宏观经济

专题报告

申港证券股份有限公司证券研究报告

稳前棋 步步扩先

——2021 年年度经济展望与宏观策略

申港证券 SHENGANG SECURITIES

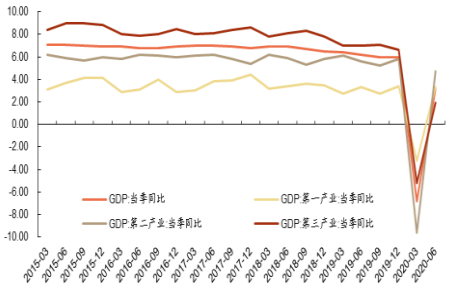
2021 年 01 月 05 日

投资摘要：

2021 年经济基本面上制造业、消费提供主要贡献。经济增长拉动上来看，消费端，可选恢复仍有空间，关注缺口仍待修复的线下消费，政府拉动的消费与新基建结合的 2C 端场景及 90 后、00 后代表的消费新业态。投资端，制造业仍处于“爬坑”过程中，随海外需求和国内消费修复，2021 年将继续修复并贡献投资主要支撑。基建增速不及预期，但结构上转向新基建。地产逆周期项有序退出，增速逐步放缓。但全年受竣工及低库存支撑，难有大幅回落。出口，外需整体向好，2021 年 H1 有望维系高增长。

- **消费：线下消费仍有修复空间，线下餐饮、旅游、酒店、影院、与新基建结合的 5G 应用、人工智能以及新能源汽车及 90 后、00 后代表的服务型消费、单身经济、社交化等消费新业态有望成为亮点。**必选消费已恢复常态，可选恢复仍缓慢。预计 2021 年度 GDP 增速恢复常态后，消费倾向继续恢复。2021 年消费端后续仍具备支撑的分项包括：1）经济贡献端，缺口待修复的线下消费，包括线下餐饮、旅游、酒店、影院 2）政府投资端，消费与新基建结合的 2C 端场景 3）消费趋势上，90 后、00 后代表的消费新业态。
- **出口：出口全年超预期，外需整体向好，2021 年 H1 有望维系高增长。**区域上，对美国出口带动整体出口增长效应明显，对欧盟改善明显。随疫苗研发成功，全球全面复工带来的经济修复及产业链联动，21 年上半年出口增速有望继续提高。下半年随着疫苗接种和产能修复期后，出口增速将逐步回归正常区间。但机电、音像设备及其零件，纺织原料及纺织制品，塑料及其制品;橡胶及其制品及家具出口增长仍然具有持续性。
- **制造业：制造业投资仍处于“爬坑”过程中，预计 2021 年将继续修复并贡献投资主要支撑。**制造业当前库存周期底叠加当前产能利用率高，当前融资环境更为宽松、随需求有望进一步复苏，企业投资招工乐观，新周期有望开启。从制造业产品的去向来看，上游应用于地产及基建，中下游用于出口，下游用于消费。随海外需求和国内消费修复等利好因素，预计 2021 年 H1 制造业将会继续上行，H2 或略有回调。
- **房地产：逆周期项有序退出，地产投资增速逐步放缓。但全年受竣工及低库存支撑，难有大幅回落。**虽然政策端“三道红线”进一步加强融资管理，但需求端居民意愿较强。考虑到 2021 年受集中竣工及低库存影响，地产投资增速预期放缓但不会大幅回落。地产集中竣工将明显拉动建筑装饰家电家具等板块。
- **基建：基建增速不及预期，结构上仍转向新基建。**考虑到经济下行特别是今年的疫情冲击环境下，尽管给到了更多的财政空间，但由于优质项目不足，2020 年基建增速不及预期，而从对几轮基建周期的分析发现基建投资对经济贡献从“拉经济”过渡到“稳经济”。考虑到不多的财政空间及目前经济恢复状态逆周期因子可以退出，基建有回落空间。由于政策推动，后续增速贡献结构上转向新基建，以工业互联网、大数据中心、5G、人工智能等为重点领域投资，为新经济发展提供驱动。
- **通胀：生猪价格继续拖累 CPI 下行，关注 21 年核心 CPI 中枢是否上行。PPI 上行通道。**预计后续生猪价格将持续回落，或对食品价格将产生显著的拖累，受疫情影响，收入冲击、消费谨慎叠加线下活动受限，服务较为低迷，

GDP 及三个产业季度累计增幅



资料来源：WIND

相关报告

1、《消费修复边际趋缓 对美出口创新高：11 月经济数据点评》2020-12-16

2、《流动性拐点将至？资产价格怎么走？：——宏观策略周报》2020-12-07

3、《80-90 年代日本“双循环”的启示：——双循环系列报告之三》2020-11-30

4、《各分项继续向好 四季度出口仍值得期待：10 月经济数据点评》2020-11-18

5、《城镇化与消费升级下的内循环机会：——双循环系列报告之十四五政策倾斜》2020-11-09

随疫情逐步恢复，消费持续复苏及流动性环境仍较为宽松，CPI 服务有望进一步修复。受益于原油燃料价格低位继续回升及疫情影响逐步消退全球复工复产持续推进，预计后期 PPI 回升趋势有望继续。

- **政策空间：后续政策常态化，大概率中性或谨慎偏紧。**货币政策由“宽货币”向“宽信用”稳步过渡，以“稳”优先，考虑到目前仍存在疫情风险点，政策趋于相机式、渐进式的。财政政策后续将逐步随经济恢复兼具“常态化”与宏观审慎。

经济继续修复，企业盈利继续修复，流动性回落。从高概率贡献经济增长的分项中把握宏观线索。结构性分化依然会是 2021 年疫后资产定价的主逻辑。前期资本市场价格的结构性分化体现了防御性高修复快行业板块的溢价，政策常态化基调下，估值持续提升或面临阻力，可以从经济基本面回稳下能够高概率贡献经济增长的分项中把握宏观线索。

- **权益市场：企业盈利上+估值下。把握基本面线索，关注线下消费、地产竣工端、新基建链条、出口相关产业链等高景气行业。**随着疫情控制，线下消费需求将进一步复苏。地产集中竣工将带动建筑装饰家电家具等板块，新基建关注数据中心及工业物联网相关行业。出口链条关注机电、音像设备、纺服、家具等后续能继续贡献增速的高景气行业。
- **债券市场：建议低配。**政策稳中偏紧，经济环比继续复苏叠加通胀温和上行，中长期债市很难回头。国债当前的期限利差处于最近 5 年相对较低水平，长端利率仍有上行压力。股债性价比上，债券配备价值正逐步凸显，但诸多不利因素下拐点仍需确认。
- **大宗市场：农产品方面，建议标配。**服务价格、食品价格等会随线下消费进一步修复后有中枢上移空间,预计 21 年温和通胀。**工业品方面，建议超配。**21 年 H1 中美经济有望进入复苏共振阶段，生产端加速提升商品资源的需求，进而提振包括铜铝锌等工业金属的大宗商品的价格。**贵金属方面，建议超配。**21 年美国名义利率预计没有明显提升且通胀预期起的背景下，实际利率将继续走低，导致黄金相对其他资产的吸引力边际上升。而且 3 季度以来美元指数一路下跌，黄金没有相匹配的涨幅。

投资策略：权益资产，企业盈利上+估值下。把握基本面线索，关注线下消费、建筑装饰家电家具等地产竣工端、数据中心及工业物联网等新基建链条、机电、音像设备、纺服、家具等出口链条等高景气行业。**建议低配债券、超配铜铝锌等工业金属及工业品、标配农产品、超配贵金属。**

风险提示：全球疫情反复及疫苗推行进度及效果不及预期、海外矛盾升级、全球性逆化、海外资产价格调整、经济数据超预期、政策风险、地缘政治风险、民粹主义冲突等。

2021 年中国主要经济指标预测

指标	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
实际 GDP	6.90	6.70	6.10	1.60	9.00
名义固定资产投资	7.20	5.90	5.40	2.90	6.50
名义社会零售总额	9.40	8.16	8.00	-3.5	13.00
CPI	1.56	2.10	2.90	2.50	1.20
PPI	6.31	3.54	-0.32	-1.50	1.50
顺差对 GDP 贡献度	0.6	-0.60	0.70	0.25	0.10
利率（1 年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.59	6.89	7.01	6.50	6.20

资料来源：申港证券研究所

内容目录

1. 线下消费继续修复 关注餐饮旅游酒店机会 6
1.1 随经济逐步修复 可选消费继续恢复仍有空间 6
1.2 消费的结构性亮点 8
1.2.1 关注 5G 应用 人工智能机会 8
1.2.2 关注线下旅游影院酒店机会 10
2. 制造业 21 年为投资端主要支撑 11
2.1 由于顺周期属性全年负贡献 2021 年继续修复 11
2.2 制造业当前库存周期底 产能利用率几乎高位 新周期有望开启 12
2.3 大型企业生产修复程度最高 中小企业仍疲软 14
2.4 修复动力来自出口 下游消费驱动 14
3. 21 年 H1 出口有望维系高增长 15
3.1 出口继续高增长 对美出口创新高 15
3.2 对美国出口带动整体出口增长效应明显 16
3.3 结构上 车辆 光学及医疗仪器 机电产品 纺织制品等贡献显著 18
4. 房地产回落 关注竣工端 22
4.1 房地产投资率先大幅恢复且全年超预期 22
4.2 低库存叠加竣工周期支撑地产韧性 24
5. 基建 20 年低于预期 21 年平稳回落 27
5.1 基建投资增速不及预期 27
5.2 21 年小幅回落 结构上仍转向新基建 28
6. 政策空间 政策常态化 30
6.1 后续政策常态化 但大概率中性或谨慎偏紧 30
6.2 货币政策 稳字当头 不急转弯 31
6.3 财政政策“常态化”与宏观审慎 33
7. 通胀 关注 21 年核心 CPI 中枢是否上行 PPI 上行通道 35
7.1 生猪价格将继续拖累 CPI 下行 关注核心 CPI 35
7.2 PPI 预计持续回升 37
8. 大类资产配置 37
8.1 大类资产表现 37
8.2 股票 把握基本面线索 关注线下消费出口链条 38
8.2.1 股票收益表现 39
8.2.2 关注价值风格持续修复 41
8.3 债券 建议低配 42
8.4 大宗商品 标配农产品 超配工业品与贵金属 44
9. 风险项 48

图表目录

图 1： 食品、医药、计算机电子等工业增加值恢复较好 6
图 2： 餐饮收入 6
图 3： 客运量 7
图 4： 天猫国货护肤&彩妆消费者年龄分布 7
图 5： 2019 年人工智能细分应用领域资金流向占比 8

图 6： 机器人细分领域占比 9
图 7： 服务机器人细分领域占比 9
图 8： 线下旅游 10
图 9： 线下影院消费 11
图 10： 线下酒店消费 11
图 11： 固定资产投资 11
图 12： 医药制造业投资、计算机和其他电子设备投资 12
图 13： 疫情后库存被动积压后 4 月以来已开始去库 12
图 14： 工业产能利用率几乎高位 13
图 15： 前瞻性指标上显示融资环境良好投资招工乐观 13
图 16： 大中小型企业 PMI 指数 14
图 17： 出口订单 15
图 18： 发达经济体工业景气指数修复明显 15
图 19： 出口新订单预期也依然强劲 16
图 20： 对美国、欧盟出口 16
图 21： 美国批发商和零售商库存 18
图 22： 出口表现显著的行业 19
图 23： 目前美国批发商库存周期定位 20
图 24： 美国机电类库存 21
图 25： 美国纺织类进口 22
图 26： 美国家具类处于库存底 22
图 27： 房地产投资 22
图 28： 消费端购房的按揭贷款增速持续反弹 23
图 29： 商品房销售面积 23
图 30： 房地产销售周期 24
图 31： 房地产销售与竣工 24
图 32： 商品房待售面积 25
图 33： 土地溢价率 25
图 34： 主流房企“三道红线”表现 26
图 35： 房地产增速同比与 GDP 增速同比 26
图 36： 基建投资增速与固定资产投资增速 27
图 37： 基建投资增速 28
图 38： 2020 年我国新基建分类投资规模 29
图 39： 我国数据中心机架规模（万架） 30
图 40： 我国工业互联网投资规模（亿元） 30
图 41： 社融、M2 增速节后大幅上升，近期边际收敛 31
图 42： 企业短期贷款、中长期贷款增速上行 31
图 43： 企业短期贷款、中长期贷款增速上行 32
图 44： 财政收入与支出 33
图 45： 财政支出投向 33
图 46： 财政收入 34
图 47： 6 月以来税收为财政收入增长贡献主要增速 34
图 48： 财政赤字 35
图 49： 核心 CPI 平稳 35
图 50： CPI 服务与 CPI 消费品 36
图 51： 生猪存栏量与能繁母猪存栏量 36

图 52： 原油燃料、PPI 触底回升 37
图 53： 各行业板块涨跌幅 40
图 54： 新发偏股型公募基金 7 月以来募集规模增长显著 40
图 55： 北向资金流入 40
图 56： 大盘与中小盘估值比处于最近 5 年相对高位 41
图 57： 5 月以来，债券市场利率持续上行 42
图 58： 期限利差 43
图 59： 风险溢价率 43
图 60： 黄金 44
图 61： 黄金与美元指数 45
图 62： 工业增加值持续回升已稳定在疫情前水平 46
图 63： 美元指数 46
图 64： 美元指数与 CRB 现货指数 47
图 65： 南华沪铜指数 47
图 66： 南华沪锌指数 48
图 67： 南华沪铝指数 48

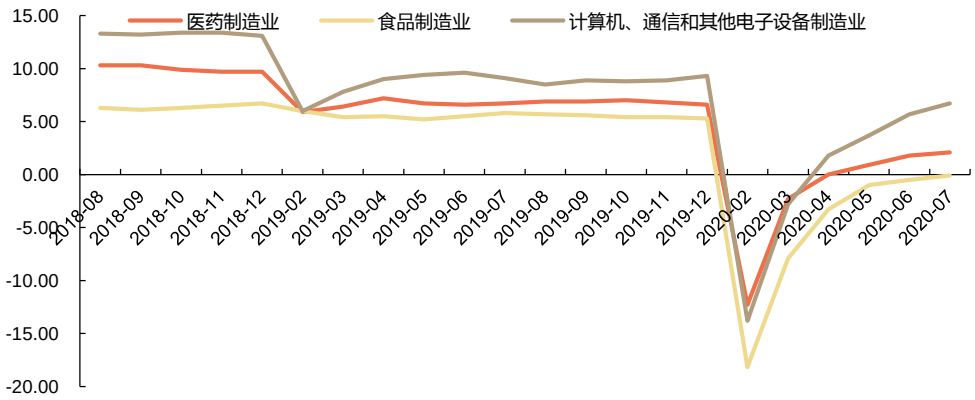
表 1： 主要国家和地区疫苗接种情况 17
表 2： 2021 年对美出口可以贡献正拉动的品类 19
表 3： 出口份额占比（1-11 月出口占比超 5%） 20
表 4： 技术劳动密集型商品和资源价值链对中国贸易依存度 20
表 5： “新基建”细分领域及应用 28
表 6： 中国大类资产回报（截至 12-18） 38
表 7： 主要指数涨跌幅 39
表 8： 年初至今北上资金各行业持股分布 41

1. 线下消费继续修复 关注餐饮旅游酒店机会

1.1 随经济逐步修复 可选消费继续恢复仍有空间

消费端，必选消费已恢复至常态，可选消费恢复仍有空间。食品、医药、消费电子等受疫情影响小的行业得到较好恢复，但随冬季来临疫情在多地零星爆发，消费者对餐饮旅游等线下服务仍有顾虑，截至 11 月餐饮零售同比增长仍在 0 上下波动。从行业恢复情况来看，一方面，食品、医药、计算机电子等工业增加值率先恢复。另一方面，可选消费仍有空间，线下零售、餐饮等服务类消费恢复仍旧较慢，餐饮业至 11 月同比增长依然为负。

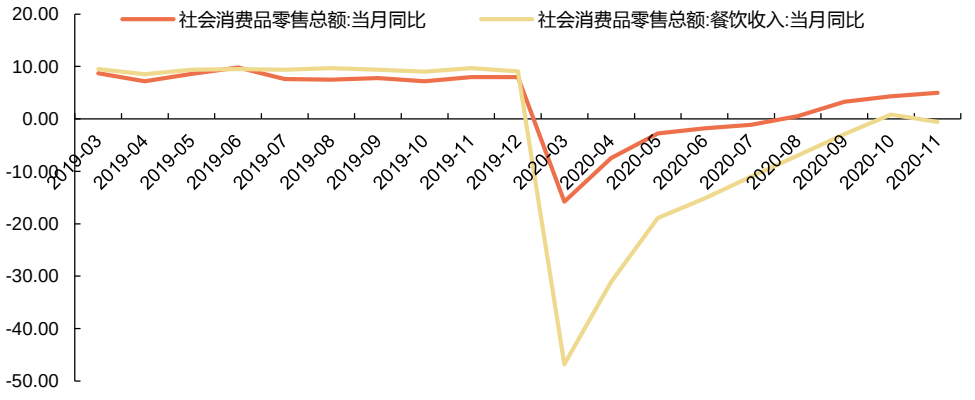
图1：食品、医药、计算机电子等工业增加值恢复较好



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **餐饮业至 11 月餐饮等线下消费在年内首次转正后再度受挫。**11 月餐饮收入同比增长-0.6%，表明消费者对于线下消费仍有顾虑。

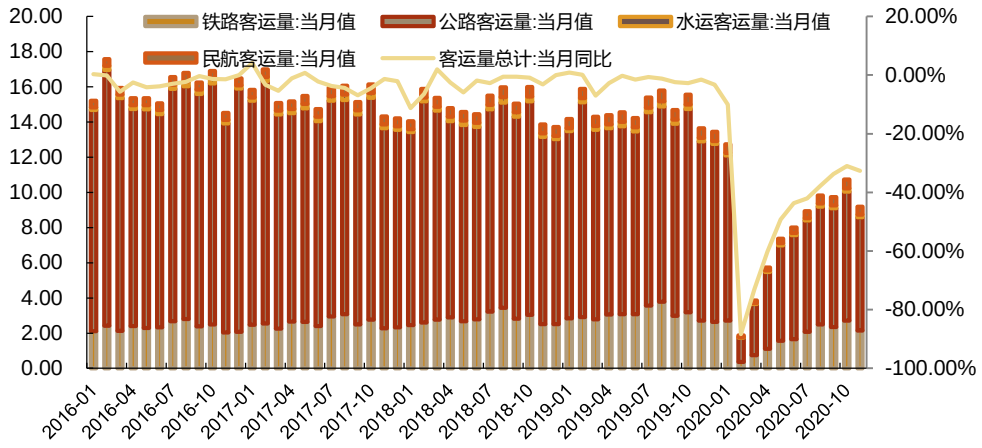
图2：餐饮收入



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **交通客运在疫情期间也受到巨大冲击。**2 月份客运量总计为 1.86 亿人次，同比下降超过 88%，3 月和 4 月疫情控制期间，客运量同比下降仍超过 50%，三季度疫情得到控制后，10 月份黄金周后恢复至去年同期水平的 68%左右。随疫情影响继续消退，预计明年的客运量水平会修复至往期。

图3：客运量



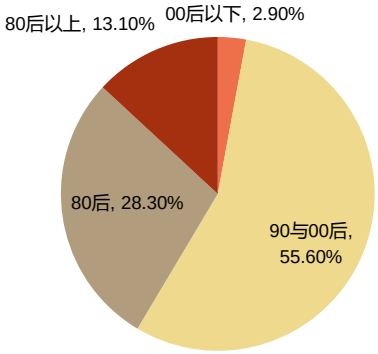
资料来源：Wind，申港证券研究所

随 GDP 增速逐步恢复至常态，消费倾向继续恢复。疫情冲击下，消费弱的两个约束，一是收入下行、二是收入预期下行。预计随 GDP 增速基本恢复至常态，居民收入基本恢复常态，消费继续修复剩余缺口。

2021 年消费端后续仍具备支撑的分项包括：1）经济贡献端，仍缺口待修复的线下消费，包括线下餐饮、旅游、酒店、影院 2）政府投资端，消费与新基建结合的 2C 端场景 3）消费趋势上，90 后、00 后代表的消费新业态。

- **线下餐饮、旅游及免税、酒店、影院将有较大修复空间。**今年以来，受疫情影响，线下服务受到较大限制，随经济逐步修复，线下消费是为数不多的仍有缺口可补的分项。
- **5G 应用、人工智能作为新基建与消费结合主要方向有望成为结构性亮点。**随可预见的传统基建投资占比下降，新基建份额提升，政策端持续利好的行业产业，高景气有望持续，也将进一步拉动相应消费。
- **90 后、00 后将成新消费主力，服务型消费、单身经济、社交化消费的新风口。**彭博商业周刊的市场调研中指出 2030 年前，95 后和 00 后是全世界最大的消费群体。**90 后更愿意在休闲娱乐上开支，约占总消费的 40%，同时也偏爱超前消费、线上化消费。**90 后对智能化、自动驾驶更偏爱，通过对消费需求变化趋势分析，相比其他年代的用户，智能汽车、自动驾驶（包括无人驾驶）等更受 90 后偏爱。**00 后更注重消费体验。**00 后更在意创造、更愿意了解品牌背后的价值为自己的兴趣付费。比如超过 50%的 00 后认为国外品牌不是加分项，支持国产 00 后有别于其他代际的主要表现。单身+晚婚带动小包装产品、单人用产品、宠物经济行业发展增速。

图4：天猫国货护肤&彩妆消费者年龄分布



资料来源：CBNData，申港证券研究所

1.2 消费的结构性亮点

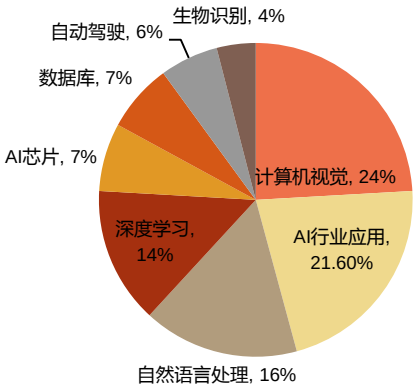
5G 应用、人工智能作为新基建与消费结合主要方向有望成为结构性亮点。政策端持续利好的行业企业，高景气有望持续。两会期间，习近平总书记强调"逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局"，为内循环提供保障的新基建对消费升级或有重大促进作用。2021 年，从应用场景及政策推行角度，5G 应用、人工智能等 2C 端业务场景更具备可行性。

1.2.1 关注 5G 应用 人工智能机会

5G 及人工智能等信息基础设施应用场景更成熟。新基建范围内多数领域技术和应用场景仍属前沿，不论上下游产业链或是商业模式上都具有较大不确定性，就业务开展及应用场景成熟度来看，以 5G、物联网、工业互联网、卫星互联网为代表的信息基础设施开展更具备可行性。

- **5G 拓展应用政策推行进度更快。**以政策推行进度来看，"12 月 28 日召开的 2021 年全国工业和信息化工作会议上提出 2021 年将有序推进 5G 网络建设及应用，加快主要城市 5G 覆盖，推进共建共享"。随着未来 5G 渗透率逐步提升，新基建代表的基础设施投放也会持续加大。
- **5G 基站建设高峰期为 2021-2023 年，2021 年将新建 5G 基站 60 万个以上，与 2020 年新建数持平。**截止 2019 年底全国 4G 基站数量为 544 万，考虑 5G 基站布局密度、企业场景应用、运营共建共享，预计全国 5G 基站需求约 653 万座，建设高峰期为 2021-2023 年。在 12 月 28 日召开的 2021 年全国工业和信息化工作会议上，工信部部长肖亚庆表示，2021 年将有序推进 5G 网络建设及应用，加快主要城市 5G 覆盖，推进共建共享，新建 5G 基站 60 万个以上，与 2020 年新建数持平。
- **人工智能最易与 C 端结合且发展迅速，预计到 2022 年，中国人工智能市场规模将超过千亿元。**2014-2019 年，中国人工智能行业融资金额总计约为 3950 亿人民币，其中 2019 年中国人工智能投融资总金额为 331 亿元，资金主要流向计算机视觉、AI 行业应用、自然语言处理、深度学习、AI 芯片、数据库、自动驾驶和生物识别。

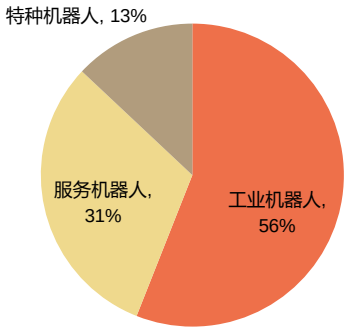
图5：2019 年人工智能细分应用领域资金流向占比



资料来源：赛迪智库，申港证券研究所

- **服务机器人占比 31%，智能家居、服务机器人、自动驾驶等人工智能与 C 端结合更为紧密。**从目前全球机器人的市场规模来看，工业机器人、服务机器人和特种机器人分别占比 56%、31%、13%。

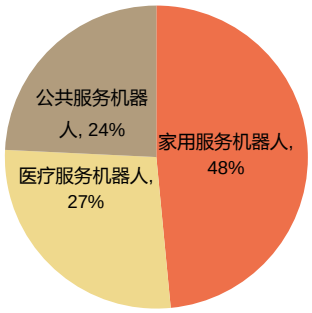
图6：机器人细分领域占比



资料来源：赛迪智库，申港证券研究所

- **用于清洁、酒店配送、末端物流配送、餐厅配送、迎宾引导的服务机器人有较大增长空间。**服务机器人主要的应用场景有清洁、陪护、教育、医疗、迎宾、巡检等等场景。在服务机器人领域，家用服务机器人、医疗服务机器人和公共服务机器人分别占比 48%、27%、24%，用途上，清洁、酒店配送、末端物流配送、餐厅配送、迎宾引导有较大增长空间。

图7：服务机器人细分领域占比



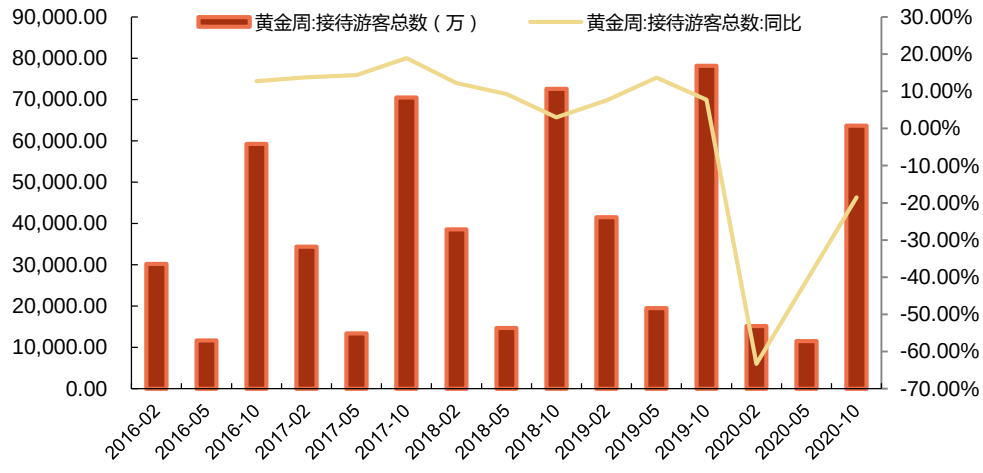
资料来源：赛迪智库，申港证券研究所

- **人工智能带动城市群产业布局。**以城市群来看，人工智能行业发展以北京、深圳、上海为三角着力点以点带面地带动京津冀发展区、粤港澳大湾区、长三角经济区的人工智能技术崛起。随着人工智能在各行业逐步落地，中国人工智能市场将持续增长，预计到 2022 年，中国人工智能市场规模将超过千亿元。

1.2.2 关注线下旅游影院酒店机会

随疫情影响逐步消退，预计 2021 年线下旅游继续上修。由于疫情物理隔离及消费谨慎影响，线下旅游受到较大冲击。2020 年春节的接待游客总数为 11500 万人，5 年来最低，同比下降高达 63%，五一时同比下降 41%。随二季度的国内疫情逐渐得到控制，十一黄金周时，国内游客有较大增长，同比降幅收敛至 18%。预计 2021 年随疫情影响逐步消退，线下旅游继续上修。

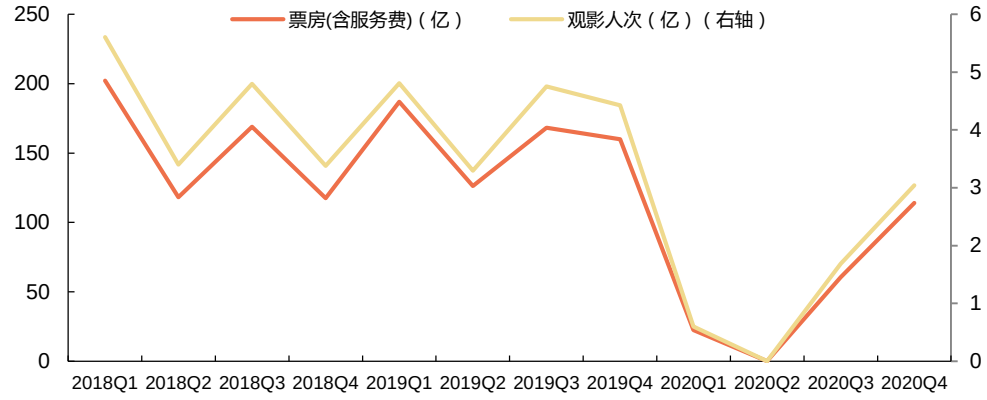
图8：线下旅游



资料来源：年报，申港证券研究所

线下影院预计继续修复。线下影院票房收入和观影人次在 2020 年上半年受疫情影响严重，2020Q1 和 Q2 各影院均处于关闭状态，直至 7 月 20 日才开始有序恢复开放营业。Q3 后恢复速度较快，尽管不及往年同期水平，但 Q4 票房收入和观影人次环比增加了 88.5%和 80.4%，而对比疫情前票房常态仍有空间且目前排片仍不及往期，预计 2021 年仍有较大修复空间。

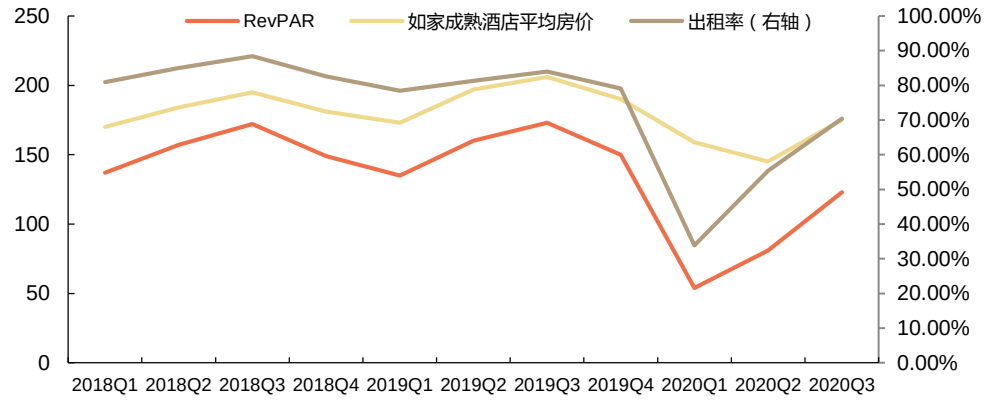
图9：线下影院消费



资料来源：猫眼专业版，申港证券研究所

线下酒店仍有恢复空间。酒店入住率、RevPAR 的增速比较快，截止到 2020Q2，酒店的出租率还是下降较多，也使得 RevPAR 二季度同比下降近 50%，Q3 后的恢复较明显，尽管现在还会偶尔在个别城市有个例发生，但三季度数据表现较好，出租率 70.4%，RevPAR 同比幅度收窄到 28%。

图10：线下酒店消费



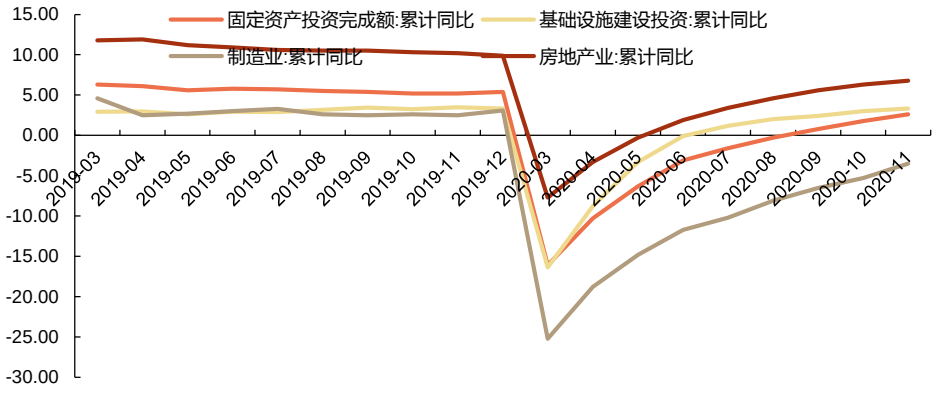
资料来源：公司年报，申港证券研究所

2. 制造业 21 年为投资端主要支撑

2.1 由于顺周期属性全年负贡献 2021 年继续修复

制造业投资仍处于“爬坑”过程中，是 2020 年投资分项中最大拖累，预计 2021 年将继续修复并贡献投资主要支撑。由于疫情突发性冲击导致制造业投资大幅下滑，尽管在相关政策的持续呵护及基建、房地产的附属拉动效应下缓步回升，但增速绝对值不高，趋势上处于逐步修复的阶段。截至 11 月份制造业投资累计同比为-3.5%，年内无法转正。

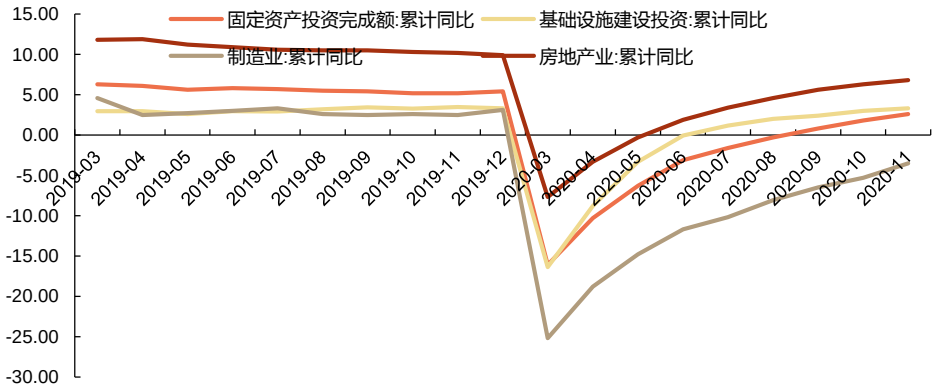
图11：固定资产投资



资料来源：Wind，申港证券研究所

结构上，医药制造业投资、计算机和其他电子设备等新兴制造业投资增长受疫情因素驱动、出口需求及政策大幅拉动贡献明显。而由于经济冲击对收入端的影响及疫情因素带来的谨慎消费，下游包括纺织服装、家庭用具及家庭电器等日用品产业投资增长修复乏力。

图12：医药制造业投资、计算机和其他电子设备投资

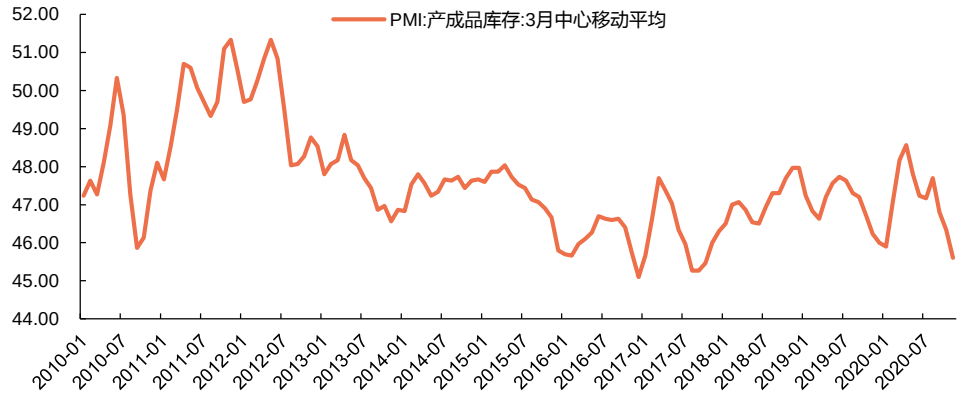


资料来源：Wind，申港证券研究所

2.2 制造业当前库存周期底 产能利用率几乎高位 新周期有望开启

制造业库存由底部被迫拉升，当前处于被动去库过渡至主动补库位置。疫情前制造业库存处于底部区域，自 2012 年制造业投资见顶下滑至今已经 8 年，基于过往朱格拉（设备更新）周期 9-10 年,市场普遍认为制造业投资或处于回升通道。疫情后，由于疫情影响导致库存被动积压，同比增速再次升至高位。但 4 月被动去库存过程就已经开始，随着库存降至低位后，制造业新一轮产能投资或继续起步。

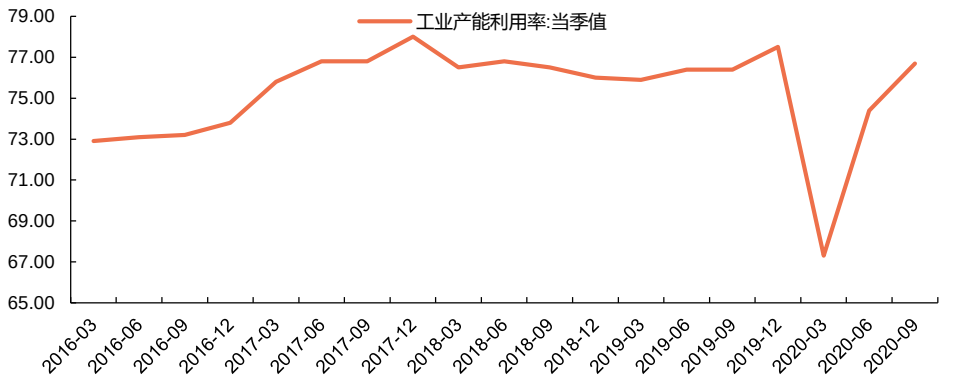
图13：疫情后库存被动积压后 4 月以来已开始去库



资料来源：Wind，申港证券研究所

3 季度产能利用率录得 76.7%，为最近 5 年相对高点。3 季度产能利用率仅次于 2017 年受益于供给侧改革推动淘汰落后产能及产能整合后的产能利用率 78%与疫情前企业投资意愿底的 77.1%。

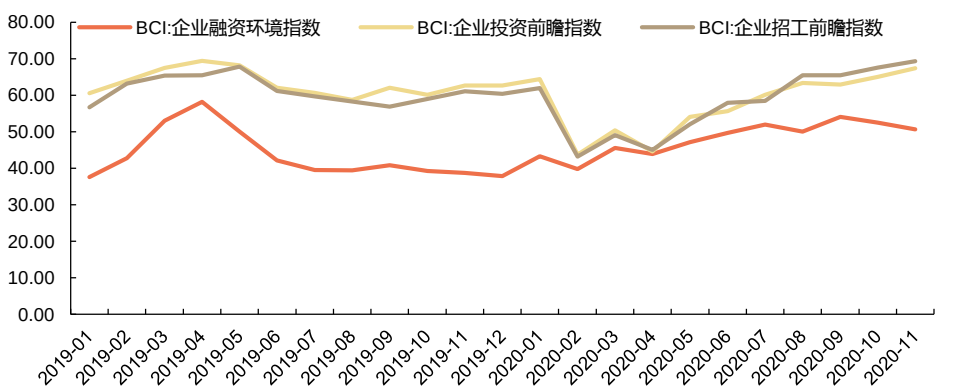
图14：工业产能利用率几乎高位



资料来源：Wind，申港证券研究所

企业设备投资取决于需求强弱、盈利预期、产能状况及融资环境。与 2019 年相比，当前融资环境更为宽松、随疫情影响进一步消退，需求有望进一步复苏，叠加高产能利用率下将驱动 2021 年制造业投资进一步回升。

图15：前瞻性指标上显示融资环境良好投资招工乐观

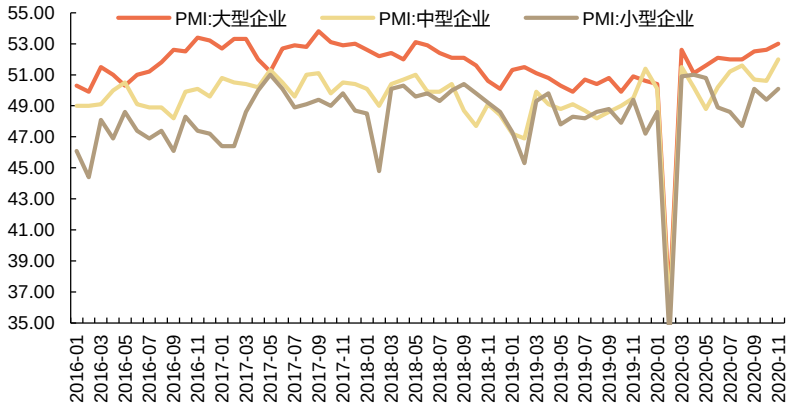


资料来源：Wind，申港证券研究所

2.3 大型企业生产修复程度最高 中小企业仍疲软

大型企业修复程度最高，PMI 升至最近 5 年相对高位。中小企业大体恢复至疫情前水平，随需求继续强劲，企业投资投产意愿有望继续修复。截至 11 月份，大型企业 PMI 录得 53.0，中型企业 PMI 录得 52.0 升至最近 5 年相对高位。小企业受冲击较为严重且修复相对较慢，5 月从 50.8 的高点跌落后至今徘徊至荣枯线上下，随大型企业有望继续投资投产，中小企业还需修复。出口订单上，大型企业新出口订单修复良好，然而中、小型企业在 2020 年仅有 1 个月新出口订在 50 以上的扩张区间内。2021 年大型企业修复程度良好更接近扩大再生产状态，中小型企业仍需经济环境转暖以推动盈利预期进而推动生产。

图16：大中小型企业 PMI 指数



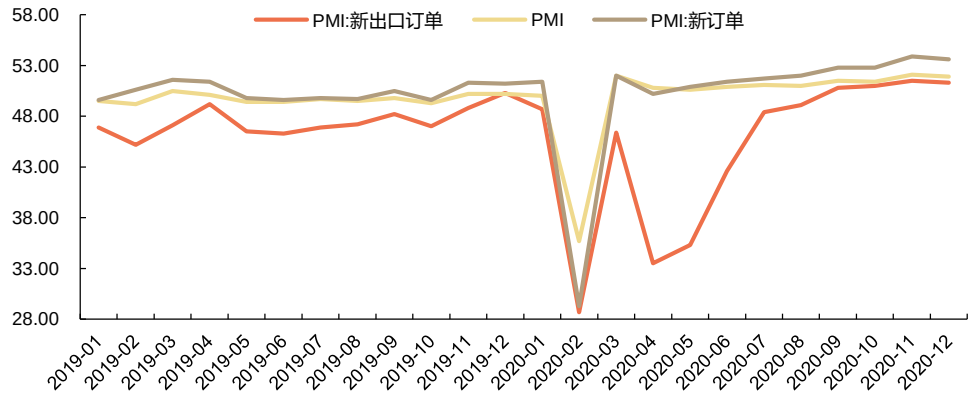
资料来源：Wind，申港证券研究所

2.4 修复动力来自出口 下游消费驱动

从制造业产品的去向来看，上游应用于地产及基建，中下游用于出口，下游用于消费。

- **地产与基建投资回落，上游材料难有强表现。**地产及基建方面，经济冲击下，逆周期因子地产与基建投资（主要是地产）是投资端的关键性支撑力量，但伴随经济逐步修复，对地产融资三道红线等调控措施的落地，显示政策已逐步转向。尽管地产相关产业链对经济支撑至关重要，政策以防风险，不急转弯基调下，不会大起大落，但地产与基建投资下行已成共识，上游材料难有强表现。
- **线下消费逐步恢复带动下游消费制造业上行。**下游消费方面，随疫情影响逐步消退，2021 年线下服务餐饮需求整体改善，包括农副食品加工、食品制造等下游消费制造业投资增速将逐步上行。
- **出口端需求持续强劲。**PMI 出口订单从 4 月份开始持续修复，9 月份回到 50 分界点，之后持续上升并创造了自 2018 年中美贸易战以来的新高点，反映了海外因疫情带来的产需缺口下，中国充当生产消费需求的现象，而随疫苗的陆续落地注射有序进行并美国大选尘埃落定，新一轮财政刺激措施继续推出，预计美国明年经济将加快修复，各行业的补库需求将不断释放，预计出口扩大将继续拉动制造业增长。

图17：出口订单



资料来源：Wind，申港证券研究所

预计 2021 年 H1 制造业将会继续上行，H2 或略有回调。当前产能利用率高、疫情影响下，海外供求差位与国内消费继续修复带来订单持续多增及盈利预期改善，且信用环境仍相对宽松。当然随行业企业修复，信用环境将逐步归于常态，但在 1 季度最迟 2 季度经济回归潜在增速前，政策难言"紧"。综合来看，展望 2021 年的制造业投资，我们预计全年累计同比增长 12%。

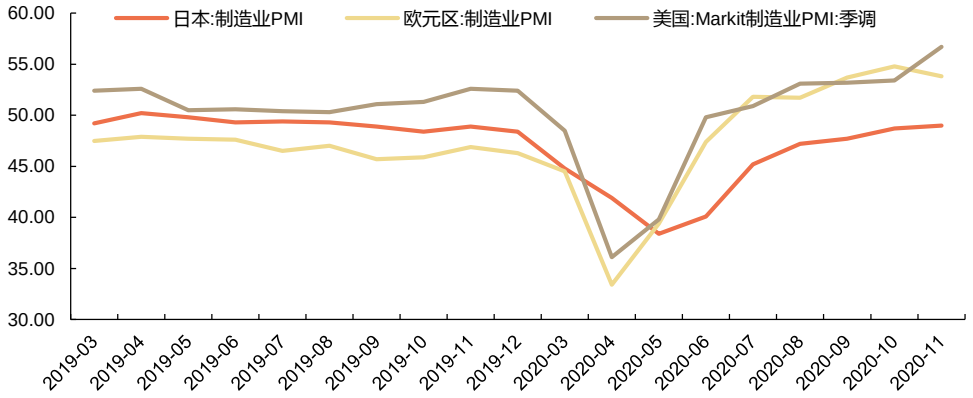
3. 21 年 H1 出口有望维系高增长

3.1 出口继续高增长 对美出口创新高

2020 年出口全年超预期。从 2018 年末中美贸易摩擦开始，中国出口贸易持续疲软，2019 年出口总额累计同比仅增长 0.51%，加上 2020 年仍处特朗普任期内，大多数人对 2020 年中国出口预期较为悲观。然而 2020 年上半年的新冠疫情导致全球产能陷入停滞，在中国率先控制住疫情并复工复产的情况下，11 月份当月同比创 18 年以来新高达 21.1%，累计同比达到了 2.5%，远超年初预期。

疫苗研发及注射按计划顺利条件下，全球经济将有序恢复，前景较为乐观，外需整体向好。发达经济体方面，经济重启后景气指数的修复较为明显，其中美国 11 月 PMI56.7 为近五年最高点。至 11 月，美国、欧元区制造业 PMI 指数均保持在 50 以上的持续扩张区间，处于两年内相对高点，日本修复程度不及美欧，但疫情后也处于持续上升通道，至 11 月 PMI 为 49.0，与疫情前持平，海外供需缺口仍具备较大空间。

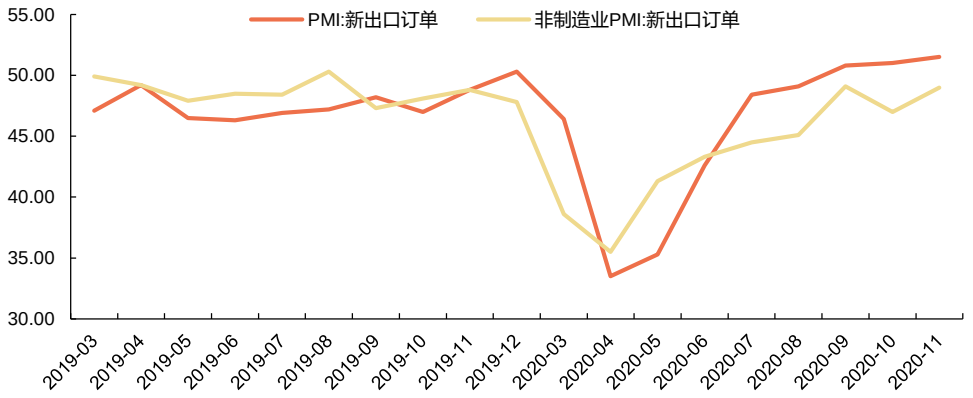
图18：发达经济体工业景气指数修复明显



资料来源：Wind，申港证券研究所

新订单等前瞻指标向上，显示需求恢复具备持续性。从出口新订单等前瞻指标观测，需求恢复具备持续性，出口产业链的景气改善值得持续关注。随拜登胜选使中美关系相对缓和及海外疫苗注射，出口需求的持续性有望延续。

图19：出口新订单预期也依然强劲



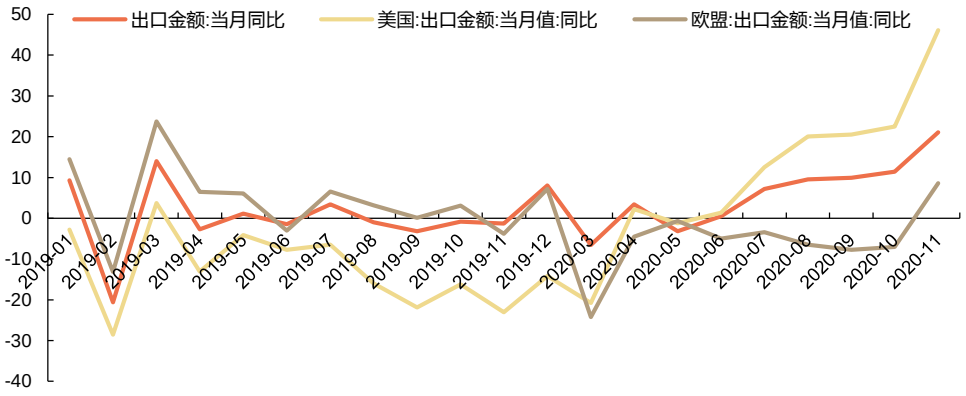
资料来源：Wind，申港证券研究所

3.2 对美国出口带动整体出口增长效应明显

区域上，对美国出口带动整体出口增长效应明显，对欧盟改善明显。

- **截至 11 月份中国出口十分强劲，4 月以来出口金额同比大幅提升，其中对美国出口明显带动整体增长。**随着拜登当选新一任美国总统，短期中美贸易摩擦将有望平缓，美国进口需求有望持续。
- **欧盟改善明显。**3 月以来对欧盟出口同比首次恢复正增长，11 月同比增长 8.62%。随疫苗研发成功，全球全面复工带来的经济修复及产业链联动，出口增速有望继续提高。

图20：对美国、欧盟出口



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **在新冠疫苗有效性能够保证的情况下，预计 2021 年第一季度美国的产能就能得到一定恢复，第二季度产能将基本恢复。**
- **预计 2021 年第二季度是欧盟产能的快速恢复期。**迄今欧盟已订购近 20 亿剂新冠疫苗(含可增购疫苗)，平均下来欧盟成员国每位公民约可分得 4 剂疫苗。在新冠疫苗有效性能够保证的情况下，预计 2021 年第二季度是欧盟产能的快速恢复期。
- **预计在 2021 年三、四季度新兴经济体的疫苗接种覆盖率才能达到一定高度并开始进行产能修复。**与欧盟、美国这类发达经济体相比，在制药公司初期产量受限的情况下，新兴经济体的疫苗需求短期内将无法满足，预计在 2021 年三、四季度新兴经济体的疫苗接种覆盖率才能达到一定高度并开始进行产能修复。

表1：主要国家和地区疫苗接种情况

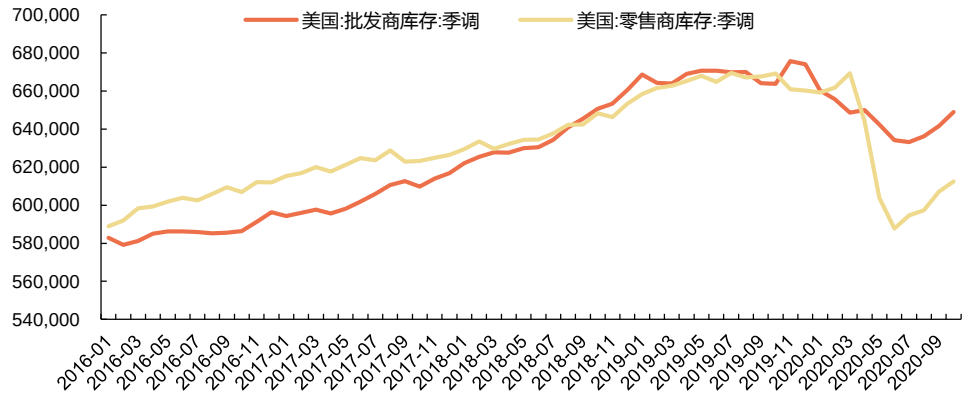
国家和地区	开始接种时间	主要疫苗制造商供给	疫苗接种计划
美国	2020.12.11	莫纳德：2021 年第一季度交付 8500 万剂至 1 亿剂，6 月底前完全交付 2 亿剂 阿斯利康和强生：将在一季度向美国提供共计 1.5 亿至 2 亿剂。 辉瑞和 BioNTech：2021 年 3 月前提供第一批 1 亿剂疫苗，6 月 30 日前交付第二批中的至少 7000 万份额外剂量，7 月 31 日前交付第二批中剩余的 3000 万剂。	2021 年 4 月份，完成普通民众的接种
欧盟	2020.12.27	辉瑞和 BioNTech：预计 2021 年 9 月前可以交付 2 亿剂疫苗	2020 年 12 月 22 日完成评审，欧盟 27 成员国于 27 日开始接种

国家和地区	开始接种时间	主要疫苗制造商供给	疫苗接种计划
		英国阿斯利康制药公司、赛诺菲和葛兰素史克、强生公司旗下杨森制药公司、德国“痊愈”疫苗公司等：提供近 20 亿剂新冠疫苗(含可增购疫苗)	
新兴经济体	暂无计划	因财力紧张，大部分新兴经济体目前未订购疫苗。同时，虽然 WHO 等制定 COVAX 疫苗计划尝试帮助新兴经济体获得便宜疫苗，但一直面临巨大的资金缺口。新兴经济体在疫苗运输、储存（特别是极低温度下）上也存在困难	暂无计划

资料来源： 彭博社，FOX，NY Times，申港证券研究所

美国批发商和零售商均开始逐步补库。2020 年美国批发商和零售商库存在疫情后经历了两个阶段，首先从年初至 7 月，库存因国内产能受阻和消费者需求影响而持续下降，于 7 月份达到库存底；第二个阶段是 7 月至今，随着美国进口规模的上升，两者库存触底回升开始向上。

图21：美国批发商和零售商库存



资料来源：Wind，申港证券研究所

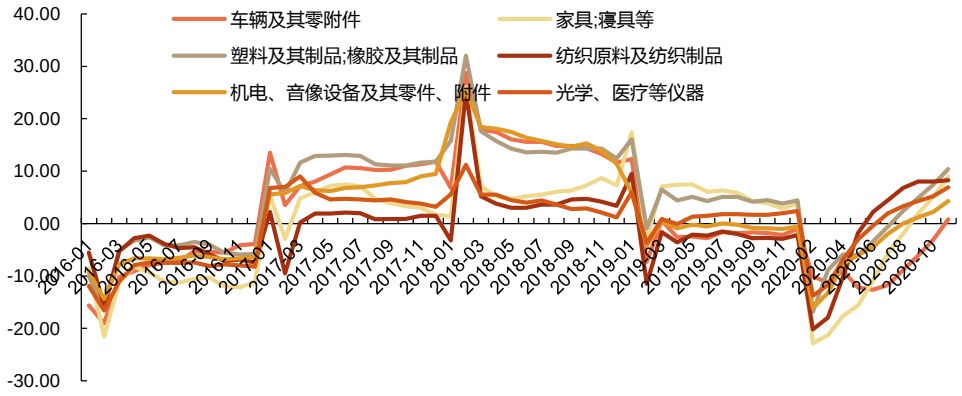
预计 2021 年上半年美国进口需求将会扩大。但经历了第一、二季度的疫苗接种期和产能修复期后，以当前疫苗注射进度来看，预计 2021 年下半年开始美国产能将得到有效恢复，在 2020 年下半年高基数下，中国对美出口规模将难以为继。

3.3 结构上 车辆 光学及医疗仪器 机电产品 纺织制品等贡献显著

品类上，车辆及零部件、光学及医疗仪器、机电产品、纺织制品等品类出口贡献显著。集成电路、高新技术产品、机电产品、通用机械设备、车辆等品类自 4 月以来

持续拉动，随疫情影响逐步消退，整体出口水平仍有继续改善空间，出口继续恢复或值得期待。

图22：出口表现显著的行业



资料来源：Wind，申港证券研究所

随着疫情逐步可控，疫苗注射逐步推行，对疫情期间中国对外出口份额的提升是否可以持续的讨论日益热烈。叠加到美国库存底，我们认为 2021 年对美出口具备更高的确定性。我们认为 2021 年对美出口可以贡献正拉动的品类应当同时具备以下三因素 1）该品类在对美出口全品类中是否重要 2）该行业品类库存去化程度 3）品类上中国是否具备比较优势。

机电、音像设备及其零附件，纺织服装，塑料及其制品，橡胶及其制品及家具将为 2021 年对美出口主要支撑品类。综合考虑批发商库存周期（去库阶段），对美出口额的比例靠前，行业上具备比较优势（中国处于高度整合或全球高度依赖中国出口），机电、音像设备及其零附件，纺织原料及纺织制品，塑料及其制品，橡胶及其制品及家具将为 2021 年对美出口主要支撑品类。

表2：2021 年对美出口可以贡献正拉动的品类

出口品类（按 HS 分类）	对应的美国批发商库存周期	该行业占中国对美出口额的比例（2020.1-2020.11）	中国的比较优势分析	2021 年该品类出口对行业的拉动效力
机电、音像设备及其零件、附件	去库存阶段	45.66%	中国高度融于全球贸易且为主要出	持续拉动
纺织原料及纺织制品	去库存阶段	11.59%	全球高度依存于中国出口	持续拉动
塑料及其制品;橡胶及其制品	去库存阶段	5.37%	全球高度依存于中国出口	持续拉动
杂项：家具	去库存阶段	6.38%	全球高度依存于中国出口	持续拉动

资料来源： Wind，申港证券研究所

- **参考因素一：该品类在对美出口全品类中是否重要。**

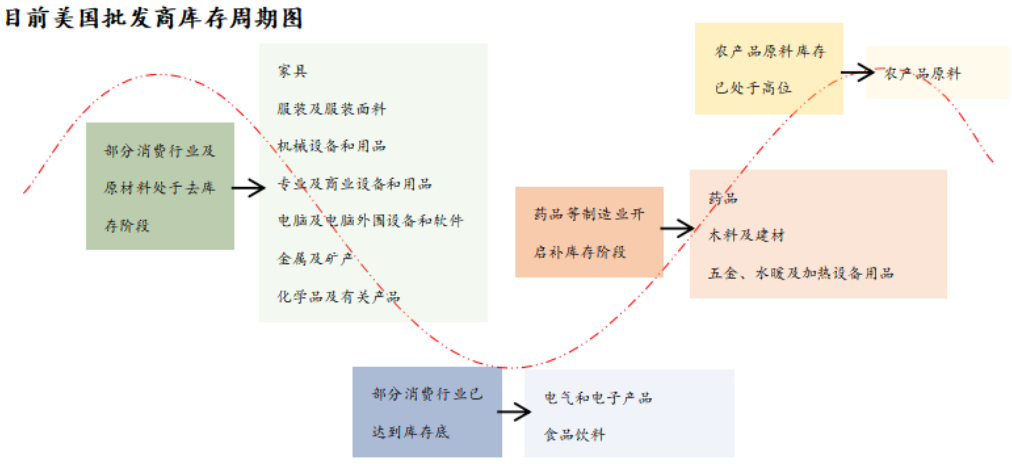
表3：出口份额占比（1-11 月出口占比超 5%）

出口品类（按 HS 分类）	该行业占中国对美出口额的比例（2020.1-2020.11）
机电、音像设备及其零件、附件	45.66%
纺织原料及纺织制品	11.59%
塑料及其制品;橡胶及其制品	5.37%
杂项：家具	6.38%
杂项：玩具	5.18%

资料来源： Wind，申港证券研究所

- **参考因素二：该品类处于美国库存阶段。**

图23：目前美国批发商库存周期定位



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **参考因素三：该品类上中国是否具备比较优势。**

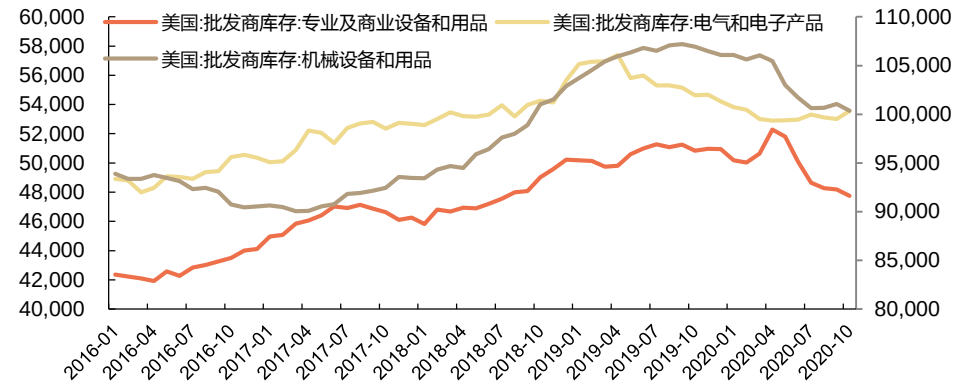
表4：技术劳动密集型商品和资源价值链对中国贸易依存度

类型	行业	贸易强度	中国占全球出口总额的比例（2003-2007/2013-2017）	中国占全球进口总额的比例（2003-2007/2013-2017）
高度整合	计算机、电子和光学产品	高	15/28	12/16
	电气设备	中	16/27	7/9
	其他机械和设备	中	7/17	8/9
高度依存于中国的出口	纺织、服装和皮革	中高	26/40	5/5
	家具、安全、消防等	高	17/26	2/4
	其他非金属矿产	低	11/22	5/8
	橡胶和塑料	中低	10/19	5/7
	基础金属	中	8/13	8/8

资料来源：HIS Markit，麦肯锡全球研究院分析，申港证券研究所

- **美国机电类产品仍处于库存底，中国机电类出口有望保持。**美国机械设备和用品，专业及商业设备和用品两者库存受产能和需求影响自疫情以来呈下降趋势且预计仍将下降，电气和电子产品库存已下降至当前底部区域。中国对美机电类出口规模自 4 月份中国复工复产后持续扩大，预计在 2021 年 H1 美国机械设备类将处于主动补库存阶段且供给端产能修复不及需求端复苏进度的背景下，中国对美机电类出口有望保持。

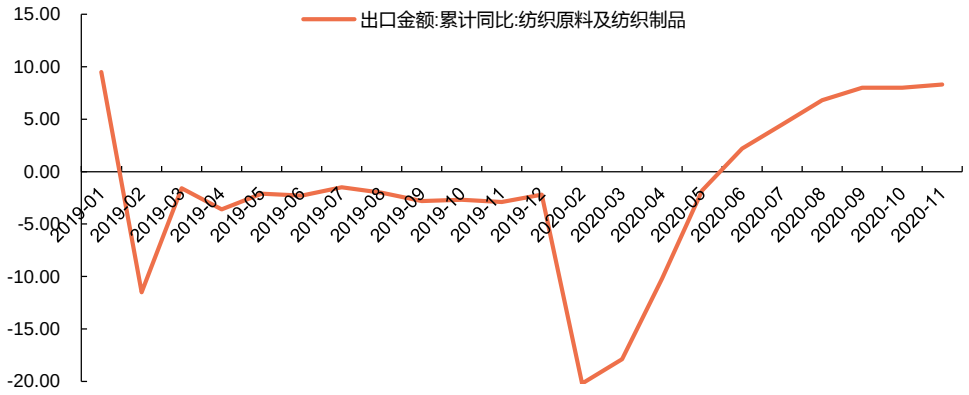
图24：美国机电类库存



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **纺织服装类出口可维系。**疫情以来，美国服装及服装面料库存处于向下周期且持续下降，中国对美纺织类出口金额自 2020 年 4 月份复工复产后一直保持同比增长，而且中国纺织、服装业生产相较其他生产国而言更具比较优势。2021 年预计美国服装类库存将处于主动补库存阶段，从而支撑中国纺织服装类制造业继续增长。

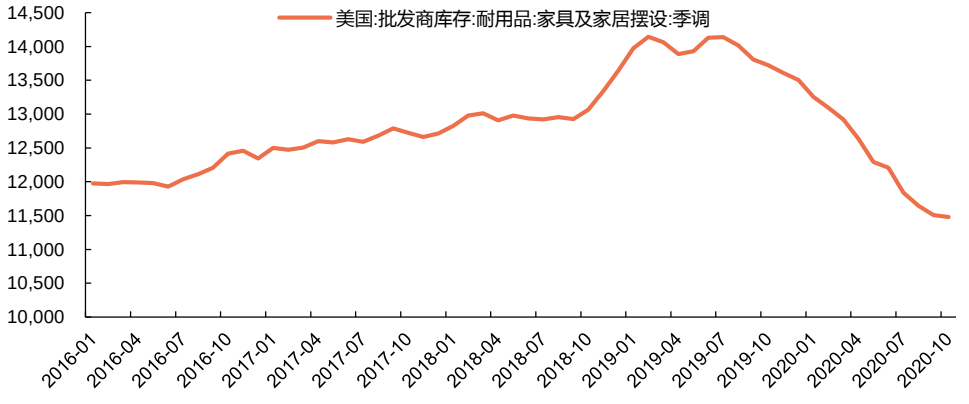
图25：美国纺织类进口



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **美国家具类库存处于下行周期，中国家具出口有望继续增长。**美国家具类库存周期较长，自 2019 年中开始去库存，叠加 2020 年疫情导致供给下降等因素，预计接下来美国家具类产品仍将处于库存的下行周期。中国对美家具类出口自 2020 年 4 月份开始逐步回升，受美国库存周期影响，预计 2021 年对美家具类出口将保持高增长。

图26：美国家具类处于库存底



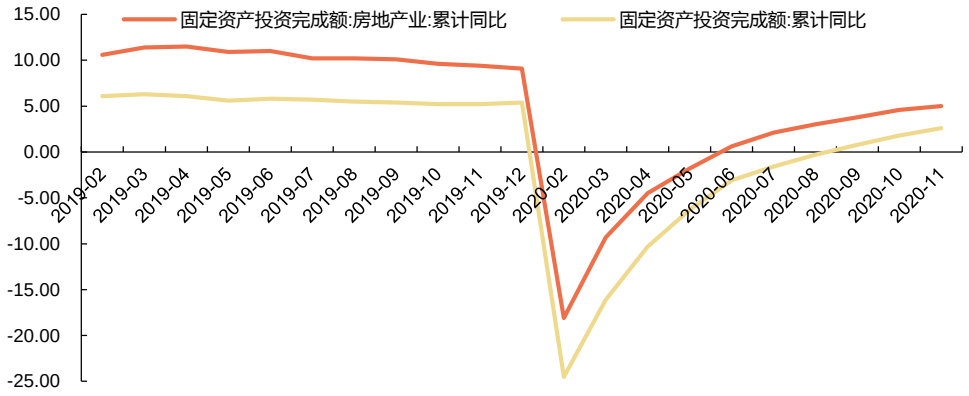
资料来源：Wind，申港证券研究所

4. 房地产回落 关注竣工端

4.1 房地产投资率先大幅恢复且全年超预期

疫情后，投资端地产率先恢复且全年超预期，为投资端提供主要支撑。自 4 月以来销售、开工、拿地均较为活跃，融资端也有较强支撑，尽管政策端难言放松，但需求端居民意愿较强。

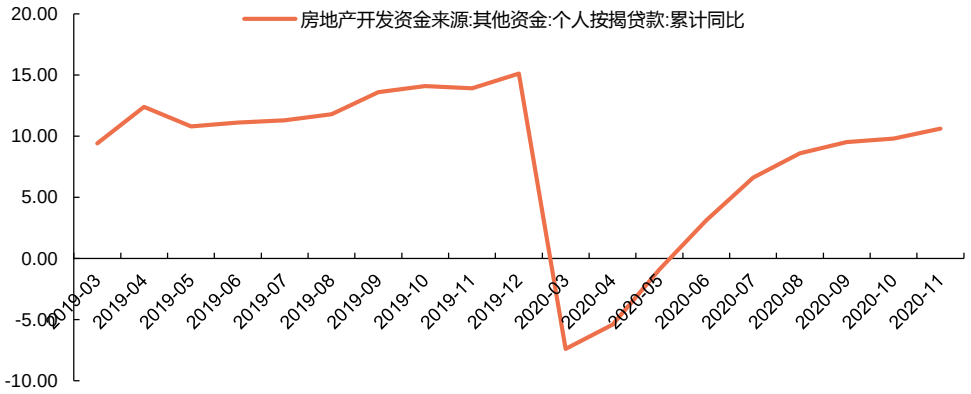
图27：房地产投资



资料来源：Wind，申港证券研究所

融资端，低利率环境下地产需求内生韧性较强。1-11 月个人按揭贷款累计同比 10.6%，表明购房的按揭贷款增速也持续反弹，显示需求端仍有支撑。

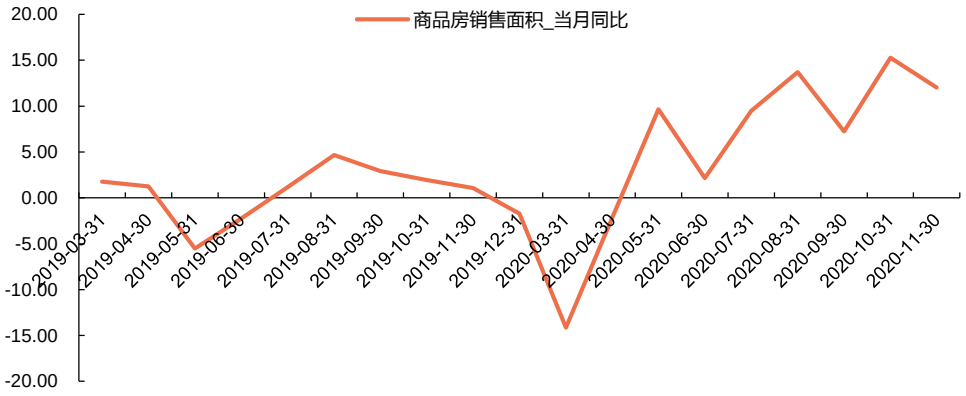
图28：消费端购房的按揭贷款增速持续反弹



资料来源：Wind，申港证券研究所

销售端持续维持高位。3 月以来，地产销量连续 5 个月快速回升，在多行业中率先发力，逐步回归正常，截至 11 月底，商品房销售额累计同比接近 1.3%。在投资端三大分项中对经济提供了最大支撑，显示地产端在疫情冲击下的强韧性。尽管随经济修复，逆周期项将逐步退出，但政策端“稳”基调明显，销售向下空间有限。

图29：商品房销售面积

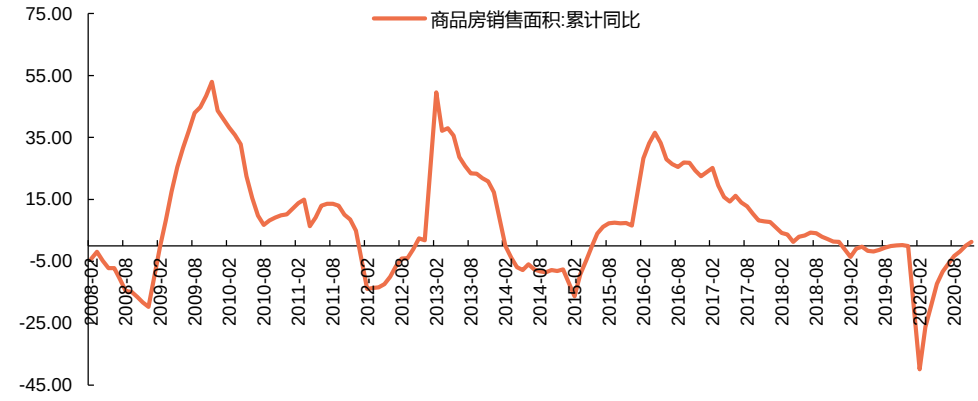


资料来源：Wind，申港证券研究所

4.2 低库存叠加竣工周期支撑地产韧性

销售面积目前仍处周期的相对低位。经验结果来看，地产销售存在 3-4 年一个周期，之前的三轮周期分别是 2009Q1-2012Q1；2012Q2-2015Q1；2015Q2-2020Q4，尽管受疫情冲击后的地产销售爬坡基本结束，但目前仍处周期的相对低位。对应产业链，周期的持续时间长度与房地产建筑施工周期有关。从开始建设商品房 9-12 个月的建筑周期，3 个月左右的水电安装，后期的安全检查及各项审批 15 个月-24 个月，竣工后 12 个月左右消化库存。则房地产的库存周期 3 年左右，与地产销售周期 3-4 年也很大程度的吻合。

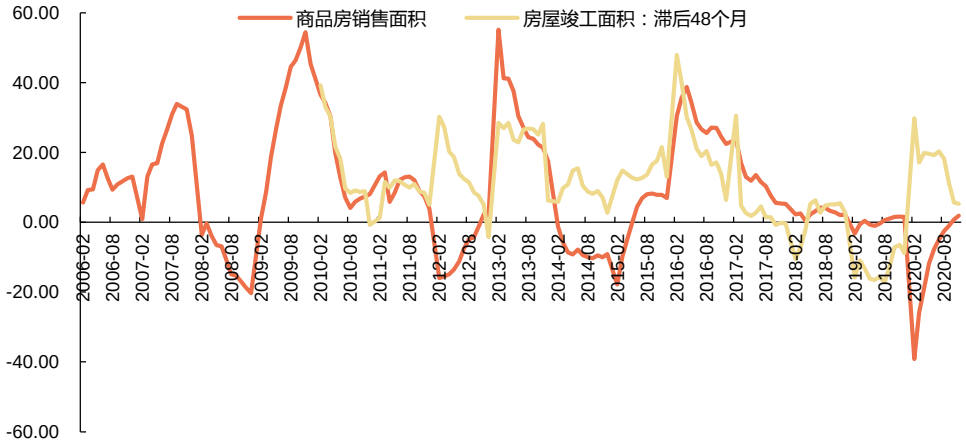
图30：房地产销售周期



资料来源：Wind，申港证券研究所

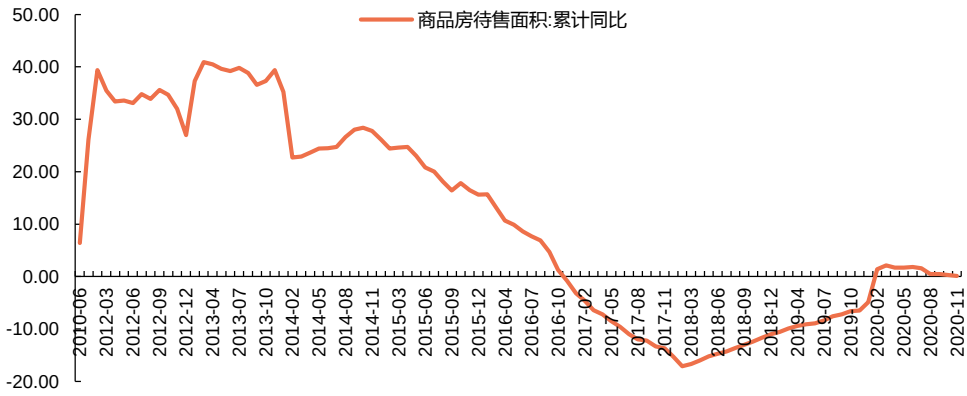
2021 年竣工的持续修复有望成为房地产投资的主要支撑。房地产库存处于 2012 年以来较低水平。销售面积一般对竣工面积低领先四年左右，本轮周期销售面积增速的高点出现在 2016 年，对应着 2020 年本应为竣工大年，而 2018 年以来竣工持续负增长。2020 年更是因为疫情的冲击复工持续后延。预计 2021 年房地产竣工端将持续拉动，从而带动房地产投资中后续包括铝、锌等工业金属、建筑材料、家具、家电等回升。

图31：房地产销售与竣工



资料来源：Wind，申港证券研究所

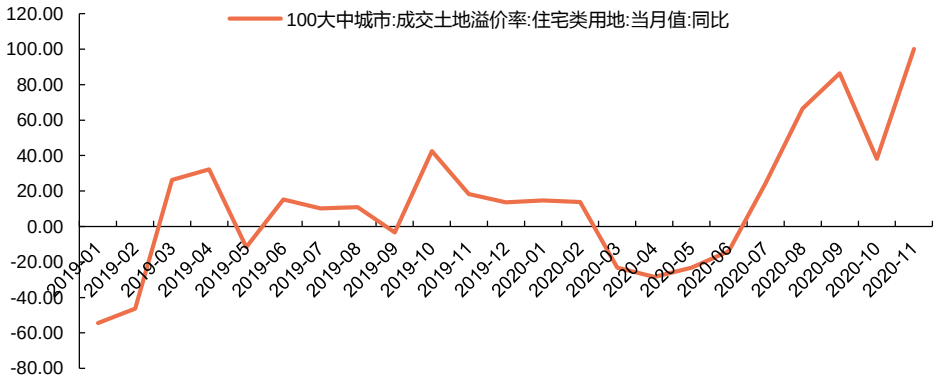
图32：商品房待售面积



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **政策端：融资管理新规“三条红线”限制拿地速度。**三条红线包括：1、房企剔除预收款后的资产负债率不得大于 70%；2、房企的净负债率不得大于 100%；3、房企的“现金短债比”小于 1。后续土地购置将放缓。
- **2020 年以来土地成交先火热再逐步克制，“三道红线”后房企拿地热度降低，后续将带动土地溢价率大概率下行。**4 月份以来，土地成交价增速有较大幅度抬头，后维持相对较高水平。在发债等融资成本下降、地方增加优质地块供应都对地价升温起到了助推作用。“三道红线”对房企拿地的影响一方面在于融资收紧，可用于拿地的资金减少；另一方面，对于房企来说，降杠杆的最有效方式就是减少拿地。房企拿地热度降低，也带来土地溢价率大概率下行。

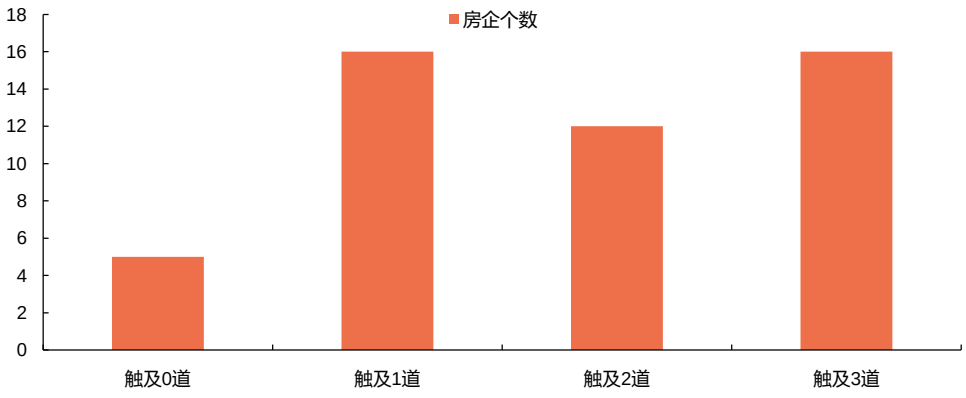
图33：土地溢价率



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **政策端：“三道红线”促进施工竣工以回款。**本身房地产企业杠杆率就高，如若“三条红线”从对房企融资限制更为严格，房地产销售的增长将对开发资金来源起到更关键的作用。即房企需要通过持续施工、增加销售，才能保证经营发展，这也是政策的主要出发点。

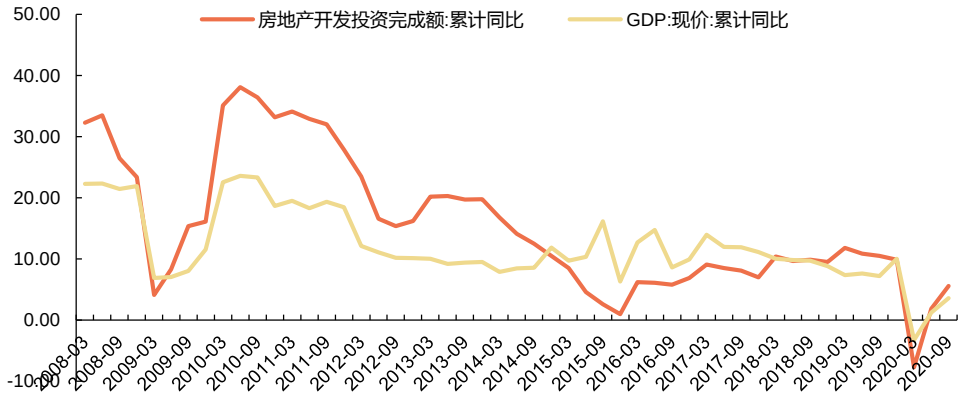
图34：主流房企“三道红线”表现



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **房地产地位重大，大幅回落不符合政策预期。**房地产对我国经济具有系统性影响，房地产业投资作为固定资产投资重要分项，往往在周期下行阶段有不俗贡献，土地出让金占基金性收入大头，是财政收入的主要贡献。房地产相关融资占比社会融资超 1/3，房地产销售影响家电、家具、建材等相关消费。房地产价格影响 CPI 中居住价格，继而影响劳动力及其他服务价格。历史数据来看，2009 年以后的中国的经济周期与地产周期的波动密切相关。如果地产投资下行，当然是出现周期拐点最关键的因素之一。

图35：房地产增速同比与 GDP 增速同比



资料来源：Wind，申港证券研究所

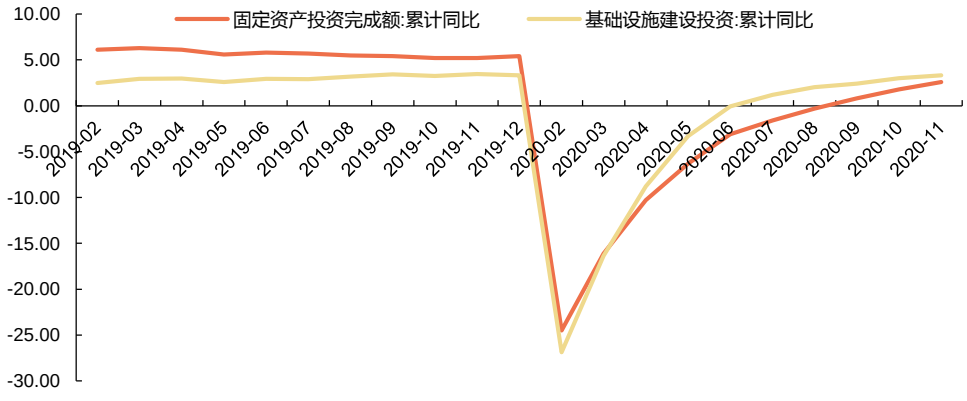
- **展望明年，逆周期项有序退出，地产投资增速逐步放缓。但全年受竣工及低库存支撑，难有大幅回落。**考虑到上一个地产周期的发展进程，叠加“三道红线”政策对于融资更严格的限制，且因为疫情及洪涝原因导致赶工不及，竣工面积的回升也将带动房地产投资中水电安装、设备购置等回升。

5. 基建 20 年低于预期 21 年平稳回落

5.1 基建投资增速不及预期

2020 年受资金投放及优质项目缺乏等投资增速不及预期。简单来说影响基建投资增速的因素包括：钱、政府意愿与项目。2020 年基建增速不及预期的主要源于优质项目不足，尽管危机模式下今年给到了更多的财政空间，政府维稳意愿也明显，但优质项目不足导致资金投放有一定的郁结。

图36：基建投资增速与固定资产投资增速



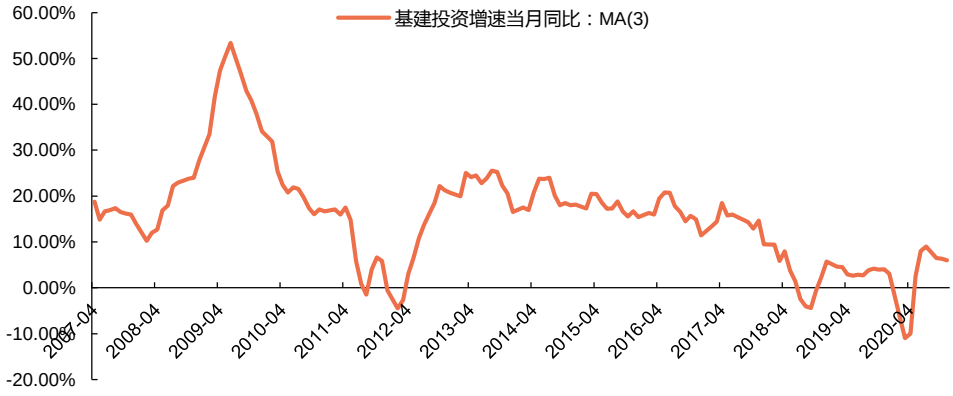
资料来源：Wind，申港证券研究所

基建投资经历三轮周期，上升阶段能级逐步递减。2008 年起，基建投资经历三轮周期，能级来看上升阶段基建投资增速逐步递减。2008 年起，基建投资经历三轮周期，分别为 2008Q2-2012Q1、2012Q2-2015Q4、 2016Q1-至今。第一轮周期主要是通过中央财政 “四万亿投资计划”下的铁路投资。第二轮周期主要是通过地方财政主导的公路投资，2013 年“一带一路”萌芽，国家部委尝试推进 PPP 模式在

基建领域的应用，但此时基建投资进一步增长的局限初现。第三轮周期主要特征是融资方式变革及基建领域众多。能级上，上升阶段三轮周期依次递减。

基建投资从“拉经济”过渡到“稳经济”。基建投资的三轮周期能级逐步递减主要原因有四：首先，政府的投资力度边际趋弱，尤其是地方政府隐性负债问题，第二轮和第三轮的政策开始偏审慎态度，呈现有保有压的状态。其次，从财政支出的使用情况与财政赤字空间来看，财政支出目标增幅不大，财政支出进展缓慢。再次，地方基建项目质量不高，专项债资金难以有效利用。且今年 7 月以来分流到棚改收尾。最后，国内基建的存量盘子较大，上行空间较小。可以遇见的是随基建对城镇化推进完成度日益提高，基建投资从“拉经济”过渡到“稳经济”。

图37：基建投资增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

5.2 21 年小幅回落 结构上仍转向新基建

考虑到不多的财政空间及目前经济恢复状态逆周期因子可以退出，基建有回落空间。但同时考虑到明年为重要的窗口期，政策以稳为准，我们预计 2021 年基建投资同比增速可能整体比较平稳，虽然较今年四季度较高的水平会略有下滑，但全年基建投资同比增速在 4.5%左右，略高于 2020 年。

结构上仍转向新基建。报告提及重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设（新基建、新型城镇化、交通水利等重大项目建设）。3 月中央政治局会议提出加快 5g 网络、数据中心等新型建设进度后，包括智慧交通、能源基础设施、通信基础设施、重大科技基础设施作为数字经济运行的底层支撑，为新经济、新业态发展提供驱动力。

表5： “新基建”细分领域及应用

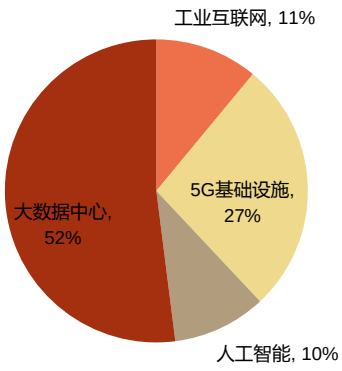
细分领域	应用
5G 基建	工业互联网、车联网、物联网、企业上云、人工智能、远程医疗等

特高压	电力等能源行业
城际高速铁路和城际轨道交通	交通行业
新能源汽车充电桩	新能源汽车
大数据中心	金融领域、安防领域、能源领域、业务领域及个人生活的方方面面（包括出行、购物、运动、理财等）
人工智能	智能家居；服务机器人；移动设备/UAV；自动驾驶；其他行业应用：家居、金融、安防、医疗、企业服务、教育、客服、视频/娱乐、零售/电商、建筑、法律、新闻资讯、招聘
工业互联网	企业内的智能化生产、企业和企业之间的网络化协同、企业和用户的个性化定制、企业与产品的服务化延伸

资料来源：晓说通信，申港证券研究所

新基建投资规模有望继续提升。2020 年，我国在工业互联网、大数据中心、5G、人工智能等新基金重点领域投资规模约达 1 万亿元。短期扩大“新基建”投资利于稳增长和保就业。中长期有助于加速中国经济新旧动能转换，促进经济高质量发展。尽管当前新基建占基建总体投资比例仍然较低，未来几年新基建投资将高速增长，预计未来三年我国新基建重点领域投资规模将高达 6 万亿元以上。

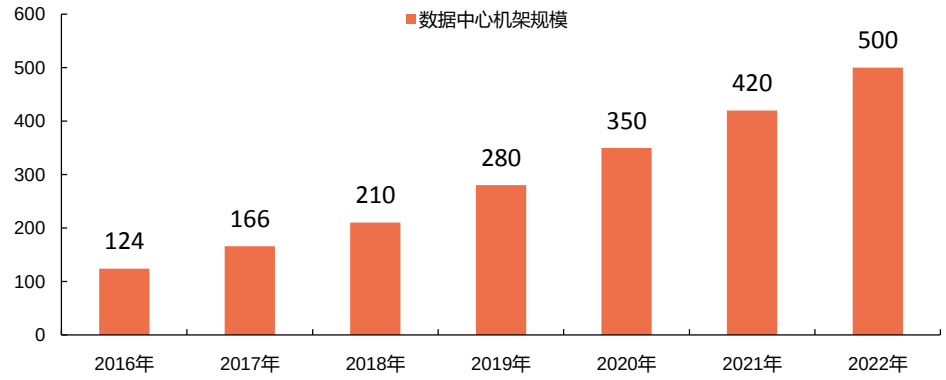
图38：2020 年我国新基建分类投资规模



资料来源：赛迪智库，申港证券研究所

数据中心投资规模作为新基建布局第一步将带动云计算、物联网、人工智能产业快速发展。我国数据中心机架数量在 2016-2019 年每年 IDC 几家增速保持在 25%-30%左右，与网络经济发展速度持平。以增速不变计算，到 2022 年三年间新增机架约 220 万个，以 70 万/架成本计算，预计新增投资约 1.5 万亿元。预计到 2022 年大数据中心建设将带动云计算、物联网、人工智能等产业相关投资超 3 万亿元。

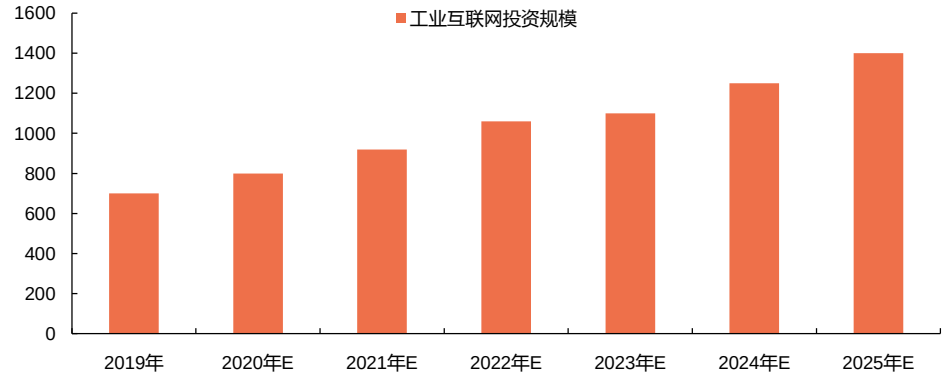
图39：我国数据中心机架规模（万架）



资料来源：赛迪智库，申港证券研究所

工业互联网成为数字中心布局后的第二步，预计 2020 年-2025 年累计投资规模将超 6500 亿元。根据工信部《工业互联网发展行动计划》和《工业互联网专项工作组 2018 年工作计划》，到 2025 年，基本建成覆盖各地区、各行业的工业互联网网络基础设施。按照 2019 年工业互联网投资规模以及 13.3%的复合增速计算，预计 2020 年-2025 年累计投资规模将超 6500 亿元。工业互联网基础设施赋能传统工业向智能制造转型省级，在新基建的推动下，智能制造市场将有望加速扩大，预计 2025 年带动相关投资超万亿元。

图40：我国工业互联网投资规模（亿元）



资料来源：赛迪智库，申港证券研究所

6. 政策空间 政策常态化

6.1 后续政策常态化 但大概率中性或谨慎偏紧

随经济逐步恢复，政策也将向常态化收敛。政策上包括后续稳杠杆基调下信用环境的收紧，“房住不炒”、“三道红线”、基建资金投放回归常态等有序收敛。但近期的货币政策会议上中央也加入了对疫情等不稳定不确定因素冲击的考量，政策上不会突然收紧，更可能维持中性或谨慎偏紧。

政策将向常态化收敛。全球范围来看，我国央行的货币政策一以贯之的有定性，疫情期间采用“有节制”的危机模式，降利率、放松信贷、提升赤字率、增加财政预算等。全年以“稳增长”与“降成本”为主基调。但随疫情逐渐可控，经济逐步恢复

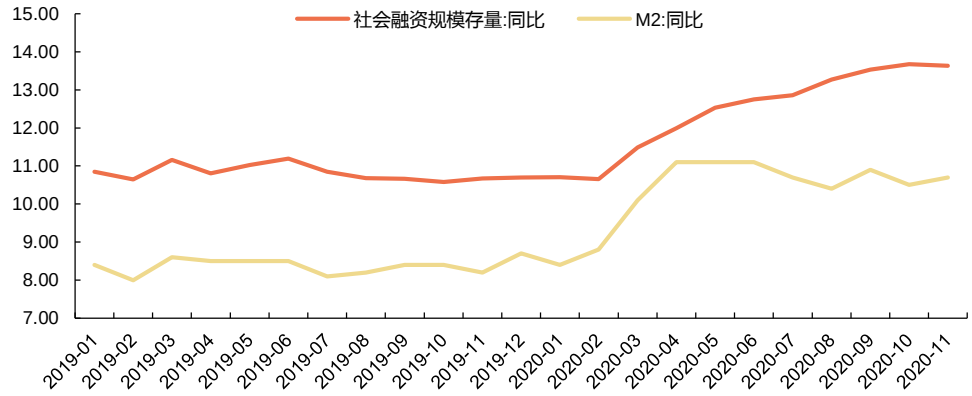
的过程中，政策也将向常态化收敛。

政策上不会突然收紧，更可能维持中性或谨慎偏紧，较为明确的政策收紧可能在风险可控、GDP 回归潜在增速及通胀过热的情境下。多次会议中强调政策要灵活适度，保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性，稳优先于降态度明显。由于今年信用投放较多，宏观杠杆率上升较快，而随着 21 年稳杠杆预期强化，违约事件可能将上升。地方政府融资平台隐性债务的整治也会提升系统性风险，宏观审慎走上台前，故而政策上不会突然收紧，更可能维持中性或谨慎偏紧。

6.2 货币政策 稳字当头 不急转弯

为帮助经济修复，疫情后货币政策从数量和价格均有较大幅度的扩张。数量上来看，社融、银行信贷余额及 M2 的增速水平在均自春节后开始高斜率的大幅上升，后随经济持续修复，截至 6 月的金融信贷数据中可以看到，M2 年内高点出现，尽管幅度不大，但回落趋势明显。11 月社融较 10 月小幅收敛并且整体趋于平缓。流动性常态化步调已定。

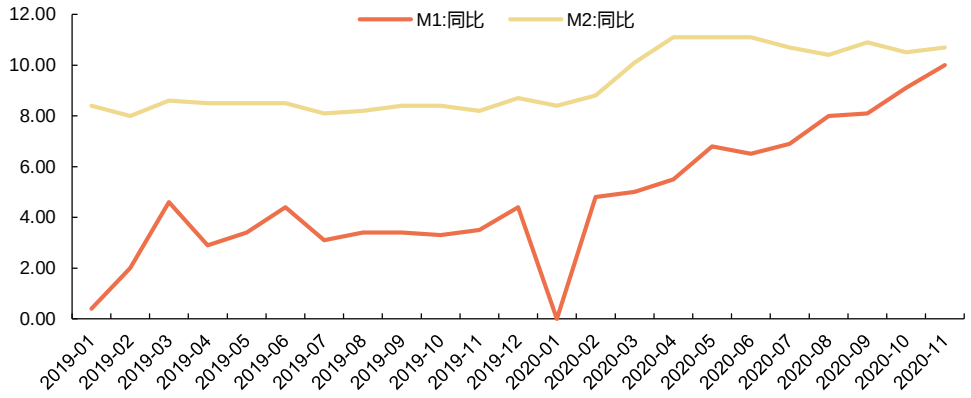
图41：社融、M2 增速节后大幅上升，近期边际收敛



资料来源：Wind，申港证券研究所

货币政策由“宽货币”向“宽信用”稳步过渡，流向实体经济的政策宽松拐点未现。M1 作为企业货期存款，更多反应企业生产所用资金，M1 持续走高映射经济活跃度持续上升。M2 自 6 月以来持续回落，反映了政策常态化的转变，金融流动性边际收紧。

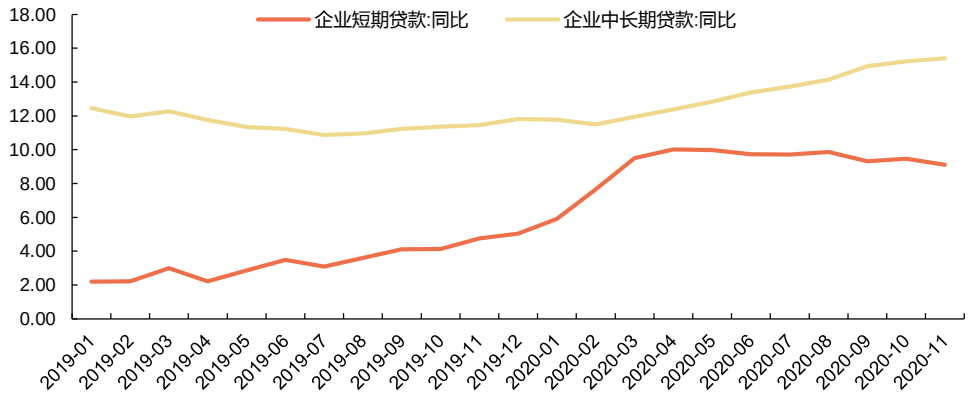
图42：企业短期贷款、中长期贷款增速上行



资料来源：Wind，申港证券研究所

结构上，企业贷款由短期转向中长期。企业短期贷款进一步回升，企业中长期贷款的增速开始提升，居民长期贷款略有提升，而受益于较低的贷款利率，居民中长期贷款有较好增长，带动了房地产销售和投资。

图43：企业短期贷款、中长期贷款增速上行



资料来源：Wind，申港证券研究所

预计后续货币政策仍旧以稳为主。随经济逐步恢复，市场对政策向常态化收敛的幅度与节奏的担忧日益加剧。但货币政策委员会四季度例会中对经济状态的表述“国内经济内生动力增强，但也面临疫情等不稳定不确定因素冲击。”说明对后续货币政策的定位仍是以稳优先。“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性，把握好政策时度效，保持对经济恢复的必要支持力度。”

政策趋于“边走边看”。2021 年的经济来看，中国出口增速与海外的政策刺激力度及产能恢复进度密切相关，海外疫情尚未明显好转的情况下，国内多地又出现境外输入型病例及无症状病例，对服务业的恢复进度仍是拖累，收入及收入预期带动下消费修复进度仍不至乐观。尽管经济修复大趋势仍是向上，但诸多风险点前提下，政策也更趋于“边走边看”。

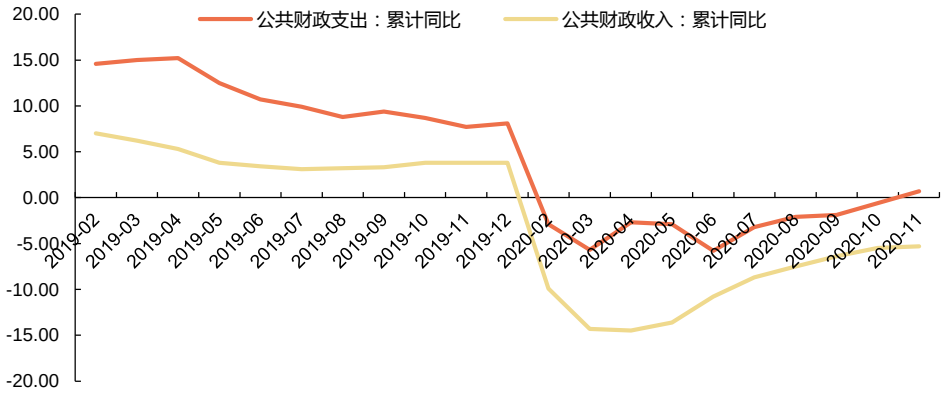
较为明确的政策收紧可能在风险可控、GDP 回归潜在增速及通胀过热的情境下。

6.3 财政政策 “常态化”与宏观审慎

疫情后，宽松货币政策叠加财政政策为经济复苏提供良好的环境。2020 年 4 月以来，政治局会议要求加大宏观政策调节力度，提出适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模。在疫情对经济的冲击下，政策通过逆周期因子拖底助经济修复意图明显。财政重心逐步向拉动投资、扩大内需倾斜，宽松货币政策叠加大口径财政政策为经济复苏提供良好的环境。

- **2020 年计划内财政赤字率有所提升。**财政收入前期受到较大冲击，后随企业与个人修复，税收对财政资金提供支撑。受疫情冲击，财政政策已经大幅放开，包括提升赤字率，但一方面最近几年财政收支缺口不断增大，另一方面今年财政收入受疫情冲击加大，预算内财政资金仍有压力。随经济大体修复，企业与个人端税收对财政资金提供支撑。

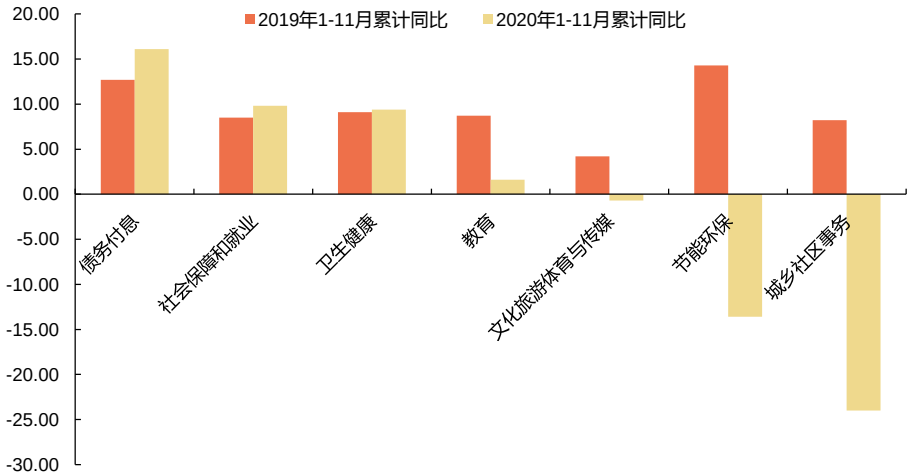
图44：财政收入与支出



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **2020 年，财政支出在民生医卫生健康与社会保障上倾斜明显。**随经济从求速到求质的日益转变，政策上通过压缩一般性支出来保障重点领域。在 2020 年经济面临严重下行风险时，也在民生与社会保障上倾斜明显。

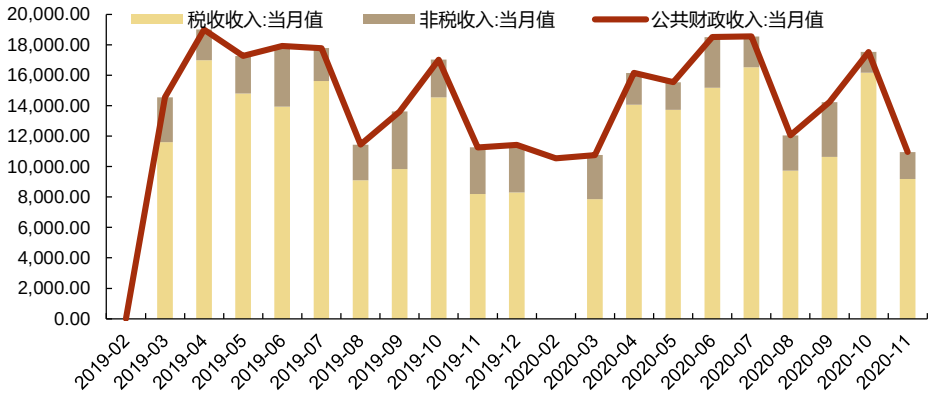
图45：财政支出投向



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **税收收入角度，预计 2021 年财政收入有望增长恢复常态。**公共财政收入大部分由税收收入构成，同时受税收收入影响显著。6 月份以来税收收入同比不断上升，很大程度上支撑了 6-10 月公共财政收入的增长。

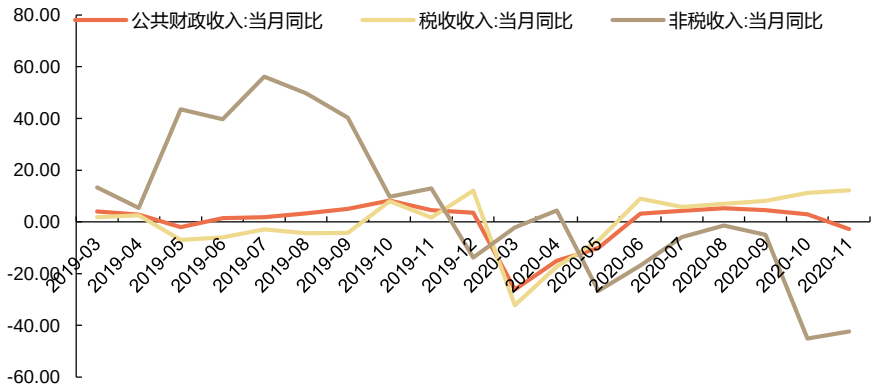
图46：财政收入



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **21 年国内增值税、企业所得税、个人所得税将支撑税收继续增长。**随 21 年 H1 制造业和出口份额继续增长，国内增值税，企业所得税增长可维系。居民收入继续恢复，个税有望继续增长。税收大头主要包括国内增值税（30%-40%），企业所得税（6%-35%），进口环节增值税和消费税(8%-14%)，个人所得税(6%-10%)，外贸企业出口退税(-6%)，契税（3%-7%）。

图47：6 月以来税收为财政收入增长贡献主要增速



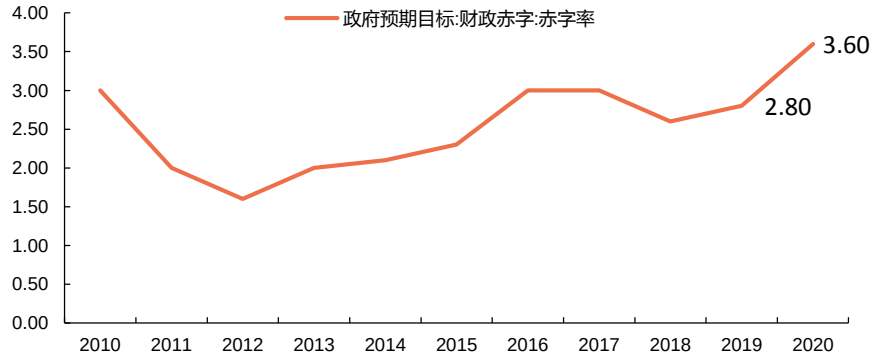
资料来源：Wind，申港证券研究所

- **企业所得税增长可持续。**虽然年初受疫情影响导致多数企业陷入困境，但随着 4 月份国内复工复产开始，以及 6 月份国外疫情大爆发生产受阻，中国制造业得到不断修复，出口份额也不断扩大。虽然 2020 年陆续出台了一些减征免征部分行业、地区纳税人的国内增值税和企业所得税相关政策，但受整体纳税规模影响，2020 年下半年以来这两类税收仍有所提升。预计 2021 年还将会出台

相关减税免税政策，但基于对 21 年 H1 中国制造业和出口份额继续增长的预期，预计国内增值税，企业所得税增长可维系，进而支撑税收收入增长。

- **个人所得税将继续增长。**个人所得税自 2019 年 1 月 1 日实施的《中华人民共和国个人所得税法》后显著下降。2020 年相关税率标准较 2019 年没有发生变化，甚至还出台了一些政策缓征、减征、免征特定补贴和收入。受疫情影响，2020 年居民收入有所下降，因此 2020 年税收收入的同比增加或与 2019 年刚税改导致的前期较低基数有关。预计 2021 年居民收入将继续改善，使得个人所得税保持增长。
- **后续财政政策将逐步随经济恢复"常态化"。**在疫情前 2019 年预算显示，全国一般公共预算的赤字增至 2.76 万亿元，比 2018 年增加 3800 亿元，赤字率从 2018 年的 2.6%升至 2020 年的 2.8%。而 2020 年由于维稳疫情后经济阔财政支出后，赤字率升至 3.6%，我们认为 2021 年政策端新增债务有常态化倾向，偏紧的预算赤字率回到红线以内即 3%,但考虑经济至完全修复仍有小缺口及宏观审慎管理下赤字率收紧也有略宽松的空间。

图48：财政赤字



资料来源：Wind，申港证券研究所

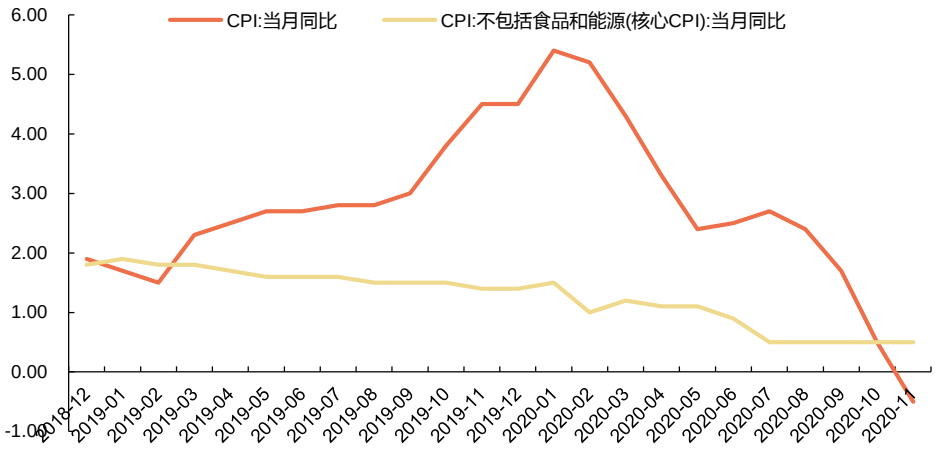
7. 通胀 关注 21 年核心 CPI 中枢是否上行 PPI 上行通道

7.1 生猪价格将继续拖累 CPI 下行 关注核心 CPI

生猪带动 CPI 持续下行，关注 21 年核心 CPI 中枢是否上行。"猪周期"结束通胀前景持续恶化，基于高基数，预计后续生猪价格将持续回落，或对食品价格将产生显著拖累，继而拖累 CPI 下行。中长期来看，由于全球范围内的货币宽松，CPI 通胀中枢略上扬，整体略强于前十年。

核心 CPI 下行但波幅不大，反映疫情冲击下需求恢复较慢。核心 CPI 从年初 1.5%持续下台阶至 7 月 0.5%，7 月以来较为平稳连续 5 个月录得 0.5%。随疫情影响逐步消退，需求继续恢复，核心 CPI 有望回归至疫情前区间。

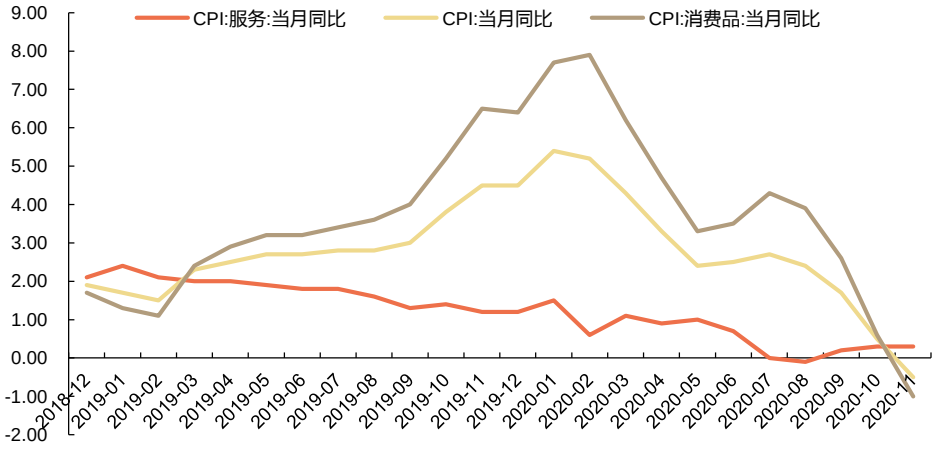
图49：核心 CPI 平稳



资料来源：Wind，申港证券研究所

受疫情影响，收入冲击、消费谨慎叠加线下活动受限，服务较为低迷，随疫情逐步恢复，消费持续复苏及流动性环境仍较为宽松，CPI 服务有望进一步修复。

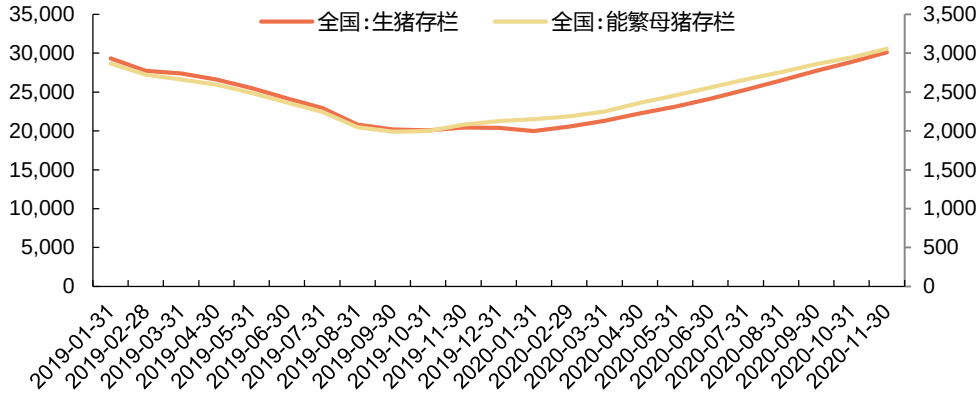
图50：CPI 服务与 CPI 消费品



资料来源：Wind，申港证券研究所

“猪周期”供给富足，生猪价格将继续拖累 CPI 下行。生猪养殖有四个环节，育种、养殖、加工、消费。在能繁母猪存栏数量充裕的条件下，母猪妊娠到在仔猪成长为商品肉猪的养殖周期约 10 个月，若能繁母猪数量短缺，则需要额外 8 个月时间喂养至能繁衍母猪状态，即至少 18 个月。猪肉消费需求相对稳定，那么猪肉供给就成为影响猪肉价格的决定性因素。生猪存栏量代表潜在生猪供给能力，能繁母猪存栏量代表潜在仔猪供给能力。

图51：生猪存栏量与能繁母猪存栏量

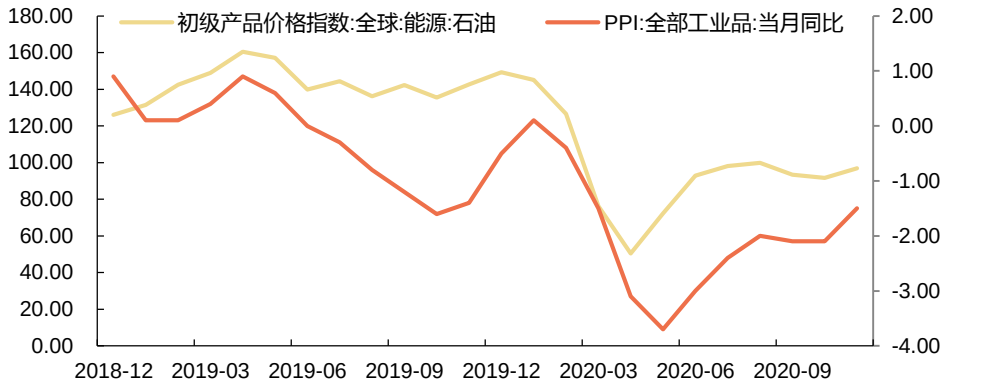


资料来源：Wind，申港证券研究所

7.2 PPI 预计持续回升

原油燃料价格处于低位，预计 2021 年持续回升趋势。原材料大多临近出清，PPI 通缩预期难以形成。4 月，基本金属、能源化工价格相继见底反弹。受益于原油燃料价格低位继续回升及疫情影响逐步消退海外复工复产持续推进，预计后期 PPI 回升趋势有望继续。PPI 回暖幅度取决于出口回暖幅度、海外疫情二次复发程度、全球经济重启的节奏、海外矛盾等。

图52：原油燃料、PPI 触底回升



资料来源：Wind，申港证券研究所

8. 大类资产配置

8.1 大类资产表现

随疫情影响逐步消退，企业盈利继续修复，流动性回落。结构性分化依然会是疫后资产定价的主逻辑。资本市场价格的结构性分化体现了防御性高修复快行业板块的溢价，货币扩张与流动性抬高进一步助推了估值，这在大盘与中小盘价格的明显分化上也有体现。考虑从经济基本面回稳下能够高概率贡献经济增长的分项中把握宏观线索。

- **权益市场：把握基本面线索，21 年关注线下消费、地产竣工端、新基建链条、出口相关产业链等高景气行业。**随经济持续修复资本市场的驱动因素逐步从估

值驱动切换为盈利驱动。以权益市场当前价格来看，休闲食品、医药等行业板块或已充分或过度反应经济基本面的修复预期，行业持续上涨面临压力。展望2021年，其一，随着疫情的控制及居民收入修复，线下消费需求将迎来滞后性的复苏，看好餐饮酒店航空旅游免税等行业；其二，投资端地产施工端竣工端将带动包括家电家具地产等，新基建关注数据中心及工业物联网相关行业板块；其三，出口链条关注机电、音像设备、纺服、家具等后续能继续贡献增速的高景气行业，以上从确定性以企业盈利边际改善角度看更具备配备价值。

- **债券市场：建议低配。政策稳中偏紧，经济环比继续复苏叠加通胀温和上行，中长期债市很难回头。**政策边际收紧叠加经济环比复苏，中长期债市很难回头。且在全球零利率负利率普遍背景下，尽管疫情完全可控的时点仍未到，但随疫苗注射按进度推行，经济继续修复，21年H1后全球通胀有望加速回归，全球利率普遍有上行压力。此外，当前的期限利差处于最近5年相对较低水平，长端利率仍有上行压力。尽管当前股债收益比低于最近5年的下15分位数，债券配备价值正逐步凸显，但诸多不利因素下拐点仍需确认。
- **大宗市场：农产品方面，建议标配。**服务价格、食品价格等会随线下消费进一步修复后有中枢上移空间,预计21年温和通胀。此外海外关系对进口的扰动叠加粮食安全定位，强降雨、产区天气等不利因素影响对供给的约束下，经济作物价格有向上趋势。**工业品方面，建议超配。**21年H1中美经济有望进入复苏共振阶段，生产端加速提升商品资源的需求，进而提振尤其是与经济活动密切相关的包括铜铝锌等工业金属的大宗商品的价格。**贵金属方面，建议超配。**21年美国名义利率预计没有明显提升且通胀预期起的背景下，实际利率将继续走低，导致黄金相对其他资产的吸引力边际上升。而且3季度以来美元指数一路下跌，黄金没有相匹配的涨幅。

今年以来的大类资产表现： A股-创业板 > 金属 > 贵金属 > 工业品 > A股-上证指数 > 农产品 > 利率债 > 能源。

表6：中国大类资产回报（截至12-18）

资产类别	累计涨跌幅
创业板指	51.73%
南华金属	43.25%
南华贵金属	15.46%
南华工业品	12.03%
上证指数	10.04%
南华农产品	8.45%
1年国债	-1.01%
10年国债	-1.56%
南华能化	-7.72%

◆ *资料来源：Wind，申港证券研究所*

8.2 股票 把握基本面线索 关注线下消费出口链条

今年以来，必选消费、医药等防御板块大幅上涨反应避险属性，2021年关注线下消费出口链条相关产业链高景气。从今年股票收益表现来看，大小盘均有较大程度修复。指数风格上，大小盘分化明显，中小盘明显好于大盘蓝筹。行业分布上，食品饮料、电气设备、休闲服务、医药生物等板块涨幅居于前列。后续随政策边际收紧下，关注基本面确定性更高的线下消费、地产竣工链、新基建、出口链条相关产

业链。

- **消费、医药基本面反应充分，资金有退潮迹象，上涨或难维系。**目前消费、医药行业估值高位，基本面预期充分反应，短期驱动因素不显著，上涨或难维系。资金面上机构化愈发明显，公募基金、北上增量资金导致了前期医药、消费板块较为极端的行情。后期政策边际收紧下估值提升动力难以继续，估值绝对低位优势不在，资金流入动力减弱。
- **21 年关注餐饮酒店航空旅游免税等线下消费、玻璃家电家具地产竣工端、数据中心及工业物联网新基建链条、机电、音像设备、纺服、家具等出口相关产业链等高景气行业。**

8.2.1 股票收益表现

过去一年总体来看，指数风格上，大小盘均有较大程度修复。但代表成长性的中小板、创业板表现明显好于大盘蓝筹。疫情对企业盈利的冲击对大盘股的表现造成明显的负面影响。不过，由于国内疫情迅速得到控制，经济从 2 季度开始陆续重启及外资大量流入的促进作用，使得大盘蓝筹表现明显好转。中小盘在经历了第 2 季度的大涨之后，涨幅趋于平稳。

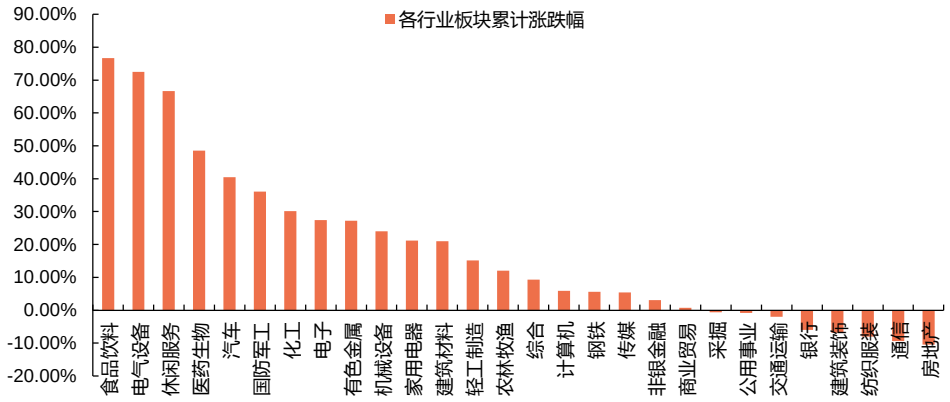
表7：主要指数涨跌幅

主要指数	累计涨跌幅 Q1	累计涨跌幅 Q2	累计涨跌幅 Q3	累计涨跌幅 Q4	累计涨跌幅（至 1218）
创业板指	2.14%	30.25%	5.60%	8.00%	51.73%
中小板指	-4.48%	23.24%	8.19%	4.89%	33.58%
中证 500	-6.05%	16.32%	5.59%	1.61%	17.25%
上证 50	-12.99%	9.40%	9.87%	8.52%	13.50%
上证指数	-10.86%	8.52%	7.82%	5.50%	10.04%

资料来源：Wind，申港证券研究所

- **行业分化明显。2020 年 A 股市场在食品饮料、电气设备、休闲服务、医药生物等方面涨幅居于前列。**必选消费、医药等防御板块大幅上涨反应避险属性，在疫情冲击下表现较好。
- **电气设备 3 季度以来明显走高，主要是受光伏产业与新能源车拉动。**基本面上，光伏由于各种事故导致上游硅料供给吃紧，传导至中下游光伏产业链提价，而且 2020 年为政策补贴装机的最后一年，疫情拖累上半年装机进度，下半年装机赶工及业绩预期提升带来行业景气爆发。新能源车方面主要受特斯拉产业链及欧洲市场新能源车政策拉动。欧洲方面碳排放法规趋严，锂电上升为全欧战略，碳排放不达标将面临巨额罚款，随疫情逐渐恢复并补贴对市场的提振，诸多欧洲新能源车市场大国自 6 月新能源车销量同比翻倍增长，对电气设备支撑显著。
- **休闲服务行业全年总体涨势较大。**2 月份以来爆发的新冠疫情对国内餐饮旅游业冲击巨大，2 月至 4 月期间近乎停摆状态，造成 1 季度行业跌幅较大。随着 2 季度我国防疫政策管控效果显著，国内疫情不断好转，大众消费需求明显回升，以及疫情期间“宅经济”的崛起，加速购物网络化和线上化，网上购物消费习惯已逐步养成并成为重要趋势，网购刚需产品需求更加凸显，因此带动休闲服务行业逐步修复，整体趋势持续向好。同时，一方面海外疫情发展较为反复，另一方面今年海南离岛免税新政实施，极大的加速了海外消费回流。

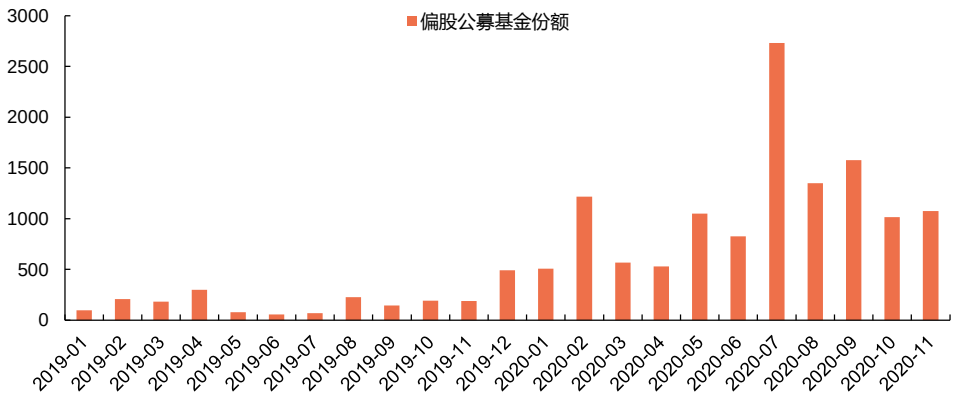
图53：各行业板块涨跌幅



资料来源：Wind，申港证券研究所

资金面上机构化倾向明显。今年以来，尤其是受上半年权益市场赚钱效应影响，权益类公募基金规模激增，资金流入多，影响市场风格。

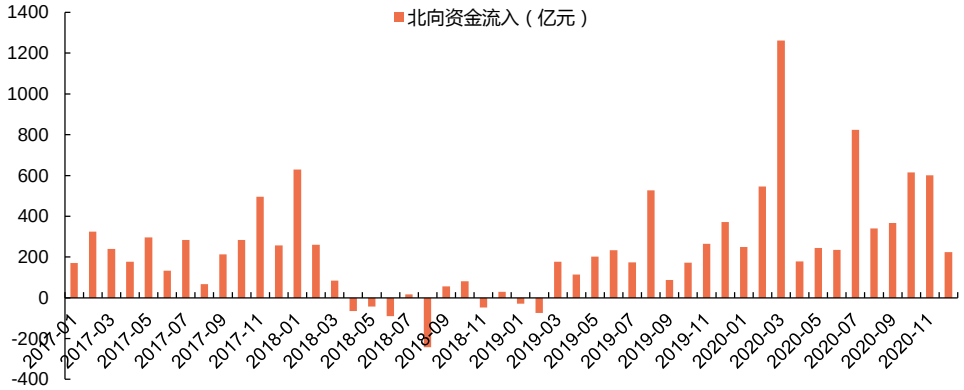
图54：新发偏股型公募基金 7 月以来募集规模增长显著



资料来源：Wind，申港证券研究所

中长期外资持续增配，北上流入同比增加明显。3 月巨震后，二季度以来外资大幅回流，但三、四季度外资较去年同期依然增配明显。A 股当前的外资占比远低于海外市场，长期来看，“水往低处流”仍是大趋势。经历疫情冲击后，3 月以来外资大幅回流，但全年流入同比有较大上涨。外资对于食品饮料、医疗、电力设备及新能源、电子等行业的青睐也助推了消费、科技行情。

图55：北向资金流入



资料来源：Wind，申港证券研究所

表8：年初至今北上资金各行业持股分布

行业	年初持有市值（亿元）	当前持有市值（亿元）	市值变化	年初至今涨幅（截至 12.18）
食品饮料	2437.4	4021.8	65.0%	83.7%
医药	1346.5	2724.1	102.3%	50.8%
家电	1578.4	1995.8	26.4%	27.6%
银行	1369.8	1435.9	4.8%	-1.5%
电力设备及新能源	362.1	1332.3	267.9%	70.8%
非银行金融	1195.1	1331.1	11.4%	7.7%
电子	779.3	1321.3	69.5%	27.6%
机械	431.6	962.8	123.1%	30.3%
汽车	368.8	713.7	93.5%	50.0%
计算机	328.3	649.9	98.0%	12.7%

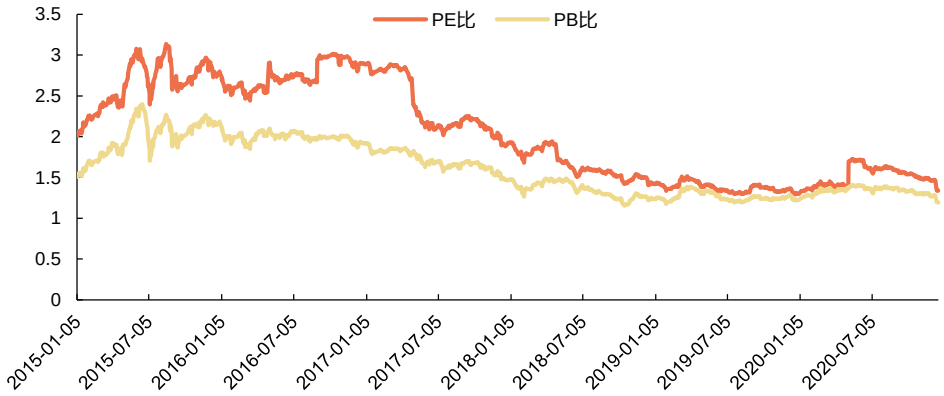
资料来源： Wind，申港证券研究所

8.2.2 关注价值风格持续修复

股票价格由估值和企业盈利决定。估值角度，继续关注大、中盘股估值继续修复。随国内产能完全修复和海外疫情反复的影响，出口有望延续涨势，叠加企业资本投入和企业家信心不断恢复，企业盈利将继续修复。

- **从估值角度来看，货币扩张和无风险利率下行推升了股票市场的估值。**由于国内疫情影响逐步缓解，政策常态化，市场流动性回归中性趋势，对于小盘的推动作用后续可能不显著。大中盘股估值预期将进行进一步修复。
- **从流动性来看，年内 M2、社融拐点已现，流动性有进一步收紧的空间。**今年年初以来为对冲疫情影响，央行加大了逆周期调节力度，由合理充裕到更加灵活适度，先后降息、降准从量价两方面提供支持，流动性维持充裕。随着经济活动稳定修复，国内疫情影响变小，央行将会逐步形成政策常态化，流动性有进一步收紧的空间。

图56：大盘与中小盘估值比处于最近 5 年相对高位



资料来源：Wind，申港证券研究所

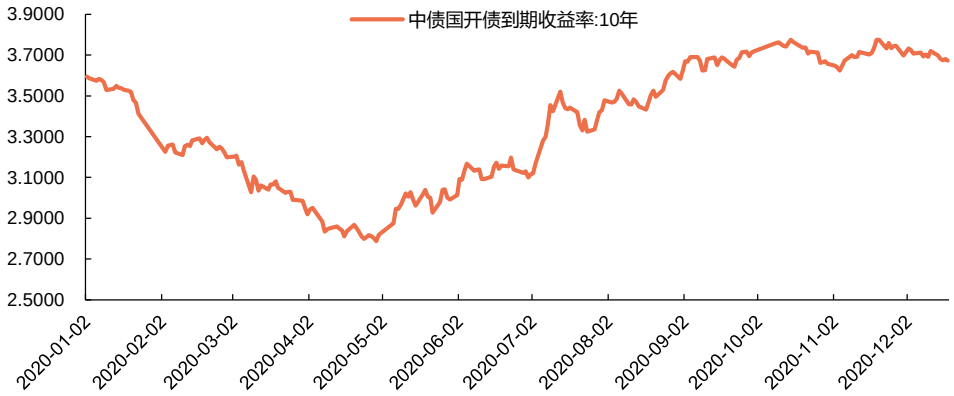
从企业盈利角度来看，随着疫情得到有效控制，二季度以来各类经济行为主体的活动开始逐步复苏，且复苏速度较快，企业盈利明显恢复。企业盈利的边际改善将继续带动整体股市温和上涨。工业品的生产依然在修复中，库存去化速度较快。受国内疫情平稳和海外疫情反复的影响，出口延续涨势，叠加企业资本投入和企业家信心不断恢复，预计工业企业利润将继续保持修复的大趋势。

8.3 债券 建议低配

政策稳中偏紧，经济环比继续复苏叠加通胀温和上行，中长期债市很难回头。政策边际收紧叠加经济环比复苏，中长期债市很难回头。且在全球零利率负利率普遍背景下，尽管疫情完全可控的时点仍未到，但随疫苗注射按进度推行，经济继续修复，21 年 H1 后全球通胀有望加速回归，全球利率普遍有上行压力。此外，当前的期限利差处于最近 5 年相对较低水平，长端利率仍有上行压力。尽管当前股债收益比低于最近 5 年的下 15 分位数，债券配备价值正逐步凸显，但诸多不利因素下拐点仍需确认。

- **基本面：政策边际收紧叠加经济环比复苏，中长期债市很难回头。**且在全球零利率负利率普遍背景下，尽管疫情完全可控的时点仍未到，但随疫苗注射按进度推行，经济继续修复，21 年 H1 后全球通胀有望加速回归，全球利率普遍有上行压力。以此背景下，尽管 5 月份以来长端国债收益率持续回升较充分的反映了国内市场对经济复苏的预期，但国内利率也仍有上行压力。

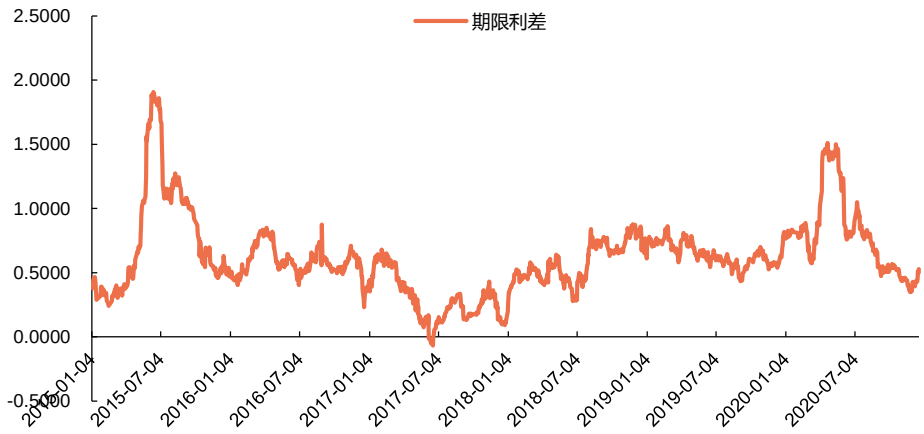
图57：5 月以来，债券市场利率持续上行



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **市场面：国债当前的期限利差处于最近 5 年相对较低水平，长端利率仍有上行压力。**1 年与 10 年期限利差为 52bps。但短端利率对市场反应较为充分，整体下行空间有限，相对应的，长债收益率仍有上行压力。

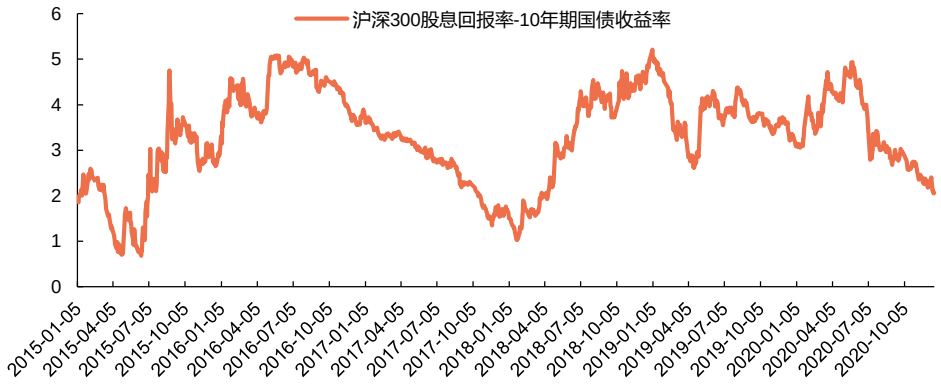
图58：期限利差



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **股债性价比上，债券配备价值正逐步凸显，但诸多不利因素下拐点仍需确认。**当前股债收益比低于最近5年的下15分位数，股票相对债券风险溢价仅2.06%，债券配备价值正逐步凸显。

图59：风险溢价率



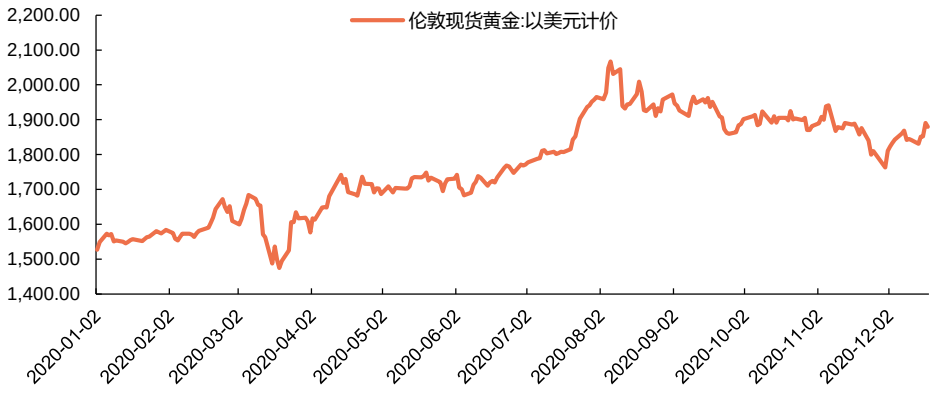
资料来源：Wind，申港证券研究所

8.4 大宗商品 标配农产品 超配工业品与贵金属

农产品方面，建议标配。服务价格、食品价格等会随线下消费进一步修复后有中枢上移空间,预计 21 年温和通胀。此外海外关系对进口的扰动叠加粮食安全定位，强降雨、产区天气等不利因素影响对供给的约束下，经济作物价格有向上趋势。**工业品方面，建议超配。**21 年 H1 中美经济有望进入复苏共振阶段，生产端加速提升商品资源的需求，进而提振尤其是与经济活动密切相关的包括铜铝锌等工业金属的大宗商品的价格。**贵金属方面，建议超配。**21 年美国名义利率预计没有明显提升且通胀预期起的背景下，实际利率将继续走低，导致黄金相对其他资产的吸引力边际上升。而且 3 季度以来美元指数一路下跌，黄金没有相匹配的涨幅。

- **贵金属方面，建议超配。**21 年美国名义利率预计没有明显提升且通胀预期起的背景下，实际利率将继续走低，导致黄金相对其他资产的吸引力边际上升。美联储采取“灵活的平均通货膨胀目标制”。并不严格限制通胀目标线，意味着通胀为货币宽松让路。此外，黄金相比 3 季度以来美元指数下跌没有相匹配的涨幅。后续黄金上涨的空间主要取决于拜登政府经济刺激政策的增量与未来的通胀预期的变化。
- **2020 年，黄金走势全年偏强。**黄金兼具货币属性与金融属性。今年 Q1 由于疫情冲击，市场呈现避险情绪，美债、美元、日元、黄金等避险资产上涨，Q2 在超常规的宽松政策支持下，美债、黄金延续偏强，年中黄金价格创历史新高；Q3-Q4 在经济弱复苏、货币财政“双宽松”以及疫情反复的并行情况下，黄金涨幅收窄。

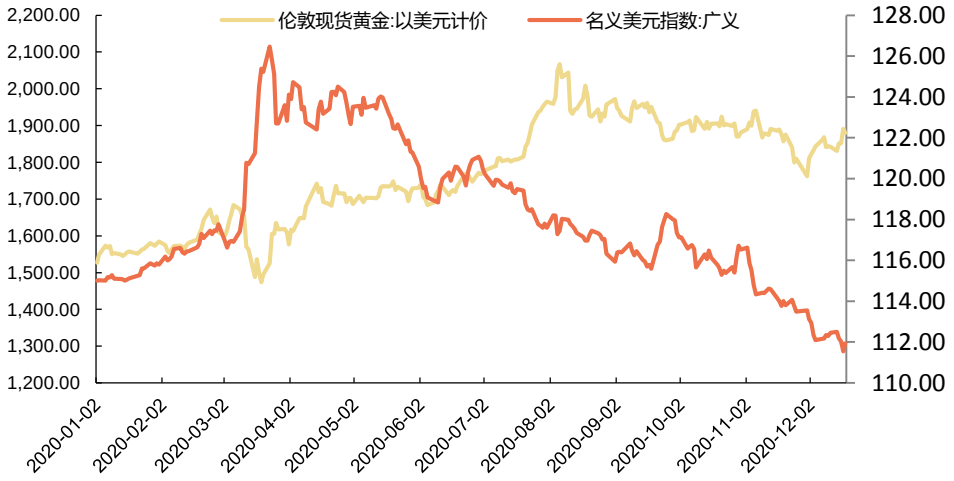
图60：黄金



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **21 年美联储旨在中长期的“平均通胀制”更多体现了通胀为经济修复让路。**美联储将采取“灵活的平均通货膨胀目标制”。美联储引入的“平均通胀制”只保证平均通胀在中长期不突破目标，并不严格限制通胀目标线，意味着通胀为货币宽松让路。美联储希望将通胀预期固定在 2%。为此，联邦公开市场委员会（FOMC）将力求使通胀率随着时间的推移平均达到 2%。
- **美联储无限量流动性释放叠加美国经济开始爬坡背景下，通胀的前景有极大的上行压力。**黄金兼具抗通胀、避险、资产配置等金融属性。抗通胀属性源于对黄金长期购买力稳定的预期。历史数据上，当货币超发、恶性通胀时，黄金的配置价值上升。美联储无限量流动性释放且计划内尚未看到收紧叠加美国经济开始爬坡背景下，通胀的前景有极大的上行压力。
- **黄金相比 3 季度以来美元指数下跌没有相匹配的涨幅。**黄金作为金本位以来的挂钩货币反应对美元走势及信用货币的担忧程度。由于黄金具有较强的流动性和变现能力，一旦投资者对主权信用风险担忧上升，黄金的货币价值就会凸显。因此黄金与美元呈现负相关性。而 3 季度以来，美国实际经济增速放缓，由于疫情反复不得不一再的停工停产，大规模的货币财政刺激政策后，美元指数大幅下跌，但美联储未进行常态化的政策收紧，名义利率不变通胀预期起背景下，意味着美国实际利率趋于下行，导致黄金相对其他资产的边际吸引力上升，但同期黄金没有相匹配的涨幅。

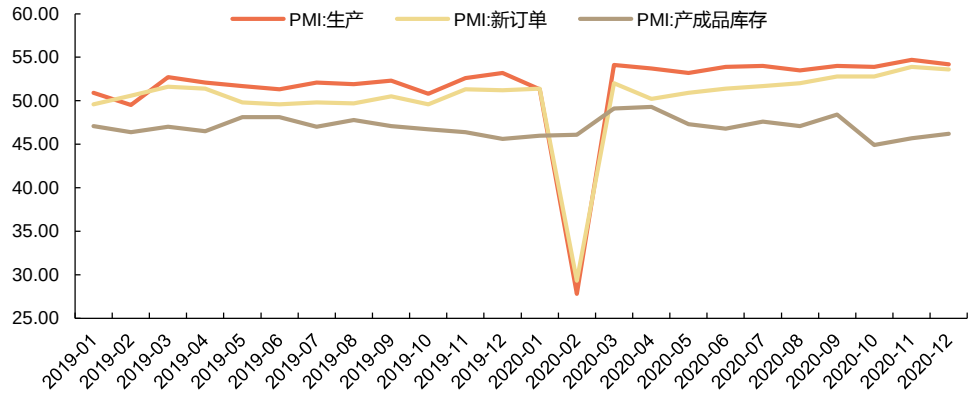
图61：黄金与美元指数



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **工业品方面，建议超配。**21 年 H1 中美经济有望进入复苏共振阶段，生产端加速提升商品资源的需求，进而提振尤其是与经济活动密切相关的原油和工业品的大宗商品的价格。
- **3 月以来，PMI 连续九个月高于荣枯线。**PMI 除今年初 2 月份受疫情冲击下降到 25-35 后，从 3 月以来，生产恢复迅速， PMI 连续九个月高于荣枯线，仍处于扩张中，呈现完整的“V”型复苏。生产指数和新订单指数均呈现上涨态势，供需两单持续良好修复。

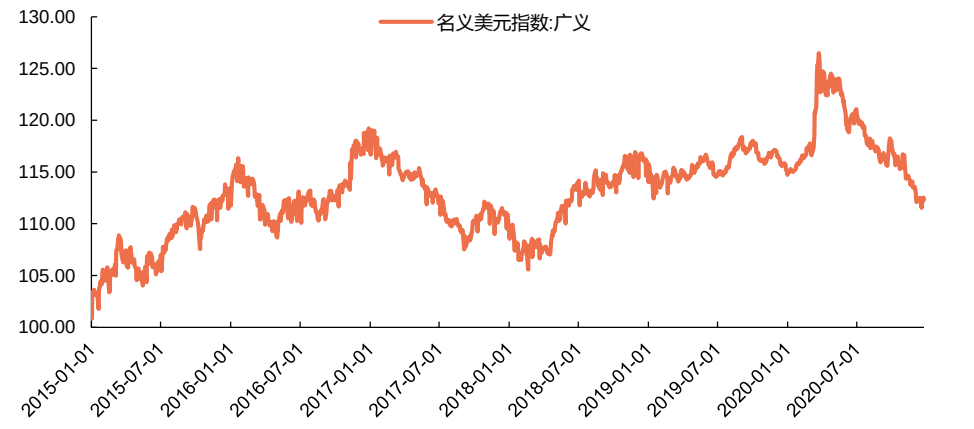
图62：工业增加值持续回升已稳定在疫情前水平



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **弱美元周期确立，铜锌为代表的贵金属具备更好的上行空间。**美元指数的走弱大概可以分为两个阶段，第一个阶段是从 4 月份至 9 月份，美元指数由 100 左右回落至 92 左右，主要驱动力是美国疫情爆发后，美联储大幅降息，美欧息差收窄；第二个阶段是 10 月份至今，美元指数由 94 左右走弱至 90 左右，主要驱动力是通胀预期升温。

图63：美元指数

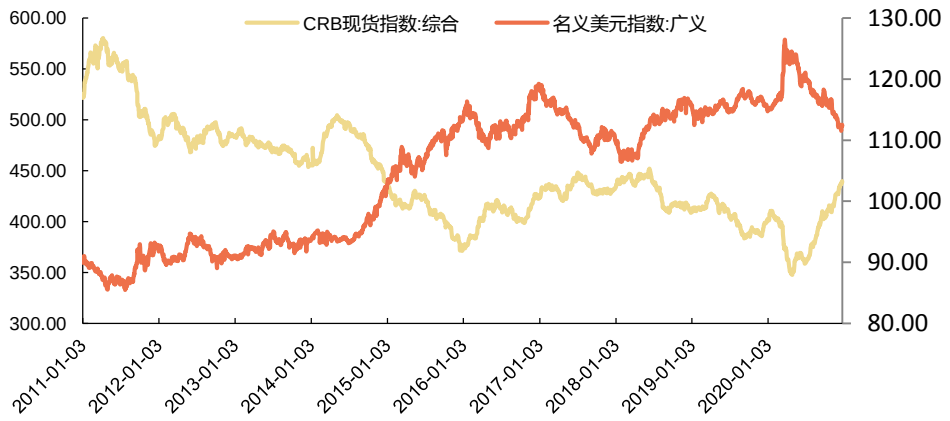


资料来源：Wind，申港证券研究所

- **美元指数与 CRB 现货指数之间存在明显的负相关关系。**以最近 10 年的数据结

果来看，相关系数达到了-0.9。即美元处于下行周期中，大宗商品大概率会迎来上涨周期。

图64：美元指数与 CRB 现货指数



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **有色金属的定价权一般都在海外。**在于全球大宗商品以美元标价，当美元处于贬值周期中，相当于商品的标价货币贬值，意味着商品的相对升值。
- **海外需求修复、货币流动性宽松叠加后续地产集中竣工，铜价有望进一步上行。**铜是基本金属里金融属性最强的品类，未来货币流动性宽松叠加弱美元的金融环境很有利于铜价上涨。此外供需铜仍属于供需紧平衡，全球库存低位的状态。未来随着全球经济复苏，紧平衡下的需求增长，将进一步利好铜价。预计 21 年地产集中竣工后对于铜的需求有望进一步提升。

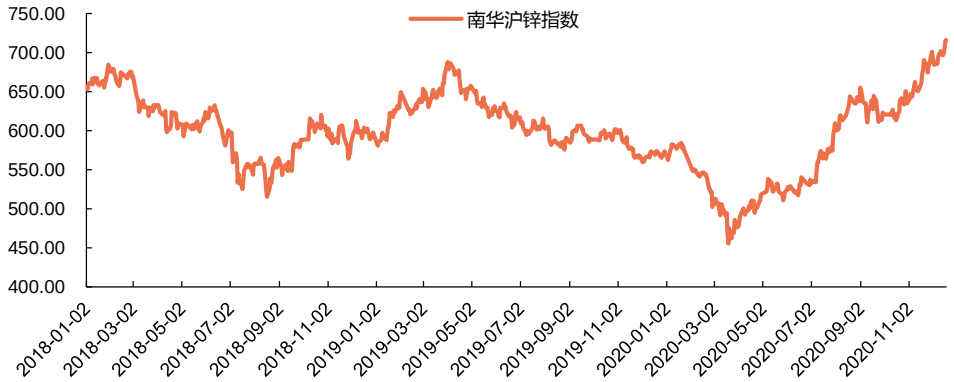
图65：南华沪铜指数



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **金属属性叠加供给仍受疫情干扰，锌价有望进一步上行。**锌价在 2、3 季度接连上行，重新回升并超过去年同期水平。由于海外疫情不断反复，部分主要矿产国生产始终无法回归正常化。而根据目前疫苗的供给及注射进度来看，新兴经济体在美欧日后的第三梯队，预计在 21 年 3 季度后才能开始生产修复，而发展中国家（尤其是墨西哥、秘鲁、南非、印度）地区才是 2021 年海外锌矿主要增加的地区，即供给端 21 年锌矿增量可能需要继续被疫情而干扰。

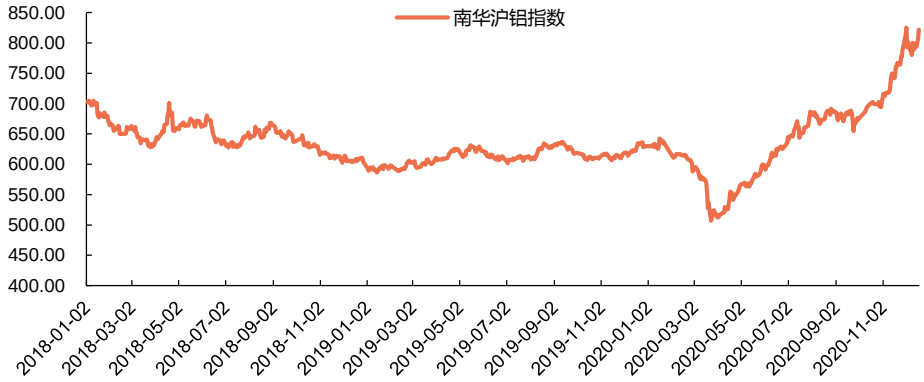
图66：南华沪锌指数



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **地产集中竣工下，铝价、热轧卷板价格有望继续上行。**年初因疫情爆发导致各类资产价格大幅下跌，铝价同样遭受重创，沪铝一度跌停，同时创下 2015 年以来新低。各国政府巨大规模的量化宽松政策以及财政刺激政策延缓了经济的快速衰退。与此同时，中国疫情管控的成功成为率先实现实体经济复苏，带动需求快速回暖，拉动有色板块价格明显提升。随经济持续修复，除了政策对于消费的刺激外，地产集中竣工后对于家电消费的需求快速增长，也将进一步拉动了卷板价格的上升。

图67：南华沪铝指数



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **农产品方面，建议标配。**由通胀部分分析可知，猪肉价格以外服务价格、食品价格等会随线下消费进一步修复后有中枢上移空间,预计 21 年温和通胀。此外海外关系对进口的扰动，粮食安全等政策拉动产业定位上，及强降雨、产区天气等不利因素影响对供给的约束下，经济作物价格有向上趋势。

9. 风险项

- **全球疫情反复及疫苗推行进度及效果不及预期、海外矛盾升级、全球性逆化、：**疫情波折会显著影响经济增长预期及资本市场的风险偏好。
- **海外矛盾升级：**拜登当选，两党派内部矛盾突出，谨防中国成为双方博弈的重要

筹码等。

- **全球化**：全球性逆化带来的产业淘汰及行业波动。
- **经济数据超预期**：单月经济数据大幅低/高于预期带来的交易情绪波动。
- **海外资产价格调整**：全球资产价格有一定联动性，比如美股若发生大幅调整会一定程度影响国内资本市场价格。
- **地缘政治风险、民粹主义冲突等。**

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

单击此处输入文字。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。我们已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证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上