后疫情时代的经济变局

—— 2021 年度宏观报告

日期：2020 年 12 月 18 日

投资要点：

- 2020 年经济和市场走势受疫情控制和传播的影响。疫情驱动经济周期、库存周期切换加速。当前经济已处于潜在增速水平之上，四季度经济增速延续修复，且具有一定持续性。
- **展望 2021 年：基建、房地产投资预期仍将保持平稳。**房地产融资收紧对行业总体影响有限，房企拿地逐步走弱，但对新开工负面影响有限，建安仍将偏强。房地产行业结构性转换，一二线城市延续增长，三四线及以下城市逐步走弱；改善型需求逐步提升。随政策逆周期调节逐步淡化，基建投资增速可能逐步放缓，在项目投资方向上，预期新基建占比将有所提升。
- **制造业景气度仍将持续，海内外补库存需求共振，仍将高速补增长。**“十四五”期间会带来政策方面的驱动因素，制造业板块有所分化，中游设备更新需求仍将持续，看好新兴制造业。
- **消费增长有望继续修复，内部结构出现分化，可选消费的上行空间依然较大。**作为消费的主导因素，汽车消费增速仍将继续修复。疫苗也将加速服务业的修复进度。
- **我国产业链相对完备，出口仍将维持高位。**出口份额的替代效应主要在纺织服装产能向中国的转移，但未来这一部分对我国出口增速不会造成剧烈波动。设备制造类出口仍将维持高位，产业转出替代弹性小。
- **货币政策的重心当前已经切换到“稳增长”和“金融防风险”方向，预期逆周期调节政策也将回归中性。**“稳货币”“稳信用”政策基调预期将持续至明年一季度。着力稳定宏观杠杆率可能是 2021 年货币政策的首要目标，而宏观杠杆率可能为货币政策的掣肘。“稳通胀”对货币政策的掣肘较小，货币政策会对核心消费品通胀反映，消费品价格无走向长期通胀和通缩的趋势。
- 未来几年，全球经济面临三大趋势：**政府与市场关系将出现偏向政府的再平衡，全球化与国家自治将出现向国家自治的再平衡，全球经济增长速度将放缓。**疫情冲击增强了这三大趋势。未来一段时期疫情或成为经济的新常态。随着经济活动的逐步修复，全球利率进一步下行的空间有限，全球经济周期回暖的趋势逐步确立。但仍面临低利率或负利率与高杠杆的金融困局，应防范相应的金融风险的传导。
- **大类资产配置方面：**看好一季度的商品市场，有色品种仍有一定上行空间。利率债逐步进入寻顶阶段，或在二季度迎来拐点，可适时关注利率债，届时股债交易逻辑的切换机会。信用债期限、等级分化，关注短久期和中高等级的信用债。股票市场关注结构性机会，可关注：新能源、消费升级、新基建、半导体等行业。
- **风险因素：**疫苗效果及投放进程不及预期，国内经济修复不及预期，中美贸易摩擦再添变数，货币政策超预期收紧。

分析师：徐飞
执业证书编号：S0270520010001
电话：021-60883488
邮箱：xufei@wlzq.com.cn

研究助理：于天旭
电话：021-60883499
邮箱：yutianxu@wlzq.com.cn

相关报告

万联证券

目录

1、2020 年：疫情主导全年经济走势 4
1.1 经济主要拉动力量的切换 4
1.1.1 基建逆周期调节，房地产韧性仍强 4
1.1.2 制造业顺周期修复，逐步开启补库阶段 5
1.1.3 消费行业逐步修复，线上消费随疫情受控逐步切换至线下 5
1.1.4 出口维持高位，外需环境逐步修复 6
1.2 宽财政宽货币逐步切换 7
1.3 猪周期主导通胀高低 8
2、2021 年核心经济变量展望 9
2.1 后疫情时期经济国内经济的高质量发展 9
2.1.1 基建、房地产仍将保持平稳 9
2.1.2 制造业景气度仍将持续 10
2.1.3 服务业逐步抬升，可选消费仍有上行动力 11
2.2 外需逐步恢复，拉动出口持续向上 12
3.货币政策逐步回归常态，逆周期调节淡化 13
3.1 货币政策与流动性逐步回归常态化 13
3.2 逆周期调节逐步回归中性 14
3.3 着力稳定宏观杠杆率 14
3.4 通胀对货币政策的掣肘较小 15
4、2021 年大类资产配置及走势预判 16
4.1 后疫情时代大变局 16
4.2 大类资产走势研判 17
4.2.1 利率债寻顶回落，信用债面临分化 17
4.2.2 股票：关注结构性机会 19
4.2.3 大宗商品上涨惯性仍在 20
5、风险提示 21

图表目录

图表 1:固投整体持续修复，并年内转正（%） 5
图表 2:房产销售和新开工依然旺盛（%） 5
图表 3:制造业顺周期修复，上行速度最快（%） 5
图表 4:工业企业利润“量”“价”均在修复（%） 5
图表 5:必选消费波动弱于可选消费（%） 6
图表 6:可选消费同比增速明显回升（%） 6
图表 7:美国存货增速与我国出口增速走势（%） 6
图表 8:央行外汇占款基本持平（%） 6
图表 9:分品类出口金额同比增速（%） 7
图表 10:社融-M2 剪刀差持续走阔（%） 8
图表 11:政府专项债在社融占比逐步攀升（%） 8
图表 12:市场利率和长端收益率走势（%） 8
图表 13:MLF 投放偏好增强（亿元，%） 8
图表 14:食品项为 CPI 波动主因（%） 9

万联证券

图表 15:原材料价格上行幅度快于加工工业（%）.....9
图表 16:房地产资金来源累计同比（%）.....10
图表 17:土地购置价款同比增速仍在上行（%）.....10
图表 18:非标融资对基建支撑边际走弱（%）.....10
图表 19:专项债发行累计值（亿元）.....10
图表 20:BCI 企业前瞻指数持续上行（%）.....11
图表 21:工业企业库存持续去化，补库预期上行（%）.....11
图表 22:居民消费信心指数持续上行（%）.....12
图表 23:居民存款仍在继续修复（%）.....12
图表 24:海外发达经济体制造业持续复苏（%）.....12
图表 25:东盟和美国预期仍为出口主要拉力（%）.....12
图表 26:经济增速上行时国债收益率上行（%）.....14
图表 27:社融拐点通常领先于国债收益率拐点（%）.....14
图表 28:实际赤字率预期明显抬升（%）.....14
图表 29:债务付息增速与国债收益率相关性较强（%）.....14
图表 30:各部门杠杆率均明显抬升（%）.....15
图表 31:信贷脉冲持续上行（%）.....15
图表 32:核心 CPI 持平，CPI 受食品项主导（%）.....16
图表 33:工业品价格持续上行，PPI 也持续上行（%）.....16
图表 34:海外发达经济体国债收益率持续下行（%）.....17
图表 35:海外主要发达经济体杠杆率持续攀升（%）.....17
图表 36:国债收益率已经修复至疫情前水平（%）.....18
图表 37:中债美债利差仍然处于高位（%）.....18
图表 38:信用利差仍处于历史相对低位（%）.....19
图表 39:等级利差面临走阔风险（%）.....19
图表 40:企业融资环境和估值持续修复.....19
图表 41:BCI 企业经营状况依然趋势上行.....19
图表 42:黑色金属价格持续上行.....20
图表 43:有色金属价格疫情后持续上行.....20
图表 44:实际利率与黄金走势.....21
图表 45:经济复苏可能推动利率走出底部区间（%）.....21

万联证券

1、2020年：疫情主导全年经济走势

2020年影响全球宏观经济和市场的主要变量是疫情，经济和市场走势受疫情控制和传播的驱动影响明显。疫情驱动经济周期、库存周期切换加速。我国针对疫情展开的宽货币宽信用政策，也大幅拉动了经济增速。我国的检测和隔离的正确应对方式，使我国经济最快恢复，疫情防控最为有效，而海外的修复速度和防控效果明显弱于我国，导致我国和海外市场周期、供需错位。根据经济特征的明显割裂，今年经济可以大致划分为“疫前经济”和“疫后经济”。

1.1经济主要拉动力量的切换

1.1.1基建逆周期调节，房地产韧性仍强

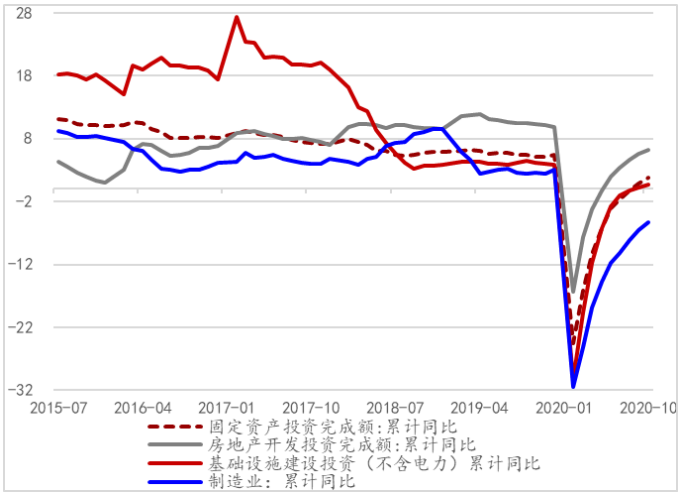
2020年财政政策支撑力度较强，逆周期调控力度较大，基建投资增速低于市场预期。受疫情影响，经济周期快速切换，2020年行业表现明显分化。为应对疫情冲击，导致经济下行的压力，基建逆周期调节力度加大，宽财政配合基建投资资金到位。2020年财政支出力量较强，专项债发行3.75万亿元，以及1万亿元的特别国债。基建增速上行，但仍低于市场预期。

基建投资优质项目依然较少，财政投向抗疫和民生资金对基建资金形成一定挤占。对财政基金使用的加强监管和用途调整，“两新一重”、城镇老旧小区改造、公共卫生设施建设的建设等领域，优质项目依然相对缺乏，限制了基金增速上行。为应对疫情，财政支出对“保增长、保民生、保稳定”等方向的支出增加，专项债资金流向棚改，对用于基建的资金形成一定挤占。

地产投资全年维持高韧性增长，为支撑固投增长的主要因素。疫情冲击打破了地产行业的稳态，但房地产行业的增长依然保持了强韧性。地产主要受货币环境和金融政策的影响。2020年央行先后经历了三次降准、两次降息（MLF），房地产首套房平均贷款率维持在低位，MLF和LPR连续6个月保持不变。货币政策跟随疫情和经济发展情况，适时、适度进行调控，同业存单利率和DR007从5月以来震荡上行。货币政策稳步回归中性，房贷利率降速趋缓，房地产需求依然稳健，销售持续修复，市场去化率在60%附近震荡。一线城市复苏最快，土地市场也是一线城市成交最为旺盛，土地溢价率先升后降。

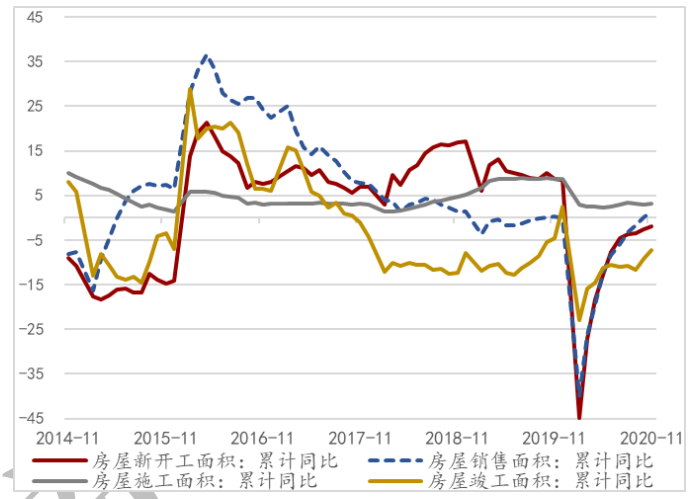
地产销售依然维持旺盛，新开工增速持续上行，地产进入竣工周期，竣工明显提速。在“房住不炒”的政策基调下，“三条红线”的融资限制，对企业资金来源形成了一定约束，但给企业预留了足够的整改时间，当下房地产行业资金来源仍未明显受限，从长期来讲，利好企业的健康和稳定发展。房企也有足够动力推动房屋竣工，加快资金回款。

图表1： 固投整体持续修复，并年内转正（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表2： 房产销售和新开工依然旺盛（%）



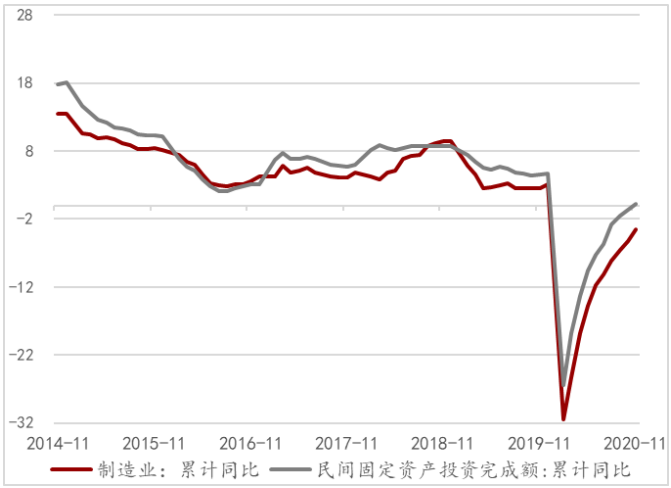
资料来源：Wind，万联证券研究所

1.1.2制造业顺周期修复，逐步开启补库阶段

投资增速继续回升，制造业投资持续亮眼。制造业修复明显提速，汽车、通用设备和电器机械保持强势增长。顺周期也会推动部分制造业景气度的持续上行。工业企业利润延续修复，从PPI增速和工业增加值增速持续修复上行来看，“量”、“价”两方面都在继续上行，但修复速度边际放缓。

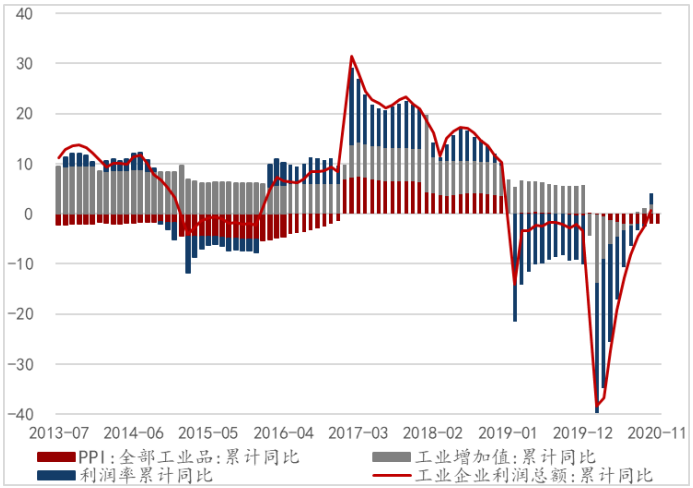
制造业投资顺周期改善，整体好于预期。制造业库存处于低位，补库存需求逐步上行。但同时也要看到，在基数效应退去、出口不确定性尚存、国内经济改善力度边际放缓,PPI改善可能反复等因素的影响下,制造业投资持续上行仍存在一些不确定性。

图表3： 制造业顺周期修复，上行速度最快（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表4： 工业企业利润“量”“价”均在修复（%）



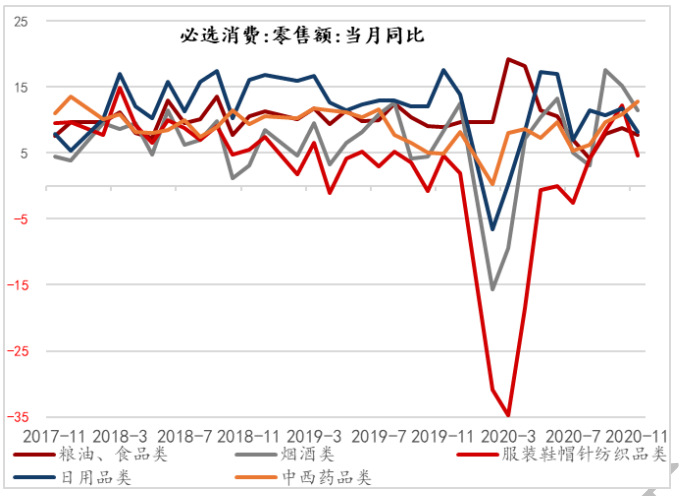
资料来源：Wind，万联证券研究所

1.1.3消费行业逐步修复，线上消费随疫情受控逐步切换至线下

消费的修复相对生产和投资增速较为缓和，限额以上消费修复速度快于整体社消增速。疫情对低收入群体冲击更大，低收入群体可支配收入有所下行。

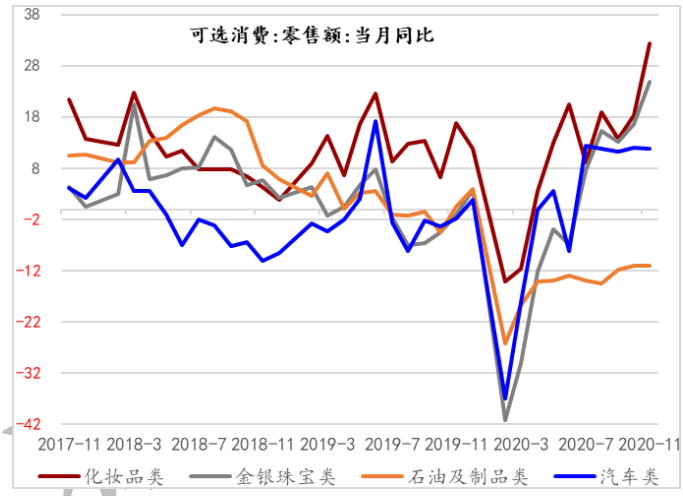
受疫情影响，服务业处于低位，线下消费明显减少，“宅经济”相应明显抬升，随疫情逐步受到控制，线上消费逐步切换至线下消费。2020年8月以来，服务业投资开始回升，餐饮收入持续上行，十一期间，旅游和线下消费需求也明显提升。必选消费在疫情期间维持正向增长，可选消费在疫情后期逐步修复。

图表5： 必选消费波动弱于可选消费（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表6： 可选消费同比增速明显回升（%）



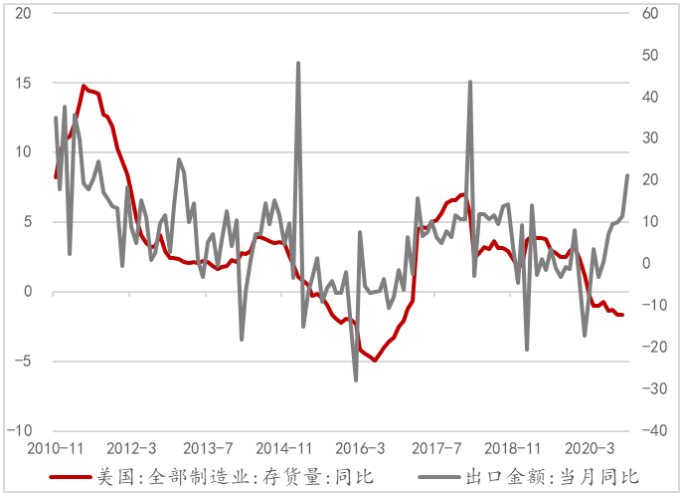
资料来源：Wind，万联证券研究所

1.1.4出口维持高位，外需环境逐步修复

我国出口增速持续处于高位，海外复苏拉动明显，我国对美国出口依然维持高速，东盟对我国出口拉升作用逐步上行。我国出口主要受外需拉动，2020年受疫情影响，海外需求大幅回落，海外疫情逐步受到控制之后，随后整体进入初步修复阶段，我国出口增速表现突出。虽然受到疫情二次爆发的影响，欧洲10-11月生产、消费略有回落，但影响明显弱于疫情首次爆发的影响。疫情的冲击，打乱了各国经济自身的增长速度，美国的存货增速往往与我国出口增速具有高度的相关性，但疫情以来，美国存货增速处于历史低位，与我国出口增速持续背离。疫苗的大规模投产，将推动2021年全球经济修复速度加快。随着海外经济进入复苏通道，各国也将逐步进入新一轮补库阶段，从而带动企业投资扩张。

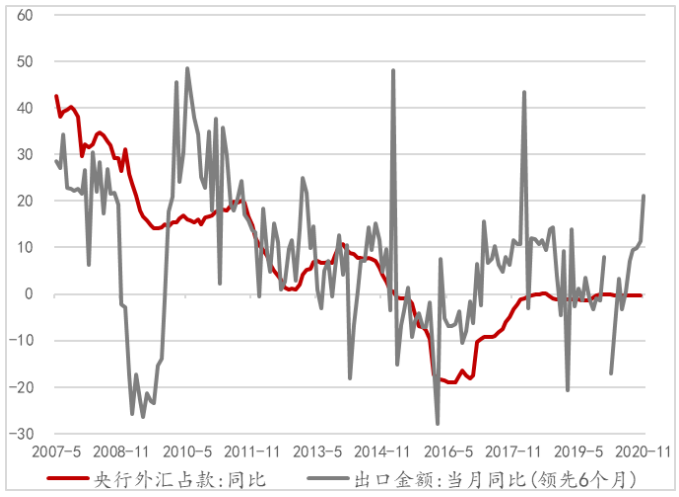
整体来看，2021年随疫苗投放逐步落地，美国经济也处于逐步修复的通道之中，外需的修复的驱动力仍存，也将维持出口处于高景气度。

图表7： 美国存货增速与我国出口增速走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表8： 央行外汇占款基本持平（%）

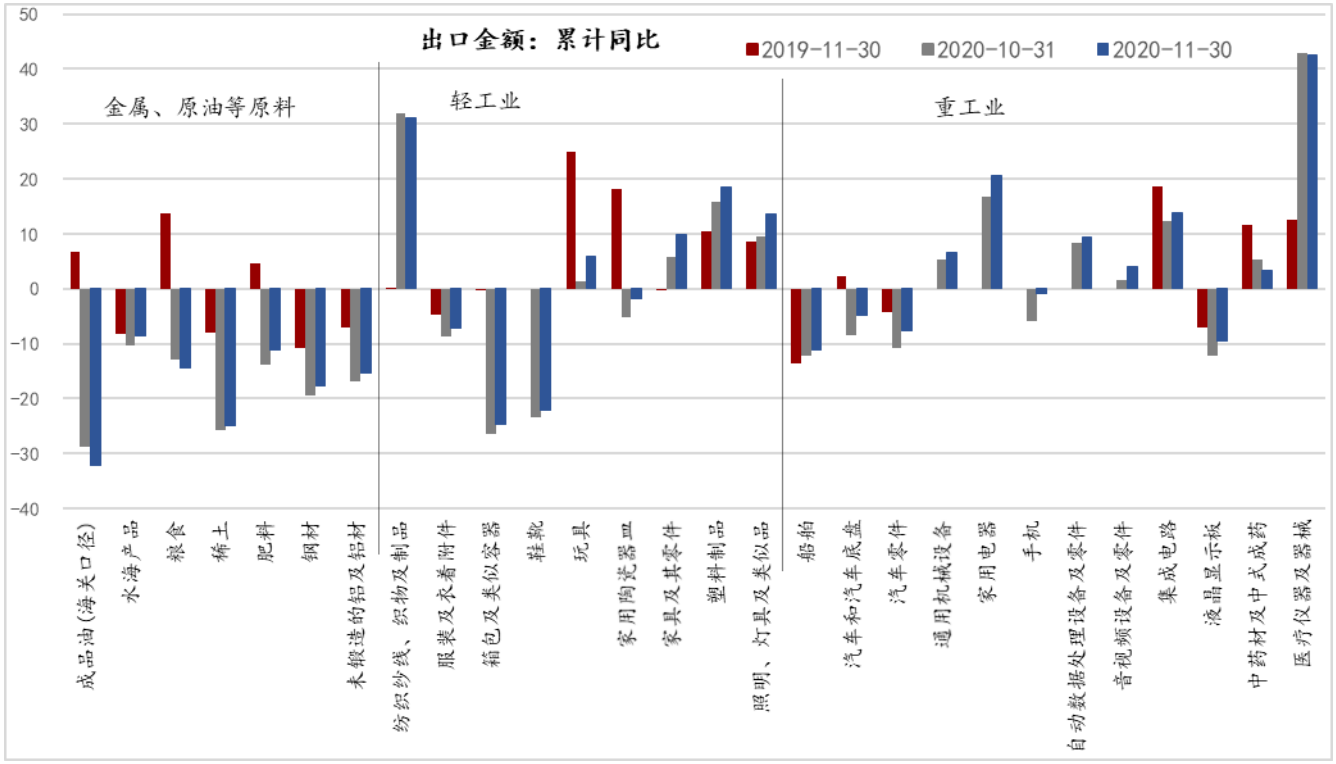


资料来源：Wind，万联证券研究所

防疫物资为2020年出口带来突出贡献，制造业的拉升趋势延续，“宅经济”相关物资

出口增速逐步上行，劳动密集型行业也延续修复。我国出口产品主要包括机械设备、电子产品、纺织服装等。受疫情的影响，2020年我国医疗物质出口明显处于高位，疫情的二次爆发再次拉升了防疫物资需求的上行。疫情对全球服务业的冲击明显大于对商品消费的冲击，也带动了家居办公和“宅经济”相关的家具、家电和电子产品需求的上行。从我国家电、音视频设备、液晶显示板等出口的增速的上行，可见相关需求的增加。劳动密集型行业来看，塑料制品、灯具照明、家具等行业延续高增长，纺织服装、鞋类、箱包、玩具也处于逐步修复阶段。

图表9： 分品类出口金额同比增速（%）



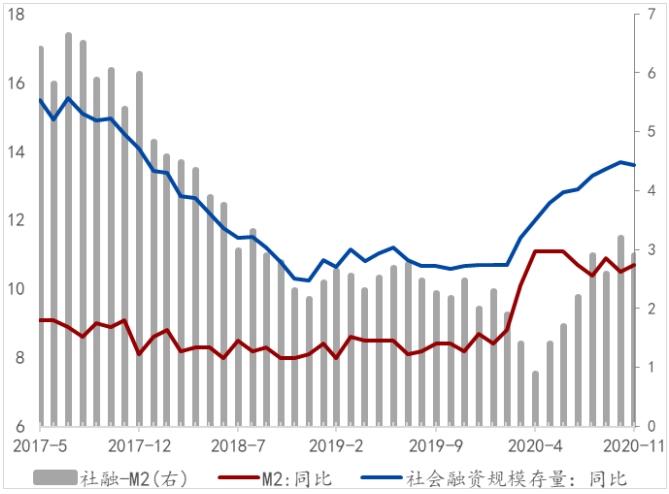
资料来源：Wind，万联证券研究所

1.2宽财政宽货币逐步切换

政策的重心逐渐从“稳增长”切换到“防风险”，货币政策从应对疫情的宽松状态逐步收敛。随疫情逐步受到控制，经济稳步修复，政策也紧随当下经济和市场情况调整。2020年，货币政策整体经历了：大幅宽松-逐步回归-中性调整的阶段。2020年1-4月突发的疫情冲击，经济增速大幅回落至负值，为了“稳增长”、“保就业”等，货币政策、财政政策大幅宽松，且节奏前置、力度加强。5-7月，随着经济稳步修复，为了应对市场上资金空转套利等问题，货币政策边际收紧，市场OMO/MLF/再贴现等流动性投放也边际收敛。8月以来，央行开始逐步维稳市场，防范金融风险，货币政策未进一步收紧，市场利率震荡保持中枢平稳。而长端国债收益率受制于经济增速的持续上行，仍有较大的上行压力，且当前利率水平已经基本恢复至疫情前水平。

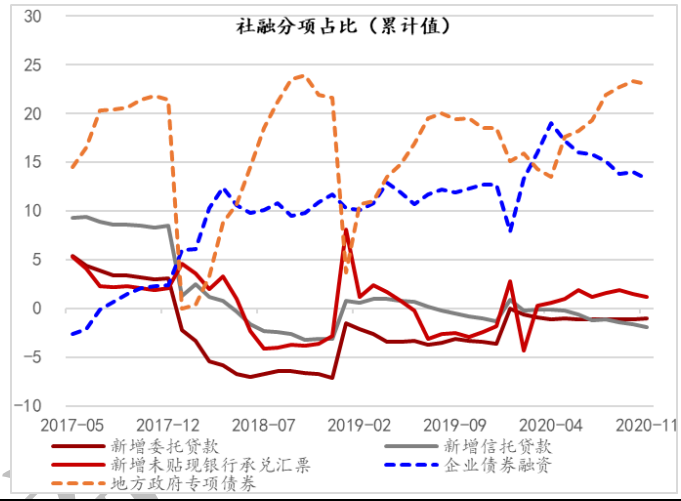
社融-M2剪刀差持续走阔，11月社融拐点确立，剪刀差或逐步转向收敛，宽财政宽货币政策也逐步切换。受信贷高增和政府专项债发行放量影响，社融增速持续上行，但在11月确立拐点，专项债占比也未继续攀升。社融增速迎来拐点，对经济的影响一般滞后半年左右。

图表10：社融-M2剪刀差持续走阔（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表11：政府专项债在社融占比逐步攀升（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

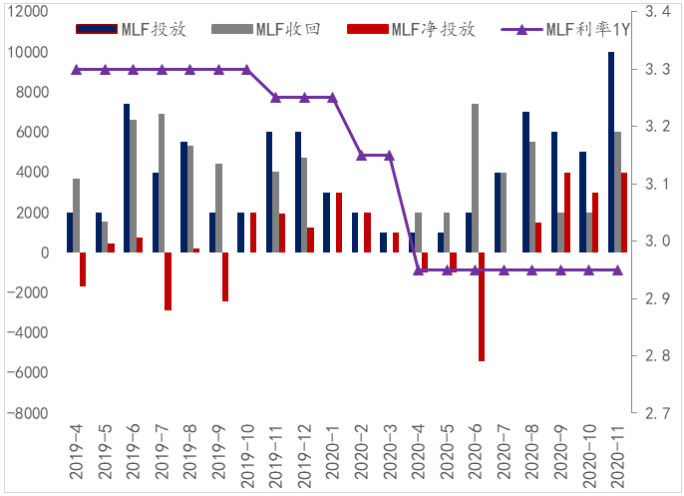
四季度央行呵护市场流动性意图明显，MLF投放平抑了银行较长期限负债的紧张。央行12月15日开展了9500亿元1年期MLF操作，11月30日开展了2000亿元的MLF投放，扣除到期规模，两次合计投放5500亿元。主要由于信用违约事件带来了赎回压力，导致了银行间市场流动性压力；其次，压降结构性存款导致银行中长期负债端较差，银行需要长期限存单的发行来满足自身的流动性指标。随着MLF投放的落地，1年期的存单利率也有所回调。

图表12：市场利率和长端收益率走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表13：MLF投放偏好增强（亿元，%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

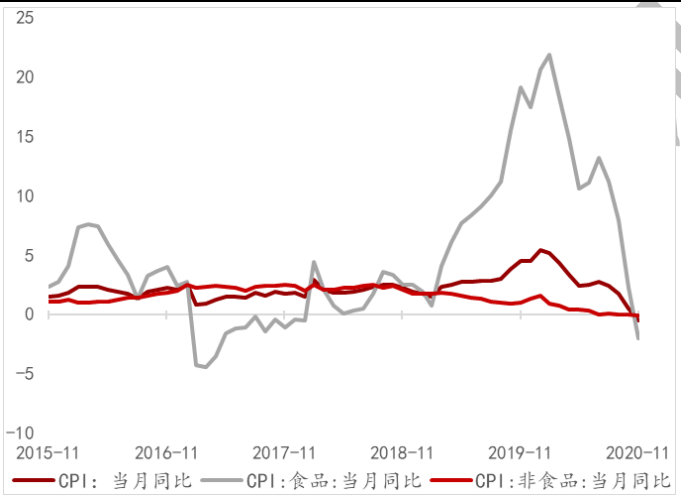
1.3猪周期主导通胀高低

总体上，高基数和食品项的波动成为牵引2020年CPI变化的主要原因。2020年CPI走势大起大落,11月回落至负值区间。CPI增速整体呈现一个从高位回落的三阶段过程：1月CPI在春节错位，油价上涨和“猪通胀”的共同影响下，创2011年以来新高。随后四个月，随着“猪通胀”对市场扰动的逐步消退，CPI同比涨幅从1月的5.4%快速回落到5月的2.4%。6、7月，CPI同比连续小幅反弹到2.7%，主要与餐饮业逐渐复工带来的需求改善和南方洪涝对供给的冲击有关;但在生猪产能逐渐改善和去年下半年高基数的共同作用下，8月CPI同比增速再度进入回落区间。同时，在疫情对经济周期的冲击下，2020年核心CPI增速连续走弱。进入7月后，同比增速一直徘徊在在2011年以来的

最低水平0.5%。也从侧面表现出全社会的终端需求在2020年的整体疲弱，居民的消费心理和消费习惯在重大公共卫生危机的冲击下趋于谨慎。

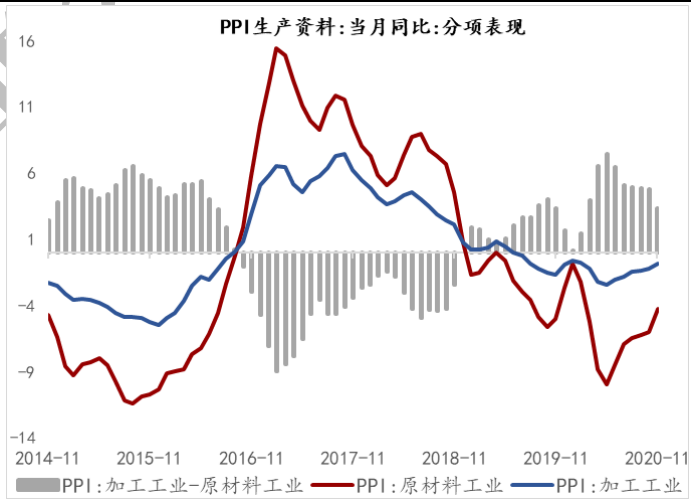
疫情对生产需求周期的影响和油价的剧烈波动为影响2020年PPI走势的核心因素。周期品价格持续修复，黑色、有色景气度明显上行。2020年整体仍处于通缩状态，趋势上呈现一个筑底反弹的过程。在前四个月，国际油价持续下跌，叠加疫情对原材料订单的影响,PPI同比在5月来到了近年来的新低-3.7%。国际原油价格在5月出现反弹，对国内市场的影响有一定的滞后，国内的石油和天然气开采业在6月拉动PPI反弹。下半年，伴随着基建投资的效率的逐渐提高，在全球基本面共振修复下，需求端的改善带动生产资料的价格持续上行，但国际油价在9、10的小幅回调直接冲击了国内的油气产业链，拖累了生产资料的改善幅度。而生活资料主要受食品、衣着以及一般日用品的拖累持续走低，制约了PPI的上行。在严格的疫情防范下，国内的经济恢复较早，但是由于需求端恢复速度相对生产端的滞后，拖累了2020年PPI的修复。

图表14：食品项为CPI波动主因（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表15：原材料价格上行幅度快于加工工业（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

2、2021年核心经济变量展望

2.1后疫情时期经济国内经济的高质量发展

当前经济已处于潜在增速水平之上，四季度经济增速已经修复至疫情发生前水平，且具有一定持续性。

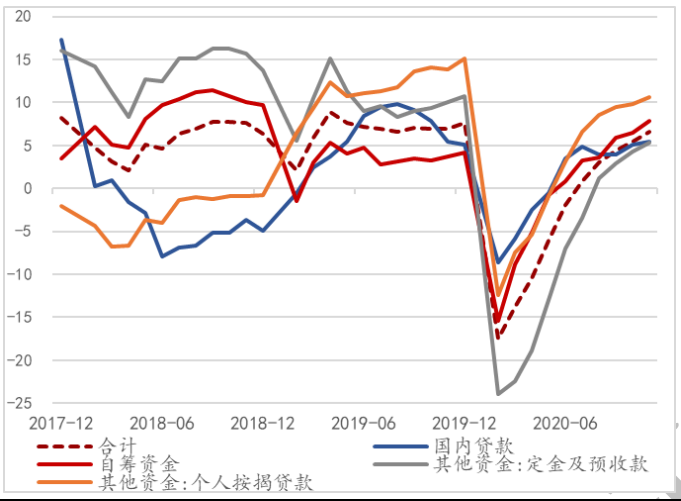
2.1.1基建、房地产仍将保持平稳

房地产融资收紧对行业总体影响有限，房企拿地逐步走弱，但对新开工负面影响有限，建安仍将偏强。“三条红线”的融资规定对中小房地产影响较大，可能促使房企集中度进一步提高，行业整体仍会平稳过渡。当前房企拿地环比走弱，但同比依然维持正向增长,融资限制可能导致2021年拿地速度有所放缓,但对新开工负面影响有限，房企可能消耗当前的土地储备开发房产，提高房产预售。过去几年建筑活动偏慢，建安强度滞后，未来建筑活动将加速回补，由于开放商需要减少土地储备和在建工程对于资金的占用，加快推盘和加速竣工将有利于资金回流。

房地产行业结构性转换，一二线城市延续增长，三四线及以下城市逐步走弱；改善需求逐步提升。以小换大、以旧换新可能是未来房地产的长期趋势，随着二胎政策的放开，二胎家庭逐步增加，对于99-144平方米的改善房型需求占比逐步增加，改善

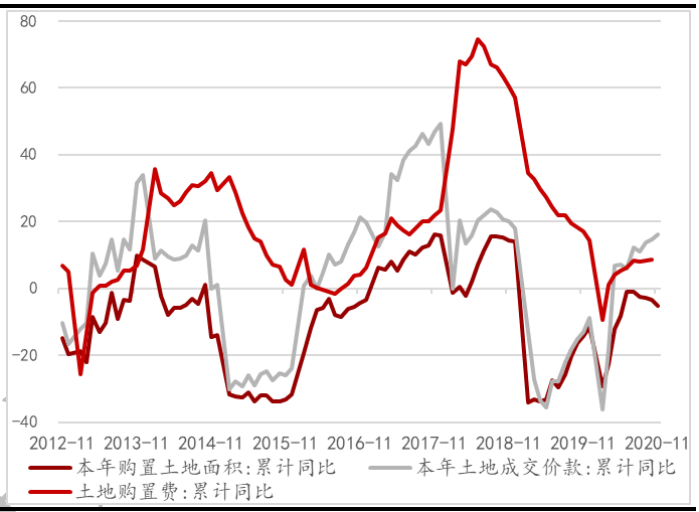
房需求逐步超过刚需房。销售面积的增长不仅仅反映在购房人数上，也由个人购房住宅面积的增长维系。

图表16：房地产资金来源累计同比（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表17：土地购置价款同比增速仍在上行（%）



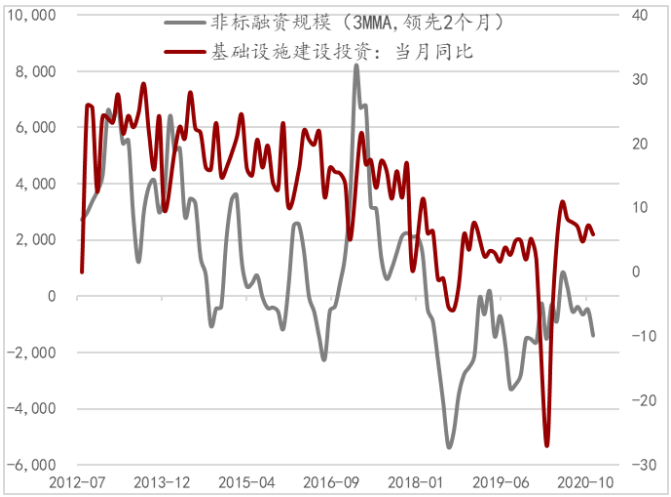
资料来源：Wind，万联证券研究所

随政策逆周期调节逐步淡化，基建投资增速可能逐步放缓。预期2021年基建投资在二、三季度增速有所放缓，但仍将保持正向增长。2020年财政扩张着力点在民生，2021年财政收支回归常态化对基建压力也较小，且今年仍有较多的财政资金的结转至下年使用，也保障了财政预算资金对基建的支持。

基建资金来源中政府债券融资占比逐步提升，而非标融资占比趋于下降，2021年资金来源结构预期仍将延续。非标规模的趋势性收缩，预期对基建的支撑逐步走弱。

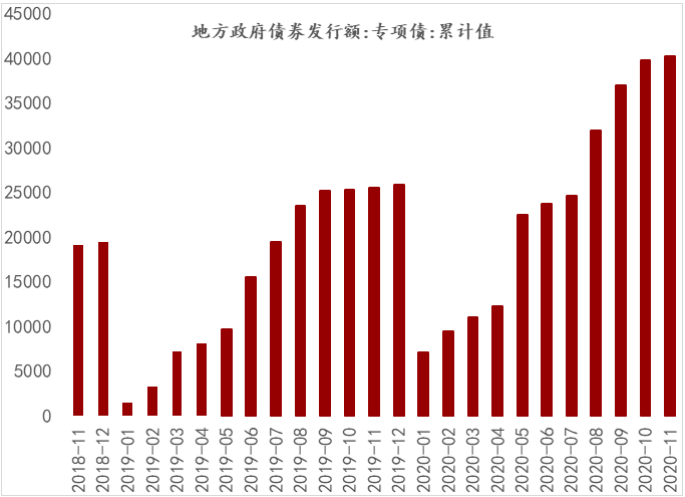
在项目投资方向上，预期新基建占比将有所提升。新基建方向的5G基站、特高压电网、充电桩等未来增长空间仍然较大，将逐步压缩老基建的占比。

图表18：非标融资对基建支撑边际走弱（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表19：专项债发行累计值（亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

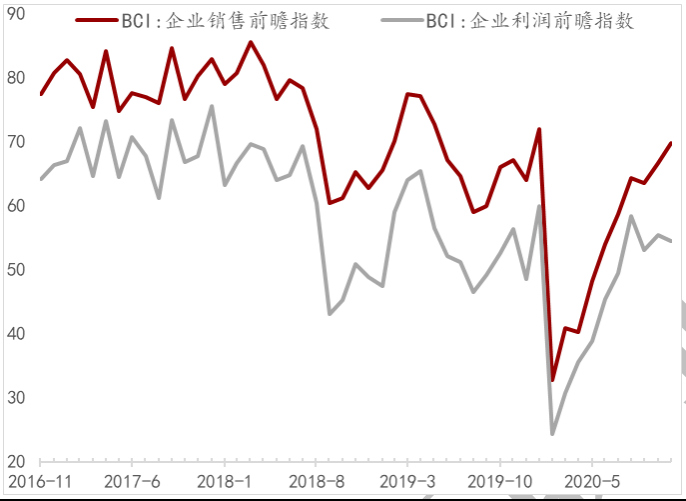
2.1.2制造业景气度仍将持续

制造业海内外补库存需求共振，仍将高速补增长。随国内需求逐步修复，企业利润稳步增长，企业库存持续去化，产能利用率逐步上行，企业补库意愿上行。海外随疫情逐步受到控制，以及疫苗投产，也将迎来快速修复的进程，当前海外库存水平处于

历史低位，企业补库需求也逐步上行，我国制造业仍有较高的景气度。

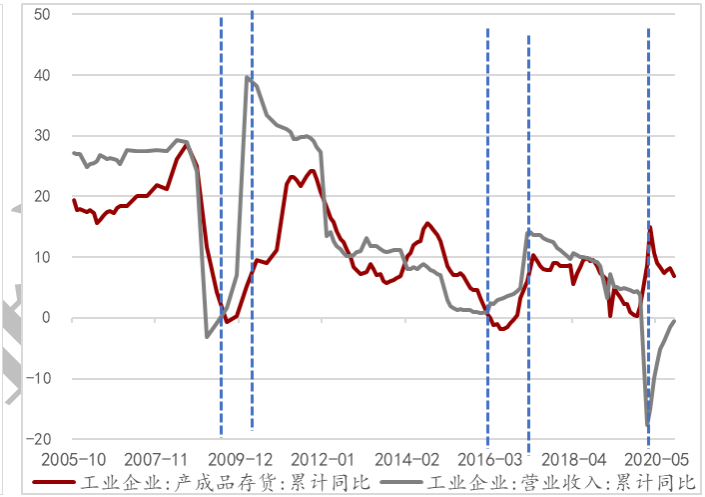
“十四五”期间会带来政策方面的驱动因素，制造业板块有所分化，中游设备更新需求仍将持续，看好新兴制造业未来表现。新基建需求和出口需求，将带动中游机械设备的上行。下游面向需求改善的制造行业也将趋于改善。传统产业向高技术产业的转型升级，制造业投资效率持续提升，叠加国内政策支持，新兴制造业投资预期将表现较优。

图表20：BCI 企业前瞻指数持续上行（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表21：工业企业库存持续去化，补库预期上行（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

2.1.3服务业逐步抬升，可选消费仍有上行动力

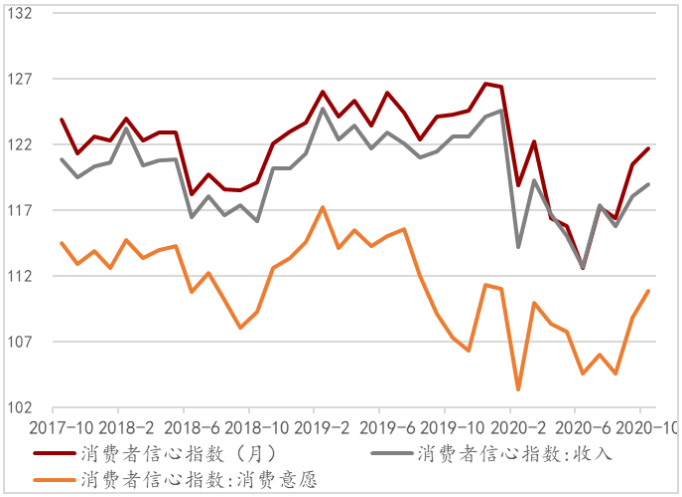
消费增长有望继续修复，内部结构出现分化，可选消费的上行空间依然较大。居民消费信心指数持续上行，就业也在改善，可支配收入在逐步修复，消费信心修复趋势不改，并且居民储蓄率明显高于疫情前水平。部分海外旅游的消费被国内的消费所替代，即使疫苗顺利投放到市场，消费者对境外旅游的担忧依然较大，并且部分国家旅游禁令取消仍需时间，海外旅游的消费支出转向国内，将利好可选消费和服务业。餐饮收入较疫情前的水平依然处于低位，修复趋势仍将延续。随着食品项的通胀压力逐渐消退，猪肉价格因素逐步出清，必选消费占支出份额可能回落，而可选消费份额提升。可选消费自身也具有一定周期性，增速滞后名义GDP增速一个季度左右，因此2021年上半年，可选消费有望维持强势增长。随着疫情逐步受到控制，线下消费逐步回暖，服务业投资也逐步回升。

作为消费的主导因素，汽车消费增速仍将继续修复。汽车消费主要受居民收入和政策影响。随居民可支配收入逐步修复，并且中央和地方政府出台了较多的稳汽车消费政策，2021年汽车消费预期将超过疫情前2019年的水平。

服务业进入修复通道，但较疫情前仍有一定差距，疫苗将加速服务业修复进度。预期2021年服务业对经济的拉动作用将有所提升。

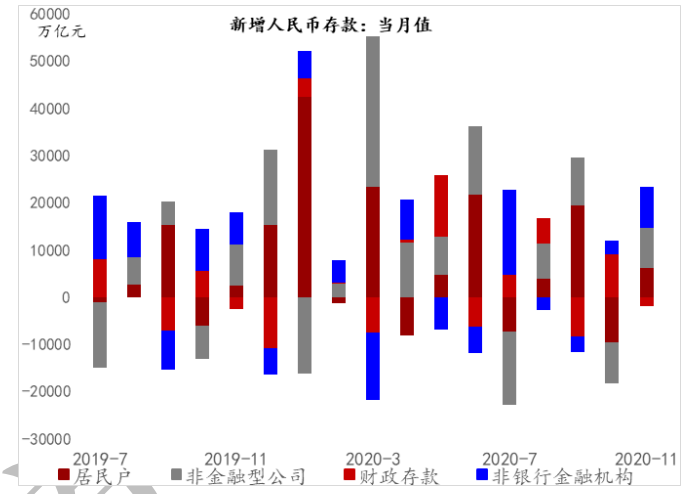
12月11日召开的中央政治局会议，首次提出需求侧改革。需求侧改革本质上也是对供给侧改革的一种补充，也将加快民生领域工作推进，助力消费延续修复。

图表22：居民消费信心指数持续上行（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表23：居民存款仍在继续修复（%）



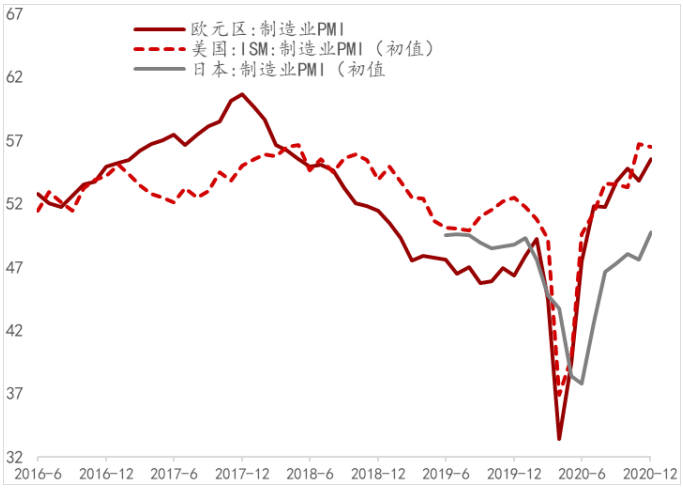
资料来源：Wind，万联证券研究所

2.2外需逐步恢复，拉动出口持续向上

随着疫情和疫苗的不确定性下降，美国和欧洲经济有望率先重启，外需持续修复，货币、财政刺激政策短期仍将维持。在海外疫情第一阶段爆发受到控制之后，我国出口表现持续突出。海外经济整体持续复苏，与我国经济周期存在复苏错位。当前，对海外经济复苏的主要预期变量为疫苗的顺利投产。2021年上半年，预期海外发达国家制造业最先复苏，企业盈利最先修复，下半年服务业逐渐修复。而在疫情逐步受到控制和疫苗顺利投产的前提下，新一轮财政刺激计划规模可能偏低，但短期依然难以很快退出，各大央行的超宽松货币政策也将维持。

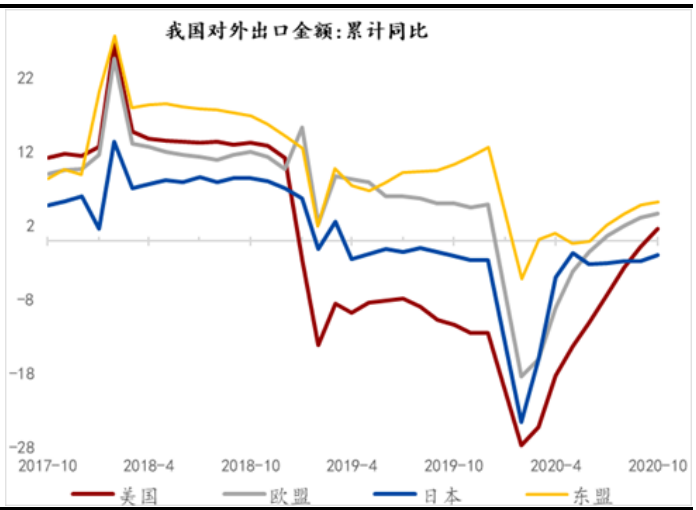
疫苗推动的修复主要影响在服务业。如果疫苗加快市场投放，将带动交通、餐饮、旅游、娱乐等消费增速上行。

图表24：海外发达经济体制造业持续复苏（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表25：东盟和美国预期仍为出口主要拉力（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

我国产业链相对完备，出口仍将维持高位。中国在融入全球分工体系的同时，国内价值链也逐步孕育和发展，全球价值链和国内价值链均会促进国内经济增长，规模经济也将促进产业发展。我国产业链的相对完善，对出口商品的生产仍有一定粘性。新型市场疫苗投放预期整体晚于发达市场，生产修复时间预期也相应延后，新兴经济体

对我国产品的替代效应挤占我国出口影响有限。从以往经验来看，参与全球价值链的产业会面临更激烈的国际市场竞争，促竞争效应会提升自身竞争力，同海外的学习合作效应，也将为企业带来更多利益。

出口份额的替代效应主要在纺织服装产能向中国的转移，但未来这一部分对我国出口增速不会造成剧烈波动。防疫物资随着疫情逐步受到控制，或将继续进入下行通道。“宅经济”相关的电子产品和家电在三季度以来维持较高增速，未来增速或随需求逐步放缓。专用设备、电器机械、电子产业类产品未来预期将进入需求上行周期，而海外相应生产替代效应较弱，产业转出弹性较小。

国内大循环，内外双循环的政策背景下，也将注重产业链的分工网络的分布，“十四五”规划细则出台等事件将带来阶段性的利好。构建内外联动的新型开放格局，进而助推经济转型升级与持续升值。

拜登政府上台，政策可预见性更强，短期贸易摩擦得以有喘息的机会，但中长期来看，拜登政府可能会出台更严格的科技限制政策。美国推行多边贸易主义，TPP可能再度重启，对我国的外交也提出了更多的挑战。可关注RCEP协议下的产业链。RECP的签署稳固了中国大陆产业链的上游供给方。

3. 货币政策逐步回归常态，逆周期调节淡化

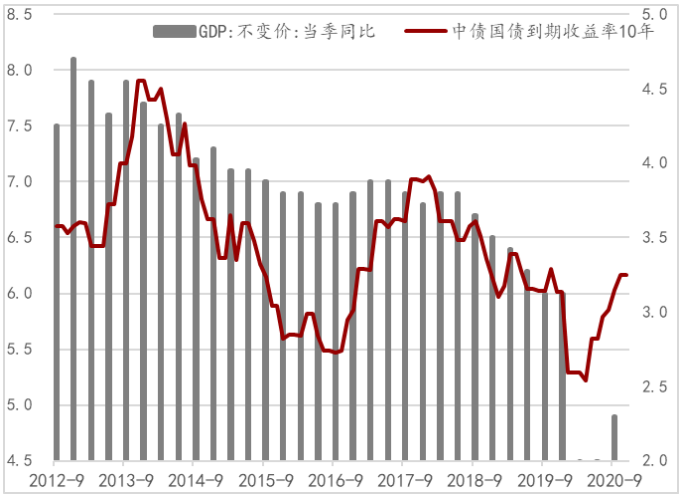
3.1 货币政策与流动性逐步回归常态化

货币政策的重心当前已经切换到“稳增长”和“金融防风险”方向。从三季度货币政策报告的方向来看：“保持广义货币供应量和社会融资规模增速同反映潜在产出的名义GDP增速基本匹配”，“尽可能长时间实施正常货币政策”。充分考虑了跨周期调节的问题，在全球低利率，海外发达经济体保持货币宽松的力度不变，海外新兴经济体降息意愿不改的背景下，央行为未来预留了充分的政策调控空间。

由于经济尚未完全修复至疫情前的水平，货币政策还未到收紧之时，“稳货币”“稳信用”政策基调预期将持续至明年一季度。如果货币政策突然收紧可能会进一步引发中小银行风险，流动性预期处于合理充裕的状态。需要关注国内一季度信用扩张环境是否会发生改变。社融的拐点到来的力度的问题。

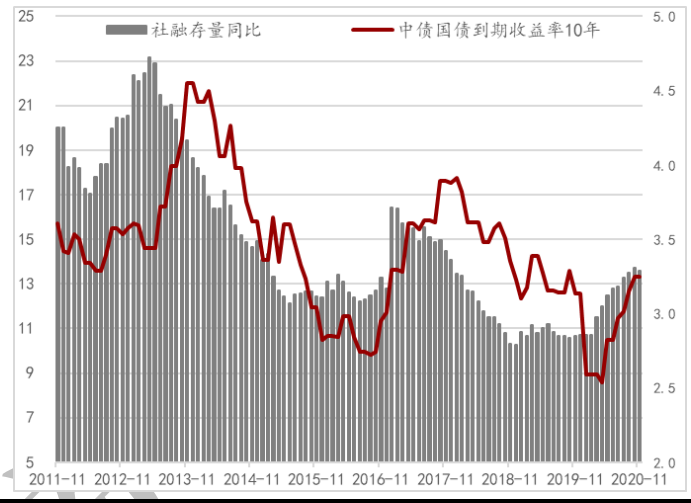
货币政策如果要再次出现趋势性宽松，需要等待经济增速出现回落至潜在增速之下的风险出现，关键在于幅度和节奏，当前市场的转折仍需等待。过往货币政策转松的经验来看：1）2014年一季度货币政策转松：由于2013年3季度GDP增速7.9%，之后GDP增速持续回落，2014年一季度GDP增速回落至7.5%，2014年GDP增长目标为7.5%左右，货币政策转向宽松。2）2018年一季度货币政策转松：2017年二季度GDP增速7.0%，随后两个季度GDP增速持续回落，2018年GDP增速目标为6.5%，货币政策转向宽松。本轮货币政策再次转向宽松可能需要GDP增速连续两个季度下滑，且增速再度回落至6%以下。

图表26：经济增速上行时国债收益率上行（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表27：社融拐点通常领先于国债收益率拐点（%）



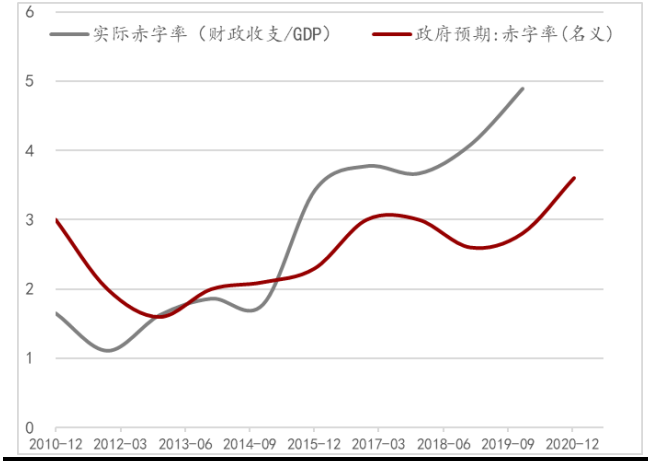
资料来源：Wind，万联证券研究所

3.2逆周期调节逐步回归中性

随着经济继续修复至常态，预期2021年逆周期调节政策回归中性。在十四五期间，金融需要重新适配经济发展格局，预期信贷增速维持在将与名义GDP增速相匹配的水平上。随企业盈利逐步好转，中小企业、制造业融资需求将逐步回升，就业率逐步修复，居民收入也随之修复，居民信贷结构也将继续改善。而逆周期调控的基建融资需求将逐步回落。专项贷款、贷款比例、展期上的要求很可能会逐步退出。融资条件和环境大概率会边际退出和弱化。并且随着政府信用扩张放缓、理财新规过渡期等，可能会产生信用收缩效应。

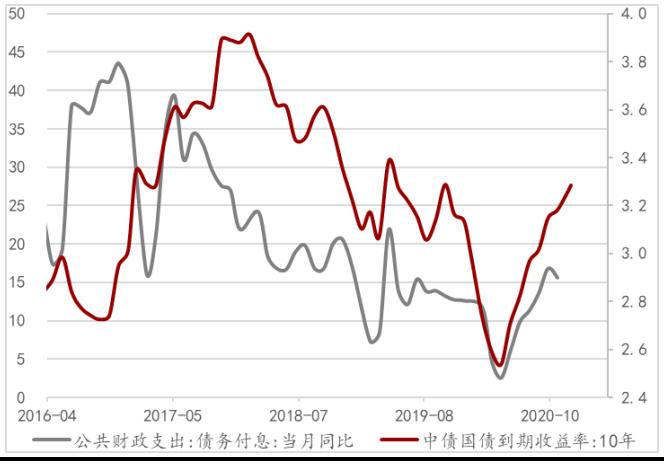
当前实际赤字率增速已经明显超出政府预期赤字率。随季末财政支出加快，季初财政资金回笼，赤字率四季度依然难以回落至政府预期的3%左右的赤字率。预期2021年财政投放对经济的扶持将逐步转弱。

图表28：实际赤字率预期明显抬升（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表29：债务付息增速与国债收益率相关性较强（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

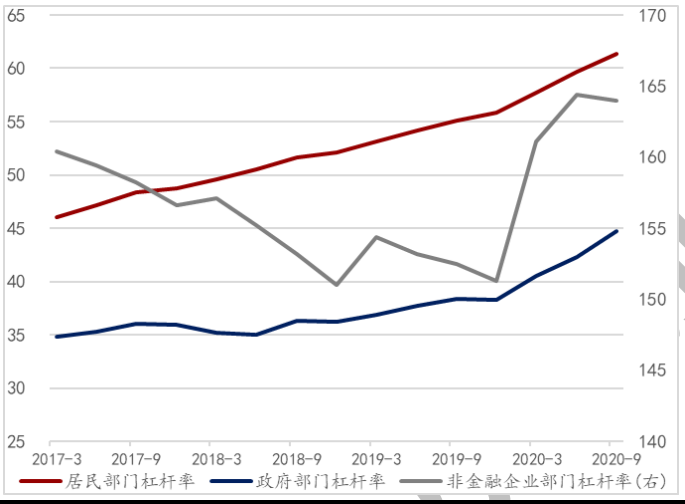
3.3着力稳定宏观杠杆率

着力稳定宏观杠杆率可能是2021年货币政策的首要目标。2020年以来，宏观杠杆率总水平及各部门的宏观杠杆率均大幅抬升。受疫情影响，货币和财政政策双双发力，

政府部门杠杆率延续上行，政府发债规模也明显增加。随经济逐步恢复至潜在增速之上后，防风险的重要性逐步提升，三季度货币政策报告也强调了保持宏观杠杆率基本稳定。

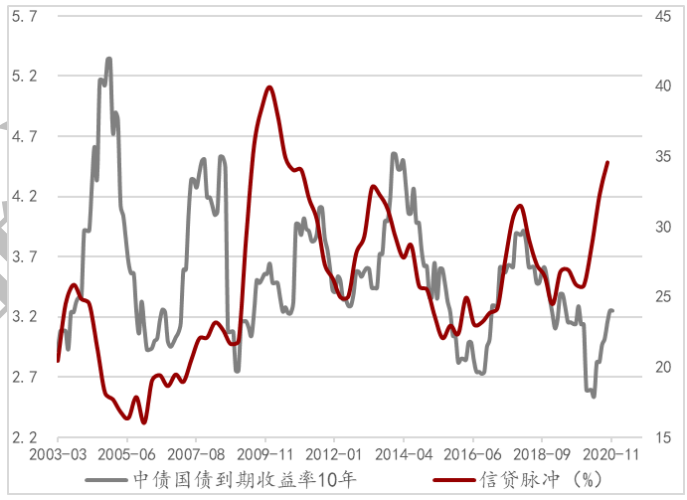
宏观杠杆率可能为货币政策的掣肘。稳杠杆初期对金融机构资产端的扩张将形成一定程度的限制，而在控制资产端扩张的初期，对金融机构放款约束将增加，负债端放松难度增加，因此，货币政策宽松的难度也有所增加。但当前还未到去杠杆的阶段，疫情对全球经济的冲击还未完全出清，货币政策仍需保持相对灵活。未来不良贷款仍有上升压力，2021年3月底小微贷款等展期大量到期，应当关注可能的坏账风险暴露。

图表30：各部门杠杆率均明显抬升（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表31：信贷脉冲持续上行（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

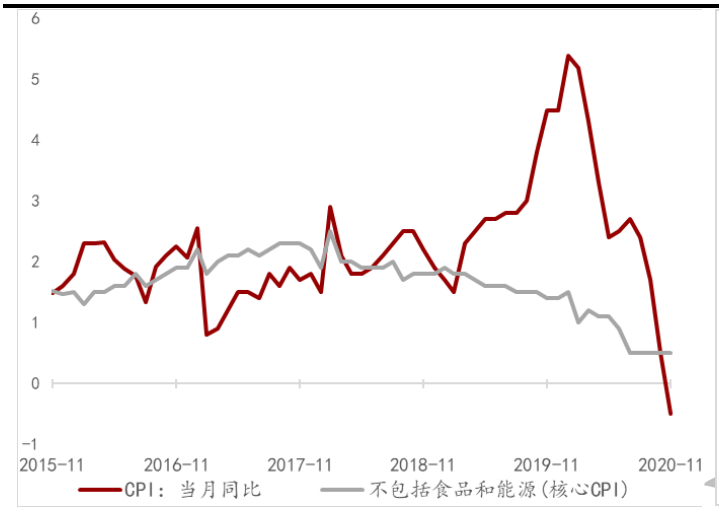
3.4通胀对货币政策的掣肘较小

相对于货币政策要“稳增长”的目标，“稳通胀”对货币政策的掣肘较小，货币政策会对核心消费品通胀反映，但对食品类拉动的通胀率通常无明显反映。猪肉高基数、价格逐步下行等因素大幅拉低了四季度至明年一季度的CPI增速。从历史数据来看，食品项通常为带动CPI波动的主因，而食品项与宏观经济波动的相关性较低。核心CPI更能反映实际需求的通胀走势。当前工业品价格逐步修复，PPI仍处于上行通道，需求逐步回暖，核心通胀指标预期继续回升，企业负债端持续修复。

但同时也需要关注随货币、财政政策回归常态，企业营收仍未完全修复，居民收入仍未完全修复等背景下，核心通胀未能温和回暖，而环比走弱的风险，货币政策会随之进行适当调节。

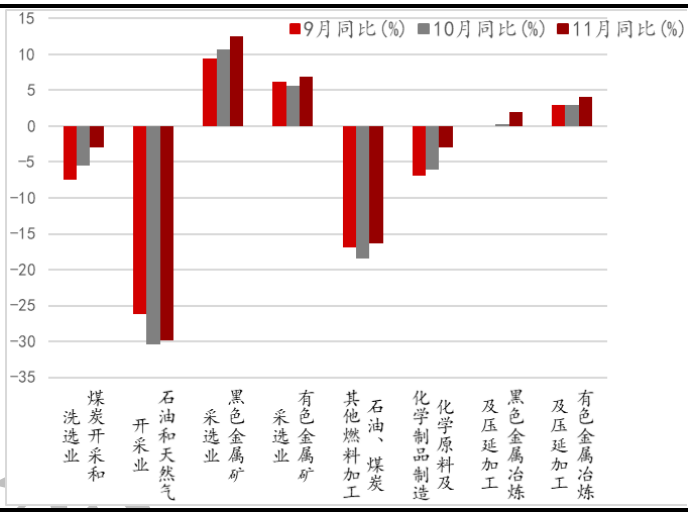
当前市场物价涨幅总体下行，不存在长期通胀或者通缩的基础。考虑到2020年一季度猪肉价格基数较高，预期未来4-5个月，CPI都将维持在低位区间，而下半年CPI将逐步上行；核心CPI增速也将逐步上行。预计未来PPI一二季度走升趋势不变，随宏观政策回归常态，下半年或震荡走弱。

图表32：核心 CPI 持平，CPI 受食品项主导（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表33：工业品价格持续上行，PPI 也持续上行（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

我们估计明年社融可能回落至11.4%左右的水平，M2增速或将回落至9.6%，货币环境将逐步回归正常化，稳健的货币政策将更加灵活适度、精准导向。金融政策也将对不同领域采取不同的调控方式。估计2021年随着经济进一步复苏，金融政策上将会较今年略偏紧。在房地产、融资平台、金融市场等领域都可能监管进一步规范；结构性政策继续发力，加大对中小微企业的资金支持；同时将进一步强调资金脱虚向实，包括支持十四五期间的重点产业。货币政策将根据形势变化和市场需求及时调节政策力度、节奏和重点，一方面特殊时期出台的政策将适时适度调整；另一方面对于需要长期支持的领域进一步加大政策支持力度。

4、2021年大类资产配置及走势预判

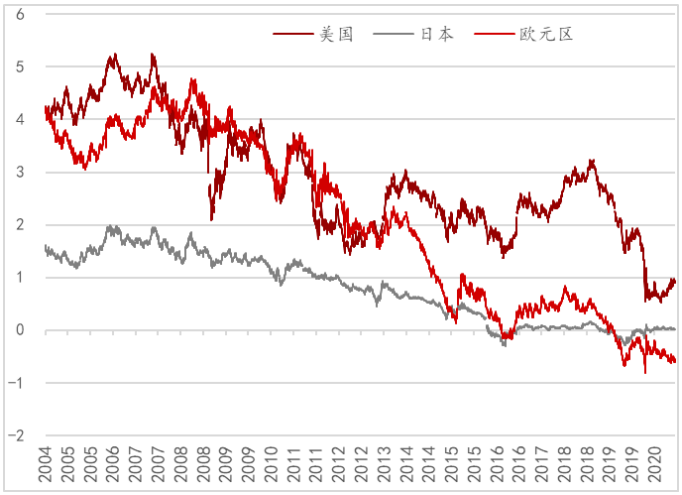
4.1后疫情时代大变局

疫情在人类历史上一直扮演着重要角色，甚至可以改变人类历史进程。未来几年，全球经济面临三大趋势：**政府与市场关系将出现偏向政府的再平衡，全球化与国家自治将出现向国家自治的再平衡，全球经济增长速度将放缓。**疫情冲击增强了这三大趋势：加强了政府的作用，助推了逆全球化的力量，并明显冲击了全球经济的增长。

即使疫情得到了一定的控制，但疫情带来的经济格局和防疫形成的政策格局，在未来一段时期将会持续存在，成为经济的新常态。疫情可能会长期影响以后的经济活动和政策考量，并且疫情因素可能也会逐步常态化。英国等国家已经开始接种新冠疫苗，市场的风险偏好在年底前依然偏强。需要关注一季度疫苗的市场投放和接种情况，海外需求的恢复力度。

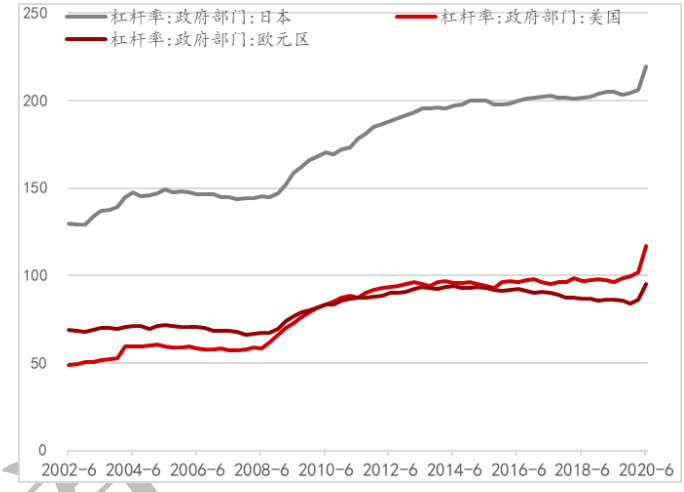
随着经济活动的逐步修复，全球利率进一步下行的空间有限，全球经济周期回暖的趋势逐步确立。但仍面临低利率或负利率与高杠杆的金融困局，应防范相应的金融风险的传导。为防控疫情，全球债务发行再创新高，美联储低利率状态仍将延续。宽松的金融条件增加了未来增长的脆弱性，以及收入分配和财富分配的恶化。高杠杆也造成了更低的波动性，可能伴随尾部风险事件。全球金融周期受疫情影响所形成的共振，也会带来相应金融风险的传导。

图表34：海外发达经济体国债收益率持续下行（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表35：海外主要发达经济体杠杆率持续攀升（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

我国的需求侧改革，将部分缓解收入分配的压力，落脚于结构化手段追求公平。未来财政政策也将成为主要抓手，财政分配上将增加对民生的投入，促进社会公平。

中国经济发展从高速增长阶段逐步进入高质量发展阶段,政策上也积极推进创新驱动高质量工业化战略,畅通国内大循环为主体,国内国外双循环相互促进的新发展战略,来实现稳增长和防风险的平衡宏观调控战略。

4.2大类资产走势研判

4.2.1利率债寻顶回落，信用债面临分化

1.关注利率债二季度走势，或寻顶回落

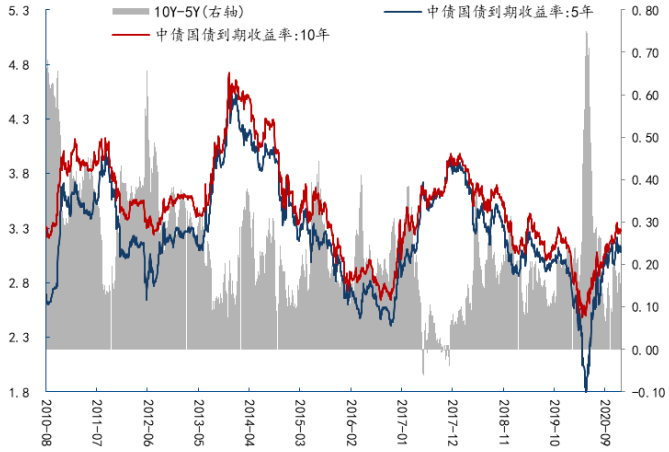
当下经济处于趋势缓步修复的进程中，货币政策逐步回归正常化，货币环境的主基调依然是稳杠杆，社融余额增速与名义GDP增速差在2021年上半年达到最低点，长债收益率预期也将见顶回落，债券收益率处于寻顶阶段。

抛开高基数作用，2021年经济将逐步走出修复向上的通道，经济或将缓步见顶，相较于同比增速的“前高后低”，环比动量增速或逐步转弱。 从当前经济增速、社融增速和通胀走势来看，利率收益观点仍未到来，预期利率债在二季度或迎来拐点，利率曲线回归陡峭化。

货币政策的快速正常化，也为2021年的经济放缓而预留了充分的弹药。海外发达经济体货币供给依然充裕，美联储、欧盟货币持续宽松，也为我国的货币政策调整带来一定压力。中美货币政策分化，中美利差处于高位，或推动国内利率快速下降。

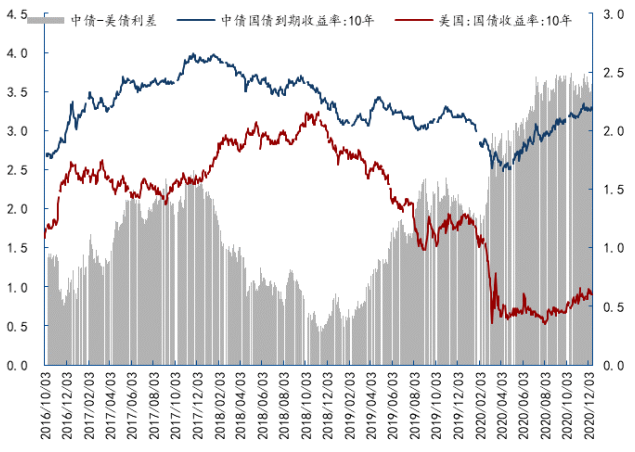
疫情冲击逐渐减弱后，特别国债发行减少或停发，2021年债券供给压力减缓。拜登上台后，市场对贸易摩擦情绪短期暂缓，但对中美经济、科技等领域上的制裁可能会加大，或面临出台一些超预期的政策压制措施，压制风险偏好。

图表36：国债收益率已经修复至疫情前水平（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表37：中债美债利差仍然处于高位（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

对债市的转折仍需等待，当前收益率仍有一定上行空间，调整到位后可能意味着牛熊转折点的到来。在经济增速冲高回落至潜在增速附近之前，央行的货币政策依然难以出现放松。二季度可适时关注利率债，届时股债交易逻辑的切换机会。

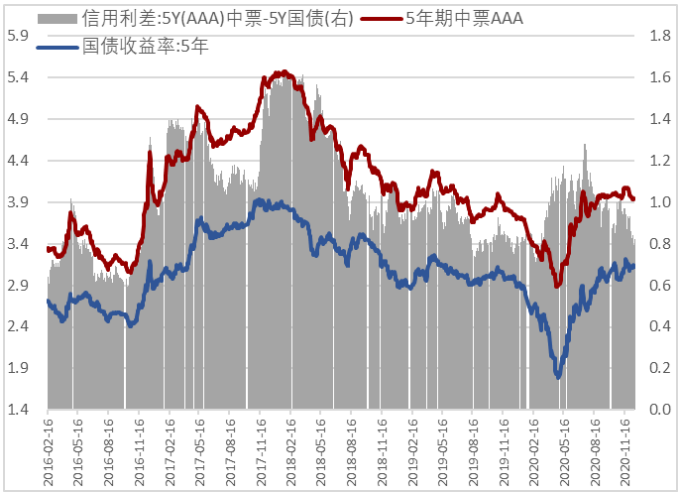
2.信用债期限等级分化

永煤事件影响货币政策的操作节奏，但不改变政策大方向。永煤事件对信用债市场产生了重大影响。永煤事件导致央行考虑金融稳定因素而暂时呵护市场，从而政策推出的节奏有所放缓。超额投放MLF，为避免出现系统性风险而进行了阶段性的维稳。当前经济的基本面，决定了央行货币政策不会大幅宽松的基础。

经济修复，流动性逐步回归常态化的背景下，信用利差、等级利差或逐步走阔倾向于走阔。疫情发生后，融资环境较为宽松，信用利差达到历史低位。信用利差不一定完全反映经济环境的好坏,反映机构配置需求的强弱。熊市信用利差容易呈现扩大趋势，牛市容易趋向收窄。当前信用利差所处历史分位数水平并不高。随着个券风险的提升，防范意识要明显增加。资管新规过度期延长至年底，理财端仍有压力，届时可能会产生一定信用流动性压力。

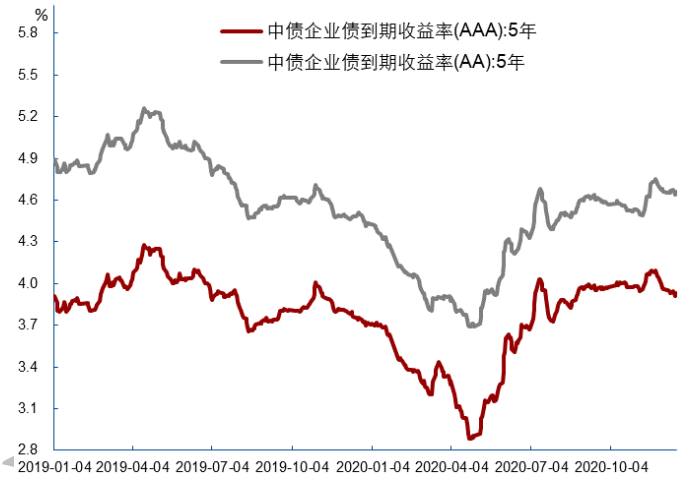
可选择中高等级信用债，低等级信用债流动性会明显下降。短久期信用债需求也将好于长久期信用债。

图表38：信用利差仍处于历史相对低位（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表39：等级利差面临走阔风险（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

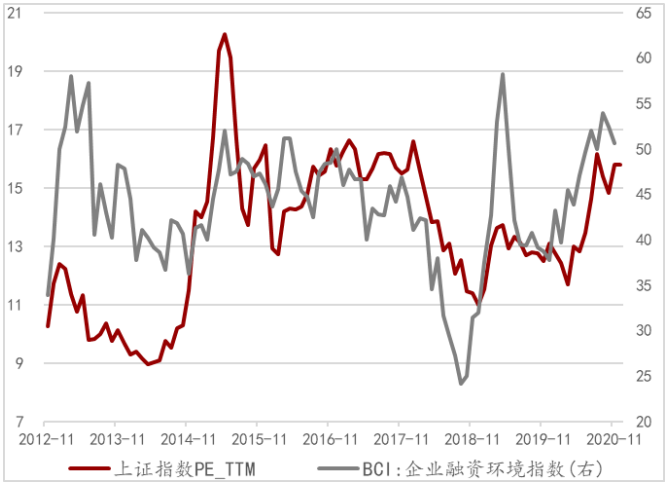
4.2.2股票：关注结构性机会

如果利率有所抬升，高估值的行业将面临较大压力；2021年增速高于今年的行业，仍有较大上行的机会；关注科技对传统产业的赋能和改造对相关行业的拉动。

在后疫情时代，我们不排除货币当局会逐渐收回为了缓解疫情而采取的宽松手段，但流动性的适当收紧不必然导致企业融资环境的恶化。事实上自2019年末以来企业整体的融资环境是逐步向好的。在未来我们可以确定的是资本市场为了满足相应企业的资金需求必然会深化改革，加强资本市场对于实体经济的服务与支撑，企业直接融资的占比会逐步提升。此外，流动性的适当收紧也是为了防止泡沫的产生而引发系统性风险，而且在目前全球竞相释放流动性的大背景下，我国的货币政策的逆流而上的可能性不大，更可能的操作是做局部的微调以保持市场整体流动性的稳定。

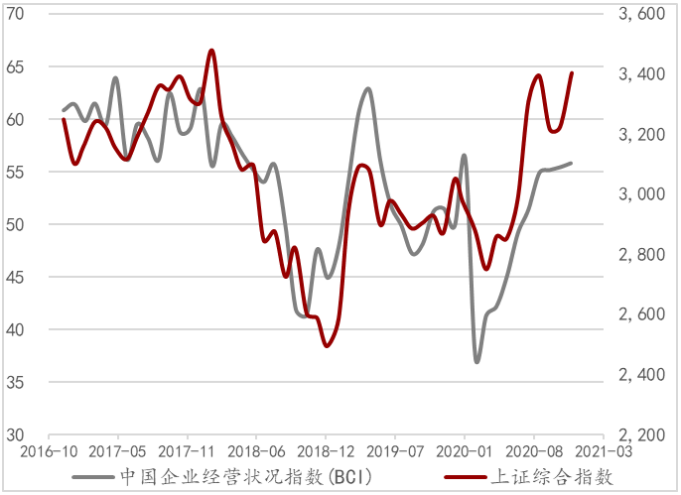
总体而言，在后疫情时代上市公司所处的融资环境整体上仍旧较为宽松，那么在明年宏观经济不断修复的大背景下，叠加部分行业在疫情中的逆势高增长，如：新能源、消费升级、新基建、半导体等行业。我们认为A股在2021年的表现仍旧可期，在基本面与融资环境的互相加持下产生结构性的机会。

图表40：企业融资环境和估值持续修复



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表41：BCI 企业经营状况依然趋势上行



资料来源：Wind，万联证券研究所

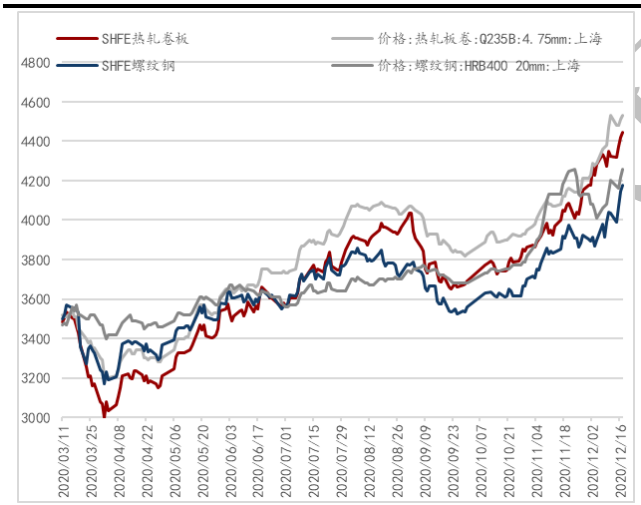
4.2.3大宗商品上涨惯性仍在

商品上涨惯性仍在，2021年一季度仍有趋势上行空间。随着美国财政政策的波段性操作，或难有大幅的趋势上行。商品价格在2020年二、三季度大幅反弹，随着经济进入快速复苏的阶段，企业复工复产增加，库存去化加快，商品的供需扰动拉动了价格上行。预期2021年全球流动性保持宽松，欧美需求逐步修复，预期商品2021年上半年仍能维持惯性上涨。

原油价格持续处于高波动状态，需求端的复苏预期没有完全跟随油价的上涨速度。且地缘政治风险依然较高，原油供给的不确定性依然较大，预期2021年仍将维持高波动状态。

随着海外疫情逐步受到控制，疫苗如能顺利投产，将加快海外复苏的趋势，全球性有色品种仍有较大幅度的上行空间。我国房地产、基建预期一季度增速仍将维系，黑色价格也有上行趋势，且当前库存已经明显去化。

图表42：黑色金属价格持续上行



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表43：有色金属价格疫情后持续上行



资料来源：Wind，万联证券研究所

黄金在2020年8月到达历史顶点后有所回调。11月以来黄金与实际利率趋势出现了明显的背离。除了来自于疫苗的利好消息提振了市场的风险偏好，还与市场对实际利率的预期有关。随着经济复苏的展开，美国大规模政策刺激可能性下降，经济复苏驱动市场对美债实际利率的预期不断上升，但是短期内实际利率并未摆脱下跌趋势，造成了黄金价格和实际利率的背离。

从持有成本来说，经济中的实际利率越高，持有黄金的成本越高，实际利率成为决定黄金走势的关键因素，总体上，两者呈现高度负相关的走势。全球负利率时代和赤字货币化无疑给货币体系带来了巨大的冲击。恶劣形式下实物资产的黄金极具吸引力，不管是因为相对高的零利率还是作为出现危机的信用货币体系的替代品，黄金都成为过去两年中首选的保值资产。

我们对明年黄金的走势持谨慎乐观的态度。首先，短中期名义利率维持低位和潜在的通胀可能会拖累复苏周期中实际利率上行。疫情以来，美联储推出了史无前例的无限QE政策，将美国短中期国债利率压制在零附近。美联储已暗示将零利率至少维持到2022年，即便疫情消退经济回归正常，美联储至少要等通胀超调相当长时间后，才会启动加息。而随着经济逐渐恢复，通胀不断上行，名义利率被长期控制在极低水平，这为实际利率继续下行打开了空间，支撑起2021年黄金的基本面。但是，我们需要注意的是，当通胀上升时，长端美债名义利率很可能随之上升，制约实际利率下行空间。

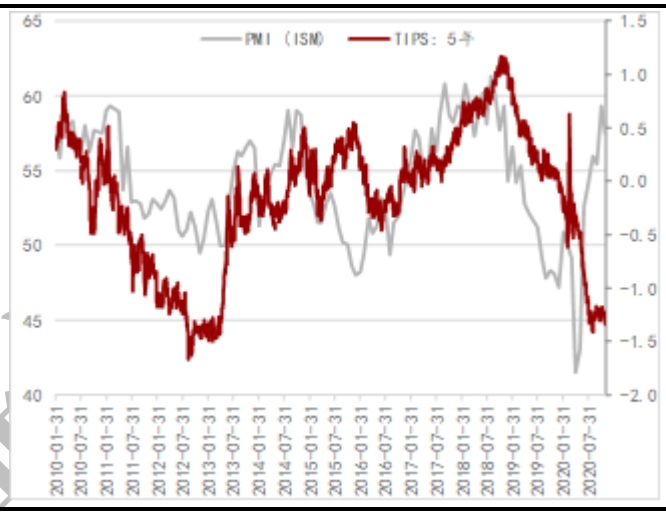
从长远周期来看，不管是今天西方各国央行和政府向MMT实质性的转变还是美联储通胀框架的调整，都反映了金融逻辑从底层的改变。近年来，各国央行对黄金和外汇储备中黄金比例的提升反映了市场对未来的思考。黄金作为信用货币潜在的替代品和避险资产，在财政赤字化和全球财富割裂的动荡时代，有着良好的投资属性。

图表44：实际利率与黄金走势



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表45：经济复苏可能推动利率走出底部区间（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

5、风险提示

疫苗效果及投放进程不及预期，国内经济修复不及预期，中美贸易摩擦再添变数，货币政策超预期收紧。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场