2021 年宏观投资展望——基于后疫情阶段的经济与政策分析

报告日期：2021年01月12日

胡研宏 英大证券 宏观研究员
执业证书编号 ： S0990113110017
联系电话：188 2526 9825（微信同）
联系邮件：huyanhongydsc@foxmail.com

1. **核心矛盾**：中国率先复苏，遭遇原料供需缺口的工业通胀，反制中国经济复苏扩张之间的矛盾。维持疫情经济稳定需要流动性与通胀要求流动性回收之间的矛盾。
2. **宏观政策**：货币政策偏紧，财政政策偏紧。
3. **阶段评估**：后疫情经济，订单替代减少，反向替代增加。
4. **趋势机会**：2021 年全球经济疫后重启主导，通胀和流动性政策影响资产回报。从国别预期差角度，建议组合：多上证 50 指数，空道琼斯。多中证 500，空标普 500。货币上看好欧元、美元、日元；推荐国债和黄金。
5. **市场行为**：市场投资 “抱团”具备“比较优势资产”是对经济下滑收益率下行的反应，也是长期增速下滑假设下的估值提前兑现。龙头定价相对昂贵之后，抱团会去寻找次优资产，直到总体资产定价符合风险回报比。
6. **商品**：关注粕类商品及饲料行业股票机会。原油化工可能存在半年级别的上升机会。整体商品供需还需要疫情稳定后重估，目前偏紧。
7. **房地产**：慢速增长适应人口变迁以及宏观系统风险管理需要。

一、 2020 年分析得失回顾

我们在 2020 年宏观经济展望报告《2020 年经济试探着陆，风险仍大》中提到：政策上货币政策预计相对偏紧；财政政策宽松空间小，完全被疫情冲翻，实际货币放水，而且是全球性的宽松，中国财政刺激加码维护经济稳定。反垄断，需求侧，内外双循环，等新政策出台对不同行业有所调节或扬抑，以促进行业均衡发展。**英大宏观 2020 年推荐机会，运行结果如下（截止 2020/12/31 计算）**

① 看涨 10 年期国债指数**盈利，**3.67%。

② 做多黄金：黄金 ETF（518880）——**盈利，**14.07%，最高盈利 35.8%。

③ 对冲组合：做多上证 50 做空道琼斯——**盈利，**11.8%。

④ 货币（相对 CNY）： 做多日元，**亏损，-1.3** %，

做多欧元，**盈利，**2.70%，

做空美元，**盈利，**7.10%。

2020 年下半年，在三道红线约束下，房地产企业已经出现较为谨慎的经营倾向。经济增速下滑，局部地区企业现金流恶化，出现违约。回顾 2020 年初对 2020 年投资机会的分析，**两个重要新增因子，影响我们的宏观展望框架**，其一，疫情对全球贸易和资源生产的重挫。其二，为了抵抗疫情的影响，全球央行注入流动性的天量增加。**之所以 2020 年度策略大体盈利**，主要是基于我们 2020 年分析中对中美发展阶段的定性——中国相对于成熟国家（美欧日）的发展空间带来投资溢价（潜在增长率差，以及在疫情中意外吸引资金流入）。**我们不否认央行注水积极贡献，但潜在空间相对较大——确实是超越疫情和流动性属性获得溢价的根本驱动力**。

回顾 2020 年的宏观展望，我们将从政府（财政）、企业、大宗工业品及农产品（原料型资产），监管政策，中美竞争阶段及股权资产估值，房地产行业政策，以及外部经济进行探讨，未来的经济可能运行状态，凡此种种皆为一家之言，探讨经济运行的线索与投资者交流，后续还会在不断的报告中对本年度报告涉及的重要问题予以跟踪分析。

二、 政府与企业约束前景

2.1 政府的财政约束

2020 年，在财政收支较为困难的情况下，实施 7 批 28 项减税降费政策，全年规模预计超过 2.5 万亿元。截至 2020 年 12 月 29 日，财政直达资金预算下达 1.52 万亿元投入使用。财政部表示，2021 年关于完善减税降费政策，一方面，综合考虑财政承受能力和实施助企纾困政策需要，保持一定的减税降费力度。另一方面，将严控非税收入不合理增长，加大各类违规涉企收费整治力度。目前经济重拾增长，疫情有所反复，总体可控，经济刺激需要的下降，政府债务支持将会放缓，可能会更为重视债务增长控制，对赤字、债务及支出政策安排进行调整，考虑到地方政府债务风险方面，部分地区仍在新增隐性债务，个别地区偿债风险有所上升，政策调整势在必行。平衡好促发展和防风险的关系这是经济潜在增长率长期下滑的内在要求：

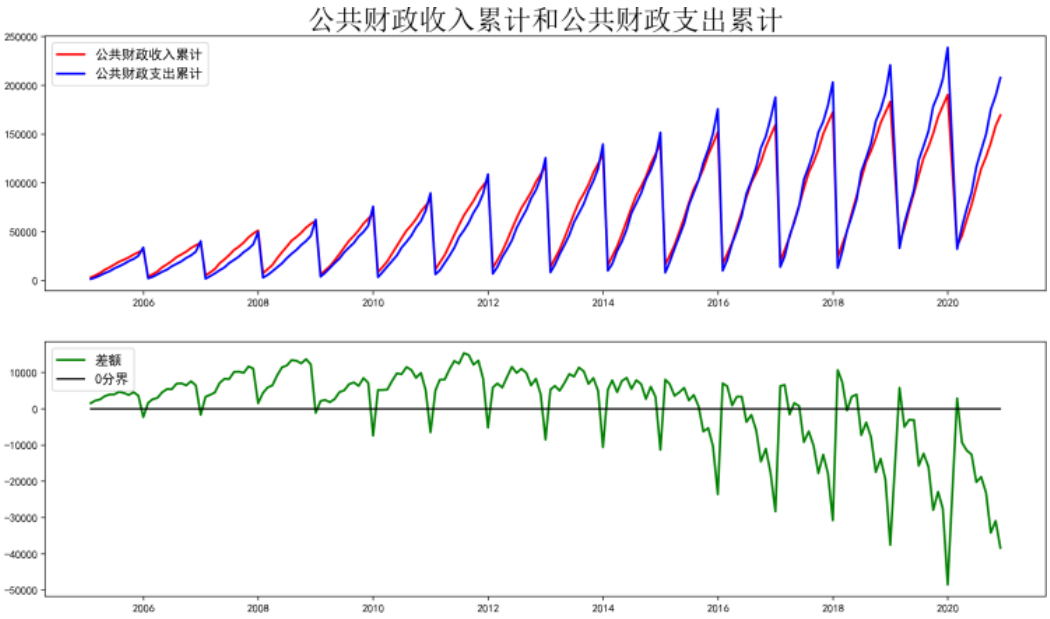
（1） 减税政策执行下，政府财政预算压力进一步加大。经济下行严重的地方，债务违约风险加大。财政支出刚性增速下，又附带稳定经济的需要，中央政府有**增加赤字的需要**。各级政府需要一个更为宽松的利率环境，并**将债务周期拉长**，平滑短期债务清偿周期的冲击。

（2） 财政政策空间：*政府需要强有力地干预市场，**若想干预市场必须扩大赤字***。政府已经铺开的摊子还需要大量资金，因此在没有政府行政机构收缩以及政府相关项目收缩的前提下，我们认为减税空间十分小，市场应当保持密切关注和调整自身预期。



数据来源：WIND，英大证券研究所

1-11 月累计，全国一般公共预算收入中，中央一般公共预算收入同比下降 9.2%，中央收入下滑大意味着中央层面推动的经济支持政策力会下滑，呼应了中央一般公共预算本级支出同比下降；地方一般公共预算本级收入 91316 亿元，同比下降 1.7%。全国税收收入 144227 亿元，同比下降 3.7%；非税收入 25262 亿元，同比下降 13.7%。1-11 月累计，全国一般公共预算收支差额 38357 亿元。通常情况下，财政支出刚性较强（偶尔有逆周期调节），公共财政收入弹性较大，经济下行时期赤字放大显著。**考虑到一部分财政支出是为了稳定经济，未来财政支出可能会有所放缓**。公共财政收支差额从 2005 年以来的盈余到平衡，到缺口，且缺口持续扩大。

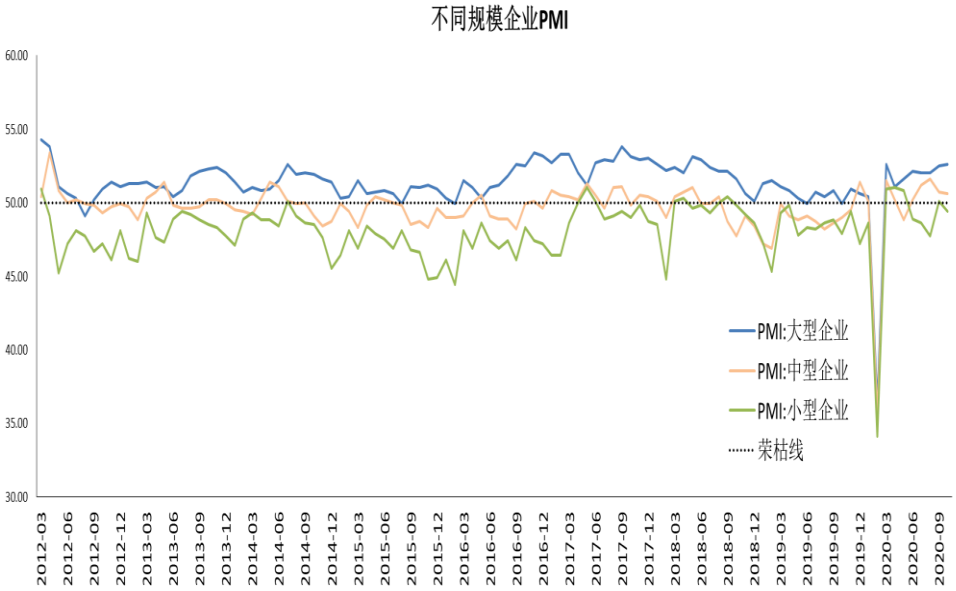


数据来源：WIND，英大证券研究所

2.2 大型企业过热，中型企业放缓，小型企业萎缩

2017-2018 年主要承受原料端的成本挤兑，2019 年中小企业主要承受需求端的挤兑，代表中小企业的 PMI 分项全年位于临界点以下。中小企业 PMI 的主要组成是中下游企业，利润面临上游供给侧改革的成本冲击和下游需求萎缩的双重挤兑。**2020 年企业分化进一步加剧，宏观利润向大型企业倾斜**。

在刺激经济过程中，通常大型企业率先启动（最先受益于刺激政策），随后中小型企业开始跟进（承接大企业向下游发出的订单）。大型企业 PMI 为 52.7%，虽比上月回落 0.3 个百分点，但仍高于临界点；中型企业 PMI 为 52.7%，比上月上升 0.7 个百分点，继续位于临界点之上；小型企业 PMI 为 48.8%，比上月下降 1.3 个百分点，低于临界点。**PMI 企业 10 月以来数据显示，大型企业继续扩张，而中型企业进入放缓，小型企业持续萎缩**。



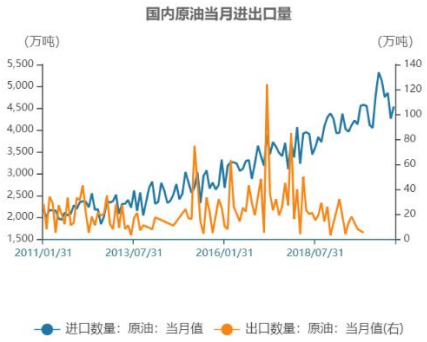
数据来源：WIND，英大证券研究所

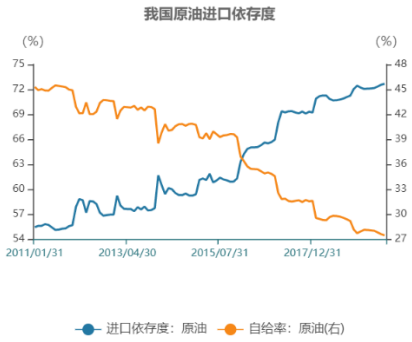
中小型企业对于原料价格可能较为敏感，而大型企业一方面占据上游原料链条，另一方面资源整合能力强对抗成本能力也强，因而影响较小。如果原料价格继续上升，预计中型企业将持续收缩，小型企业也会跌破荣枯线。中小型企业的萎缩会直接对经济产生冲击。**从系统风险的重要性角度看，经济的恢复可持续性下降，经济复苏受益主要集中在大型企业上，大型企业在产业链所处上游以及规模定价权上具备一定的垄断能量**。社会总需求实际萎缩导致中下游竞争程度较高的企业，被动向上游和大型企业让利，自身承受需求萎缩的代价。原材料价格大幅上涨之后，中小企业的成本控制能力已经无能为力，中下游产品的供应也随之下降，涨价从上游向下游推进，最终将定价权也传递到中下游企业手中，才能进一步扩张生产。如果消费者基于收入的下滑，继续保持“冷”淡的消费开支计划，那么最终中下游企业的生产收缩行为会反作用于上游原料企业，形成供过于求的局面，从而降低原材料价格。从目前居民层面的收入就业来看，这一推演实现的可能性较大。而**如果以次优价格传导实现，将中下游的推向通胀，最终在一个产能供需双萎缩的经济环境下迎来高通胀，高债务并存的局面，将大大降低经济的系统风险抵抗能力**。**对于 2021 年来说，成本增加直接需要转移到下游，引发全面的通胀**。

三、 工业品：能源、矿产原料供需与后疫情生产博弈

3.1 OPEC 减产协议与全球钻机极低

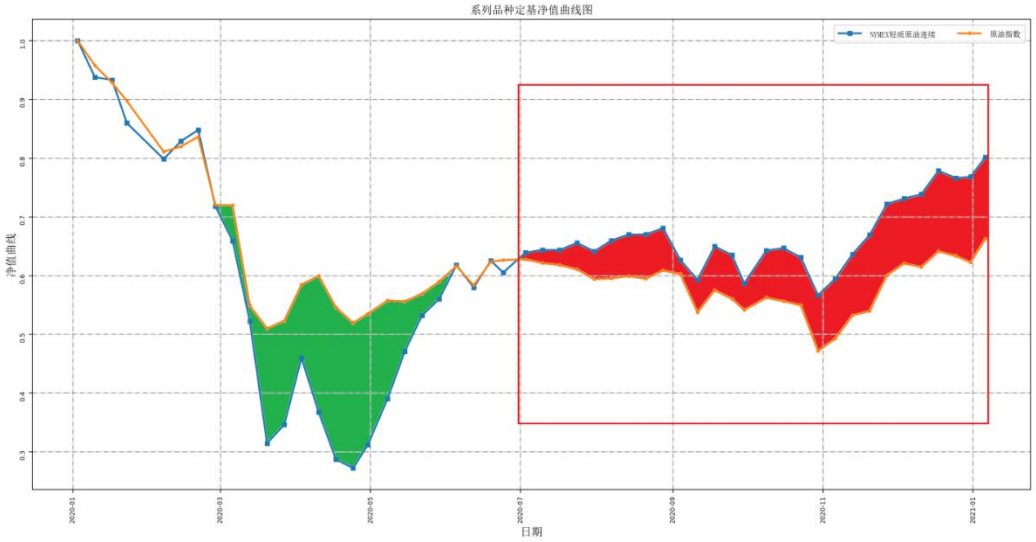
中国原油进口依存度 72%，自给 23%，原油定价权在欧佩克及美国手中。原油指数（上海国际能源交易中心价格，可以认为是中国原油价格），NYMEX 原油为纽交所原油价格，视为国际市场价格。3 月份疫情在欧美国家大面积扩散确诊，中国开始逐渐得到控制的时期，中国交易的原油价格相对坚挺，随着疫情和疫苗研发的推进，更主要的是非中国地区处于疫情控制对经济运行造成伤害的担忧下，积极主动复工带来非中国地区经济活跃度的大幅提高，国际原油价格开始逐渐超过中国市场原油价格，走势更为强劲。





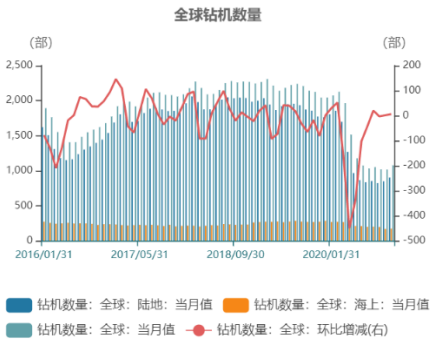
数据来源：英大证券研究所，WIND

我们观察原油价格，一个重要的落脚点是国际原油的供需平衡表，供需缺口得以体现，并且对国际油价的未来有所预测和揭示。在平衡表的上游，则是更大产油国本身，原油主要供应国家或者组织是，欧佩克，美国，墨西哥。其中欧佩克组织国家大多以原油为国家支柱产业，政府财政极度依赖原油，而美国依赖度较低。原油输出国的公共财政极度依赖原油出口，具体来讲，原油开采成本极能够覆盖的基础上，原油输出国家的财政极度依赖于原油的输出利润。



数据来源：英大证券研究所，WIND

基于未来非中国地区的复苏会进一步强化，原油边际需求增加将会更多来自这些国家，这也意味着原油的边际定价在供应基本不变的情况下，主要看非中国地区的经济复苏情况。2020 年来讲，这些国家是相对弱的，经济活动比较疲软，**2021 年预计有所提高，从美国的 ISM 数据来看，美国尚未见顶**。从某种程度上来讲，2020 年从上半年，中国大量进口原油维持生产，同时也向产油国输血维持经济稳定，下半年这个主要角色切换为非中国地区的经济回归增加原油进口复产。但有一个比较显著的问题是，当前的原油产能是经过欧佩克组织协调减产的，随着经济复苏的推进，原油输出国还需要通过增加出口，来改善财政状况，届时会增加供应，对原油价格有一个平抑作用，具体程度就看**复苏带来的边际需求扩张和边际供应增加哪一个占上风**。现在的经济数据和各国对待疫情的处理政策并不能判断太久。截止至 2020 年 11 月，当月全球陆地活跃钻机为 901 部，较 2017-2019 年之间的水平仍然十分低，如果需求复苏较快，短期原油价格可能仍然会十分强劲。



数据来源：英大证券研究所，WIND

除此外，我们提及新能源对原油行业的长期冲击会日益显现，这也会驱动欧佩克组织合谋的松散化，因为风能、太阳能发电的长期趋势会传统化石能源的冲击是会越来越强的。油价低则有利于新能源非优势国家的产业发展，他们也会因

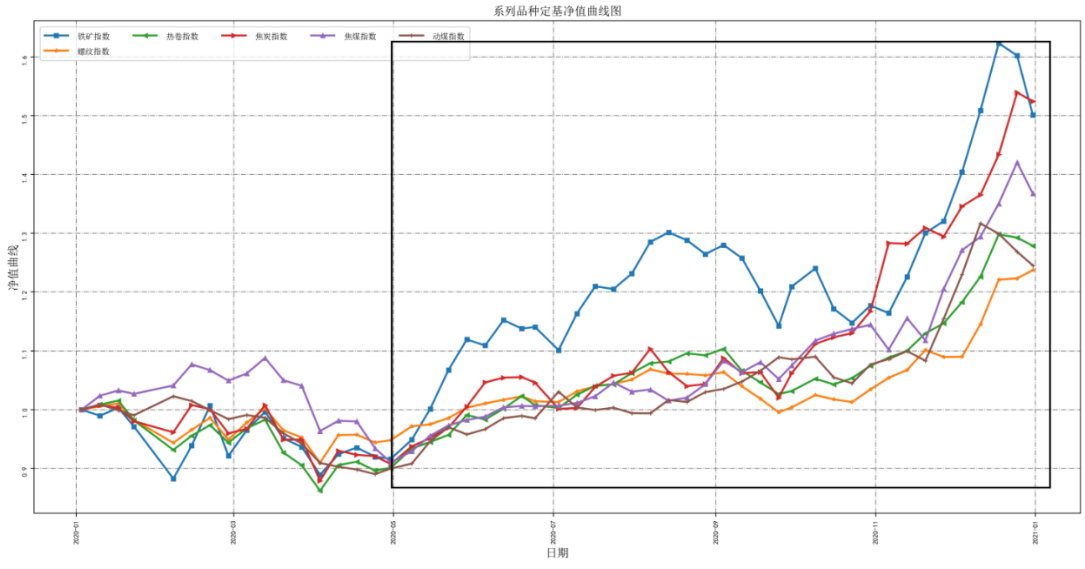
为油价低而放缓新能源的技术投入。这一点欧佩克组织存在，在各国财政稳定的基础上，压低油价的长远动机，否则减产维持高油价，会加快新能源行业的发展。

3.2 煤炭与铁矿石供应垄断与政治干扰

自降煤炭产能，进口不足掣肘煤价

2020 年中国海运煤炭进口量约 2.4 亿吨，同比减少 15%。2021 年 1 月进口煤将获得新的配额，或对国内供给形成补充，缓解国内供给紧张局面。2020 年的中国海运进口煤数量呈先增后降态势：1-4 月同比增长，月度平均增长率为 15%；2020 年 5 月 17 日，澳大利亚在世界卫生组织大会上进行发起国际 COVID-19 调查的呼吁，尤其有针对中国的意思。在国际上对中国造成不良的影响，也影响了中澳经贸往来。澳大利亚是中国煤炭、铁矿石进口的主要货源国之一。澳大利亚的不当指责影响了经济的正常往来。5-11 月煤炭连续七个月同比下降，平均降幅为 30%；12 月份，煤炭进口水平则有所恢复，当月海运进口煤同比增长 15%，但未能扭转全年下降局面。

从价格走势图也可以看出 5 月是一个显著的转折点，煤炭和铁矿石都至此更快，更大幅度的上涨。澳大利亚，中澳政治经济问题的展望，症结还在于中美政治经济关系，以及澳大利亚自身的财政约束。目前来看，澳大利亚的财政压力不大，而政政治化过多的影响了经济贸易的互动。随着 2021 年的疫苗分发以及经济恢复步伐，澳大利亚的煤炭和铁矿石产能理论上是可以进一步提高的，不过目前来看，矿商因为政治冲突，采取的保守化生产策略加剧了供应紧张，短期来看还难以缓解。随着 2021 年美国总统就职后，中美关系的更新状态或许可以更好地判断未来矿产进出口的贸易状况，届时我们将重新评估，继续肯定当前的紧平衡判断，或者调整供需紧张的分析展望。



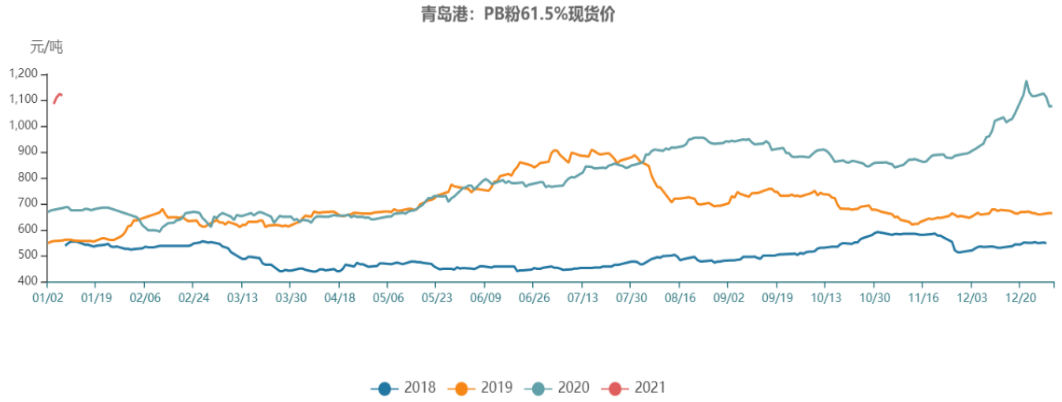
数据来源：英大证券研究所，WIND

工业品的短期来看，价格仍然较强，两个基本面，一个是货币宽松，一个是供应短缺主导了工业品的定价。如果主要资源或者农产品受到政治经济影响较小，那么 2021 年的全球疫情后复苏将会带来较为明显的需求复苏，供需紧平衡的结果是通胀。对于产地相对集中的煤炭和铁矿石资源，出口国有待价而沽的动机，保持紧平衡拉高价格的风险较大。对于中国作为主产国的煤炭来说，除非扩张产能替代进口的缺失，否则高价格的状态可能会继续维持，最终原料成本的扩张注定要向中下游传导，推动全社会的煤产业链工业通胀。原油生产国较为分散，但全球钻机数量比正常状态下减半，对供应破坏也十分严重。

供应面几乎没看到多少有利于稳定工业品价格的信息，考虑到中国是能源和矿产消耗大国，原料大幅涨价，从某种程度上来讲是将增长红利输出，将成本压力输入的过程，这不利于中国的货币政策，也不利于行业发展。从这个意义上来讲，2021 年没有必要继续追求刺激政策或者将未来规划项目提前建设生产。

铁矿石吃定中国钢材增产的蛋糕

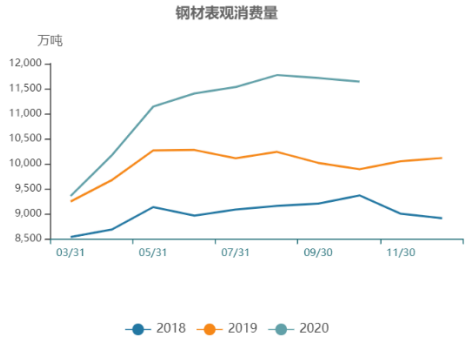
截止至 2021 年 01 月 07 日，青岛港：PB 粉 61.5%现货价格为 1,118 元/湿吨，较前值减少 5 元/湿吨。2020 年 PB 粉 61.5%现货价格在 7 月份超过 2019 年最高价格，这一点上与原油在 7 月份开始国际原油价格显著强于国内原油价格的特征较为类似。国际复工潮带动需求推动的价格上涨，而供应并未大幅增长，在上半年需求相对停滞的情况下，供应并未出现累库，而 2020 年下半年需求开始暴增的时候，供应缺不能保证，供应无法像需求那样出现赶工的情形，工业供应产能在一定时间内是稳定的，造成了价格的持续大增。

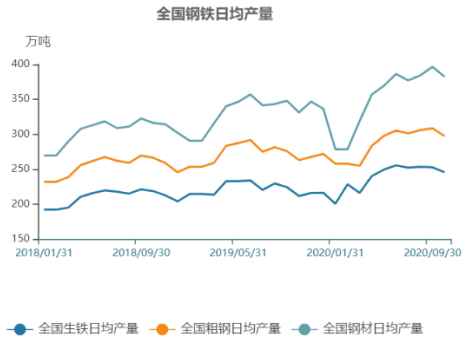


数据来源：英大证券研究所，WIND

钢材表观消费量 2020 年较 2019 年增幅达到 15%左右，而 2020 年的原料供应（铁矿石）相对紧张，导致铁矿石价格大幅增长，进而导致钢材价格也大幅增长。

2020 年以来，焦炭涨幅 52.4%，铁矿指数 50.1%，焦煤指数 36.8%，热卷指数 27.9%，动煤指数 24.5%，螺纹指数 23.7%（见煤炭部分净值图）。





数据来源：英大证券研究所，WIND

3.3 警惕物价快速反弹对经济复苏的阻碍

当前中国的经济问题：工业过热，消费疲软。原料价格暴涨（除了原油）抑制经济进一步扩张。不论上游还是下游，最终都要落到家庭部门，消费者上来。而消费者端的是家庭部门的消费约束，2020 年就业疲软收入增长有限，难以接受消费品的提价，进而无法将中下游企业的成本压力承接到消费者这里。中下游企业生产被两头堵。上游被原料企业的高价格堵住，终端被消费者的收入下滑堵住。

四、 农产品：总蛋白供应不足依然存在

蛋白质食物是动物生长和维持体能的重要营养物质。①人吃动物的肉（猪、鸡、鱼、牛、羊），而②动物则需要吃一定比例蛋白含量的饲料（豆粕、菜粕）。保证蛋白质的补给是关系到人和牲畜健康的重要问题。我们面临两个层面的问题，环保去产能+非洲猪瘟导致的生猪缺口。2018 年开启的贸易战导致美国农民破产件数大幅度增加，大豆种植减少，减产 2000 万吨。2019 年产量稳定，2020 年略有下滑。**汇总来看，我们在过去 2-3 年面临的是总量层面的蛋白损失。**其一，生猪存栏锐减，对应动物蛋白缺口；其二，大豆种植下降，植物蛋白缺口。总蛋

白损失为：猪肉蛋白缺口+植物蛋白缺口-鸡肉及牛羊肉替代品增加。根绝我们分析，替代效应很低。因此，**总蛋白缺口是短期无法解决的。总蛋白刚需，支撑植物蛋白、动物蛋白涨价。这也是现在 CPI 食品分项居高难下的主要原因。**

4.1 生猪存栏变迁与复苏展望

环保去产能与非温去产能（*《2020 年宏观展望有详细论述》*）。以 2010-2014 常态存栏计算，存栏下跌 57.8%。可想而知，猪肉价格的上涨强劲也是理所应当的，***2020 年 4 季度存栏数据大幅增长不符合两个规律***。其一，母猪能繁不足以生产那么多的存栏猪，一头母猪繁殖的仔猪数量是稳定的，很难翻倍生育。**可能是采集的样本偏差导致的数据问题，被统计的都是上规模的，退出市场的无法进入统计，过高的估计了存栏**。样本的大企业存栏翻倍，而中小养殖企业并未翻倍增长，综合来看，可能还没有大幅增长。其二，目前的生猪价格与 2020 年 3 季度前的高价格基本相差不大，不符合当前的高存栏对猪肉价格的冲击。

生猪存栏变迁



数据来源：英大证券研究所，WIND

我们对生猪存栏和母猪能繁，当前生猪存栏的生母（母本）数据进行分析，探寻这一轮生猪存栏对应的母猪，这样可以知道二者之间的繁衍派生关系。2020 年 4 季度存栏母本比和生猪能繁比保持相同趋势，而非官方公布的有一个暴增暴跌，和统计样本数据有较大关系，目前的生猪存栏可能被大大高估。**存栏母本比快速上升高于存栏与能繁母猪比值。**复养在积极扩张，单头母猪存活仔猪量也好于历史水平。简单的说，如果复养没有积极推进，那么一定量母猪生出的小猪

存活是低于常态水平的。



数据来源：英大证券研究所，WIND

现在补贴政策，保险，以及信贷贴息，养猪利润巨大，四重利好下，存栏生猪与母本比已经快速改善。存栏生猪与母本比改善是二阶导数层面的。2020 年生猪存栏我们预测的数据还是要低于目前官方数据，同时更能符合价格的表现。预计 2020 年底，恢复到 3 亿-3.3 亿头存栏生猪左右 70%的水平（环保去产能、非洲猪瘟之前）。2021 年底，恢复到 4 亿头左右，价格会有相对明显的下降（条件是目前的生猪复养节奏能够维持，考虑到饲料价格的上升和养殖利润的较大，预计这一目标较为容易实现）。

4.2 肉价周期与饲料周期

从动物蛋白到植物蛋白的研究，我们从上面的分析看到两个基本事实：

A. 生猪缺口（动物蛋白供应缺口，主要是人类吃）

B. 大豆缺口（植物蛋白供应缺口，主要是牲畜吃）

从绝对存量角度看，双重缺口是确定性。从**流量供需角度看，缺口首先出现在猪肉上，短期大豆缺口并未显著出现。未来随着生猪复产推进，缺口将出现在大豆上。预计在 2020 年下半年到 2021 年上半年，出现双缺口的循环上涨，双重偏紧状态。**一个担心的现状是：美国大豆价格在近年的低点。尽管当前大豆偏紧的状态还没出现，一旦生猪存款恢复，饲料需求将大幅增加，预计在 2020

年下半年有明显的影响。考虑到贸易协议的购买需要，以及全球蛋白供应不足的，非中国地区复养生猪、牛、鸡的需要，当前的大豆减产对全球养殖是不利的。

我们需要考虑破产减产对大豆价格影响滞后几年？**2012 年大豆价格见顶价格，2013 年价格转折，2015 年农场破产抬头，那么可以认为大豆价格对种植复产的影响是 2-3 年为周期**。

A. 静态情景：目前大豆如果价格见底，那么可能要涨 2-3 年左右：2020~2022/2023（目前已经上涨 1 年）。

B. 静态情景：生猪复产如果平稳，生猪价格将高位维持 2-3 年才能恢复到 2014-2015 年（非洲猪瘟和环保限产影响之前）的价格。不考虑饲料成本上升影响，预计 2022-23 年价格降回 15 元左右/斤。未来生猪价格震荡走低。

C. 动态情景：生猪与大豆缺口互动影响，生猪价格震荡下降的过程更可能在 2023 年回归常态，预计平衡价格在 20 元左右/斤。这还不算为了防范非洲猪瘟造成的养殖成本增加影响，譬如生产自动化和卫生防疫成本的增加。

4.3 生猪价格量化评估

我们通过生猪存栏和出栏与生猪价格的关系进行分析。假设猪饲料价格稳定，我们从存栏和出栏与生猪价格关系进行分析如下：

生猪价格与存栏关系方程：

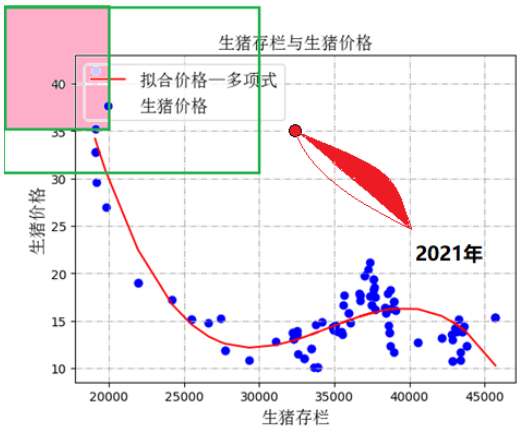
（1）$y = -7.851 * 10^{-12}x^3 + 8.154 * 10^{-7}x^2 - 0.02761\,x + 318.7$

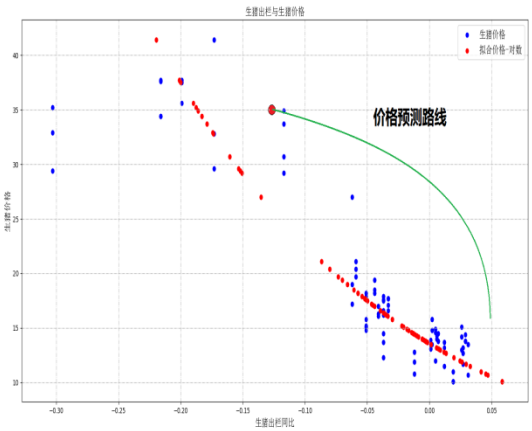
生猪价格与出栏同比方程：

（2）$Y = -0.197 * \log(x) + 0.514$

我们在 2020 年初报告预测，2020 年底达到 3 亿头存栏的话，也就是乐观估计生猪存栏比现在扩张 50%，那么正常的生猪价格还会是在 30~40 元/公斤之间，**2020 年全年生猪价格应该很难跌破 30 元/公斤。**目前价格为 35 元/公斤左右，处于预测区间中间。

模型应用：2021 年 9 月即便恢复 2014 年的存栏水平，但是考虑到 2021 年初的存栏并不能和 2014 年初的存栏一样，从总供应量角度来看，2021 年还是要远低于 2014 年的，因此我们认为现货生猪的价格运行路线图可能近似落在图 1 的红色区域或者图 2 的绿色弧线附近。2021 年生猪价格会强势震荡，逐级下行。生猪存栏上升后价格逐渐回落到 25-28 元/kg 概率较大，考虑大豆价格、玉米价格对饲料成本影响，**生猪价格跌破 23 元/kg 的可能性很小。**





数据来源：英大证券研究所

4.4 输出通胀尚未结束

2020 年贯穿性物价因素是肉类供应缺口收敛驱动价格震荡下行，但并未大跌。2021 年缺口会继续减小，猪肉价格下降会更为显著，但生猪生产周期决定目前生猪价格不会大跌。2020 年开始，中国大幅向欧美送去农产品机会，当然也会送去通胀，而且这将会是全球性的，2021 年食品通胀将会在非中国地区体现较为明显，诸多国家的 CPI 和核心 CPI 将会上行。食品是任何国家的刚需，中国需求曾经导致大宗商品涨价，当然也可以导致大类动物蛋白涨价，以至于植物蛋白涨价。中国庞大的肉蛋白缺口，通过两个路径泵出物价提振效应：**（1）进口全球动物蛋白补充国内缺口。（2）进口全球植物蛋白复养生猪。**从总量层面看，不管动物蛋白，还是植物蛋白。回顾历史，中国有过几次物价上涨，最终都带动了美国的食品价格上涨。

（1）2003 年 6 月~2004 年 5 月；历时 11 个月，2005 年 7 月恢复正常。全程 2 年。

（2）2006 年 9 月~2007 年 11 月；历时 14 个月，2009 年 8 月恢复正常。全程 3 年

（3）2009 年 8 月~2011 年 5 月；历时 21 个月，2012 年 7 月恢复正常。全程 3 年。

（4）2019 年 2 月~未知，目前持续 10 个月，如果全程两年，那么会在 2021 年 2 月左右恢复常态；如果全程 3 年，会在 2022 年 2 月左右恢复。

（5）2020-2021 年近期的物价表现更接近于 2005-2007 年以及 2009-2011 年的走势特征，随着 2021 年全球经济的改善，消费需求的逐渐回归常态，需求驱动以及供应不足的双重环境下，**食品物价继续上涨的风险较大**。



数据来源：英大证券研究所整理

4.5 猪肉的国别补充和品种替代

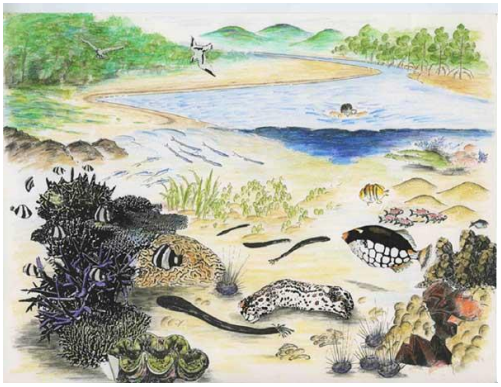
（一）进口替代。目前的猪肉缺口仍然巨大，不得不从国外进口和国内复产两个路径来补充。巨大的猪肉需求缺口催生欧美养猪产业扩张。养猪利润巨大，欧美生猪养殖可能会上升。美国没有非洲猪瘟疫情，如果中国非洲猪瘟长期存在，那么这种进口补充会更加长久。**（二）鸡肉替代系数 15%。**猪肉和白条鸡肉的价格走势图。鸡肉价格在猪肉价格上涨之后有大幅上升，但并不会持续跟进。猪肉不够吃，可以吃鸡肉，是部分成立的。鸡肉对猪肉替代能力是有限度的，15%左右消费替代（测算见 2020 年宏观报告）。

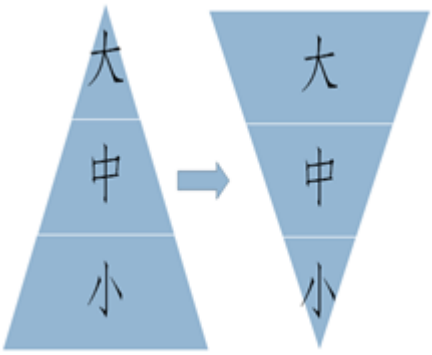
五、 政策风险与监管思路转变

2020 年管理层侧重控制疫情和稳定经济以及财政货币政策稳定，减少大家对于后疫情时代，流动性收紧的担心。*随着物价的持续上升，经济复苏的推进，央行在 2021 年将会不断评估和重估货币政策的微调需要*。过去的一年，疫情占据了投资分析的核心位置，但经济的潜在增长率是更为长期性的主导因素，这在 2021 年将会逐渐重回主角位置。

5.1 政策致力系统多样性，则经济稳

经济是一个系统，系统里遍布不同主体、不同逻辑的资金流循环。市场主体按规模有大有小，按生产效率有强有弱，按产业链环节有上游有下游，共同构成一个稳定的宏观经济。大型经济体的市场主体多样性从规模到强弱都有极其丰富的构成，因而耐冲击性也更强，而产业单一，规模单一的小经济体耐冲击性就相对更弱（东南亚金融危机，拉美经济危机，俄罗斯债务危机等）。一个经济体的多样性灭失将大大增加系统的脆弱性和风险性。经济系统中，显性的构件是市场秩序制度。市场秩序是非道德的法治为核心的，以主体平等、商业契约为落脚点的经济秩序。在中国特色市场经济中，市场主体的大小和企业属性不容忽视。国企享有各式各样的超民企的法律地位和融资便利。这意味着市场主体的平等性程度要差一些。





数据来源：w3.u-ryukyu.ac.jp Copyright 2004-8. University of the Ryukyus；英大证券研究所

5.2 经济危机的本质

很多人结合经济数据，提出这样的问题：为什么我们没有危机？另外一部分说，我们的体制优越性决定没有危机。**准确的说这个提法不对，危机的形态是体制性的。**通常的危机定义是资本主义的市场经济体制（更加纯粹的市场经济）下的危机，不是是中国特色的社会主义市场经济体制。西方的危机呈现断崖式的特征，而中国的危机是非断崖式的。改革开放以来有过多次的经济困境本质上就是我们体制意义上的经济危机。**表现形态不同，但危机本质还是一样的**。我们的缓慢而持久的经济下行也是体制特色的，**有人说这是一种特色化的平摊亏损的危机方式**。通常意义上的危机多发端于银行。根本原因在于，银行通过中介业务和自身的资产管理业务将债务和资产规模乘数放大。简单的说，银行是风险的收集器和放大器。要识别经济危机的风险，有如下参考：

1. 大规模债务链条断裂是否发生，目前局部，个别企业出现类似情况，但并没有链锁性质的债务违约传染。
2. 资产负债表高度关联，且存在刚性的债务链接。目前来看，大部分企业相关的资产并没有发生传染性的关联。2017-2018 年之间，不少上市公司抛售房产来改善业绩报表。但此期间，房价十分稳定，尚无明显波动，且限购限售政策有利于在一定时间内稳定市场。简单的说，同质化资产存在但没有显著下跌。
3. 系统重要性企业（涉及行业广，信贷规模大的实体企业，譬如中石油，中国神华）与银行产生信贷担保关系的资产，因为供给侧改革下的资产价格（原油，煤炭，钢铁）上涨而出现改善，现金流的积极改善且大幅增长，现金流量表，资产负债表都在改善，企业在银行的信贷违约风险大大下降，降低了资产负债表渠道的风险传导的可能性。
4. 我们的危机已经发生在中下游，而非没有危机，没有发在银行系统造成更大规模的伤害。但这并不是值得高兴的地方，因为经济系统的脆弱性在大幅度增加，而且几乎不可逆转，因为那些受到伤害的中小企业涉及

的产业有很多转移到境外，不再构成中国自身系统稳定的一部分。当经济依赖于大型企业重启增长失败的时候，破坏力可能加倍返还。

5. **对于任何经济体来说，危机的本质是对不可持续的经济状态的反抗**。

5.3 从效率优先，到兼顾公平

新经济发展会得到资源的倾注，新经济的投资回报也会考验市场的定价能力。全社会资金配置在政策引导下烈火烹油会逐渐出现政策套利的风险，同时也会带来监管当局对政策重估，2020 年发生的互联网巨头垄断问题的窗口指导，2021 年则会发生其他类似的新经济发展的窗口指导。这些问题的本质比较类似：资本主义+确定稀缺。资本主义追求利润最大化，但通常利润最大化的困难是利润不确定，而在中国经济转型升级的需要下，政府参与或者支持大量新经济项目，带来了资本所青睐的确定性属性。这会强化一级市场和二级市场对这种确定性的加持，而这是不利于经济资源优化配置的，有的地方已经糊了，有的地方还晾着。

未来评估监管政策是否会发生，我们有一个标准可以衡量：如果新兴产业或者现有巨头的商业行为**满足福利的帕累托改进，监管风险就小，反之被指导的风险就大。具体表现在就业增进和社会成本上，如果效率提升带来社会成本下降很低，同时却导致就业机会下滑，则被监管风险很大。如果效率提升，带来社会成本下降较高，同时就业替代不显著，被监管风险就相对较小。**高增长时代，经济和监管的核心是保护效率提供者；低增长时代，监管当局的核心要注重公平，平衡就业，而不是一味鼓励资本化效率。

除此外，“一刀切”的政策取决于中美对抗在诸多领域的激烈程度，两个国家对抗越激烈，对于双方的政策来说都会显得更为“非理性”又具备“一刀切”的偏向部分经济主体，同时伤害一部分经济主体，或者是有利于企业，伤害居民部门，或者是有利于居民，伤害企业，又或者是有利于国内贸易型企业，不利于进出口企业。

系统稳定评估部分是 2020 年宏观经济展望报告中设置的内容。**从目前来看，系统性风险的隐忧并未减轻。**经济暂未找到承接房地产促进 GDP 增速企稳的产业，

因此从这个角度来看，经济下行的企稳增速是很难预判的，这也是需要提醒投资者关注的风险。我们下面从系统以及系统构成，系统的科技链接，系统的制度约束出发进行分析。

5.4 改革逻辑支点——帕累托改进

一个改革能否在效率和公平角度实现帕累托改进，决定了改革成功的可能性。不啃硬骨头，用新的增量来改变存量的结构，是当前政策的普遍特点。如此减少对历史遗留问题和复杂的利益纠缠问题停滞不前，影响改革进程，视为一个妥当的思路。**综合来说，改革一定会向着阻力最小方向前进，而不是去啃硬骨头。对于 2021 年来说，政府层面没有债务风险就会继续保持惯性扩张债务，央行保持货币流动性维稳，适当回收部分流动性。企业层面行业集中度进一步提高，商品也会进一步涨价。**

六、 中美竞争阶段与股指估值

6.1 国家发展阶段与攻守

中国加入全球低增长俱乐部也是迟早的事情。尽管目前的 GDP 增长率还保持在 6%的水平。大国集体低增长率，意味着全球的存量博弈时代正式到来。中美贸易冲突可以说是全球大国博弈的起源，未来将有二线大国，三线大国加入贸易的再平衡，再博弈。当然谁能获益不是简单的实力能说得清的，也要没有显著的软肋。这使得我们不得过度追逐热点，而着眼于思考市场和经济的长期因子。

商品输出（1.A），商品垄断（1.B）

资本输出（2.A），资本垄断（2.B）

技术输出（3.A），技术垄断（3.B）

这里要说一下，垄断的含义是短期无法替代，但并不代表依赖垄断地位可以无限提价。

就美国来讲，GDP 提供的回报率约束体现在美国国债上，而美国股市所体现

的主要是(3)类因子，一方面 FAANG 类公司攫取本国传统行业的利润空间(3.A)，另一方面，美国的公司通过技术效率碾压非美地区的公司，获得跨国利润(3.B)。美国的上涨是不能简单看美国经济的，而是要看美国所对应的指数成分公司，获取利润的方式和来源。

中国目前在哪个阶段呢？主要是满足国内物质需求，并输出商品，成为绝大部分国家的第一贸易大国，在大量中低端商品上形成了商品垄断（1.B）状态，刚刚开始在资本领域开始资本输出（2.A）探索，众所周知我们的企业除了国企参与国外建设的项目外，大部分在境外的业务都没有实现较好的国际化扩张（华为例外，华为是中国国内唯一进入（3.B）状态的企业，而整个国家还是处于（商品垄断+资本输出起步）的特征，还没有实现整体的技术输出（3.A）。资本垄断是要输出商业模式，用以被抄袭，同时能够整合对方国内的产业或者大型公司。

在未来一些中国头部公司将进入 3 类状态与美国公司在，国际市场上正面竞争，美国是守擂，中国企业是攻擂，无非时间长短。**只要国内企业的大后方国内经济稳定，政策稳定**，那么依靠中国巨大的市场基本盘提供向外拓展的商品输出能力和资本整合能力，那么终究会挤占不小的份额。**短期来看，这是存量竞争时代的必然趋势。**

6.2 中美矛盾的核心—美国追求什么样的利益？

在国家发展阶段部分已经分析，美国是处于科技垄断阶段的国家，还将长期垄断全球主要科技产品和服务。美国发起的对中国贸易再谈判的核心要求其实和以往对日本、英国、欧元区的政策谈判是一以贯之的，维护本国利益，强化本国优势。**美国追求的利益归纳起来无非以下 3 点**：（1）对于国家来说，美国科技和美国文化制度的强大输出能力。（2）对于民众来说，低廉的基本消费品。民众的生活成本高昂将影响美国政府的正常运转，定然没有任何一个党派会能在高通胀下坐稳。在美国角度来看，他们需要进口物美价廉的商品、服务——非美国地区形成完全竞争，实现最低价格。（3）稳定的技术研发环境和强大的知识产权保护，这一诉求的落脚点是，通过对非美地区知识产权保护的要求，实现美国科技

产业形成垄断性的全球利润。

6.3 投资决策依据和逻辑

经济活动意味着决策需要有依据。长期决策有长期基本面数据和长期经济逻辑；短期决策有短期数据和短期商业变迁逻辑。我们大部分决策都基于这两个分类，而其他中短期或者中长期的投融资或者生产行为都是基于技术和商业周期对两类决策的融合。**长期决策需要考虑存量逻辑和静态供需边界。短期决策需要考虑流量逻辑和动态供需**。为了更清晰的传达意思，笔者还是总结下个人对资产定价约束因子的看法：全社会资产的大周期遵循存量约束和流量约束双重管制。

- 存量约束：货币供应总量（央行主导），商品总量，经济长期增长率。
- 流量约束：货币边际供应（央行，金融机构，企业，家庭部门共同决定）。

市场从短期流动性定价，走向长期回报率定价是所有投资的根本性问题。那么问题简单了，中国现在是流动性定价，还是回报率定价？在 5.1 章节，我们对中国经济的发展阶段进行的大概的定位，商品垄断（1.B）和资本输出（2.A）特征，一些大型企业尝试技术输出（3.A）或者技术垄断（3.B）正面国际一流企业竞争。

那么我们的经济是存量约束，还是流量约束就相对清晰了。在经济发展上，走入了商品垄断，就意味着中国的经济满足国内的需求是基本没问题了，国内的总需求拓展基本走到了边界，存量约束已经正式起作用。也就是潜在增长率的持续下行是必然的。资本输出阶段刚刚开始，这意味着中国的流动性资金是充裕的，尽管很多人认为自己所在的企业或者个人缺乏足够的流动性，那是因为过去拿了太多不该拿的流动性，现在欠债。不能怪经济，非要责难，那只能追究过去的经营管理机制。相信没有人能够把自身企业的衰败全部归罪于时代或者经济体制问题，毕竟当初让你那么爽拿到融资，糟蹋钱的时候，你怎么不提醒体制或者投资人，自己不配那份钱，这个问题不展开。

问题相对清晰，中国是在存量约束和流量充裕的情境下，资本外流还受到一定控制。这意味着中国的流动性被制度性地提高了，本来这些钱可以流出中国寻

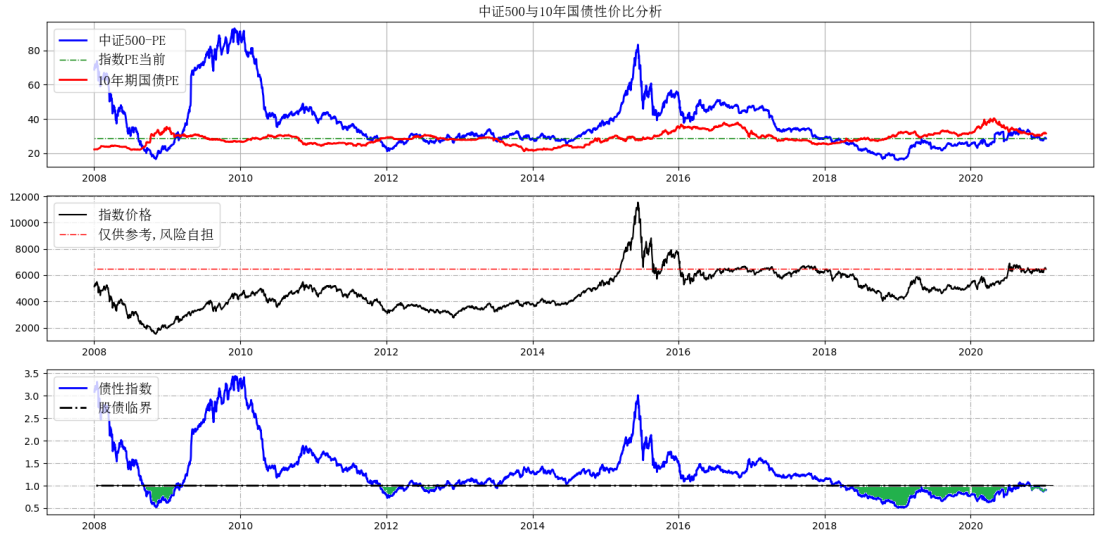
求国际投资机会和产业拓展空间，而现在只能囿于国内，追逐少量的优质资产。（*提一句，优质资产是那些回报率超过 GDP 增速 2 倍以上的资产，与 GDP 相当的只能是平均水平，低于 GDP 增速的企业回报那就是低于平均分了*）。接上面，这意味着有些产业的估值因为过剩的流动性而被高估了，而有些企业的产业扩张能力被外汇管制所束缚了。**这些企业一旦稳稳的走出去，不出意外，会有点类似与美国跨国公司获取全球利润的特征，未来的升值空间还很大，现在已经有些企业有这样的苗头了**。这里要提一句，这里的分析是指民营企业和市场化程度很高的国有企业。

6.4 中证 500 估值合理

中国股市从过去的流动性溢价走向回报率约束，在 2016-2018 年间业绩较差的企业跌幅巨大。进入 2019 年，流动性问题升华为，流动性结构问题，简言之核心资产获得最多的流动性溢价，集中追逐核心资产。**业绩+估值是买资产的底层逻辑。**我们来审视 A 股的标志性指数（行业广泛且地产金融权重对整体影响不大，宏观经济代表性更强），中证 500 指数分析 A 股当前是走在估值定价，以 10 年期国债作为估值的对照基准（见图），国债收益率倒数作为 10 年期国债的 PE 值。2020 年中证 500 指数是估值修复为主旋律，尚未出现泡沫化特征。

中证 500 市盈率—28.59 ＜ 31.59—10 年期国债市盈率

这意味着如果经济就此平稳，中证 500 指数是被低估的，应当买入。



数据来源：英大证券研究所，WIND

（1）中证 500 指数当前的估值水平和 2009 年次贷危机的时候是一样的，甚至更低。2006-2007 年、2009-2012 年、2014-2017 年，股票指数的估值泡沫化，最高的时候达到了 3 倍水平。当前中证 500 的估值已经连续 2 年低于 10 年期国债。2020 年一整年上涨之后，***这一形势似乎未有扭转之意。2021 年初来看，估值优势仍然存在。***

（2）随着疫情影响减少，中国经济将会回到潜在增速水平上来：**经济增速回归下行通道是长期趋势，国债收益率也长期下行支撑资产定价。**

(3)总量层面的货币角度，货币增速适应经济增长。全社会的杠杆也会适应经济增速，出现增量有限的，存量博弈预期。市场的选择注定是“抱团”比较优势的“资产”，这本身是一种对经济下滑，收益率回报下行的恐惧，最终抱团成异常高的回报率，但当定价相对昂贵之后，抱团会去寻找次优选项，一直到总体资产定价都逐渐符合风险回报比。

（4）展望 2020 年，全社会的高杠杆在 2019 年进一步上升，这是与当前就业疲软相悖的，是不可持续的杠杆扩张。债务风险是 2020 年最大的风险。货币量低增速时代，低质量的资产负债表企业还会进一步面临破产重组的需要。市场化处理债务违约可能从影响机构投资者为主，走向影响普通投资者。此外，中国

的房地产市场已经系统性地改变家庭部门的支出结构，将长期挤占居民消费支出空间，不利于家庭资产负债表的改善，长期压制消费。

6.5 美股是流动性还是基本面？

标普 500 指数 PE 水平为 37.4，相对中国市场来说，依然不高；10 年起美国国债对应的 PE 水平 86.96（2018 年底为 33）。美国的利率水平快速下跌，为估值提供了极大的帮助，美联储释放大量的流动性推高整体美股估值。



数据来源:英大证券研究所，WIND

（1） 美国经济在疫情打击下相对萧条，失业率 6%左右，虽然相比疫情前不太好，但也并不可怕。美国 2018 年-2020 年间的贸易战并未达成所愿形成产业回流，甚至因为疫情产生更大的贸易逆差，压低了整个债券市场的利率水平，也刺激了美股的上涨。

（2） 美国资产负债表大幅扩张，联储通过购债向市场提供支撑，财政部通过经济刺激计划提振企业和家庭部门疫情风险抵抗力。

（3） 美股在 2020 年上涨的最大因素是，流动性。如果疫情控制得力，2021 年我们将会看到美联储频繁对流动性的预期管理，以防范市场过热，如果疫情依然和 2020 年差不多，那么美联储预计保持定力吹暖风。

（4） 未来美国经济如果回到理智状态（管疫情，并刺激经济），那么会出

现疫后复苏的趋势，相对于其他国家积极改善，促进美元回流，持续抽水非美国地区，美元持续升值。**如美国宏观经济持续放缓（疫情管控继续松懈，刺激计划难产），那么美元将继续走低，而那些受益于全球经济（而不是仅仅依赖美国经济）的科技公司估值受影响较小，仍可能继续新高。**

（5） **从目前美国国债收益率走势来看，美股确有下调的长期风险，市场对通胀的预期已经价入国债收益率曲线，如果未来通胀同时伴随着企业业绩的增厚，那么这种回调风险会下降，否则美国存在较大的风险。**

6.6 厘清确定的与不确定的

（a） **全市场不存在整体性流动性收缩，这是确定性的**。回报率高的资产必然吸引更多的资金，以便形成更为准确的定价。市场以存量博弈为主要特征，以回报率驱动力。回报率的稳定存在类似债券的特性，以至于资金会持续买入。

（b） **有一些增速较低的企业，被给予了负增长的估值，**尤其是一些资源型、能源型企业。未来经济通胀趋势显著时期，估值修复行情会相对明显。

（c） **不确定性部分在于，疫情要持续多久。疫情的扩散对供需两侧影响巨大。**有些企业受益于供给侧收缩，提升的价格增加了业绩，但绝大部分企业都受损于疫情导致的消费需求下滑。

（d） **内循环扩大为外循环，**中国顺差走向减少的过程中，对中国的整体信贷扩张有负面影响，可能带来意外冲击。

（e） **宏观经济相对免疫资产。**刚需类的食品（肉，牛奶）饮料消费（人口及新生代人口消费品质提高），生猪存栏上升过程中的饲料刚性需求（母猪存栏增长带来刚性仔猪增长的饲料需求）；一线、二线城市学区房（80 后婴儿潮一代子女上学）；新能源产业设备（碳中和目标刚性需求）。

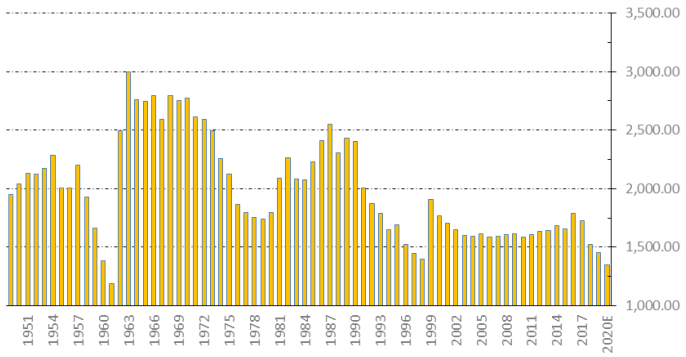
七、 房地产灰犀牛—监管政策搭建完备

房地产领域政策完全封闭：从购房者的限购限贷，到开发商的三道红线约束规模和融资，到资金端银行贷款集中度管理同时再次从宏观层面约束购房者和开发商。从市场参与主体来讲，生产者、资金提供者、购买者——全部约束完成。最重要的商业银行，在风险管理要求下，贷款集中度管理制度会使得银行放贷趋紧，很难有满足条件的大肆增加放贷来填充中小银行退出的空间。

7.1 灰犀牛是人口所致，而非房地产

当前，中国制造业下滑严重，社会总杠杆水平继续攀升，房地产信贷扩张过快抑制需求。与此同时，婚龄人口见顶意味着，房地产行业只能通过供给侧改革来应对人口下滑的压力。除此外，房地产对消费的压制也被决策层予以重视，并连同房地产企业债务规模过大的风险牵扯银行系统的问题一并加以解决。之所以是灰犀牛还在于人口的下滑是渐进的，尽管近年来下滑有所加快。**长期“灰犀牛”走的慢，但并未远离**。我们先确定下基本规则，房产定价的基本影响因素：（1）绝对货币供应和绝对婚龄人口；绝对土地供应与商品房供应总量；货币总量（货币增速）和需求方购买力；（2）边际货币供应和边际婚龄人口；边际土地供应与商品房新增；货币政策短期干预和需求方购买力变动。考量房价变化更多侧重于影响房价的边际因素上，也就是新增婚龄人口变化。我们需要结合婚龄以及根据婚龄人口来识别房地产市场的节奏。

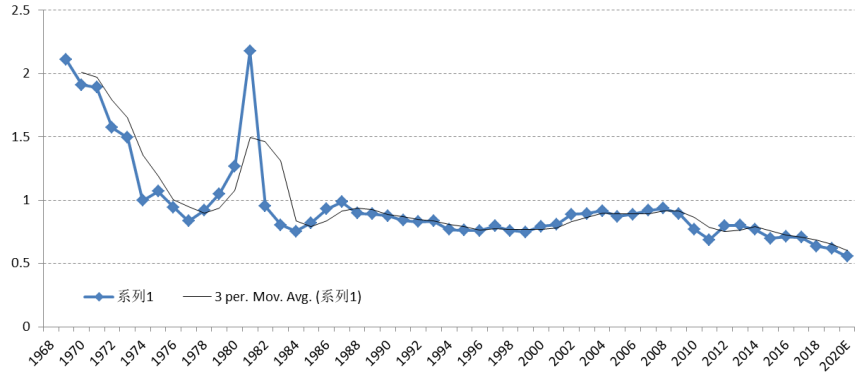
建国后历年出生人数



数据来源:英大证券研究所，国家统计局

婚龄人口的购房需求是最为强烈的，从人口图，可以看出，有这样的特殊年份：历史年份：1992~1994，2007~2009，2016~2018；未来年份：2019—2020，2027~2029。2020 年后，30 岁人口持续下降，边际需求对经济影响可能更为明显，房价的定价将真正从卖方定价走向买方定价。2029 年之后，中国的人口变化将更为稳定，即便出现日本式的老龄化，人口周期对于经济的影响也将大大减小且变得更可预见。从前面的分析我们证实了一个很直观的经验：*中国婚龄人口顶峰，购房潮顶峰；中国婚龄人口波谷，购房潮波谷。从人口趋势来看，后面的购房潮将逐渐放缓。购房政策也会逐渐放开，乃至于彻底放开。一线城市的年轻人口净流入，意味着单独城市的婚龄人口高峰可能推迟 2-3 年左右，但全国性婚龄人口高峰已经过去。*

中国人口世代更替系数测算

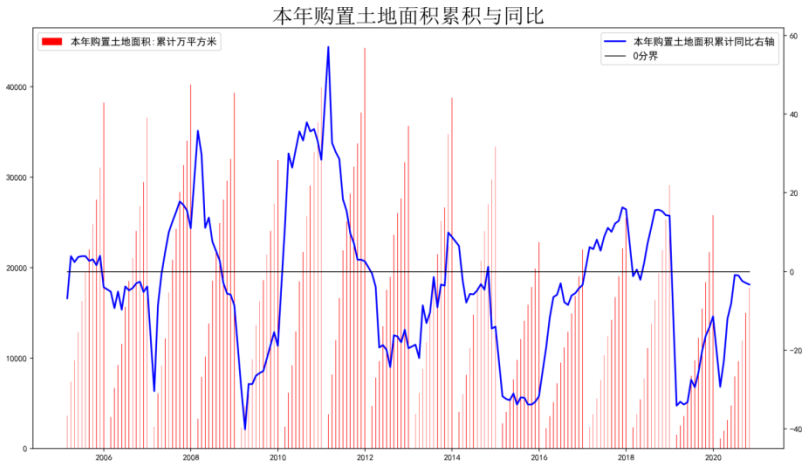


数据来源:英大证券研究所，国家统计局

房地产是在中国所有经济主体的资产结构中占据较大比重的。这一资产对众多主体的资产负债表，风险敞口，资产负债的久期结构都会产生重大影响。我们目前，尚不能作出更多预判，还需要看到大型金融机构的决策和应对，如此才能释放他们自身所隐藏的一些困境或者优势。他们对于我们来说，还是一个十分大且重要的“盲盒”。三道红线刚出台的时候，市场分析认为会出现满足约束企业积极并购不满足约束企业的项目和土地，事实上并没有成为普遍现象，市场高估了整合的积极性。

7.2 土地购置面积下滑，未来供应减少

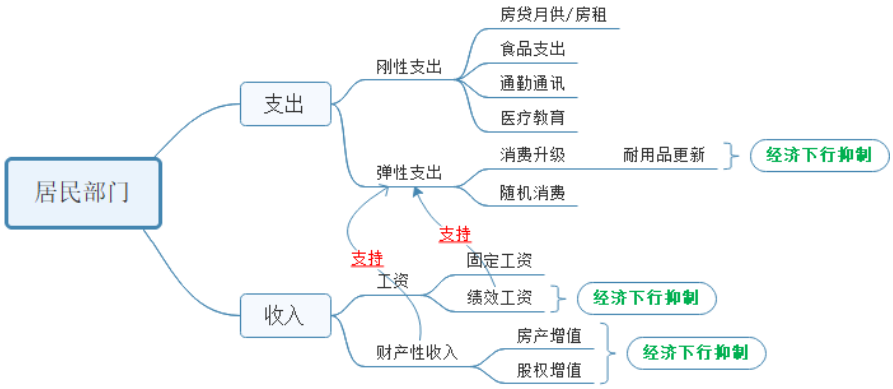
我们从土地购置面积数据可以看出 2011 年达到顶峰，随后逐年下降，2016 年创新低。2017 年，2018 年土地购置面积连续两年上升。2019 年再次下滑。**2020 年半年在三道红线出现之后，土地购置增速改变了上半年来的快速恢复扩张趋势，全年预计收缩。**购置土地面积反应了房地产开发企业对未来的市场发展预期或者自身的财务规划的安排。从中长期看，土地购置面积的下滑，将减少一二线城市的商品房供应量。



数据来源：英大证券研究所，WIND

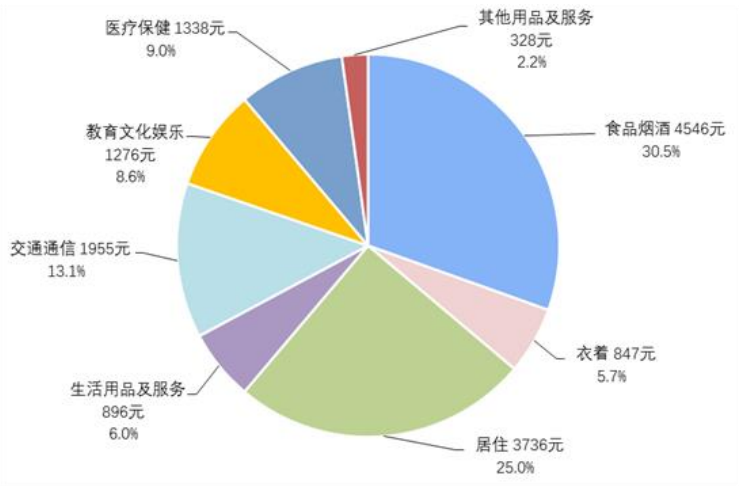
八、 居民收入近乎零增长，刚需消费占比过高与持续杠杆行为

8.1 居民消费结构



数据来源：英大证券研究所

前三季度，全国居民人均可支配收入 23781 元，比上年同期名义增长 3.9%，扣除价格因素的实际增速年内首次转正，实际增速 0.6%，几乎 0 增长，与消费增速继续大幅下滑呼应。前三季度，全国居民人均消费支出 14923 元，扣除价格因素，实际下降 6.6%。



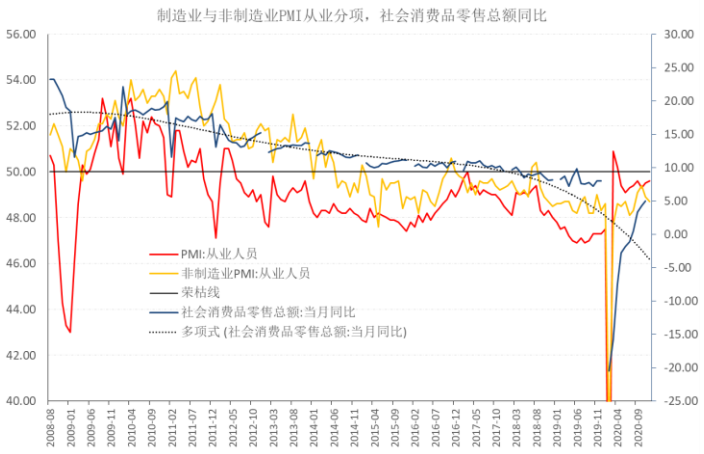
来源：国家统计局网站

从图上可以看出，食品、居住、医疗保健，三大硬核刚需，合并占比 64.5%，2020 年比 2019 年的占比上升 4.5%，这意味着对于低收入人群来说，生活变得更

不容易，留给非刚需部分的弹性消费空间更小，且不论剩余仍有大部分消费是不得不面对的准刚需。留给新型产品消费的可支配收入比重进一步下滑，随着物价的上升，刚需支出占比会进一步上升。对转型升级所在产业的投资机会和规模，将受到居民消费支出的约束。**居民的选择基础是就业，这是绝大部分中国的家庭的支撑。我们下面考核就业和消费之间的联动关系。**

8.2 就业难看、消费疲软慢于投资

制造业从业人员指数为 49.6%，比上月微升 0.1 个百分点，表明制造业企业用工景气度略有改善，但总体依然减少招聘。非制造业从业人员指数为 48.7%，比上月下降 0.2 个百分点，表明非制造业用工景气度略有回落。分行业看，建筑业从业人员指数为 52.7%，比上月回落 1.7 个百分点；服务业从业人员指数为 48.0%，比上月回升 0.1 个百分点。**就业下滑不利于消费扩张。这必然会导致消费数据相对难看，相比之下诸多工业数据均同比大幅增长。**疫情以来商品的绝对价格并未显著下降。保持继续上升没有改变。消费在数量层面受到疫情冲击有所下降，综合来看 2021 年消费情况会继续低迷。



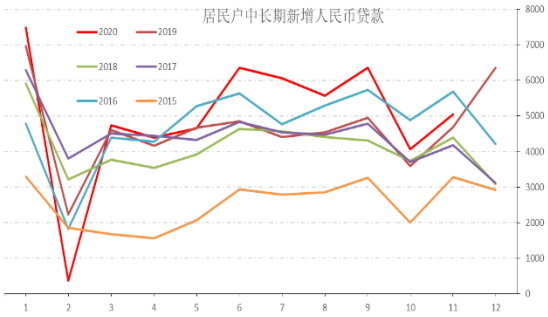
数据来源：英大证券研究所整理，WIND

8.3 居民中长期贷款与消费

我们估计一个数值，来衡量消费品总量的同比变化（社会消费品零售总额

-RPI 同比），数据看，历史上普遍维持 10%的社会消费品消费量的增长。2017 年后开始慢慢走向 10%以下。随着经济增速下滑之后，收入的分配存量化特征更为明显，当负债扩张的时候，消费能力就受到挤压，否则居民部门的债务扩张是无法持续的。在 2015 年下半年房价暴涨之后，政府闻到了焦糊的味道，开始限制。2017 年开始房贷扩张进入了平稳的时期，但即便如此，消费加速下降，因为 GDP 增速代表的总收入水平大踏步下滑，从 2011 年的 9.6%，2012 年 7.9%增速降低到了 2019 年的 6%。显然如果债务放缓如同 2009 年 09 月-2011 年 09 月区间的收缩，那么意味着消费的下滑空间则会收敛，对经济起到更好的支撑作用。





数据来源：英大证券研究所，WIND

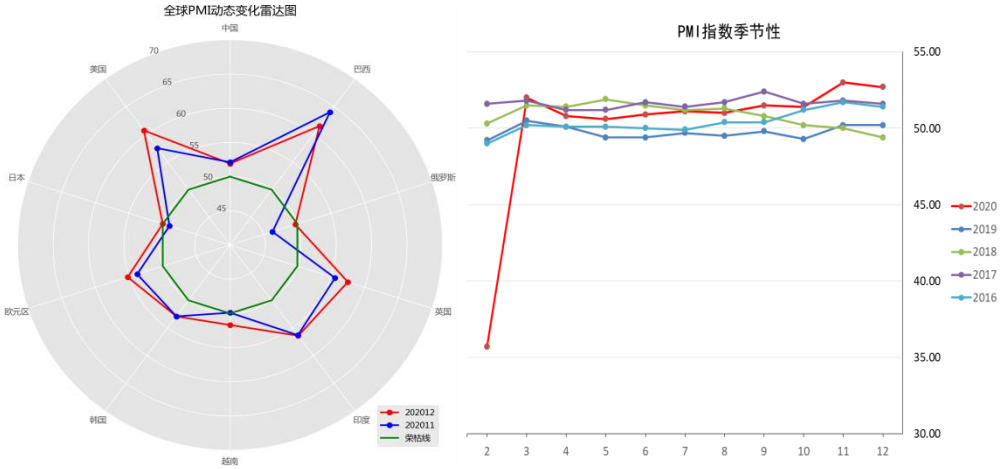
从数据看，居民户贷款占比接近 50%。其中长期贷款主要流向房贷，**因此居民的贷款中杠杆化加重的比例仍然较高**。但是居民户本身并非是产出性部门，是要素提供性部门。尽管宏观意义上就业机会总体下降不支持居民部门的持续加杠杆行为。实际上住户部门的加杠杆行为扩张较为明显。**2020 年的中长期新增人民币贷款总体增量高于历史最高的 2016 年**。2020 年房地产市场也在疫情袭击下赢得高速增长，部分城市房价涨幅堪比 2016 年。居民加杠杆对消费的冲击在 2020 年十分显著，是长期性的约束消费的扩张空间，而不是短期的。

九、 外部经济

9.1 全球 PMI 预计在 2021 年继续上升

随着全球经济的反弹，中国的经济上升可能更进一步维持。如果境外疫情扩

张不至于长期经济重新封锁，那么预计中国 2021 年经济仍然会保持相对较好的活跃度。全球复工先后时间可能有 3-6 个月的跨度。中国是 3 月份开始复工，6 月-9 月大部分国家先后都开始复工，这是目前的一个基本状态。我们预计全球制造业复苏的最强点也会滞后于中国 3-6 个月，而全球复苏对中国的反向提振会延长整体全球经济的复苏时间预计 1 个月左右，故而我们预计全球制造业复苏的势头会在 1 季度末达到顶峰，随后逐渐放缓。



数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理

中国 PMI 数据预计在 2021 年初继续保持扩张趋势，2 月春节会有所放缓，2 季度全球复苏状况将与疫情高度挂钩，如果非中国地区对疫情放任，那么未来疫苗尚未普及的情况下，中国经济的意外冲击风险较大，尤其是涉及重要物料的省份（譬如河北的鸡蛋，肉鸡，钢铁），如果出现疫情对部分商品的生产运输产生较大影响，干扰中国经济的运行。预计 2021 年下半年，经济将逐渐摆脱疫情的控制，疫苗分发已经逐渐能够冲抵疫情的部分负面影响，全球复苏加快。期待 2020-2021 年，出现**“国际合作呼声”**回潮，否则“疫情+对抗”全球经济很难稳定复苏。

9.2 双循环之外部需求—汇率与进出口企业决策

2021 年全球经济将尝试通过疫苗走出新冠控制，全球性复工潮真正启动。通过 2020 年追踪疫情经济下全球经济的情况变化。**我们面临的全球经济可以概括**

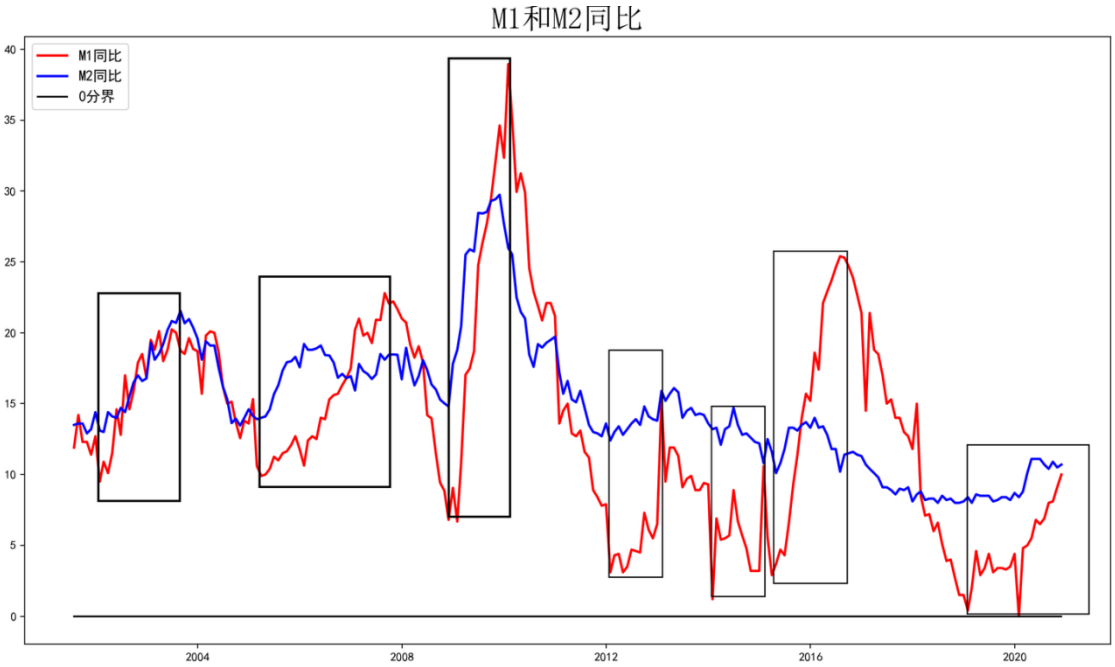
为：早期疫情和中期疫情以及后疫情 3 个阶段。目前国际人员流动仍然处于冻结、半冻结状态，只能算是疫情中期阶段，随着 2021 年的疫苗大面积推广，预计到 2021 年下半年才能进入后疫情时代。当前，全球总需求可以描述为：2020 年疫情后的持续低开高走阶段，但尚未恢复 2019 年以前的正常水平，复苏空间仍然有。全球总供给恢复要慢于总需求，产生供需缺口，导致全球主要生产资料和生活资料的大幅涨价。不论是煤炭，还是铁矿石，抑或是大豆，还是肉类价格。

中、后疫情时代的变数在于生产资料和生活资料国家的经济状况以及疫情状况的个案化分析（本部分与<第三章：工业品：能源、矿产原料供需与后疫情生产博弈>结合阅读）。譬如，煤炭、铁矿石出口国的澳大利亚，大豆出口的美国、巴西、阿根廷。铜矿出口的智利，南非。棕榈油出口的印度尼西亚、马来西亚。白糖出口的巴西、泰国、印度。提及的商品以及生产国家在全球供需平衡表中占据重要的影响地位，他们的产出状况极大影响此类商品的价格，进而对供需产生较大影响，从而对经济生产预期发生较大的影响，**简单地说，主要生产资料的价格对全球经济的复苏进程有重大影响，甚至会加速或者推迟复苏的完成**。

十、 货币政策核心——币值稳定与流动性平滑

2020 年疫情爆发的背景下，经济亟待援助，内部有央行的流动性刺激，外部则有赖于外资流入。吸引资本流入协助改善中国经济复苏过程中的资金缺口和流动性不足，央行对于人民币升值是相对宽容的，并未过多去斟酌人民币持续大幅升值，较大程度上冲销了制造业出口企业的利润空间，不利于出口企业的生产。**预计 2021 年，央行将会逐渐平衡资本流入与商品输出企业之间的利益关系，以保持经济的平稳运行**。2020 年初，设立 3000 亿元抗疫保供专项再贷款、5000 亿元复工复产再贷款再贴现，增加 1 万亿元普惠性再贷款再贴现额度，降低存款准备金率等政策，累计提供 1.75 万亿元长期流动性。累计推出 9 万多亿元的货币政策支持措施，推动金融系统向实体经济让利 1.5 万亿元。出台普惠小微企业贷款延期还本付息和普惠小微企业信用贷款两项直达实体经济的货币政策工具。**这一类信贷支撑在 2021 年将不会出现，规模缩减也将达到万亿级别**。目前来看，

央行提出要保持 M2 增速与经济增速保持一致的政策。



数据来源：英大证券研究所，WIND

市场对 2021 年 GDP 增速 8%左右的预期。2020 年 11 月，M2 同比增长 10.7%。目前来看，中国的 M2 和 M1 运行关系类似于 2009 年后的特征。货币结构上，短期资金增速大幅扩张，长期资金增速相对缓慢。2012 年-2013 年，2014-2015 年均出现过类似特征。M1 的快速增长意味着市场中将会出现大量短期性资金，短期性资金追求确定性，规模容量，这容易在二级市场上塑造出持续反馈的上升趋势。过去发生过的股市大涨现象，2003-2004（A 股），2006-2007（A 股），2009-2010（A 股），2012-2013（创业版），2014-2015（整体牛市），2015-2016 年（房价），2019-2020 年（A 股）。2021 年开始 M1 增速将会见顶，这对于众多资产的短期定价将会产生显著的冲击，估值是绕不开的话题，一旦流动性不再充裕，资金就会重新考虑持有资产的类债回报属性，而资本利得的下降会更加驱动长期资产的配置偏好转向。考虑到房地产行业遭遇的“三道红线”与“房贷集中度管理制度”的推出落实，M1 的下滑可能会超预期，对未来新开工的影响尚不明确，但目前来看也是负面影响。**综合来看，大致可以得到这样的货币政策走向的判断：**

1. 人民币汇率指数保持相对稳定，年度变化 5%以内上下浮动，其中最重要

的是对美元汇率的市场化浮动常态化，预计 2021 年兑美元在 6.30-6.75 之间浮动，如果境外疫情得以控制，经济进入恢复步伐，人民币可能会有更大的贬值空间。

2. 人民银行的利率政策将会保持定力，在经济过热时期，持续回收流动性，经济放缓则流动性予以补充，货币政策的核心是平滑流动性，而非绝对以增加还是减少货币总量为决策依据。当然货币总量也是有个锚的，那就是是经济增长率。
3. 从目前经济运行来看，CPI 通胀和 PPI 通胀会维持，货币政策很难保持 2020 年的宽松。
4. 如果全球疫情控制很好，最快在 2021 年下半年，美联储会进行加息预期管理。

十一、资产配置建议

投资要面临的不确定性中有几个方面问题需要着手解决，或者说不能彻底解决，要在概率上去逼近。**（1）经济阶段择时问题**。从估值角度去做（基本面的财报择时），还是指数价格去做（非基本面技术择时），都需要考量商业周期的问题。***中国部分：***我们继续提醒投资者关注中国的婚龄人口下挫导致的社会零售消费品继续下挫的累计风险对企业扩张的压制。***美国部分：***全球资本向美国流出的风向可能会逆转，美元贬值可能会暂停。**（2）波动率问题。**主要来自政策风险，拜登时代中美关系走向难以预测，但总体来讲形式上会有所缓和，但实际的对抗烈度可能并不会下降太多。世界就那么大，“一山不容二虎”，我们要警惕冲突从形式升级到实质，影响工业经济生产。仍然偏向国债、黄金。

11.1 回报率、波动率

中国经济的从高波动走向了低波动阶段。随着投资回报下降，市场风险则相对凸显。资金也转而追求更多的稳定性，而不是通常的“高风险、高回报”。

经济稳定时期，回报率第一（增强风险偏好），波动率第二；

经济下行时期，波动率第一（降低风险偏好），回报率第二；

经济增速下行，永久性地将资本从回报率显著下降的资产上推开，流入回报率预期稳定度高，波动率低的资产上。资金持续流出走向回报率相对高、估值偏低，且相对稳定预期的资产。**流动性绝对扩张会对国债和黄金（超主权货币）与虚拟货币起到积极的推升作用。**在假定疫情逐渐转好的情况下，2021 年 GDP 增速高开低走，非中国地区经济增速将会持续加快，有利于美元升值。食品低通胀，工业通胀前高后低。中国经济在下半年回归潜在增长下行节奏，有利于长期债券配置。全球总蛋白供应缺口，支撑食品价格、饲料价格。耐用品更新需求增加，支撑服装、化工类股票较多以及化工品投资。

11.2 投资结论

1. 对冲策略：多上证 50 指数，空道琼斯。多中证 500，空标普 500。
2. 买入：国债、黄金；
3. 兑人民币：看好欧元、美元、日元。
4. 商品领域：

   农产品

   a) 卖出动物蛋白：鸡肉、猪肉；交易品种：中国鸡蛋期货，中国生猪期货；

   b) 买入植物蛋白：豆一、豆二、菜粕、豆粕。

   c) 买入相关农产品股票。

   工业品

   d) 买入原油；

   e) 买入棉花、化工品期货；

   f) 买入化工品股票，纺织类股票；

风险提示及免责条款

1. 疫情的演变并未朝着好的方向发展。
2. 本报告侧重宏观数据为主，分析不同经济主体的决策逻辑和制约因素，但仍然可能出现大量的谬误，可能缘于意外事件，或者逻辑疏漏以及对市场演进判断出错。
3. 股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。
4. 本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。
5. 本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。
6. 请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。
7. 根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189 号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。
8. 行业评级

   强于大市 行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢沪深 300 指数

   同步大市 行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随沪深 300 指数

   弱于大市 行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输沪深 300 指数
9. 公司评级

   买　　入 预计未来 6 个月内，股价涨幅为 15%以上

   增　　持 预计未来 6 个月内，股价涨幅为 5-15%之间

   中　　性 预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于±5%之间

   回　　避 预计未来 6 个月内，股价跌幅为 5%以上