 51 | 68.0% |
| 合景泰富 | 365 | 455 | 536 | 81 | 171 | 98.7% |
| 阳光城 | 479 | 519 | 546 | 27 | 67 | 99.4% |
| 禹洲集团 | 273 | 418 | 602 | 184 | 329 | 98.4% |
| 富力地产 | 1814 | 1365 | 1085 | -280 | -729 | 64.4% |
| 蓝光发展 | 636 | 682 | 1150 | 467 | 513 | 99.8% |
| 中国恒大 | 1707 | 1773 | 1946 | 173 | 239 | 98.7% |

资料来源：Wind，中信证券研究部，以上样本为权益销售排名前 50 的房企

煤炭债：取舍两难

煤炭价格对利差的指导意义开始失效。2021 年之前，煤炭行业利差呈现两段走势，2013~2016 年上半年，商品处于漫漫熊市，煤炭价格一路下跌，期间煤炭行业利差也持续上行，尤其是 2015 年下半年开始，随着个别煤企的违约，资金开始撤离该板块乃至整个过剩产能领域，行业利差大幅飙升。但随着山西政府领导进京路演，以及去产能带来的煤价上涨，煤炭行业利差也从 2016 年下半年开始持续下行。总的来说，2013~2020 年煤炭价格和煤炭行业利差呈现一定负相关性。但从 2021 年开始，煤炭价格持续上扬，与此相对应的是煤炭行业利差也在上升，两者的负相关性似乎被打破。

图 96：煤炭期货结算价(活跃合约) vs AA+煤炭利差



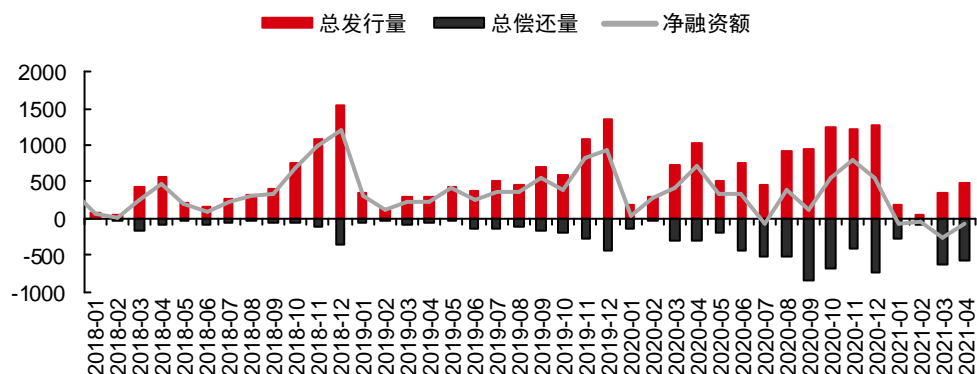
资料来源：Wind，中信证券研究部

永煤超预期违约是打入木桩的楔子，但也应看到地方政府的背书以及基本面的回升。2021 年以来煤炭价格和煤炭行业利差的脱钩仍可溯源至 2020 年末永煤的超预期违约。虽然煤炭行业恢复元气需要时日，但积极的信号逐渐增加，首先是地方政府的背书很努力，河北、山西都有托底煤企信用的举措；其次是煤炭价格确实在上涨；第三点是行业最艰难的时刻已经度过，实际上在永煤违约之后，煤炭行业融资渠道骤然收紧，且到期压力大，但却并未出现更多的违约。当前基于区域重要性的判断和行业基本面的利好循序渐进地做小加法，是可取之策。

永续债：存量博弈

2021 年企业永续债开启净偿还模式。据 21 世纪经济报道，国资委近期下发《关于报送地方国有企业债务风险管控情况的通知》，权益类永续债占净资产比例原则上不超过 40%，永续债用于降低企业杠杆率的历史任务基本宣告结束，企业永续债进入存量时代。2021 年 1~4 月，企业永续债每月均处于净偿还状态，是该品种诞生以来从未出现的现象。市场不会继续扩容，另一方面也意味着后续供给压力不大，存量债反而有稀缺性。

图 97：企业永续债发行与到期时间序列（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

企业永续债品种利差底部横盘。2020 年下半年以来，永续债品种利差进入区间震荡，且箱体逐渐收敛。在年初缺资产的大环境下，机构倾向于向品种要收益，永续债的品种利差逐渐压缩，目前处在 50bps 左右。我们认为随着永续债一级市场的缩量，存量高等级永续债的稀缺性将增强，品种利差不具备大幅反弹的条件，但资本利得的机会已经很小，更应从绝对收益角度去衡量配置价值。

资本债：市场新贵

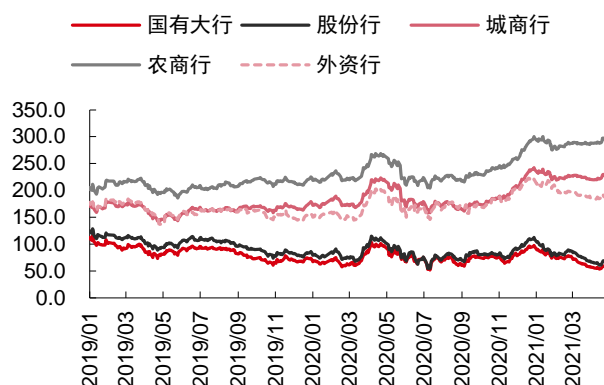
2021 年初“优质资产荒”，大行资本债备受追捧。2020 年末的超预期违约事件导致产业债根基动摇，与此同时，大量的到期也释放了充分的配置仓位，这些资金只能转投其他安全资产，而大行资本债作为有安全边际，又有超额收益的品种，受到格外的追捧，国股行永续债、二级债利差一路下行，压缩至历史低位。

图 98：银行永续债绝对利差-分主体类型（bps）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 99：二级资本债绝对利差-分主体类型（bps）



资料来源：Wind，中信证券研究部

后续关注供给压力和需求收缩。和企业永续债有所不同，银行永续债的供需关系可能是个潜在的不利因素，银行补充资本的诉求依然很强，而需求端则随时受到现金理财新规落地预期的压制，一旦供需失衡，利差很难维持在如此低的位置。

信用策略：跟随抱团 VS 人弃我取

多空博弈下的拉锯行情。一方面疫情后周期下经济与实体传导慢热，同时上游产品价格抬升对下游盈利递延并不通畅。从另外一方面来看，融资环境尤其是银行端态度较为积极，非银投资机构更多处于观望态势。从发行人自身来说，经过过去杠杆和逆周期下融资环境大幅波动的冲击之后，自身的债务和流动性管理意识明显增强。很多发行人通过资产结构调整积极谋求资产和负债的再平衡，同时谨慎地进行到期债务的融资接续，但债券发行人与机构投资人之间的沟通仍需要磨合。

期待中短久期骑乘效应。在一致性规避风险，信用抱团的过程中，中高等级信用利差基本上都已低于 20% 以下的历史分位数水平，尤其是短端信用利差更是基本处在 10% 以下的分位数。但与此同时，中低等级利差分化巨大，市场走出 K 字形态，也反应资金投向

低等级信用债规模极为有限。从信用债收益率表现来看，曲线结构有所变化，3Y 左右品种表现突出，在票息策略进退维谷的场景下性价比显现。

在分化行情中博取收益。（1）虽然经济复苏在望，但对实体传导慢热，因而不宜进行过度下沉，也不适合向盈利尚待修复的主体掉头。（2）不同于逆周期下中低等级城投的估值压缩、供给侧改革后的过剩债券修复、去库存下的房企大涨等机会，2021 年板块性行情渐行渐远，下半年更需要关注高等级债稳配置行情或情绪错杀下估值分化的机遇。

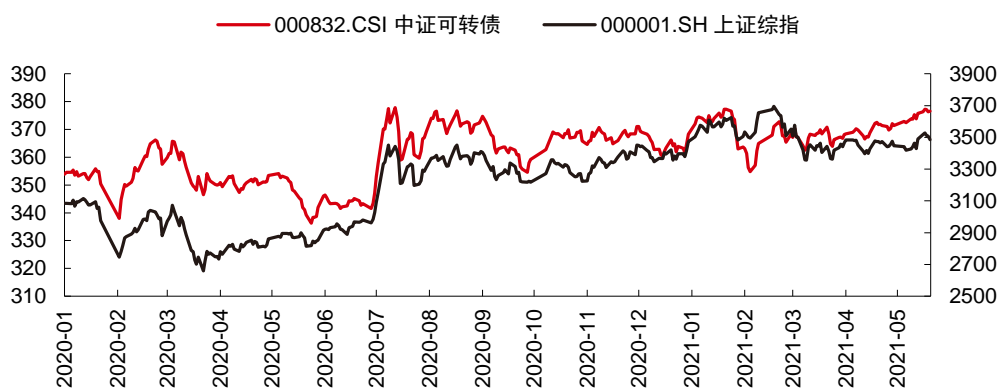
■ 可转债：蛰伏后现曙光

市场回顾

转债市场逆势走强

截至 2021 年 5 月 21 日，中证转债指数报收于 376.60 点，年内上涨 2.25%。从今年同期来看，主要股票宽基指数涨跌各现，转债指数的表现更为强势。同样可转债指数（正股指数）年内下跌 0.16%，实际上转债指数与股票指数的背离从去年来看已经出现，去年中证转债指数小幅上行，而股指则是走出一波小牛市。这样的背离和转债指数中个券的权重、行业分布、转股溢价率走势等等密切相关。

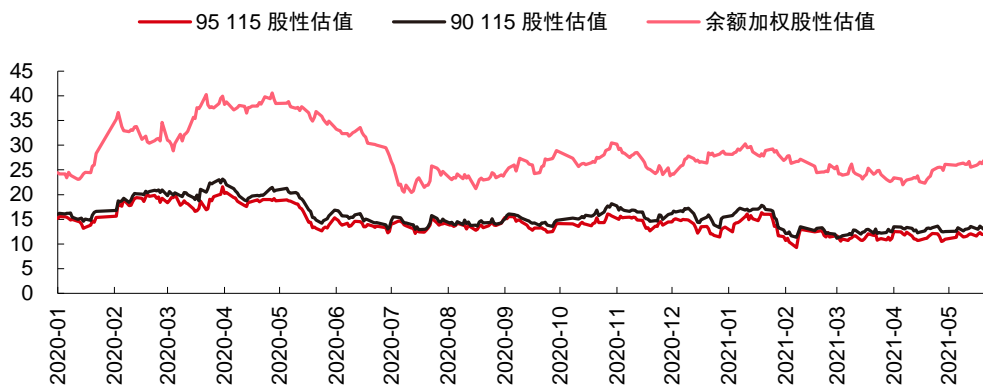
图 100：转债指数表现强势



资料来源：Wind，中信证券研究部

转股溢价率方面，余额加权转股溢价率由去年末的 28.21% 小幅压缩至 26.92%。我们重点关注的平价 90-115 元区间内可转债股性估值则由 15.15% 压缩至 12.99%。从两个维度来看转股溢价率在年内均呈现一定的压缩走势，市场情绪相比去年较为疲软。也进一步表明，转债指数的强势是来自正股驱动而非估值驱动，也从侧面印证了今年市场的逻辑主线在于正股。结合可转债指数年内表现，表明行情来自权重个券正股的强势表现推动，市场在正股层面存在分化进而在转债个券层面也存在分化。

图 101：股性估值小幅回落



资料来源：Wind，中信证券研究部

具体到个券层面，上半年新发行 46 支转债，退市 24 支转债，存量标的数量继续增长。下表列示了上半年至今表现较好的标的。

表 13：年内领涨转债个券

| 代码 | 简称 | 余额（亿） | YTD | 代码 | 简称 | 余额（亿） | YTD |
|-----------|------|-------|--------|-----------|-------|-------|-------|
| 113016.SH | 小康转债 | 6.04 | 236.28 | 127023.SZ | 华菱转 2 | 40.00 | 28.85 |
| 113527.SH | 维格转债 | 7.45 | 141.12 | 128025.SZ | 特一转债 | 2.99 | 28.68 |
| 123027.SZ | 蓝晓转债 | 1.08 | 124.33 | 110074.SH | 精达转债 | 7.87 | 28.39 |
| 113526.SH | 联泰转债 | 1.93 | 104.08 | 113580.SH | 康隆转债 | 0.41 | 28.22 |
| 113557.SH | 森特转债 | 6.00 | 95.72 | 128032.SZ | 双环转债 | 9.99 | 27.98 |
| 128030.SZ | 天康转债 | 0.97 | 73.16 | 123047.SZ | 久吾转债 | 1.99 | 26.72 |
| 128033.SZ | 迪龙转债 | 5.20 | 61.02 | 113034.SH | 滨化转债 | 19.32 | 26.46 |
| 123103.SZ | 震安转债 | 2.85 | 55.38 | 128128.SZ | 齐翔转 2 | 29.90 | 26.40 |
| 128111.SZ | 中矿转债 | 3.96 | 53.22 | 127018.SZ | 本钢转债 | 68.00 | 25.35 |
| 123030.SZ | 九洲转债 | 0.97 | 39.10 | 113559.SH | 永创转债 | 5.12 | 24.83 |
| 123046.SZ | 天铁转债 | 0.99 | 38.49 | 128085.SZ | 鸿达转债 | 24.19 | 24.17 |
| 127029.SZ | 中钢转债 | 9.60 | 38.37 | 128115.SZ | 巨星转债 | 9.73 | 22.10 |
| 113609.SH | 永安转债 | 8.86 | 32.05 | 128113.SZ | 比音转债 | 6.89 | 21.97 |
| 113025.SH | 明泰转债 | 13.34 | 30.67 | 127028.SZ | 英特转债 | 6.00 | 20.62 |
| 128093.SZ | 百川转债 | 5.20 | 29.95 | 123093.SZ | 金陵转债 | 2.50 | 19.65 |

资料来源：Wind，中信证券研究部

注：余额以年初与 20210521 孰高为准，YTD 截止日为 20210521 或已退市转债最后交易日

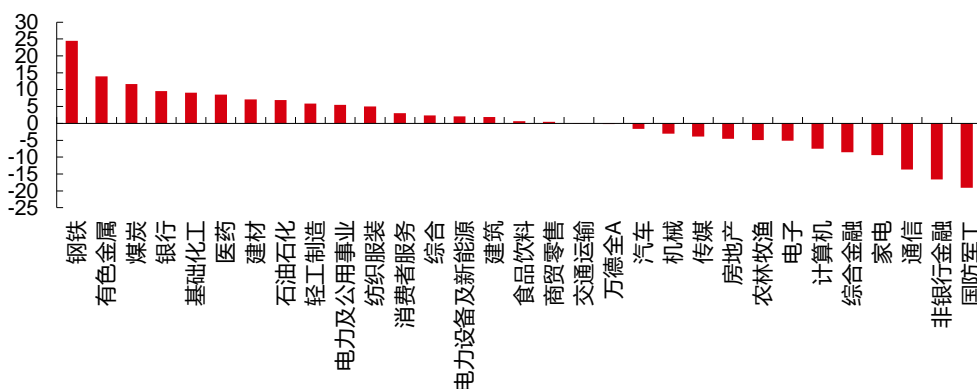
进一步观察权重个券的表现，在对应正股的推动下部分转债市场权重标的录得明显超越基准指数的正收益，这是今年指数强势表现的主要推动力量，尤以顺周期标的为主。上述转债权重标的正股分布与今年权益市场风格相吻合，这是推动今年转债指数走强的直接原因。

权益市场风格切换

回到权益市场，今年市场历经了较为明显的风格切换，总体的表现与去年也不可同日而语。春节是一个较为明显的分界线，节前白马蓝筹依旧处于抱团过程之中，呈现出较为明显的“一九”分化走势。但节后风云突变，抱团快速瓦解至今，低估值和中市值风格开始崭露头角。

从板块上来看，则是延续了去年下半年以来的周期大方向，但主要起舞的行业来到黑色系，结构上与去年有所不同。

图 102：2021 年以来（截至 5 月 21 日）周期领涨 A 股（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

策略回顾

今年初市场处于加速上行期，我们基于领先的债务周期见顶的信号，在报告《可转债周报 20210104—顺周期的下半场》中预判始于去年年中的周期行情正式进入下半场，需要提防市场波动与潜在的分化可能。

春节后市场进入高波动阶段，我们在《可转债周报 20210308—新的均衡》中提示市场需要时间在波动中寻找均衡，传统主线之余需要寻找新的机会。我们进一步在《可转债周报 20210406—扩散的结构》（兼二季度展望）中重申市场正在从旧主线向新主线过渡的阶段，转债的价值在于提前布局与埋伏。进而在《可转债周报 20210510—寻找 alpha 的阶段》中再次明确当前市场结构性机会开始增大，alpha 收益并不缺乏。

总体而言，上半年市场的波动与分歧逐渐增大，机会更为扩散，自下而上的重要性显著抬升。

2021H2 可转债策略展望：蛰伏后现曙光

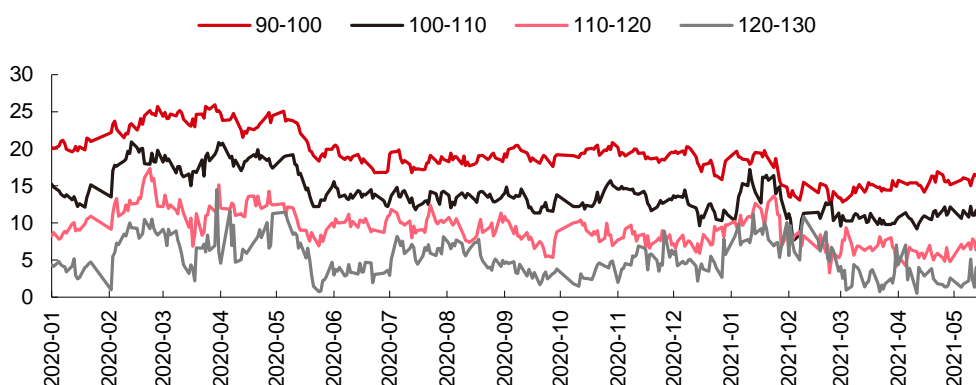
从去年下半年开始随着估值水平回归到合理区间之内，转债市场持续处于正股驱动模式之中，这一趋势将会延续到下半年。

我们先观察转债市场的估值指标，上半年转债市场的估值总体呈现小幅压缩的态势，但是指数却取得了正收益，这表明正股的上涨对冲了估值的收缩压力。随着弹性的进一步

增大，转债市场的正股驱动会愈发明显，我们观测到当前市场的估值水平中枢明显下移，部分 120 元附近的转债的溢价率水平来到个位数，部分新券上市的溢价率水平也处于个位数，虽然一方面反应了投资者情绪不及去年，但反过来提高了市场弹性，可以更好地分享正股红利，这将成为下半年转债市场获取收益的基础。

更值得关注的是，市场不同平价区间内的股性估值变化趋势并不相似，高价标的的股性估值压缩比低价标的更为显著。例如平价 120-130 元区间内的股性估值压缩幅度较大，而 100-110 元区间的股性估值则变化有限。

图 103：不同平价区间内的股性估值（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

正股角度来看，上半年另一个值得重视的信号则是市场节奏的变化，背后涉及到风格的切换。这些变化都贯穿着自上而下的逻辑。触发因素来自于广义流动性的拐点，我们在去年年度策略展望中已经强调当时债务周期的拐点已经出现，虽然市场受到资金等因素（主要是基金的持续火热发行）的推动展开了火爆的春季躁动行情，但是紧信用的压力只会迟到不会缺席，信用收紧直接冲击了估值敏感的行业，因此不仅白马股很“受伤”，高估值的创业板个股也同样备受冲击，市场风格向低估值切换。然而从趋势上来看，紧信用的压力在上半年最为明显，月度金融数据正在不断佐证这一趋势，4 月宏观杠杆率回落幅度为本轮之最，正向看快速收紧的广义流动性对风险资产形成压力，但反过来看广义流动性料将在下半年企稳，后续的压力将会明显缓和。

因此风险资产在下半年的节奏变化同样值得重视，我们预计风险资产的估值压力有望在四季度附近缓解，此时估值敏感类的行业可能存在更好的机会。而下半年盈利增速会呈现逐步回落的趋势，其驱动力相比上半年会有所减弱。进一步看收紧的流动性压制了市场的波动水平，并不利于转债的估值扩张，这一趋势在下半年可能也会有所变化，转债股性估值弹性有望发挥更为正面的作用。

将估值的判断与正股节奏的展望相结合，下半年我们判断转债市场在历经蛰伏后望现曙光。

总体而言下半年的风险资产也会历经波折，映射到转债市场我们需要寻找三大核心因素的平衡：正股估值，正股盈利预期和转债估值水平。

正股角度我们寻找估值和盈利增速预期相匹配的标的，基于估值分位数和盈利弹性的角度而言，我们重点在中小市值标的中进行挖掘。

从盈利角度出发是 alpha 最直接的映射，我们重点在下述方向中寻找标的。

1、周期分化，寻找穿越周期的选择。需要满足供给偏紧的格局，需求持续抬升的逻辑，预计机会将会明显较上半年收缩。如果结合转债标的来看，考虑到正股覆盖面、转债赎回可能性等等，这一方向值得参与的标的数量已经明显减少。进一步而言我们担心接近年底的阶段商品价格回调的风险进而带来周期板块标的的高波动。

2、疫情退出逻辑。叠加国内五一小长假的火爆情形，疫情退出交易逻辑进一步强化，后续随着海外疫情的进一步缓和，这一逻辑仍旧有着潜在利好刺激。需要指出的是近期海外疫情的反复并不改变趋势，这一趋势下我们进一步关注后续消费端的修复持续性。

3、高端制造业。当下全球疫情的结构不平衡可能会进一步提升制造业的盈利弹性，海外部分发展中国家的疫情控制效果远弱于发达国家，会冲击这些经济体在全球产业链分工中的地位，而作为“全球工厂”的中国制造业可能会迎来更多的转移需求，主要逻辑方向从国产替代与技术升级两大角度去考察，重点关注汽车零部件、新能源、TMT、医药工业等板块。

4、正股估值角度而言，当前仍旧聚焦到低估值领域，但下半年估值敏感行业有望迎来转机。这一变化的核心在于通胀水平，建议在商品价格赶顶的阶段逐步增加配置估值敏感行业的机会，我们判断下半年将会出现这样一个切换的时点。

随着当前利率已经从顶部回落，我们预计转债市场的估值水平也可能有所改善，虽然市场反应有所滞后，但是趋势仍然是明确的。。

总体而言，下半年从周期旧主线向新主线切换，结合正股估值、转债估值、转债价格三大核心要素择券，把握估值弹性的潜在机会。重点关注下述核心标的：东财转 3、韦尔转债、旗滨转债、奥佳转债、火炬转债、福 20 转债、恩捷转债、太阳转债、苏银转债、星宇转债、南航转债、双环转债、美诺转债、旺能转债、骆驼转债、利尔转债、永冠转债、天能转债。

风险因素

市场流动性大幅波动，宏观经济增速不如预期，无风险利率大幅波动，正股股价超预期波动。

分析师声明

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

评级说明

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

其他声明

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

法律主体声明

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

针对不同司法管辖区的声明

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

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

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

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

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

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

一般性声明

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

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

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

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

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。