国元证券 GUOYUAN SECURITIES

深度报告

# 通胀预期与结构复苏

## —— 2021年二季度宏观经济展望与资产配置建议

证券研究报告 2021年3月11日

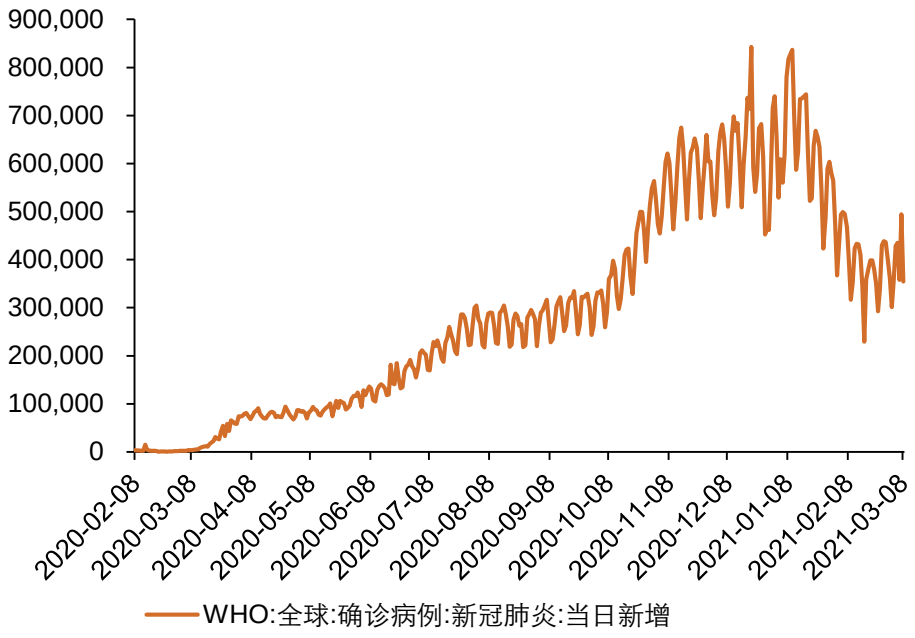
证券分析师: 徐颖
电话: 021-68880637-2174
E-MAIL: xuying@gyzq.com.cn
SAC执业资格证书编码:S0020520070001

- 中国经济领先全球复苏，经济动能由投资转向出口、消费和制造业
- 出口仍有韧性，制造业投资有望高增，消费仍有修复空间
- CPI通胀压力不大，关注大宗涨价输入
- 财政政策提质增效，货币政策灵活精准，更注重稳杠杆与防风险
- 美国经济：不均衡复苏，“非典型滞胀”预期
- 资产配置建议：商品最优，债熊未完，权益关注结构性机会

# 新冠疫情高峰已过

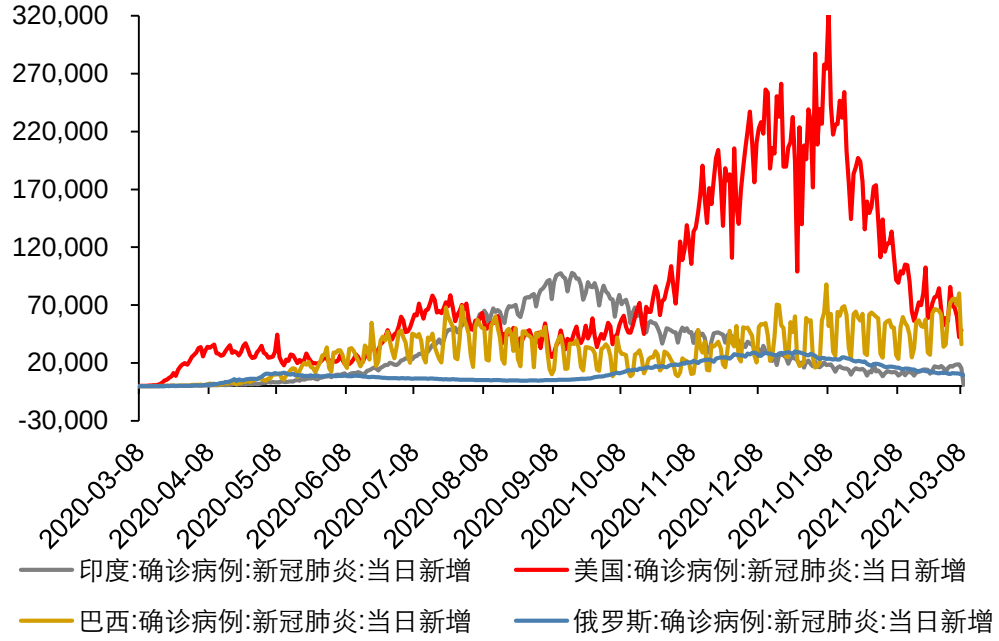
- 欧美疫情高峰期已过，3月初美国单日确诊已降至5万例左右。
- 新兴市场国家疫情数据也有所好转。印度单日新增确诊下滑至1.5万人左右水平。
- 疫情对经济的边际影响在减弱，但长期影响仍然存在。

图 1：全球新冠疫情仍在蔓延




资料来源：Wind，国元证券研究所

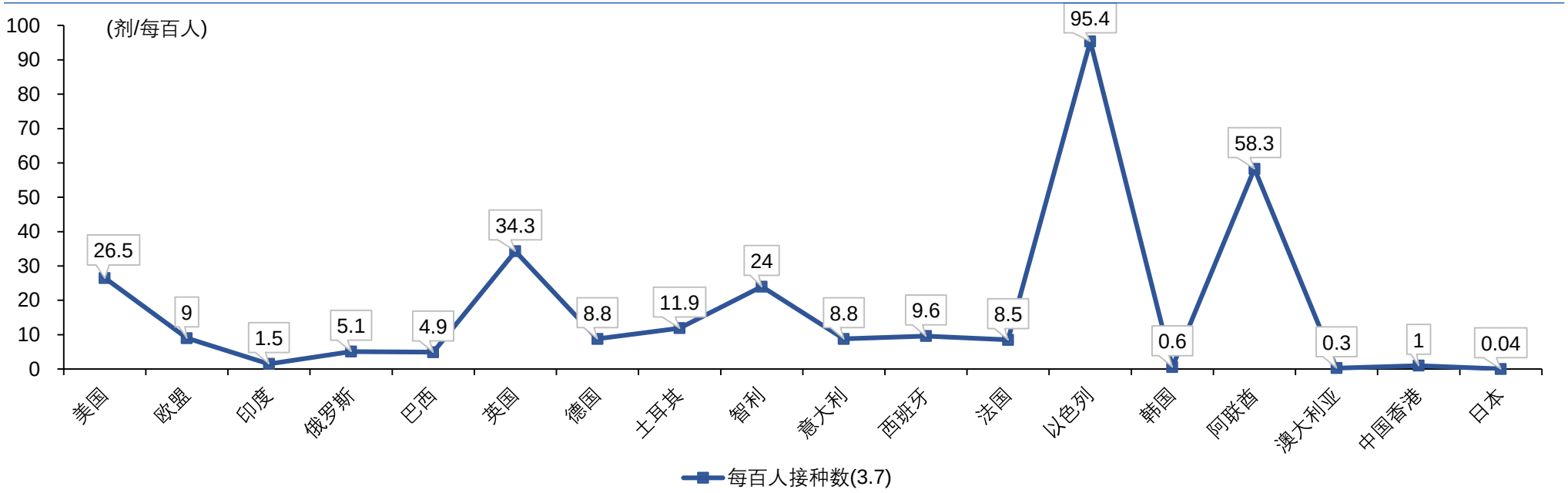
图 2：美国处于疫情第三波




资料来源：Wind，国元证券研究所

# 全球疫苗接种节奏不同步

- 截至3月8日，全球111个国家接种了近3亿剂疫苗，平均每天接种765万剂。
- 发达国家大概率在2021年二季度完成对高危人群基本的覆盖，下半年完成大规模接种。据Bloomberg测算，美国可能在9月之前实现75%的人群有效接种疫苗。
- 欠发达地区大概率要在2021年中才能逐步获得基本的疫苗资源，分批次接种疫苗整个过程可能延续一年以上，疫情对欠发达国家的影响或将延续到2022年中。

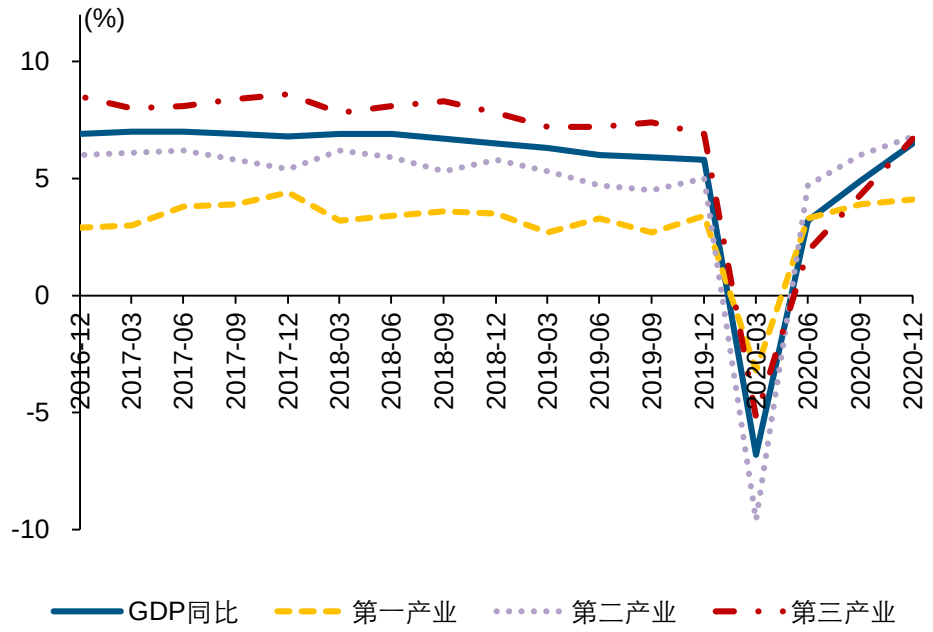



资料来源：Wind，国元证券研究所

# 中国经济领先全球复苏，整体恢复到疫情前水平

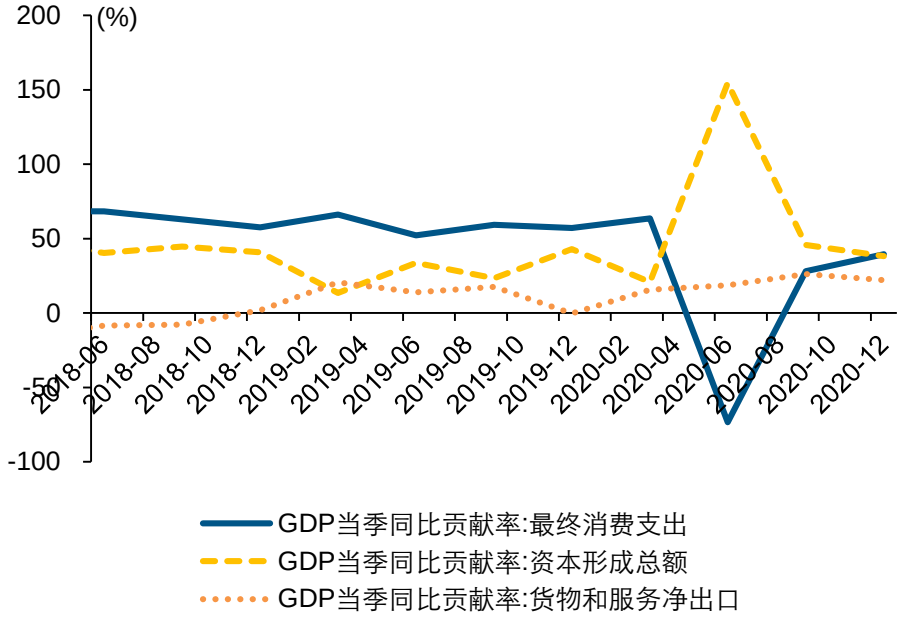
- 2020年四季度GDP同比增长6.5%，2020年全年实现GDP同比增长2.3%
- 经济动能由投资转向出口和消费。固定资产投资完成额在去年7月以后放缓。消费逐步恢复，出口大幅增长，韧性极强。

**图 3：经济整体恢复到疫情前水平**




资料来源：Wind，国元证券研究所

**图 4：经济动能由投资转向出口和消费**

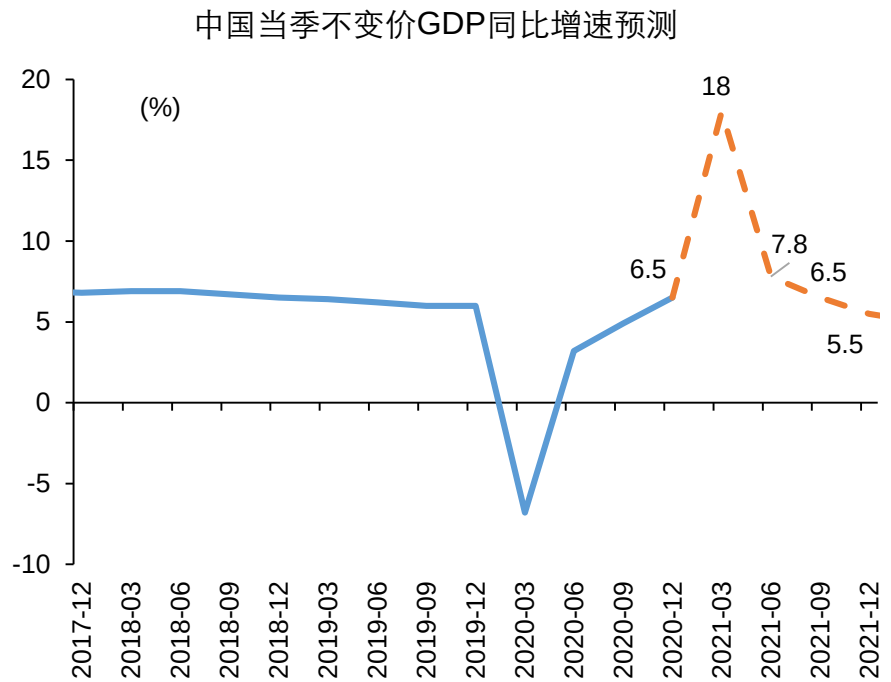



资料来源：Wind，国元证券研究所

# 预计今年GDP前高后低，回归潜在增速中枢

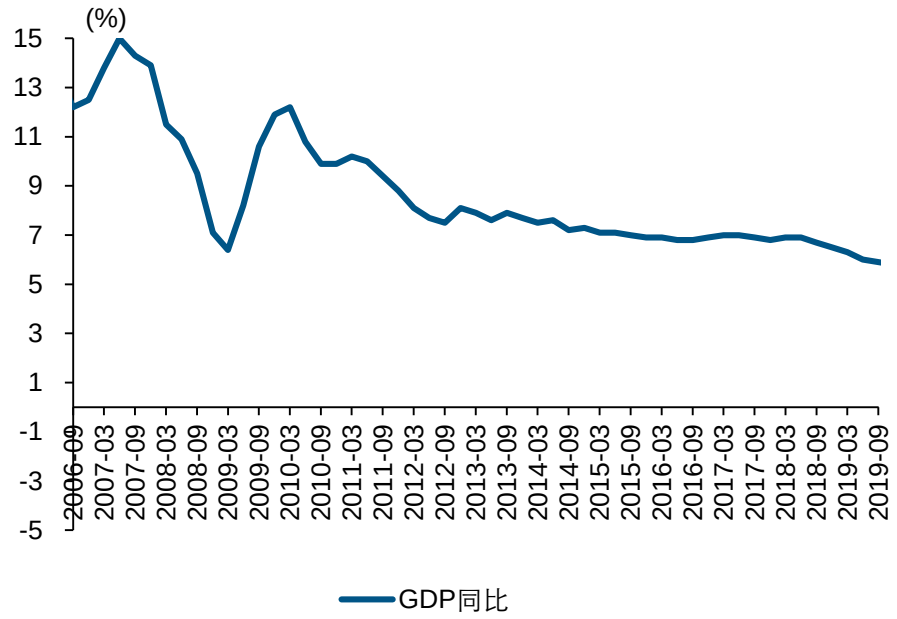
- 我国经济的中期潜在经济增速为5%-5.5%左右。
- 预计2021年一季度的GDP增速预期可能高达18%，之后增速开始逐渐回落。
- 不同于2008年，海外需求由财政刺激托底，预计中国经济将于今年底恢复至潜在增速区间。

图 5：预计2021年GDP增速前高后低




资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：金融危机后GDP增速波动更平

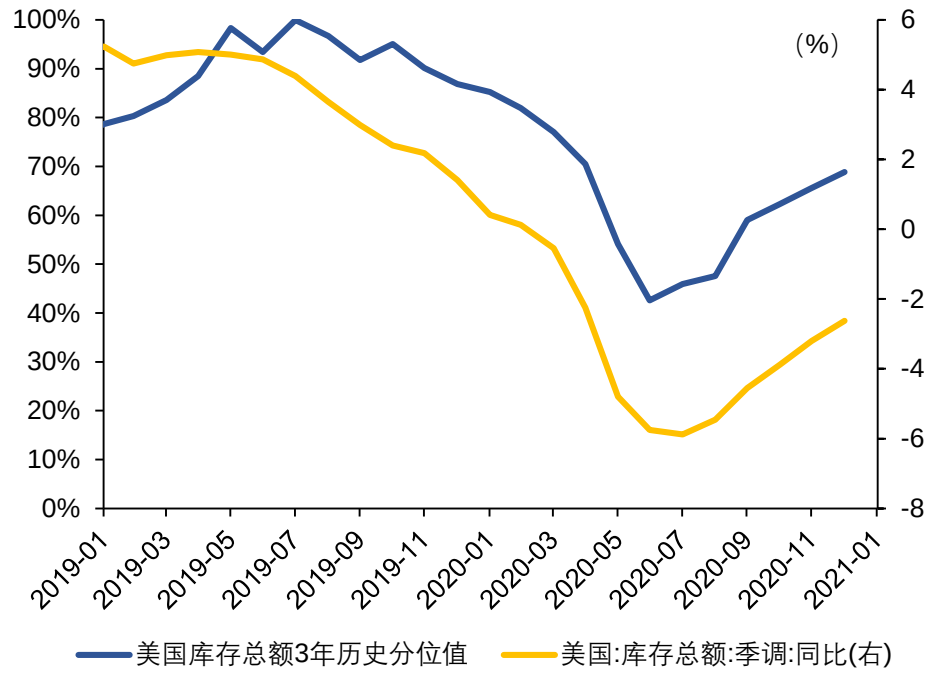



资料来源：Wind，国元证券研究所

# 预计2021年出口维持强势

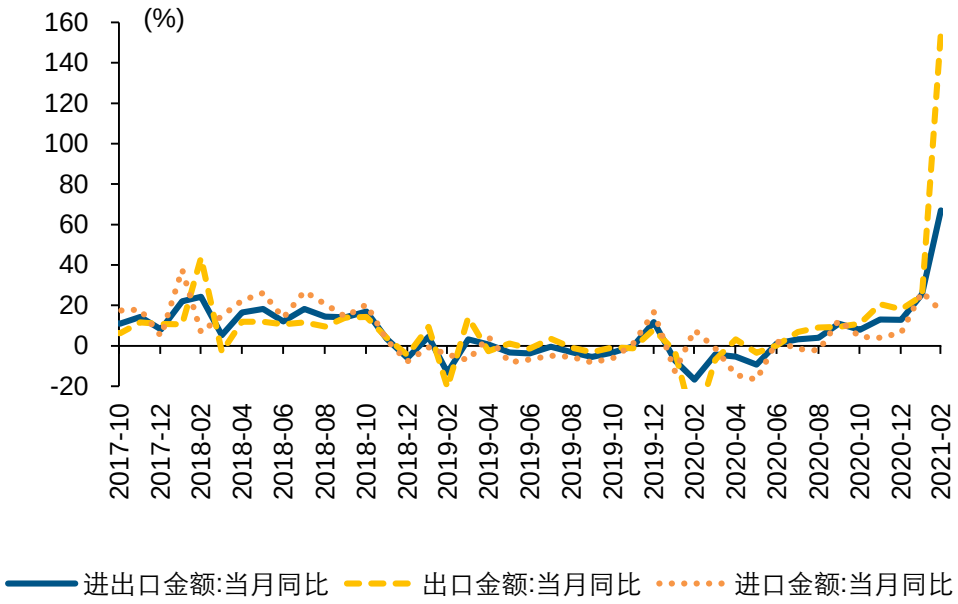
- 发达国家已经开始推广疫苗接种，拜登1.9万亿财政计划通过，外需或将进一步增强。
- 海外各国正在从被动去库进入主动补库的阶段，当前库存仍处于历史低位。
- 1-2月进出口总额同比增长41.2%。其中，出口同比增长60.6%；进口同比增长22.2%

图 7：美国正在进入主动补库存阶段




资料来源：Wind，国元证券研究所

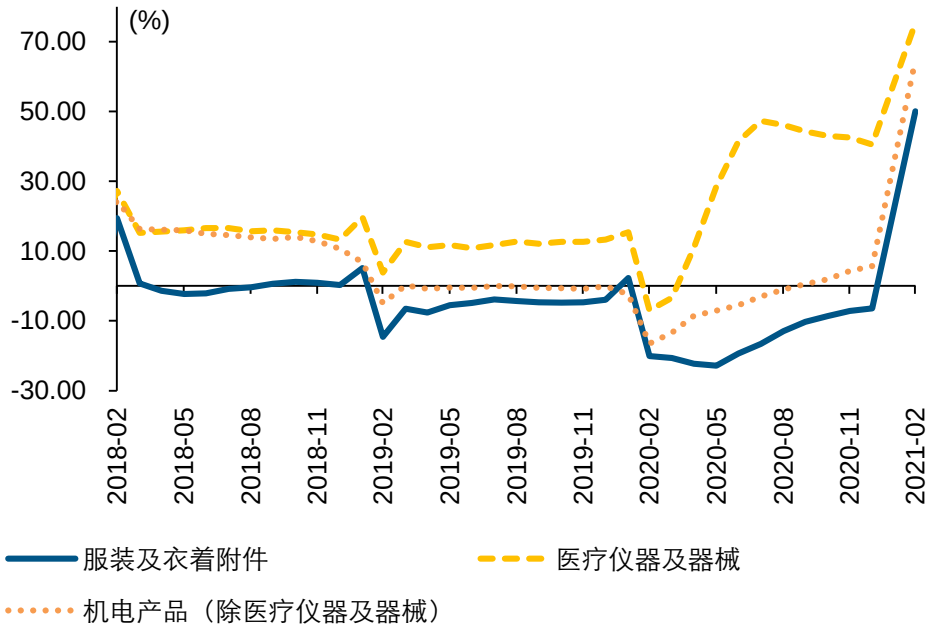
图 8：1-2月进出口总额同比增长超市场预期




资料来源：Wind，国元证券研究所

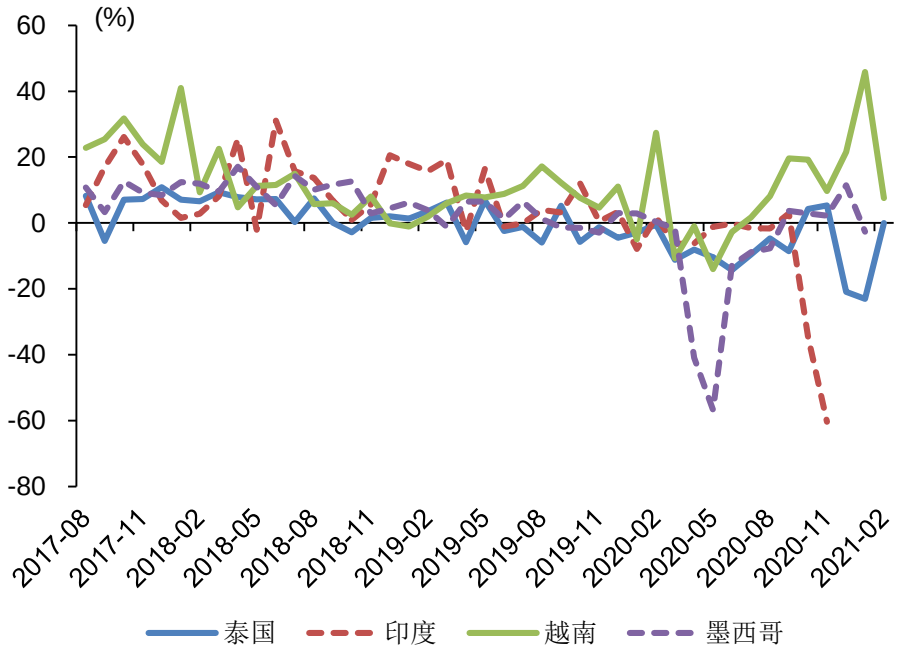
- 发展中国家大面积接种疫苗的时间将晚于发达国家，中国继续享有出口替代效应。
- 中国出口产业链的国际竞争力很强，在调研中发现，很多企业表示订单已经排满，未见订单转移至国外。

图 9：主要出口商品累计同比




资料来源：Wind，国元证券研究所

图 10：主要竞争国家出口同比

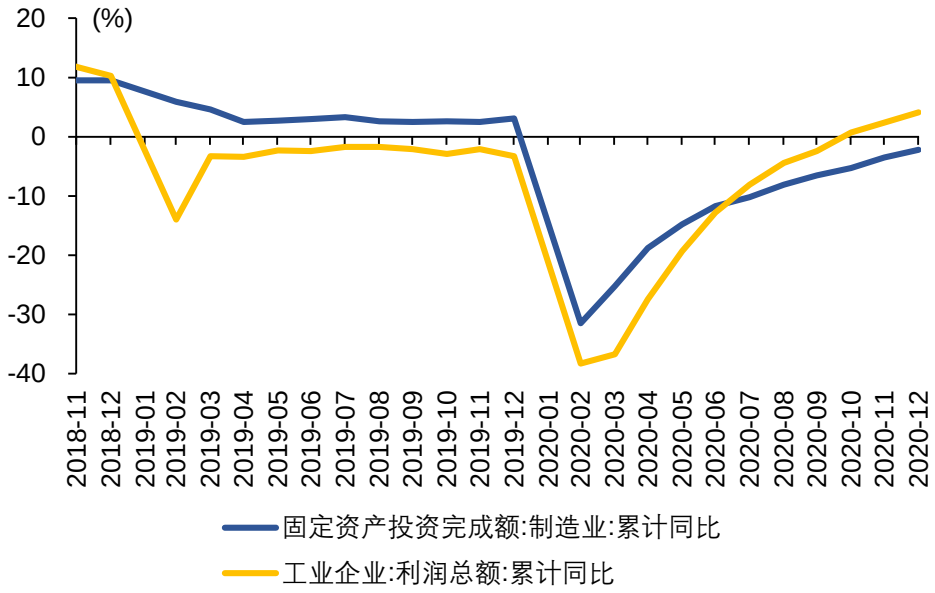



资料来源：Wind，国元证券研究所

# 预计2021年制造业维持高增

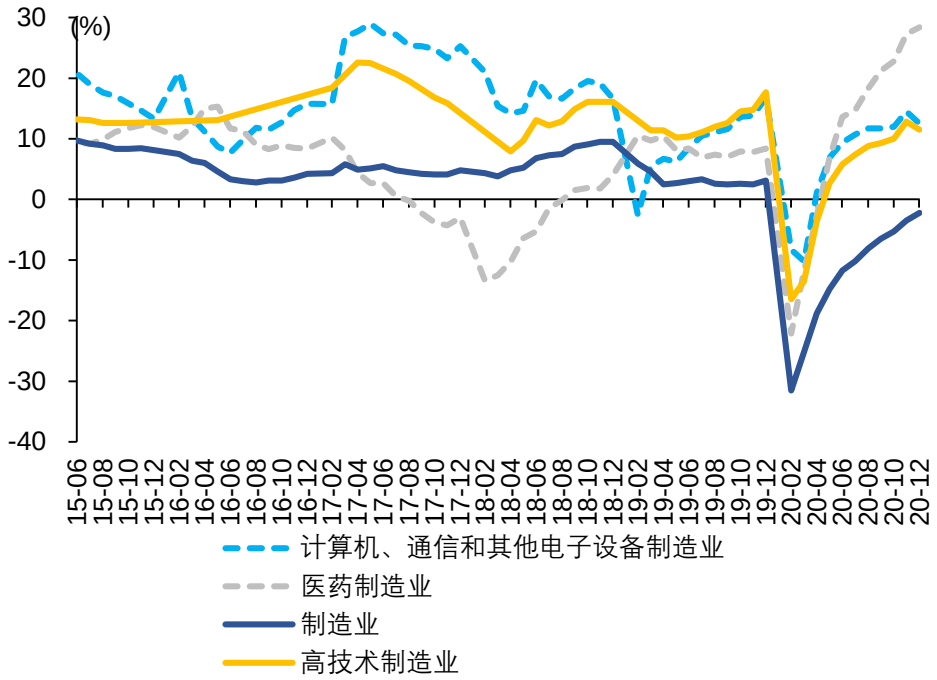
- 2021年国内工业企业生产能力预计稳步回升，工业企业利润已经开始超预期好转。
- 可选消费边际改善，出口预计维持强势，对制造业投资增长有一定促进作用。
- 新旧动能周期的加速切换，预计制造业投资全年同比增速或将达到9%。

图 11：制造业投资滞后于工业企业利润




资料来源：Wind，国元证券研究所

图 12：高技术制造业投资整体维持高增

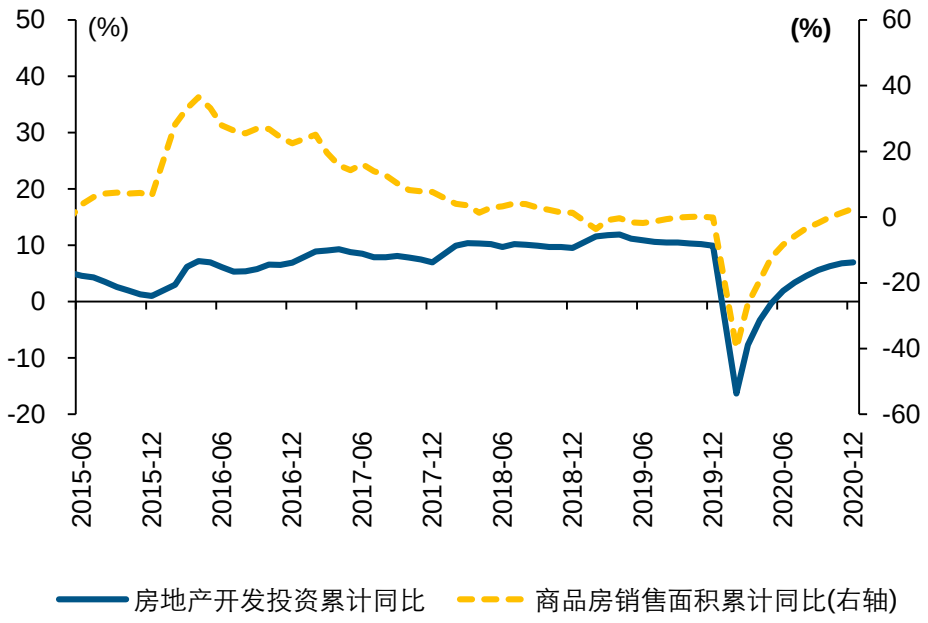



资料来源：Wind，国元证券研究所

# 预计2021年地产投资下行但仍有韧性

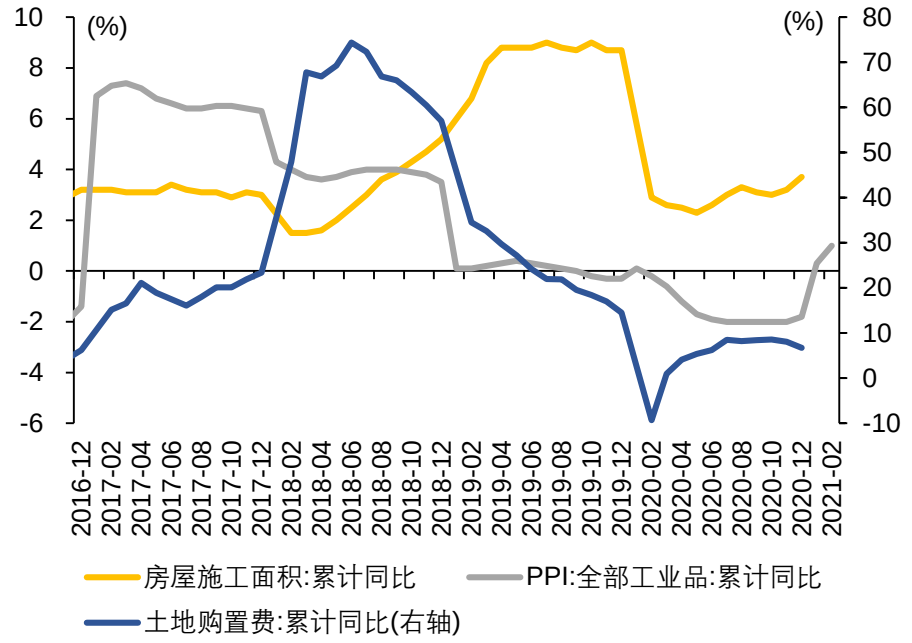
- 预计2021年房地产投资受政策影响较大，但相对保持韧性，全年同比增速5%左右。
- “三条红线”和房地产贷款管理制度，进一步收紧房企融资与居民购房的资金面。
- 政策调控将以稳为主，在不发生系统性风险的前提下，灵活调控地产投资增速。

图 13：房地产投资边际改善




资料来源：Wind，国元证券研究所

图 14：地产投资重要影响因素走势




资料来源：Wind，国元证券研究所

- 预计2021年房地产投资受政策影响较大，但相对保持韧性，全年同比增速5%左右。
- “三条红线”和房地产贷款管理制度，进一步收紧房企融资与居民购房的资金面。
- 政策调控将以稳为主，在不发生系统性风险的前提下，灵活调控地产投资增速。

**图 15：近半年主要地产调控文件**

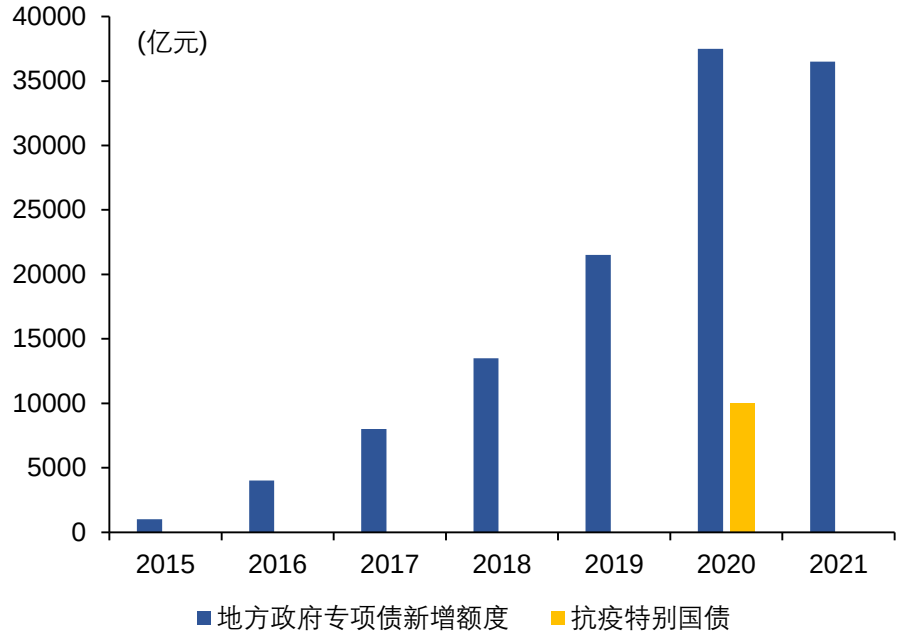
| 时间 | 发布单位 | 具体内容 |
|---|---|---|
| 2020.8.20 | 住建部、央行 | 提出“三条红线”，明确房地产企业资金监测和融资管理规则 |
| 2020.12.28 | 央行、银保监会 | 明确了房地产贷款集中度管理制度的机构覆盖范围、管理要求及调整机制。综合考虑银行业金融机构的资产规模、机构类型等因素，分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限，对超过上限的机构设置过渡期，并建立区域差别化调节机制 |
| 2021.1.21 | 上海市住建委，市财政局等八部门 | 明确严格执行住房限购政策，严格执行差别化住房信贷政策，提出严格规范房地产市场经营秩序等内容 |
| 2021.1.23 | 深圳市住建局 | 提出8条措施，包括严格审查购房人资格，违规将暂停使用网签系统3年 |
| 2021.2.26 | 东莞市住建局 | 提高限购年限、首付比例，围堵假离婚购房，监控二手房价格 |
| 2021.3.3 | 上海市住建委、规划资源局和房管局 | 主要包括严格新建商品住房价格备案管理，对部分住房实施5年限售等事项 |
| 2021.3.9 | 海南省人民政府办公厅 | 全面清理整治房地产企业和中介机构违法违规行为，严厉打击规避限购政策骗购、变相涨价、违规销售等违法违规行为 |

资料来源：Wind，国元证券研究所

# 预计2021年基建投资稳中有降

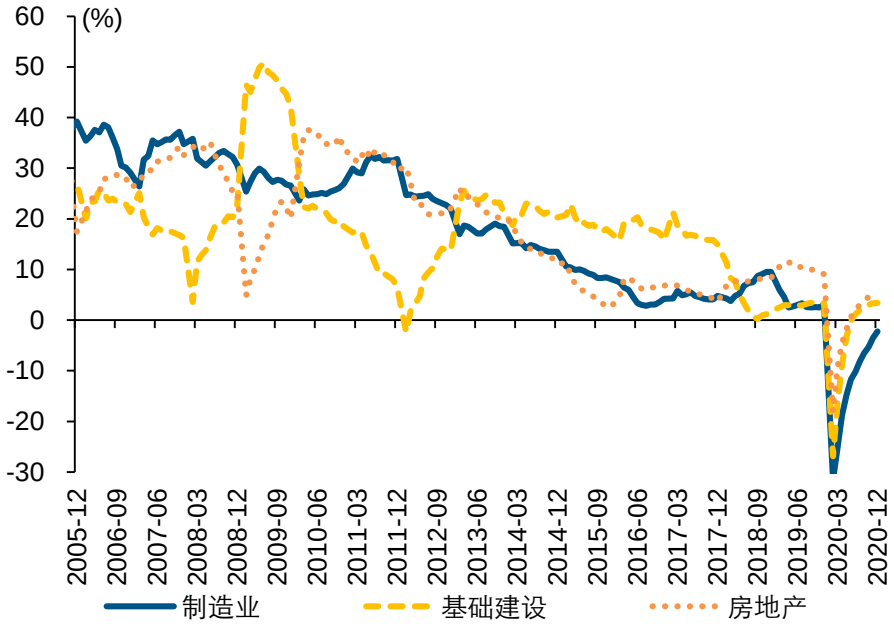
- 预计2021年基建投资稳中有降，全年同比增速或将在3%左右。
- 财政政策将提质增效、保持可持续性。其中新增地方专项债额度较2020年减少1000亿元，不再发行抗疫国债。财政资金支出将向科技、民生等方向倾斜，基建投资增速将边际放

图 16：新增地方专项债额度与抗疫特别国债额度




资料来源：Wind，国元证券研究所

图 17：固定资产投资分项情况

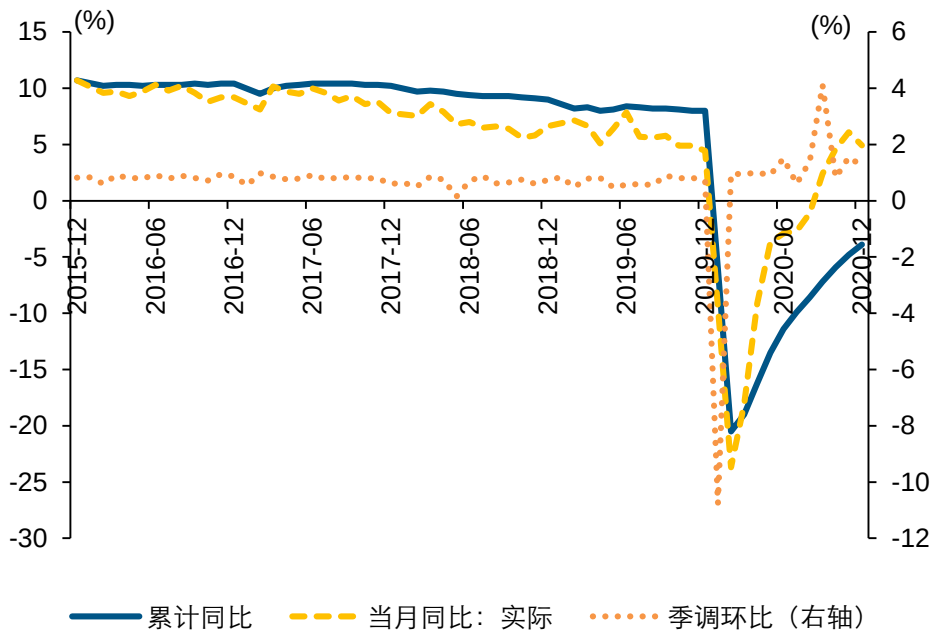



资料来源：Wind，国元证券研究所

# 预计2021年消费仍有修复空间

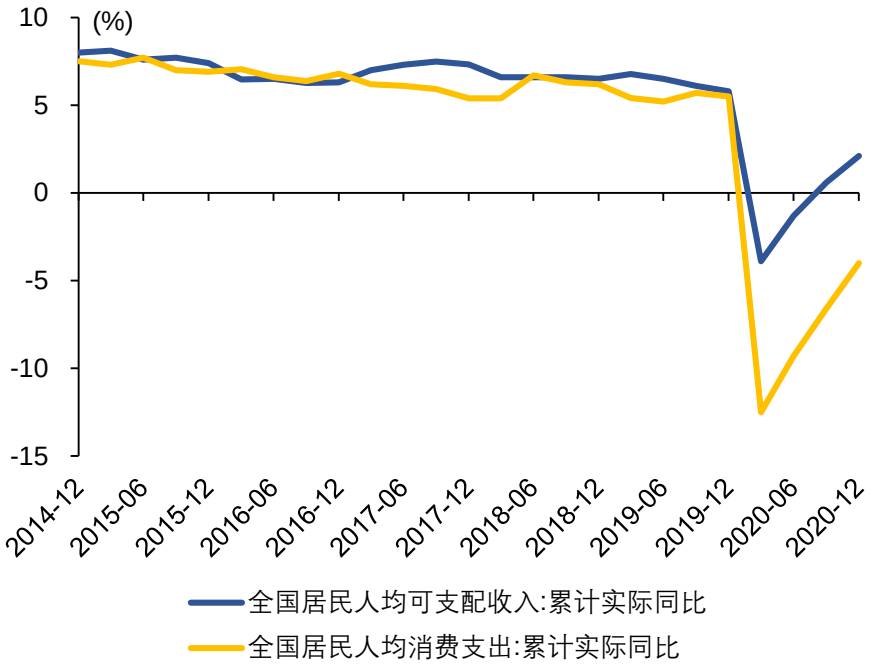
- 预计2021年社零全年增速有望提至升至15%左右。
- 对比生产端等指标累计同比增速，社零累计同比增速修复程度仍有提升空间。
- 未来随着国内经济进一步向好，居民信心好转，超额储蓄有望逐步转向消费。

图 18：社零消费恢复滞后但仍有提升空间




资料来源：Wind，国元证券研究所

图 19：此前应对疫情的储蓄有望转为消费

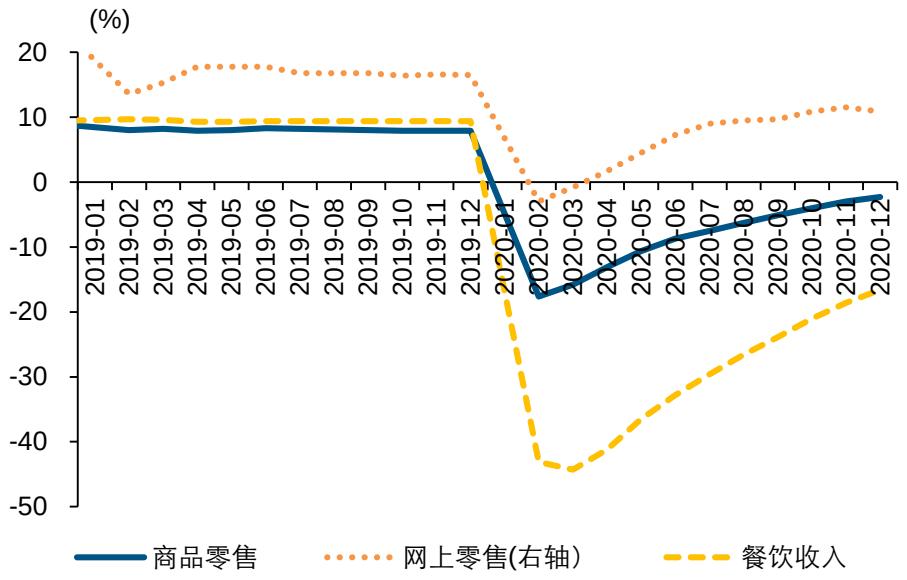



资料来源：Wind，国元证券研究所

# 预计2021年消费仍有修复空间

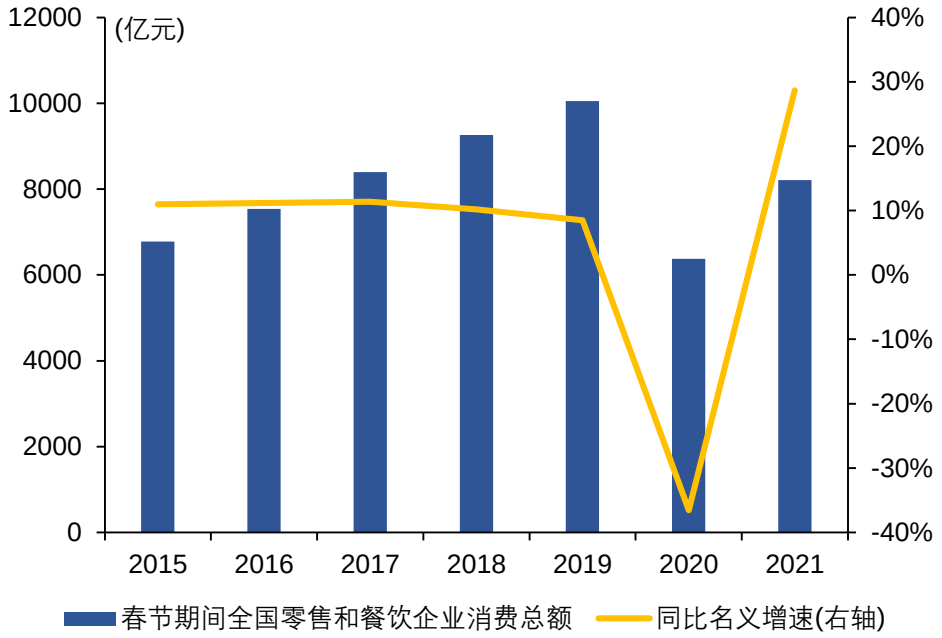
- 随着疫苗的推广，线下消费有望继续改善。
- 国家双循环战略下，促进国内消费也将成为拉动国内经济的重要手段。消费作为内循环中最重要的一环，将会迎来更多的政策支持。

图 20：线下消费仍有改善空间




资料来源：Wind，国元证券研究所

图 21：春节消费同比边际增长

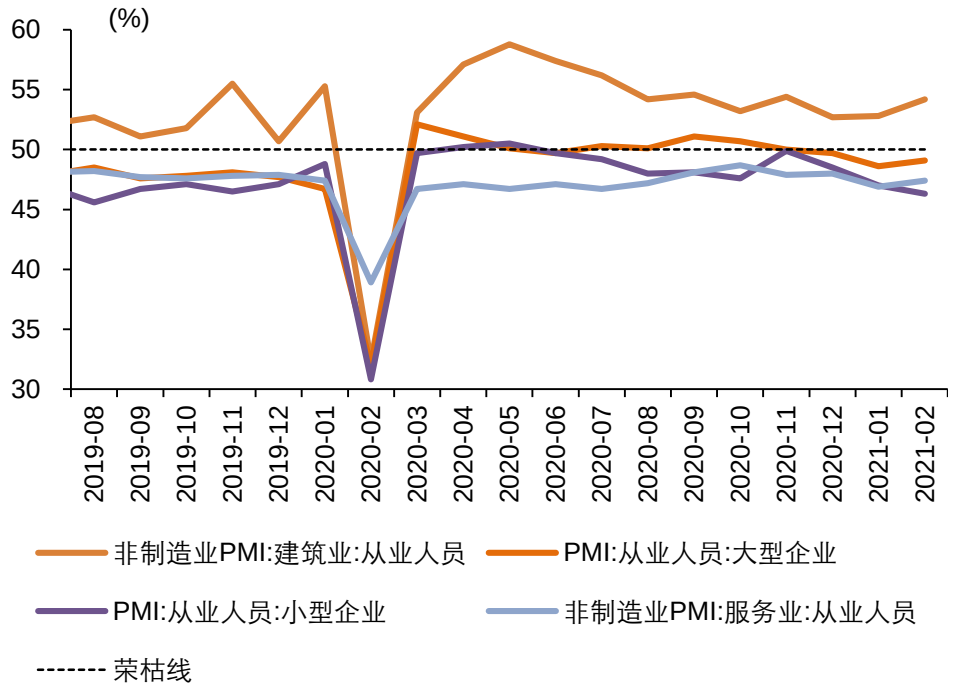



资料来源：Wind，国元证券研究所

# 就业压力仍存，收入差距扩大

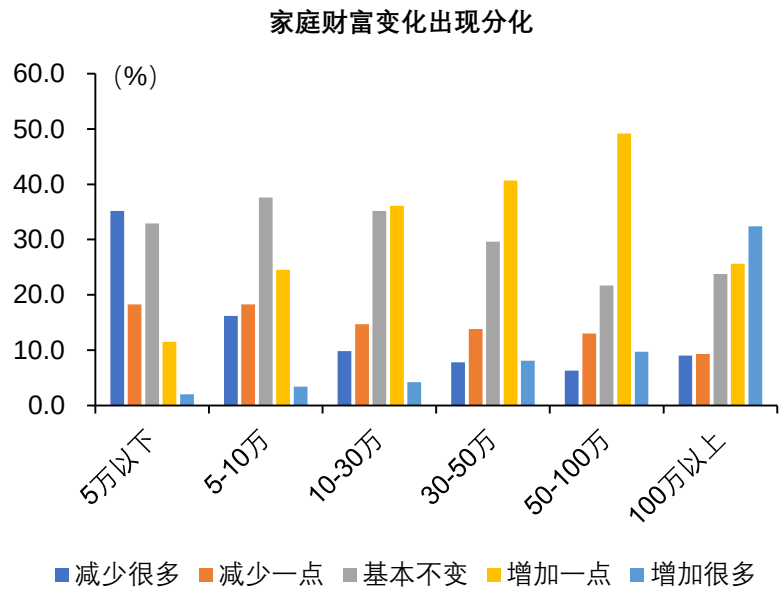
- PMI从业人员指数和非制造业PMI从业人员指数整体恢复到疫情前水平。但细项看，小企业和服务业的就业压力仍然较大。
- 前期宽松的货币政策推升了资产价格，高收入群体受益于资产价格的上涨。

图 22：就业压力仍存




资料来源：Wind，国元证券研究所

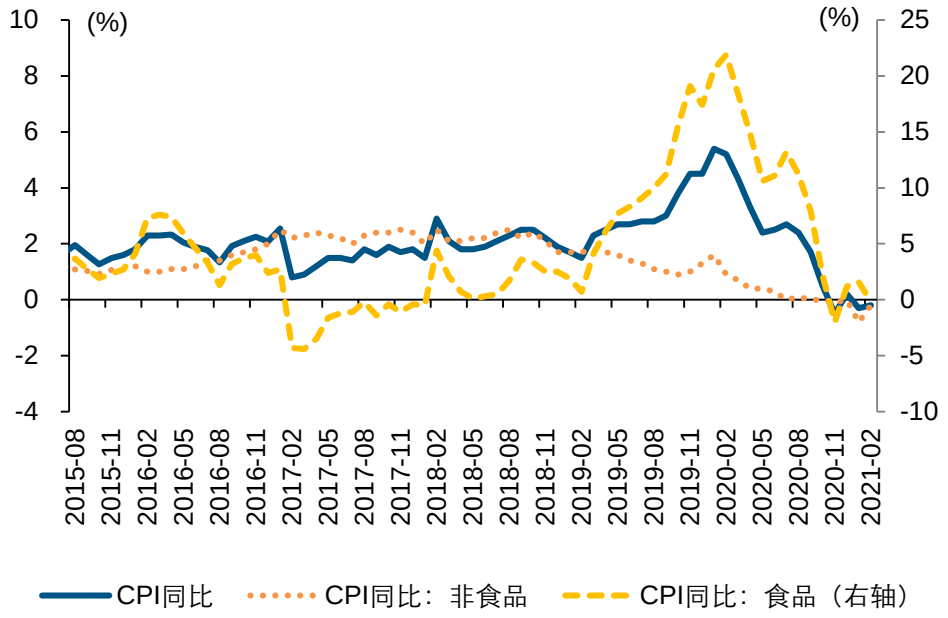
图 23：疫情导致居民家庭财富出现分化




资料来源：中国家庭财富指数调研报告，国元证券研究所

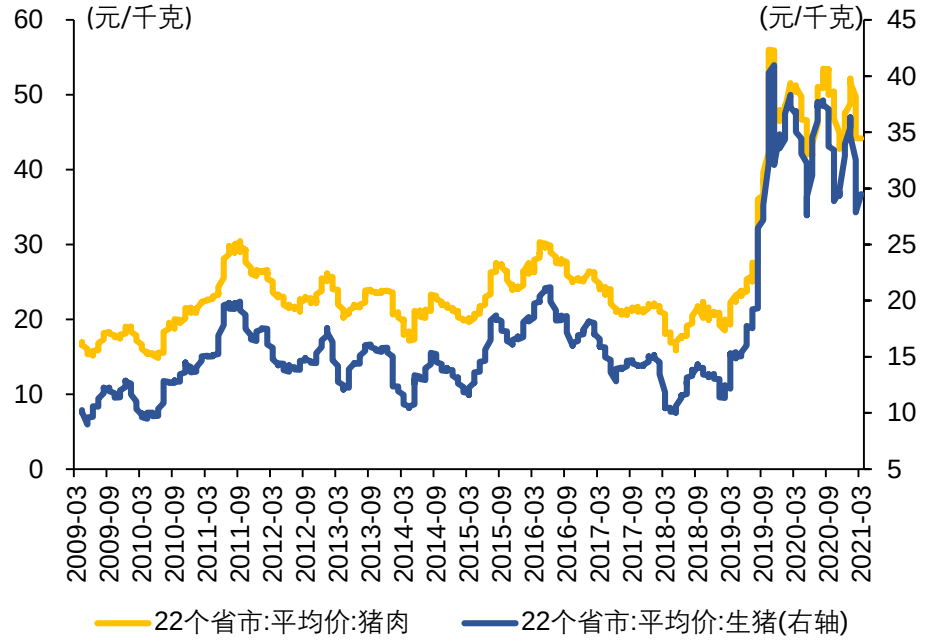
- 预计猪肉价格已进入下行周期，这轮猪价下行周期或将至少持续到2021Q4。
- 内外需旺盛，非食品项的边际修复，预计CPI全年同比增速小幅回升至1-2%。
- 国际市场大宗商品涨价趋势明显，关注上游原材料输入型通胀。

图 24：非食品CPI或将进一步回升




资料来源：Wind，国元证券研究所

图 25：生猪及猪肉价格已进入下行周期

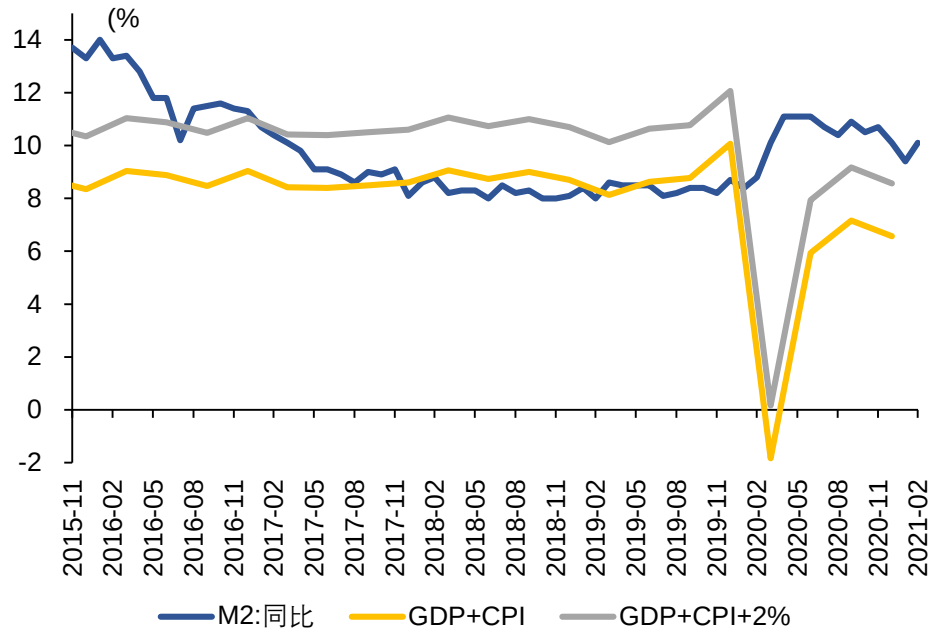



资料来源：Wind，国元证券研究所

# M2社融增速回落，信贷结构改善

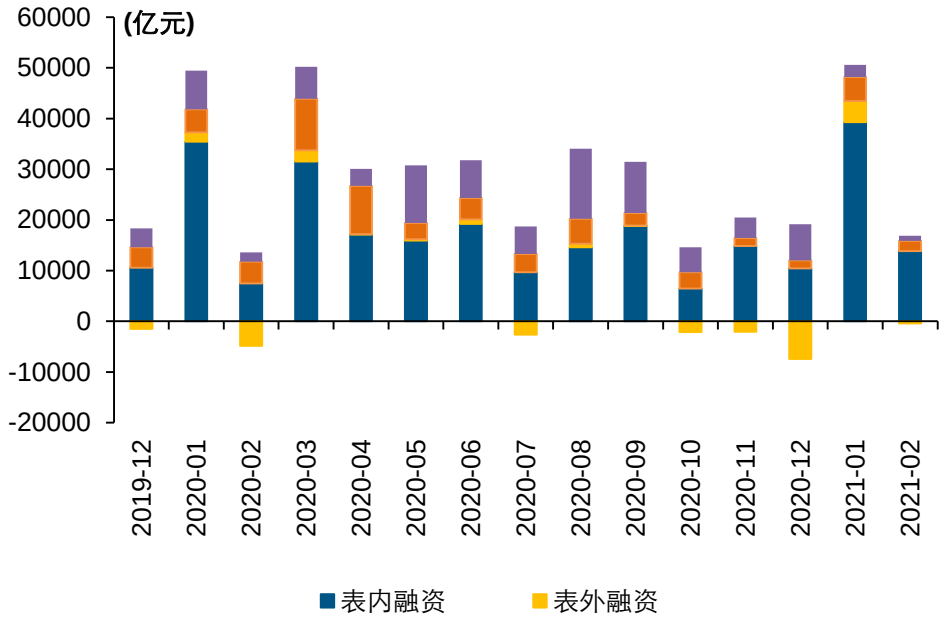
- 央行强调“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”。
- 非标压缩力度加大，财政支出投放放缓，预计M2同比增速或将回落至10%。
- 财政政策收紧，专项债发行量与非标融资边际减少，社融同比增速或将下降到12%。

图 26：M2增速或将回归到GDP+CPI+0-2%的增速水平




资料来源：Wind，国元证券研究所

图 27：政府债券及表外融资对社融的贡献边际减弱




资料来源：Wind，国元证券研究所

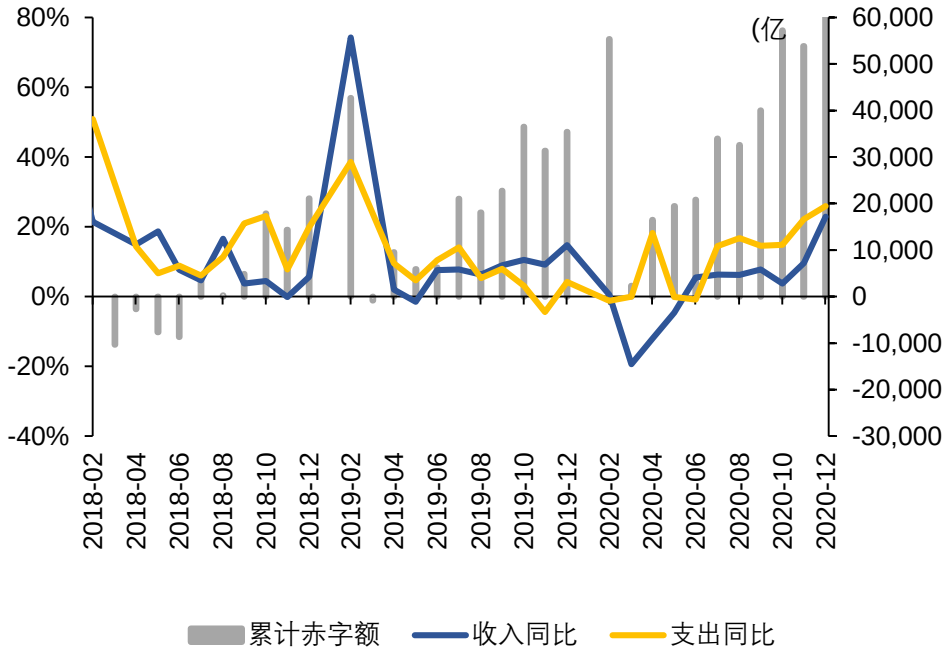
- 财政政策强调提质增效、保持可持续性，其中赤字率安排在3.2%，专项债额度下降至3.65万亿，同时不再发行抗疫特别国债。
- 财政重心仍然放在“六稳”、“六保”上，继续加大对保就业保民生保市场主体的支持力度。

图 28：2021年预算赤字率安排在3.2%




资料来源：Wind，国元证券研究所

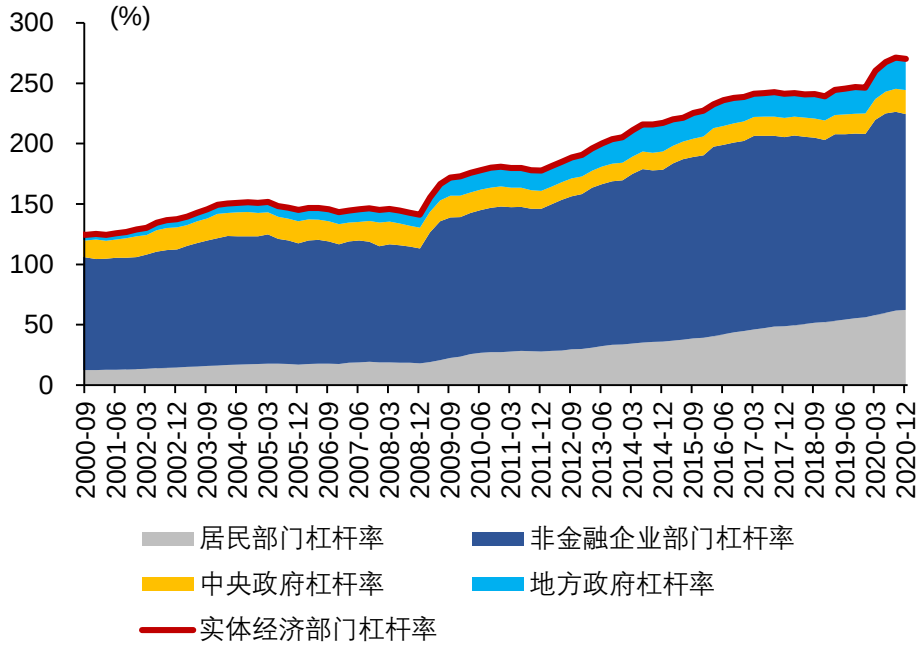
图 29：“一般预算+政府性基金”累计赤字额仍维持高位




资料来源：Wind，国元证券研究所

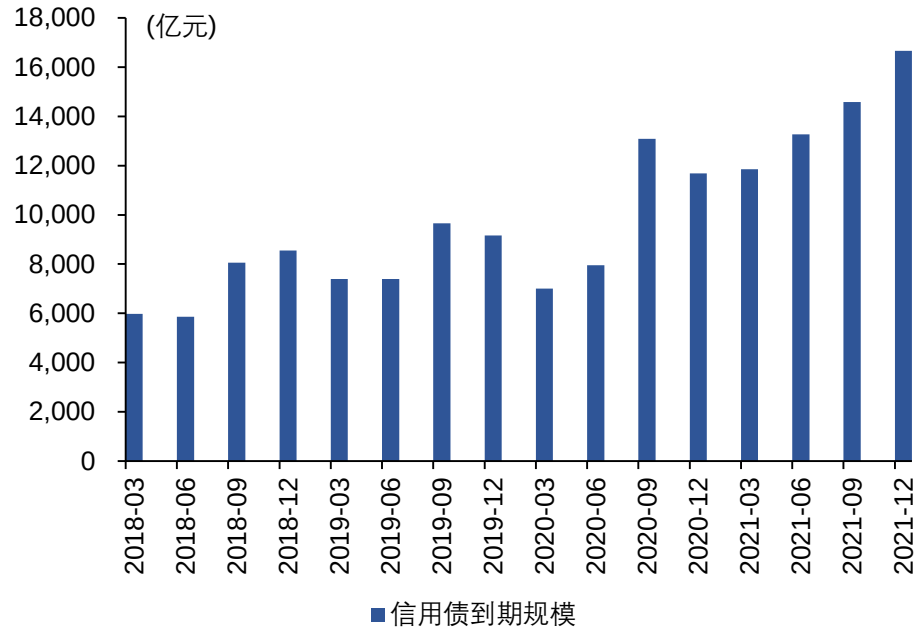
- 去年整体宏观杠杆率上升的速度，与2008年金融危机之后相当；2021年信用市场形势仍然较为严峻。2021年货币政策强调维持灵活精准、合理适度，在将服务好实体经济放在突出位置的同时，坚持防风险及保持宏观杠杆率的稳定。

图 30：2020年宏观杠杆率大幅上升




资料来源：Wind，国元证券研究所

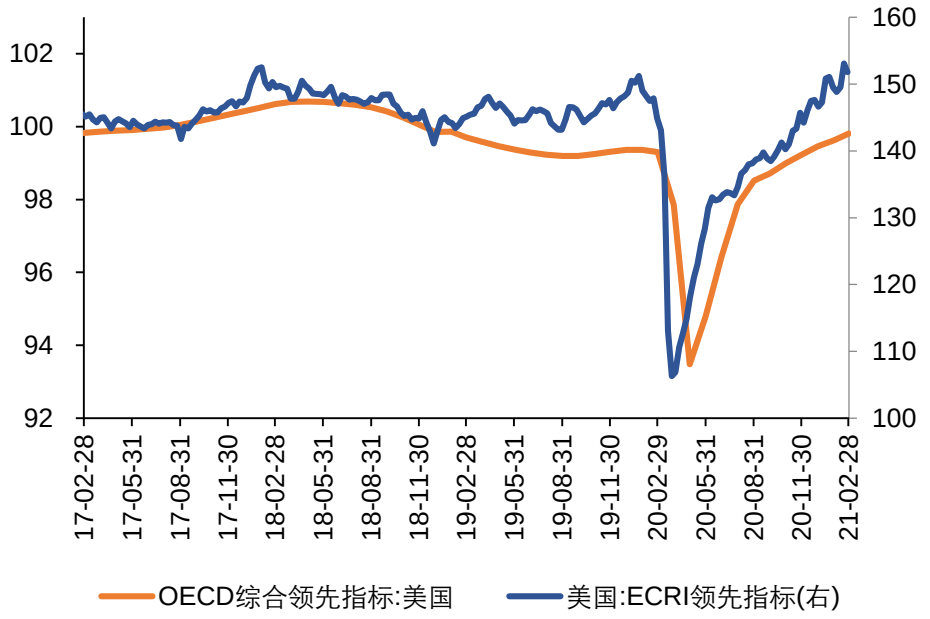
图 31：信用债到期规模情况




资料来源：Wind，国元证券研究所

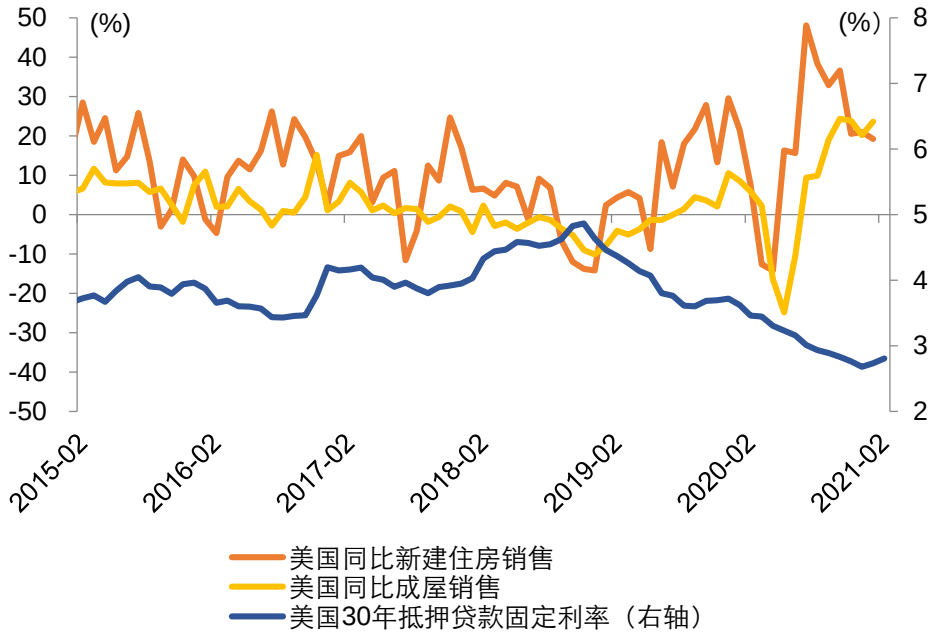
- 美国经济景气指标在疫情后快速反弹。
- 尤其是房地产投资销售相关数据恢复最快，房地产价格在疫情后迅速上升。
- 但消费者信心恢复缓慢，尚未恢复到疫情前水平。

图 32：美国景气指标快速反弹




资料来源：Wind，国元证券研究所

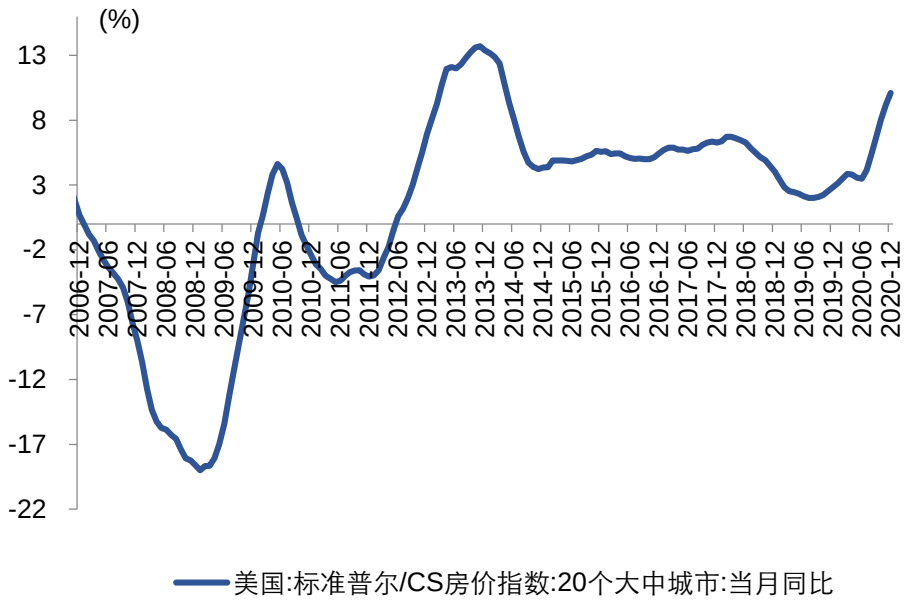
图 33：美国房地产市场销售火热




资料来源：Wind，国元证券研究所

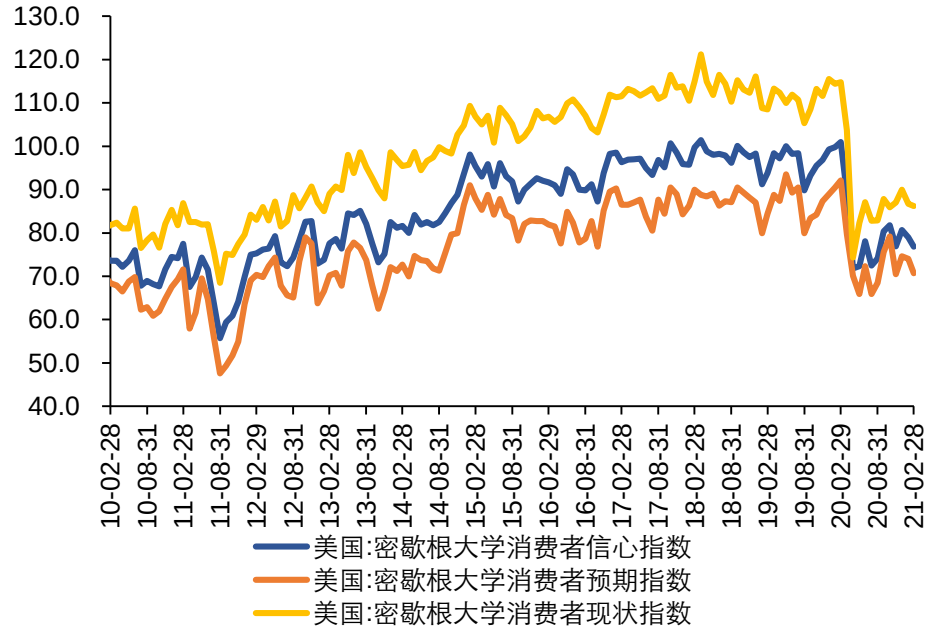
- 美国经济景气指标在疫情后快速反弹。
- 尤其是房地产投资销售相关数据恢复最快，房地产价格在疫情后迅速上升。
- 但消费者信心恢复缓慢，尚未恢复到疫情前水平。

图 34：美国疫情后房价迅速上涨




资料来源：Wind，国元证券研究所

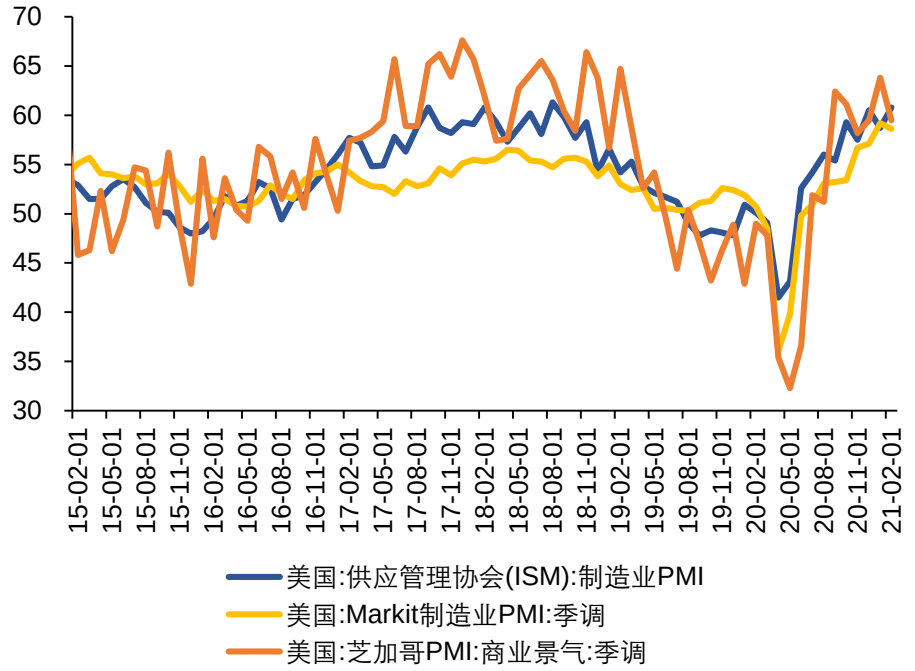
图 35：美国消费者信心恢复缓慢




资料来源：Wind，国元证券研究所

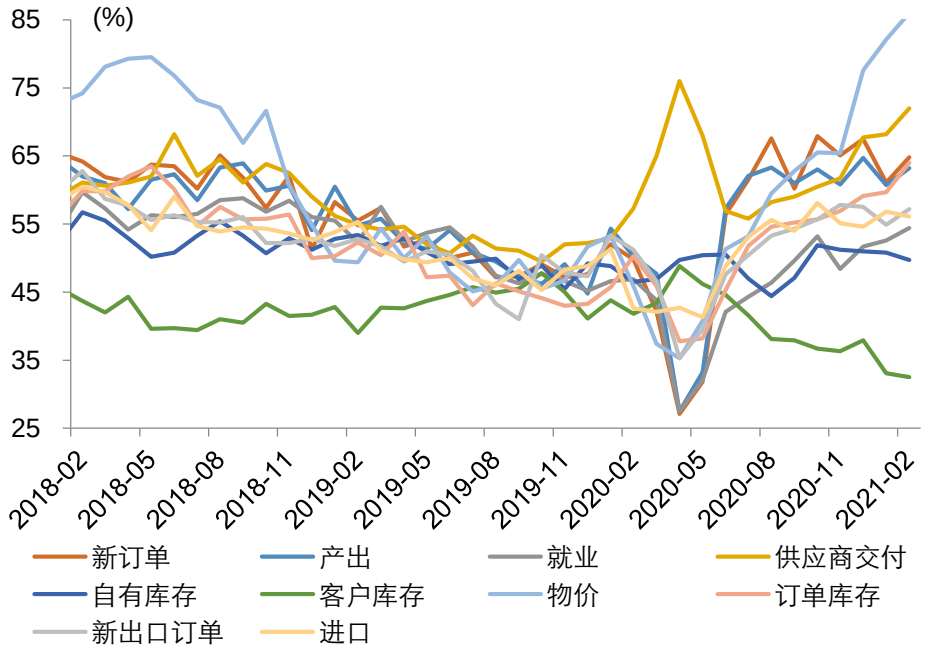
- 去年2季度后制造业PMI快速回升，3季度已经恢复到荣枯线以上。
- PMI各分项数据差距很大。
- 2月份ISM制造业PMI物价分项已经达到86，而库存相关分项依然低于荣枯线。

图 36：美国景气指标




资料来源：Wind，国元证券研究所

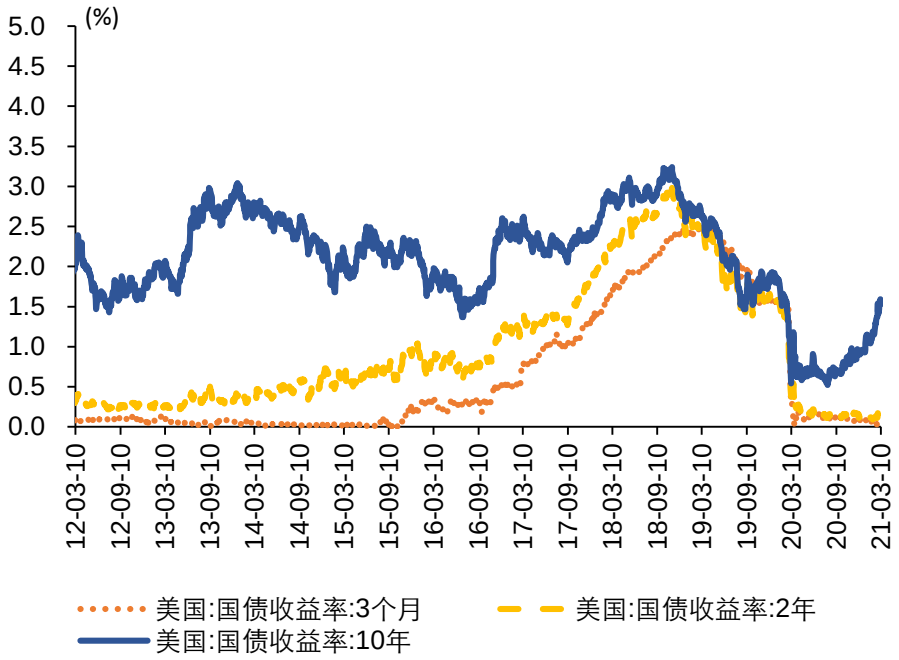
图 37：美国ISM制造业PMI分项




资料来源：Wind，国元证券研究所

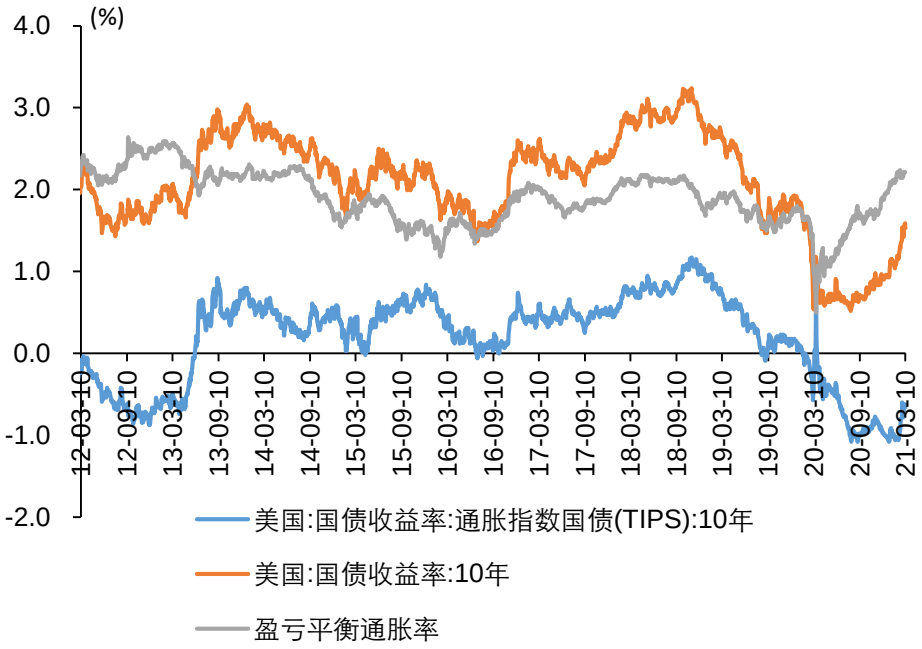
- 今年以来，十年期美债收益率快速上行，远超市场预期。一度突破1.6%.
- 美债收益率的上行速度快于实际利率上行的速度，主要是由于通胀预期。
- 通胀预期可能来源于：经济复苏预期、上游原材料供给短缺、前期政策过度宽松

图 38：十年期美债收益率快速上行




资料来源：Wind，国元证券研究所

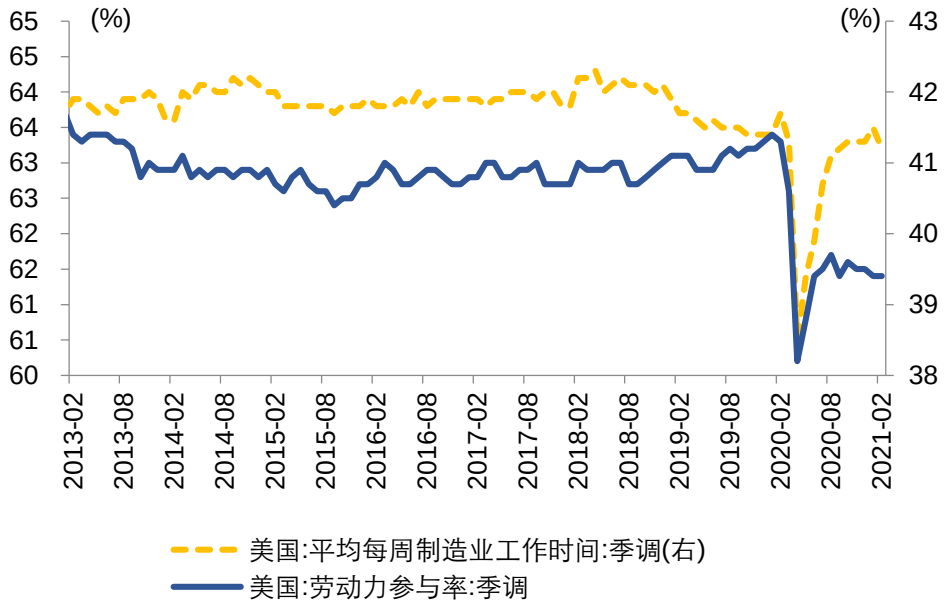
图 39：10年期TIPS隐含的通胀预期达到2.2%




资料来源：Wind，国元证券研究所

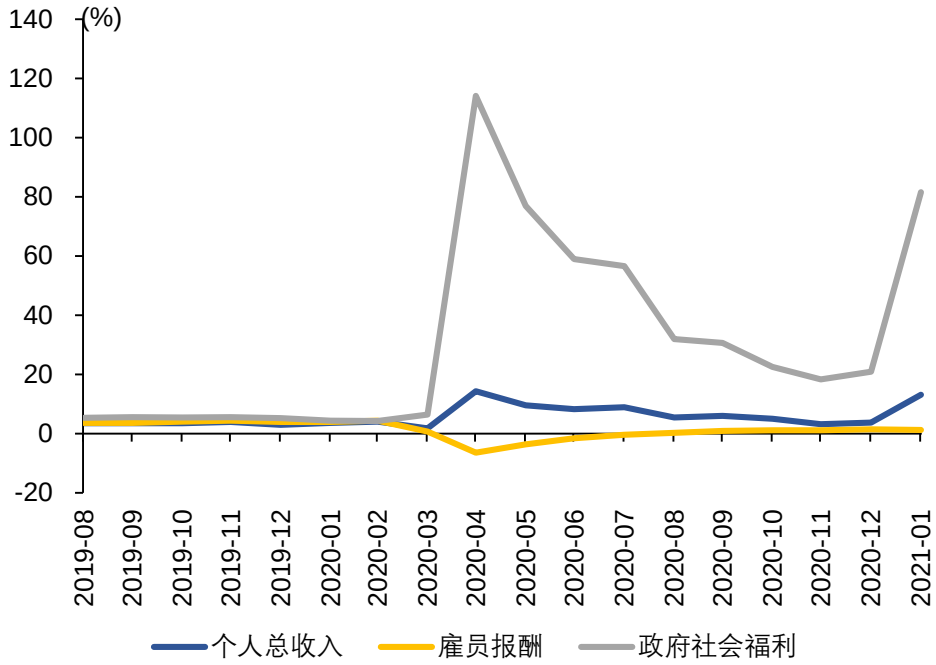
- 疫情期间，美国政府对居民的大量补贴可能导致了劳动意愿下降。
- 产出恢复较慢，政府补贴推升企业用工成本；就业未完全恢复，财政刺激又加码。
- 通胀预期上升，利率上升，金融市场动荡，美联储面临政策难题。

图 40：疫情后劳动参与率降低




资料来源：Wind，国元证券研究所

图 41：疫情后政府补贴收入增速大幅高于薪资




资料来源：Wind，国元证券研究所

- 去年表现：股市优于债市，黄金创历史新高。
- 去年大类资产主要影响因素：新冠疫情的冲击、应对疫情冲击全球主要经济体采取的货币政策与财政政策，以及随后经济复苏的情况。

图 42：2020年来上证综指走势




资料来源：Wind，国元证券研究所

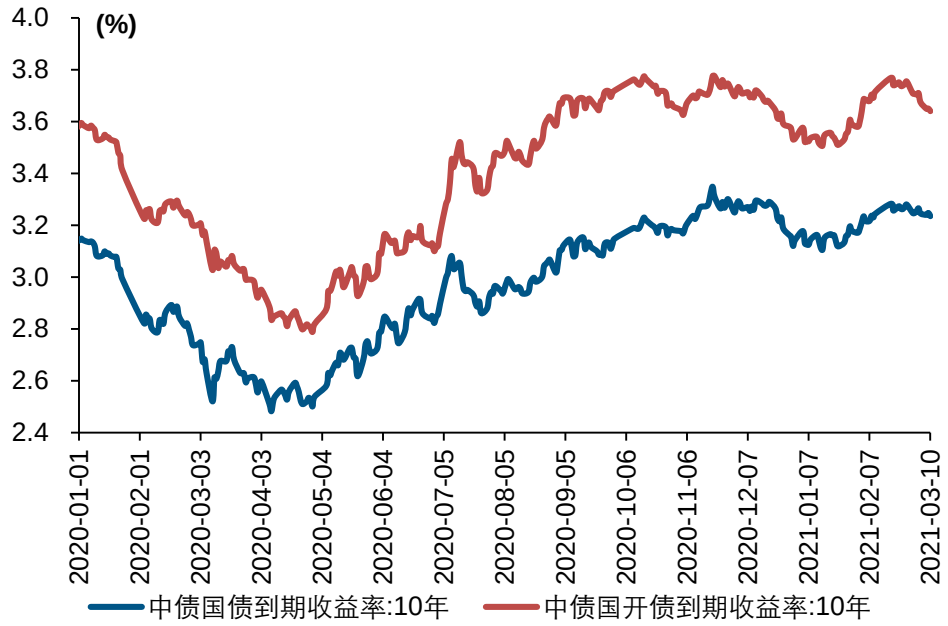
图 43：2020年来黄金走势




资料来源：Wind，国元证券研究所

- 今年主要影响因素：疫苗推广节奏、海外经济复苏与通胀的节奏，货币政策退出的节奏。
- 预计海外宽松货币政策的退出将滞后于通胀预期的实现，叠加经济复苏与通胀的环境，商品>股票>债券。

图 44：中债国债与国开债到期收益率




资料来源：Wind，国元证券研究所

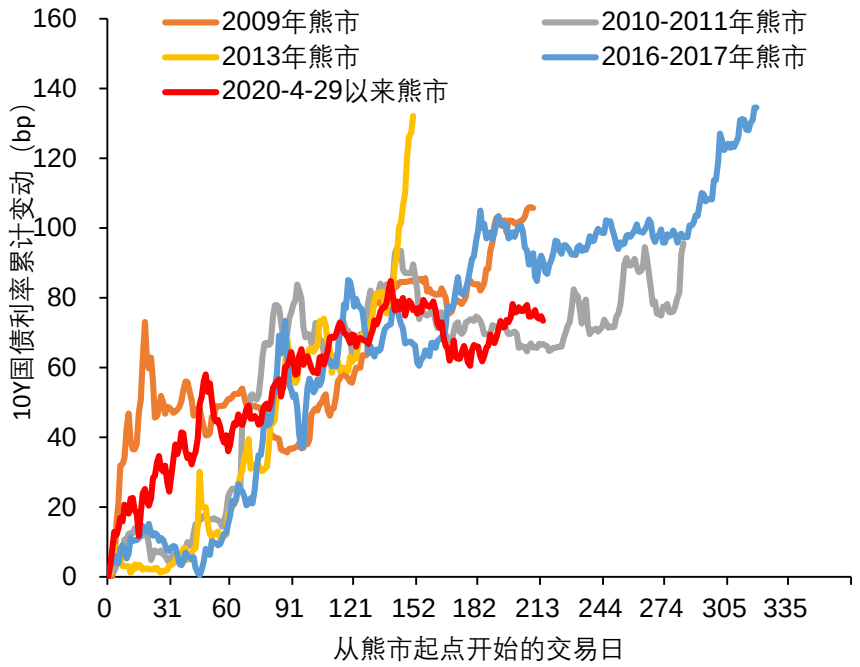
图 45：大宗商品价格走势




资料来源：Wind，国元证券研究所

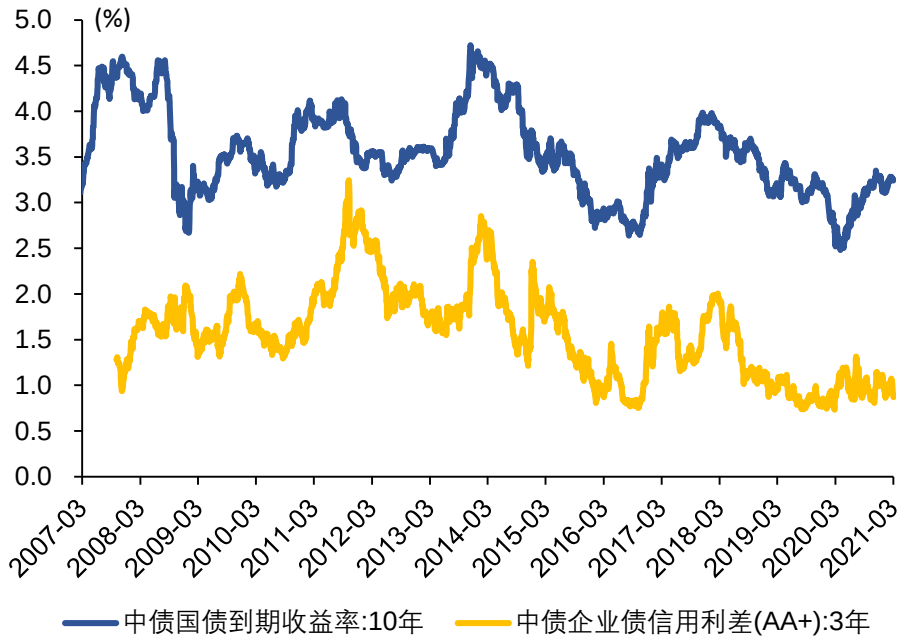
- 预计2021年上半年债券市场依然处于熊市氛围中，大概率10年期国债收益率能达到3.5%的位置，下半年随着经济复苏节奏和货币政策的变动，债市可能有波段机会。
- 历史经验看，本轮债熊从时间、空间和信用利差的角度距结束还有一定距离。

图 46：过去几轮债熊中10年国债利率的累计上行幅度




资料来源：Wind，国元证券研究所

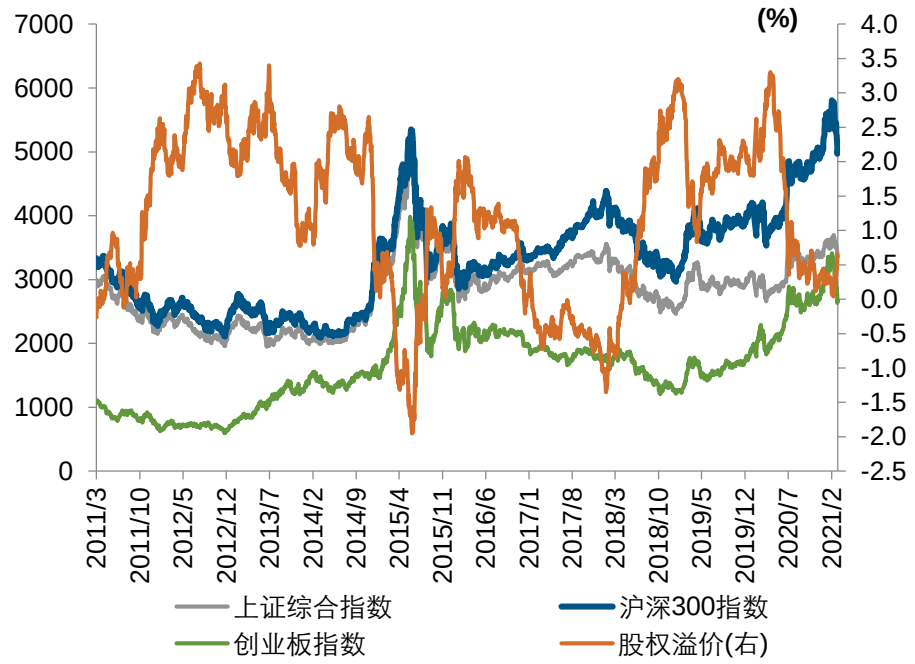
图 47：信用利差水平较低




资料来源：Wind，国元证券研究所

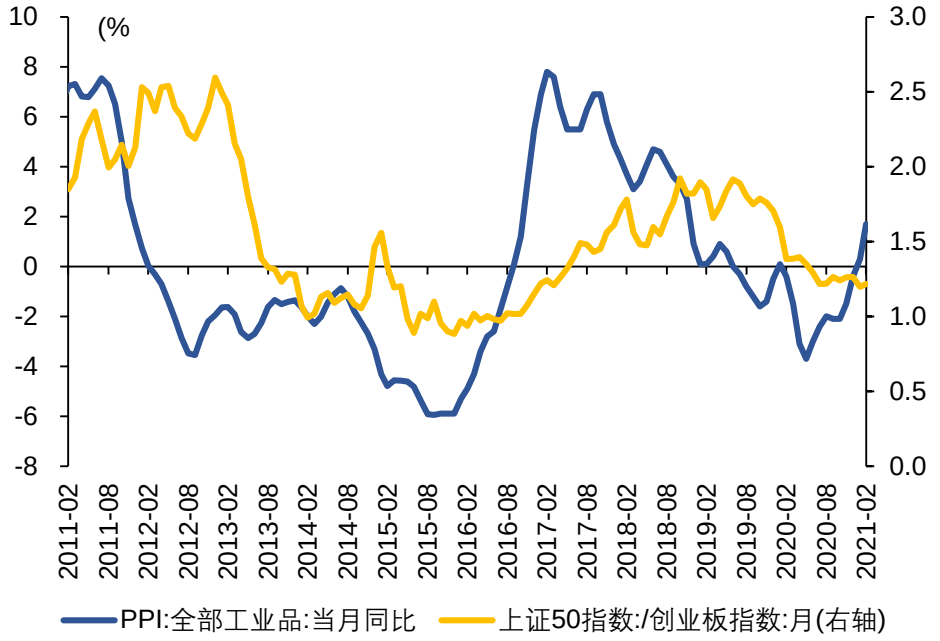
- 2021年以结构性行情为主。国内货币政策边际收紧，宏观流动性大概率很难支持股票市场全面上涨。
- 关注估值较低、受益于经济复苏而盈利改善的顺周期行业，更重视估值和业绩增速的匹

图 48：A股主要股指与股权溢价率




资料来源：Wind，国元证券研究所

图 49：PPI企稳通常领先于风格转换




资料来源：Wind，国元证券研究所

# 顺周期估值与配置分位数均处低位

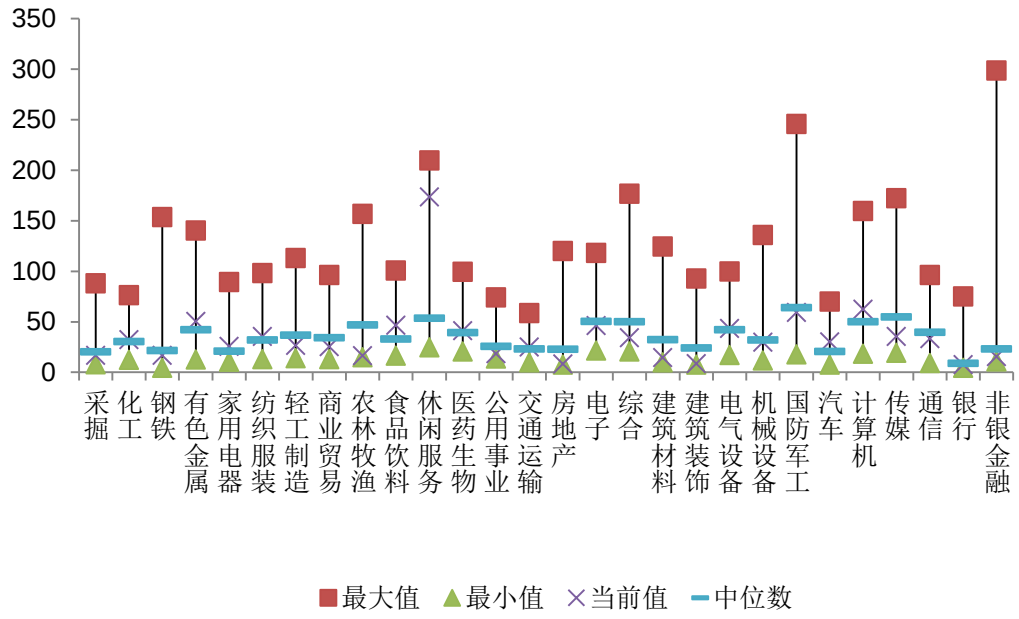
- 配置分位数仍在低位：采掘（5.4%）、银行（2.7%）、公用事业（1.3%）
- 历史估值统计(PE)：休闲服务（99%分位）、食饮（84%）；房地产（0.6%）、农林牧渔（1%）、公用事业（9%）、非银（12%）、传媒（15%）、采掘（33%）、银行（40%）

**图 50：公募基金4季度仍低配顺周期板块**

| 一级行业 | 19Q4配置比例 | 20Q1配置比例 | 20Q2配置比例 | 20Q3配置比例 | 20Q4配置比例 | 配置分位数（2003年以来） | PE分位数(上市以来) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 采掘 | 0.61% | 0.60% | 0.25% | 0.20% | 0.26% | 5.40% | 35.90% |
| 传媒 | 3.10% | 3.86% | 3.92% | 2.89% | 4.09% | 80.80% | 16.60% |
| 电气设备 | 3.77% | 3.95% | 6.06% | 8.03% | 8.01% | 97.20% | 58.70% |
| 电子 | 11.12% | 11.47% | 13.12% | 13.33% | 12.25% | 95.80% | 45.50% |
| 房地产 | 5.18% | 4.33% | 3.02% | 2.57% | 1.82% | 6.80% | 1.30% |
| 纺织服装 | 0.17% | 0.16% | 0.15% | 0.11% | 0.45% | 61.60% | 61.90% |
| 非银金融 | 9.69% | 7.35% | 6.10% | 6.67% | 6.43% | 41.00% | 14.60% |
| 钢铁 | 0.33% | 0.33% | 0.22% | 0.16% | 0.21% | 21.90% | 36.90% |
| 公用事业 | 0.85% | 0.94% | 0.69% | 0.62% | 0.30% | 1.30% | 13.60% |
| 国防军工 | 1.49% | 1.21% | 0.97% | 1.91% | 1.93% | 60.20% | 47.80% |
| 化工 | 2.96% | 2.12% | 2.84% | 3.06% | 4.03% | 35.60% | 57.10% |
| 机械设备 | 2.42% | 2.59% | 2.57% | 2.89% | 3.19% | 61.60% | 46.60% |
| 计算机 | 3.56% | 5.99% | 6.30% | 4.11% | 3.29% | 61.60% | 78.90% |
| 家用电器 | 5.86% | 4.02% | 4.04% | 3.84% | 3.96% | 68.40% | 61.90% |
| 建筑材料 | 1.25% | 1.75% | 1.06% | 1.13% | 0.81% | 32.80% | 12.60% |
| 建筑装饰 | 0.64% | 1.08% | 0.67% | 0.58% | 0.32% | 26.00% | 0.60% |
| 交通运输 | 1.77% | 1.66% | 1.59% | 2.09% | 1.66% | 30.10% | 61.80% |
| 农林牧渔 | 1.86% | 2.64% | 1.65% | 1.53% | 1.07% | 56.10% | 1.30% |
| 汽车 | 1.97% | 1.86% | 1.33% | 1.93% | 2.28% | 31.50% | 72.90% |
| 轻工制造 | 0.79% | 0.89% | 0.75% | 1.00% | 0.92% | 61.60% | 29.40% |
| 商业贸易 | 0.87% | 1.21% | 1.12% | 0.53% | 0.09% | 1.30% | 35.70% |
| 食品饮料 | 14.75% | 13.82% | 14.07% | 16.98% | 18.67% | 97.20% | 84.00% |
| 通信 | 1.37% | 2.35% | 1.37% | 0.95% | 0.63% | 5.40% | 29.30% |
| 休闲服务 | 1.26% | 0.46% | 1.78% | 2.29% | 3.61% | 98.60% | 99.30% |
| 医药生物 | 11.28% | 15.00% | 17.99% | 14.31% | 12.74% | 80.80% | 59.30% |
| 银行 | 8.95% | 6.67% | 4.42% | 4.23% | 4.06% | 2.70% | 45.10% |
| 有色金属 | 1.88% | 1.41% | 1.57% | 1.70% | 2.63% | 75.30% | 74.00% |
| 综合 | 0.26% | 0.29% | 0.39% | 0.37% | 0.29% | 60.20% | 20.00% |

资料来源：Wind，国元证券研究所

**图 51：顺周期板块处于历史估值低位**




资料来源：Wind，国元证券研究所

- 全球新冠疫情高峰已过，但疫苗在各个国家推广节奏不同步，疫情影响结束时间不一致。
- 我国经济领先全球复苏，经济动能由投资转向出口、消费和制造业。
- 国内经济基本面向好，整体经济增速将回归潜在经济增速中枢。工业企业利润好转，预计制造业投资增速高增；房地产政策调控将以稳为主，地产基建投资整体将保持韧性；消费仍有修复空间。
- CPI通胀压力较小，猪周期下行；国际大宗商品涨价趋势明显，关注上游原材料输入型通胀。
- 财政政策提质增效，货币政策灵活精准，更注重稳杠杆与防风险。
- 美国经济数据已经显示复苏，但结构尚不均衡，消费者信心修复缓慢。
- 美国存在“非典型滞胀”预期，政府补贴降低了劳动参与率，就业恢复不佳，财政刺激加码，通胀预期上升，利率上升，金融市场动荡，美联储面临政策难题。
- 大类资产配置：商品最优；权益关注结构性机会，关注顺周期板块；债熊未完，下半年或有波段性机会。

➢疫苗进展不及预期、经济政策不及预期、国际摩擦超预期。

| （1）公司评级定义 | | （2）行业评级定义 | |
|---|---|---|---|
| 买入 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上 | 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间 | 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间 | 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上 |
| 卖出 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上 | | |

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn