招商银行
CHINA MERCHANTS BANK

深度报告
2021 年 6 月 30 日

风物长宜放眼量

——2021 年中期宏观经济与资本市场展望

丁安华　招商银行首席经济学家
☎ 0755-83195106　✉ dinganhua@cmbchina.com

谭　卓　招商银行研究院宏观经济研究所所长
☎ 0755-83167787　✉ zhuotan@cmbchina.com

刘东亮　招商银行研究院资本市场研究所所长
☎ 0755-82956697　✉ liudongliang@cmbchina.com



感谢田地、黄翰庭、牛梦琦、王欣恬、杨薛融、颜琰、柏禹含、朱肖炜、陈峤、苏畅对此文的贡献。

敬请参阅尾页之免责声明

概要

- **“疫苗复苏”、通胀走势和政策回归将成为下半年全球经济的三大主题。第一，随着疫苗接种率的提升，美欧经济“疫苗复苏”将加速。**美国经济从二季度末开始进入加速复苏阶段，欧洲经济复苏滞后美国约一个季度。美欧生产将快速修复，驱动供需缺口收敛，服务业陡峭复苏。**第二，供需再平衡有望带动全球通胀边际回稳。**美国通胀有望从二季度的高点回落。中国 PPI 同比将明显下行，CPI 同比仍将处于较低水平。**第三，随着“疫苗复苏”加速，全球宏观政策将向中性回归，但在节奏、力度和结构上存在差异。**中国宏观政策已于去年中“转弯”。美国宏观政策拐点隐现，欧洲宏观政策的转向则相对滞后。

- **中国经济下半年将保持复苏态势，增长动能或将趋缓，结构发生切换。考虑到国内局部地区疫情出现反复，我们将今年 GDP 增速的预测值较年初下调 0.2pct 至 8.6%。**其中，出口对经济的贡献或将下行，随着美欧生产端的恢复，我国出口在过去一年多时间里享受的“替代效应”将转弱。投资方面，受商品房销售增速下滑和调控政策加码压制，下半年房地产投资增长动能将边际回落，而基建与制造业投资对经济的拉动有望边际上升。消费方面，受居民部门收入修复缓慢且分化、零星疫情爆发等因素影响，修复进程或仍缓慢。在供给端，工业增加值和规模以上工业企业利润增速将逐步回落至疫前的趋势水平。

- **下半年货币政策将继续保持回归中性的基调，“稳增长”将更多依靠财政发力。**今年财政开支呈现出明显的后置特征，对下半年经济形成一定支撑。政府债券发行有望逐步提速，财政支出进度亦有望加快，以保障对“六稳”“六保”和新发展格局等重点领域的支持力度。多重目标权衡下，货币政策将保留相机抉择空间，不会“急转弯”，重心是“调结构”“防风险”，年内降准降息的可能性均不大。考虑到财政后置对流动性的影响，央行有望在三季度的政府债券供给高峰期予以配合，以维持资金面平稳。另一方面，政府债券融资对社融增速的拉动作用将上升，下半年社融增速下行速度将有所放缓，下行空间有限。

- **大类资产配置策略建议继续以经济增长、中外复苏差以及由此带来的政策差为交易主线，因此建议以进攻性策略为主，风险资产相较避险资产配置胜率更高。**总体来说，海外风险资产（权益、大宗）整体高配，避险资产（固收、黄金）整体低配，外汇资产以双向波动为主，建议标配，国内的固收和权益建议维持均衡配置，不做大的比例调整，同时加强择时研究和资产内部的结构研究，以增厚收益。资产内部对比来看，权益市场方面，美股相较 A 股胜率更高；固收市场方面，中债相较美债胜率更高；外汇市场方面，美元相较人民币胜率略高。综合排序如下：**美股、大宗>A 股>中国债市>美元>人民币>美债、黄金。**

宏观经济主要指标预测（%）

	GDP	社会消费品零售	固定资产投资	房地产投资	CPI	PPI	社融	10Y 国债	汇率(USDCNY)
2021F	8.6	14.5	5.9	8.4	1.2	4.9	10.5	3.2	6.5
2020	2.3	-3.9	2.9	7.0	2.5	-1.8	13.3	2.9	6.9

资料来源：Wind、招商银行研究院

目录

一、下半年全球宏观三大主题 1
（一）“疫苗复苏”：全球经济主旋律 1
（二）通胀走势：冲击边际减弱 4
（三）政策回归：宽松退潮 8
二、中国经济：咬定青山不放松 15
（一）进出口：景气下行 15
（二）投资：维持韧性，结构转换 19
（三）消费：弱势增长 23
（四）供给侧：盈利分化 24
三、财政货币：青山着意化为桥 26
（一）财政政策：后置发力，托底经济 26
（二）货币政策：回归中性，以稳为主 28
四、资本市场：我言秋日胜春朝 32
（一）配置主线：中外基本面与资产走势分化 32
（二）主要市场研判：利率中枢波动不大，周期股行情或延续 36
（三）资产配置策略：海外优于国内，权益优于固收 43
（四）融资建议：美元融资继续分化，境外 IPO 热情或保持高涨 45

图目录

图 1：全球新冠日新增确诊人数快速回落 1
图 2：主要经济体疫苗接种率持续上升 1
图 3：新冠疫苗有效率较高 2
图 4：大部分接种意愿较强的民众已完成接种 2
图 5：美国经济活动修复将在二季度末开始加速 3
图 6：发展中国家疫苗供给仍然不足 3
图 7：各经济体将梯次进入“疫苗复苏” 3
图 8：疫情期间美国消费“重商品”“轻服务” 3
图 9：“疫情模式”下我国外需强于内需 4
图 10：“疫情模式”下我国工业生产快速恢复 4
图 11：大宗商品价格持续走高 5
图 12：美国通胀预期升幅低于实际通胀 5
图 13：大宗商品价格与美元指数负相关 5
图 14：美国 CPI 同比“前高后低” 5
图 15：生产资料拉动整体 PPI 向上 6
图 16：下半年 PPI 同比增速将趋于回落 6
图 17：CPI 通胀由食品转为非食品驱动 7
图 18：核心 CPI 回升 7
图 19：猪肉价格对 CPI 上行形成拖累 7
图 20：中国 CPI 同比将呈类“M 型”走势 7
图 21：生产资料驱动 PPI 同比上行 8
图 22：中下游企业利润受到挤压 8
图 23：疫情爆发后美联储资产扩张近两倍 8
图 24：主要经济体广义货币供给大幅扩张 8
图 25：次贷危机后美国通胀率长期低于 2%目标 9
图 26：近期美国劳动力市场供需缺口扩大 9
图 27：美联储提升两大管制利率 5bp 10
图 28：美联储隔夜逆回购工具用量创历史记录 10
图 29：次贷危机关键政策节点与就业恢复程度 10
图 30：中国常规货币政策仍有空间 10
图 31：全球利率水平趋势性走低 12

图 32：疫情爆发后全球政府杠杆率大幅跳升 12
图 33：美国政府各轮财政刺激规模 13
图 34：去年我国减税降费规模进一步上升 13
图 35：6-12 月待发专项债数量显著超越去年同期 14
图 36：历史上政府债券发行高峰普遍在二、三季度 14
图 37：实际 GDP 与潜在水平的缺口逐季缩小 15
图 38：预计下半年 GDP 增速将逐季放缓 15
图 39：上半年海外供需缺口仍处高位 17
图 40：外需对中国出口需求边际减弱 17
图 41：防疫物资和电子产品对出口贡献趋弱 17
图 42：人民币升值对后续出口增速造成下行压力 17
图 43：上半年出口集装箱运价指数大幅上涨 18
图 44：中国进口大宗商品数量增速边际放缓 18
图 45：商品房销售周期上行期约 12 个月 19
图 46：宽松货币政策支撑房地产销售增速 19
图 47：房租和房价出现明显分化 19
图 48：一线与二、三线城市二手房价增速分化 19
图 49：居民杠杆率上升，但收入增速仍未完全恢复 20
图 50：适龄置业人口小幅回落 20
图 51：建安投资增速超过土地购置费 21
图 52：施工和竣工增速高于新开工 21
图 53：基建投资增速不及预期 21
图 54：财政资金减少导致相关领域投资增长乏力 21
图 55：高技术产业投资增速高于制造业平均水平 22
图 56：大部分行业投资相对谨慎 22
图 57：消费修复节奏不及预期 23
图 58：商品和餐饮消费修复分化 23
图 59：小长假人均消费仍显著低于疫前 24
图 60：可选消费品修复分化 24
图 61：工业增加值延续高增速 25
图 62：工业企业利润整体保持高增长 25
图 63：部分下游行业利润承压 25

图 64：服务业生产增速已接近疫前水平 25
图 65：今年中等口径和目标赤字率均较去年下降 26
图 66：一季度政府部门狭义杠杆率降低 1.3pct 26
图 67：一般公共预算收入增速明显高于支出增速 27
图 68：政府性基金收入增速明显高于支出增速 27
图 69：中等口径财政支出进度慢于去年同期 27
图 70：基建领域支出较为低迷 27
图 71：春节后资金利率平稳运行 28
图 72：春节后非银流动性显著改善 28
图 73：今年以来社融与 M2 增速显著回落 29
图 74：一季度一般贷款加权平均利率持平于去年末 29
图 75：广义流动性缺口与同业存单利率保持正相关 29
图 76：商业银行主动负债成本曲线走平 29
图 77：一季度宏观杠杆率已有所下降 30
图 78：当前信用利差处于 2019 年以来的中位数水平 30
图 79：年内应无降准 30
图 80：年内应无 LPR/MLF 降息 30
图 81：同业存单利率已步入政策利率下方 31
图 82：年内社融增速下行斜率将显著放缓 31
图 83：全球 PMI 处于上行区间 33
图 84：美股企业盈利状况转好 33
图 85：美国财政支出不断扩大 33
图 86：美股估值处于高位 33
图 87：动力煤价格与上市公司盈利 35
图 88：重点电厂耗煤量与上市公司盈利 35
图 89：原油等大宗商品引导通胀预期不断上行 36
图 90：通胀预计将于今年 Q2 见顶回落 36
图 91：中美利差对人民币汇率的支撑在弱化 37
图 92：贸易在上半年维持高景气 37
图 93：人民币汇率预测模型 37
图 94：实际利率将继续从深度负值中修复 38
图 95：美元今年走势和金价呈现高度负相关性 38

图 96：利率定价模型预测 2021 年下半年无风险利率均衡水平 39
图 97：2021 年上半年城投债信用利差走势 40
图 98：2021 年上半年房地产债信用利差走势 40
图 99：主要板块估值曲线 41
图 100：2021 年以来行业表现 42
图 101：一级行业估值分位数情况 42
图 102：PPI 与周期股盈利表现同向性 42
图 103：一级行业后市盈利预期及实际盈利同比 42
图 104：2015 年以来主要风格表现 43
图 105：美债 3-5 年期利率预计将继续上行 45
图 106：Libor、Hibor 利率今年以来变动不大 45

表目录

表 1：2021 年中国经济预测 16
表 2：大类资产表现回顾 32
表 3：2021 年下半年大类资产配置策略 44

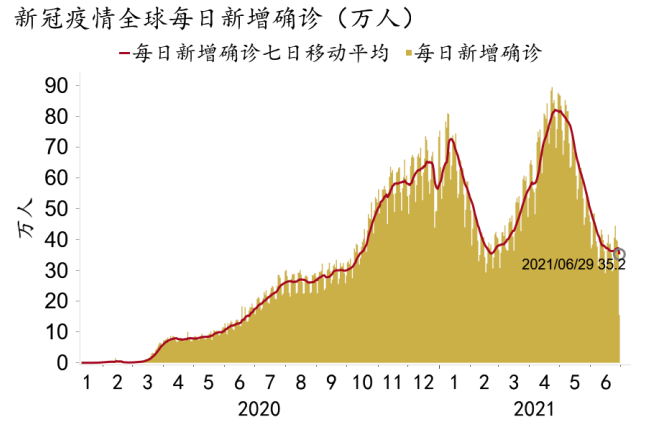
一、下半年全球宏观三大主题

（一）“疫苗复苏”：全球经济主旋律

上半年全球经济整体上仍处于“疫情模式”之中，宏观及防疫政策仍是各国经济表现的决定性因素。虽然印度等发展中国家疫情依然严重，病毒不断变异，上半年全球疫情整体上呈现先升后降格局，说明疫苗接种对疫情起到了一定的抑制作用。6 月全球新增确诊较 4 月高点下降超过五成（图 1）。由于上半年疫苗接种率处于爬坡过程中（图 2），美欧一方面继续维持一定程度的社交隔离，控制疫情传播；另一方面采取宽松的货币和财政政策，为经济托底。这使得美欧疫情期间的经济复苏呈现出需求早于生产恢复，商品零售好于服务消费的非均衡特征。

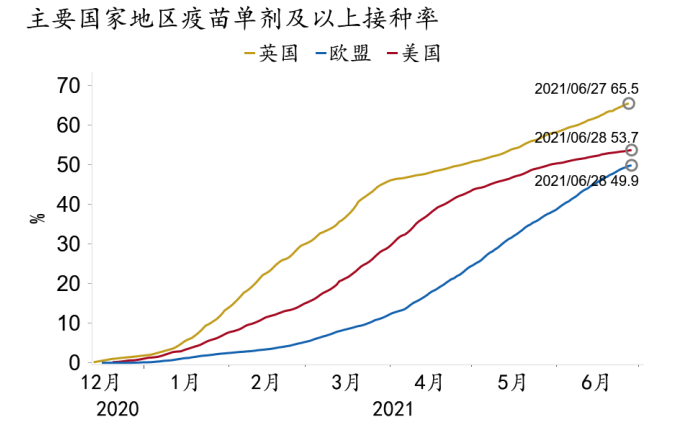
随着接种率的不断提升，疫苗所驱动的复苏将逐步加速，将成为下半年全球经济的主旋律。自去年底疫苗投入使用以来，全球接种新冠疫苗累计已超 30 亿剂[1]。当前全球疫苗覆盖率最高的国家为冰岛，单剂及以上接种率达 75.9%。主要经济体中，英国、美国和欧盟的单剂及以上疫苗接种率分别达到 65.5%、53.7%和 49.9%。

图 1：全球新冠日新增确诊人数快速回落



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：主要经济体疫苗接种率持续上升



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

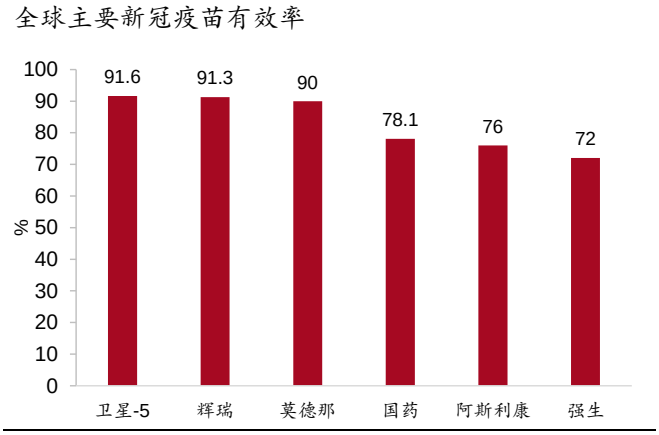
新冠疫苗已证明了其在真实世界中的有效性（图 3）。美国疾控中心（CDC）研究显示，辉瑞和莫德纳两种 mRNA 疫苗在完成第二剂接种的 14 天后，保护率到达 90%，65 岁以上老年人的住院率降低了 94%[2]，完全接种后发生突破性感染（breakthrough infection）的概率小于万分之一[3]。以色列前期接种了两剂辉瑞疫苗的人群中，有症状感染病例减少了 94%，住院率降低 87%，重症率下降 92%[4]。

但以当前情况推演，短期内人类不可能通过疫苗接种实现流行病学意义上的“群体免疫”（herd immunity）。医学界认为，群体免疫所要求的接种率阈值约在 75-80%。首先，接种意愿极大地制约了接种率的增长和上限，这被称为“疫苗犹豫”（vaccine hesitancy）。民调显示，美国有 13%的民众表示肯定不会接种疫苗（图 4）。随着高意愿人群完成接种，后续接种率上行斜率将显著放缓。

[1] 数据来源：Our World in Data，2021 年 6 月 29 日.
[2] Effectiveness of Pfizer-BioNTech and Moderna Vaccines Against COVID-19 Among Hospitalized Adults Aged ≥65 Years.
[3] 突破性感染是指在完全接种 14 天后，接种者再度感染新冠病毒。COVID-19 Breakthrough Case Investigations and Reporting.
[4] BNT162b2 mRNA Covid-19 Vaccine in a Nationwide Mass Vaccination Setting.

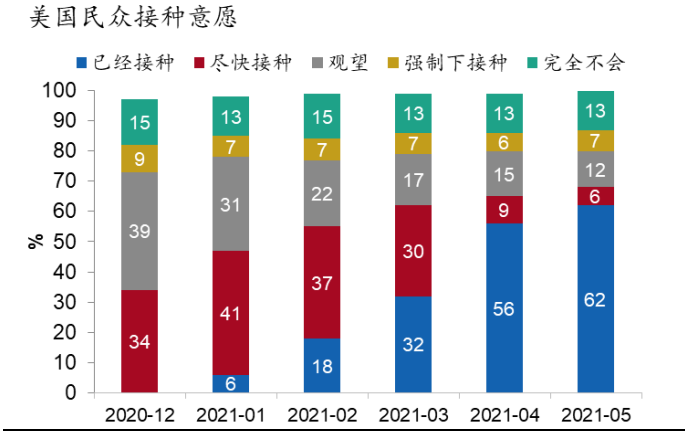
近期美欧接种率上行速度已开始放缓。观察疫苗接种领先全球的以色列，去年末以来，其接种率曾在 3 个月内从 0%快速升至 60%，但此后的 3 个月仅上行 3.5pct。其次，目前还没有儿童可以接种的疫苗，这给群体免疫的实现带来阻碍。例如，美国 12 岁及以下的人口占比为 15%。最后，新冠病毒不断变异，传播能力持续增强，达成群体免疫所需的疫苗覆盖率阈值也将相应提升。因此，至少在可见的将来，新冠病毒仍将对人类的健康和生活持续施加负面影响。

图 3：新冠疫苗有效率较高



资料来源：NYT Covid-19 Vaccine Tracker、招商银行研究院

图 4：大部分接种意愿较强的民众已完成接种



资料来源：KFF、招商银行研究院

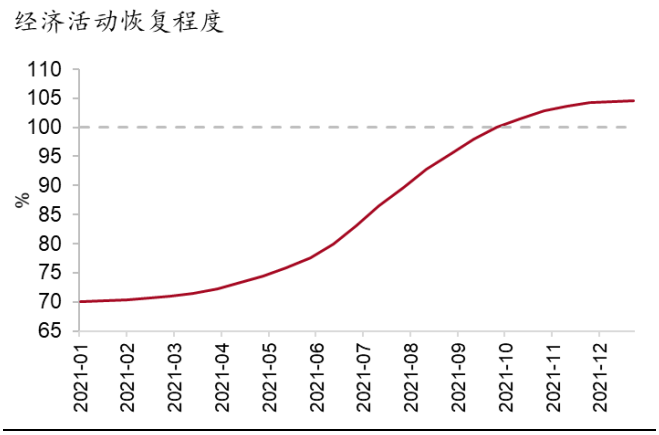
好的方面是，尽管疫苗无法根除新冠病毒，但接种率的提升仍然能够极大抑制病毒传播，促进经济活动恢复。以以色列为例，尽管其 60%的接种完成率仍然大幅低于群体免疫阈值，但每日新增确诊人数已由超过 8,300 的峰值回落至接近个位数。接种率的提升能够有效降低新冠的感染率、住院率和死亡率，缓解医疗体系压力，从而令政府放松社交隔离，减轻防疫措施对人员密集型经济活动的限制。新冠病毒感染和死亡数据的实质性下降，也有助于民众恢复信心，驱动供需回归常态。

受结构化接种影响，“疫苗复苏”下经济活动的修复将表现为一条 S 型曲线（图 5）。由于疫苗供给和接种面临现实约束，在高危人群接种完毕后，经济开始加速修复。之后疫苗接种速率将受制于接种意愿而不断降低，经济修复斜率也将趋于平缓。当大部分人通过疫苗获得免疫后，经济生活将基本回归常态。餐饮娱乐等服务消费或将出现报复性反弹，使得经济活动在一段时期内超过疫前水平。

下半年，随着接种率进一步上升，疫苗对经济活动的提振将加速显现，全球特别是美欧经济将从政策刺激下的“疫情模式”快速过渡为由“疫苗复苏”主导，呈现出三个主要特征。

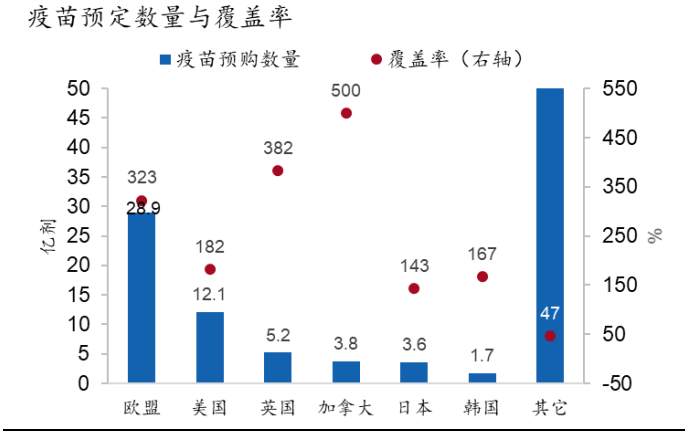
第一，受疫苗可得性限制（图 6），各经济体将梯次进入“疫苗复苏”（图 7）。美国为第一梯队，经济在二季度末进入加速修复阶段，三季度随着疫苗接种率触及上限，经济活动将基本恢复正常。欧洲为第二梯队。虽然年初由于供给约束，欧洲疫苗接种进展受到拖累，但目前其接种速度已经超越美国，预计接种率将在三季度追平美国，经济加速修复的时点约比美国晚一个季度。大部分发展中国家为第三梯队，由于缺乏资金、疫苗、专业设备和人员，这些国家的“疫苗复苏”将显著滞后于美欧，经济恢复所需时间也相对更长。

图 5：美国经济活动修复将在二季度末开始加速



资料来源：招商银行研究院

图 6：发展中国家疫苗供给仍然不足

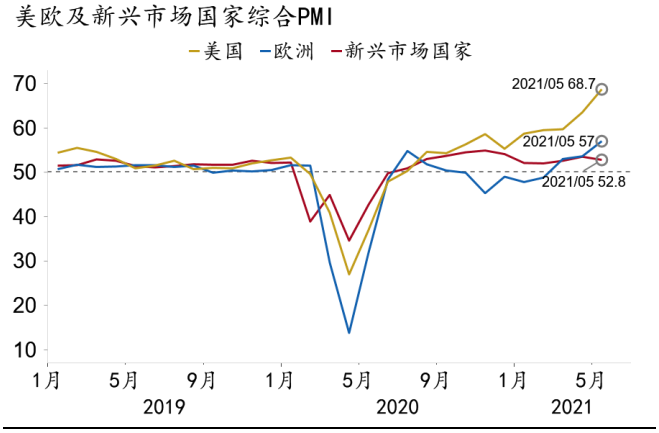


资料来源：杜克大学、招商银行研究院

第二，“疫苗复苏”之下，主要经济体的供需缺口将快速收敛。一方面，随着疫苗接种率的提升，发达国家供给端有望加速恢复，供需缺口开始收窄，“疫情模式”之下的需求外溢将进入尾声。另一方面，当东南亚、拉美等发展经济体进入“疫苗复苏”后，全球制造业产能、原材料供给将逐渐恢复，疫情肆虐之下的供给短缺将得到显著缓解。

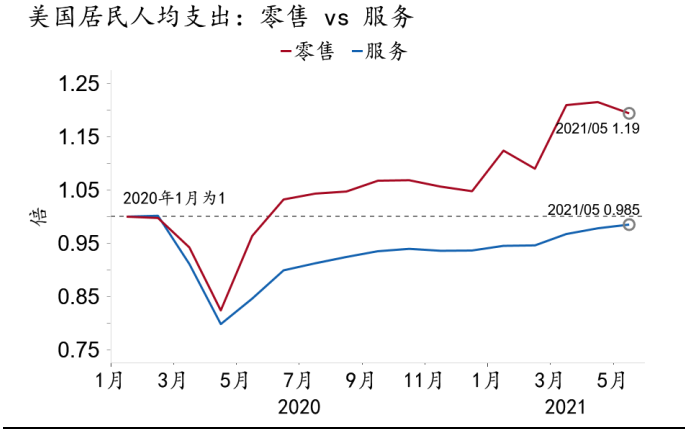
第三，服务消费将陡峭修复，商品消费增长将放缓。“疫情模式”下，防疫政策和消费意愿的双重冲击重创了交通运输、文化娱乐、住宿餐饮等接触性服务消费，而宏观政策对于居民收入的补贴，叠加商品对服务的替代则推升了商品消费（图 8）。进入“疫苗复苏”，随着防疫政策的放开及居民生活的正常化，服务消费将加速回归常态，短期内甚至出现报复性反弹；“疫情模式”下的政府现金补贴也将逐步退出，部分商品消费将相应回落至疫前趋势水平。

图 7：各经济体将梯次进入“疫苗复苏”



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 8：疫情期间美国消费“重商品”“轻服务”

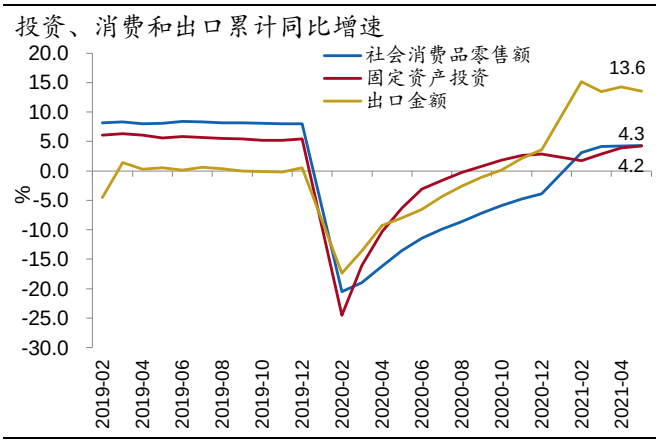


资料来源：Macrobond、招商银行研究院

中国经济也将逐渐走出“疫情模式”，结构性非均衡缓解，供需缺口向下收敛。“疫情模式”下，由于与海外其它国家在疫情防控和宏观政策上存在显著差异，我国的经济修复呈现明显的非均衡特征，主要表现为生产强于需求，外需强于内需（图 9）。而随着美欧“疫苗复苏”加速，下半年我国经济增长的驱动因素也将相应发生变化。需求方面，我国出口的“替代效应”将随美欧需求外溢收缩而逐渐消退，导致出口景气度下行。内需将出现动能切换，基建投资对经济的拉动将边际上升，制造业投资受到企业盈利增长和产业转型升级的支撑有望边际回暖，房地产投资在严调控政策

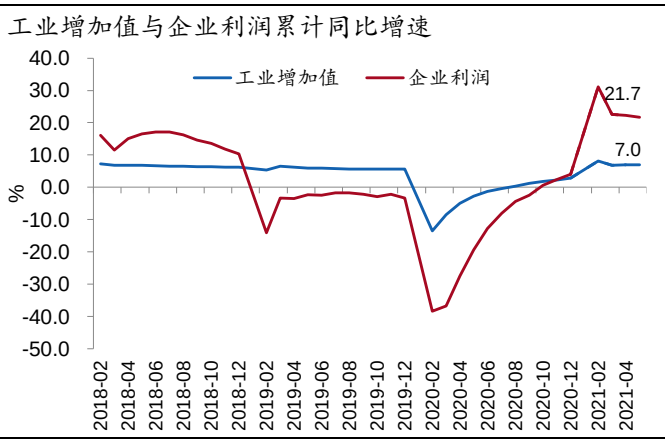
的约束下增长将趋稳，消费则仍将处于弱复苏状态。供给方面，随着外需边际回落、财政贴息等支持政策逐步退出，叠加大宗商品价格攀升挤压中下游行业利润，工业生产的增长动能将趋弱（图10）。

图 9：“疫情模式”下我国外需强于内需



注：2021 年数据为各月两年平均增速
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 10：“疫情模式”下我国工业生产快速恢复



注：2021 年数据为各月两年平均增速
资料来源：Wind，招商银行研究院

最后，新冠病毒变异给全球经济带来了巨大不确定性，但目前尚未对“疫苗复苏”的前景产生颠覆性影响。例如，英国原计划于 6 月 21 日全面解除封锁，但因近期 Delta 变异毒株快速传播，导致感染人数不断攀升，迫使英国政府将英格兰地区的解封推迟四周，延缓了英国经济复苏的步伐。若未来出现传染性及免疫逃逸能力更强的毒株，导致疫苗的免疫效果大幅下降，将拖累全球经济复苏进程。好消息是，目前疫苗有效性仍能基本得到保障[5]，为“疫苗复苏”提供有力支持。研究显示，对于目前传染性最强的印度变异毒株，辉瑞、阿斯利康疫苗完成两针接种后的有效率分别为88%、67%[6]，仅小幅低于病毒未变异情形下的有效率。

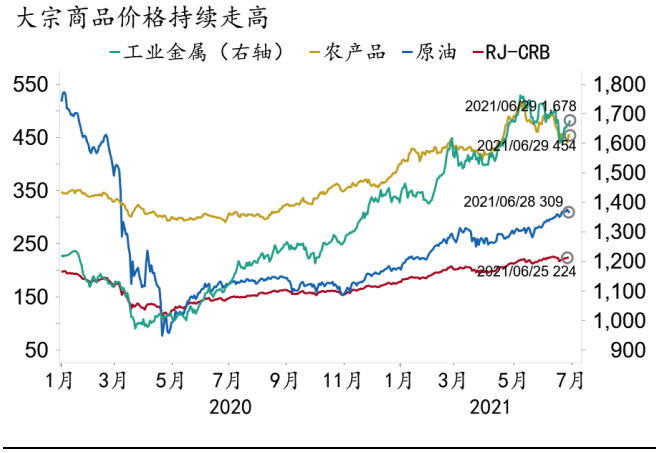
（二）通胀走势：冲击边际减弱

今年以来，全球通胀快速进入上升通道。支撑通胀快速上升的因素主要有三：一是经济持续修复及其带来的乐观预期；二是“财政主导”拉升居民可支配收入；三是大宗商品价格上涨形成的成本型通胀。年初到 5 月底，大宗商品价格持续走高，RJ-CRB 指数从 174.2 上升至 212.3。其中，WTI 原油价格上升 25.7%，工业金属价格上升 19.8%，农产品价格上升 17%（图 11）。

在全球经济体中，美国通胀最为引发关注。由于主要大类资产均由美元定价，美国通胀上升无疑将影响全球资产价格，并外溢到其它国家，形成全球通胀风险。年初至今，在两轮财政刺激和原油价格上涨的推动下，美国 CPI 和 PCE 同比快速上升，从 1 月的 1.4%分别升至 5 月的 5.0%和 3.9%。作为实际通胀的领先指标，美国盈亏平衡通胀率（5 年期）从年初的 2.0%附近上行至 5 月的 2.57%（图 12）。

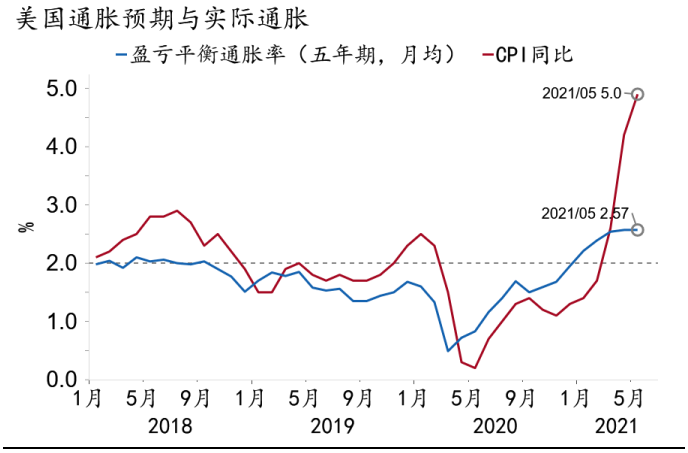
[5] Kustin, T., Harel, N., Finkel, U. et al., Evidence for increased breakthrough rates of SARS-CoV-2 variants of concern in BNT162b2-mRNA-vaccinated individuals. Nat Med (2021)
[6] Julia Stowe et al., Effectiveness of COVID-19 vaccines against hospital admission with the Delta (B.1.617.2) variant. Public Health England preprint 2021.6.14

图 11：大宗商品价格持续走高



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 12：美国通胀预期升幅低于实际通胀

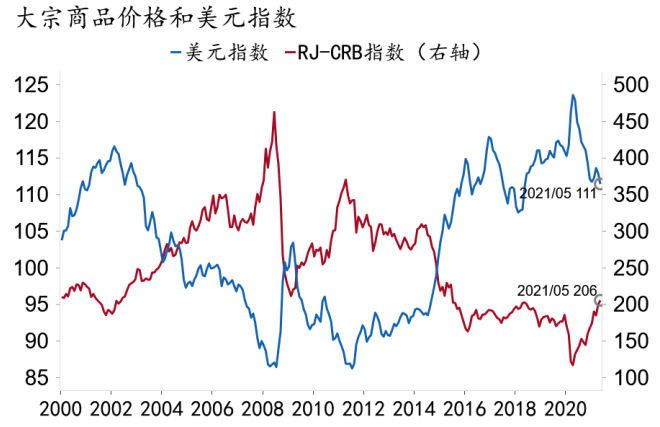


资料来源：Macrobond、招商银行研究院

本轮大宗商品的上涨与三大因素相关：一是全球经济复苏带动需求上升与疫情对生产国供给限制造成的供需错配；二是全球流动性充裕导致市场风险偏好升高，对大宗商品的投机需求上升；三是美元持续贬值通过汇率机制抬升大宗商品价格（图 13）。

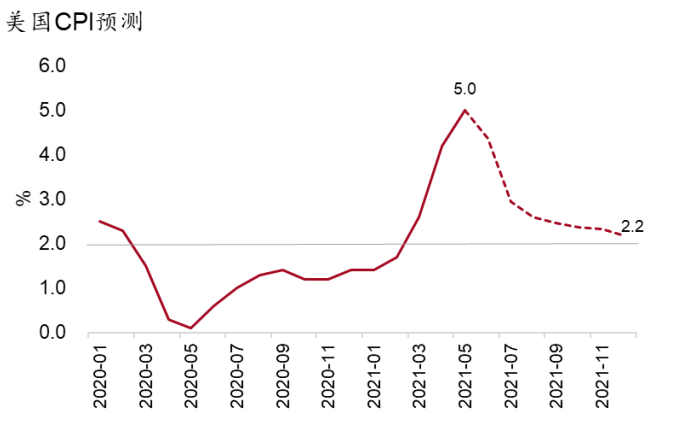
展望下半年，大宗商品价格可能继续保持高位，但增速将由于低基数效应消退而趋于回落。一方面，中美欧经济持续修复带动全球需求上升，但原油、铁矿石、铜等原材料生产受到疫情、政治等因素的扰动，供需缺口或进一步扩大[7]。另一方面，随着“疫苗复苏”加速，美联储最早将在三季度末释放缩减 QE 的信号，导致全球流动性收紧，抑制对大宗商品的投机需求，并推动美元由弱转强，对大宗商品价格的拉动作用由正转负。

图 13：大宗商品价格与美元指数负相关



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 14：美国 CPI 同比“前高后低”



资料来源：Wind、招商银行研究院

下半年美国 CPI 通胀的冲击因素将逐渐消退，全年同比增速将呈“前高后低”的走势（图 14），但中枢仍将大幅攀升至 3%左右。美国 CPI 同比增速下行，一方面受大宗商品价格同比回落的影响，另一方面则由于美国财政对居民部门的补贴“退坡”。此轮失业补助在 9 月到期后，美国居民可支配收入增速将趋于回落。美联储主席鲍威尔在各种场合反复强调，美国通胀是“暂时性”而非“持久性”。

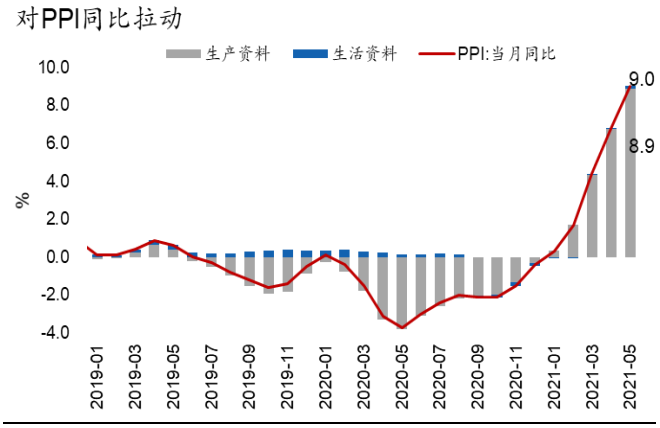
[7] 原油方面，6 月 OPEC+维持了 4 月份的增产协议，6-7 月原油供给量将边际上升，但整体仍大约分别减产 660 万桶/日和 580 万桶/日；铁矿石方面，中澳关系紧张以及巴西疫情将持续对供给端形成约束；铜方面，南美疫情、智利矿工罢工和秘鲁总统选举都将限制铜矿生产。作为全球最大的铜矿产地之一，秘鲁正值总统换届，而目前领先的候选人提议对铜矿销售征收重税；3 月智利国会批准了提高铜税的法案。若两国正式通过税收法案，将对全球铜矿供给形成更大的冲击。

预计美国通胀全年走势呈倒 V 型，高点在 5 月份，三、四季度回落至 2%上方。领先指标也印证了这一趋势特征。原油价格一般领先 CPI 同比 1-2 个月左右，而 WTI 原油价格同比已经在 4 月见顶回落。此外，4-5 月美国盈亏平衡通胀率稳定在 2.6%附近，日频数据呈现出下行趋势。

对于我国来说，美国再通胀的“溢出效应”更多的体现在 PPI 上，对 CPI 的影响较小。究其原因，我国 PPI 的主要构成是生产资料价格（图 15），而大宗商品价格与生产资料价格之间有较好的领先-滞后关系。大宗商品价格上行将形成“输入型通胀”，拉动 PPI 持续上行。今年 1-5 月国内需求较为稳定，并不存在拉升 PPI 同比大幅上升的动力。大宗商品价格上涨形成的成本型推动是拉动 PPI 同比大幅上升的主要原因，特别是原油、铁矿石、铜等进口依赖度较高的原材料。叠加低基数效应，PPI 迅速由负转正，并于 5 月飙升至 9%。

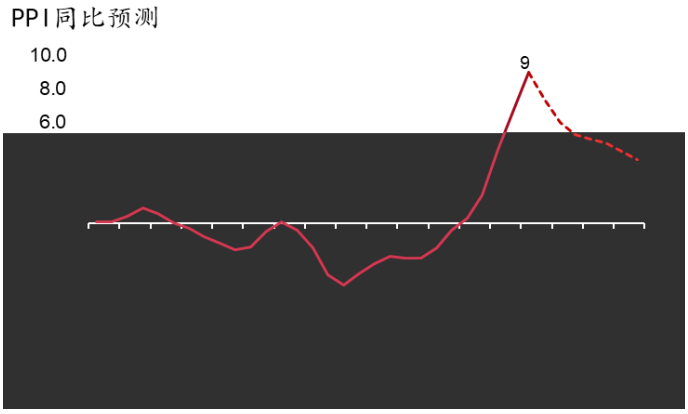
下半年在低基数效应消退后，我国 PPI 同比将明显低于二季度，全年整体“前高后低”，中枢将处于 4.9%附近（图 16）。一方面，国内需求总体仍然温和，基建平稳增长，制造业动能边际增强但整体仍较为疲弱，房地产动能边际减弱，对 PPI 支撑力较弱；另一方面，虽然进口依赖度较大的原材料在供需缺口扩大的支撑下将继续上升，但受基数影响同比将较二季度大幅下降，尤其是原油，对 PPI 同比的推动边际下降。

图 15：生产资料拉动整体 PPI 向上



资料来源：Wind、招商银行研究院

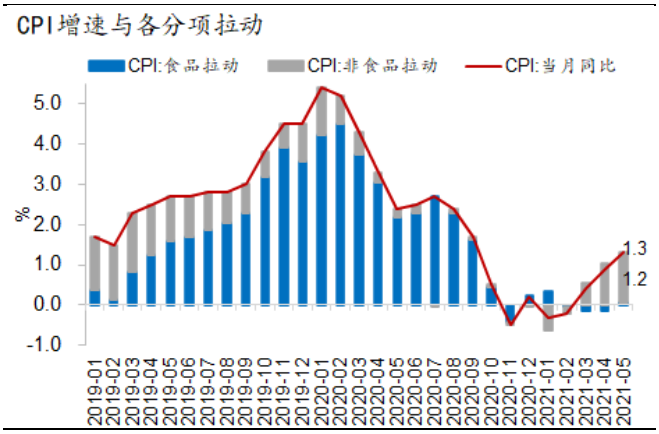
图 16：下半年 PPI 同比增速将趋于回落



资料来源：Wind、招商银行研究院

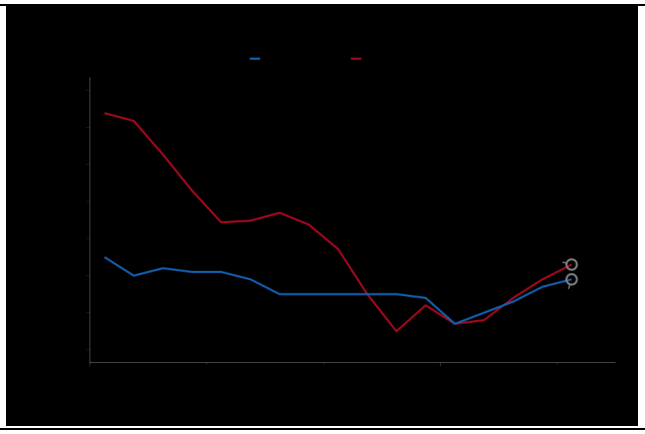
而大宗商品对我国 CPI 的影响有限。年初以来，我国 CPI 的主要驱动力由往年的食品转化为非食品（图 17）。服务性消费的修复驱动核心 CPI 同比平稳上行（图 18）。虽然原油等大宗商品价格的上行导致交通工具用燃料和水电燃料分项价格上涨，但生猪供给量增加导致猪肉价格大幅下跌，使得 CPI 同比仍处于较低水平。

图 17：CPI 通胀由食品转为非食品驱动



资料来源：Wind、招商银行研究院

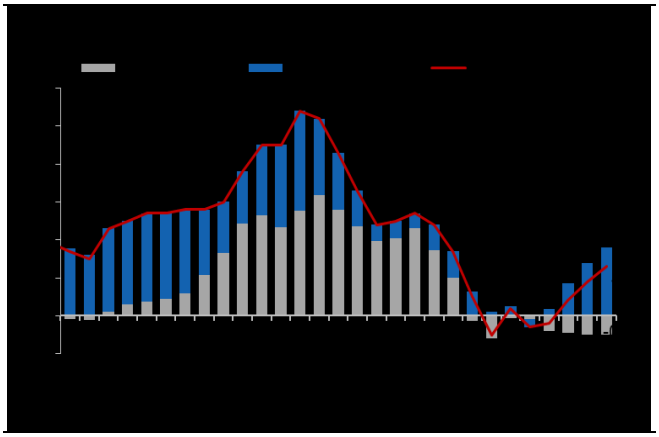
图 18：核心 CPI 回升



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

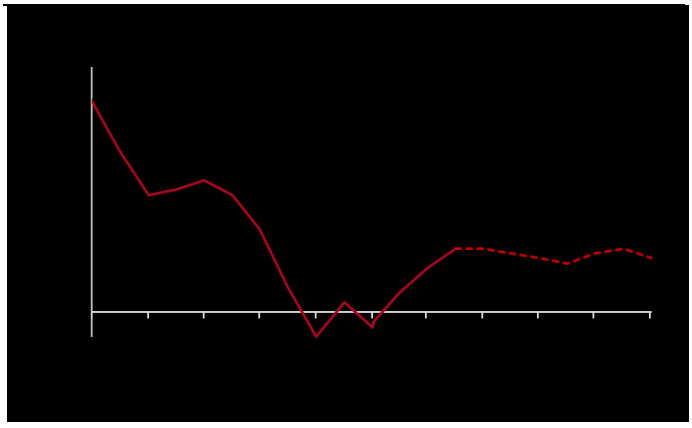
在猪肉价格持续下行以及消费修复缓慢的影响下（图 19），我国 CPI 同比将呈类“M 型”的走势（图 20），全年中枢将处在 1.2%附近，远低于 3%的政策目标。近年来我国 PPI 向 CPI 传导途径主要为“生产资料价格-生活资料价格-CPI”。目前来看，虽然上游工业品价格对下游产品价格的传导效应依旧存在，但其影响力逐渐递减。在今年生产资料价格大幅上升的情况下，生活资料价格同比仍然较为平稳，主要源于下游行业竞争充分。加之终端消费持续制约价格传导效力，PPI 上涨对 CPI 的影响有限。

图 19：猪肉价格对 CPI 上行形成拖累



资料来源：Wind、招商银行研究院

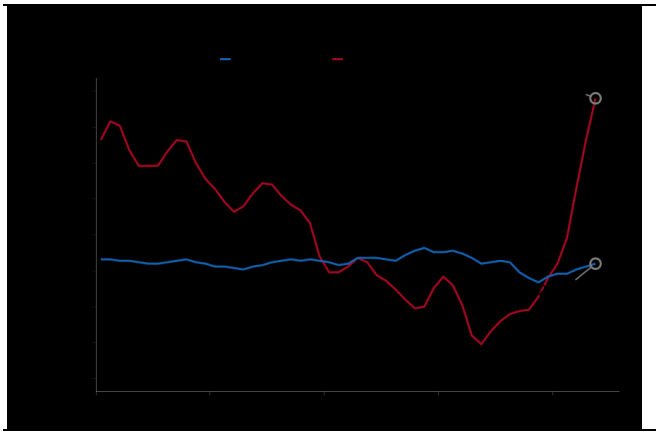
图 20：中国 CPI 同比将呈类“M 型”走势



资料来源：Wind、招商银行研究院

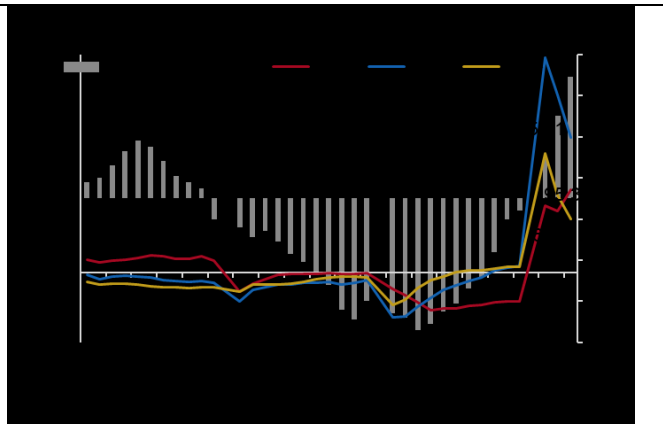
整体来看，在我国供大于求的经济基本面和精准调控的宏观政策支持下，我国物价将呈现温和上涨的状态，PPI-CPI 剪刀差将逐步收窄。年初至今，PPI 快速上升导致 PPI-CPI 剪刀差迅速扩大，上中下游企业利润出现了分化。其中，上游企业利润同比保持强劲增长，中下游企业利润增速开始回落。这是因为本轮 PPI 上行主要源于原材料价格的上涨（图 21），带动上游采掘业和原材料工业企业利润上行，但中下游企业利润增速受到成本上升和终端需求疲弱的拖累所有回落。下半年随着原材料价格同比下降以及终端需求进一步修复，PPI-CPI 剪刀差将逐步收窄，中下游企业利润受到的压力将边际缓解（图 22）。

图 21：生产资料驱动 PPI 同比上行



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 22：中下游企业利润受到挤压

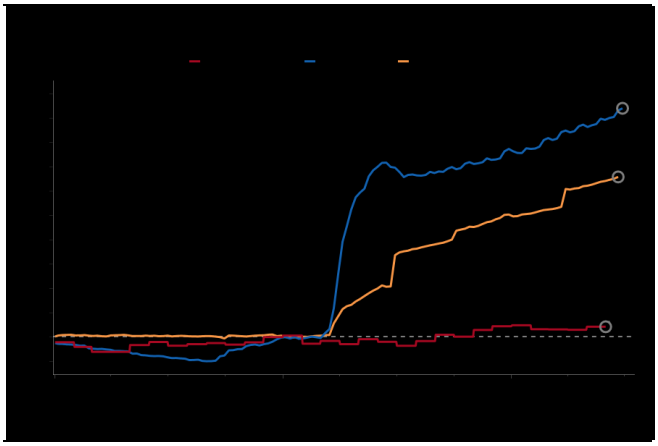


资料来源：Wind、招商银行研究院

（三）政策回归：宽松退潮

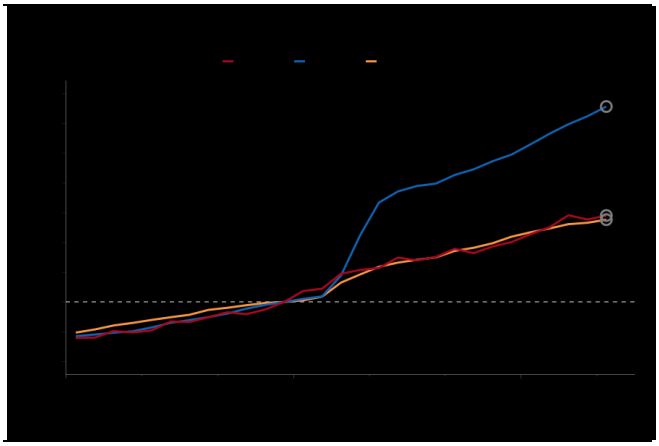
随着“疫苗复苏”加速，疫情冲击下全球超宽松宏观政策的潮水将逐渐退去。从节奏上看，我国宏观政策正常化的步伐大幅领先美欧等发达经济体。去年中以来，得益于有效的疫情防控，我国宏观政策开始向中性回归，但美欧仍未摆脱疫情困扰，宏观政策持续发力。今年以来，美国宏观刺激继续发力叠加疫苗接种领先上行，经济复苏势头明确，政策拐点隐现。欧洲经济复苏进程晚于美国，政策转向也相对滞后。

图 23：疫情爆发后美联储资产扩张近两倍



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 24：主要经济体广义货币供给大幅扩张



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

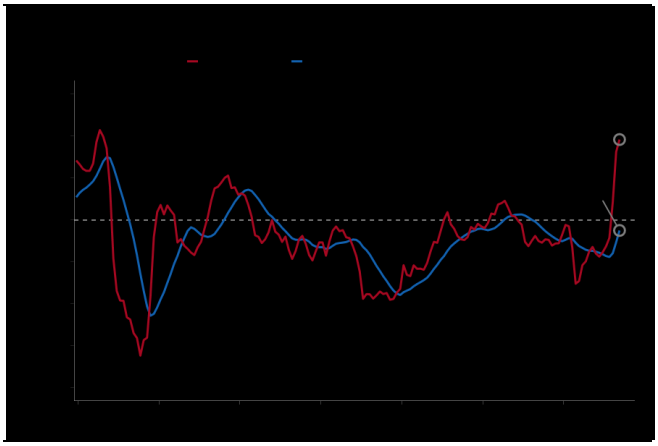
1. 货币政策：潮起潮落

疫情爆发后，美联储以前所未有的速度和力度进行响应，在两周内迅速降息 150bp 至零利率区间。常规利率空间耗尽后，美联储不得不打开非常规工具箱，进入“无限量资产购买”模式。超宽松货币政策一方面为市场补充了流动性，提振了市场信心，另一方面使美联储资产负债表急剧膨胀，目前规模已达 8.1 万亿美元，接近疫前的近两倍（图 23）。相较美联储，疫前已步入负利率的欧央行选择相对有限，刺激方式以数量型操作为主，如设立疫情紧急购买计划（PEPP），加大资产购买计划（APP）力度等。欧央行资产规模目前也已扩张了 66%，达到 7.7 万亿欧元。美欧 M2 较 2019 年底分别增加了 32.9%和 13.8%（图 24）。值得注意的是，量化宽松等非常规工具模糊了货币政策

与财政政策的边界。央行资产购买的主要标的是国债，这意味着央行为财政刺激背书，并通过压降利率为财政融资降低成本。

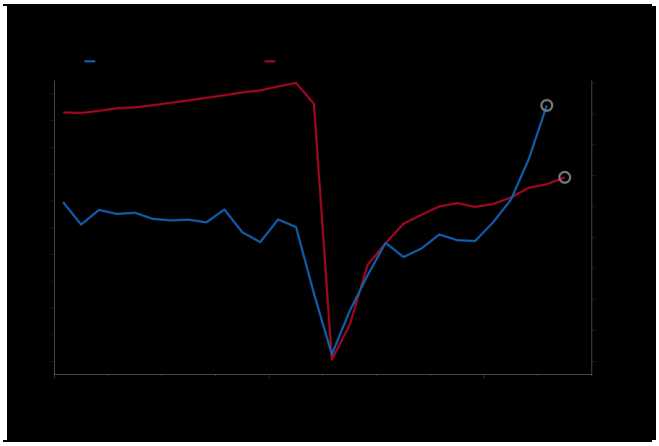
随着美国经济加速修复，市场对美联储收紧货币政策的预期逐步加强。6 月议息会议上，美联储发出了货币政策转向的明确信号。但从美联储的"双重目标"看，在就业和通胀分化的走势之下，美联储开启缩减购债（taper）和加息的时点及路径仍然存在较大不确定性。美国通胀率 3 月以来持续打破预期快速攀升（图 25），而非农就业数据却与需求背离，连续两个月不及预期（图 26）。

图 25：次贷危机后美国通胀率长期低于 2%目标



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 26：近期美国劳动力市场供需缺口扩大



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

通胀方面，去年 8 月美联储引入"平均通胀目标制"后，对通胀上行的容忍度大幅提高，着力为就业修复创造条件。次贷危机后，作为美联储主要通胀指标的 PCE 通胀常年低于 2%。新货币政策框架下，美联储将允许通胀运行在 2%目标上方一段时间，以回补以往较低的通胀水平。但 5 月 PCE 的 12 个月移动平均值已逼近 2%，随后 6 月议息会议上美联储将今年末的 PCE 同比增速大幅上调了 1pct 至 3.4%，预测区间也扩大了 0.4pct，表明美联储内部分歧加大，三季度仍存在进一步调整预测的可能。鲍威尔承认美国通胀的幅度和时长可能超出预期，并表示如果物价水平持续大幅增长，美联储将作出反应。受通胀陡峭上行影响，美联储开始初步讨论缩减购债。点阵图显示的预期加息时点也从 2024 年之后提前至 2023 年。支持在 2022 年加息的票委已达 7 人，距离半数仅差 2 人。

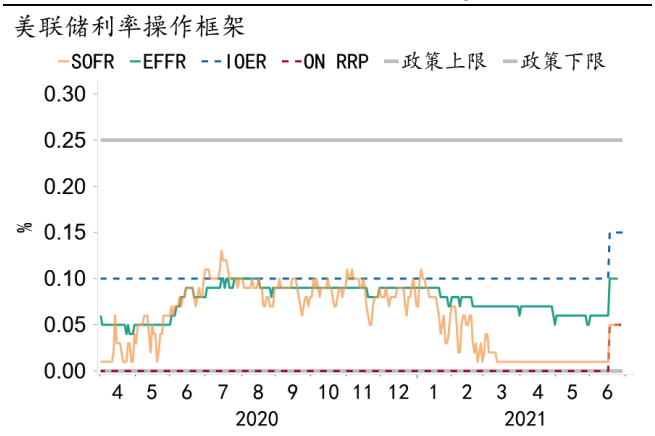
就业方面，由于供给端受到约束，美国新增非农就业连续不及预期。尽管总体非农就业低于疫前 760 万人，仍占疫情爆发后失业峰值的 34%，但财政补贴、照顾孩子以及疫情造成的就业结构变化等因素给美国就业市场造成了极大摩擦。随着美国"疫苗复苏"加速，就业市场供给端的制约因素有望逐步缓释，预计非农就业将在三季度出现实质性改善，增速触及年内高点（约 100 万/月），总人数有望在明年底前基本恢复至疫前水平。

观察美联储近期的动作，结合次贷危机后的退出经验，美国货币政策转向的路线图逐步清晰，可视为三步曲：

第一步是对流动性进行管控/回收。6 月议息会议后，美联储宣布将其两大管制利率（administered rates）：超储利率（IOER）和隔夜逆回购利率（ON RRP）分别上调 5bp（图 27）。尽管鲍威尔表示这只是一次"技术调整"，但实际目的在于收紧泛滥的短端流动性。4 月以来，隔夜逆回购工具用量大幅上升，目前余额已经达到创纪录的 1.06 万亿美元（图 28）；有效联邦基金

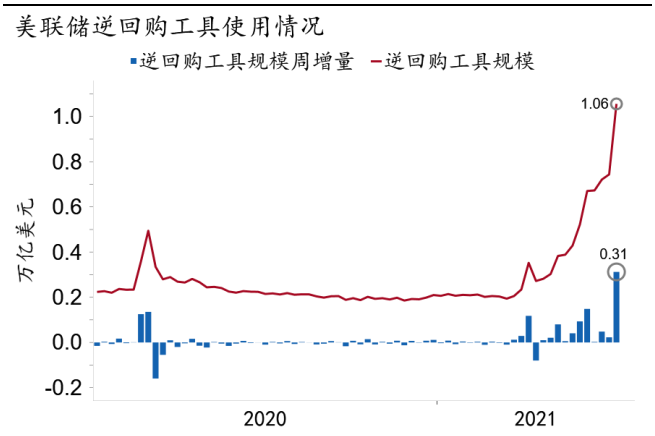
利率（EFFR）和担保隔夜融资利率（SOFR）一度跌落至 0.05%和 0.01%。提升 IOER 和 ON RRP 利率一方面可以在不提前缩减购债的情况下“收水”流动性，另一方面也将增加 EFFR 和 SOFR 等短端利率距离政策利率区间下限的缓冲垫，目前 EFFR 和 SOFR 已经分别稳定在 0.1%和 0.05%。

图 27：美联储提升两大管制利率 5bp



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

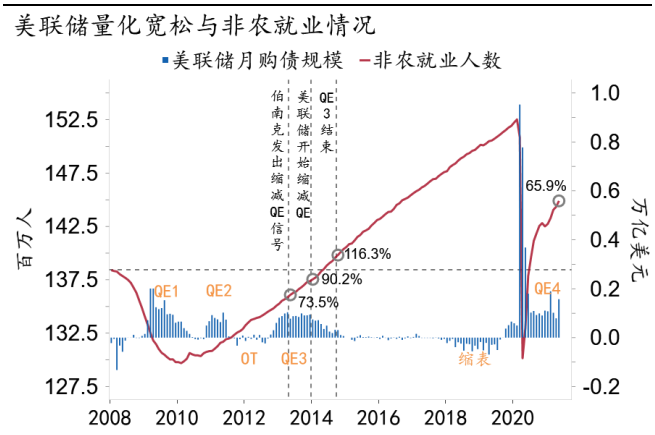
图 28：美联储隔夜逆回购工具用量创历史记录



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

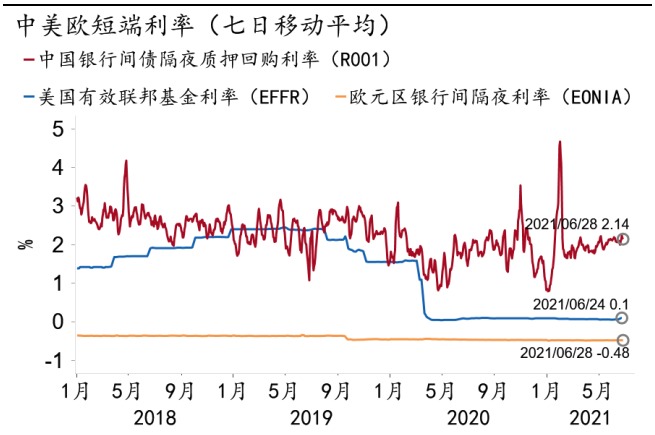
第二步是开始缩减购债并最终停止量化宽松。次贷危机时期，以非农就业谷底与危机前的差为基准，美联储在就业修复进度达到 73.5%的水平时明确了缩表计划（图 29），并在半年后开始实施，彼时修复进度达 90.2%。若以此为参考，把近三个月新增非农就业人数的均值（54 万）简单外推，则今年 8 月和明年 3 月美国就业市场将修复至 73.5%和 90%的水平。值得注意的是，新冠疫情造成了美国约 2,200 万的就业损失，冲击幅度是次贷危机时期的两倍，因此同样的修复程度下失业人数的绝对值也约为次贷危机时的两倍。但“疫苗复苏”加速后，美国就业市场的修复速度也将大幅高于次贷危机时期。**综合来看，美联储预计最早将在今年 9 月发出缩减购债指引[8]，明年开始实质缩减并在年底前结束量化宽松，为加息做好准备。**

图 29：次贷危机关键政策节点与就业恢复程度



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 30：中国常规货币政策仍有空间



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

[8] 退出 MBS 购买的节奏有可能快于国债。

第三步是开启加息。美联储加息的时点及路径仍然存在较大不确定性。美联储可能选择“慢启动，快提速”的策略：即较晚步入加息通道，以便就业完成“广泛而包容”的修复，之后再快速提升利率以抑制通胀。目前点阵图隐含了美联储 2023 年加息 2-3 次的预期。

欧洲方面，由于欧元区“疫苗复苏”加速的时点滞后美国一个季度，考虑到欧元区各国复苏进程存在差异，欧央行货币政策转向的时点也将晚于美联储一到两个季度。今年年底前 PEPP 是否再度延期将成为市场的主要关注点。

由于疫情控制得力，我国经济受到的负面冲击明显小于西方发达国家，宏观刺激力度也相应更低。去年上半年，为应对突如其来的疫情冲击，我国货币政策处于适度宽松区间。价格上，疫情爆发后各期限主要政策利率仅合计下移 30bp，常规货币政策空间仍然充足（图 30）；数量上，截至去年末，我国央行资产负债表仅较 2019 年末增长 4.5%，扩表幅度远低于美欧。

值得注意的是，由于我国主要货币政策工具与美欧国家存在差异，简单以央行资产负债表的扩张幅度衡量，将明显低估我国货币政策的积极程度。例如，我国央行降准后，释放超额准备金，商业银行若将其用于信贷投放，将形成货币扩张，但央行资产负债表却将相应收缩。观察广义货币供给的变化，截至今年 5 月末，我国的 M2 较疫情前（2019 年末）增长 14.6%，低于美国的 32.9%，但高于欧洲的 13.8%，表明我国货币政策的积极程度并不低，发挥了“稳增长”的重要作用。

不同于美欧采取的非常规货币政策，由于空间充足，我国货币政策以常规政策为主，且总量上较为温和，主要通过结构性政策发力。疫情爆发后，普惠降准、定向降准、再贷款再贴现等结构性政策连续落地，一方面支持防疫抗疫相关企业，另一方面支持民营小微企业、制造业等领域。同时，央行于去年中创设两项直达实体工具，且考虑到疫后小微企业修复较缓，这一政策已进一步延期至今年底，有助于缓释不良密集暴露的潜在风险。

由于我国经济复苏领先全球，货币政策回归中性的起点也大幅领先美欧，提前量超过一年。去年中以来，经济稳步修复叠加防范资金空转套利的考量下，我国货币政策开始回归中性；但彼时美欧疫情仍在快速蔓延，政策持续处于超宽松状态。今年以来，我国货币政策延续了回归中性的基调，但考虑到前期政策刺激力度相对较小，政策“转弯”的力度和节奏亦相对平稳。展望下半年，我国货币政策重心将放在“调结构”和“防风险”，同时保留相机抉择空间。若经济超预期下行，货币政策也将“稳增长”发力。

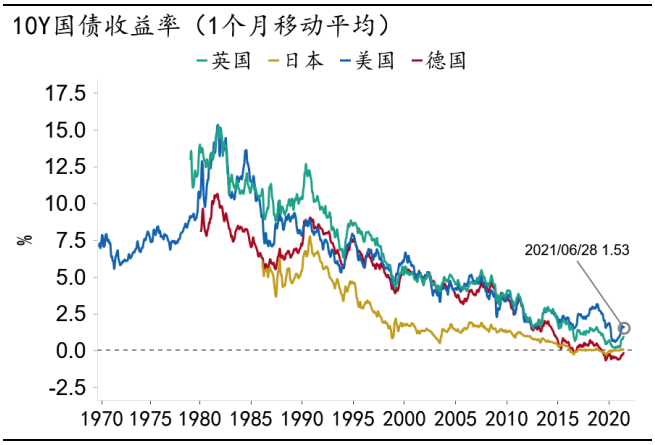
未来我国货币政策仍将“以我为主”，受美联储货币政策边际转向的影响有限。美联储已降息至“零下限”，而我国仍然具备充足的常规货币政策空间，将更多关注国内的经济增长与通胀水平。

2. 财政政策：云舒云卷

由于海外主要经济体货币政策空间已极为有限，财政政策开始占据主导地位。一方面，低利率环境下（图 31），货币政策空间受限，而债务付息成本大幅下降，财政政策空间相应上升；另一方面，由于新冠疫情及防疫政策对供给端的冲击更大，财政政策可直接纾困企业和居民，相较货币政策的针对性更强也更为有效。各国均出台了大规模的财政刺激计划，公共部门杠杆率大幅攀升（图 32）。

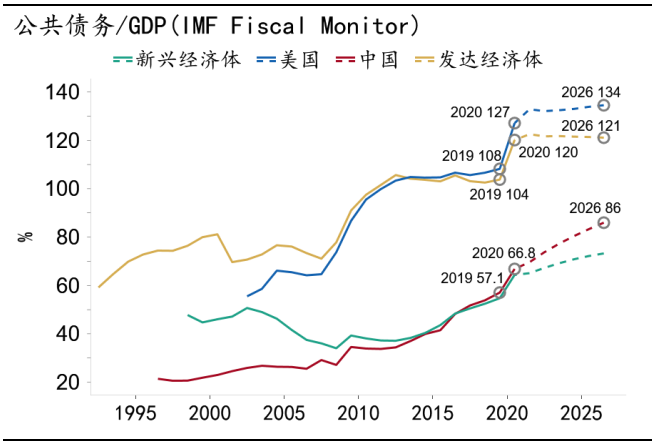
疫情爆发后，美国推出了五轮共计 5.8 万亿美元的财政刺激，占美国 GDP 的 27.7%。其中对居民和企业的补助是重中之重，分别占总规模的约四成和五成。今年落地的两轮财政刺激共 2.8 万亿美元，包括特朗普离任前推出的 9,000 亿方案和拜登上任后的 1.9 万亿美元的《美国救助计划》，旨在保障疫情冲击下的美国经济持续复苏。其中大部分项目将在今年 10 月前到期，对总需求的拉动有望持续至年底，但效果将逐渐衰减。随着美国"疫苗复苏"加速，拜登政府下阶段的政策重点将从应对疫情冲击转为聚焦经济的中长期发展。未来拜登计划推出"财政刺激三部曲"的后两部（图 33）：一是聚焦基建的《美国就业计划》，将分 5 年支出 1 万亿美元，其中新增部分为 5,790 亿美元；二是聚焦社保的《美国家庭计划》，将分 10 年支出 1.8 万亿美元。

图 31：全球利率水平趋势性走低



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 32：疫情爆发后全球政府杠杆率大幅跳升



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

由于在规模和支付方式上存在分歧，两个法案同时获得跨党派支持的可能性较低。民主党的策略是在基建法案上让步以获得两党支持，同时通过预算调节（budget reconciliation）[9]程序强行推动社保法案。目前拜登已放弃将加税计划与基建法案绑定，并与共和党就法案框架取得了初步共识。而规模更大的社保法案料遇到更强阻力，大概率将与拜登的首个财政刺激方案一样，只能以预算调节的方式通过。这两项长期财政刺激计划或将在今年年底前落地，总规模目前为 2.8 万亿美元，但在两党持续博弈下变数仍存。

总体上看，美国出台的天量财政刺激，为美国经济提供了有力保障，但同时也埋下了隐患。一方面，财政刺激对经济有着显著的正外部性。政府杠杆率大幅上升很大程度上帮助企业和居民部门缓解了资产负债表压力，为重启后经济的迅速复苏提供了保障。另一方面，在财政刺激效果逐渐衰减的同时负面效果也有所显现，近期失业补贴对劳动力供给的抑制即是一个例子。更重要的是，天量财政刺激蕴含着巨大的长期尾部风险。当前美国政府杠杆率较国会预算办公室（CBO）疫前的测算提前十年达到 100%，预计到 2051 年仅付息成本将占当年 GDP 的 8.6%。沉重的债务负担将对美联储独立性造成不利影响，货币政策面临两难：未来随着经济复苏，若不加息通胀可能失控；但利率水平上升将进一步加重美国的债务负担，对美国财政可持续性和金融稳定构成威胁[10]。

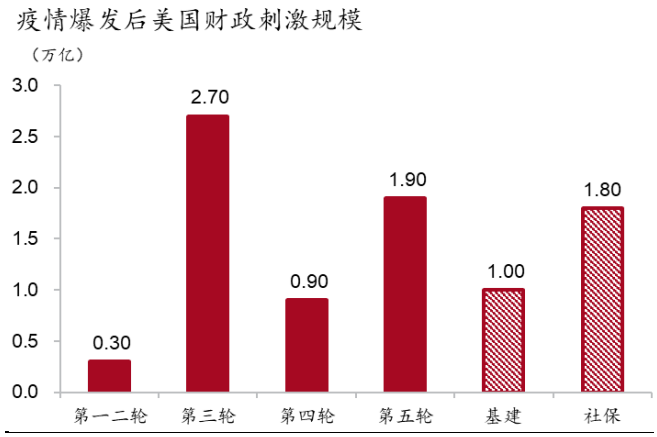
前瞻地看，拜登下阶段的财政刺激仍将持续助力经济发展，但效果相对有限。按当前规模（1 万亿/5 年+1.8 万亿/10 年）测算，基建与社保法案每年将为美国经济带来约 3,800 亿美元的直接贡

[9] 根据美国参议院的最新说明，参议院每年可动用两次预算调节程序，通过涉及当年和次年的财政预算法案。
[10] 若名义 GDP 增速 g 小于名义利率 i，则政府杠杆率将趋于收敛；若 g<i，则政府杠杆率趋于发散。

献。考虑美国 1.2 的财政乘数[11]，这两项计划每年对经济的总贡献约 4,560 亿，相当于 2020 年美国名义 GDP 的 2.2%。

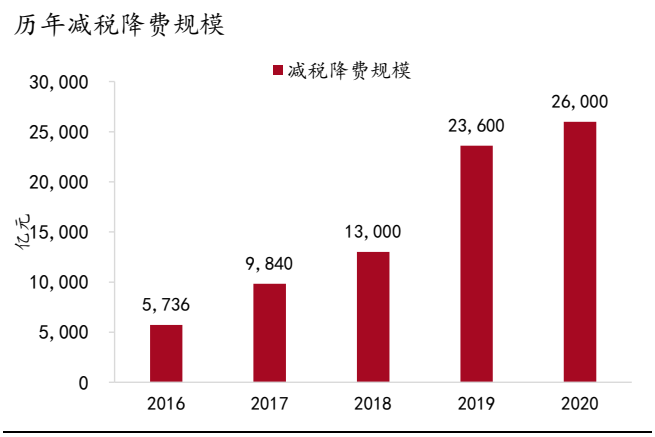
欧洲财政刺激的力度显著弱于美国。由于需要各成员国议会分别批准后单独申报，欧盟去年 7 月通过的 7,500 亿欧元"下一代欧盟"财政刺激计划仍未实际落地。该方案最主要的部分是复苏和韧性工具（Recovery and Resilience Facility），由 3,600 亿欧元的低息借款和 3,125 亿欧元的转移支付组成，预计将在今年三季度开始发放，2026 年左右结束。鉴于其复杂的政治结构和审批程序，中期内欧盟难以出台新的统一大规模刺激方案。

图 33：美国政府各轮财政刺激规模



资料来源：招商银行研究院

图 34：去年我国减税降费规模进一步上升



资料来源：Wind、招商银行研究院

得益于有效的疫情防控，我国的财政刺激力度显著低于西方国家。疫后我国积极的财政政策主要通过提高赤字率水平、地方政府专项债限额、发行特别国债、加大减税降费力度（图 34）、财政贴息、优化财政支出结构等举措，为经济修复提供了有力保障。但总体上我国政府部门加杠杆的力度仍显著弱于美欧；截至 2020 年末，我国政府部门杠杆率较 2019 年末增加 8.5pct 至 61.1%，增幅显著低于同期美国的 21.6pct 和欧洲的 14.1pct。

今年以来，美欧的财政政策仍聚焦于"稳增长"，我国财政政策重心则向"防风险"倾斜，边际收敛以保障政策的可持续性。面对财政收支"紧平衡"压力，今年我国财政政策的积极程度较去年有所减弱，财政赤字率与专项债额度均较去年下调，也未提减税降费的规模目标。同时，财政政策更聚焦于推动中长期改革。从财政政策的结构上看，发达国家特别是美国采取了"直升机撒钱"模式，直接作用于居民收入和消费；我国的政策则主要作用于企业和政府部门，对 GDP 的拉动作用主要体现在投资上。

展望下半年，我国财政存在着显著的后置特征，意味着财政政策仍有较大发力空间。

财政后置一方面体现为政府债券发行的后置。1-5 月专项债发行进度由去年同期的 61.9%大幅下滑 39.5pct 至 22.4%，6-12 月仍有 5.4 万亿政府债券尚待发行，占全年计划的 74.9%，较去年同期增加 0.42 万亿（图 35）。上半年政府债券发行进度较慢的主要原因包括：一是去年结余的财政存款继续用于年初使用；二是在"稳增长压力较小的窗口期"，财政政策基调较为审慎；三是专项债穿透式监管工作的推进导致项目审核趋严。结合历史经验并考虑年初财政预算目标的约束，全年政

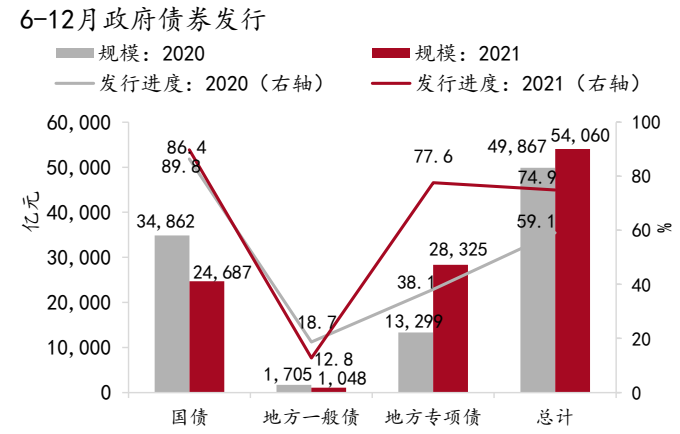
[11] Olivier Blanchard, In defense of concerns over the $1.9 trillion relief plan. Peterson Institute for International Economics, 2021.2.18.

府债券仍有望足额或接近足额完成发行。自 5 月中下旬以来，随着新项目逐步落地，地方债的发行速度已有所加快。

财政后置另一方面体现为财政支出的后置。中等口径下，今年 1-5 月财政支出的两年年均增速仅为 0.9%，为 2016 年以来最低水平，距离 7.5%的两年平均预算支出增速目标仍有较大差距。从支出进度看，1-5 月财政支出完成全年总预算支出的 32.3%，明显低于疫情前三年的均值水平 36.1%。下半年随着“稳增长”压力边际上升，财政支出增速也有望相应上升。

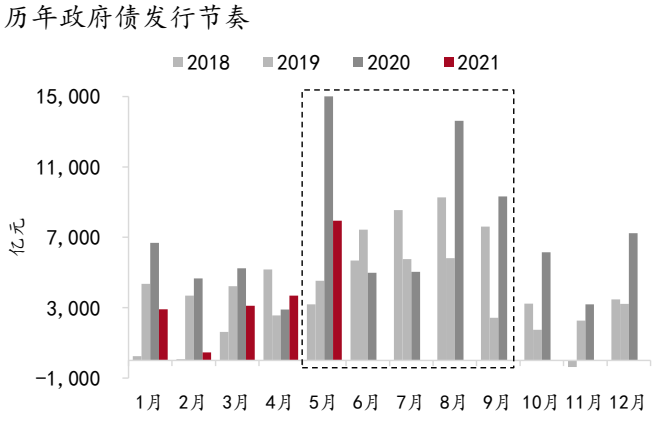
财政后置有望对经济形成一定支撑，亦将成为影响流动性的关键因素。对实体经济而言，下半年政府债券发行有望逐步提速，财政支出进度亦有望加快，以发挥稳投资、稳增长的关键作用。对广义流动性而言，下半年政府债券发行对社融的拉动作用将明显上升，也将通过银行自营债券投资渠道派生货币，对 M2 增速形成有力支撑。对银行间流动性而言，三季度资金面将受到政府债券发行高峰来临的扰动（图 36），四季度财政支出加快将带动资金面边际缓和。

图 35：6-12 月待发专项债数量显著超越去年同期



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 36：历史上政府债券发行高峰普遍在二、三季度



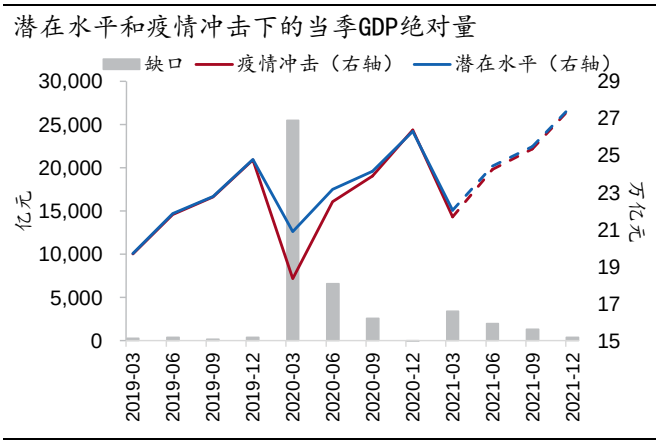
资料来源：Wind、招商银行研究院

二、中国经济：咬定青山不放松

从总量上看，下半年中国经济将持续修复，整体继续向潜在水平收敛。但由于局部地区疫情不断出现，导致经济内生增长动力恢复受到制约，因此，我们将全年 GDP 增速的预测较年初下调 0.2pct 至 8.6%（表 1）。我国 PMI 已连续 16 个月处于扩张区间，6 月制造业采购经理人指数和非制造业商务活动指数分别为 50.9%和 53.5%，仍呈现出较高景气度。然而，常态化的疫情防控仍将对经济复苏形成一定约束，使得经济活动难以出现报复性反弹。疫情冲击在经济总量上造成的缺口在下半年或仍将存在，但实际 GDP 与其潜在水平之间的差距将持续收窄（图 37）。

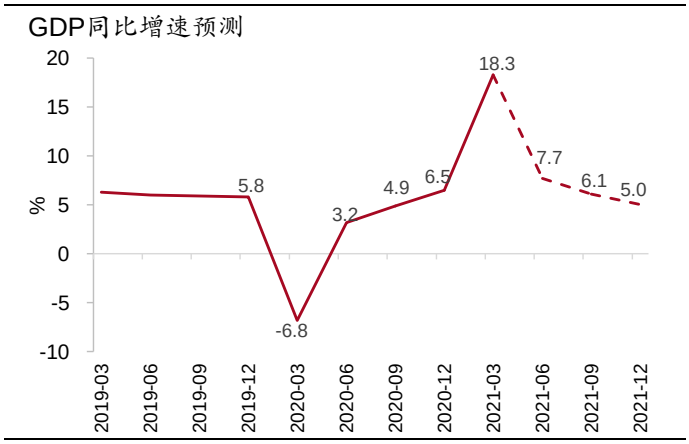
从节奏上看，我国经济复苏的动能将在二季度达到高点，下半年逐季回落。一季度我国 GDP 同比增长 18.3%，季调环比增速为 0.6%，低于去年四季度的 3.2%，主要源于春节前疫情局部爆发造成的负面扰动。3 月份以来，出口持续超预期增长和房地产投资强劲韧性将支撑二季度 GDP 环比增速上升，但难以超过去年四季度。下半年，随着内外需总体边际趋弱，叠加基数效应的作用，GDP 同比增速将逐季回落（图 38）。

图 37：实际 GDP 与潜在水平的缺口逐季缩小



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 38：预计下半年 GDP 增速将逐季放缓



资料来源：Wind，招商银行研究院

（一）进出口：景气下行

上半年我国出口超预期增长，很大程度上受到疫情冲击下全球经济供需失衡的支撑。一方面，主要发达经济体在经济复苏和政策刺激的双重作用下需求持续扩张，但生产仍受疫情扰动修复相对较弱（图 39），使得我国出口的“替代效应”在今年上半年得以延续。另一方面，二季度印度和东南亚部分国家疫情恶化，导致部分制造业订单回流中国。从结构上看，疫情冲击下医疗器械和线上办公类商品外需仍然高增长，电子产品、汽车、家具家电等商品外需周期性上升。

展望下半年，与全球“疫苗复苏”的节奏对应，我国出口景气度有望在三季度维持强劲，在四季度边际下行，但受益于我国产业链完备的优势，整体仍有望保持韧性。出口面临的压力主要来自三方面：

表 1：2021 年中国经济预测

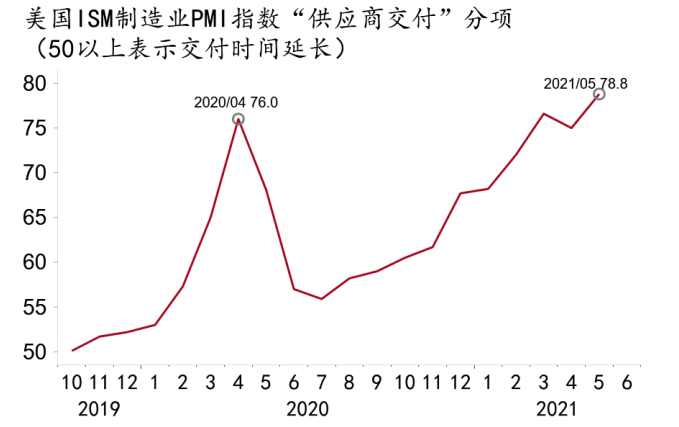
指标		2018	2019	2020	2021F
实际 GDP		6.7	6.1	2.3	**8.6**
社会消费品零售总额		9.0	8.0	-3.9	**14.5**
全社会固定资产投资		5.9	5.4	2.9	**5.9**
房地产投资		9.5	9.9	7.0	**8.4**
基建投资		1.8	3.3	3.4	**5.1**
制造业投资		9.5	3.1	-2.2	**4.5**
出口（以美元计）		9.9	0.5	3.6	**15.8**
进口（以美元计）		15.8	-2.7	-0.7	**24.1**
CPI（年度均值）		2.1	2.9	2.5	**1.2**
PPI（年度均值）		3.5	-0.3	-1.8	**4.9**
新口径社融		10.3	10.7	13.3	**10.5**
M2		8.1	8.7	10.1	**8.5**
人民币贷款		13.5	12.3	12.8	**11.5**
目标赤字率		2.6	2.8	3.6	**3.2**
新增地方政府专项债（万亿元）		1.35	2.15	3.75	**3.65**
降准预期	次数	4	3	3	**0**
	幅度（bp）	250	150	50	**0**
利率	1 年期基准存款	1.5	1.5	1.5	**1.5**
	1 年期基准贷款	4.35	4.35	4.35	**4.35**
	10 年期国债*	3.6	3.2	2.9	**3.2**
	1 年期 LPR:年末	-	4.15	3.85	**3.85**
	5 年期 LPR:年末	-	4.80	4.65	**4.65**
上证综指*		2,494	2,920	3,128	**3,550**
美元兑人民币*		6.6	6.9	6.9	**6.5**
伦敦金（美元/盎司）*		1,269	1,394	1,770	**1,700**

资料来源：Wind、招商银行研究院

注：以上经济指标除专门标注外，均为增速，单位为%；带*指标为年度均值。

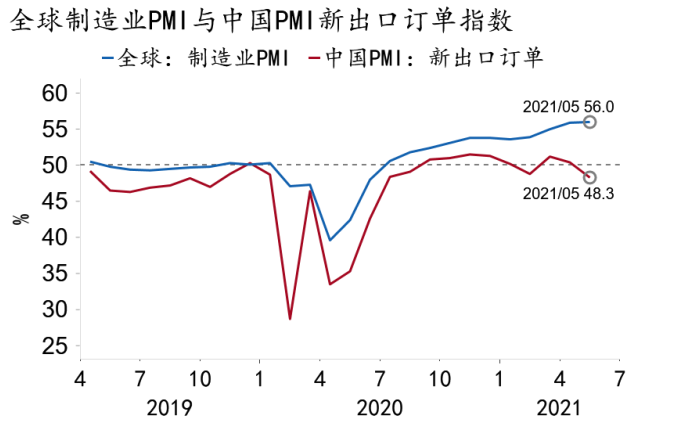
一是我国出口的“替代效应”将趋于减弱。随着发达国家疫苗覆盖率上升和刺激政策到期，就业市场加速修复、供给约束缓解，供需缺口将逐渐收敛（图 40）。同时，在对“中国依赖”的警觉之下，西方国家将继续推进产业转移，以降低对中国产业链的依赖，这将削弱我国出口的“替代效应”。此外，美国拜登政府不会轻易削减特朗普时期已有的对华关税，但很可能会降低对欧盟和亚太地区盟友的关税，形成间接对华加税的局面，影响我国出口企业的国际竞争力。

图 39：上半年海外供需缺口仍处高位



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 40：外需对中国出口需求边际减弱

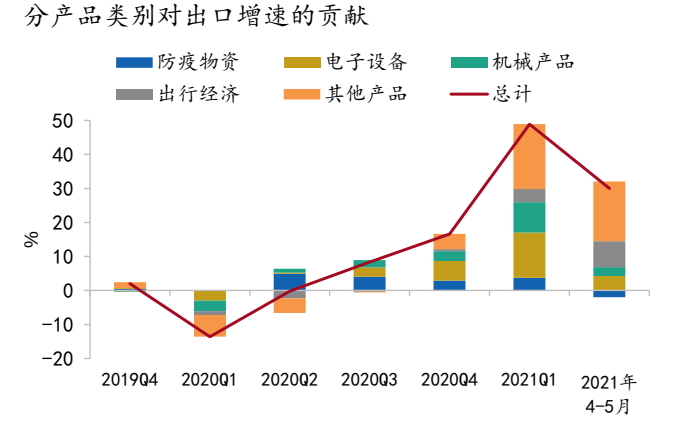


资料来源：Macrobond、招商银行研究院

二是与疫情冲击相关的需求脉冲将逐渐减弱。一方面，海外服务消费的回升将对商品消费形成一定替代，挤压商品贸易，由于服务是不可贸易品，此消彼长之间将削弱对商品贸易的需求。另一方面，疫情推升的对防疫物资和“宅经济”商品的临时性需求将大幅回落（图 41）。二季度以来我国与临时性需求相关的商品出口已不同程度地减弱，下半年这些商品对出口增速的拖累将逐渐加大。

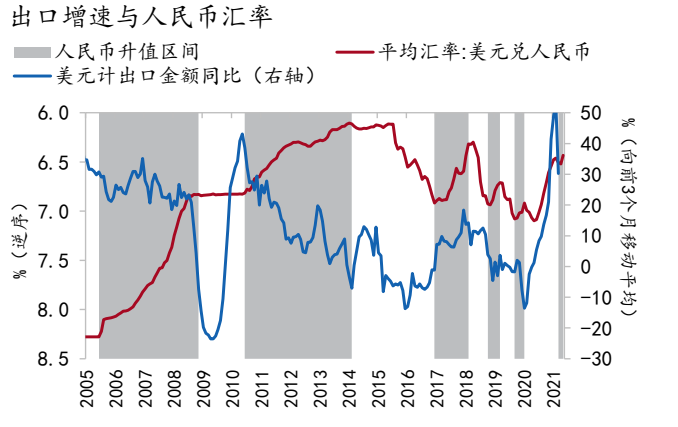
三是当前人民币汇率处于高位，预计会削弱后续出口商品的竞争力，对出口形成不利影响（图 42）。此外，5 月以来由于广东省的零星疫情，航运受阻、运力不足和运价飙升等因素可能会影响企业出口交货、挤压企业利润、降低接单意愿，对我国出口造成扰动（图 43）。

图 41：防疫物资和电子产品对出口贡献趋弱



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 42：人民币升值对后续出口增速造成下行压力



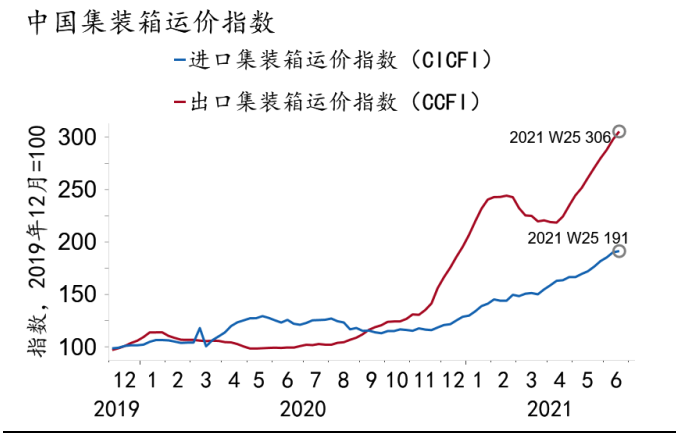
资料来源：Wind、招商银行研究院

另一方面，出口也受到一些因素的正向支撑，增速不会过快下行。一是海外需求总量有望继续扩张，对我国出口形成正向拉动。二是我国产业链完备，有利于应对外需的周期性需求。疫情后出行社交带动的服装鞋帽类商品需求、美国地产后周期带动的家具家电需求、以及全球电子产品迎来

的换机需求等，都与我国出口产品结构较为匹配，将持续对出口形成正向拉动。**三是东南亚等新兴市场国家生产受疫情扰动，我国出口可能对其形成替代。**当前越南和印度部分地区短期难以全面复工，国际旅行也难以恢复，对其接收出口订单以及接纳制造业产业转移造成了不利影响，增强了我国出口的“替代效应”。

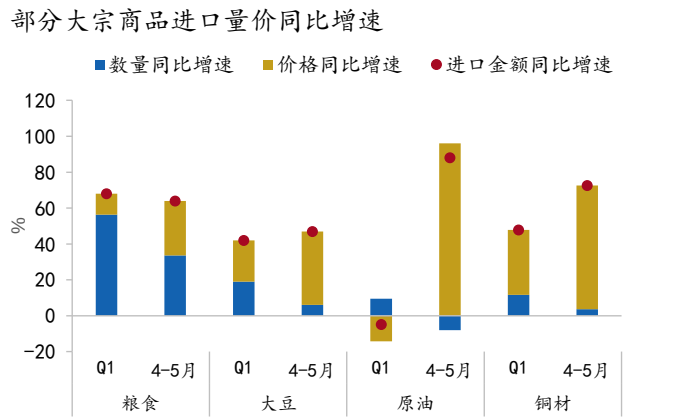
从节奏上看，出口景气度的拐点预计出现在四季度，原因在于发达国家“疫苗复苏”将自三季度开始加速。届时供需缺口将加速收敛、服务消费对商品消费的替代也将提速。此外，东南亚和印度等国也将在四季度全面复工复产，对我国出口形成竞争。

图 43：上半年出口集装箱运价指数大幅上涨



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 44：中国进口大宗商品数量增速边际放缓



资料来源：Wind、招商银行研究院

进口方面，今年上半年受全球大宗商品价格大幅上涨驱动，我国进口增速维持高位，但二季度以来主要大宗商品进口数量增速边际放缓。从价格上来看，截至今年 5 月末，全球大宗商品价格指数较去年底上涨了 25%，包括粮食、大豆、原油和金属类主要大宗商品进口额受价格上涨所主导，进口数量增速则边际下行（图 44）。预计下半年在内需支撑有限、企业利润承压的情况下，我国进口将延续价升量跌的态势。但是，考虑到我国将继续履行中美第一阶段经贸协议，预计下半年自美进口将继续对进口形成支撑。上半年我国提高了对部分农产品和能源类产品的进口配额，自美进口占主要份额，截至五月我国预计完成了今年协议规定目标总额的 28%。若下半年我国加速完成今年协议进口商品额，则全年自美进口总额同比增速或将达到 83%，约拉动我国进口总额 5.5pct。

预计国际旅行仍将较疫情前存在缺口，服务贸易进口回升有限，服务贸易逆差将较去年继续收窄。由于“疫苗复苏”推进迟缓，上半年以旅行为主的服务贸易顺差同比继续大幅收缩。下半年随着海外“疫苗复苏”推进，预计国际旅行将有显著改善，但由于疫苗失衡，国际旅行将难以完全恢复至疫情前水平。

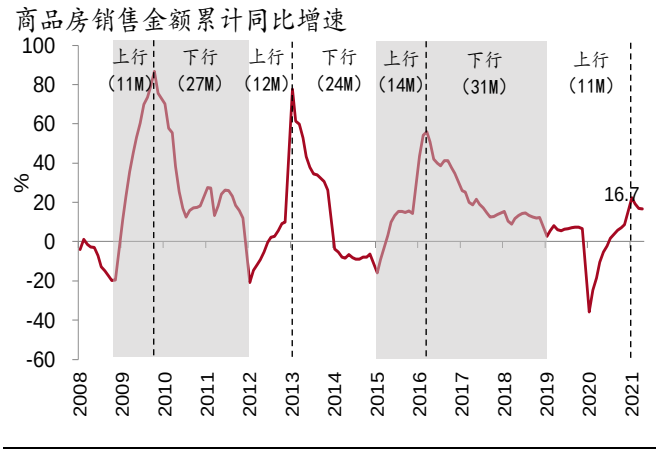
综合考虑以上影响，在 2020 年的低基数效应和海外供需缺口在三季度内持续的背景下，进出口有望在年内保持高增速，但出口景气度在四季度出现拐点，净出口较去年减少，对 GDP 形成负向拉动。以美元计，2021 年出口增速预计达到 15.8%，进口增速达到 24.1%，货物贸易差额同比缩窄 18.2%。

（二）投资：维持韧性，结构转换

1. 房地产：见顶回落

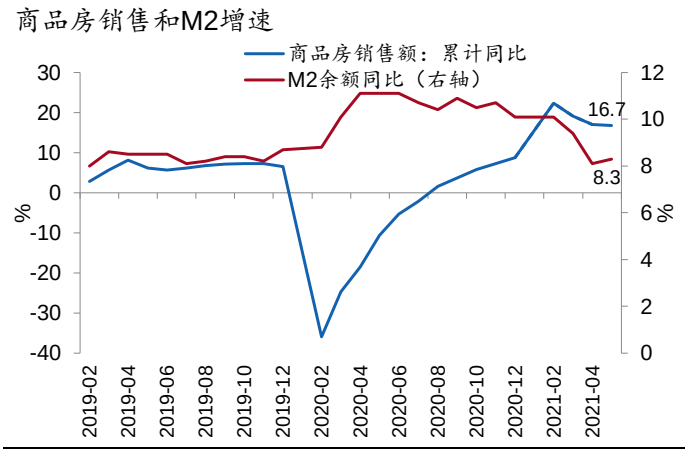
商品房销售增速已过“新周期”顶点。受新冠疫情剧烈冲击，去年 2 月商品房销售金额同比一度大跌 35.9%。去年 3 月后，受金融条件改善和低库存的支撑，商品房销售持续强劲反弹，新一轮周期逆势开启。今年 2 月，商品房销售面积和销售金额两年平均增速已达 11.0%和 22.3%，是上轮周期下行期均值的两倍（5.3%和 12.8%）。考虑到我国过去几轮房地产周期上行期平均持续 12 个月左右（图 45），叠加今年以来房地产调控高压态势明显，今年 2 月的商品房销售增速应为本轮周期高点。事实上，3 月后商品房销售增速持续回落。

图 45：商品房销售周期上行期约 12 个月



注：2021 年数据为各月两年平均增速
资料来源：Wind，招商银行研究院

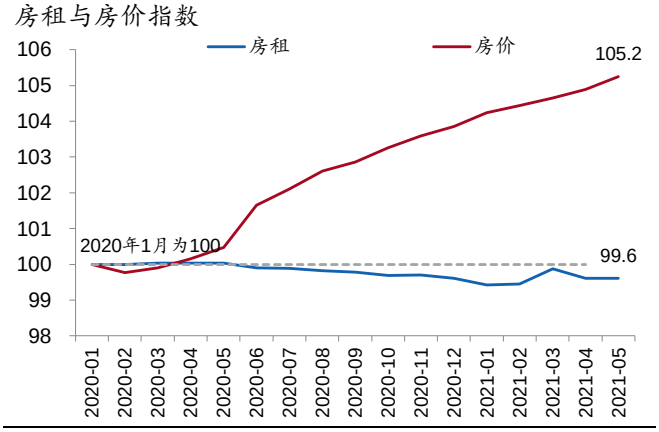
图 46：宽松货币政策支撑房地产销售增速



注：2021 年商品房销售额增速为各月两年平均增速
资料来源：Wind，招商银行研究院

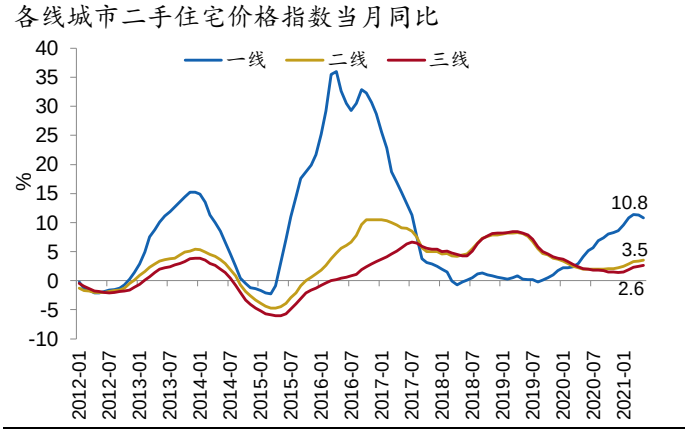
在宽松的货币政策和居民收入 K 型复苏之下，本轮房地产市场“金融属性”凸显，推动房地产价格持续上涨并分化（图 46）。一方面，高收入群体受疫情冲击小、更多受惠于宽松政策。在这部分群体投资需求的推动下，房价总体持续上行。2020 年百城住宅价格同比增长 3.4%，高于销售面积增速 0.8pct。另一方面，低收入群体就业和收入恢复相对缓慢，反映其居住需求的房租不升反降，仍然低于疫前水平（图 47）。从结构上看，一线与二三线城市房价增速的分化也部分折射出居民收入增长的分化（图 48）。

图 47：房租和房价出现明显分化



资料来源：Wind，招商银行研究院

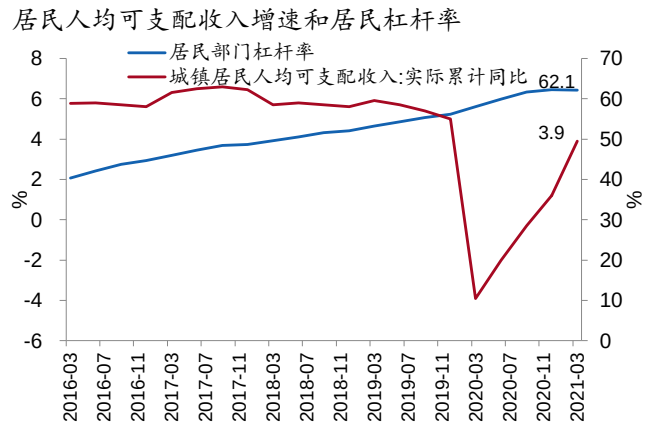
图 48：一线与二、三线城市二手房价增速分化



资料来源：Wind，招商银行研究院

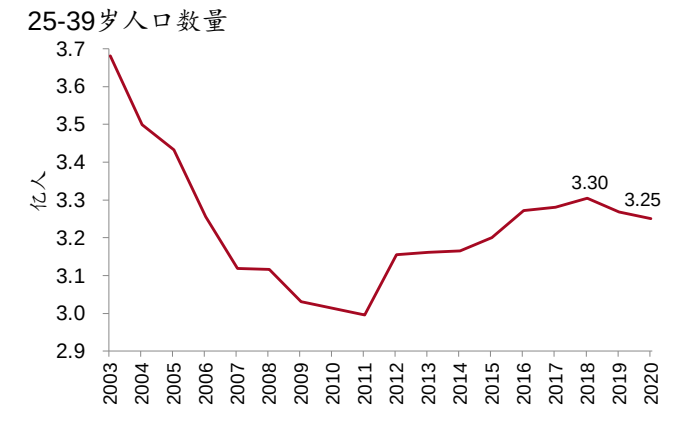
前瞻地看，商品房销售最快在四季度将由目前的“量价齐升”进入“量价齐稳”阶段。一方面，“房住不炒”基调下，各地限购限售、限价、限贷调控政策不断升级，叠加货币政策回归中性、广义流动性趋紧，抑制房地产金融投资需求。另一方面，居民收入 K 型复苏趋势未变，而居民杠杆率创下新高（图 49），叠加房价新一轮上涨，导致房价收入比上升，居民购房压力进一步加大。此外，长期来看，我国城镇化扩张速度放缓、适龄置业人口边际回落（图 50），决定了未来商品房销售增速中枢将趋势性下移。

图 49：居民杠杆率上升，但收入增速仍未完全恢复



注：2021 年城镇居民人均可支配收入增速为两年平均增速
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 50：适龄置业人口小幅回落

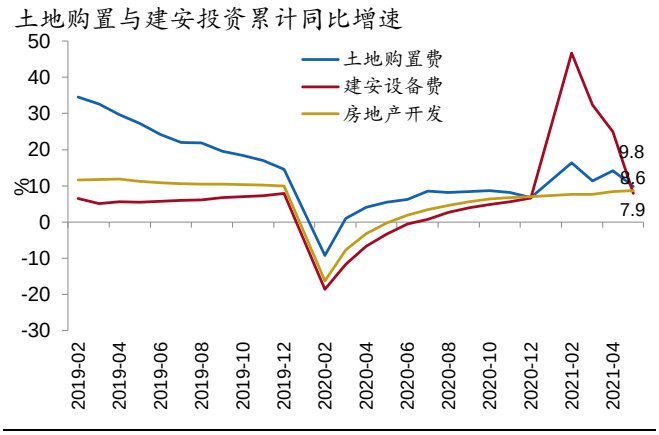


资料来源：Wind，招商银行研究院

投资方面，2020 年，减税降费叠加疫情冲击，使得地方财政对土地出让收入的依赖度大幅上升，对土地市场形成有力支撑。去年土地成交价款和土地购置费分别累计增长 17.4%和 6.7%。**去年下半年以来，房企为降杠杆而加速周转，驱动建安投资增速超过土地购置。**“三条红线”约束下，房企融资与杠杆水平挂钩，房企不得不加快建安投资和施工竣工，一旦商品房竣工交付，可由“预收账款”确认为“营业收入”，以降低资产负债率。1-5 月，房地产施工和竣工面积显著正增长，而新开工面积则处于收缩区间。建安投资拉动房地产投资同比增长 13pct，大幅超过土地购置费对房地产投资的拉动（5pct）。

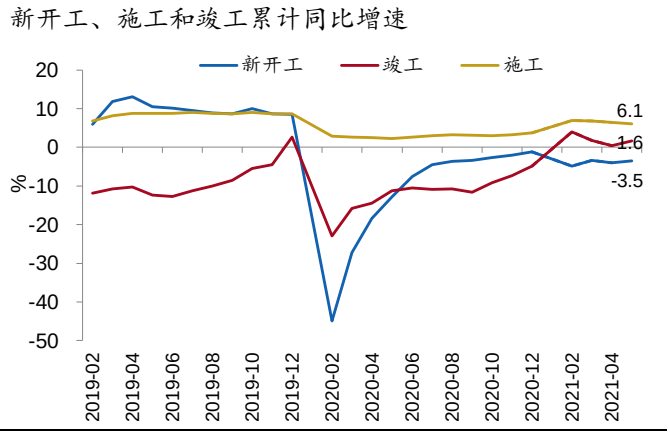
前瞻地看，房地产投资将在下半年维持韧性，基准情形下全年增速达到 8.4%。首先，土地购置仍将发挥“稳定器”作用。去年下半年以来的销售景气使得房企拿地冲动仍然强劲，住宅供地“两集中”政策实施以来，土地溢价率仍处于高位。其次，去年以来的高土地购置未来将加速向新开工和施工传导，从而对建安投资形成支撑（图 51）。房企的经营模式将由“多拿地、快开工、迟交付”的扩张模式向“低杠杆、快施工、高周转”的稳定模式转变（图 52）。但另一方面，土地出让收入划转至税务部门的新政，将打击部分地区城投企业非市场化拿地行为，进而平抑土地溢价率；住宅供地“两集中”和房地产贷款“集中度”政策效果预计也将在下半年逐步显现。这些新政将从土地和资金供给上对房地产投资增长形成制约。在此背景下，部分高杠杆房企的违约风险将上升。

图 51：建安投资增速超过土地购置费



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 52：施工和竣工增速高于新开工

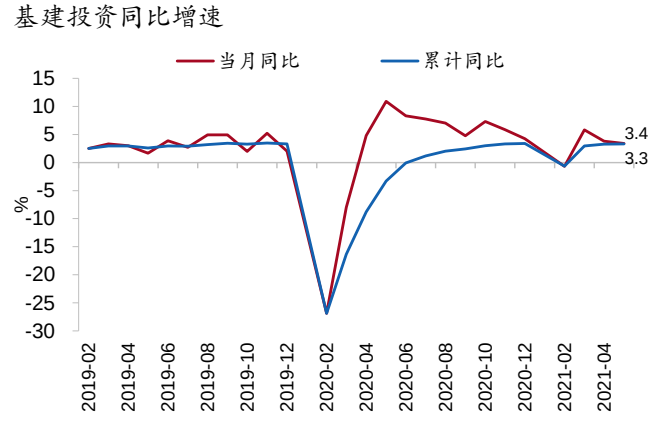


注：2021 年数据为各月两年平均增速
资料来源：Wind，招商银行研究院

2. 基建：温和增长

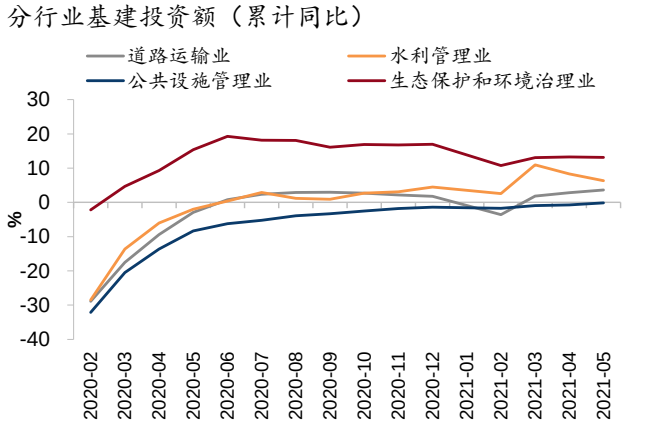
今年以来，基建投资增速始终不及预期，1-5 月全口径基建投资累计同比增长 10.4%，两年平均增长 3.3%（图 53）。**基建投资作为重要的逆周期调节手段，其增长幅度主要取决于财政的支持力度。年初以来，投向基建的财政资金有所减少，导致相关领域投资增长乏力（图 54）。**1-5 月一般公共预算支出中，与基建相关的城乡社区事务、交通运输、节能环保、农林水事务支出显著下滑，两年平均增速分别为-11.9%、-13.1%、-8.1%和-6.5%。此外，专项债作为基建资金的重要来源，发行也较往年有所滞后，财政部直到 3 月才下发专项债提前批额度，导致 1-5 月新增专项债（不含置换和再融资专项债）仅发行 5,840 亿元，远低于去年同期的 21,502 亿元。

图 53：基建投资增速不及预期



注：2021 年数据为各月两年平均增速
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 54：财政资金减少导致相关领域投资增长乏力



2021 年数据为各月两年平均增速
资料来源：Wind、招商银行研究院

财政支持减弱主要与今年财政政策重心的切换有关。进入 2021 年，我国经济已经处于稳步复苏的道路之上，继续实施宏观逆周期调节政策的必要性下降，而防风险、压降广义政府杠杆率的重要性逐步提升。因此，今年的财政政策强调“提质增效、更可持续”，在支出上更多向民生领域倾斜，对于除新型基础设施、新型城镇化、重大工程以外的基建项目支持力度有所减弱。同时，鉴于去年专项债资金在使用过程中存在前期准备工作不到位、部分项目不符合要求、违规使用资金等情况，今年财政部着力加强专项债管理，对专项债券发行和使用实行穿透式监管，对可能存在风险的专项

债项目进行排查。专项债整改对解决过去大规模发行带来的问题，降低风险有着积极意义，但客观上也使上半年地方政府对于专项债发行和使用更加谨慎，导致基建投资受到制约。

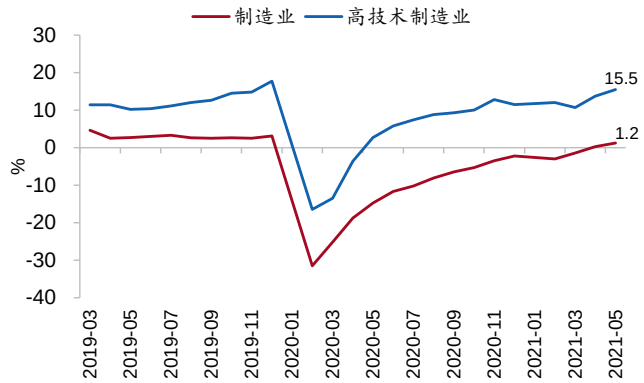
不过，上半年财政支持力度的边际减弱并不意味着今年基建投资将持续走弱，城镇化、资金充裕、财政支出后置等因素都将支撑全年基建投资保持温和增长。从需求端来看，我国城镇化转型尚未结束，人口集聚、产业集聚仍在继续，对于城镇基础设施的需求持续存在。我国当前城镇化率约为 63.9%，与发达国家 80%左右城市化水平相比，还有很大的增长空间。从资金端来看，年内基建资金供给充足，根据财政部下达的 2021 年新增地方政府债务限额，全年新增专项债 3.65 万亿元，仅较去年下降 1,000 亿元，处于历史次高。从用途上看，3-5 月投向交通运输、产业园区、市政建设、生态环保等基建领域的新增专项债比例超过 50%。由于棚改已接近尾声，且医疗卫生支出随疫情受控出现收缩，所以今年专项债投向的领域仍将以基建为主。在财政后置的背景下，下半年基建投资在资金端得到的支持将有所加强。**因此，受需求和资金的双重支撑，预计下半年基建投资增速有望边际回升，全年保持温和增长，基准情形下全年同比增长 5%。考虑到下半年财政空间充足，若经济出现超预期回落，基建投资将进一步发力。**

3. 制造业：边际上行

今年以来，制造业投资未能延续去年四季度的上行态势，增长不及预期，1-5 月累计同比增长 20.4%，两年平均增速 0.6%。企业的投资行为取决于对未来盈利能力的预期，进而与未来的需求、利润以及企业家信心有关。由于疫情风险尚存、出口动能下行、消费回升乏力、环保政策趋严等因素影响，经济环境中的不确定性仍然较强，因此企业投资行为相对谨慎。

图 55：高技术产业投资增速高于制造业平均水平

制造业与高技术制造业累计同比增速

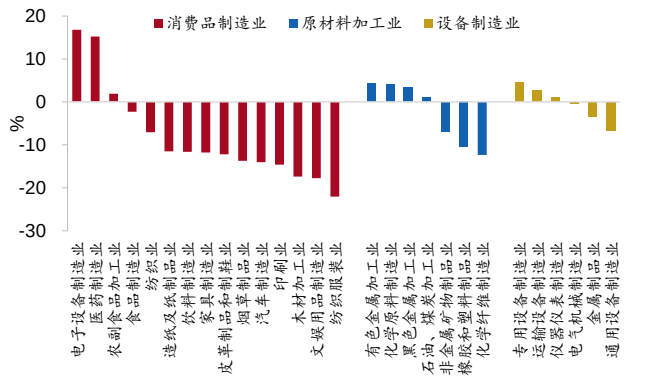


注：2021 年数据为各月两年平均增速

资料来源：Wind、招商银行研究院

图 56：大部分行业投资相对谨慎

1-5月制造业分行业投资两年平均增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

结构上，制造业投资的增长可以分为产业升级和产能扩张两条主线，两者的动力存在差异，因此增速上也出现了明显分化。一方面，产业升级是我国转向高质量发展的必经之路，十四五规划纲要中明确提出要“加快发展现代产业体系，巩固壮大实体经济根基”。在产业政策的助力下，高技术制造业迅速成长，今年 1-5 月，高技术制造业[12]投资同比增长 29.9%，两年平均增长 15.5%，增速远

[12] 根据国家统计局发布的《高技术产业（制造业）分类》，高技术制造包括医药制造业、航空、航天器及设备制造业、电子及通信设备制造业、计算机及办公设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业、信息化学品制造业。

超制造业整体水平（图 55）。另一方面，传统制造业投资的目的在于扩大再生产，动力来源于利润的刺激。去年下半年以来，制造业企业利润普遍回升，部分原料加工类、设备类行业，以及医药制造、汽车制造、计算机电子设备制造业利润快速积累，一些行业投资已经开始上行。但企业家对经济前景的担忧，环保政策对高能耗、高污染行业扩产的制约，以及原材料价格上涨对部分中下游企业利润的冲击，都会对传统制造业投资产生一定抑制（图 56）。

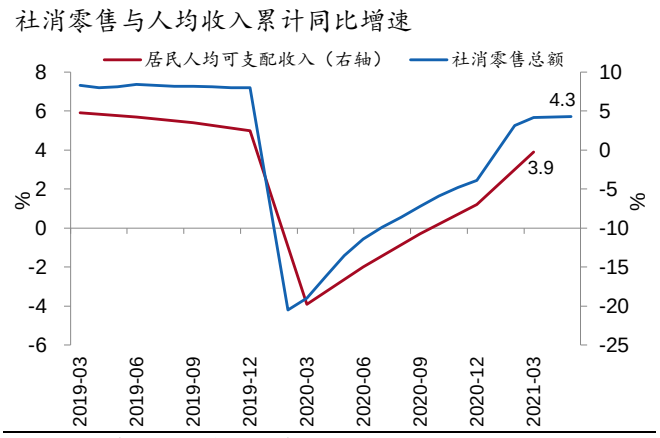
综合来看，驱动制造业投资的两条逻辑，产业转型升级和利润回暖下的扩大再生产，都已逐渐显现。但不同行业投资增速出现分化，与产业升级相关的高技术制造业投资增速较快，未来增长前景较好，而传统行业投资则相对谨慎，增速回升较慢。前瞻地看，鉴于传统行业投资总额远大于高技术制造业，**未来制造业投资增速有望保持边际回升，基准情形下全年同比增长 4.5%，略低于年初预期。**

（三）消费：弱势增长

受收入修复分化、新冠疫情零星散发以及部分耐用消费品拖累的影响，我国消费修复总体疲弱，低于市场预期。1-5 月，国内社会消费品零售总额两年平均增长 4.3%，远低于 2015-2019 年增速中枢 9.7%。消费复苏呈现以下几个特征：

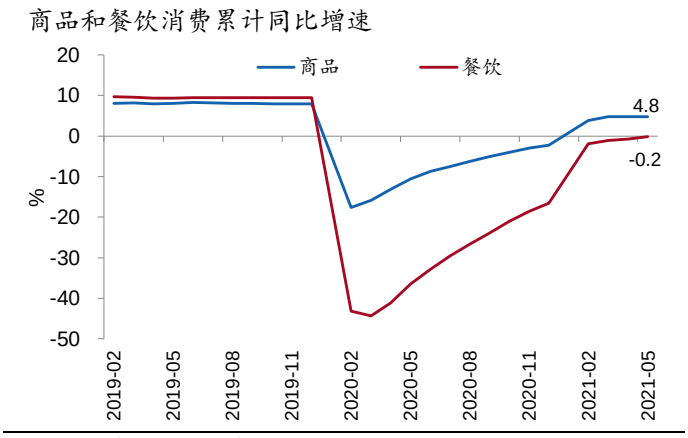
首先，居民收入 K 型复苏和预防性储蓄上升，压制消费整体增长。一季度城镇居民可支配收入两年平均增速仍未恢复至疫前水平，且预防性储蓄上升。同时，高收入群体的收入和财富增速均高于低收入群体，但边际消费倾向又不及后者，导致消费整体增长乏力（图 57）。居民部门的分化，可从消费结构中窥见端倪。1-5 月，化妆品和金银珠宝类商品零售额两年平均增速分别为 13.5%和 6.3%，而服装类仅增长 1.1%。

图 57：消费修复节奏不及预期



注：2021 年数据为各月两年平均增速
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 58：商品和餐饮消费修复分化



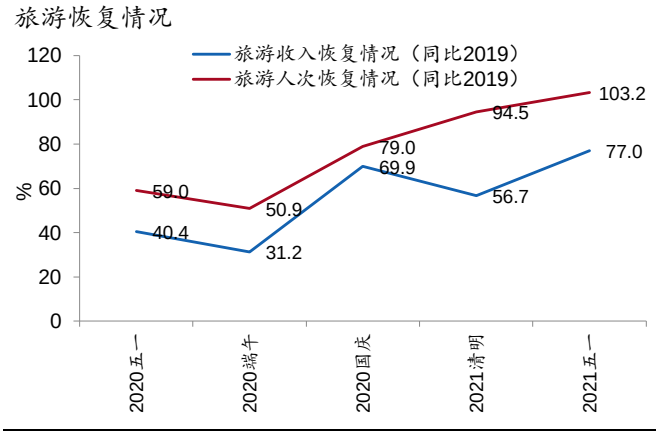
注：2021 年数据为两年平均增速
资料来源：Wind，招商银行研究院

其次，受常态化疫情防控影响，居民活动半径收缩，接触式消费意愿下滑。一方面，餐饮消费增长仍然乏力，与商品消费出现明显分化，1-5 月两者的两年平均增速分别为 4.8%和-0.2%（图 58）；另一方面，从五一小长假消费数据看，尽管消费人次已恢复，但人均消费显著低于疫前，周边游、市内游替代了疫前的远行（图 59）。

再次，商品房销售景气和居民高杠杆对消费形成一定挤出，且期房销售占比高于现房，导致商品房销售并未对相关耐用消费品形成强劲拉动。目前，与房地产相关的可选消费品零售额均未恢复至疫情前的水平，1-5 月家电、家具和建筑装潢材料的两年平均增速均处于收缩区间，分别为-2.0%、-6.8%和-2.0%。

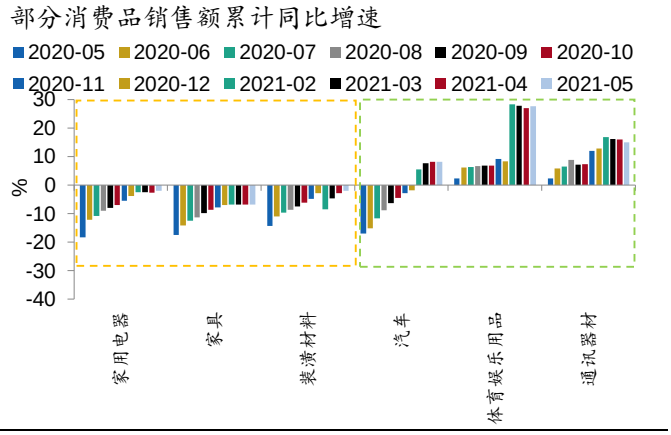
值得一提的是，消费数据中的亮点，部分折射出后疫情时代经济结构的变化。一是疫情催化了线下体育、娱乐、购物等消费活动加速向线上转移，促进相关可选消费品保持高增长。1-5 月，体育娱乐用品类和通讯器材类商品的两年平均增速分别高达 27.7%和 15.0%。二是新能源汽车优质供给增加、配套设施持续完善，叠加用户认可度提升带来需求放量，带动汽车消费强劲回升，1-5 月汽车消费两年平均增速 8.1%（图 60）。

图 59：小长假人均消费仍显著低于疫前



注：2021 年数据为各月两年平均增速
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 60：可选消费品修复分化



注：2021 年数据为各月两年平均增速
资料来源：Wind，招商银行研究院

前瞻地看，消费修复或仍将维持上半年的节奏。在低基数的作用下，预计全年消费品零售总额有望实现同比增长 14.5%，两年平均增速将维持在 5%左右。居民收入增长分化、杠杆上升及疫情等不利因素仍将拖累消费复苏。近期我国部分区域疫情的零星爆发将再度短暂抑制接触性消费。从结构上看，可选消费品修复分化仍将持续，汽车、体育娱乐用品、通讯器材和金银珠宝等部分可选商品消费有望保持高增速，服装鞋帽等产品增速恢复或相对缓慢。

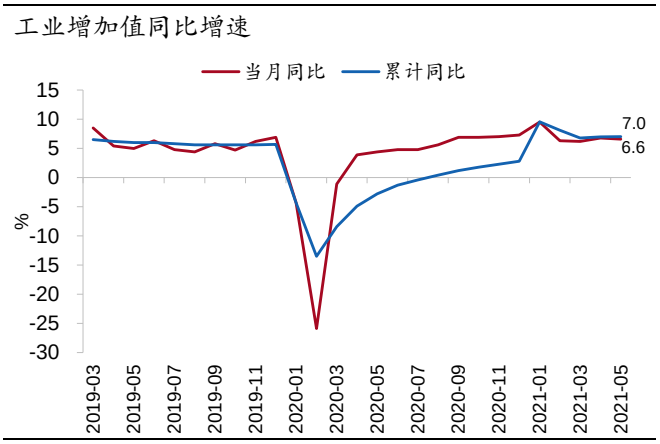
（四）供给侧：盈利分化

2021 年我国工业生产延续了去年下半年以来的高增速，1-5 月规模以上工业增加值累计同比增长 17.8%，两年平均增速为 7%（图 61）。鉴于当前我国总体供大于求的市场格局，工业生产的未来增长主要依靠需求拉动。其中，出口和房地产投资是当前工业生产维持高增长的主要动力，消费对生产的拉动有限。前瞻地看，下半年我国总需求有望延续修复，但速度将逐渐放缓，结构分化持续存在。因此，**下半年工业生产仍将保持高增长势头，不过随着修复动能放缓，叠加高基数影响，增速将逐渐回落至疫前水平。结构上，中上游行业生产维持景气，下游消费品生产回升相对乏力。**

生产旺盛助力规模以上工业企业利润保持增长，但原材料价格的持续上涨使下游部分行业利润承压。在工业生产维持高速、工业品价格上涨、企业营收利润率提升的共同作用下，1-5 月规上工业企业利润累计同比增长 83.4%，两年平均增长 21.7%，继续保持高增长（图 62）。结构上，由于 PPI 至 CPI 的传导不畅，导致不同行业利润增长出现分化，除汽车制造和受出口拉动的医药制造、

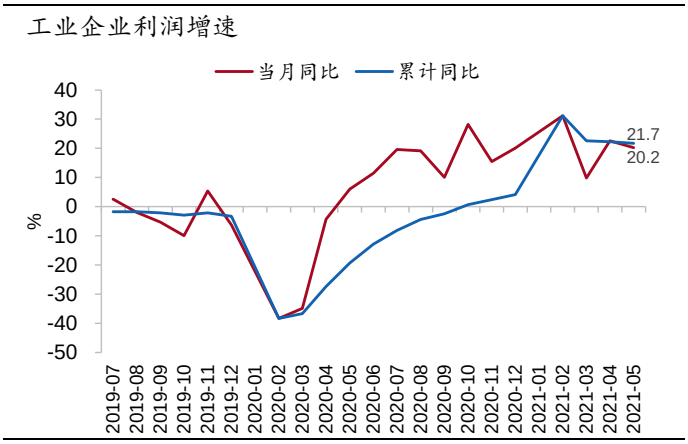
计算机电子设备制造外的下游行业利润承压（图 63）。**前瞻地看，在工业生产增速稳定、企业营收利润率维持高位的基准情形下，下半年企业利润总额将继续保持增长，但由于高基数，增速将有所回落。此外，原材料成本的增长对制造业企业利润的挤压仍将存在，但压力有望边际缓解。**

图 61：工业增加值延续高增速



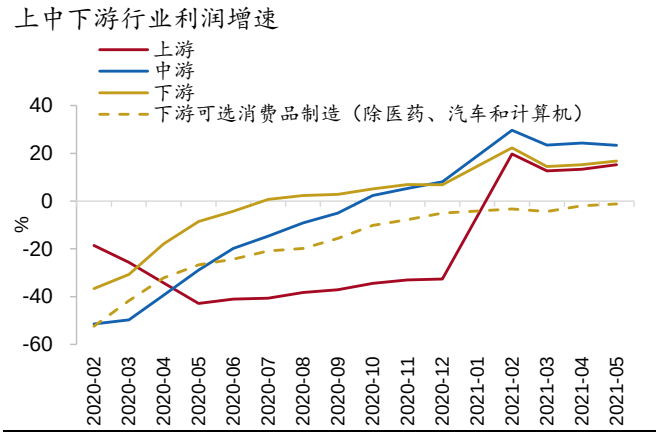
注：2021 年数据为各月两年平均增速
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 62：工业企业利润整体保持高增长



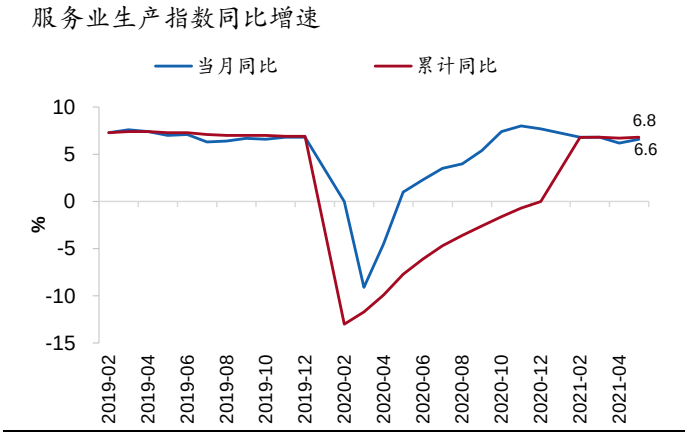
注：2021 年数据为各月两年平均增速
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 63：部分下游行业利润承压



注：2021 年数据为各月两年平均增速
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 64：服务业生产增速已接近疫前水平



注：2021 年数据为各月两年平均增速
资料来源：Wind、招商银行研究院

服务业保持稳步恢复，但仍需关注局部地区疫情零星爆发所带来的扰动。1-5 月服务业生产指数同比增长 23.6%，两年平均增长 6.8%，已接近疫前的增长水平（图 64）。6 月服务业商务活动指数为 53.5%，表明服务业仍处于扩张之中。从结构上看，复产复工后生产性服务业迅速恢复，经营活动指数持续高于近年均值，并逐渐回落，指向修复已进入尾声。消费性服务业仍处于修复之中，但铁路运输、航空运输、住宿和餐饮等行业仍受到局部地区疫情反复的扰动。**前瞻地看，随着疫情影响消退和经济复苏，下半年服务业恢复前景良好，生产性服务业将率先回归常态，消费性服务业修复持续。**

三、财政货币：青山着意化为桥

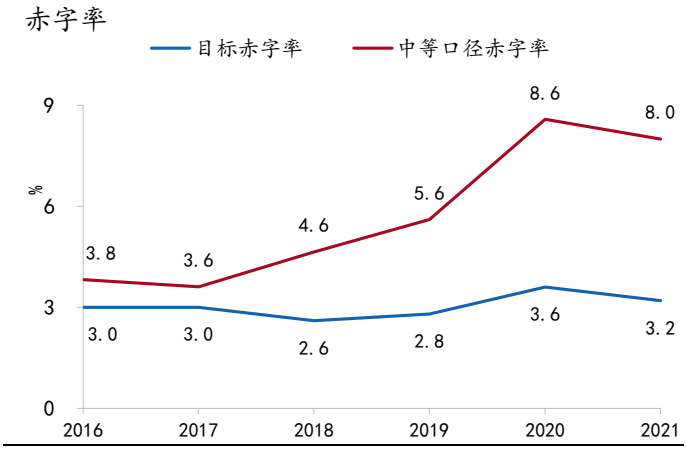
（一）财政政策：后置发力，托底经济

1. 政策基调：审慎的“积极”姿态

财政收支“紧平衡”压力下，今年财政政策的重心在于化解地方政府隐性债务风险、推动广义政府杠杆率下降，积极程度较去年有所减弱。根据《政府工作报告》，今年赤字率目标为 3.2%，赤字规模为 3.57 万亿，较 2020 年减少 0.19 万亿。中等口径赤字率[13]为 8.0%，低于 2020 年的 8.6%，但仍显著高于 2019 年的 5.6%（图 65）。新增地方政府专项债为 3.65 万亿，新增政府债券融资（国债＋地方一般债＋地方专项债）为 7.22 万亿，较 2020 年减少 1.29 万亿。依此判断，政府部门“降杠杆”的目标并非降低狭义政府杠杆（图 66），即由一般债和专项债构成的显性债务，而是降低包含隐性债务在内的广义政府杠杆率，具体方法包括国企混改（今年底完成 70%）、REITs、继续以低息负债置换高息负债等。

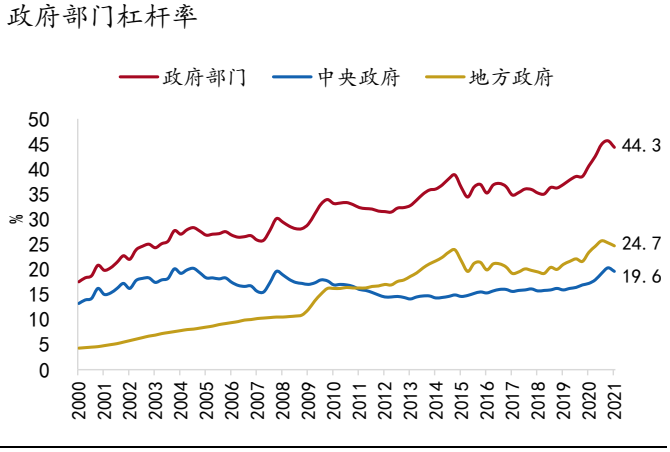
减税降费政策方面，为保障政策的可持续性，今年《政府工作报告》未设置减税降费的规模目标，而是要求“优化和落实”，包括继续执行制度性减税政策，延长部分阶段性政策，实施新的结构性减税举措。

图 65：今年中等口径和目标赤字率均较去年下降



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 66：一季度政府部门狭义杠杆率降低 1.3pct



资料来源：Wind、招商银行研究院

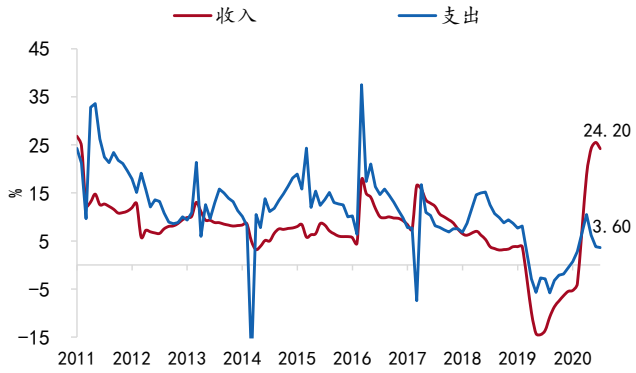
2. 财政收入：顺周期稳步回暖

随着经济稳步修复，上半年财政收入增长逐步回归正常轨道。1-5 月中等口径财政收入较 2019 年的两年年均增速为 4.9%，显著高于支出端的 0.9%。其中，一般公共预算收入的两年年均增速为 3.6%，总体处于修复进程中（图 67）。考虑到财政收入与名义 GDP 增速间的正相关性，完成全年 8.1%（两年年均增速 1.9%）的预算收入增长目标难度不大。同时，1-5 月政府性基金收入的两年平均增速为 9.5%，已呈现逐月下行的态势（图 68）。在“房住不炒”的政策基调下，预计土地出让收入将稳中趋降。

[13] 中等口径赤字率=(公共预算实际超支部分+全国政府性基金实际超支部分)/GDP

图 67：一般公共预算收入增速明显高于支出增速

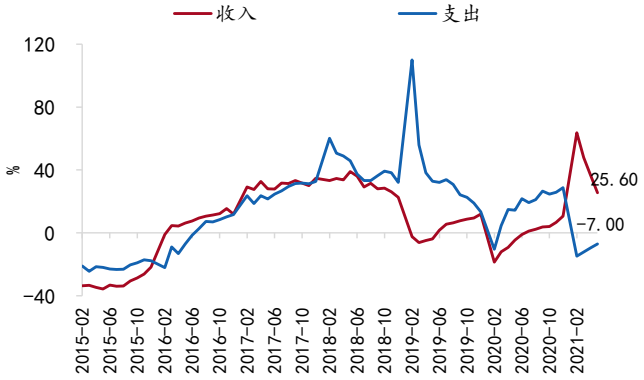
公共财政收支累计同比增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 68：政府性基金收入增速明显高于支出增速

政府性基金预算收支累计同比增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

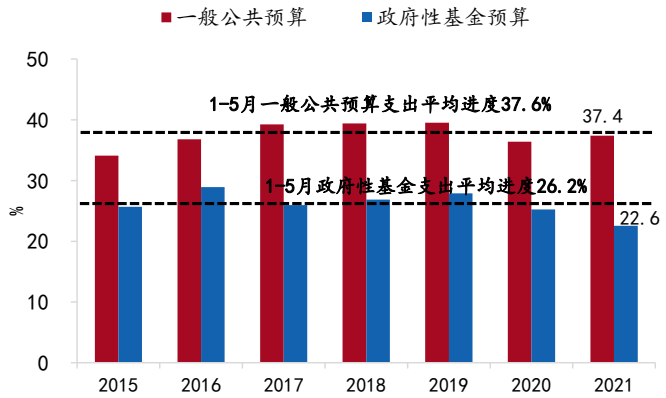
3. 财政支出：增速仍待提升

出于跨周期调节和预留财力空间的考虑，上半年财政支出安排较为审慎。1-5 月中等口径财政支出的两年年均增速为 0.9%，虽逐月小幅回升，但仍属于 2016 年以来的历史同期最低水平。其中，全国一般公共预算支出的两年年均增速为 0.3%，持续低迷；政府性基金支出的两年年均增速为 3.1%，属于历史同期偏低水平。下半年随着政府债券发行进度的加快，财政支出增速有望逐步提升。**从支出进度来看，**1-5 月中等口径财政支出金额占全年总预算支出的 32.3%，低于疫情前三年的均值水平 36.1%，其中，一般公共预算和政府性基金预算支出分别完成 37.4%和 22.6%，低于疫情前三年的均值水平 39.4%和 26.9%（图 69）。

财政支出结构上，支出方向聚焦于“六稳”“六保”和新发展格局，包括促进区域协调发展的重大工程、“两新一重”建设和民生项目等（图 70）。随着地方政府偿债高峰来临，债务付息支出增速连续“领跑”各项财政支出。受局部地区零星疫情影响，卫生健康支出增速保持高位。同时，社会保障与就业、教育领域的支出增速保持较高水平。但基建领域的支出增速持续低迷。

图 69：中等口径财政支出进度慢于去年同期

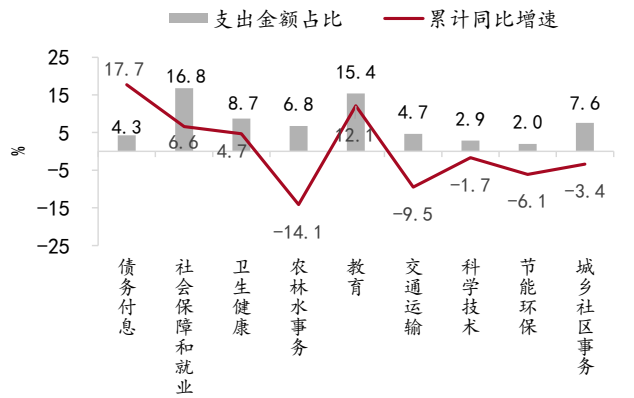
财政支出进度



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 70：基建领域支出较为低迷

各项支出的增速及占比（2021年1-5月）



资料来源：Wind、招商银行研究院

4. 长期方向：加快建设现代财税体制

近期土地出让收入划转税务部门征收[14]，符合税务部门征收非税收入的大势，有助于提高预算管理的效率、防范地方财政风险。一是此次划转仅涉及征缴方式的调整，而并不涉及资金分配的调整，所以难言土地财政面临终结。但随着土地收支透明度的提高，地方政府对土地收支的管理自主权相应降低，地方财政将更加规范，虚增财力、违规举债等行为引发的地方财政风险亦将得到一定限制。二是部分城投公司的"加杠杆"行为将受到限制，包括"拿地-返还-融资"的不规范链条，或少交/延交土地出让金等现象，其资产规模和现金流将受到冲击，需关注城投信用风险上升的潜在影响。三是对房地产市场的短期影响有限，长期则将成房地产改革的一环。

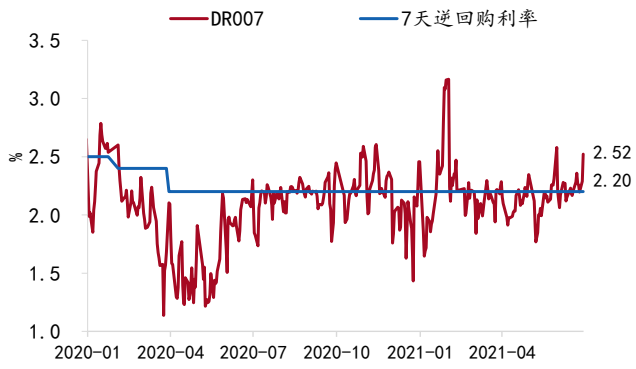
（二）货币政策：回归中性，以稳为主

1. 市场回顾：狭义较松，广义趋紧

今年以来，货币政策延续了稳步回归中性的政策基调。资金面的表现亦总体与央行提出的"市场利率围绕政策利率波动"的目标一致，大致可以分为三个阶段（图 71）。去年 12 月至今年 1 月初，为对冲永煤事件的负面影响，央行加大流动性投放力度，资金面相对宽松。1 月中旬至春节（2.10）前，资金宽松驱动债市杠杆大幅抬升的背景下，货币政策边际收紧以"敲打"市场，资金面呈现趋紧态势，银行间市场的流动性分层压力加剧（图 72）。春节后至今，央行操作以稳为主、注重精准调控，资金面相对平稳、总体宽松，DR007 中枢处于政策利率下方。

图 71：春节后资金利率平稳运行

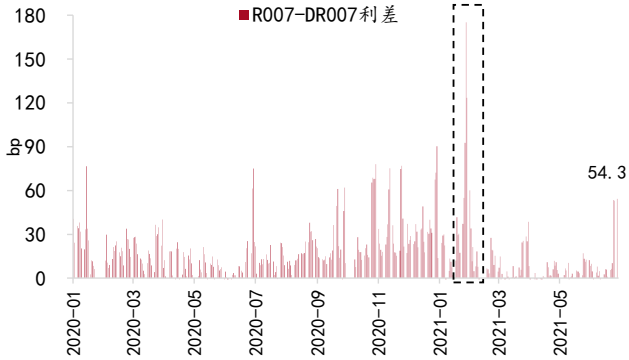
DR007与7天逆回购利率



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 72：春节后非银流动性显著改善

R007-DR007利差走势

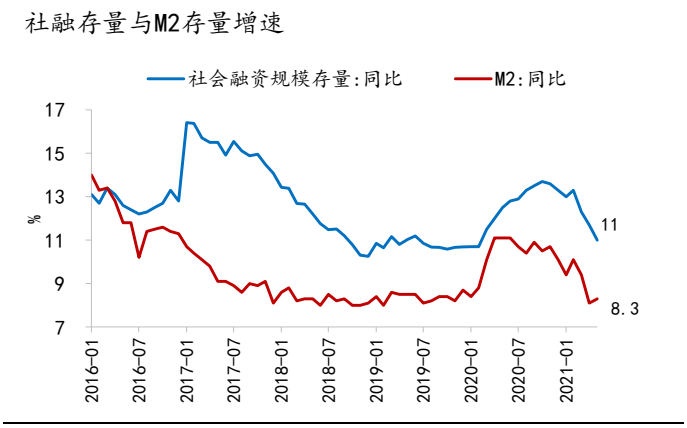


资料来源：Wind、招商银行研究院

"稳杠杆"要求下，社融和 M2 增速逐步向名义 GDP 增速回归，广义流动性趋于收敛。社融存量和 M2 增速分别由去年末的 13.3%和 10.1%下行至今年 5 月末的 11%和 8.3%（图 73）。结构上，贷款对社融增速形成支撑，尤其是企业中长贷表现强势，反映实体经济融资需求强劲，但政府债券融资和企业债券融资的低迷表现、非标的持续压降则对社融增速形成拖累。M2 主要受到债券投资派生渠道动能下降和财政投放节奏偏缓的制约。受经济持续回暖驱动，实体经济融资成本小幅上升，截至今年 3 月末，贷款加权平均利率较去年末上行 7bp 至 5.1%，主要受到票据融资利率和个人住房贷款利率上行的推动，而一般贷款加权平均利率持平于 5.3%（图 74）。

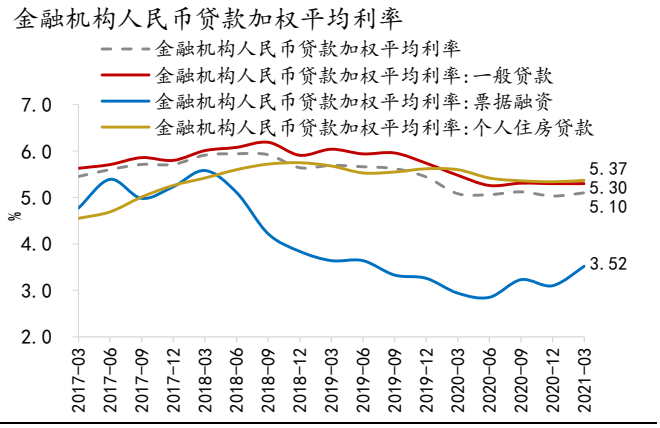
[14] 2021 年 6 月 4 日，财政部就将国有土地使用权出让收入等四项政府非税收入划转税务部门征收发布公告。

图 73：今年以来社融与 M2 增速显著回落



资料来源：Wind、招商银行研究院

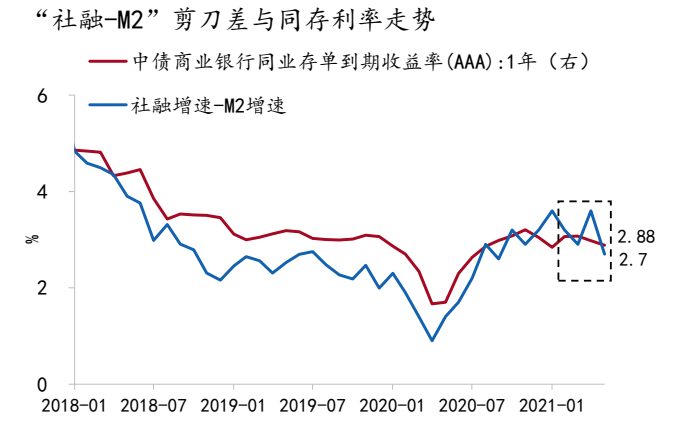
图 74：一季度一般贷款加权平均利率持平于去年末



资料来源：Wind、招商银行研究院

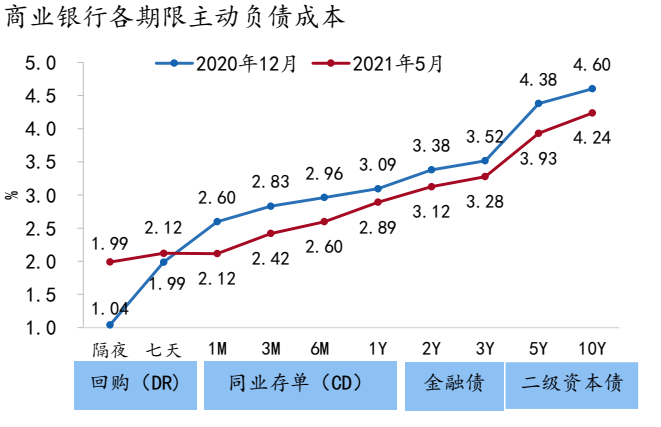
一季度广义流动性缺口阶段性收窄，对市场利率的上行幅度形成制约（图 75）。今年 2 月以来，以社融与 M2 同比增速“剪刀差”度量的广义流动性缺口扭转了去年 5 月以来的上升态势，总体呈现下行趋势，带动商业银行负债端压力边际缓解。这可以从存单利率的走势得到印证。在负债驱动的主导逻辑下，2 月以来存单利率上行动力趋弱，3 月下旬后甚至有所回落。与去年末相比，商业银行负债曲线的超短端（1M 以内）略有上行，中长端（1M 至 1Y）则有所下行，曲线平坦化（图 76）。

图 75：广义流动性缺口与同业存单利率保持正相关



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 76：商业银行主动负债成本曲线走平



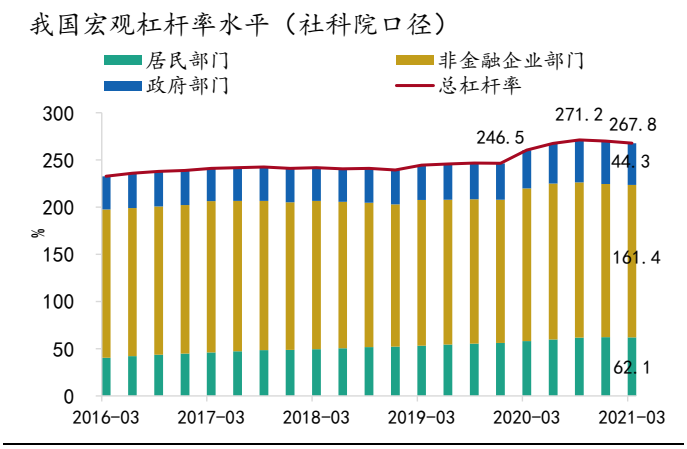
资料来源：Wind、招商银行研究院

2. 货币政策前瞻：相机抉择，“不急转弯”

从央行的主要政策目标看，当前“稳增长”“稳通胀”目标处于合意区间，货币政策重回观察期，政策重心在于“调结构”和“防风险”。“稳增长”方面，经济稳步复苏构成货币政策回归中性的基础；但考虑到经济恢复的基础尚不牢固，货币政策不会“急转弯”，并继续通过结构性政策引导资金流向民营小微企业、制造业等领域。“稳通胀”方面，今年我国物价水平将处于温和通胀区间，不会对货币政策形成压力。“防风险”方面，“稳杠杆”仍是全年的政策重心。今年一季度宏观杠杆率环比下行 2.3pct 至 276.8%，已连续两个季度实现下行（图 77）；结构上，需关注流动性边际收紧时期区域间修复不平衡导致的信用风险和潜在的中小银行风险（图 78）；同时，央行对资金空转套利现象

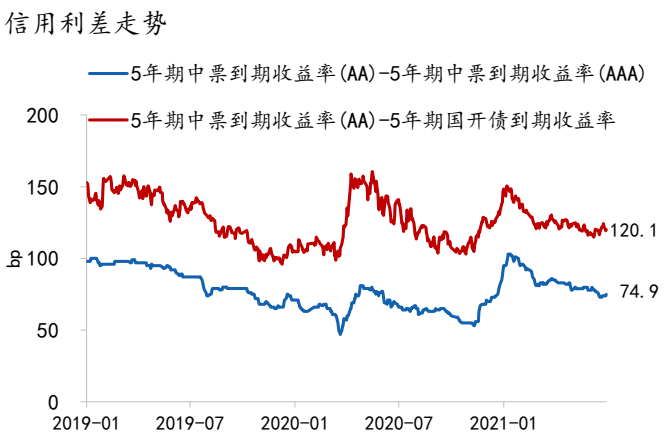
和资产价格泡沫始终保持警惕。“稳汇率”方面，预计下半年人民币兑美元中间价整体将在 6.3-6.7 的区间内稳定波动，不会构成货币政策的掣肘。

图 77：一季度宏观杠杆率已有所下降



资料来源：Wind、招商银行研究院

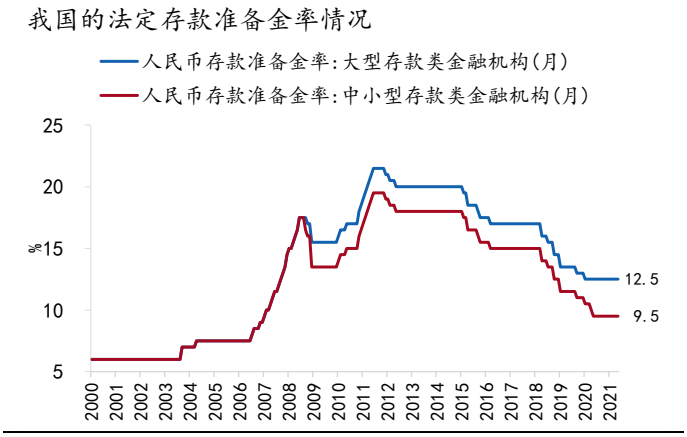
图 78：当前信用利差处于 2019 年以来的中位数水平



资料来源：Wind、招商银行研究院

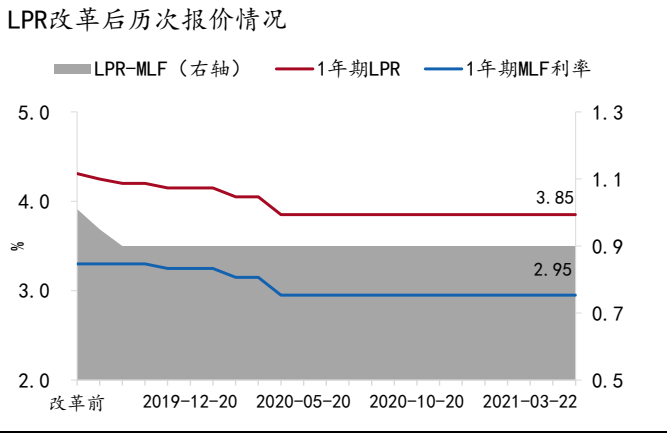
政策操作上，年内降准降息的可能性均不大（图 79），主要将采取结构性政策支持实体经济。

图 79：年内应无降准



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 80：年内应无 LPR/MLF 降息



资料来源：Wind、招商银行研究院

数量型调控上，在年初的经济展望中，我们预计下半年可能有一次全面降准。当前调整这一判断，主要是因为财政后置导致下半年 M2 增速并不会面临此前预期的下行压力。同时，虽然上半年 M2 增速下行幅度略超预期，但经济回暖和资金面合理充裕的情况下，央行亦没有降准的必要。央行更倾向于通过 OMO/MLF/再贷款再贴现弥补商业银行短期/中长期资金缺口，流动性有望保持合理充裕。**政策仍保留相机抉择空间，若经济出现明显的走弱迹象或企业信贷需求显著回落，央行可能加大流动性投放力度，保障流动性处于偏宽松格局。**同时，央行将继续通过结构性政策（再贷款再贴现、直达实体工具）保障对小微企业/制造业/三农/绿色发展等领域的支持。

价格型调控上，年内 1 年期 LPR 和 5 年期 LPR 大概率保持不变，年末分别为 3.85%和 4.65%（图 80）。MLF 加息或降息的可能性均较低；综合考虑银行资金成本、市场供求、风险溢价等因素，LPR

加点部分压降的可能性亦较低。“降成本”方面，“优化存款利率监管”以推动“实际贷款利率[15]进一步降低”是今年的重要抓手，小微企业是贷款利率下行的主要作用对象，而大型企业贷款利率或保持相对稳定。

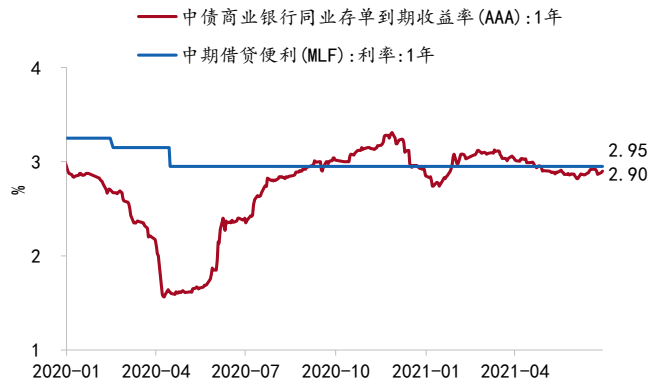
3．流动性前瞻：广义流动性缺口收窄

财政后置的特征将成为下半年影响狭义/广义流动性及其缺口的关键因素。

狭义流动性将保持平稳，三季度或受到政府债券供给扰动。央行的操作目标始终为“引导市场利率围绕政策利率中枢波动”，故央行在日常操作中有望综合考虑现金投放回笼、财政收支以及市场需求等因素，引导短端货币市场利率和一年期同业存单利率的震幅收窄。节奏上，三季度政府债券发行高峰的来临将对流动性产生抽离作用，在央行适度对冲的情况下，DR007 中枢仍有抬升压力；四季度随着财政支出节奏的加快，资金面有望边际缓和。同业存单方面，预计存单利率将运行在政策利率（1 年期 MLF 利率 2.95%）附近，波动区间为[2.8%,3.2%]，下半年上行幅度有限（图 81）。**总体来看，资金面“短端不松，长端不紧”的格局有望延续。**

图 81：同业存单利率已步入政策利率下方

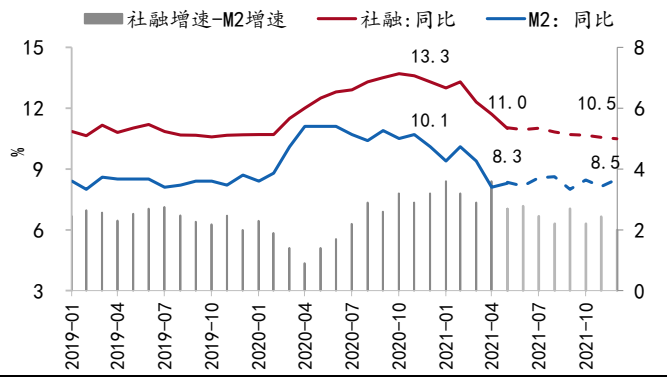
银行同业存单与1年期MLF利率



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 82：年内社融增速下行斜率将显著放缓

2021年社融和M2同比增速预测



资料来源：Wind、招商银行研究院

广义流动性仍将收敛但收敛最快的时段已过，支撑因素由企业部门贷款需求切换为政府部门融资需求。基准情形下，2021 年末社融存量增速或将回落至 10.5%；M2 增速或将升至 8.5%（图 82）。

随着经济增长动能逐季回落，“稳增长”的必要性将再度上升，央行可能通过适度放松对广义流动性的管控予以对冲。一方面，后续社融增速的下行空间有限。政府债券融资对社融的拉动作用有望明显上升。信贷仍是社融的重要支撑项，但拉动作用或边际减弱。其中，中小企业、制造业、消费领域的融资需求有望继续稳步回暖；但结构性“紧信用”之下，国企、房地产的融资需求面临回落。利率震荡格局和政府隐性债务监管下，企业债券融资或持续面临压力；非标在金融严监管态势下亦面临持续收缩。另一方面，M2 增速有望小幅回升。后续贷款渠道的派生动能或将下降。但在政府债券发行放量和流动性相对平稳的环境下，自营债券投资和同业投资的货币派生动能均有望上升。**基于此，预计广义流动性缺口年内将呈现收敛态势，这将对利率上行的幅度形成制约。**

[15] 据了解，实际贷款利率=企业为了获得贷款所支出的利息手续费和各种办理成本的总和/贷款总额。

四、资本市场：我言秋日胜春朝

（一）配置主线：中外基本面与资产走势分化

1. 海外双击效应持续，流动性收紧预期上升

在年度展望中，我们提出全球大类资产将经历“戴维斯双击”效应，即疫苗落地与美国财政大礼包将对全球资产带来类似于估值盈利双提升的效应，会显著刺激资金的冒险意愿。

回顾上半年，这一逻辑得到了明确验证（表 2）。在拜登多轮财政刺激支持以及疫苗接种的持续推进下，海外经济特别是欧美经济修复动能进一步强化，就业压力得到缓解。此背景下，市场风险偏好上升，大宗商品走出大牛市并引发全球通胀担忧，权益市场基本实现普涨，美国三大股指均创新高，A 股结构性行情明显，其中周期股表现亮眼，全球固收资产则表现不佳，美债十年期利率一度上破 1.7%，上行幅度在上半年整体超过了 50BP。

表 2：大类资产表现回顾

大类资产	名称	Q2（%）	Q1（%）	2021上半年（%）
权益	MSCI发达市场	6.47%	5.74%	12.58%
	MSCI新兴市场	1.34%	3.62%	5.01%
	道琼斯工业平均指数	2.92%	7.76%	10.91%
	标准普尔500指数	6.89%	5.77%	13.06%
	纳斯达克综合指数	7.60%	2.78%	10.59%
	上证综合指数	3.36%	-0.90%	2.43%
	伦敦金融时报100指数	5.61%	3.92%	9.74%
	巴黎CAC40指数	8.97%	9.29%	19.10%
	法兰克福DAX指数	4.18%	9.40%	13.98%
	东京日经225指数	-1.01%	6.32%	5.25%
	恒生指数	-0.24%	4.21%	3.96%
	圣保罗IBOVESPA指数	10.40%	-2.00%	8.19%
大类资产	名称	Q2（BP）	Q1（BP）	2021上半年（BP）
利率	美国10Y	-26	81	55
	中国10Y	-10	5	-6
	英国10Y	-7	66	59
	法国10Y	23	29	52
	德国10Y	6	30	36
	日本10Y	-4	7	3
大类资产	名称	Q2（%）	Q1（%）	2021上半年（%）
贵金属	黄金	4.17%	-10.01%	-6.26%
	白银	8.21%	-9.38%	-1.94%
大类资产	名称	Q2（%）	Q1（%）	2021上半年（%）
汇率	美元	-1.57%	3.59%	1.96%
	人民币	1.29%	-0.26%	1.03%
	日元	0.03%	-6.68%	-6.65%
	英镑	1.21%	0.87%	2.09%
	欧元	1.79%	-3.98%	-2.26%

注：数据截至 2021 年 6 月 22 日

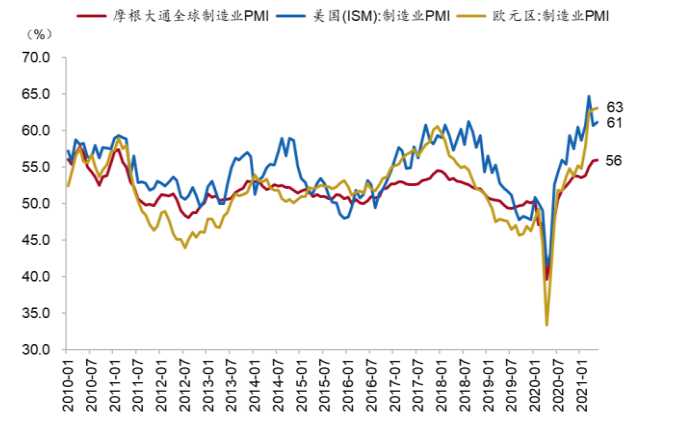
资料来源：Wind、招商银行研究院

对于下半年来说，我们认为“疫苗复苏”以及拜登巨额财政支持所带来的“戴维斯双击”效应仍将继续成为引导海外资本市场的交易主线。同时，美联储也于 6 月议息会议中释放了货币政策转向的信号，流动性收紧预期预计也将趋势性上升。

从“疫苗复苏”的角度来说，随着疫苗覆盖率的不断提高，将驱动全球经济活动继续向常态回归（图 83），这也奠定了资本市场交易复苏逻辑的基础，市场或将继续呈现“股强债弱”的格局特征。尤其对于海外权益市场来说，在经历了去年新冠衰退所带来的利润增速深坑后，今年在复苏的推动下企业盈利不断推升，标普 500 指数每股收益（EPS）同比增速由负转正（图 84），未来的业绩驱动型牛市有望继续。另外，疫情在南美、印度等地的反复与北美、欧洲疫情改善形成商品的供

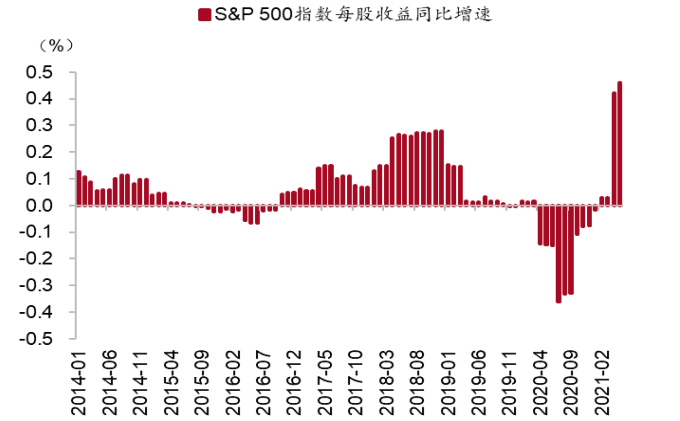
需错配格局，在供需缺口进一步扩大、终端需求继续回暖的推动下，工业大宗商品也有望继续保持高位。

图 83：全球 PMI 处于上行区间



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 84：美股企业盈利状况转好

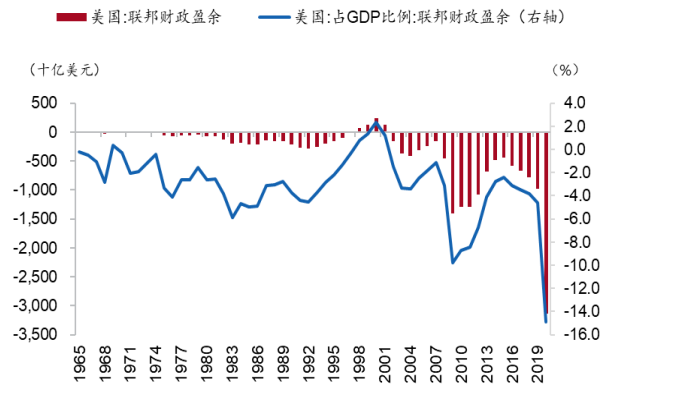


资料来源：Bloomberg、招商银行研究院

从财政政策的角度来说，自拜登上台、民主党实现两院横扫后，美国逐渐向“大政府时代”回归，连续性的财政支出预期带动了市场对于经济恢复、再通胀预期的交易。继 1.9 万亿《美国救助计划》落地后，拜登进一步提出了 6 万亿美元的 2022 财年预算提案，尽管最终法案通过的规模仍有变数，但这份预算提案的提出印证了拜登旨在通过财政支出进一步推动美国就业、经济修复的态度与政治方向（图 85），预计这一政策预期也将持续推高资本市场的风险偏好。

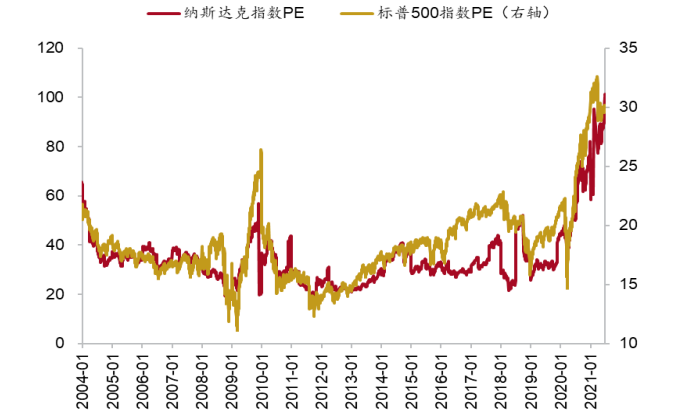
而风偏的走高在美股的估值水平变化中得到了较好体现。从纳指及标普 500 指数来看，尽管今年年初在美债长端利率冲高影响下，其估值水平呈现出一定程度的波动性特征，但美国经济复苏、及财政支出的不断“续费”持续刺激着资金的进攻性意愿，上半年美股估值整体仍呈现出上行形态（图 86）。

图 85：美国财政支出不断扩大



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 86：美股估值处于高位



资料来源：Bloomberg、招商银行研究院

另外，从股债性价比来看，由于美债实际利率较低且处于负值区间，股债性价比仍在向权益倾斜，资金进入股市的意愿也会更加强烈，这也提升了美股高估值的合理性。同时，目前美股相对于债市的超额回报处于中游水平，权益的多头配置也处于安全区间。但需要留意的是，下半年风偏虽

仍在上升，但流动性收紧预期的升温对已经处在高估值状态的美股仍有可能带来阶段性的冲击，这一点我们将在下文进行具体阐述。

正是由于海外市场的“戴维斯双击”效应在下半年仍将持续，这也将继续推动全球流动性退潮的政策变化。尽管上半年美联储仍然坚持着鸽派基调，但资本市场已经在逐步计入流动性的收紧预期，其中美债利率在一季度的快速回升、黄金的下跌即是佐证之一。二季度，在通胀不断冲高的背景下，美联储仍坚持“通胀暂时论”并不断淡化通胀到流动性收敛的传导链条，一时间资本市场关于货币收紧的交易有所降温，美债利率也进入了回落期。

但我们认为，流动性的收敛将是大势所趋，下半年美国货币政策的收紧预计也将从预期转为现实。从最新的表态来看，美联储已经释放了超预期的鹰派信号，将加息预期前移，二季度所形成的流动性稳定格局被打破，资本市场预计也将重新回到经济复苏以及流动性收紧的交易逻辑当中。

对大类资产来讲，债券和以实际利率为轴的黄金，往往是流动性冲击下的重灾区，而高估值资产（例如美国科技股）在利率快速上冲的压力下，也的确会受到阶段性的估值压力，这一高波动风险需要留意。但是，因流动性冲击造成股市下跌的幅度及持续时间都相对有限。主要原因有两点，第一，尽管利率向上会对股市的估值端带来负面冲击，但盈利预期的改善却消化了这部分损失，美股与美债利率也因此往往呈现同步上行；第二，自金融危机以来，美联储每一次的收紧动作都显得相对“温和”，对市场的预期管理、沟通也都做得相对充分，带给市场的全面性估值压力不高，因流动性过紧造成的市场下跌也几乎都变成了“短期行为”。

另外，我们发现美股的转熊一般出现在美联储加息的后期，此时因利率的持续性走高给经济带来了负面效应，经济周期往往从复苏/过热转向下行/衰退，美股也可能会因此进入下跌通道。但以目前的宏观场景来看，我们仍处于经济复苏以及流动性收紧的初期，美股仍受复苏逻辑驱动，现在就担心美股因利率收紧而转熊为时过早。

2. 中国股债震荡料延续，盈利仍在向好区间

在 2021 年上半年，中国市场出现股债震荡、汇率升值的特征，股票市场在年初调整后缓慢修复，债券市场止跌企稳，甚至出现小幅走牛，人民币汇率则出现一波显著升值。

需要注意的是，**股票市场年初的调整，更多是由抱团资金瓦解和对通胀预期的担忧引发的，在债券市场，则对通胀几乎没有特别明确的反应**，从抱团股流出的资金似乎也没有流入债券市场，这体现出两类资产关注点的不同以及投资者结构的不同，股市对短期宏观因素的变化更加敏感，反应更快，同时机构投资者占比偏低使得价格波动性更大，而债市由机构投资者占据绝对主导地位，短期宏观因素对价格的影响力偏弱，市场更注重长期趋势性因素的影响。

从二季度后的市场表现来看，股债两类资产均缺乏明确的趋势性机会，股市的底部虽然在不断抬升，但涨势略显犹豫，整体没有超出区间震荡行情；国债收益率经过一轮小幅下行后，也丧失了继续下探的动力，陷入牛皮市。

展望下半年，宏观面与政策面的趋势变动预计不明显，结构变化会更显著一些，我们认为中国经济将走出“疫情模式”，并带来结构性非均衡缓解以及供需回落式收敛的特征，经济增长、通胀

对股市、债市、汇市的驱动力不足，股市将会更加关注企业盈利和行业间景气度的变化，债市难以见到明确的利空或利多因素，人民币汇率则更多受到美元的影响。

一方面，中国经济修复趋缓，增长将向趋势水平回归，上半年一度困扰市场的通胀担忧正在逐步缓解，宏观政策基调将以稳为主，货币政策不“急转弯”，政策调整空间有限，大概率维持不松不紧的状态，政策对各类资产的冲击有限。

另一方面，财政政策仍有托底作用，下半年专项债发行规模较大，对基建领域带来支撑，消费的修复仍在进行中，对部分行业的利好仍将持续。

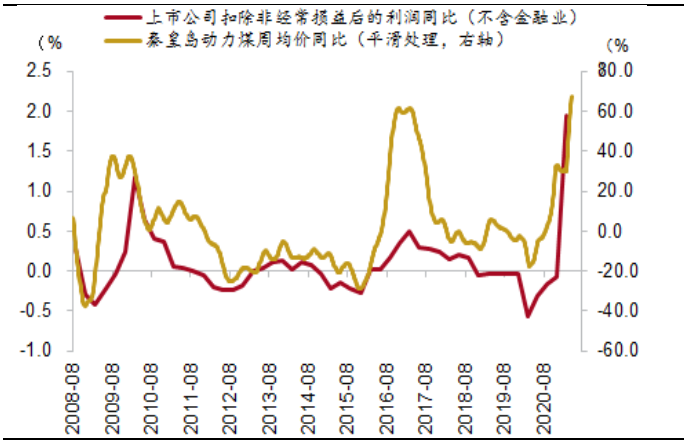
整体而言，我们认为下半年宏观面与政策面难以对资产走势带来触发因素，可能不足以打破当前股债双震荡的格局，主要资产的震荡走势仍会持续一段时间，出现指数级趋势行情的可能性不大。

当前背景下，企业盈利对于股债资产的重要性进一步上升。对权益市场而言，除了上市公司盈利对市场整体估值的影响外，不同板块、行业间的盈利分化也会驱动结构性行情的出现；对固收市场特别是产业债而言，企业盈利的变化与还本付息能力息息相关，与相关券种的信用违约风险直接挂钩。

因此，有必要对企业盈利进行前置预测，通过中高频数据预测企业盈利的变化趋势（以上市公司盈利为预测对象）。根据我们过往的经验，企业所得税、产成品库存等数据，均存在时滞，不是理想的预测指标，因而我们选择高频能源数据来进行预测。

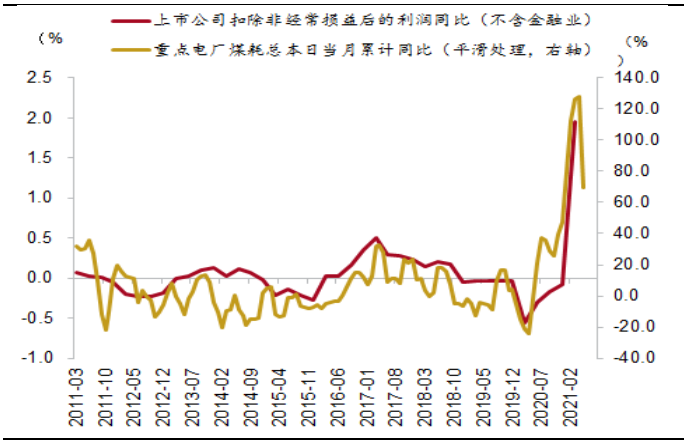
鉴于 6 大发电集团耗煤量数据已经停止更新，我们选择秦皇岛动力煤价格与重点电厂耗煤总量两个高频数据，来与上市公司（不含金融）盈利进行比对，可以发现这两个高频数据与上市公司盈利有较高的同步性和提前性，即变动的大方向与财报一致且领先财报 2-3 个月（图 87，88）。

图 87：动力煤价格与上市公司盈利



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 88：重点电厂耗煤量与上市公司盈利



资料来源：Wind、招商银行研究院

以秦皇岛动力煤价格而言，该价格仍然处于同比大幅上涨中，指向盈利继续向好，而重点电厂耗煤量则出现冲高后的调头回落，似乎指向企业盈利见顶。

考虑到 PPI 与上市公司盈利趋势的高度同步性，而 PPI 全年呈现前高后低走势，再结合能源消耗高频数据，表明上市公司为代表的企业盈利整体仍处在向好区间，暂时不必悲观，但下半年增速将面临回落，即企业盈利增长最快的阶段正在过去。

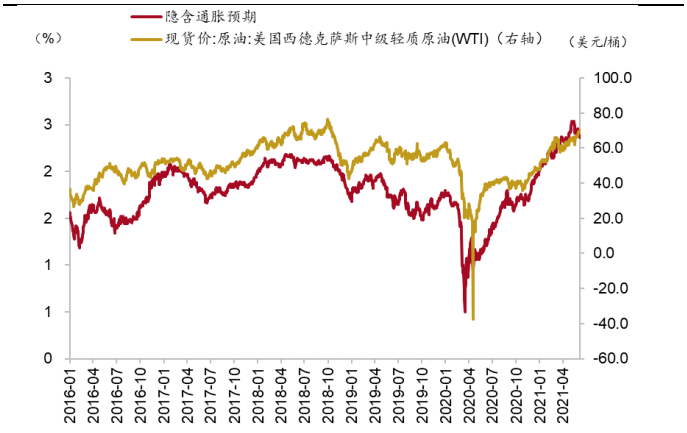
这意味着盈利对权益市场估值的消化仍将持续，有利于对大势形成托底作用，因此权益市场的震荡区间低位有机会逐渐拉升，但上方能否形成突破，可能取决于企业盈利能否有超预期表现以及市场短期情绪；而固收市场中产业债的违约风险不会出现系统性升高，但部分景气度较差的行业除外。

3. 通胀见顶回落，但通胀对资产的扰动仍然存在

进入 2021 年以来，全球通胀上行引发了高度热议，甚至出现了关于美国经济过热，以及包括中国在内的主要经济体陷入“类滞胀”的讨论，而对于通胀的交易在一二季度也实现了从预期到现实的转化。

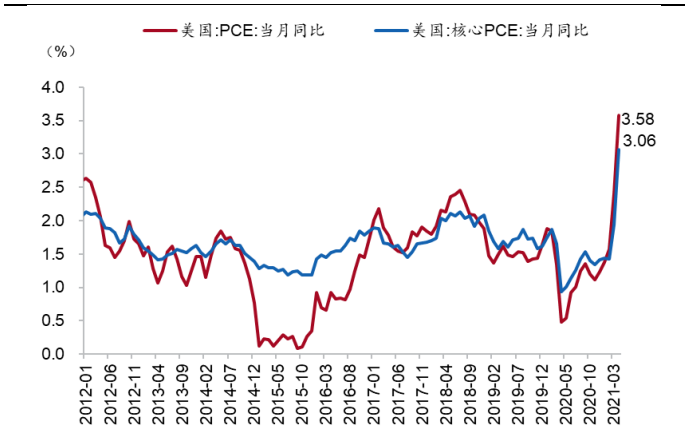
对于下半年来说，考虑到高翘尾因素的冲击将逐步消退，中外通胀预计将于今年二季度见顶，随后逐步回落。对于受益于再通胀交易的大类资产来说，其交易热情预计将会有所降温。但需要留意的是，通胀属于同比概念，全年呈现“先高后低”的形态不乏有翘尾因素的影响，这一点在资产定价中已有预期。同时，考虑到下半年海外经济的复苏将逐渐接棒国内商品需求，大宗牛市周期有可能比预期中更长，通胀的“点式”或者说“阶段式”扰动有可能仍然存在（图 89，90）。也就是说，在下半年的资产交易中，通胀是否超预期将是需要关注的重点之一。

图 89：原油等大宗商品引导通胀预期不断上行



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 90：通胀预计将于今年 Q2 见顶回落



资料来源：Wind、招商银行研究院

（二）主要市场研判：利率中枢波动不大，周期股行情或延续

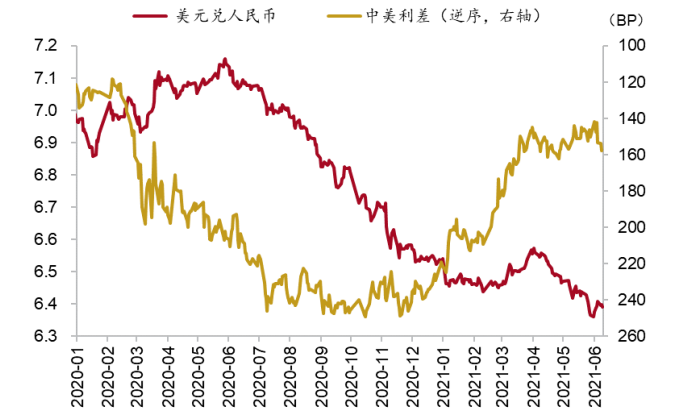
1. 外汇：稳定波动

“戴维斯双击”属于绝对性影响，而外汇作为相对概念，其在上半年的走势则主要是由美欧复苏的相对变化所引导。一季度到二季度美欧经济从“美强欧弱”切换到“美国弱，欧洲稳定”的格局，美元也因此呈现冲高回落的走势，人民币则在出口超预期以及二季度弱美元的推动下不断走强。

对于下半年的外汇市场来说，我们建议不要对人民币在上半年所展现的强势进行线性外推（图 91，92），其中一个重要的原因就是我们认为美元的弱势不具备可持续性。**总体来说，预计下半年**

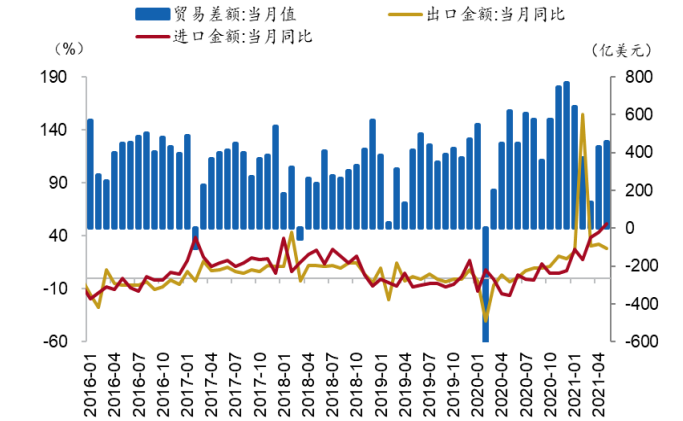
人民币汇率整体会在 6.3-6.7 的区间中稳定波动，中枢位于 6.55-6.60 之间，节奏上呈现“倒 V”字走势（图 93）。

图 91：中美利差对人民币汇率的支撑在弱化



资料来源：Wind、招商银行研究院

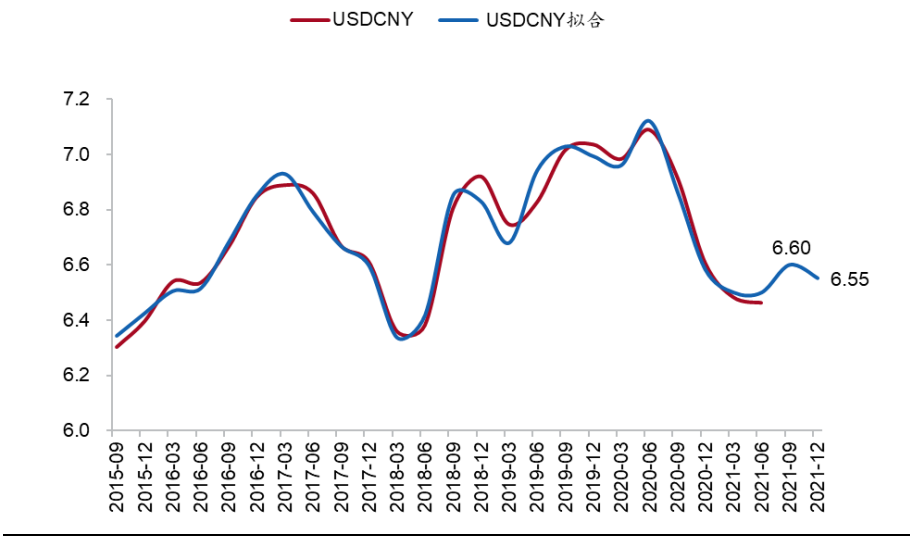
图 92：贸易在上半年维持高景气



资料来源：Wind、招商银行研究院

首先，目前欧洲无论在经济修复还是整体的疫苗接种率上相较美国都仍显滞后，市场普遍预期下半年美联储将开始释放缩减量化宽松的信号，美元存在反弹动力，对人民币汇率也将产生阶段性的抑制作用。其次，随着疫苗在欧美地区实现规模接种后，中国经济复苏的“领先性”优势已经逐步降低。而且在中美复苏错峰的影响下，中美利差预计将趋势性缩窄，对人民币汇率的支撑也将进一步弱化。另外，作为人民币汇率支撑项的出口，我们认为在下半年将面临替代效应趋于减弱、防疫物资和“宅经济”需求脉冲回落以及强势汇率削弱出口竞争力等三个方面的压力，出口的高景气度在下半年或将面临拐点，对人民币的支撑也将有所弱化。

图 93：人民币汇率预测模型



资料来源：Wind、招商银行研究院

从下半年的节奏上来说，由于我们认为美联储会在 9-10 月给出 QE 缩减的信号，则美元大概率会在三季度酝酿反弹，相应的，人民币下行风险比较高的时间也就是三季度。那对于四季度来说，

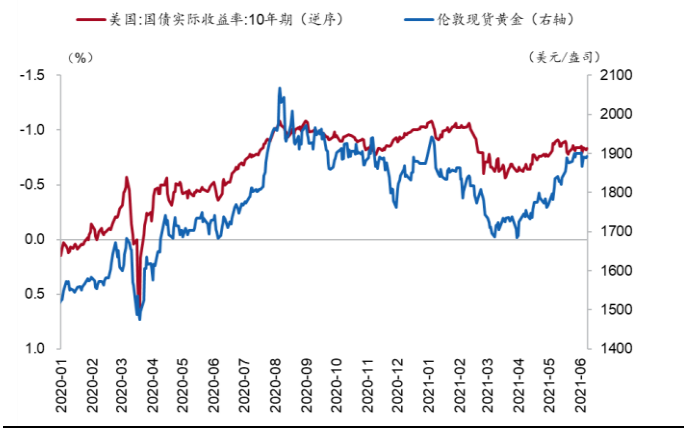
由于我们认为欧洲复苏进程大概滞后美国一个季度左右，届时“美强欧弱”的经济增速差可能会出现边际上的反转，美元可能会再次回落，人民币在四季度也会再度升值。

2. 黄金：缺乏“黄金”机会

黄金在上半年走势一波三折，一季度美国经济修复提速，市场交易流动性收紧与再增长逻辑，美债实际利率上抬以及美元走强同时带动了金价的下跌（图 94，95）。而二季度美国就业市场修复放缓，通胀却在此阶段不断上冲，实际利率略有下行，叠加同期的弱美元共同推动了金价的反弹。

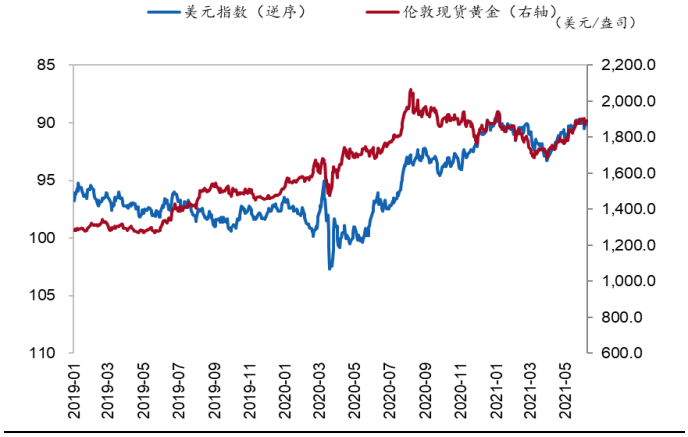
对于下半年来说，我们认为美国经济将进一步提速，而且美联储的 Taper 信号大概率也会在下半年释放，这将会引导美债名义利率和实际利率出现同步上行，对金价利空。其次，美元在流动性收紧的推动下预计将由弱转强，其对黄金价格的拉动作用也将由正转负。另外，只要不出现大宗商品的“超级周期”，美国通胀大概率会在 5 月见顶，随后逐步回落，再通胀交易对黄金的支持力度预计将告一段落，下半年金价大概率将重回下跌通道。

图 94：实际利率将继续从深度负值中修复



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 95：美元今年走势和金价呈现高度负相关性



资料来源：Wind、招商银行研究院

3. 固收：中枢波动不大，曲线走平

1）利率债展望：10 年国债收益率围绕 3.2%波动

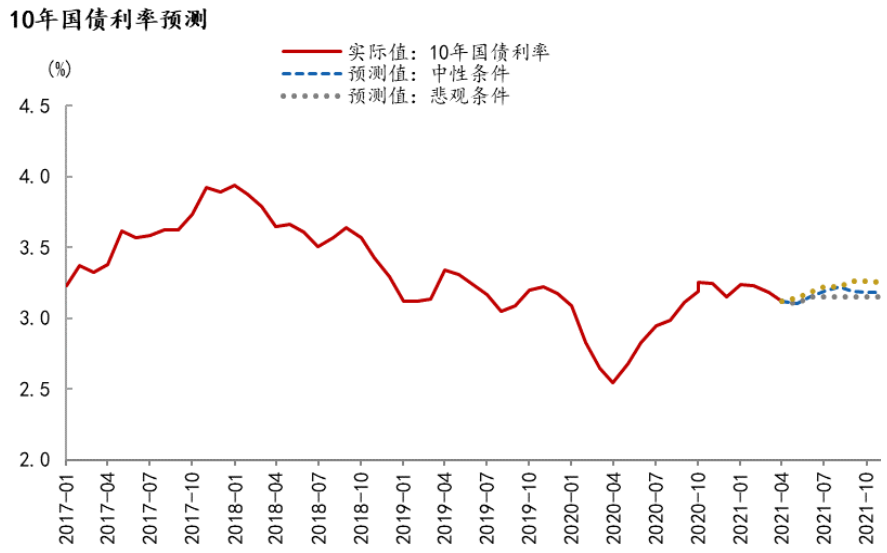
基于传统的利率分析框架，经济增长、通胀水平、货币财政政策、金融监管成为影响债市的主要因子。展望 2021 年下半年，实际 GDP 增速回落，通胀温和，名义 GDP 增速回落；货币政策维持中性；财政政策常态化积极；金融监管逐渐回归，“防风险”权重增大，以上因素对无风险利率的影响分化，预计利率中枢上下空间不大（图 96）。

节奏上，实际 GDP 增速回落，三四季度逐渐靠近新中枢，或回落至潜在增速附近；通胀方面，CPI 逐渐回升，PPI 同比在三季度小幅回升，之后回落。货币政策方面，下半年货币政策维持的概率较大，总量上较难见到价格型和数量型工具的调整，更多集中在结构层面进行协调。财政政策的边际变化或更明显，专项债逐步落地对经济的支撑将逐渐显现。综合来看，10 年国债利率走势偏区间震荡，缺乏明显利空推动突破区间上限，也缺乏明显利多突破区间下限，在三季度承受来自于通胀和流动性的干扰，四季度基本面和通胀压力或有缓和。

中性条件下，10 年期国债利率中枢在 3.2%附近，波动区间在 3.0-3.4%。乐观条件下，若经济修复超预期，货币政策微调，中枢将抬升至 3.3%附近，波动区间在 3.1-3.5%。悲观条件下，若经济修复不及预期，中枢可能会徘徊在 3.1%附近，波动区间在 2.9-3.3%。

债券期限结构曲线：三季度或受短端利率变化主导，四季度或受长端利率主导，整体来看，曲线或呈现震荡走平的状态。

图 96：利率定价模型预测 2021 年下半年无风险利率均衡水平



资料来源：Wind、招商银行研究院

2）信用债展望：城投相对安全，地产风险上升

信用利差长期受到基本面变化影响，中短期受到金融监管推进程度的影响。我国信用利差主要受风险溢价驱动，包含企业违约风险和债券流动性风险。基于以上两大因素，我们认为 2021 年下半年变化如下：

基本面修复，但盈利可能结构分化，需要对违约风险保持谨慎。三季度-四季度经济修复延续，动能逐步减弱，全年企业违约风险可控，但是较上半年，下半年信用风险溢价或有所上升（图 97）。同时，考虑到未来的结构性特征明显，不同行业景气度分化较大，景气度处于下行通道或基本面修复弱的行业信用违约风险溢价更大。

流动性风险波动不大，信用利差分化延续。三季度无风险利率或受扰动，流动性溢价趋于震荡或向上，四季度或向下修复。

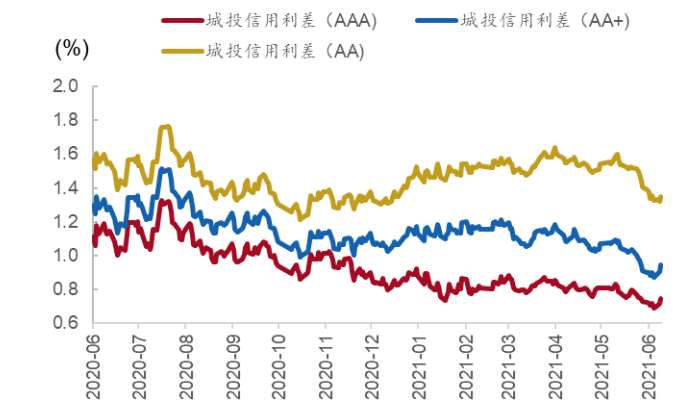
上半年信用利差处于低位，无风险利率走低，信用债收益率随之下行。下半年，预计流动性溢价可能低位向上反弹，信用风险溢价或缓慢上移，信用债收益率或小幅向上抬升。高低评级信用利差分化会延续，高评级受流动性风险影响较多，上行压力相对较大，低评级信用利差受流动性风险影响稍小，上行压力相对偏小。信用债需精挑细选，投资者可适度下沉评级增厚收益，但要更加重视企业行业景气度和个体经营能力。

城投债：仍然是相对安全的资产，但需避免盲目资质下沉。国有土地使用权出让收入划转税务部门的变化在征管机构，不涉及其他权利的再分配，征管权利变化有助于规范地方政府与城投公司的关系，避免土地出让金在财政和城投公司之间不规范的操作，是防范和化解隐性债务的系列措施之一，也有助于推动城投公司的稳健发展。需要注意的是，在此过程中，对于高等级优质、土地出让金操作规范的城投企业影响较小，对于弱地区、低评级、存在操作不规范的城投企业或有影响，后续需要对城投企业的风险识别更加精细化。

地产债：2020 年下半年后房企债权违约主体及金额呈现加速暴露的态势（图 98）。截至 2021 年 5 月，今年的房企违约债权余额达 262 亿，已超过去年全年的水平。违约主体呈现出由区域性小型房企向全国性大型房企扩散的情况。2020 年后大型房企如泰禾集团、华夏幸福等相继发生债券违约。随着融资环境收紧，房地产行业信用风险在上升，对个别大型和尾部房地产企业需要保持谨慎。

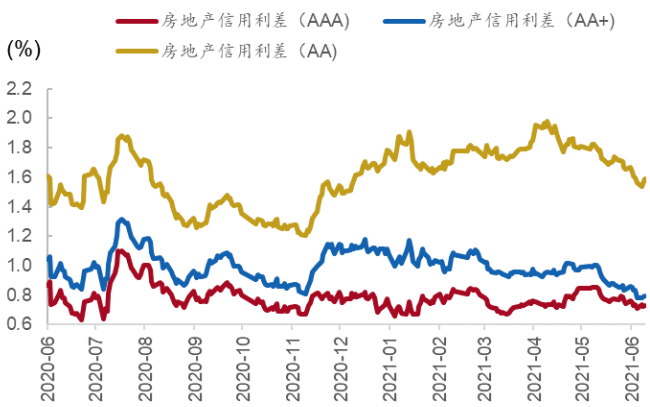
民企债：择机考虑财务表现较好的龙头民企，关注景气度处在上行通道的行业主体。同时，在碳中和主题下，可以继续挖掘新动能行业机会。

图 97：2021 年上半年城投债信用利差走势



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 98：2021 年上半年房地产债信用利差走势



资料来源：Wind、招商银行研究院

4. 权益：较上半年略为乐观

1) 大势研判：指数或震荡偏强，沪指不排除突破 3800

我们在 2021 年年初报告中预计，沪指全年区间将于[2800, 3700]区间运行，周期板块将带来结构性机会。从上半年实际运行情况（[3328, 3732]）来看，指数表现符合我们年初预期。

对于下半年而言，考虑到经济增长以及政策面都会较为平稳，基本面对股市带来的影响有限，股市将更多对企业盈利变化、通胀预期、货币政策微调、监管态度以及海外市场做出反应，指数级的趋势性空间不大，我们大体上仍然维持[2800,3700]的判断。

需要指出的是，盈利前置指标显示目前盈利增长仍在高位，即使考虑到 PPI 的前高后低走势，但随着疫情影响消退和经济复苏，服务业恢复前景良好，生产性服务业将率先回归常态，因此存在下半年盈利表现超预期的可能性，若叠加市场风险偏好走强，我们对股市的看法相较上半年会略为

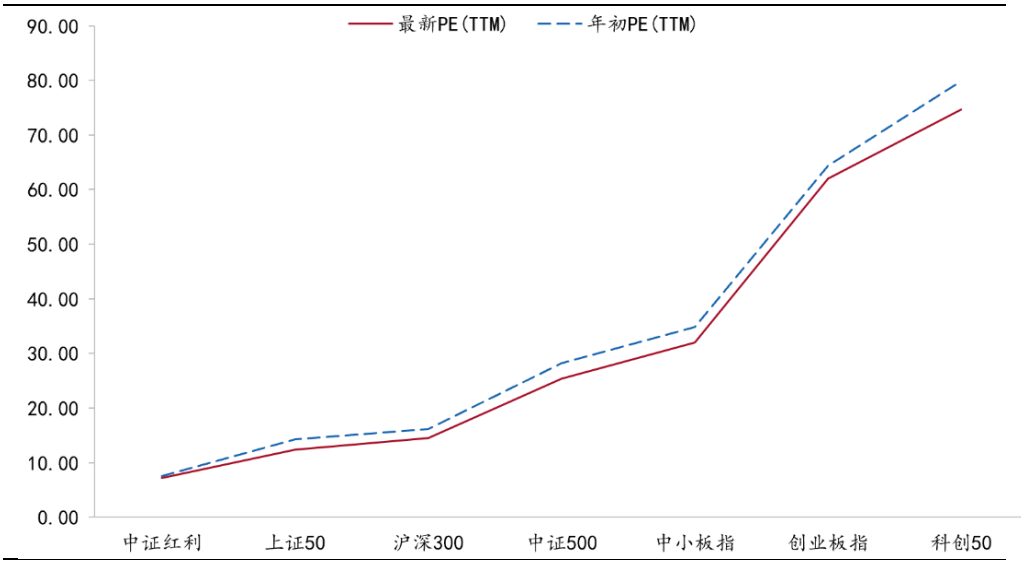
乐观，或走出震荡偏强的走势，不排除沪指突破 3800 的可能性，但更高水平可能需要更乐观的基本面配合，目前较难看到。

节奏上看，三季度后，盈利增速或在 PPI 高位下行的趋势下表现出一定程度回落，投资者需关注盈利在高基数回落影响下指数的震荡表现，在此环境下，投资者可关注高增长行业（如消费、医药等）的布局机会。

2) 策略建议：周期有望延续，短期看价值，长期看成长

板块上看，上半年估值曲线较年初出现一定程度下行，截至到 6 月，今年以来各大指数悉数上涨，因此曲线较年初的下行主要是源于分母端盈利的改善而造成。展望后市，随着中国经济高质量发展趋势不变，考虑到板块估值较年初有所修复，未来代表战略新兴产业的科创板、创业板依然值得投资者配置（图 99）。

图 99：主要板块估值曲线

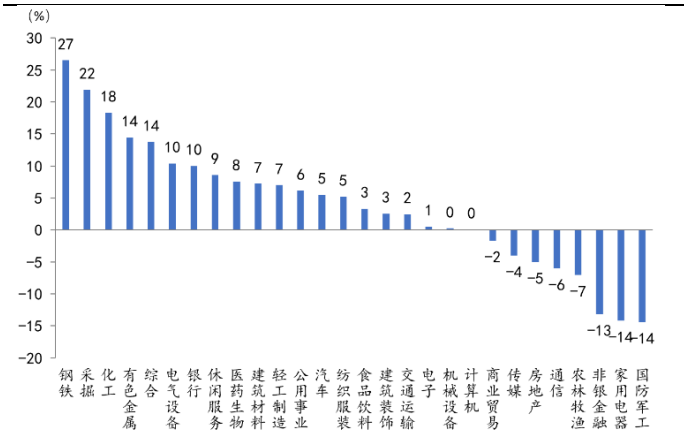


注：数据截至 2021 年 6 月

资料来源：Wind、招商银行研究院

行业上看，周期股上半年走出显著升势，其中以钢铁、采掘、化工、有色金属等行业为代表，升势名列全行业前茅，而国防军工、家电、非银等行业则表现疲弱，此外，2020 年热门股，如食品饮料、医药生物等行业，在经历春节之后的估值调整后，表现暂位处中游（图 100）。估值方面，食品饮料、休闲服务等行业仍然维持自身较高估值水平，前期化工、钢铁等周期行业的估值在经历上半年的价格快速上行后，也较去年有不同程度的提升。但从估值空间来看，周期行业较前期热门股（消费、医药等）仍然具备估值优势（图 101）。

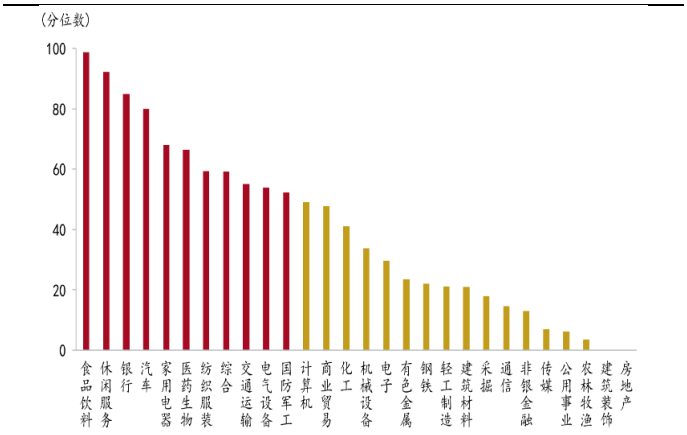
图 100：2021 年以来行业表现



注：数据截至 2021 年 6 月

资料来源：Wind、招商银行研究院

图 101：一级行业估值分位数情况



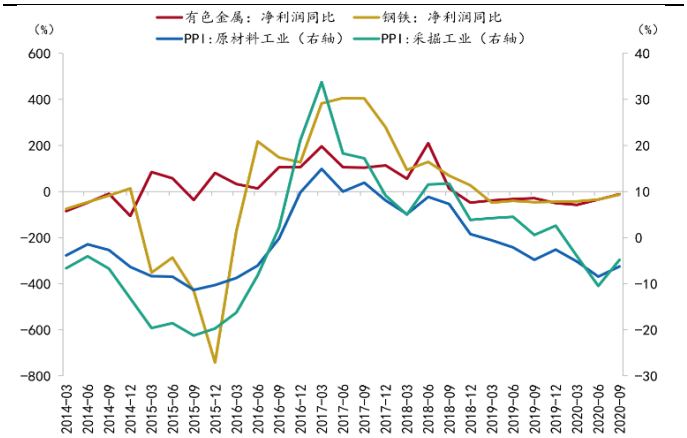
注：数据截至 2021 年 6 月，红色代表估值超过 50 分位数，黄色代表估值低于 50 分位数

资料来源：Wind、招商银行研究院

从当前强势的周期股来看，后市或仍存上行空间。一方面，海外需求的回升，将带动大宗商品继续保持强势，另一方面，以历史经验观察，周期牛市持续的时间通常会长于两个季度，周期牛市戛然而止的概率较小，另外，以有色、钢铁行业为代表，该类行业盈利表现与 PPI 表现相关性显著(图 102)，考虑到整体经济复苏进程、大宗商品价格走升背景，周期股在此环境下有望延续偏强表现。

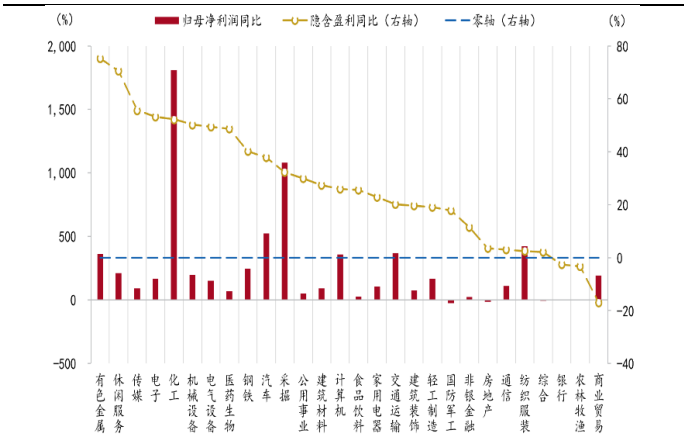
此外，疫情催化了线下体育、娱乐、购物等消费活动加速向线上转移，促进相关可选消费品保持高增长，结合对周期的判断，下半年投资者亦可关注后市盈利增速预期较高的行业（图 103），如有色、休闲服务、传媒等行业的潜在盈利增长带来的配置机会。

图 102：PPI 与周期股盈利表现同向性



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 103：一级行业后市盈利预期及实际盈利同比

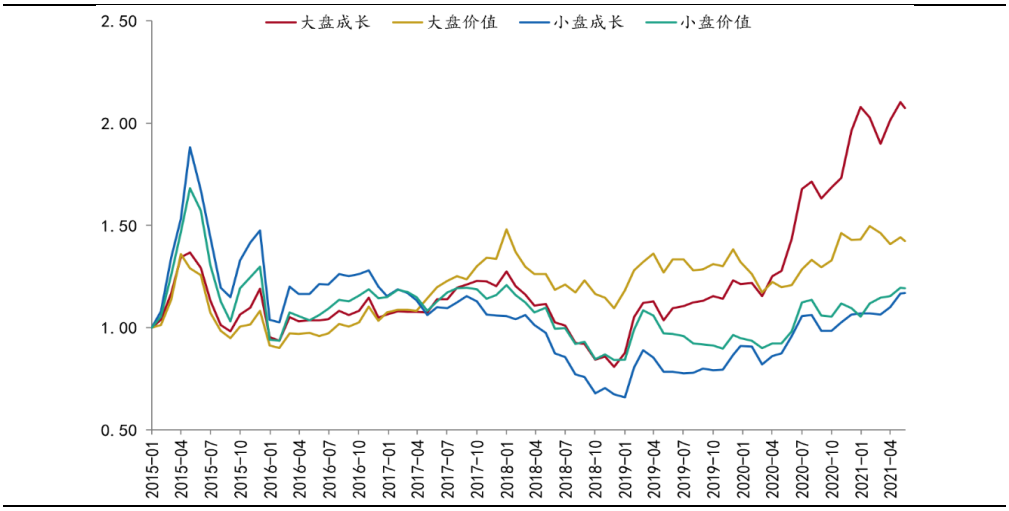


注：数据截至 2021 年 6 月

资料来源：Wind、招商银行研究院

市场风格方面，当前我国发展方兴未艾，考虑到日本、韩国等经济体在彼时发展阶段中，成长性行业的蓬勃发展势头，因此从中长期的视角出发，建议可重点关注以龙头绩优成长型企业为代表的大盘成长风格（图 104）。但中短期维度来看，当前成长风格估值已相对较高，可适当关注与配置价值风格。

图 104：2015 年以来主要风格表现



资料来源：Wind、招商银行研究院

（三）资产配置策略：海外优于国内，权益优于固收

对于下半年的大类资产配置，我们主要以跨资产、资产内部对比两个维度进行策略推荐，具体逻辑如下：

跨资产对比来看，下半年大类资产的配置逻辑建议继续以经济增长、中外复苏差以及由此带来的政策差为交易主线，因此建议以进攻性策略为主，风险资产相较避险资产配置胜率更高。总体来说，**海外风险资产（权益、大宗）整体高配，避险资产（固收、黄金）整体低配，外汇资产以双向波动为主，建议标配，国内的固收和权益建议维持均衡配置，不做大的比例调整，同时加强择时研究和资产内部的结构研究，以增厚收益。**

资产内部对比来看，**在权益市场方面，美股相较 A 股胜率更高。**美股中高估值资产虽在 QE 退出预期下存在波动风险，但考虑到业绩预期仍在不断修复，美股仍可看高一线。而 A 股预计会以区间震荡为主，内部结构变化的机会值得抓住；**在固收市场方面，中债相较美债胜率更高。**海外债市的熊市格局基本已经是市场一致预期，但中债我们认为在三季度将逐步出现增配机会，建议配置盘关注；**在外汇市场方面，美元相较人民币胜率略高。**下半年虽然整体趋势性行情不强，但建议关注交易型机会，尤其美元在三季度具备反弹动力。

另外，虽然我们建议国内固收和权益以均衡配置为主，但从胜率的角度出发，A 股市场多头胜率或略高于固收市场。主要由于国内固收更多集中于季度行情，且国债利率整体波动区间不大。而 A 股市场虽缺乏趋势性行情，但其中的结构性行情（例如周期股）预计仍能为投资者带来正向收益。

综合来说，出于对胜率的考虑，我们对下半年大类资产的排序做如下建议：**美股、大宗>A 股>中国债市>美元>人民币>美债、黄金**，供投资者参考（表 3）。

表 3：2021 年下半年大类资产配置策略

资产类别	观点	配置建议			配置变化	观点
		高配	标配	低配		
汇率	美元		●		↑	我们认为无论是人民币在上半年所呈现的强势，还是美元的弱势均不具备可持续性。在美联储流动性收紧预期上升的背景下，美元在Q3存在反弹动力，也将会对欧元、人民币产生阶段性的抑制作用。但进入Q4后，“美强欧弱”的经济增速差可能会出现边际上的反转，美元可能会再次回落，欧元、人民币在四季度也会再度回升，因此建议下半年外汇市场整体标配
	欧元		●		↓	
	人民币		●		↓	
黄金属	黄金			●		下半年美国经济将进一步提速，且美联储的流动性边际收紧信号大概率也会在下半年释放，这将会引导美债名义利率和实际利率出现同步上行，对金价利空。
固收	中国国债		●			中性条件下，10年期国债利率中枢在3.2%附近，波动区间在3.0-3.4%。下半年建议关注资金波动以及国内经济需求的边际变化
	中国信用债		●			以票息策略为主。当前信用利差低位，易受资金波动影响，下半年关注资金波动对高评级信用债的扰动。此外，信用风险不可小视，需要警惕个别城投、房地产企业发生违约对信用市场的影响
	美债			●		预计海外市场将继续交易复苏逻辑，美债利率在下半年或将进一步上行
权益	上证综指	●				当前估值处65分位数，较创业板具备一定程度估值优势
	创业板		●			当前估值上行至82分位数水平，注意指数波动风险
	美股	●				考虑到基本面持续修复，建议维持高配，但需要留意高估值的波动

资料来源：招商银行研究院

具体到各类资产，配置逻辑如下：

外汇：标配。我们认为无论是人民币在上半年所呈现的强势还是美元的弱势，均不具备可持续性。预计下半年人民币汇率整体会在 6.3-6.7 的区间中稳定波动，中枢位于 6.55-6.60 之间，节奏上呈现“倒 V”字走势。从外汇产品的角度来说，建议有即期购汇需求的投资者在二季度末或三季度初尽早寻找机会进行购汇。

黄金：低配。下半年美债名义利率和实际利率预计会出现同步上行，对金价利空。对于黄金产品的投资者来说，我们建议以空头思路对待，可以考虑购买看跌黄金的结构性理财产品或是配置保值看涨金等。

固收：标配。在中性条件下，我们对利率节奏和相应策略给出大致判断，长端利率在三季度仍然面临部分上行的压力，净值仍受到挑战，交易盘尚需等待，仍维持短久期操作，配置盘可择高配置，10 年国债利率在 3.3%以上不失为配置区间；四季度交易盘可以适当参与。结合 10 年期国债利率的运行区间，我们给出相应的策略：3.3 以上属于高位震荡区，可逢高参与；3.1-3.2%属于中部震荡区，建议防守为主；3.0-3.1%属于低位震荡区间，需要注意安全边际。

对于谨慎风险偏好的投资者，建议中高等级、票息策略为主的纯债型基金；对于稳健收益偏好的投资者，固收+产品仍然是较好选择，风格上推荐均衡型二级债基，对于利率债基金、长久期利率债指数基金或者操作上以交易型为主的债券基金在三季度谨慎购买，短期投资者可在四季度择机参与。

A 股：高配。预计沪指将继续在[2800,3700]区间中运行，若下半年盈利表现超预期，不排除突破 3800 的可能性。短期来看，受益于大宗强势，周期股存在进一步走强的空间，而长期来看，代表战略新兴产业的科技、医药等板块，代表经济转型方向的消费等成长板块依然看好，因此投资者在短期关注周期股的同时，也应当关注下半年周期向成长转换进程中的长线配置机会。

对于相对收益目标投资者，今年仍有结构性机会，要获取超过业绩基准的收益难度不大，但对于绝对收益目标投资者，债市熊牛切换仍需等待，股市也不具备趋势性行情条件，建议设置中性收益预期目标，相较于前两年需调低全年收益预期。策略层面，可以选择含有打新、高股息等相对确定收益增厚策略的基金。

产品风格方面，自今年春节以来抱团股瓦解后，市场缺乏能引发新共识的市场主线，在二季度“茅系股”和顺周期行业轮流上演超跌反弹和冲高回落后，板块轮动中趋于平衡，相对收益目标投资者可以精选市场上在风险暴露可控的前提下擅长把握做多机会的基金经理和产品，对于绝对收益目标投资者，由于市场仍然轮动较快，建议选择行业均衡、选股能力突出的基金经理和产品。

（四）融资建议：美元融资继续分化，境外 IPO 热情或保持高涨

1. 境外融资

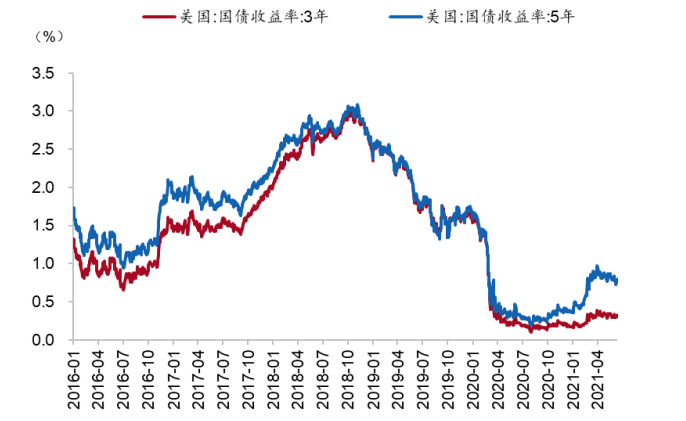
美元融资方面，我们认为挂钩不同基准利率的融资成本变动会延续上半年的分化态势。

对于挂钩 Libor 利率的美元融资来说，由于 Libor 基本围绕着联邦基金目标利率窄幅波动，与美联储加息/降息操作直接关联，而考虑到今年年内美联储都难以有实质性的加息动作，因此 Libor 利率的波动风险预计比较有限，以 Libor 作为定价基准的美元融资全年都将具备低成本优势。

但是对于中资美元债来说，近几年的久期分布以 3-5 年期为主，其定价基准所挂钩的 3-5 年期美债利率预计会在下半年继续出现中枢性的上移（图 105）。因此，对于以美债作为定价基准的美元融资来说，低成本窗口将进一步缩窄。另外，考虑到美联储大概率将于 9-10 月释放 Taper 信号，美债利率的上冲风险在三季度恐怕会较为集中，有融资需求的客户建议适当回避。

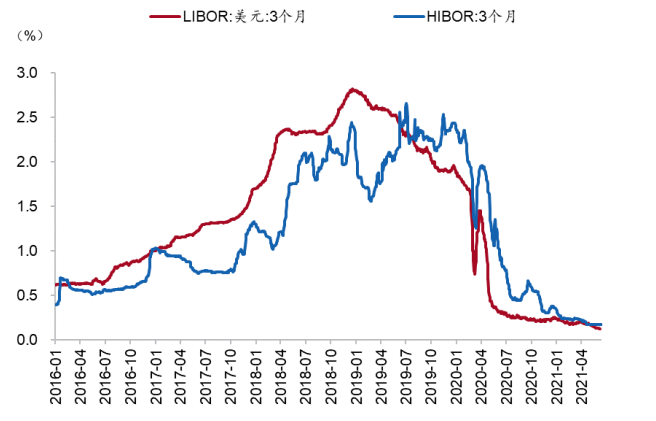
港元融资方面，由于 Hibor 利率基本跟随 Libor 利率而动，在美联储未有加息预期的背景下，Hibor 利率下半年整体变动幅度预计不大，挂钩 Hibor 利率的港元融资同样在全年都将具备低成本优势（图 106）。

图 105：美债 3-5 年期利率预计将继续上行



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 106：Libor、Hibor 利率今年以来变动不大



资料来源：Wind、招商银行研究院

权益方面，由于 A 股一级市场监管趋严，境内企业赴境外 IPO 的热情预计将保持高涨，美股、港股仍是上市热门地点，这将对跨境业务带来增长空间。

2. 境内融资

债权融资方面，下半年债权融资安排可以避开利率压力阶段性上升时期，待资金利率出现松动后再逐步安排。建议期限以短为主，待长端利率出现下行趋势后，再逐步拉长期限。

股权融资方面，今年以来一级市场监管趋严，其中一个重要原因是不少保荐机构执业质量不高，不少中介机构尚未真正具备与注册制相匹配的理念、组织和能力，还在“穿新鞋走老路”。长远来看，当前监管趋严是为注册制下上市公司真正具备“可投性”这一大势打下规范化的基础，因此在监管趋严的环境下，相关业务部门一方面需增强识别企业优劣（如财务、行业等）的专业能力，做好企业维护服务，另一方面还可关注专业投资者对配资方面的需求。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址　深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话　0755-83195702

邮箱　zsyhyjy@cmbchina.com

传真　0755-83195085

更多资讯请关注招商银行研究微信公众号