

# 经济尚未修复，通胀已然来临

## —宏观策略篇

分析师：汪洋（F0306430，Z0002320）

2021. 06. 25

# 经济尚未修复，通胀已然来临

## ——2021年下半年宏观策略展望

- **全球经济复苏错位和资源供给不足，推动全球工业品价格指数持续上行。**疫苗接种分化，消费型经济体美国、欧洲的复苏较快，油价上涨推动美国核心通胀快速上升；同时，资源型经济体疫情相对严重，资源品供给不足导致大宗商品价格明显上行。
- **全球经济陆续复苏，新兴经济体疫情受控有助增加大宗商品供给。**疫情反复不改发达经济体服务业修复趋势，通胀预期短期仍将处于高位；新兴经济体疫情好转，复工复产有助缓解供给压力；美联储货币政策趋向转弯，有助于管理通胀预期。
- **外需回归常态，国内经济放缓修复进程。**外部需求将回归常态，房地产融资端严格限制，驱动经济修复的动能开始减弱，货币政策保持稳定。加强商品价格管理和促进内循环政策，国内经济修复逐步转向制造业投资和消费拉动，政府债发行的增加有助于基建投资低位企稳。
- **经济修复和通胀伴随，美元重心上移：**经济尚未完全修复，美联储政策转弯相对谨慎，美元可能脱离底部重心上行，不利于贵金属和美元定价大宗商品。美国长期国债收益率仍有可能出现上行，阶段性不利于风险资产，但经济修复有助于整体资本市场保持稳定。全球经济修复时间较长，预计大宗商品价格将居于高位，从更长周期来看，全球经济仍处于放缓期，大宗商品上涨缺乏可持续性，产业政策绿色调整缩减高排放行业产能，大宗商品或将出现分化；A股或将迎来第三年牛市，通胀压力下部分周期行业和科技板块存在机会，居民长期资产配置转移仍需进一步确认。

# 目 录

1

全球经济分化推升工业品价格

2

欧美经济复苏与通胀预期管理

3

国内经济走弱和政策平稳转弯

4

通胀压力下大类资产配置建议

# 全球经济复苏错位和资源供给不足

## 大宗商品价格波动的主要宏观因素

消费国：美欧财政补贴  
刺激消费

美国、南欧等国

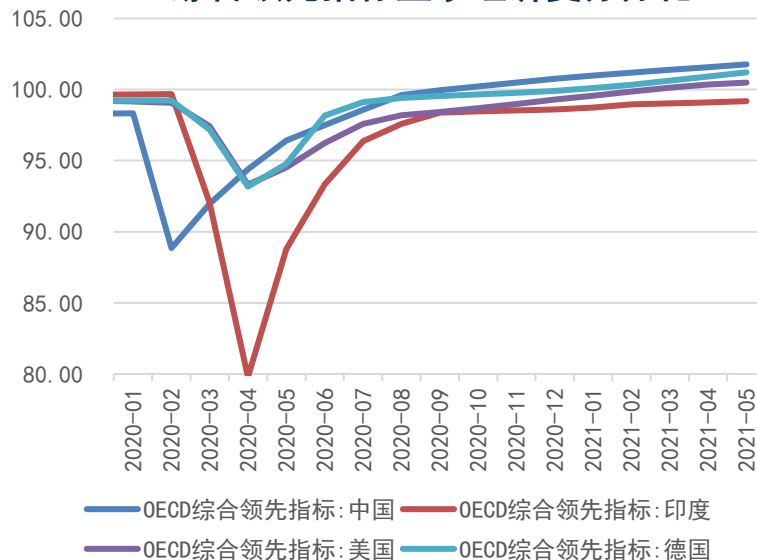
生产国：贸易摩擦、科技封锁、疫情导致分化

中国、德国、日韩、东南亚等

资源国：疫情失控，资源供给减少

俄罗斯、巴西、委内瑞拉等

OECD综合领先指标显示经济复苏分化

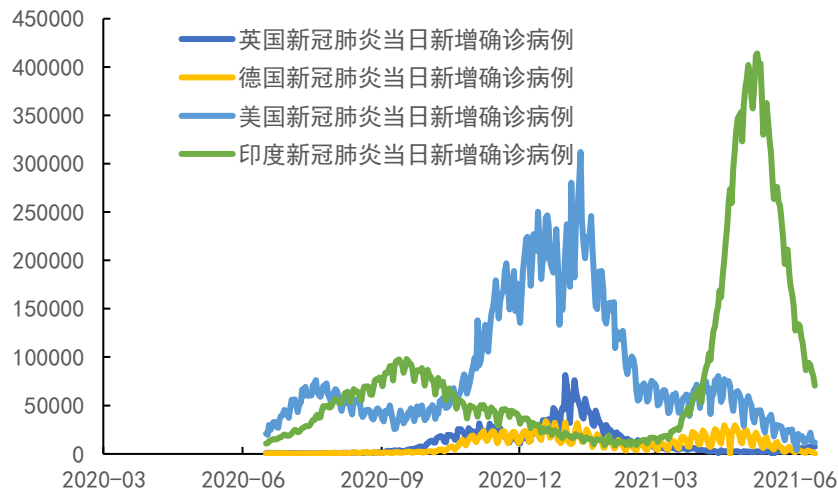


IMF预测年度	GDP实际增长率: 全球	GDP实际增长率: 发达经济体	GDP实际增长率: 新兴市场和发展中经济体
2020	-3.27	-4.71	-2.20
2021	6.03	5.14	6.67
2022	4.42	3.63	4.98
2023	3.51	1.78	4.73
2024	3.37	1.61	4.57

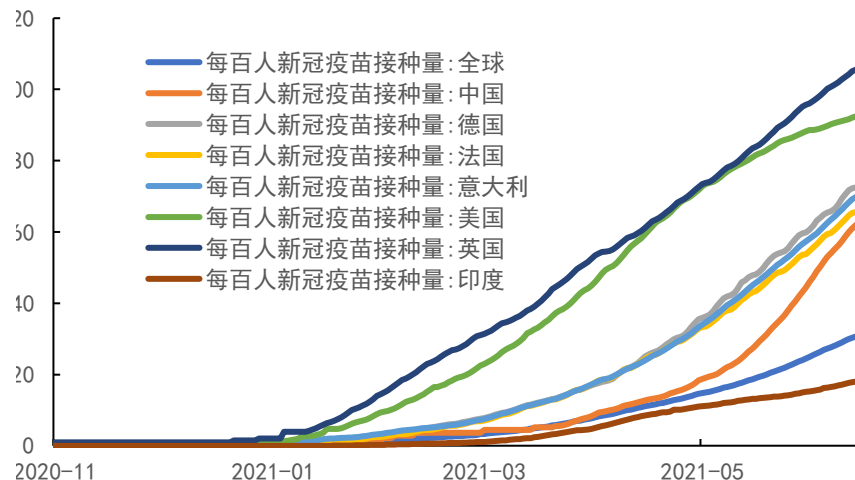
资料来源：Wind，申万期货研究所

# 1、疫情—欧美走出疫情，印度疫情阶段性受控

新增确诊病例明显减少（人）



每百人新冠疫苗接种量（人）



资料来源：Wind，申万期货研究所

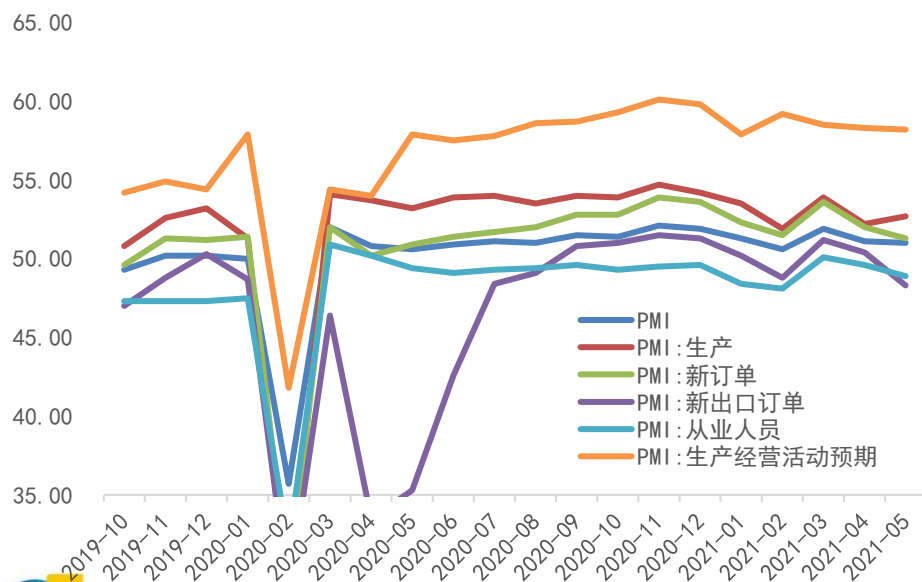
疫情将长期伴随，全球疫苗分配、医疗条件和隔离措施等存在较大差异，新兴经济体仍然饱受疫情困扰。

- 截至6月14日，美国每百人接种新冠疫苗92.88针，英国每百人106.12针，德国72.6针，法国65.57针。以新冠的群体免疫目标比例70%为例，美国目前接种速度有所放缓，但预计能于三季度完成65%~75%覆盖的群体免疫目标，下半年服务业有望推动美国经济加速。
- 印度疫情失控让市场重新意识到全球疫情防控的风险和艰巨程度。目前印度疫情已经被成功控制，但变异病毒外溢的可能性依然是市场的风险点，也是资本市场波动扩大的主要风险。

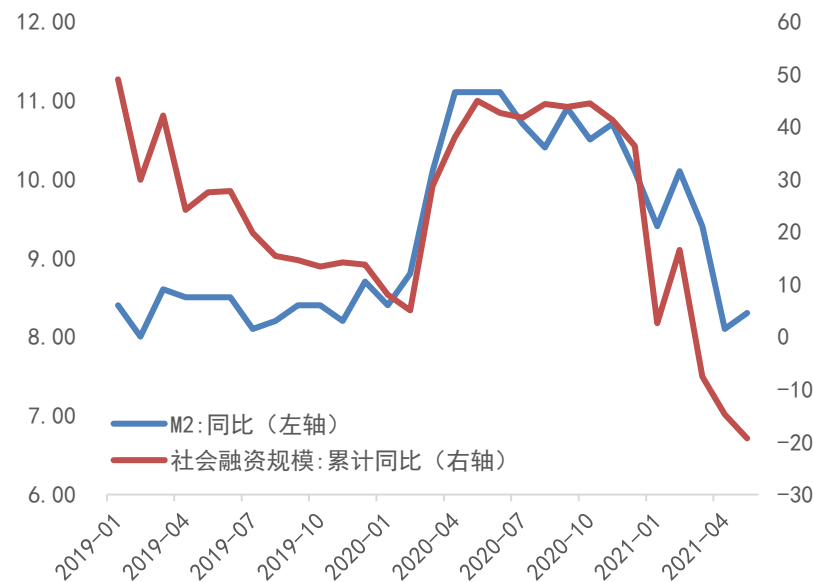
## 2、全球经济复苏—中国经济率先复苏后政策转弯

- 去年年初疫情受控后国内快速复工复产，生产拉动经济修复，今年以来经济处于缓步回落阶段，年中就业和出口出现一定程度下行。生产、新订单和预期分项指数仍然处于扩张区，从业人员始终处于低位，表明就业恢复仍然不理想；同时，新出口订单跌破50，为下半年的经济埋下隐忧。
- 货币政策去年四季度已经转弯，M2投放或已临近下行拐点，后期如果经济下行压力持续加大，我国仍有足够的政策空间稳住经济。2020年四季度开始，M2和社会融资规模增速持续下行，M2增速回归至疫情前水平，社会融资增速低于疫情前。

制造业PMI分项指数 (%)



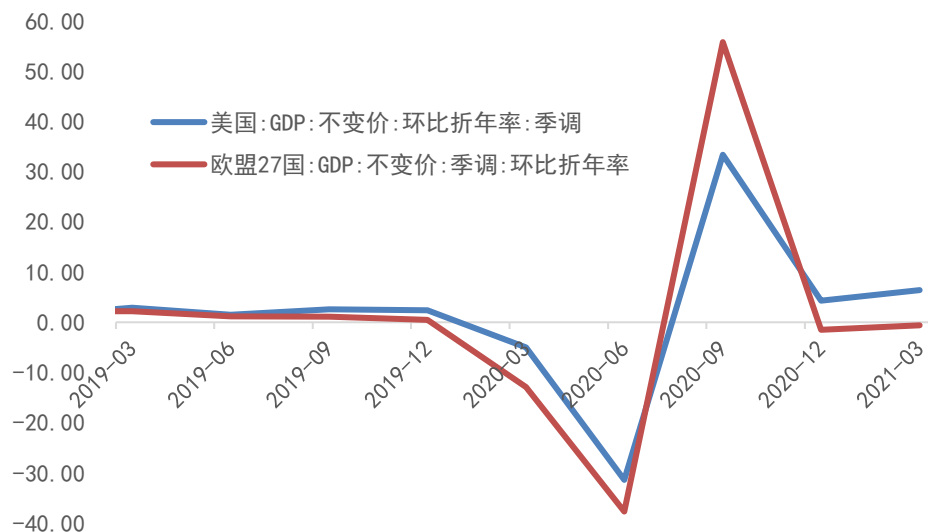
社会融资规模与M2同比走势 (%)





## 2、全球经济复苏—财政补贴拉动欧美经济消费复苏

美国和欧洲经济逐步修复（%）



法案	发布日期	金额
《冠状病毒准备和相应补充拨款法》	2020/3/6	83亿美元
《家庭首次冠状病毒应对法》	2020/3/18	1920亿美元
《冠状病毒援助，救济和经济安全法案》	2020/3/27	2.2万亿美元
《薪资保护计划和医疗保健增强法案》	2020/4/24	4840亿美元
《新冠疫情救济法案》	2020/12/27	9000亿美元
《新冠疫情纾困法案》	2021/3/11	1.9万亿美元

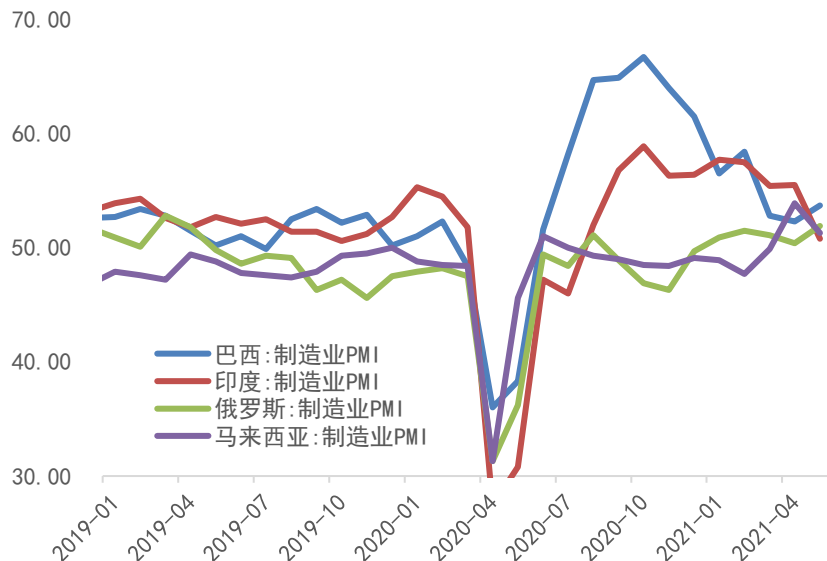
资料来源：公开资料，申万期货研究所

发达经济体通过货币政策提供流动性、财政直接补贴促进居民消费，美国经济在去年四季度后逐步复苏，今年二季度欧洲经济，特别是服务业也实现了复苏。

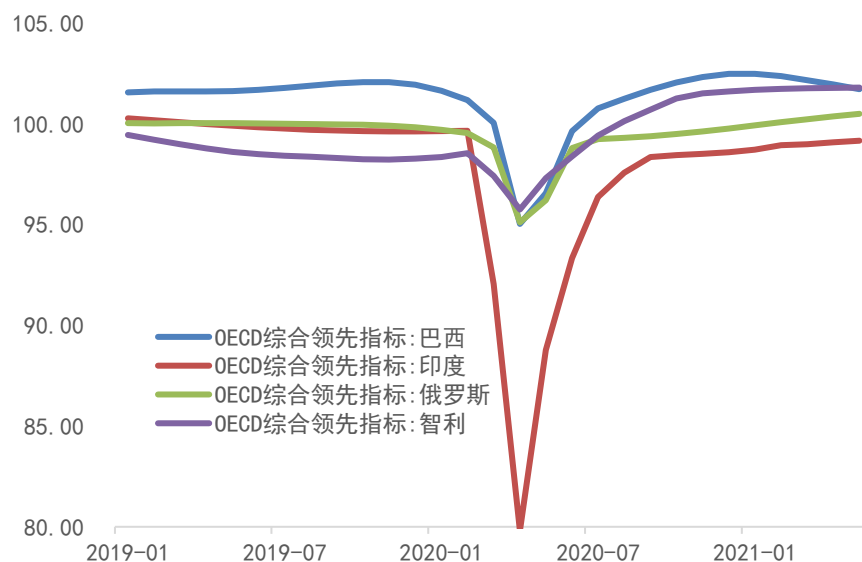
- **财政刺激传导：“财政补贴——增加收入——商品消费走强——核心通胀上行”**。2020年，发达经济体政府平均动用12.7%的GDP抗击疫情。最新的拜登基建+就业计划总规模约3.5万亿，预计在8-10年里每年平均支出约4000亿美元；欧盟将推动1.8万亿欧元的计划，包括7500亿“下一代欧盟”复苏基金。
- **美国经济复苏力度强于欧洲**。疫情好转与新一轮财政刺激下，美国消费增速强劲，带动企业投资进一步修复。美国1季度实际GDP环比上升6.4%，高于前值的4.3%。经历了去年三季度的快速修复后，欧盟27国经济连续两个季度环比减少1.5%和0.6%。

### 3、产业链供给修复—新兴经济体经济有所回落

部分新兴经济体制造业PMI指数（%）



部分经济体OECD综合领先指标（点）



资料来源: Wind, 申万期货研究所

- 新兴经济体去年下半年经济复苏相对较好, 巴西和印度制造业的复苏强度要强于发达经济体。但今年以来, 受到印度疫情大幅扩散影响, 呈现快速走弱态势。
- 疫情对部分原材料生产国和全球供应链造成了较大影响, 影响到巴西、智利等金属矿石出口国的生产能力, 大宗商品价格对需求变化的敏感度提升, 间接提升了大宗商品期货价格。

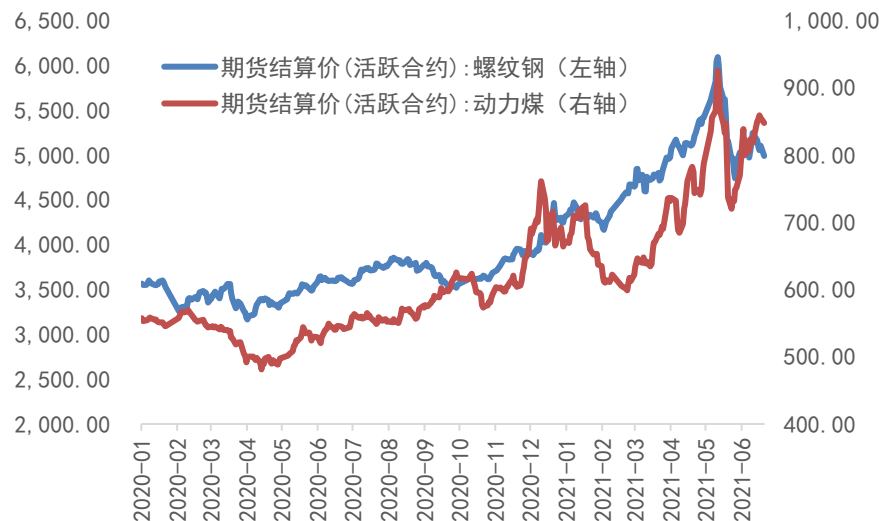


## 4、绿色经济转型，我国碳达峰碳中和政策明朗

高炉开工率(163家):全国 (%)



螺纹钢和动力煤期货价格走势 (元)

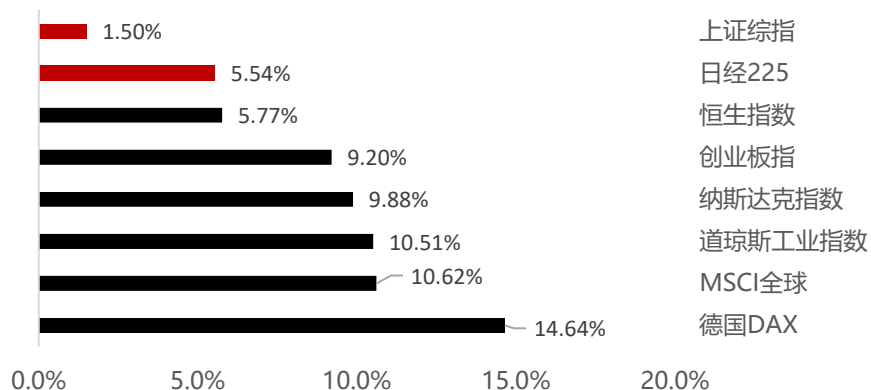


资料来源: Wind, 申万期货研究所

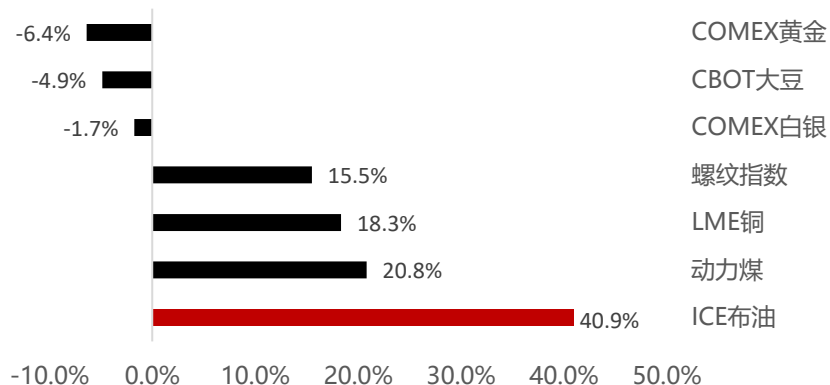
- **绿色经济转型是我国长期政策，经济逐步告别粗放型经济，迈向高质量、可持续发展。**从习近平总书记在第75届联合国大会上首次提出我国力争2030年前二氧化碳排放达到峰值、2060年前实现“碳中和”的目标，到“十四五”规划以及今年两会政府工作报告首次写入“碳达峰、碳中和”目标。
- **绿色经济转型推动产业政策变化：**实现低碳转型，就必须让碳排放的成本显性化，让碳排放企业承担实际的社会成本，意味着商品的生产成本中将体现出碳价格的影响。

# 上半年商品牛市而权益震荡，欧美长期债券走熊

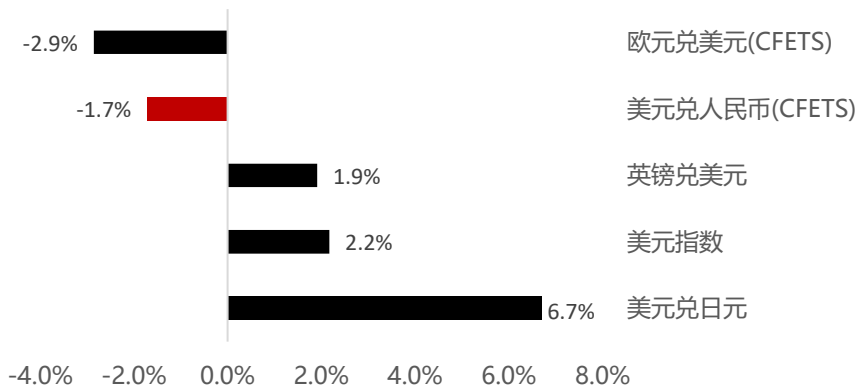
## 2021年以来主要股票指数表现



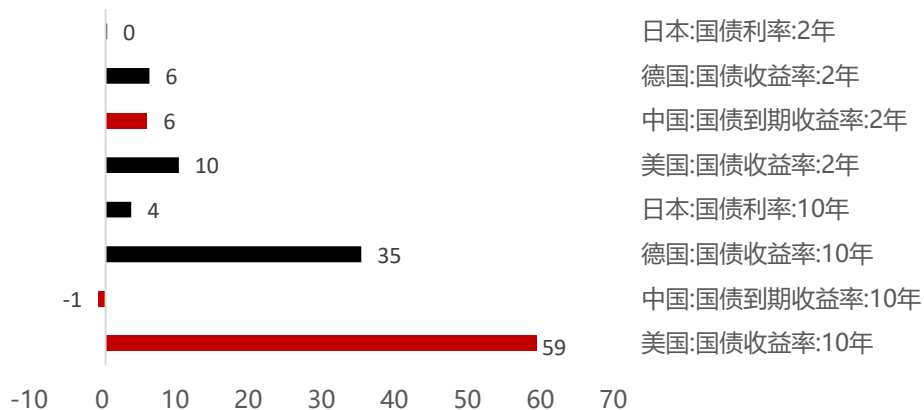
## 2021年以来主要商品表现



## 2021年以来主要货币表现

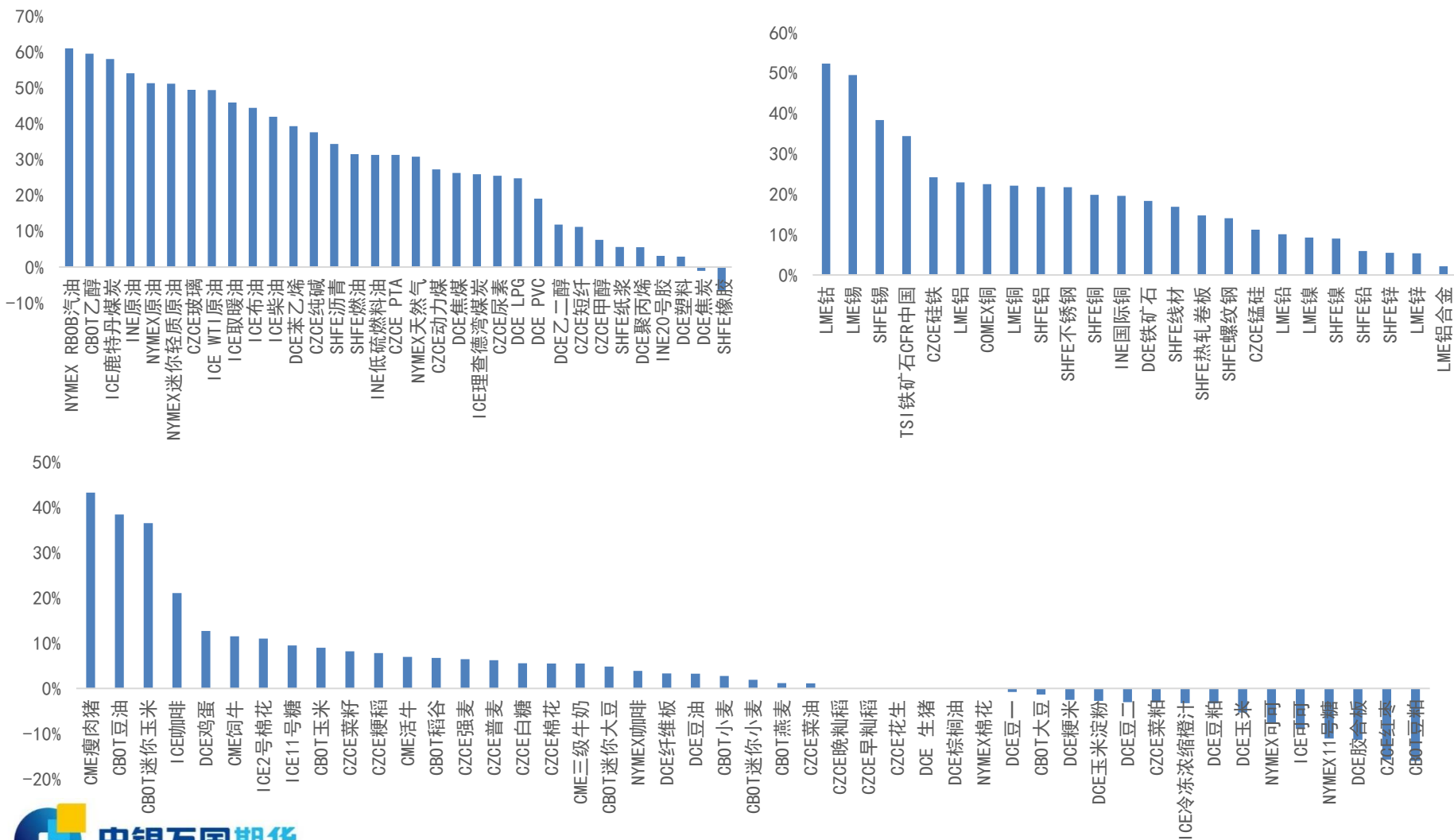


## 2021年以来主要国家国债收益率涨跌 (BP)



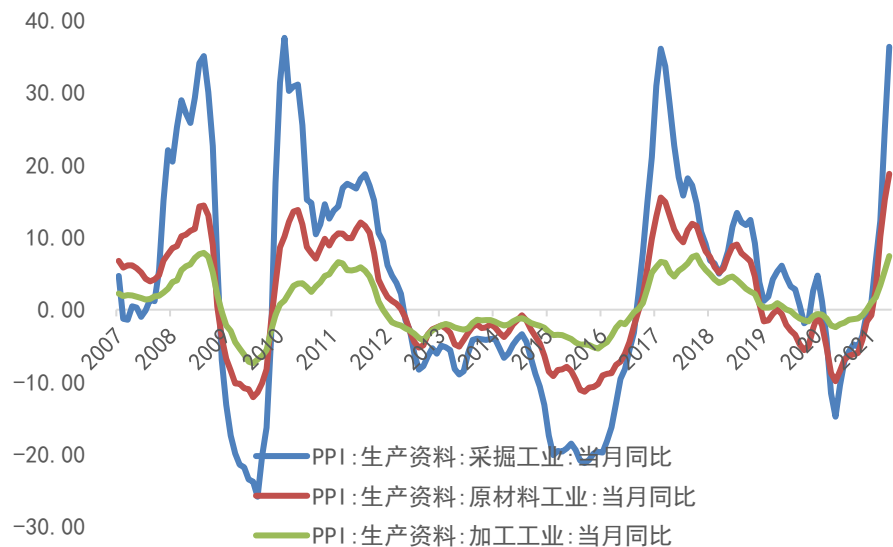
# 能源化工和基本金属全线上涨，农产品表现分化

年初以来全球大宗商品涨跌幅（%）

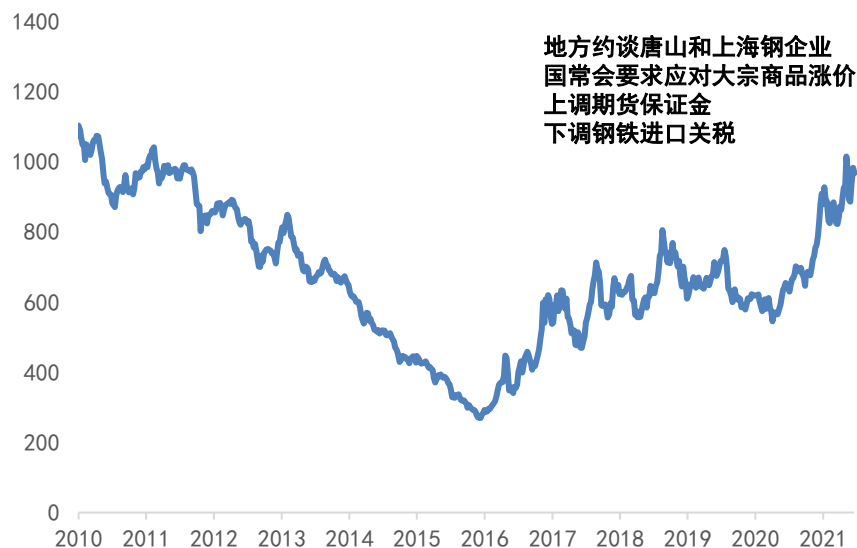


# 大宗商品：调控信号持续释放，黑色金属波动加大

PPI分项指数均已经接近历史新高（%）



Wind煤焦钢矿收盘价（元）

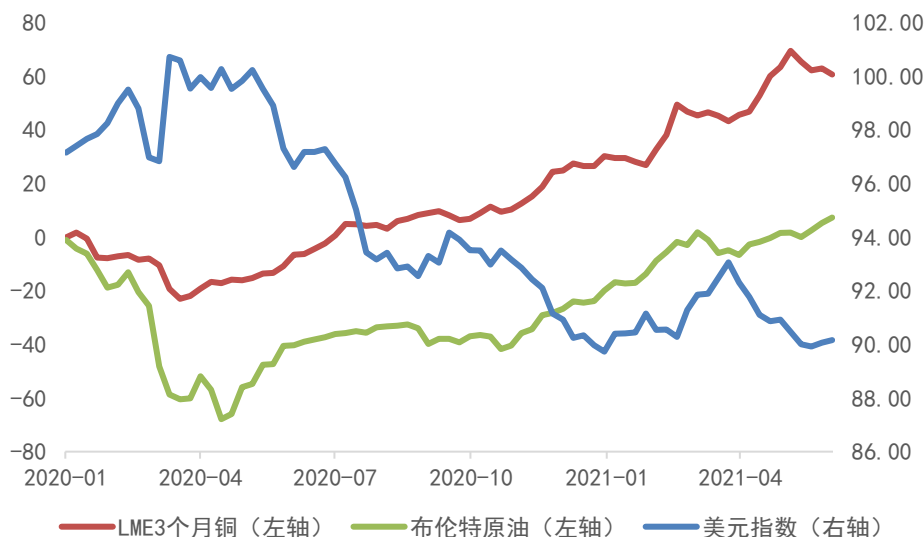


资料来源：Wind，申万期货研究所

- **产业政策和地缘问题推动黑色系大宗价格上行。**5月初在铁矿石、煤炭等为代表的黑色系大宗商品价格上涨的推动下，5月PPI上涨9.0%。从生产者出厂价格指数来看，除受猪价拖累的农副产品价格涨幅低于季节性，其余原材料价格环比皆远高于季节性。其中黑色金属材料类环比上涨5.1%，涨幅最高。
- **国内释放各类调控信号，国内定价商品年内上行空间已经有限。**国务院常务会议指出，今年要继续引导金融机构减费，帮助小微企业、个体工商户降成本，减轻上游大宗商品涨价传导压力。行业约谈涨价企业、提高期货交易保证金和手续费等措施纷纷落地，从2009年和2016年的经验来看，黑色系价格上涨的空间已经限制，也表明PPI同比涨幅已经接近顶点。

# 大宗商品：联储政策预期转弯，美元商品面临压力

## 原油、铜涨幅和美元指数走势（2020年以来）



## 原油、铜和美元指数走势（2013.6—2014.12）



资料来源：Wind，申万期货研究所

- **2020年以来，原油价格深度调整后持续走高，布林特原油已经突破疫情前70美元的价格，LME铜价涨幅超过60%，美元的走弱是重要的市场观察指标。**随着美联储政策的逐步转鹰，美元长期保持弱勢的概率较低，美元的上行有助于遏制大宗商品的价格。年初美元走强，油价和铜价出现阶段回调，此后，美元再次回到低点，助推油价突破70。
- **欧美宽松仍在延续，美元不会轻易持续走强。**回顾次贷危机，经济复苏确认后联储开始货币政策正常化，美元初期依然较弱。2013年5月，时任美联储主席伯南克提到可能要削减资产购买，当年下半年新兴市场股市和债市大幅调整。2014年1月美联储正式削减资产购买。但直到下半年美元则正式走强。

# 目 录

1

全球经济分化推升工业品价格

2

欧美经济复苏与通胀预期管理

3

国内经济走弱和政策平稳转弯

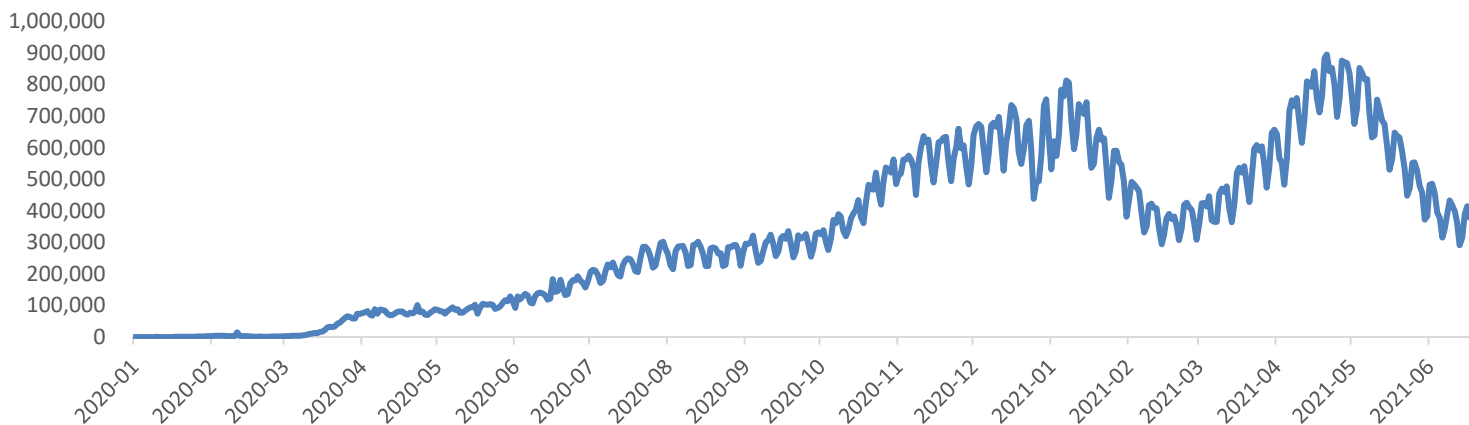
4

通胀压力下大类资产配置建议



# 全球经济第三波修复与美联储政策转弯

WHO: 全球: 确诊病例: 新冠肺炎: 当日新增



疫后经济修复

2020年Q2

中国经济复苏

2020年Q4

美国经济复苏

2021年5月

欧洲经济复苏

2021年下半年

新兴经济体复苏

QE与政策转弯

全球货币宽松  
和财政刺激

中国货币政策  
转弯

美国货币政策  
转弯预期

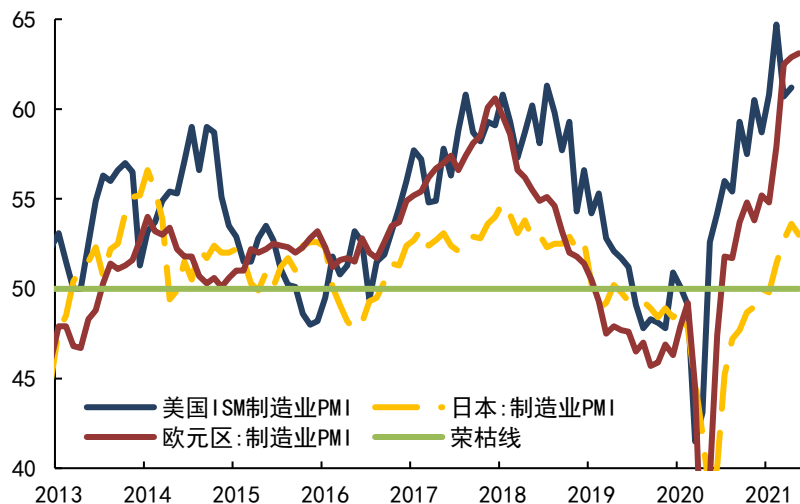
美联储缩减QE

新能源与产业政策

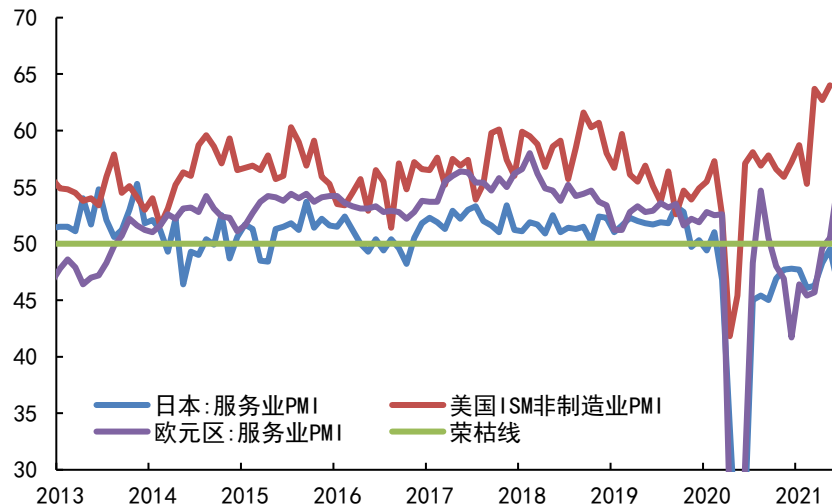
中国产业政策  
去产能

# 1、全球经济复苏仍在路上，服务业助推欧美经济

主要发达经济体制造业PMI (%)



主要发达国家经济体服务业PMI (%)



资料来源: Wind, 申万期货研究所

2020年下半年以来发达经济体制造业快速恢复，初期复工复产政策推动，现阶段主要是需求强劲所带动。

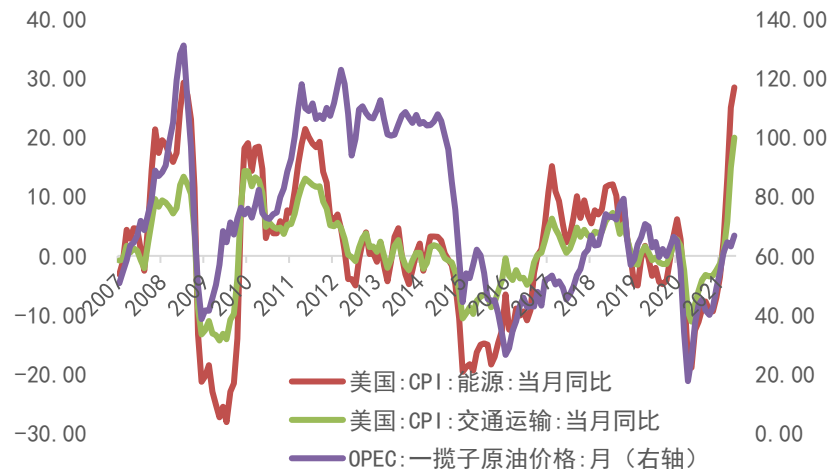
- **1、发达经济体制造业PMI维持高位。**美国5月ISM制造业PMI指数61.2%，连续第12个月扩张，回升动力主要来自库存、供应商配送和新订单分项。**欧洲5月初开始复工**，制造业PMI创4个月新高。
- **2、美国服务业创历史新高。**随着疫情得到控制，美国5月ISM非制造业指数上升至64，创1997年有数据记录以来的新高，订单积压分项指数也创历史新高。

# 就业尚未修复至疫情前，近期核心通胀快速走高

## 美国失业率和新增非农就业人数



## 油价低基数推动美国核心通胀走高

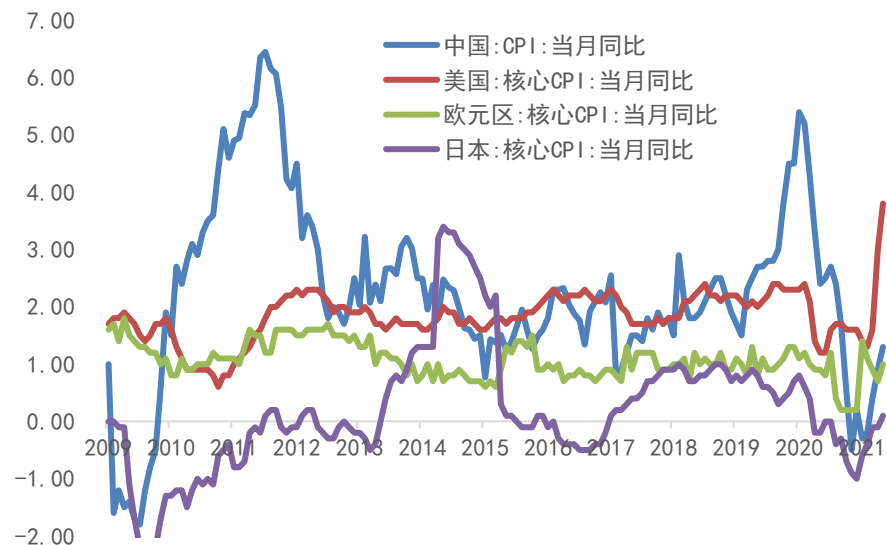


资料来源：Wind，申万期货研究所

- **3、失业救济金导致美国劳动力市场复苏相对疲弱。**美国4月和5月非农就业分别增加26.6万和55.9万，失业率5.8%。过高的失业救济金降低了劳动力重返就业市场的积极性，目前至少24个州计划提前结束补充失业救济金，以鼓励劳动力重返就业市场。就业恢复也有助于缓解通胀压力。
- **4、油价推动美国核心通胀明显上行。**5月CPI走高至5%，为2008年8月以来新高，核心CPI同比由3%上升至3.8%，为1992年以来新高。**2020年4月和5月油价均值处于20美元左右，低基数带动美国CPI中的能源和交通运输同比增幅快速提升，也导致了美国核心快速飙升。**此外，服务类价格对CPI通胀率贡献较大，与美国劳动力就业意愿下降有关。美国救助个人政策9月到期，预计服务业涨幅将下降。
- **5、美联储逐步走向“缩减宽松 (Taper)”阶段。**

# 全球通胀持续冲高，供给端的改善将是治理关键

## 美国通胀压力最为显著(%)



## 主要经济体工业品价格同步飙升(%)

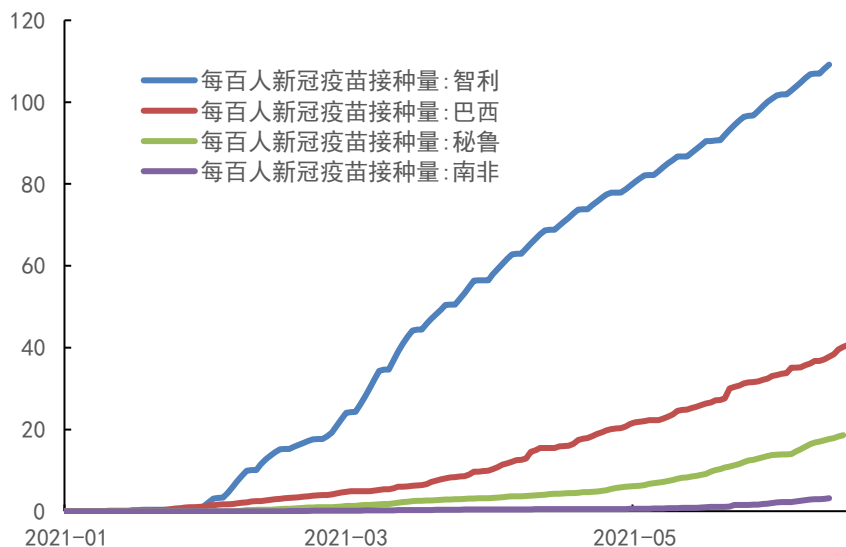


资料来源: Wind, 申万期货研究所

- 美国受服务业就业不及预期、原油基数较低等影响，成为全球唯一核心CPI通胀上行的经济体，中国、欧元区和日本的核心通胀仍然处于正常区间。
- 全球货币宽松、实体经济活动修复、以及全球绿色经济转型，推动大宗商品涨价周期自2020年2季度开始持续。不同大宗商品有不同的供需缺口，供给端的调节能力将很大程度上决定商品涨价周期长短与方向。预计部分商品阶段性供需矛盾将在下半年持续，但是分化会更明显。举例来看，主要大宗商品中，原油库存仍然高于疫情前水平，铜的库存则低于疫情前水平，铜供给或许更加紧缺。

## 2、疫情持续时间拉长，新兴经济体供给修复偏长期

新兴经济体疫苗接种分化较大



中国铜冶炼厂:粗炼费(TC) (美元/千吨)

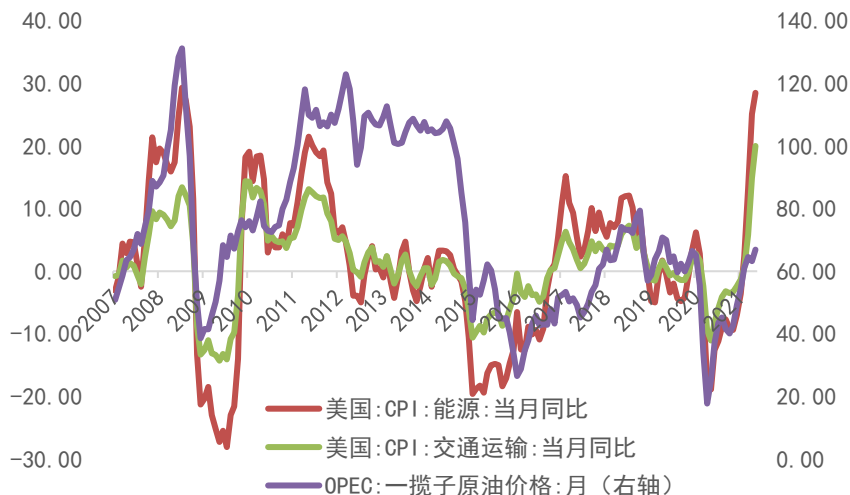


资料来源: Wind, 申万期货研究所

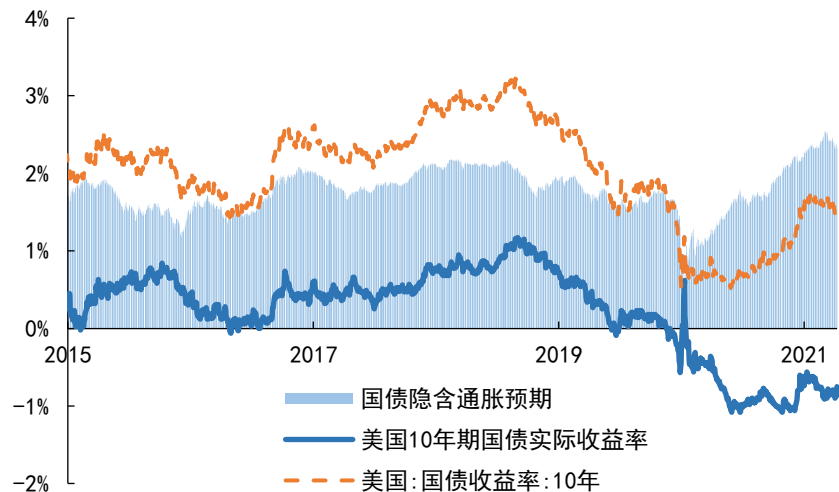
- **疫苗效果仍需验证。**据人民网报道，疫苗保护期至少6个月，更长时间的数据还有待进一步检测和严谨表述。2020年7月，哈佛大学公共卫生学院在Science上发表论文提示，如果疫苗产生的抗体持续时间有限，新冠病毒可能会伴随人类到2025年，以后每年都会出现间歇性爆发风险。5月16日，张文宏教授指出，以目前的全球性疫情来看，新冠病毒已经成为世间常驻病毒，我们必须做好长期应对准备。
- **当前美欧疫苗接种速率明显快于秘鲁、巴西等原材料供给国家。**预计发展中国家的群体免疫时间至少要等到后年，远落后于美欧等原材料需求国，未来一段时间原材料供给不足的情形仍将持续，但供需缺口有望逐步收敛。

### 3、核心通胀有望阶段见顶，美联储政策趋于转弯

原油价格与美国核心通胀相关性较高



美债收益率以及隐含通胀预期



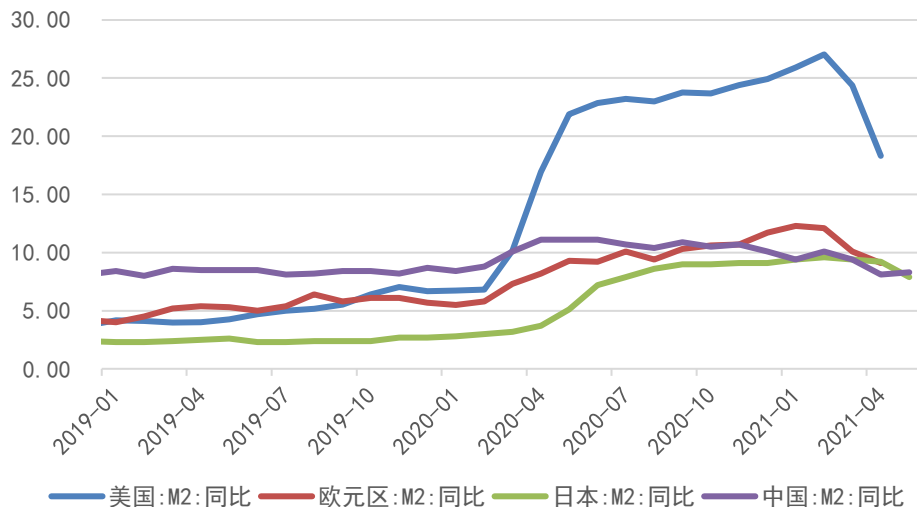
资料来源: Wind, 申万期货研究所

- **美国通胀的持续性存在较大争议，预计上行速率将放缓。**（1）原油上行空间收窄，对于通胀的上行拉动逐步减弱；（2）美国通胀保值债券隐含的通胀预期处于历史高位，但中期的通胀（5年TIPS隐含的通胀预期）和长期的通胀（10年TIPS隐含）都没有超过3%，市场交易出来的通胀预期并未失控。
- **美联储转弯，美元阶段性重心抬升的概率较大。**由于疫情的反复和本届美联储较为鸽派的姿态，本轮市场对于货币政策收紧的反映节奏要慢于2013-2015时期，参考2013年5月后的市场环境，黄金或步入震荡走弱，美元指数将出现阶段性反弹，而10年期美债收益有可能逐步上行。

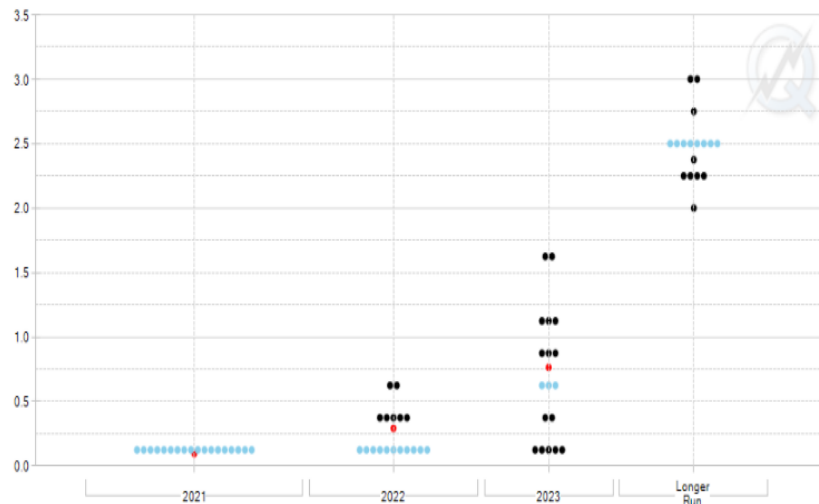


# 美联储政策必然转弯，预期管理试探市场

## 货币政策转向，M2拐点已经到来（%）



## 加息预期有所提前



资料来源：Wind，CME，申万期货研究所

- **6月议息会议决议管理利率，应对美元资金市场流动性过剩。**维持0%-0.25%区间基准利率区间和QE购债规模不变，但是上调管理利率，将超额准备金利率（IOER）由0.1%上调至0.15%，将隔夜逆回购利率（ON RRP）由0上调至0.05%。
- **预期管理试探资本市场。**1、3月认为2023年将有一次加息，6月18名官员中有11人预计2023年至少加息两次。美联储官员经逐步向外传递更加鹰派的表态。2、鲍威尔首次在新闻发布会上表示已经开始讨论缩减QE。三至四季度可能宣布QE缩减计划，年底至明年一季度实施。3、面对通胀持续走高，美联储趋于谨慎。承认通胀更有可能比他们预期的更高更持久。

# 目 录

1

全球经济分化推升工业品价格

2

欧美经济复苏与通胀预期管理

3

国内经济走弱和政策平稳转弯

4

通胀压力下大类资产配置建议

# 国内经济修复放缓，价格上涨不利于经济复苏

经济修复逐步转向制造业投资和消费拉动，地方债发行放缓和信贷控制短期限制基建和房地产投资。

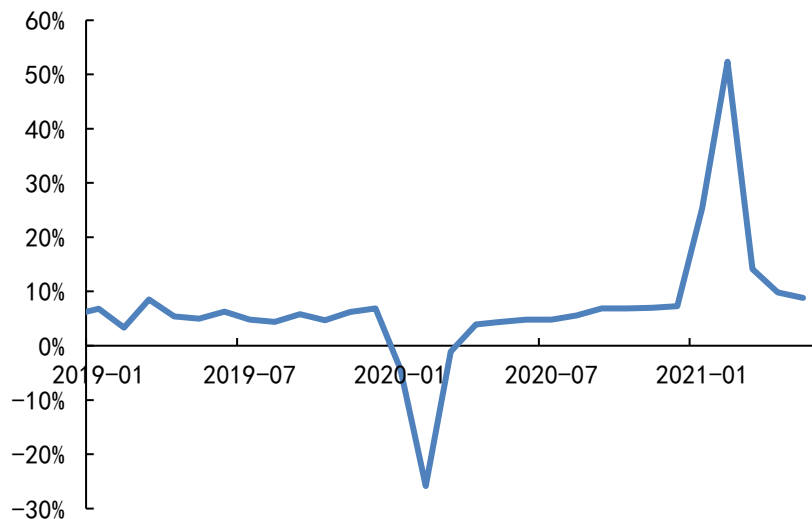
- 1、进口加速出口回落、受去年高基数拖累、加之相关需求增长放缓，防疫物资和电子产品出口同比增速继续放缓；低基数和价格上涨拉动进口同比增速升至51%。
- 2、5月固定资产投资同比增速受基数抬升拖累从4月的10.9%放缓至5.5%。分项指标中，基建投资转为负值，受大宗商品价格上涨较快影响，虽然制造业投资继续反弹，但压力较大。
- 3、由于基数效应减弱，5月整体社会消费品零售同比增速进一步放缓至12.4%，考虑到最近国内疫苗接种速度明显加快、居民收入和劳动力市场持续改善，消费仍有修复的空间。
- 4、即使原材料价格增幅过快，叠加相关限产措施，工业生产仍然维持在高位。

	同比增速 (%)			2021vs2019	
	2020年5月	2021年4月	2021年5月	4月	5月
工业增加值（同比增长率，%）	4.4	9.8	8.8	14.1	13.6
社会消费品零售总额（同比增长率，%）	-2.8	17.7	12.4	8.9	9.3
固定资产投资（累计同比增长率，%）	-6.3	19.9	15.4	7.6	8.1
固定资产投资（单月同比增长率，%）	3.9	10.9	5.5	11.7	9.6
#制造业投资	-5.3	14.7	13.5	7.0	7.4
#基建投资	10.9	2.8	-3.6	7.8	6.9
#房地产开发投资	8.1	13.7	9.8	21.6	18.7
房屋销售面积（同比增长率，%）	9.7	19.2	9.1	16.7	19.7
房屋新开工面积（同比增长率，%）	2.5	-9.3	-6.1	-10.5	-3.7
出口额同比增长率（%，美元计）	-3.5	32.3	27.9	36.3	23.4
进口额同比增长率（%，美元计）	-16.4	43.1	51.1	22.5	26.4

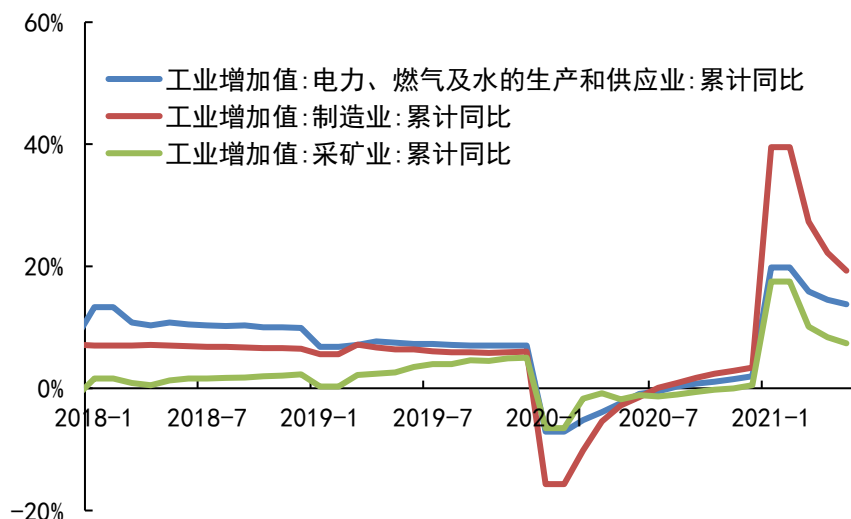
# 工业生产维持在较高水平，下半年趋于回归常态

- 2021年5月，规模以上工业增加值同比实际增长8.8%，两年平均增长6.6%，连续三个月保持在6.5%左右，反映工业生产仍在较高的景气区间延续平稳增长。
- 内需的稳步复苏和较强的外需有望继续带动工业生产，预计后续工业生产仍然维持平稳，但由于原材料价格的上涨导致的下游需求走弱可能逐步传导至中上游，对制造业生产产生抑制作用，此外，外需爆发式增长后可能走弱，因此工业增加值存在走弱风险。

## 工业增加值 (%)



## 工业增加值分项 (%)



# 1、内外需均面临挑战：出口回落与消费疲软

- **海外疫情缓解，全球产业链有所恢复，出口动力开始减弱，价格上涨则推动进口增速快速回升。**防疫用品连续两月为负，消费品（鞋靴、箱包、手机）出口缩量明显，机电、高新技术产品出口（集成电路、液晶面板）量价齐升，仍处于较高水平。5月大宗商品进口数量贡献已跌至负值，价格贡献较上月扩大4.6个百分点，大宗商品涨价对进口的拉动进一步扩大。
- **消费开启复苏进程，离疫情前水平仍有较大恢复空间。**5月，社会消费品零售同比增长12.4%，两年复合增速4.5%，消费复苏节奏放缓。由于五一消费情况好于清明假期，因此市场对于5月的消费复苏预期较高，但消费复苏不及预期，假期后的消费也出现较大程度放缓，预计与就业偏弱等有一定关系。

外需逐步回落（%）



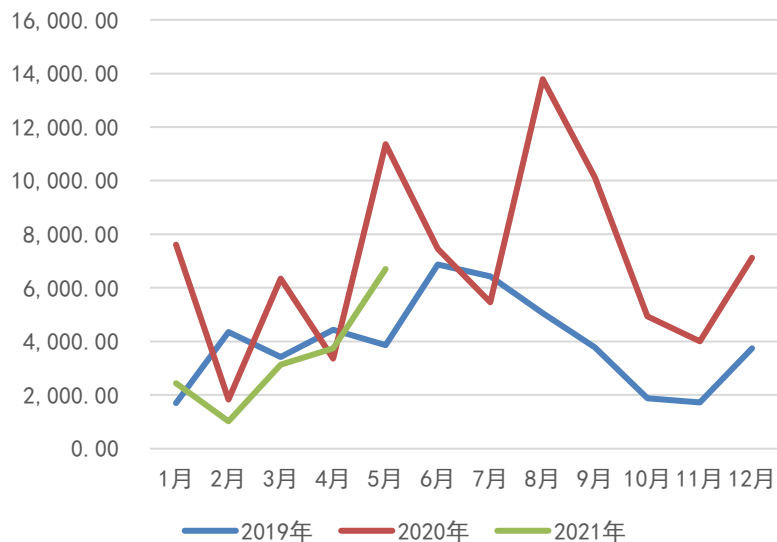
消费离疫情前仍有较大修复空间（%）



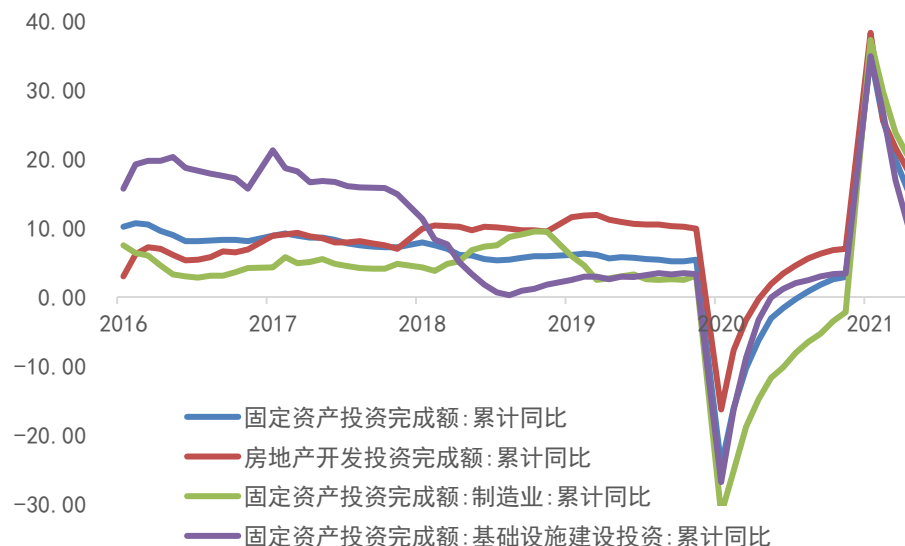
## 2、引导均衡投资：调控房地产与扶持制造业

- **投资增速距疫情前5.5%的增速仍有差距，地产拉动>基建拉动>制造业拉动的不均衡格局延续。**1-5月份，固定资产投资同比增长15.4%；比2019年1-5月份增长8.5%，两年平均增长4.2%。其中，房地产开发投资两年平均增长8.6%，小幅低于2019年全年9.9%的增速。制造业和基建的增长则更加疲软。
- **政策力度下降，投资拉动将降低。**今年市场流动性相对充足，新增专项债首发推迟3月末，相比2019-2020年明显滞后，规模也少于过去两年同期，因此今年二季度和三季度专项债发行规模或高于去年，基建支撑有望在下半年滞后体现。

政府债融资发行滞后（亿元）



基建投资增速下滑较快（%）





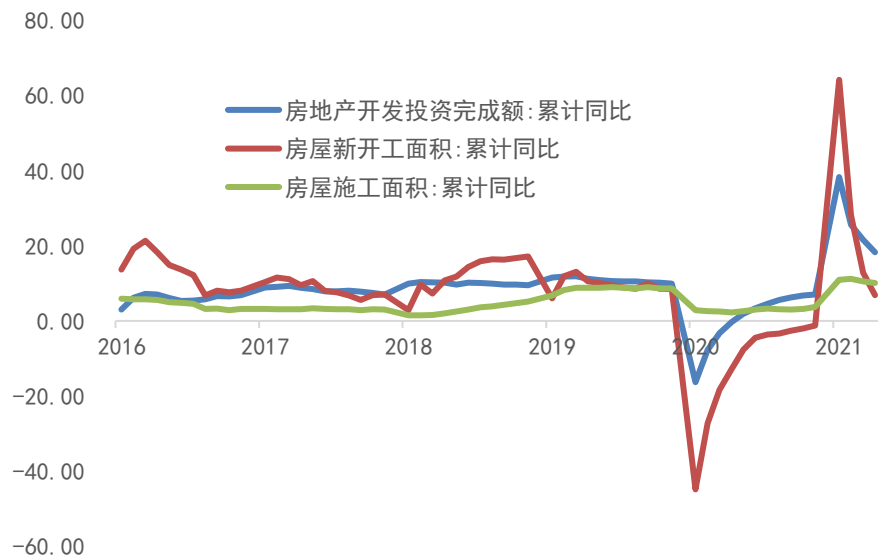
# 地产融资控制趋严，房地产投资逐步回落

- **房地产投资、销售和开发企业资金到位增速均处于高位，超过疫情前同期水平。**1—5月份，全国房地产开发投资同比增长18.3%；比2019年1—5月份增长17.9%，两年平均增长8.6%。商品房销售面积同比增长36.3%；比2019年1—5月份增长19.6%，两年平均增长9.3%。房地产开发企业到位资金同比增长29.9%；比2019年1—5月份增长22.0%，两年平均增长10.5%。
- **房地产贷款调控措施趋于严厉，房地产销售高位回落，某种程度上影响房地产后期投资的拉动作用。**现阶段，房地产竣工和施工增速保持高位，有助于对冲新开工下滑带来的负面影响。

## 商品房销售依然旺盛（%）



## 房地产新开工面积快速下滑（%）



### 3、政策压力：工业品指数飙升，预期管理加强

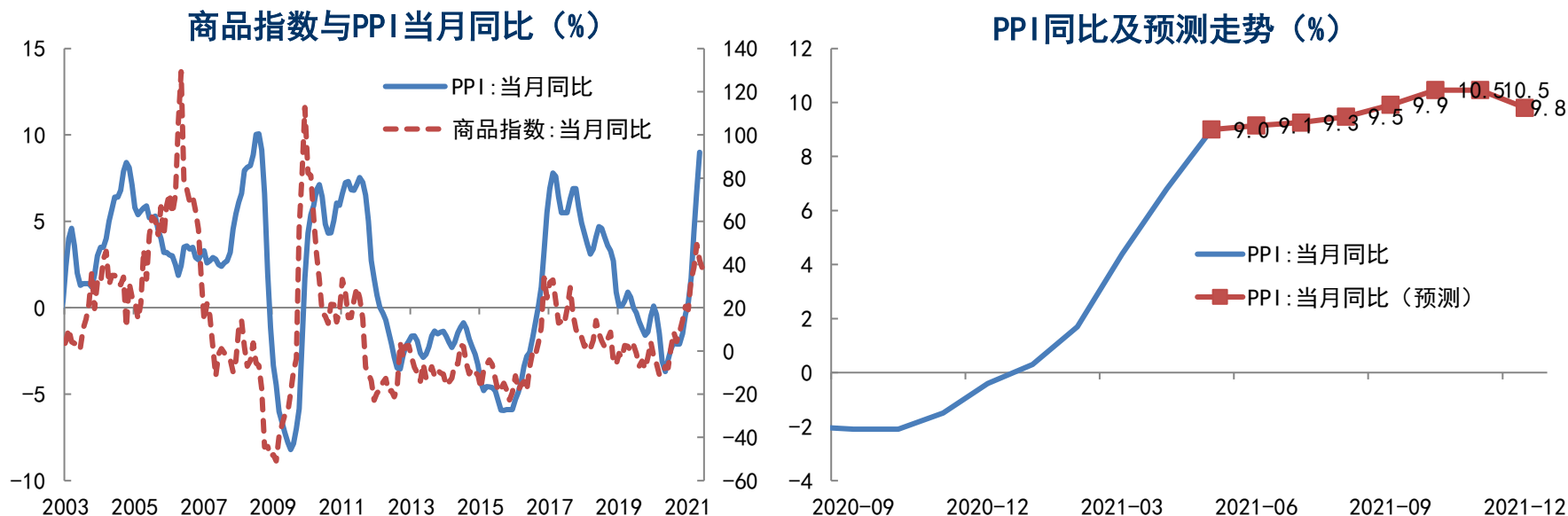
2008年以来工业品价格的第三次上行周期



资料来源：Wind，申万期货研究所

- **工业品价格周期已经持续五个季度：**去年3月份以来工业品价格走出上行趋势，今年国际原油价格、国际铜价、国内黑色商品、CRB现货指数等明显上行，拉动PPI加速回升。
- **消费品价格上行空间较小。**受去年高基数影响，猪肉价格同比增幅大幅减少，是CPI维持低位的主要原因，非食品价格低迷反映内需增长缓慢对价格指标的传导仍不明显。
- **央行认为，全球大宗商品价格上涨可能阶段性推升我国PPI，但输入性通胀的风险总体可控，我国经济保持了总供求基本平衡，不存在长期通胀或通缩的基础。**

# 工业品价格增速高位持续周期或超过半年



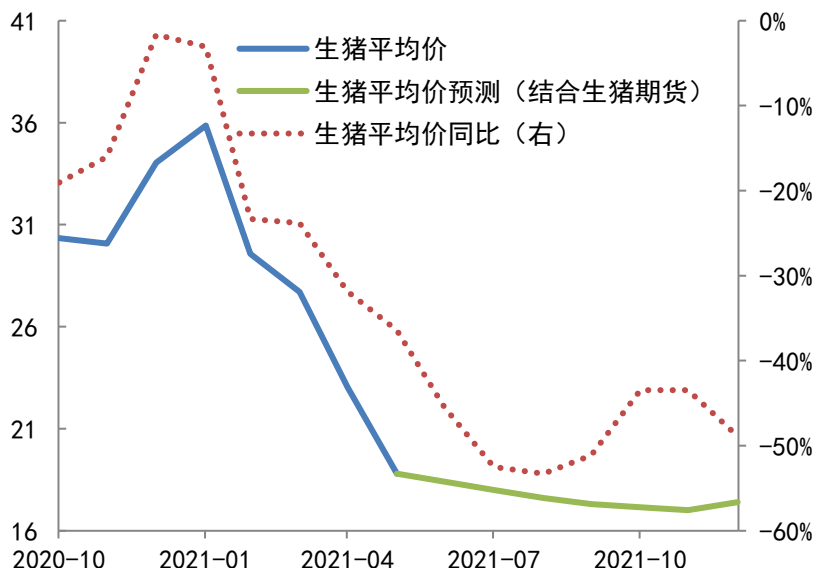
资料来源: Wind, 申万期货研究所

- 我国在2004年、2007年 - 2008年和2011年经历三轮显著的高通胀时期。但是2012年 - 2013年之后, 经济步入下行期, 通胀进入“结构化”时代, 高通胀时期CPI和PPI间的联动性下降。
- 全球大宗商品价格上涨, 给我国带来结构性通胀压力。商品指数同比大约领先PPI同比6个月。受工业生产持续回升, 市场需求继续回暖, 大宗商品价格指数仍有可能上行, 预计将带动PPI维持高位。假设年内PPI环比每月仍保持近一年每月0.5%左右的涨幅, PPI同比有可能升至10%以上, 直至年底, 才有可能回落。

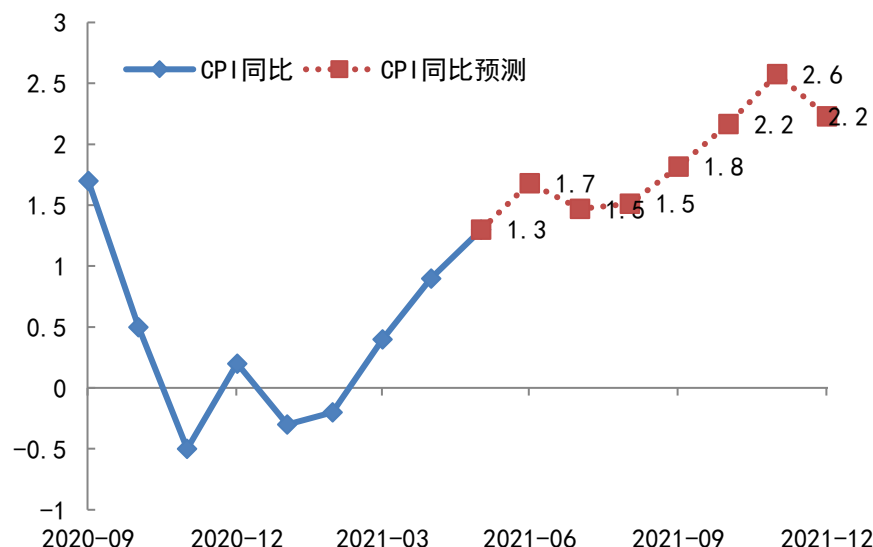
# 猪价对冲效果显现，消费品价格涨幅可控

- **CPI中非食品价格与PPI高度相关，PPI快速回升带动非食品价格回升，5月份非食品价格上涨推动CPI涨幅扩大。不过在产能不断恢复的大背景下，生猪价格已经向非洲猪瘟发生前慢慢靠拢回落。**根据生猪期货远月合约的价格，今年生猪期货价格同比为负，意味着猪肉及其替代品对CPI同比的贡献也将继续为负。
- **CPI涨幅平缓，央行采用货币政策调控的概率较低。**在非食品与猪肉价格错位情况下，预计CPI同比将继续回升，但涨幅可控，最高在3%以内。

生猪价格走势预测及同比（元/千克，%）



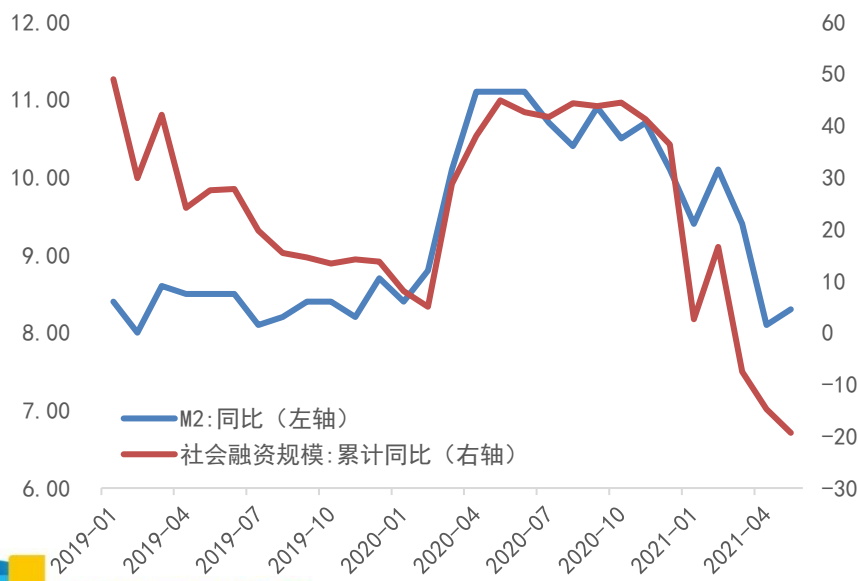
CPI同比及预测走势 (%)



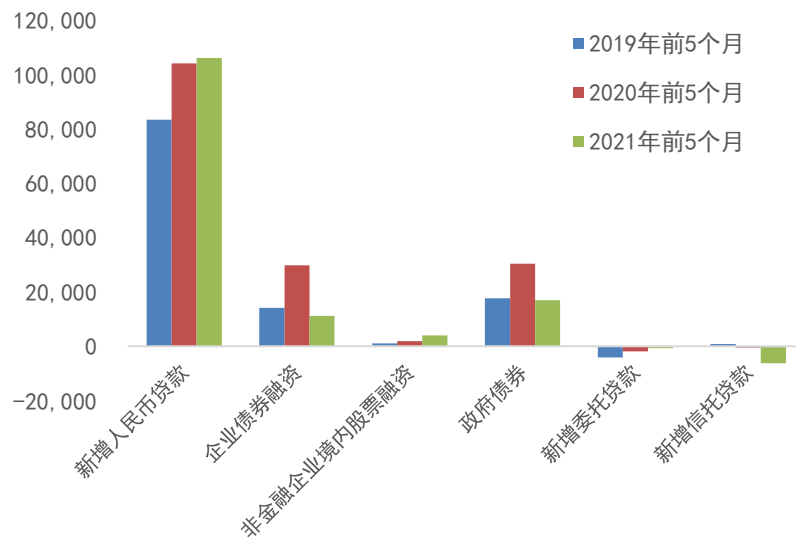
# 货币政策已经正常化，金融数据趋势性缓慢回落

- **货币政策常态化，贷款、企业债、政府债融资明显回落。**去年疫情特殊时期，央行为防止企业出现现金流断裂的情形，为企业正常经营提供必要的流动性支持；直接融资方面，创下了企业债净融资的最高水平，目前企业债和政府债融资额基本回到正常水平。
- **5月的经济数据出现结构性的分化，居民的购房需求使得地产产业表现强于市场预期，但通胀对需求的负面冲击开始显现，工业品通胀由价格传导和成本抬升对商品消费需求以及固定资产投资形成抑制，如果下半年投资需求受通胀抑制而偏弱，央行货币政策不会轻易因工业品通胀而收紧。**

## 社会融资规模存量与M2同比走势（%）



## 1-5月社会融资规模（亿元）



# 经济数据缓慢回落，长期经济增长点仍在培育

- **生产缓慢回落。**海外疫情风险降低，出口需求和投资缓慢回落。
- **消费修复相对缓慢。**内外双循环的实现，需要国内消费支撑；国内疫情得到控制，也使得消费信心不断修复。但就业仍需政策支持，下半年经济弹性体现在消费领域。
- **投资保持温和托底。**下半年专项债发行规模加大，投资增长仍有保证。
- **综合：**由于2020年GDP总量较低，结合基数效应，全年季度经济增速逐步回落，预计**2021年经济增速在8.2-8.9%的区间。**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
GDP：实际（%）	6.9	6.7	6.8	6.6	6.4	2.3	8.5
工业增加值（%）	6.1	6.0	6.5	6.3	6.2	2.8	8.0
固定资产投资增速（%）	10.0	8.1	7.2	5.9	6.0	2.9	13.0
社会消费品零售总额增速（%）	11.0	10.4	10.2	9.1	9.0	-3.9	15.5
居民消费价格指数（%）	1.4	2.0	1.5	2.1	2.3	2.5	2.2
生产资料价格指数（%）	-5.2	-1.4	6.5	3.8	2.0	-1.8	7.5

资料来源：Wind，申万期货研究所



# 目 录

1

全球经济分化推升工业品价格

2

欧美经济复苏与通胀预期管理

3

国内经济走弱和政策平稳转弯

4

通胀压力下大类资产配置建议

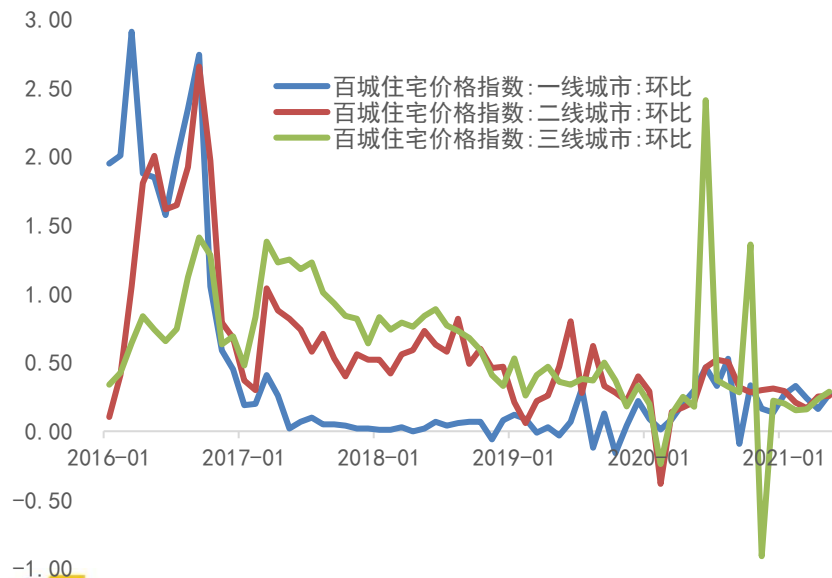
# 中美长期核心资产与资产配置

中美核心资产的切换或将逐步展开，但需要长期的验证。

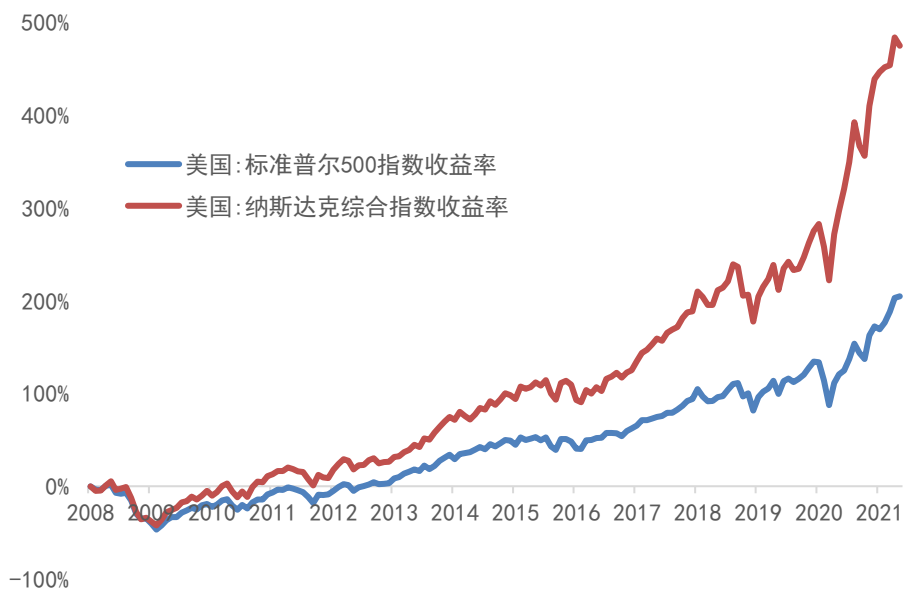
■1、中国的一线城市房地产是核心资产，在城镇化和资源集中效应等因素驱动下，核心地区的房地产价格延续上行趋势。A股则由于部分科技和互联网龙头在境外或中国香港上市等因素影响下，全市场指数的核心区间并未出现明显上移。未来，随着财富管理市场的扩大，权益的配置有望逐渐扩大。

■2、美国的科技在全球领先，纳斯达克指数的涨幅也领先于标普500指数。

## 中国房价指数 (%)



## 美国股指收益率 (%)



# 供需矛盾逐步缓解，联储政策推动美元上行

- 1、世界处于百年未有之大变局，从18年贸易战、19年科技战、20年疫情、21舆论战；中美博弈进入新时期，**产业升级是权益资产配置长期主线。**
- 2、**内循环启动仍需政策支持，消费增长需要长期培育。**内循环的启动有助于疫后经济的稳定，科技战是个双刃剑，短期限制国内新经济增长的同时，也将激发产业的真正升级。从十四五来看，面临人口老龄化、填补技术空白、绿色经济转型等问题，中长期经济增长仍处于放缓期。
- 3、大宗商品上涨不利于制造业投资修复，也不利于刚走出疫情影响的中小经济主体。**政府必然持续加强大宗商品监控和管理，政策顶或阶段性顶部已经出现**，境外经济的复苏、疫情导致的资源供给错位可能会阶段性进一步拉升商品。同时，在碳达峰碳中和长期绿色转型政策引领下，部分商品的长期牛市仍将延续。
- 4、**美联储政策的转弯预期有助于美元阶段性上行**，美元回流、美国经济复苏利好美股不利美债。
- 5、**中国货币阶段性收缩，长期政策空间依然较大，同时，未来仍有较大财政空间支持产业升级。**

地缘问题

经济回落

通货膨胀

美元上行

# 影响资产价格的核心因素

上半年，商品和股市上行，美债长端收益率上行：

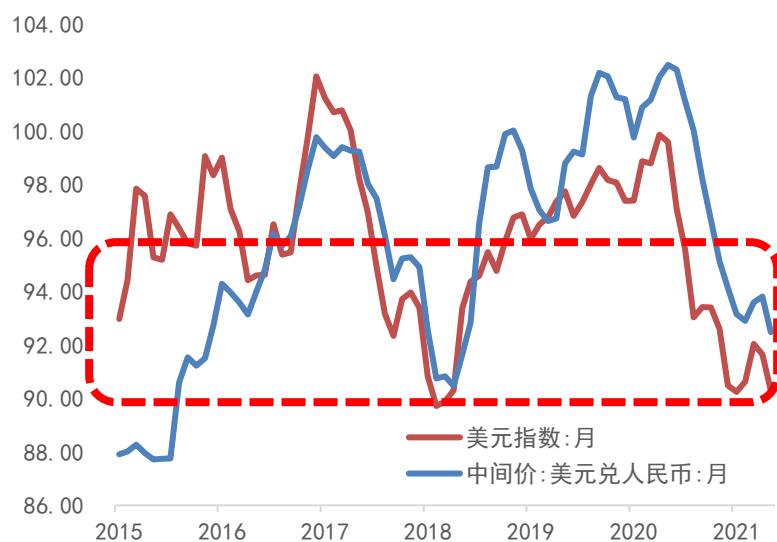
- 1、欧美经济复苏，需求增加、供给不足推升大宗商品价格；
- 2、复苏拉动企业盈利，利润提升预期推高欧美股指；
- 3、国内股指分化，芯片和新能源驱动科创板和创业板指数涨幅超过10%，主板中的周期板块在商品价格带动下业绩大幅提升，但全市场指数涨幅较小。

下半年，资产配置需要关注：

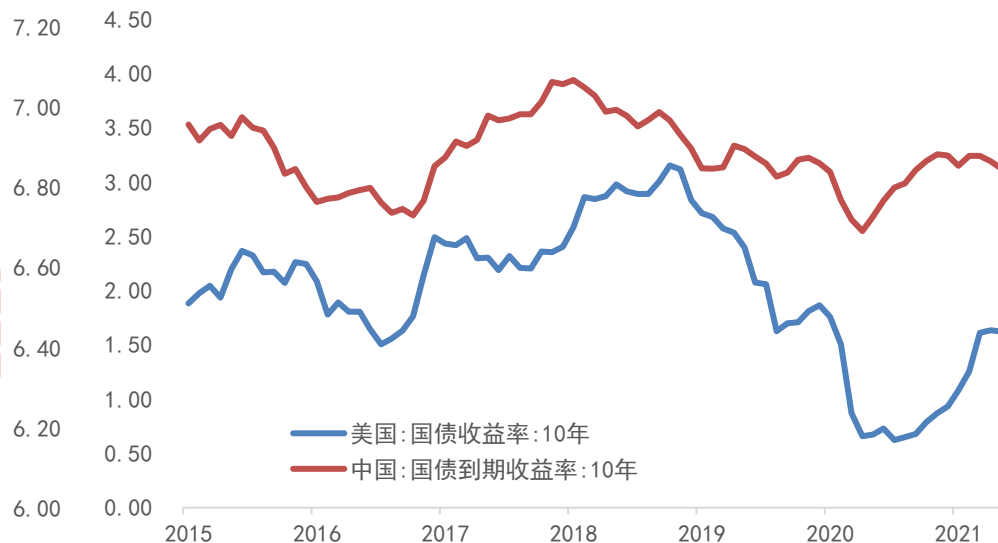
- 1、通胀压力。三季度，全球通胀压力仍将延续，原油仍有上行动力，导致美国核心通胀和全球工业品价格指数继续冲高。工业品价格走高不利于制造业，利空部分行业板块。
- 2、美联储政策。四季度，美联储政策转弯，美元或可能脱离底部上行，不利于贵金属。此外，美国10年期国债的短期上行，也不利于高估值板块和风险资产。
- 3、产业政策。绿色转型已经成为长期政策，高排放产业产能收缩成为长期趋势，阶段性推升相关大宗商品价格。

# 1、美元重心底部抬升，人民币短期升值空间较小

美元兑人民币汇率与美元指数



中美10年期国债收益率 (%)



资料来源: Wind, 申万期货研究所

- 上半年美元指数核心区间90-92，下半年美元重心有望底部抬升至91-95。1、美国经济延续复苏；2、QE缩减和加息预期提前。但需要注意欧洲地区经济复苏时的经济复苏节奏差造成的美元波动。
- 人民币核心区间6.4—6.7。1、货币购买力角度：美国核心通胀上行空间有限，美元低位震荡概率更大；2、中美利差角度：中美国债收益利差从去年下半年的240个BP收窄至150BP。

## 2、权益市场：结构分化，系统性风险较小

- 权重板块的调整或已经接近尾声，即使美股出现调整，A股的调整空间也相对有限，A股有望迎来第三年牛市。通胀压力下部分周期行业和科技板块存在机会，相对而言，科技的长期趋势更加明朗。
- 公募基金份额增速放缓，但居民配置权益市场的趋势延续，长期资产配置转移仍需进一步确认。

时间	驱动因素	股市主流标的	资金来源	信用环境
2013	互联网	4G和智能机的移动互联网，2C盛宴，重视轻资产和复制能力，偏爱成长和小票	增量资金，普涨	2013年1月-12月：货紧信紧；
2014				2014年1月-7月：货宽信宽； 2014年8月-10月：货宽信紧； 2014年11月-12月：货宽信宽；
2015				2015年1月-9月：货宽信宽； 2015年10月-12月：货宽信紧；
2016	房地产驱动	蓝筹白马； 受供给侧影响，周期股爆发；	存量市场，风格及行业轮动，结构性牛市	2016年1月-6月：货宽信紧； 2016年7月-9月：货宽信宽； 2016年10月-12月：货紧信宽；
2017				2017年1月-8月：货紧信宽； 2017年9月-12月：宽紧信紧；
2018				2018年1月-10月：货宽信紧； 2018年11月-12月：货宽信宽；
2019	互联网	基于5G的互联网，2B盛宴		2019年1月-3月：货宽信宽； 2019年4月-5月：货紧信宽； 2019年5月至今：货宽信紧；
2020	科技	科技股、医药生物、蓝筹白马	增量资金，普涨	2020年1月-12月：货宽信宽
2021	科技、周期	芯片、周期、新能源	结构行情	2021年：货紧信紧

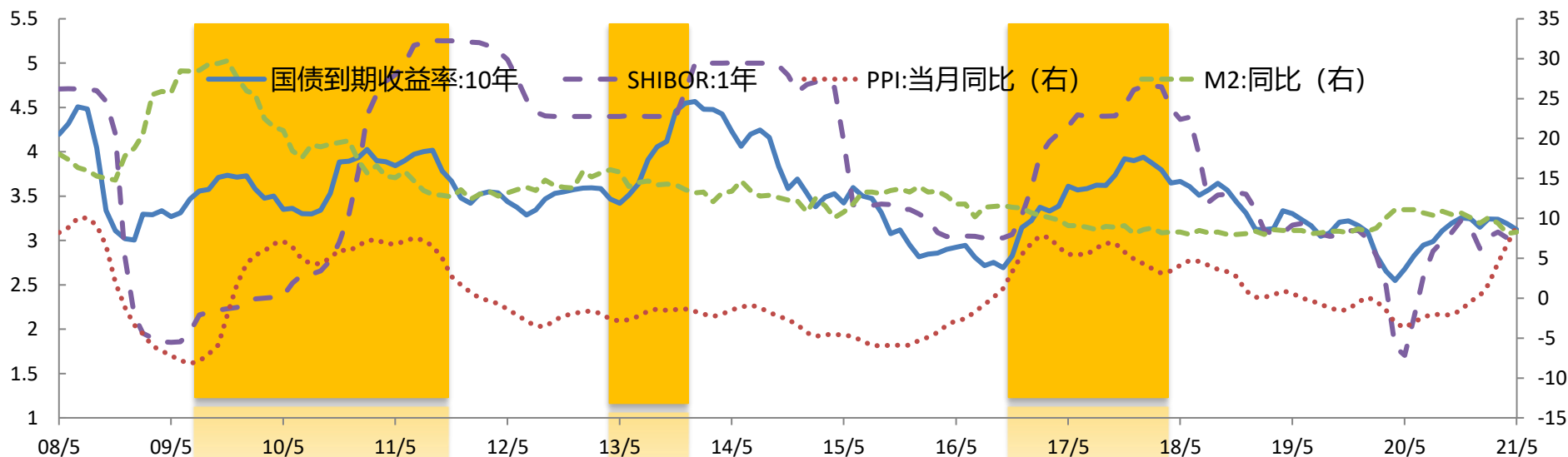


# 消费板块估值水平整体有所下降但未来提升空间有限

序号	申万一级行业	PE (TTM)	PE中位数	历史最大值	发生时间	历史最小值	发生时间	百分位 (%)	中位数相比
1	食品饮料	48.53	30.56	62.96	2021年2月10日	16.55	2013年9月2日	77.08%	1.59
2	汽车	28.17	18.16	43.47	2010年1月4日	10.87	2012年1月5日	64.80%	1.55
3	医药生物	40.95	38.72	74.37	2015年6月12日	23.49	2019年1月3日	55.06%	1.06
4	家用电器	17.79	16.71	32.31	2010年4月2日	10.55	2019年1月3日	55.06%	1.06
5	银行	7.34	6.77	14.32	2010年1月5日	4.50	2014年6月25日	51.26%	1.08
6	纺织服装	31.82	28.99	63.14	2015年6月12日	17.84	2012年1月5日	50.40%	1.10
7	交通运输	19.85	19.34	43.29	2015年6月15日	12.10	2013年7月8日	45.85%	1.03
8	公用事业	18.30	22.65	40.40	2010年4月14日	13.78	2014年5月19日	45.30%	0.81
9	综合	53.14	42.77	120.55	2015年6月12日	20.71	2013年6月25日	44.08%	1.24
10	电气设备	43.14	39.70	99.99	2015年6月12日	20.32	2018年10月18日	43.14%	1.09
11	通信	35.59	41.15	95.06	2015年6月12日	28.53	2012年12月3日	37.44%	0.86
12	非银金融	14.18	18.06	38.08	2015年4月22日	10.80	2016年1月28日	37.24%	0.79
13	休闲服务	76.97	46.25	209.69	2021年2月10日	24.92	2019年1月31日	36.71%	1.66
14	计算机	55.86	54.09	159.70	2015年6月3日	29.48	2012年7月31日	34.98%	1.03
15	电子	40.40	49.43	118.10	2010年4月22日	22.74	2019年1月3日	34.21%	0.82
16	商业贸易	24.39	26.67	71.38	2015年6月11日	13.12	2020年2月3日	34.17%	0.91
17	化工	24.53	27.67	76.55	2015年6月12日	13.01	2019年1月3日	32.04%	0.89
18	国防军工	64.42	64.15	245.82	2015年11月20日	28.17	2012年1月6日	26.21%	1.00
19	建筑材料	13.07	21.89	50.69	2015年6月12日	9.98	2019年1月3日	25.78%	0.60
20	建筑装饰	8.22	13.51	33.60	2015年6月5日	7.88	2021年2月4日	24.46%	0.61
21	有色金属	32.99	45.02	140.31	2015年6月12日	20.95	2018年10月18日	23.51%	0.73
22	轻工制造	24.19	35.26	113.29	2015年6月12日	14.23	2018年10月18日	21.35%	0.69
23	传媒	29.60	44.55	141.84	2015年6月3日	19.49	2019年1月31日	20.87%	0.66
24	房地产	7.87	14.91	39.04	2010年4月2日	7.87	2021年6月22日	20.16%	0.53
25	机械设备	25.28	30.20	136.07	2015年6月12日	12.81	2012年1月5日	18.58%	0.84
26	农林牧渔	18.52	41.01	119.64	2015年6月12日	14.95	2020年11月12日	15.48%	0.45
27	采掘	13.56	17.61	88.01	2016年10月25日	10.54	2020年3月23日	15.41%	0.77
28	钢铁	11.93	23.02	151.31	2010年1月6日	5.69	2019年1月2日	7.88%	0.52

### 3、债券：PPI维持高位，资金面有可能收敛

- 在疫苗逐步接种生效的情况下，海外主要国家生产服务继续恢复，经济展望持续改善。国内工业生产、投资和消费继续稳步增长，2年平均增速有望回到疫情前。全球工业品价格大幅上行，通胀持续时间或超市场预期，美联储紧缩速度快于市场预期，短端美债收益率显著回升，美元指数企稳。
- 在外汇占款增加幅度有限、政府债券发行加速的背景下，下半年央行资金投放需求将增加，而随着PPI回升至9%上方，央行公开市场投放资金力度有限，此前持续宽松的资金面或难以为继，当前1个月以上SHIBOR利率已经有所上行，资金面有可能收敛。
- 综合预计近期国债期货价格的上涨是反弹而非反转，后期仍以下行为主。



## 4、大宗：供需矛盾缓解，碳中和影响偏长期

- 美元重心上移但短期很难成为大宗商品主导因素；去年多数企业产能扩张明显放缓，有些企业直接关停乃至退出行业，阻碍了今年供给随需求的快速恢复。但这种现象不会一直存在，价格上行本身就会促使企业加快投产，弥合供需缺口。
- 碳中和推动周期行业迎来新一轮供给侧改革，但大宗价格的上涨必然不利于经济复苏。中国当前的碳排放集中于工业生产活动，要减少碳排放、实现碳中和，政策着力于工业生产端的减碳。从行业看，钢铁、水泥、石化、电解铝为国内碳排放量较高的行业，分别占我国社会碳排放总量18%、16%、6%、5%，因此钢铁等境内为主的工业品仍将维持上行。

经济复苏周期拉长，大宗商品牛市还未结束



需求缓慢复苏

计价效应

碳达峰产能收缩

# 大宗商品本轮涨幅已经接近上一轮

	2009年低点	2011年高点	涨幅	2020年低点	2021年6月	涨幅
Nymex原油	38美元	113美元	197%	15美元	73美元	387%
LME铜	2820美元	10000美元	255%	4370美元	10700美元	145%
LME铝	1280美元	2700美元	111%	1455美元	2600美元	79%
螺纹钢				3100元	6200元	100%
铁矿石价格指数				86美元	220美元	156%
标普高盛商品指数	3300点	5600点	70%	1260点	2520点	100%
标普高盛工业金属指数	853点	2069点	143%	972点	1762点	81%

资料来源： Wind，申万期货研究所

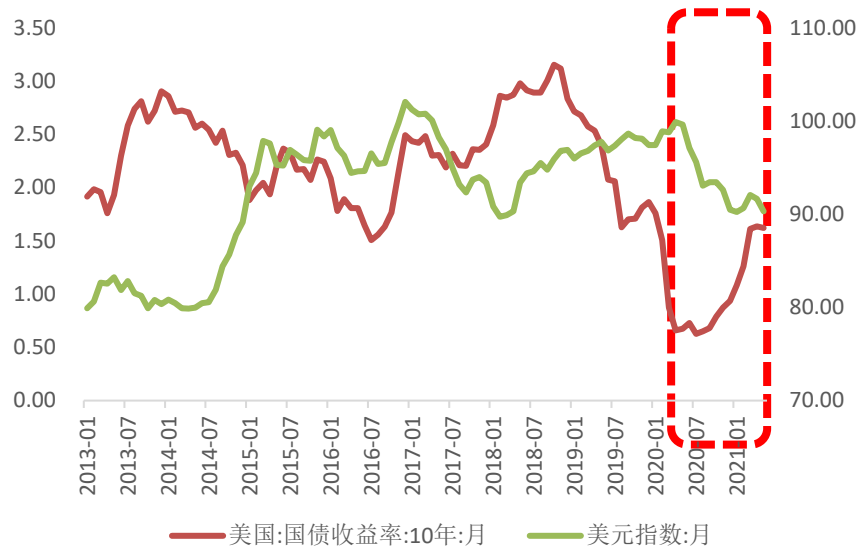
# 宏观风险1：地缘是长期问题，不能触碰原则问题

- **拜登宣布继续保持对华关税，与盟友共同制衡中国。**世界贸易组织裁决特朗普政府对中国征收的关税属非法。贸易战深远影响还在继续，光靠贸易战不可能逆转中国经济总量超过美国。以疫情和新疆为核心对中国进行攻击，试图在中国内部制造矛盾，同时在西方社会内部进行反华动员。
- **中美高层战略对话：主权和领土完整问题是重大的原则问题，在这些问题上，美方不要低估中方维护国家主权、安全、发展利益的决心，不要低估中国人民捍卫民族尊严和正当权益的意志。**

	美欧	欧俄	中美	中欧	中俄
货币关系	竞争	暂不存在竞争	中期和长远将出现竞争	中长期将出现良性互补竞争	暂不存在竞争
产业结构	竞争	互补互利	短、中期产业结构互补	短期互补，但中长期将渐渐出现竞争	互补
政治制度、意识形态	相容	不完全兼容、但可以联盟	难相容，竞争	不兼容，但不对立，可以合作	相容，但俄罗斯的欧洲情结与东方取向矛盾
地缘利益	欧洲感受美国战略打压，日趋相容	共同面对美国美国打压，合作对双方有利	冲突	美国划定每周和太平洋势力范围，中亚、中东及非洲将成为中欧竞争场所，包括货币和资源的竞争	面对共同对手美国，利益一致；但长远而言谁主导中亚将成为中俄的矛盾
军事关系	长远来看北约矛盾深化，欧洲将寻求军事独立自主	乌克兰问题暂时舒缓，在打击ISIS问题上军事合作，在中东问题上趋向合作	紧张	不对立	可以合作

## 宏观风险2：美联储缩减宽松，新兴市场资产承压

### 美元指数和美债收益率走势



### 新兴市场与发达经济体股指分化



资料来源：Wind，申万期货研究所

- 美元运行逻辑从去年的流动性释放货币贬值，切换到到今年经济复苏和财政宽松推动美元升值。
- 企业所得税提升可能在今年秋天落实，美股短期将遭遇流动性边际收窄预期的冲击，但在EPS未出现收缩的情况下QE缩减或只为波动因素。虽然拜登政府所提议的28%大概率不会被通过，但很可能会协议达成一个折中税率。由于疫情的影响企业普遍存在高经营杠杆，净利润增长很大程度源于财政补贴的企业劳工补助。经济重开后存在成本激增和边际利润骤减的风险。
- 资产配置角度来看，美债收益率如果上行至2%以上，部分资金将从风险资产配置到无风险的美债；同时，美元的持续走强也将引起其他货币的贬值，资金或回流至美国。



# 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。