分析师：沈彦東
执业证书：S0380519100001
联系电话：0755-82830333（195）
邮箱：shenyd@wanhesec.com

研究助理：潘宇昕
联系电话：0755-82830333（198）
邮箱：panyx@wanhesec.com

2021 年宏观经济展望：把握复苏先机

主要观点：

疫苗是影响 2021 年全球经济预期的修复路径的关键变量。与传统的经济衰退不同，2020 年新冠疫情这场公共卫生危机引起的需求陡降是典型的外生冲击，这种情况主要是由供给引起的。所以需求复苏要看供给复苏的速度，控制疫情、提升供给才能从根本解决问题，安全有效的疫苗是海外生产生活回归正常的希望。在疫苗初期供应有限的情况下，接种的进度决定了摆脱疫情影响的快慢。**发达国家俱备先发优势，有望在明年二季度步入经济复苏快车道，并在货币政策的刺激作用下保持到 2021 年下半年。反观欠发达国家，预计到 2022 年中期才能基本实现大规模接种，导致全球供给端和需求端复苏脱节。**

在不依赖疫苗的情况下，中国已率先控制住疫情，为制造业复苏取得了先机。展望 2021 年，发达国家与发展中国家摆脱疫情的时间存在分化，中国经济将进一步受益。从内部因素来讲，中国经济较疫情前的差距主要在服务业，随着明年内外防疫压力的减弱，主要是防止外部输入的压力减弱，中国的服务业有望加速回暖。外部因素方面，发达经济体复苏预计开启库存周期，有望拉动中国相关产业链出口，随着国际贸易进一步恢复，很可能引起全球贸易共振；同时，由于中低收入国家仍困于新冠疫情，而中国疫情控制良好，出于避险因素转移至我国的出口订单仍将留在中国，支撑出口。中期因素方面，2021 年还是“十四五”规划的开局之年，“双循环”框架下多项重点领域部署也将拉动资本开支。**简而言之，中国 2021 年有望保持良好的复苏态势，经济的主要推力在于服务业修复、海外复苏以及在此基础上的海内外制造业补库存。**

2021 年 CPI 在猪价的影响下整体将低于 2020 年，但核心 CPI 和 PPI 预期上行。核心通胀方面，疫苗投放后，随着消费场景及就业信心恢复，非食品价格修复，核心通胀预计先低后高，逐渐企稳。PPI 方面，明年上半年全球复苏预期强烈，国内工业品价格同步于经济周期经验规律大致成立，海内外补库存周期也会对于工业品价格有一定给带动，并且基数效应也不容忽视。原油价格相较去年底仍有 25%以上的跌幅，本轮疫后全球定价的商品可能会出现一轮斜率修复，预计 PPI 同比在一季度转正，或在 5 月触顶。

2021 年政策主线为“稳杠杆”。疫情爆发之后，财政和货币政策实行双宽松。自 2020 年 6 月起，央行及多位相关官员在不同场合提及货币政策工具的退出，表明随着疫情影响的消除和经济的渐进修复，前期宽松政策的退出是合理之意。实际上下半年的货币环境已经回到中性。三季度货币政策执行报告强调“把好货币供应总闸门，保持宏观杠杆率基本稳定。”明年随着疫情影响消退和经济修复，宏观经济将进入稳杠杆阶段。考虑到 2021 年名义 GDP 增速将超过 10%，社融增速或将自然与名义 GDP 增速大致匹配，意味着宏观杠杆率能够自然维持平稳。中央经济工作会议也强调“明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。政策操作上要更加精准有效，不急转弯”，所以明年不会出现 2017-2018 年的去杠杆局

面。从社融看，财政空间预计回归正常区间，我们估计 2021 年狭义赤字率回到 3%左右，专项债回到 3-3.5 万亿左右的水平，信贷政策工具有序退出、房地产融资严监管，信贷供给或边际承压，非标规模收缩幅度将提升。从人民币汇率来看，明年上半年在出口和金融账户顺差的支撑下，人民币仍有上涨空间，下半年预计美元指数企稳反弹，人民币汇率或承压。

2021 年经济进入“紧信用”阶段，先股后债。我们以宏观杠杆率同比变化百分点表示杠杆变化的速率，可以看出今年宏观杠杆率抬升速度为 2009 年以来最高。随着明年宏观政策转为“稳杠杆”，宏观杠杆率增速大概率见顶，债务扩张慢于经济增速，经济呈现“紧信用”格局，宏观流动性偏紧。

从 DDM 模型出发，权益市场取决于企业盈利、无风险利率和风险溢价。如前所述，我们预计 2021 年宏观杠杆率增速进入下行阶段，宏观流动性偏紧，无风险利率上行。由于 2021 年上半年经济处于快速增长阶段，PPI 或于二季度见顶，行业景气度确定性较高的如服务业、中游设备类、出口产业链、有色金属等俱备盈利优势，分子端的盈利扩张可以在一定程度上对冲估值下降的影响。而下半年经济增长放缓，权益市场或面临盈利估值均承压的局面，对市场需保持谨慎。

债券机会在下半年逐渐显现。债券价格反映了资金价格，也就是流动性松紧，明年无风险利率上行，尤其上半年斜率较大，逻辑上将对应债券承压，到明年年中的时候，由于经济增速放缓，宏观流动性转为相对宽裕，更有利于债券资产。而由于利率变化会被提前“PRICE IN ”,债券机会最早或在明年一季度。

风险提示：疫苗产能、效果、接种范围不及预期；有效需求不足，通胀承压；中美贸易摩擦加剧。

目录

一、2021 年疫情发展：仍将深度影响经济预期和修复路径 5

（一）2020 年全球经济在新冠疫情的影响下从衰退走向复苏 5

（二）疫苗是影响疫情走势的关键变量 6

（三）发达国家领先发展中国家步入复苏轨道 8

二、2021 年经济基本面：总需求有望加速扩张 9

（一）疫情之后经济三驾马车动力回顾 9

（二）明年主要推力：海外复苏、服务业修复、制造业补库 12

（三）核心通胀预期企稳，工业品价格预计回升 16

（四）中期展望： 高质量发展的“十四五” 17

三、2021 年宏观政策面： 宏观流动性趋紧 18

（一） 疫情后逆周期宏观政策从“双宽”到趋于中性 18

（二） 财政、信贷政策进一步正常化 20

（三） 人民币汇率仍有上行空间，但动力或减弱 23

四、2021 年大类资产判断：先股后债，关注拐点 25

（一）权益 26

（二）债券 26

五、风险提示 26

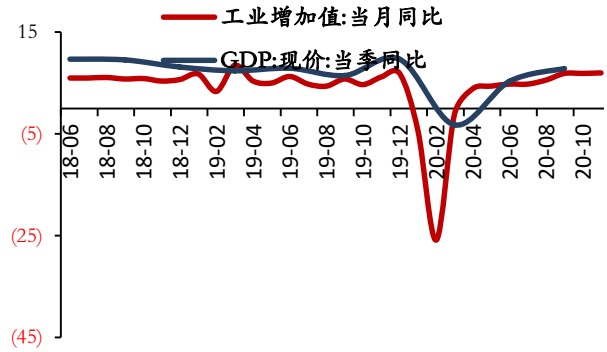
图表 1 GDP、工业增加值增速（%）.....5
图表 2 海外主要经济体制造业 PMI（%）.....5
图表 3 进出口增速（%）.....5
图表 4 贸易差额及增速（亿美元、%）.....5
图表 5 美国供给和需求情况（%）.....6
图表 6 主要进入临床 III 期试验的疫苗研制进程及相关公司预计上市时间及产能规划.....7
图表 7 发达国家和欠发达国家接种时间示意图（%）.....8
图表 8 投资、消费、出口同比增速（%）.....9
图表 9 固定资产投资完成额累计同比（%）.....9
图表 10 基建投资及相关行业工业增加值（%）.....9
图表 11 基建相关机械设备产量：同比（%）.....9
图表 12 房地产投资增速（%）.....10
图表 13 商品房销售额增速（%）.....10
图表 14 社零增速：必选消费累计同比（%）.....11
图表 15 社零增速：可选消费累计同比（%）.....11
图表 16 出口关键行业：当月同比（%）.....12
图表 17 中国出口、美国进口金额、库存同比增速（%）.....13
图表 18 美国进口结构拆分（%）.....13
图表 19 下游行业产成品库存增速（%）.....14
图表 20 中游行业库存同比增速（%）.....14
图表 21 库存和 PPI 同比（%）.....14
图表 22 PMI（%）.....14
图表 23 GDP 当季同比（%）.....15
图表 24 GDP 当季同比：服务行业（%）.....15
图表 25 餐饮收入增速（%）.....15
图表 26 民航国内航线总周转情况（万吨公里、%）.....15
图表 27 CPI 同比（%）.....16
图表 28 CPI 环比：分类别（%）.....16
图表 29 PPI 增速（%）.....16
图表 30 主要工业品价格指数.....16
图表 31 新基建框架.....18
图表 32 财政赤字、新增专项债限额（亿元、%）.....19
图表 33 货币增速（%）.....19
图表 34 月度新增社融结构（亿元、%）.....19
图表 35 央行在不同场合对货币政策的表态.....20
图表 36 新增信贷：同比多增（亿元）.....20
图表 37 新增社融 ：同比多增（亿元）.....20
图表 38 疫情后央行创设的信贷支持工具.....22
图表 39 重点房地产企业资金监测和融资管理“三道红线”.....22
图表 40 人民币汇率走势.....23
图表 41 经常项目顺差、银行证券投资结售汇顺差（亿元）.....23
图表 42 中美国债到期收益率（%）.....24
图表 43 美德国债到期收益率（%）.....25
图表 44 宏观杠杆率及同比增加（%、百分点（右轴））.....25

一、2021 年疫情发展：仍将深度影响经济预期和修复路径

（一）2020 年全球经济在新冠疫情的影响下从衰退走向复苏

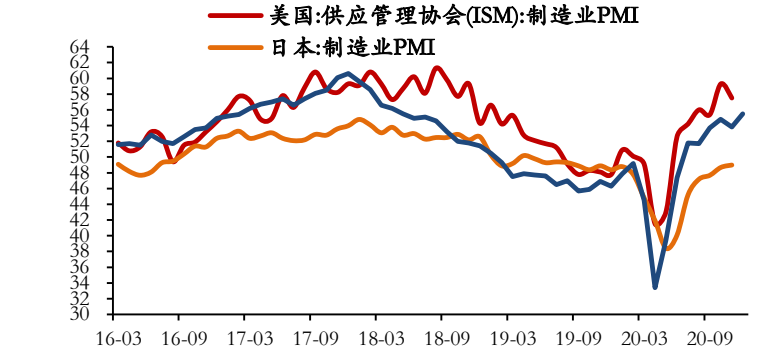
与传统的经济衰退不同，2020 年新冠疫情这场公共卫生危机引起的需求陡降是典型的外生冲击，这种情况主要是由供给引起的。在疫情冲击阶段，企业停工停产、利润下滑、居民收入下降，进而投资和消费下降，全球 200 多个国家和地区在其直接影响迅速陷入衰退。国内工业增加值在 2 月陡降至-25.8%，一季度名义 GDP 下降 5.3%，之后随着复工复产的推进，在 3 月即走上复苏道路。欧美等主要经济体疫情爆发较晚，经济在 4 月到达谷底之后也陆续复工。复苏阶段的各国防疫效果不一，疫情防控情况决定了供给能力的修复，我国疫情先进先出，拥有完备的产业链和强大的组织能力，在面对全球需求刚性的市场中出口优势显著，即便人民币汇率升值，出口仍然坚挺。

图表 1　GDP、工业增加值增速（%）



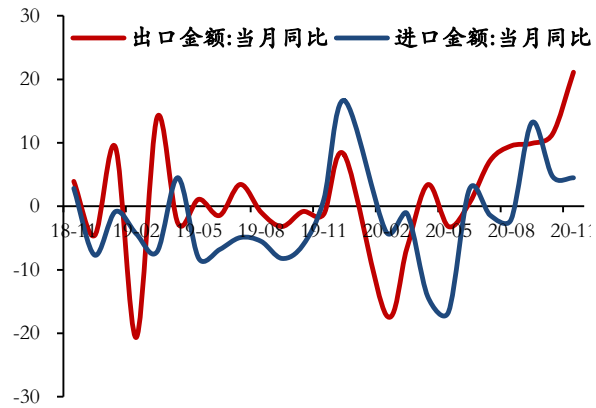
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 2　海外主要经济体制造业 PMI（%）



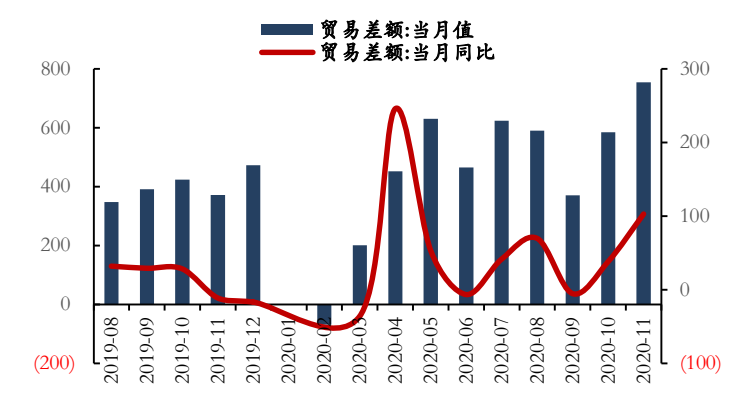
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 3　进出口增速（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 4　贸易差额及增速（亿美元、%）

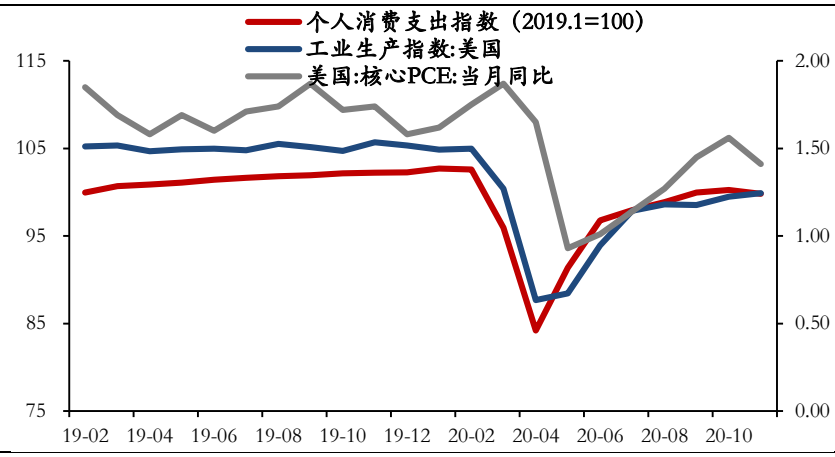


资料来源：Wind，万和证券研究所

全球资本受到严重冲击，控制疫情、提升供给才能提升需求。在疫情中，生

产、用工、物流、供应链、外贸等供给约束均比较明显，员工收入下降，导致投资和消费需求减少，在乘数效应作用下，需求下滑幅度又进一步被放大。疫情之后，各国采取了扩张性的宏观政策，可以一定程度上支撑需求，但在供给端的冲击没有得到很好的控制的情况下，宏观刺激的作用将边际下降。美国疫情控制不力，靠着财政对私人部门的大力支持，居民消费仍有支撑，但供给恢复力度远不及中国，未来的复苏程度可能还是取决于疫情控制的情况，通过供给复苏进一步推动需求回暖。

图表 5 美国供给和需求情况（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

归根到底，需求复苏还是要看供给复苏的速度，控制疫情、提升供给才能从根本解决问题。所以，我们首先需要判断疫情的演变，然后再结合疫情今年对不同领域供需的影响和为了对冲疫情影响的宏观政策的效果，来展望 2021 年宏观经济形势以及宏观政策的变化，进而对资本市场走势做判断

（二）疫苗是影响疫情走势的关键变量

新冠疫苗大规模接种的序幕已经拉开，但上市初期不能满足全球需要。目前看来，中国疫情已得到有效控制，而海外还面临着第二波疫情的冲击。严格的社交隔离在海外许多国家难以推行，有效控制疫情只能寄望于疫苗的大规模接种。目前，已有多家药企预计于 2020 年底开始陆续上市新冠疫苗，英国和美国于 12 月先后批准了辉瑞的新冠疫苗紧急使用授权申请，这意味着全球新冠疫苗大规模接种的序幕已经拉开。从各医药厂商疫苗研制进程和产能规划来看，全球疫苗总产能将呈现上升趋势，但在上市初期无法满足全球接种需求。2020 年底前，海外有统计的疫苗产量仅有 7000 多万剂，不过到 2021 年末，海外主要医药厂商（辉瑞、Moderna、Johnson&Johnson、阿

斯利康、Novavax）累计新冠疫苗产量有望超过 70 亿支，到那时疫苗供给不足的问题或许将得到缓解。

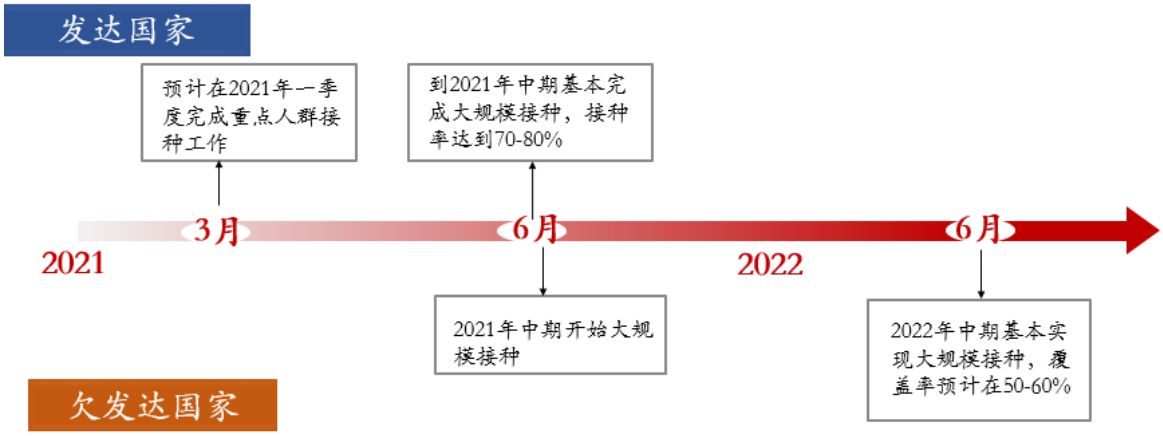
图表 6 主要进入临床Ⅲ期试验的疫苗研制进程及相关公司预计上市时间及产能规划

地区	公司	Ⅲ期时点	公司预计上市时间	预计产能
德美	辉瑞/BioNTech	4.23	2020 年底	**2020 年底前约生产 5000 万剂。**2021 年 4 月前生产 3 亿剂，年产 13 亿剂
英国	阿斯利康/牛津大学	6.11	2020 年底	声称 2020 年 10 月已经搭建好 30 亿支年产能
中国	科兴	7.06	未公布	**2020 年底前生产 1 亿剂**，2021 年产 3 亿剂
中国	国药集团	7.16	2020 年底	2021 年底前生产 10 亿剂
美国	Moderna	7.27	2020 年底	**2020 年前生产 2000 万剂，**2021 年底前预期产能 5-10 亿剂
俄罗斯	Gamaleya	8.11	9 月投产	**2020 年底前生产 230 万剂**
中国	康希诺	9.02	未公布	2021 年起产 3 亿剂
美国	Johnson&johnson	9.05	未公布	2021 年底之前生产 10 亿剂
美国	Novavax	9.28	未公布	2021 年起产能 20 亿剂

资料来源：阿斯利康，辉瑞，Moderna，J&J, Novavax，New York Times，国药集团，万和证券研究所

发达国家率先获得疫苗，发展中国家疫苗不足问题或持续到 2021 年底。以辉瑞为例，2021 年预计产能 13 亿剂，其中超过 80%都由美国、英国、欧洲、加拿大和日本通过优先购买协议预订，估计到 2021 年年中发达国家获得疫苗将超过 20 亿，基本可以满足高收入国家人口接种。为了保障中低收入国家公平获得新冠疫苗，流行病防范创新联盟（CEPI）牵头建立了“全球新冠疫苗计划”（COVAX），旨在为中低收入国家提供新冠疫苗，但 COVAX 计划在 2021 年之前只能提供最多 20 亿支疫苗，难以覆盖新兴国家本身近 50 亿的人口数量（不含中国）。中国的国产疫苗也将优先供应国内使用，对 2021 年海外供应影响有限。我们预计从 2021 年下半年发达国家需求基本满足后，欠发达国家才开始大批量接种，考虑到这些国家配套医疗条件及物流条件有限，预计完成大规模接种将到 2022 年中期。

图表 7 发达国家和欠发达国家接种时间示意图（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

（三）发达国家领先发展中国家步入复苏轨道

由于疫苗接种的时间差异，发达国家 2021 年 1 季度后加快复苏。2021 年 1 季度重点人群接种完成后，发达国家新冠死亡率有望出现明显下降，在接种范围继续扩大的同时，高收入国家生产、生活领域约束将进一步放松，跨期消费、国际贸易趋于活跃，需求有望在乘数效应下加速恢复。进入 2021 年夏季，高收入国家基本实现了群体免疫，生产和社会活动回归正常，此前为应对疫情采取的极为宽松的货币政策的刺激作用预计将开始显现，进一步拉动经济增长。总的来说，发达国家预计在 2021 年 1 季度后加速增长，并且这种增长趋势有望延续至 2021 年下半年。

中低收入国家复苏或落后 3-4 个季度。中低收入国家方面，由于疫苗接种进度落后，使其持续曝露在疫情二次爆发的风险之下，导致这些国家无法完全放弃社交隔离手段，意味着 2021 年发达国家上了经济快车的时候，中低收入国家的生产活动仍然受到抑制。国际进口商为了降低供应链风险，势必降低对这些国家的订单，特别是劳动密集型产品的订单。疫情对欠发达国家的影响或将延续到 2022 年中，即基本实现大规模疫苗接种。

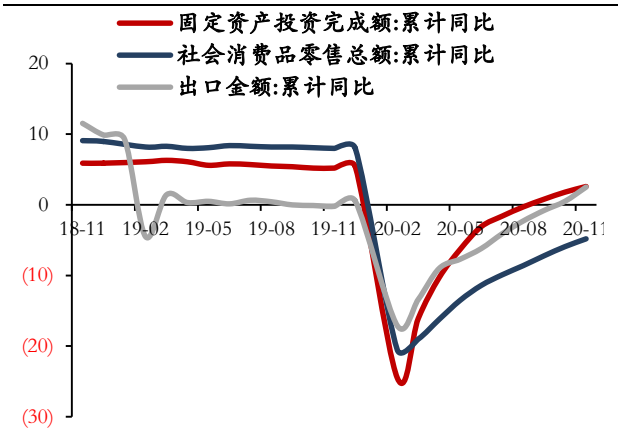
总结一下，疫苗是影响 2021 年全球经济预期的修复路径的关键变量，在疫苗初期供应有限的情况下，接种的进度决定了摆脱疫情影响的快慢。发达国家俱备先发优势，有望在明年二季度步入经济复苏快车道，并在货币政策的刺激作用下保持到 2021 年下半年。反观欠发达国家，预计到 2022 年中期才能基本实现大规模接种，导致全球供给端和需求端复苏脱节。

二、2021 年经济基本面：总需求有望加速扩张

（一）疫情之后经济三驾马车动力回顾

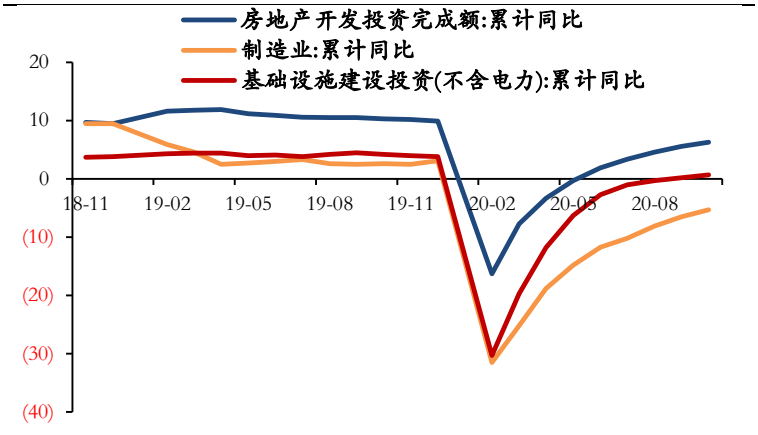
疫情爆发之后，经济按下暂停键，二季度逆周期政策大幅发力，复工复产积极推进，随着疫情防控常态化，出口和基建、地产等增速率先回升，必选消费快速修复。三季度随着供给恢复正常，需求指标开始加速上行，海外复工带动出口进一步走强，可选消费需求回升，汽车、家电等耐用消费品增速快速上行。

图表 8　投资、消费、出口同比增速（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 9　固定资产投资完成额累计同比（%）



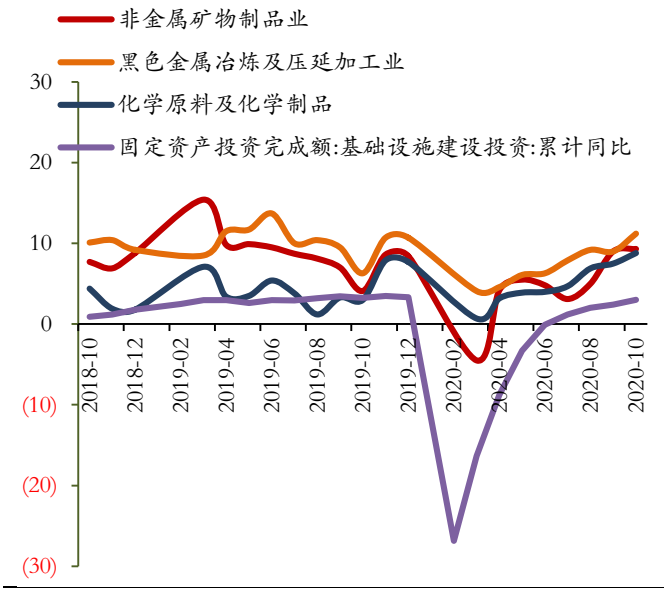
资料来源：Wind，万和证券研究所

1. 投资

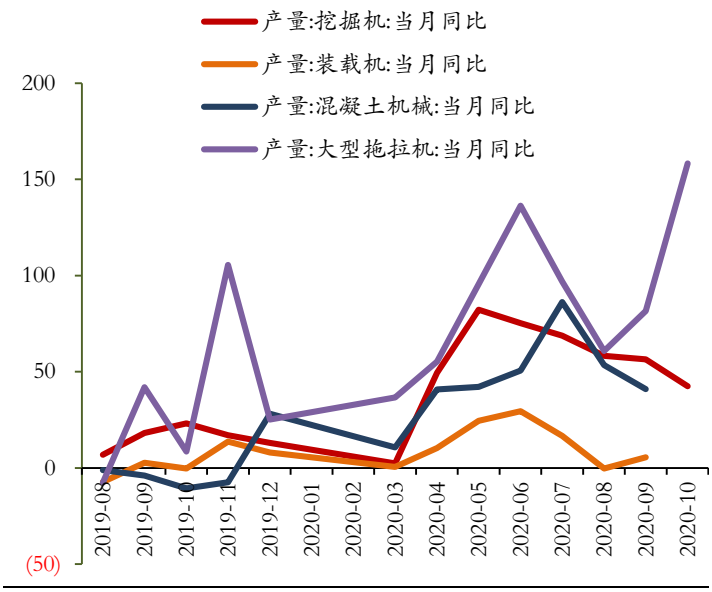
财政扩张带动基建产业链。2020 年财政空间大幅扩张，两会确定财政赤字率拟按 3.6%以上安排，较 2019 年的 2.8%显著提升，广义财政扩容同样显著，其中专项债由 2019 年的 2.15 万亿提升至 3.75 万亿，并发行特别国债 1 万亿。在疫情影响下，今年一季度基建累计增速只有-19.7%，在财政空间明确后，基建进入近年来的高增长区间，到二季度末累计增速为-2.7%，跌幅显著收窄，进入三季度后，经济整体有所企稳，政策力度边际收缩，专项债投向棚改领域增多，基建修复放缓，但逆周期政策力度仍然不弱。在基建影响下，挖掘、装载、混凝土、大型拖拉机等机械设备，以及建材、黑色系、化工等领域景气均有明显回升。

图表 10　基建投资及相关行业工业增加值（%）

图表 11　基建相关机械设备产量：同比（%）



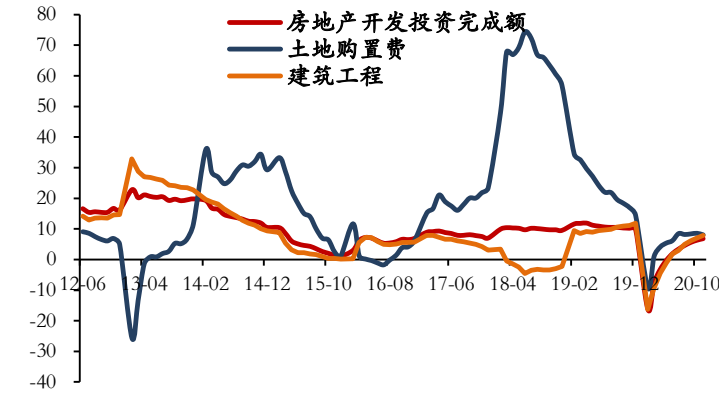
资料来源：Wind，万和证券研究所



资料来源：Wind，万和证券研究所

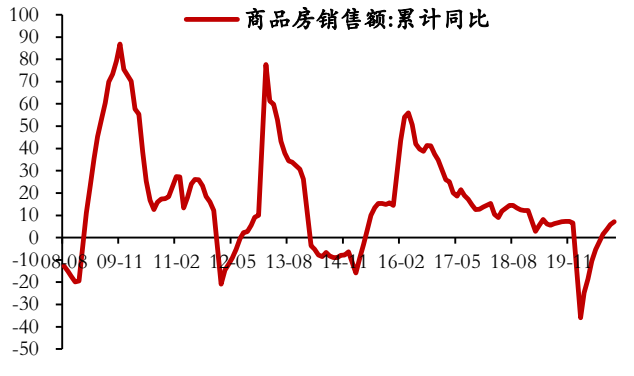
资产通胀预期拉动地产销售和投资。在疫情的影响下，地产销售陷入阻滞，一季度地产销售额和投资完成额分别只有-24.7%和-7.7%。疫情得到初步控制后，前期积压的购房需求二季度得到释放，同时，由于疫后全球货币供应有一轮明显上升，资产型通胀预期推升居民购房需求。房地产工作座谈会强调“实施好房地产金融审慎管理制度”，这也会带来房企以价换量，加快周转的诉求，这些因素叠加起来导致本轮地产销售和投资均较为强劲，二季度地产销售和投资累计增速快速回升至-5.4%和1.9%，到10月末分别达到5.8%和6.3%的增速。

图表 12　房地产投资增速（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 13　商品房销售额增速（%）



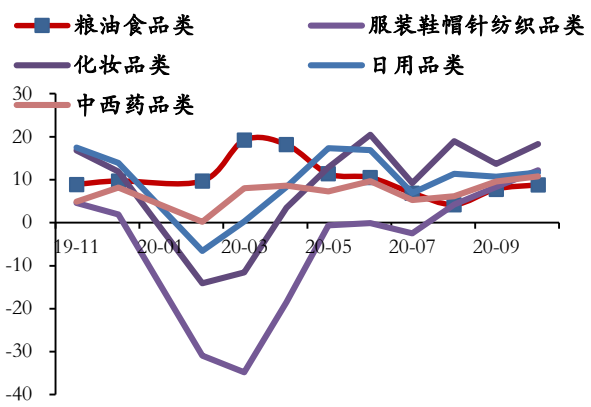
资料来源：Wind，万和证券研究所

2.消费

必选消费和可选消费先后经历“补偿性消费”。从社零增速来看，在一季度时除了粮油食品和药品的增速保持坚挺外，所有品类增速陡降，一季度末至

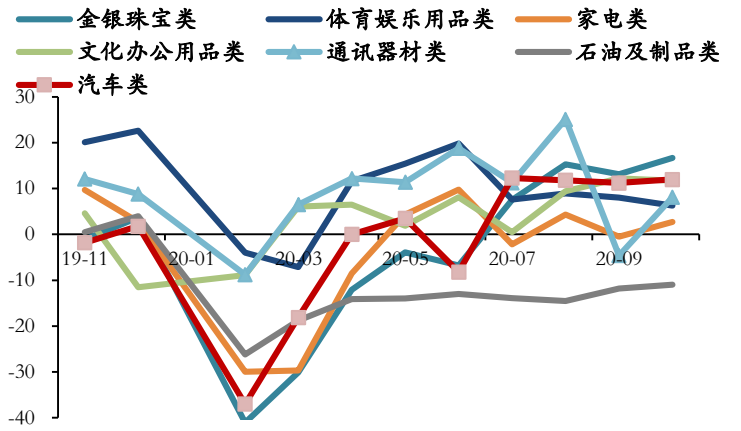
二季度的必选消费出现了一轮比较集中的“补偿性消费”，粮油食品类、日用品类二季度单月同比增速均值为 13.37%、14.17%，部分可选消费增速也迅速回升，化妆品类、体育娱乐类、通讯器材类二季度单月同比增速也都超过 10%。三季度至四季度初，仅有地产系和石油类消费表现低迷，其余主要品类同比增速均转正，其中，汽车、化妆品、办公类、通讯器材类表现亮眼，7-10 月单月增速均值分别达到 11.8%、15%、8.45%、9.98%。

图表 14 社零增速：必选消费累计同比（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 15 社零增速：可选消费累计同比（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

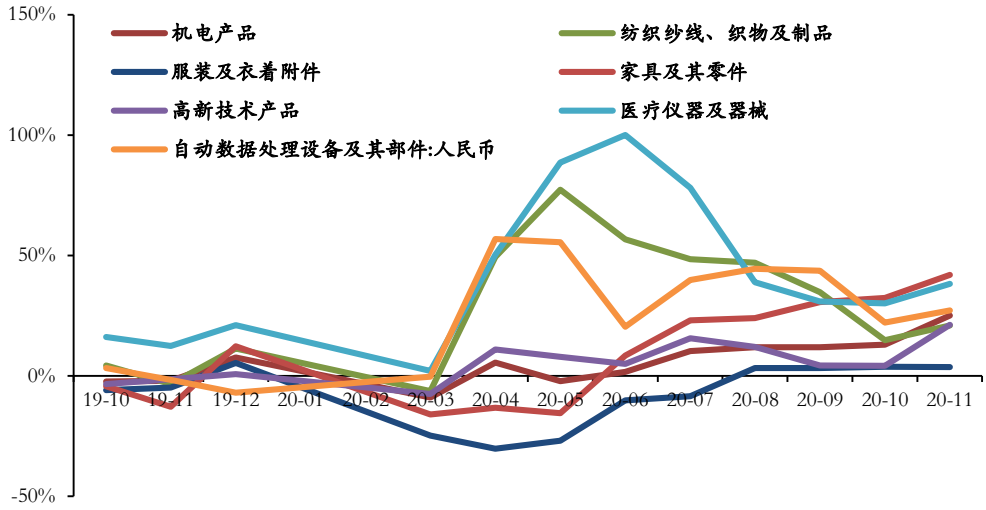
汽车产业供需格局回暖，“宅经济”带动消费电子景气度。三季度随着经济预期好转，可选消费增速显著回升。其中，汽车行业供需格局明显回暖。从零售端数据看，汽车 7 月和 8 月销售回升较为明显。从生产端看，汽车工业增加值 5-8 月，连续 4 个月处于 12%以上。在 5G 换机、居家办公、网课等因素影响下，通讯器材零售年内累计增速为 8.9%，已高于去年，其中 8 月单月增速为 25.1%，属 2018 年以来最高。

3.出口

海外防疫和复工拉动出口提升。今年全球贸易受到严重冲击，据联合国贸易和发展会议 21 日发布的报告显示，继二季度约 20%的萎缩之后，今年第三季度全球贸易额同比仍然下滑 5%，而中国 1-10 月出口已经实现了累计正增长，这意味着中国出口占全球的份额出现了上升。出口的关键行业可以分为四大类，第一类产品是防疫用品。二季度是防疫用品出口的峰值，包括口罩的纺织品出口 5 月同比增速达 77%，医疗器械 6 月增速达 100%。第二类产品是居家办公产品，二季度到三季度自动数据处理设备保持在较高的增速。第三类产品是我国具备比较优势的行业领域，如通用专用设备、电气机械、电子产业链产品等，第四类产品是承接东南亚、南亚部分产能回流的产品，

比如纺织服装等劳动密集型产品。

图表 16　出口关键行业：当月同比（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

（二）明年主要推力：海外复苏、服务业修复、制造业补库

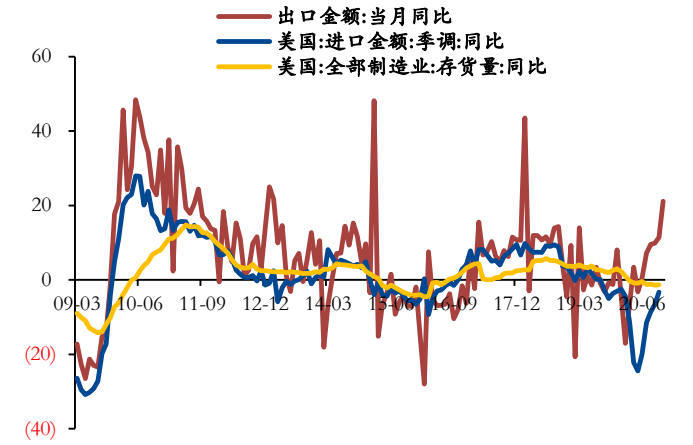
在不依赖疫苗的情况下，中国已率先控制住疫情，为制造业复苏取得了先机。展望 2021 年，发达国家与发展中国家摆脱疫情的时间存在分化，中国经济将进一步受益。从内部因素来讲，中国经济较疫情前的差距主要在服务业，随着明年内外防疫压力的减弱，主要是防止外部输入的压力减弱，中国的服务业有望加速回暖。外部因素方面，发达经济体复苏预计开启库存周期，有望拉动中国相关产业链出口，随着国际贸易进一步恢复，很可能引起全球贸易共振；同时，由于中低收入国家仍困于新冠疫情，而中国疫情控制良好，出于避险因素转移至我国的出口订单仍将留在中国，支撑出口。中期因素方面，2021 年还是“十四五”规划的开局之年，多项重点领域部署也将拉动资本开支。**简而言之，中国 2021 年有望保持良好的复苏态势，经济的主要推力在于服务业修复、海外复苏以及在此基础上的海内外制造业补库存。**

1.海外经济复苏拉动出口继续扩张，动能或相对减弱

美国进口已经开始回升，但制造业库存仍在底部，我国出口有望受益。美国是全球最大的进口国，2019 年货物进口占全球 13%，从经验上看，中国出口同步于美国进口，美国进口又同步于美国制造业库存。随着疫后复工的推进，美国进口于 5 月起触底反弹，消费品跟资本品进口增速均已陆续触底回升转正，而与制造业库存关联最大的中间品进口增速一直为负，10 月中间品进口增速为-8.7%，较前值提升 3.5 个百分点，但尚未显示出趋势性，我

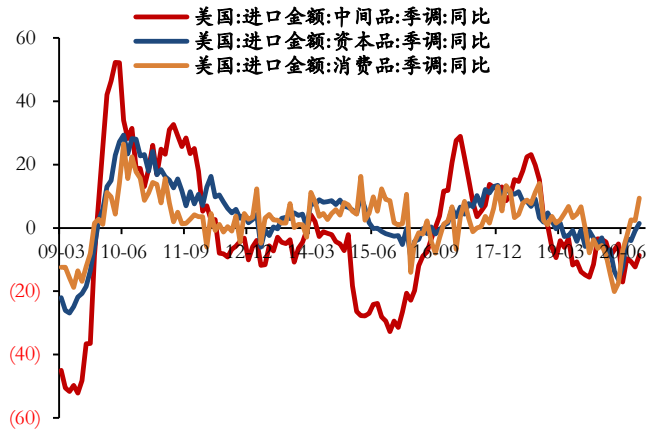
们预计明年一季度重点人群完成疫苗接种后，美国制造业将开始补库存，这一过程将对应中国、韩国、东南亚等主要制造业基地的出口扩张。

图表 17　中国出口、美国进口金额、库存同比增速（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 18 美国进口结构拆分（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

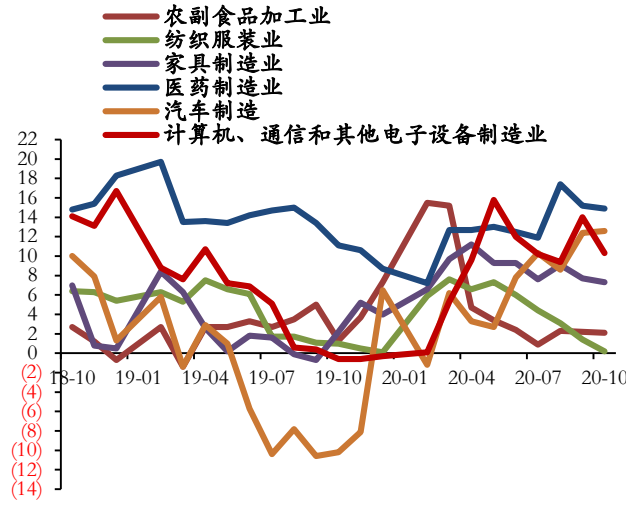
出口仍将继续扩张，但总体动能相对或减弱。由于中国对疫情的防控成效显著强于大多数国家，中国产能率先恢复，导致其他国家对中国出口的依赖性上升。在未来欧美经济恢复正常以后，欧美国家消费和生产的缺口相对减小，我国出口动能边际减弱。从今年关键出口品类来看，随着美国地产周期上行、居家办公成为“新常态”，相关居家用品的出口仍将获得支撑；随着海外复工复产，防疫物资出口大概率减弱，而日韩在设备出口方面更具有比较优势，专用设备、电气机械、电子产业链等设备行业出口份额或有下降；由于东南亚国家明年预计还面临疫情再度爆发的风险，产能预计恢复有限，我国服装纺织等劳动密集型产品出口仍然有支撑。此外，2021 年海外经济的一个特征是服务业复苏加快，相比于商品部门，海外服务对我国出口的拉动作用较小。因此 2021 年全球复苏对中国出口的外溢相对弱于 2020 年下半年，但整体仍呈扩张趋势。

2.制造业开启补库存，投资预计提速

由于疫情的冲击，今年库存整体从被动积压到被动去库，中游行业大多开始补库存。本轮工业企业产成品库存累计增速在 2019 年 10 月达到 0.8%之后触底回升，结果一季度遭遇疫情导致被动积压，累计增速达 7.8%，随着二季度需求回升，库存迅速回落至 6 月的 4.3%，对应“被动去库存”的过程，之后震荡回升至 4.8%，整体库存尚未显示明显回补，但部分行业开始补库存。下游行业中，食品制造业、计算机通信业等行业二季度在需求高景气度的带动下库存回补比较迅猛，三季度开始下降；受疫情影响较大的类似于服

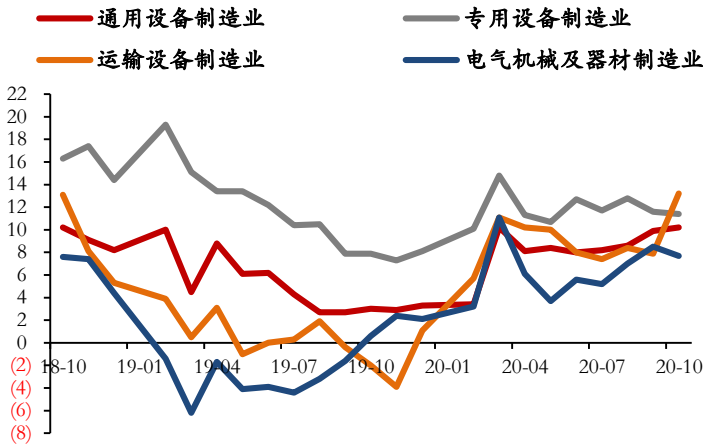
装、家具行业，疫情期间被动积压的库存仍旧在去化。中游行业多数已经开始补库存，专用设备、电气机械、运输设备等行业产成品库存增速自二季度开始呈上行趋势。

图表 19　下游行业产成品库存增速（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

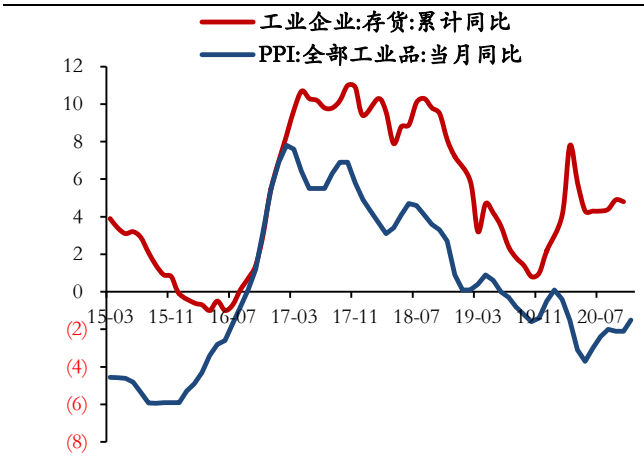
图表 20　中游行业库存同比增速（%）



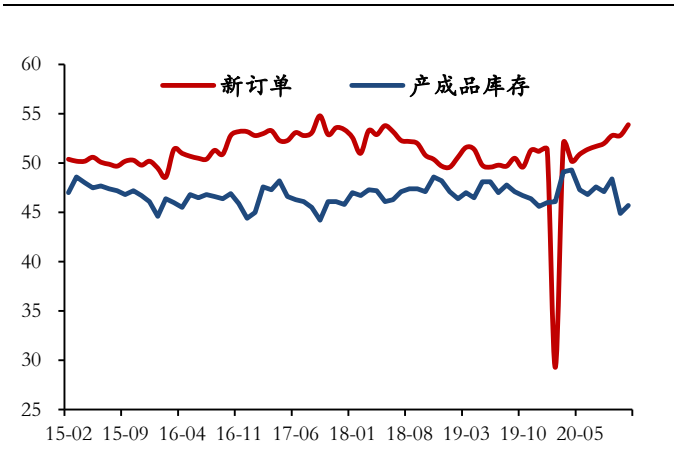
资料来源：Wind，万和证券研究所

补库存预期较为强烈，制造业投资有望加速。从历史规律看，PPI 同比略微领先库存增速 2 个月左右，出于基数效应 PPI 或于明年 5 月触顶，则库存顶部可能位于明年三季度初。从 PMI 指标看，新订单与库存的差值处于经验高位，显示库存回补的需求较高。随着经济复苏，企业经营状况逐步改善，工业企业利润回暖，PPI 环比增速转正，都将对未来制造业投资增长起到促进作用，疫苗落地后海外经济复苏也将加大中国制造业产品的进口需求。当前投资回升仍受库存回落的趋势抑制，而 2021 年上半年处于库存回升周期，也是“十四五”规划的开局之年，预计对资本开支有一定促进，加上低基数的影响，预计 2021 年制造业投资增速有望达到 10%左右。

图表 21　库存和 PPI 同比（%）



图表 22　PMI（%）



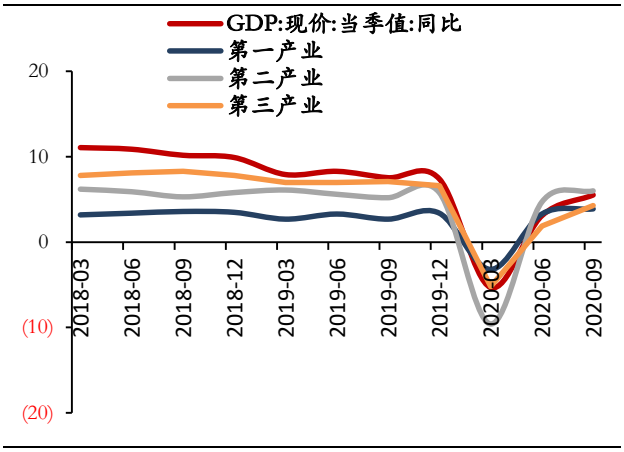
资料来源：Wind，万和证券研究所

资料来源：Wind，万和证券研究所

3、消费空间在于服务业的修复

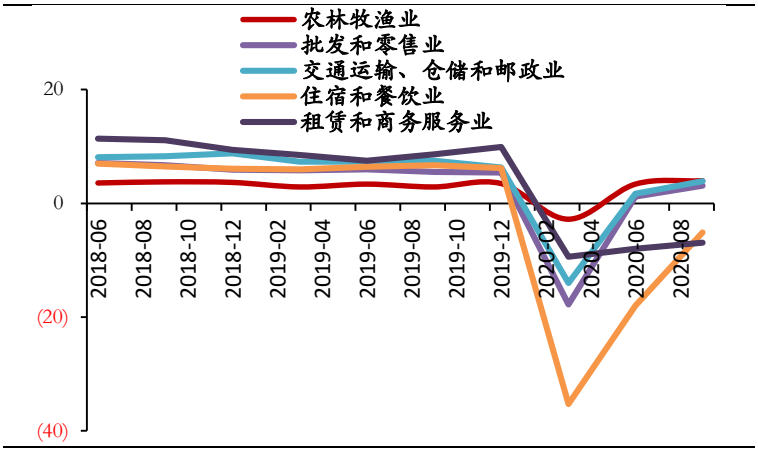
2020 年服务业连续修复，但距离疫情前仍差距明显。从生产端看，三季度一、二、三产业增加值同比增长 3.9%、6%、4.3%，增速同步回升，其中第一、二产业增速已超过上年年末水平，第三产业增速明显改善，但与上年末仍有差距，服务业中餐饮住宿、交运、批零、商务服务等项目前仍受疫情防控常态化约束，三季度住宿和餐饮业 GDP 增速只有-2.83%。社零口径下餐饮收入 1-10 月累计下滑 23.9%，单月增速直到 10 月才转正，仅为 0.8%，不过限额以上餐饮的恢复情况明显好于整体。从黄金周的旅游数据来看，旅游市场恢复目前 7 成左右，黄金周旅游总收入同比下降 28%，接待游客同比下降 19%，民航国内航线总周转量 9 月增速为-3.1%，较二季度明显好转。明年疫苗将显著打破疫情约束，释放服务业斜率，2021 年服务业对经济的贡献将会上升。

图表 23　GDP 当季同比（%）



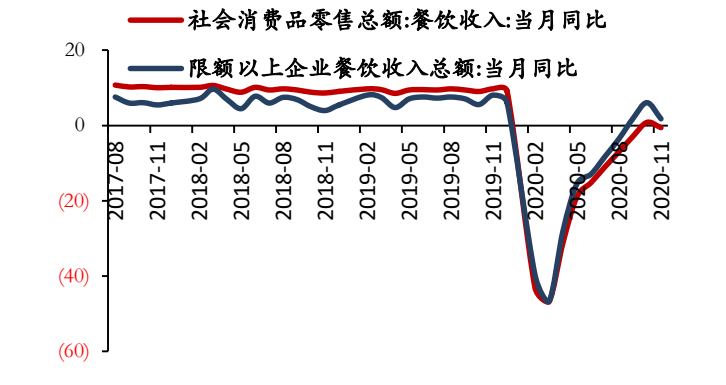
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 24　GDP 当季同比：服务行业（%）



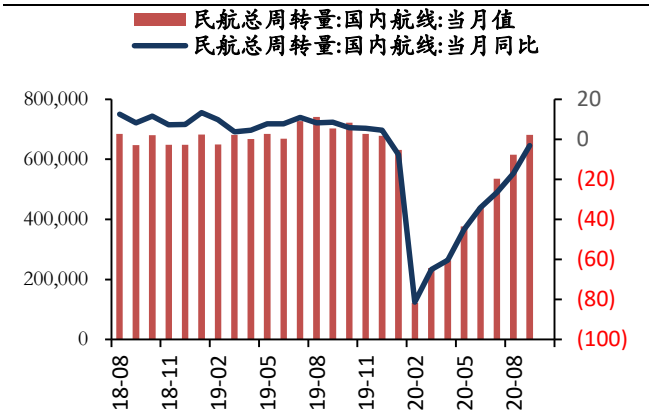
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 25　餐饮收入增速（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 26　民航国内航线总周转情况（万吨公里、%）

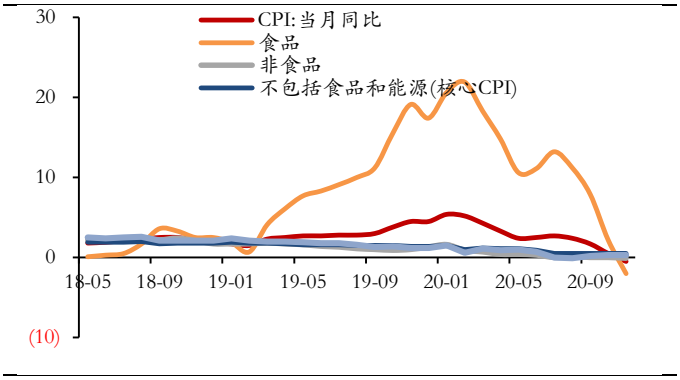


资料来源：Wind，万和证券研究所

（三）核心通胀预期企稳，工业品价格预计回升

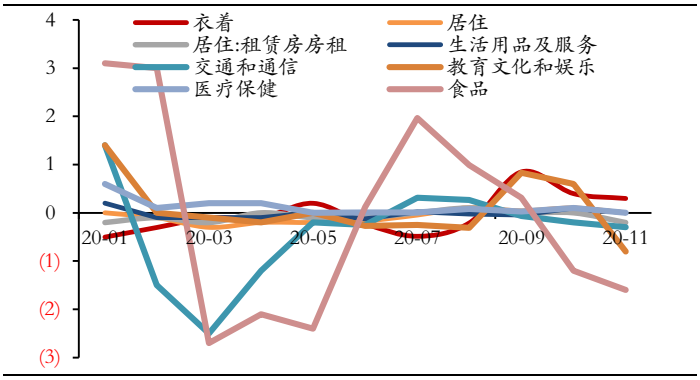
今年以来 CPI 连续回落，核心 CPI 持续低迷， PPI 同比跌幅收窄，周期品价格环比大涨。CPI 同比从 1 月 5.4%的高值连续回落，至 11 月 CPI 同比-0.5%，为过去 11 年来首次转负。具体看，11 月食品项同比-2%，环比降幅扩大至-2.4%，主要由于猪肉供需矛盾缓解价格下降拖累。11 月服务项同比 0.3%，环比降低 0.5pct 至-0.4%，分项看，同比保持正增长的今年只有医疗保健和文化娱乐，环比增速仅服装项由于购置冬装环比增速上升外，均未见明显改善。核心 CPI 同比连续 5 个月保持 0.5%，显示居民消费需求仍相对乏力。而 PPI 自 5 月以来环比开始改善，11 月 PPI 环比上涨 0.5%，同比跌幅收窄至-1.50%。与 PPI 修复表现一致，大宗商品价格 5 月以来上涨显著，南华工业品指数较 4 月末反弹了 28%，布伦特原油、南华动力煤、螺纹钢指数分别上涨 150%、54%和 23%。

图表 27　CPI 同比（%）



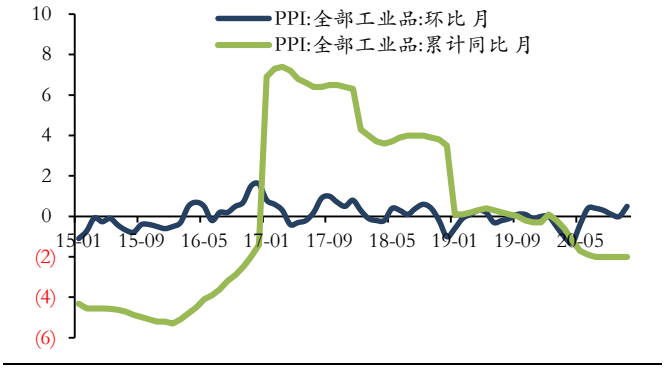
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 28　CPI 环比：分类别（%）



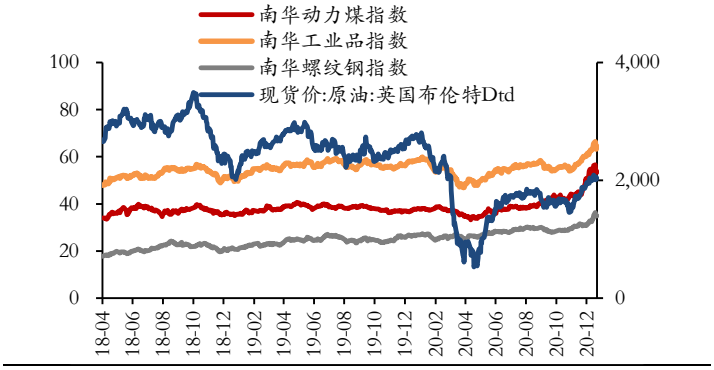
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 29　PPI 增速（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 30　主要工业品价格指数



资料来源：Wind，万和证券研究所

2021 年 CPI 在猪价的影响下整体将低于 2020 年，但核心 CPI 和 PPI 预期上行。核心通胀方面，疫苗投放后，随着消费场景及就业信心恢复，非食品价格修复，核心通胀预计先低后高，逐渐企稳。PPI 方面，明年上半年全球复

苏预期强烈，国内工业品价格同步于经济周期经验规律大致成立，海内外补库存周期也会对于工业品价格有一定给带动，并且基数效应也不容忽视。原油价格相较去年底仍有 25%以上的跌幅，本轮疫后全球定价的商品可能会出现一轮斜率修复，预计 PPI 同比在一季度转正，或在 5 月触顶。

（四）中期展望： 高质量发展的“十四五”

“十四五”时期经济社会发展的主题——“高质量”。五中全会于 2020 年 10 月 26 日至 29 日在北京举行，会议审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二 0 三五年远景目标的建议》。五中全会公报指出，当今世界正经历百年未有之大变局，新一轮科技革命和产业变革深入发展，国际力量对比深刻调整，和平与发展仍然是时代主题，人类命运共同体理念深入人心，同时国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增加。基于这样的判断，全会提出“十四五”时期经济社会发展要以推动高质量发展为主题，其特点是“创新、协调、绿色、开放、共享”。

构建“双循环”新发展格局是以高质量发展为主题的战略抉择，将深度影响“十四五”期间的中国经济。构建国内国际“双循环”格局，强调通过供给侧结构性改革，升级国内的产业链、供应链，做大国内消费市场，降低对外向型经济的依赖程度，反而使得国外产业更加依赖中国的产业链和供应链，更加依赖中国的巨大消费市场，从而在提高经济自我循环能力的同时，促进更高水平的对外开放。

实现国内国际双循环，我们认为有两大重点任务：一是畅通国内的经济循环。畅通国内经济循环意味着不搞地方经济小循环，而是形成一个统一的内部大市场，畅通国内经济大循环。我国经济总量庞大，不同省市经济发展阶段和比较优势不同，畅通国内经济大循环的思路之一就是推动形成优势互补的区域经济格局，重要支点是建设都市圈和城市功能区建设。中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议指出“坚持实施区域重大战略、区域协调发展战略、主体功能区战略，健全区域协调发展体制机制”，“完善综合运输大通道、综合交通枢纽和物流网络，加快城市群和都市圈轨道交通网络化”。**二是自力更生搞科技创新。**五中全会强调将“科技自立自强”作为国家发展的战略支撑，“双循环”的内在要求在于突破关键技术，推动产业基础现代化和产业链高级化，以更高的附加值参与全球分工。全会强调了九大新兴战略产业——信息技术、生物技

术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等。

此外，新基建领域值得关注。《建议》提出，在新基建方面，要加快第五代移动通信、工业互联网、大数据中心等建设。新基建包括信息基建、融合基建和创新基建，主要包括 5G 基站建设、特高压、城际高速铁路和城市轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网七大领域。当前，我国的 5G 技术专利数、5G 基站数、5G 基站建网模式世界领先，推动新基建发展有利于我国抓住第四次科技革命的先机。

图表 31　新基建框架



资料来源：《建议》，万和证券研究所

三、2021 年宏观政策面： 宏观流动性趋紧

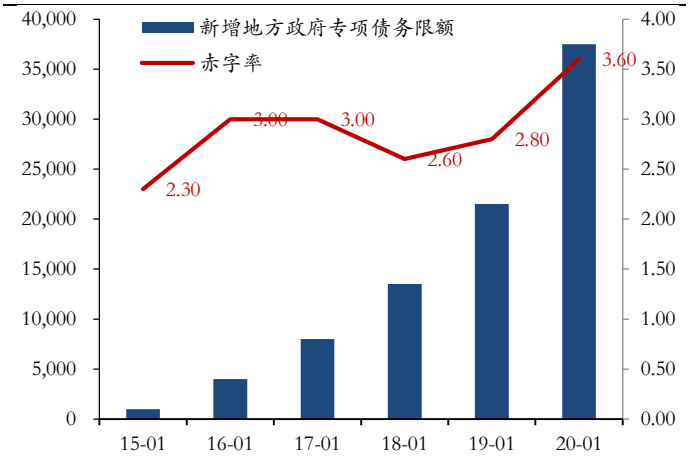
（一） 疫情后逆周期宏观政策从“双宽”到趋于中性

疫情爆发之后，财政和货币政策实行双宽松。在发生疫情之前，我国宏观政策总体基调是稳中求进、保持定力，对经济下行的容忍度较高，政策调控举措以托为主。3 月 27 日政治局会议指出“要加大宏观政策调节和实施力度。要抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施，积极财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度，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”。两会确定 2020 年财政赤字率拟按 3.6%以上安排，较 2019 年的 2.8%显著抬升。广义赤字同样显著扩张，新增地方

政府专项债限额提升 1.6 万亿元至 3.75 万亿，并再发行 1 万亿元特别国债。

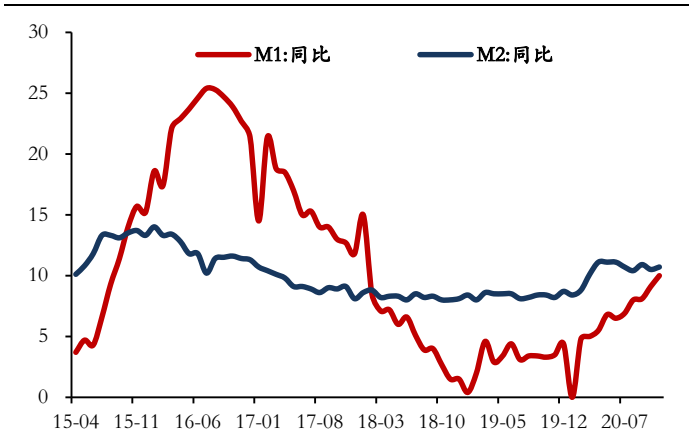
货币政策同样处于相对宽松的状态。1-11 月新增社融累计 33.15 万亿，同比增速达 41.2%。存量社融同比增速 13.6%，高于上年同期 3 个百分点，主要是信贷扩张和政府债券扩容的结果。11 月末，广义货币供应量（M2）同比增速为 10.7%，M1 增速同比 10%，均高于上年同期的 4.8%和 8.2%，有力的支持了经济稳步恢复。

图表 32　财政赤字、新增专项债限额（亿元、%）



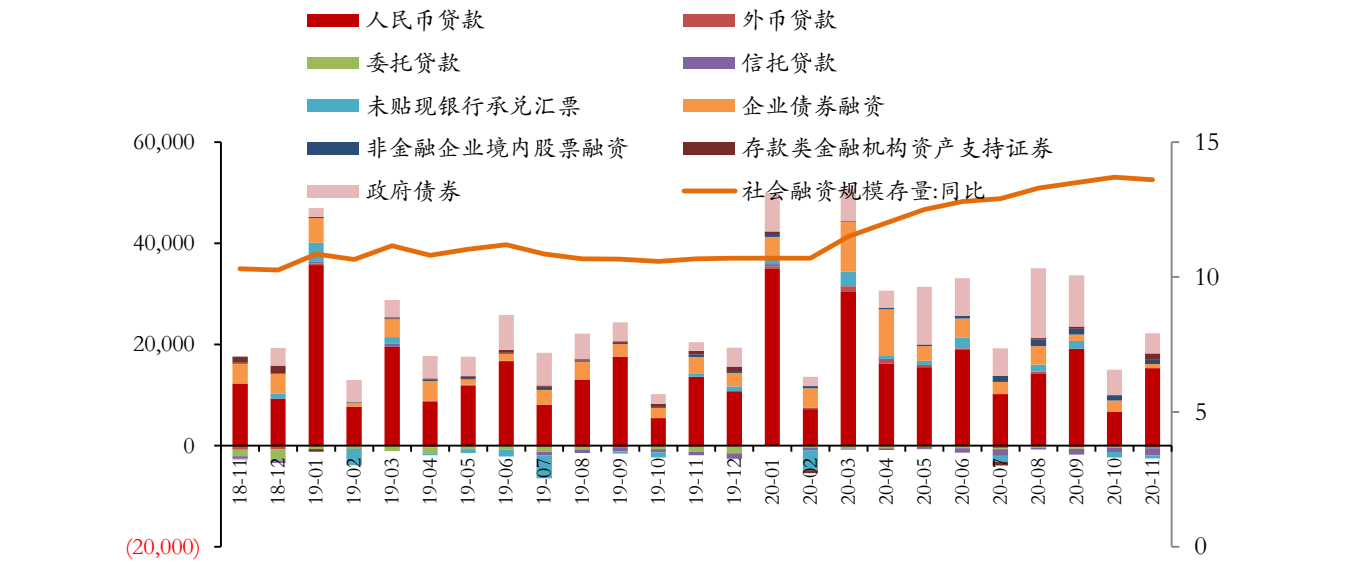
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 33　货币增速（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

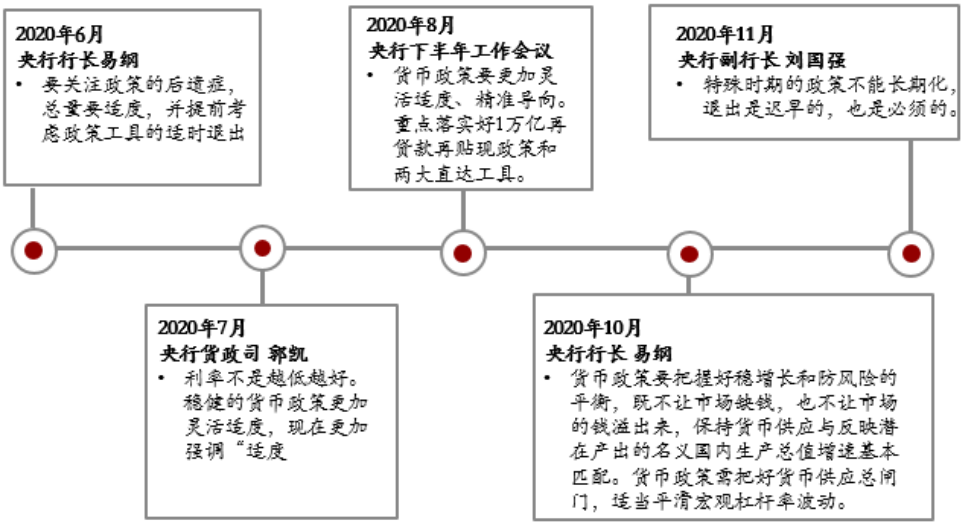
图表 34　月度新增社融结构（亿元、%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

今年下半年货币环境已从偏宽回到中性。自 2020 年 6 月起，央行及多位相关官员在不同场合提及货币政策工具的退出，表明随着疫情影响的消除和经济的渐进修复，前期宽松政策的退出是合理之意。

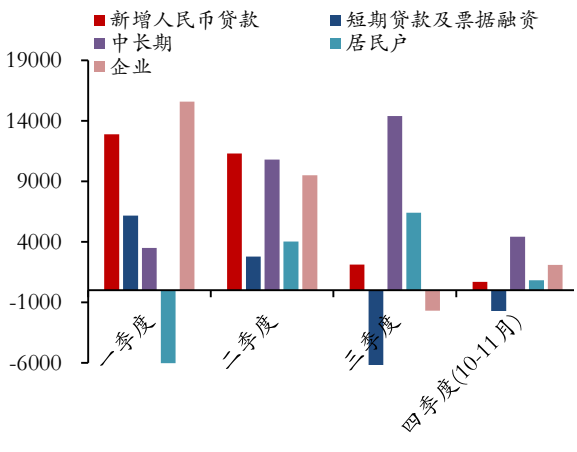
图表 35 央行在不同场合对货币政策的表态



资料来源：Wind，万和证券研究所

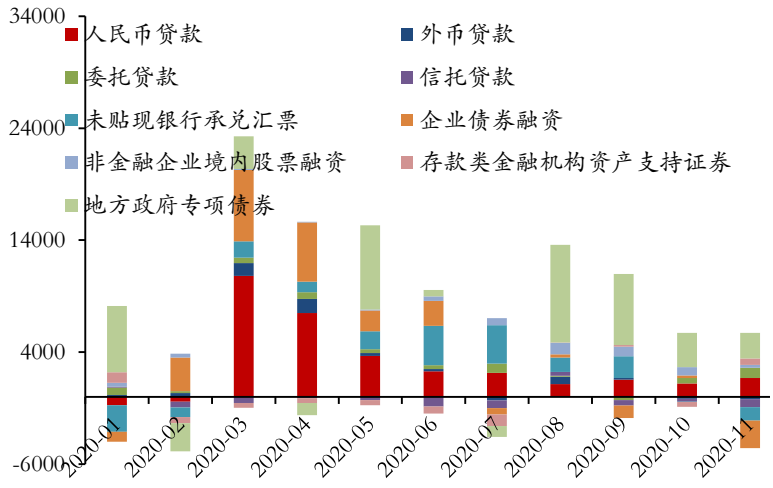
从新增信贷分布来看，新增人民币贷款主要集中在上半年，上半年累计新增人民币贷款 12.3 万亿元，同比多增 2.3 万亿元；下半年截至 11 月新增 6.6 万亿元，同比仅多增 7700 亿元。按照 20 万亿的年度规模，下半年只有 8100 亿的多增空间。新增社融下半年主要也是政府债券发力，本质上是财政政策的落地，不含政府债券的社融上半年同比多增 4.9 万亿元，而下半年截至 11 月只有 1.47 万亿元，政府债券以外的社融呈逐月收缩的态势。所以从年内分布特征来看，上半年的宽松到下半年已渐趋中性。

图表 36 新增信贷：同比多增（亿元）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 37 新增社融 ：同比多增（亿元）



资料来源：Wind，万和证券研究所

（二） 财政、信贷政策进一步正常化

2021 年政策主线为“稳杠杆”，不会出现政策急转弯。三季度，货币政策执

行报告强调“把好货币供应总闸门，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来，保持广义货币供应量和社会融资规模增速与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。尽可能长时间实施正常货币政策，保持宏观杠杆率基本稳定。”明年随着疫情影响消退和经济修复，宏观经济将进入稳杠杆阶段。

宏观杠杆率 = 宏观债务/名义GDP

稳定宏观杠杆率有两层含义，一是随着经济增长带动分母端的扩大，宏观杠杆率自然回落；二是逆周期调节政策力度的减弱，通过控制分子端的债务增速来实现降杠杆。参考“保持货币供应与反映潜在产出的名义 GDP 增速基本匹配”的政策目标，考虑到 2021 年名义 GDP 增速将超过 10%，社融增速或将自然与名义 GDP 增速大致匹配，意味着宏观杠杆率能够自然维持平稳。同时，中央经济工作会议也强调“明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯。”总之，经济不会出现 2017-2018 年的去杠杆局面。

财政空间预计回归正常区间。疫情导致今年财政宽松空间明显扩大，赤字率 3.6%以上、专项债 3.75 万亿、特别国债 1 万亿在下半年较为集中投放的组合在 2021 年很难复制，我们估计 2021 年狭义赤字率回到 3%左右，专项债回到 3-3.5 万亿左右的水平，较 2020 年力度有所退坡。中央经济工作会议表示“积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为”，同时，2020 年可能存在部分未使用完的财政资金结转至下一年使用，财政对实体支持力度不会有大幅减弱。

政策工具有序退出、房地产融资严监管，信贷供给边际承压。今年在疫情冲击的背景下，央行推出了共 1.8 万亿再贷款再贴现额度，创新两项直达实体经济工具以支持小微企业融资。12 月 21 日，李克强总理在国务院常务会议上表示将适当延长普惠延期还本付息政策和信用贷款支持计划小微工具，体现了对小微企业的政策退出较为柔性。房地产融资方面，“房住不炒”已是常态，在疫情之下监管部门进一步对房企设定了“三道红线”，郭树清主席也强调房地产是现阶段我国金融风险方面最大的“灰犀牛”。房地产融资严监管的态势会延续到明年，房地产贷款增速预计仍会进一步下降。总体来看，“稳杠杆”的要求并不会让新增贷款出现断崖式下跌，经济逐步回升也会带动制造业企业等信贷需求上升，预计明年新增贷款保持 20 万亿的规

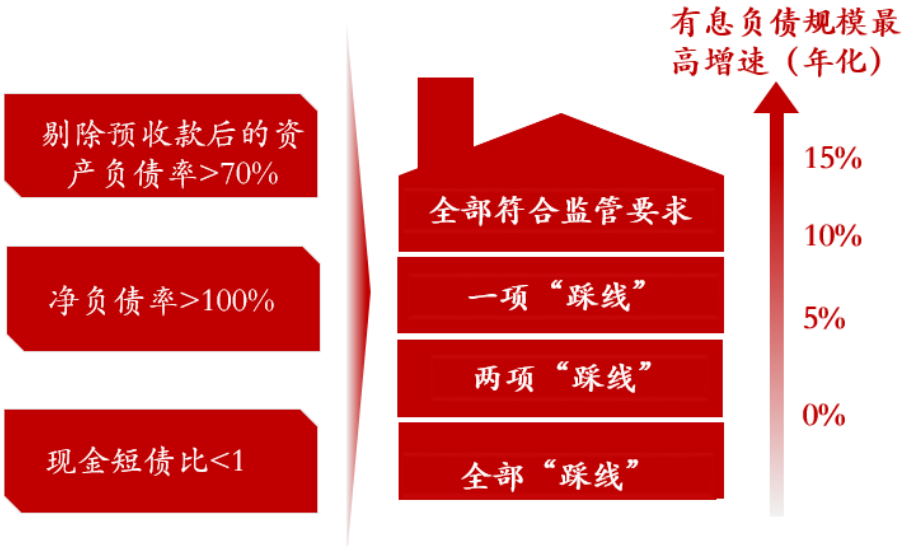
模，信用投放大概率呈“缓慢掉头”的态势。

图表 38 疫情后央行创设的信贷支持工具

	政策	时间	规模（亿）	到期日	备注
定向贷款再贴现	疫情防控专项贷款	2020-2-7	3000	2021/2/6 陆续到期	央行再贴现最长期限一般为 4 个月，在贷款最长期限一般为 1 年
	普惠再贴现再贷款	2020-2-26	5000	2021/2/26 陆续到期	
	中小银行再贴现再贷款	2020-4-3	10000	2021/4/3 陆续到期	
创新直达实体工具	普惠小微企业贷款延期支持工具	2020-3-2	4000 亿元带动延期本金 3.7 万亿	2021-3-31	12 月 21 日，国务院常务会议决定延续普惠延期还本付息政策和信用贷款支持计划小微工具，具体延期时间未制定
	普惠小微企业信用贷款支持计划		4000 亿元带动新发信用贷款 1 万亿	2021/06 陆续到期	

资料来源：央行，万和证券研究所

图表 39 重点房地产企业资金监测和融资管理“三道红线”



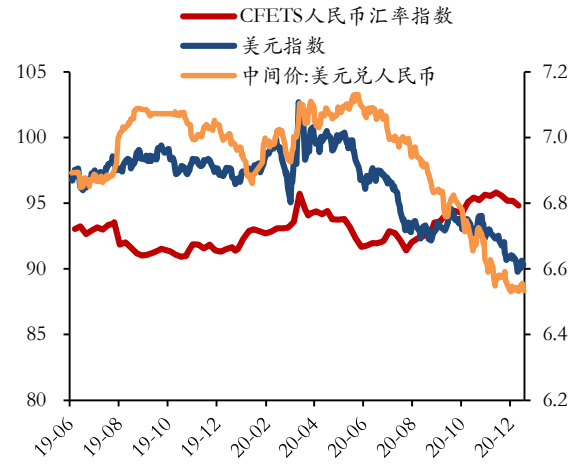
资料来源：财联社，新华社，万和证券研究所

非标规模收缩幅度将提升。2018 和 2019 年社融口径下非标规模逐步收缩，分别下降 2.94 和 1.76 万亿，今年由于疫情影响，收缩幅度明显不如前两年，特别是未贴现票据规模较前两年有明显增长。虽然资管新规过渡期延期到 2021 年底，但从下半年监管部门的表态来看，对于资管业务规范整改以及影子银行和交叉金融业务的监管力度会有所加强，因此我们判断明年非标规模收缩幅度较今年有所提升。

（三） 人民币汇率仍有上行空间，但动力或减弱

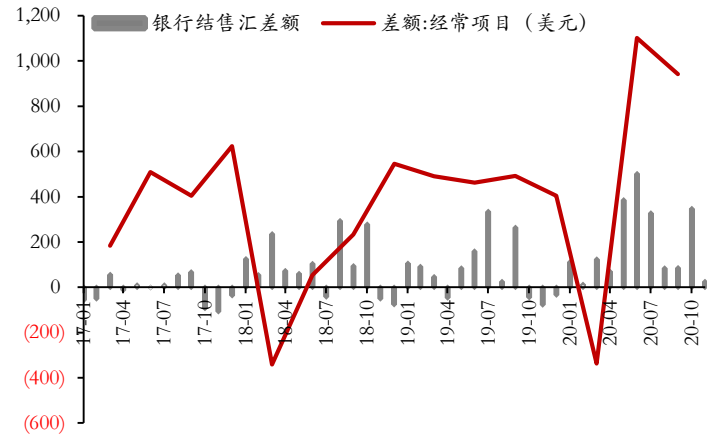
今年人民币汇率显著升值，主要受美元走弱、经常账户和金融账户顺差扩大影响。截至 12 月 22 日，人民币兑美元中间价、人民币兑一篮子汇率的指数 CFETS 较 5 月末分别升值 9%和 2.7%。一方面，人民币对美元升值幅度远高于人民币对一篮子货币升值，显示出美元指数走弱是推动人民币升值的主要原因。另一方面，今年二季度以来经常账户顺差格局，以及银行代客结售汇口径下证券投资顺差扩大，显示证券市场外资流入增多，共同推升了人民币升值。

图表 40 人民币汇率走势



资料来源：Wind，万和证券研究所

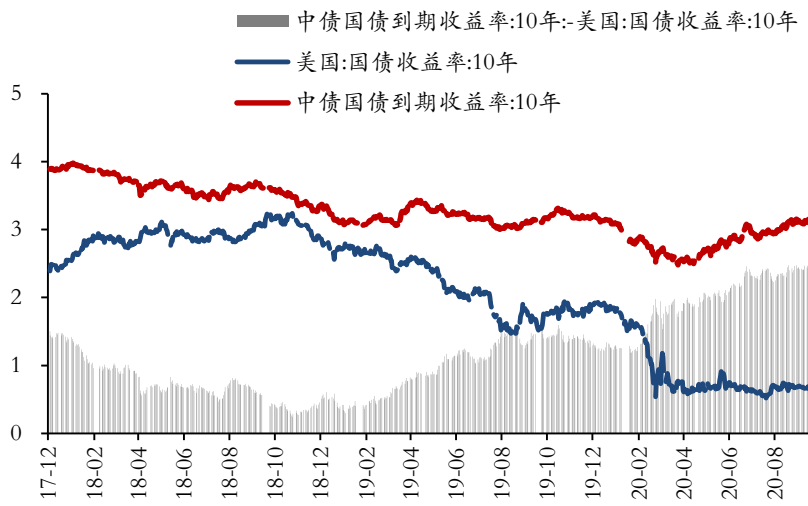
图表 41 经常项目顺差、银行证券投资结售汇顺差（亿元）



资料来源：Wind，万和证券研究所

贸易顺差和金融市场套利对人民币走势仍有支持。一方面，在全球疫情尚未明显改善之前，中国出口大概率仍偏强，如前文所述，发达国家在一季度后加速复苏，对中国制造业的需求不会减速，到下半年随着发达国家生产逐渐恢复，供需缺口缩小，出口动能才或许有所减弱。另一方面，全球普遍对中国经济增长预期高于欧美，叠加中美利差处于高位，中国股债等资本市场对外资的吸引力仍在，明年我国资本市场对外开放仍在扩大，资金流入也将持续。

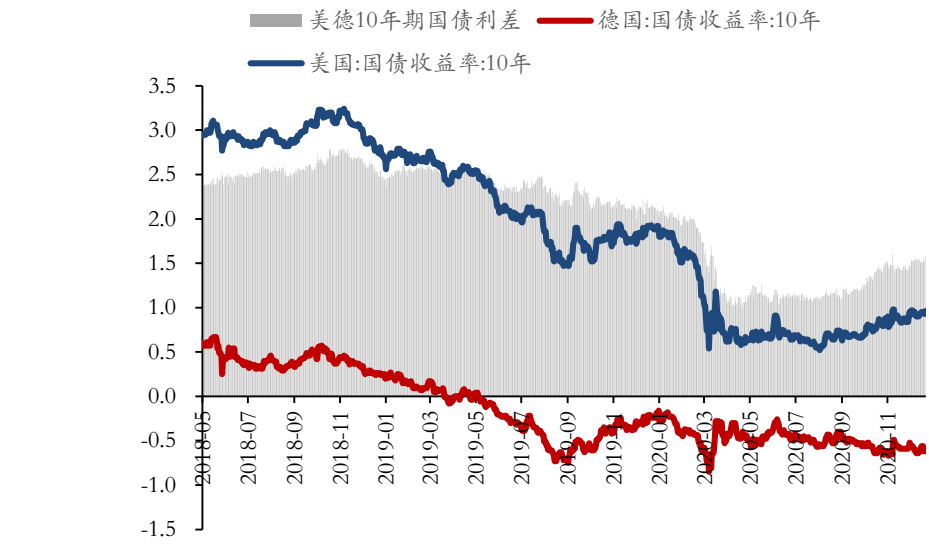
图表 42 中美国债到期收益率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

美元指数明年下半年或企稳反弹，人民币升值动能减弱。今年美元走弱主要在于美联储政策大幅宽松、欧洲经济相对表现较强，以及金融市场的广泛套利导致的。目前，美国疫情形势依然严峻，12 月美联储议息会议延续宽松基调，若新一轮财政刺激顺利落地，美联储可能会配合财政政策进一步加码宽松，推动金融资产价格进一步上涨，多重因素导致美元指数在明年一季度或继续维持弱势表现。但美联储上调了美国经济预期和通胀目标，则是对经济复苏的肯定。进入明年二季度，美国国内疫情或随着疫苗接种变得可控，经济复苏和通胀水平使得美联储在货币政策上或出现边际收敛。另一方面，欧洲疫情再度告急，欧元区强于美国的复苏预期将削弱，美德利差 5 月末以来上行约 50bp，美债吸引力提高。综合来看，美元指数有可能在下半年进入企稳反弹，届时相对于弱美元而表现强势的人民币升值动力可能也会有所减弱。

图表 43 美德国债到期收益率（%）

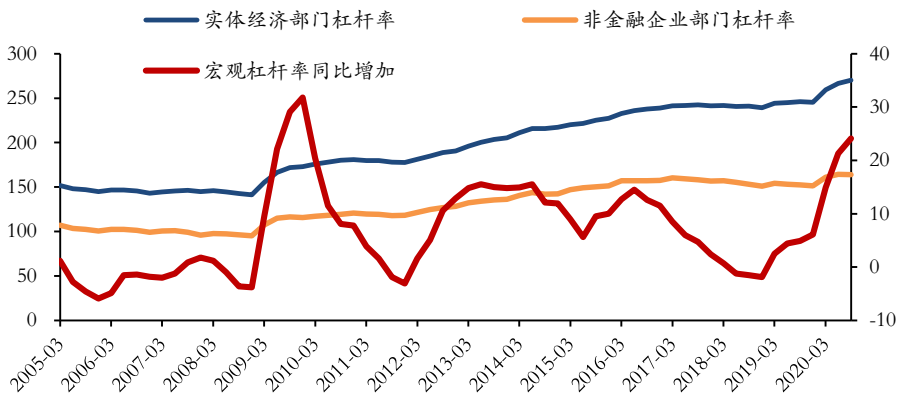


资料来源：财联社，新华社，万和证券研究所

四、2021 年大类资产判断：先股后债，关注拐点

宏观杠杆率增速大概率见顶，经济进入“紧信用”阶段。我国三季度末的宏观杠杆率为 270.1%，我们以宏观杠杆率同比变化百分点表示杠杆变化的速率，可以看出今年宏观杠杆率抬升速度为 2009 年以来最高。随着明年宏观政策转为“稳杠杆”，宏观杠杆率增速大概率见顶。从债务的来源看，主要有政府、私人部门及海外，明年财政空间回归正常区间，信贷投放缓慢掉头，非标规模收缩幅度将提升。人民币汇率上半年支撑较强，下半年在美元指数企稳反弹的情况下或面临承压，外资流入速度或减慢。整体来看，债务扩张慢于经济增速，融资需求大于信用供给，经济呈现“紧信用”格局，宏观流动性偏紧，上半年尤为突出。

图表 44 宏观杠杆率及同比增加（%、百分点（右轴））



资料来源：Wind，万和证券研究所

（一）权益

从DDM模型出发，权益市场取决于企业盈利、无风险利率和风险溢价。如前所述，我们预计2021年宏观杠杆率增速进入下行阶段，宏观流动性偏紧，无风险利率上行。2021年上半年经济处于快速增长阶段，PPI或于二季度见顶，行业景气度确定性较高的比如服务业、中游设备类、出口产业链、有色金属等领域俱备盈利优势，分子端的盈利扩张可以在一定程度上对冲估值下降的影响。而下半年经济增长放缓，权益市场或面临盈利估值均承压的局面，对市场需保持谨慎。

（二）债券

债券机会在下半年逐渐显现。债券价格反映了资金价格，也就是流动性松紧，明年无风险利率上行，尤其上半年斜率较大，逻辑上将对应债券承压，到明年年中的时候，由于经济增速放缓，宏观流动性转为相对宽裕，更有利于债券资产。而由于利率变化会被提前“PRICE IN ”，债券机会最早或在明年一季度。

五、风险提示

疫苗产能、效果、接种范围不及预期；有效需求不足，通胀承压；中美贸易摩擦加剧。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

同步大市：相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深300指数涨幅15%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深300指数跌幅5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写,报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券有限公司研究所所有，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。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333　传真：0755-25170093

邮编：518040　公司网址：http://www.vanho.cn