

转换的宏观矛盾，不变的波动区间

华泰研究

2021 年 5 月 23 日 | 中国内地

中期策略

核心观点

上半年宏观经济与政策、供求背离，“货币稳+财政后置+局部信用收缩”组合导致投资者看空做多，曲线陡峭。下半年，市场对宏观动能逐步弱化的预期较为一致，但经济结构更平衡，且有财政适度发力、信贷条件放松对冲，债市大概率难以摆脱震荡市。地方债发行节奏是重要变量，同业存单利率大概率继续围绕着 MLF 波动，美联储 QE 退出是热点话题，摊余成本法债基专户、理财整改可能放大波动。我们判断十年期国债的主要运行区间在 3.0-3.35% 之间，短期市场有惯性，三季度不利因素偏多，曲线逐步平坦。

宏观经济：错位复苏是底色

疫情和疫苗仍是理解下半年经济走势的关键，从比拼疫情防控到比拼率先打开国门，复苏或沿着“中国-美国-欧洲-南美印度”顺序展开。美国全民免疫叠加“拜登经济学”刺激，下半年或走向过热，通胀压力较大，预计传达退出 QE 信号并在明年初正式启动。中国正处在复苏深化阶段，动能将由“外冷内热”变得更加平衡，二季度有望在消费制造业投资驱动下改善，四季度可能出口与地产弱化拖累经济放缓，而财政后置发力、基建可能适度托底。国内 PPI 短期高企、CPI 涨势温和，尚不构成政策转向担忧。

供求分析：欠配的解药是地方债？

今年的欠配是如何形成的？第一，地方债发行节奏后置。第二，局部信用收缩导致非标等供给减少。第三，弱资质主体市场没有接受度甚至“一刀切”。此外，投资者年初普遍的谨慎心态也导致配置节奏较慢。相比之下，机构扩表的速度未见放缓，配债需求仍强。下半年来看，债市供求紧张程度可能不及上半年。供给端地方债、地产非标等供给可能提速。需求端，股市如果缺少赚钱效应，有利于债券产品，但债基收益率也难以支撑大规模扩张。理财进入整改收尾期，还存在较大变数，中美利差收窄对外需求可能略不利。重点关注现金管理类理财正式稿、摊余成本法专户规模等。

货币政策与流动性：提防外部冲击

今年上半年政策组合表现为“货币稳+财政后置+局部信用收缩”，4 月份前货币政策整体处于“舒适区”。后续货币政策将面临三个重要变化：一是宏观目标兼顾难度增大。二是资金面转向主动补缺。三是美联储 Taper QE 预期渐起。展望下半年，货币政策仍将以内为主，但如果内外因素交织，不排除公开市场操作转为“控价保量”。避免通胀预期要求资金面不能过度宽松，降准降息可能性仍不大。如果债务风险出现，可以短暂的转为危机模式。下半年狭义流动性继续处于中性水平，回购利率中枢预计略有上行。社融全年增速可能降至 11% 左右，实体流动性整体充裕。股市流动性“由奢入俭”。

下半年展望：跟随经济还是供求的脚步？

债市还难以摆脱区间震荡，十年国债核心运行区间可能在 3.0-3.35% 之间，3.1-3.2% 仍算合理区域。节奏方面：三季度基本面和通胀等导致债市可能面临一定的挑战，四季度较为复杂。存单利率如果低于 MLF10BP 需要警惕风险，如果超过 20bp 投资者可以更为积极。而社融增速、中美摩擦等可能引发市场交易性机会。曲线形态逐步走向平坦的概率偏高。策略上：3.0% 以下边打边撤，接近 3.3% 把握配置机会。在利率整体波动不大的背景下，高票息仍具备优势，建议保持中性杠杆，把握曲线平坦机会。继续挖掘绩优短久期产业债、弱区域主流国企和城投机会，ABS 等仍受到较多关注。

风险提示：中美摩擦、疫情反复、信用收缩。

研究员	张继强
SAC No. S0570518110002	zhangjiqiang@htsc.com
SFC No. AMB145	
研究员	芦哲
SAC No. S0570518120004	luzhe@htsc.com
研究员	仇文竹
SAC No. S0570521050002	qiuwenzhu@htsc.com
联系人	张大为
SAC No. S0570119080165	zhangdawei@htsc.com
联系人	吴宇航
SAC No. S0570119090051	wuyuhang@htsc.com

华泰证券 2021 年度中期投资峰会

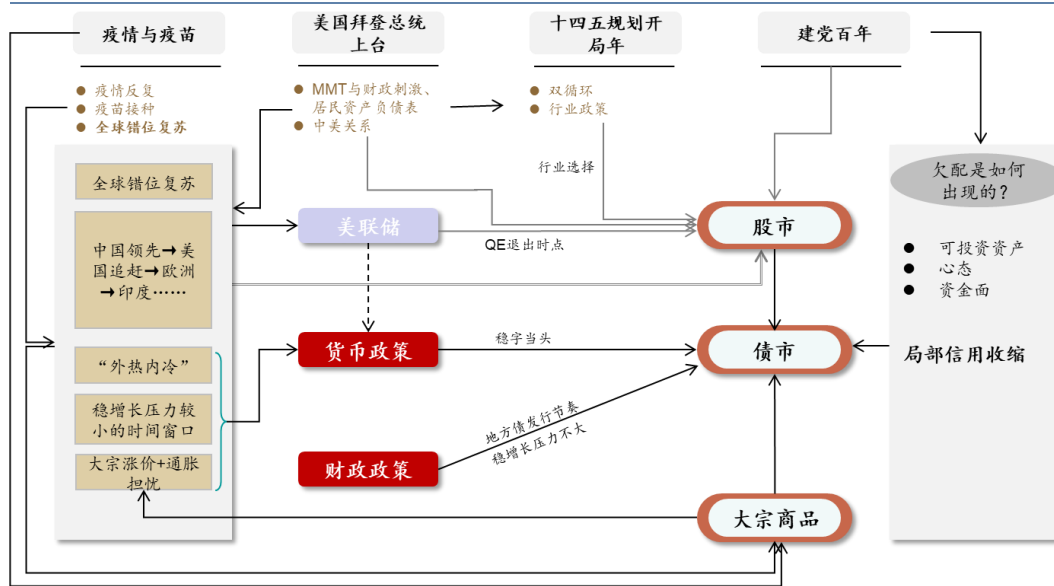


正文目录

宏观经济：错位复苏是底色	3
从比拼疫情管控到开放国门	3
美国经济：当全民免疫遇到拜登经济学	5
美国经济复苏的动力来源：全民免疫与拜登经济学	5
美国经济：服务消费修复将是新亮点	8
美国经济：供给瓶颈的三个层面	12
Taper QE 信号将逐步加强	15
中国经济：动能放缓但更平衡	16
外需动能或维持至三季度	16
逆周期力量中的地产数据扰动大、基建适时托底	18
内需顺周期动能改善	19
信用周期与复苏动能	21
三驾马车看经济节奏	22
通胀：成因决定应对思路	23
大宗涨价的四层推力：供求错位是核心	23
大宗周期何时能见顶？	24
中美通胀压力怎么看？	26
供求分析：欠配的解药是地方债？	28
地方债发行后置+局部信用收缩=缺资产	28
从财政后置到利率债供给增加	30
货币政策与流动性：提防外部冲击	33
上半年政策组合：货币稳+财政后置+局部信用收缩	33
货币政策摆布难度增大与资金宽松之谜	33
央行会如何应对当下的大宗涨价和通胀？	36
下半年货币政策展望：内部主动投放，外部提防压力	37
流动性展望：股债状况不同，提防外部冲击	39
下半年展望：跟随经济还是供求的脚步？	42
2019 年底波动时代的延续	42
宏观指引与中观供求的背离和“误导”	42
当前的利率水平如何？	43
MLF-同业存单仍是定价重要的“锚”	45
债市的结构性机会是超额回报的主要来源	46
哪些因素可能超预期？	48
策略建议	49
风险提示	51

宏观经济：错位复苏是底色

图表1： 2021 年的宏观及市场主线

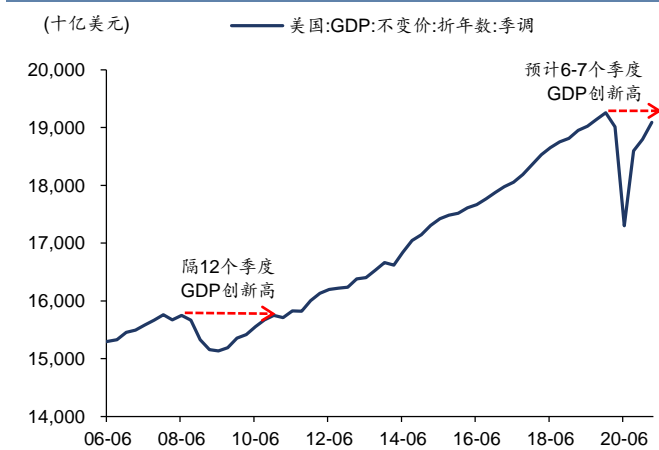


资料来源：华泰研究

从比拼疫情管控到开放国门

疫情危机的性质不同于传统金融危机，是经济的停摆和重启，因此衰退和复苏时期都更短、经济波动也更剧烈。2008年全球金融危机是内生性系统风险的链式扩散，对企业和居民资产负债表带来严重冲击，修复资产负债表并重建信心的进程恢复缓慢，尤其是危机发源地美国，过了近3年经济才回到危机前的水平。而本次疫情危机主要是物理层面影响了企业生产和居民消费等活动，造成经济“停滞”，因此短期衰退幅度更大，但凭借大规模财政刺激，微观主体资产负债表依然健康，一旦疫情消退，消费场景和生产条件等微观基础恢复，经济也更快反弹，经济周期的象限切换表现出加速现象。

图表2： 疫情危机衰退程度更大、恢复速度更快



资料来源：Wind，华泰研究

图表3： 疫情危机期间，微观主体资产负债表健康

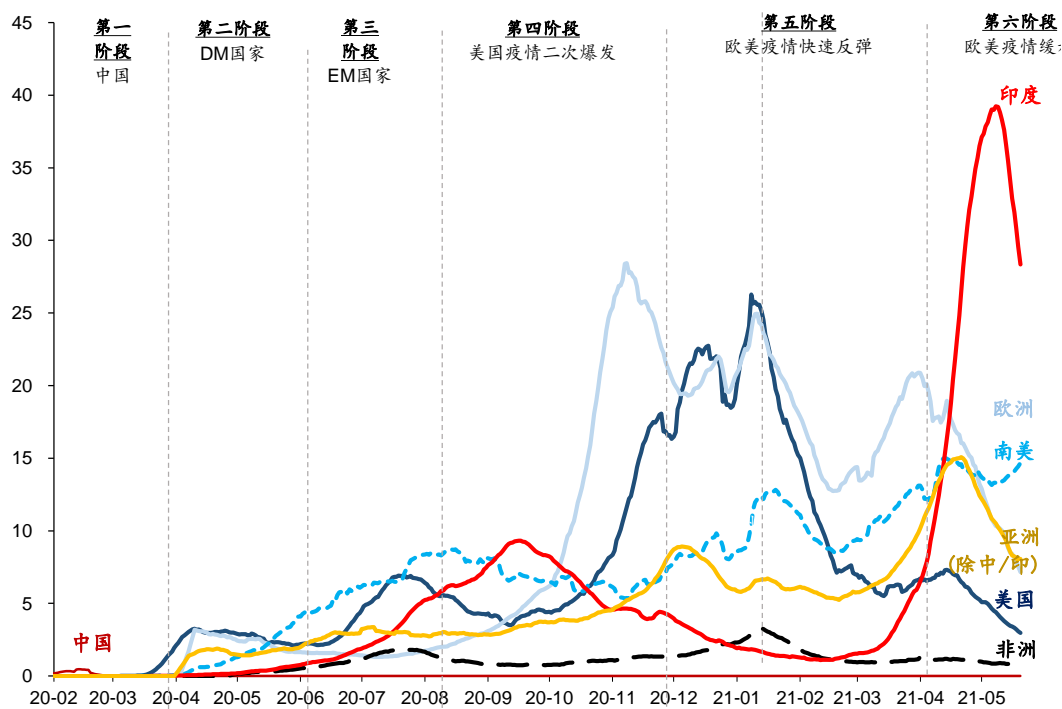


资料来源：Wind，华泰研究

短期比疫情控制，中期比谁能更早开放国门。短期看，中国继续凭借体制优势和民众配合，仍是全球疫情管控最好的优等生。美国在快速接种疫苗之后，疫情逐步平息。印度疫情仍处于爆发期，南美疫情仍较为严重，欧洲略有好转。中期看，谁能更快的开放国门将是最重要的议题，从而快速融入全球经济。其中，中国的防疫措施将从防护进入到疫苗快速接种阶段，疫苗的相互认证将是关键一环。

图4： 疫情管控差别明显

(当日新增:万例:7DMA)



资料来源：Wind，华泰研究

疫苗对控制疫情显著有效，目前以色列、英国、美国的疫苗接种进度领先，德国、法国等欧洲国家正实现追赶。截至5月14日，以色列作为全民接种的观察样本，每百人疫苗接种量高达121.6剂次，英国与美国由于具有疫苗资源禀赋优势，每百人疫苗接种量分别达到81.7、80.3剂次，疫苗接种进度远远领先于其他国家。随着疫苗接种进度的推进，目前与2021年1月的情况相比，以色列与英美的当日新增确诊均显著降低，说明疫苗是控制疫情走势的有效手段。德国、法国虽然在今年上半年疫情有所反复，但疫苗接种进度不断推进，向英美进行追赶。中国疫情控制良好，总疫苗接种量已达3.81亿剂次，领先于其他国家，但由于庞大的人口基数，每百人疫苗接种量为22剂次，集中于一线城市等。印度以及巴西等南美国家疫情仍较为严重，且印度的疫苗接种进度也较为落后。

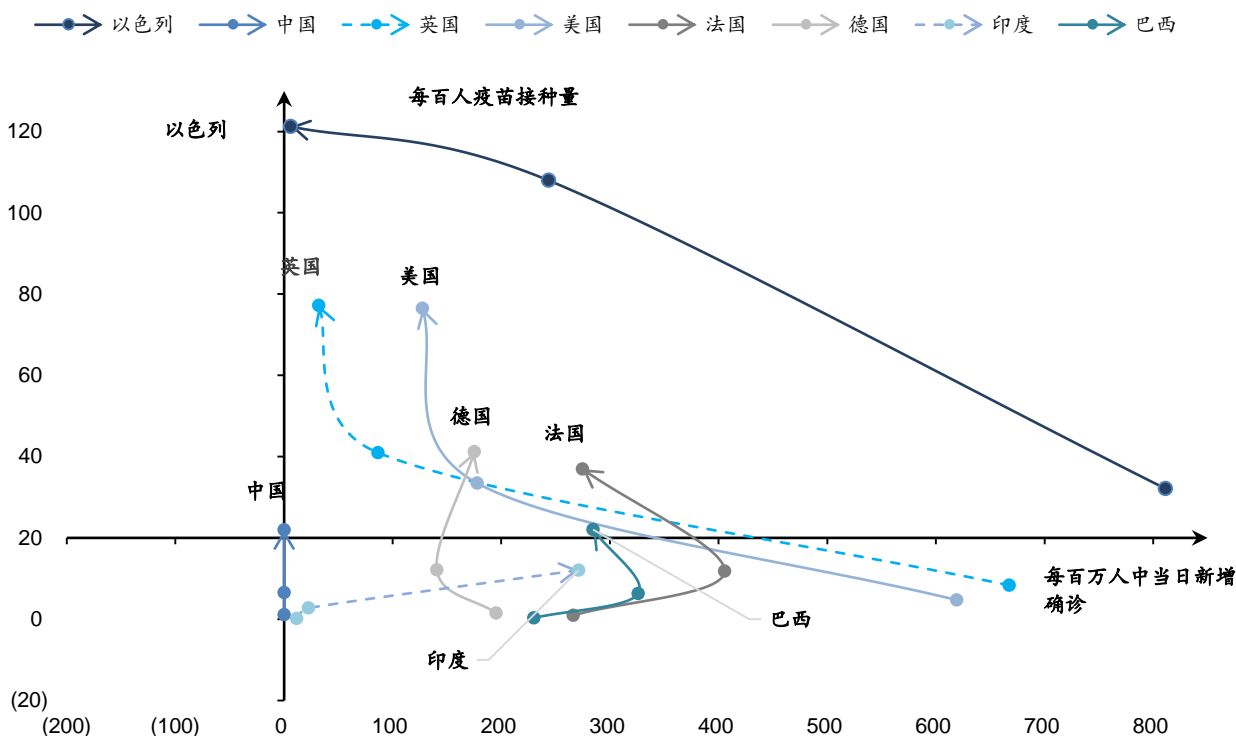
根据当前全球疫情和疫苗接种进程，我们可以推断：

第一，全球经济的复苏动能正沿着“中国-美国-欧洲-南美印度”的顺序展开，中美经济动能此消彼长最值得关注，后续的修复动能可能逐渐切换至欧洲，之后过渡至南美印度等新兴市场经济体。全球疫苗分配不均与接种进度的差异决定了全球经济修复不同步。去年中国凭借体制优势和民众配合，战胜了疫情且复苏走在前列，成为主要经济体中唯一实现GDP正增长的国家。今年中国经济依旧走在复苏深化的道路上，然而欧美等外围国家进入复苏加速、增速追赶的阶段。美国凭借政策刺激与疫情控制的相对优势，成为目前全球经济复苏的主要驱动力。欧洲疫苗接种也在稳步追赶，后续经济修复动能同样不弱。而新兴市场疫苗分配少、疫情控制效果差，可能需要较长时间进入到复苏加速的阶段；

第二，全球产业链仍会受到疫情侵扰。当前作为世界制造业重镇的中国台湾、越南、泰国等东亚和东南亚国家和地区的新增病例数不断刷新新高，但疫苗接种仍显落后，后续值得持续跟踪；

第三，伴随着疫苗接种的推进，各国经济复苏的过程中，疫情催生的商品消费需求将逐步让位于服务消费需求。

图表5：全球疫情防控和疫苗接种情况



注：不同颜色的曲线代表不同的国家，每一条曲线上的点按照箭头的方向根据时间由远及近排列，第一个点：2021年1月平均，第二个点：2021年3月平均，第三个点：2021年5月平均。

资料来源：Our World in Data，华泰研究

美国经济：当全民免疫遇到拜登经济学

美国经济复苏的动力来源：全民免疫与拜登经济学

第一，内生动力：美国有望在8-9月实现群体免疫

世界卫生组织首席科学家 Soumya Swaminathan 博士介绍，预计实现新冠病毒群体免疫至少需要达到 60%-70% 的疫苗接种率。拜登总统的首席医学顾问 Anthony Fauci 博士估计，疫苗接种率处于 70%-85% 的水平时才可能出现群体免疫。综合而言，我们认为当疫苗接种率达到 70% 时，美国基本可以实现群体免疫。

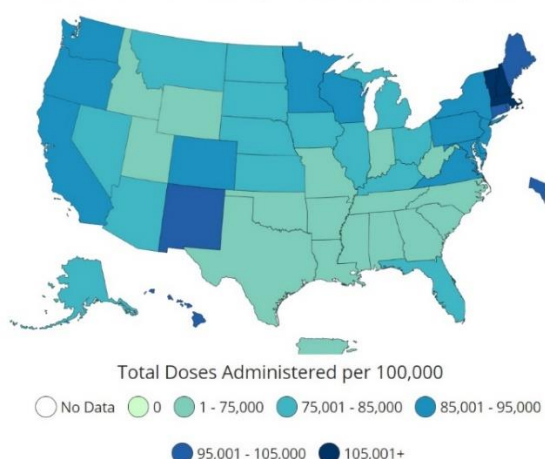
那么，美国何时可以实现群体免疫？根据拜登公布的接种计划，其将通过如下三个措施以推进疫苗接种进程：1) 批准 12-15 岁儿童群体的疫苗接种；2) 加强接种疫苗的便利性：如取消接种预约，为偏远地区运送疫苗等；3) 加强疫苗接种动员。

疫苗供给层面，美国疫苗供过于求的局面或长期维持。据美国疾控中心（CDC）数据，截至 5 月中旬，全美积压了超 2700 万剂莫德纳疫苗、3500 万剂辉瑞疫苗，且日产量超过 300 万剂，其疫苗库存和产量已经远超其日均 200-300 万剂的平均接种水平。杜克大学研究人员估计，到 7 月，美国将有至少 3 亿剂过剩疫苗。因此，决定后续美国疫苗接种率的因素并不在疫苗产能和供给因素，而在于民众的接种意愿以及由医疗基础设施、工作人员决定的接种能力。

根据当前疫苗接种进度，目前美国疫苗完成接种率（完成接种人数/总人口）为 38%，接种率（至少接种 1 针的人数/总人口）为 46.7%，截至 5 月 14 日，7 天平均新增接种量为 195 万剂次/天，较前一周数据降低了 6.6%。若假设疫苗接种按照当前速度续推进，我们预计美国将在 8 月底前疫苗接种率（至少接种 1 针的人数/总人口）达到 70%，若假设疫苗接种速度按照当前情况递减，则预计 9 月底接种率也能接近 70%。因此，我们预计美国将在三季度实现群体免疫，实现群体免疫后，服务消费等有望推动美国经济修复深化。

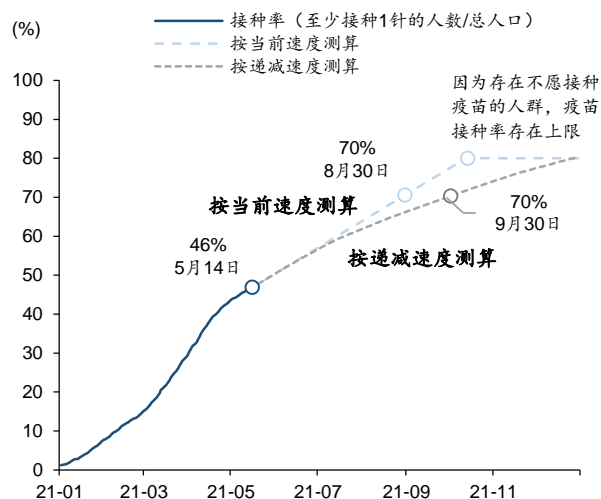
图表6：美国各州疫苗接种进度

Total Doses Administered Reported to the CDC by State/Territory and for Select Federal Entities per 100,000 of the Total Population



资料来源：CDC，华泰研究

图表7：美国近期疫苗接种速度放缓，预计三季度实现群体免疫

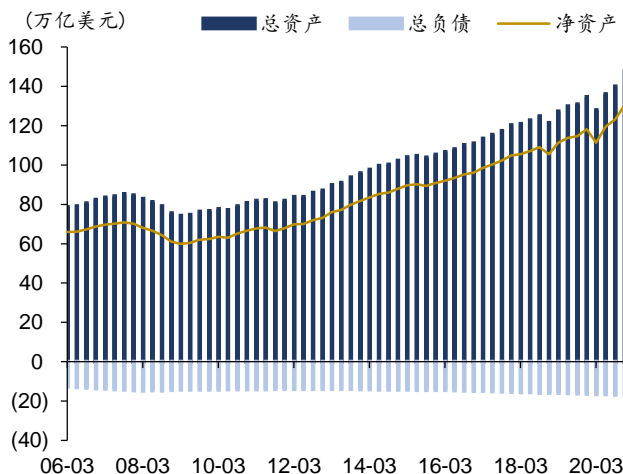


资料来源：Our World in Data，华泰研究

第二，外生动力：拜登经济学

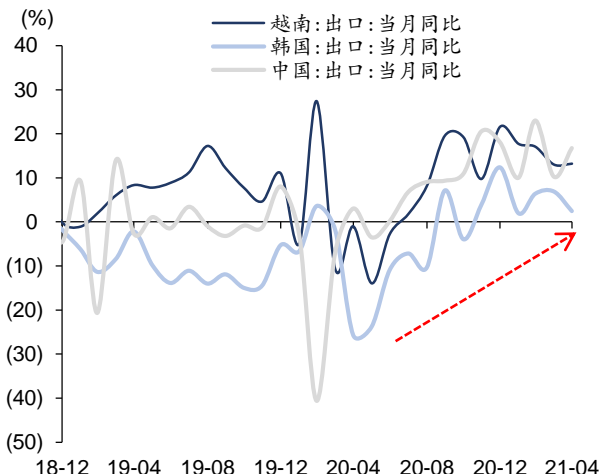
从 MMT 到居民资产负债表“健康”。疫情爆发之后，美国先后进行了多轮财政刺激，美联储给予积极配合，本质上就在实施 MMT。虽然饱受诟病，但作为消费立国的美国，客观上也维护了居民部门的资产负债表健康。“健康”的居民部门资产负债表一方面为其疫后恢复奠定基础，另一方面，因为美国自身的产能无法满足收入催生的商品需求增长，美国商品需求外溢至全球，带来中国、越南和韩国等国家的外需快速回暖。

图表8：MMT 维护美国居民部门资产负债表健康



资料来源：美联储，华泰研究

图表9：美国居民部门资产负债表健康拉动多国出口



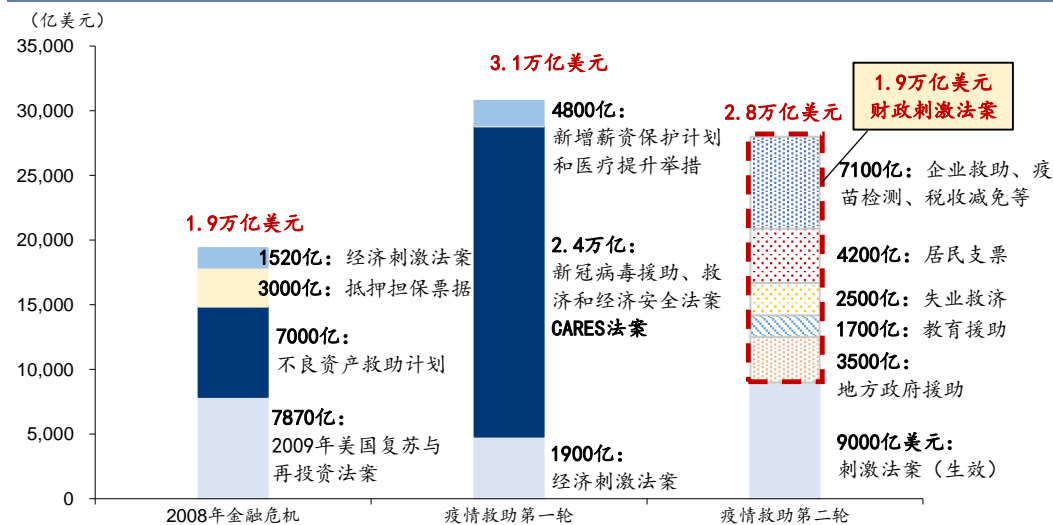
注：2021 年 1-4 月数据为两年复合同比增长

资料来源：Wind，华泰研究

拜登的财政刺激包含哪些内容？拜登上台后，首先通过了第一轮 1.9 万亿美元危机救助计划，是对去年特朗普危机救助法案的延续，主要在于应对疫情的短期冲击。除此之外，2021 年 3 月 31 日，美国总统拜登公布美国就业计划（American Job Plan），预计在未来八到十年完成 2.6 万亿美元的投资，内容大致包括升级基础设施、振兴制造业，基础研究和研发能力投资，应对全球气候变化与环保以及人文关怀等。2021 年 4 月 7 日，美国财政部公布美国制造税收计划“Made in America Tax Plan”，旨在未来十年内筹集 1.8 万亿左右美元，为基建计划提供资金。4 月 28 日，白宫发布美国家庭计划（American Families Plan），预计在未来十年完成 1.8 万亿针对儿童、学生和家庭的投入，以及对富人进行税制改革，预计在未来 10 年内带来 1.5 万亿的税收收入。5 月 21 日，白宫新闻秘书珍·普萨基表示，拜登提出的民主党版基建法案规模减少至 1.7 万亿美元。至此，拜登的重建更美好未来计划“Build Back Better”内容全部公布，旨在对美国经济进行长期的结构性财政安排，其中

包括 3.6 万亿美元的财政支出（和税收减免），以及与之相配套的 3.3 万亿美元的财政收入（税收）计划。但为寻求与参议院共和党人达成一致作出让步，其后续具体金额仍存变数。

图表10： 2008 年金融危机、2020 年新冠疫情以来，美国国会批准的危机救助计划



资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表11： 拜登“重建更美好未来”计划——3.6 万亿美元的财政支出以及 3.3 万亿美元的财政收入计划

美国就业计划		美国制造税收计划	
项目	未来十年投资规模 (美元)	项目	未来十年收入规模 (美元)
交通运输系统	6320 亿	将企业所得税税率上调至 28%	8000 亿
清洁水	1110 亿	将 GILTI 有效税率上调至 21%	5000 亿
电网和宽带	1650 亿	用 SHIELD 替代 BEAT	2000 亿
建筑	3780 亿	废除 FDII	1000 亿
劳动力开发	1000 亿	对公司账面收入征收 15% 的最低税率	1750 亿
医疗与护理	4000 亿	废除化石燃料税收补贴	350 亿
合计	17860 亿	加大国税局执法力度	10 亿
		合计	18200 亿

美国家庭计划支出部分		美国家庭计划税收部分	
项目	未来十年投资规模 (美元)	项目	未来十年收入规模 (美元)
学前教育、免费社区大学、助学金	5110 亿	加大国税局执法力度	7000 亿
为儿童和家庭提供的直接支持	4920 亿	将年收入 100 万美金以上家庭的资本利得税上调至 39.6%，禁止通过遗产继承避税	3700 亿
为美国家庭和工人减税	8000 亿	上调最高边际税率	1000 亿
合计	18030 亿	禁止通过同类交易避税	800 亿
		永久性延长对过度亏损避税的限制	1400 亿
		对有限合伙公司与 S 类公司征收净投资所得税	2000 亿
		填补对冲基金附带权益的税收漏洞	**
		合计	15000 亿

资料来源：白宫、美国财政部、美国国会，华泰研究

后续拜登“重建更美好未来”计划如何通过？由于预算和解程序在每个财年内针对直接支出、收入和债务限额各有一次使用机会，就业计划涉及支出，税收计划和家庭计划同时涉及收入和支出，今年 3 月民主党已经动用了 2021 财年的预算和解程序以通过 1.9 万亿的美国拯救计划（涉及支出），故一般而言无法再次使用 2021 财年的预算和解程序通过“重建更美好未来”计划。我们认为，拜登的“重建更美好未来”存在两种概率相对较高的落地情景。

情景一（整体通过）：民主党动用 2022 财年的预算和解程序（美国总统一一般在每年 2 月提交下一财年的财政预算，其后所有的预算修改均需得到国会通过，而预算和解程序可以绕过阻碍修改预算的冗长辩论，从而加速立法程序，以简单多数通过预算修改）在 2022 年财年预算法案中加入包括美国就业计划、美国制造税收计划和美国家庭计划在内的一整个大型计划，并于 7-9 月预算决议表决期间通过预算法案，最终于 2022 财年开始后的第四季度正式落地。

情景二（分拆通过）：使用两党表决的常规程序于二季度或三季度通过两党共同支持的部分法案，例如就业计划中涉及的传统基建投资、制造业和研发投资，使其可以在 2021 财年先行落地；而余下的共和党主要反对的部分，如税改、绿色基建等，则参照情景一，动用 2022 财年的预算和解程序，以期在 9 月通过，并在第四季度落地。考虑到传统基建、制造业和研发投资项目法案的先行通过可能会减弱两党对于后续税改、绿色基建、家庭计划的支持力度，尤其是民主党中间派可能会阻碍剩余部分计划的通过，该情景的可能性次于情景一。

图表12： 拜登财政计划落地的可能情景

落地情景	通过内容	10 年内预计支出金额（美元）	10 年内预计收入金额（以增税的方式）（美元）	通过方式	预计通过时间	预计落地时间
情景 1	美国就业计划	17860 亿		使用 2022 财年的预算和解程序	7-9 月	第四季度
	美国制造税收计划 美国家庭计划	18030 亿	18200 亿 15000 亿			
情景 2	美国就业计划：基建投资 单独议案：研发、小企业、供应链投资	6320 亿 4150 亿		正常程序	5-6 月	第三季度
	美国就业计划：除基建投资以外的其余部分	11540 亿				
				使用 2022 财年的预算和解程序	9 月	第四季度

资料来源：白宫、美国财政部、美国国会，华泰研究

拜登财政刺激对经济发挥何种作用？对于已经通过的 1.9 万亿美元的危机救助法案，与去年的危机救助法案一脉相承，有利于对经济形成短期提振。通过发债筹集资金并直接投入居民部门和企业部门，改善居民部门和企业部门资产负债表，促进消费复苏，增加企业投资，并拉动全球外需和中国等制造业基地的出口。但 1.9 万亿美元的救助法案将在今年 9 月逐渐到期，现金发放或就此中止，对经济的刺激作用也将在四季度后逐渐减弱。对于尚未得到国会通过的“重建更美好未来”计划，一方面增加财政支出和转移支付，另一方面增加税收，这种财富转移的总量意义相对较弱，其意义更多在于长期的结构性影响：

其一，均贫富，美国家庭计划主要补贴中低收入群体，该群体的边际消费倾向较高，且该计划致力于改善美国内部收入结构，降低失业率，从而提高居民人均可支配收入，居民整体的消费意愿与消费倾向将得到较大提升；

其二，强基建，基建计划将对美国制造业投资起到较大的拉动作用，但对企业加税可能会在一定程度上减弱基建计划对企业资本开支意愿的提升效果；

其三，促创新，基建计划包含大量的创新研发支出和新基建支出，有利于改善美国的能源结构和基础设施，同时可以推动美国科技创新，从而拉动美国长期增长潜力。

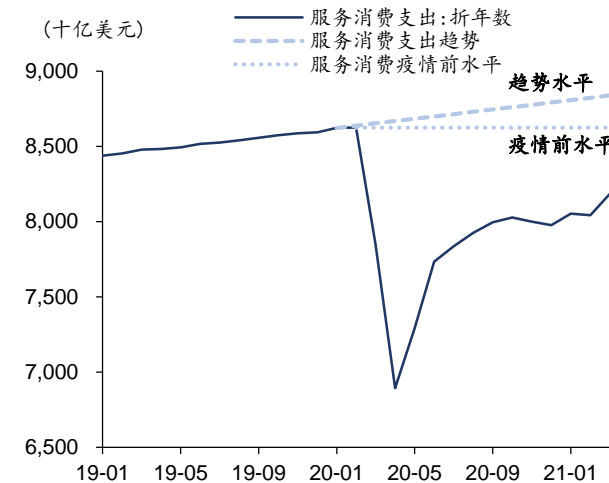
最后，拜登经济学可能对全球存在外溢影响，基建计划将利好中国的机械设备、运输设备、金属制品、电池及发电设备等行业的出口，与工业生产相关的中间品与资本品将受益最大。

美国经济：服务消费修复将是新亮点

主线一：服务消费的修复空间较大

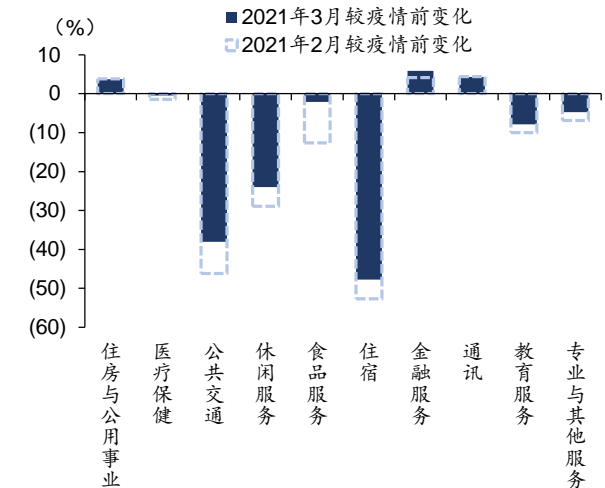
当前美国服务业消费支出水平仍低于趋势水平，也低于疫情前水平。疫情冲击对服务业造成更为显著的冲击，2020 年 4 月服务消费支出降低 20%，其后逐渐修复，但受到疫情反复和冬季风暴等影响，2020 年 10 月至 2021 年 2 月期间服务消费修复受阻，3 月服务消费支出有所改善，但与疫情前水平仍存在约 5% 的差距。结构方面，3 月住宿服务支出仅达到疫情前的 50% 左右，公共交通服务支出以及休闲服务消费支出（主要包括会员制俱乐部、运动中心、公园、影院和博物馆等娱乐服务支出）距疫情前水平同样存在较大差距，而食宿服务已基本修复至疫情前水平，但离趋势水平仍存差距。因此，后续美国服务消费支出仍存在较大的修复空间，将成为后续美国经济修复的主要推动力。

图表13: 美国服务消费支出低于趋势水平和疫情前水平



资料来源: Wind, 华泰研究

图表14: 分支出类别的美国服务消费支出变化

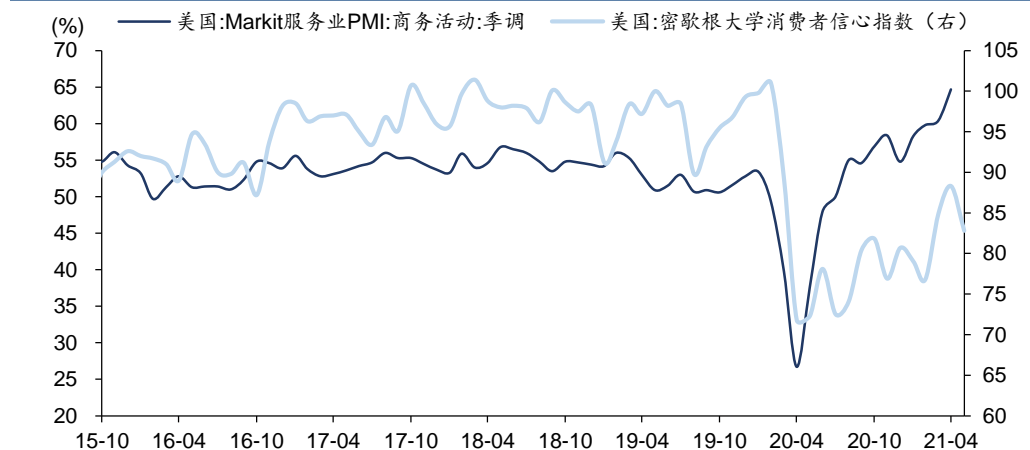


注: 较疫情前变化指相对于2020年2月的变化。

资料来源: Bloomberg, 华泰研究

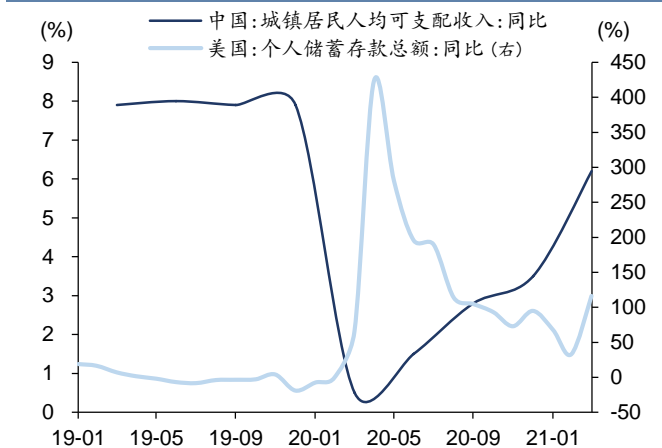
后续服务消费修复的斜率有多快? 我们认为, 疫情后服务消费的修复与疫情管控措施以及疫情进展下的消费意愿有关, 随着疫苗接种稳步推进, 美国服务业 PMI 指数录得新高, 消费者信心指数稳步提升, 服务消费加速修复的迹象显现。美国疾控中心 (CDC) 宣布完成疫苗接种的居民无需继续佩戴口罩, 后续美国全民免疫或是标志性事件。亚马逊、微软等科技企业也宣布将于今年秋季开始恢复现场办公, 这将有利于带动公共交通、住宿、餐饮等服务业的修复节奏, 因此, 我们预计后续美国二季度至三季度的服务业消费支出修复斜率将明显加大, 之后环比增速或逐渐放缓。

图表15: 美国服务业 PMI 继续攀升



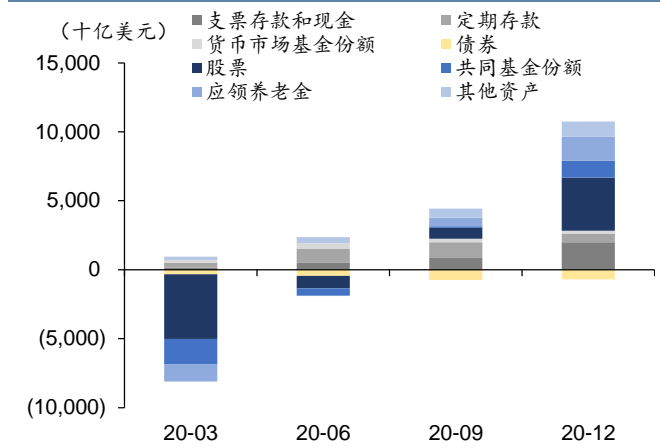
资料来源: Wind, 华泰研究

后续服务业消费修复的峰值能达到多高? 疫情后我国消费并未出现报复性反弹的现象, 或与我国居民的可支配收入增速仍未回到疫情前水平有关。但不同于我国的情况, 美国疫情后居民可支配收入和储蓄金额大幅提高, 且居民资产的增长以活期存款、股票等流动性较高的资产为主, 在美国达到全民免疫之后, 活期存款和流动性资产的大幅增长或推动美国出现报复性消费, 服务业修复的高点或超其趋势性水平。

图表16: 疫情后我国收入增速低于疫情前, 而美国则远超疫情前水平


注: 2021 年同比增速为相比于 2019 年的两年复合平均增速。

资料来源: Wind, 华泰研究

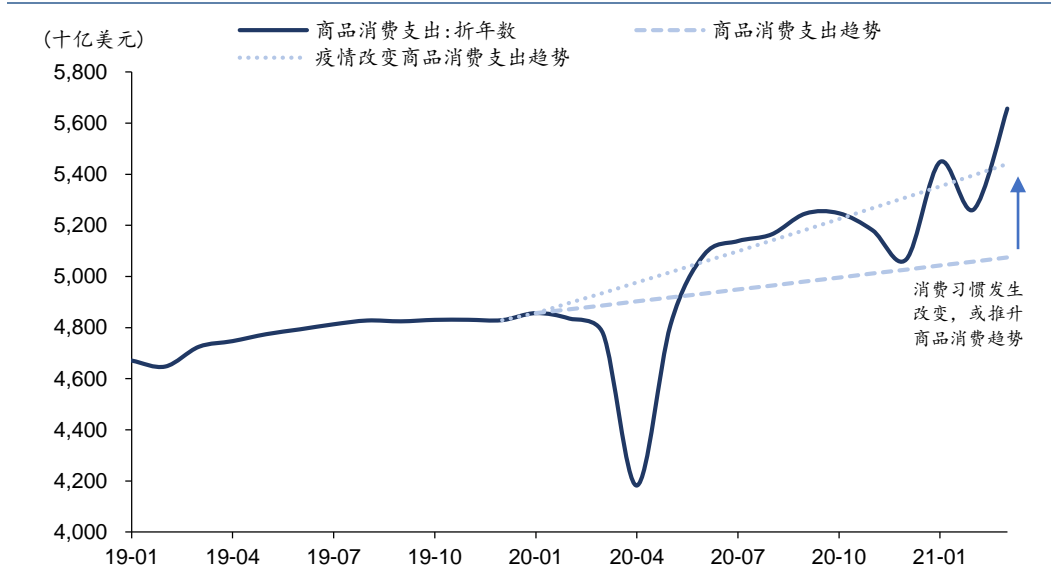
图表17: 美国居民部门金融资产的增加以流动性资产为主


注: 相对于 2020 年 12 月的变化。

资料来源: 美联储, 华泰研究

主线二: 支出常态化的推动下商品消费或缓慢降温

疫情后商品消费是美国经济的最大亮点, 不仅对美国经济起到拉动作用, 也对全球需求形成外溢, 拉动中国、越南等国的出口快速增长。后续来看, 我们倾向于认为在服务消费快速恢复的同时, 商品消费会继续维持较高热度, 其退潮速度或较为缓慢。

图表18: 疫情使得消费习惯发生改变, 或推升商品消费趋势


资料来源: Wind, 华泰研究

第一, 疫情和财政刺激不仅仅推动商品消费, 同时也改变了商品消费习惯的改变。例如, 疫情促进自驾出行, 推动居民娱乐方式的改变, 使得人们更加关注健康, 可能使得机动车、娱乐用品、医疗设备等产品的消费支出得到持续性地提升, 从而不能通过以往的趋势性简单地线性外推趋势, 疫情或使得商品消费支出趋势的斜率有所提高。

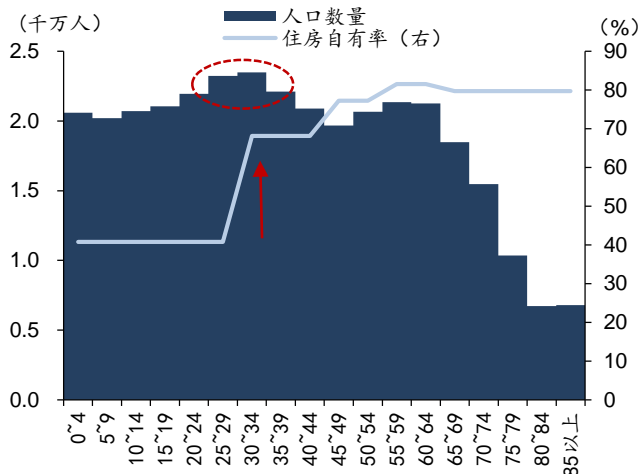
第二, 美国地产周期方兴未艾。从可持续性上看, 我们预计本轮美国地产周期远未走完。一是, 美国长期抵押贷款利率仍处于历史低位, 房屋的可负担性处于友好阶段; 二是, 美国当前人口结构以 20-35 岁人口为主, 其住房占有率仍然较低, 有望成为购房的主力群体; 三是, 基于原材料和劳动力供应瓶颈, 美国住宅市场的供应仍将维持紧张, 需求旺盛叠加供给受限, 住宅库存持续去化, 意味着房价上涨周期远未走完, 易形成房价上涨与房产销售繁荣的正反馈机制, 从而拉动地产周期持续下去, 在此背景之下, 地产后周期相关的商品消费有望维持强势。

图表19: 美国长期抵押贷款利率仍处于历史低位



资料来源: Wind, 华泰研究

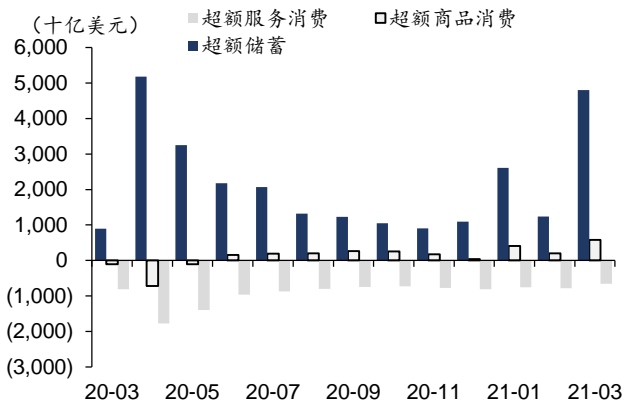
图表20: 美国拥有大量未拥有住房的年轻群体



资料来源: Wind, 华泰研究

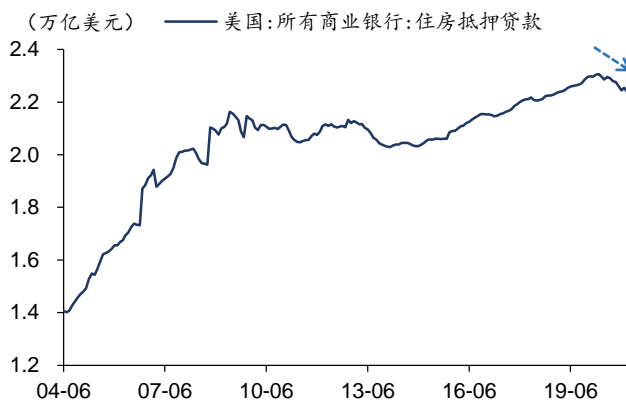
第三, 我们关注服务消费和地产的本息支出是否对商品消费形成挤出? 我们认为这种挤出相对有限。首先, 服务消费的挤出作用取决于收入和储蓄, 而疫情后居民积累的超额储蓄与超额消费支出与超额服务支出不在一个量级, 后续服务消费修复对商品消费的挤出或较为有限; 其次, 疫情后美国商业银行住房抵押贷款余额有所下降, 与居民提前偿还贷款有关, 意味着当前的贷款本息支出压力并未高于疫情前, 对商品消费的挤出同样较为有限。

图表21: 超额储蓄高出超额消费支出一个量级



资料来源: Wind, 华泰研究

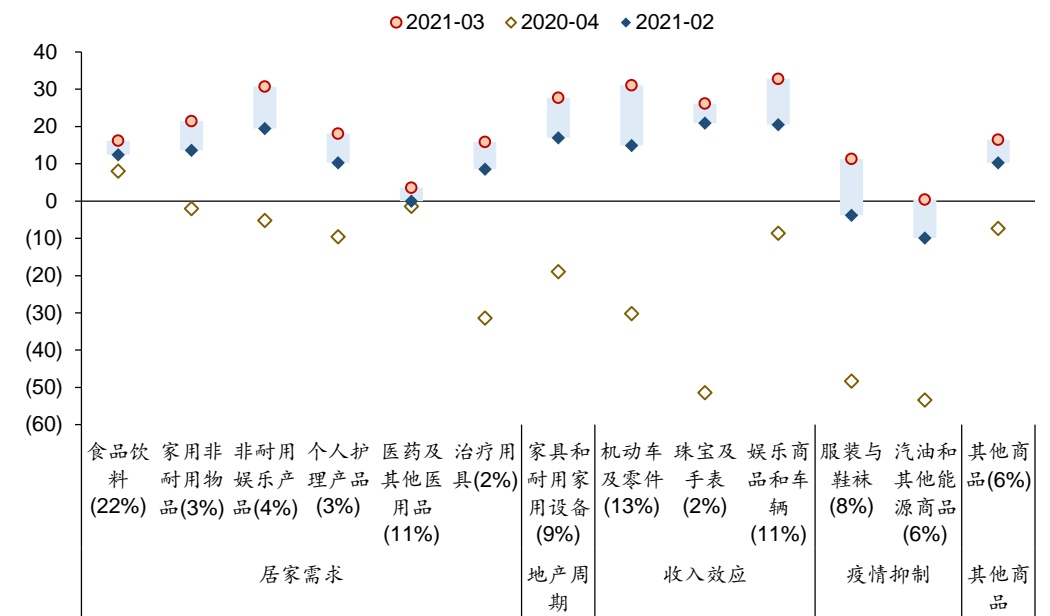
图表22: 疫情后住房抵押贷款余额有所降低



资料来源: Wind, 华泰研究

因此, 后续来看, 我们预计商品消费整体将继续维持高位, 但随着疫苗接种的推进, 商品消费支出的结构也将回归常态化。具体来看, 食品饮料、个人护理用品、医药等非耐用品与疫情导致的居家需求有关, 或在全民免疫后快速常态化, 恢复至疫情前的趋势增速; 而受益于地产周期、收入效应等因素的商品消费支出或持续更长时间; 受到疫情抑制的服务鞋袜、汽油等商品的消费或快速增长至常态化水平。因此, 结构效应之下, 后续美国商品消费支出料不会出现大幅滑坡, 在支出常态化的推动下缓慢退坡的概率更高。

图表23： 后续商品消费支出回归常态的进度不一



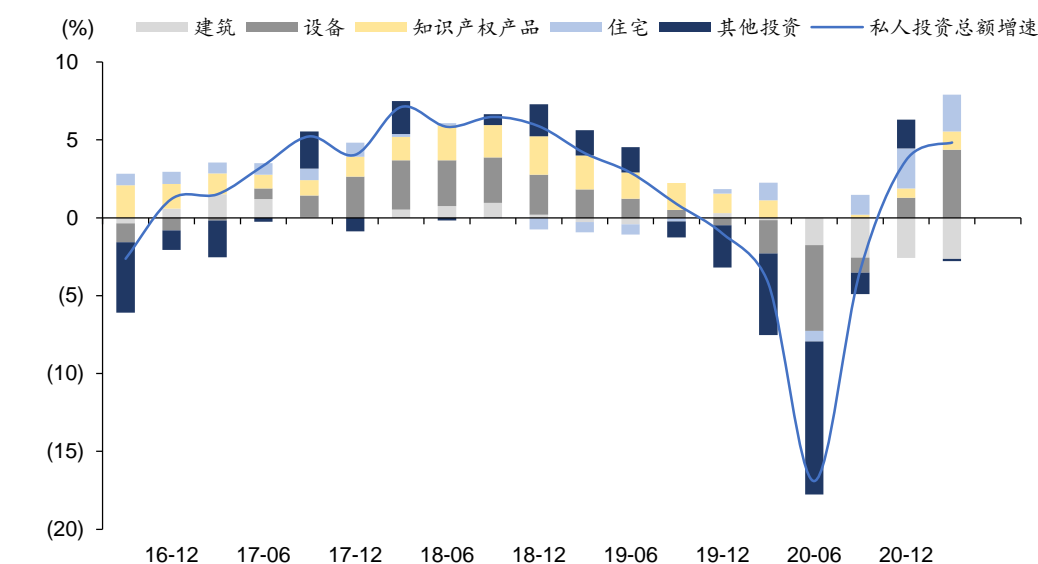
注：图中数据表示各项消费支出相对于疫情前水平（2019年9月至2020年2月的平均值）的百分比。

资料来源：Wind，华泰研究

主线三：投资高于疫情前的难度不大

2020年四季度以来，美国固定资产投资增速便逐渐回到疫情前水平。后续来看，我们认为投资的几个动力在于：其一，地产周期拉动房地产投资；其二，商品需求井喷拉动制造业投资；其三，拜登基建计划等财政刺激拉动新能源等领域投资。在这些增量因素的拉动之下，我们认为投资高于疫情前的难度应该不大。

图表24： 设备投资和住宅投资拉动固定资产投资增长



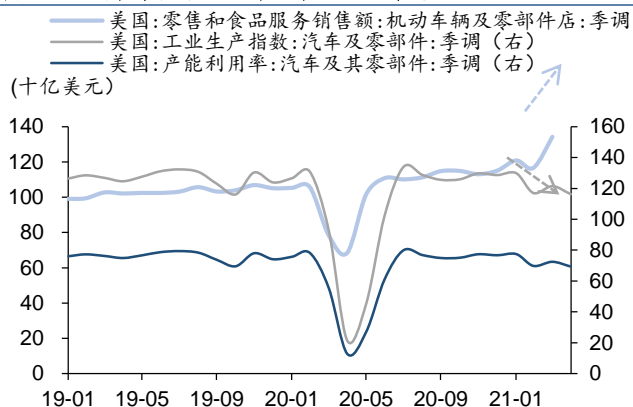
资料来源：Wind，华泰研究

因此，我们预计在服务消费、商品消费以及投资三条主线的修复逻辑之下，美国经济仍有过热嫌疑，二三季度料维持较快的环比增速。

美国经济：供给瓶颈的三个层面

经济陷入衰退后的复苏期，需求快速修复或使得供给难以迅速响应，从而使得供给出现一定程度短缺，进而推升通胀水平。而得益于居民资产负债表健康，本次美国经济修复速度是历次经济复苏期间最快的，其导致的供应瓶颈也表现地尤为显著，且本次全球呈现出原材料、运输、劳动力等多层面的供给瓶颈，对经济修复和通胀水平产生重要影响。

第一，全球产业链的重要原材料存在供应瓶颈。本次疫情下，全球手机、电脑、家电等电子产品需求井喷，叠加美国制裁华为推动国内企业提高芯片库存，导致全球出现芯片短缺。而新设备和新产能的投资需要一定时间才能投入使用，叠加全球疫情仍然存在不确定性，使得汽车制造业的需求和生产出现明显背离。后续若原材料短缺无法得到有效解决，供给端瓶颈或对需求形成制约，其影响涉及的行业也将进一步增多。此外，木材和包装资料等多类资源产品也出现了严重短缺，限制全球供应链生产活动。

图表25：汽车需求增长而生产和产能利用率受限


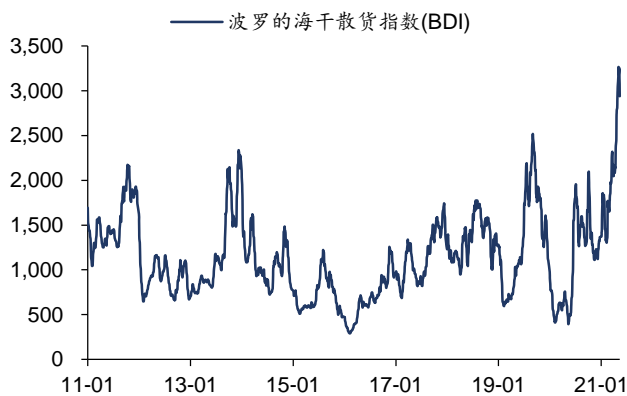
资料来源：Wind，华泰研究

图表26：2021年车企停产/停工计划

时间	车企	停产/停工计划
3月	沃尔沃	美国和中国四大工厂停产约2周
	现代	工厂关闭一周
	丰田	3月29日起，圣保罗四个厂区停产一周
4月	福特	4月5日，密歇根和堪萨斯城汽车厂停产数周
	通用	美国通用汽车公司位于北美的多家工厂停产
5月	现代	蔚山第五工厂第二生产线将于5月17日至18日停产两天
	福特	5月31日至6月7日，停止迪尔伯恩工厂和堪萨斯城装配厂的卡车生产部门的生产

资料来源：Wind，华泰研究

第二，集装箱瓶颈等物流问题导致货运成本呈指数级上升。由于全球供需修复不均衡、港口人工短缺和效率不足，导致全球航运市场出现集装箱短缺和舱位不足的问题，一方面造成大量货物积压港口，延长物流周期，另一方面推动国际货运成本大幅提高，从运输环节影响全球产业链的生产活动。

图表27：BDI指数达到历史高点


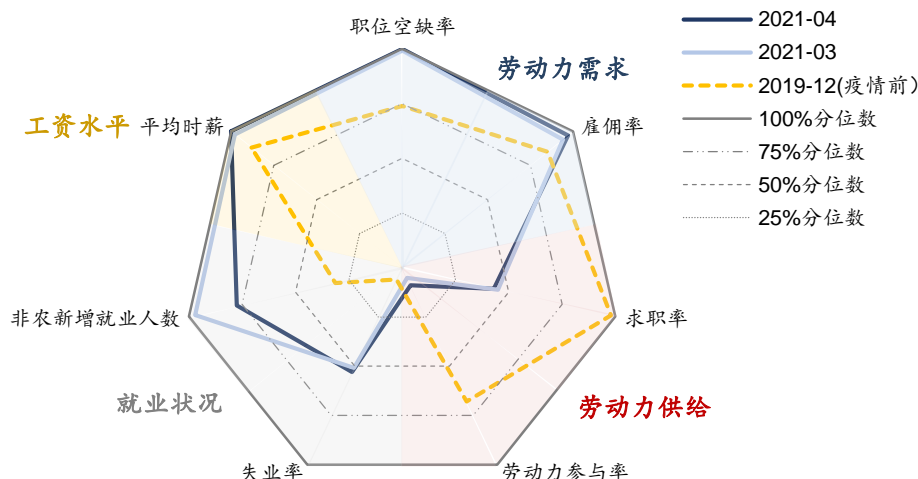
资料来源：Wind，华泰研究

图表28：集装箱短缺推动我国集装箱出口增速创8年来新高


资料来源：Wind，华泰研究

第三，美国劳动力市场呈现紧平衡下的修复。从当前劳动力市场指标来看，反映劳动力需求的职位空缺率、雇佣率等指标显示劳动力需求处于历史高位，但是反映劳动力供给的劳动力参与率、求职率等指标却处于历史低位，说明当前的劳动力市场存在较为显著的劳动力供应瓶颈。反映至就业状况上，美国失业率保持相对下行走势，但失业数据的波动明显增大，而平均时薪则维持高位，我国预计后续美国劳动力市场仍将维持当前的紧平衡修复状态。

图表29： 劳动力需求指标处于历史高位，而劳动力供给指标处于历史低位



注：蛛网图中各指标表示其处于近十年数据的分位数水平，最外圈表示处于100%分位数水平。

资料来源：亚特兰大联储，BLS，华泰研究

供给瓶颈对经济的影响？供给瓶颈推动商品价格上升和劳动力成本上升，最终推动通胀上升，一方面可能直接限制和反噬需求，或者通过推高长期收益率使得金融条件收紧，进一步对经济修复造成制约。另一方面也会对货币政策形成掣肘，对流动性环境形成扰动。

供给端瓶颈将持续多久？供应链方面，根据彭博对制造业企业的调查，多数企业认为芯片短缺或持续至年底甚至明年。**劳动力方面，**美国劳动力短缺受到额外失业救济、学校重启等多方面因素的影响。后续来看，额外失业救济将在9月份到期，学校重启也会在群体免疫之后加速推进，因此，劳动力供应瓶颈在四季度前仍难以缓解，群体免疫后的四季度可能是劳动力供应的一个相对转折点。但因为提前退休以及疫情导致摩擦性失业和结构性失业或长期存在，美国后续劳动力短缺现象的改善并非一帆风顺。综合而言，我们认为年内的供应瓶颈仍将继续对美国经济修复形成一定制约，同时对美国通胀水平带来持续压力。

图表30： 主要产商对于半导体短缺的展望

企业	展望
台积电	台积电首席执行官魏哲家称：“我们实际上看到需求持续高涨，短缺将持续到今年全年，并且可能还会延续到2022年。”
三星	三星联合首席执行官兼移动业务主管高东真称：“由于芯片短缺，三星第二季度（收益）可能会出现波动，其高端智能手机发布不得不推迟到明年。”
英特尔	英特尔 CEO 帕特里克·基辛格 (Patrick Gelsinger) 称：“市场对半导体的空前需求，已经给整个行业的供应链带来了压力。半导体生态将花费数年时间进行大量投资来解决这一短缺问题。”
恩智浦	恩智浦总裁兼首席执行官库尔特·西弗斯 (Kurt Sievers) 称：“我们目前面临着在客户订单与产能之间的挑战。尽管晶圆代工合作伙伴在试图满足我们的需求，但实际上还处于供不应求的情况。我们目前预期，在2021年余下的时间里，这种供应紧张的环境仍将继续。”
SK海力士	SK海力士首席财务官兼企业中心主管凯文·诺 (Kevin Noh) 称：“因为今年的需求增长强于预期，公司正通过提高生产率和库存利用率来应对额外的需求。然而，由于对客户集构建的预期从年初开始持续超过预测，下半年供需情况可能会变得更加紧张。”
福特汽车	美国福特汽车总裁兼首席执行官詹姆斯·邓肯·法利 (James Duncan Farley) 称：“据估计，汽车芯片供应不足将持续到今年第四季度，甚至可能会持续到2022年。”
特斯拉	美国电动汽车供应商特斯拉 CEO 伊隆·马斯克 (Elon Musk) 称：“（2021年）第一季度的（芯片）供应链问题是特斯拉经历过最困难的难题，而第二、第三季度这一问题将会继续出现。”

资料来源：Bloomberg，华泰研究

Taper QE 信号将逐步加强

美国当前正处于供需错配之中，在强劲的经济复苏背景下，供应瓶颈料不会对经济环比增速造成特别显著的负面影响，但是对价格的影响则直接可见。且根据前文的判断，四季度前，美国经济面临的供应瓶颈仍难有显著改善。因此，我们认为当前美联储的处境较为尴尬。一方面，要维持宽松货币政策以促进经济继续修复，另一方面，要防止物价上涨直接反噬需求，或由通胀预期传导至长端利率而使得金融条件收紧。

去年 8 月份，美联储调整货币政策框架，将寻求实现 2% 的平均通胀率长期目标，更加侧重实现充分就业，以应对美国经济结构性变化和新冠疫情带来的新挑战。一旦美国实现全民免疫，劳动力市场随着救济效果褪去而改善，通胀居高难下，我们仍然维持美联储自下半年正式在 FOMC 会议上传达 Taper QE 信号，并自明年年初正式启动 Taper 的判断。但如果明年后通胀的持续性超出预期，美联储的加息步伐或有所提前。美联储认为当前的供应瓶颈和通胀上升是“暂时”的，市场则认为美联储低估了通胀的风险，后续来看，美联储和市场的博弈仍将继续，由此导致各类资产或出现较大波动。

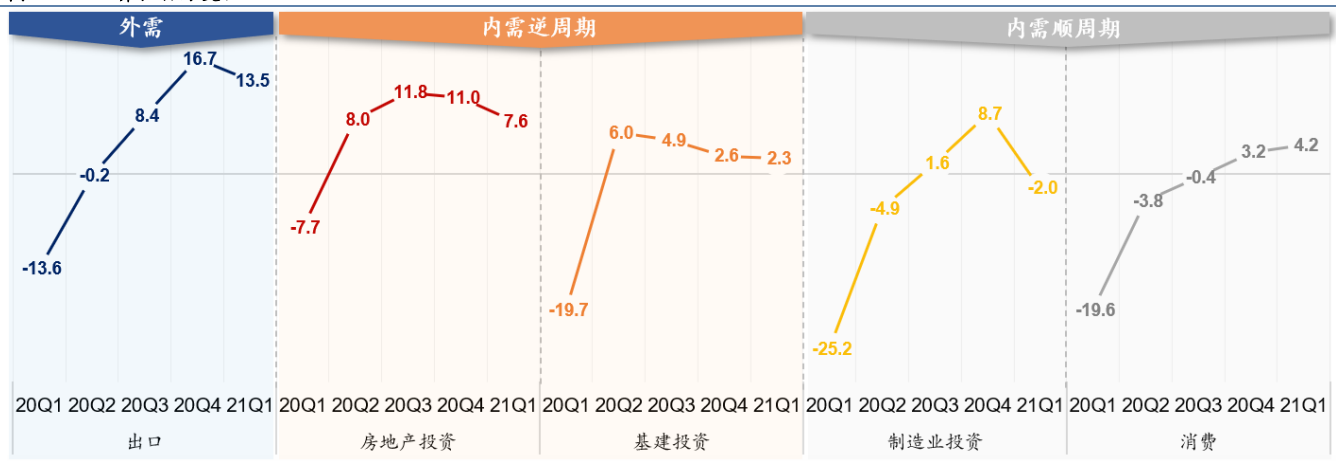
中国经济：动能放缓但更平衡

去年“外热内冷”，外需与房地产是支撑中国经济的核心力量。去年得益于美国大规模财政刺激的外溢作用、中国产业链恢复最快且最完整，外需成为带动中国经济复苏的关键力量。此外，房地产行业对流动性的敏感度高，也对经济起到较强的支撑作用。

今年国内走在复苏深化进程中，内外动能将更加平衡。剔除基数因素看，基建、地产投资与出口的季度增速分别在去年二/三/四季度相继见到高点，与此同时，消费增速逐季抬升，反映经济驱动力正从逆周期政策托底+外需拉动，逐渐过渡至内需顺周期改善。

由分化复苏到缺口收敛。由于疫情对行业影响的非均衡性、政策救助过程中资源配置的非均衡性、不同主体抗风险能力的非均衡性等，疫后重启过程，经济不同领域普遍出现分化，例如工业和房地产好于传统服务业、大企业好于小企业、高收入群体好于低收入群体等。分化也是经济尚未回到正常化的体现，中央政治局分析一季度经济形势认为经济恢复不均衡、基础不稳固。加快补齐短板、分化缺口收敛也将是复苏下半段的重要主题。

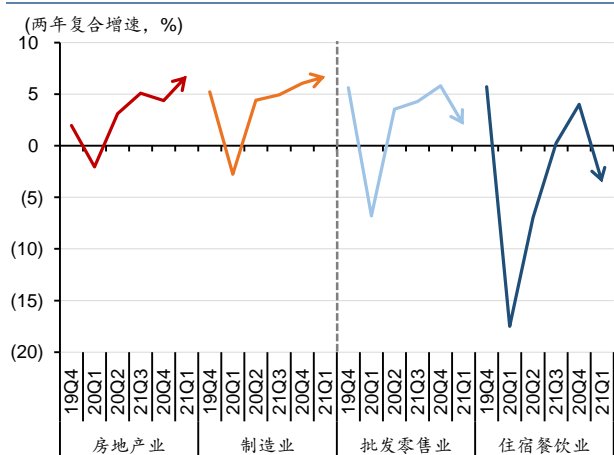
图表31：经济驱动力变化



注：图中数值为季度同比增速，其中2021Q1数值为两年复合增速测算值

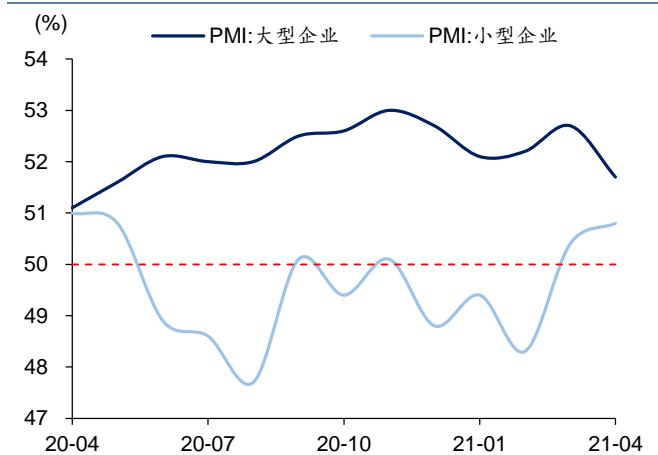
资料来源：Wind，华泰研究

图表32：行业修复分化



资料来源：Wind，华泰研究

图表33：大小企业修复分化

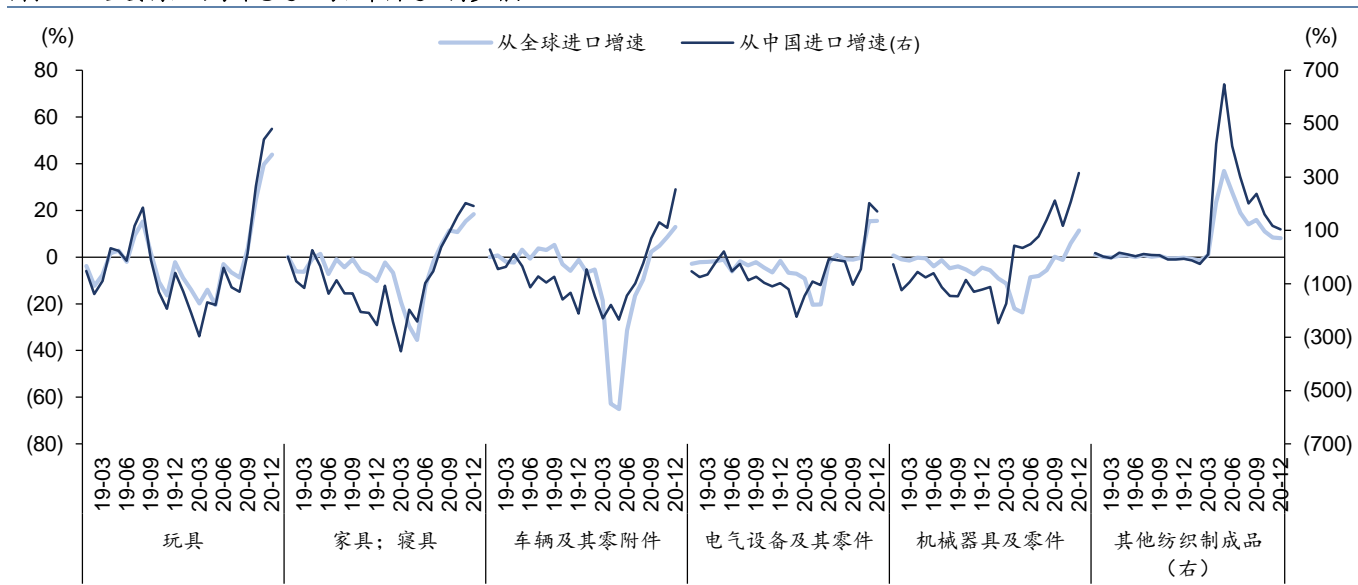


资料来源：Wind，华泰研究

外需动能或维持至三季度

总量效应、结构效应和份额效应推动我国出口自去年下半年以来维持强势。一方面，我国疫情最先响应，对海外部分疫情严重国家的相似产业生产形成一定的生产替代；另一方面，海外外需的总量在财政刺激下保持强劲，疫情和防疫措施催生的海外结构性商品需求使得外需的结构与我国的出口结构更为匹配，从而拉动我国出口维持高速增长。

图表34：主要商品的海外总进口与从中国进口同步增长

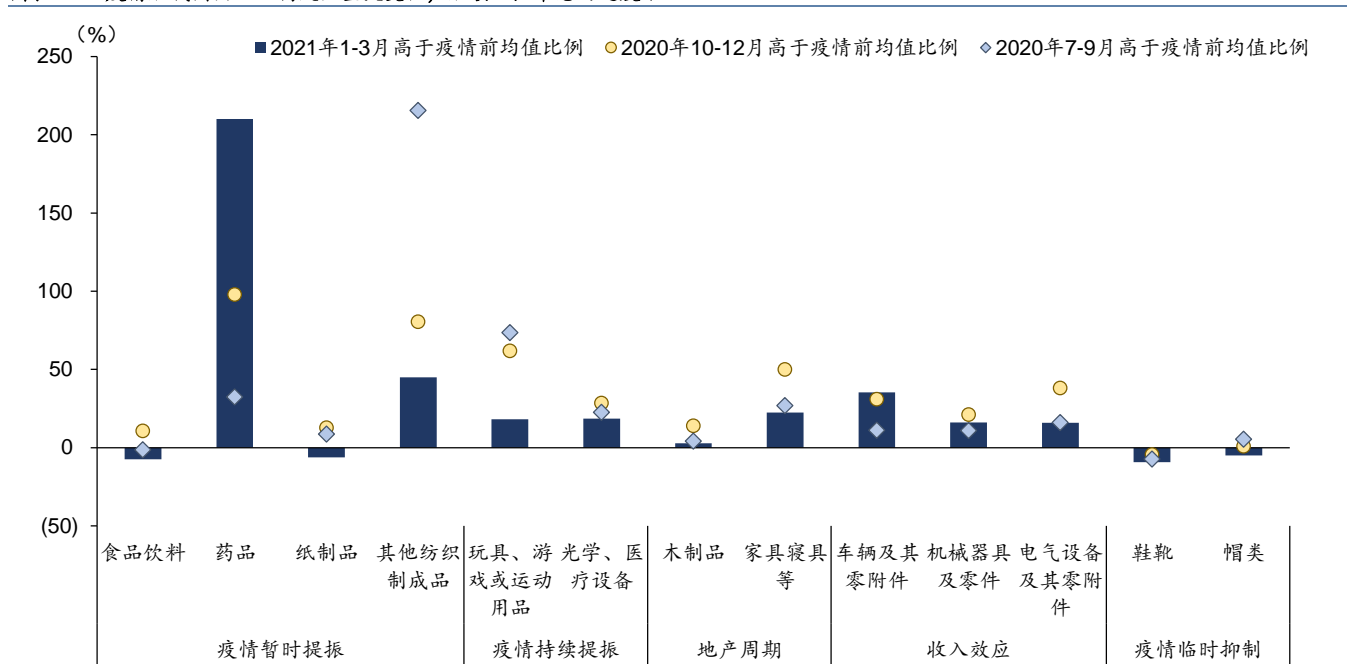


注：选取我国主要的贸易伙伴——G7 国家和韩国的进口作为研究对象。

资料来源：ITC，华泰研究

往后看，需求层面，外需对我国出口的支撑在短期内仍然存在。全球经济复苏预计沿着中国-美国-欧洲-印度南美等路径，加上海外地产周期方兴未艾，财政刺激短期将继续支持居民收入和相关的耐用品消费，后续来看，与我国有关的商品回归常态的过程或较为缓慢，从而使得短期内外需的结构对于我国出口增速存在较强支撑。

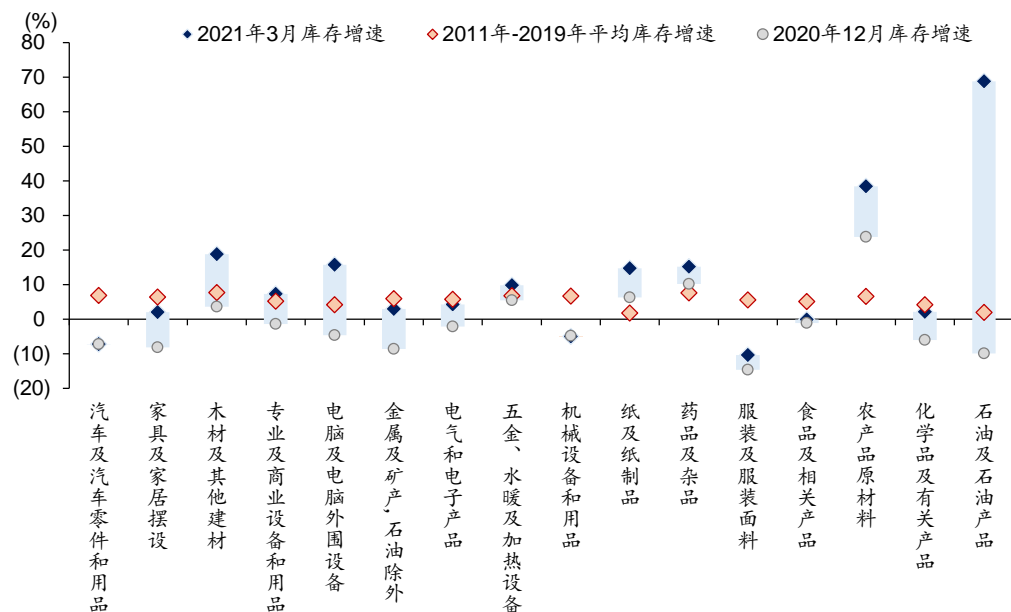
图表35：疫情后我国出口结构发生重大变化，后续回归常态的进度不一



资料来源：Wind，华泰研究

库存层面，海外商品消费需求井喷，但供应链瓶颈和劳动供给瓶颈使得海外生产能力难以跟上，新设备投资投产仍需要时间，导致发达经济体的库存难以有效积累，因此对全球外需形成较强的溢出。从美国分产品批发商库存来看，与我国近期出口强势相关的家具家居用品、电气和电子产品、汽车及零部件、机械设备等产品的库存增速仍低于疫情前的平均水平，短期内其补库需求仍有望继续推动相关产品出口；但电脑及配件、木材等产品的库存增速已经明显改善，当前已补库至高于疫情前的平均增速，其后续补库需求或逐渐走弱。

图表36： 美国分产品批发商库存增速



资料来源：Wind，华泰研究

替代效应层面，海外与我国生产结构较为相似的出口经济体墨西哥的疫苗接种持续推进，我们预计我国出口的替代效应自下半年后或缓慢降低，根据我们在2021年4月12日《从三大效应看出口韧性》中的测算，出口替代效应的消退对我国出口增速的影响在5%左右，影响相对可控。当然，东南亚、中国台湾等国家和地区的疫情仍存在不确定性，或对我国出口的替代效应以及抗疫物资需求形成扰动。

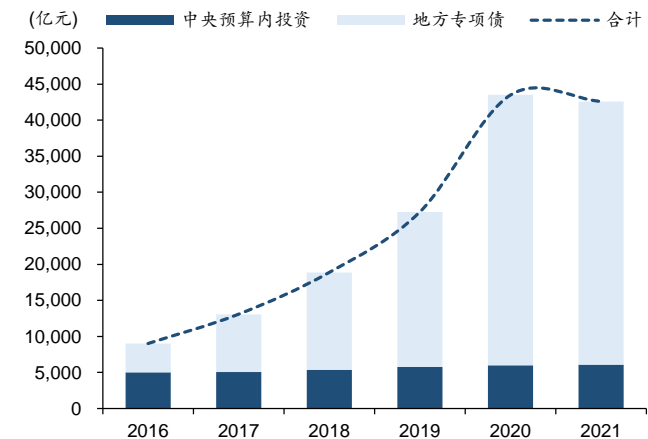
从中长期来看，几大因素对我国出口构成不利影响：第一，美国针对居民部门的财政刺激在三季度后逐渐到期，居民财富积累速度或大幅减缓；第二，美联储Taper预期或对美股形成一定压力，影响居民金融资产价值，拖累收入效应；第三，需求结构回归常态也只是时间问题，三季度后群体免疫让商品消费结构回归常态的进程进一步加快。一方面，外需修复可能拉动服务需求和原油需求等与我国出口无关的需求恢复，形成对我国出口的无效需求，也在一定程度上挤出其他消费需求；另一方面，疫情防控、宅经济等推升我国出口产品的需求结构可能面临下滑压力；第四，美国电气和电子产品、家具家居产品等商品的库存增速正逐渐改善，补库需求也存在弱化趋势。因此，我们认为我国出口在今年四季度或明年初存在一定的下滑风险。综合而言，我们预计今年二至四季度我国出口增速同比分别为33%、14%和-9%，对应的两年复合增速分别为14%、12%和9%（两年复合增速是指以2019年相应同期数为基数，采用几何平均的方法计算的增速，全文同）。

逆周期力量中的地产数据扰动大、基建适时托底

历次危机期间，地产基建往往率先发力拉动经济走出泥潭，背后是货币与财政政策的逆周期支持。由于国内疫情控制和经济恢复相对领先、且仍有外力支持，政策开始关注中长期，重心由稳增长到兼顾防风险，走上回归正常化之路，基建地产力度将相应弱化，这也有助于缓解大宗商品涨价。不过鉴于经济基础尚不稳固，政策仍要固本培元、不急转弯，叠加去年刺激政策的滞后效应，地产和基建投资大概率是缓降姿态，总体表现不温不火。我们预计今年地产投资和基建投资同比分别为8.4%和5.8%，两年复合增速分别为7.7%和4.6%。

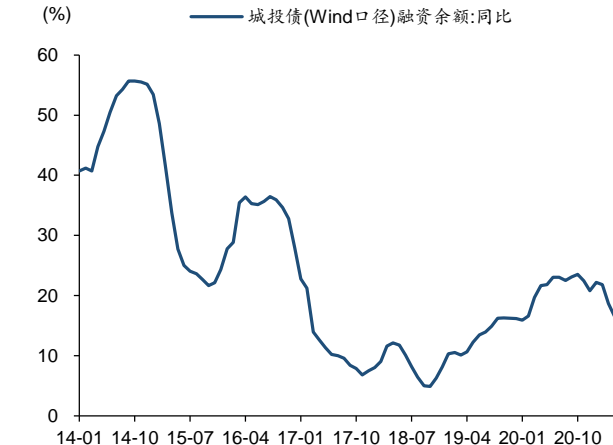
基建投资诉求不强且融资承压，但专项债节奏后置且支出效率提高或适度托底。诉求角度，短期内出口仍不弱、消费内生动能好转，稳经济压力小，政治局对财政政策的要求主要是兜牢“三保”底线，未提政府投资。资金角度，一是狭义财政“退坡”，财政支出预算明确用于投资的额度（地方专项债+中央预算内投资）为近年来首次下滑，二是广义财政“严控”，根据两会后提出的“降低政府杠杆率”要求，预计广义政府融资增量受约束。不过，今年项目审核严苛导致专项债发行后置且支出效率提高，下半年基建仍或维持平稳。

图表37: 2021年专项债额度和中央预算内投资合计数出现退坡



资料来源: Wind, 华泰研究

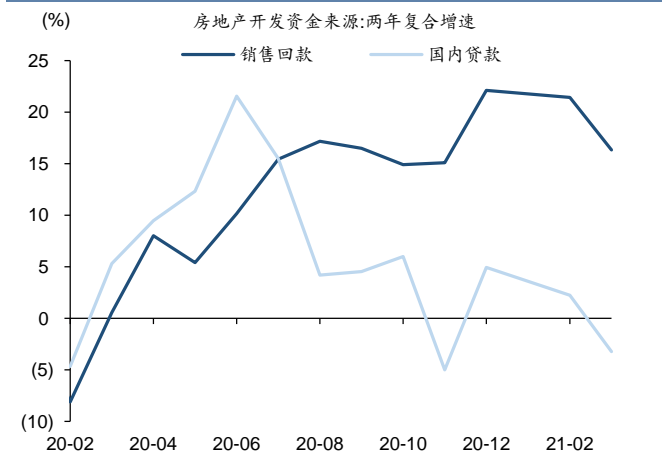
图表38: 城投企业融资增速或放缓



资料来源: Wind, 华泰研究

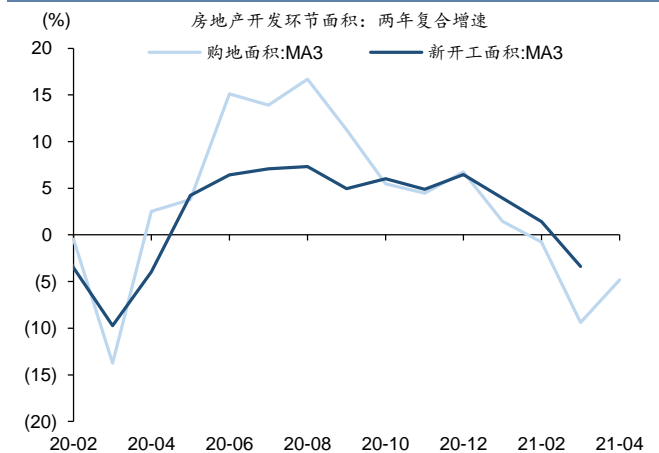
房地产韧性足而政策紧, 预计销售与投资高位趋缓, 而供地节奏变化或加大投资数据波动。投资与筹资是硬币两面, 而筹资又有内源与外源之分。“三道红线”融资规则露面以来, 房企外源融资已经明显放缓, 但销售回款强劲是投资至今不弱的主要支撑。销售强劲又源于前期居民融资条件友好、房价看涨预期扩散。针对此, 房地产宏观审慎政策(房贷集中度管理等)预计控制下半年按揭贷款额度, 抑制居民加杠杆向房企输送资金, 同时房地产税试点方案可能加快落地、覆盖热点城市, 管控房价看涨预期。因此, 地产销售和趋势上难免弱化, 但由于货币政策不紧, 房地产销售与投资也没有失速风险。需要注意的是重点城市供地“两集中”或导致投资数据波动加大。

图表39: 房企外源融资放缓而销售回款强劲



资料来源: Wind, 华泰研究

图表40: 房地产前端投资有所放缓



资料来源: Wind, 华泰研究

内需顺周期动能改善

制造业投资与居民消费取决于收入与预期(支出倾向)的顺周期变化。随着经济渐进复苏、疫苗接种率提高, 叠加政策对制造业融资和居民就业支持, 这两大微观主体的支出能力和意愿有望继续改善, 也将增强经济稳定性。不过成本压力和供给约束仍存负面影响。我们预计今年制造业投资和消费同比分别为9.7%和15.7%, 两年复合增速分别为3.6%和5.4%。

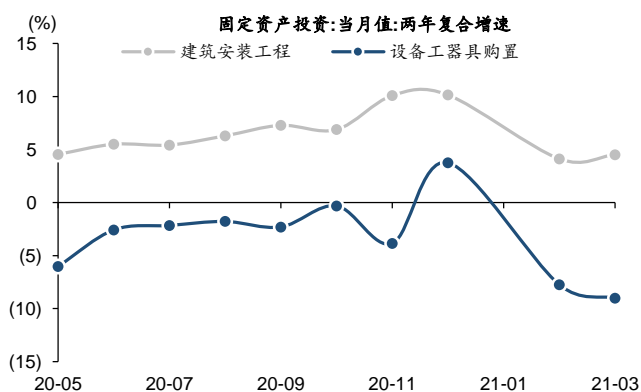
年初制造业投资乏力颇受关注, 主要系短期扰动因素。一是春节前国内疫情反复的扰动。不但实质上影响到投资活动, 也增加企业对疫情不确定性的担忧, 投资信心受损; 二是设备抵税政策在去年末到期的扰动。企业在去年底加快设备采购、而今年初则等待政策延期调整, 因此跨年前后设备购置数据出现较大波动。对于前者, 国内疫苗接种率提高或给企业“定心丸”。对于后者, 财政部于今年3月将设备抵税政策延期。扰动因素在消除。

制造业投资有望在阻力中前行。从一个会计恒等式入手分析，企业的投资+筹资+经营性现金流=在手现金的变动。去年疫情期间，经营性现金不断流出（收入减少但支付租金/工资等）、在手现金需求增长（类似于居民预防性储蓄），因此企业融资创新高却并未转化为投资增长。去年底以来，经营性现金流在快速改善（体现在工业企业利润高速增长）、制造业融资的支持力度未减（企业中长期贷款保持高增量），且宏观环境好转与政策不急转弯都有助于降低企业预防性资金需求，因此资本性开支前景可期。

投资存在阻力但不足为惧：一是成本过快上涨对经营性现金流造成侵蚀，但在终端需求好转过程中，主要是上下游产业间利润分配问题，整体情况在改善。因此历来工业通胀周期中，制造业投资通常有不俗表现；二是外需持续性存疑导致企业对经营性现金改善的持续性存疑，但消费在恢复，终端需求结构将更佳；三是供应链瓶颈导致经营性现金流改善受阻，该情况集中在芯片依赖度较高的汽车和电子消费品领域，是局部性和短期性问题。

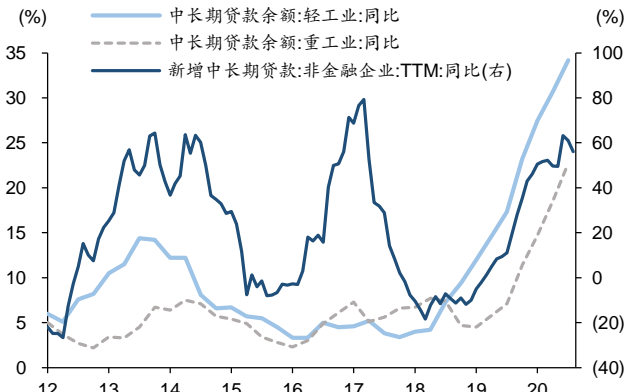
十四五规划第一年正面因素，“碳中和”对制造业投资的影响是结构上的加减法。今年是十四五规划第一年，新兴产业投资正处于加速窗口。降碳任务下，上游钢铁/水泥/玻璃等高耗能行业新增产能受限制，但其实延续了2016年供给侧改革以来的要求。反而，上游行业产能置换、对集碳等环保设备采购，以及光伏风电等新能源相关行业投资都受到政策提振。

图表41：去年底设备购置投资提速而今年初明显放缓



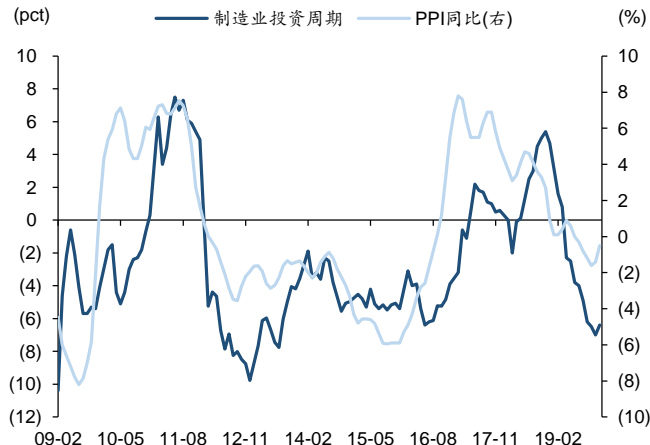
资料来源：Wind，华泰研究

图表42：制造业融资的支持力度未减



资料来源：Wind，华泰研究

图表43：工业品通胀周期中，制造业投资通常有不俗表现



注：制造业投资周期以制造业投资同比增速的同比变化衡量
资料来源：Wind，华泰研究

图表44：设备产量反映的朱格拉周期



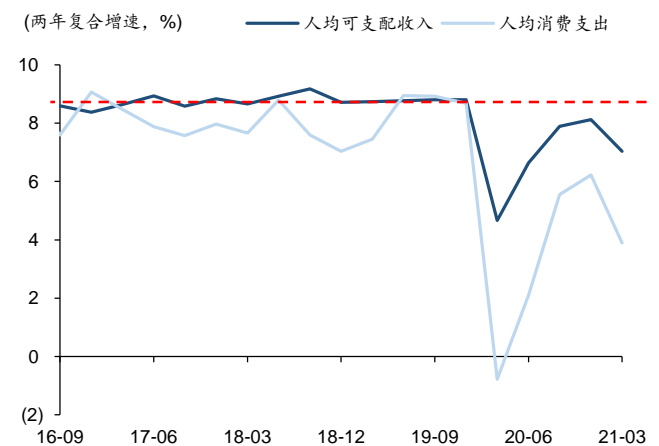
资料来源：Wind，华泰研究

消费是复苏过程的“慢后劲”。消费可分解为可支配收入×消费倾向（或1-储蓄率）×消费场景。居民收入随着经济复苏而顺周期改善、消费意愿的修复相对滞后，因此消费是复苏周期中的慢后劲。目前仍有部分接触式消费未恢复，导致传统服务业经营恢复缓慢，与之相关的中低收入群体就业还未恢复至常态，而国内疫苗接种率的提高将是有力促进因素。

消费可分为四大类：一是必选消费品，具有一定抗周期属性，且受益于通胀环境；二是可选消费，顺周期属性强、弹性大；三是可选中的地产后周期消费，与房地产周期关系紧密；四是社交经济消费，与出行/装扮/休闲等需求有关，因此与疫情变化有较大联系，与之对应的“宅经济”概念主要包括必选消费和可选消费中的电子产品。

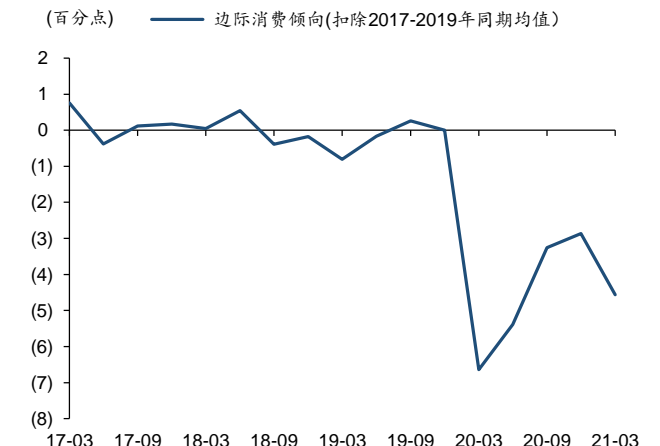
下半年消费亮点可能在社交经济消费的修复、以及地产后周期消费的延续。首先，社交经济消费目前仍属于短板，而国内疫苗接种开始加快，这部分修复性需求值得期待，尤其是休闲服务领域；其次，国内楼市销售高温已延续一段时期，今年地产竣工潮的概率也较高，后周期消费预计有不俗表现。汽车消费（尤其是新能源车）受益于疫情与低碳政策，但短期可能面临供给约束（缺芯问题），也是后续消费不达预期的潜在风险。

图表45：收入增速与疫情之前仍有差距



资料来源：Wind，华泰研究

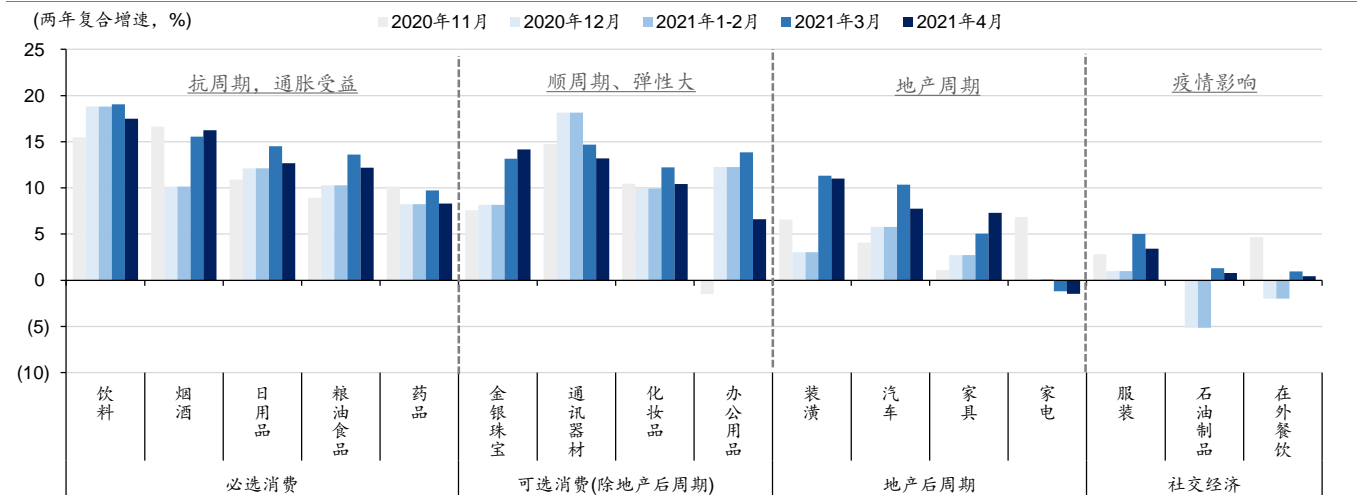
图表46：居民消费倾向有待恢复



注：消费倾向以“人均消费支出/人均可支配收入”测算

资料来源：Wind，华泰研究

图表47：下半年消费亮点可能在社交经济消费的修复、以及地产后周期消费的延续



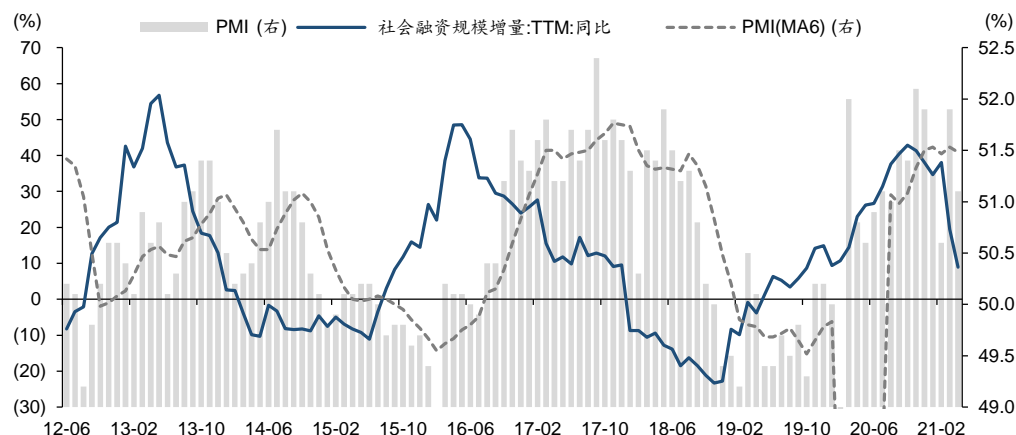
资料来源：Wind，华泰研究

信用周期与复苏动能

金融周期领先经济周期。我们以近一年滚动社融增量的同比增速刻画信用周期变化、以 PMI 刻画经济动能（PMI 反映环比变化而过滤同比基数扰动）。需要说明，信用周期主要作用并领先于内需变化，对外需启示意义较小。历史数据显示的规律是：首先信用周期扩张（政策发力）推动经济复苏，第一个复苏高点出现在“社融顶”约半年后；其后信用支持退潮而内生动力增强，经济开始第二次赶顶，高点在前顶点约 3 个季度后；再其后信用收缩开始对内生动力构成制约，经济景气度逐步弱化。

经济二次赶顶可能出现在今年三季度。本轮信用周期顶部（去年10月）与经济动能的第一个顶部（去年11月）间隔较短，可能源于外需的提前拉动，以及境内疫情插曲中断复苏节奏。而从第二个经济赶顶的经验时长看，今年三季度可能达到本轮内需动能的高点。

图表48：社融与复苏的双顶



注：社融数据追溯调整均纳入政府债券数据

资料来源：Wind，华泰研究

三驾马车看经济节奏

增长节奏上，今年GDP同比“前高后低”基本无悬念，政策着眼点是环比、两年平均增速、修复结构等。预计呈现“一季度弱、二季度转强、四季度放缓”的走势。回到传统的经济三驾马车视角，今年一季度经济走弱（GDP两年复合增速5%，较去年四季度明显放缓），主因为国内疫情再次打击消费和制造业，同时专项债节奏后置导致基建投资开局乏力；预计二季度有望好转，主因为消费与制造业投资改善，同时外需受益于全球制造业补库存、地产仍有韧性；下半年尤其是进入四季度，增长动能可能放缓，出口或面临海外消费结构调整与份额收缩压力等，房地产领域的政策高压效应也可能显现，而财政力量后置、基建可能适度托底。总体上，我们预计今年二至四季度实际GDP增速在谨慎至乐观情景下，分别为8%-8.1%、6.6%-7.2%与5.0%-6.0%，全年增速为8.8%-9.2%，两年复合增速为5.5%-5.8%。

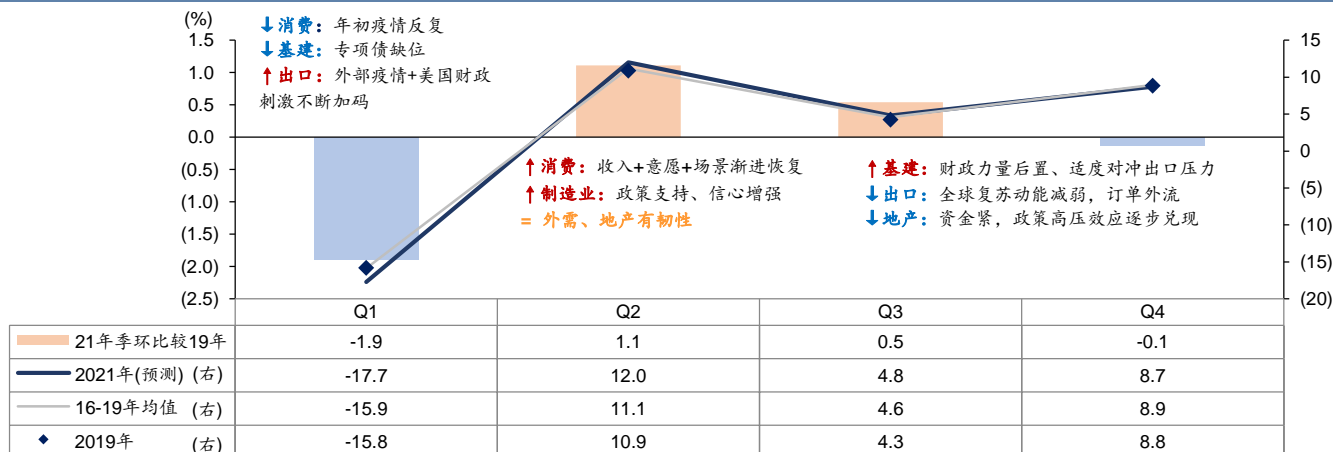
图表49：GDP同比预测值

（单位：%）	2021 全年 E	2021Q1	2021Q2 E	2021Q3 E	2021Q4 E
实际 GDP 同比预测	8.8~9.2	18.3	8.0~8.1	6.6~7.2	5.0~6.0
实际 GDP 两年复合增速	5.5~5.8	5.0	5.5~5.6	5.7~6.0	5.7~6.2

注：预测值为经济谨慎情景至乐观情景的预测区间左右边界。

资料来源：华泰研究预测

图表50：GDP环比预测值（谨慎情景）

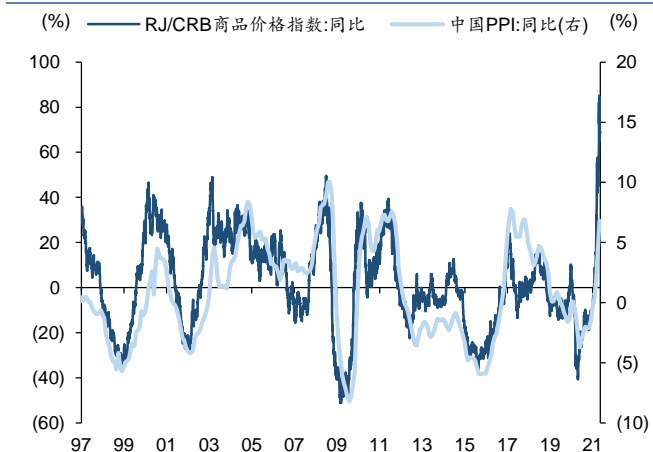


资料来源：Wind，华泰研究

通胀：成因决定应对思路

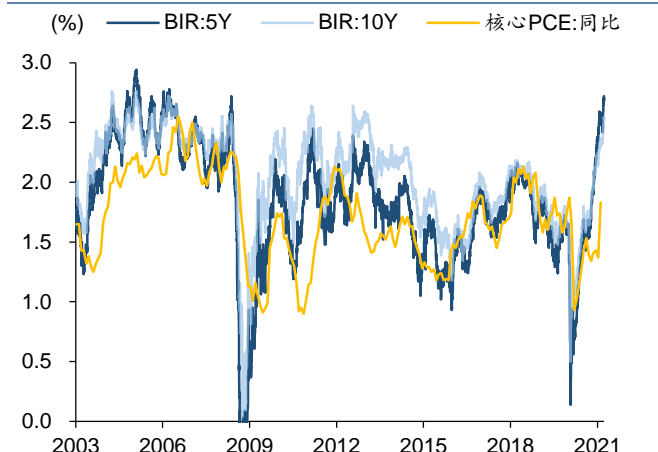
自去年疫情砸出价格低点以来，国际大宗商品价格从恢复性上涨到恐慌性蹿升，其中铜、铁矿石、动力煤等期货价格涨幅较低点均超过1倍。RJ/CRB指数作为大宗商品价格的综合代表，其涨幅已超过近二十年的历轮商品牛市。伴随大宗原材料涨价的输入，我国PPI快速走高，并在部分耐用消费品领域发生成本转嫁。美国是本轮大宗周期的重要推手，TIPS隐含的通胀预期超过次贷危机后的高点，通胀正在从担忧变成事实。

图表51：RJ/CRB 同比涨幅



资料来源：Wind，华泰研究

图表52：TIPS 隐含的美国通胀预期



资料来源：Wind，华泰研究

大宗涨价的四层推力：供求错位是核心

本轮大宗商品周期的成因是供求错位、政策宽松、美元走弱，以及低碳转型主题催化。

其一，疫情变化导致的供求错位。从国际分工视角，欧美等消费国-中国生产国主导终端需求，南美等资源国主导供给。我们以“南美与欧美疫情的相对增长变化”近似刻画这种供求错位，图表53清晰显示，去年5月大宗商品价格反弹恰与南美疫情爆发相契合，而今年4月以来主要是欧美疫情控制速率更快，需求恢复快于供给所致。

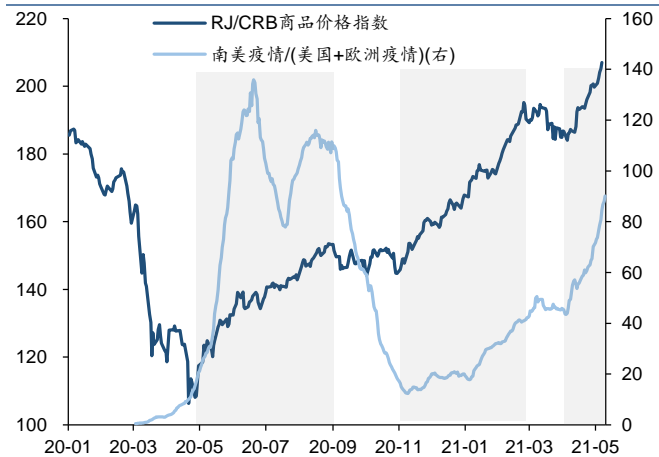
其二，美国货币财政双宽松放大了需求。历次商品牛市背后都存在全球宏观流动性的大幅扩张。本轮需求扩张背后，美国货币宽松叠加三波巨额财政刺激是主要推手。一方面是财政加杠杆-转移支付，撑起美国居民收入，拉动电子/家电/汽车为代表的耐用消费品，也推动房地产库存去化与开工走强，带动工业金属需求。另一方面是企业加杠杆并投向“确定性”资产，前期主要流向股市等，而去年新冠疫苗面世后，经济复苏前景的确定性促使流动性转而涌向大宗商品，涨价预期又刺激制造商恐慌性囤货，放大了真实需求。

其三，疫情后美元走弱也是商品走强的支撑因素。国际大宗商品以美元标价，因此美元走势与商品价格变化有着天然反向关系。疫情发生后，因美联储大量释放流动性、美国政府债务持续攀升、疫情防控不力等导致美元指数阶段性走弱，叠加欧洲疫情追赶性修复，成为商品走强的支撑因素之一。

其四，近期全球低碳转型主题进一步催化囤货冲动。从拜登清洁能源主张到我国碳中和承诺，低碳成为全球产业政策的聚焦点。一方面是全球新能源行业（光伏风电/电动车等）发展前景带来有色金属乐观预期，另一方面是国内降碳目标下，压降钢铁等高碳排产能的政策意图带来钢材等供给趋紧预期，均进一步助推了企业对有色与黑色品的囤货投机冲动。

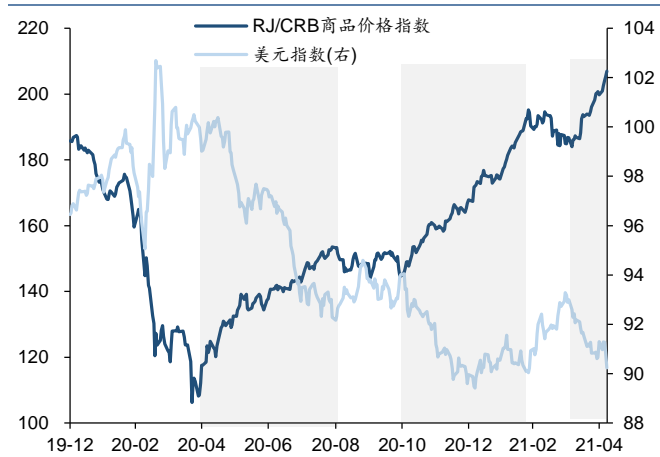
需要注意的是，除了全球定价的大宗商品，“中国定价”的大宗商品近期波动更大。其背后的缘由除了上述的供求错位等因素外，还有其他“供给”因素。比如，今年2月推出的《刑法修正案》规定忽视安全生产将面临刑责，3月份开始各地强化环保督察，从澳洲进口的煤炭等减少，都对供给产生了较大冲击。

图表53: 大宗商品供求错位主要源于疫情变化



资料来源: Wind, 华泰研究

图表54: 疫情后美元走弱是商品走强的支撑因素之一

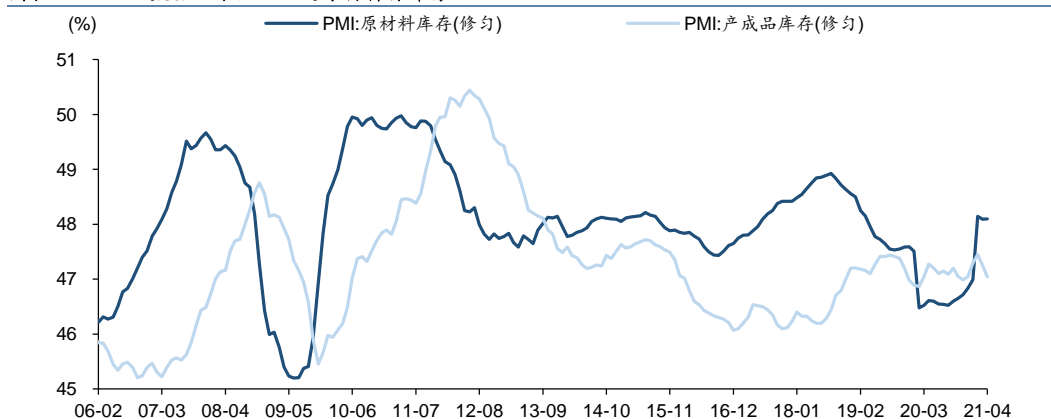


资料来源: Wind, 华泰研究

大宗周期何时能见顶？

分析价格走势，一是忌拿当下判未来，关注边际变化，二是忌拿长期判短期，涨价本身会抑制需求、刺激供给，甚至引发政策调整，导致长期供求路径的非确定性。企业加速原材料补库存或反映部分工业品极端行情的演绎存在需求透支，随着供给关系边际改善、流动性退潮与政策组合拳，大宗商品涨势有望在下半年迎来降温，具体而言：

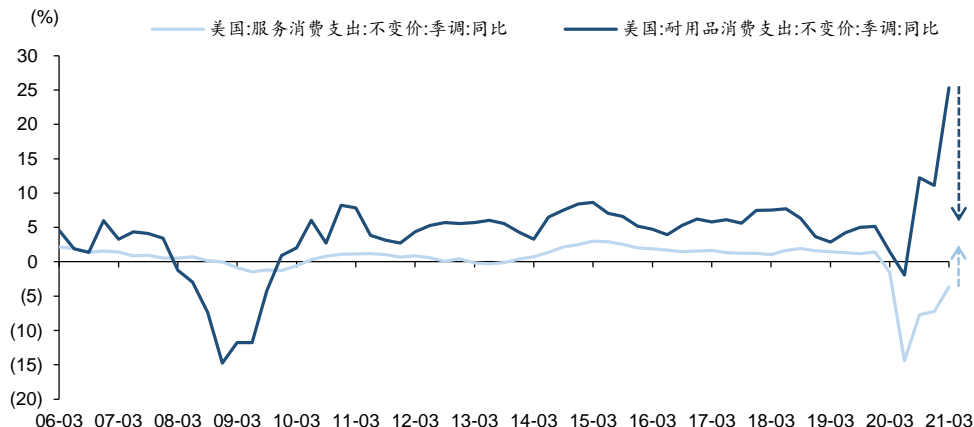
图表55: PMI 数据显示企业加速原材料补库存



资料来源: Wind, 华泰研究

时间就是解药，商品供求关系有望迎来改善：一是，疫情错位压力或随着时间推移而边际好转。虽然短期内欧美疫苗接种和疫情控制相对领先，但继续改善空间也在缩小，而南美主要资源国正有序接种疫苗，下半年疫情控制效率将相对好转，边际缓解供求错位压力；二是，美国居民超额储蓄释放进入尾声，且消费重心将由商品转向服务。疫情期间美国耐用品消费是主力，而“耐用”属性意味着需求存在透支。截至5月中旬美国疫苗单针接种率已近50%，三季度有望稳定疫情并促使消费重心转向服务；三是，汽车等制造业开始面临供应链瓶颈。近期全球缺芯片问题已开始约束汽车、电子产品等生产，生产的配套性会在短期内拖累工业金属需求。

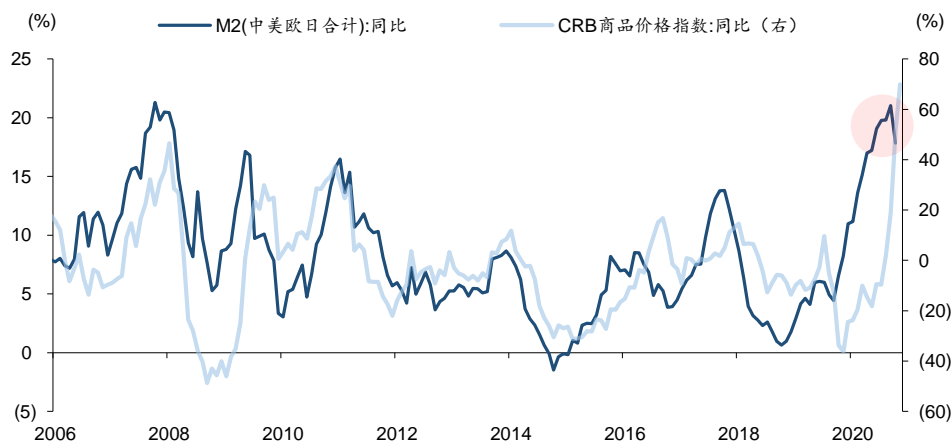
图表56： 美国消费重心或将由商品向服务转移



资料来源：Wind，华泰研究

需求决定趋势，供给放大波动，全球宏观流动性拐点已现：无论是即时性的消费投资、还是预期性的囤货或炒作，实体部门购买力的背后都是宏观流动性的体现。随着全球主要央行边际降低宽松力度、市场利率上行，信用派生开始收敛，全球流动性（中美欧日合计 M2 的增速）拐点在 3 月已出现，经验上领先大宗商品拐点约 1 个季度，预示大宗商品价格有望在年中前后开始放缓。当然，这仍是典型的需求端视角，本轮涨价离不开对供给端的判断。

图表57： 全球宏观流动性拐点经验上领先大宗商品拐点约 1 个季度

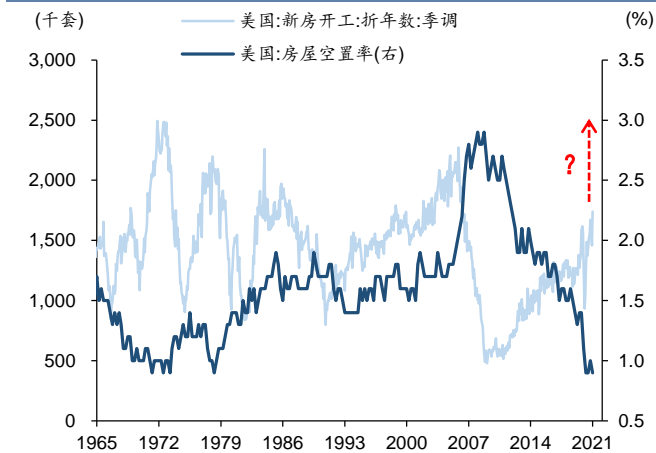


资料来源：Wind，华泰研究

下半年的主要涨价风险在于：一是美国基建计划推进情况。拜登政府可能在新预算年（10 月后）再次启动“预算和解程序”推动基建计划落地，关注支出与加税的相对进度（体现在赤字变化），激进情形（先支出/后加税弥补）可能短期提振工业品需求；二是中美地产周期的共振情况。美国成屋库存去化较彻底、中国 5~6 月迎来集中供地，若下半年两国地产开工潮共振，黑色系与建材需求可能不弱；三是欧美群体免疫与边境开放进度。全球原油有六成以上用于交通业，若欧美航空业加速恢复将提振油价，而 OPEC+ 产量调整同样关键；四是国内降碳政策的设计与执行。上半年国内粗钢产量增速不低，如果强制实现今年粗钢产量同比下降的目标，螺纹等价格仍存供给收缩支撑。**需要强调，上述因素已部分 price in，如果情况不及预期反而可能导致大宗商品价格明显回调。**

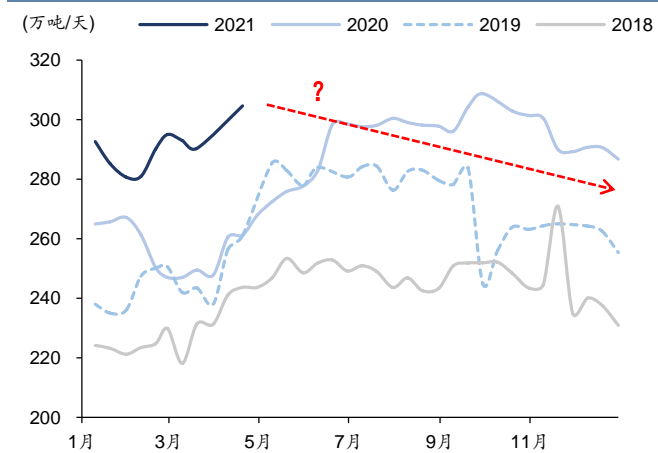
在我们看来，供给弹性相对较为充足的原油潜在涨幅可能有限，供求仍有利的铜等仍存在震荡走强可能。国内定价的黑色系很大程度上取决于政策取向，但无论是刑法修正案还是碳减排都很难逆转，波动加大的概率更高。

图表58: 美国地产周期有上行风险



资料来源: Wind, 华泰研究

图表59: 国内粗钢有降产压力

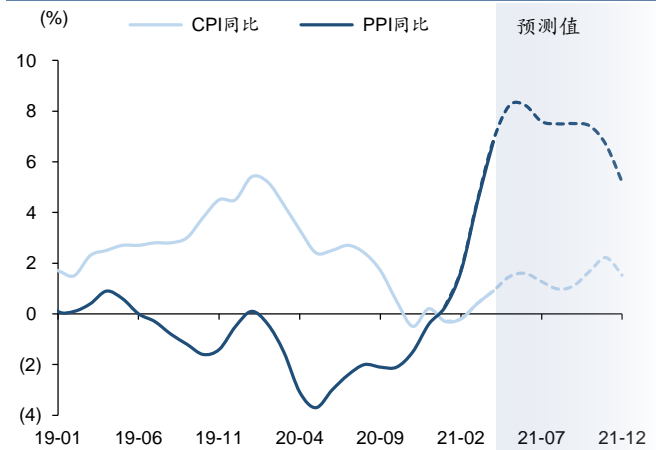


资料来源: Wind, 华泰研究

中美通胀压力怎么看？

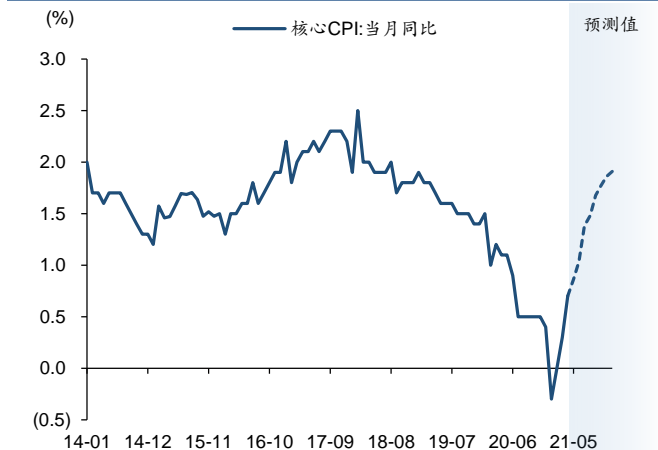
对于我国，外部输入性通胀压力仍在，内部供给约束助推，PPI短期高企；而内需修复尚未完成，CPI涨势温和。PPI而言，年中（5~6月）同比高点冲破8%的可能性不小，下半年基数压力将缓解，而国际大宗商品涨价带来的输入性通胀仍需要以时间换空间，而上述国内供给约束助推涨幅。若大宗商品价格如期在年中往后放缓，则PPI三季度维持相对高位，四季度压力逐渐减缓，全年中枢可能落在6%左右。CPI而言，由于服务业恢复节奏缓慢、下游消费行业竞争充分弱化成本转嫁效率，以及猪周期下行压制，CPI上行幅度依然可控，同比高点尚难触及今年3%的政府目标红线。剔除掉食品和能源价格看，核心CPI同比年内或呈逐月走高态势，年末预计升至接近2%。

图表60: CPI与PPI走势预测



资料来源: Wind, 华泰研究预测

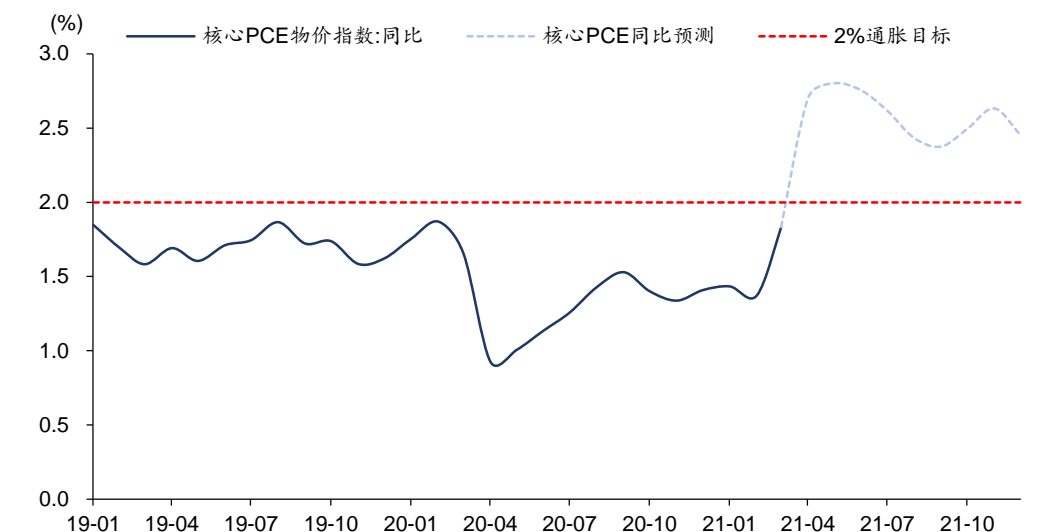
图表61: 核心CPI走势预测



资料来源: Wind, 华泰研究预测

对于美国，剔除基数效应后通胀水平更加易上难下。大宗商品涨价推升中国PPI，而中国PPI又是美国CPI的领先指标，从而推动美国商品通胀维持高位；房地产价格上涨、失业率下滑推动占核心PCE较大比重的租金价格顺周期上行，劳动力市场供应瓶颈导致的“用工荒”使得平均时薪维持高位，推动服务业成本型通胀，美国服务通胀仍存在较大的上涨空间。美国通胀的传导逻辑看似更顺，居民可支配收入增多，疫情好转带来消费场景，劳动力存在供给约束。往后看，我们认为美国商品通胀和服务通胀都将存在较大压力，在此基础上美国通胀易上难下，预计核心PCE物价指数同比将在二季度到达年内2.8%左右的高点，其后全年维持在2%通胀目标水平上方。

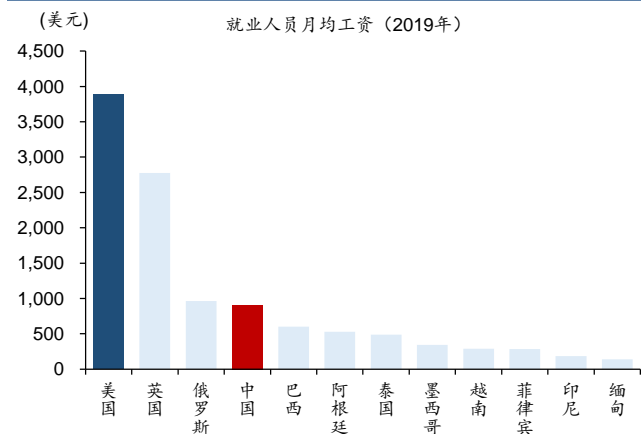
图表62： 美国通胀预测



资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

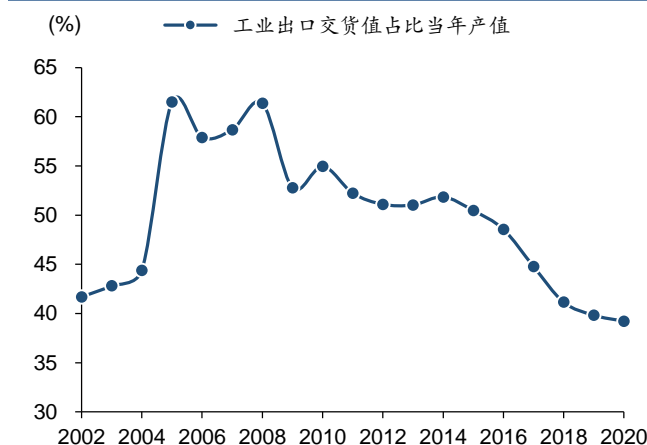
长期而言，通胀并非主要矛盾。机器取代人工的工业自动化趋势在加快，既导致生产效率提高，也导致收入分配更倾斜于资本而非劳动力，贫富分化叠加人口老龄化下的有效需求不足与产能过剩的矛盾依然存在，全球尚未摆脱长期低通胀的本质。需要提防的是中美脱钩与全球产业链重构，美国生产成本低或出现滞胀，而中国作为生产国或面临通缩风险。

图表63： 美国工资水平显著高于中国等新兴市场国家



资料来源：Wind，华泰研究

图表64： 2020年中国工业品出口货值占比产值达40%左右



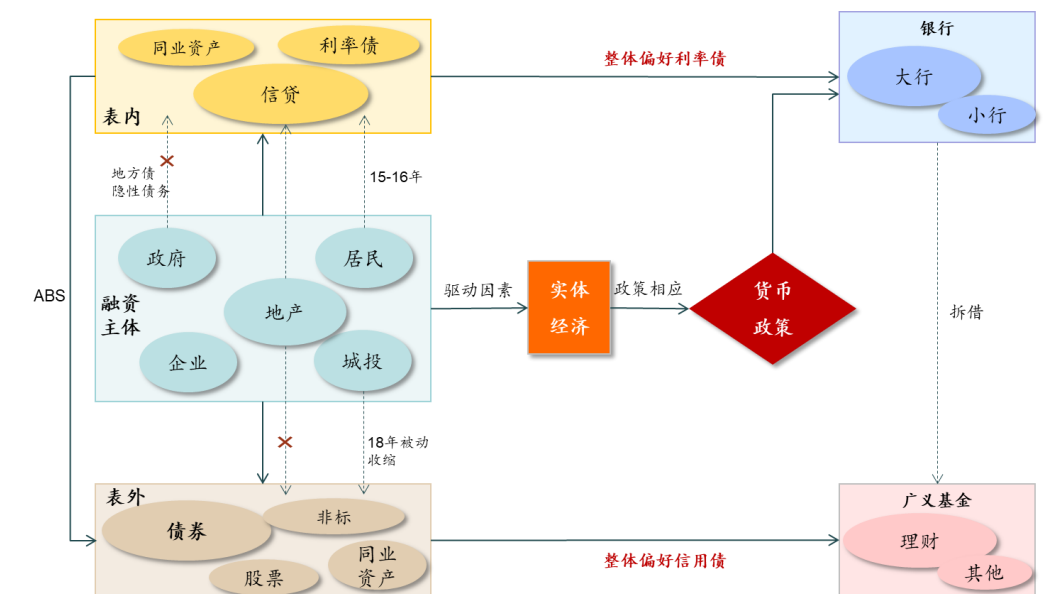
资料来源：Wind，华泰研究

供求分析：欠配的解药是地方债？

地方债发行后置+局部信用收缩=缺资产

“欠配”不是伪命题！不少投资者认为，根据复式记账法，银行体系资产派生负债，两者还是硬币的两面，因此不存在缺资产的问题。这是典型的错误看法，本质上是静态的看待问题。下图阐释了，对诸多广义基金而言，规模在持续扩张的过程中，可投资资产范围有限，就会产生缺资产和欠配的问题，至少是合意资产。比如，理财如果持续扩张，但融资主体都去通过信贷融资，就会导致理财缺资产。

图表65： 缺资产是如何形成的



资料来源：华泰研究

放在今年而言，欠配是如何形成的？至少有如下几点：

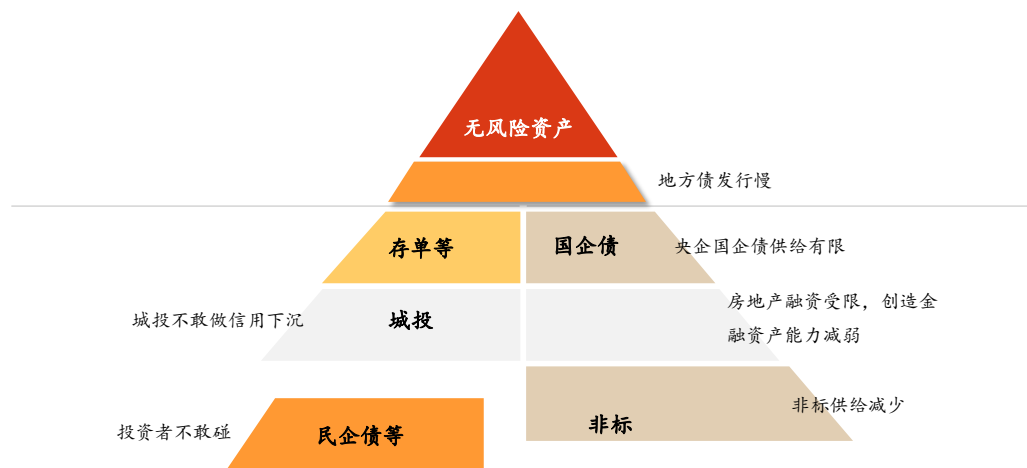
第一，地方债发行节奏后置。今年经济处在疫情后的复苏期，上半年稳增长的压力不大，财政逆周期调节的诉求下降，地方债项目要求严格，地方政府也面临政府杠杆限制，导致上半年地方债供给明显慢于预期，全年也存在发不满的嫌疑。

第二，局部信用收缩导致非标等供给减少。从去年年底以来地产监管加码，“三道红线”后房企拿地显著放缓、销售回款加快、外部融资减少，地产相关的金融资产，包括地产债、ABS、非标等的供给下降。地方政府隐性债务限制更加严格，相关容易需求也在减少。优质企业盈利情况良好，投资热情不足，导致没有太强的融资需求。

第三，弱资质主体市场没有接受度甚至“一刀切”。从去年永煤事件之后，信用分化加剧，资质较弱的国企和城投难以从债市顺利融资。机构投资者普遍收紧了入库门槛，“抱团”更为明显，导致可投资范围进一步收缩。在各类信用事件冲击和局部信用收缩的背景下，机构的配置偏好趋于一致，主要集中于低风险区域的城投或高等级的非两高一剩的产业债，致使信用利差进一步压缩，性价比极低。

此外，投资者年初普遍的谨慎心态也导致配置节奏较慢。部分配置盘对上半年债市普遍较为谨慎，希望等待地方债发行放量再进行配置，但地方债发行只闻脚步声，发行节奏明显后置。与此同时，资金面比预期的更宽松，导致等待的机会成本很高。越临近年中时点，投资者欠配压力越大。

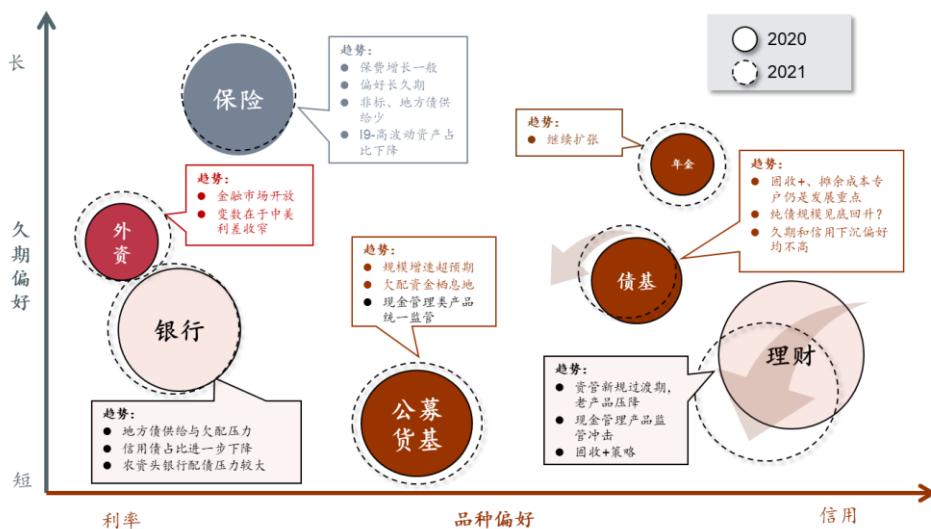
图表66：机构欠配的原因



资料来源：华泰研究

相比之下，机构扩表的速度未见放缓，配债需求仍强。今年以来，银行理财子有持续扩容的诉求，货基规模明显扩张，保费正增长，去年底和今年初成立的“固收+”产品和外资机构也是债市重要的需求力量。尤其是欠配的银行理财还通过摊余成本法债基专户投资利率债，在此过程中有适度的杠杆放大，管理人出手也更为果断。机构扩表叠加可配置的合意资产萎缩，最终出现了小型资产荒。

图表67：债券市场的需求力量



资料来源：华泰研究

下半年来看，债市供求紧张程度可能不及上半年。从供给端来看，地方债发行速度可能有所提速，为投资者提供更多有效资产。房地产集中供地加速，也可能推动非标等金融资产的供给。但房地产三道红线约束、央企杠杆限制、地方政府隐性债务约束，都难以以本质逆转；需求端，股市如果缺少赚钱效应，有利于债券产品，但债基收益率也难以支撑大规模扩张。银行理财进入整改的收尾期，还存在较大变数，中美利差收窄对外需需求可能略不利。变数仍在于实体融资需求会不会持续萎缩，如果这种情况出现，银行体系资金将被动向债市倾斜。

而机构行为方面还需重点关注几点：

1、现金管理类理财正式稿如果出台，正式稿颁布后将对债市产生一系列影响，包括对短期债券的需求增加，短端利率进一步下行；整改压力下，永续债与二级资本债需求弱化，有估值压力；现金管理类理财收益率将进一步下降，利好债基、定开型理财、股市。

2、资管新规后摊余成本法专户获得较快发展，其优势主要有两点，一是摊余成本计价，二是可以高杠杆运作，银行可以实现外部加杠杆，是今年最主要的做多力量。虽然摊余成本法专户对基金冲规模起到了正面作用，但其高杠杆运作对交易资源消耗很大，一旦资金紧张，交易资源如果不能支撑，解杠杆将加剧债市波动。

3、外资已经成为国内债券市场的重要参与力量，中国债市放眼全球仍具有吸引力。当然后续美联储讨论 QE 退出、中美利差收窄，中国债市的性价比或有所降低，外资涌入的速度不排除阶段性放缓。

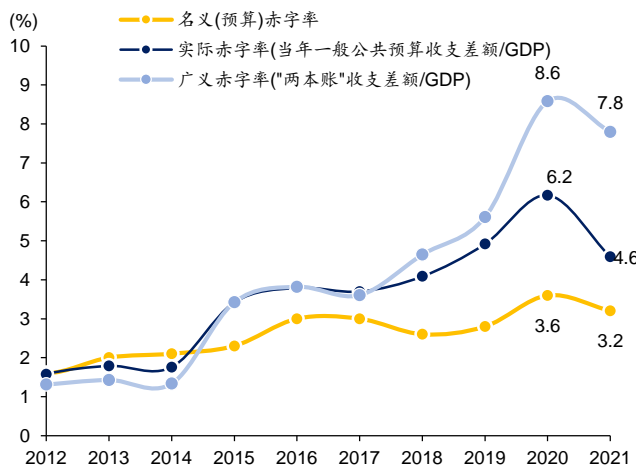
从财政后置到利率债供给增加

疫情以来，中美财政政策思路分化是个有趣现象。美国保居民资产负债表，而我国保企业，结果大相径庭。去年疫情期间，我国财政重点是保企业生存和居民就业，美国财政维护的是居民消费能力，结果我国很快从危机中复苏，而美国贸易逆差大幅走扩，需求外溢效应明显。今年我国财政继续实施结构性减税，加强对经济薄弱环节的支持，同时更加关注中长期的财政风险，管控广义政府债务，为未来留出政策空间。结果可能是，经济复苏趋于平衡而内需不至于过热、基建力度相对温和。而美国将“就业最大化”作为政策目标，持续实施高压财政刺激，美国经济下半年可能走向过热并出现更明显的通胀压力。

今年财政政策向正常化回归，宽松力度总体下降。去年宏观政策是危机应对模式，以政策的确定性对冲疫情带来的不确定性，其中，财政亦史无前例将预算赤字率上调至 3.6%、发行抗疫特别国债。我们测算实际赤字率高达 6.2%、广义赤字率达 8.6%，均为历史新高。由于国内疫情较快稳定，去年货币政策已较早回归中性，而今年是财政向正常化回归：

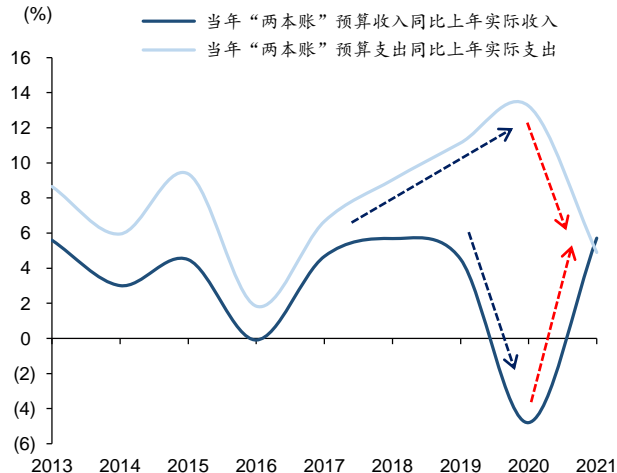
支出方面，以“两本账”（一般公共预算和政府性基金预算）合计的年度预算支出比上一年度实际支出，今年增长率为 4.9%，比去年下降 8.4 个百分点，为 2017 年以来新低，这里有防疫扶贫等被动开支的缩减，也有逆周期调节诉求的下降；收入方面，两本账合计年度预算收入比上年实际收入，今年增长率为 5.7%，比去年提高 10.5 个百分点。这里主要是经济修复带来税基扩大，同时也没有再推出类似前两年的大规模减税政策。收支轧差是政府融资，也是积极财政的综合体现，今年政府债（国债+地方债）新增限额 7.22 万亿，较去年下降 1.29 万亿。财政回归正常化，有利于降低财政风险，也为未来不确定性留后手。

图表 68：赤字率（2021 年为预测值）



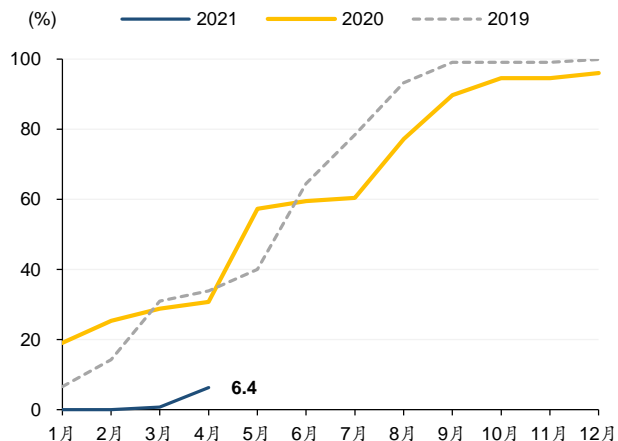
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表 69：财政“两本账”收支预算数比上年实际数（决算数）

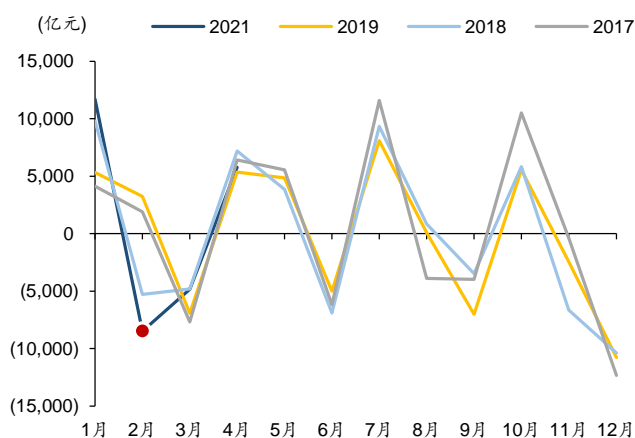


资料来源：Wind，华泰研究

节奏上，上半年稳增长压力不大，财政逆周期力量后置。我国在本轮控制疫情与经济重启的过程遥遥领先，今年上半年外需环境仍是顺风，在“稳增长压力较小的窗口期”，更重视经济质量与防范风险，中央对财政政策提法要求是“提质增效、更可持续”，一是体现在专项债的项目审核更加严苛，二是要求之前沉淀的政府债券资金加快支出再发新债、提高资金利用效率，三是抓实化解地方政府隐性债务风险、降低政府杠杆率。前两方面解释了，今年专项债发行节奏迟迟不达预期(今年截至4月，专项债累计净发行额占预算安排6.4%，而2019/2020同期分别达33.9%与30.7%)，以及2月财政资金出现集中投放的现象。财政力量后置导致了上半年债券供给慢、基建不强，下半年财政政策相机抉择的空间更大。

图表70： 地方专项债当年累计发行额占当年新增限额比例


资料来源：Wind，华泰研究

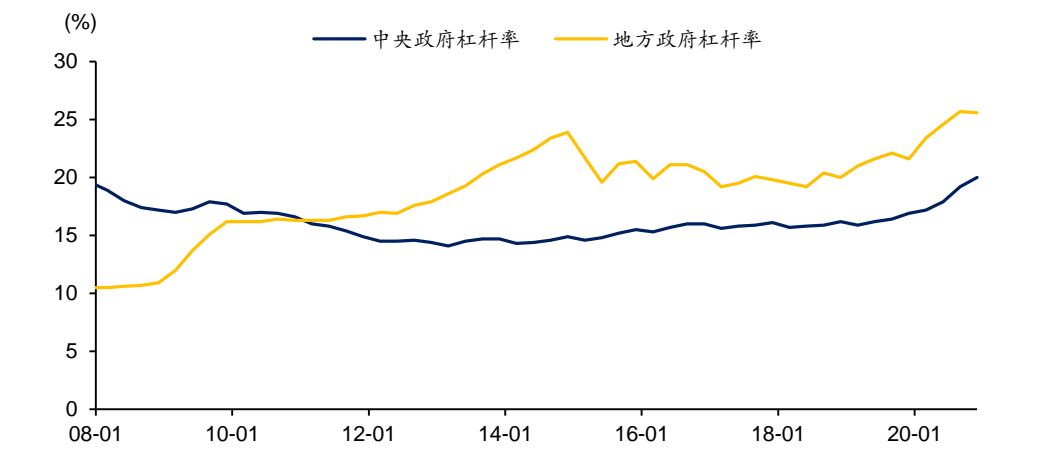
图表71： 今年2月财政存款降幅显著超过历史同期


资料来源：Wind，华泰研究

从财政预算看，今年地方专项债供给压力并不小，然而实际发行节奏却明显偏慢。今年两会批准预算安排新增地方政府债务限额4.47万亿元，其中一般债务限额8200亿元，专项债务限额3.65万亿元，仅比去年的3.75万亿减少1000亿元。然而年初以来，地方债发行节奏较往年明显偏慢。1-3月几乎没有新增发行，截至5月20日，新增地方债仅为5500亿元，占全年新增额度的12.3%。

今年地方债发行节奏偏慢主要有三个原因：一是2020年发行的专项债券规模较大，财政优先使用去年的结余资金。去年10月至今年1月财政存款新增量均处于历史较高水平，而2-3月财政资金投放较多。二是专项债的发行和投向监管日趋严苛。尤其4月国务院印发《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》强调“融资规模与项目收益相平衡”，“资本性支出应当形成资产并予以全程登记”。强化了资金跟着项目走，但地方政府优质项目储备并不充足，专项债发行自然难以上量。三是今年政策稳增长压力减小，地方政府债务考核压力弱化，同时也是顺应稳杠杆防风险的要求。今年上半年经济内生复苏动力增强，基建托底经济的必要性进一步下降，因此地方债额度和资金下达都没有硬性要求。此外，今年3月国常会提出“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，虽然更多可能指隐性债务，但适当控制地方债扩张速度也是顺应稳宏观杠杆率的要求。

图表72： 地方政府杠杆率不断上升



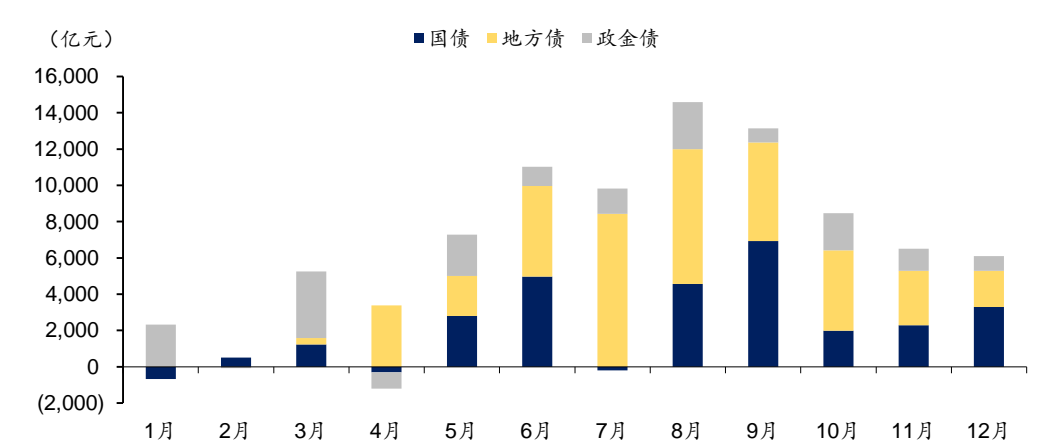
资料来源：Wind，华泰研究

地方债是决定下半年供给节奏的主要因素，也是今年以来欠配压力的源头之一，后续供给节奏将如何演绎？首先，三季度大概率是全年供给高点。资金跟着项目走决定了地方债发行进度要与宏观经济节奏相匹配，鉴于三季度末四季度初外需动能可能放缓，房地产监管负面效果显现，基建托底意愿可能增强，届时地方债发行规模有望增加。其次，时间限制放宽，整体节奏预计有所平滑。考虑到年内剩余额度较多，为避免形成集中供给压力，今年新增额度可能不会像往年一样要求10月底之前发行完毕，年底预计也有部分额度释放，整体节奏更加平滑。最后，全年额度存在发不满可能。在实际操作中，地方政府的债务余额和债务限额之间都有一定空间，但过去两年逆周期调节力度较大，每年倾向于“早下达，早支出”，全年新增限额与实际新增发行几乎相等，如果下半年项目审批持续严格，全年额度也存在发不满的可能。

国债剩余供给不少，政金债发行进度预计比较平均。由于上半年到期规模大，国债供给速度也比较缓慢，截至2021年4月，国债累计净发行仅为749亿元，占全年额度的2.7%，5月之后到期规模减少，预计单期发行量有所增加。值得注意的是，储蓄国债也会计入赤字之内，但不会形成银行间市场供给，因此国债供给压力比实际数字表现出来的可能稍弱。政金债方面，前4个月累计净发行规模约为5000亿，我们预计全年净发行规模可能在1.7万亿左右，下半年整体发行压力不大。

综合来看，我们认为下半年利率债供给将明显增多，叠加宏观经济环比节奏，三季度预计是集中供给时点，央行预计会通过公开市场操作予以配合，但资金面局部扰动仍需提防。此外，今年银行、保险补充资本金的需求较为强烈，三季度二级资本债、永续债的供给将大幅上升。

图表73： 2021 年利率债净供给规模预测



资料来源：Wind，华泰研究

货币政策与流动性：提防外部冲击

上半年政策组合：货币稳+财政后置+局部信用收缩

今年上半年经济同比增速可观，但主要由基数效应贡献，经济不平衡、不充分的问题仍较大。今年一季度实际 GDP 同比增长 18.3%，但主要源于去年的低基数效应，两年复合增速仅为 5%，较去年四季度有所放缓。结构方面呈现明显的“外热内冷”特征，上半年美国财政刺激不断加码，印度巴西等国疫情恶化，防疫商品订单大增，从而拉动出口维持高速增长。而国内年初疫情反复再次打击消费和制造业，同时专项债节奏后置导致基建投资开局乏力。除此之外，中小企业主体活力还未完全恢复，经济修复不平衡不充分的问题仍较大。

这种情况下，政策组合表现为“货币稳+财政后置+局部信用收缩”，具体而言：

第一，货币稳：货币政策在去年 5 月就开始转向，上半年国内疫情控制和经济恢复相对领先、且仍有外力支持，央行开始关注中长期目标，重心由稳增长到兼顾防风险，货币政策整体维持稳健态度。尤其是春节前后，易纲行长明确提出货币政策“稳字当头”，为至少上半年的货币政策奠定了基调。

第二，财政后置：今年上半年在外需强劲、基数效应和内需惯性复苏力量作用下，稳经济压力小，政治局对财政政策的要求主要是兜牢“三保”底线，未提政府投资。叠加去年专项债资金存在结余，项目审批趋严，上半年地方债发行异常缓慢。

第三，局部信用收缩：在逆周期调节退出的过程中，此前充裕流动性掩盖的风险逐渐暴露。例如隐性债务监管降低相关融资需求，地产三道红线导致龙头房企去杠杆。规避下沉是投资者的普遍预期，导致诸多弱国企、尾部城投已经很难从债市上顺利融资。去年底以来永煤、华夏幸福、华融等风险事件不断发酵，导致机构不断提升风控门槛。

货币政策摆布难度增大与资金宽松之谜

央行面临的多目标与核心矛盾是理解货币政策取向的根基。传统上，央行调控目标分为经济增长、通货膨胀、金融稳定和外部平衡四个方面，由于各目标天然的矛盾性以及自身的能力边际，央行始终在各大目标之间艰难平衡。今年的货币政策与 2019 年相似，取向回归稳健中性，相机抉择特征明显。

双支柱框架是我们理解货币政策核心，传统货币政策承担的多目标压力减轻，宏观审慎直接管控房地产、隐性债务、信贷规模等信用扩张源头。2011、2013、2017 年，由于缺少监管协调，央行只能通过资金面倒逼紧信用、去杠杆，传统路线更长，首当其冲的往往是债市，经常出现剧烈反应甚至严重超调方见成效。2017 年金稳委成立之后，监管部门之间的协调大大加强，传统货币政策框架与宏观审慎政策各司其职。去年 11 月《中国人民银行法》首次从法规上明确了“货币政策目标+宏观审慎目标”的双支柱框架。房地产“三道红线”、资管新规等都是宏观审慎的重要环节，央行的微观监管职能大大增强。这使得传统货币政策工具承担的多目标压力大大减轻。以往的周期当中，货币政策往往偏滞后且大开大合，但 17 年金稳委成立后，部门协调加强，央行正式推出双支柱，货币政策的灵活性大为提升。因此去年 5 月份货币政策就开始转向，而尽管上半年房地产出现局部升温、信贷需求快速膨胀，加上经济不平衡、不充分问题的存在，公开市场操作整体上依然比较平稳。同时货币、财政、监管的协调性大大增强，面对大宗商品引发的输入性通胀，保供政策需要明显承担更多的责任。

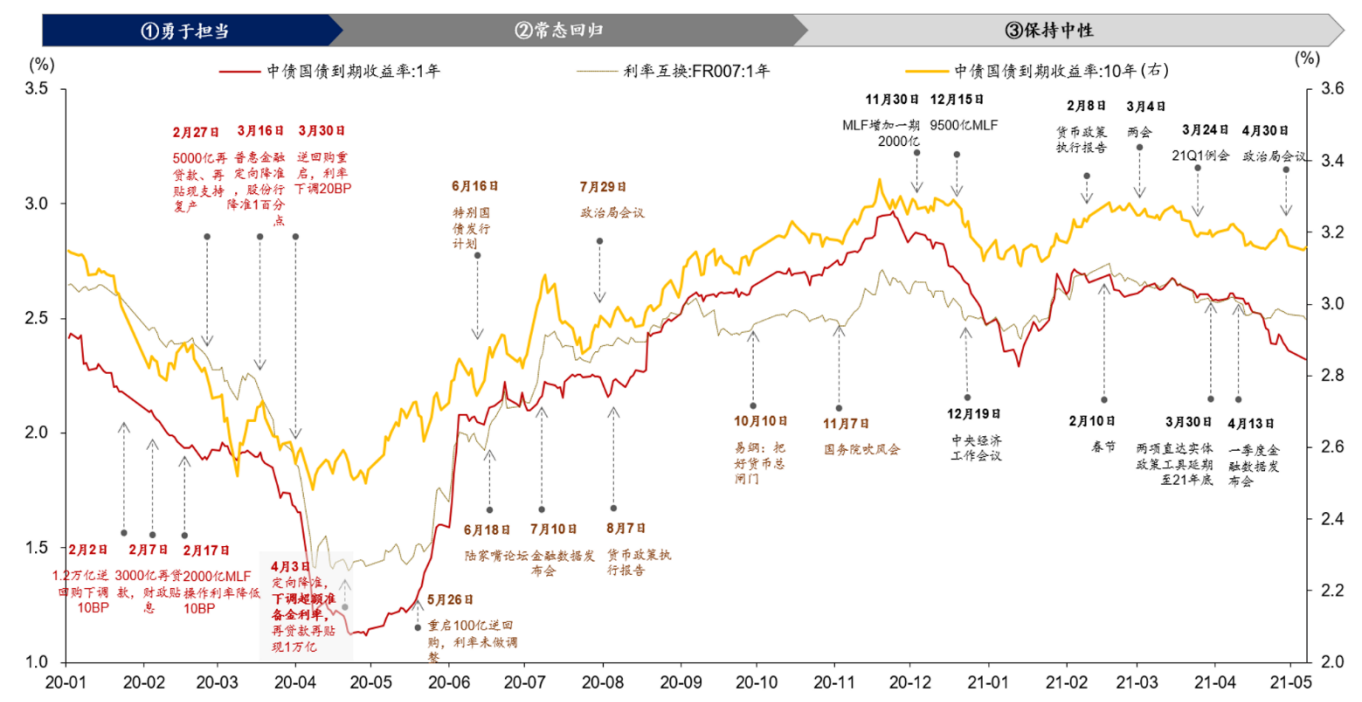
自去年疫情以来，货币政策脉络主要可以分成三个阶段：

第一阶段：疫情爆发期，央行“勇于担当”，六稳、六保成为当务之急。去年1-4月为应对疫情冲击，货币政策开启危机模式，此时政策重心是稳增长，且更多是防止企业资金链断裂。央行通过公开市场大幅净投放、再贷款再贴现、降准降息等实现扩表。极度宽松的货币政策之下，银行体系扩表速度远大于央行，资产端信贷、债券等快速增长，以增强对实体经济的金融支持。对比之下，美国作为消费依赖性经济，货币政策宽松体现为美联储资产负债表大幅扩张，维持利率低位的同时推出各类贷款计划以纾困企业和居民，配合“直升机撒钱”等史上最大规模财政刺激计划，维护了美国居民资产负债表健康。

第二阶段，去年5-8月货币政策退出宽松，稳增长让位于防风险。去年5月开始，伴随着中国疫情得到有效控制，生产生活秩序加快恢复。同时货币政策宽松带来的结构性存款等空转套利、房价上涨等引起监管关注，防控金融空转套利成为重要任务，6月央行推出的直达实体工具也降低了央行对宽货币的依赖度，货币政策在此时开始退出。随着央行在公开市场不断回笼资金，短端利率快速回升，6月18日陆家嘴论坛明确了政策向中性回归的信号，货币政策“危机模式”正式结束，叠加特别国债和专项债大规模供给，债市出现大幅调整。

第三阶段：去年底至今，货币政策回归稳健中性，资金面大幅波动后进入被动宽松。去年底永煤事件爆发后央行态度一度缓和，导致跨年资金面超预期宽松，春节前又突然大幅回笼流动性引发“小钱荒”，表明上看是资金面波动加大，实际背后反映了央行“不缺不溢”的中性态度，防止预期过于一致从而加杠杆，只是紧张程度之剧烈令市场措手不及。春节后公开市场操作始终维持在100亿和200亿之间，MLF也连续等额续做，但地方债发行缓慢和财政资金集中投放对资金面形成持续支撑。一月份小钱荒之后，机构“蛇咬效应”明显，杠杆行为不明显，贸易顺差改善银行流动性指标，资金面呈现总量宽松+波动减弱的状态。

图表74：年初以来货币政策回顾

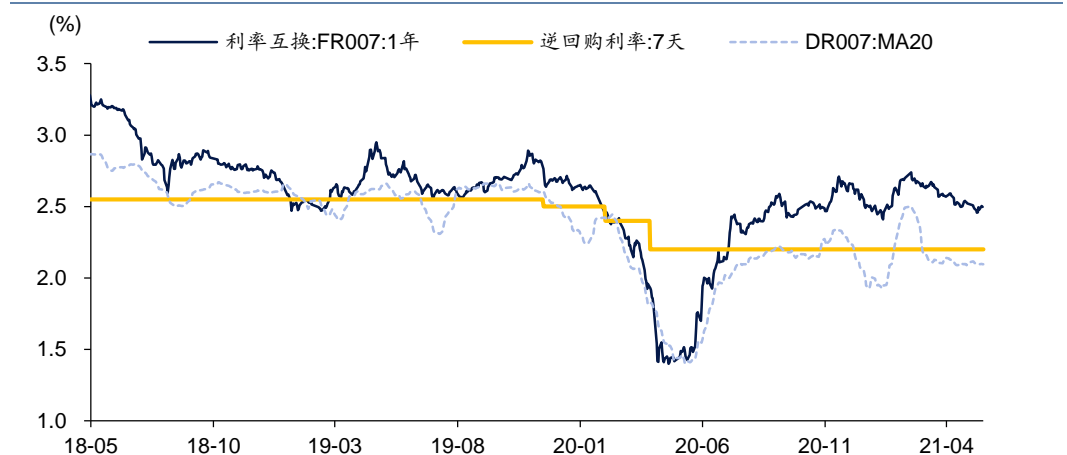


资料来源：Wind，华泰研究

从四大目标出发，4月份前货币政策整体处于“舒适区”。（1）经济增长方面，外需支撑，基数效应加持，上半年经济增速较高且整体处于惯性修复阶段。（2）通胀方面，尽管去年底开始商品价格就有所抬头，但市场主流预期仍是“温和再通胀”，毕竟大宗价格在12月才恢复到疫情前水平，中国PPI同比在1月才开始回正，实际通胀压力不大。（3）金融风险方面，由于去年的低基数效应，分子（GDP增速）明显快于分母（债务增速），稳杠杆的任务容易完成。局部信用风险确实在发酵，但并未冲击到市场流动性。（4）外部平衡方面，美联储更加“后验”，中国央行早已提前回归常态，汇率短期压力不大。可以看出，上半年货币政策进入难得的舒适区，再考虑到建党百年、债务风险，“稳”就是最好的操作。

超储率并不高，但资金面为何如此宽松？3月底超储率只有1.5%，4月份还有缴税等消耗超储的因素，超储率进一步降低。而从公开市场操作来看，今年1-3月都是净回笼，4月净投放仅不到100亿，为何资金面还能如此宽松？我们认为：首先，最主要的支撑因素其实来自于财政存款超季节性集中投放，尤其是2月份，在财政要求将去年地方债结余资金集中投放下，财政资金投放量显著高于历史同期水平。地方债发行较少，资金运用上不是准备买债而是准备放回购；其次，投资者在经历一月资金面大幅波动后始终不敢轻易加杠杆，欠配的非银甚至积极融出资金。这样就导致，月底等关键时点，富裕的非银资金就能满足其他非银杠杆的资金需求，银行体系受制于流动性指标融出减少的影响被大大削弱了。此外，结汇盘增加也改善了银行体系资金面和存款来源，改善了流动性指标。央行在这种情况下很难主动也没有必要回笼资金，毕竟主动回笼流动性的工具如正回购等对市场预期影响太大，与稳健中性的态度也有所背离，何况超储率本身不高。

图表75：DR007持续走低且波动平稳



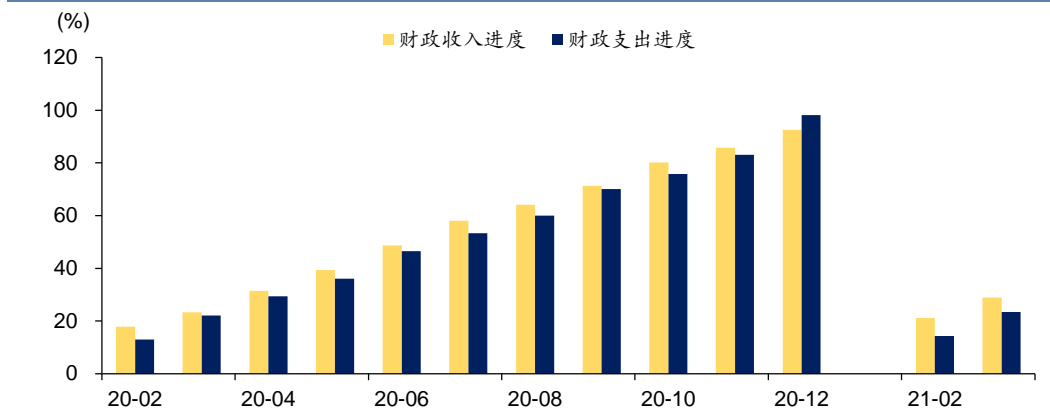
资料来源：Wind，华泰研究

下半年货币政策将面临三个重要变化：

第一，宏观环境逐渐走出舒适区——央行需要兼顾经济动能逐步放缓、社融增速放缓、大宗涨价与PPI、地方债供给、美联储中期转向风险等多种因素。去年以来的经济恢复中，呈现出典型的“外热内冷”现象，外需是推动经济恢复的核心。但进入下半年，尤其是四季度，外需大概率走弱，房地产领域的政策高压效应也可能显现，内需当中的逆周期力量如基建需要适时发力，经济增长动能大概率逐步放缓。通胀方面，PPI年中（5-6月）同比高点冲破8%的可能性不小，四季度基数压力将缓解。高通胀+低社融的“类滞胀”组合明显是全球错位复苏下的特殊产物，也对政策摆布提出更高挑战。

第二，资金面从被动宽松转向主动补缺。春节后央行在公开市场基本没有新增投放，但资金面始终维持宽松，其中一个重要的原因就是地方债发行缓慢，财政资金集中投放。与此同时我们看到超储率并没有显著提升，说明货基等非银规模膨胀和预期层面的因素也起到重要作用。但下半年狭义流动性“被动宽松”的局面可能发生改变，一方面，随着信贷投放的增加，基础货币本身就在不断消耗。另一方面，上半年地方债供给偏慢的背景是经济压力不大和项目审批趋严，一旦下半年经济托底意愿增强，基建项目审批加速，专项债就可能再次“开闸”，要求央行主动平抑波动。如果银行体系整体少流动性，也会表现为非银如货基赎回等风险。由于目前市场利率的中枢仍低于政策利率，因此一旦资金面主动权回到央行手中，资金利率的中枢就会小幅抬升，短端利率可能也会迎来重定价。

图表76： 今年财政支出进度明显加快



资料来源：Wind，华泰研究

第三，美联储 Taper QE 预期渐起，需警惕外部失衡风险。2020 年 8 月美联储推出新的货币政策框架，采用平均通胀目标制。目前无论是 CPI 还是核心 CPI 都倾向于偏离了美联储的平均目标，美联储最大的“底气”在于就业市场仍然惨淡。参考前几轮 QE 退出，如果下半年美联储开启 QE 退出讨论，明年大概率会实质性缩减 QE 规模，加息步伐或有所提前，在强美元预期下人民币汇率难免承压。

整体来看，下半年货币政策面临的挑战增多，操作力度需要根据经济形势和多目标要求而灵活调整，但从一季度执行报告的表态来看，政策取向还没有明显变化，合理充裕格局有望保持。近两个月的资金面宽松激励市场情绪从之前的谨慎偏悲观转为“试探性乐观”，同业存单等短端利率似乎逐渐透支资金面的宽松预期，这可能是未来可以博弈的预期差。

央行会如何应对当下的大宗涨价和通胀？

本轮大宗商品上涨主因是供求错位，通胀也有基数效应推动。在一季度货币政策执行报告中央行指出，近期全球大宗商品价格上涨的原因有三：“一是主要经济体大规模刺激方案；二是境外疫情明显反弹带来的供需错位；三是全球流动性环境持续处于极度宽松状态。”当然除此之外还有弱美元+绿色经济政策+新能源产业需求等原因，去年低基数也使得今年 PPI 同比大幅走高。央行在报告中论述了 PPI 上涨的暂时性与大宗商品涨价对 CPI 影响的有限性，暗示短期通胀尚非货币政策的主要矛盾。

经济外热内冷、内需尚不充分，货币紧缩将“杀敌一百自损三百”，行业政策更为有效。货币政策作为调控总需求的手段，除了关注通胀水平还需关注经济增长，在内需尚不充分，实体需求略有弱化的背景下不宜轻易转向。5 月 19 日国常会对稳价思路做出明确，归纳而言：一是调整关税来保障国内钢铁供应（提高钢铁出口关税、对生铁及废钢等实行零进口暂定税率、取消部分钢铁产品出口退税）；二是稳定投资来降温工业品需求（抑制高耗能项目）；三是煤炭增供与电源替代来缓解煤炭供求矛盾（督促重点煤企增产、增加风电光伏水电核电等出力）；四是打击炒作囤货等行为（提高期货交易保证金等）。同时，继续为小微企业提供结构性支持，财政减税降费，货币政策加大普惠金融支持、引导银行扩大信用贷款。

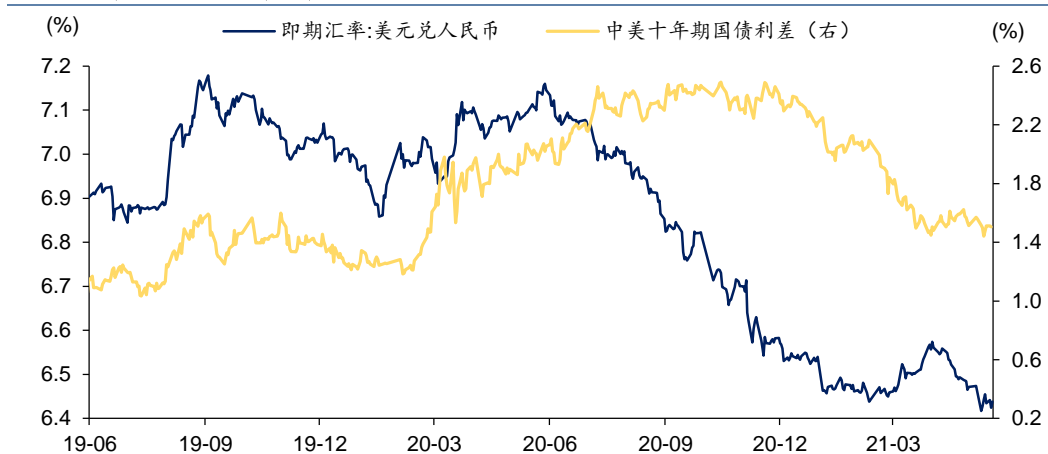
货币政策能做什么？首先，货币政策需要避免通胀预期自我强化，因此资金面不能过度宽松。其次，继续通过宏观审慎加强房地产金融管控、稳住地产投资需求，避免大宗供求持续错位。有趣的是，需求推升的通胀与供给驱动的通胀截然不同，后者会使制造业企业面临成本和财务费用双重打击，货币政策反而不会轻易收紧。我们也看到国常会对结构性政策着墨较多，提出“引导银行扩大信用贷款”。显然，面对供给因素引发的价格上涨，中游企业面临的是成本压力，需要保护，而不是打击。不过，涨价扩散情况、居民通胀预期与核心 CPI 变化可能是后续央行重点观测对象与政策调整依据，国常会提出“努力防止向居民消费价格传导”。

下半年货币政策展望：内部主动投放，外部提防压力

经济修复不平衡大背景下，货币政策需要继续保持对实体经济的支持力度。第一，信贷额度需要适度放松。前期严查经营贷和控制信贷节奏导致 3-4 月社融增速出现较快下行，在“社融与名义 GDP 增速匹配”的要求之下，后续社融增速要以稳为主，要求央行适度放松信贷额度限制。第二，以改革方式降成本。额度放松只能解决投放能力的问题，不能解决融资意愿的问题，尤其是实体融资成本已经较去年底有所抬升，在 MLF 难以轻易下调的情况下，LPR 改革推广和定向减税降费等是可行之策，大宗商品价格能否有效抑制也是中下游需求恢复的关键。第三，疏通信用传导堵点，补充中小银行资本金。随着商业银行信贷资产配置增加，部分银行尤其中小银行内源性资本补充能力有所下降，后续需要支持中小银行发行二级资本债等工具，增强其服务中小微企业、支持保就业能力。

货币政策仍将以内为主，但如果内外因素交织，不排除公开市场操作转为“控价保量”。从历史经验来看，在内外目标出现冲突的时候，央行倾向于优先解决内部问题，下半年经济环比走弱，货币政策需要适当保持对经济的支持力度，而面临可能出现的外部失衡，公开市场操作可能会“控价保量”：量的层面充分满足银行体系资金需求以支持信贷投放，价的层面适当提高资金投放成本，通过 MLF 等投放成本不低的长钱，保持中美利差在舒适区间。

图表 77：中美利差与人民币汇率

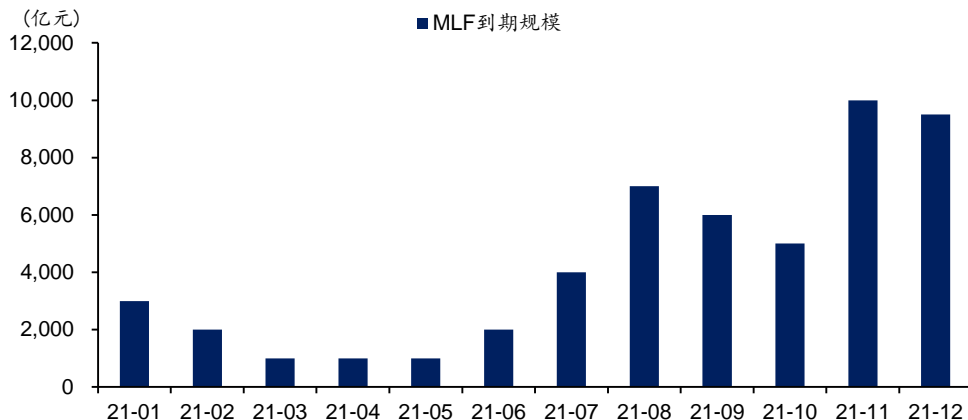


资料来源：Wind，华泰研究

降准降息可能性仍不大，四季度是敏感窗口，逆回购仍是熨平流动性短期波动的主力工具。降准对预期影响过于强烈，在通胀压力增大，美联储退出预期渐起的大背景下，下半年降准概率较小，除非出现中美摩擦加剧、外需大幅走弱等触发剂，基础货币缺口可能更多依赖于 MLF、再贷款等工具补充。四季度 MLF 到期量较大，如果届时经济严重不及预期，不排除降准替换 MLF 可能，但概率不高。同理公开市场操作利率也不太可能下调，甚至如果年底美联储加息提前，不排除小幅跟随上调的可能。下半年地方债供给大概率提速，但利率债发行更多产生短期的资金上收作用，财政支出之后资金再次投放出来，当然变成企业存款之后消耗超储，对资金面的短期波动应该更大。一季度金融统计数据新闻发布会上孙国峰司长表态“为政府债券发行提供适宜的流动性环境”，后续可能通过逆回购等操作熨平政府债券发行造成的流动性波动。

MLF 到期量增加，基础货币缺口补充方式值得关注。上半年 MLF 到期规模较少，主要源于去年同期降准和再贷款等支持力度较大，MLF 工具被搁置。下半年 MLF 到期规模显著增加，尤其是四季度到期高达 2.5 万亿，结合缴税、地方债发行和信贷投放节奏，7-10 月可能是资金缺口较大的时点。如何补充流动性缺口？降准与中性态度有所背离，超额续作 MLF 看似最为合适，但会加剧到期时点分布不均衡的问题。再贷款再贴现或许可以适当补充，国库现金定存适时操作有助于平滑流动性波动和改善银行指标。

图表78： 下半年 MLF 到期规模显著增大



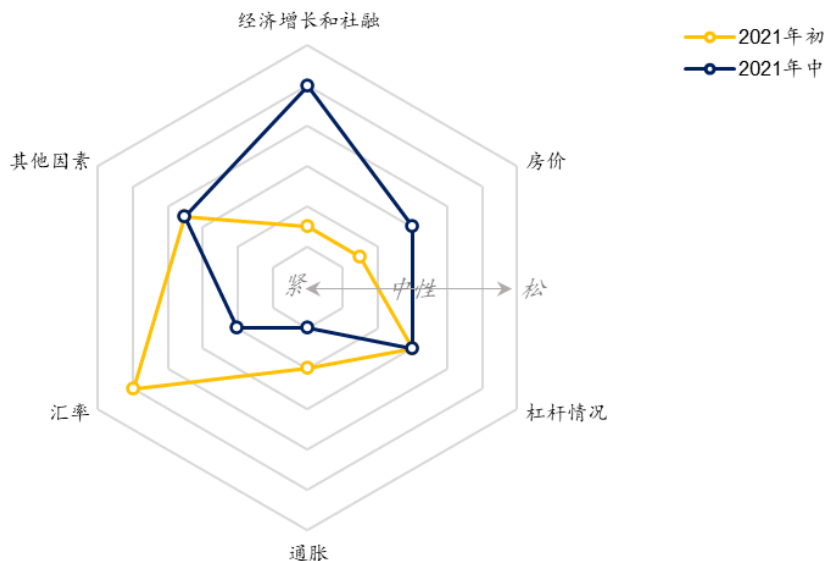
资料来源：Wind，华泰研究

如果债务风险出现，货币政策可以短暂的转为危机处理模式。但有了包商事件的经验之后，央行救助流动性危机的能力大为提升。今年是非典型意义的信用收缩，结构性特征明显，部分弱国企弱城投兑付压力增大，在此背景下机构行为趋于一致，风险偏好大幅下降，评级新规、国务院 5 号文等又进一步强化该趋势，带来的结果就是信用分层，评级间利差扩大且低等级发行难度增大。上半年华夏幸福、中国华融、山西河南煤企等事件持续发酵，债务风险“风雨欲来”。下半年债务危机如果意外暴露可能导致部分机构出现赎回潮，入库资质收紧带来局部流动性风险，利率债可能先跌后涨，届时货币政策可能短暂转为危机处理模式。但好在监管应对危机的经验日益丰富，尤其包商事件之后资金传导进一步打通，非银互助等模式出现，因此即便发生持续时间可能也很短暂。

哪些因素可能促成货币政策进一步收紧？（1）债市杠杆率快速上行。充裕的流动性水平对机构加杠杆有激励作用，年初隔夜回购余额一度超过 4.5 万亿成为政策调整的触发剂。近期摊余成本法专户日益膨胀，带来刚性的杠杆资金，一旦短端“滚隔夜”规模快速提升，可能导致央行出手纠偏。（2）PPI 持续走高，对 CPI 传导超预期。通胀的最大问题在于 PPI 受大宗商品走势影响难以控制，海外疫情演进和供给恢复面临不确定性，如果年内 PPI 继续单边上行导致 CPI 突破 3.5% 的目标，货币政策收紧的压力将大大增加。（3）汇率贬值与资本流出：上半年贸易顺差居高不下，结汇压力下人民币稳中有升。下半年如果美联储退出 QE 进度超预期甚至加息，货币政策将面临跟随调整的压力。

反过来，哪些因素可能促成货币政策进一步放松？（1）中美摩擦或疫情再现。3 月份中美阿拉斯加会谈一度让市场情绪重回 2018 年，拜登执政下的中美关系难言乐观，下半年如果美方在经贸政治等领域再起冲突，外部环境会进一步恶化，基本面预期将受到明显冲击。此外印度等国疫情持续爆发，关注病毒变异或疫情卷土重来的可能。（2）经济增长和社融增速断崖式下行。经济增速二季度环比改善，三季度大概率开始环比转弱，四季度一旦房地产和外需出现共振下行，经济增长可能会超预期走弱，从而对企业投资信心等形成影响，届时不排除货币政策重回危机模式。（3）债务风险如果大规模暴露引发流动性危机，货币政策需要保持偏松姿态加以防范。

图表79： 货币政策影响因素雷达图

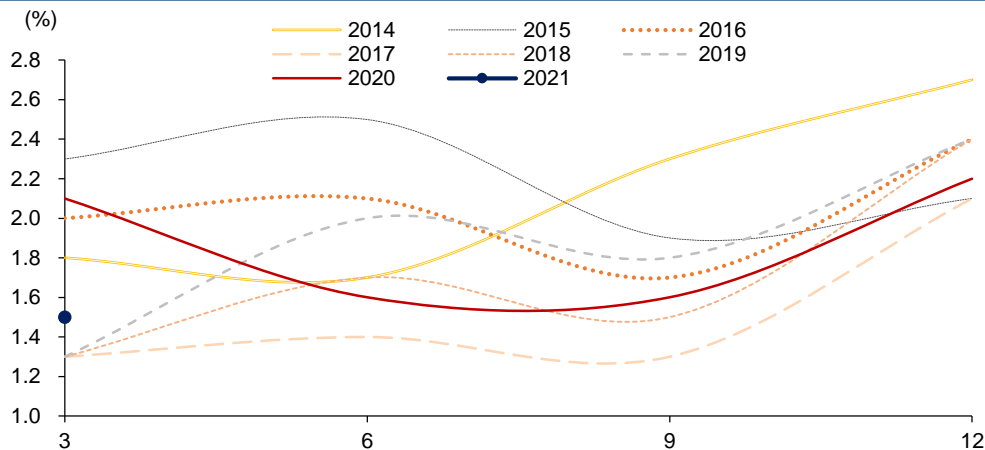


资料来源：Wind，华泰研究

流动性展望：股债状况不同，提防外部冲击

超储率继续处于中性水平，三季度回购利率中枢预计略有上行。3月末，金融机构超额准备金率为1.5%，低于去年同期，但高于2017-2019年，鉴于17年之前可比性不强，整体上处于中性偏宽松水平。如前所述，随着资金面从被动宽松转向主动补缺，货币政策大概率会充分满足资金缺口，后续超储率预计维持在中性水平，市场流动性总量合理充裕。价格方面，DR007已经在7天逆回购利率之下运行了两个多月，后续财政存款效应褪色、信贷投放自然消耗超储，央行主动投放的必要性提高，带来的结果就是全市场边际资金成本抬升，回购利率中枢预计小幅上行。

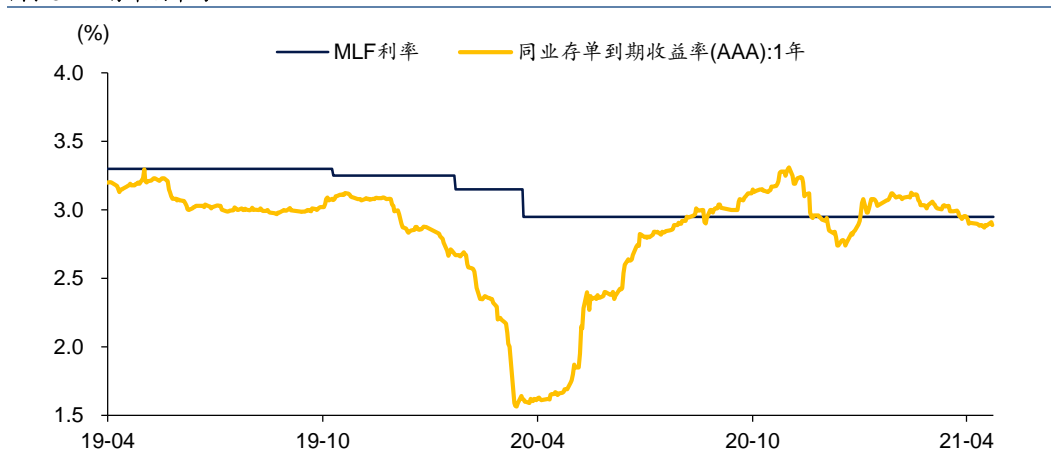
图表80： 同比来看，一季度超储率低于2020年，高于2017-2019年



资料来源：Wind，华泰研究

MLF 仍是存单利率的锚，关注下半年 MLF 到期高峰对存单利率的牵引作用。目前一年期存单利率已经低于 MLF 利率 5+BP，背后主要源于需求因素（融资需求萎缩带来货基规模膨胀、前期息差空间较足），除此之外，MLF 到期量少导致其对存单利率的牵引作用减弱也是重要原因。我们此前提示过，MLF 应该是同业存单的锚，二者过度偏离（-10~+20BP 以上）往往孕育着反转。下半年尤其四季度 MLF 到期规模显著增大，届时关注 MLF 投放对存单利率的拉动作用。

图表81： 存单利率与 MLF



资料来源：Wind，华泰研究

地方债发行节奏是最大扰动，实体融资需求、货基规模变化也是影响资金面的关键变量。截至5月17日，今年新增地方债累计发行仅为5500亿元，占全年新增额度的12.3%，假设全年额度不缩减，意味着6-12月新增地方债月均发行规模在5600亿左右，考虑到年底财政决算，三季度发行规模应该最大，从以往经验来看，地方债集中发行的时点央行都会通过逆回购予以配合，但局部资金摩擦不可避免。实体融资需求如果持续萎缩，将造成资金在银行体系淤积，利好银行间流动性，货基规模也会继续受益。

实体流动性层面，相比去年由奢入俭，社融-PPI继续下行，地产类信贷利率上行，其他信贷利率平稳。从社融增速来看，如果今年社融增速与名义GDP基本匹配，全年新增社融增速预计降至11%左右，信贷规模大概率不会超过去年。上半年社融增速整体在下行区间，下半年随着信贷额度管控松动以及地方债发行提速，增速下降可能趋缓，但从社融-PPI来看实体流动性仍在收敛。结构方面，在逆周期调节退出的过程中，此前充裕流动性掩盖的风险逐渐暴露，规避下沉是投资者的普遍预期，导致诸多弱国企、尾部城投已经很难从债市上顺利融资。总量合理充裕+结构分化使得今年成为非典型意义的信用收缩，对宏观基本面的冲击比较有限。信贷额度受控的地产类信贷利率有上行压力，而其他类主体面临的信贷额度约束不明显，信贷利率大概率保持平稳。

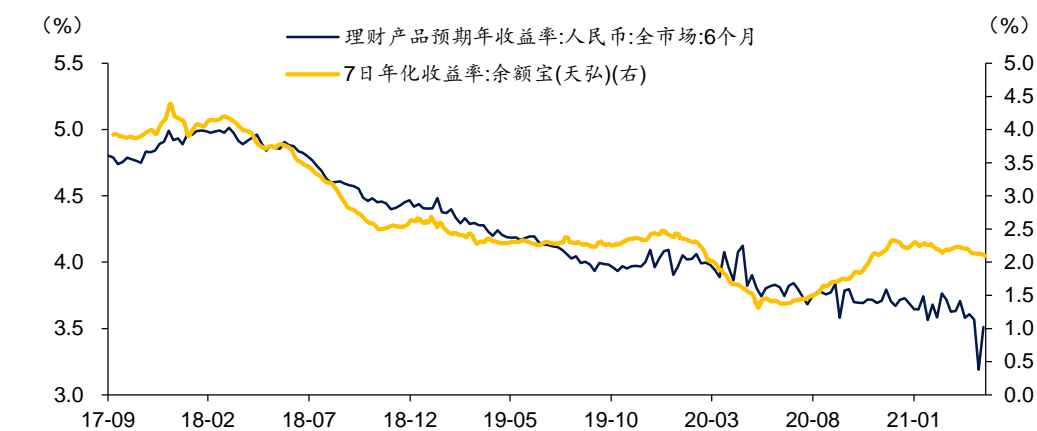
图表82： 社融-PPI反映实体流动性有所弱化



资料来源：Wind，华泰研究

股市方面，货基及现金管理产品新规降低机会成本，QE退出对板块冲击需要提防，解禁高峰值得关注。第一，目前货基收益率已经接近2%，理财收益率降幅不大，但现金管理类产品新规落地在即，比照货基监管后其吸引力将进一步减弱。今年还是资管新规过渡期的最后一年，理财等产品在收益率降低的同时还要加紧净值化，可能会降低客户对其认可度，从而有利于降低权益市场机会成本。当然REITs等资产能否补齐空白值得关注。这种背景下，股市面临的场外资金不缺，加上十四五规划等结构性机会，主题性机会此起彼伏。第二，上半年中国经济增速不弱，人民币汇率维持强势，中美利差收敛但绝对水平仍高，外资流入趋势还未逆转。但下半年中美增速差收敛，美联储QE退出预期不断增强，北上资金入场动力逐渐弱化，主流赛道品种仍承压。第三，去年再融资放宽及下半年的大盘IPO都会在今年转化为解禁压力，尤其是6月、10月、11月、12月可能会连续出现解禁高峰。其中TMT、医药、电新等新经济板块的解禁压力将最为集中。目前来看，供给冲击将是下半年股市较为明确的压制因素。

图表83：货基、理财利率降低股市机会成本



资料来源: Wind, 华泰研究

下半年展望：跟随经济还是供求的脚步？

2019 年低波动时代的延续

我们在 2019 年曾判断债市进入了低波动时代，主要有几个原因：

第一，宏观经济增速本身的波动就在降低。其他发达国家的经验也是如此，当消费占比越来越高之后，加上国内宏观调控手段日益娴熟，经济增速本身波动在减弱。固定资产和房地产投资资金消耗大，且呈现出更强的周期性，占比萎缩、波动降低之后也降低了融资需求的周期性。

第二，货币政策难有大的腾挪空间。中国货币政策仍处于正常货币政策状态，但政策空间也是日益逼仄。尤其是 2017 年金融委成立之后，央行采取了双支柱框架，传统货币政策工具肩负的防风险等功能弱化，央行打造利率走廊管理，资金面稳定性整体变好。

第三，全球低利率的环境下，中国债市也在对外开放中受到牵制。

我们在年度策略曾判断——**2019 年重现。**2020 年新冠疫情爆发，经济下行、情绪恐慌、货币政策放松，意外引爆了市场波动。但去年 5 月份开始，中国货币政策就已经回归中性。在这种情况下，我们在去年 11 月份年度展望中判断，今年的债市将延续 2019 年的低波动的状态，至少目前得到验证。核心理由在于，所有的利空都是“明牌”，市场定价当中已经有所体现。而压降结构性存款导致的存单利率上行等利空因素逐步缓解，市场定价锚从“存单利率”转为“资金利率”。除上周之外，年初至今十年期国债都运行在 3.1-3.3% 较窄的波动空间。

未来一段时间利率波动空间可能稍有放大。下半年货币政策面临更复杂的多目标权衡问题，经济动能弱化、地方专项债发行要求货币政策配合，但美联储 QE 退出可能、通胀仍居高难下对货币政策又形成制约。债市大概率仍处于弱趋势阶段，但波动可能较“稳字当头”的上半年略有增大。国内经济走势、美联储 QE 退出、债务风险、地方债供给节奏、理财相关政策等都可能成为引发波动的来源。

但如果提前展望明年，除了基本面之外，机构行为可能是放大债市波动的潜在因素。过去几年，银行理财作为绝对回报资金，客观上可能起到了平复波动的作用，尤其是当利率走高到一定程度之后，理财扩张规模并买入。但我们看到，25 万亿美元的银行理财将在今年完成净值化转型，会不会在赎回等压力下“追涨杀跌”值得关注。此外，摊余成本法公募和专户产品在过去两年膨胀，普遍曾存在刚性的杠杆行为，可能在资金紧张的情况下放大波动。

宏观指引与中观供求的背离和“误导”

在疫情这一特殊因素的冲击下，以往的逻辑框架都需要做调整。债券投资者习惯上会自上而下的视角理解市场。以通胀为例，以往的债市与 PPI 保持强相关性，但本轮大宗商品价格上涨的源头并非需求，而是供给或供求错位。而传统的涨价往往都源于需求端，货币政策应对供给冲击往往有心无力。经济增长层面，更关心的是环比、两年平均和修复结构。而财政政策更加相机抉择，地方债上半年发行节奏明显后置，下半年会否放量值得关注。显然，不是宏观视角有“误导”，是我们理解宏观数据不要陷入经验主义的陷阱。

图表84：十年国债收益率与 PPI 走势



资料来源：华泰研究，Wind

上半年，投资者面对的是：宏观看似不利（经济向好、通胀向上）预期极为一致，但政策组合有利（“货币稳偏松+财政后置+局部信用收缩”）→供求关系对债市有利→投资者看空做多，曲线陡峭。尤其是近期，社融增速放缓，通胀预期平息，资金持续宽松，迟迟未能等到上车机会的欠配资金驱动利率下行。

下半年，投资者可能面对的是：宏观可能有利（经济动能放缓、通胀逐步缓解），但这一预期同样极为一致，谨防逆周期力量对冲导致下行不及预期风险，政策组合未必更有利（“货币稳+财政适度发力+信贷条件放松”）→供求关系对债市偏不利→债市大概率难以摆脱震荡市，曲线平坦。

长期看，利率中枢缓步下行的趋势可能尚未改变。第一，经济潜在增速放缓，根据学界的研究，十四五期间，中国经济潜在增速很可能放缓到 5.5% 左右；第二，全球的高债务率导致市场主体难以承受高利率水平；第三，碳达峰大环境下，高耗能投资减少，城投+地产等融资主体受到更多抑制，科技、消费等领域企业融资需求弱或偏好股权融资；第四，全球低利率的大环境。

当前的利率水平如何？

从估值的角度看，债市目前面临的状况是：

1、绝对利率水平不高，但不能简单参考历史中枢。目前 10 年国债收益率 3.07%，位于历史上 20% 的分位数水平，基本回到去年 9 月和 2019 年初的位置。

与去年 9 月对比，从基本面来看，当前国内和海外的经济复苏程度以及通胀上行压力较去年上升。从货币政策与资金面来看，货币政策取向均以稳为主、保持中性，但去年 9 月的资金波动高于当前。从债市供需来看，今年的供需环境对债市偏利好，去年 9 月债券供大于求，原因是地方债供给大幅增加，而银行压降结构性存款导致负债端紧缺，配债压力较大；此外去年 9 月银行超储率低叠加配债压力大，不得不大量发行存单补充资金，存单量价齐升。总之，今年的资金面和债券供需环境对债市偏利好，但基本面偏不利。

疫情之后，经济潜在增速下台阶，利率的中枢水平较疫情前应有所下降。与 2019 年疫情前相比，当前央行的政策利率比疫情前降低 30BP，从政策利率与市场利率的关系角度考虑，当前市场利率运行的中枢较 2019 年小幅降低。因此尽管当前利率绝对水平不高，但考虑到利率中枢下降，当前利率水平偏低，但还谈不上错误定价。

2、当前息差水平看似不低，但关键是资金能否保持宽松。从中短端国开债与资金成本的息差来看，虽然绝对利率水平不高，但四月份以来资金面宽松且稳定，息差得以维持在相对较高水平。

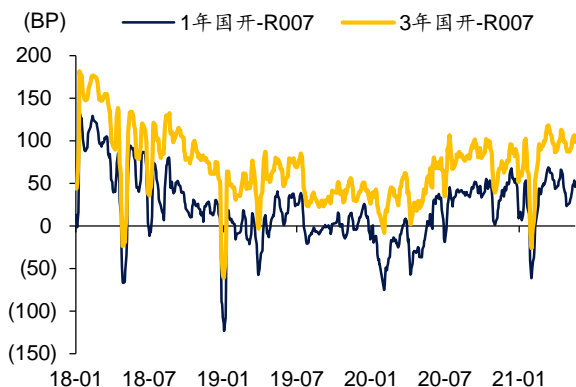
3、期限利差尚可，与宏观环境基本匹配。从 10-1 年国债期限利差来看，四月份以来短端受到资金宽松驱动快速下行，期限利差走阔，目前处于历史偏高水平，这与宏观大环境较为匹配。短期来看，曲线长短端的上行和下行空间都不大，短端在资金面宽松和 MLF 利率阻碍的影响下难下难上，长端利率逼近区间震荡的下沿，继续下行的空间也较为有限。考虑到短期资金面仍以平稳为主，曲线形态仍将维持。中期来看，基本面经济增速放缓、通胀环节，叠加政策面货币稳、财政适度发力，资金将有所收敛，曲线有可能平坦化。

4、信用利差过低，保护不足，信用分化持续。当前信用利差极薄，性价比低，短端尤其严重。AAA 评级 1 年信用利差仅 30BP，位于历史 5% 分位数；AA+ 评级 1 年信用利差仅 50BP，位于历史 2% 的分位数。长端信用利差情况略好，但仍难以下手，AAA 评级 5 年信用利差也仅有 35BP，位于历史 13% 的分位数水平；AA+ 评级 5 年信用利差 60BP，位于历史 8% 分位数水平。信用分化持续，AA 评级信用利差稍好，但整体保护并不充足；AA- 信用利差位于历史 80% 分位数以上，从去年永煤事件以来走高，一直未压缩。信用利差已经基本压缩到极限，主要原因仍是资金松、机构欠配压力大。如此信用利差，配置信用债性价比太低，不配置又有时间成本，令投资者左右为难。后续关注债务风险对信用环境的冲击，以及对信用资质间分化和行业间分化的影响。

5、从股债相对价值来看，股债基本平衡。当前国开债与沪深 300 股息率之差处于五年中位数附近，股债性价比均不突出。

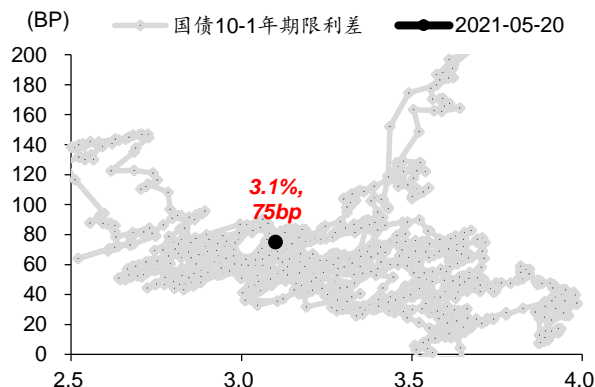
6、相比全球债市，当前中国债市仍有吸引力，未来警惕中美利差收窄和美联储讨论 QE Taper 后外资流出压力。中美利差较前期高点有所回落，但仍处于历史 60% 分位数的较高水平，对外资仍有一定吸引力，尤其是 4 月以来利率下行，外资成为这波利率债增持的主力。但后续美联储讨论 QE Taper，可能带来外资流出的短期压力。

图表 85： 1、3 年国开债与 R007(两周平均)



资料来源：Wind，华泰研究

图表 86： 十年期国债与 10-1 年利差



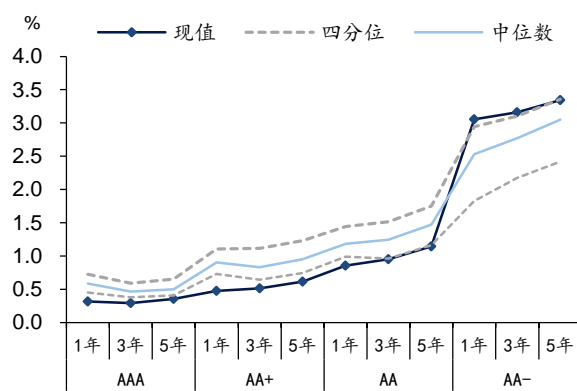
资料来源：Wind，华泰研究

图表 87： 信用利差



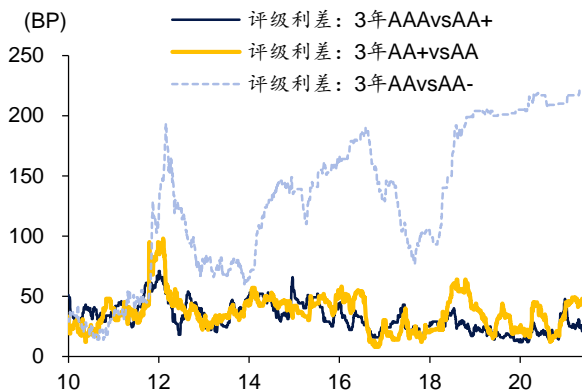
资料来源：Wind，华泰研究

图表 88： 信用利差



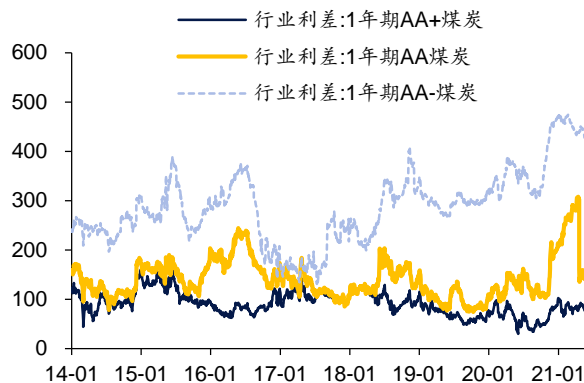
资料来源：Wind，华泰研究

图表89: AAA与AA+、AA+与AA评级间利差



资料来源: Wind, 华泰研究

图表90: 煤炭行业利差



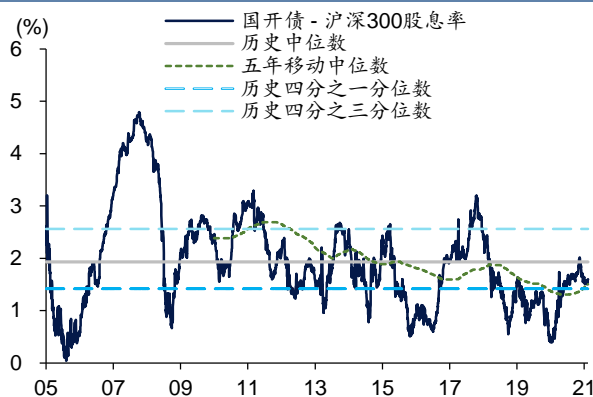
资料来源: Wind, 华泰研究

图表91: 中美利差



资料来源: Wind, 华泰研究

图表92: 股债性价比



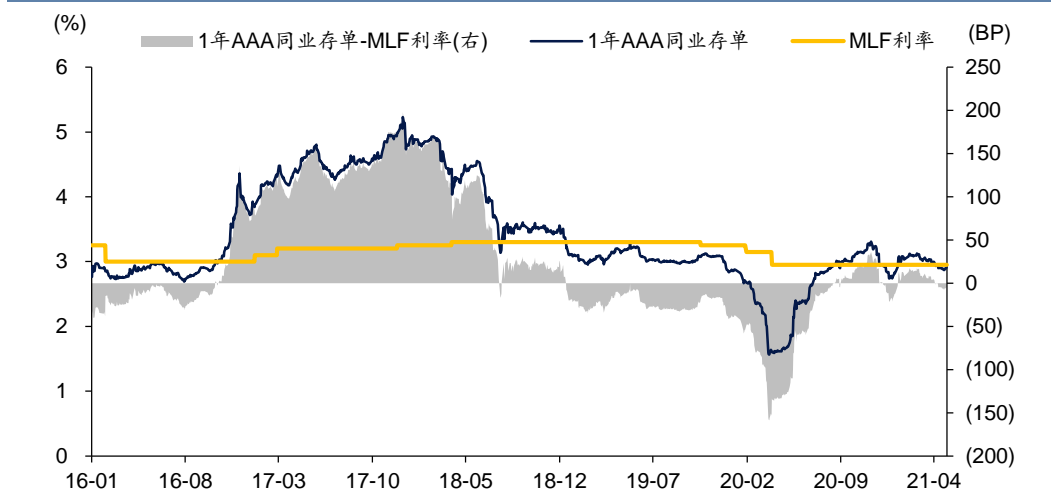
资料来源: Wind, 华泰研究

MLF-同业存单仍是定价重要的“锚”

如何看待 MLF 利率与同业存单的关系? 虽然 2017、2020 年疫情期间都曾出现过市场利率大幅脱离 MLF 利率的情况, 但是 2019 年以来, 除特殊时期, 存单利率围绕 MLF 利率波动的特征非常明显, 尤其是 2020 年三季度以来, 存单利率基本围绕 MLF 利率窄幅波动。

近年来央行反复强调 MLF 作为中期政策利率的地位, 同业存单等市场利率应围绕政策利率波动。央行在 2020 年二季度货币政策执行报告专栏 2《完善利率传导机制》中提到, “MLF 利率作为中期政策利率, 与作为短期政策利率的公开市场操作利率共同形成央行政策利率体系, 传达了央行利率调控的信号。同业存单、回购和拆借等银行之间融资工具的利率, 以及国债收益率曲线, 受多种因素影响, 有一定的短期波动。但从中长期看, 大体也是围绕央行政策利率波动的。”

图表93： 同业存单与 MLF 利率



资料来源：Wind，华泰研究

当前在降息无望、加息概率小的背景下，我们认为 **MLF 利率是存单最重要的锚**，存单利率如果低于 **MLF 比如 10BP 甚至以上应提防安全边际**。短期内对存单价格形成扰动的因素有，1) 银行等机构欠配压力下，对债基和存单的配置增加，存单需求上升；2) 现金管理类理财产品监管正式稿待出台，现金理财产品限期整改，对存单需求可能阶段性上升；3) 近期 MLF 到期量比较小，且资金面宽松，MLF 并非边际负债成本。

需要注意的是，下半年，地方债发行可能放量，机构资产荒有所缓解，债基利率可能降低到 2% 以下，银行等投资者对存单和债基需求减少，存单需求存在变数，下半年 MLF 到期量明显增加，MLF 再次成为银行边际负债成本，从而对同业存单产生约束作用。供给端，虽然结构性存款压降压力明显减弱，但是银行一般存款仍存在压力，业务发展仍需要通过同业存单等融入资金。考虑这些因素，同业存单利率大概率仍需要围绕着 **MLF 波动**，尤其是 8 月份，MLF 到期量开始攀升到 7000 亿元，同业存单利率有可能以 **MLF 为底**。

债市的结构性机会是超额回报的主要来源

我们先后推荐过几个结构性机会，且有不错的收效：

1、超长利率债。去年 10 月底，市场情绪非常悲观，超长利率债无论从绝对点位、30-10 年期限利差等都具备吸引力，今年地方债的发行比例降低，保险等有望增持超长利率债，我们开始建议增持超长债，建议构建“超长利率债+存单”的组合。

未来展望：当前超长利率债性价比明显出现了弱化，长期来看经济潜在增速下降，超长利率债仍有长期配置价值。

图表94： 30 年国债收益率



资料来源：Wind，华泰研究

图表95： 30-10 年国债利差



资料来源：Wind，华泰研究

2、绩优的短久期产业债。比如宏桥和过剩产能行业短期品种，由于盈利明显好转，现金流充沛，发行人顺利偿还到期债务。

未来展望：信用资质改善一般滞后于盈利改善，过剩产能等行业短久期产业债可能仍有价值挖掘机会。长久期品种仍面临经济周期、碳减排等难题，投资者仍缺少信心。

3、中美利差收窄。中美由于疫情管控方式的不同，债市表现明显存在时差，去年底利差达到历史最高水平，“多中债+空美债”带来交易机会。

未来展望：密切关注大宗商品价格及其对美国通胀的影响、美联储讨论 QE 退出的时间点，未来美债利率或有上行压力，中美利差仍有小幅收窄机会，但空间不及一季度。

4、条款下沉（二级资本债和永续债）好于信用下沉，价格是关键。二级资本债和永续债在去年下半年利差持续扩大，源于市场担心供给较多，而理财整改导致需求力量弱化。但实际上看，今年一季度机构出现了欠配压力，对信用下沉一刀切，估值上已经得以体现的二级资本债和永续债价值得到了充分挖掘。

未来展望：二级资本债和永续债基本充分挖掘，当前收益率不高，吸引力已经下降。后续现金管理类理财产品正式稿将出台，现金管理类理财产品面临限期整改压力，被迫卖出银行永续和二级资本债，而二三季度又是资本补充债发行高峰期，未来两者估值收益率有上行风险。但如果收益率能有所上行，条款下沉仍存在机会。

图表96： 银行二级资本债利差



资料来源：Wind，华泰研究

5、高收益转债，比如广汇、鸿达转债等。鸿达转债大股东遭遇股权质押强平，广汇集团评级下调，加上投资者普遍担忧信用风险，导致转债被出库而大幅调整。

未来展望：广汇、鸿达转债价格已经修复，考虑不能入库的机构增加，未来价格继续修复的空间不大。未来继续关注信用事件发生后，市场情绪过于极端所造成的错杀机会。

6、弱区域的主流平台国企还是东部的弱主体？

未来展望：4月政治局会议提到，“地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制”。越是强调地方政府责任，城投债的分化会越来越明显，主流平台相对安全，行政级别低、债务率高、对非标等融资依赖度高的需要规避，此外过度抱团的品种性价比已经不高。

哪些因素可能超预期？

今年上半年，真正超预期的不是基本面而是政策组合和供求关系。地方债发行滞后，局部信用收缩导致非标等资产供给不足，投资者普遍对信用下沉较为谨慎，加上之前普遍的谨慎心态，但资金面超预期宽松，反而推动了“欠配”的出现，支撑了债市表现。

在我们基准的情境下：中美经济增长动能此消彼长，下半年美联储 QE 退出提上日程，中国经济进入动能逐步放缓、通胀压力短期显现阶段，债市难以走出区间震荡格局。但哪些因素可能超预期？

利率向上超预期的可能触发剂：

1、财政及地方债发行节奏。2021 年全年新增地方债额度为 4.47 万亿（一般债 8200 万+专项债 3.65 万亿），截至当前已发行新增地方债占全年发行计划的比例仅 20%，若地方债发行仅是时间后滞，则仍需提防地方债在三季度的供给放量，进而通过供给、资金面和配套信贷等造成冲击。

2、通胀或基本面韧性超预期。未来通胀超预期的点在于，1、资源国疫情持续超预期，大宗商品供需错位持续，2、美国财政政策加码超预期，3、欧美交运复苏超预期，带动原油价格快速上涨，4、碳中和政策严格执行甚至加码。市场对经济动能逐步下行预期较高，未来基本面超预期的点在于，1、海外疫苗接种有序进行，海外经济持续复苏，订单回流和产业转移压力不及预期，外需未如预期回落；2、房地产销售热度较高与加速竣工下，地产韧性超预期；3、若经济产生下行压力，基建再度发力托底经济，经济或表现出较强的韧性。

3、债务风险引发流动性冲击。华融等主体涉及面较广，如果债务风险暴露，不排除债基赎回-流动性冲击再现。不过，债务风险早就被视为灰犀牛，包商事件之后，对于该类问题央行应对经验已十分丰富，即便出现，持续时间预计较为短暂。

4、美联储讨论 QE 退出及美债利率上行。如果疫苗接种顺利，我们预计美联储将在三季度讨论 QE 退出，美债利率将面临较大上行压力。美联储 QE 退出与美债利率上行对国内债市的影响主要在于，国内央行或收紧货币政策加以应对，美债利率走高或造成外资流出压力。

5、股市上涨，导致资金向股市分流。股市超预期上涨，将导致资金向股市分流，股债跷跷板导致债券收益率上行。

6、摊余成本法专户等在市场调整时往往加剧波动。资管新规后，摊余成本法专户因其成本计价和高杠杆运作的优势被银行自营和理财青睐，目前摊余成本法专户规模较大，成为参与利率债配置的重要力量。但是该类产品对交易资源消耗较大，若后续资金面意外紧张，可能导致去杠杆情况发生，进而产生叠加效应，加剧债市波动。

利率向下超预期的可能触发剂：

1、信用收缩程度超预期，地方债发行迟迟未放量，货币政策不敢紧，银行等资金进一步加大债券配置力度。若债务风险加速爆发，未来信用的收缩程度可能超预期，机构可配置的债券、非标等资产将进一步萎缩。此外，今年以来基建逆周期调节的诉求并不强烈，若趋势持续，地方债发不满额度的可能性较大，机构欠配压力难以缓解。最终资产荒加剧，欠配资金推动利率大幅下行。

2、大宗商品价格上涨等打击制造业投资，外需弱化，逆周期调节压力增大，带动利率下行。

3、美联储继续保持宽松，QE 退出隐患消除。如果美国就业情况始终不理想，美联储继续淡化通胀压力，保持宽松，外资仍是做多中债的重要力量。

4、疫情反复超预期。4月以来印度疫情发展超预期，近日国内安徽、沈阳等地再出现聚集性疫情，若后续病毒变异、疫情反复使居民生活、经济受到较大影响，也可能导致利率超预期下行。但随着全球疫苗接种率提升，这一情形出现的概率正在降低。

5、中美摩擦等加剧。尤其是在三季度，中美复苏力量此消彼长，不排除摩擦加剧可能性。

策略建议

上半年，宏观信号与中观政策、供求关系背离，下半年债市可能面临如下的环境：

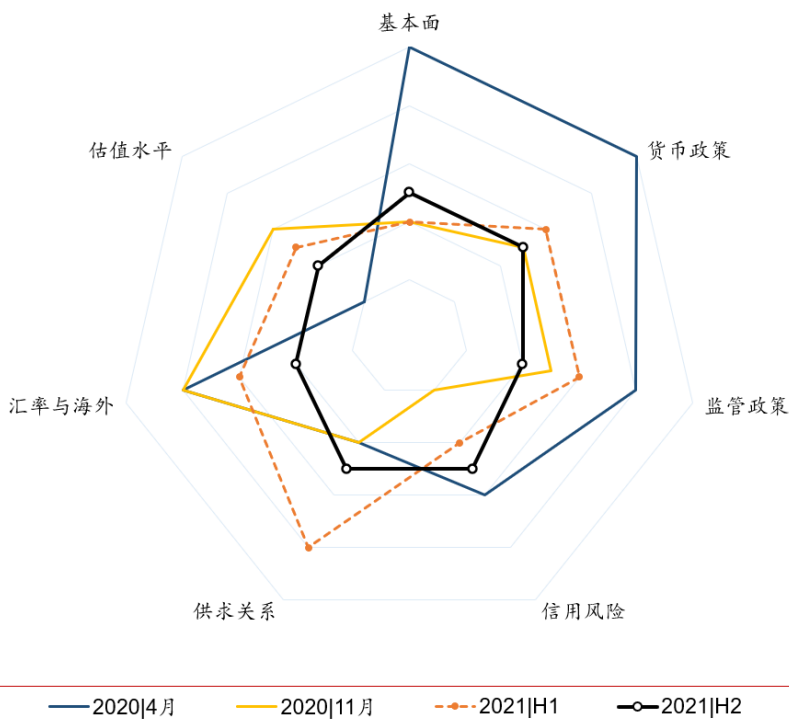
第一，全球经济错位复苏，从中国领先到美国领先，疫情冲击淡化后地缘政治角力不排除更为激烈。中国经济在三季度之后动能可能随着外需回落而放缓，但基建等逆周期力量需要关注，经济增长结构更平衡。

第二，大宗商品涨价与通胀压力将持续到三季度，美国通胀压力更明显，美联储可能在9月份开始讨论QE退出。国内目前面临的是输入性通胀+弱内需=强PPI+弱核心CPI的通胀组合，节奏上来看，PPI预计5月达到高点，有破8%的风险，三季度将在高位维持。

第三，政策组合从上半年的“货币稳+财政紧+局部信用收缩”转变为“货币稳+财政适度发力+信贷条件放松”。社融增速继续缓步下行，四季度企稳回升。

第四，地方债发行节奏是重要变量，同业存单利率大概率继续围绕着MLF波动，美联储QE退出是热点话题，摊余成本法债基专户、理财整改可能放大波动。

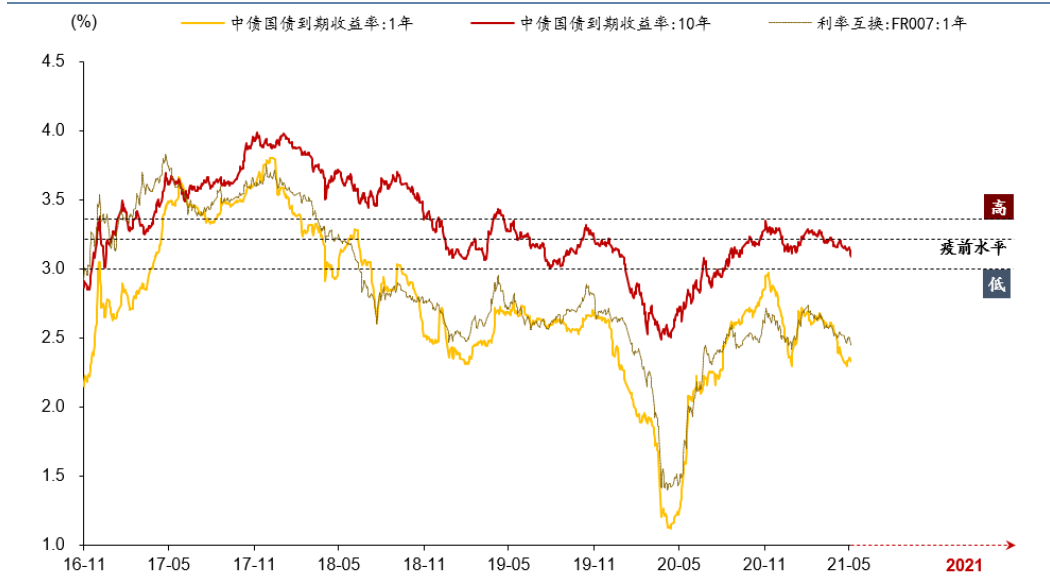
图表97：债市影响因素



资料来源：Wind，华泰研究

债市还难以摆脱区间震荡，下半年十年期国债利率的核心运行区间可能在3.0-3.35%之间。我们在去年11月份判断十年期国债运行区间会在3.0-3.4/3.5%，当时正处于市场较为悲观的阶段，该看法已经是较为乐观的声音。下半年，利率债供求、资金面都难比3、4月份更优，十年期国债很难低于MLF利率，因此3.0%是十年期国债运行的合理下限。3.35%是去年地方债供给压力叠加结构性存款压降形成的高点，今年看似难以超过该点位。3.2%是2019年和疫情前十年期国债点位，但OMO、MLF利率毕竟在疫情中下调了30bp，3.1-3.2%仍算合理区域。

图表98：几个重要的利率锚



资料来源：Wind，华泰研究

节奏与信号：三季度债市可能面临一定的挑战，包括基本面动能有韧性，PPI 继续高位运行，CPI 有所抬头，地方债发行高峰期到来，美国实现全民免疫且美联储开始讨论 QE 退出，货币政策求稳诉求降低。四季度较为复杂，经济疲软势头初现，社融增速见底回升，地方债预计仍有发行。信号方面，存单利率如果低于 MLF10BP 需要警惕风险，如果超过 20bp，意味着已经隐含了加息预期，投资者可以更为积极。而社融增速、中美摩擦等可能引发市场交易性机会。

曲线形态：逐步走向平坦的概率偏高。主要逻辑是，1、当前一年同业存单利率已经下降到 1 年 MLF 的水平，继续下行空间已经较为有限，后续存单利率将会对资金利率上行更为敏感；2、如果地方债供给放量，资金面容易受到扰动，淤积在短端的资金包括货基会不会因此撤出，加上 MLF8 月开始大量到期，导致曲线平坦；3、经济增长动能放缓，通胀尤其是 PPI 见顶回落，三季度开始美联储 QE 退出等，长端上不动，短端下不去，曲线平坦。当然，如果理财现金管理产品管理办法正式稿落地，可能导致短久期品种超涨。经济如果下行超预期，货币政策进一步放松，曲线重新陡峭。

操作策略：

1、久期：上半年建议 3.1-3.3% 之间先做好基础配置，再此基础上把握交易性机会。下半年，继续坚持震荡市的思路，靠近或者低于 3.0% 边打边撤，接近 3.3% 把握配置机会。在利率整体波动不大的背景下，高票息仍具备优势。超长利率债性价比有所弱化，交易价值下降，中长期仍有配置价值。

2、杠杆：“稳字当头”=高杠杆操作。4 月下旬我们开始建议回撤到中性杠杆，随着利率下行，投资者杠杆操作的难度和意愿有所下降。随着十年期国债越发临近 3.0%，将杠杆部分投资逐步止盈可能较为合适。下半年杠杆操作难度有所加大，MLF 到期量大，央行主动投放资金意味着资金利率很难低于 OMO 和 MLF，超储率水平不高，外部还有 QE 退出讨论影响，建议保持中性杠杆。

3、曲线：下半年收益率曲线适度平坦的概率偏大，毕竟短端已经难有太大下行空间。无论是投资者沿着曲线找机会压平长端，还是上述基本面和政策组合导致短端下不去、长端上不动，都容易导致曲线平坦。

4、结构机会：继续挖掘绩优短久期产业债、弱区域主流国企和城投机会，ABS 等仍受到较多关注，REITs 产品规模仍有限。二级资本债和永续债短期面临供求压力，估值优质弱化，条款下沉策略需要等待时机。碳减排大环境下，高耗能行业债券的期限利差很难压缩，绿债的问题是一级发行利率过低。在利率波动空间不大情况下，IRS 等交易策略值得关注。中美利差下半年大概率继续收窄，但空间和行情的流畅程度远不及一季度。

风险提示

- 1、中美摩擦：中美复苏力量此消彼长，不排除摩擦加剧可能性，将影响经济与风险偏好。
- 2、疫情反复：疫情仍是经济最大扰动变量，国内接种率尚低，仍有疫情反复风险。
- 3、信用收缩：今年债务到期量较大，且地产与城投融资受约束，可能有信用收缩风险。

免责声明

分析师声明

本人，张继强、芦哲、仇文竹，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师张继强、芦哲、仇文竹本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
增持：预计股价超越基准5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司