国金证券
SINOLINK SECURITIES

证券研究报告

无尽的远方：树立长期与全球思维

——2021宏观经济、政策与大类资产配置展望

总量研究中心
宏观经济组
分析师：边泉水
执业编号：S1130516060001
分析师：[redacted]小乐
执业编号：S1130518030001
联系人：邸鼎荣，杨一凡

DATE： Dec 27 , 2020

主要内容

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **时间维度：树立长期思维，避免短视。2035年中国早已成为世界第一大的经济体，成为中等发达国家，但离世界第一强国仍遥远。**我们认为，十四五规划和2035年远景目标可能会提出2020至2035年GDP翻一番目标，GDP平均增速只要达到4.7%即可实现；2035年中国GDP为41万亿美元，美国GDP为37万亿美元，成为世界第一大经济体；但中国的人均GDP与美国依然存在差距。在这个过程中，除了加大科创力度外，中国经济需要克服四大问题：1）需重视未来十五年出现的金融危机；2）需重视房地产泡沫问题；3）需重视高宏观杠杆率问题；4）需重视中美关系的不确定性。
- **空间维度：树立全球思维，不仅关注自身，更关注世界，构建中国与全球竞争与合作新框架。**上世纪伴随两次世界大战，美国开始走向崛起。与美国崛起相对顺利不同，我国在崛起过程中面临复杂的国际环境。中美当前的经济结构以及相互融合度，决定了中美大概率不会走向“修昔底德陷阱”，但中美关系不确定性较高，竞争加剧。未来在全球舞台上，我国将继续学习做一个有影响力的大国。通过构建与国内经济发展相适应的全球关系，我国在全球事务中发挥更加积极作用，包括RECP、一带一路、中日韩自贸伙伴关系、中欧关系在后疫情时代也拥有广泛合作空间。
- **短期增长与政策：疫情后经济复苏，但政策退出难度大。**2021年全年实际GDP增速预计在9%左右，其中，一季度18%，二季度8.2%，三季度7.0%，四季度5.7%；预计2021年CPI同比为1.1%，PPI同比为1.5%。对于2021年经济，我们认为：1）海外经济恢复的方向比较确定，但力度可能不会太强；2）中国的净出口对经济的贡献将有所下降；3）地产和基建投资将放缓、制造业投资增速相对稳定；4）消费增长难以恢复到疫情前的水平。政策方面，货币政策回归常态，不会“急转弯”，预计2021年M2同比增速10%左右，社融存量同比增速11%左右。财政政策整体积极，但力度下降，预计一般预算赤字率会下调至3%以下，新增地方政府专项债预计在3万亿左右。
- **大类资产：股市的结构性机会与工业品的狂欢落幕。**经济的恢复和政策的退出形成拉锯，风险偏好趋于稳定，预计A股整体震荡，其中科技创新相关行业仍具备政策红利。美股流动性和盈利的贡献开始分化，2021年冲高回落的概率较高；中债长端收益率进一步上行空间不大，预计1Q2021收益率见顶，随后逐季回落，但回落幅度相对有限；汇率方面，美国新一轮财政刺激落地后美元指数预计短期见底，人民币汇率双向波动（ 6.40-6.80 ）；工业品方面，需求改善对铜价和油价形成支撑，但供给和金融层面的变化开始转向利空；美国实际利率回升较为确定，黄金的性价比回落。

风险提示：疫情后复苏力度不及预期，全球刺激退出过快，中美对抗加剧。

目 录

1. 时间维度：树立长期思维，避免短视----------P4

2. 空间维度：树立全球思维，不仅关注自身，更关注世界----------P23

3. 短期增长与政策：疫情后经济复苏，但政策退出难度大----------P34

4. 大类资产：股市的结构性机会与工业品的狂欢落幕----------P54

序言 无尽的远方：树立长期与全球思维

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 借用鲁迅先生所说的 “无尽的远方，无数的人们，都与我有关”，我们把无尽的远方扩展至时间和空间双重含义；

- 从时间维度看，2021年我们需要树立长期视角，更加着眼于长远，避免短视。2032年中国经济总量将超越美国，成为世界第一大经济体，2035年中国成为中等发达国家，距离实际世界第一强国的地位仍遥远；

- 从空间维度看，树立全球思维，构建与国内发展相适应的全球关系。随着中国成为世界第一大经济体，中国对全球的影响力越来越大，世界与中国更加相关，不仅关注中国自身，也关注全球的每一个区域。



一、时间维度： 树立长期思维，避免短视

2035年中国早已成为世界第一大的经济体，成为中等发达国家，但离世界第一强国仍遥远

本章要点

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **2035年中国早已成为世界第一大的经济体，成为中等发达国家，但离世界第一强国仍遥远。**五中全会公报提出了到二〇三五年基本实现社会主义现代化远景目标。我们认为，十四五规划和2035年远景目标可能会提出2020至2035年GDP翻一番目标。预计到2035年，中国GDP为41万亿美元，美国GDP为37万亿美元，成为世界第一大经济体；但中国的人均GDP在3万美元左右，美国为10万美元，与美国依然存在差距，离世界第一强国仍遥远。

- **至2035年平均潜在增速为4.8%，支持GDP翻番的目标实现。**根据白重恩等计算，至2035年平均潜在增速为4.8%。根据徐忠等研究，2019-2024年潜在增速平均为5.5%，2025-2029潜在增速平均为4.6%。可以实现2035年GDP翻番目标。同时，2010年进入经济新常态后，GDP增速中枢逐渐下移；疫情可能导致潜在增速下降。

- **借鉴日本的历史经验，GDP总量增长的实现来源于三个方面：**1）GDP总量增长伴随人民币汇率上升；2）GDP总量增长伴随物价水平上升；3）GDP总量增长伴随实际GDP上升。中国GDP总量增长经济快速增长阶段也将遵循同样的路径——汇率、实际GDP以及物价水平的同步上涨。

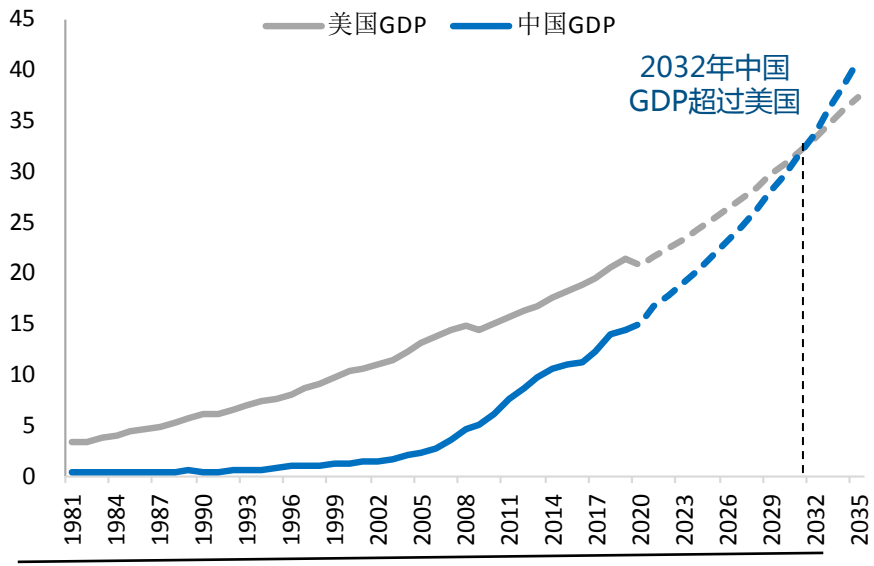
- **在GDP翻番过程中，除了加大科创力度外，中国经济需要克服四大问题：**1）需重视未来十五年可能出现金融危机；2）需重视房地产泡沫问题；3）需重视高宏观杠杆率问题；4）需重视中美关系的不确定性。

- **十四五规划有四条主线：**1）内循环为核心的消费主线；2）科技创新，提高全要素生产率；3）绿色经济，促进新能源革命；4）都市圈为核心的区域发展战略。

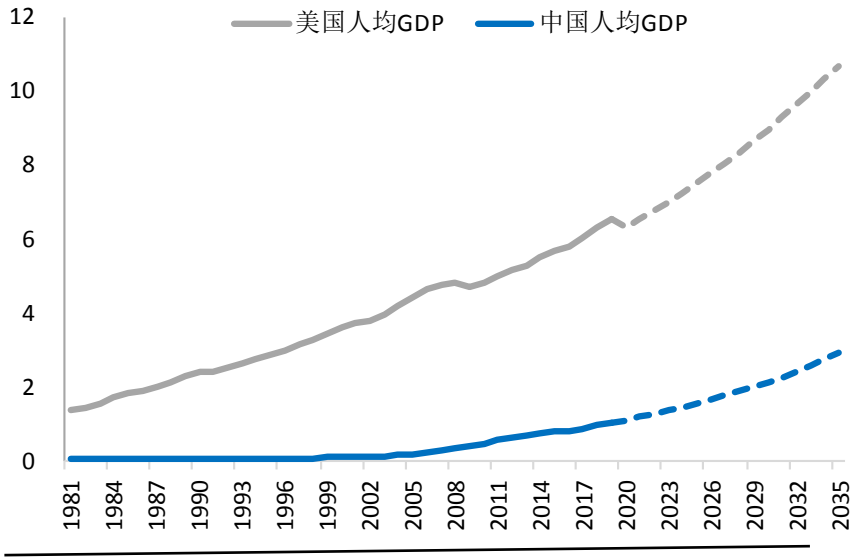
2035年中国早已成为世界第一大的经济体，成为中等发达国家，但离世界第一强国仍遥远

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表 2032年中国GDP总量超过美国（万亿美元）



图表 中国人均GDP持续上升，但与美国依然有差距（万美元）



- **五中全会公报提出了到二〇三五年基本实现社会主义现代化远景目标**，指出“我国经济实力、科技实力、综合国力将大幅跃升，经济总量和城乡居民人均收入将再迈上新的大台阶…人均国内生产总值达到中等发达国家水平，中等收入群体显著扩大…”。
- **2035年中国早已成为世界第一大的经济体，成为中等发达国家，但离世界第一强国仍遥远。**我们认为，十四五规划和2035年远景目标可能会提出2020至2035年GDP翻一番目标。预计2021至2035年GDP平均增速只要达到4.7%即可实现；预计到2035年，中国GDP为41万亿美元，美国GDP为37万亿美元，成为世界第一大经济体；但中国的人均GDP在3万美元左右，美国为10万美元，与美国依然存在差距。

资料来源：Wind，国金证券研究所

2035年GDP可以实现翻番

国金证券 SINOLINK SECURITIES

GDP翻番的进一步考虑

- 在国外疫情仍然存在二次爆发和不明朗的情况下，中国经济率先走出疫情影响，实现深V型恢复性增长：
- **进一步考虑2020疫情导致的低基数效应**，2021年GDP同比增速有可能达到9%；计算得到2022至2035年平均GDP增速只要达到4.5%左右，即可实现翻番目标；
- **国家统计局每五年会修订并上调GDP总量。**随着统计制度和统计方法的完善，四次调整的幅度越来越小，未来预计将继续保持幅度缩小的趋势。从2011年以后来看，修订前后实际GDP增速大致变化0.1-0.2个百分点。考虑未来GDP增速的修订，预计2022-2035年GDP平均增速在4.4%即可实现翻番目标。

图表 统计局修订对GDP的影响

	GDP（亿元）			实际GDP增速（%）		
年份	修订后	修订前	变化	修订后	修订前	变化
2011	487,940	472,882	15,058	9.6	9.5	0.1
2012	538,579	518,942	19,637	7.9	7.7	0.2
2013	592,963	568,845	24,118	7.8	7.7	0.1
2014	643,563	636,139	7,424	7.4	7.3	0.1
2015	688,858	676,708	12,150	7.0	6.9	0.1
2016	746,395	744,127	2,268	6.9	6.7	0.2
2017	832,036	827,122	4,914	7.0	6.9	0.1
2018	919,281	900,309	18,972	6.8	6.7	0.1

资料来源：Wind，统计局，国金证券研究所

2035年GDP翻番的支持因素—潜在增速

至2035年平均潜在增速为4.8%，支持GDP翻番的目标实现：

- **从潜在增速角度看，可以实现2035年GDP翻番目标。**根据白重恩等计算，至2035年平均潜在增速为4.8%。根据徐忠等研究，2019-2024年潜在增速平均为5.5%，2025-2029潜在增速平均为4.6%。可以实现2035年GDP翻番目标。
- 随着中国经济体量不断增大，2010年进入经济新常态后，GDP增速中枢逐渐下移；疫情可能导致潜在增速下降。如果经济增速在十四五时期能保持5%左右，说明经济实现恢复性潜在增长；同时，如果2020-2035年中国经济实现4-5%的增速，基本实现经济增速向潜在经济增速靠近，接近估计值4.7%，将支持2035年GDP翻番目标实现。

图表 中国2020-2050年（潜在）经济增长率（%）

年份	Maddison	PWT 9.0	平均值
2021-2025	5.14	6.00	5.57
2026-2030	4.49	5.15	4.82
2031-2035	3.68	4.19	3.94
2036-2040	3.19	3.61	3.40
2041-2045	3.29	3.63	3.46
2046-2050	2.84	3.11	2.98

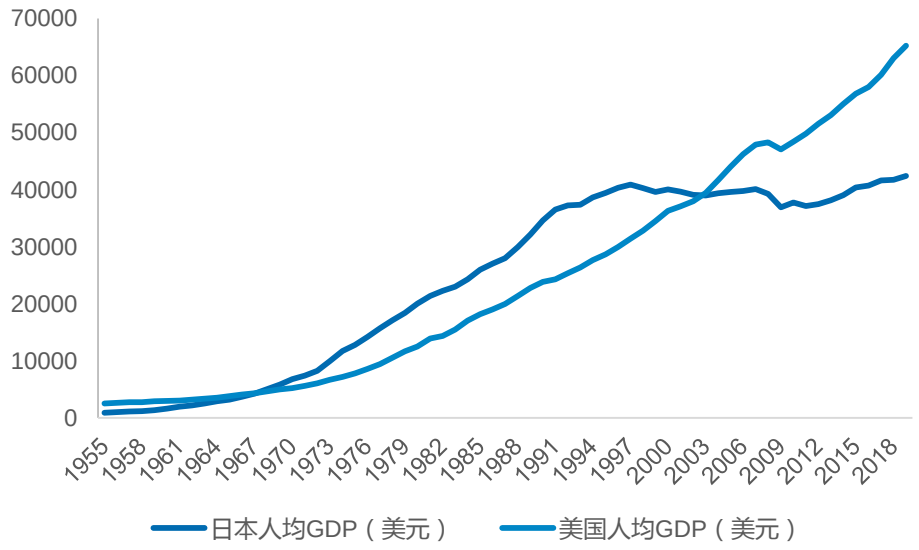
资料来源：白重恩,张琼.中国经济增长潜力预测：兼顾跨国生产率收敛与中国劳动力特征的供给侧分析[J].经济学报,2017,4:1-27.，国金证券研究所

2035年GDP翻番目标实现的三大来源

借鉴日本的历史经验

- 20世纪70年代，日本开始崛起，此后几十年间，日本经济保持快速增长。**日本经济高速增长阶段的显著特点是：汇率、实际GDP以及物价水平的同步上涨。**
- 同样对于中国来说，经济快速增长阶段也将遵循同样的路径——汇率、实际GDP以及物价水平的同步上涨。

图表 日本与美国人均GDP对比



资料来源：Wind，国金证券研究所

2035年GDP翻番目标实现的三大来源—人民币升值

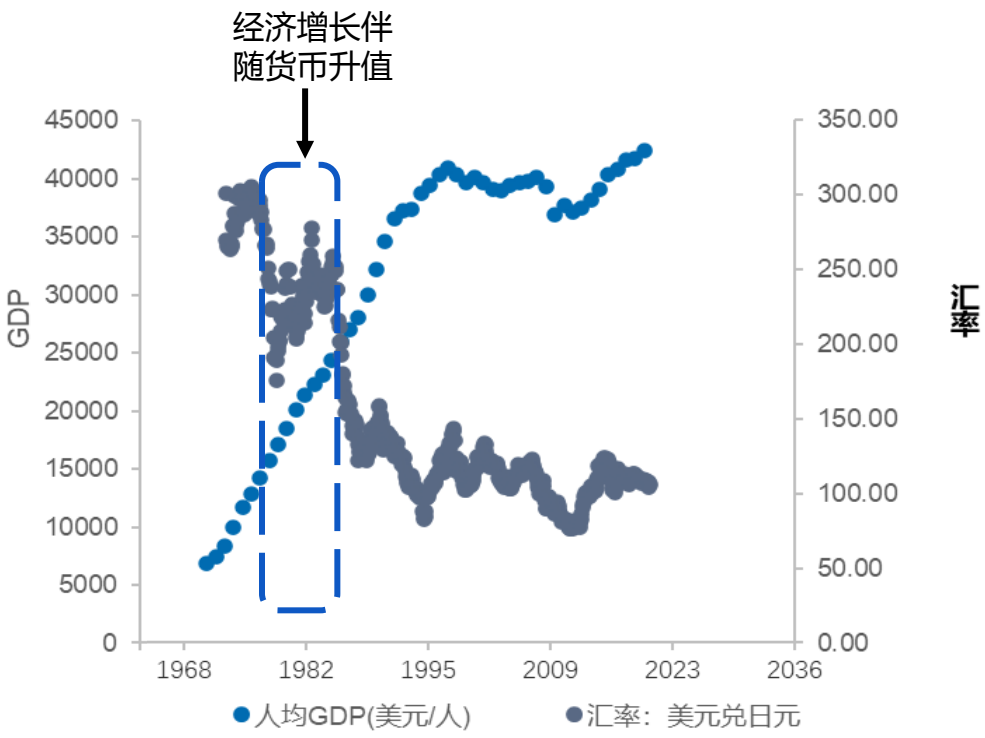
国金证券 SINOLINK SECURITIES

第一，GDP总量增长与人民币汇率上升相互作用

中国若要实现2035年GDP翻番的目标，将伴随人民币升值的过程。

- **借鉴分析日本早期经验，日本的GDP与汇率升值同步发生。**在1960年代-1970年代日本GDP高速增长的时代，日元汇率（日元兑美元）同样飞速上涨，汇率上升对GDP的贡献度非常大。尤其在1970年代后期，二者的同步性最强，汇率上升对GDP的协同作用最强。
- 中国的GDP增长将伴随人民币汇率的逐步升值。
- **目前人民币汇率为6.5RMB/USD，预计未来将持续升值，2035年达到5RMB/USD左右。**

图表 日本汇率（美元兑日元）与GDP变动



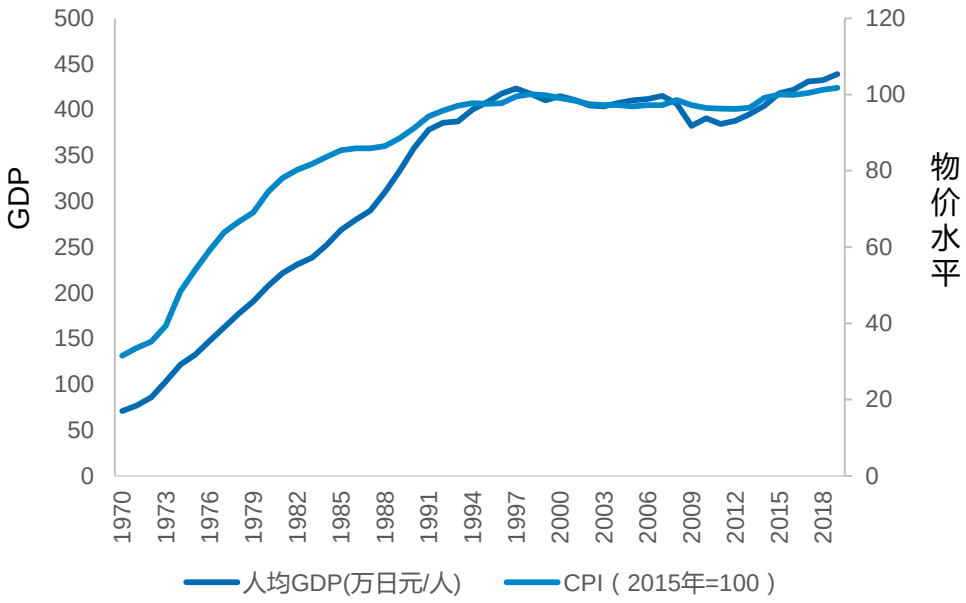
资料来源：Wind，国金证券研究所

2035年GDP翻番目标实现的三大来源—物价上升

第二，GDP总量增长与物价上升相互作用

- **同样，GDP总量的增长与物价上升同步发生。**中国若要实现2035年GDP翻番的目标，物价上升的趋势无法避免。
- **同样借鉴分析日本早期经验，日本的GDP与物价水平上升相伴而生。**在1970年代-2000年代日本GDP高速增长的时代，日本CPI水平快速上升，物价上升对GDP的贡献度同样巨大。甚至在2000年之后，日本GDP趋向稳定后，二者的同步性依然很强，在这个过程中，汇率的变动保持高度的同时性。
- **但未来物价水平持续上涨的大趋势不会改变，推动GDP翻番目标的实现。**

图表 日本的物价水平与人均GDP同步变化

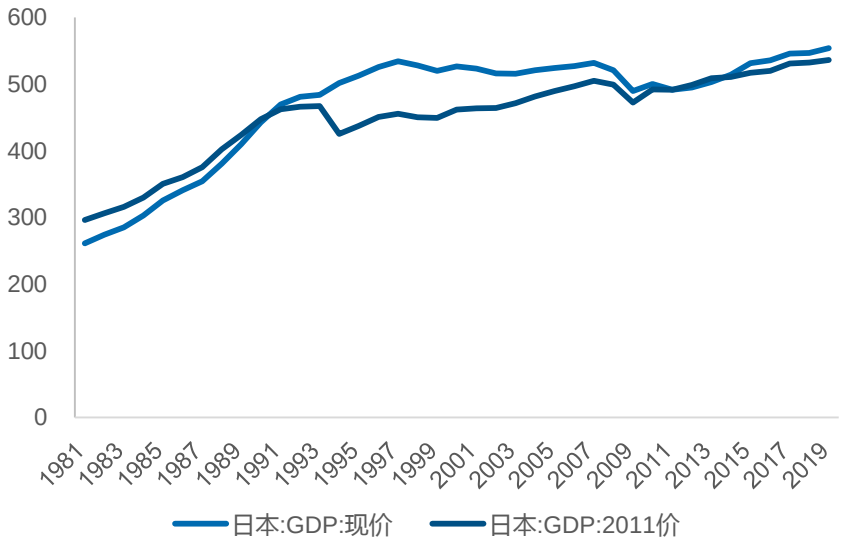


资料来源：Wind，国金证券研究所

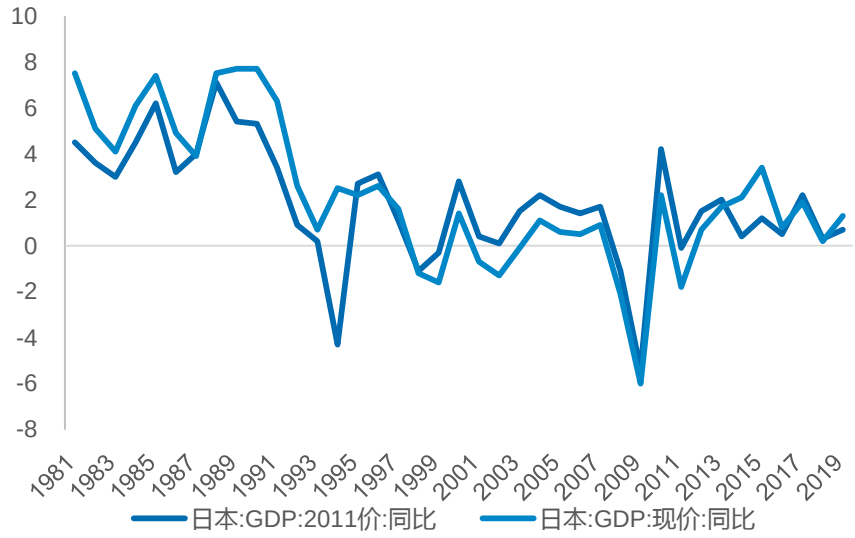
2035年GDP翻番目标实现的三大来源—实际经济增长

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表　日本实际GDP与名义GDP同趋势变化



图表　日本实际GDP与名义GDP同比



第三，GDP总量增长与实际GDP呈同趋势增长，名义GDP与实际GDP也呈同趋势变化。

- **借鉴分析日本早期经验，日本的名义GDP增加与实际GDP增加同步发生。**中国若要实现2035年GDP翻番的目标，也需推动实际GDP翻番。
- 名义GDP采取本期价格衡量本期产出，说明名义GDP衡量的是本期经济活动的综合结果，这个综合包括价格水平也包括产量；较之而言，实际相对精确衡量了本期产量成果，更好说明了物质财富的进展情况。

资料来源：wind，国金证券研究所

GDP翻番需要克服的四大问题：可能出现的金融危机问题

国金证券 SINOLINK SECURITIES

在GDP翻番过程中，除了加大科创力度外，中国经济需要克服四大问题：

第一，需重视未来十五年可能出现的金融危机

- **从历史规律看，金融危机周期在十年左右，当前距离2008年金融危机已经过去12年，未来需关注金融危机的可能性。**大多数经济危机由金融系统危机引起，中国更要将金融防风险放在金融攻坚战的首位。
- **重视货币超发带来的金融不稳定。**目前中国不存在货币超发，货币政策力度明显低于金融危机时刻，但仍需重视货币政策协调。未来货币政策要更加协调，货币政策实施时需加入金融稳定的立法考量，防止用力过猛。
- **十四五期间，货币政策应坚持常态化操作，以结构性宽松为主，**以支持重点领域和薄弱环节为发力点，为可能的风险应对保留足够的政策空间。
- **加强金融监管，维持金融业健康运行的秩序。**最大限度地减少银行业的风险，促进银行业和经济的健康发展。

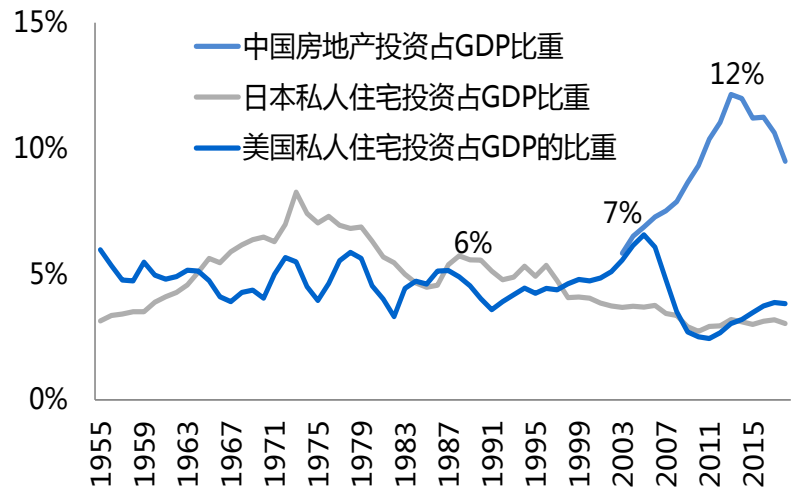
图表 近期货币政策与监管重视金融防风险

时间	机构	内容
7月	银保监会答记者问	严禁多层嵌套投资、资金空转，结构复杂产品和业务死灰复燃。严禁资金违规流入股市，违规投向房地产领域、“两高一剩”等限制性领域。**依法严厉打击资金空转和套利行为，确保金融资源真正流向实体经济。**
8.6	二季度货币政策执行报告	完善**结构性货币政策工具体系**；**完善利率传导机制；稳健的的货币政策更加灵活适度。**
9.2	国常会	国常会要求坚持稳健的货币政策灵活适度，保持政策力度和可持续性，不搞大水漫灌。**引导资金更多流向实体经济，**以促进经济金融平稳运行。
9.6	银保监会副主席讲话	要坚决防范化解金融风险。
9.25	央行三季度例会	内容删去“加大宏观政策调节力度”，新增“坚持结构调整的战略方向，牢牢把握扩大内需战略基点”、“**引导贷款利率继续下行**”、“实现稳增长和防风险长期均衡”等。
9.28	中共中央政治局会议	会议研究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重大问题。
10.1	中国人民银行行长易纲	易纲表示，大力度刺激政策在初期有一定作用，但边际效用递减，退出难度递增，长期看还可能会刺激债务扩张和资产泡沫，固化经济结构扭曲，影响收入分配的公平性，增加系统性风险隐患。
11.6	国务院政策例行会议	继续完善**影子银行**的监管制度和风险监测体系，持之以恒拆解高风险影子银行业务，严防反弹回潮。

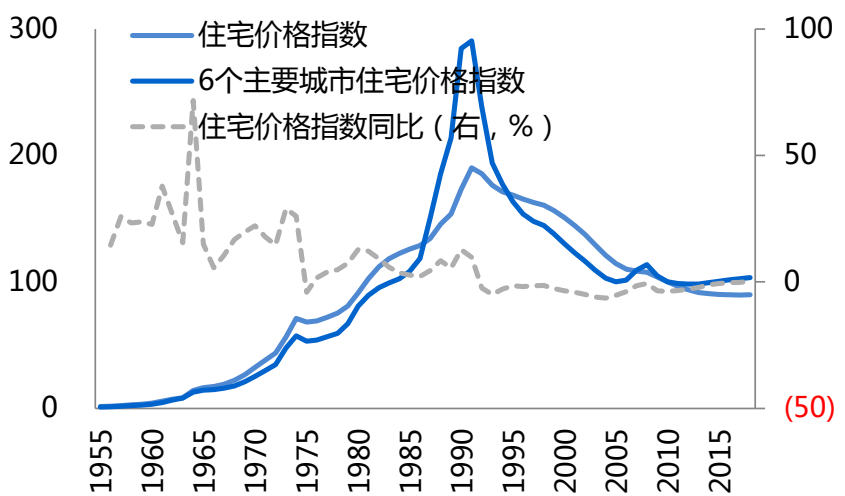
资料来源：人民银行，银监会，国务院，国金证券研究所

GDP翻番需要克服的四大问题：房地产泡沫问题

图表　中国房地产投资占GDP比重大



图表　日本房地产泡沫破灭后经济发生衰退



第二，需重视房地产泡沫问题

- 过去40年，我国经济增长高度依赖房地产。从对经济的拉动上看，房地产投资对名义GDP的拉动在0-3%之间。
- **从历史经验来看，过度依赖房地产实现和维持经济繁荣的国家，最终都要付出沉重代价。**1985-1995年，日元升值，股市、房市大幅上涨，泡沫相继破灭。资本大量流入房产市场这种非实体经济，企业出现问题，实体经济资金紧张。不良资产大面积出现，银行倒闭，社会资本大幅缩水。
- **对于中国，为避免房地产泡沫，需要稳妥推进房地产税立法**，坚持房住不炒的定位，保持房地产健康稳定发展，进而稳定经济。**同时，需要加快产业升级，制定产业升级政策**，促进实体经济增长，提高抗风险的底气。

资料来源：Wind，国金证券研究所

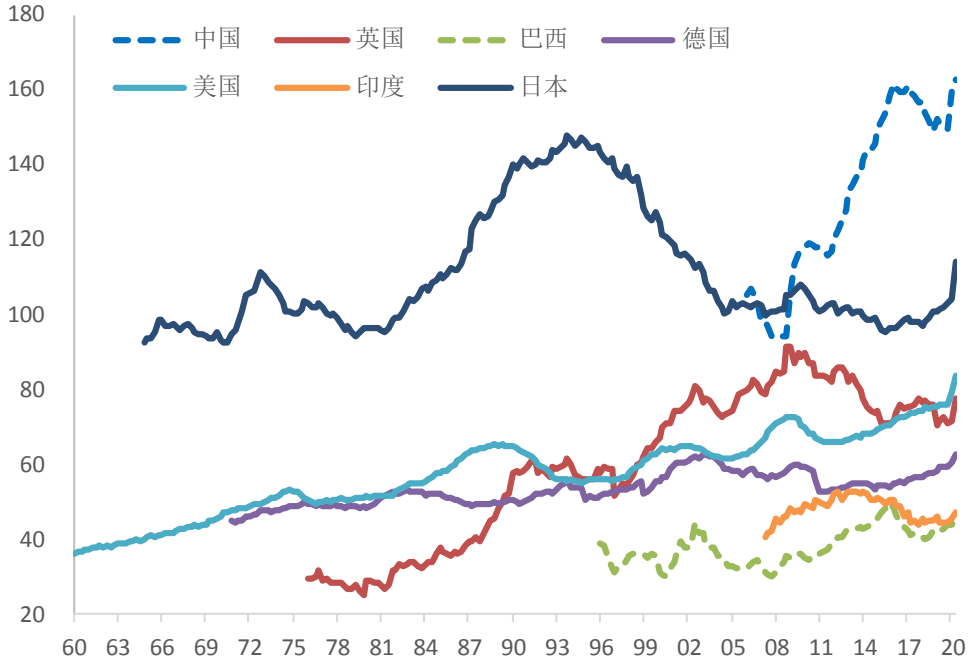
GDP翻番需要克服的四大问题：高宏观杠杆率问题

国金证券 SINOLINK SECURITIES

第三，需重视高宏观杠杆率问题

- **杠杆率过高将阻碍我国的经济增长。**作为发展中国家，近年来我国杠杆率攀升较快，特别是非金融企业杠杆率已经处于国际相对高位。
- 居民部门杠杆率来看，已升至发达国家水平。2008年至今其他国家居民杠杆率处于稳中有降，而我国居民部门杠杆率却逐渐攀升，主要是地产政策宽松，居民举债买房所致。
- **去杠杆的措施：**"三去一降一补"五大任务各有其工作的内容及重点。就去杠杆而言,中央决策层已多次明确指出去杠杆的"重中之重"是去企业的杠杆,降低企业的杠杆率。同时还要求抓紧建立完善国有企业的负债约束机制。

图表　中国非金融企业部门杠杆率处于较高水平（%）



资料来源：Wind，国金证券研究所

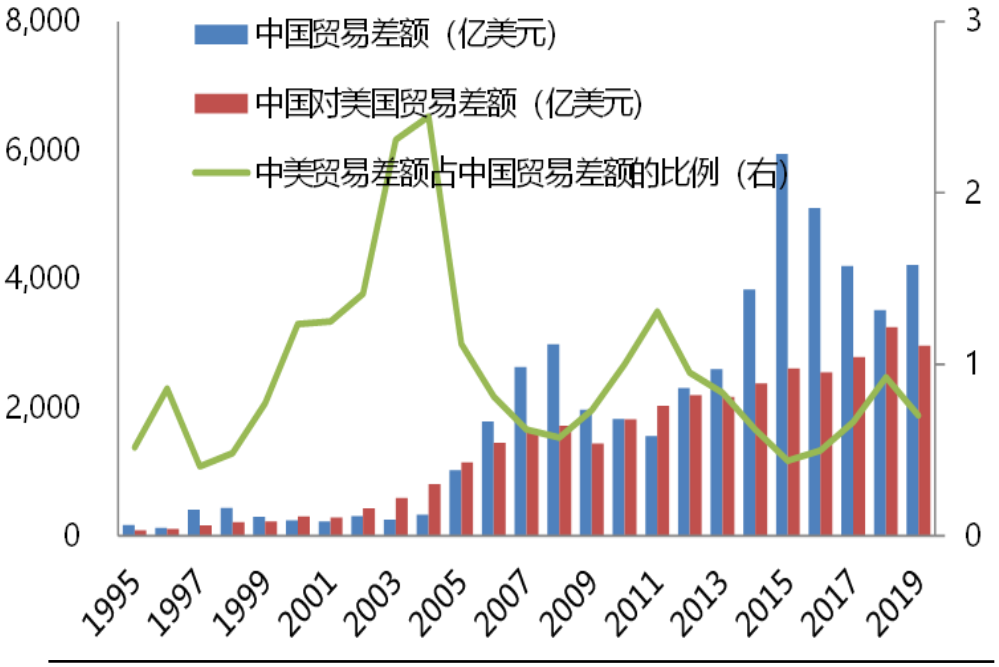
GDP翻番需要克服的四大问题：中美关系的不确定性问题

国金证券 SINOLINK SECURITIES

第四，需重视中美关系的不确定性

- 中国经济的崛起，为百年未有之大变局。但长期来看，**美国在进一步加强对中国的战略遏制程度，采取强硬措施，是需要持续关注的风险点。**
- **中美已经开始脱钩，在贸易、金融、地缘政治、科技等方面都存在大大小小的争端，**中美摩擦3-5年内会继续升级。科技方面美国限制我国科技发展，禁止高科技企业对华投资，限制华为使用美国技术等；同时中美贸易战也对我国贸易的影响很大，我国顺差会进一步缩小，经常项目向下，盈余转为赤字。从长期来看，美国将会继续采取强硬措施。

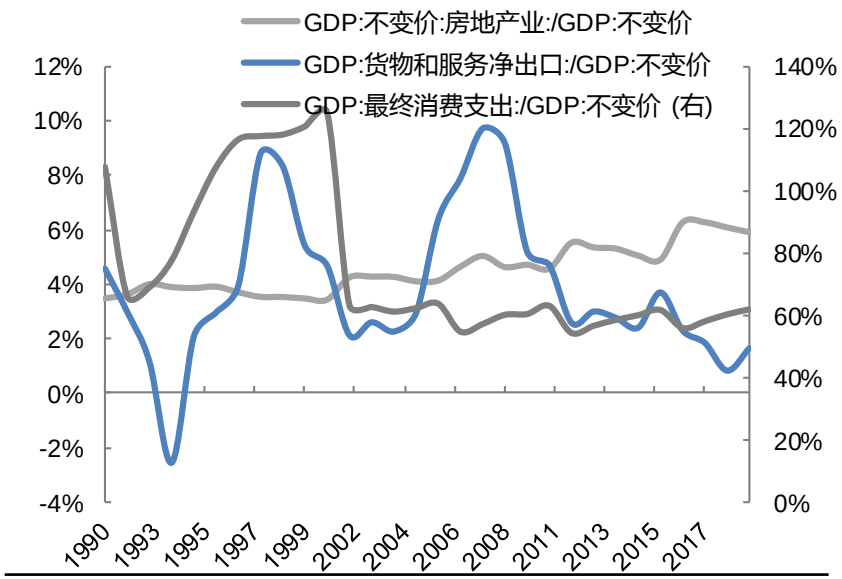
图表　中美贸易顺差占中国贸易顺差比例逐渐缩小



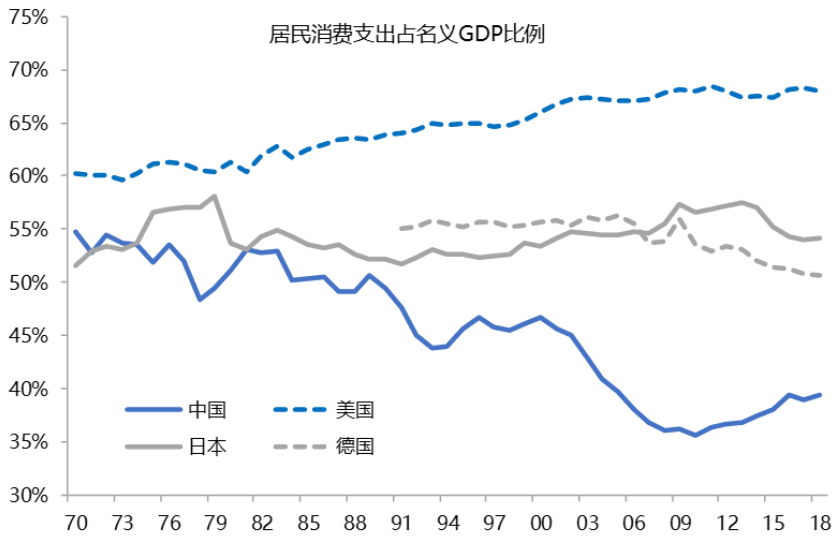
资料来源：Wind，国金证券研究所

十四五规划主线一：内循环为核心的消费主线

图表　出口、房地产、消费占GDP的比重



图表　与美国、日本、德国相比，我国居民消费率偏低



- **旧增长模式：**过去中国经济增长依赖出口，基建和房地产等固定资产投资模式。
- **新增长模式：消费未来空间打开。**我国居民消费占GDP的比重不高。美国消费占GDP的比重维持在85%到90%之间，欧盟消费占GDP约为80%，日本约为76%，而我国则在50%至60%徘徊。
- 消费具有较大提升空间，未来五年，一方面是要通过改革让居民能消费、愿消费、敢消费。优化收入分配结构，改善居民消费环境，提升商品的品质和服务供给，不断完善社会保障体系，增加居民消费意愿。
- 当前我国政府消费在经济总量，特别是在最终消费支出总量中占据了相对较大的比重。

资料来源：wind，国金证券研究所

十四五规划主线一：内循环为核心的消费主线

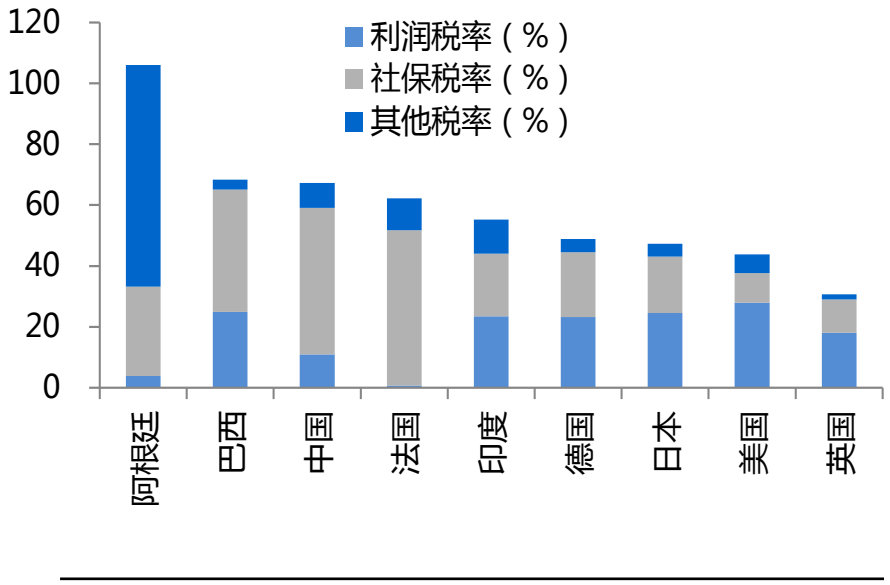
我国居民消费率为什么不高？

- **居民消费占比低。**我国居民消费占GDP的比重仅为39%。相比之下，韩国居民消费占GDP的比重为49%，日本居民消费占GDP的比重为56%，而美国居民消费占GDP的比重高达68%。**居民消费率的差别背后折射的是收入分配的巨大差异。**人均可支配收入较少，所以没钱消费。
- **贫富差距和人口老龄化拖累消费。**出生率的大幅下降拖累中国经济发展。

如何提升居民消费率？

- **除要素市场改革外，降低税率，提高居民收入，加大政府消费支出。**
- **提高消费意愿。**对不同的产品给予消费补贴这在过去促消费政策中使用频繁，如家电、汽车下乡等。
- **加强需求侧改革。**增加居民的可支配收入，缩小贫富差距，扩大消费群体。

图表 我国综合税率较高，减税可刺激消费



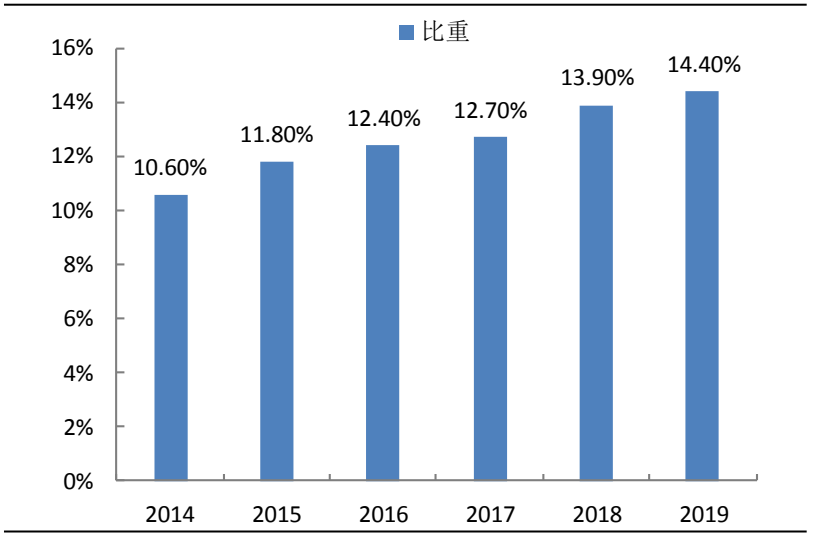
资料来源：wind，国金证券研究所

十四五规划主线二：科技创新，提高全要素生产率

图表 工业机器人产量近年来同比快速上升（%）



图表 国内高端制造业占全部增加值的比重逐年增加



集中攻克技术“卡脖子”领域：

- 要加大在基础研究、前沿科技领域研究和存在瓶颈的技术攻坚方面的投入（例如芯片和半导体、软件、精密机械、精细化工、先进机器人技术、新材料、航空航天技术等），**重点支持“四基”领域（核心基础零部件、关键基础材料、先进基础工艺、产业技术基础等）。**
- 通过国家基础研发体系促进创新驱动发展，增强知识产权保护，为科研人员提供更多激励措施。

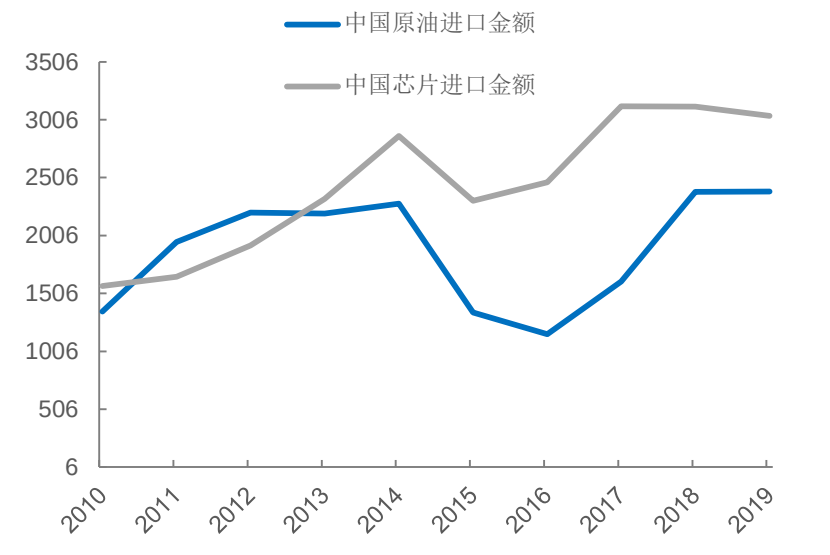
加快制造业转型升级：

- 加强自主创新，发展高端制造、智能制造，推动中国经济由量大转向质强。

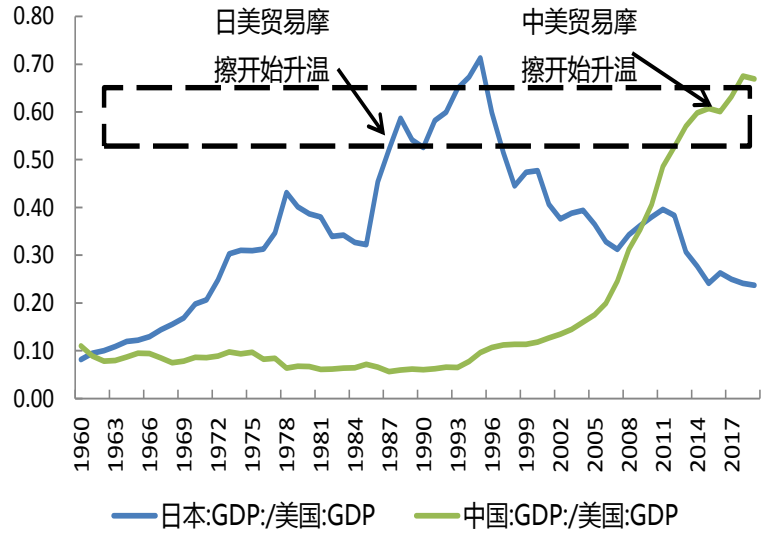
资料来源：wind，国金证券研究所

十四五规划主线二：科技创新，提高全要素生产率

图表　中国原油和芯片进口金额对比（亿美元）



图表　中美贸易摩擦升温

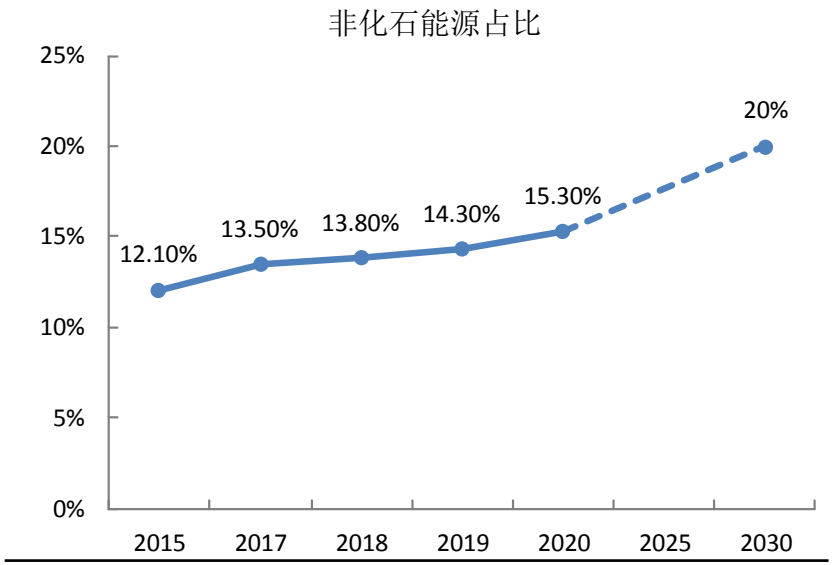


- **内因：产业结构不适合消费需求：**依靠增加要素数量驱动经济增长的“外延型”经济增长方式已经无法满足我国的需求，需要依靠科技创新将我国转为“内涵型”增长模式，通过技术进步、劳动者素质提高和全要素生产率改进等方式，促进经济高质量发展。
- **外因：中美脱钩与产业转移：**中国总体上高度依赖美国技术，处于技术净进口的被动地位。中美科技摩擦近些年愈演愈烈，从2018年中兴事件开始，中美科技局部脱钩。中美贸易战加速了中国产业外迁，而高端制造业的转移门槛较高，为我国产业结构转型升级留下时间空间。

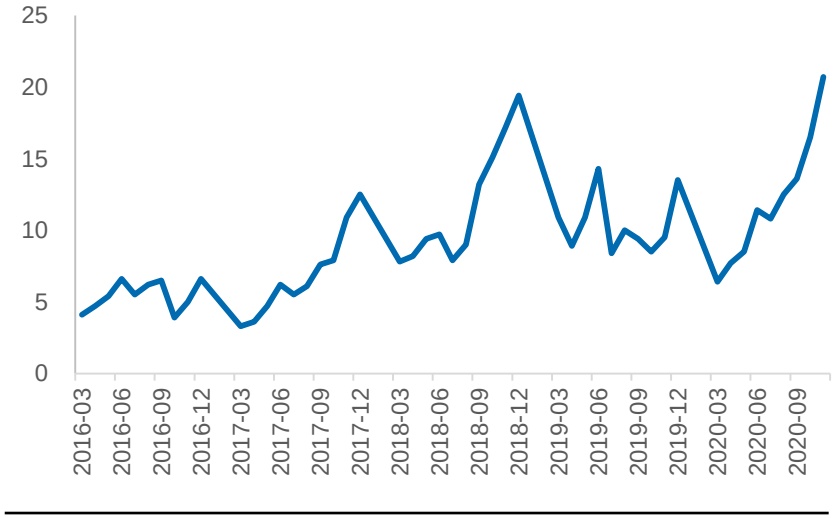
资料来源：wind，国金证券研究所

十四五规划主线三：绿色经济，促进新能源革命

图表　非化石能源占比将逐步提升
3



图表　中国新能源汽车当月产值（万辆）



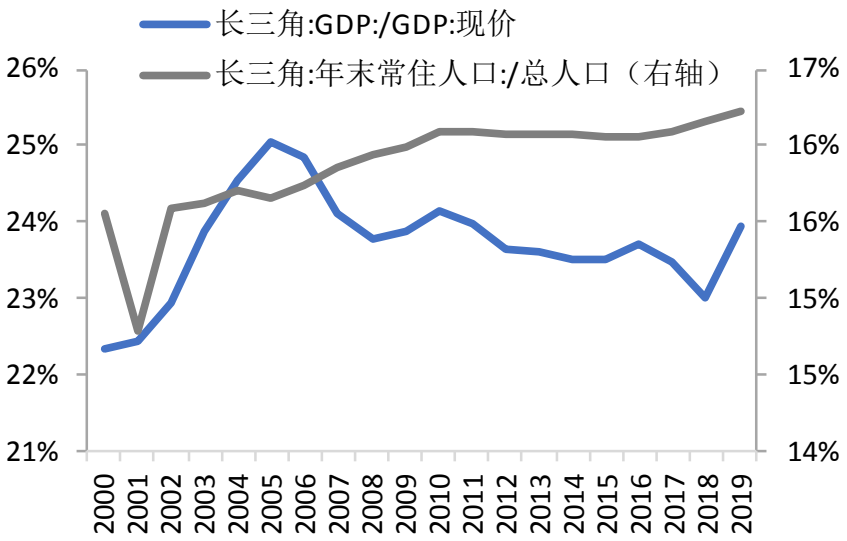
发展绿色经济，提高可再生能源比例，提高能源质量，促使新能源革命，具体表现在下面几个方面：

- **供给端**来看，风电、光电成本下降很快，发展潜力很大。
- **需求端**来看，节能潜力更大，需要加强终端用户节能技术研究。煤炭较为不环保，未来将逐步转型。
- **新能源革命：**第一是向可再生能源发电转型，第二是把建筑转化为微型发电厂，即分布式可再生能源，第三是储能，这是新能源的关键，用氢气、电池等技术来存储间歇式能源，第四是发展能源互联网技术，第五是电动汽车成为用能、储能并回馈能源终端。

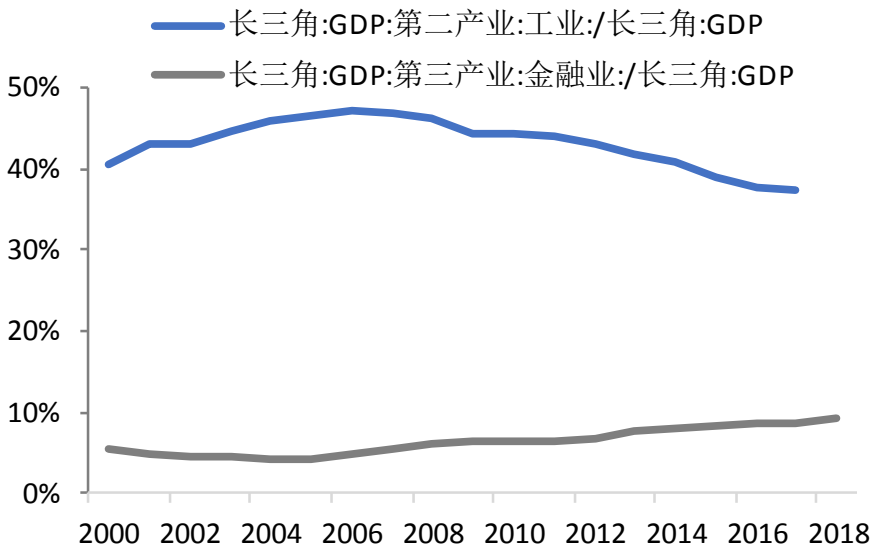
资料来源：wind，国金证券研究所

十四五规划主线四：都市圈为核心的区域发展战略

图表 长三角区域人口与GDP占比



图表 长三角金融业占比逐步上升



- **区域协调发展，特别是长三角地区将重点突出。**当前区域重点发展包括长三角、粤港澳大湾区、京津冀和成渝地区。特别是长三角经济区将会迎来较大发展，成为我国具有发达国家特征的经济区域。
- **“人口红利”向“人才红利”发展。**随着科技的迅速发展，我国传统劳动力市场的相对优势开始逐步减弱，随着人口红利的消退，需要提高人才资源的质量。近年来，长三角地区人口占总人口数稳步上行，推动长三角地区综合实力。
- **长三角各个地区充分发挥各自优势，加强经济联合。**上海市作为长三角核心城市，人才资源以及各种经济要素优势较明显；江苏省在先进制造业和生产服务的优势，其技术专业人才的储备庞大；浙江省经济体量较大，布局互联网金融，科技创新优势显著；安徽在加快中小城市产业中积极引进高质量人群，长三角区域在竞争合作和互相弥补的总基调下，推动产业升级。

资料来源：Wind，国金证券研究所



二、空间维度：需要树立全球思维，不仅关注自身，更关注世界，构建中国与全球竞争与合作新框架

本章要点

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **与上世纪美国不同，当前中国崛起面临复杂环境。**上世纪初伴随两次世界大战，美国开始走向崛起，美国的崛起离不开当时有利的国际环境。与美国崛起不同，中国在崛起过程中面临复杂的国际环境，目前我国GDP与美国仍然存在很大的差距、中美关系不确定性较高且涉及多个领域。

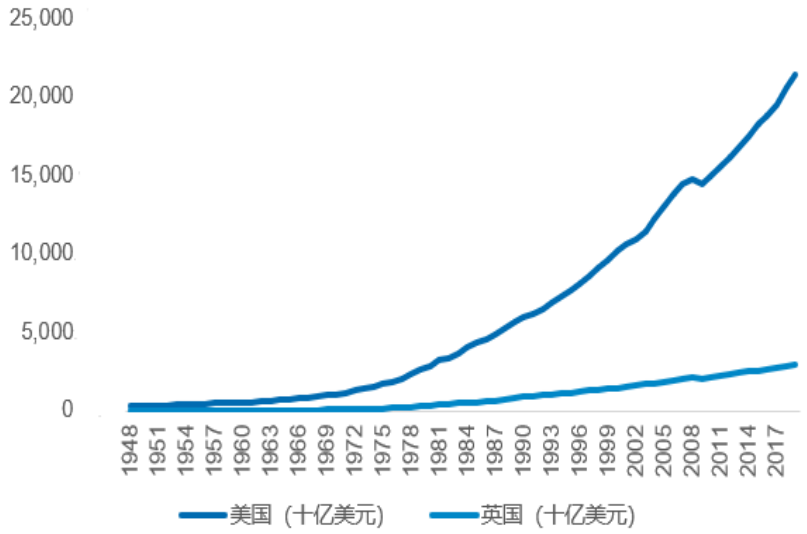
- **拜登政府对华政策依然强硬。**拜登更倾向于建立一个由美国主导建立规则，更加符合美国利益的“新全球化”，保护主义色彩仍然严重，对华经贸政策仍非常强硬。拜登表示，不会立即采取行动去取消特朗普政府对中国出口美国近一半产品征收25%关税的措施，亦不会撤销中美签署的第一阶段的贸易协定。

- **未来在全球舞台上，我国将继续学习做一个有影响力的大国，构建与国内经济发展相适应的全球关系，在全球事务中发挥更加积极作用。**RCEP的签订有利于对外发出致力于构建开放型世界经济、支持多边贸易体制的信息，改善地区贸易和投资的环境；“一带一路”帮助吸引国际资本和汇聚金融资源，提升中国在全球的话语权和影响力；中日韩三国携手能够单边主义和贸易保护的抬头，推动区域和全球一体化进程；中欧在“后疫情时代”拥有广泛合作空间。

中国崛起面临复杂环境—美国的崛起离不开有利的国际环境

- **上世纪初伴随两次世界大战，美国开始走向崛起。**美国崛起成为世界大国经历了长期的过程。
- 在二战之后，美国在GDP，科学技术，军事力量等方面全面超过了英国，经济总量，综合实力已是世界第一。
- **美国的崛起离不开当时有利的国际环境。**二战后，随着轴心国的战败、英法实力的衰退，美国和苏联成为了超级大国。布雷顿森林货币体系建立了以美元为中心的国际货币体系为美国营造了有利的国际环境。
- **20世纪末期，苏联的解体进一步确立了美国世界大国的地位。**
- **总体来说，美国崛起过程中面对的世界环境都非常有利。**

图表 美国GDP逐渐赶超英国并拉大差距

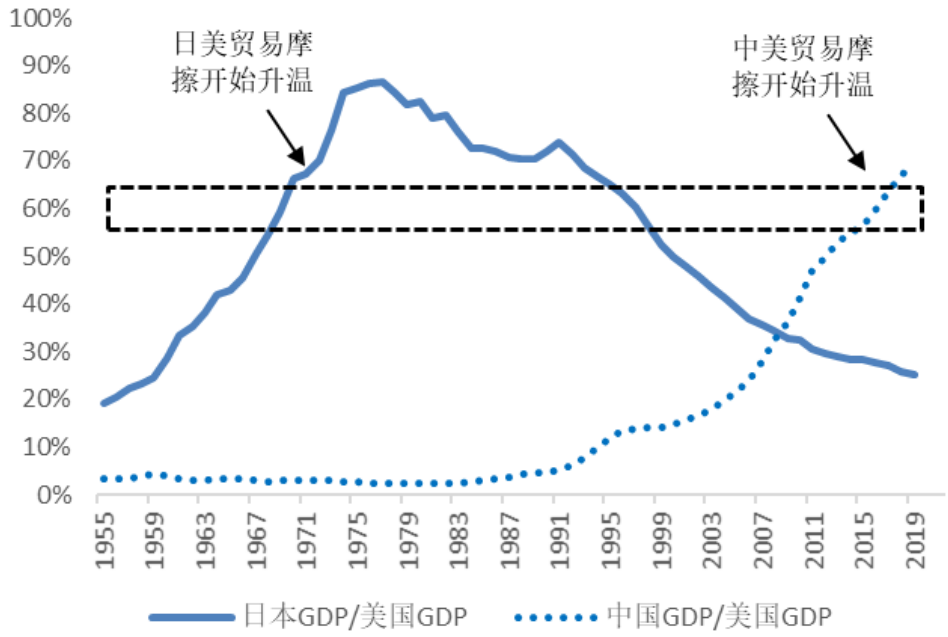


资料来源：wind，国金证券研究所

中国崛起面临复杂环境—我国崛起面临复杂的国际环境

- **与美国崛起不同，我国在崛起过程中面临复杂的国际环境**
- **目前我国GDP与美国仍然存在很大的差距。**同时，我国GDP增速明显高于美国。预计到2035年，我国GDP总量将会达到美国的1.1倍。
- **2035年将会是关键的一年，**标着着中国进入世界大国行业，成为全球第一大经济体，对世界的影响力将不断上行。
- **成为世界大国任重而道远。**中国要不断学习如何治理大国、处理好与其他各国的关系、从出口大国演化成进口大国。**在这个过程中，需要树立全球思维，不仅关注自身，更关注世界，构建中国与全球竞争与合作新框架。**

图表 当GDP总量占比达到美国55%-65%时，贸易摩擦开始升温



资料来源：wind，国金证券研究所

中国崛起面临复杂环境—中美关系不确定性较高

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **我国面临复杂的国际环境，中美关系不确定性较高。**一个新崛起的大国必然会挑战现存大国，而现存大国也必然会回应这种威胁，两者的矛盾“多数”最终通过战争解决。中美当前的经济结构以及相互融合度，决定了中美大概率不会走向“修昔底德陷阱”，即便如此，中美关系仍存在很强的不确定性，中美关系波动涉及多个领域。
- **中国现在积极与美国寻求谈判与合作，**中国已经融入全球经济和全球机构，许多西方国家越来越依赖与中国的贸易，远远超过当初与苏联的贸易；我们创新能力日益增强，与包括美国和世界各国都有着密切的技术交流；中美之间的经济相互依存度较大，2018年，中国成为美国最大的商品供应国。对此，中美关系未来将面临全新的挑战，需要积极应对。

图表　中美关系波动可能涉及的领域

领域	当前问题
贸易战	2020年1月15日，中国和美国签署中美第一阶段经贸协议，延续近两年贸易冲突暂告一段落。 当前更多是对内生产和“脱钩的问题。
科技战	科技脱钩：8月份美国密集对中国科技公司进行制裁，如鼓励电信运营商不是用华为、中兴，禁止使用微信，限制华为使用美国的技术和软件等
地缘政治战	主权问题：南海，香港，台湾等 香港国安法通过以后，美国在多方面对中国施压。
金融战	收紧中国企业在美国上市；《外国公司担责法案》将让在美上市的中概股公司受到负面影响；通过金融制裁和技术封锁，阻挠一些中小国家与中国的合作等

资料来源：wind，国金证券研究所

拜登政府总的对外经贸政策—保护主义色彩仍然严重

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **保护主义色彩仍然严重**
- **核心：恢复美国领导力。**拜登更倾向于建立一个由美国主导建立规则，更加符合美国利益的“新全球化”。
- **四大重点：**

- 重公平贸易：劳工环境公平。贸易政策须从美国内部开始，确保劳工的公平环境。政府将在产业政策中发挥核心作用，守护中产阶级利益。
- 重规则：用规则约束对手。拜登称美国和盟友需要制定全球贸易规则来抗衡中国日益增长的影响力。
- 重战略：系统性、多边战略措施。拜登政府将更加注重多边合作，重视国际组织和框架，并将寻求与盟友合作。
- 重安全：购买美国货、供应链安全。遵守“购买美国货”条款，并将恢复美国的供应链并确保供应链安全。

图表 拜登政府政策四大重点



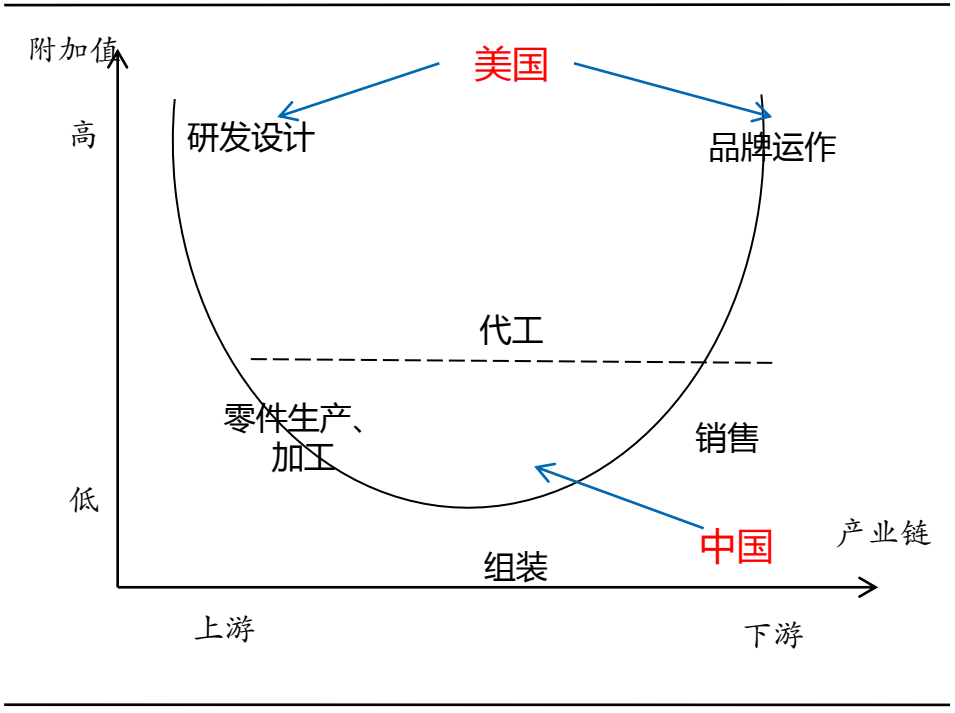
资料来源：Choice，国金证券研究所

拜登对华贸易政策—对华经贸政策强硬

- **定位：最大的战略竞争对手，但不希望陷入新冷战格局**
- **对华经贸政策仍非常强硬**

- 关税很难取消。拜登表示，不会立即采取行动去取消特朗普政府对中国出口美国近一半产品征收25%关税的措施，亦不会撤销中美签署的第一阶段的贸易协定。
- 产业链转移，以冷淡思维遏制中国经济。近年来，美中两国在围绕贸易、投资和技术方面的争端日益加大，美国在信息共享与科研合作等方面态度仍然冷淡，推动中美经济“脱钩”。
- 科技行业竞争有所缓和，但其竞争本质不变，美方将继续在高科技领域打压中国企业。
- 对华金融制裁将会进入制度性对抗新阶段。

图表 美国在科技产业链两端，对中国进行技术封锁



资料来源：联合国，国金证券研究所

中国崛起突围—RECP协议

- **2020年11月15日，《区域全面经济伙伴关系协定》（Regional Comprehensive Economic Partnership，RCEP）的签署**，标志着当前世界上人口最多、经贸规模最大、最具发展潜力的自由贸易区正式启航。
- **《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）**涵盖人口超过35亿，占全球47.4%，国内生产总值占全球32.2%，外贸总额占全球29.1%，**是全球涵盖人口最多、最具潜力的自贸区谈判。**
- **RCEP有利于对外发出致力于构建开放型世界经济、支持多边贸易体制的信息，改善地区贸易和投资的环境，**推进贸易投资自由化、便利化，帮助各国更好地应对挑战，增强本地区未来发展的潜力，造福于本地区的各国人民。

图表 RCEP七方面内容

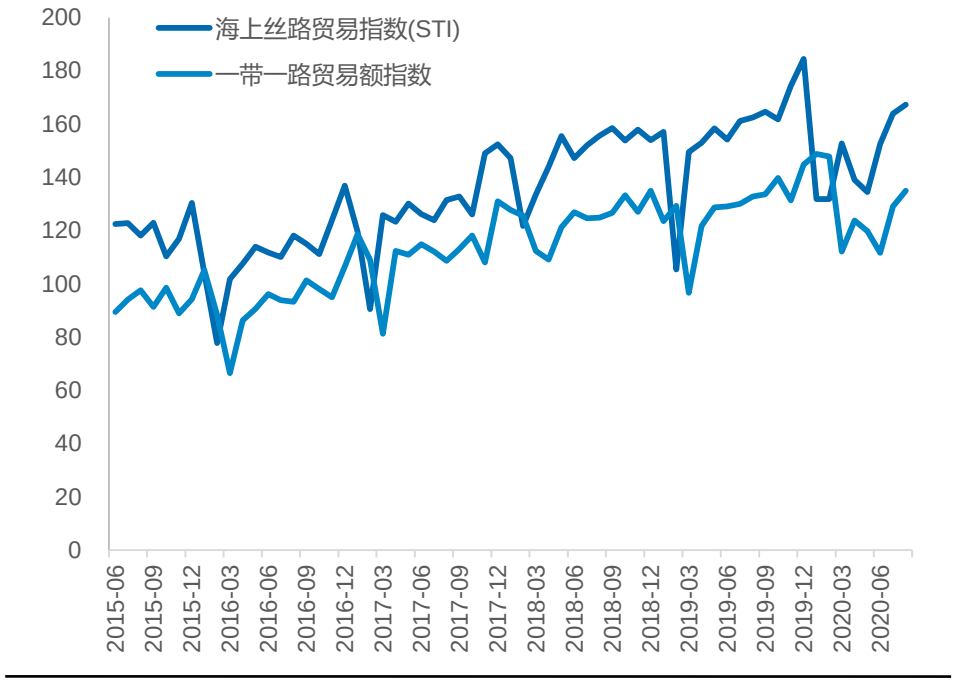
RCEP七方面内容	
货物贸易	关税逐步下调至零关税
服务贸易	最惠国待遇原则
投资	不得规定不合理的经营性需求
技术合作	进行经济技术合作
人员流动	允许缔约方人员临时入境或延长入境居住时间
电子商务与数据交换	电子数据传输零关税
中小微企业发展	加强合作，鼓励创新

资料来源：wind，国金证券研究所

中国崛起突围—“一带一路”战略

- **一带一路，重塑全球经济格局。**一带一路不仅将欧洲经济圈和太平洋经济圈从陆地上连接，而且推动形成了巨大的太平洋盆地经济圈。
- **一带一路促进全球经济周期趋同，能够更好地协调政策。**一带一路通过创新合作方式，能够开展政策协调，在保障贸易通畅之外，也能够起到防风险的作用。
- **人民币国际化应在“一带一路”沿线国家率先实施，促使人民币国家化加速。**
- **“一带一路”帮助吸引国际资本和汇聚金融资源，提升中国在全球的话语权和影响力。**一带一路增进了多个国家多个资本市场的对边交流，增加了合作的机会。

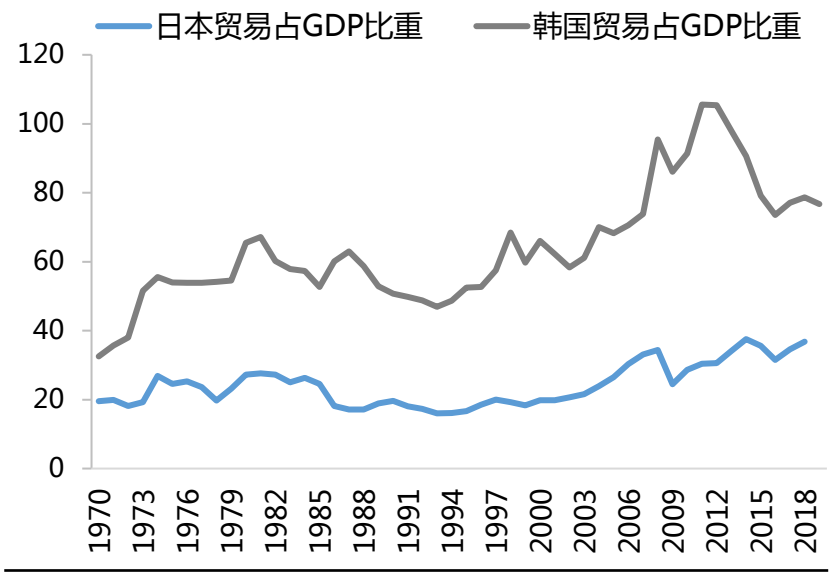
图表 一带一路以及海上丝路贸易指数



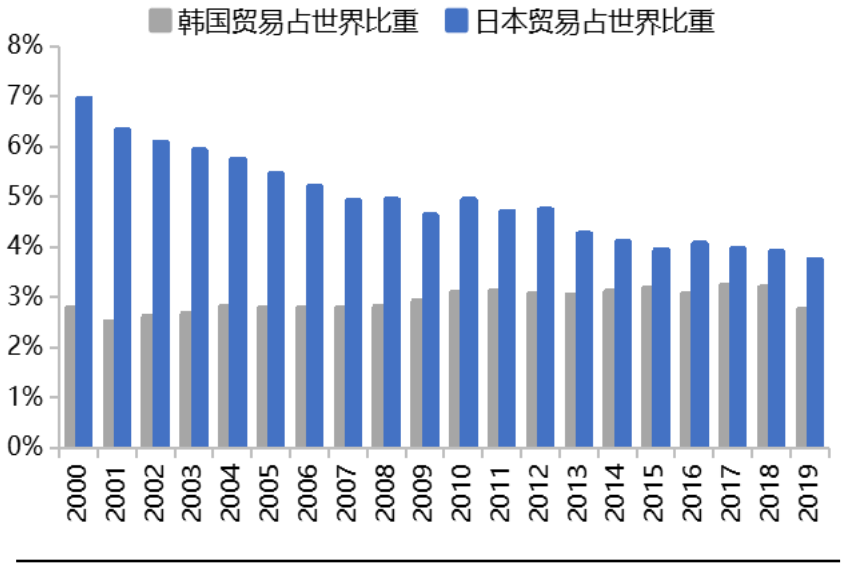
资料来源：Wind，国金证券研究所

中国崛起突围—中日韩

图表 日本和韩国贸易占自身GDP比重（%）



图表 中日韩在全球贸易中占比

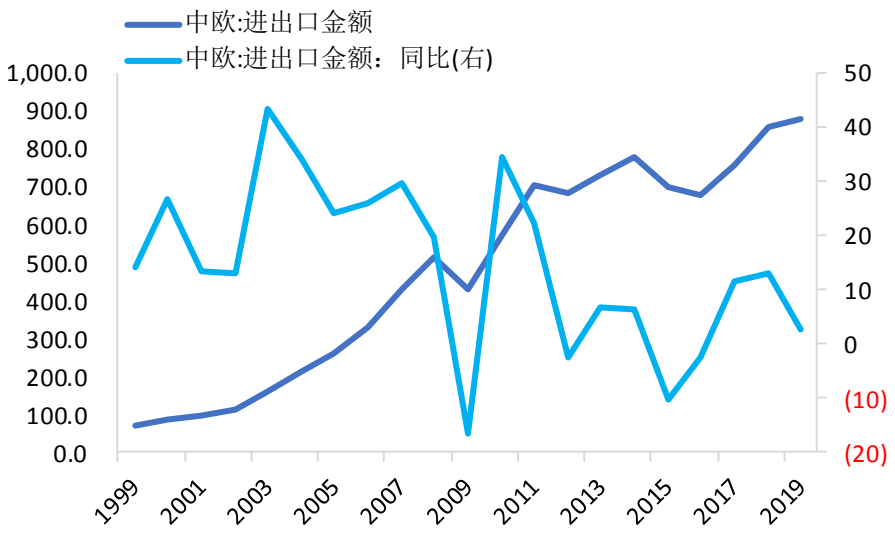


- **疫情发生后，中日韩三国携手防控，三国关系升温。**“山川异域、风月同天”“道不远人、人无异国”。
- **单边主义和贸易保护的抬头，推动区域和全球一体化进程。**中美关系恶化对日韩的冲击较大，主要由于日韩通过国际分工生产的产品占国家整体出口产品比重的绝大多数。RCEP各方正积极为年内如期签署协定作准备。一是进一步加强抗疫合作；二是推进经贸务实合作；三是推动区域和全球一体化进程。
- **国内国际双循环，将进一步推进贸易投资自由化。**RCEP的签订意味着中日韩的关税壁垒和非关税壁垒将被去除，各国充分利用个自优势，中国能够在亚太地区获得核心市场。

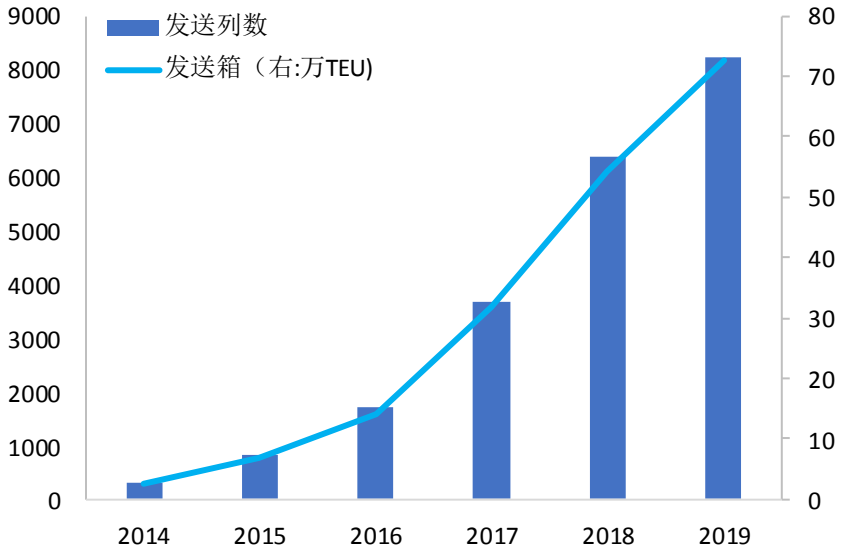
资料来源：世界银行，国金证券研究所

中国崛起突围—中欧

图表　中欧进出口总额（十亿美元）及同比（%）



图表　“中欧班列”历年开行运量（万TEU）



- **欧盟是中国最大的贸易伙伴，中国是欧盟第二大贸易伙伴，**经贸关系极其活跃。其中“中欧班列”的开通更是促使双边贸易快速发展，中欧班列目前国内开行中欧班列的城市已经达到71个，到达欧洲已有19个国家67个城市。
- **作为世界主要经济体，中欧在“后疫情时代”拥有广泛合作空间。**双方不仅可以加强经贸合作，拉动世界经济复苏，在合作应对新冠疫情、发展绿色低碳经济和数字经济、推动可持续发展等方面也大有可为。
- **中欧合作以及沿线公路、铁路运输的发展，将对我国中西部内陆地区的发展具有重要的意义。**

资料来源：wind，中铁集装箱，国金证券研究所



三、短期增长与政策：疫情后经济复苏，但政策退出难度大

本章要点

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **回顾与展望**：2020年，疫情冲击下，一季度实际GDP增速挖出深坑，后面三个季度逐季恢复。2021年，疫情消退后，经济恢复至潜在增速附近，**我们估计，2021年全年实际GDP增速预计在9%左右；一季度18%，二季度8.2%，三季度7.0%，四季度5.7%。**

- **进出口方面**：出口总量与结构从“共振”到“分化”随着国内需求的恢复和价格的回升，进口增速有望加速改善。**预计2021年出口同比增速在7%左右，进口同比增速在8%左右。**

- **投资方面**：基建投资4Q20脉冲式冲高，但2021年边际回落；房地产投资政策再度收紧，增速逐步回落；制造业投资回升确定性较高，计算机拉动明显；**固定资产投资中制造业形成较强支撑，基建和地产形成拖累。**

- **社零：2021年难以恢复到疫情前水平。预计2021年社零增速在12%左右。**

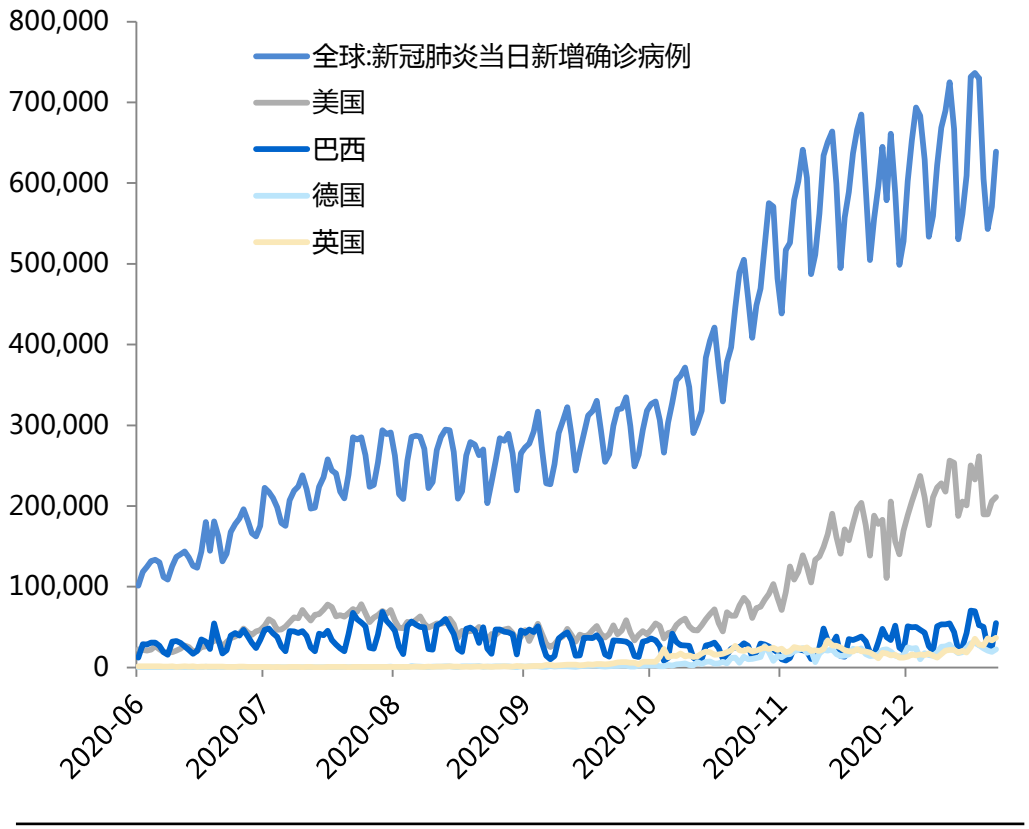
- **通胀：预计2021年难以大幅回升。预计2021年CPI同比为1.1%，PPI同比为1.5%。**

- **货币政策与财政政策方面：货币政策将回归常态，不会“急转弯”；财政政策预计整体积极，但政策力度有所下降。**

疫情：全球新增病例仍在新高，但逐步得到控制是大概率

- 当前，全球新增病例人数仍在不断创出新高。
- 美国、巴西、英国等国家的新增病例人数居高不下。
- 但疫苗的加快上市有望降低疫情的传播速度，从而使疫情逐步得到控制。
- 我们预计从1Q2021开始，全球新增病例人数将逐步下降。
- 尽管英国发现新的变异病毒，但我们认为疫情依然处于控制当中。
- 随着疫情得到控制，全球的供需形势都将有所改善。

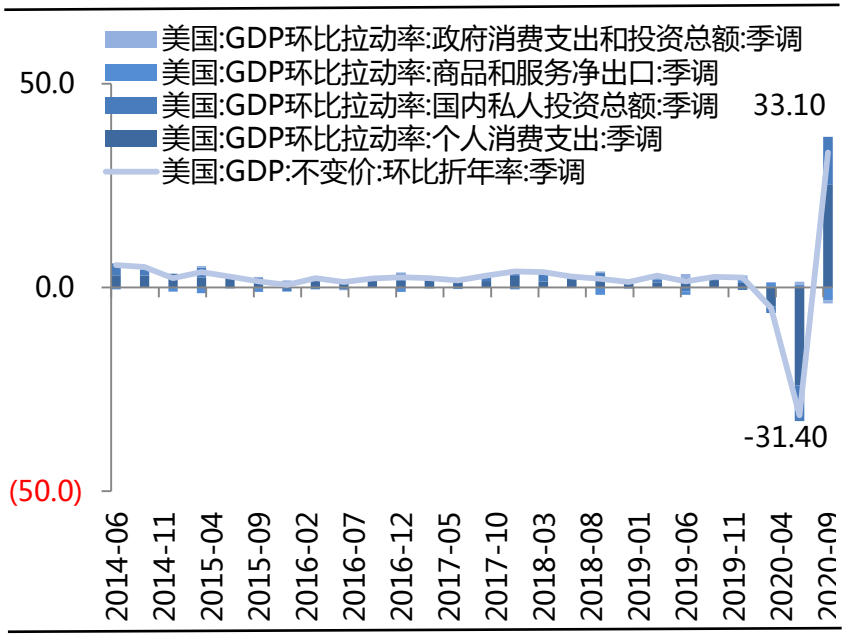
图表 全球新增病例人数仍在创新高



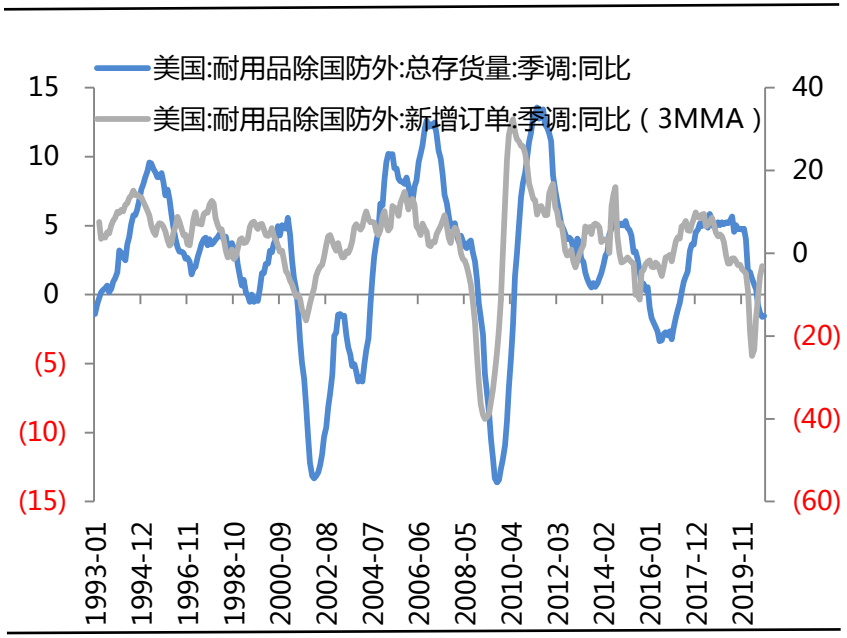
资料来源：Wind，国金证券研究所

美国：库存周期见底回升确定性较高

图表 疫情冲击下美国私人部门消费和投资2Q20“挖坑”（%）



图表 耐用品订单领先库存一个季度左右 (%)

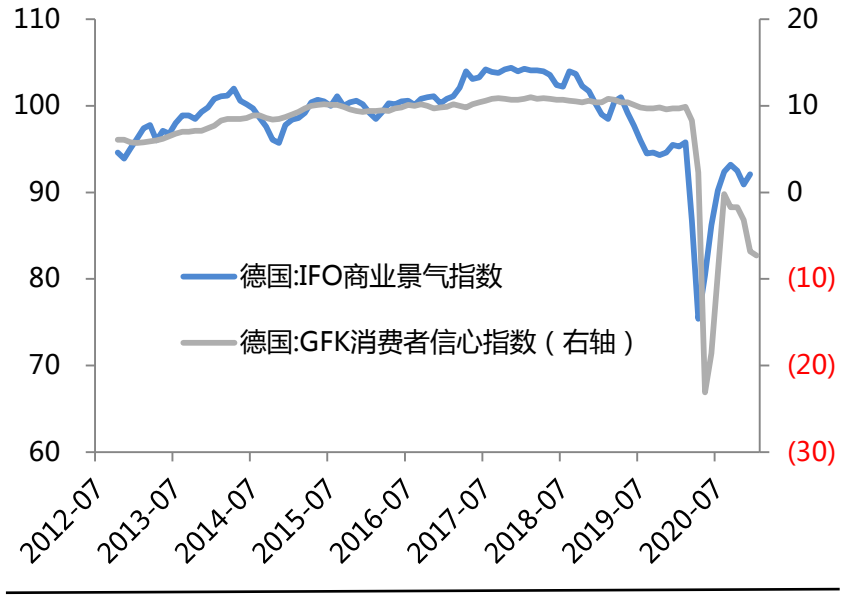


- **疫情冲击下，美国私人消费和私人投资在2Q20大幅下滑，3Q20回升，4Q20恢复力度有所下降；**
- **随着疫情的消退，2021年美国私人部门投资和消费回升方向较为确定，但力度仍需观察；**
- **从库存周期来看，领先指标耐用品订单的大幅回升意味着库存见底回升确定性较高。**
- **预计2021年美国实际GDP增速在4%左右。**

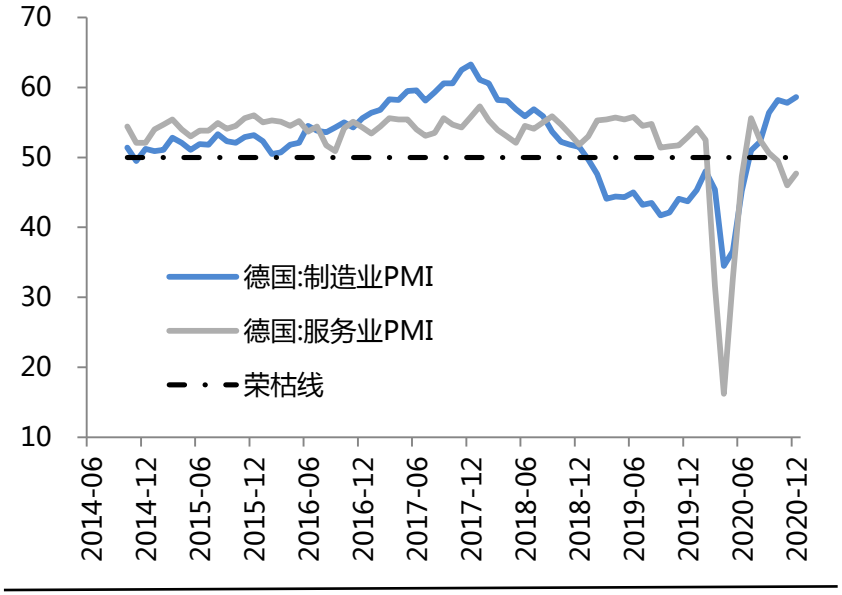
资料来源：Wind，国金证券研究所

德国：二次疫情爆发影响消费信心，但工业生产依然偏强

图表 二次疫情冲击下，德国消费者信心有所下滑



图表 德国制造业PMI依然加速扩张 (%)



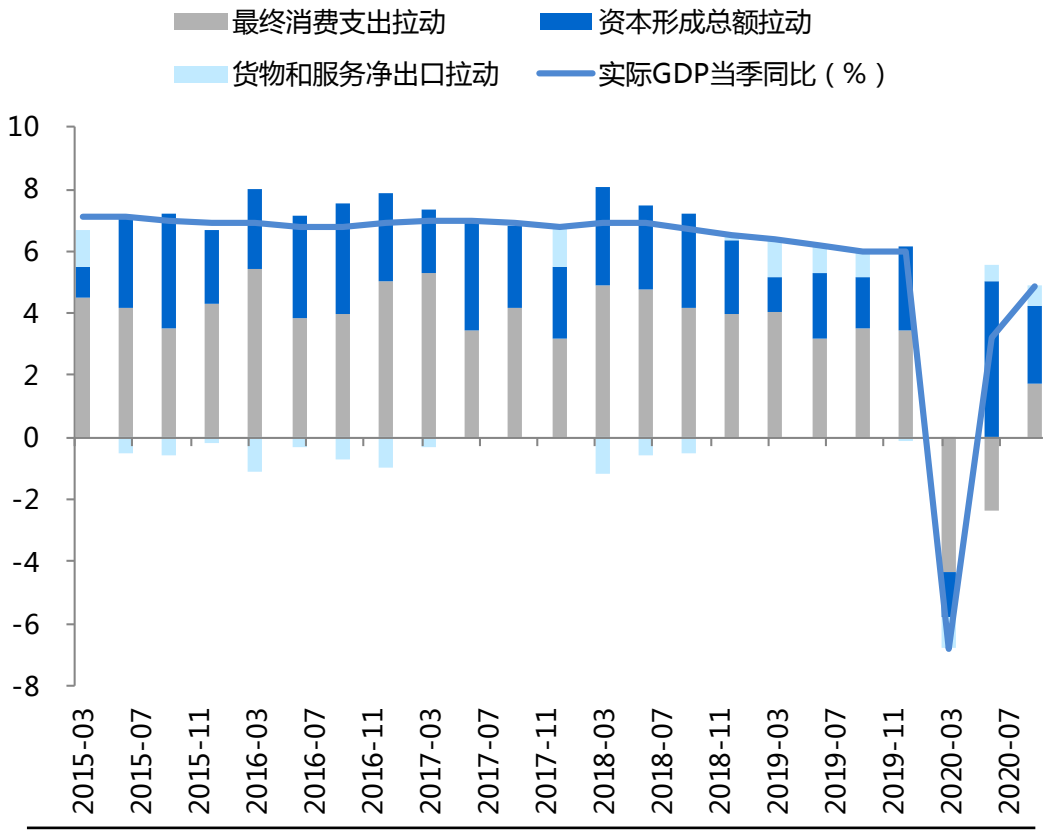
- **二次疫情影响下，德国等欧盟国家的消费者信心指数有所下滑；**
- **但从制造业PMI来看，生产端受到的影响相对不高；**
- **随着疫情的消退，我们预计，2021年欧元区经济将逐渐复苏，但复苏的力度可能相对温和；**
- **预计2021年欧元区实际GDP增速在3%左右。**

资料来源：Wind，国金证券研究所

回顾中国：2020年疫情冲击下经济增速“挖坑”

- **2020年，疫情冲击下，一季度实际GDP增速挖出深坑，后面三个季度逐季恢复。**
- **消费：**疫情冲击下，消费在一季度出现大幅回落，后续逐月回升，但回升力度较慢。
- **投资：**地产和基建投资对整体投资形成较大贡献，制造业投资恢复较慢。
- **外贸：**净出口对增长贡献较高，主要原因在于中国出口取代部分新兴市场国家的市场份额。

图表 2020年经济增速“挖坑”

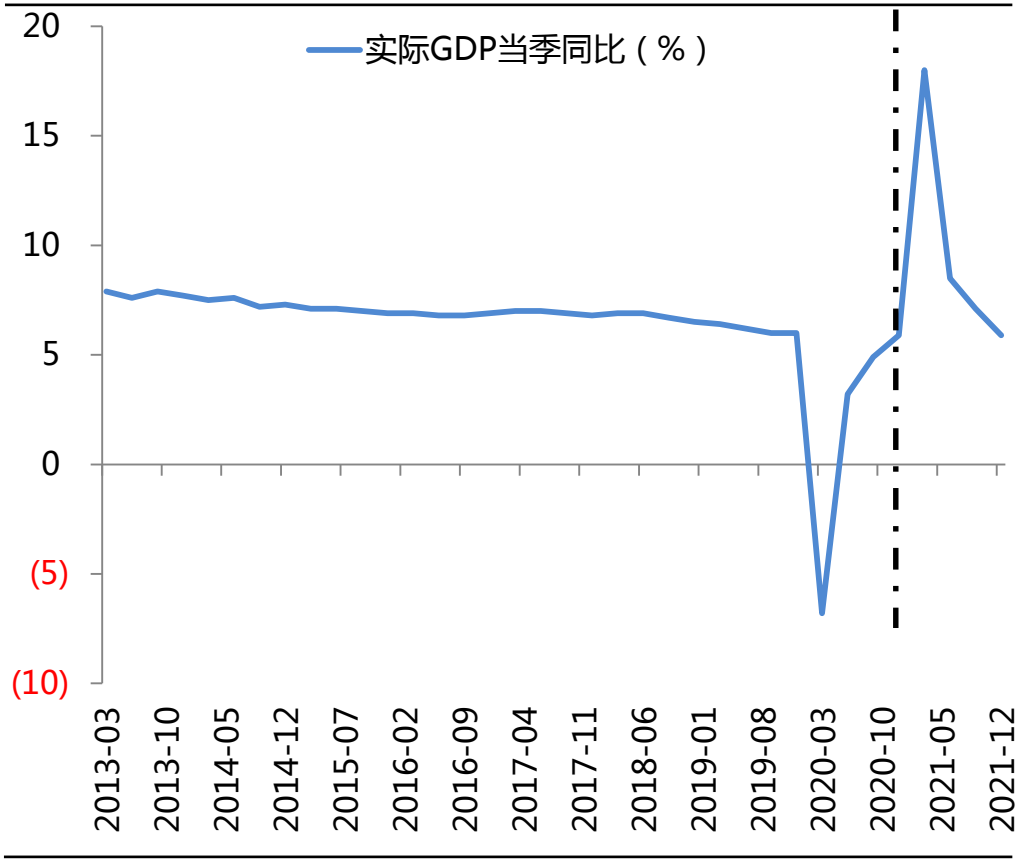


资料来源：Wind，国金证券研究所

展望中国：2021年，疫情消退后，经济恢复至潜在增速附近

- **2021年全年实际GDP增速预计在9%左右**：1、疫情消退后中国经济增长恢复至潜在增速附近（5-6%）；2、低基数原因导致实际读数较高；3、无论是否剔除基数效应，逐季回落的趋势不变。
- **我们认为**：1、海外经济恢复的方向比较确定，但力度可能不会太强；2、中国的净出口对经济的贡献将有所下降；3、地产和基建投资将放缓、制造业投资增速相对稳定；4、消费增长难以恢复到疫情前的水平。
- **一季度18%，二季度8.2%，三季度7.0%，四季度5.7%。**

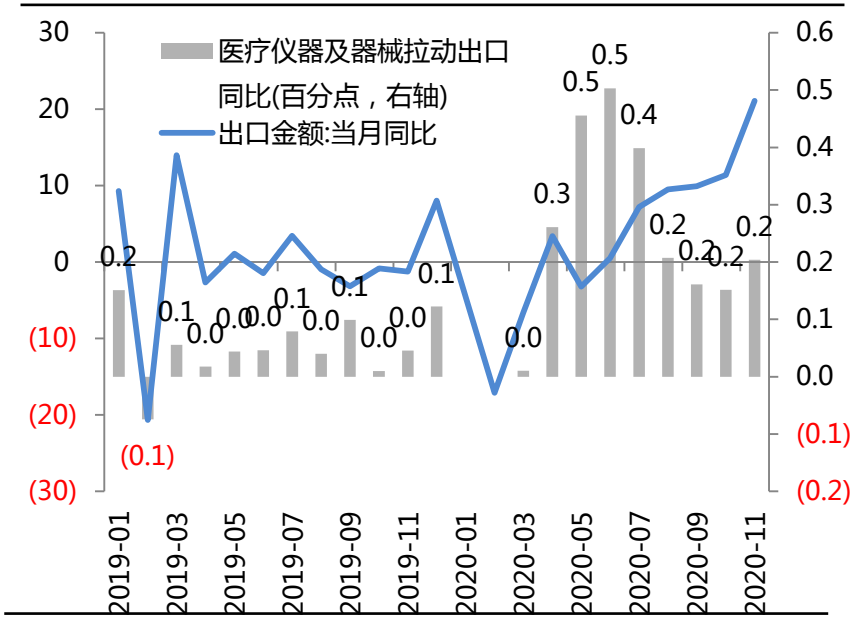
图表 2021年实际GDP增速在9%左右



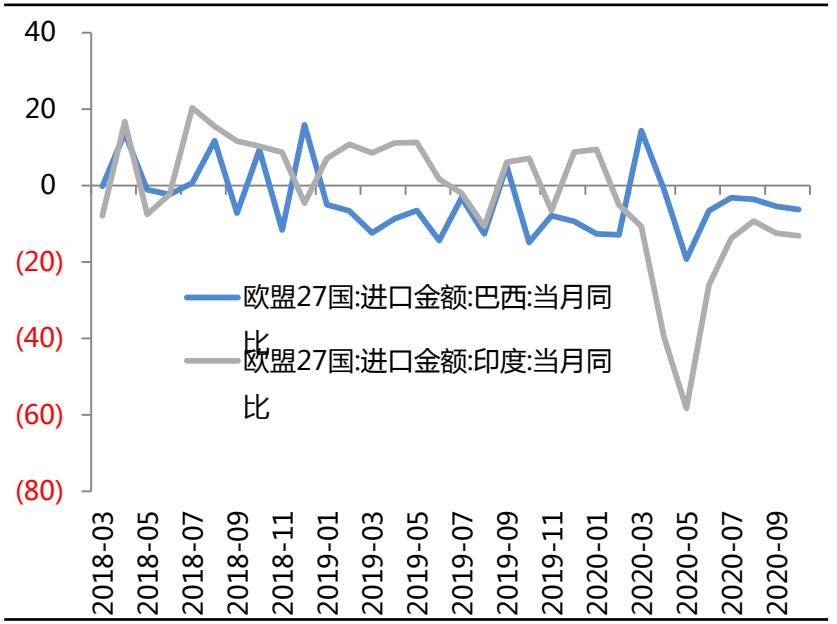
资料来源：Wind，国金证券研究所

出口：总量与结构从“共振”到“分化”

图表　医用物资对出口形成一定影响



图表　欧盟对巴西和印度进口大幅下滑

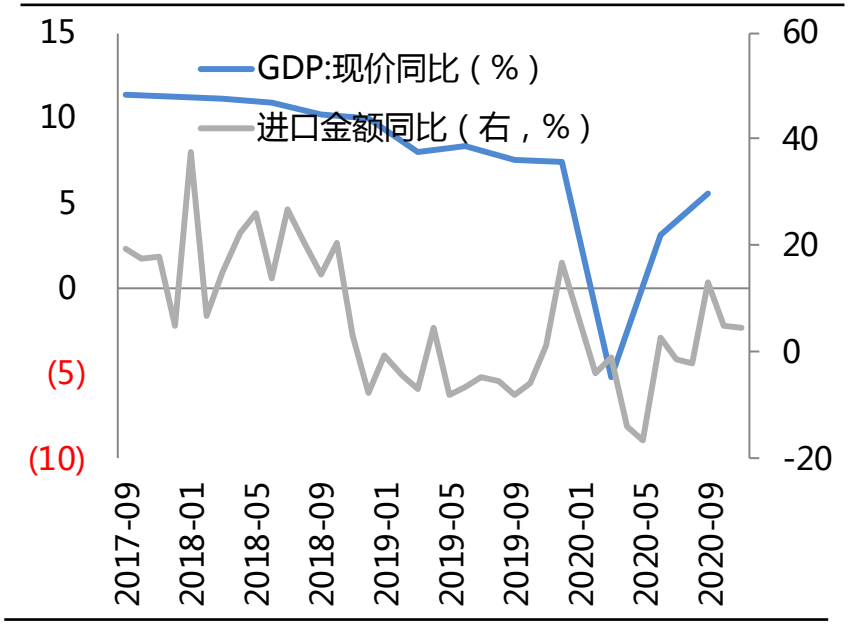


- **2020前三季度出口超预期的原因是总量与结构的“共振”：外需改善带动总量回升，中国取代部分新兴市场国家的市场份额。**
- **随着疫情的消退，海外需求仍在恢复，部分新兴市场的出口份额将“归还”，但仍有一部分市场份额能够留在中国，对出口结构形成支撑。同时，医用相关物品的出口也将随之下降，这对出口形成一定影响。**
- **预计2021年出口同比增速在7%左右。**

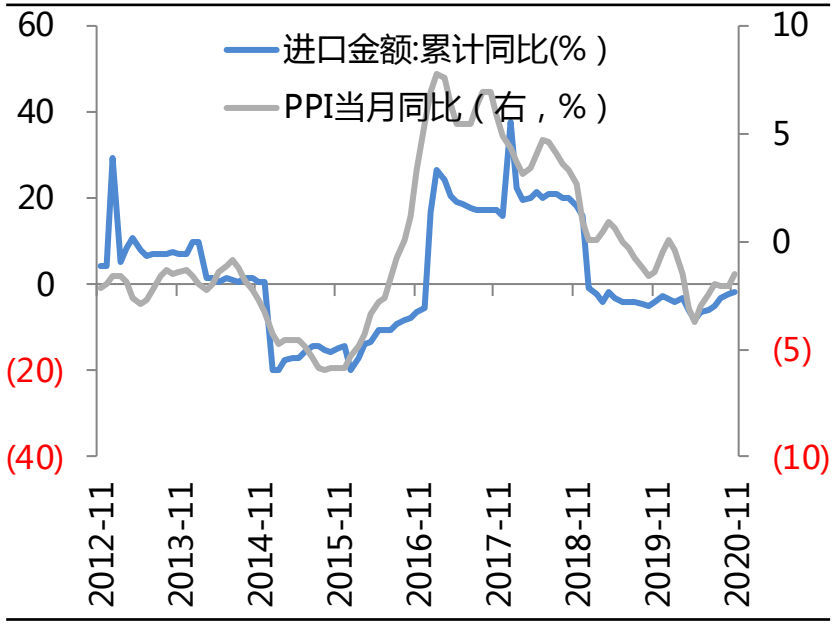
资料来源：USITC，Wind，国金证券研究所

进口：内需和汇率升值对进口形成支撑

图表　内需回升带动进口增速



图表　价格因素对进口的拖累逐步缓解



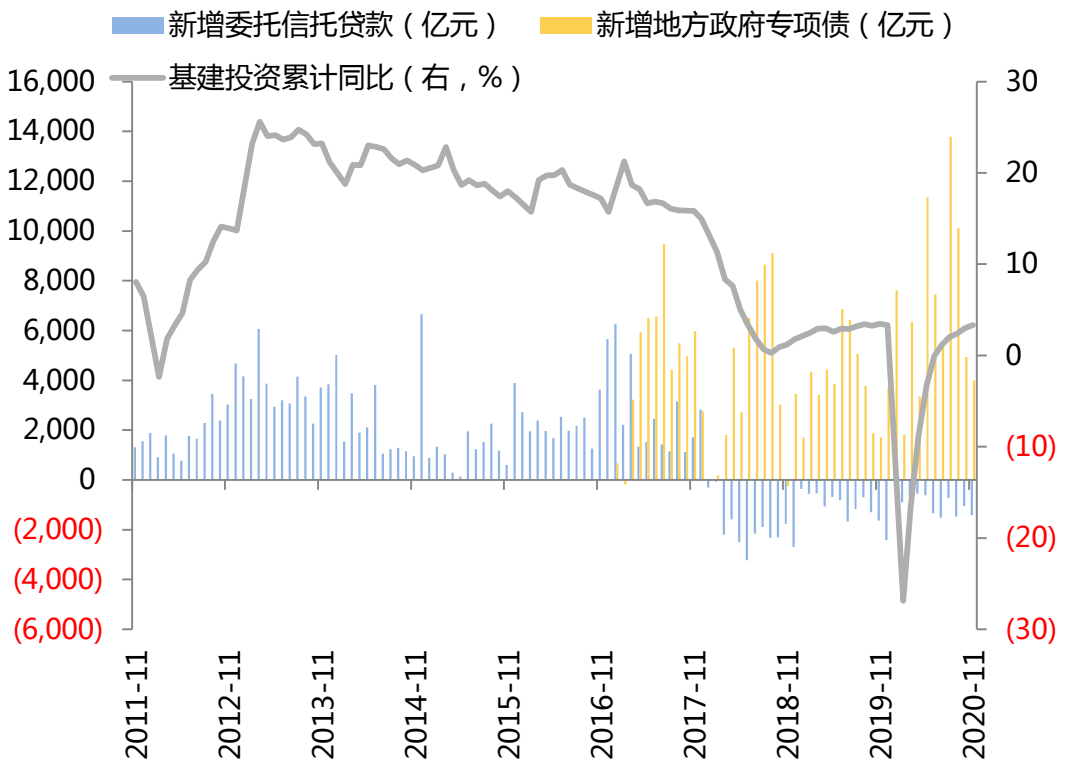
- **随着国内需求的恢复，进口增速逐步回升。**
- **随着价格的回升，进口增速有望加速改善。**
- **预计2021年进口同比增速在8%左右。**

资料来源：Wind，国金证券研究所

基建投资：4Q20脉冲式冲高，但2021年边际回落

- **2020年4季度：**财政资金下放力度加大，仍有望对基建投资形成支撑。
- **展望2021年：**财政支持基建力度下降较为确定，但结构上看仍有亮点。
- **担忧：**信用收缩导致债券违约风险扩散蔓延至城投债。
- **预计2021年基建投资增速在5%左右。**

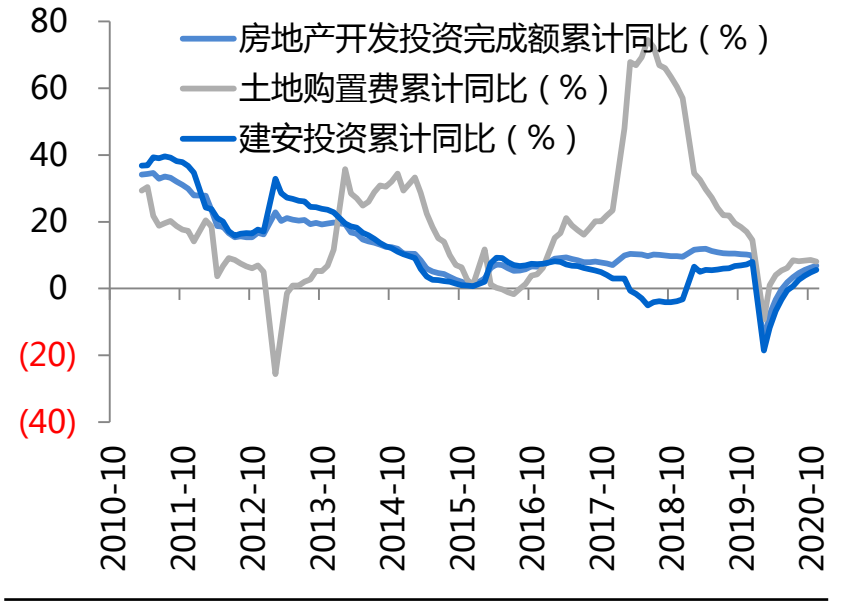
图表 财政资金下放依然对4季度基建形成支撑



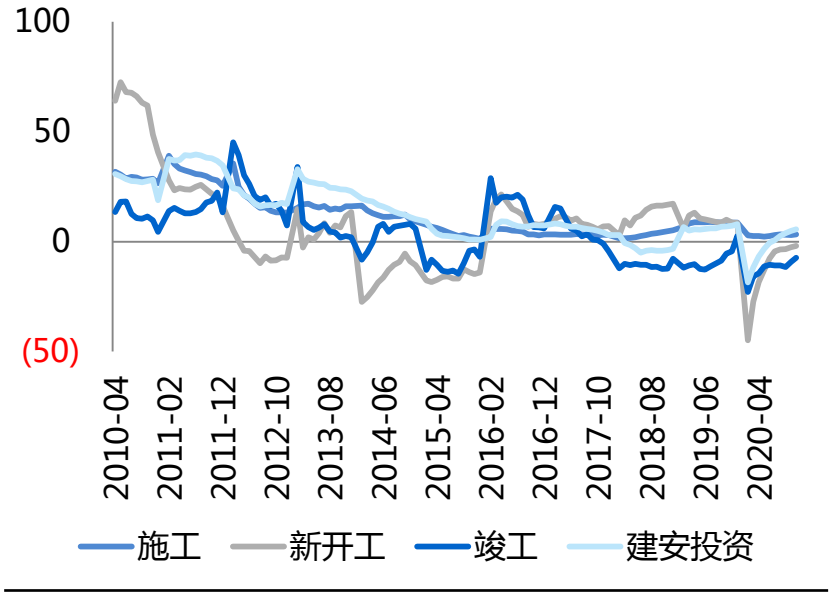
资料来源：Wind，国金证券研究所

房地产投资：政策再度收紧，增速逐步回落

图表　预计2021年地产投资逐步回落



图表　新开工走弱预示建安投资将下行（%）

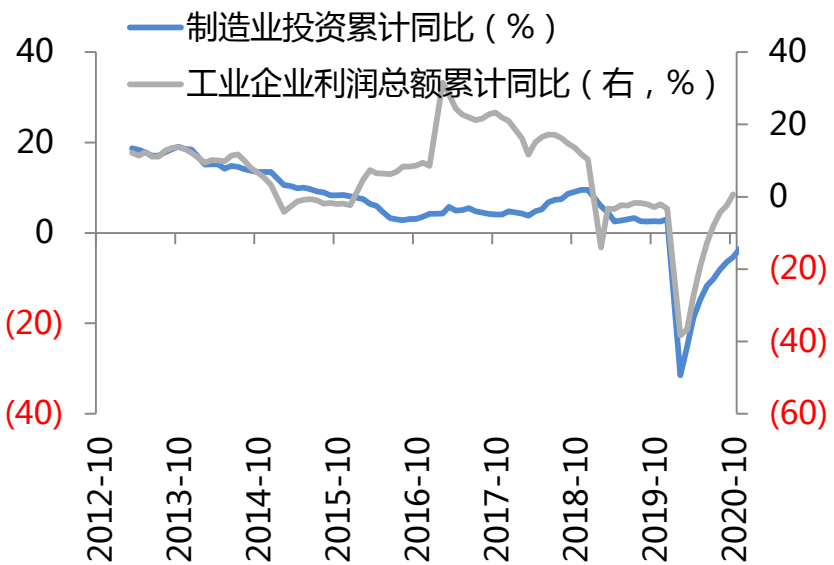


- **2020年房地产投资增速相对较高，但随着房地产企业融资的收紧，预计地产投资增速下行压力加大。**
- **土地购置费边际走弱趋势明显；新开工→施工→ 建安投资的传导链条相对顺畅，预示建安投资增速回落压力加大。**
- **预计2021年房地产投资增速在5-7%之间。**

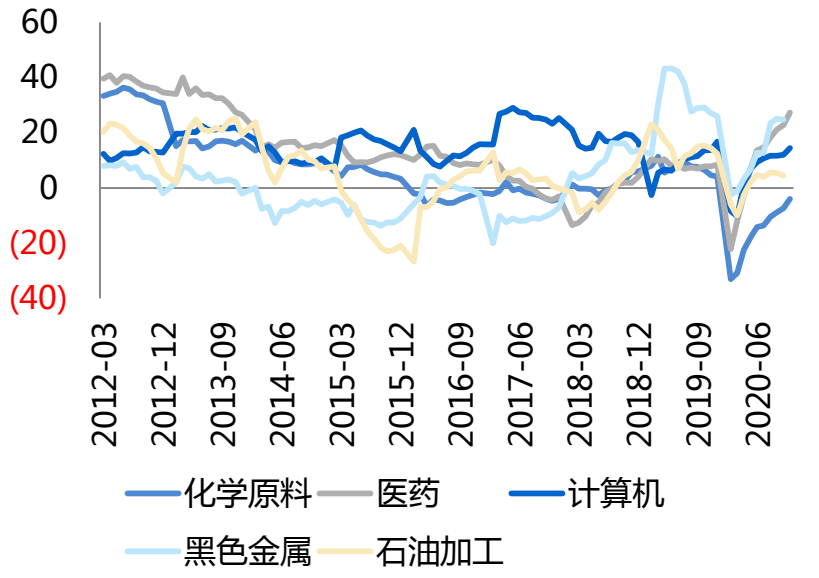
资料来源：Wind，国金证券研究所

制造业投资：回升确定性较高，计算机拉动明显

图表　2021年制造业回升较为确定



图表　医药和计算机投资增速回升较快（%）



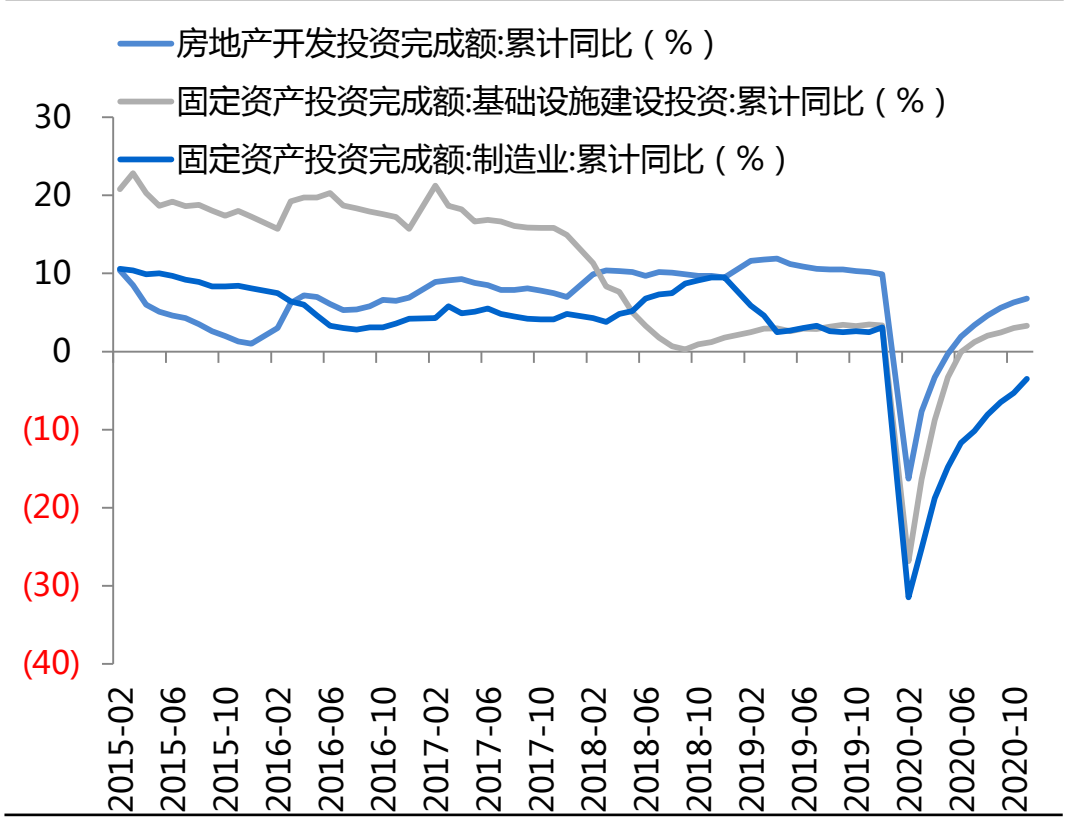
- **疫情以来，三大投资当中，制造业投资恢复相对最慢。**
- **从制造业投资分项来看，医药制造业和计算机、通讯和半导体制造业增速相对较高。**
- **2021年制造业投资加速回升较为确定，预计增速在10%左右。**

资料来源：Wind，国金证券研究所

固定资产投资：制造业形成较强支撑，基建和地产形成拖累

- **回顾2020：**政策支持下，地产和基建投资形成较大贡献；疫情影响下，制造业投资形成较大拖累。
- **展望2021年：预计全年固定资产投资增速在7.2%左右。**基建投资边际趋弱，但整体增速并不比2020年低；地产投资回落较为明显；制造业投资有望大幅回升，对整体投资形成较大贡献。

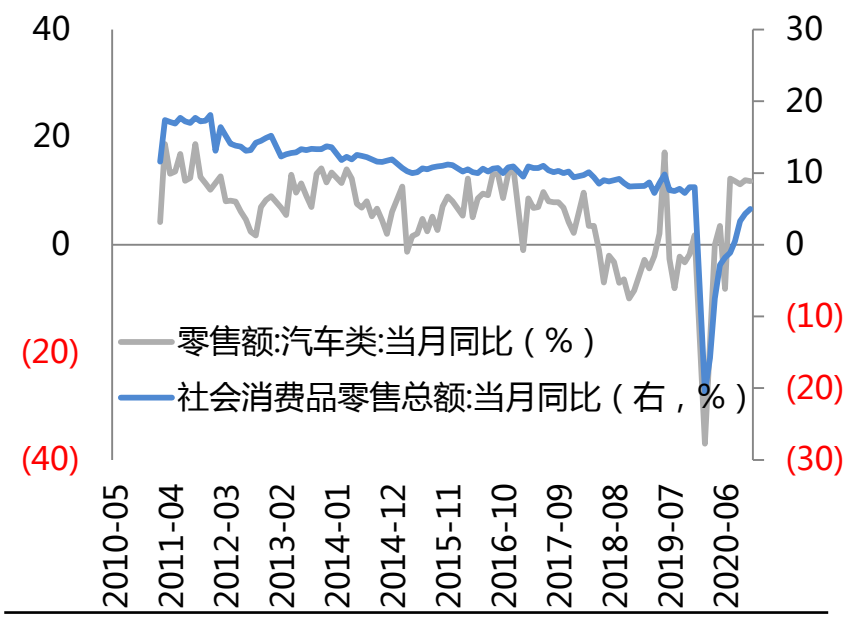
图表　预计2021固定资产投资增速8.2%左右



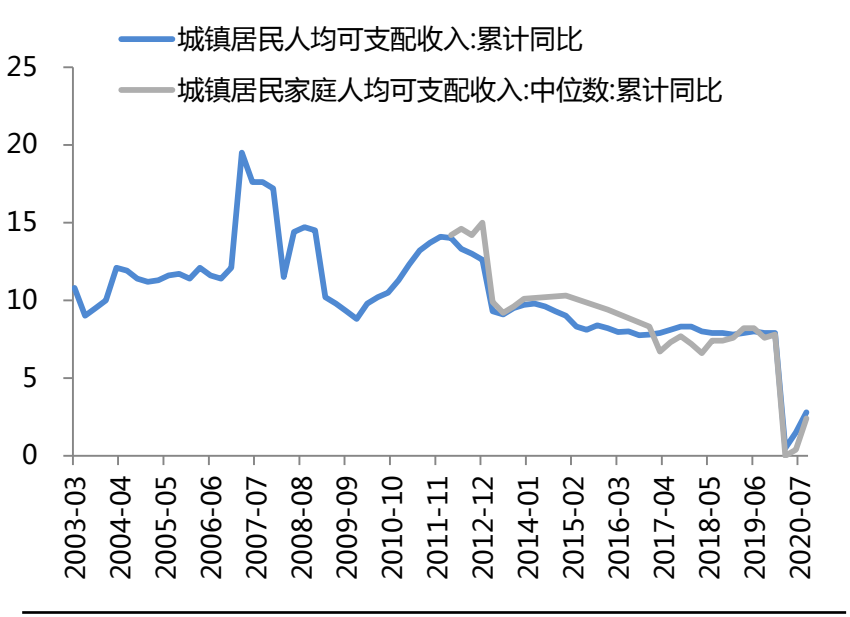
资料来源：Wind，国金证券研究所

社零：2021年难以恢复到疫情前水平

图表　汽车消费对整体消费回升贡献较高（%）



图表　疫情对中低端收入群体的消费能力冲击较大（%）

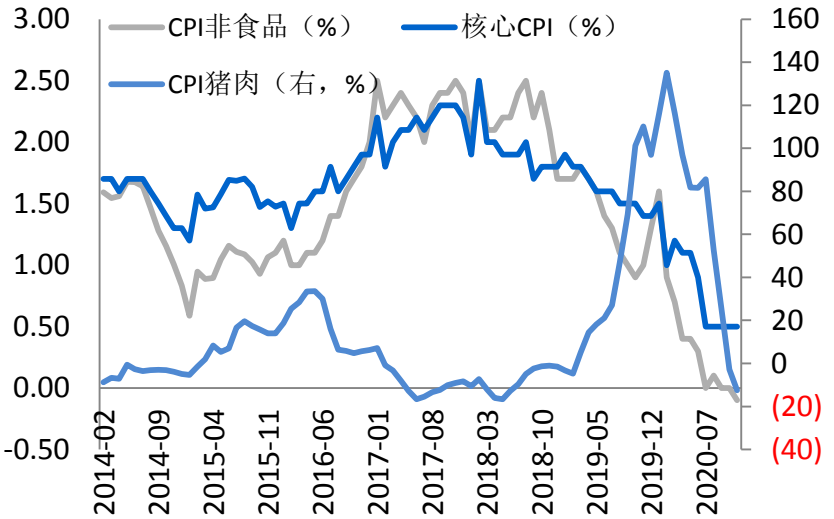


- **从细分项来看，汽车消费贡献较高，但未来难以保持如此高的增速。**
- **从消费能力和消费意愿来看，疫情对居民资产负债表结构产生较为长远的影响（贫富分化进一步加大），中低端收入群体消费能力下降、整体消费意愿下降。**
- **预计2021年社零增速在12%左右。**

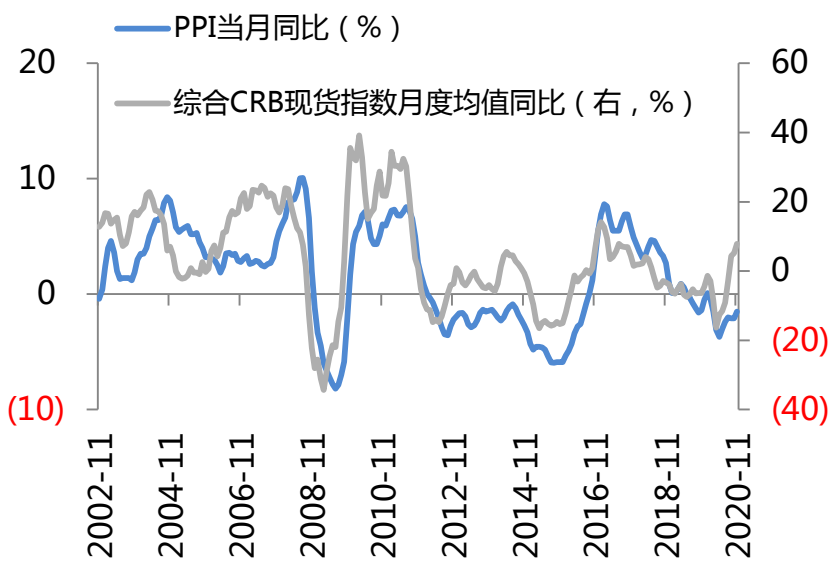
资料来源：Wind，国金证券研究所

通胀：预计2021年难以大幅回升

图表　核心CPI低位企稳（%）



图表 大宗商品对PPI的带动难以持续（%）

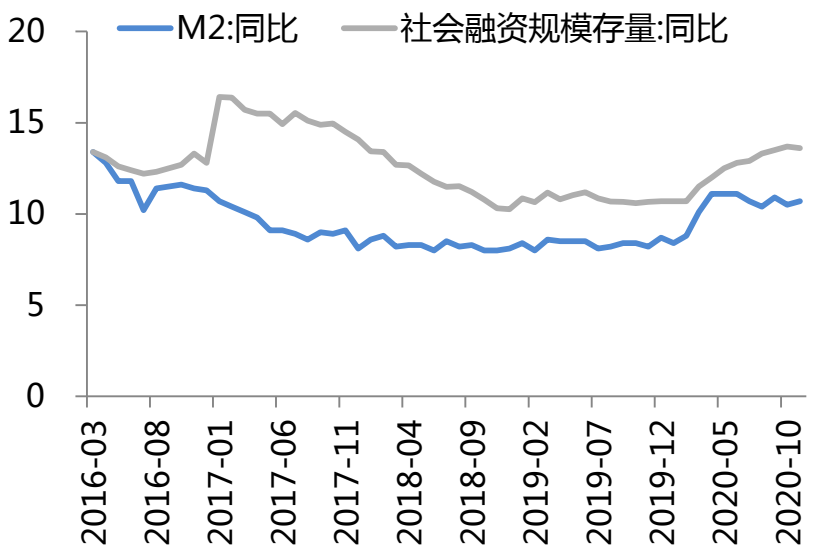


- **从CPI来看，猪肉价格下行对CPI形成较大拖累，对政策影响相对较大的核心CPI也依然疲软。**
- **从PPI来看，大宗商品价格难以持续上升，对PPI的拉动预计限于短期。**
- **预计2021年CPI同比为1.1%，PPI同比为1.5%。**

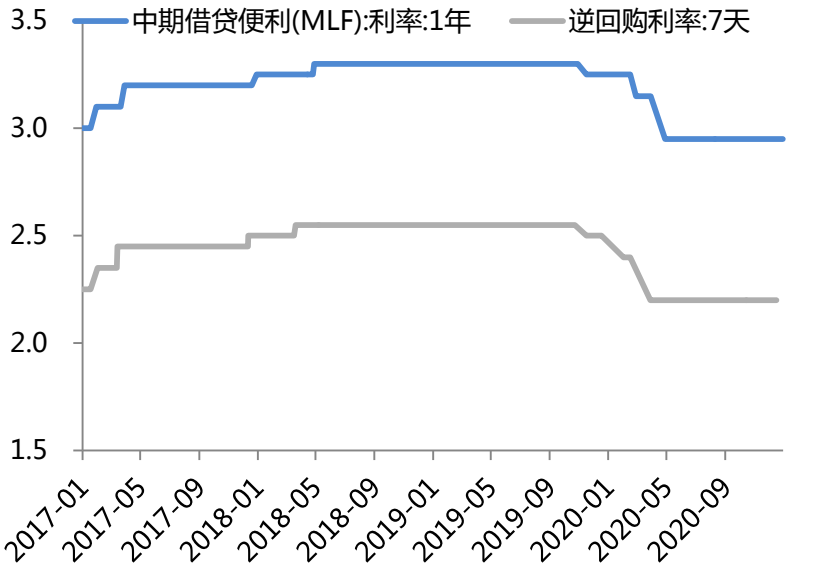
资料来源：Wind，国金证券研究所

货币政策：回归常态，不会“急转弯”

图表　流动性和信用回归常态（%）



图表 预计2021年不会上调MLF利率和逆回购利率

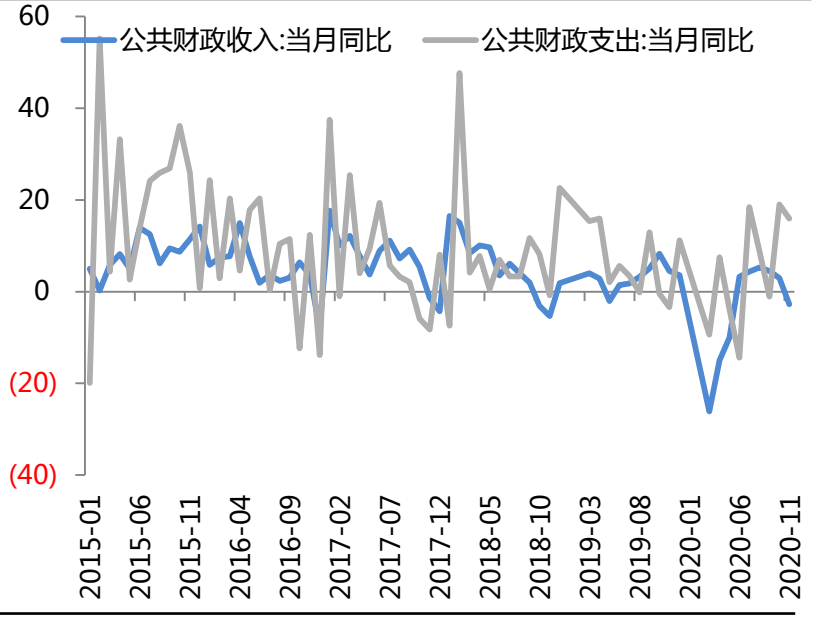


- **2020年，M2和社融存量同比增速大幅上升，央行开展多项政策工具提供流动性。**
- **2020年5月后，货币刺激逐渐退出，预计2021年整体流动性回归常态。**
- **预计2021年M2同比增速10%左右，社融存量同比增速11%左右。**

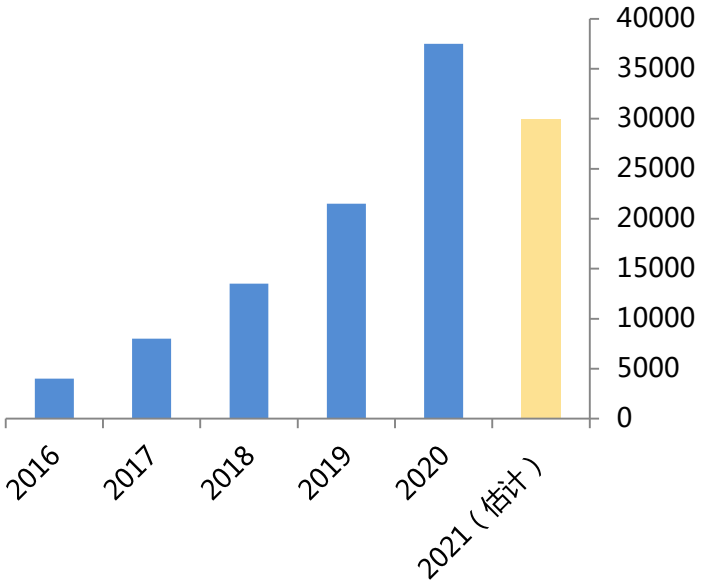
资料来源：Wind，国金证券研究所

财政政策：整体积极，但力度下降

图表　预计2021年财政收入同比增速上升明显（%）



图表 2021年新增地方政府专项债额度预计下降（亿元）



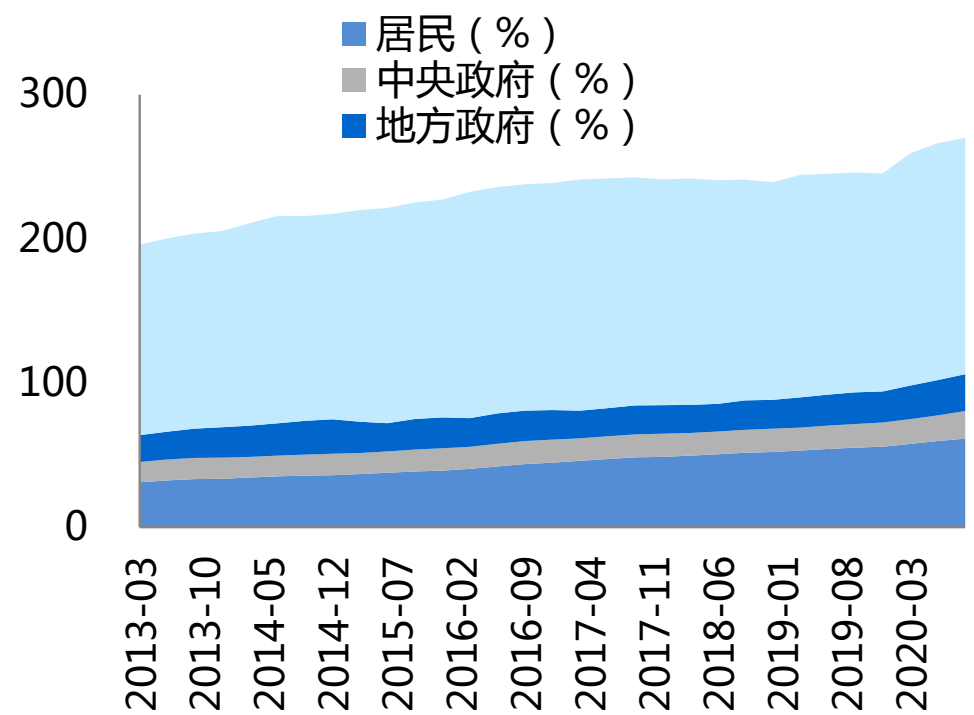
- **2020年，一般预算赤字率上调至3.6%以上，发行抗疫特别国债1万亿，新增地方政府专项债3.75万亿。**
- **展望2021年，我们预计，一般预算赤字率会下调至3%以下，新增地方政府专项债预计在3万亿左右。**

资料来源：Wind，国金证券研究所

金融监管：稳杠杆背景下，部分部门杠杆率存在压降诉求

- 2020年，整体宏观杠杆率预计上升30个百分点左右（社科院口径）。
- 展望2021年，我们预计，整体宏观率保持平稳，但中央政府杠杆率仍有望上升，居民杠杆率相对平稳，企业和地方政府杠杆率可能存在下降的压力。

图表　预计2021固定资产投资增速8.2%左右



资料来源：Wind，国金证券研究所

预测：2021年低基数下的高增长，剔除基数接近潜在增速

国金证券 SINOLINK SECURITIES

指标	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021F
实际GDP当季同比（%）	(6.8)	3.2	4.9	5.7	18.0	8.2	7.0	5.8	9.0
CPI当季同比（%）	5.0	2.7	2.3	(0.3)	0.1	1.0	1.7	2.5	1.3
PPI当季同比（%）	(0.6)	(3.3)	(2.2)	(1.5)	1.3	3.2	2.4	1.8	2.2
名义GDP同比（%）	(5.3)	3.1	5.5	5.6	19.5	9.7	9.0	8.1	10.7
工业增加值累计同比（%）	(1.1)	4.8	6.9	7.1	15.1	13.8	10.6	10.1	10.1
固定资产投资完成额累计同比（%）	(16.1)	(3.1)	0.8	3.2	12.0	8.9	6.3	5.8	7.2
基建（全口径）投资完成额累计同比（%）	(16.4)	(0.1)	2.4	3.6	19.1	9.7	6.2	4.4	4.4
房地产投资完成额累计同比（%）	(7.7)	1.9	5.6	7.1	19.3	12.8	6.4	5.2	6.0
制造业投资完成额累计同比（%）	(25.2)	(11.7)	(6.5)	(0.9)	18.0	12.7	8.9	7.8	10.3
社会消费品零售总额当季同比（%）	(18.2)	(4.0)	0.9	4.9	23.8	9.2	8.7	6.3	12.5
M1同比（%）	5.0	6.5	8.1	10.8	7.5	7.0	6.2	5.4	5.4
M2同比（%）	10.1	11.1	10.9	10.7	10.6	10.4	10.1	10.0	10.0
新增人民币贷款（当季值，万亿）	7.1	5.0	4.2	3.2	6.2	4.0	4.2	3.8	18.2
新增社会融资规模（当季值，万亿）	11.1	9.8	8.7	5.3	9.3	7.8	7.0	6.0	30.1
社融余额同比（%）	11.5	12.8	13.5	13.5	12.3	11.3	10.5	10.5	10.5
人民币汇率（季度末值，%）	7.1	7.1	6.8	6.6	6.7	6.8	6.6	6.4	6.4
10年期中债国债到期收益率（季度末值，%）	2.6	2.8	3.2	3.3	3.4	3.3	3.2	3.1	3.1
DR007（季度末值，%）	2.2	2.3	2.5	2.6	2.7	2.6	2.5	2.4	2.4

资料来源：Wind，国金证券研究所



四、大类资产：股市的结构性机会与工业品的狂欢落幕

本章要点

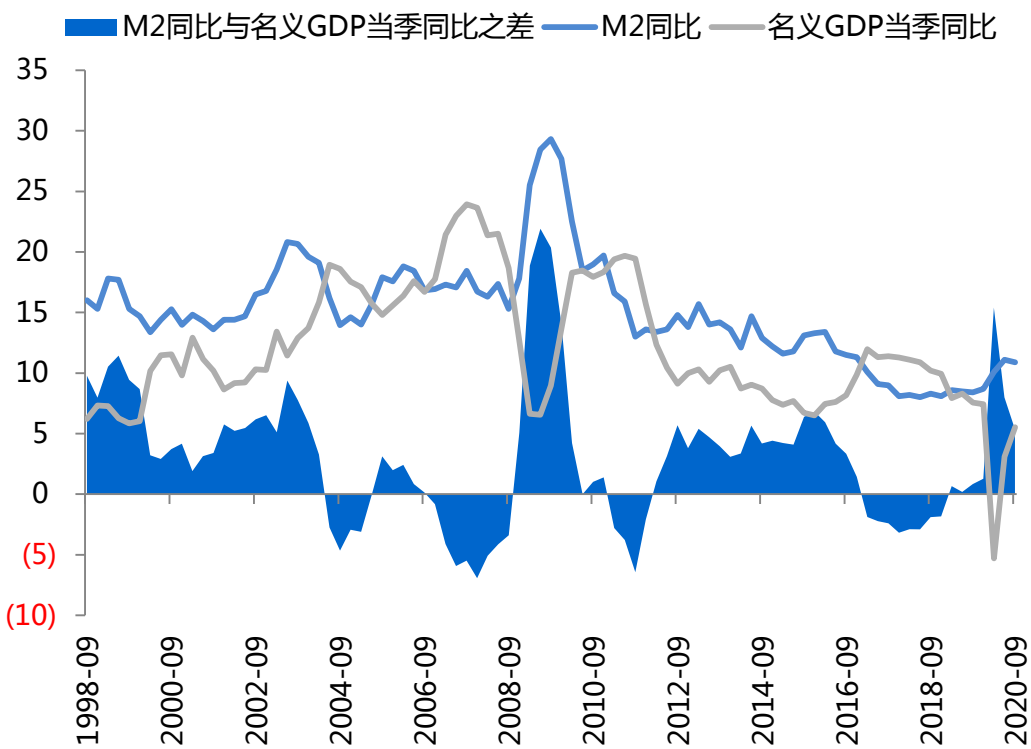
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **整体来看，货币条件趋紧。**疫情下的非常规货币政策逐步退出。预计2021年1季度名义GDP继续回升，M2同比-名义GDP同比进一步回落；随后，随着名义GDP的回落，该指标有望边际改善；整体全年来看，货币条件趋紧。
- **A股方面，风险偏好趋于稳定，预计A股整体震荡。**当前A股的整体相对估值较债券而言，处于中位数水平。但随着经济的逐步复苏以及货币政策二阶拐点的显现，10年期国债收益率转向上行，贷款加权利率也小幅上行。展望2021年，经济的恢复和政策的退出形成拉锯，风险偏好趋于稳定，预计A股整体震荡。
- **美股方面，2021年冲高回落的概率较高。**随着美联储货币政策二阶拐点的显现，流动性对美股的支撑开始告一段落。美国经济和社会逐渐从疫情和抗议活动中的恢复，企业盈利开始逐渐上行。我们认为，美股在2021年冲高回落的概率较高。
- **国债方面，中债上行空间不大，美债逐渐上行。**中国经济逐步从疫情中恢复，中国国债2021年长端收益率进一步上行空间不大。随着美联储多种货币政策工具的实施，令美国金融风险大幅下降，预计2021年美债收益率逐渐上行，但上行空间受到经济恢复情况和资产价格的制约。
- **汇率方面，美国新一轮财政刺激落地后美元指数预计短期见底，人民币汇率双向波动。**
- **工业品方面，需求改善对铜价和油价形成支撑，但供给和金融层面的变化开始转向利空。**
- **黄金的性价比有所回落，但黄金仍具备长期配置价值。**黄金价格在中期与美国实际利率负相关较强。在该阶段，黄金的性价比有所回落，但黄金仍具备长期配置价值。从美元的信用货币属性来看，以美元计价的金价在长期仍将上涨。

整体：货币条件边际趋紧

- **疫情下的非常规货币政策逐步退出。**为对冲疫情对社会和经济的冲击，全球央行大幅宽松，向市场注入天量流动性。随着我国经济逐渐从疫情中恢复，货币政策边际趋紧。
- **预计2021年1季度名义GDP继续回升，M2同比-名义GDP同比进一步回落；随后，随着名义GDP的回落，该指标有望边际改善；整体全年来看，货币条件趋紧。**

图表 M2同比-名义GDP同比在1Q21达到短期低点（%）

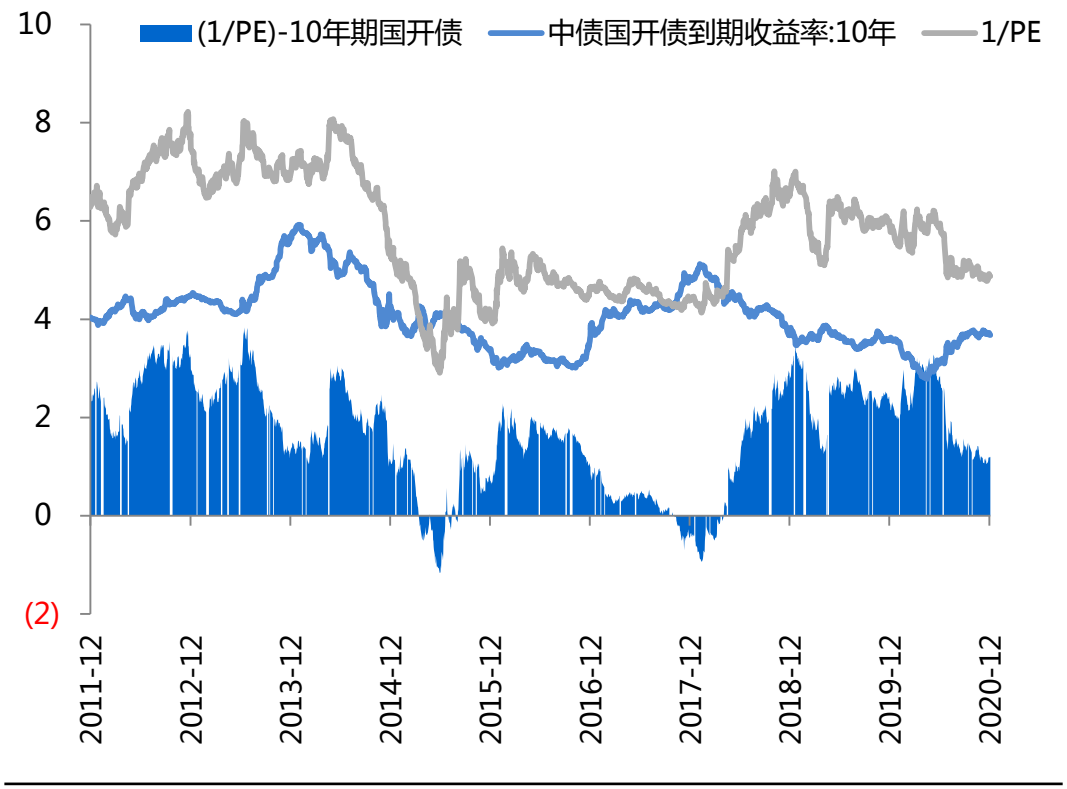


资料来源：Wind，国金证券研究所

相对估值：A股和利率债相对估值处于中位数

- 用1/PE-10年期国开债收益率所代表的风险溢价来衡量股债相对估值。
- **当前A股的整体相对估值较债券而言，处于中位数水平。**
- **预计2021年风险溢价相对平稳。流动性的边际变化相对稳定阶段，股债的跷跷板效应增强。**

图表 A股风险溢价处于中位数水平 (%)

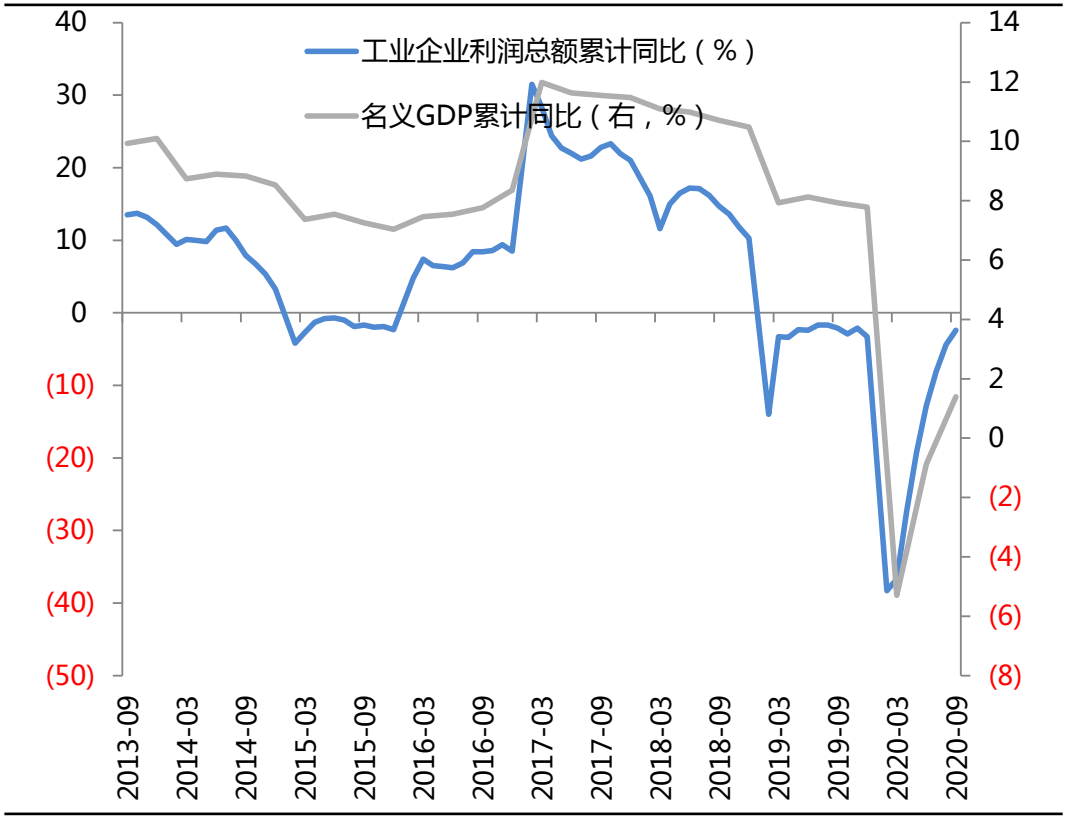


资料来源：Wind，国金证券研究所

A股分子端：企业利润回升较为确定，但市场定价相对充分

- **尽管企业利润仍在改善的进程当中，但市场对这块定价相对来说比较充分，只要名义GDP增速没有明显的上行风险，盈利难以超预期。**

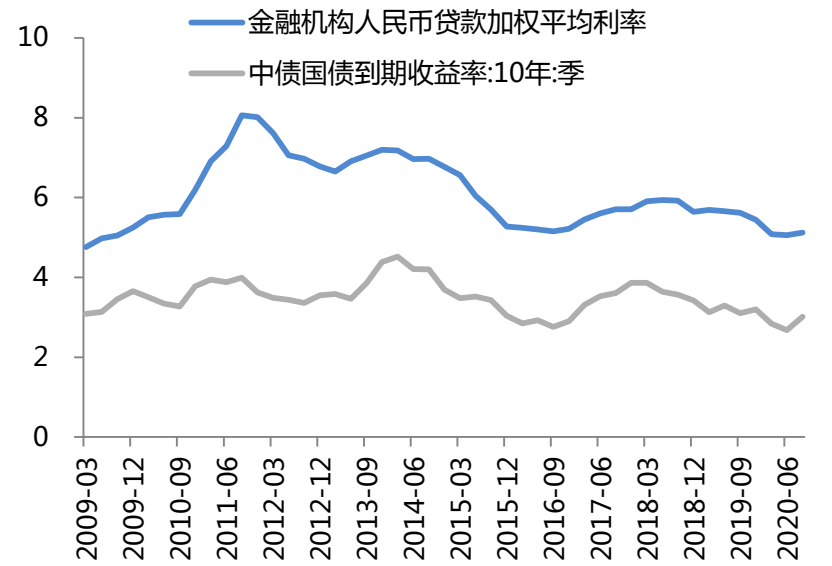
图表 名义GDP增速是利润的同步指标



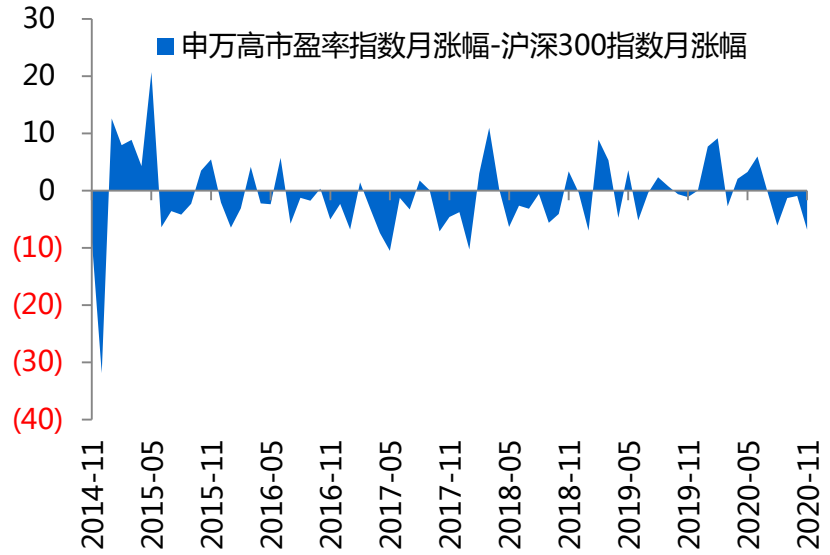
资料来源：Wind，国金证券研究所

A股分母端：无风险利率转向上行，风险偏好有所下降

图表 贷款利率、国债收益率转向上行 (%)



图表 4Q2020风险偏好回落

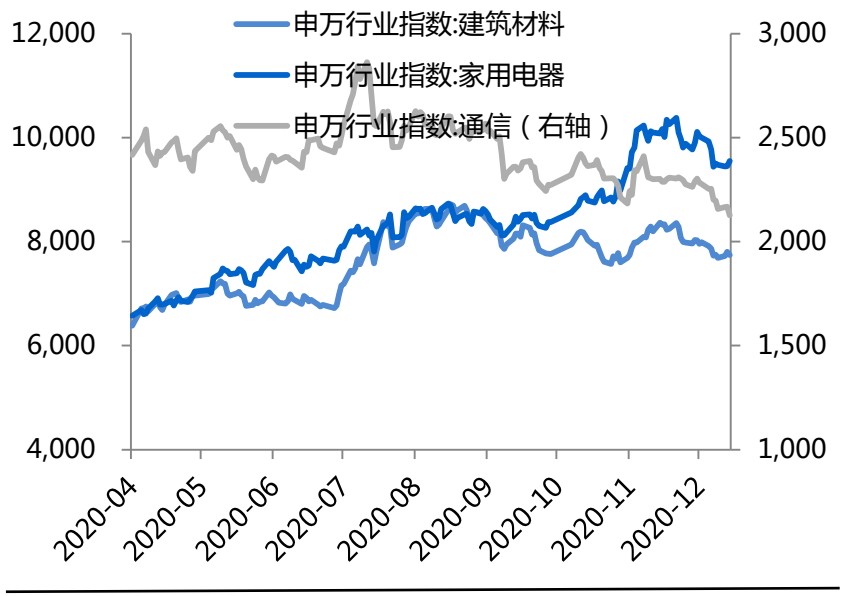


- 政策逐渐引导实际贷款利率下行，以及国债收益率的持续下降，贡献了分母端无风险利率的下降；但随着经济的逐步复苏以及货币政策二阶拐点的显现，10年期国债收益率转向上行，贷款加权利率也小幅上行。
- 市场情绪的观察指标——申万高市盈率月涨幅-沪深300月涨幅显示，市场的风险偏好有所下降。
- 展望2021年，经济的恢复和政策的退出形成拉锯，风险偏好趋于稳定，预计A股整体震荡。

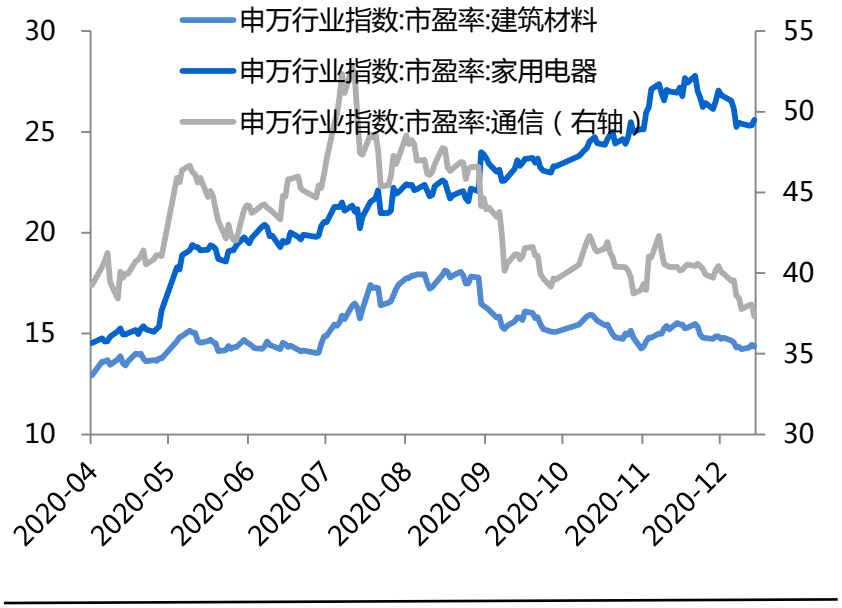
资料来源：Wind，国金证券研究所

A股结构：科技创新相关行业仍具备政策红利

图表 大宗商品带来顺周期板块估值修复



图表 信用收缩预期打压成长股估值



- **短期来看，全球经济复苏预期强化、工业品价格上涨带动顺周期板块上涨；但中长期看，全球经济复苏难以超预期上行，顺周期板块估值修复空间相对有限。**
- 科技成长短期受到信用收缩预期影响，估值有所回落；但长期来讲，十四五规划和2035规划的实施，仍会对相关行业形成较为确定性的政策支持；在相关政策支持下，其估值空间仍有可能进一步提升。

资料来源：Wind，国金证券研究所

美股：流动性和盈利的贡献开始分化，收益风险比下降

- 随着美联储货币政策二阶拐点的显现，流动性对美股的支撑开始告一段落。
- 美国经济和社会逐渐从疫情和抗议活动中的恢复，企业盈利开始逐渐上行。
- 美国经济从疫情中恢复的速度，以及美联储货币宽松的程度、退出的时机和速度，将决定未来美股的走势。
- 我们认为，美股在2021年冲高回落的概率较高。

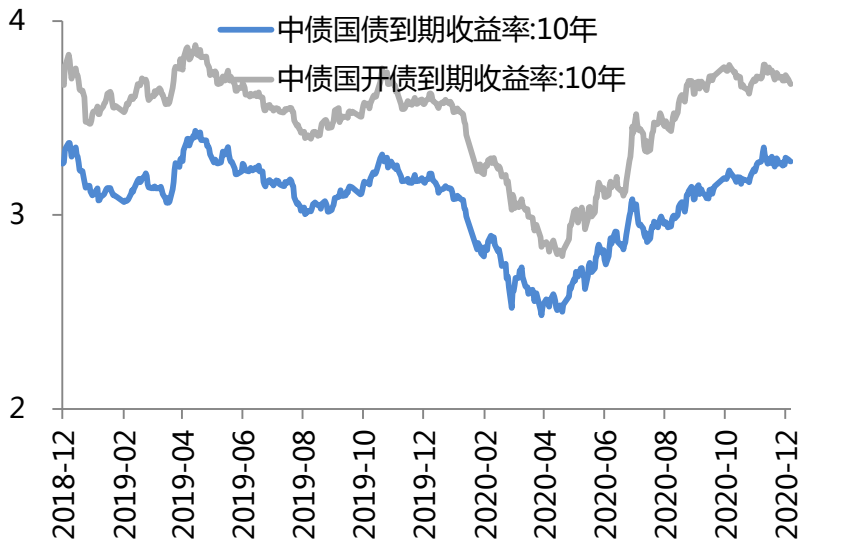
图表 标普500风险溢价回落



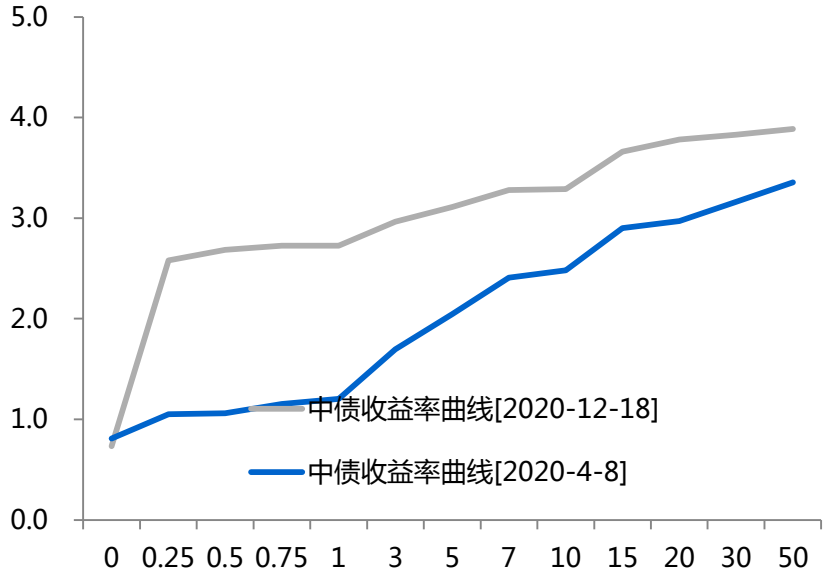
资料来源：ONLINE DATA ROBERT SHILLER，国金证券研究所

中国国债：长端收益率进一步上行空间不大

图表 政策退出导致利率债收益率回升（%）



图表 疫情消退背景下收益率曲线走向“熊陡”（%）



- **2020年5月之后，中国经济逐步从疫情中恢复，货币政策宽松的主要发力点从“价”转向“量”，以及通胀预期和风险偏好的回升，带动长端债券收益率从低点回升。**
- 2021年长端收益率进一步上行空间不大，预计1Q2021收益率见顶，随后逐季回落，但回落幅度相对有限。

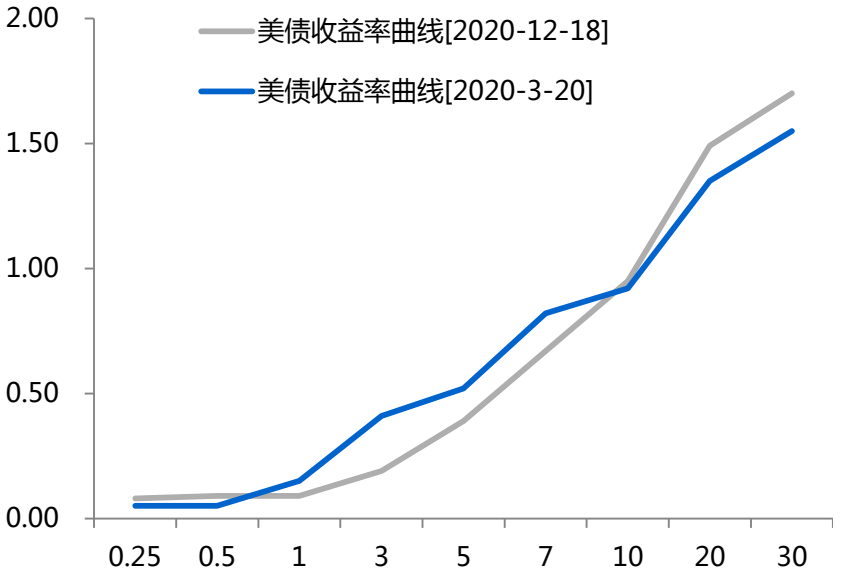
资料来源：Wind，国金证券研究所

美国国债：逐步上行方向较为确定，但上行空间有限

图表 美国10年期国债收益率低位回升、垃圾债信用利差回落（%）



图表 美债收益率曲线走向陡峭（%）

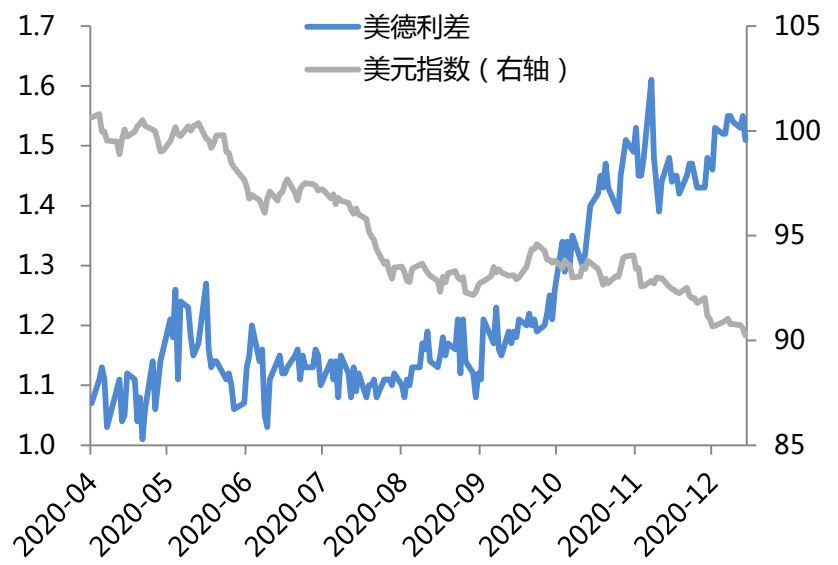


- 2020年3月底，尽管美联储将利率降至零，并再度开展QE以及多项其他货币宽松举措提供流动性，但美元货币市场的流动性抛售依然导致美国10年期国债收益率出现小幅上行；同时美国垃圾债收益率和信用利差大幅上行。
- **随着美联储多种货币政策工具的实施（无限量QE和直接购买垃圾债等），令美国金融风险大幅下降。**
- 当前，美联储货币政策二阶拐点显现，叠加美国经济的逐渐恢复，美债收益率曲线走向陡峭。
- 预计2021年美债收益率逐渐上行，但上行空间受到经济恢复情况和资产价格的制约。

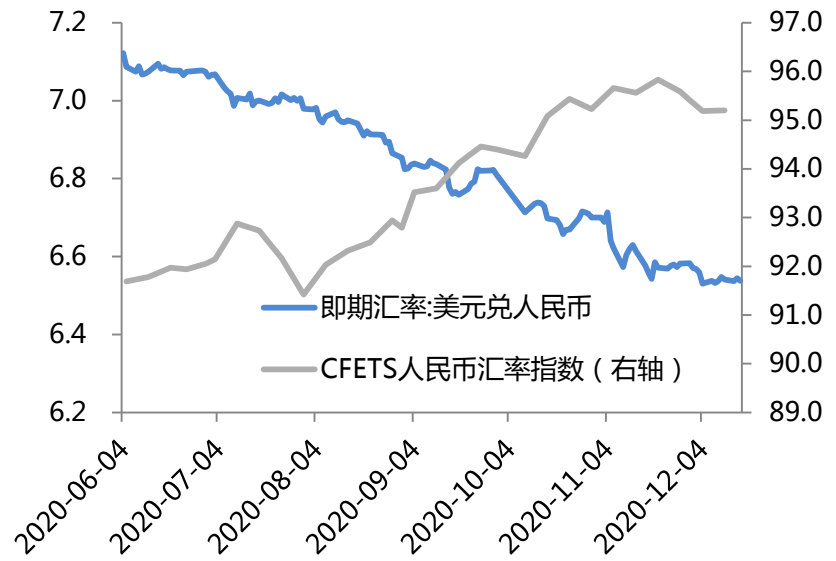
资料来源：Bloomberg，Wind，国金证券研究所

汇率：美国新一轮财政刺激落地后美元指数预计短期见底，人民币汇率双向波动

图表 美德利差对美元指数的解释力度下降（%）



图表 近期人民币升值压力加大



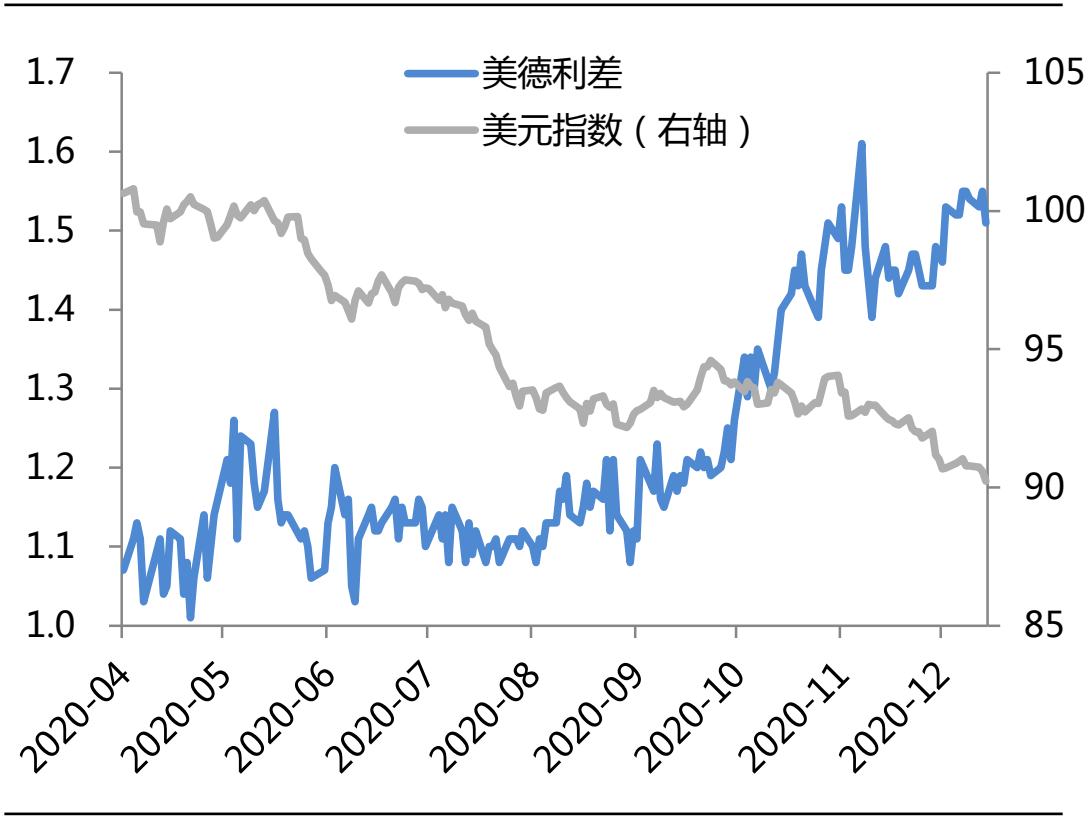
- **从短期分析框架看，**流动性危机背景下，利率抛补平价贡献汇率市场主要波动，导致利差成为驱动汇率变化的表面主要因素；
- **从深层次看，**美股大幅下跌引发的赎回高增、疫情冲击下的基本面走弱、信用风险上升增加对现金的需求、美债收益率大幅下行引发的全球资产再定价，是美元指数前期走强的背后驱动力量。
- 我们预计，2021年，美元指数将温和反弹，人民币汇率在6.40-6.80区间波动。

资料来源：Wind，国金证券研究所

美元指数：没有新的财政刺激背景下，见底回升概率较高

- **从短期分析框架看，**流动性危机背景下，利率抛补平价贡献汇率市场主要波动，导致利差成为驱动汇率变化的表面主要因素；
- **从深层次看，**美股大幅下跌引发的赎回高增、疫情冲击下的基本面走弱、信用风险上升增加对现金的需求、美债收益率大幅下行引发的全球资产再定价，是美元指数前期走强的背后驱动力量。
- 我们预计，2021年，美元指数将温和反弹。

图表 美德利差对美元指数的解释力度下降

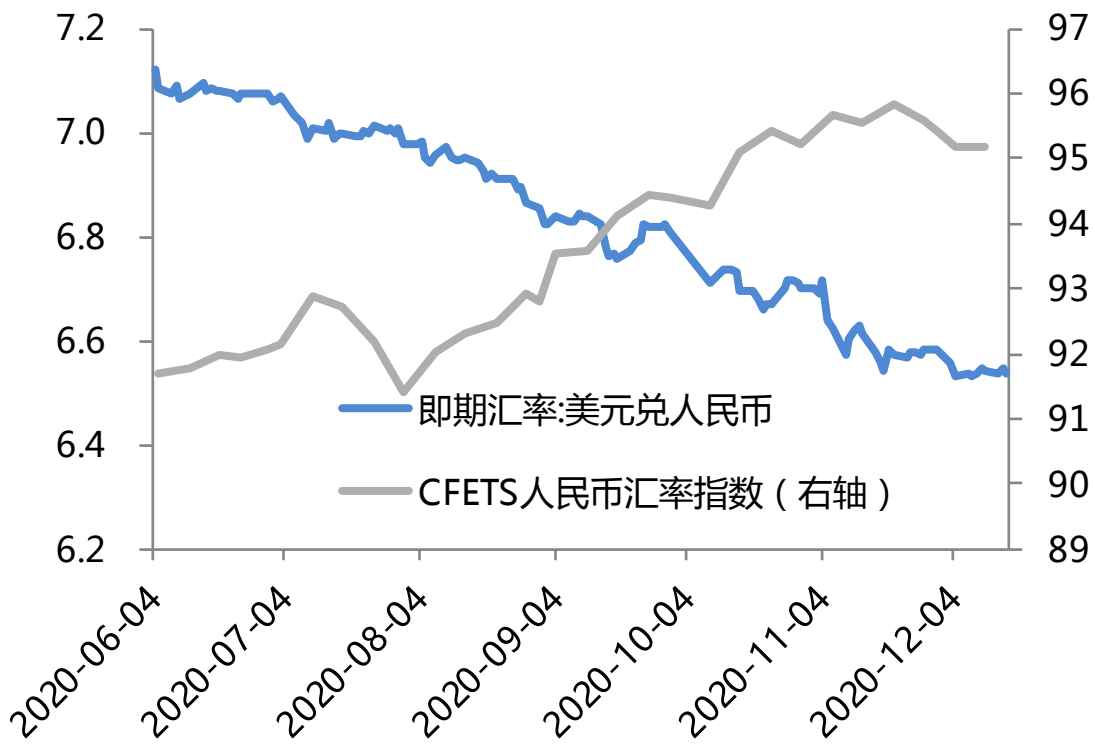


资料来源：ONLINE DATA ROBERT SHILLER，国金证券研究所

人民币汇率：短期小幅贬值，但全年中枢依然升值

- 近期，美元指数大幅走弱，对人民币形成较大的升值压力；
- 展望未来2-3个季度，随着美元指数的温和反弹，预计人民币对美元汇率将小幅贬值。
- 展望全年，中国经济复苏力度以及货币政策收紧力度仍高于美国，对人民币形成升值支撑；
- 我们预计，2021年，人民币汇率将在6.4-6.8的区间震荡。

图表 近期人民币升值压力加大

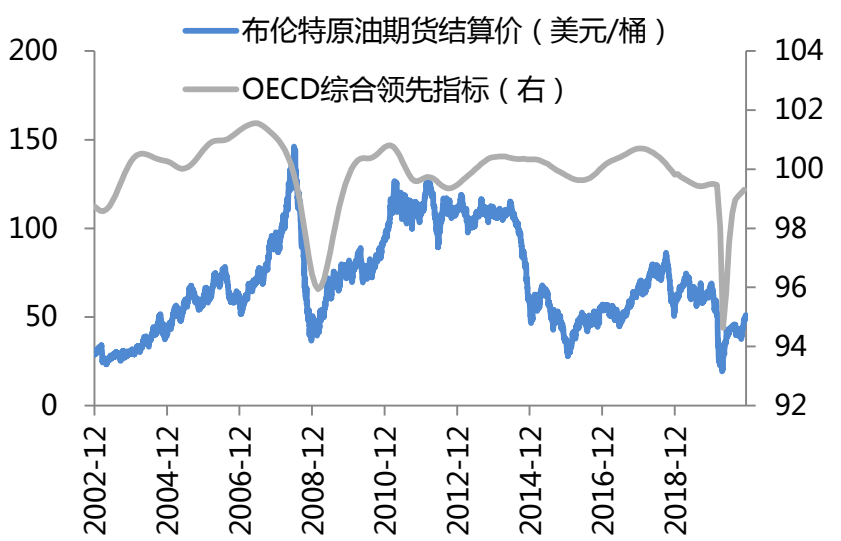


资料来源：ONLINE DATA ROBERT SHILLER，国金证券研究所

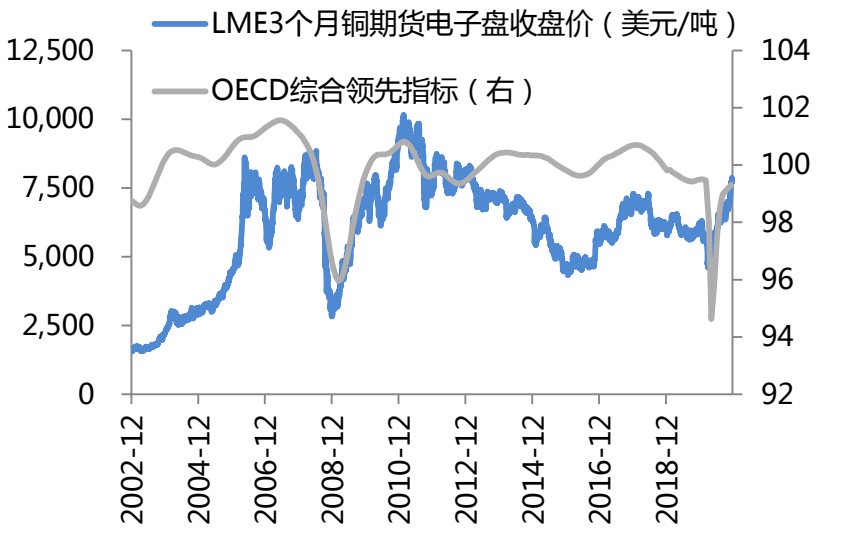
工业品：需求改善对铜价和油价形成支撑，但供给和金融层面的变化开始转向利空

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表 需求改善预期带来油价自低位的回升



图表 铜价与全球经济相关性依然较高



- **在“价格战”停息、需求逐步改善的背景下，油价自历史低位回升；**未来随着疫情的消退，原油需求逐步改善较为确定，但供给面仍受到地缘政治、大国博弈、页岩油产量恢复、减产执行情况等诸多因素干扰，存在较高的不确定性。我们预计2021布伦特油价在40-55美元/桶区间运行；
- 铜的供给面相对来说较为稳定，后期需求预计随着全球经济逐步改善而逐步回升，基本面对价格形成较为确定的支撑；不过，铜的金融属性对价格的支撑可能转向负面（美元指数反弹）。

资料来源：Wind，国金证券研究所

黄金：美国实际利率回升较为确定，黄金的性价比回落

- **黄金价格在中期与美国实际利率负相关较强。**驱动实际利率下行的力量逐渐从名义利率的下行，转变为通胀预期的回升，表现为黄金的抗通胀属性。在该阶段，黄金的性价比有所回落。
- **但黄金仍具备长期配置价值。**从美元的信用货币属性来看，随着美联储再度转向扩表，以及美国双逆差的进一步上升，以美元计价的金价在长期仍将上涨。

图表 黄金的中期价格变化主要取决于美国实际利率走势



资料来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- 疫情后全球经济复苏力度低于预期；
- 全球刺激政策退出速度过快，导致金融市场出现较大风险；
- 部分行业受到疫情和中美摩擦的负面影响远超预期。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。
本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。
本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。
本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。
在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。
本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。
根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上(含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。
此报告仅限于中国大陆使用。

THANKS

2020/12/27

国金证券
SINOLINK SECURITIES

www.gjzq.com.cn