

## 宏观中期报告 20210606

### 理解下半年宏观经济和资产配置十个框架

2021年06月06日

#### 观点

- **二季度以来海外超预期变化对国内经济、政策和市场的影响凸显。**因此，在展望下半年经济和市场时，需要把海外的逻辑主线与国内的因素结合起来。本文针对下半年市场主要关注的十个问题，给出相应的分析框架以及主要判断。
- **大宗商品上涨的分析框架：**金融危机后每一轮大宗商品的上涨均始于中美复苏共振，终结于美国复苏见顶。因此这一轮大宗商品还能涨多久，取决于美国经济的复苏何时见顶；而鉴于美国金融条件变化对于经济周期走势的前瞻性，我们预计美国经济复苏的见顶至少要到三季度之后。
- **美债利率上行的分析框架：**考察美债利率的上行因素，不仅要关注美国经济复苏，还要考虑美欧经济在复苏进程上的分化。历史上当这种分化出现时，资金会回流美国制约美债利率上行。我们的分析表明下半年美欧经济复苏的分化仍将存在，因此10年期美债利率很难持续站上1.8%。
- **美联储削减宽松(taper)的分析框架：**新框架的核心指标为固定参与率失业率和共同通胀预期指数，聚焦就业市场的修复并防止通胀预期失控，taper决策的关键为就业。我们测算，就业恢复到疫情前水平的门槛较高，后续需要月均增60万人，我们预计美联储年内不太可能宣布taper。
- **出口的预测框架：**全球经济及贸易活动复苏对2021年出口形成需求支撑，出口份额则在海外供给修复背景下面临回落压力。不过从2021年迄今中国出口表现来看，在疫情影响趋弱的环境下我国出口仍然具备较强的竞争力，我们的模型预测2021年全年中国出口增速8%-11%。
- **制造业投资的分析框架：**当前制造业投资最主要的资金来源是自筹资金而非贷款，但前者一直受到制造业在GDP中占比下滑的制约；同时，制造业企业在转型升级中也在降低对资本的依赖。因此，我们预计下半年制造业投资的回升是结构性的，整体增速很难显著跑赢GDP增速。
- **消费的分析框架：**通过细化分解疫情对消费的影响，我们认为疫情通过不同机制冲击必选与可选消费，而传导因素难以逆转的变化才是导致消费复苏受阻的真正原因（如收入差距扩大、消费倾向降低）。因此，居民消费的修复需要满足较多条件，年内难以恢复至疫情前水平。
- **房地产投资的预测框架：**从信贷投放和资金流向来考察房地产投资，我们构建了预测房地产投资的四因素模型。鉴于下半年地产开发商的到位资金利用率将有所回升，并且将继续加大自筹或预售等贷款之外的融资力度，由此我们的模型预测2021年全年房地产投资的增速在7%附近。
- **基建投资的预测框架：**当前制约基建投资增速的主要因素是专项债发行慢、项目不到位等。我们认为政策利好下，电力、水利业将成为下半年基建增长的主要动力，公共设施管理业、道路运输业受限于地方债务管控，下半年增速难以大幅提升。我们预计下半年基建增速在4-5%左右。
- **货币政策的分析框架：**借用和改善“漂亮去杠杆”框架，我们认为下半年经济的有利环境将削弱，名义经济增速和利率将明显收敛，这意味着下半年杠杆率压降力度会下降，社融增速的下降会放缓，政策进一步收紧的可能性不大，而输入型通胀压力下央行对使用利率工具较为谨慎。
- **通胀分化下的资产分析框架：**由于大宗商品的强势和猪周期的拖累，下半年PPI同比居于高位，但CPI压力可控。在此情况下货币政策整体将保持稳健，债市受流动性的影响更大，而股市则要把握结构性机会，关注金融、消费、周期等板块。
- **风险提示：**供给短缺持续；主要央行过快撤出宽松政策；地缘政治风险

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaoy@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

duanm@dwzq.com.cn

研究助理 周璐

zhoulu@dwzq.com.cn

#### 相关研究

- 1、《宏观点评 20210601：油价再破70美元后的演绎和影响》2021-06-01
- 2、《宏观点评 20210531：上调外汇存款准备金，人民币汇率如何演绎？》2021-05-31
- 3、《宏观点评 20210530：美联储Taper盯什么？》2021-05-30
- 4、《宏观点评 20210528：南北信用分化表现如何？》2021-05-28
- 5、《宏观点评 20210526：铜价之后，金价有望创新高》2021-05-26

## 内容目录

1. 大宗商品上涨的分析框架 .....	5
2. 美债利率上行的分析框架 .....	7
3. 美联储 taper 的分析框架 .....	10
4. 出口的预测框架 .....	16
5. 制造业投资的分析框架 .....	19
6. 消费的分析框架 .....	23
7. 房地产投资的预测框架 .....	26
8. 基建投资的预测框架 .....	27
9. 货币政策的分析框架 .....	32
10. 通胀分化下的资产分析框架 .....	35
11. 风险提示 .....	38
12. 附：2021 年中国宏观经济指标预测汇总表 .....	39

## 图表目录

图 1: 金融危机后大宗商品的上涨始于中美复苏的共振, 终结于美国复苏的见顶 .....	6
图 2: 金融条件的持续宽松预示着美国经济的复苏尚未见顶 .....	7
图 3: 只有当美欧经济分化完全消除时, 美债利率的上行空间才真正打开 .....	8
图 4: 发达国家名义 GDP 增速与 10 年期美债利率具有更高的正相关性 .....	9
图 5: 2021 年美国产出缺口的修复远快于欧元区 .....	9
图 6: 中国货币条件收紧时欧美经济分化往往加大 .....	9
图 7: 2013 年 9 月美联储因为就业改善的停滞不前而推迟 taper .....	11
图 8: 2013 年美联储 taper 时, 非农就业已基本回到金融危机前的水平 .....	11
图 9: 近期通胀飙升, 而 2013 年 taper 时通胀较为温和 .....	12
图 10: 当前鲍威尔和耶伦所关注的失业率远高于官方失业率 .....	14
图 11: 当前美联储共同通胀预期指数 CIE 创 2015 年以来新高 .....	14
图 12: 美国 2013 年“削减恐慌”曾造成股债双杀的局面 .....	15
图 13: 2021 年 1-4 月出口两年复合增速高于投资与消费 .....	16
图 14: 2021 年前四月(整体)中国出口增速超市场预期 .....	16
图 15: 2021 年 1-2 月中国出口份额显著高于季节性 .....	17
图 16: 美欧日生产已经恢复至疫情前水平以上 .....	17
图 17: 2021 年 1-4 月中国出口同比高于越南、韩国 .....	17
图 18: 2021 年 1-3 月(整体)美国自中国进口份额高于前两年同期 .....	17
图 19: 2020 年下半年以来美国大幅增加了自中国进口家具、家电类产品 .....	18
图 20: 美国房产销售领先于中国出口家电家具 .....	18
图 21: 4 月中国出口地产链产品两年复合增速领先于多数产品, 且较 3 月加速 .....	18
图 22: 中国制造业投资在资金来源上更多依赖自筹资金, 而非银行贷款 .....	19
图 23: 近年来制造业在 GDP 中的占比持续下滑 .....	20
图 24: 2015 年以来随着供给侧改革的推进, 制造业的投资效率有所改善 .....	21
图 25: 高技术制造业的产值增长更多依靠 TFP 来拉动, 而非资本投入 .....	21
图 26: 2015 年以来制造业投资在增速上一直没有跑赢名义 GDP .....	22
图 27: 2021 年一季度制造业增加值恢复快于 GDP, 但制造业投资增速还低于疫情前水平 ..	22
图 28: 全国居民可支配收入尚未恢复至疫情前水平 .....	23
图 29: 居民消费倾向仍显著低于疫情前水平 .....	23
图 30: 疫情通过不同机制冲击必选消费与可选消费 .....	23
图 31: 2020 年可选消费及必选消费均受到疫情冲击 .....	24
图 32: 低收入家庭 2020 年收入受冲击更严重 .....	24
图 33: 农村居民恩格尔系数高于城镇居民 .....	24
图 34: 可选消费与居民收入的相关性大于必选消费 .....	25
图 35: 可选消费与消费倾向的相关性大于必选消费 .....	25
图 36: 2019 年可选消费品零售额占国内零售的 77% .....	25
图 37: 新增贷款中房地产贷款的占比持续下降 .....	27
图 38: 房地产投资的到位资金更多依赖定金及预收款 .....	27
图 39: 电力、热力、燃气及水生产和供应业保持高增长 .....	28
图 40: 2021 年风电、光伏发电占比将达到 11% 左右, 较前值增长 1.3 个百分点 .....	28
图 41: 水利、环境和公共设施管理业 2021 年 1-4 月累计同比增速较前值回落幅度较大 .....	29

图 42: 交通运输业累计同比增速较前值回落大, 主要受铁路运输拖累 .....	30
图 43: 历年三季度基建投资平均完成全年进度 28% .....	30
图 44: 历年四季度基建投资平均完成全年进度 29.1% .....	30
图 45: 2021 年新增专项债主要投向产业园区、市政建设、交通运输等传统基建领域 .....	31
图 46: “漂亮去杠杆”框架和中国的基本情况 .....	33
图 47: 下半年信贷成本大概率上涨 .....	34
图 48: 宏观杠杆率下降对经济的拖累将逐步显现 .....	34
图 49: 名义增长率与利率之差: 2009-2010VS 2020-2021 .....	34
图 50: 宏观杠杆率环比变化: 2009-2010VS 2020-2021 .....	34
图 51: 收紧流动性是应对通胀的重要工具 .....	35
图 52: 加息的使用越来越滞后于通胀 (一) .....	35
图 53: 加息的使用越来越滞后于通胀 (二) .....	35
图 54: 汇率升值客观上有助于缓解输入型通胀 .....	35
图 55: PPI 预测 .....	36
图 56: CPI 预测 .....	36
图 57: 猪料比及其平衡点 .....	36
图 58: 猪肉价格的翘尾因素的拖累较大 .....	36
图 59: 高通胀时期 10 年期国债收益率表现 (一) .....	37
图 60: 高通胀时期 10 年期国债收益率表现 (二) .....	37
图 61: 高通胀时期 10 年期国债收益率表现 (三) .....	37
图 62: 高通胀时期 10 年期国债收益率表现 (四) .....	37
图 63: 高通胀时期 A 股表现 (一) .....	38
图 64: 高通胀时期 A 股表现 (二) .....	38
 表 1: 近期美联储投票委员对货币政策及经济预期的相关表述 .....	12
表 2: 2020 年中国出口增长完全由份额提升贡献 .....	16
表 3: 我们预计乐观情景下 2021 年中国出口同比 10.6% .....	19
表 4: 中国房地产投资增速的四因素分解 .....	26
表 5: 下半年基建投资增速的两种测算方式 .....	32
表 6: PPI 转正上行期间, 保险、食品饮料、建材等顺周期行业受益 .....	38
表 7: 2021 年中国宏观经济指标预测 .....	39



二季度以来，宏观对市场的影响日益显著，尤其是来自海外的因素。如果我们回头来看年初的市场预期，不难发现上半年中国经济的表现基本符合预期，但海外经济和市场的走势则与年初的预期大不相同，比如年初市场并未预期拜登的财政刺激会如此快地推进，也没有料到大宗商品的涨势会如此之猛。而海外的这些超预期变化，也正在对当前的国内政策和资产价格产生影响。

上述海外因素的影响有两条逻辑主线：一是当前是美国的政策刺激引领了全球的经济复苏，并且恰逢疫情的反复导致供给短缺；二是美联储源源不断的资产购买是市场的水龙头，未来其边际上的变化必然影响到全球的流动性。

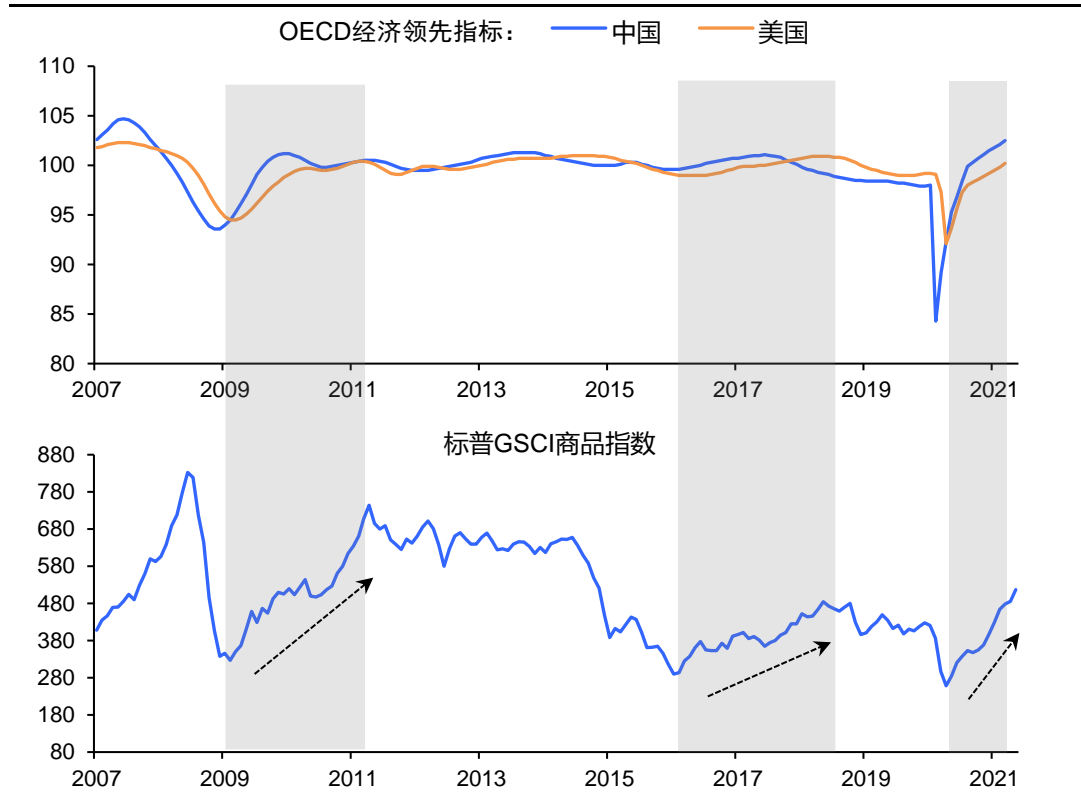
因此，当前在分析中国的经济、政策、以及市场表现时，我们认为需要把这两条海外逻辑主线与国内的因素结合起来。鉴于我们此前一直在全球的视角下构建宏观和政策的分析框架，这里我们针对市场下半年主要关注的十个问题，给出我们相应的分析框架以及主要判断。

## 1. 大宗商品上涨的分析框架

大宗商品还能涨多久？自去年年中走出低谷以来，这一轮大宗商品的上涨的持续性时常会受到市场的质疑。我们在4月曾预见了这一轮大宗商品上涨的再度加速，但在目睹近期的这波超预期大涨后，当前市场对于下半年大宗商品的走势存在明显分歧。

虽然疫情后的大宗商品上涨有供给面因素的助推，但在考察其持续性时，我们发现需求面的因素仍居于主导。如图1所示，从历史来看，金融危机后每一轮大宗商品的上涨均始于中美复苏的共振，终结于美国复苏的见顶（图1）。

图 1：金融危机后大宗商品的上涨始于中美复苏的共振，终结于美国复苏的见顶



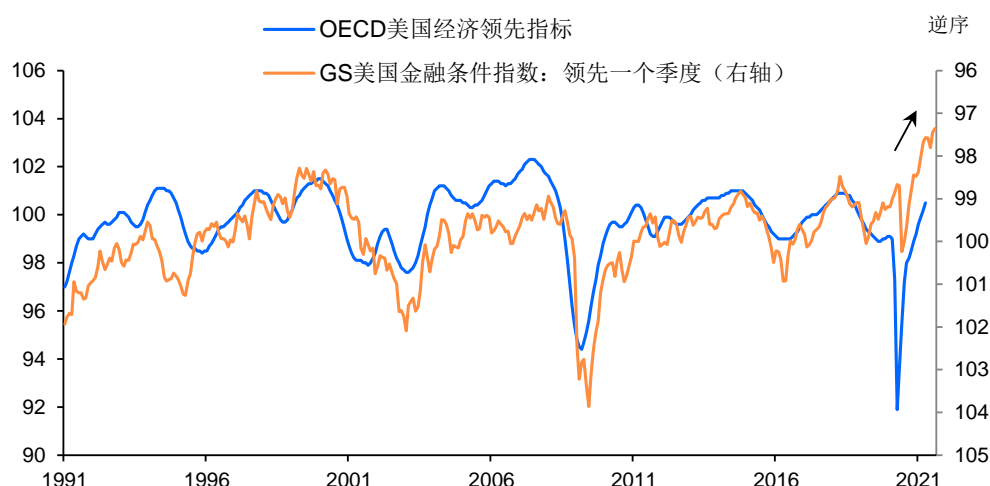
数据来源：Wind，东吴证券研究所

这也正是我们理解这轮大宗商品上涨的分析框架。因为在金融危机之后，除了中美很难有第三个经济体能成为全球经济复苏的中坚力量。中国的投资和美国的消费，分别构成了基本金属和能源最主要的需求来源。因此，一旦中美经济周期向上共振，大宗商品的需求便能得到最大程度的释放；在这之后，美国的消费复苏相对中国的投资扩张往往更具韧性，从而在中国经济见顶后，通过带动能源价格的上涨来支撑大宗商品价格。

疫情后的这轮上涨也不例外，虽然中国经济于去年3月见底，但直到去年5月美国经济在超强的政策刺激下触底反弹，这一轮大宗商品的上涨才开启。鉴于今年上半年中美经济周期仍处于向上的共振中，尤其是3月以来美国经济复苏的加速，因此随后大宗商品的又一波上涨并不例外。然而，鉴于中国经济的复苏很可能在今年二季度见顶，因此上述框架下，未来美国经济复苏的见顶，将是此轮大宗商品涨势到头的信号。

那么这轮美国的周期性复苏何时见顶呢？我们认为须先看到金融条件的收紧。如图2所示，历史上美国金融条件的变化对于其经济周期的走势具有一定的前瞻性，在向上的拐点上，前者往往领先后者一个季度。鉴于美国的金融条件处于持续的宽松中，美国经济复苏在下半年仍存边际改善的空间，尤其是随着失业补助的到期，此前大量放弃寻找工作的人群有望重回劳动力市场。因此，我们预计美国经济复苏的见顶至少要到三季度以后，在此之前，大宗商品的涨势不会结束。

图 2：金融条件的持续宽松预示着美国经济的复苏尚未见顶



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

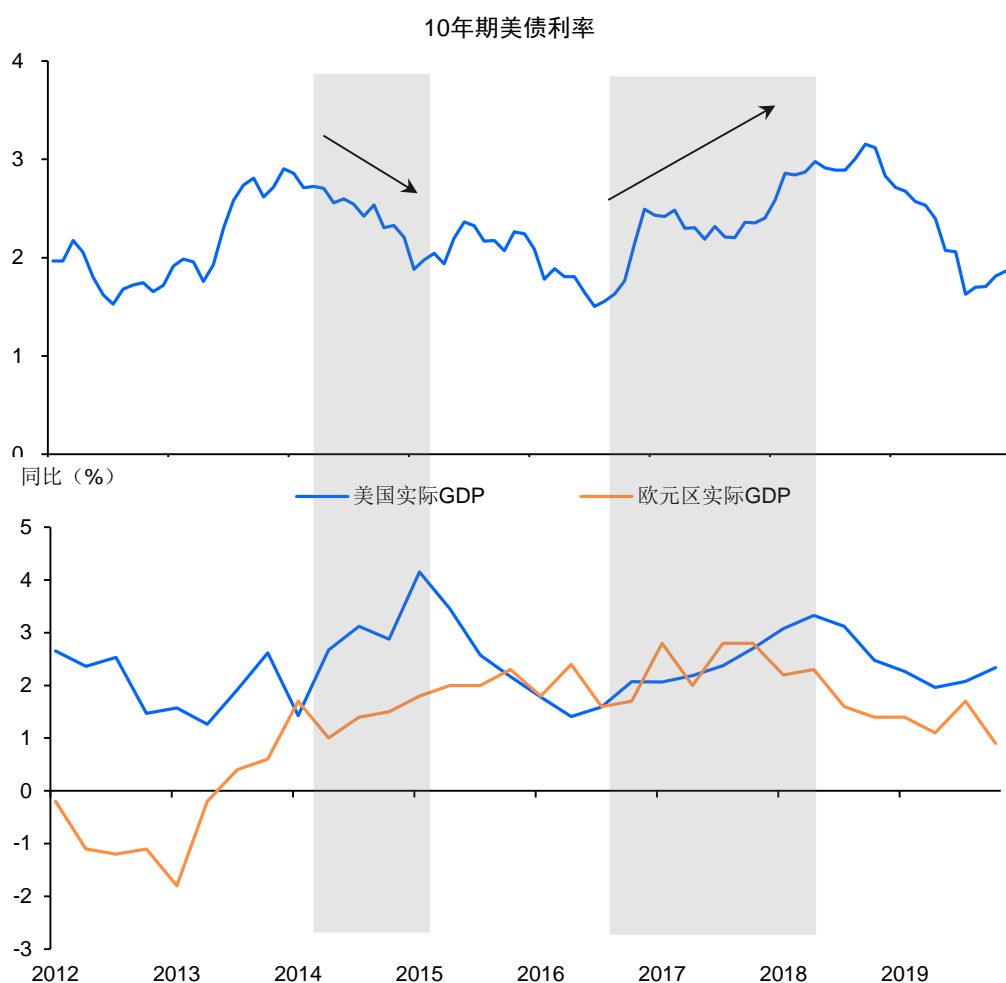
## 2. 美债利率上行的分析框架

今年一季度美债利率的快速上行一度引发股市的调整，二季度以来市场的通胀预期持续升温，叠加对于美联储 taper 的预期日渐强烈，这是否意味着美债利率的上行远未结束？

我们认为并不尽然，在我们的分析框架中，考察美债利率的上行因素，不仅要关注美国经济复苏的状况，还要考虑美国和其他发达经济体在复苏上的差异，尤其美欧经济的分化。

举个例子，2013 年美债利率虽然因美联储的削减恐慌迎来一波上行，但随后的一年则拐头向下（图 3），其背后的原因便是 2014 年美欧经济在复苏上的分化加剧，资金回流美国压低了美债利率。相反，2017-2018 年美债利率的持续上行的背景是美欧复苏从分化走向收敛，资金从美国流向欧洲，从而不再制约美债利率上行。由此可见，只要美欧经济在复苏上存在一定分化，资金会回流美国，美债利率的上行空间是受限的。

图 3：只有当美欧经济分化完全消除时，美债利率的上行空间才真正打开

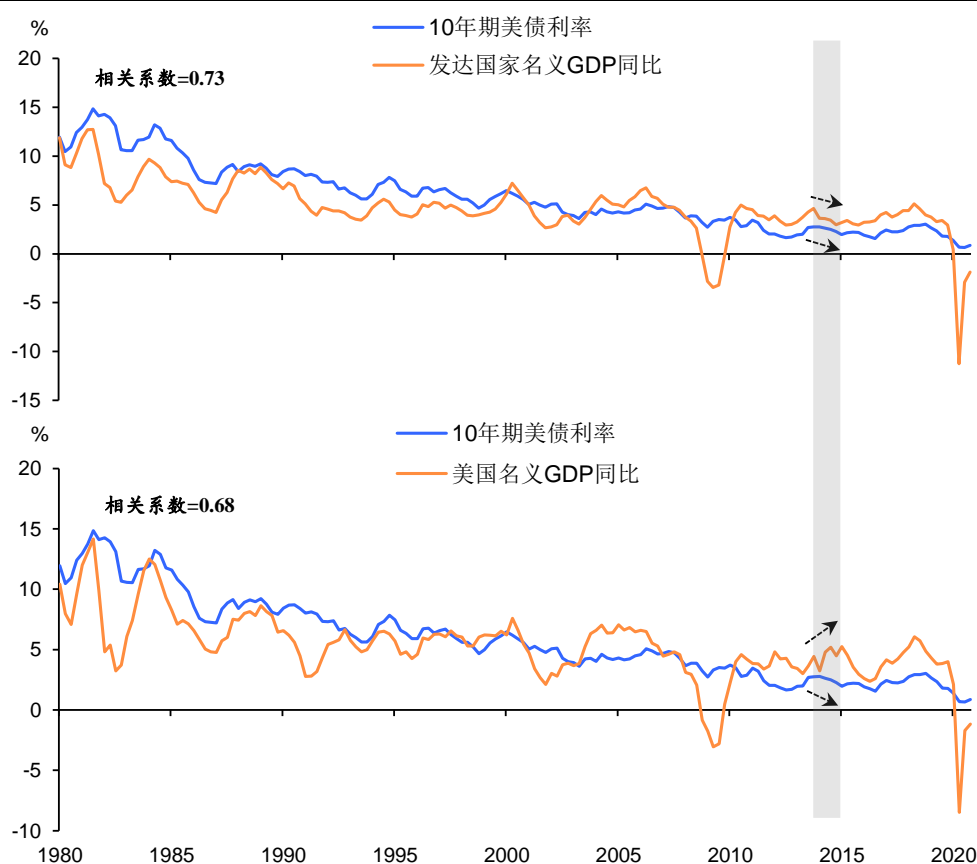


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

鉴于此，我们认为与美国名义 GDP 增速相比，发达经济体名义 GDP 增速对美债利率的走势有着更好的指引。从 1980 年以来的历史来看，当用发达国家名义 GDP 增速替代美国名义 GDP 增速时，其与 10 年期美债利率的相关系数由 0.68 提升至 0.73。其背后的逻辑正是上述的美欧经济分化，当美国经济好但欧洲经济差时（如 2014 年），虽然美国名义 GDP 上行，但由于欧洲的经济体量更大，因此拖累整个发达经济体名义 GDP 增速下行，这个时候资金回流美国打压美债利率，因此美债利率在走势上与发达国家名义 GDP 增速是一致的（图 4）。



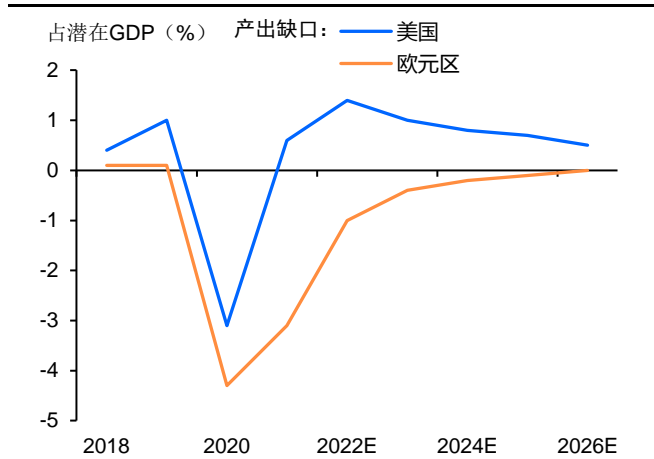
图 4：发达国家名义 GDP 增速与 10 年期美债利率具有更高的正相关性



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

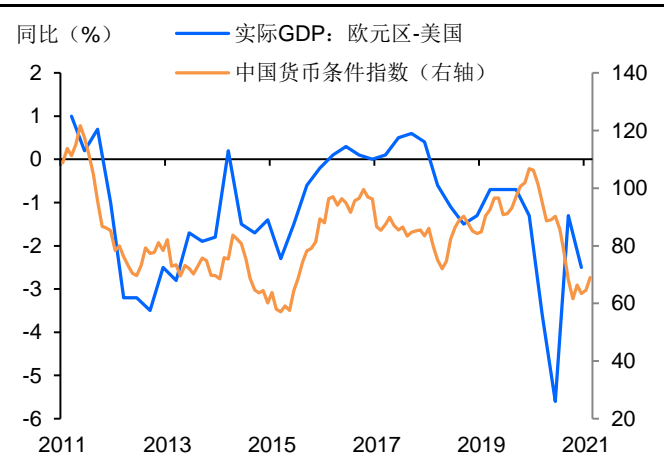
那么，随着欧洲疫苗接种的加快，下半年美欧经济的分化会消除吗？我们认为不会，一个重要的原因，是金融危机后欧元区在经济周期上相对美国更加滞后了。这背后有很多结构性的因素，而疫情爆发后美欧在财政刺激上差异，更是加剧了这种滞后。根据 IMF 的最新估算，美国经济的产出缺口有望在今年转正，而欧元区经济的产出缺口转正则要到 2026 年，由此不难计算，今年美国经济向潜在产出修复的速度至少是欧元区的三倍（图 5）。

图 5：2021 年美国产出缺口的修复远快于欧元区



数据来源：IMF，东吴证券研究所

图 6：中国货币条件收紧时欧美经济分化往往加大



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

美欧经济分化也受到中国货币条件的影响。历史上当中国的货币条件趋于宽松时，欧元区相对美国在 GDP 增速上的差距会缩小（图 6），这是因为欧元区作为外向型经济体，比美国更受益于中国的货币宽松。然而，当前中国经济已经走出疫情，因此下半年货币条件难有进一步宽松。

如果油价继续上涨，也会助长美欧经济的分化。我们此前的报告表明，由于页岩油的发展，近年来油价上涨通过带动出口和投资，对美国经济会产生净的正向拉动。但欧元区经济则不然，因为欧元区国家依赖原油进口，对油价的上涨缺乏弹性；同时，油价上涨传导至消费端又会挤出其他消费，因此油价上涨对欧元区经济的影响是负面的。

因此，我们认为下半年欧洲经济在复苏上很难追上美国的脚步，这就意味着整个发达经济体名义 GDP 增速的回升远不及美国，从而制约美债利率的上行空间。我们依然认为 10 年期美债利率在下半年很难持续站上 1.8%。

至于美联储 taper 是否有可能在下半年像 2013 年那样导致美债利率飙升？我们认为这一次可能性不大，请参见下文我们关于美联储 taper 的分析框架。

### 3. 美联储 taper 的分析框架

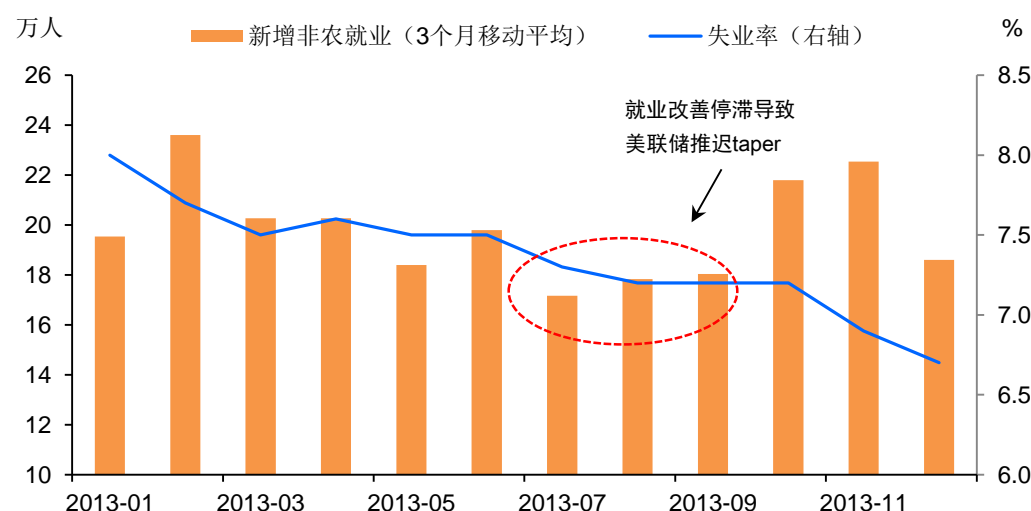
近期市场和美联储在 taper 上的博弈日趋激烈。目前市场预期美联储将在 9-12 月某次议息会议上（FOMC 会议）宣布 taper，美联储对此一直没有明确表态，但近两周各官员发表的讲话透露出美联储即将进入 taper 阶段。

以史为鉴，taper 的过程比想象的要复杂，2013 年美联储从开始讨论 taper 到决策历时近一年。2013 年 1 月的议息会议上首次出现了部分委员关于 taper 的讨论，但在 12 月的议息会议美联储才真正宣布 taper。2013 年美联储 taper 的出台主要历经三个阶段：

**阶段一：确定 taper 的条件，美联储耗时一个多季度来达成共识。**比如在 2013 年 3 月和 5 月的议息会议上，美联储对于 taper 需要什么样的证据一直存在分歧，直到 6 月议息会议才将劳动力市场前景的进一步改善作为必要条件。

**阶段二：金融状况的收紧迫使美联储重新评估 taper。**2013 年 5 月美联储主席伯南克在国会作证时引发“削减恐慌（taper tantrum）”，随后 3 个月内美债利率大幅上行且股市波动加剧。美联储担心金融状况的收紧对经济产生的负面影响，因此在 9 月议息会议上推迟了 taper。在上述会议中，美联储所关注的就业指标的改善均出现了停滞（图 7）。

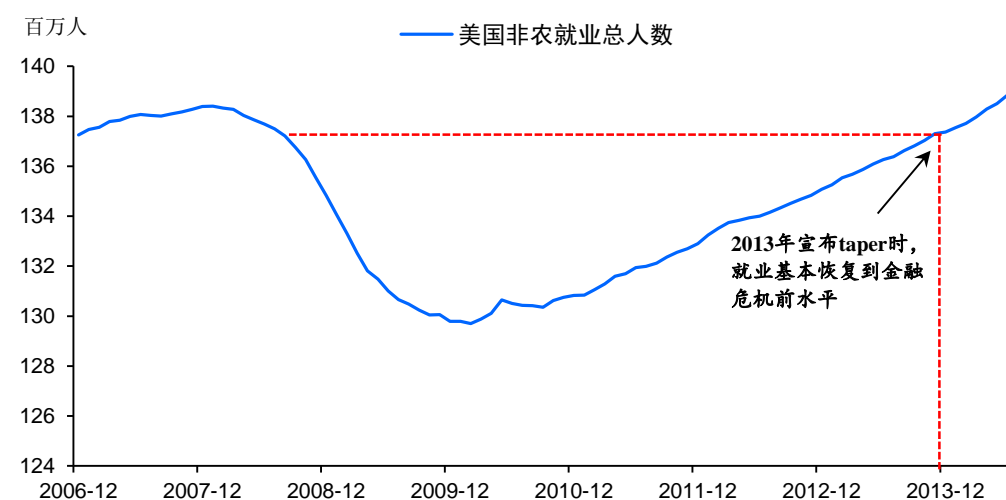
图 7：2013 年 9 月美联储因为就业改善的停滞不前而推迟 taper



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

**阶段三：美联储在 12 月议息会议上做出 taper 决策。**决策背后的依据为 9 月议息会议后美国失业率超预期回落，以及新增非农就业的持续改善；而根据美联储所述的“在过去 15 个月每月平均的新增非农就业达到了 19 万人”，我们发现当时的非农就业已经接近 2008 年金融危机前的水平（图 8）。

图 8：2013 年美联储 taper 时，非农就业已基本回到金融危机前的水平



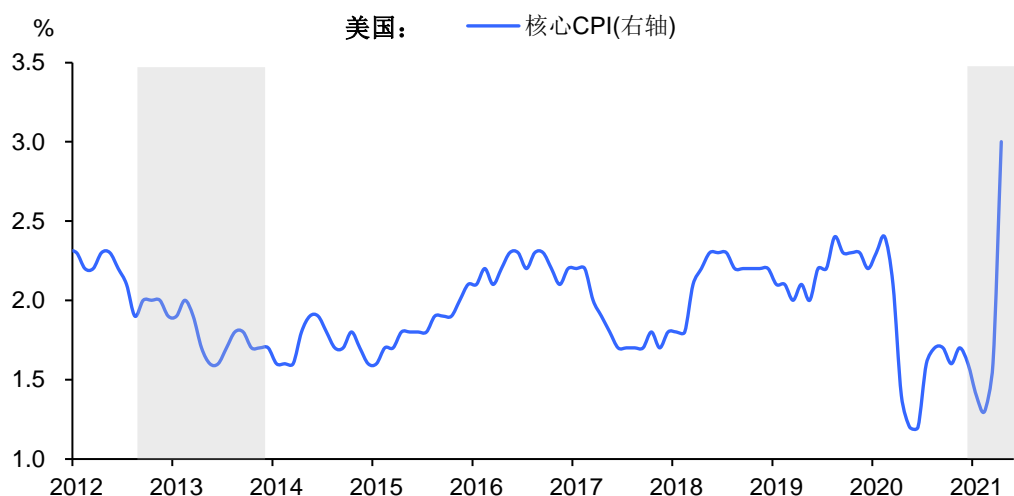
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

**当前美联储刚刚步入 taper 的提出阶段。**2021 年 4 月议息会议纪要显示“一些（a number of）与会者认为在接下来的会议中讨论 taper 是合适的”，但这之后公布的令人失望的 4 月非农数据则降低了这一讨论的迫切性。

**近期市场通胀情绪升温，更多美联储官员提及 taper。**多数官员表示导致通胀的原因是暂时的，但如果其持续且实质性地高于长期目标，并且有可能对长期通胀预期产生影响，将使用工具温和地引导通胀回归目标。旧金山联储行长 Daly 表示，公众不应将

对于 taper 的讨论解读为美联储准备收紧政策的信号（表 1）。

图 9：近期通胀飙升，而 2013 年 taper 时通胀较为温和



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 1：近期美联储投票委员对货币政策及经济预期的相关表述

姓名	职位	联储政策相关表述	经济展望相关表述
Bostic	亚特兰大联储行长	/	关于通货膨胀：“需求反应比供给反应快得多。我看不出它会持久”（5月24日）
Daly	旧金山联储行长	坚定地站在“暂时性通胀”的阵营。尽管美国经济正在复苏，但现在还未到美联储收紧政策的时候。我们正在谈论缩减购债的问题，但公众不应将其解读为美联储准备收紧政策的信号。（5月25日）	/
Brainard	美联储理事	如果我们确实看到通胀持续且实质性地高于目标，并且可能对长期通胀预期产生影响，我们有工具和经验温和地引导通胀回归目标（5月24日） 经济取得可喜进展，但一些依然存在的严重问题仍要求美联储维持超宽松货币政策，直到取得进一步进展。将“关注”通胀上升的迹象，但警告不要“提前收紧政策”，这可能会导致人们失去工作（6月1日）	对于通胀动力的一个非常重要的部分是长期通胀预期，而它通常是非常稳定的，这意味着如果我们看到一些发展推动通胀上升，我预计这不会嵌入当前的通胀率中（5月24日） /

Evans	芝加哥联储主席	当前还没有证据可以说服我改变对货币政策宽松立场的完全支持，或我们对于政策路径的前瞻性指导（5月25日）	挑战将是如何消除暂时性供应压力和疫情后价格重新正常化的影响，以更清楚地了解潜在的通胀动态。但必须强调的是，当前的通胀上升似乎并不是持续向受欢迎的高通胀移动的前兆（5月25日）
Quarles	美联储理事兼金融监管副主席	暗示已准备就何时开始减少美联储对经济的部分紧急支持展开讨论，即使只是厘清美联储在经济迅猛发展、物价上涨之际的行动计划（5月26日）	我预计不会出现1970年代那样的通胀爆发，“完全致力于”美联储的新策略，该策略旨在就业复苏之际保持货币政策全速运行。重申近期通胀飙升是暂时性的，我预计通胀率将在未来几个月开始回落，并在2022年再次接近2%（5月26日）
Clarida	美联储副主席	FOMC 很可能会在未来政策会议上讨论缩减债券购买计划的时机问题，具体何时讨论将取决于经济数据（5月25日）	最近的就业报告确实凸显了劳动力市场近期存在相当多的不确定性。我本人认为，劳动力市场改善的步伐将会加快（5月25日）

数据来源：美联储，东吴证券研究所

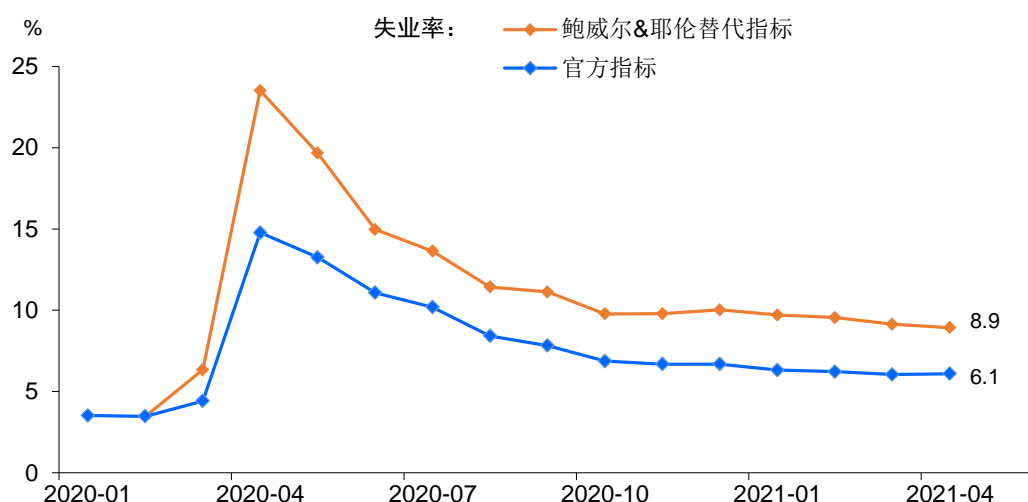
疫情扭曲叠加基数效应下，官方数据失真。与2013年不同，当前美联储 taper 决策采用了新的框架，核心指标为其自身定制的“固定参与率失业率”和“共同通胀预期指数（CIE）”，以此判断就业市场的修复情况并防止通胀预期失控。

#### 美联储用什么新指标度量真实失业率？

“固定参与率失业率”为耶伦和鲍威尔等官员所青睐的官方失业率替代指标：①对于“因其他原因未就业者”，将其高出正常时期数据的部分重新归类为失业。②假设劳动力参与率维持在63.3%（2020年2月水平），将后续离开劳动力市场的所有人归为失业者。鲍威尔和耶伦的替代指标显示，4月的真实失业率仍然高达8.9%（图10）。



图 10: 当前鲍威尔和耶伦所关注的失业率远高于官方失业率



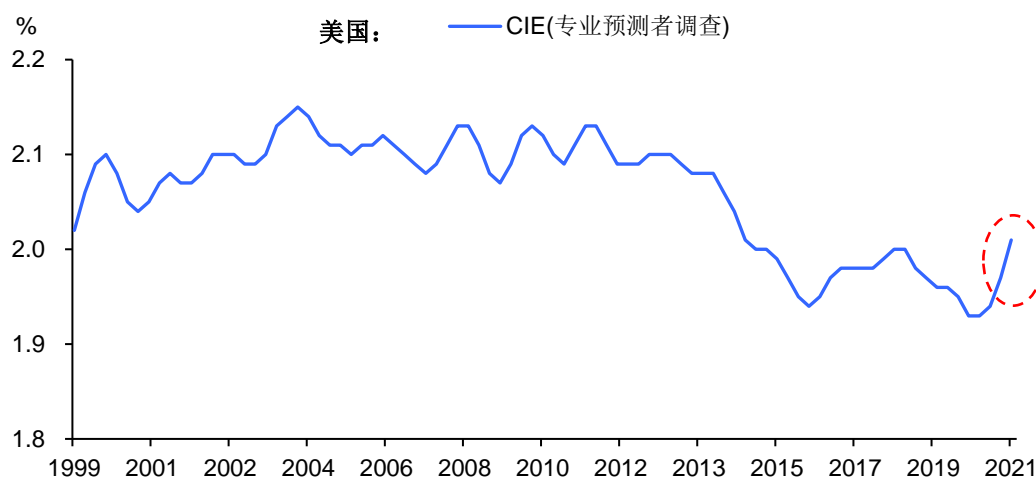
数据来源: Bloomberg, 美联储, 东吴证券研究所

### 美联储用什么新指标监测通胀预期?

美联储副主席克拉里达在今年 1 月的讲话中提到, 他密切关注共同通胀预期指数 (CIE), 将其作为实现通胀目标的相关指标。CIE 包含了专业预测者、家庭预期以及 TIPS 市场隐含预期, 使用动态因素模型, 从最显著指标的协动中提取共同趋势, 生成单一序列, 总结了通胀预期信号随时间的变化。

CIE 自去年三季度以来持续回升, 今年 4 月录得 2.01%, 创 2015 年来新高 (图 11)。CIE 的方差非常低, 其分项的大幅变动仅转化为指数的适度变动, 因此飙升的 CIE 更凸显了市场通胀预期的升温。尽管如此, CIE 仍未达到 1999 年以来的均值 (2.06%), 因此, 我们认为美联储对通胀预期的容忍还存在空间。

图 11: 当前美联储共同通胀预期指数 CIE 创 2015 年以来新高



CIE: Common Inflation Expectations

数据来源: 美联储, 东吴证券研究所

我们认为本次美联储在今年年内宣布 taper 的可能性并不大，理由如下：

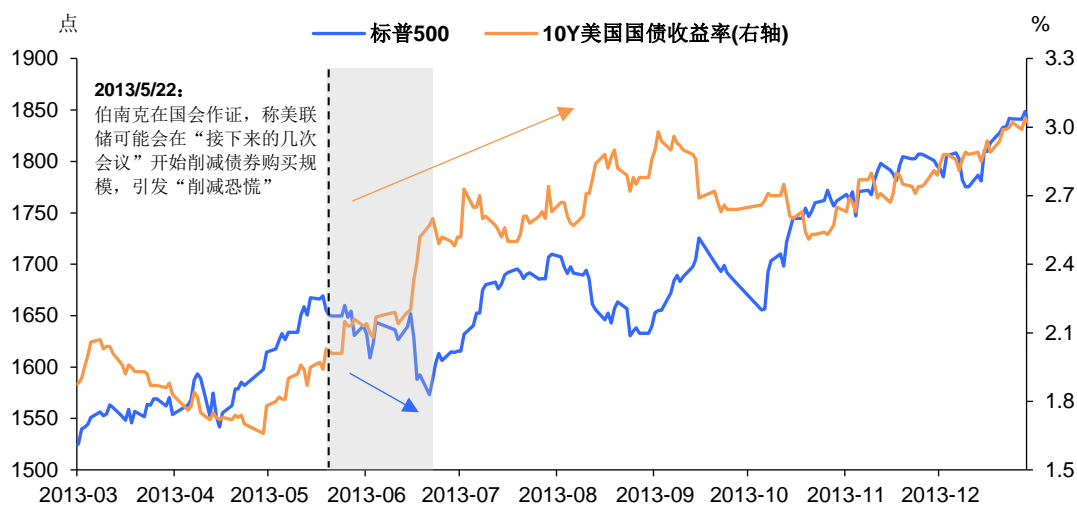
一是与 2013 年 1 月类似，美联储 4 月议息会议仅少数委员（≤5 个）提及了 taper。但未讨论 taper 需要的具体证据，我们预计至少要到 6 月议息会议，美联储才有可能就 taper 的条件展开讨论；至于确定收到的证据是否符合条件，则至少要留到 9 月议息会议。

二是真实失业率的下降依然是影响美联储 taper 决策的关键变量。尽管通胀预期飙升，美联储本次比 2013 年更加侧重于防止通胀预期失控，但我们认为美联储对通胀预期的容忍还存在空间，鉴于就业市场的疲软，真实失业率仍是美联储 taper 决策的关键。

三也是最重要的，美联储在今年年底前宣布 taper 所需的月均新增非农就业要超过 60 万人。只有达到这个数，今年年底劳动力市场的复苏才与 2013 年 taper 前的情形相一致（2013 年修复了金融危机造成的损失损失的 80%）。从当前来看，由于劳动力供给的短缺很难在 9 月的失业救济金到期日前解决，年内月均 60 万人的新增就业门槛很高。

以史为鉴，2013 年美国“削减恐慌”导致 10 年期美债收益率飙升，由 1.94%（2013/5/21，伯南克听证会前一天）升至 3.04%（2013/12/31），共上行 110bps（图 12）。美股方面，“削减恐慌”造成近一个月的短暂冲击，但未影响其上升的大趋势。

图 12：美国 2013 年“削减恐慌”曾造成股债双杀的局面



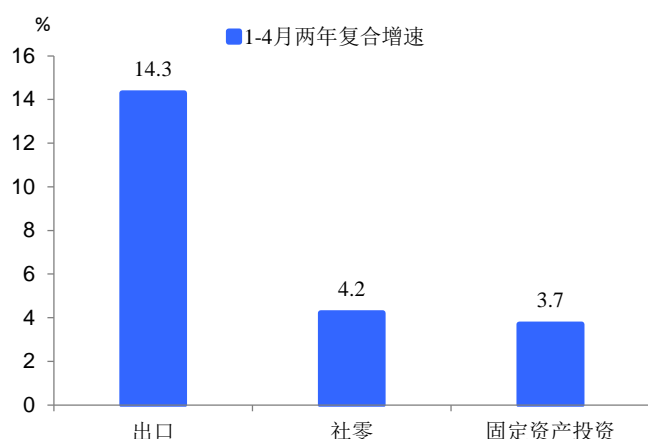
数据来源：Wind，东吴证券研究所

回到上文关于美联储 taper 是否有可能在下半年引发类似于 2013 年美债利率飙升的问题。我们认为美联储将汲取 2013 年的教训，尽力避免对美债造成重大冲击的事情重现。接下来美联储将会循序渐进地引导市场预期，我们预计 taper 的进程也会相对较慢，对美债的影响及外溢效应都将较为温和。

#### 4. 出口的预测框架

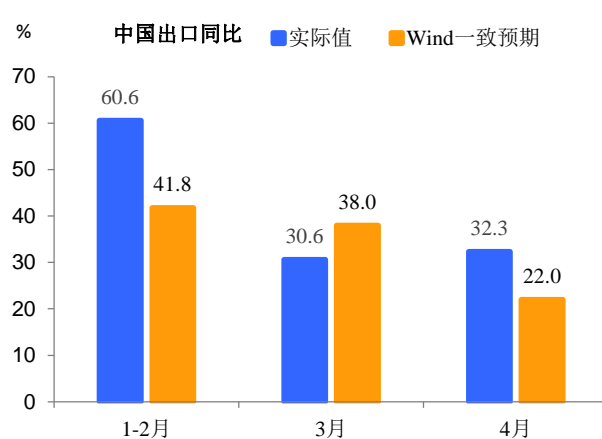
中国出口高景气从去年一直延续至今，在三大需求中依然一枝独秀（图 13）。在去年经历了对出口预期的不断修正后，市场普遍看好 2021 年中国出口前景。即便如此，今年前四个月中国出口增速仍超出市场预期（图 14）。

图 13: 2021 年 1-4 月出口两年复合增速高于投资与消费



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 14: 2021 年前四月(整体)中国出口增速超市场预期



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

此前我们提出用类杜邦分析方法将出口拆解为全球 GDP、全球出口强度和中国出口份额，即：

$$\text{中国出口} = \text{全球 GDP} \times \frac{\text{全球出口}}{\text{全球 GDP}} \times \frac{\text{中国出口}}{\text{全球出口}}$$

在该框架下，2020 年中国出口增长完全由份额提升所贡献（表 2）。考虑到今年全球经济及贸易活动比较确定的复苏，需求有强支撑已是市场共识，但中国出口份额是升是降仍存分歧。

表 2: 2020 年中国出口增长完全由份额提升贡献

单位 (%)	2016	2017	2018	2019	2020
全球 GDP 增速	1.6	6.1	6.3	1.7	-3.2
全球出口强度	20.8	21.7	22.5	21.5	20.6
Δ	-1.1	0.9	0.8	-1.0	-1.0
中国出口份额	13.5	13.0	13.0	13.3	15.0
Δ	-0.4	-0.5	-0.1	0.3	1.7
中国出口增速	-7.7	7.9	9.9	0.5	3.6

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

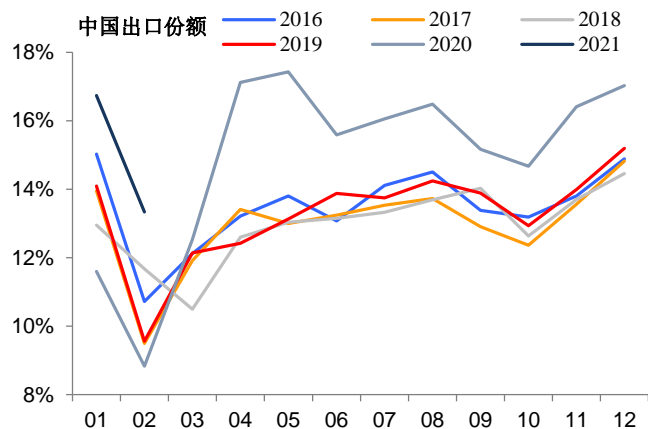
由于去年中国出口份额主要受益于疫情后各国供需恢复错位，因此随着全球走出疫情、恢复生产，2021 年中国出口份额的确面临较大的回落压力。如何判断 2021 年中国

## 出口份额？

下述三组数据可以提供一定参考：（1）2021 年 1-2 月中国出口份额延续去年以来显著高于过去五年同期的趋势（图 15），即便发达国家生产已经恢复至疫情前水平（图 16）。

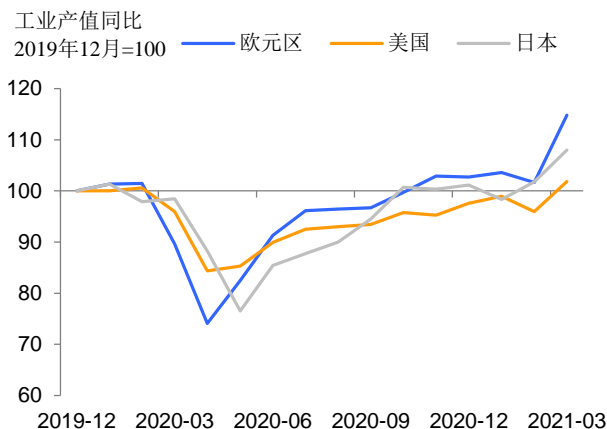
（2）2021 年 1-4 月中国出口同比显著高于同为出口大国、防疫进度与中国近似的越南和韩国（图 17）。（3）2021 年 1-3 月美国自中国进口占比 17.8%，不仅高于 2020 年的 13.3%，也略超 2019 年的 17.7%（图 18）。

图 15：2021 年 1-2 月中国出口份额显著高于季节性



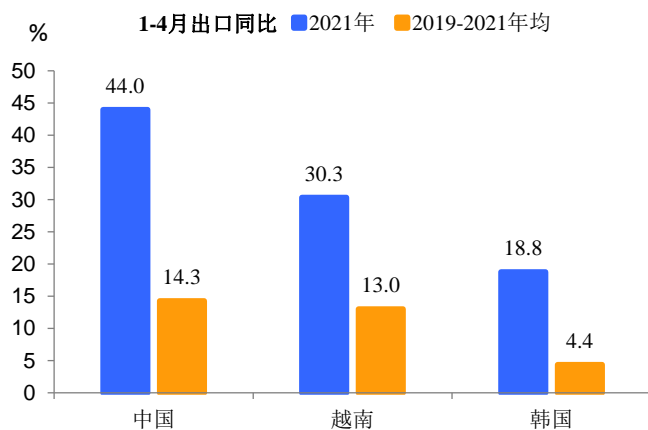
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 16：美欧日生产已经恢复至疫情前水平以上



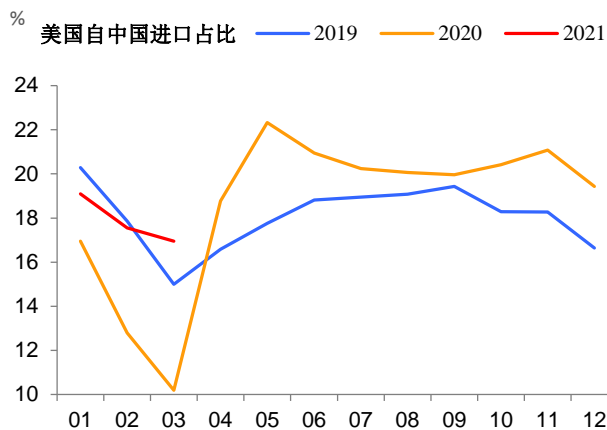
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 17：2021 年 1-4 月中国出口同比高于越南、韩国



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 18：2021 年 1-3 月(整体)美国自中国进口份额高于前两年同期



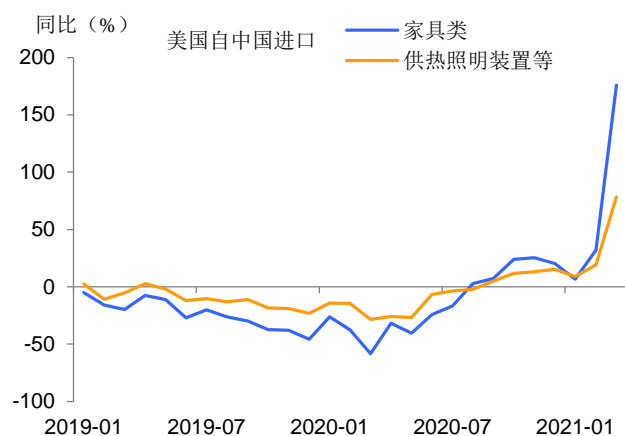
数据来源：Wind，东吴证券研究所

这表明在疫情影响趋弱的环境下，我国出口仍然具备较强的竞争力。这可能来源于以下两方面支撑：

（1）疫情后美国地产销售空前火爆，因此显著增加了家具、家电进口需求（图 19），而这部分需求并不会因为疫情得到控制而消失。由于美国成屋销售对中国家具家电出口具有一定领先性（图 20），因此其地产链产品需求仍在持续释放中，4 月中国出口家电

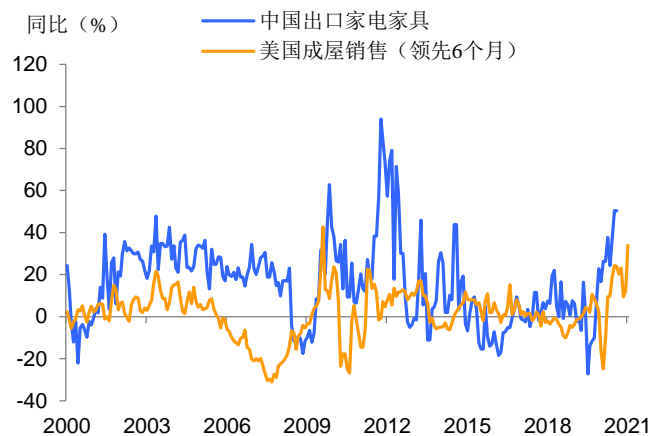
家具类产品同比较 3 月加速（图 21）。

图 19: 2020 年下半年以来美国大幅增加了自中国进口家具、家电类产品



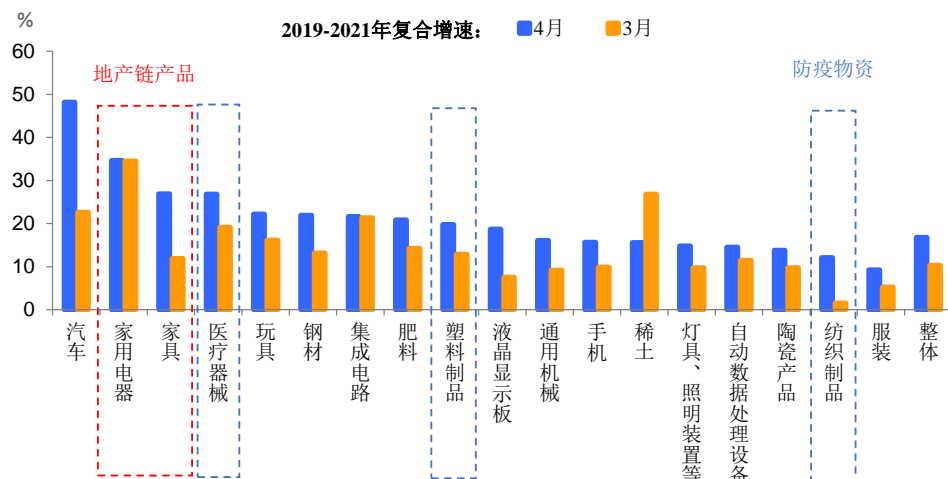
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 20: 美国房产销售领先于中国出口家电家具



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 21: 4 月中国出口地产链产品两年复合增速领先于多数产品，且较 3 月加速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

（2）疫情后转移订单（从其他国家转移至中国）的生产放量和续签。在各国供需恢复错位的背景下，疫情后不乏被迫从其他国家转移至中国的订单。而中国生产在供应链、劳动力成本、生产效率等方面具备较大优势，因此这些订单极有可能转为长期合作订单。这部分较疫情前的增量需求也不会因为疫情得到控制而消失。

综合以上分析，在杜邦分析框架下，参考 IMF 对 2021 年全球 GDP 增速的预测值 6%、WTO 对 2021 年全球出口增速的预测值 8%，我们给予 2021 年中国出口份额同比变化 0pct~0.5pct 的判断，计算得到 2021 年中国出口同比为 8%~10.6%（表 3）。



表 3: 我们预计乐观情景下 2021 年中国出口同比 10.6%

单位 (%)	2017	2018	2019	2020	2021E (乐观)
全球 GDP 增速	6.1	6.3	1.7	-3.2	6.0
全球出口强度	21.7	22.5	21.5	20.6	20.9
△	0.9	0.8	-1.0	-1.0	0.4
中国出口份额	13.0	13.0	13.3	15.0	15.5
△	-0.5	-0.1	0.3	1.7	0.5
中国出口增速	7.9	9.9	0.5	3.6	10.6

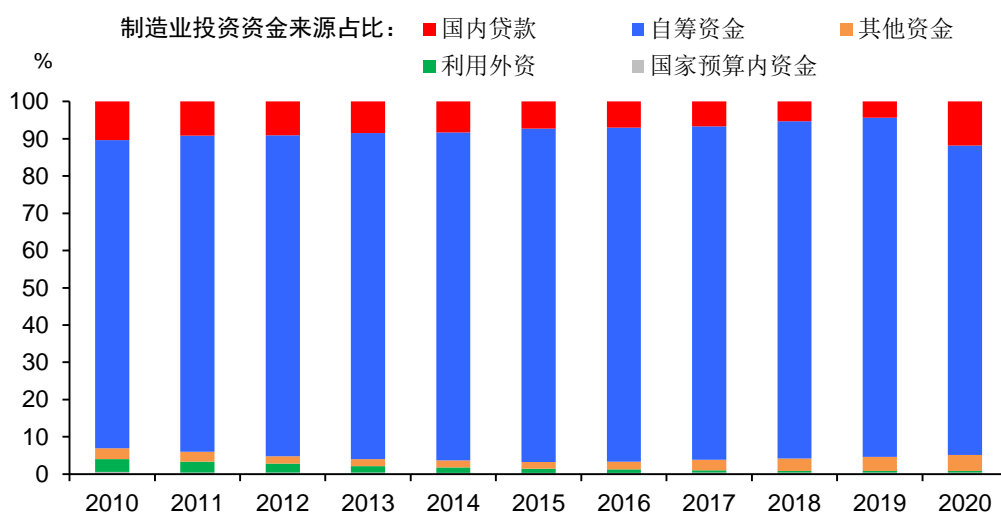
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

## 5. 制造业投资的分析框架

2020 年以来中国对制造业的支持力度持续加大, 根据银保监会的数据, 2020 年全年新增制造业贷款 2.2 万亿元, 超过前 5 年总和。但令人费解的是, 制造业贷款的迅猛增加并没有带来制造业投资的显著回升。

为何会出现这种情况? 答案在制造业投资的资金来源上。如图 22 所示, 在制造业投资的融资来源中, 自筹资金占比超过了八成, 银行贷款即便在 2020 年飙升, 但占比也仅在一成附近。因此, 制造业投资回升最为依赖的是制造业企业的自筹资金。

图 22: 中国制造业投资在资金来源上更多依赖自筹资金, 而非银行贷款



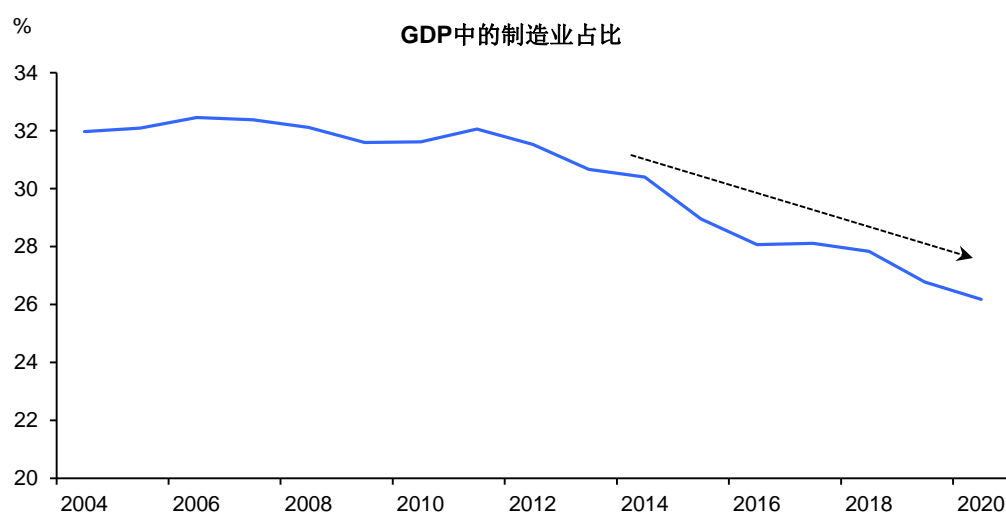
备注: 2017 年以后为我们的估算

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

而作为内源性融资, 制造业企业自筹资金的增长取决于行业自身的前景。然而, 图

23 表明近年来制造业在 GDP 中的占比持续下滑，即制造业增加值增速一直落后于 GDP 增速。因此，在行业前景不被看好的背景下，制造业企业的自筹资金很难持续增长。

图 23：近年来制造业在 GDP 中的占比持续下滑



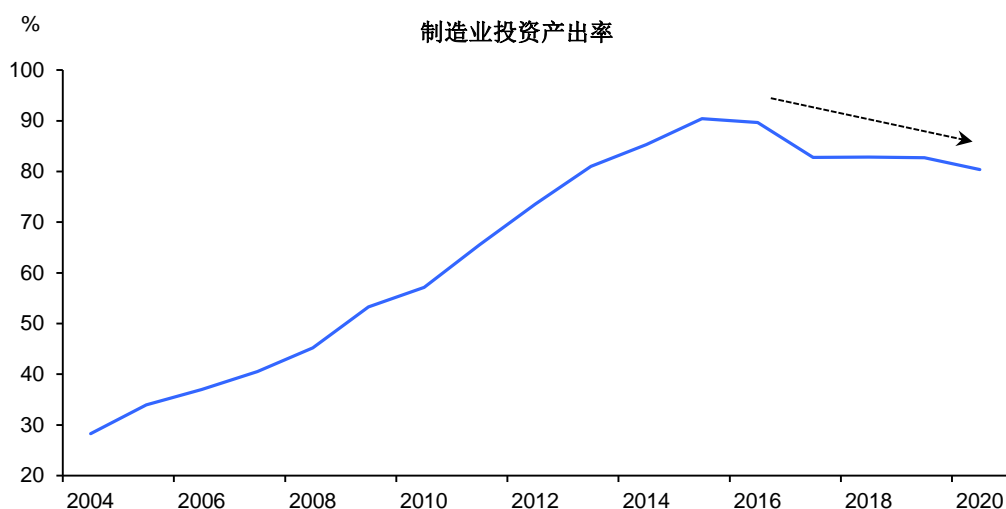
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

可见制造业的 GDP 占比能否回升，无疑是关乎制造业投资前景的一个关键因素。我们不妨基于此构建一个简单的制造业投资分析框架，即将制造业投资拆解为 GDP、制造业的 GDP 占比、制造业投资产出率这三个分项（其中 GDP、制造业 GDP 均为名义值）：

$$\text{制造业投资} = \text{GDP} \times \frac{\text{制造业 GDP}}{\text{GDP}} \times \frac{\text{制造业投资}}{\text{制造业 GDP}}$$

上述第三个分项是生产单位制造业 GDP 所需要的制造业投资，即制造业的投资产出率，衡量的是制造业投资的效率。如图 24 所示，2015 年以来该指标是持续下降的，反映出制造业投资效率的改善，其背景正是供给侧改革的推进，越来越多的传统制造业企业开始在技术上转型升级。

图 24：2015 年以来随着供给侧改革的推进，制造业的投资效率有所改善



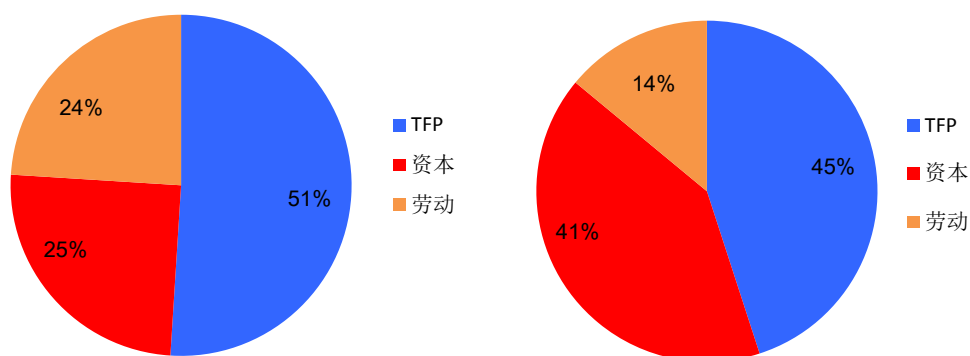
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

但这一转型升级的过程并不利于制造业投资的回升，这是因为不同传统制造业，高技术制造业的发展更依赖全要素生产率（TFP）的提升而非资本投入（图 25）。因此，今年制造业投资的效率应该是继续提升的，其对于资本投入的依赖也在不断降低，这也是 2015 年供给侧改革以来的一个长期趋势。

图 25：高技术制造业的产值增长更多依靠 TFP 来拉动，而非资本投入

高技术制造业增加值年均增速贡献

非高技术制造业增加值年均增速贡献



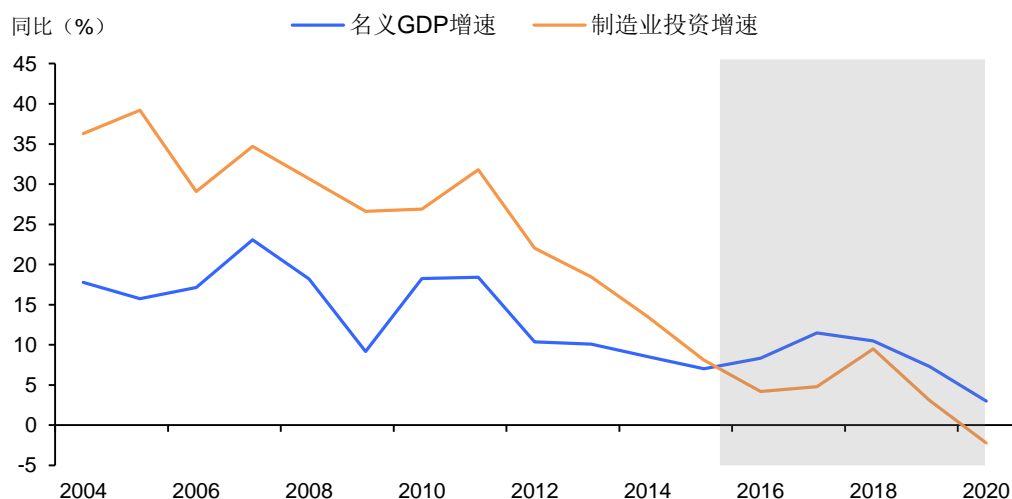
备注：样本区间为 2005-2017 年

数据来源：Goldman Sachs，东吴证券研究所

正是上述两项的综合影响，即 GDP 中制造业占比的下滑，以及制造业投资效率的改善，使得 2015 年以来制造业投资的增速一直落后于 GDP 增速（图 26）。从今年的情况来看，在政府工作报告“保持制造业比重基本稳定”的要求下，一季度制造业占 GDP

的比重出现了企稳回升的迹象，我们预计这一趋势将在下半年延续；同时，制造业的投资效率也在继续改善，伴随着更多的制造业企业用技术和劳动力替代资本进行生产。

图 26：2015 年以来制造业投资在增速上一直没有跑赢名义 GDP

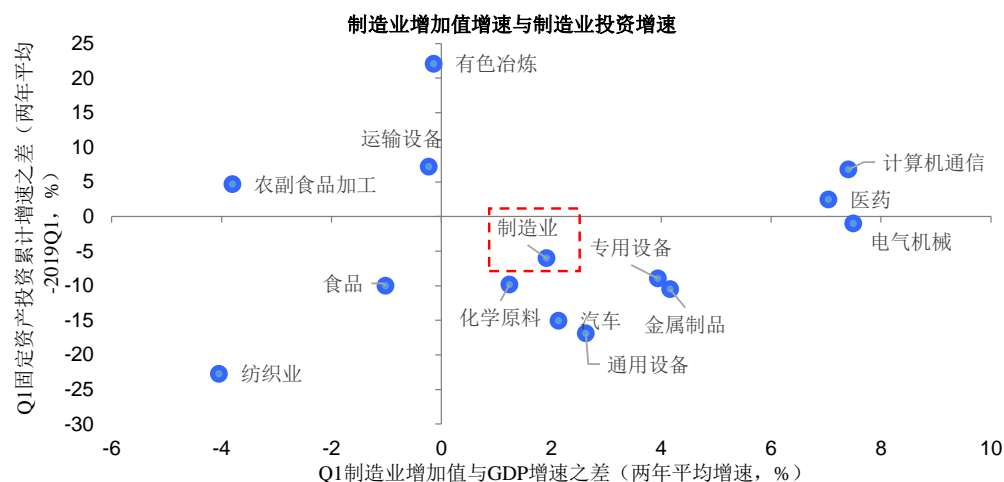


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

基于上述分析，我们倾向于认为下半年制造业投资的增速将保持在名义 GDP 增速附近，但很难显著跑赢名义 GDP，因此制造业投资在整体上不会有超预期的表现。

但从结构来看，既然今年要稳定制造业比重，那么增速快于 GDP 增速的制造业行业更可能扩大资本开支。如图 27 所示，今年一季度增加值的两年平均增速快于 GDP 的行业有计算机通信、医药、电气机械、汽车、专用设备、通用设备等，在这些行业中，仅有计算机通信、医药制造业的投资增速已经恢复到疫情前水平以上（分布于第一象限），而汽车、化学原料、通用设备、专用设备制造业等行业尚未恢复至疫情前水平（分布于第四象限）。在稳定制造业比重的目标下，下半年这些行业投资增速回升的可能性较大。

图 27：2021 年一季度制造业增加值恢复快于 GDP，但制造业投资增速还低于疫情前水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

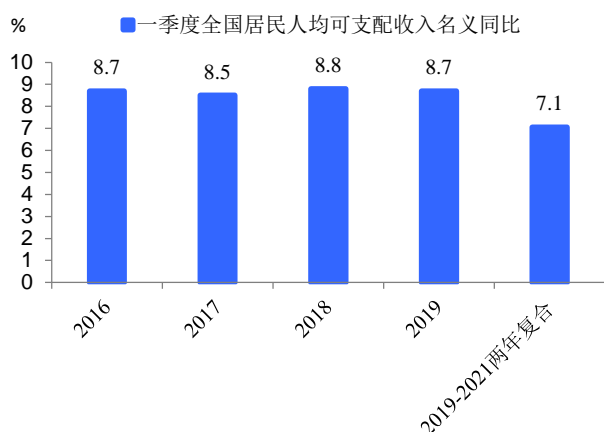
## 6. 消费的分析框架

今年以来居民消费持续低预期对市场判断经济强复苏形成主要制约。去年底，我们提出下述框架展望 2021 年居民消费，即：

$$\text{居民消费支出} = \text{GDP} \times \frac{\text{居民可支配收入}}{\text{GDP}} \times \frac{\text{居民消费支出}}{\text{居民可支配收入}}$$

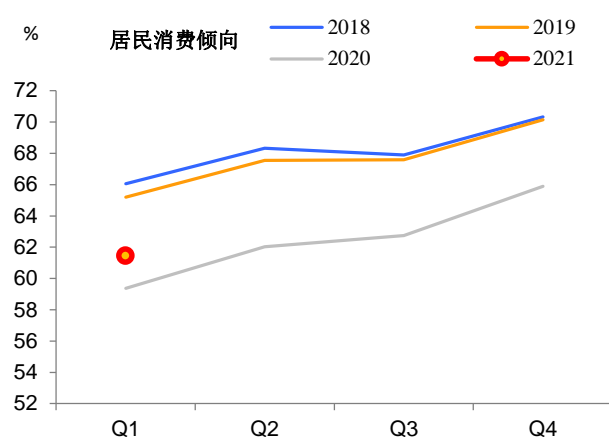
该式表明居民消费支出增速源于三个因素：1) 中国的名义 GDP 增速，2) 居民可支配收入占 GDP 比重变化，3) 居民边际消费倾向变化。截至 2021 年一季度，居民可支配收入水平复苏低于潜在增速、居民消费倾向显著低于疫情前水平，均导致居民消费复苏乏力（图 28、图 29）。

图 28：全国居民可支配收入尚未恢复至疫情前水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

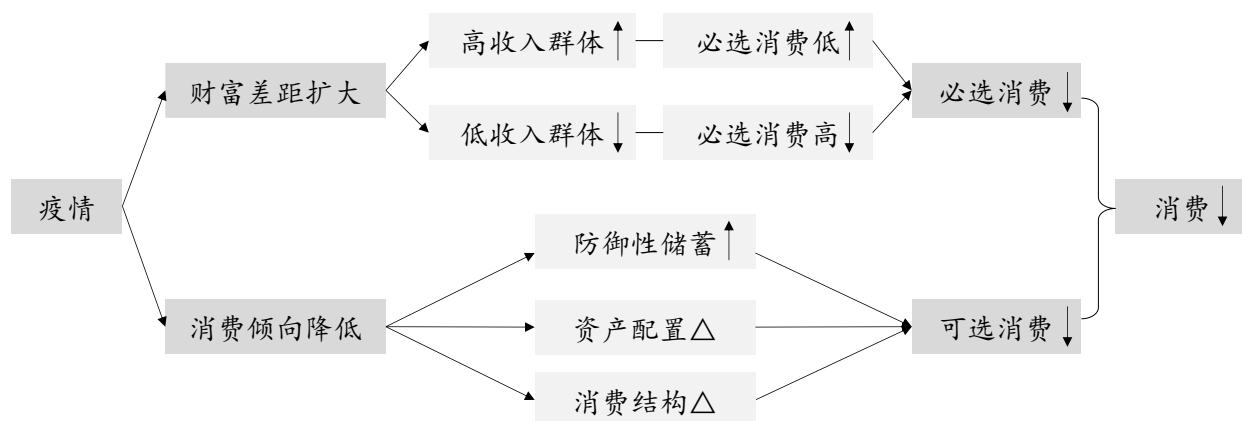
图 29：居民消费倾向仍显著低于疫情前水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

下半年消费可能迎来反弹吗？回答这个问题首先要识别疫情冲击消费的特殊性。用常见的分类方式将消费分为必选与可选消费后，我们发现疫情对两类消费均造成冲击，且传导机制不同（图 30、图 31）。

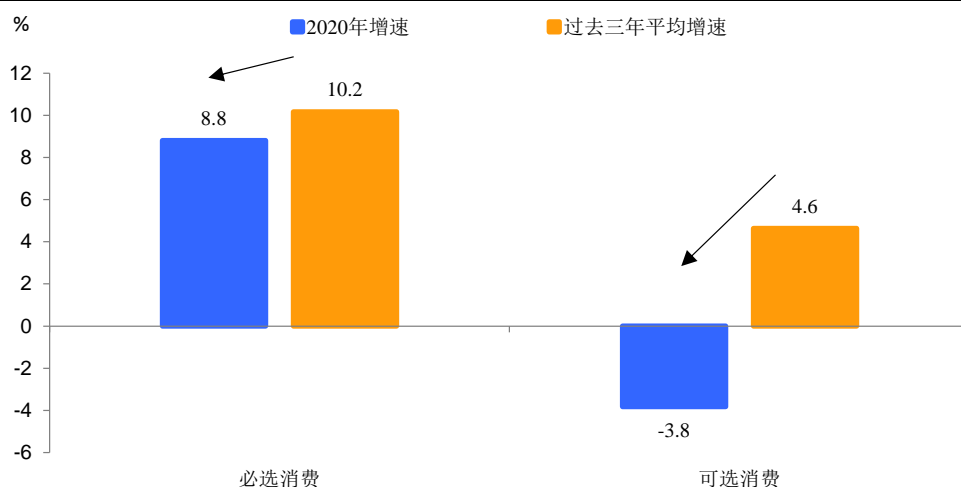
图 30：疫情通过不同机制冲击必选消费与可选消费



数据来源：东吴证券研究所绘制



图 31：2020 年可选消费及必选消费均受到疫情冲击

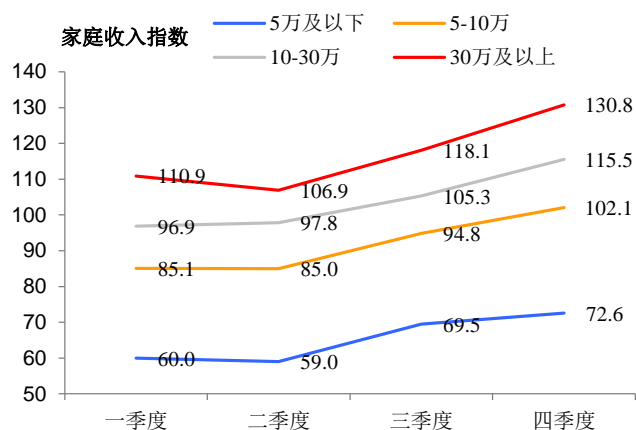


备注：必选消费包括粮油食品、饮料、烟酒、日用品、中西药品；可选消费包括服装鞋帽、化妆品、珠宝、体育娱乐用品、书报杂志、家电音像器材、办公用品、家具、通讯器材、石油及制品、建筑及装潢材料、汽车。下同。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

必选方面，虽然必选消费比可选消费“抗跌”，但疫情导致的收入分化加剧，也使得必选消费增长减速。疫情对居民收入影响呈“K”型，即高收入人群收入提升、低收入人群受到冲击（图 32），而低收入人群才是必选消费的主力（参考城乡居民恩格尔系数（图 33）），这就导致必选消费缺乏支撑。

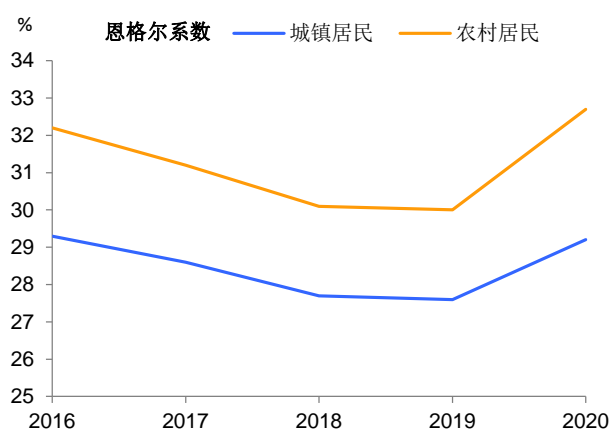
图 32：低收入家庭 2020 年收入受冲击更严重



备注：家庭收入指数为 CHFS 调研结果，该指数大于 100 表明“变好”，低于 100 表明“变差”

数据来源：CHFS，东吴证券研究所

图 33：农村居民恩格尔系数高于城镇居民

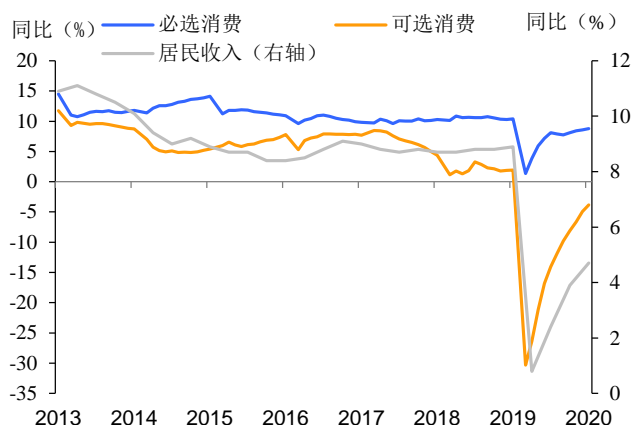


数据来源：Wind，东吴证券研究所

可选方面，由于可选消费更易受居民收入水平及消费倾向影响，因此在这两个因素拖累下出现规模下滑。如图 34、图 35 所示，可选消费与居民收入水平及消费倾向的相关性均高于必选消费，因此在 2020 年前述两因素受疫情冲击情况下，可选消费出现断崖式下滑。又由于可选消费占国内零售额的比重高达 77%（图 36），故可选消费复苏萎

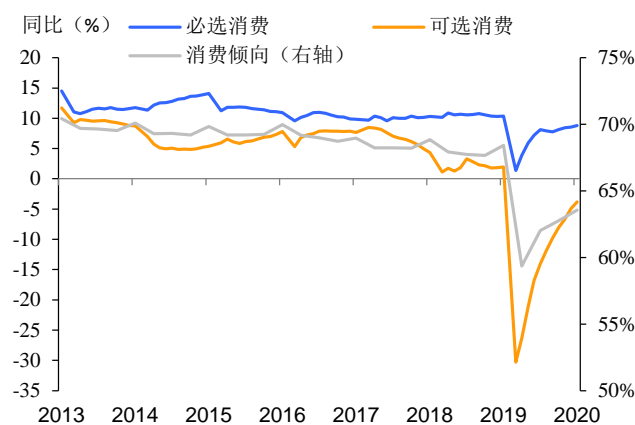
缩对消费形成主要拖累。

图 34: 可选消费与居民收入的相关性大于必选消费



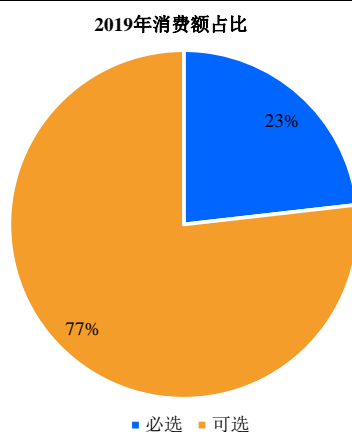
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 35: 可选消费与消费倾向的相关性大于必选消费



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 36: 2019 年可选消费品零售额占国内零售的 77%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

正是由于疫情通过不同机制对必选与可选消费均造成冲击，而传导因素难以逆转的变化才是导致消费复苏受阻的真正原因（如收入差距扩大、消费倾向降低），故居民消费的修复需要满足较多条件，消费繁荣短期内难以出现。具体而言：

**必选消费方面**，由于疫情导致居民收入差距扩大，必选消费增速明显放缓，因此未来必选消费恢复至潜在增速至少需要等到居民收入差距逐渐弥合至正常水平。

**可选消费方面**，由于疫情通过影响居民可支配收入水平、消费倾向、资产分配、消费习惯等方面抑制可选消费，因此可选消费的复苏需等到居民可支配收入恢复至正常增速、居民购房热情/防御性储蓄意愿降温，而这进一步依赖于国内房价管控效果、社保体系完善程度等因素。

## 7. 房地产投资的预测框架

2020 年下半年以来在房地产调控趋严的背景下，房地产投资依然彰显韧性。2021 年 1-4 月房地产投资两年复合增速 8.4%，远高于基建投资、制造业投资、零售销售，和出口一同成为中国经济增长的最主要拉动。如何理解中国房地产投资的韧性？在此，我们试通过构建一个房地产投资的预测模型，来揭示这种韧性的来源。

我们不妨从信贷投放和资金流向来考察房地产投资，这也是当前政策调控的重点。如此一来，房地产投资可以分解为如下四个分项（其中人民币贷款和房地产贷款均是流量的概念）。不难看出第二项即是贷款中投向房地产的比例，这也是当前房地产调控的一个政策工具；第三项的倒数是地产商开发资金来源中的贷款占比；第四项则是房地产开发到位资金的利用率。

$$\text{房地产投资} = \text{人民币贷款} \times \frac{\text{房地产贷款}}{\text{人民币贷款}} \times \frac{\text{房地产开发到位资金}}{\text{房地产贷款}} \times \frac{\text{房地产投资}}{\text{房地产开发到位资金}}$$

上述分项的变化揭示了近年来房地产投资的韧性来源（表 4）。2016 年是大量信贷资金流向房地产，房地产贷款在新增贷款的占比上升了 14 个百分点；2017 年是地产商加大了贷款之外的融资力度；2018 年和 2020 年均是信贷总量的大幅扩张带动房地产贷款高增；2019 年也是地产商加大了贷款之外的融资力度，同时提高了到位资金的利用率。

表 4：中国房地产投资增速的四因素分解

单位（%）	2016	2017	2018	2019	2020
新增人民币贷款增速	7.9	7.0	19.5	4.0	16.8
新增贷款中房地产贷款占比	44.8	41.4	39.9	34.0	26.3
△	14.2	-3.4	-1.5	-5.9	-7.6
房地产开发融资中的贷款占比	39.3	35.9	38.9	32.0	26.7
△	10.6	-3.4	3.0	-6.9	-5.2
房地产开发到位资金利用率	71.1	70.4	72.5	74.0	73.2
△	-5.5	-0.8	2.1	1.5	-0.8
房地产开发投资增速	6.9	7.0	9.5	9.9	7.0

数据来源：Wind，东吴证券研究所

总体而言，虽然 2017 年以来房地产贷款在每年新增贷款中的占比持续下降，但地产商要么受益于全社会的信用扩张，要么通过多元化融资，或是提高资金的使用效率，使得其项目的融资和开发并未因宏观和监管环境的变化受到显著影响。

那么今年以来的房地产投资情况呢？基于上述分解我们发现：一季度新增人民币贷款 7.7 万亿，比去年同期的 7.1 万亿增长了 8%，对一季度房地产投资增速是一个主要拉动。

但一季度新增贷款中，房地产贷款的占比由去年同期的 24.6% 下滑到 21.8%（图 37），

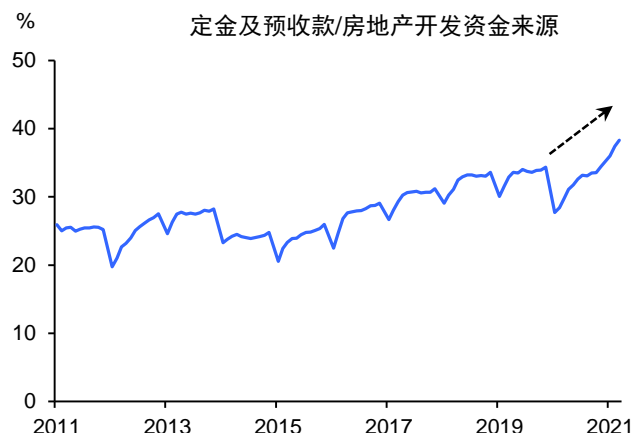
对房地产投资形成拖累。持续回落的态势反映出监管严控信贷资金流向房地产。

图 37: 新增贷款中房地产贷款的占比持续下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 38: 房地产投资的到位资金更多依赖定金及预收款



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

一季度房地产开发资金来源中的贷款占比为 31.7%，低于去年同期的 35.6%，其背后是地产商越来越依赖定金和预收款为项目融资（图 38）。由于这一项作为倒数，因此对房地产投资增速是正的拉动。

一季度房地产投资到位资金的利用率仅为 58%，低于去年同期的 65%，对房地产投资增速是拖累项，表明一季度的房地产开发到位资金还没形成相应的实物量。

由此可见，一季度房地产投资能保持韧性回升，主要源于宽信用的宏观环境，以及地产商继续加大了贷款之外的融资力度。

往后来看，银行信贷的扩张较去年同期已经有放缓的态势，而在“三道红线”和“房地产贷款集中度管理”的双重约束下，房地产贷款在新增贷款中的比重也有望继续回落。但我们预计随着 4 月主要城市逐步开启土地集中供应，地产开发商的到位资金利用率将有所回升，并且将继续加大自筹或预售等贷款之外的融资方式。

鉴于此，我们不妨假设 2021 年新增人民币贷款 20 万亿，新增贷款中房地产贷款的占比保持稳定，房地产开发到位资金的利用率由 2020 年的 73% 提升至 74%，房地产贷款在房地产开发到位资金中的占比小幅下降 1 个百分点，则上述模型预测 2021 年房地产投资的增速在 7% 附近，表明房地产投资在下半年仍有望保持韧性。

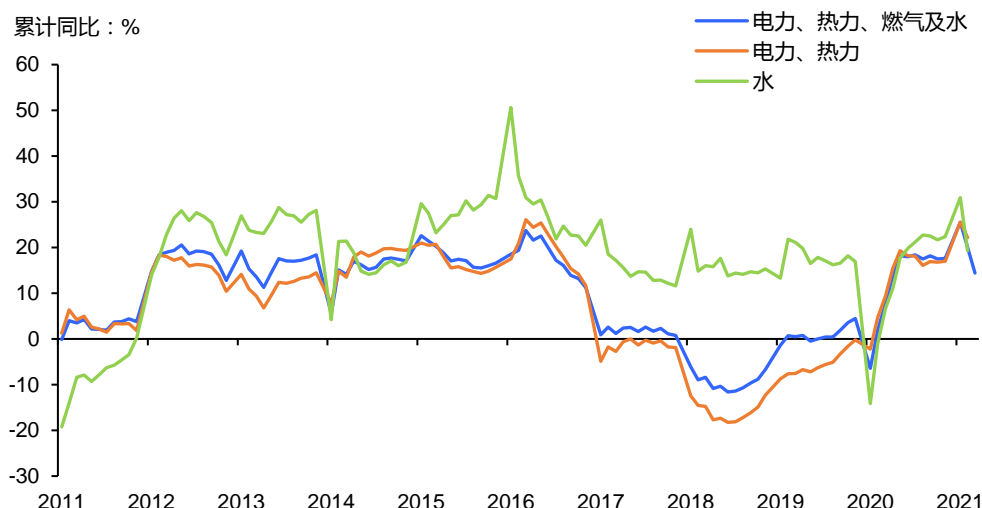
## 8. 基建投资的预测框架

今年 1-4 月基建增速为何低于预期？一是受 1-4 月专项债发行节奏慢影响；二是项目不到位，一季度发改委项目审批数量和规模都不及往年；三是铁路运输往年作为提速基建的最大助力，今年在中央有意识的收紧铁路运输投资背景下，投资增速放缓。

下半年基建投资将如何演绎？我们从三大构成分项具体来看：

今年 1-4 月累计同比增速电力、热力、燃气及水业延续了去年的高增长（图 39），主要是由电、热、水的增长带动。电力投资受益于今年政策利好（图 40），我们预计全年风电、光伏发电量占比较去年大幅提升，电力投资空间仍存，我们预计将成为下半年基建增长的主要动力。

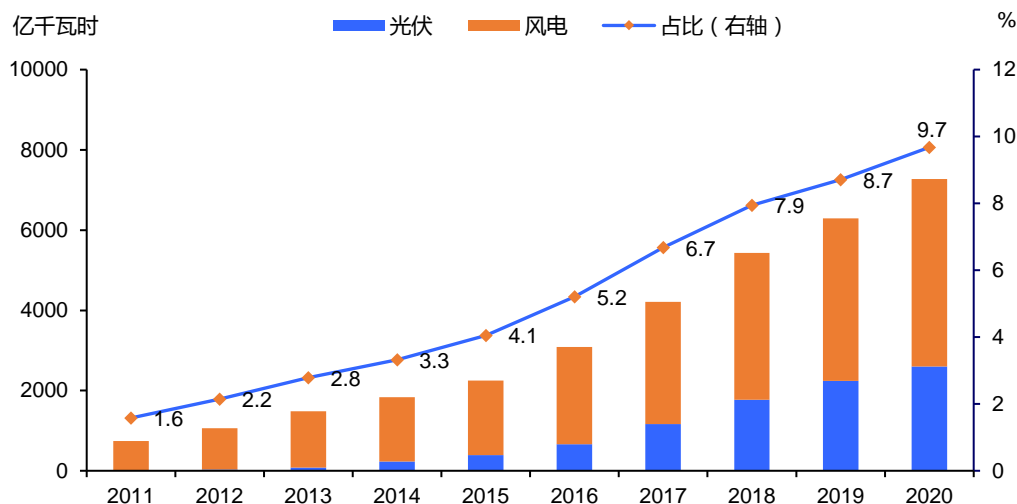
图 39：电力、热力、燃气及水生产和供应业保持高增长



备注：电热燃水数据截至 2021 年 4 月，电力、热力业数据截至 2021 年 3 月，水业数据截至 2021 年 3 月。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 40：2021 年风电、光伏发电占比将达到 11% 左右，较前值增长 1.3 个百分点



备注：占比为风电、光伏发电量/全社会用电量，政策来源为《关于 2021 年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知（征求意见稿）》

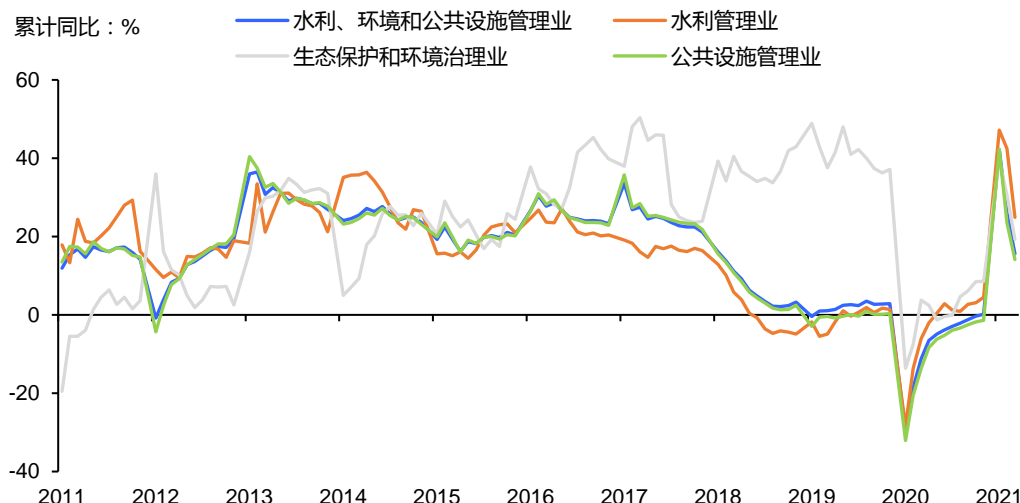
数据来源：中电联，国家能源局，东吴证券研究所

水利、环境和公共设施管理业主要受地方政府主导，1-4 月累计增速呈下降趋势（图



41)。全国水利工作会议上，计划 2021 年要加快推进 150 项重大水利工程建设，积极争取财政、专项债资金，我们预计下半年水利工程项目推进力度加大，对水利投资形成支撑。会议指出将进一步夯实乡村振兴水利基础，我们预计下半年水利建设重点在农村水利投资建设。公共设施管理业自 2018 年地方债务管控趋严后维持低增速，2020 年公共设施管理业投资增速为负，为近十年来首次负增长，我们预计今年下半年地方债务管控仍不会放松，公共设施管理业增长受限。

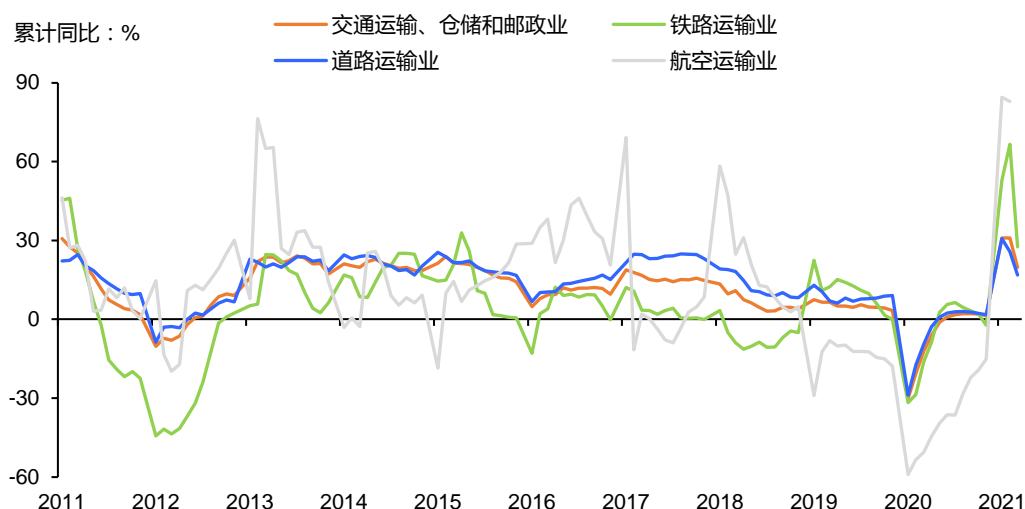
图 41：水利、环境和公共设施管理业 2021 年 1-4 月累计同比增速较前值回落幅度较大



数据来源：Wind，东吴证券研究所

交通运输、仓储和邮政业细项中，铁路运输受中央主导，政策传导效果最好，往年也都是基建刺激的“先锋”。今年政策收紧铁路运输业投资（图 42），下半年铁路运输投资增长承压，2021 年铁路运输增速可能将延续去年负增长趋势。道路运输业由地方政府主导，跟公共设施管理业同样受限于地方债务管控，我们预计下半年增速较为平稳。航空运输业增速最高，这与固定资产投资项目审批进度相匹配，一季度发改委项目审批中机场建设投资占比近 30%，我们预计航空运输业将成为下半年基建投资新的发力点。

图 42：交通运输业累计同比增速较前值回落大，主要受铁路运输拖累



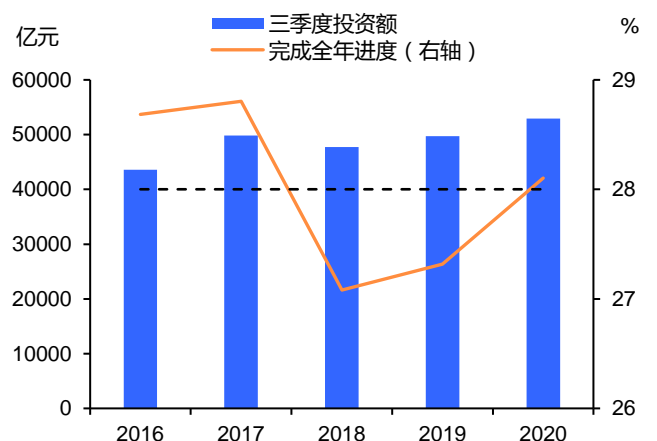
备注：2021年3月发改委公布《关于进一步做好铁路规划建设工作的通知》，要求为铁路长远发展留出空间；严格控制建设既有高铁的平行线路，既有高铁能力利用率不足80%的，原则上不得新建平行线路；合理控制债务负担较重、超出财政承受能力地区的铁路建设。航空运输业数据截至2021年3月，其他行业数据截至2021年4月。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

为了客观估算今年下半年基建投资增速，我们提供两个视角：

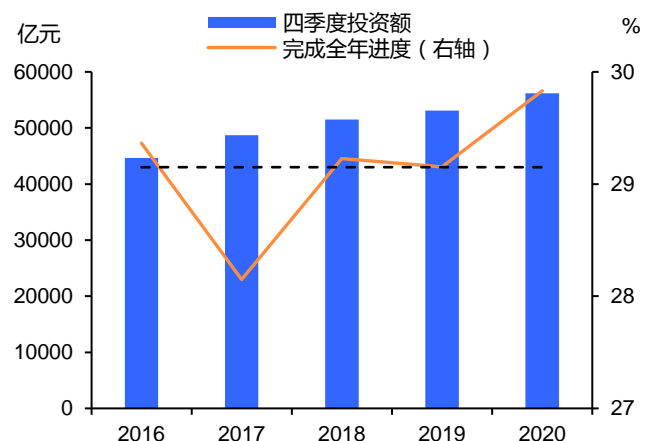
**预测一、从基建投放的季节性规律来看（图 43-44）。**受财政后置及专项债发行节奏影响，今年基建发力滞后，我们预计后续专项债发行将进一步提速，我们将今年一季度的完成情况对标近五年，由此我们预计下半年基建投资有望完成全年进度的 57.1%，测算出下半年基建同比增速 5.1%，其中三季度增速 6.2%，四季度增速 4.1%。

图 43：历年三季度基建投资平均完成全年进度 28%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 44：历年四季度基建投资平均完成全年进度 29.1%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**预测二、从专项债对基建的撬动来看。**去年专项债投向基建规模超过3万亿元，占比86%，今年专项债将继续为基建提供支持（图 45）。我们沿用上文的制造业投资分析框架，将基建投资拆解为 GDP、投向基建领域的专项债规模占 GDP 的比重和专项债的

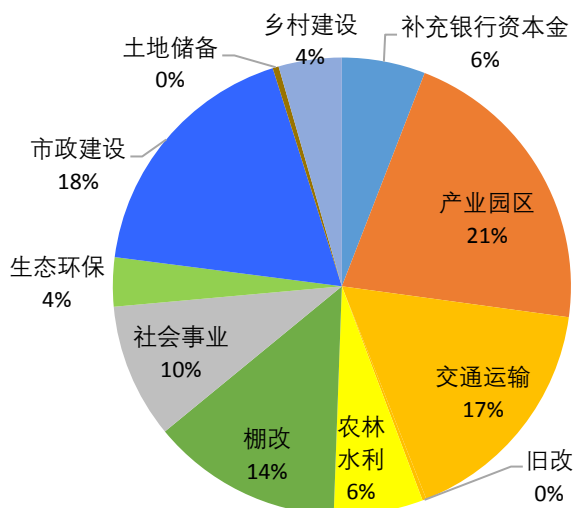
基建杠杆，即：

$$\text{基建投资} = \text{GDP} \times \frac{\text{投向基建的专项债}}{\text{GDP}} \times \frac{\text{基建投资}}{\text{投向基建的专项债}}$$

我们预计今年三季度名义 GDP 同比增速可以达到 10% 左右；参照去年三季度新增专项债中投向基建的占比为 73%，我们预计今年三季度发行专项债 1.2 万亿元左右，投向基建的专项债占 GDP 比重将提升至 3.5% 左右；去年三季度专项债基建杠杆在 9.7 倍，我们预计今年三季度基建杠杆将小幅上升至 10 倍左右。综上所述，三季度基建增速在 3.5% 左右。

我们预计四季度名义 GDP 增速为 9%，去年四季度新增专项债中投向基建的占比为 60%，我们预计今年四季度投向基建的专项债占 GDP 比重约为 2.5%，基建杠杆提升至 15 倍左右，测算出四季度基建增速在 3.4%。2021 年下半年基建投资增速为 3.4%。（两种测算方法见表 5）

图 45：2021 年新增专项债主要投向产业园区、市政建设、交通运输等传统基建领域



备注：新增专项债数据更新至 5 月底。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 5：下半年基建投资增速的两种测算方式

		三季度完成全年	三季度同比增速	2021 年下半年基建同
		进度 28%	6.2%	
方法一：	2021 年全年	四季度完成全年	四季度同比增速	比增速 5.1%
根据投资进度	完成投资额	进度 29.1%	4.1%	
	20 万亿			
	名义 GDP	投向基建的专项	基建杠杆	下半年基建
	(%)	债/GDP (%)	(倍)	同比增速 3.4%
方法二：	10	3.5	10	三季度同比增速 3.5%
根据专项债杠杆	9	2.5	15	四季度同比增速 3.4%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

整体来看，政策利好电力、水利、航空运输业，将成为下半年基建增长的主要动力；公共设施管理业、道路运输业投资受限于地方财政及债务风险管控，增速难以大幅提升。由于这两项在基建投资中占比较重，因此我们预计下半年基建同比增速难有超预期表现。根据我们预测，下半年基建同比增速在 4-5% 左右。

## 9. 货币政策的分析框架

大宗商品价格将是贯穿今年宏观经济的重要主题，输入型通胀压力是货币政策绕不过去的问题。除此之外，吸取了金融危机后的经验教训，今年高层也十分重视控制杠杆和防范风险。因此货币政策如何处理“输入型通胀”和“杠杆”？我们借鉴 Ray Dalio 的“漂亮去杠杆”（“Beautiful Deleveraging”）的框架来进行分析。

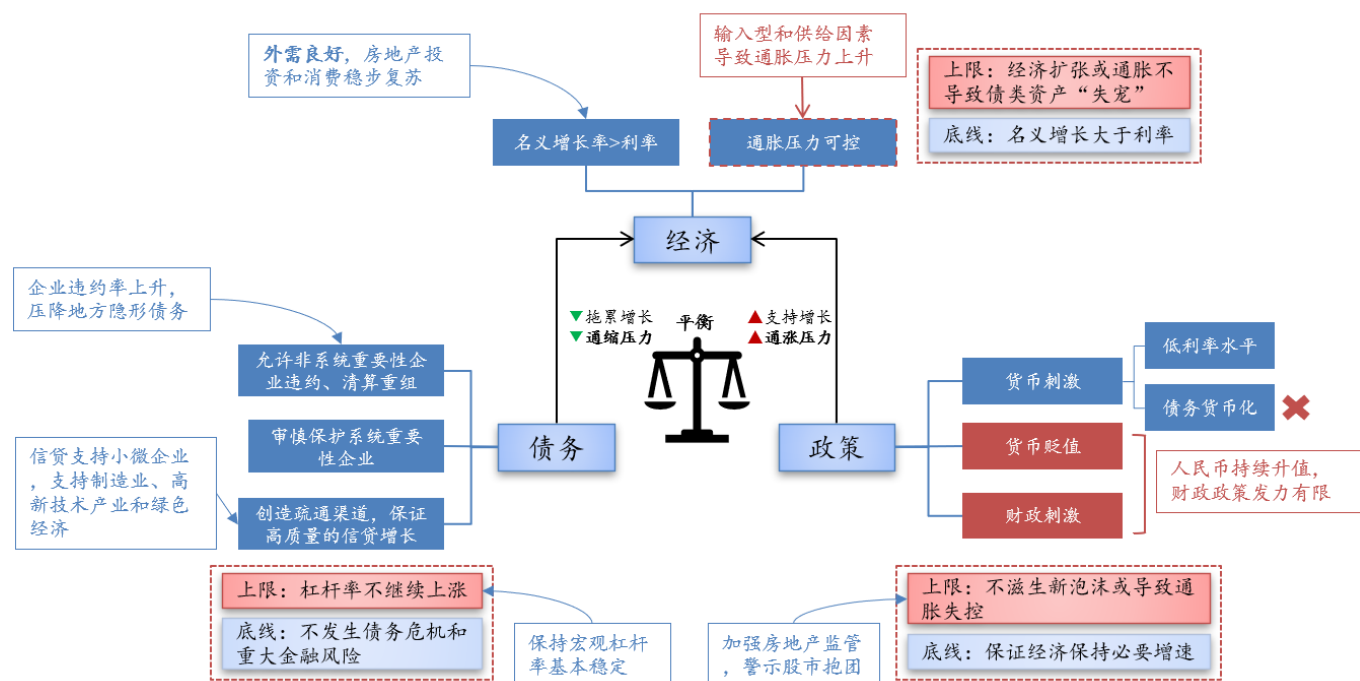
经典的“漂亮去杠杆”框架的核心在于平衡去杠杆带来的紧缩效应和刺激政策带来的再通胀效应，以此达到经济上名义增长率高于债务利率，但经济扩张和通胀压力可控，不至于导致市场大幅减少债类资产配置；债务上则有序推进债务违约和重组；政策上则是综合使用增加货币供给、财政刺激和货币贬值等工具。

从“漂亮去杠杆”到“漂亮控杠杆”。Dalio 的框架主要解决的是债务周期见顶后政策制定者如何以尽量低的成本将经济带出萧条，是滞后性的。而我国政策是在疫情冲击下加杠杆后主动寻求控制经济杠杆，具备主动性和前瞻性。这其中的一个典型差异是前瞻性调节面临的经济环境更好、政策空间更大，相应的我们分析时也从“底线思维”转换至“上限思维”（图 46）。

2021 年上半年，经济韧性下政策支持有限。今年上半年“经济—债务—政策”的脉络基本符合该框架的“上限”标准：由于出口和房地产投资的稳健，经济表现有韧性；在经济环境有利、政策强调防控金融风险的情况下，社融增速下滑幅度超过市场主流预期；政策上发力有限（流动性投放回归中性，汇率升值，财政支出偏少），着重防控新

“泡沫”出现（加强房地产监管，警示股市抱团，打击商品、数字货币等投机交易），并一定程度注意维持债类资产的吸引力（强调 MLF 对于市场中长期利率的引导效果）<sup>1</sup>。

图 46：“漂亮去杠杆”框架和中国的基本情况



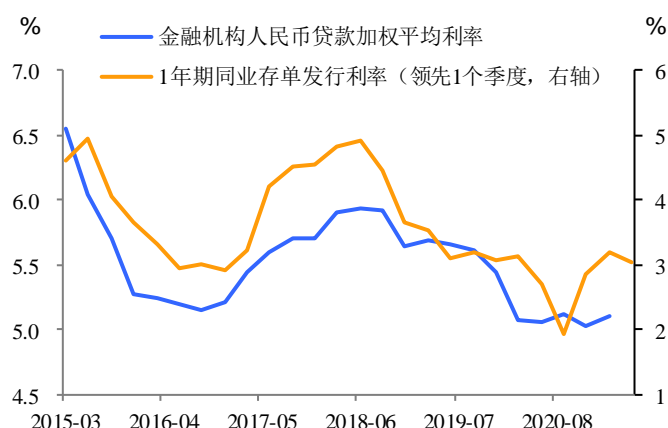
数据来源：东吴证券研究所绘制

2021 年下半年，经济的良好环境削弱叠加输入型通胀压力，杠杆压降进程可能放缓，对政策基调的预期不妨更乐观一点。下半年名义经济增速和利率（我们用人民币贷款的加权平均利率来代表）的大幅收敛是较为确定的事件（图 47 和 48）。这意味着相较上半年，杠杆率压降力度会下降，社融增速下降的速度会放缓，第四季度可能出现小幅的触底反弹，政策进一步收紧的可能性不大，反而有概率在边际上出现阶段性的放松，例如财政支出更加积极、人民币出现一定的贬值或央行更加倾向于稳信贷。输入型通胀可能会对债市产生阶段性冲击，为保持债类资产的吸引力，央行加息的概率较小。

<sup>1</sup> 见中国人民银行《2020 年第四季度货币政策执行报告》。

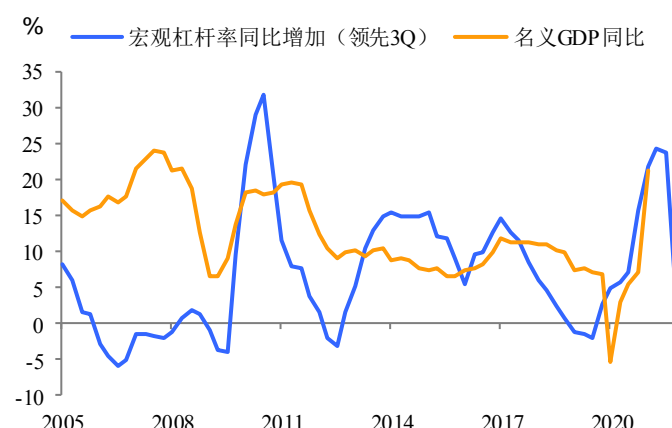


图 47: 下半年信贷成本大概率上涨



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

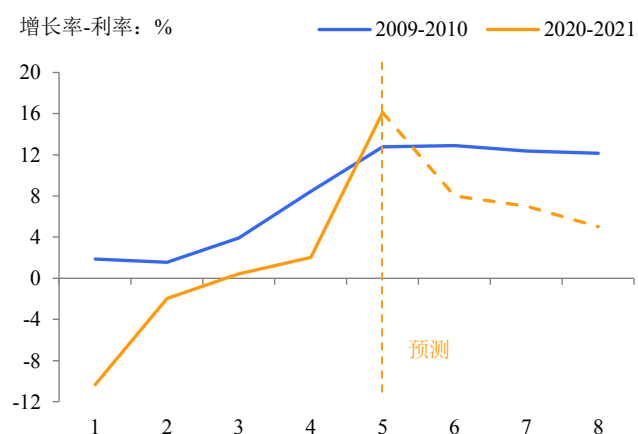
图 48: 宏观杠杆率下降对经济的拖累将逐步显现



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

以史为鉴,我们也认为下半年央行加息的概率不大。与2009年至2010年相比,我们使用“经济—债务—政策”这一框架,今年下半年控杠杆的经济条件不如2010年同期,但疫情后去杠杆的速度和力度远远大于2009年至2010年,因此2010年下半年央行提高基准利率的操作并不具备参考意义(图49、图50)。

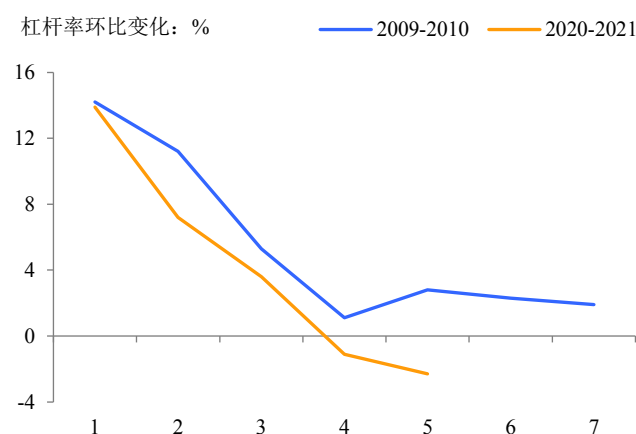
图 49: 名义增长率与利率之差: 2009-2010VS 2020-2021



注: 横轴单位为季度, 1 代表 2009 年第一季度和 2020 年第一季度, 下同。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

图 50: 宏观杠杆率环比变化: 2009-2010VS 2020-2021

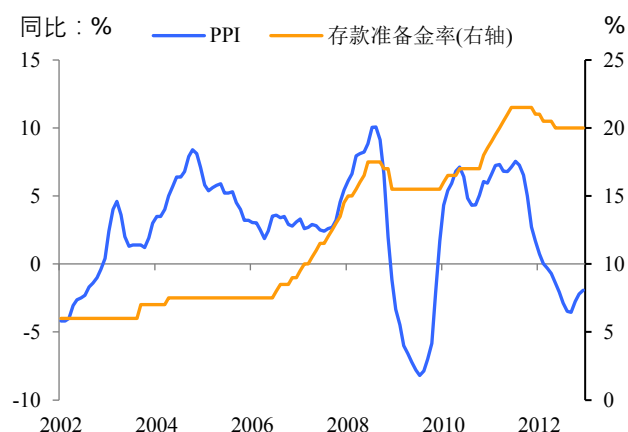


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

在治理输入型通胀方面,加息的用武之地较小。从央行治理通胀的经历和效果来看,收紧流动性通常先行,是央行调控通胀预期的重要工具(图51)。上调基准利率则越来越滞后于通胀(尤其是PPI)的上涨,而且不难看出加息对于控制输入型通胀的效果并不明显(图52、图53)。相较而言,尽管央行强调汇率不是工具,但不否认汇率升值对于通胀的输入性压力有较直接的效果(图54)。

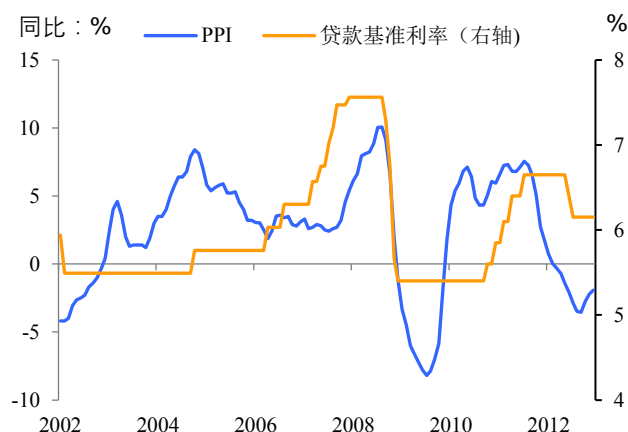


图 51: 收紧流动性是应对通胀的重要工具



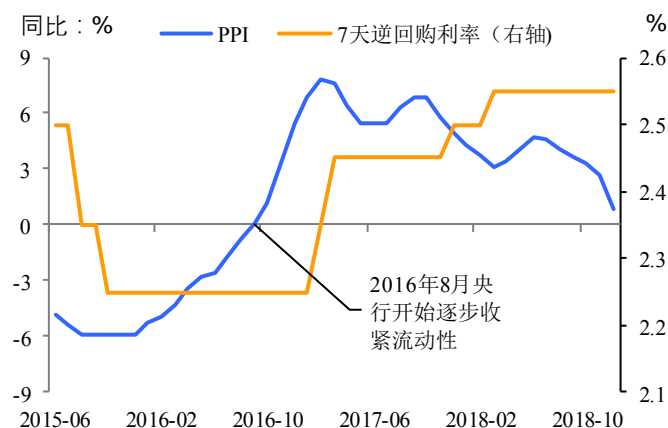
数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

图 52: 加息的使用越来越滞后于通胀 (一)



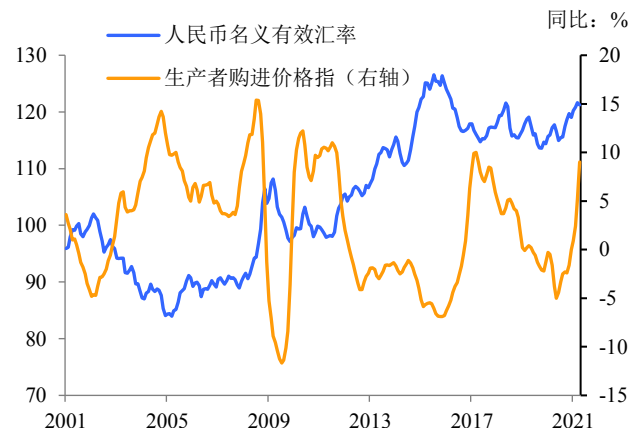
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 53: 加息的使用越来越滞后于通胀 (二)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 54: 汇率升值客观上有助于缓解输入型通胀



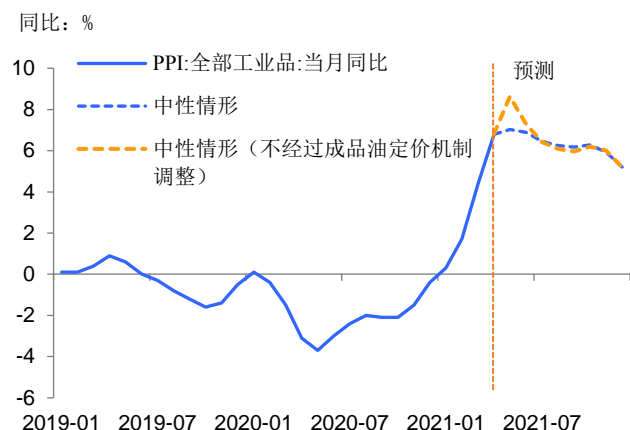
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 10. 通胀分化下的资产分析框架

今年大宗商品表现强势，4 月 PPI 同比站上 6%，市场对于今年下半年输入型通胀压力已经有一定的预期。如何看待 PPI 向 CPI 的传导？PPI 和 CPI 的变化会怎样影响资产的走势？

**PPI 同比年内将居于高位，但 CPI 上涨的压力可控。**基于我们对于大宗商品年内保持强势的判断，下半年 PPI 同比将处于较高水平，中枢水平或接近 6%（图 55）。不过，CPI 的压力相对可控（图 56）。从猪肉周期和猪料比来看，下半年猪肉价格很可能将见底，但高库存和高基数下的翘尾因素对于猪价的拖累较大（图 57、图 58）。但值得警惕的是明年 CPI 的压力很可能会上升，可以参考 2017 年至 2018 年情况，PPI 在 2017 年初见顶，而 CPI 的压力在 2018 年逐步显现。

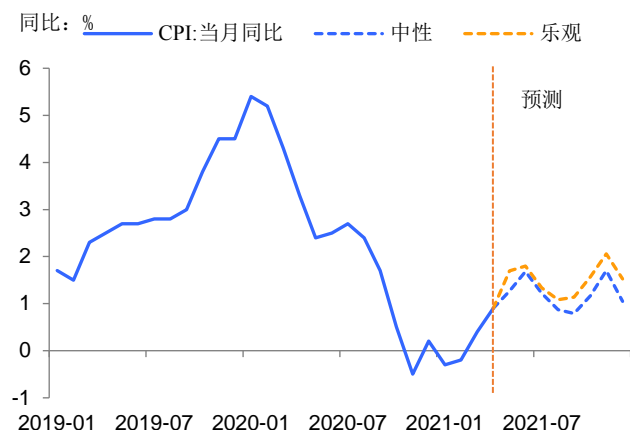
图 55: PPI 预测



注：国家发展改革委对国内成品油定价规定了调控上下限，上限为每桶 130 美元，下限为每桶 40 美元

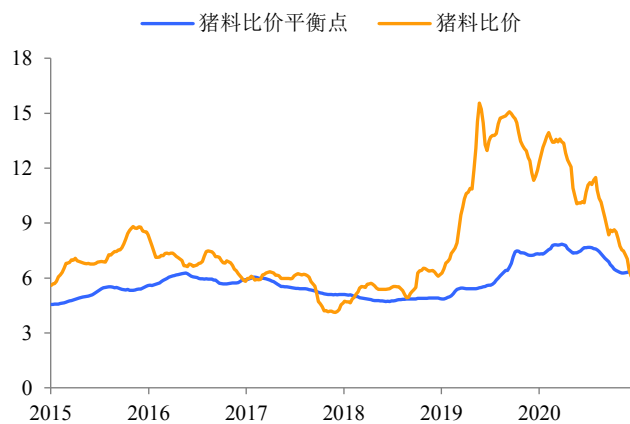
数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

图 56: CPI 预测



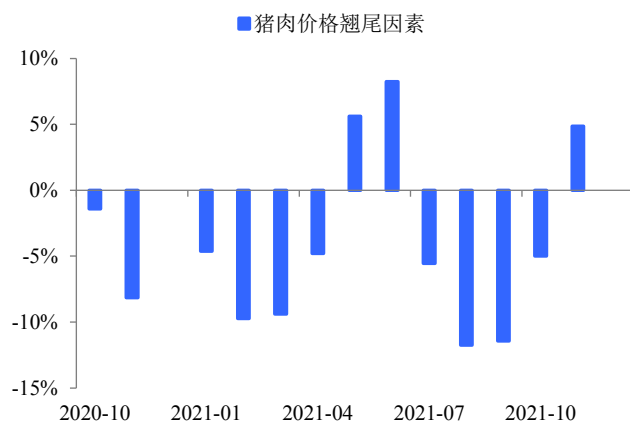
数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

图 57: 猪料比及其平衡点



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 58: 猪肉价格的翘尾因素的拖累较大

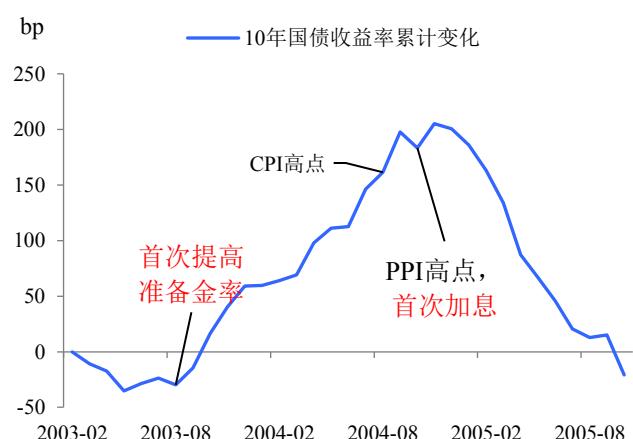


数据来源：Wind，东吴证券研究所

PPI 和 CPI 分化的情况下，大类资产的表现如何？大宗商品和 PPI 是一体两面的关系，对于商品之前的部分已有分析，此处不再赘述。

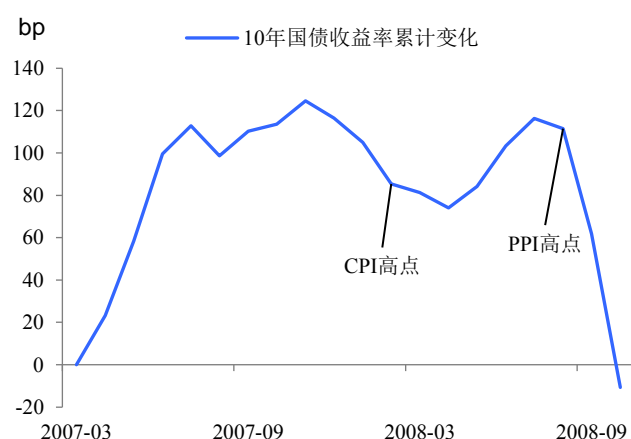
**债市：盯紧流动性。**通胀对于债市的影响主要分为基本面和政策面两个渠道，但是下半年在经济增速放缓、PPI 和 CPI 背离的情况下，基本面的信号并不明确。政策面会成为债市的主导因素，我们预计央行对于利率工具会保持谨慎。参考历史，在利率信号不明确的情况下，10 年期国债收益率与流动性情况密切相关：若流动性宽松，高通胀并不一定带来债券收益率上升，例如 2003 年上半年，2010 年初（外汇占款迅速增加导致流动性偏宽松）（图 59-图 62）。

图 59: 高通胀时期 10 年期国债收益率表现 (一)



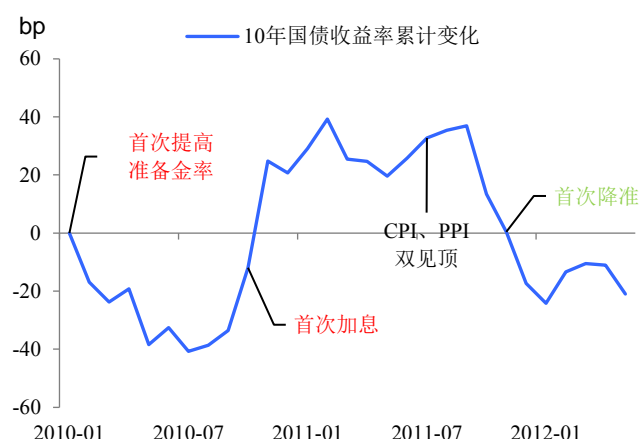
注：起点为 PPI 超过 4% 或者 CPI 超过 3%，下同  
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 60: 高通胀时期 10 年期国债收益率表现 (二)



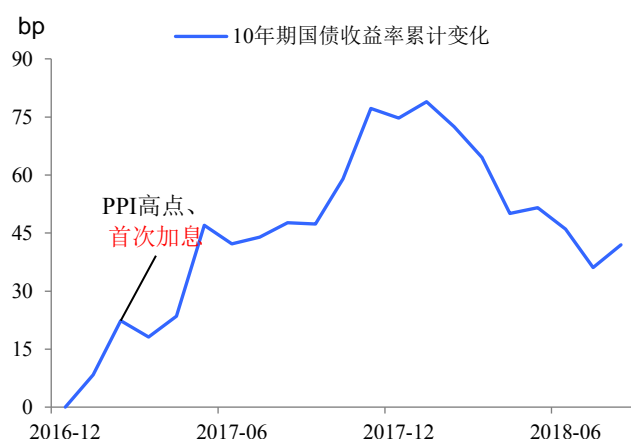
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 61: 高通胀时期 10 年期国债收益率表现 (三)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

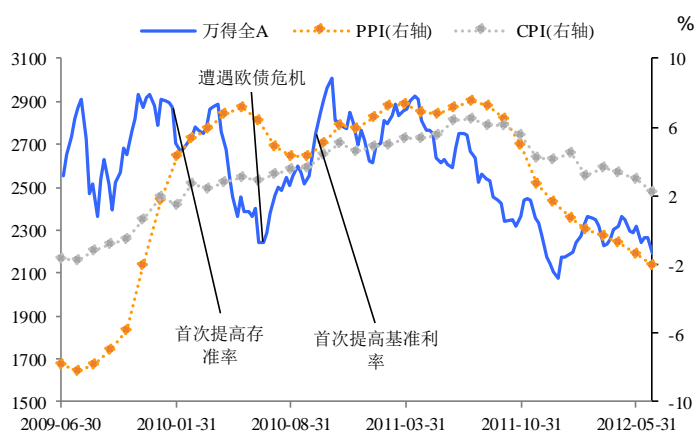
图 62: 高通胀时期 10 年期国债收益率表现 (四)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

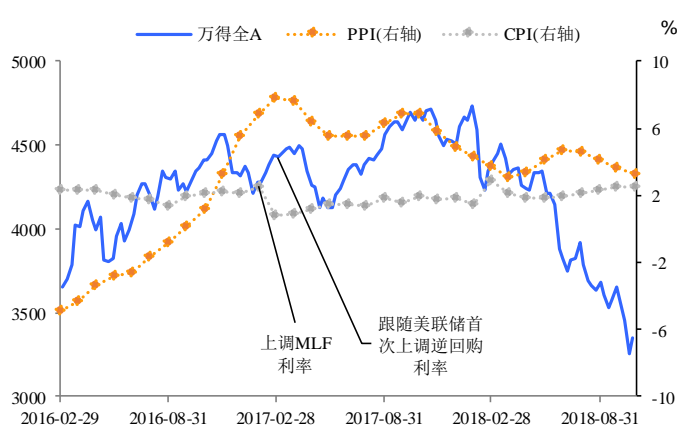
**股市：通胀不是终点，关注结构性机会。**通胀上涨本身并不会造成股市大幅调整，从历史上看，通胀的高点往往也不对应着股市的高点（图 63、图 64）。**通胀压力下货币政策持续显著收紧才是股市转向的导火索。**下半年政策面和政策面的信号充满不确定性，尽管这不意味着股市行情的结束，但是配置性价比上看，结构性机会明显优于总量行情。参考历史，金融（保险）、消费（食品饮料/家电）、周期（建材/钢铁）板块受益，涨幅居前列，有色、化工等周期行业涨幅虽然略逊一筹，但均有阶段性超预期的表现（表 6）。

图 63: 高通胀时期 A 股表现 (一)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 64: 高通胀时期 A 股表现 (二)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 6: PPI 转正上行期间, 保险、食品饮料、建材等顺周期行业受益

2009/12/1-2011/7/31				2016/9/1-2017/10/31			
	板块	行业	相对涨跌幅(%)		行业	相对涨跌幅(%)	
前 1	消费	食品饮料	33.21	金融	保险	77.09	
前 2	周期	建筑材料	28.17	消费	家用电器	49.15	
前 3	科技	电子	27.43	消费	食品饮料	47.91	
前 4	周期	国防军工	25.34	周期	钢铁	28.18	
前 5	周期	机械设备	22.50	周期	建筑材料	20.38	
后 5	其他	交通运输	-19.25	消费	农林牧渔	-8.84	
后 4	金融	银行	-20.10	消费	纺织服装	-13.40	
后 3	地产	房地产	-29.53	科技	计算机	-14.55	
后 2	金融	非银金融	-31.38	周期	国防军工	-16.38	
后 1	金融	保险	-34.25	科技	传媒	-26.21	

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 11. 风险提示

**供给短缺持续。**当前全球供应链的中断和生产遭遇瓶颈, 尤其是半导体芯片的短缺, 是原材料价格上涨的主因。如果下半年病毒变异导致疫苗失效, 则这种供给的短缺很可能持续存在, 那么通胀回升也就更具持续性, 从而改变央行对于通胀形势的判断。

**主要央行过快撤出宽松政策。**疫情后主要央行在货币宽松的撤出上一直相对谨慎, 主要因为经济的 K 型复苏, 但近期通胀压力的加大、叠加房价和股市的上涨, 可能令央行担心通胀预期失控和资产泡沫, 从而货币政策提前转向, 对经济和市场产生冲击。

**地缘政治风险加剧。**美国和伊朗的核协议谈判进展，中美经贸对华机制的重启，虽然目前来看并没有出现太多不和谐的因素，但如果未来进展停滞或者分歧难以弥合，很可能再一次打压市场的风险偏好。

## 12. 附：2021 年中国宏观经济指标预测汇总表

表 7：2021 年中国宏观经济指标预测

增速（%）	2020	2021Q1	2021Q2E	2021Q3E	2021Q4E	2021E
GDP	2.3	18.3	8.0	6.3	5.2	8.8
CPI	2.5	0	1.1	1.1	1.6	1
PPI	-1.8	2.1	7	6.1	5.8	5.4
出口	3.6	48.9	17.2	4.6	1.1	10.6
社零	-3.9	33.9	14.1	9.7	6.6	11.8

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>