

易峴 SAC No. S0570520100005
 研究员 SFC No. AMH263
 evayi@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：人民币升值周期背后的效率逻辑》2020.11
- 2 《宏观：展望十四五：政策紧扣“双循环”战略的本质》2020.10
- 3 《宏观：美国大选结果“排列组合”之影响》2020.10

哪些“惯性”在 2021 可能被打破？

岁末年初、规划新年，投资者往往需要避免两个“误区”——一个是一致预期、另一个是线性外推的惯性思维。虽然百年一遇的新冠疫情使 2020 年很多宏观数据呈现几十年未见的“大起大落”形态，但若用历史的“广角镜”去观察，一些宏观趋势其实在 2020 年以前就已经演绎数年，而疫情急剧放大了这些趋势。更进一步，从某种角度看，疫情甚至使它们加速“出清”。所以展望 2021，一些大家已经“习以为常”的宏观趋势可能不再继续按前几年的轨道演进、甚至逆转。越过“后疫情时代”的简单标签，分析基本面，以下几个（互相关联）的宏观趋势可能转向，而这些转变可能对金融资产价格和资产配置框架产生深远影响。

1) 2017 年以来全球贸易、工业生产、以及制造业资本开支周期已经四年下行，今年这一趋势可能反转。2017 年以来，全球贸易摩擦升级降低制造业效率——企业盈利恶化、投资风险偏好下降成为普遍现象。2021 年，不仅疫情影响有望缓和，且贸易摩擦的边际影响亦有望消退、甚至部分缓解。全球贸易链可能首先迎来补库周期，此后展开温和的资本开支上行周期（请参见我们 2021 年 1 月 6 日发布的《全球制造业是否仅仅是补库周期？》）——其中，受疫情冲击较小的中国与其他亚洲制造业国家增加产能投资的空间更大。同时，全球 PPI 回升意味着原材料行业的“去产能”周期可能暂缓、对总资本开支的拖累下降。

2) 全球 PPI 2017 年开始下降，于今已经近四年、这一趋势可能会在 2021 年逆转——我们对中国 PPI 的预测明显高于彭博一致预期。2020 年 11 月以来，全球原材料价格出现回升趋势。而拉长看，全球工业品价格通胀经历了 4 年的下行周期、其中两年在通缩区间。这一趋势背后必然伴随着工业企业盈利恶化及产能退出。如果今年需求低位反弹、叠加低基数、低库存，价格上升的动力和持续性可能仍会超出市场预期。值得注意的是，PPI 是制造业盈利的同步指标、以及全球制造业资本支出的领先指标。

3) 全球实体经济盈利走弱伴随着名义融资成本过去 3 年中两年下行，如果盈利能力有所恢复，则有效融资成本也可能温和回升。随着贸易与 PPI 周期反弹，全球工业企业盈利有望修复。盈利能力和通胀预期的回升可能提升企业对融资成本的“容忍度”。不过，与历史上其他的利率上行周期不同，今年主要海外经济体的真实利率可能仍在负区间，而中国的真实利率短期内或将下行——换言之，货币政策温和退出的情形下，现阶段名义利率抬升尚不足以逆转周期动能。

4) 从周期角度看，制造业走强对应美元相对弱势。同时，制造业相对实力较强的国家货币可能表现突出，其中也包括人民币及人民币资产。虽然推动汇率变化的各项长期和短期因素错综复杂，但不可否认的是全球工业和贸易周期走弱、工业企业投资回报率下降是人民币、东亚国家货币以及（某种程度而言）欧元和日元相对美元表现较弱的因素之一。周期性和基本面因素之外，弱美元周期可能进一步推升 PPI。

如果全球贸易和制造业周期如期逆转多年走弱的趋势，则可能对各类金融资产价格、及同一大类资产内在不同区域/行业相对强弱的分布产生深远的影响。短期内固收类资产可能承压，而股权投资增量可能会更多地流向在全球工业周期和 PPI 回升中最为受益的区域和行业。

风险提示：政策退出快于预期；地缘政治风波再起。

正文目录

一、临近年底、周期“暴动”	4
二、未来 2-3 个季度中国环比增长均有望保持在潜在增速以上——近期的周期走势强化了 我们这一判断	5
三、全球贸易和工业周期已经历 4 年下行，复苏周期也可能比单纯的“脉冲式回升”更有 持续性	8
四、五大因素共振、全球 PPI 回升的幅度和持续性可能超预期，而资本开支周期也可能温 和回升	12
五、PPI 与工业企业盈利增长同步，两者均领先制造业产能投资周期	17
六、中国制造业投资或将步入扩张周期	18
七、制造业周期走强 + 核心通胀走高 = 名义融资成本可能掉头上行	20
八、政策环境宽松 + 核心通胀上行 = 短期真实利率下行	22
九、全球工业周期走强将压低美元汇率、提升人民币及人民币资产的吸引力	23
风险提示	24

图表目录

图表 1：国内主要大宗商品价格 2020 年 11 月开始加速攀升	4
图表 2：国际大宗商品价格及集装箱运价指数亦节节走高	4
图表 3：全球制造业 PMI“V 型”反弹	4
图表 4：央行近期加大的公开市场净投放力度	7
图表 5：美国库存水平降至 2008 年以来的低位	7
图表 6：近期美国通胀预期上升速度快于名义利率回升，真实利率继续在负值区间下探	7
图表 7：社融同比增速领先内需增长	7
图表 8：全球贸易周期和制造业走势同步，均已经历了四年的下行周期	9
图表 9：在本次下行周期前，全球贸易额相当于制造业增加值的 7-8 成	9
图表 10：制造业投资和制造业盈利能力正相关	9
图表 11：全球 PPI 基本完全同步	9
图表 12：中国在全球第二产业中的占比高于其 GDP 占比，更是占二产增加值的三成左 右	10
图表 13：中国过去 5 年对全球制造业增长的平均贡献率超 4 成，无疑是工业品的“边 际定价者”	10
图表 14：PPI 是中国工业企业利润的有效同步指标	10
图表 15：PPI 也是全球工业企业利润的有效同步指标	10
图表 16：中美制造业资本开支周期有同步性	10

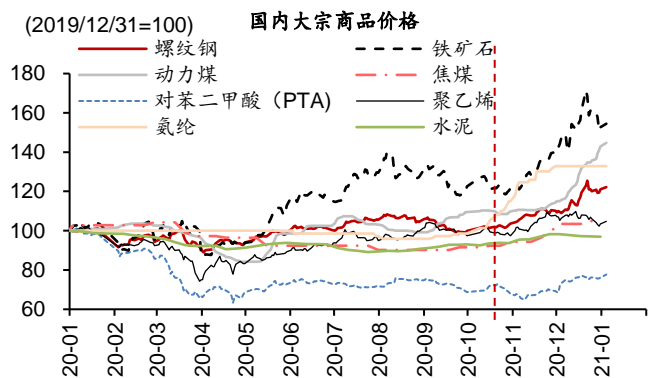
图表 17: PPI 领先资本开支意愿.....	10
图表 18: 欧美制造业资本开支周期也有同步性	11
图表 19: 中国 PPI 大幅上涨叠加产能受限的“溢出”效应推动中国工业企业整体资产负债表扩张	11
图表 20: 中国 10 年来第三波自动化升级周期正拉开大幕.....	11
图表 21: 全球国际航线数量仅疫情前的十分之一.....	14
图表 22: 欧美陆地交通仅“恢复”到疫情前的三成不到.....	14
图表 23: 电解铝资本开支大幅收缩	15
图表 24: 铜产能投资此前多年下行	15
图表 25: 中国汽车行业产能经历 3 年整合	15
图表 26: 2020 年全球工业原材料产量增长总体呈下降趋势	15
图表 27: 全球铜的需求回升快于供给.....	15
图表 28: 金属库存下降.....	15
图表 29: 石油库存估计 2021 年下半年开始趋紧	16
图表 30: 中国制造业 PMI 库存指数偏低	16
图表 31: 美国第二产业占比较低、在贸易和工业回升的周期中不占优势	16
图表 32: 不仅是价格指标, PPI 也是产能利用率和产量的同步指标	17
图表 33: 企业盈利领先资本开支——2015 年后这一关系有所弱化, 但未转向	17
图表 34: 全球 PPI 联动, 领先全球资本开支周期	17
图表 35: 以煤炭为例看中国供给侧改革对全球需求的“外溢”效应.....	17
图表 36: 煤炭、化工、水泥等行业的产能利用率已经逼近甚至超过 2017 年的水平 ...	19
图表 37: 铁矿石、钢铁、和有色行业的产能利用率已经逼近 2015 年来的高点.....	19
图表 38: 2020 年 2 季度以来, 出口相关行业开始“领跑”工业品产量增速	19
图表 39: 中国 PPI 和核心通胀水平同向波动	21
图表 40: 金融条件变化领先 PPI 1-2 个季度	21
图表 41: 中国 PPI 领先实体经济名义融资成本变动.....	21
图表 42: 由于中国通胀领先全球, 中国通胀反而和海外债券收益率“重合度”更好 ..	21
图表 43: PPI 快速回升而政策缓慢退出的情形下, 工业企业面临的真实利率可能快速下行	22
图表 44: 中美增长差是驱动人民币汇率预期的关键变量.....	24
图表 45: 美元指数走势和全球工业周期强度呈负相关关系	24
图表 46: 制造业盈利预期上升的时候, 人民币持有意愿上升.....	24

一、临近年底、周期“暴动”

虽然许多国家疫情难言“见顶”，但临近年底，中国周期复苏动能愈发强劲——尤其是出口增长大超预期。2020年10、11月，中国工业增加值同比增速分别达6.9%、7%，均高于趋势水平。近期经济景气度上升由内需进一步复苏与外需强劲增长共同驱动——11月出口同比增速跳升至21%，达九年新高。同时，内需增长继续修复。与3季度相比，地产和基建投资增速相对平稳，总体消费稳步复苏、其中可选消费强劲。此外，11月制造业投资同比增速回升至12.5%、成为新的“亮点”。往前看，随着春节临近，我们预计2021年1季度中国消费将恢复至疫情前水平，这意味着短期消费环比增长将继续明显强于趋势水平。正如我们在11月16日发布的年度展望报告《2021宏观展望：经济再通胀；政策温和退出》中的预测，可选与体验式消费有望在未来2-3个季度引领消费增长。

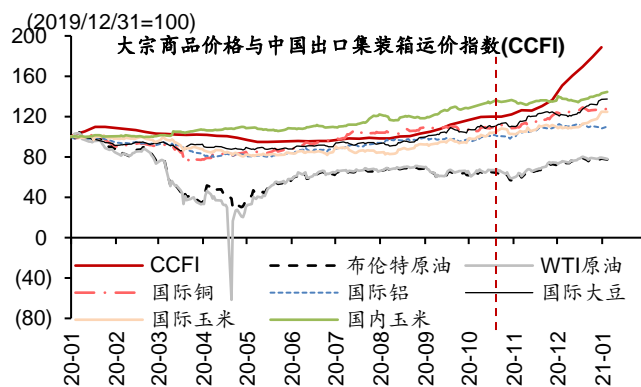
2020年11月以来，供需平衡收紧、国内外周期性指标均强劲回升。国内方面，焦煤、动力煤、铁矿石、化工品等原材料价格快速攀升（图表1）。2020年11月以来，焦煤（11月至今上涨11.1%）、动力煤（+31.8%）、化纤（PTA，+14.5%）、铁矿石（+27.1%）等价格涨幅明显。内需回升推动国内大宗商品价格走高的同时，超预期强劲的外需继续推高出口运价——11月至今，中国出口集装箱运价指数（CCFI）一路高歌猛进、上涨了54.4%。同时，2020年12月以来，重工业部门的产能利用率也一直强于（冬季）季节性。时隔十多年，中国多个省份再度出现“拉闸限电”的罕见情况。虽然严格意义上，中国并不缺电力产能，短期电力的供需缺口由多重因素推动，但需求增长超预期无疑是其中之一。动力煤价格攀升以及环保限产的情况下，对电厂盈利的担心也加剧了短期供需失衡。国际看，2020年11月以来国际大宗商品价格也有所回升，其中（布伦特）原油价格上涨36.4%（2020年4季度累计上涨18.4%），铜价上涨18.3%，而铝价亦上涨10.6%（图表2）。宏观周期指标亦转暖——全球主要经济体的制造业PMI指数均升至50%的荣枯线之上（图表3）。

图表1：国内主要大宗商品价格2020年11月开始加速攀升



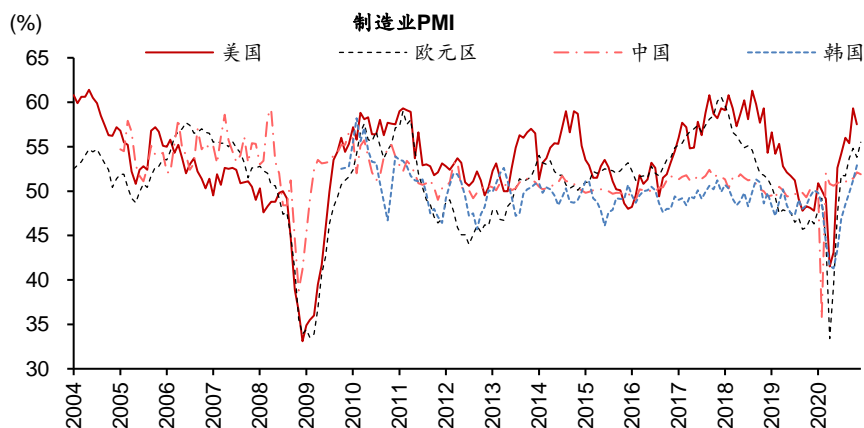
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：国际大宗商品价格及集装箱运价指数亦节节走高



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：全球制造业PMI“V型”反弹



资料来源：Wind，华泰证券研究所

二、未来 2-3 个季度中国环比增长均有望保持在潜在增速以上——近期的周期走势强化了我们这一判断

从目前已经公布的宏观数据判断，2020 年 4 季度中国 GDP 同比增速可能超过 6%，而环比增长可能达到两位数的折年率。年末环比高增长有望为 2021 年经济“开门红”奠定基础。目前看，2020 四季度和 2021 一季度的增长都可能比我们（已经高于彭博一致预期的）预测更高。2020 年 11 月，我们发布 2021 年宏观展望，其中预测 2020 年 4 季度 GDP 同比增长 5.5%、2021 年 1 季度同比增长 19.6%，均高于当时彭博一致预期。然而，2020 年 10-11 月工业增加值平均同比增长 7%、且 12 月高频数据继续强于一般季节性趋势，综合判断，不出意外，2020 年 4 季度 GDP 同比增长可能超 6%。换句话说，中国可能是全球第一个同比增长恢复至潜在水平附近的主要经济体。若 4 季度实际 GDP 同比增长 6-6.5%，则对应（季调后）年化环比增速达 13%-15%。数学上，2020 年 4 季度环比高增长、会自然抬高 2021 年 1 季度、甚至全年的同比增长。我们在 11 月 16 日发布的年度展望报告《2021 宏观展望：经济再通胀；政策温和退出》中提到，**基于 GDP 环比增速继续高于趋势增长率的底层假设，推算的名义同比 GDP 和企业盈利增长都可能超出市场预期**，我们预计，在货币政策温和退出、而前期融资条件较为宽松的环境下，内需增长将继续会上升。而净出口同比大幅增长将为总需求增长再添动力。净出口对名义增长和企业盈利的拉动将在 2020 年 4 季度与 2021 年 1 季度尤为明显——2020 年 1 季度出口同比萎缩 13.4%，而进口同比仅下降 3.0%，商品贸易从平日的顺差转为 1.1 个百分点 GDP 的逆差。彼时，由于中国加大战略储备进口及扩大自美进口以履行中美第一阶段贸易协定，导致疫情对进口的冲击大幅小于出口。我们预计 2021 年 1 季度中国可能录得明显贸易顺差，这意味着净出口同比明显上升，对总需求增长和企业现金流形成不小的补充。

国内外整体宏观政策环境仍支持经济继续再通胀——即政策退出速度远比再通胀进程缓慢。由此，在通胀预期上升的背景下，短期内真实利率反而可能下行。

➤ **国内方面**，对货币政策收紧的担忧压制了 2020 年 11 月的市场表现，但 2020 年 12 月以来，政策明显转向相对宽松立场。第一个货币政策“呵护”流动性的信号是央行 2020 年 12 月 15 日的 9500 亿元中期借贷便利（MLF）投放。央行不仅续作了当月到期的 6000 亿元 MLF，还为市场注入超额流动性。虽然表面上看，长期政策目标将推动地方国企和地方政府融资平台债券进行市场化定价，引发融资条件阶段性、局部收紧，但我们相信，一个较为成熟的货币当局，在此背景下反而将更为注重保持**总体流动性合理充裕，以防止“局部”信用事件引发过于严重的外溢效应或连锁反应**。自 2020 年 11 月 10 日永煤债券违约事件对市场流动性造成扰动，此后央行明确加大了流动性投放力度——2020 年 11-12 月，央行共进行了 3 次 MLF 操作，累计净投放 7500 亿元（图表 4）。此外，如我们在 2020 年 12 月 18 日报告《确认温和退出基调、构建发展新格局》中所分析的，2020 年 12 月中旬的中央经济工作会议明确传递货币政策温和退出（不“急转弯”）的信号，比此前市场预期明显更为鸽派。

由此，随着流动性边际改善、市场对货币政策过快收紧的担忧减轻，近期银行存单利率和国债收益率均明显下行。同时，2020 年 4 季度国内财政扩张落地速度加快，也进一步提振了市场流动性和总需求增长（参见 2020 年 12 月 15 日发布的报告《年底前财政扩张加速落地》）。虽然我们预计，2021 年将不再发行 1 万亿抗疫特殊国债，但随着名义 GDP 大幅回升、政府税费收入强势反弹，2021 年的实际财政扩张力度（即总赤字率减去周期性被动赤字/盈余）甚至可能上升——据我们测算，**即使 2021 年中央+地方政府的合计预算赤字率相对削减 3 个百分点；主动财政刺激力度都可以同比持平——这是因为政府收入强劲复苏推动周期性财政赤字率下降。然而，我们预计 2021 年中央+地方实际财政赤字率的降幅可能会明显低于 3%（有关主动财政扩张幅度的具体测算，我们在 2020 年 11 月 16 日发布的年度宏观展望中有详细阐释）。**

- **主要海外经济体将继续实施宽松的货币及财政政策、支持经济重启。短期内，虽然名义利率可能上升，海外的真实利率（名义利率-预期通胀水平）反而可能下行。**在主要经济体中，2020年美国财政和货币刺激力量最大——美联储资产负债表自2020年3月以来扩张了77%，同时美国2020财年财政赤字率预计将激增至16-17%。受天量刺激支撑，美国内需增长受新冠疫情的冲击明显小于总供给，体现为美国零售强劲增长，地产需求旺盛、制造业投资V型反弹、而库存水平已经降至2008年来的低点。往前看，随着经济重启预期升温，补库周期启动、制造业投资有望继续回升（图表5）。同时，美国的通胀预期也随着需求回升而逐级上调。虽然内需增长已然不弱，但美联储仍然保持鸽派立场，承诺长期维持超低利率并延长资产购买计划（请参见我们2020年12月17日发布的报告《FOMC点评：增长、通胀预期转暖不改宽松基调》）。同时，2020年12月22日美国国会通过了当年的第四次财政刺激方案，计划在年底前增加9000亿美元的财政纾困计划（请参见我们2020年12月22日发布的报告《美国如期通过新一轮财政纾困方案》）。从目前的环比增长与政策立场判断，2021年美国增长也有望迎来“量价齐升”的“开门红”局面。

我们重申对2021年上半年美国GDP环比（折年）增速6-7%的预测。随着再通胀预期升温，美国长债收益率已开始小幅上升。但是，如图表6所示，目前美国的真实利率在历史低点，且名义利率上行仍然滞后于通胀预期上调的速度，表现为实际利率低位反而下行。如果政策制定者判断当前的复苏动能不稳固、不持久，保持政策宽松立场，那么真实利率可能暂时不上行、甚至走低。

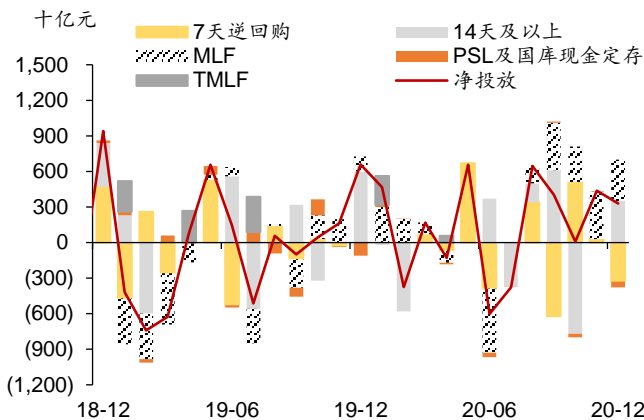
基于以上对增长势能和政策立场的观察，我们重申去年11月年度展望中的判断，即2021年上半年国内外环比增长有望超过潜在增速。我们对短期总需求的预测框架是结合1)以社融为代表的金融条件作为内需的领先指标（图表7）以及2)当前其对外需的判断。我们重申，虽然同比受基数波动影响为主，但更重要的是，总需求和企业盈利的环比增速均可能超过潜在水平。彼时我们的基准假设是，2021年货币政策温和退出，年底社融同比增速将放缓约2个百分点至11.5%。虽然货币供应增速逐渐回落，但仍高于疫前水平。同时，货币政策温和退出短期无碍名义GDP继续加速，鉴于1)外需滞后于内需回升，短期内顺差同比大幅扩大会对总需求和国民收入形成有效的“补充”；2)随着通胀预期进一步升温，货币流通速度可能加快，对冲甚至短期盖过货币增速放缓对名义增长的影响。

往前看，政策立场可能会随着经济增长的兑现进行微调，我们将继续观察政策的“表述”，并在春节后和一季度收官时重新评估政策立场是否调整。在这些时间点上，一些关键问题将更加明朗，包括：1)周期复苏的动能是否超出市场和政府的预期？2)年初信贷扩张的势头将如何影响接下来的政策？以及3)在疫苗量产与疫情发展的双重变量下，全球重启的时间表有无变化？

近期的一些周期走势仅是疫后的短暂“脉冲式回升”，还是更有持续性的趋势变化？——这将由时间评判，但我们倾向认为后者可能性更高。根据我们的观察，包括中国在内很多国家的政府仍然对疫情的不确定性以及经济周期回升的可持续性存有疑虑，所以在制定政策的过程中更多地将近期经济再通胀的表征作为“脉冲式回升”。诚然，近期周期指标走高可能仅体现了经济重启和补库周期的一次性影响。我们在此提出一个“开放性”的问题——下文中，我们将从多个层面分析全球工业生产、贸易和制造业资本开支周期的中长期趋势，以评估当前再通胀周期背后的驱动因素及其持续性。我们的初步结论是，当前的周期上行和PPI再通胀可能比简单的补库周期更有持续性。

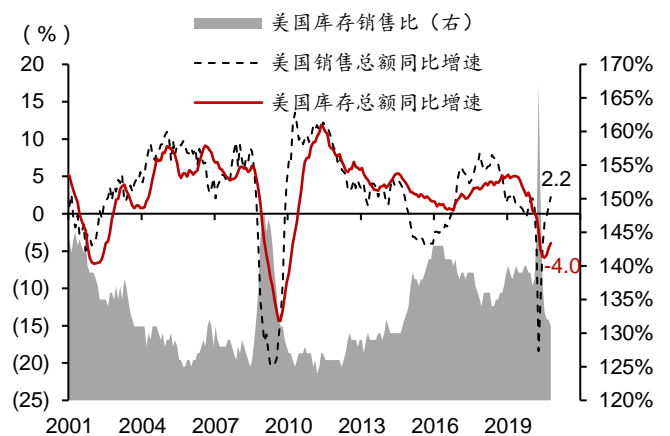
越过“疫情”及“后疫情时代”的简单标签，拉长时间轴看，2017年以来全球贸易、工业和制造业投资周期已经四年下行，不仅仅是疫情的短期冲击、更不仅仅是“去库存”带来的需求下行。所以，不能排除这一轮制造业回升周期比单纯的疫后补库周期更强劲、持久。正如我们将在第12页的第四节中分析的，PPI上行不仅是基数原因——近期，驱动全球大宗商品和工业品价格的5大宏观因素可能多年来第一次“共同发力”，所以，PPI上升的动力和持续性很可能超预期。如果PPI和制造业盈利回升有一定的持续性，则工业企业的投资周期也可能随之启动。越过“后疫情时代”的简单标签，如果全球贸易、工业生产、工业品价格、制造业投资周期连年走弱的“惯性”被打破，金融资产定价和资产配置框架背后的逻辑也可能随之改变，包括对全球主要经济体/板块相对表现的判断，及利率、汇率、股权资产等的定价(请见第七-九节)。

图表4：央行近期加大的公开市场净投放力度



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：美国库存水平降至2008年以来的低位



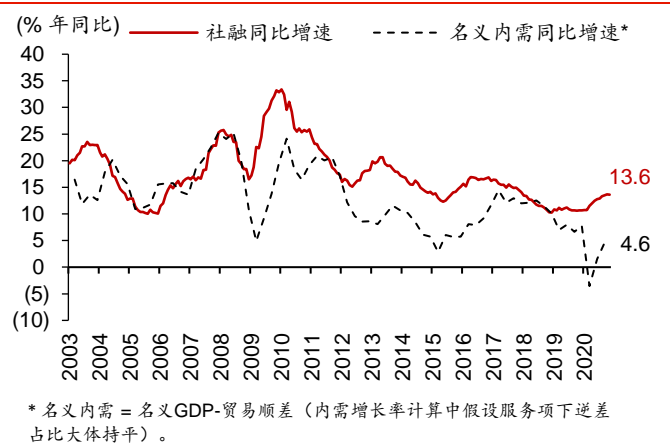
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：近期美国通胀预期上升速度快于名义利率回升，真实利率继续在负值区间下探



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：社融同比增速领先内需增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

三、全球贸易和工业周期已经历4年下行，复苏周期也可能比单纯的“脉冲式回升”更有持续性

全球贸易和工业周期已经连续4年下行——疫情加剧了这一趋势，但并不是其初始成因。某种意义上，疫情反而可能加速了产能和库存周期的“出清”。图表8显示，在高度全球化的今天，全球贸易和工业生产（industrial production, IP）增速走势几乎同步。2017年年中以来，全球贸易增长持续放缓，而全球IP增长也大约在同一时间见顶。疫情前全球贸易量已经连续5个季度收缩、持续大幅低于趋势增长。具体看，2018年4季度全球贸易量增速转负，2019年同比下跌5.5%，而2019年年中起全球工业品产量也开始缩减。工业品、即可贸易品的生产周期和贸易周期同步变动顺理成章——鉴于全球货物贸易量占全球GDP的17%、贸易摩擦前体量相当于全球第二产业增加值的7成有余（图表9）！

回顾历史，上一轮工业上升周期在2017年上半年见顶。2020疫情爆发前制造业已经多年低迷——首先，制造业2016-17年的资本开支及升级周期在2017年下半年开始自然走弱，叠加国内货币政策加速收紧（2017年1季度央行两次提高操作利率、2017年4季度开始更严格规范理财产品、清理非标）。此后，紧接着2018中美贸易摩擦爆发、升级，全球制造业效率下降、风险溢价跳升。与此同时中国去杠杆也在2018再加码。贸易摩擦也在2018-19年间多次升级。由此，全球贸易和工业周期走弱——产业链交易成本上升、制造业效率及投资回报率下降、风险溢价上升。在此宏观环境下，制造业资本开支自然更为谨慎。而这一“收缩模式”进一步加剧了全球贸易和工业周期的下行压力，全球制造业和贸易周期进入多年的“负反馈”模式（图表10）。

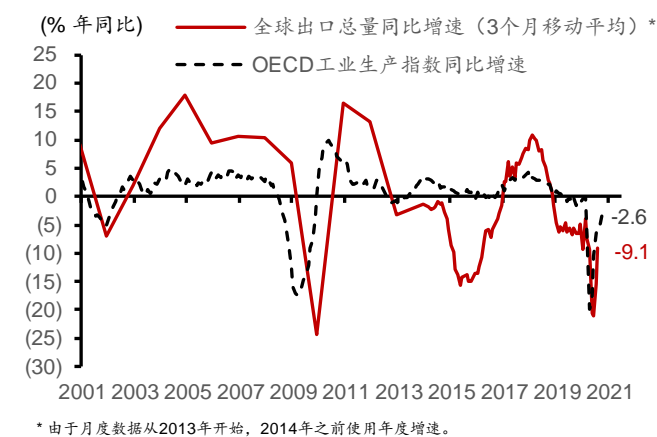
2017年以来，以PPI为代表的全球工业品价格指数已经经历了四年下行；而PPI与工业企业产能利用率和盈利高度相关，并领先产能投资。如图表11所示，全球PPI走势几乎完全同步。2017年1季度中国PPI见顶，全球PPI也同一时间开始走弱。全球制造业周期下行压制了对包括上游原材料在内工业品的需求。考虑到中国制造业占全球制造业总产量约22%、占全球制造业增加值约3成、且因为趋势增速更高，对全球制造业增长的贡献比例平均在4成以上（图表12-13）。所以，中国制造业周期和PPI变化无疑是全球趋势的最大边际贡献者。这一分析与中国对全球第二产业增长的贡献率数据相呼应——过去5年，中国的平均贡献率为42%。中外相关数据分析的结论一致表明，PPI是工业企业盈利增长和产能利用率的有效同步指标（图表14和15）。

制造业资本开支周期往往滞后PPI和工业企业盈利1-2个季度、且各国制造业投资周期基本同步——这一周期也在2017后一路下行。虽然近年来中美都在一些领域往经贸“脱钩”的方向努力，但制造业的“可贸易品”属性及中美在全球产业链上各自不可取代的地位决定了中美制造业资本开支周期仍难免联动（图表16）。虽然工业企业库存和盈利的短期波动未必带来对资本开支计划的大幅变动，但如果产能利用率和盈利能力持续上行，最终会带来一定程度上的产能扩张，反之亦然。图表17表明，美国PPI领先于资本开支周期、欧洲亦是如此（图表18）。虽然2016-2017年中国的供给侧改革一定程度上削弱了PPI和制造业投资之间的相关性，但彼轮中国PPI大幅上涨叠加产能受限的“溢出”效应仍然推动了中国其他行业、及全球制造业产出增长、收入和资本开支意愿的修复（第9页的图表11、图表19）。因此，如果本轮PPI回升有较强的持续性，我们预计全球制造业资本开支增长也将趋势性回升。

PPI和制造业资本开支周期可能已经具备持续回升的宏观环境。单纯的疫后反弹可能是脉冲式的。然而，通过对长周期的分析，我们初步的结论是目前的宏观环境可能可以支持一个更长的工业回升周期。诚然，预期“2021年全球贸易摩擦全面降级”可能过于乐观，但至少可以说，贸易摩擦对全球供应链效率、预期和投资回报率的边际影响已大幅减弱、甚或消除。同时，多年沉寂后，新一轮的制造业置换/升级周期可能已经启动，尤其在以中国为代表的受疫情影响较小的亚洲国家。如我们在2020年11月16日发布的年度宏观展望（《2021宏观展望：经济再通胀；政策温和退出》）中所分析的，工业自动化/升级在时点上往往与电信升级周期重合——中国正在经历电信基础设施从4G向5G升级的新周期，而新一轮的工业自动化周期也在2020年中拉开大幕（图表20）。而如果我们对全球工业生产、贸易、PPI和资本开支周期的打破近几年连续下行“惯性”的判断成立，那么全球金融资产价格和资产配置框架均会受到这一变化的影响——包括实体经济和金融产品的相对价格、不同行业/国家之间的相对表现、利率和汇率等等。

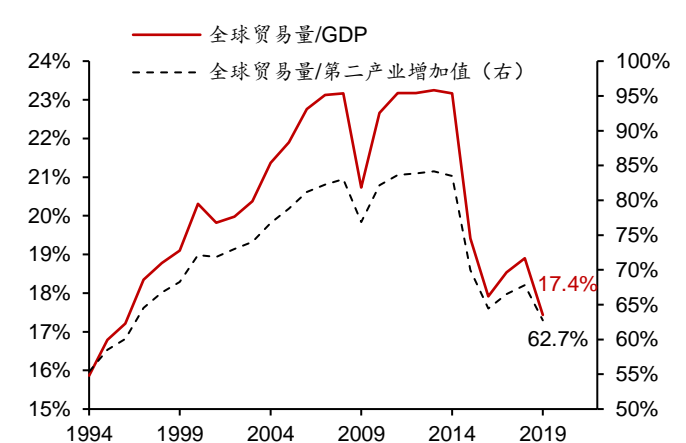
在下一节中，我们将仔细分析近期PPI上行背后的因素及其可持续性。为了将讨论的脉络整理地更为清晰，我们将以PPI作为“锚”和“线索”，展开一系列相关的分析和推论。

图表8：全球贸易周期和制造业走势同步，均经历了四年的下行周期



资料来源：WTO, Wind, 华泰证券研究所

图表9：在本次下行周期前，全球贸易额相当于制造业增加值的7-8成



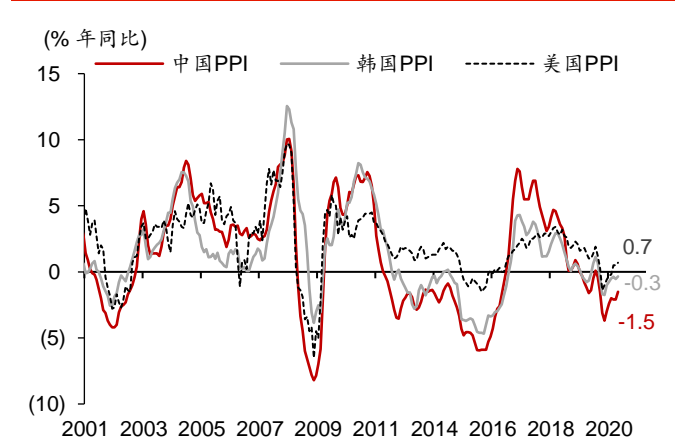
资料来源：世界银行, 华泰证券研究所

图表10：制造业投资和制造业盈利能力正相关



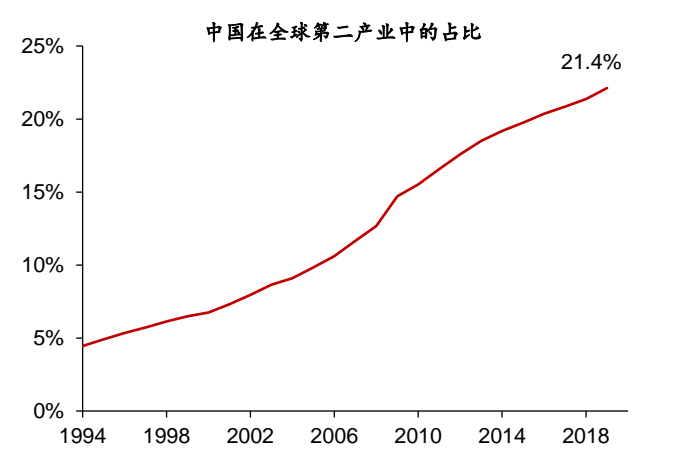
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表11：全球PPI基本完全同步



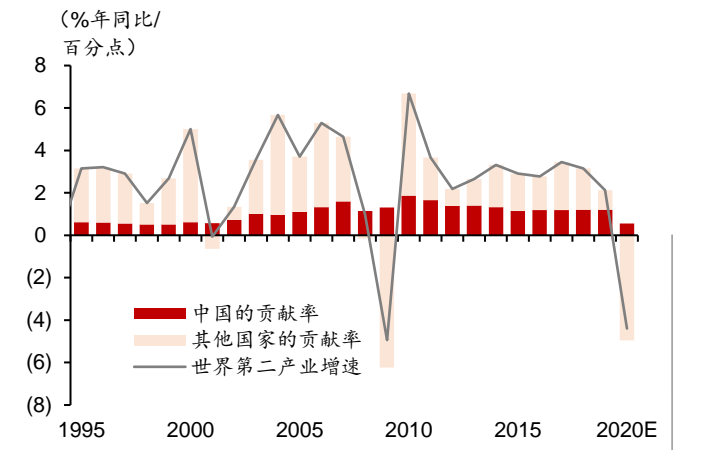
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表12: 中国在全球第二产业中的占比高于其GDP占比, 更是占二产增加值的三成左右



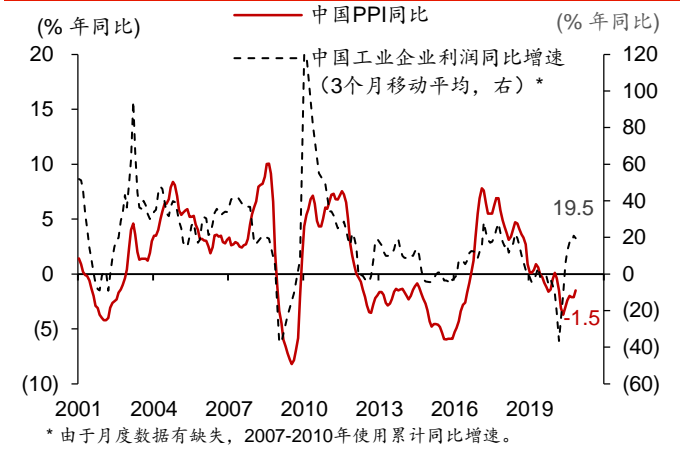
资料来源: 世界银行, 华泰证券研究所

图表13: 中国过去5年对全球制造业增长的平均贡献率超4成, 无疑是工业品的“边际定价者”



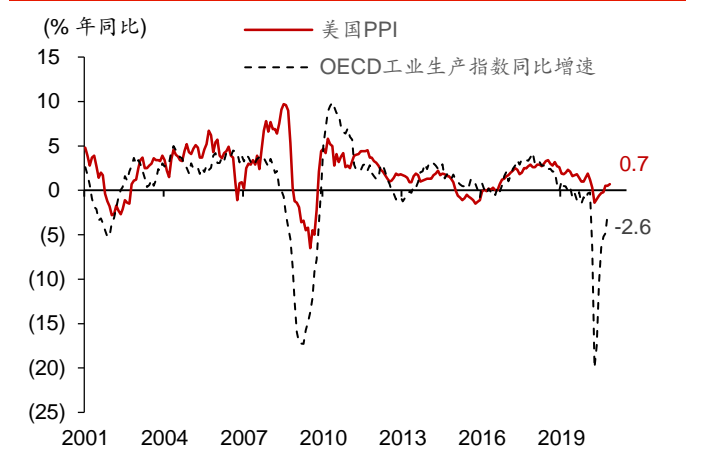
资料来源: 世界银行, 华泰证券研究所

图表14: PPI是中国工业企业利润的有效同步指标



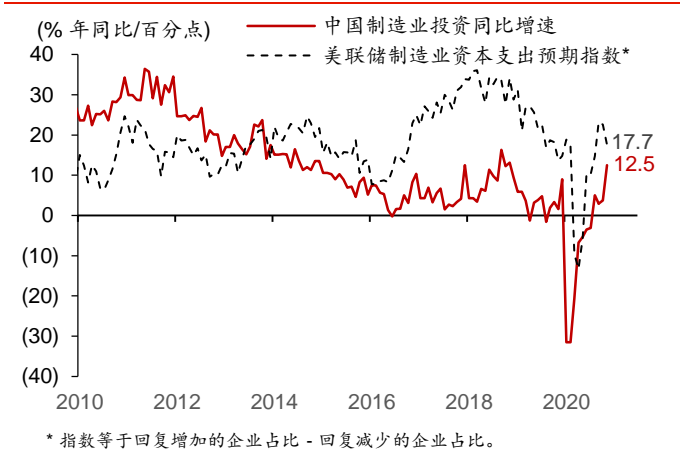
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表15: PPI也是全球工业企业利润的有效同步指标



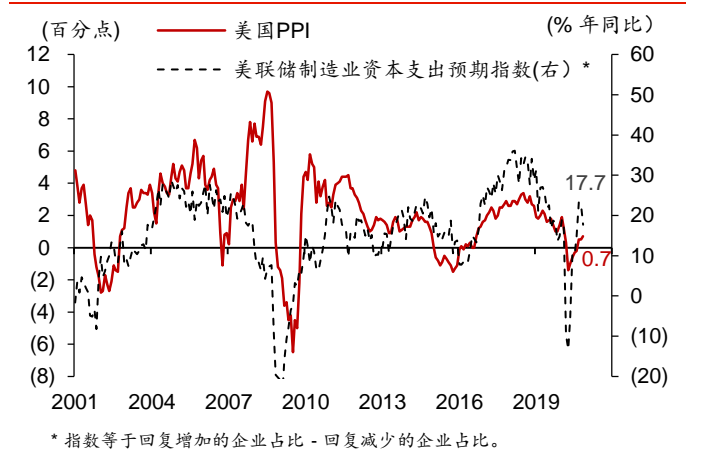
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表16: 中美制造业资本开支周期有同步性



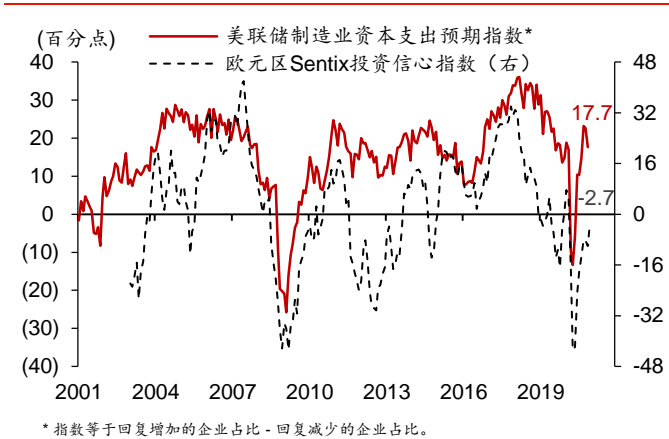
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表17: PPI领先资本开支意愿



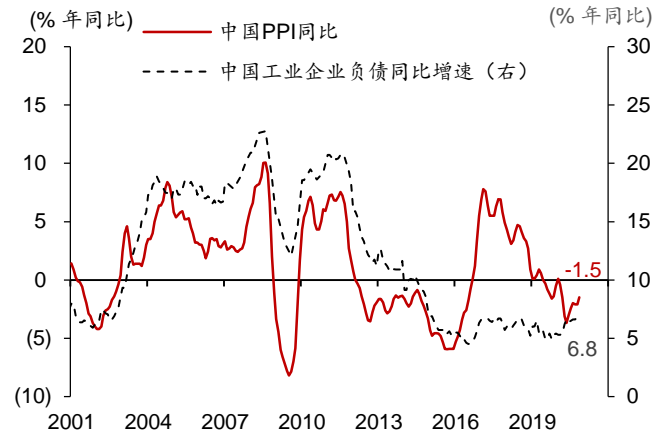
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表18: 欧美制造业资本开支周期也有同步性



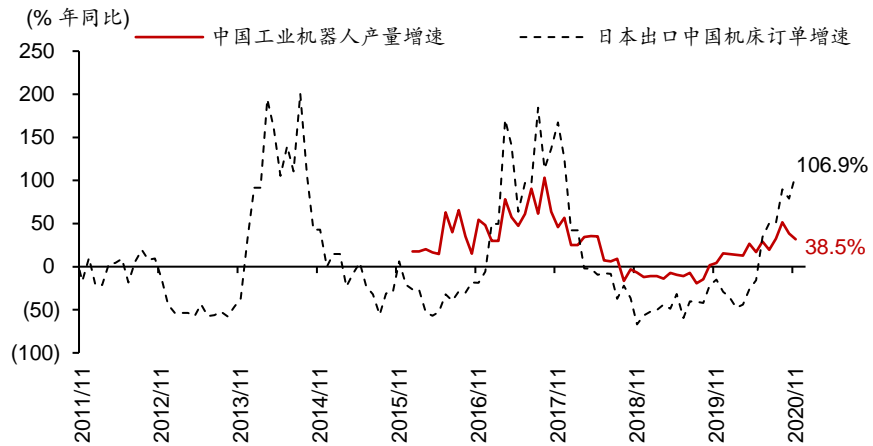
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表19: 中国PPI大幅上涨叠加产能受限的“溢出”效应推动中国工业企业整体资产负债表扩张



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表20: 中国10年来第三波自动化升级周期正拉开大幕



资料来源: Wind, Haver, 华泰证券研究所

四、五大因素共振、全球 PPI 回升的幅度和持续性可能超预期，而资本开支周期也可能温和回升

我们对 2021 年中国 PPI 的预测明显高于彭博一致预期，这也是我们和市场共识之间最显著的差别之一。在我们看来，PPI 预测和实际增长预测高于市场共识背后有同样的逻辑——即对全球贸易和制造业周期回升更为看好。由此，我们对 2021 年中国名义 GDP 和企业盈利增长的预测也比市场更为乐观。我们预计 2021 年中国 PPI 均值在 2.3%，明显高于当前彭博 1.2% 的一致预期（请见 2020 年 11 月 16 日发布的年度展望——《2021 宏观展望：经济再通胀；政策温和退出》）。目前看，PPI 相对于我们的预测可能还有上行的风险。在去年 11 月发布 2021 年宏观预测时，我们对 2021 年可能推升中国 PPI 的因素总结如下——

- 1) **拉长周期看，PPI 已经 4 年下行、两年负增长。**2018 年以来，全球制造业周期可谓“屋漏偏逢连夜雨”、先后经历全球经贸摩擦升级和新冠疫情的冲击。PPI 长期下行后反弹应该有一定的持续性，这背后的逻辑在于价格连年下跌后必定伴随产能的调整和退出。往前看，随着全球经济重启以及经贸关系的边际缓和，PPI 理应低位反弹。
- 2) **当前以石油为代表的全球大宗商品价格仍有上升空间，其中计入的再通胀预期与很多其他金融资产相比相距甚远。**与此同时，疫情期间相关行业持续缩减产能，如果需求复苏超预期，国际大宗商品可能出现短期供需缺口、推升价格。此外，若疫苗量产时间提前推动全球经济更早重启，那么 OPEC 2021 的产量计划就可能显得过于保守。值得注意的是，全球航空、陆地交通及航运目前的产能利用率仍然极低。图表 21 显示，目前全球航空客流量仅为疫情前的 10%，而陆地交通运力距疫前水平仍有很大差距（图表 22），尤其是在欧洲。全球经济重启确有可能在短期带来大宗商品供不应求的局面。假设 2021 年布伦特原油价格恢复到年均 50 美元/桶（目前看来一点都不激进——2019 年均 64.4 美元/桶），则仅此一项的同比增幅将达到 20-30%。此外，考虑到服务业重启需更多时间，跨境旅行和商贸活动可能在 2021 年下半年增长更加强劲，为商品价格提供支撑。
- 3) **十四五期间中国碳减排力度加大，很可能再次对国内原材料和重工业品等高污染行业的供给产生限制。**习近平主席已公开表示，并且十四五规划建议亦明确指出中国将大力减少碳排放。但是，结合中国目前的发展，即用电量年增长 5%、且非化石燃料占比仅 15%，在中国现阶段实现碳排放“达峰”比起其他国家，无疑更为艰巨且昂贵。与 2017 年相比，本次提出碳减排乃至长期实现“碳中和”可能是更加长期、更有约束力且更具有战略意义的目标。不过与 2017 年类似的是，环保目标的升级可能会在一定程度上压制重工业行业的产能利用率。同时，如果将相关企业总体利润率保持在较高水平，就可以为投资能源结构升级、加大环保力度提供资金支持。因此，虽然长期来看全球“碳中和”的目标将降低对石油和其他化石能源的需求，但在短期内碳排放下降目标无法“一蹴而就”的阶段，相关政策反而相当于增加了某种形式的“碳税”成本、实质意义上推升商品价格。

时隔一个多月，上述几点仍然成立，而近期宏观层面的一些边际变化为 PPI 走势再添动能——包括货币政策比预期更为宽松、而实际意义上的财政扩张幅度也可能超预期等。如在上文第 5 页第二节所述，至少在短期内，周期性政策对经济和市场“疫后重建”都还是保持呵护态度的，其中财政尤甚，而货币政策在中央经济会议“不急转弯”的表述也比市场预期的宽松。也就是说，政策收紧幅度远远低于经济再通胀的速度，甚至利率下降。再通胀进程中，如果政策退出速度平缓，货币流通速度的上升会抵消货币供应温和减速的影响，推动名义产出增长继续加速。就中国和全球的 PPI 而言，相对温和的政策退出速度无疑进一步打开了上升的空间。另一方面，名义增长预期上调叠加极低的真实利率也意味着，全球地产周期暂不具备“硬着陆”的宏观条件、中国依然。如我们在 2020 年 11 月 16 日的展望中所分析的（《2021 年宏观展望：经济再通胀；政策温和退出》），从实际意义上的财政刺激力度这一维度衡量，虽然 2021 年中央和地方政府合计表观赤字率可能同比收缩，

但随着税费收入“V型反弹”，其隐含实际财政刺激力度反而大概率同比上升，2021基建投资也未必相对2020下半年减速。回头看，2020年的基建投资低于预期，主要是由于1) 虽然疫情爆发促内需的压力骤然上升，但资金和项目到位仍有滞，如地方债额度下发随人大推后等；2) 由于项目规划和土地分配等大都在上一财年完成的，2020年项目资金即使到位，临时调配土地等其他配套资源也有一定制约；以及3) 财政大幅减收的背景下，也难免有项目资金被挪用的现象。据我们估算，受疫情期间防控隔离政策的影响，2020财政收入可能减少了2.8万亿元——即中央+地方的财政赤字率被动扩张2.8个点——几乎占用了2020年所有的赤字率扩张(3.1个百分点)。综合上述因素，一方面，虽然2020年地方债净发行超过4万亿，但相当部分仍可能留存至2021年使用，同时，随着2021年财政收入的大幅回升，政府实际现金流可能明显好转。因此，中国2021年基建投资的增长可能会好于预期，为PPI上行提供需求端的支撑。

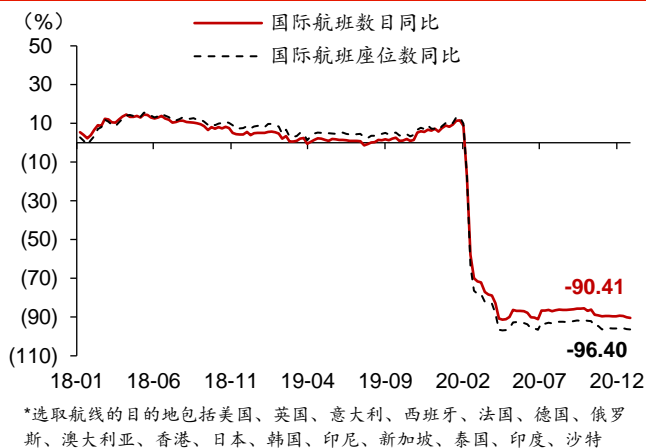
从长周期、全球的视角看，目前5大助推PPI的因素罕见地同时到位，因此工业品产量和价格回升力度可能比市场预期的更强。由于中国和海外PPI同向波动，所以这一结论适用于中国和海外的工业品价格。事实上，鉴于全球重启仍处于初期阶段，而国内投资增速已逐渐“正常化”，短期内全球原材料价格上涨的动力甚至可能超过国内。很多全球大宗商品价格(如石油)对实体物流和人流的变化更加敏感，所以目前看来供需缺口并未完全显现；此外，弱美元周期可能进一步推升全球PPI。具体看，五大助推PPI的具体因素如下：

- 1) 产能退出、供给偏紧。宏观讲“均值回归”有其自身的逻辑——PPI四年下行、两年通缩，对应制造业盈利能力连年下降，也往往会伴随着产能的调整。行业层面数据表明，近年一些较有代表性原材料和制成品的产能投资的确已经明显放缓、甚至明显收缩，如电解铝、铜、汽车等(图表23-25)。与此同时，国际原材料产量增速也呈现类似趋势——比如全球的铜、铝、铅等产品产量在过去两年几乎没有增长(图表26)。
- 2) 需求回升。全球商贸往来和人员交流尚未“重启”。随着实物交流和人员往来的频率在全球重启过程中“正常化”，客、货运量回升，工业品的实际需求仍然会反弹。如图表21和22所示，欧美陆地交通的繁忙程度仍只有疫情前的三成左右，国际航班数量仅有疫情前的十分之一——重启背景下能源消耗必然成倍上升。近期我们已观察到一些较有代表性的商品需求显著上涨，如汽车、电子产品、家电等等。海外天量的财政和货币宽松拉动收入增长，造成原材料和商品供需缺口不断扩大。原材料供需平衡变化也反映了海外需求比供给更有韧性——近期铜价走强背后便有此逻辑(图表27)。
- 3) 低库存。海外主要经济体2020年来的财政刺激力度逼近二战时期的水平，导致需求恢复快于供给。因此，主要原材料的库存水平快速下降(图表28和29)。国内外制造业PMI指数中的库存分项同步下降(图表30)；而第7页的图表5显示美国制造业产品库存比率已降至2008年来的最低水平。
- 4) “弱美元”周期。即使在供需平衡不变的情况下，美元贬值对应以美元计价的大宗商品价格上涨。同时，美元走弱对应更宽松的美元流动性环境。更进一步，如我们在第23页的第九节中的分析，由于欧洲、日本、中国、亚洲四小龙、东盟等国家和地区制造业占比大幅高于美国(图表31)，制造业周期相对走强会压制美国和他们之间“增长差”。不言自明的是，美欧增长差缩小对美元指数的影响立竿见影。所以，弱美元将增加全球PPI的上行动力，而PPI上行和工业周期回升可能进一步压低美元汇率，形成“反馈”。

然而，从更长期、更“基本面”的角度分析，美元实际汇率中期走弱的背后的根本驱动因素是，美国金融资产和实体经济投资回报率可能面临断崖式下跌的前景。我们在2020年11月23日发布的深度研究《人民币升值周期背后的效率逻辑》中曾就此做过详细的分析。在主要经济体中，相对于经济规模和趋势增长率而言，美国的货币扩张幅度和债务膨胀的规模最大，杠杆率（金融负债或资产/总增加值）急剧上升、对应金融资产平均回报率（增加值/总金融资产）快速下降，而边际投资回报率下降就更快。也就是说，从基本面分析，相对边际效率大幅下降是美元真实汇率走弱的根本原因。

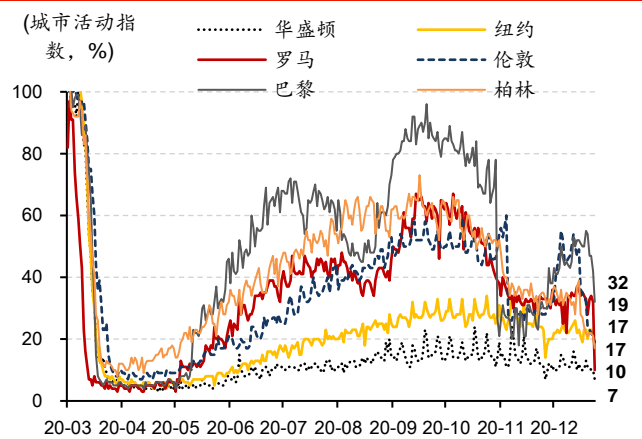
- 5) 环保减排压力上升。中国已经承诺在2030年实现碳排放“达峰”，这个目标对于一个用电量年增长5-6%、非化石燃料占一次能源比例仅15%的国家来说，无疑是一个艰巨且昂贵的承诺。这意味着中国的能源消耗结构必须经历大规模的转型升级，从“二阶导数”（新增投资）层面分析，新能源投资必然急速扩张。再往前看，考虑到中国目前的发展阶段，中国承诺到2060年实现“碳中和”的目标也极具挑战性。此外，后疫情时代、尤其在拜登正式接任美国总统后，全球也将更为重视环保和社会责任等方面的投资和转型。全球多数主要经济体也会在碳排放上更加自律。对碳减排关注度的上升可能会加大对（包括原材料在内的）高能耗行业的产能约束、推升边际生产成本，长期抬高制造业产品（PPI）相比服务产品（核心CPI）的相对价格。

图表21：全球国际航线数量仅疫情前的十分之一



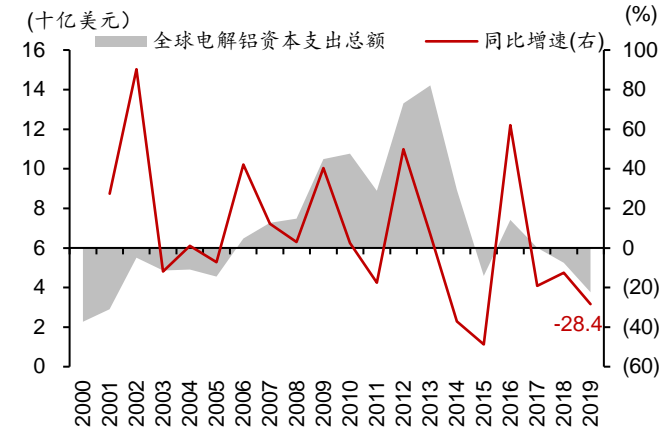
资料来源：CAPA，华泰证券研究所

图表22：欧美陆地交通仅“恢复”到疫情前的三成不到



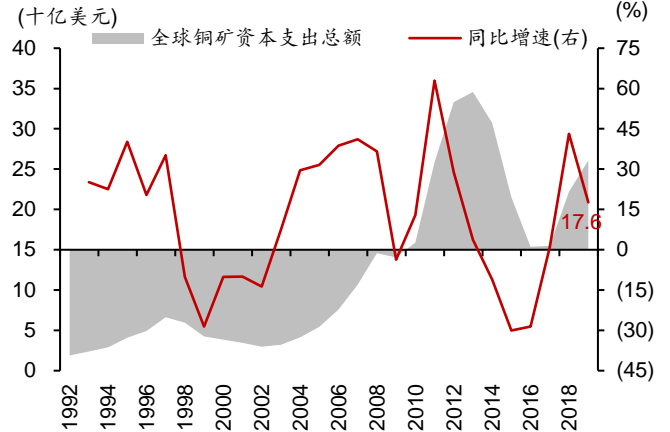
资料来源：Citymapper，华泰证券研究所

图表23: 电解铝资本开支大幅收缩



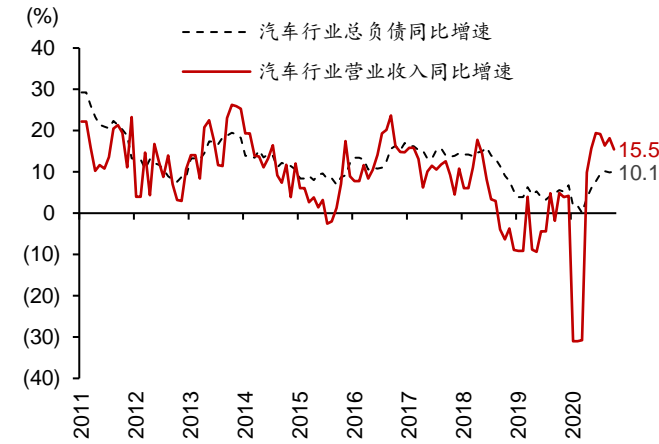
资料来源: Wood Mackenzie, 华泰证券研究所

图表24: 铜产能投资此前多年下行



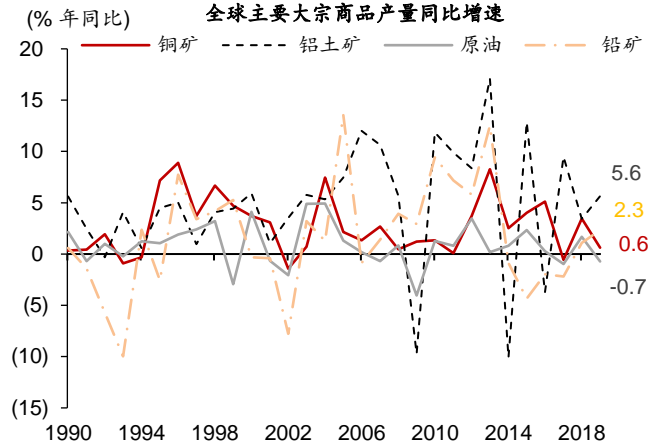
资料来源: Wood Mackenzie, 华泰证券研究所

图表25: 中国汽车行业产能经历3年整合



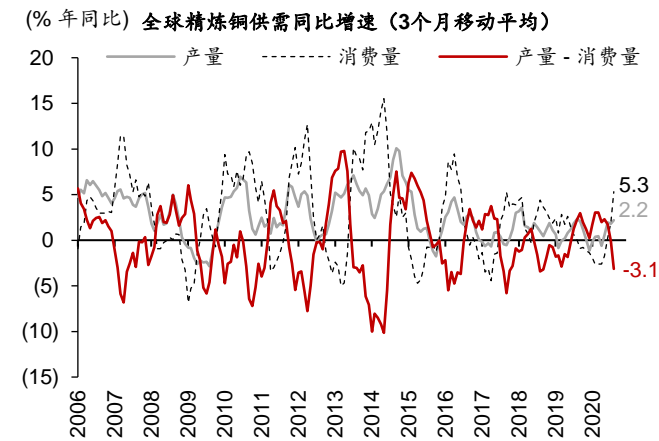
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表26: 2020年全球工业原材料产量增长总体呈下降趋势



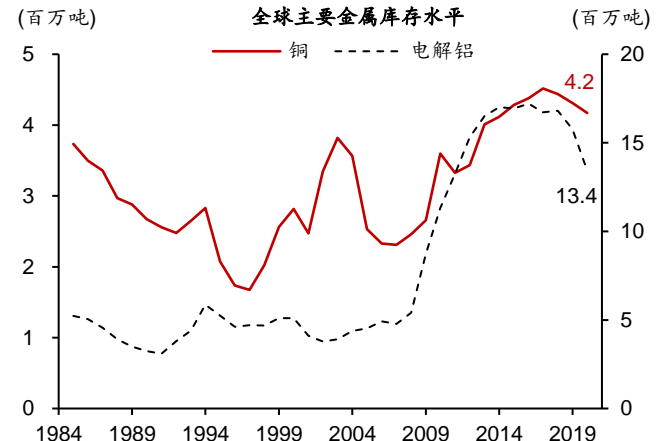
资料来源: Wood Mackenzie, 华泰证券研究所

图表27: 全球铜的需求回升快于供给



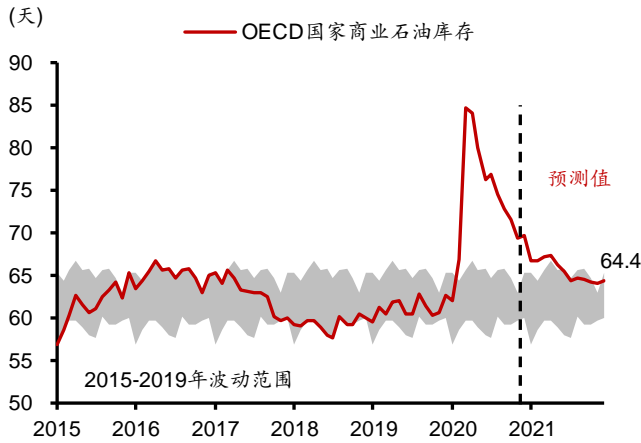
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表28: 金属库存下降



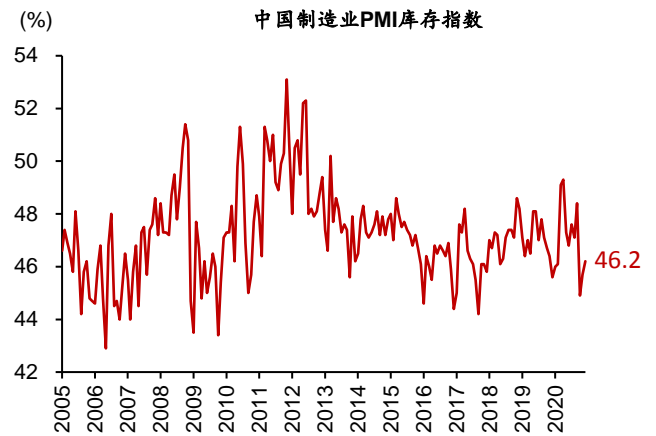
资料来源: Wood Mackenzie, 华泰证券研究所

图表29: 石油库存估计 2021 下半年开始趋紧



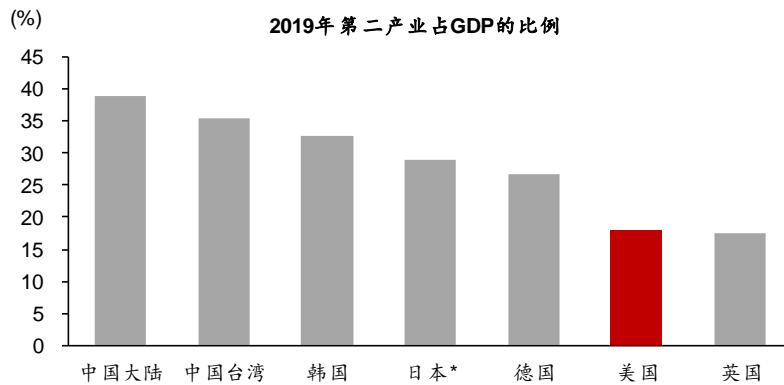
资料来源: EIA, 华泰证券研究所

图表30: 中国制造业 PMI 库存指数偏低



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表31: 美国第二产业占比较低、在贸易和工业回升的周期中不占优势



* 由于数据不可得, 日本使用2018年数据。

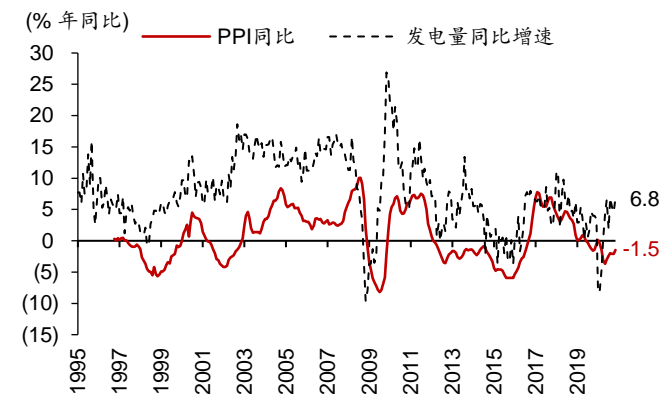
资料来源: 世界银行, Wind, 华泰证券研究所

五、PPI 与工业企业盈利增长同步，两者均领先制造业产能投资周期

PPI 是工业企业盈利的有效同步指标。与很多人的直观感受不同，PPI 中其实蕴含了价格和产能利用率的双重信息，是中国经济最有信息量和代表性的“晴雨表”之一。图表 32 显示，PPI 走势与实际工业生产增速高度相关，也与工业企业整体盈利增长亦步亦趋（第 10 页的图表 14）。诚然，2015-17 年的供给侧改革削弱了 PPI 与工业品产量增速之间的相关性，但总体方向未曾改变。更重要的是，虽然一定程度上限制了产量，但供给侧改革大幅推升了国企主导上游行业的利润率，所以 PPI 与工业企业盈利之间相关性仍然很强。

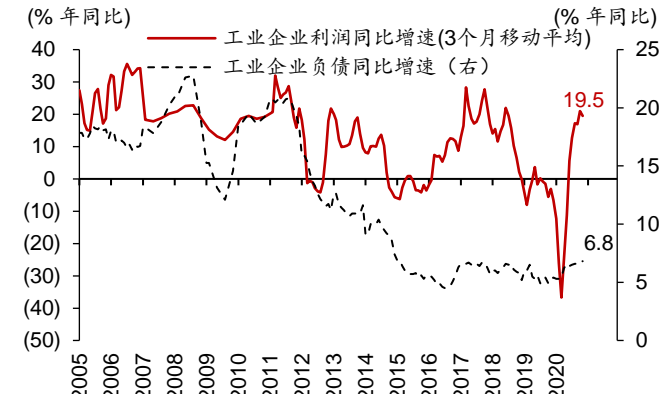
虽然细分领域的产量扩张幅度受到多重因素的影响，但总体而言，盈利改善领先制造业投资周期。工业企业盈利能力与其资本开支周期期间的因果关系是显而易见的——中国 PPI 回升、制造业盈利改善明显领先企业资产负债表扩张（图表 33）。另外，如图表 34 所示，中、美、欧之间工业品价格（PPI）及制造业产能周期均高度相关，全球联动，鉴于上文已经论述过的几个全球化周期相互关联的走势：1) 全球 PPI 走势高度同步，2) 全球工业生产及制造业投资周期也紧密相关（第 11 页的图表 18）。此外，2016 年以来中国工业企业盈利与资产负债表扩张速度之间相关性趋弱的问题，可由供给侧改革完全解释。供给侧改革主要针对国企主导行业，而近年来国企在盈利回升时重点进行环保升级、去杠杆及肩负了一些战略性投资的任务。换句话说，一些此类细分行业盈利上升可能并没有加大狭义的产能投资或者增加产量，但仍然间接推动了其他行业的投资、或带来更广泛意义上的成本下降/效率提升——制造业外，一些服务业也间接受益。此外，由于国内工业品价格上升且需求旺盛推动进口量大幅攀升（如煤炭等，图表 35），中国供给侧改革还为全球制造业盈利带来了正的“外溢效应”、PPI 大幅回升催生了一轮温和的资本支出扩张周期。

图表32：不仅是价格指标，PPI 也是产能利用率和产量的同步指标



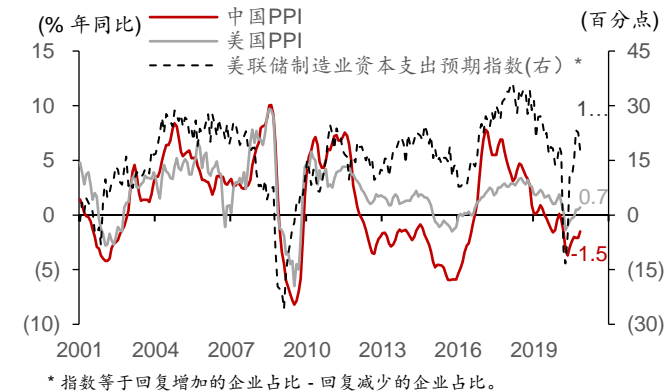
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表33：企业盈利领先资本开支——2015年后这一关系有所弱化，但未转向



资料来源：Wind，华泰证券研究所

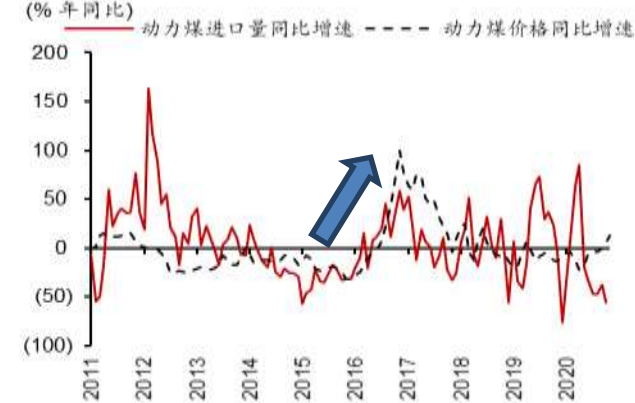
图表34：全球 PPI 联动，领先全球资本开支周期



* 指数等于回复增加的企业占比 - 回复减少的企业占比。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表35：以煤炭为例看中国供给侧改革对全球需求的“外溢”效应



资料来源：Wind，华泰证券研究所

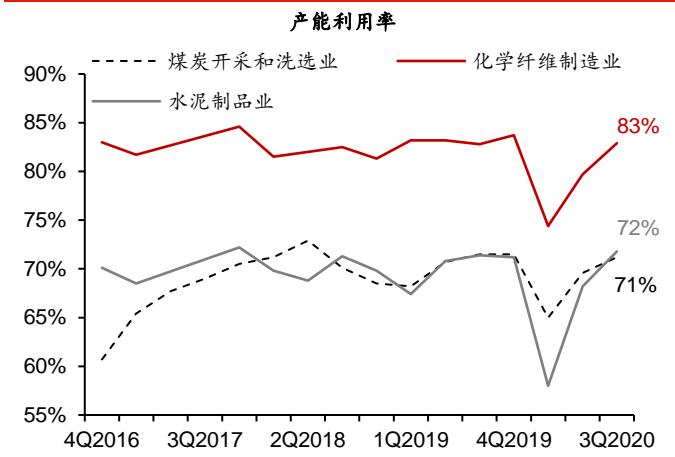
六、中国制造业投资或将步入扩张周期

如果全球贸易和工业周期逆转4年下行的趋势，那么全球和中国的制造业盈利和投资周期均可能启动新一轮的扩张，这一趋势可能在中国更为明显。如上所述，贸易紧张局势缓解及其相关的不确定性下降、疫后需求强势反弹、叠加4年下行周期带来的供给收缩，都有利于推高中国（及全球）PPI和中国制造业盈利能力。鉴于之前的下行周期不仅仅是疫情所致、而是更长期、驱动因素更复杂的下行周期，所以此次复苏也可能比一个典型疫情后“脉冲式”短周期更具持续性。如果我们的判断成立，中国有望迎来一个温和的制造业投资加速期。在中国，一方面内需、外需均快速修复带来周期性上升动力，另一方面，工业设备置换周期来临叠加数字化进程加速引发结构性的自动化升级需求。具体看，以下四个领域投资加速或将共同推动制造业资本开支上行：

- 1) **传统原材料行业盈利有望走强、产能利用率或将维持高位——这些因素有望减少这些行业对工业企业整体产能扩张的“拖累”。**随着需求回升、工业品价格走高，重工业和原材料行业的产能利用率快速攀升。图表 36-37 显示国内大宗商品的产能利用率已逼近、甚至超过疫情前水平——煤、化纤、水泥等行业的产能利用率已经逼近 2017 年的高点，而铁矿石、炼钢和有色金属上下游的产能利用率已创 2015 年以来的新高。不可否认，长期看传统行业的产能扩张与产量增长的空间均有限，但利润率改善有助于缓解产能整合压力，而对工业企业整体的产能增长来说，不再下降即是“净增项”。此外，我们预计这类高能耗行业可能将更多的盈利和资源将转向环保、升级、降低碳排放等领域。
- 2) **全球贸易紧张局势缓解、出口持续超预期均有望扭转前几年的萎靡趋势、提振出口行业的资本开支。**在“三驾马车”中，2020 年出口的表现无疑最超预期。2020 年前 11 个月（以美元计的）中国出口累计同比增长 2.5%，与全球 2020 年前 10 个月贸易总额同比萎缩 8.5% 形成鲜明对比。此外，2020 年 11 月中国出口同比激增 21%；从出口运费和集装箱运价等高频指标来看，不排除 12 月出口同比增长继续攀升。但值得注意的是，越过疫情影响看全球贸易长周期的变化，2018 年以来全球贸易增长已经开始急剧放缓、2019 年更是同比下跌 5.5%，连续数年大幅低于此前的潜在增速（见第 9 页的图表 8）。短期内，鉴于海外需求回升快过供给、且 2020 年中国相对生产效率的提升帮助中国重获更大全球出口份额，我们预计出口强势的持续性可能超出市场预期（请参见我们 10 月 27 日发布的《中国出口：强者或将更强》）。往前看，随着贸易摩擦的负面影响减弱、疫情影响缓解，全球贸易可能会从数年低位持续回升，中国外需则可能继续保持强劲增长。实际上，去年 2 季度起，出口相关行业的产量增速已经开始“领跑”（图表 38）。如外需持续复苏，国内出口商的资本开支周期有望重启。
- 3) **2020 年下半年开始启动的工业升级/自动化周期将继续加速，推升对机械设备等产品的需求。**我们在 2020 年 11 月 16 日发布的《2021 年宏观展望：经济再通胀；政策温和退出》中提到，中国新一轮的产能升级/自动化周期可能刚刚拉开大幕。图表 20 显示，2010 年以来，中国经历了两轮自动化周期，均与通信基础设施升级同步——每个“完整周期”通常持续 4 年左右，其中前 1 年半为上升阶段，之后 2-2.5 年为下行阶段。从时间点和电信升级计划推断，2020 年初中国本应开启新一轮自动化周期，但受疫情影响延迟——虽然 2019 年底开始由加速迹象，但 2020 年 1 季度疫情导致自动化投资“二次探底”。2020 下半年来，自动化升级周期再次启动，并明显加速。随着 2021 年 5G 基础设施投资加快、且在全球的领先幅度可能更超 4G，我们预计中国的产能升级与自动化浪潮将进一步加速。

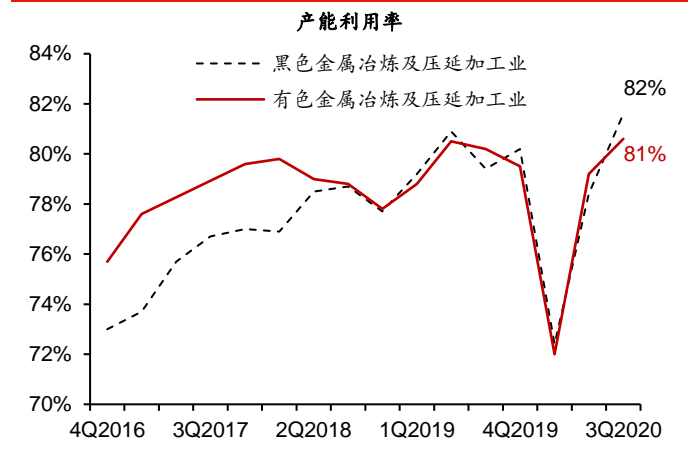
4) 结构性成长行业及“十四五”战略新兴产业等领域的投资有望保持高增长,甚至加速,对总体制造业投资带来提振作用。十四五期间确定的“战略新兴产业”中,我们预计高科技制造业、可再生能源、新能源汽车及其相关供应链、通信基础设施、数字化智能化投资、农业安全及生产效率、新型城镇化/城市群建设等领域的投资增长将享受结构性“东风”(请参见我们10月27日发布的《展望十四五:政策紧扣“双循环”战略的本质》和11月3日发布的《十四五建议:全面提升竞争力和民生水平》)。

图表36: 煤炭、化工、水泥等行业的产能利用率已经逼近甚至超过2017年的水平



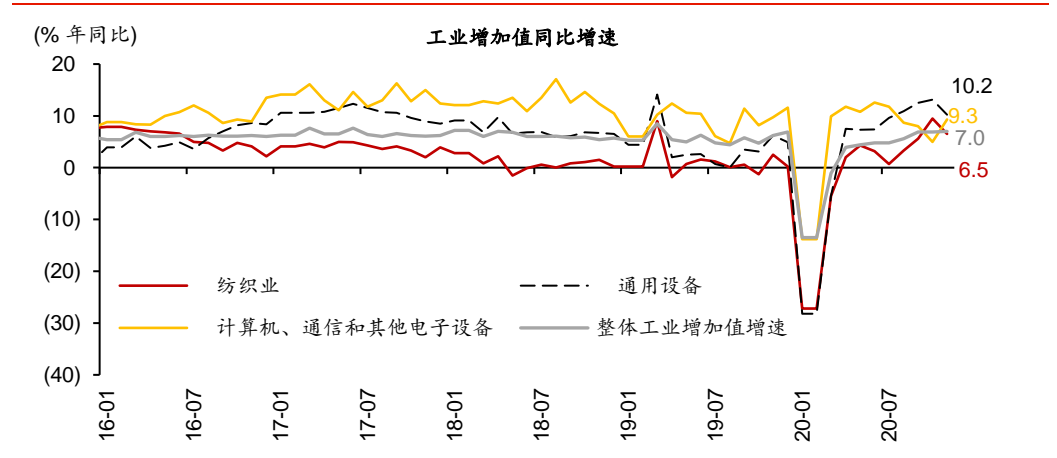
资料来源: CEIC, 华泰证券研究所

图表37: 铁矿石、钢铁、和有色行业的产能利用率已经逼近2015年来的高点



资料来源: CEIC, 华泰证券研究所

图表38: 2020年2季度以来,出口相关行业开始“领跑”工业品产量增速



资料来源: CEIC, 华泰证券研究所

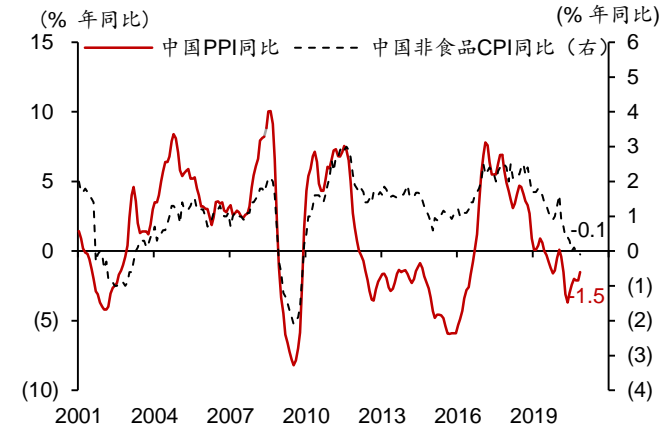
七、制造业周期走强 + 核心通胀走高 = 名义融资成本可能掉头上行

中国的 PPI 与核心通胀走势高度相关。图表 39 显示，PPI 与核心 CPI 走势基本一致，且 PPI 小幅领先。鉴于下游制成品在 PPI 中占比 70%，直观解释是两者产品有一定的重合度。同时，上游原材料价格在 CPI 中的权重较小，而食品价格同时也在 PPI 的变化中有所体现。不过，PPI 和核心 CPI 这一关联更宏观、且更根本的原因是两者均由总需求的边际变化驱动，而金融条件变化又领先总需求增长波动（图表 40）。

若制造业周期如期转向回升、核心通胀走高，则实体经济对融资成本的“承受能力”也将随之水涨船高。如上文论述，PPI 是工业企业盈利的有效同步指标，而后者蕴含了工业企业的现金流、风险偏好以及偿债能力的变化。在货币和信贷供应增速保持稳定的情况下，资金是“价高者得”——即企业部门现金流改善、利息支出承受能力上升可能推高资金成本。从另一个角度分析，核心通胀预期的上升可能推高名义融资成本（利率），但真实利率（利率-通胀预期）未必上行。如图表 41 所示，中国 PPI 与有效名义融资成本（即加权平均贷款利率）之间存在明显的领先关系。值得注意的是，从理论上讲，实体经济有效融资成本不同于政策利率——实际流动性条件、银行风险偏好、增长/通胀预期都可能影响加权平均贷款利率偏离基准利率或 LPR 的幅度。此外，实体经济有效融资成本也不等同于无风险利率，因为风险溢价和的流动性溢价的变化也可能会导致两者走势短期背离。

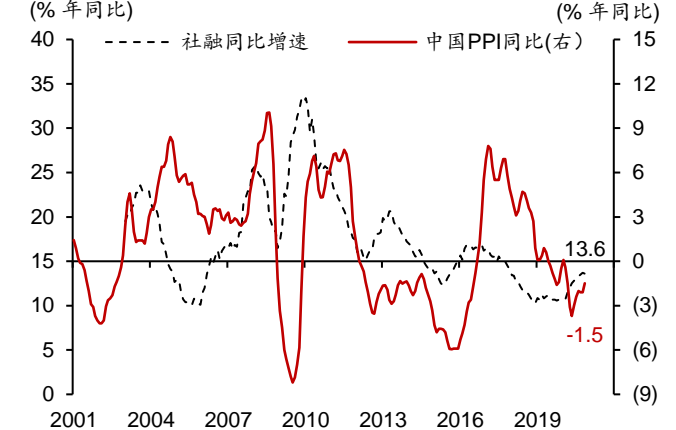
由于全球 PPI 同向变动、且中国是全球工业品越来越无可争议的“边际定价者”，使得近年中国核心通胀与其他国家名义融资成本之间也出现了明显的相关性。2008 年全球金融危机以来，中国占全球总产出与制造业附加值的份额快速上升，成为全球制造业产品越来越无可争议的“边际定价者”。因此，中国核心通胀（此处用非食品 CPI 作为拟合项）与美国无风险利率之间开始呈现较强相关性并非偶然（图表 42）。具体看，中国核心通胀是全球通胀与通胀预期的领先指标之一——其中的机理是，本国债券市场定价领先通胀发布的时间，而中国通胀领先海外通胀，所以海外债券市场定价和中国的通胀走势在时间点上的重合度反而更高。

图表39: 中国PPI和核心通胀水平同向波动



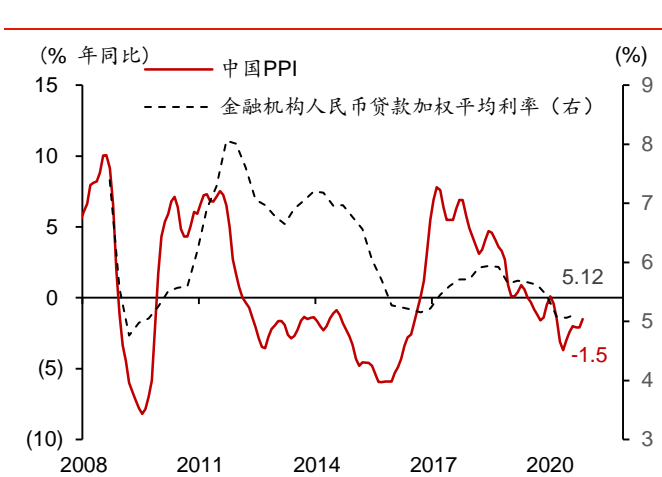
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表40: 金融条件变化领先PPI 1-2个季度



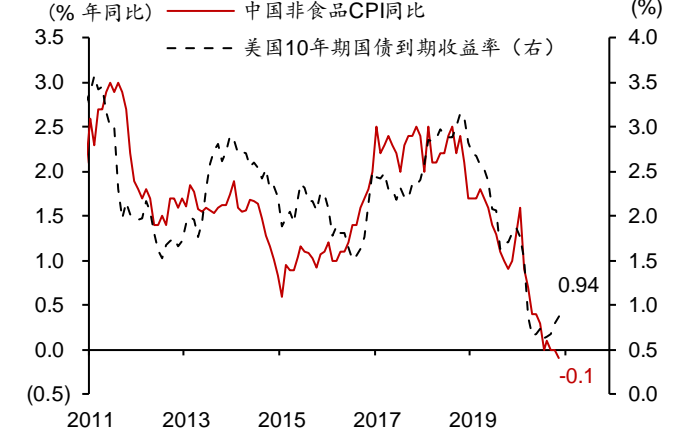
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表41: 中国PPI领先实体经济名义融资成本变动



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表42: 由于中国通胀领先全球, 中国通胀反而和海外债券收益率“重合度”更好



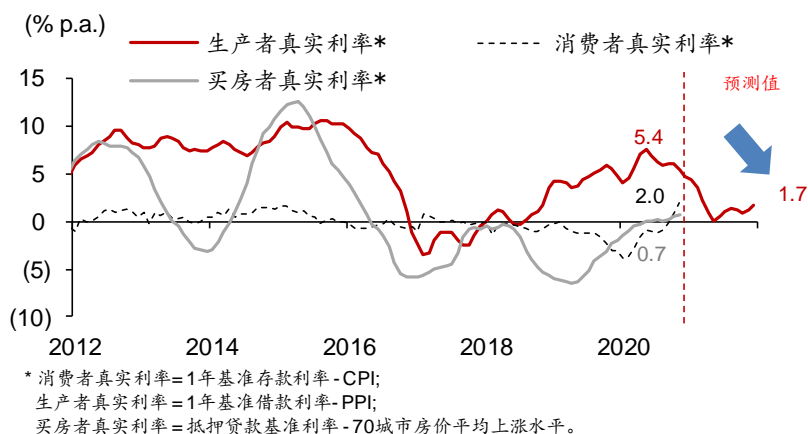
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

八、政策环境宽松 + 核心通胀上行 = 短期真实利率下行

如上文第一、二章节所述，我们预计短期内国内外政府都将对经济复苏采取“呵护”的态度，并暂时将周期性指标上行视为疫后“脉冲式”回升处理。如第4-7页的第一、二节所述，如果事实证明全球经济和贸易周期的确比市场和政府普遍预期的疫情后“脉冲式”回升更有持续性，那么中、美、欧及其他海外经济体目前的总体政策基调可能是滞后于周期回升力度的。近期各国央行和政府的表态中，对经济回升和居民资产负债表的呵护之态已经非常明显。虽然病毒变异、疫苗量产时间、甚至美国参议院最后席位归属等仍可能为市场带来短期的不确定性，但“重启”和全球贸易回升的方向性是确定的。我们重申，拉周期长看2017年以后的走势，全球贸易和工业周期回升的可持续性大概率会超出当前彭博的一致预期。

如果周期回升的持续性超出各国政府“脉冲式”回升的预期，结果可能是即使政策缓慢退出宽松，市场和实体经济的真实利率短期仍可能下行。不难理解，如果政策制定者对周期回升的可持续性存疑、政策应对就将更偏“鸽派”、政策收紧和名义利率上行可能滞后于市场通胀预期上行的速度——在这样的宏观和政策环境组合下，真实利率将下行。图表43显示，如果2021年中国PPI和走势和我们的预期一致，未来几个季度国内制造业的真实融资成本可能显著下行、继续推进周期复苏。另外，近期虽然美国名义利率有所上行，但通胀预期上行更多——值得重申的是，以10年期美债到期收益率与TIPS10年期盈亏平衡通胀率之差来衡量，美国市场预期10年的真实利率在-1%的位置（第7页的图表6）。如果我们对短期政策预期和周期趋势的判断被证实，真实利率仍可能进一步下行，且企业现金流和货币流通速度均有望明显改善。

图表43：PPI快速回升而政策缓慢退出的情形下，工业企业面临的真实利率可能快速下行



资料来源：CEIC，华泰证券研究所

九、全球工业周期走强将压低美元汇率、提升人民币及人民币资产的吸引力

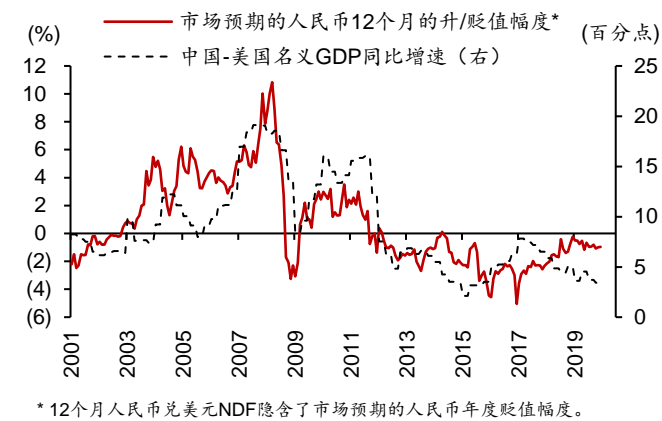
如果全球贸易和工业周期如期回升,将惠及制造业占比较高和/或受全球贸易周期影响更大的国家和地区。如此看来,美国经济的相对表现可能就不会再像之前几年这么亮眼。美国第二产业增加值占比要低于美元指数篮子中的大多数国家(如欧元区和日本,第16页的图表31),所以,贸易和制造业周期回升的环境下,美国投资回报率和企业盈利的相对弹性可能不及其他主要经济体。

增长和企业投资回报率的相对表现是驱动汇率基本面的最关键因素之一。从根本上看,大国汇率相对走势由投资回报率和效率的相对强弱决定(参见我们在2020年11月23日发布的深度报告《人民币升值周期背后的效率逻辑》),而后者在短期内与企业盈利走势相关性较高。如图表44,以中美为例,两国名义增长差的预期与汇率预期非常相关。

如全球贸易和工业周期持续复苏,那么美元的走势可能进一步被削弱。同时,中国和其他工业和外贸占GDP比例较高的国家和地区可能会有较好的相对表现。这些国家的汇率和资产价格也可能受益。如我们在11月23日发布的《人民币升值周期背后的效率逻辑》分析,与中国在2009-10年“四万亿”后面面临的挑战类似,2020年美国金融资产存量的急剧上升意味着金融资产边际投资回报率或将快速下降,未来几年美元真实汇率都可能受压。此外,全球贸易和制造业周期回升等周期性因素可能会加剧美元面临短期下行压力、尤其是考虑到近期英国退欧“靴子落地”以及中欧投资协议的签署都可能为欧洲周期复苏“加持”。如图表45所示,美元指数与全球工业产出增速负相关。回到PPI这一线索,我们观察到一个有意思的现象,即国内PPI与出口商持有人民币的意愿之间存在较强的正相关关系(图表46显示)。这一现象看似“随机”,但其实不难理解——当PPI或对工业企业利润增速的预期回升时,出口商更倾向于将外汇收入换回人民币,反之亦然。随着疫情相关的短期不确定性进一步消退,美元弱势周期、叠加工业周期复苏、人民币维持相对强势,这些变化都会进一步提升人民币资产的相对吸引力。

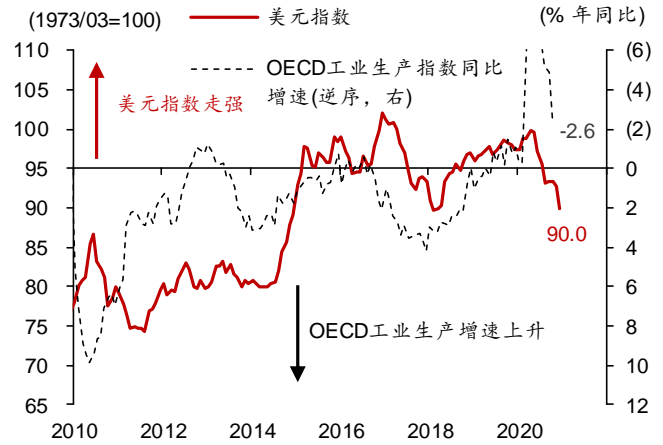
聚焦人民币资产价格,在制造业上行周期中,增长较快的子行业、以及之前由于工业和贸易周期常年走弱而处于估值低端的板块估值修复的潜力最大。从某种意义上看,中国的金融资产本身实质上可以简化为一个“PPI交易”,因为与其他G7国家相比,中国股指中金融与旧经济板块的占比偏高。在真实利率为负的背景下(第7页的图表6),成长确定性较高的行业将继续享受其“稀缺价值”。短期内,增长“二阶导数”仍有上升空间、且长期发展确定性较高的行业可能会享有最高的估值溢价,尤其是2021年增长能较2020年4季度再上台阶的行业。具体地,这些行业可能包括当前自动化周期的受益行业、新能源投资相关行业、5G投资和应用、新能源汽车产业链、高端可选消费行业等等。同时,短期内盈利从全球贸易、PPI、和名义利率的反弹中最为受益的传统行业的盈利表现也可能超出市场预期,如去年基数较低的出口相关行业、大宗商品、机械设备,以及部分金融企业。

图表44：中美增长差是驱动人民币汇率预期的关键变量



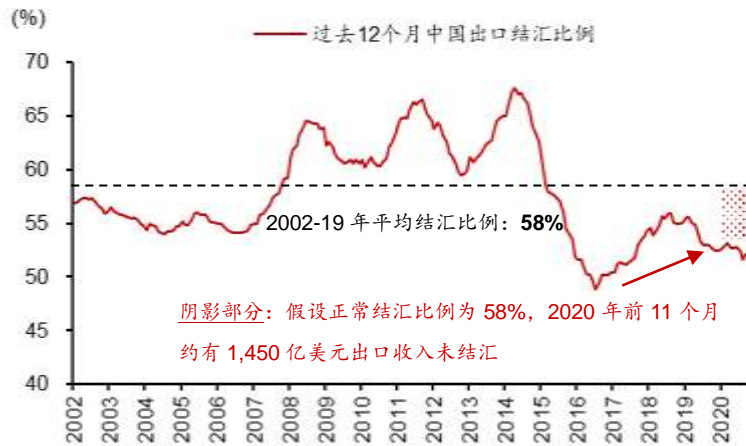
资料来源：彭博资讯，Wind，华泰证券研究所

图表45：美元指数走势和全球工业周期强度呈负相关关系



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表46：制造业盈利预期上升的时候，人民币持有意愿上升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

政策退出快于预期。如果增长超出预期，国内宏观政策可能会加快退出宽松。

地缘政治风波再起。美国即将就任总统的政策存在不确定性，不排除地缘政治风险升温的可能性。

免责声明

分析师声明

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

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

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

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

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

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

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

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

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

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

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

评级说明

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

行业评级

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

公司评级

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

法律实体披露

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

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

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

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼(纽约 10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2021 年华泰证券股份有限公司