DONGXING SECURITIES

宏观深度报告



行稳致远，进而有为

——2021年海内外宏观经济形势展望

分析师：康明怡
执业证书编号： S1480519090001
联系方式：
021-25102911
kangmy@dxzq.net.cn

研究助理：杨城弟
执业证书编号： S1480119070054
联系方式：
010-66554021
yangchd@dxzq.net.cn

2020年12月10日

东兴证券 DONGXING SECURITIES
www.dxzq.net.cn

主要观点

- 实体经济：2021年上半年实体经济延续结构复苏，消费回暖、出口产业链景气度延续、外需拉动制造业投资回暖，“三道红线”落地难以扭转地产投资韧性，此外基建投资增速回升空间有限；预期国内全年GDP增速在8.8%-9%左右；
- 物价走势：物价指数从“分化” 走向“趋同”；PPI走势前高后低，拐点预计在5月份前后，高点在2.8%左右，全年在1.2%左右；猪价进入下行期，非食品需求回暖，2021年CPI或呈现温和通胀；
- 金融环境：货币及信用条件边际收紧，结构性货币政策逐渐退出，加息加准概率较低，宏观杠杆率趋稳，预计2021年全年社融增速约在11%-12.5%之间；
- 海外市场：美国经济缓慢复苏，核心通胀预计下半年上行，大类资产配置利好权益；政策方面，财政政策维持宽松，货币政策将在很长时间内维持低利率；
- 资产配置：国内经济结构复苏，货币条件边际收紧，全球经济复苏和贸易共振是2021年大类资产走势的主线；受益于全球需求回暖，大宗商品价格回升空间较大；国内基本面成为A股驱动因素，关注顺周期品种；2季度国内债市或迎来拐点，但货币政策中性偏紧，较难有大行情；展望2021年美国资本市场，美股略偏积极，美十债将继续上行，预计上限为165-190bp间，美元偏弱，黄金中性。

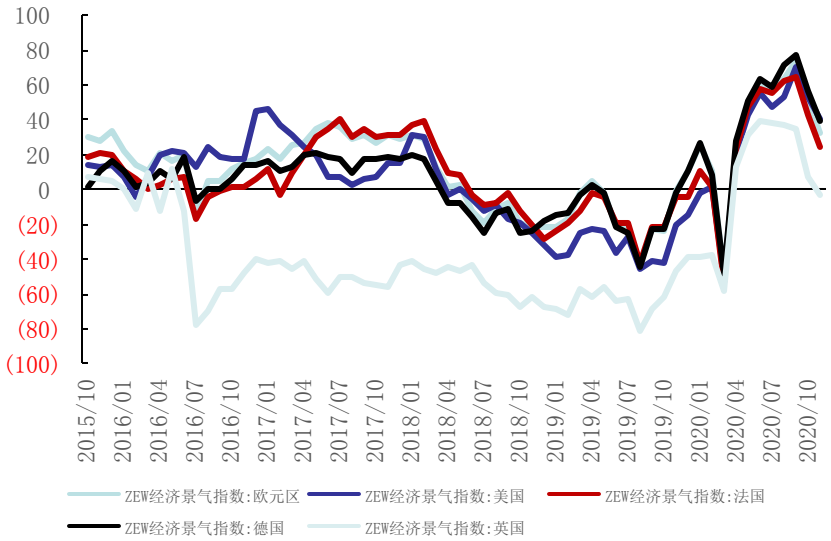
目录

- **全球贸易共振，出口及出口产业链维持高景气**
- 资金及项目受限，基建投资增长空间有限
- “三条红线” 落地不改地产投资韧性
- 制造业投资小幅回升
- 疫情对消费支出压制逐渐消除
- 物价从“分化” 走向“趋同”
- 宏观调控回归常态
- 盈利驱动A股，债市下半年或迎来拐点
- 海外市场：美国经济继续复苏，看好21年美股表现

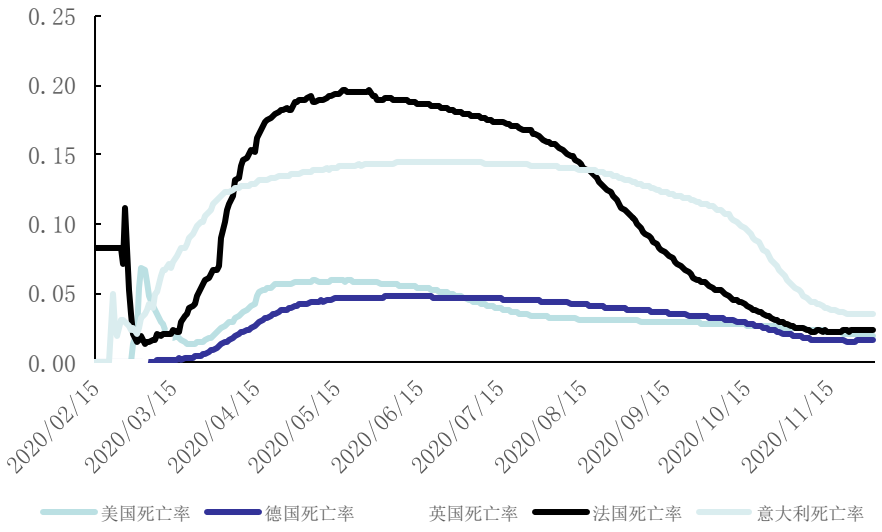
疫情及疫苗追踪（截止12月10日）

- 海外多地区疫情二次或三次爆发，欧洲部分国家进入“二次封闭”，12月法国开始解封；
- 新冠毒性或下降，死亡率下降，新冠疫情逐渐流感化，对经济运行冲击不如年初；
- 保守估计21年年中，随着疫苗量产和接种率达标，疫情影响逐渐消除。

图：欧美部分经济景气指数受二次封锁影响下降



图：欧美地区新冠疫情死亡率持续下降



数据来源：wind，东兴证券研究所

疫情及疫苗追踪（截止12月10日）

- 海外多地区疫情二次或三次爆发，欧洲部分国家进入“二次封闭”，12月法国开始解封；
- 但新冠毒性或下降，死亡率下降，新冠疫情逐渐流感化，对经济运行冲击不如年初；
- 保守估计21年年中，随着疫苗量产和接种率达标，疫情影响逐渐消除。

图：疫苗进度一览

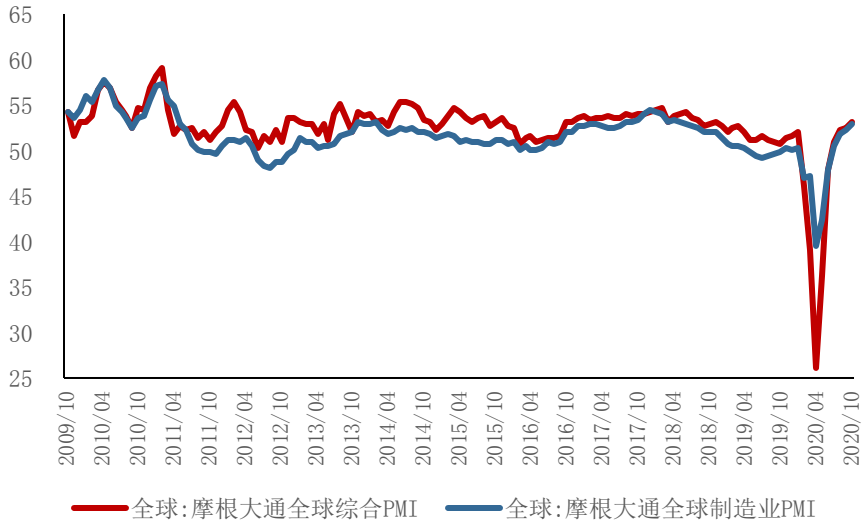
国别	生产企业	接种方案	何时启动3期试验	预计投产时间	投产计划
中国	国药中生/武汉所	2剂	7月启动III期	2020年底,提交上市申请	到2020年底，产能大概能达到1亿剂左右，按照国家要求，明年产能要超10亿剂
	国药中生/北京所	2剂	7月启动III期	2020年底	
	科兴生物	2剂	7月启动III期	疫苗尚未正式注册上市，经依法批准已在浙江省部分城市用于紧急接种	年设计产能达到3亿剂以上
	康希诺	1剂	8月启动III期		将于2020年底至2021年向墨西哥提供3500万剂新冠疫苗
英国	牛津大学/阿斯利康	1剂	6月启动III期	预计2020年底可上市	灭活新冠疫苗平均有效性70%，2021年产能高达30亿剂
美国	moderna	2剂	7月启动III期	三期临床试验的中期分析公布有效率为94.5%	2020年底将在美国上市2000万剂，于2021年底提供5亿—10亿剂疫苗
德/美/中	BioNTech/辉瑞/复星	2剂	7月启动III期	候选疫苗预防新冠病毒的有效性超过90%，预计BioNTech/辉瑞有望在今年年底获FDA紧急授权	一经批准上市将提供1亿剂疫苗，到2021年将生产多达13亿剂疫苗
美国	Novavax	2剂	9月启动III期	预计11月底全面实施III期临床	2020年末要交付1亿剂新冠疫苗
美国	强生	1剂	9月启动III期	预计于2021年3月或4月开始生产	预计产量每年3亿剂
俄罗斯	Gamaleya	1剂	9月启动III期		
中国	智飞生物	2剂	11月启动III期	2021年	

数据来源：WHO，Wind，东兴证券研究所

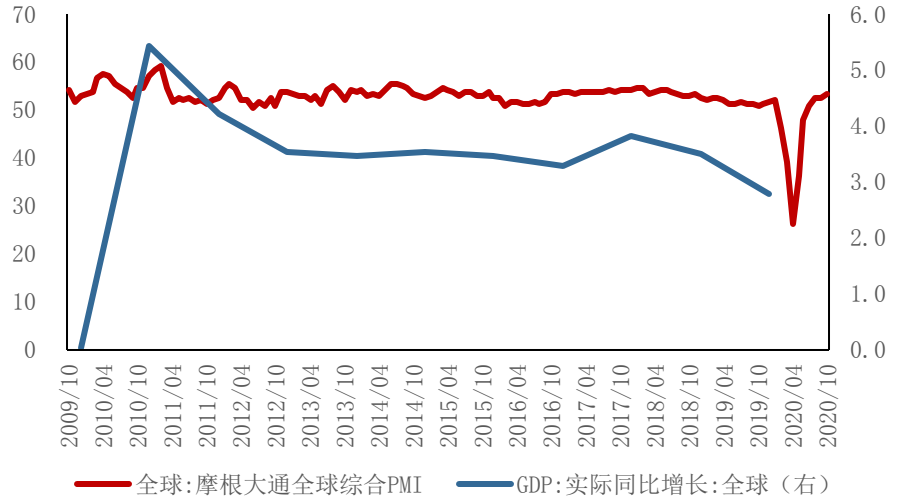
全球贸易共振，出口及产业链景气度持续

- 中美贸易摩擦难继续恶化；
- 疫情前全球贸易工业周期触底；
- 海外各国疫后重建，需求回升；
- 短期内疫情对全球制造产业链重构影响不大，中国全产业链优势明显。

图：疫情前全球工业周期触底



图：疫情前全球工业周期触底



数据来源：wind，东兴证券研究所

目录

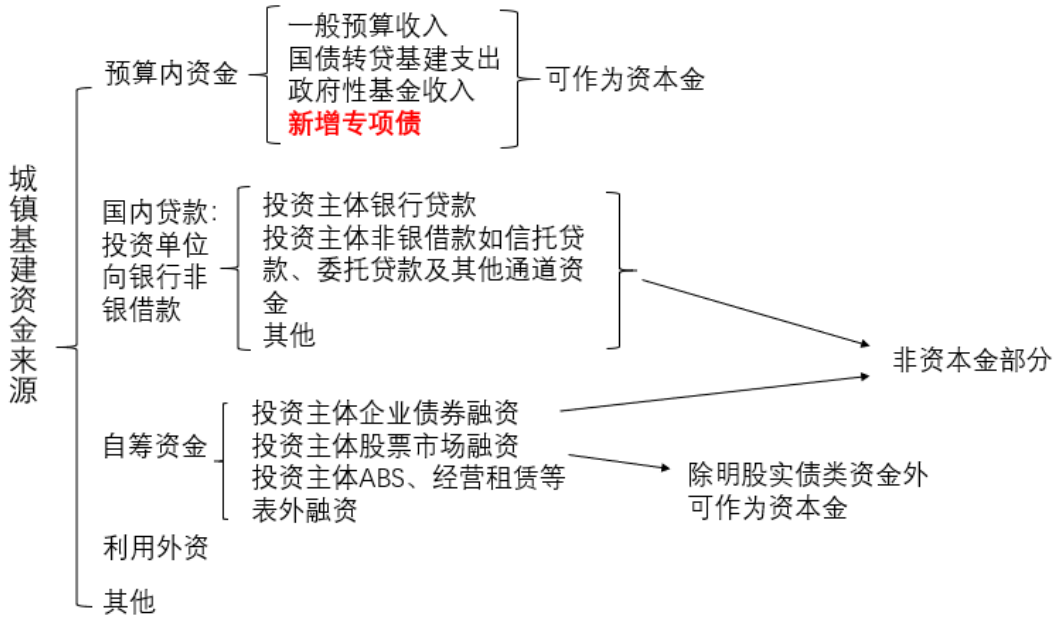
- 全球贸易共振，出口及出口产业链维持高景气
- **资金及项目受限，基建投资增长空间有限**
- “三条红线” 落地不改地产投资韧性
- 制造业投资小幅回升
- 疫情对消费支出压制逐渐消除
- 物价从“分化” 走向“趋同”
- 宏观调控回归常态
- 盈利驱动A股，债市下半年或迎来拐点
- 海外市场：美国经济继续复苏，看好21年美股表现

基建资金来源受限，增长空间小

资金受限是基建增速中枢较低的主要原因

- 政府性基金支出 > 预算内资金支出 > 银行等表内融资 > 投资主体表外融资 > 新增地方政府债券
- 金融强监管，基建投资表外融资收缩
- 地方政府债务监管，城投非标融资、明股实债等受打击
- 财政隐性担保打破，难以撬动社会资本直接投入
- 19年后放开专项债投入基建比例、领域，基建投资增速小幅回升
- 21年基建增速回归常态，受低基数影响，预计年底累计增速略高于疫情前水平。

图：基建资金来源



资金来源	细项	来源
国家预算内资金（16%）	公共财政预算支出	公共财政收入+公共财政赤字
自筹资金（58%）	城投债净融资（4%）	城投债
	信托/委托贷款（11%）	表外融资
	新增地方政府债券（4%）	新增专项债
	政府性基金支出（17%）	土地出让收入
	PPP融资（10%）	社会资本
国内贷款（16%）	政策性银行贷款	国开行基建贷款
	商业银行贷款	银行表内贷款
其他（9%）		
利用外资（1%）		

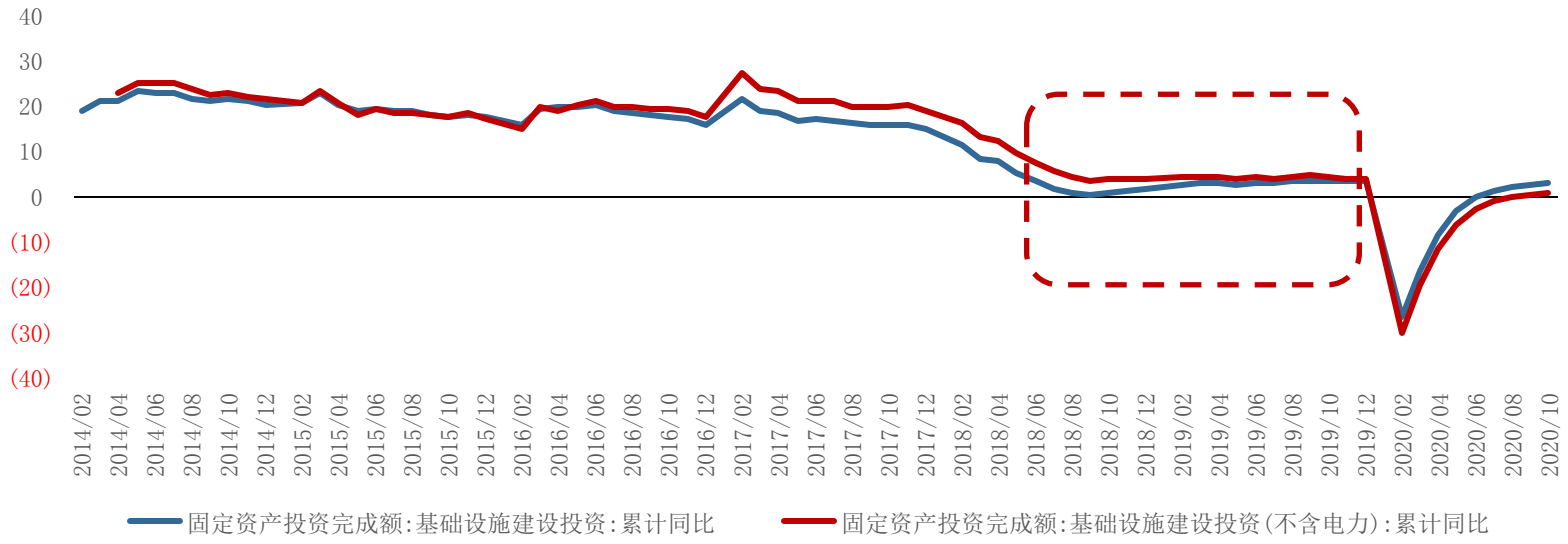
数据来源：wind，东兴证券研究所

基建资金来源受限，增长空间小

资金受限是基建增速中枢较低的主要原因

- 政府性基金支出 > 预算内资金支出 > 银行等表内融资 > 投资主体表外融资 > 新增地方政府债券
- 金融强监管，基建投资表外融资收缩
- 地方政府债务监管，城投非标融资、明股实债等受打击
- 财政隐性担保打破，难以撬动社会资本直接投入
- 19年后放开专项债投入基建比例、领域，基建投资增速小幅回升

图：18年“紧信用” 后基建投资中枢下降



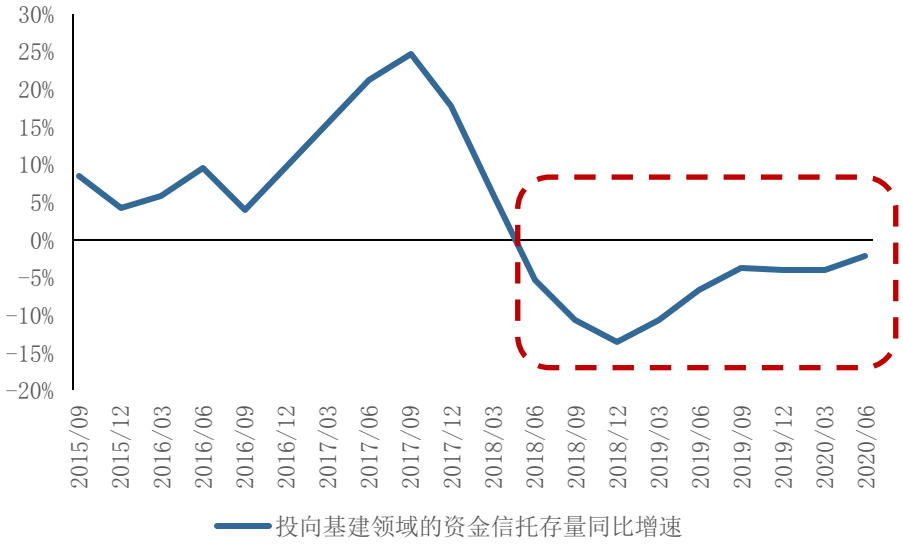
数据来源：wind，东兴证券研究所

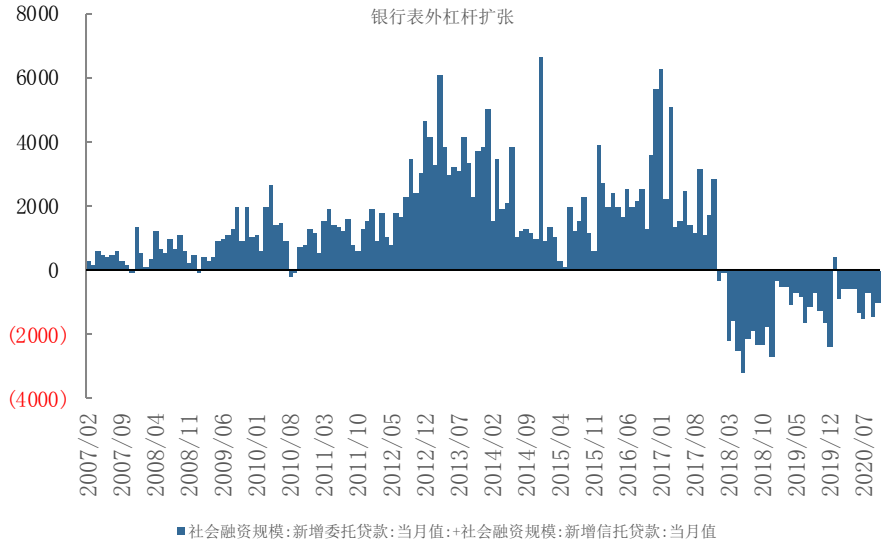
基建资金来源受限，增长空间小

资金受限是基建增速中枢较低的主要原因

- 政府性基金支出 > 预算内资金支出 > 银行等表内融资 > 投资主体表外融资 > 新增地方政府债券
- 金融强监管，基建投资表外融资收缩
- 地方政府债务监管，城投非标融资、明股实债等受打击
- 财政隐性担保打破，难以撬动社会资本直接投入
- 19年后放开专项债投入基建比例、领域，基建投资增速小幅回升

图：基建表外融资来源收缩





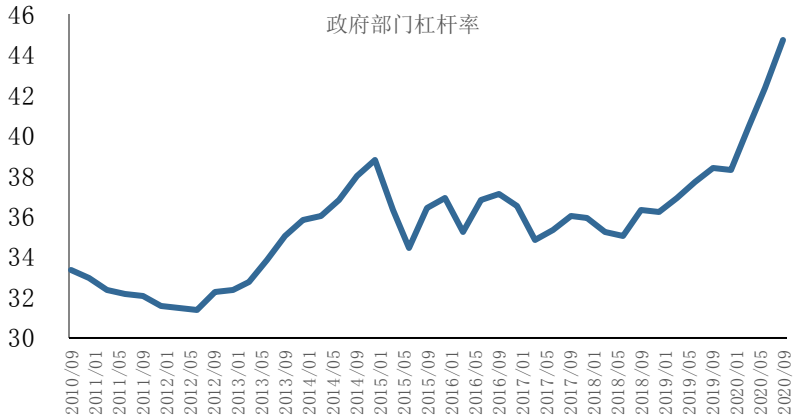
数据来源：wind，东兴证券研究所

基建资金来源受限，增长空间小

资金受限是基建增速中枢较低的主要原因

- 政府性基金支出 > 预算内资金支出 > 银行等表内融资 > 投资主体表外融资 > 新增地方政府债券
- 金融强监管，基建投资表外融资收缩
- 地方政府债务监管，城投非标融资、明股实债等受打击
- 财政隐性担保打破，难以撬动社会资本直接投入
- 19年后放开专项债投入基建比例、领域，基建投资增速小幅回升

图：杠杆率攀升约束后期财政空间



图：专项债对基建投资投入逐渐加大

2019.06	《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019.11	《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》降低部分基础设施项目最低资本金比例。基础设施领域和其他国家鼓励发展的行业项目，可发行权益型、股权类金融工具筹措资本金，但不得超过项目资本金总额50%。
2019.11	提前下放1万亿专项债，要求这部分专项债不得用于棚改和土储

数据来源：wind，财政部，东兴证券研究所

目录

- 全球贸易共振，出口及出口产业链维持高景气
- 资金及项目受限，基建投资增长空间有限
- **“三条红线” 落地不改地产投资韧性**
- 制造业投资小幅回升
- 疫情对消费支出压制逐渐消除
- 物价从“分化” 走向“趋同”
- 宏观调控回归常态
- 盈利驱动A股，债市下半年或迎来拐点
- 海外市场：美国经济继续复苏，看好21年美股表现

“三条红线” 落地不改地产投资韧性

- 17年后因城施策，房地产投资销售库存波动降低；当前房企仍处于新房库存回升阶段，房地产投资大幅下滑概率很低；货币信用环境约束房地产景气向上，房地产投资上升空间有限；
- 18年后宏微观层面看房地产带息债务增速中枢回落，低于15%；三条红线加大部分行业经营压力，但不改行业整体负债与投资增速；房价预期稳定，难以形成系统性风险；
- 细分项看，土地购置费缴纳存在时滞，20年土地成交火热，21年土地购置费用增长难下滑；销售支撑建安投资支出；预计全年累计增长7%左右。
- 关注央行对房企带息债务口径的定义。

图:新房库存未到高点

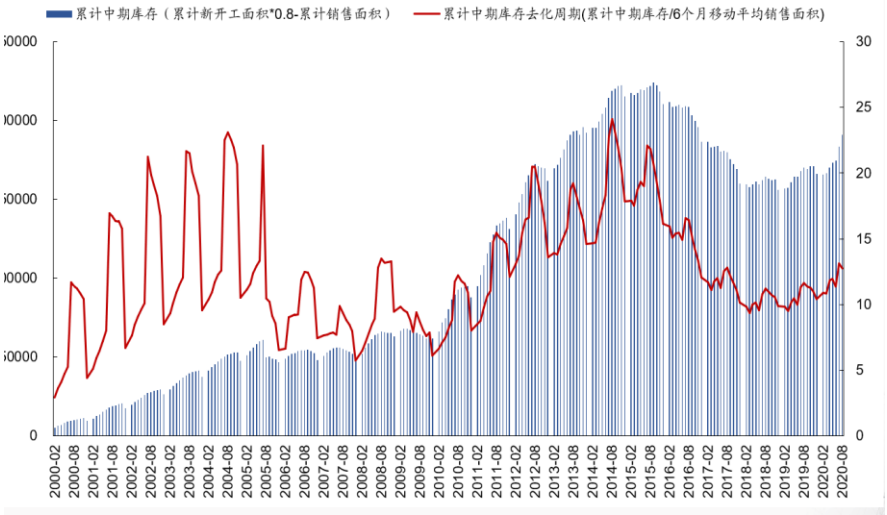
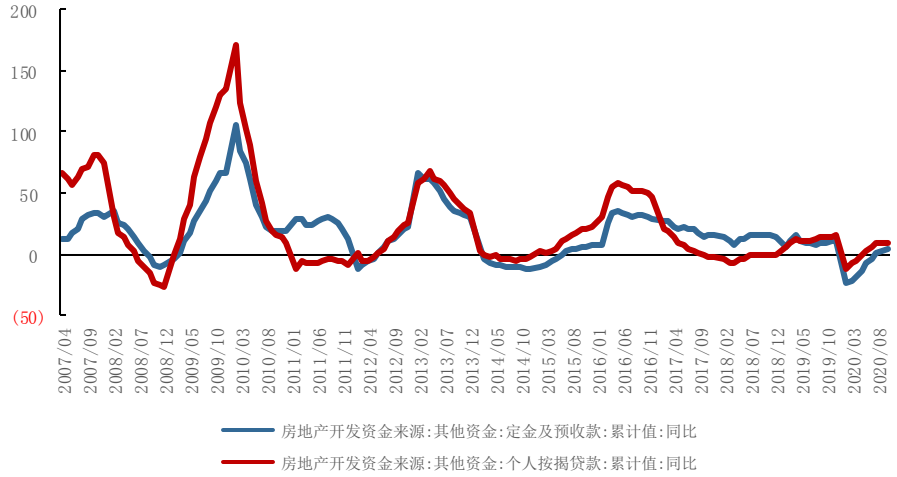


图:疫情期间居民杠杆购房加速

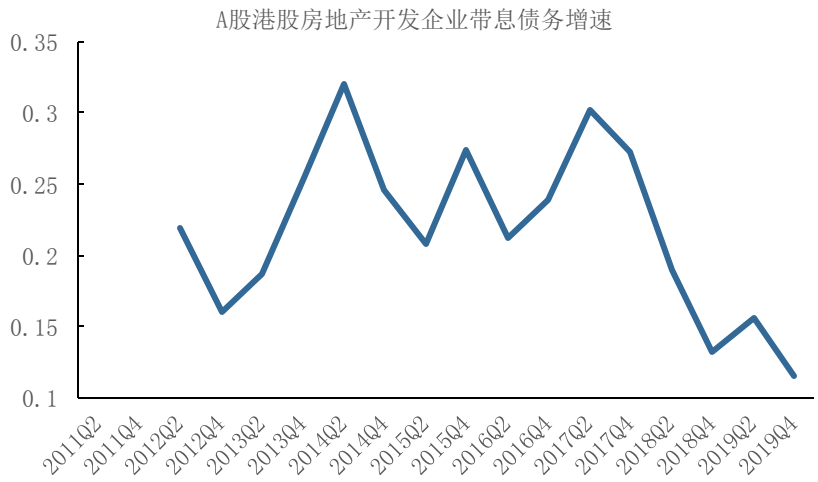


数据来源：wind，东兴证券研究所

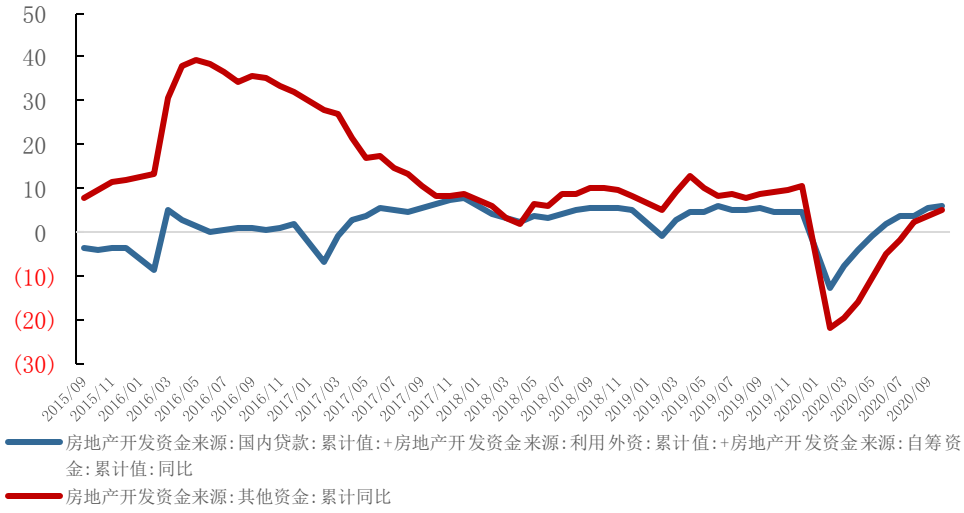
“三条红线” 落地不改地产投资韧性

- 17年后因城施策，房地产投资销售库存波动降低；当前房企仍处于新房库存回升阶段，房地产投资大幅下滑概率很低；货币信用环境约束房地产景气向上，房地产投资上升空间有限；
- 18年后宏微观层面看房地产带息债务增速中枢回落，低于15%；三条红线加大部分行业经营压力，但不改行业整体负债与投资增速；房价预期稳定，难以形成系统性风险；
- 细分项看，土地购置费缴纳存在时滞，20年土地成交火热，21年土地购置费用增长难下滑；销售支撑建安投资支出；预计全年累计增长7%左右。
- 关注央行对房企带息负债口径的定义。

图：微观视角2018年后房地产上市公司带息负债增速回落



图：宏观视角2015年后地产带息负债增速中枢回落



数据来源：wind，东兴证券研究所

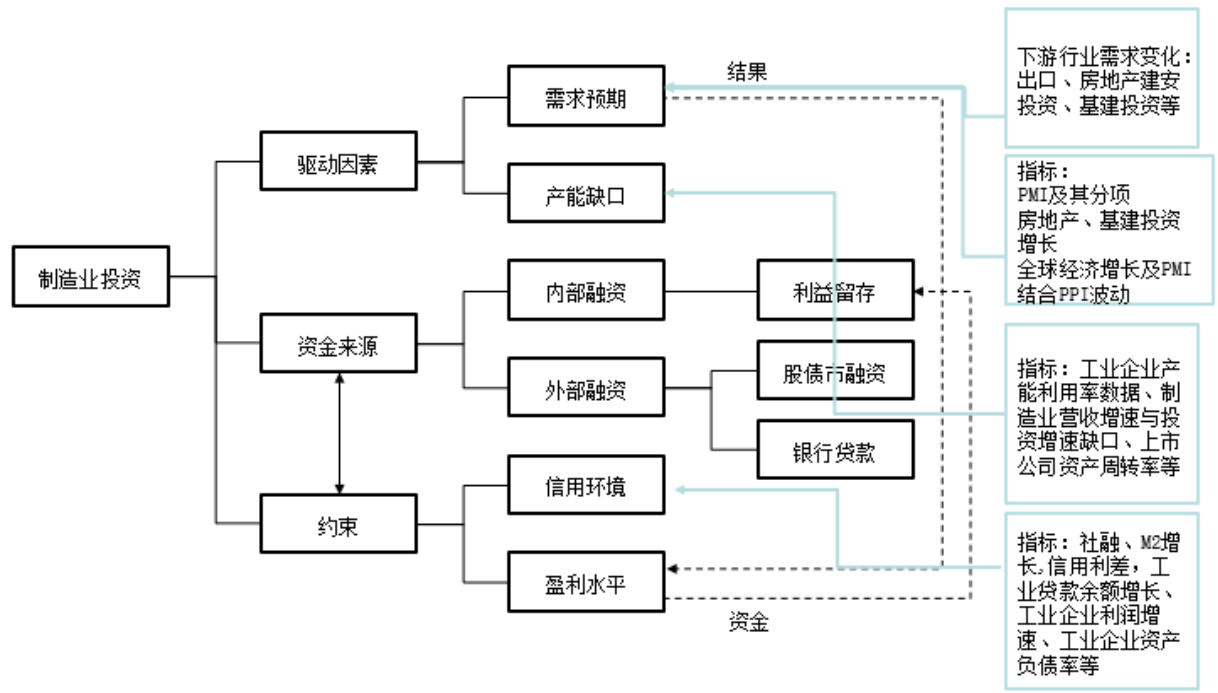
目录

- 全球贸易共振，出口及出口产业链维持高景气
- 资金及项目受限，基建投资增长空间有限
- “三条红线” 落地不改地产投资韧性
- **制造业投资小幅回升**
- 疫情对消费支出压制逐渐消除
- 物价从“分化” 走向“趋同”
- 宏观调控回归常态
- 盈利驱动A股，债市下半年或迎来拐点
- 海外市场：美国经济继续复苏，看好21年美股表现

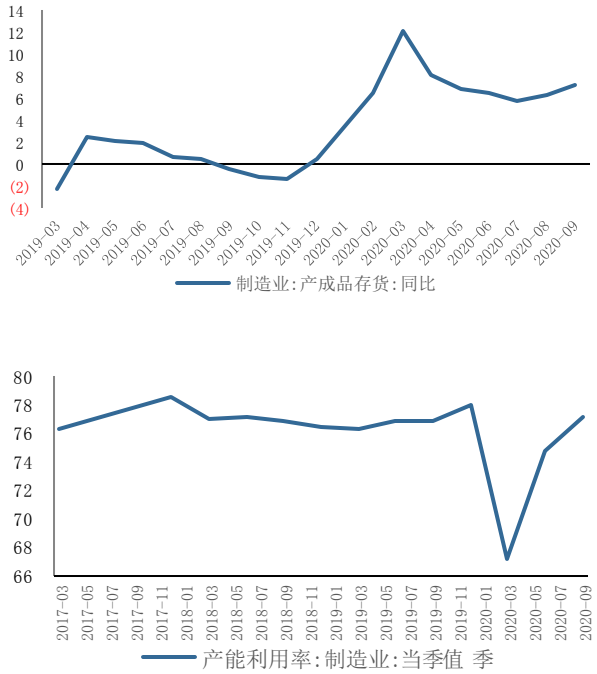
制造业投资小幅回升

- 制造业投资增速受下游需求产业链景气度和产能缺口共同影响，内外部融资条件也会约束投资增长的空间；
- 19年以来制造业投资增速持续低迷，经济下行期下游需求景气度低迷叠加产能利用率处于历史较高位置；
- 制造业下游需求对应出口基建房地产和终端消费，2021年出口和终端消费景气度高，拉动上游企业资本开支意愿；但产能利用率约束制造业投资难以高速增长；信用收缩但企业盈利回暖，制造业融资环境不差，预计21年制造业投资增速小幅回升。

图：短期制造业投资分析框架



图：疫后产能利用率下降，制约后续产能扩张



数据来源：wind，东兴证券研究所

制造业投资小幅回升

- 制造业投资增速受下游需求产业链景气度和产能缺口共同影响，内外部融资条件也会约束投资增长的空间；
- 19年以来制造业投资增速持续低迷，经济下行期下游需求景气度低迷叠加产能利用率处于历史较高位置；
- 制造业下游需求对应出口基建房地产和终端消费，2021年出口和终端消费景气度高，拉动上游企业资本开支意愿；但产能利用率约束制造业投资难以高速增长；信用收缩但企业盈利回暖，制造业融资环境不差，预计21年制造业投资增速小幅回升。

图:PPI拉动工业企业盈利持续改善

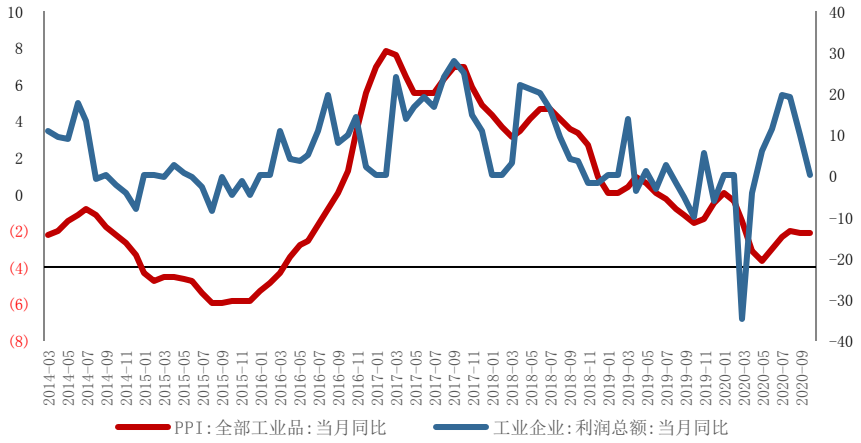
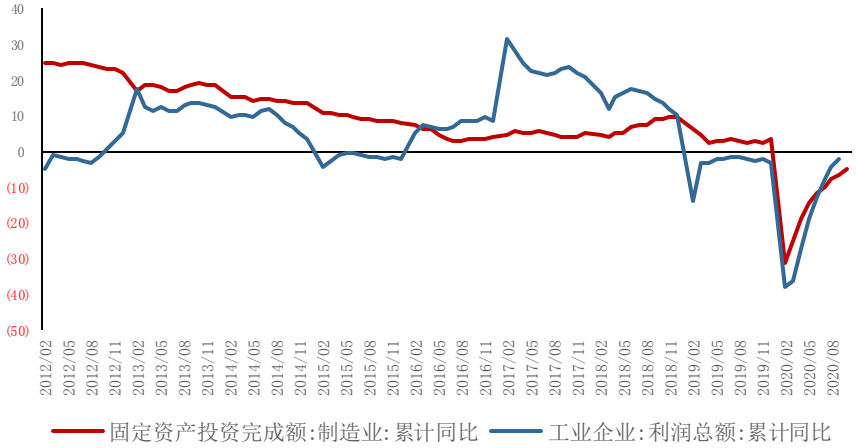


图:企业盈利对制造业投资有指示意义



数据来源：wind，东兴证券研究所

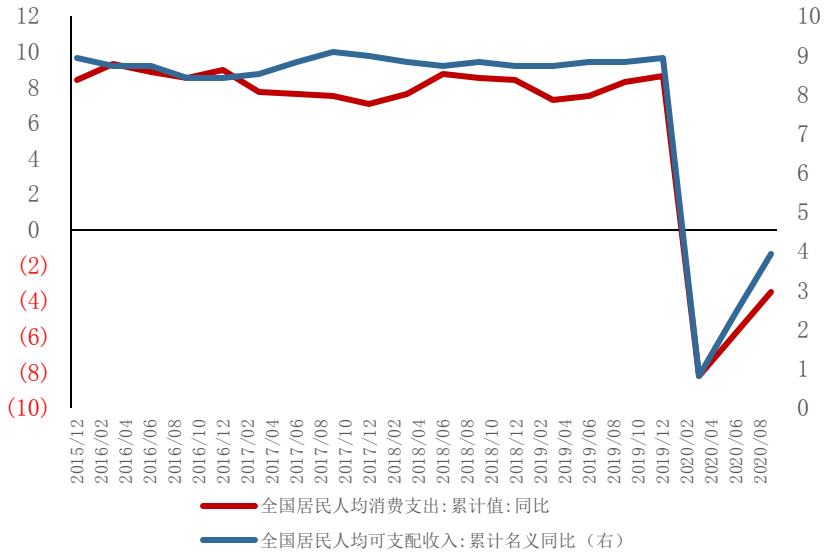
目录

- 全球贸易共振，出口及出口产业链维持高景气
- 资金及项目受限，基建投资增长空间有限
- “三条红线” 落地不改地产投资韧性
- 制造业投资小幅回升
- **疫情对消费支出压制逐渐消除**
- 物价从“分化” 走向“趋同”
- 宏观调控回归常态
- 盈利驱动A股，债市下半年或迎来拐点
- 海外市场：美国经济继续复苏，看好21年美股表现

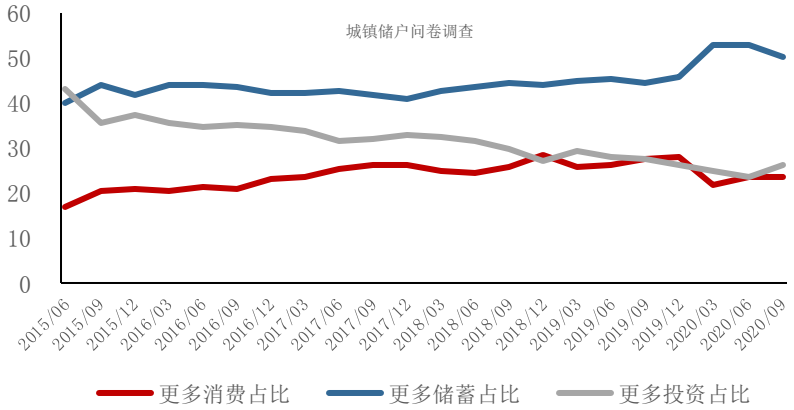
疫情对消费支出压制短期内难以消除

- 疫情对消费影响体现在消费场景，消费倾向，消费能力，消费场景已全面恢复；
- 财富分化，全社会消费倾向降低，随着疫苗落地，消费倾向不再受不确定性压制；
- 可支配收入恢复，但居民杠杆率提升，消费能力受损；
- 预计2021年消费继续加速恢复，全年或实现两位数增长。

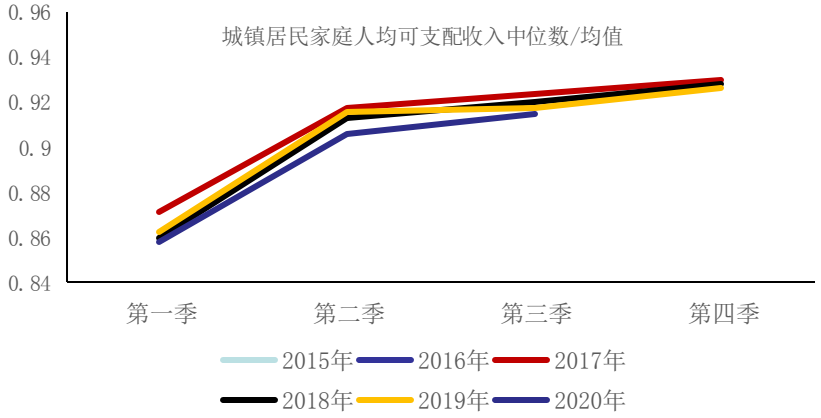
图：疫情期间，居民消费意愿受不确定性受压制



图：疫情期间居民选择更多储蓄



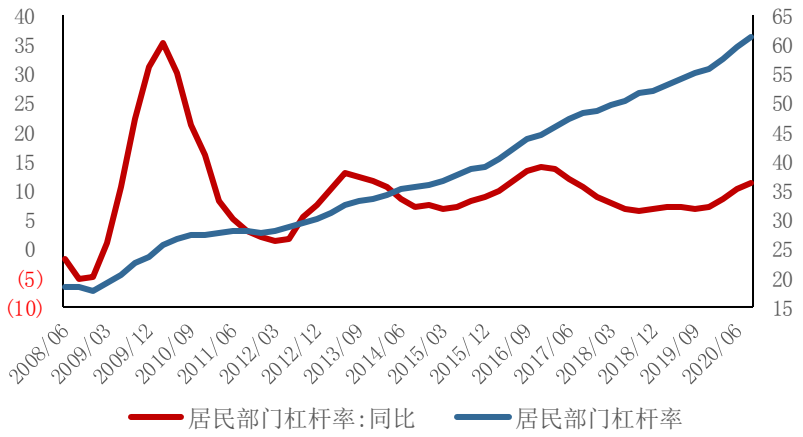
图：居民收入财富分化



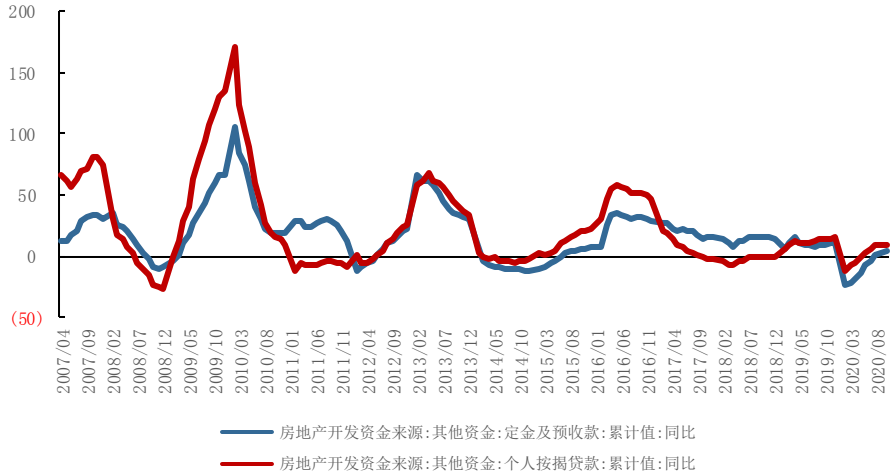
数据来源：wind，东兴证券研究所

疫情对消费支出压制短期内难以消除

图:居民杠杆加速主要源于购房



图：居民加大杠杆购房



图：居民资产负债表

资产	负债
金融资产	住房贷款
--现金	消费贷款
--活期定期存款	信用卡
--理财基金信托资管	净资产
--股市	
实物资产	
--住宅	
--汽车等耐用消费品	

收入利润表	
收入项	工资性收入
	经营净收入
	财产性净收入
	转移性净收入
扣除	个人所得税
	社保支出
	可支配收入
支出项	居民消费支出
	债务利息本金偿还
	购买实物资产支出
	储蓄及资产配置

图：居民资产负债结构恶化

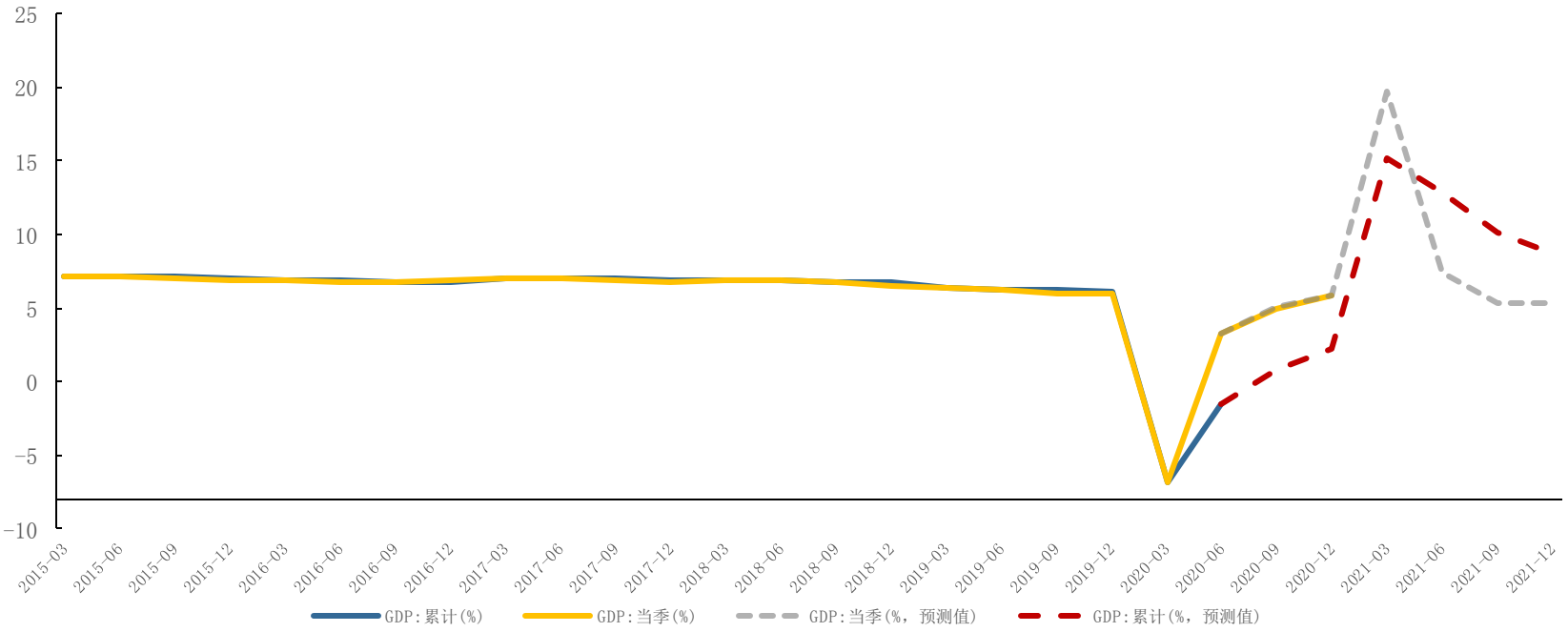
资产负债	占比	细分	占比	规模增速（截止 Q2）
实物资产	79%	房地产住宅	59%	6%
		汽车	5%	8%
		厂房设备等	6%	<2%
		商铺	7%	<2%
金融资产	20%	银行理财，资管及信托	5%	<10%
		现金与储蓄存款	8%	
		现金		9%
		储蓄存款		14%
		基金及股票	2%	9%
		其他	5%	
居民债务				13%

数据来源：wind，东兴证券研究所

2021年GDP当季增速趋势回落

- 2021年中疫情影响逐渐消失，预计疫苗年初投放，年中大规模种植；
- GDP当季同比1季度迎来高点，逐季下台阶无悬念；
- 疫情后期经济增速修复斜率越缓慢，经济内生动力发挥的作用越大，预计明年消费、出口和制造业投资增速回升空间更大；
- 预计2021年全年累计增速约在8.8%左右。

图:21年季度GDP同比前高后低，趋势回落



数据来源：wind，东兴证券研究所

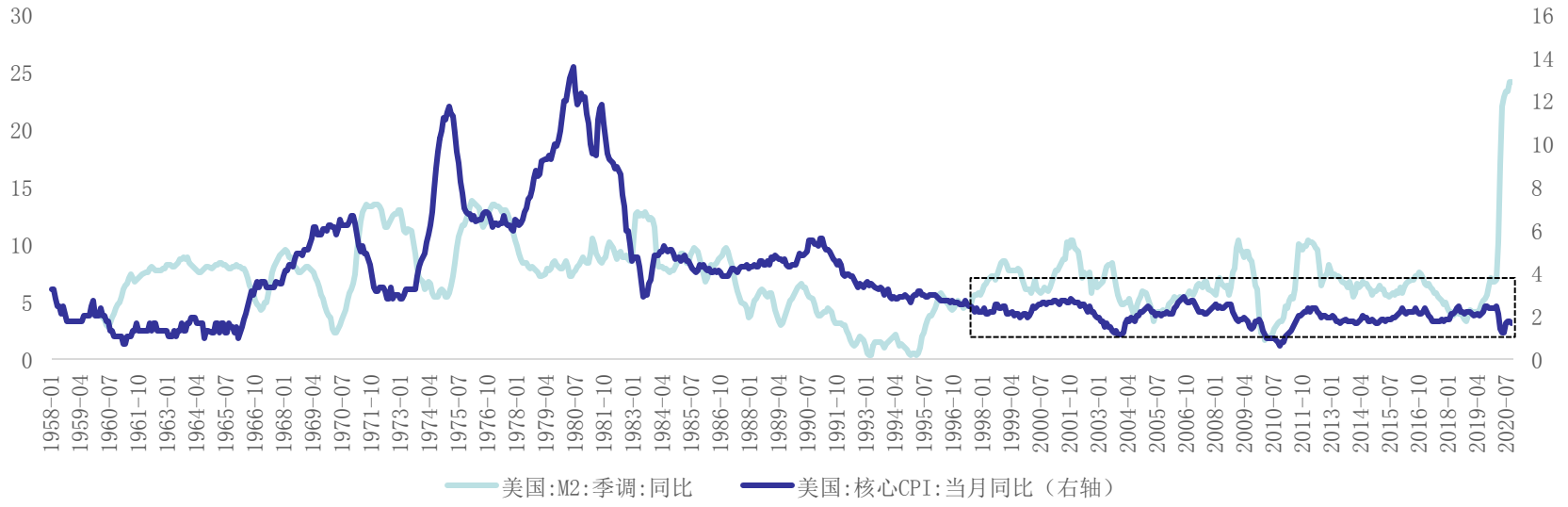
目录

- 全球贸易共振，出口及出口产业链维持高景气
- 资金及项目受限，基建投资增长空间有限
- “三条红线” 落地不改地产投资韧性
- 制造业投资小幅回升
- 疫情对消费支出压制逐渐消除
- **物价从“分化” 走向“趋同”**
- 宏观调控回归常态
- 盈利驱动A股，债市下半年或迎来拐点
- 海外市场：美国经济继续复苏，看好21年美股表现

短期视角：全球货币超发提升通胀预期？

- 为了刺激经济，全球主要央行扩表幅度超出08年金融危机时期，5月美国M2同比增速达到23%创下历史新高，但90年代后，货币超发并未引起严重通胀。
- 货币流通速度同样影响通胀。**贫富分化导致需求不振、流动性传导不佳、全球化压低工业品价格、金融资产虹吸效应**导致全球短期通胀压力不明显，通胀预期位于中等偏下水平
- 参照中国控制疫情后通胀走势，预计明年全球通胀较温和，先上后下
- 这次不一样？ 单纯货币超发解释力和说服力似乎并不足够

图：美国近几十年货币超发并未引起大规模通胀

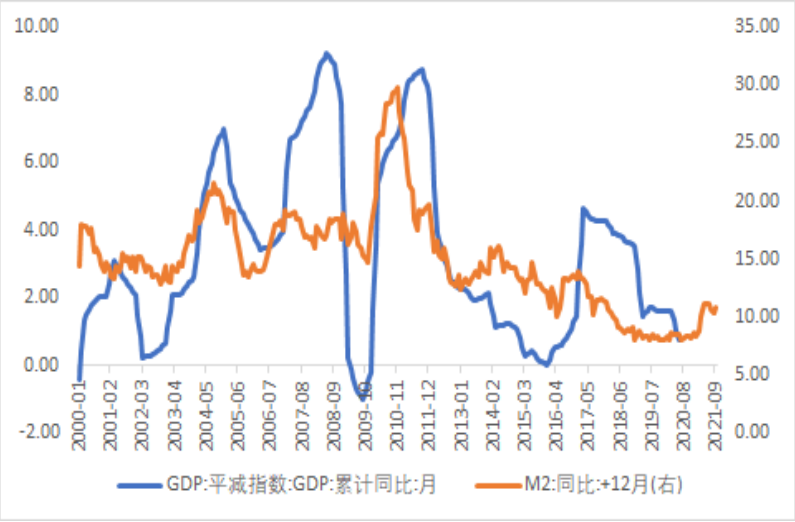


数据来源：wind，东兴证券研究所

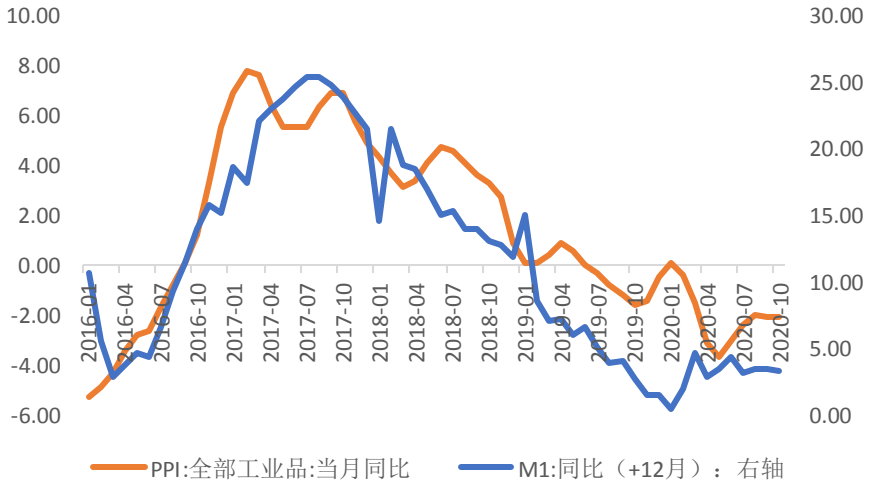
货币有一定领先性，CPI与PPI走势趋同

- 全球主要央行大幅扩表，央行释放流动性推动银行信贷投放。今年央行投放流动性并未引起通胀，而主要是以资产价格上涨体现。一是因为货币政策时滞作用，二是企业与居民部门出于对实体经营风险的担忧、抗通胀的考虑，将低成本资金用于购房、购买理财产品等追求资金保值，资产价格上涨较明显。
- M2增速和M1增速领先于通胀水平大概1年左右，明年上半年PPI上升趋势明显
- 企业预期好转和产能利用率上升，就业好转与居民资产负债表修复，预计通胀较温和

图：M2领先GDP平减指数大约一年



图：M1 领先PPI大约10-12个月，PPI上升趋势明显

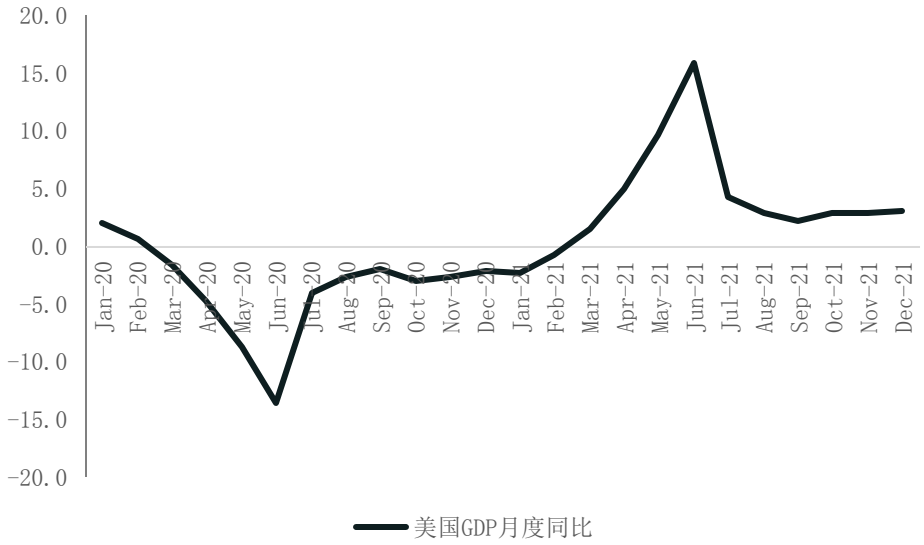


数据来源：wind，东兴证券研究所

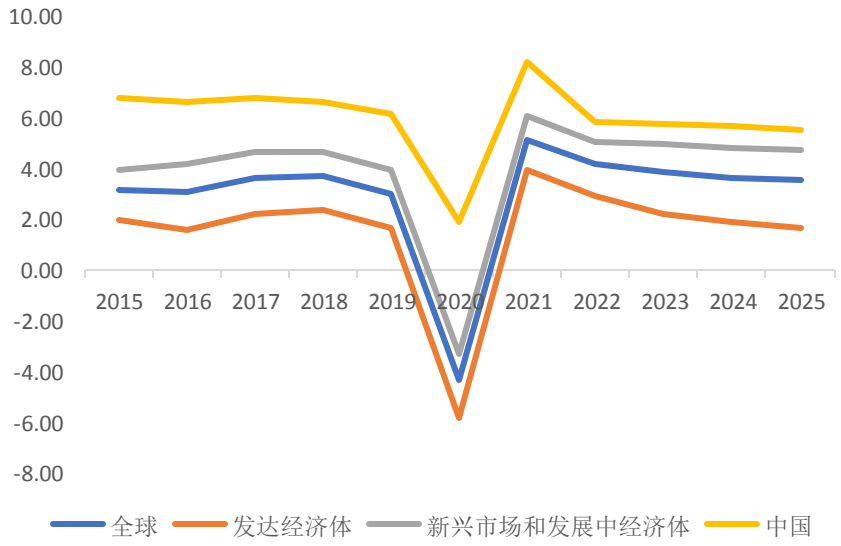
全球经济复苏，PPI中枢上行

- 远期PPI走势看全球经济及全球贸易走势一致，工业品作为可贸易品，其价格走势全球同步性较强，而PPI是工业品供需作用的结果，而工业品供给相对稳定，PPI价格主要决定于需求，需求以全球贸易为表征。中国疫后恢复较快，且供给恢复快于需求，全球经济恢复可能仍具备此特征。
- 世界贸易组织（WTO）报告，2020年世界商品贸易量将下降9.2%，2021年全球商品贸易量将增长7.2%。

图：美国经济复苏会是发动机



图：全球经济增速

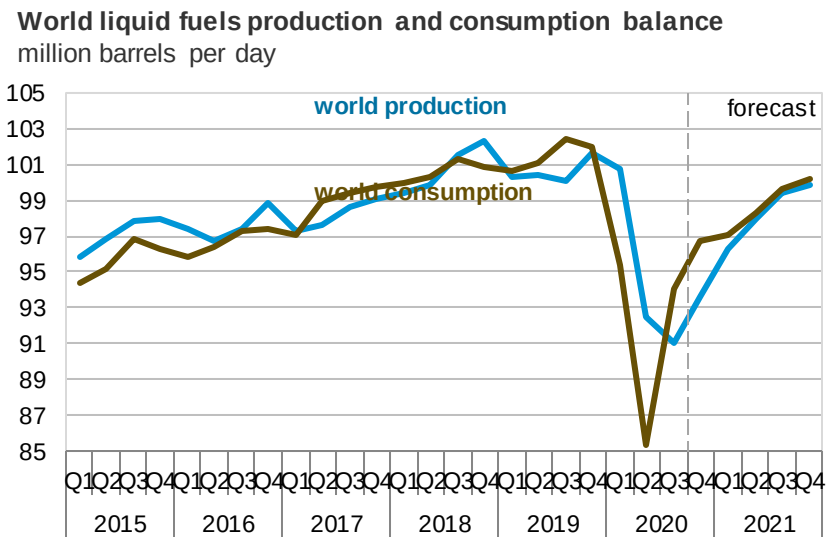


数据来源：OECD，IMF，东兴证券研究所

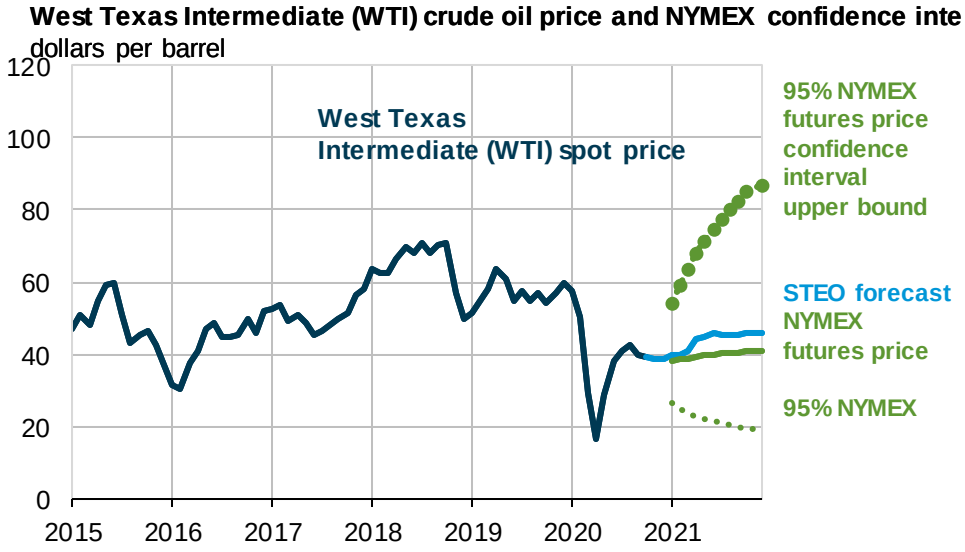
油价中枢上行，趋势无争议，幅度有分歧

- 随着欧美国家逐渐复工复产，原油需求在三季度环比出现大幅改善，这一预期也支撑原油价格站上40美元/桶关键位置。中长期来看美国页岩油产能或难以恢复至疫情前水平，OPEC重夺对原油市场的掌控权，EIA预计WTI明年将涨至47美元/桶水平。
- 高盛近期称，由于疫苗利好消息带动下的需求反弹以及非OPEC供应反应温和，在市场再平衡的过程中，油价将在明年升至65美元/桶。

图：EIA预测全球原油供需曲线



图：原油价格走势

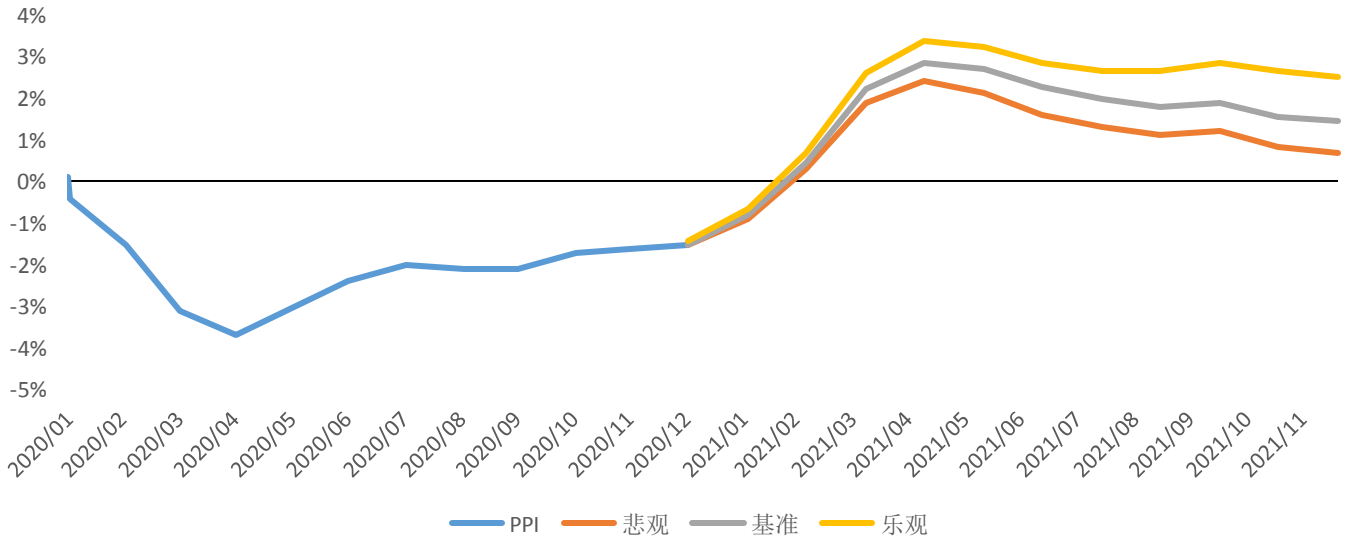


数据来源：EIA，东兴证券研究所

PPI分歧较大，背后是油价基准与复苏预期

- 远期PPI走势看全球经济及全球贸易走势一致，工业品作为可贸易品，其价格走势全球同步性较强，而PPI是工业品供需作用的结果，而工业品供给相对稳定，PPI价格主要决定于需求，需求以全球贸易为表征。中国疫后恢复较快，且供给恢复快于需求，全球经济恢复可能仍具备此特征。
- 中性预期下布伦特原油处于50-60区间， PPI前高后低，拐点在5月份前后，高点在2.87%左右；
- 布伦特原油上半年有一定可能短暂破60美元，带动PPI破3，但下半年回落至55美元关键点位
- 上半年通胀预期升温大概率将加剧货币政策收紧担忧，跨周期调节基调下我们认为概率较低

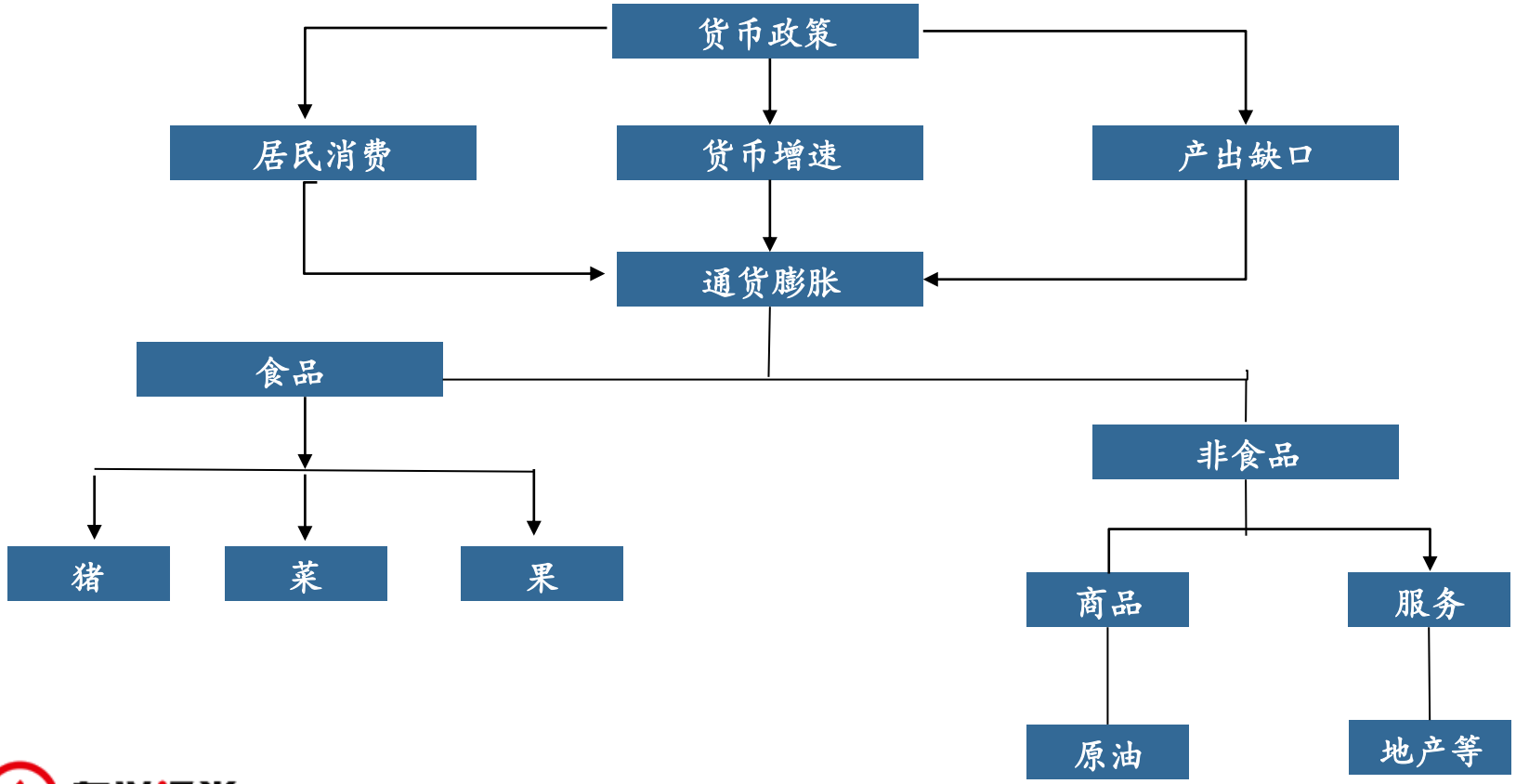
图：21年PPI走势前高后低



数据来源：wind，东兴证券研究所

21年CPI特殊性：CPI权重调整和核心CPI趋势性上升

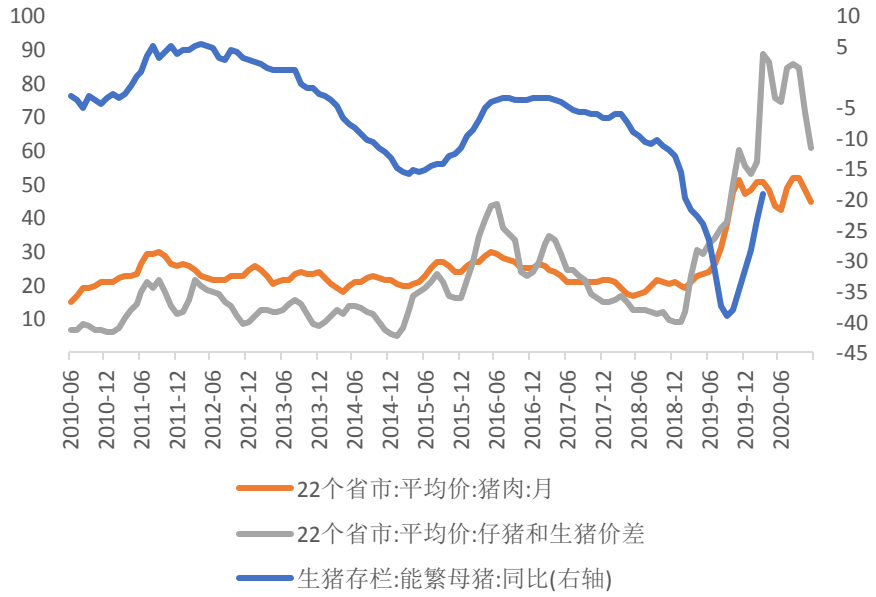
- 通胀通常被认为是货币现象，但是货币增加不一定会造成通胀，货币的流通速度也是关键变量；
- 不同经济体内CPI权重会有所差异，比如中国CPI当中猪肉价格对通胀的影响就比较显著；
- 从历史数据看，我国猪肉价格波动是CPI变动的主要推手，CPI与CPI猪肉项的同比相关系数达0.776，蔬菜、水果也是重要波动来源。**远期预测以猪价为基准，其他项参考历史均值；**
- **今年特殊性今年CPI权重调整，而核心CPI前趋势性上升。**



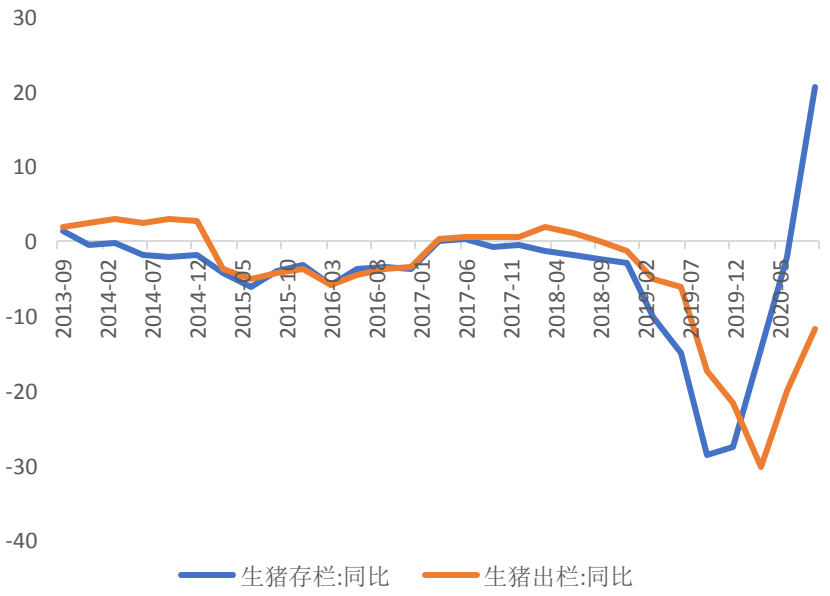
生猪存栏拐点已现，猪价迎来2年左右下行期

- 经过母猪繁育仔猪和喂养出栏，能繁母猪存栏同比一般领先猪价同比 1年（10-14 月）左右。自 2019年9月起，能繁母猪存栏同比已经逐步回升；
- 随着猪肉产能的释放，四季度供需关系或将进一步缓和。预计明年猪价处于回落通道内。据农业部数据显示，预计今年9-12月生猪出栏将逐月增加，累计出栏量较上年同期增长17.3%，相当于2018年末80%左右的水平。

图：生猪存栏与猪价



图：生猪存栏与出栏

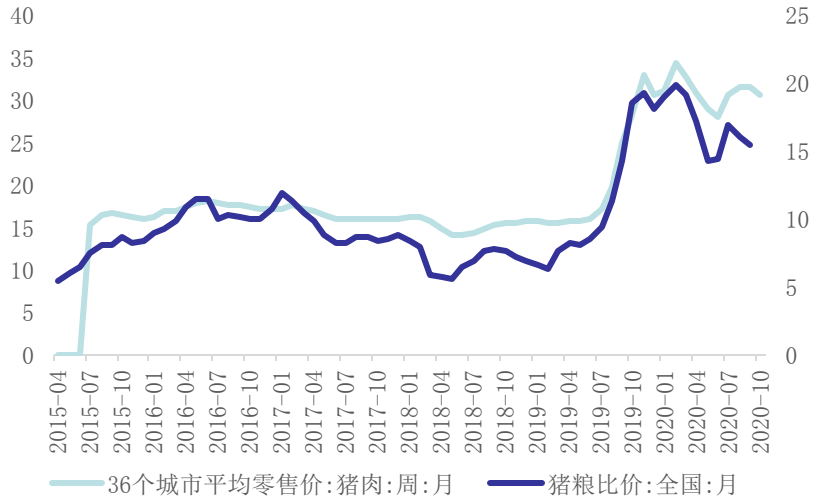


数据来源：EIA， OPEC，东兴证券研究所

养殖成本上升，制约猪价下行空间

- 从历史数据看，猪粮比价中枢在6左右，可以视为养殖户的盈亏平衡点，对应猪肉成本价大约在13元/公斤左右，近年来养殖密度提升，另外非洲猪瘟影响尚未消退，这些都会提高养殖户的成本，预计猪肉成本价在15元/公斤以上；
- 历史上看，猪周期下降周期都在两年以上，本次猪周期上行速度快，猪价绝对水平较高，且21年非洲猪瘟疫苗有较大不确定性，限制猪肉补栏速度，预计价格下行期也在2年以上；
- 初步预测明年12月城市猪肉零售价回落至20-24元/斤。

图：猪粮比



图：第四轮猪周期进入后半段

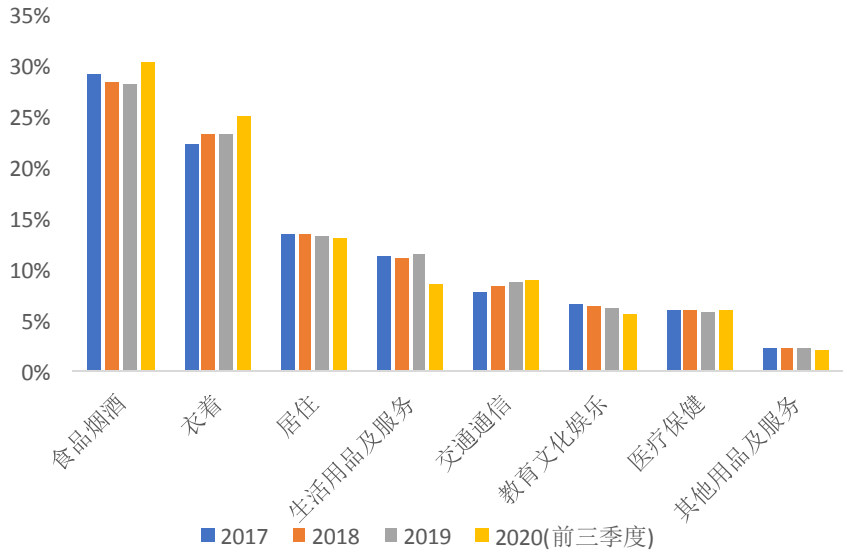


数据来源：wind，东兴证券研究所

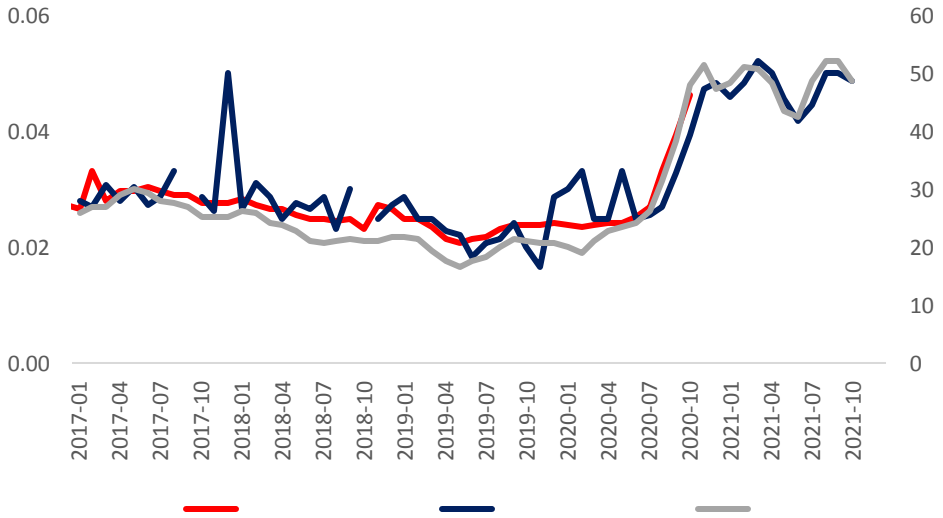
疫情之下基期选择费思量，猪肉权重下调幅度有争议

- 按照统计制度要求，我国CPI每五年进行一次基期轮换。新基期权数一般主要来源于全国住户收支与生活状况最新调查数据，同时也适当参考了专项调查和行政记录等数据进行了相应调整；
- 疫情之下，可选消费比重大幅下降，必选消费比重大幅上升，基期如何选择？或参考16-19年趋势；
- 基期确定篮子的数量，权重根据支出占整个消费支出比重，每月变化，预计21年猪肉环比权重下降，同比权重仍高。

图：疫情特殊性下必选消费比重提升



图：明年猪肉同比权重仍高，环比权重回落

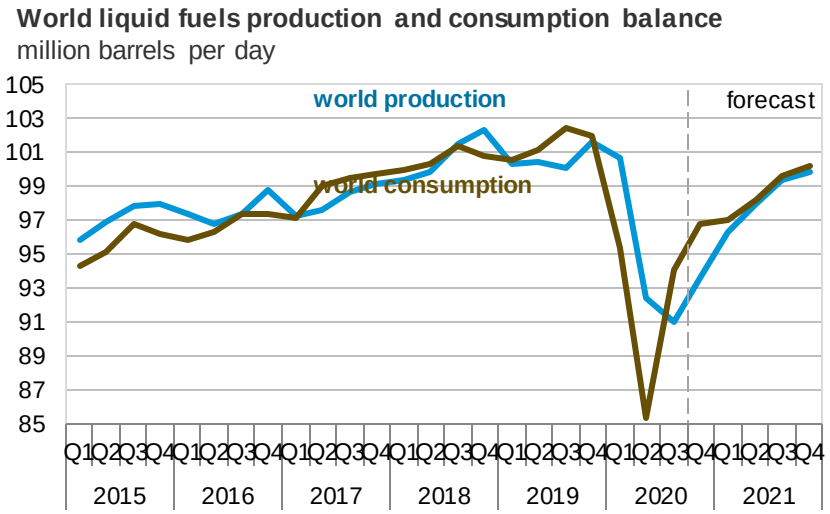


数据来源：wind，东兴证券研究所

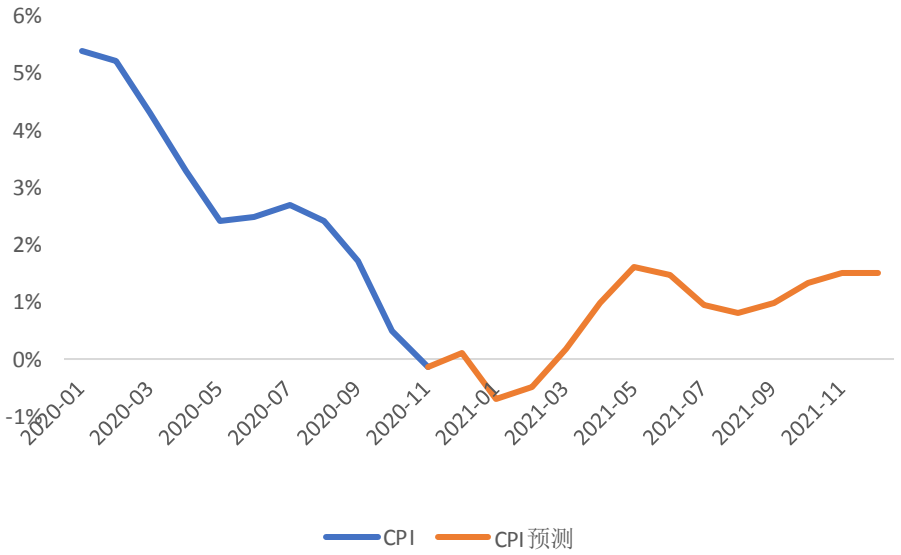
非食品价格趋升，基准是次贷危机还是季节性效应？

- 非食品项虽在CPI篮子中占比较大（约70%），但波动小，对CPI贡献较小；
- 一是服装、居住、教育娱乐等分项消费一般比较稳定，疫情期间消费倾向降低，该类价格低于历史水平，随着消费回升，预计21年中枢趋升；
- 另一个波动来源是交通通信，与布油现价相关性较大，有一定滞后性，根据油价走势，预计21年底回到疫情前水平，未来趋升；
- **趋势性+季节性=选择历史同期环比上沿。**

图：EIA预测全球原油供需曲线



图：21年CPI走势预测



数据来源：wind EIA，*东兴证券研究所*

目录

- 全球贸易共振，出口及出口产业链维持高景气
- 资金及项目受限，基建投资增长空间有限
- “三条红线” 落地不改地产投资韧性
- 制造业投资小幅回升
- 疫情对消费支出压制逐渐消除
- 物价从“分化” 走向“趋同”
- **宏观调控回归常态**
- 盈利驱动A股，债市下半年或迎来拐点
- 海外市场：美国经济继续复苏，看好21年美股表现

2020年政府杠杆率快速上升

- 国债、专项债、一般债、置换债扩容；
- PPP入库项目微升；
- 现有数据显示城投债平台债务余额增速提高，非标缩幅减少，城投债融资高增，银行贷款高增；
- 债务付息压力较高；
- 2021年财政政策空间有限，预计赤字率降至3%。专项债额度约为3万亿。

图:2020年表外融资缩减幅度有所减少

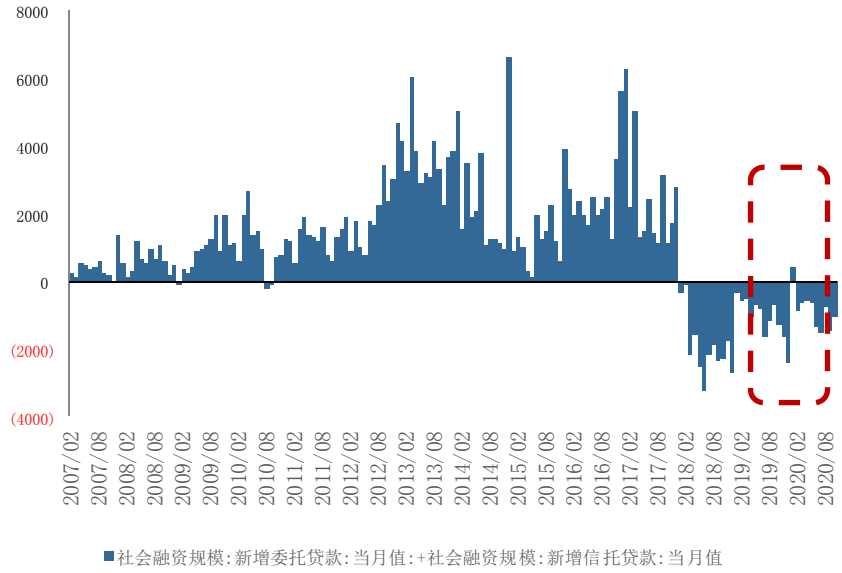
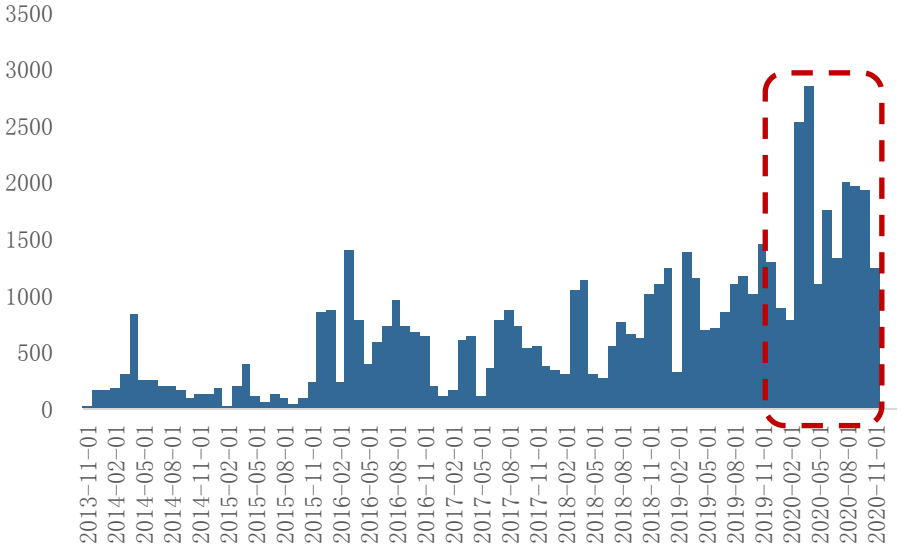


图:2020年政府城投平台净融资额上升



数据来源：wind，东兴证券研究所

2020年政府杠杆率快速上升

- 国债、专项债、一般债、置换债扩容；
- PPP入库项目微升；
- 现有数据显示城投债平台债务余额增速提高，非标缩幅减少，城投债融资高增，银行贷款高增；
- 债务付息压力较高；
- 2021年财政政策空间有限，预计赤字率降至3%。专项债额度约为3万亿。

图:2020年政府表外杠杆也在扩张

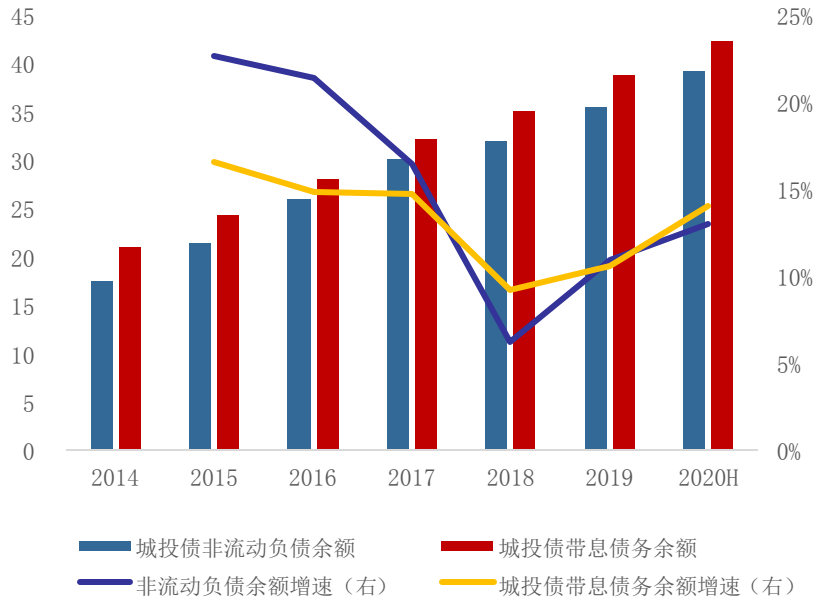
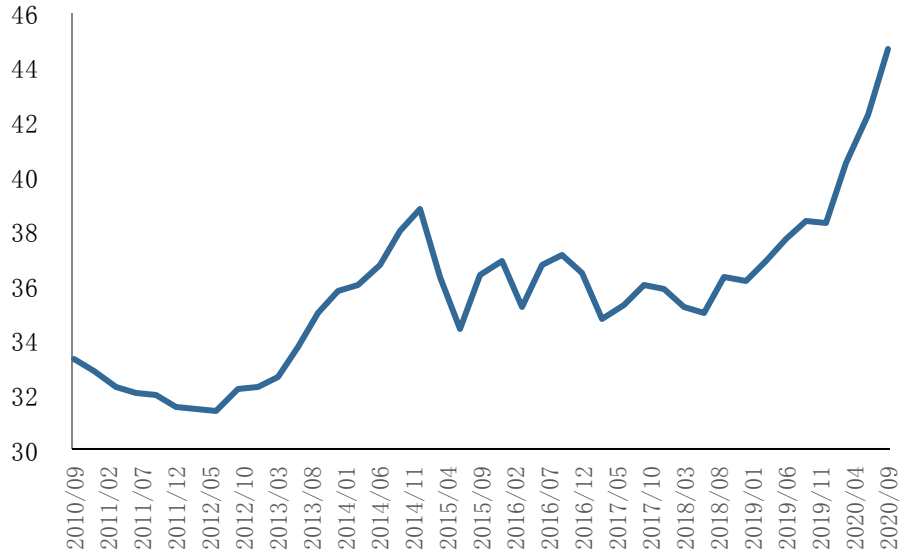


图:2020年政府表内杠杆攀升

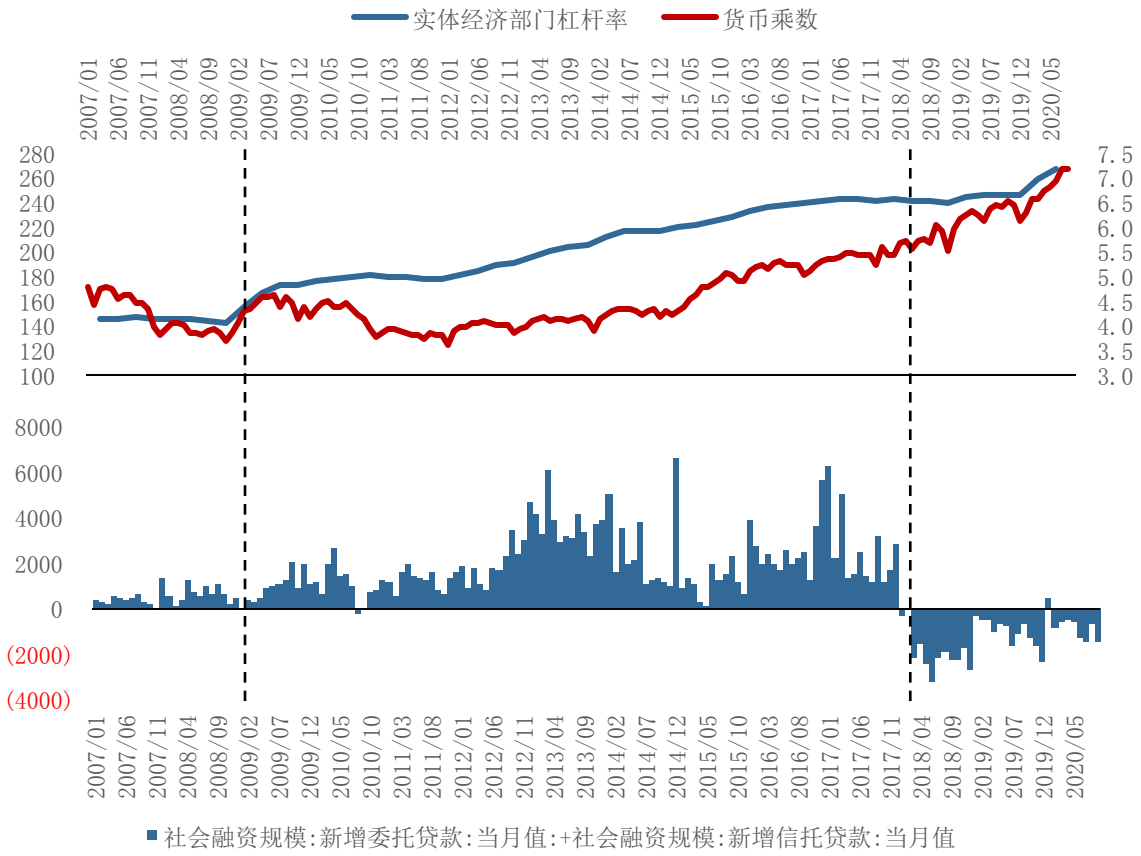


数据来源：wind，东兴证券研究所

货币信用条件边际收紧

货币政策边际收紧

- 容忍杠杆率**阶段性**上升，2021年稳杠杆而非去杠杆；
- 2020年居民加速加杠杆购房，下半年房企三道红线加强监管，房地产驱动的信用扩张趋缓；
- 疫情期间企业被动加杠杆，未出现明显的产能过剩与危机迹象。



数据来源：wind，东兴证券研究所

货币信用条件边际收紧

非常规货币政策工具的有序退出

- 结构性货币政策工具的有序退出，包括：
- 按计划普惠小微贷款/中小微企业贷款延长还本付息陆续到期（2020年底至2021年1季度）
- 直达实体货币工-小微企业再贷款4000亿额度使用完毕

图:结构性货币政策发挥了较好的逆周期调控作用

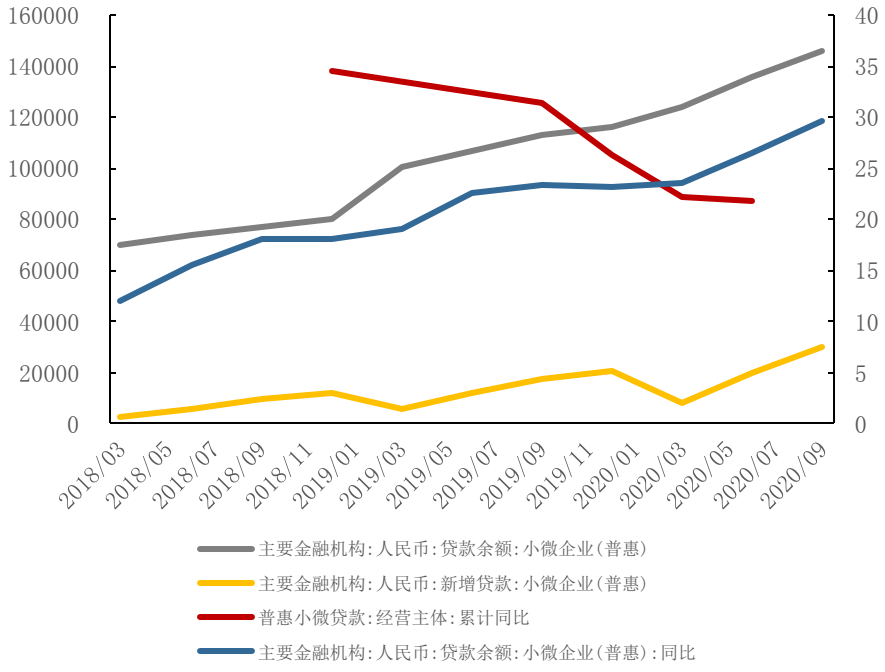
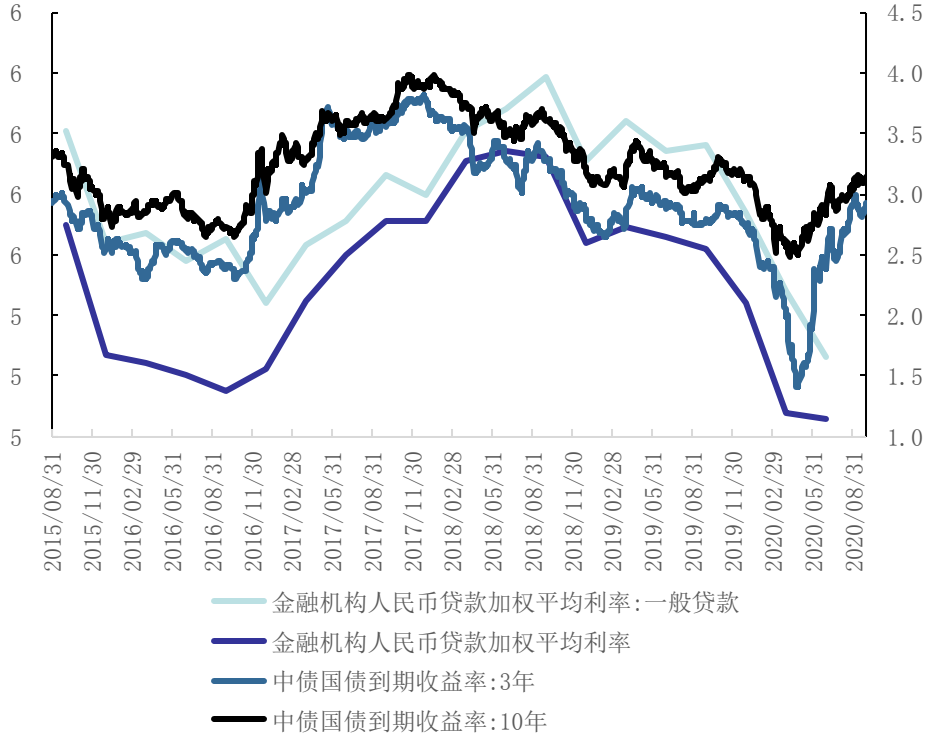


图:结构性政策工具退出，企业贷款利率或有序回升



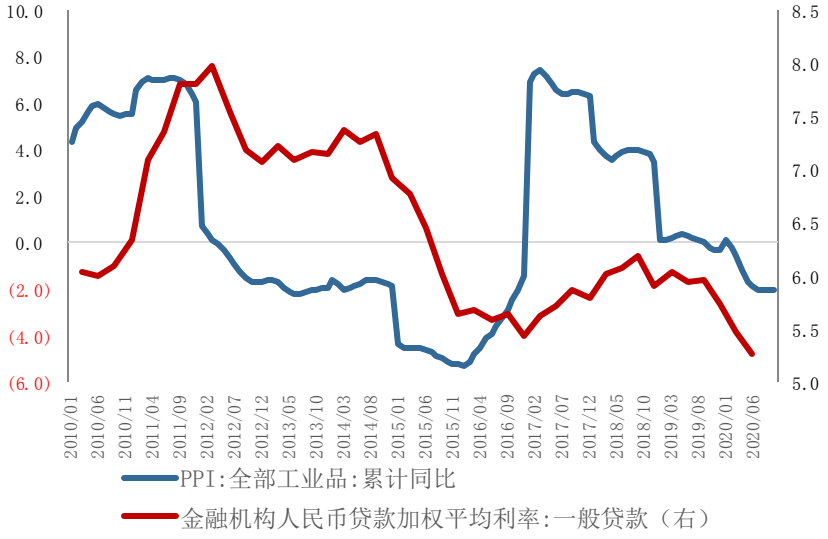
数据来源：wind，东兴证券研究所

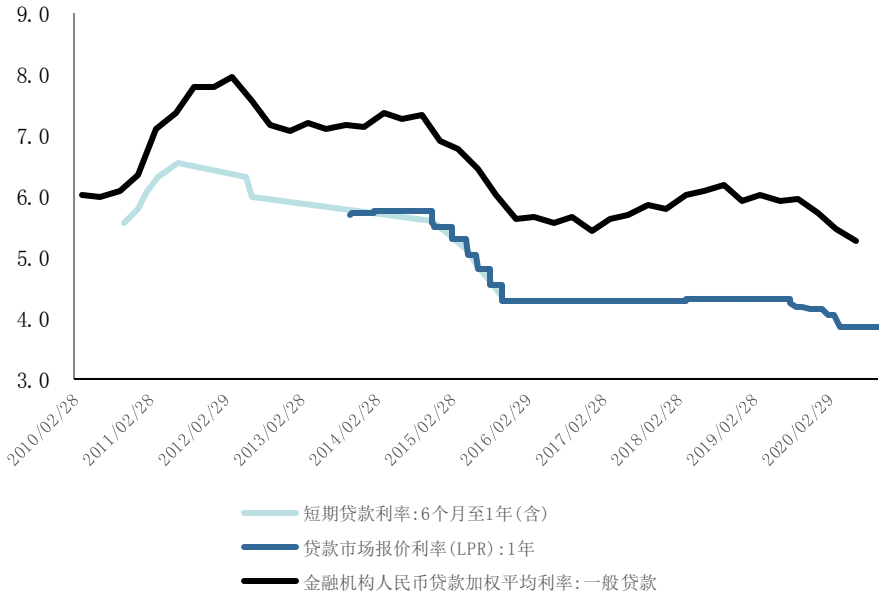
货币信用条件边际收紧

货币信用条件难宽松

- 提高货币政策工具有效性，银行间流动性延续紧平衡；
- 工业经济+间接融资为主，PPI与贷款利率/信托收益率关联度高，2021年上半年紧信用+强复苏，贷款利率上行，降息概率偏低；
- 稳杠杆+疫后复苏，全面降准必要性减少；
- 信贷结构上继续支持中小微企业、制造业企业贷款，严控房地产贷款。

图:LPR下降概率较低





数据来源：wind，东兴证券研究所

货币信用条件边际收紧

预计2021年全年社融增速约在11%-12.5%之间

- 货币政策基调边际收紧，但实体经济继续复苏，信贷需求不弱；
- 以2017年实体经济与金融缺口为基准，2021年社融增速可高达12.5%左右；
- 维持杠杆率1%增长，预计2021年社融增速可低至11%左右；
- 节奏上社融增速年内迎来拐点，高基数下预计1季度后社融增速将逐月回落。

图:GDP与社融增速缺口较为稳定

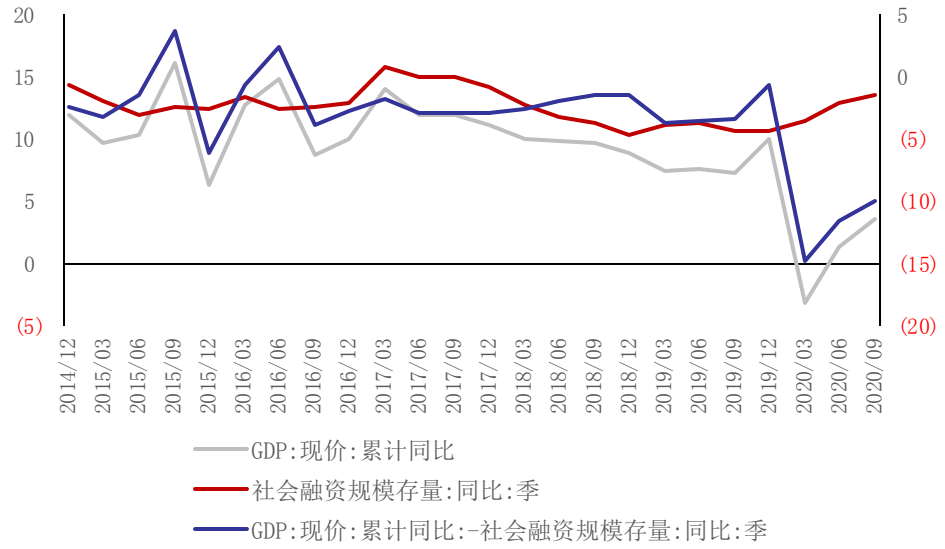
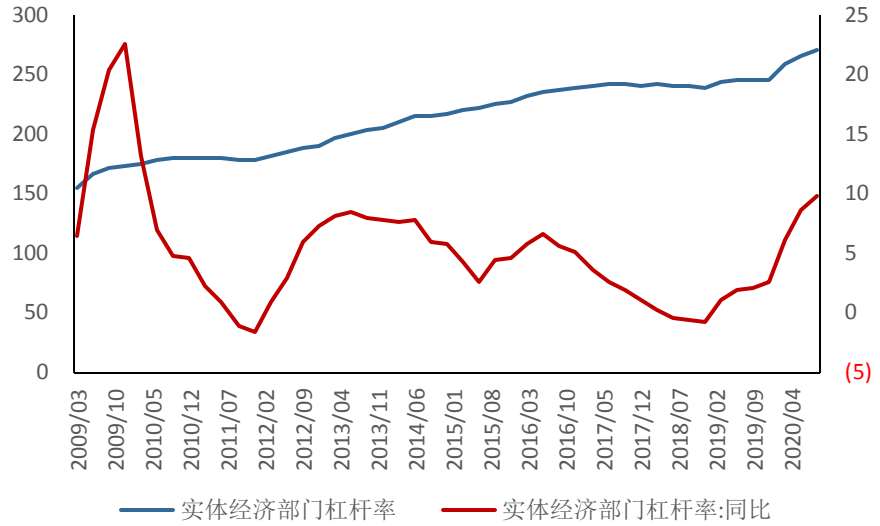


图:2021年继续稳杠杆



数据来源：wind，东兴证券研究所

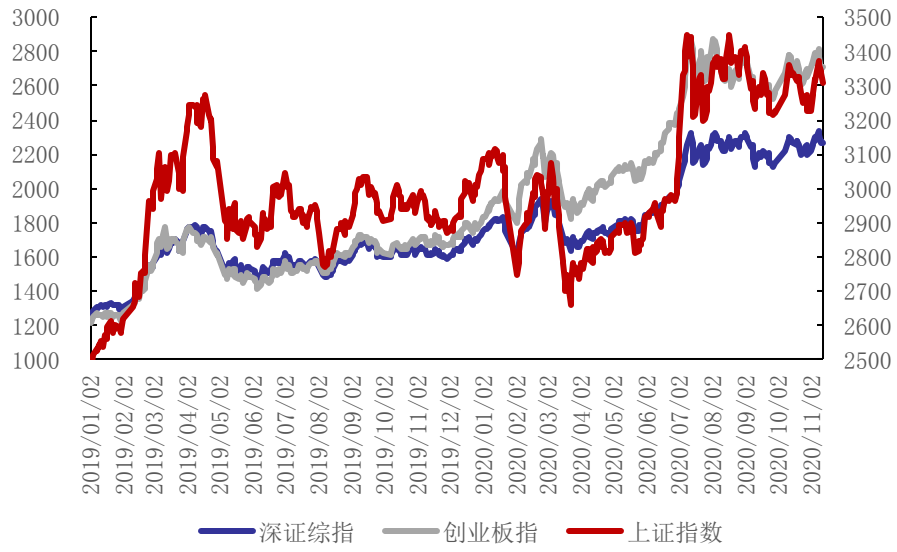
目录

- 全球贸易共振，出口及出口产业链维持高景气
- 资金及项目受限，基建投资增长空间有限
- “三条红线” 落地不改地产投资韧性
- 制造业投资小幅回升
- 疫情对消费支出压制逐渐消除
- 物价从“分化” 走向“趋同”
- 宏观调控回归常态
- **盈利驱动A股，债市下半年或迎来拐点**
- 海外市场：美国经济继续复苏，看好21年美股表现

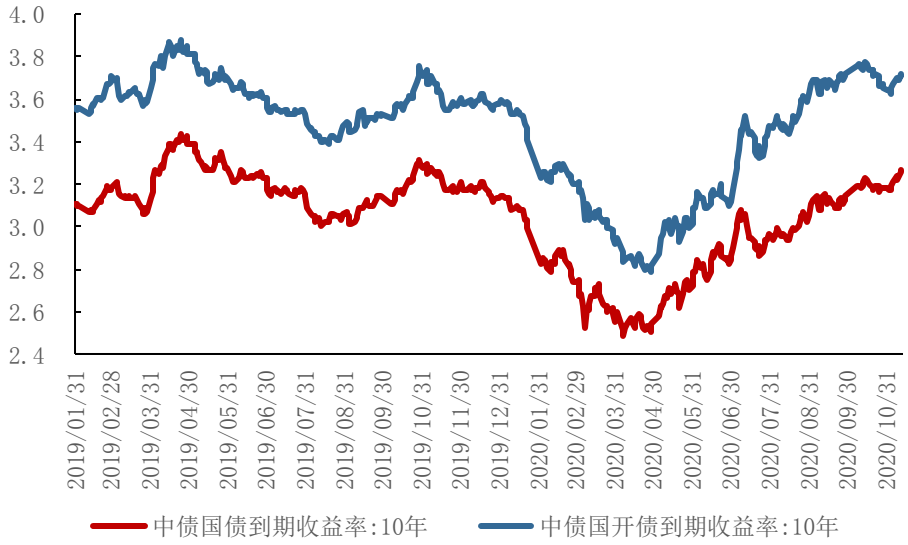
2020：股汇各领风骚

- 2020年全球新冠疫情冲击、疫后经济复苏、宽松的货币/财政政策是大类资产走势的主导因素；
- 股票：充裕的流动性推升估值和股指；上半年风格分化，行情集中在2季度，上半年成长明显跑赢，下半年周期及金融发力；
- 债券：收益于宽松的货币政策，1季度债市利率明显下行；随着央行货币收紧，债市转熊，4季度以震荡为主；
- 外汇：国内疫情防控取得成效、经济率先复苏、货币等逆周期政策更为克制，1季度后人民币汇率持续升值；
- 大宗：受全球疫情扩散和需求低迷影响，能化价格低迷，全球货币宽松拉动贵金属价格涨幅，

图:PPI拉动工业企业盈利持续改善



图：2020年债市机会集中于1季度



数据来源：wind，东兴证券研究所

2020：股汇各领风骚

- 2020年全球新冠疫情冲击、疫后经济复苏、宽松的货币/财政政策是大类资产走势的主导因素；
- 股票：充裕的流动性推升估值和股指；上半年风格分化，行情集中在2季度，上半年成长明显跑赢，下半年周期及金融发力；
- 债券：收益于宽松的货币政策，1季度债市利率明显下行；随着央行货币收紧，债市转熊，4季度以震荡为主；
- 外汇：国内疫情防控取得成效、经济率先复苏、货币等逆周期政策更为克制，1季度后人民币汇率持续升值；
- 大宗：受全球疫情扩散和需求低迷影响，能化价格低迷，全球货币宽松拉动贵金属价格涨幅。

图:2020年黄金涨幅明显

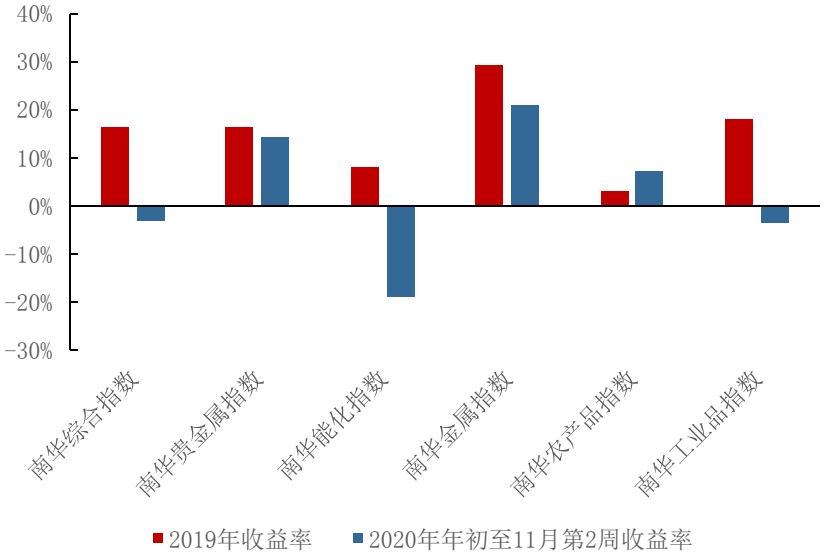


图:1季度后人民币迎来持续升值



数据来源：wind，东兴证券研究所

2021：股票商品收益更优

- 国内经济结构复苏，货币条件边际收紧，全球经济复苏和贸易共振是2021年大类资产走势的主线；
- 股票：企业盈利周期回升，主动补库存开启，基本面成为股市驱动因素，关注顺周期品种；
- 债市：2季度或迎来拐点，但货币政策中性乃至趋紧，债市难有大行情；
- 外汇：海外经济复苏，国内外经济恢复时差不再，外汇或呈震荡向上走势；
- 大宗：疫苗落地，疫情影响逐渐消退，全球经济复苏共振和贸易回暖确定性高，拉动能化及工业品需求回升。

图:PPI回升预期下，工业企业盈利改善，大宗价格回升

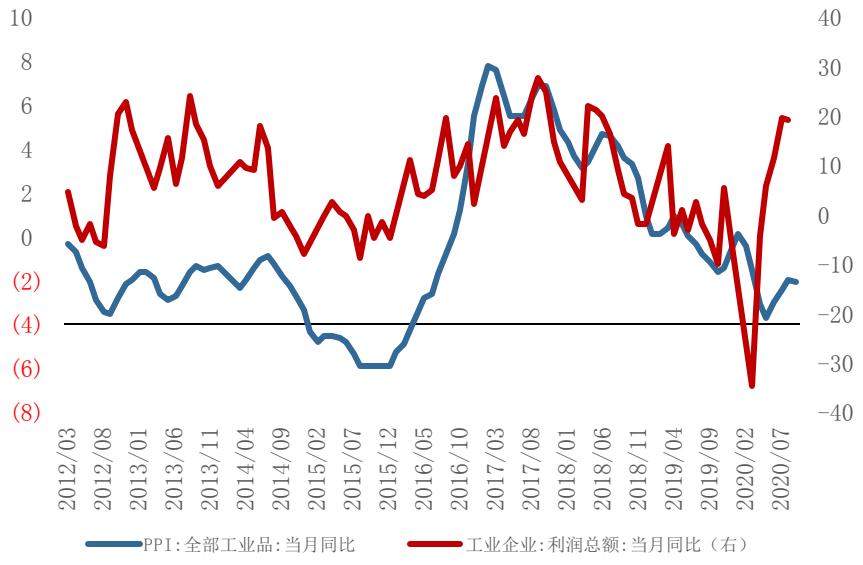
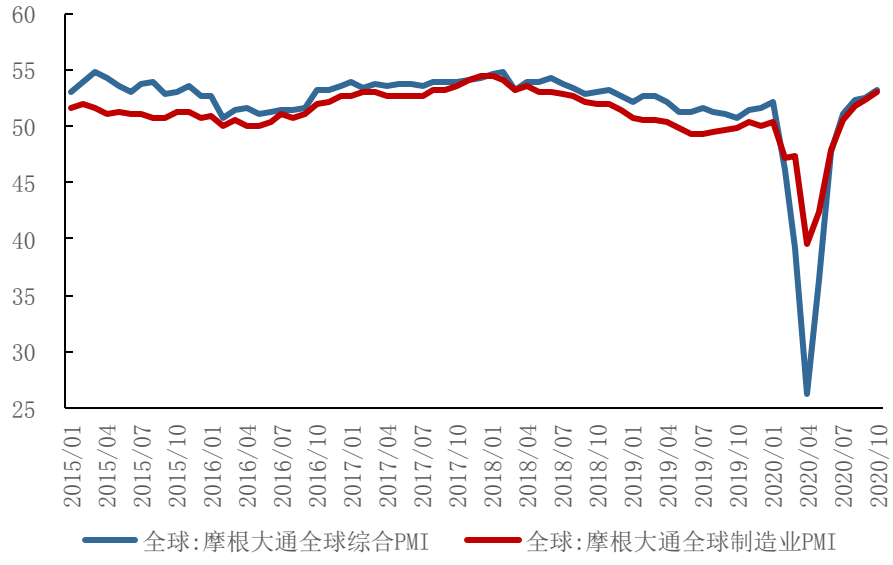


图:全球经济及贸易持续复苏



数据来源：wind，东兴证券研究所

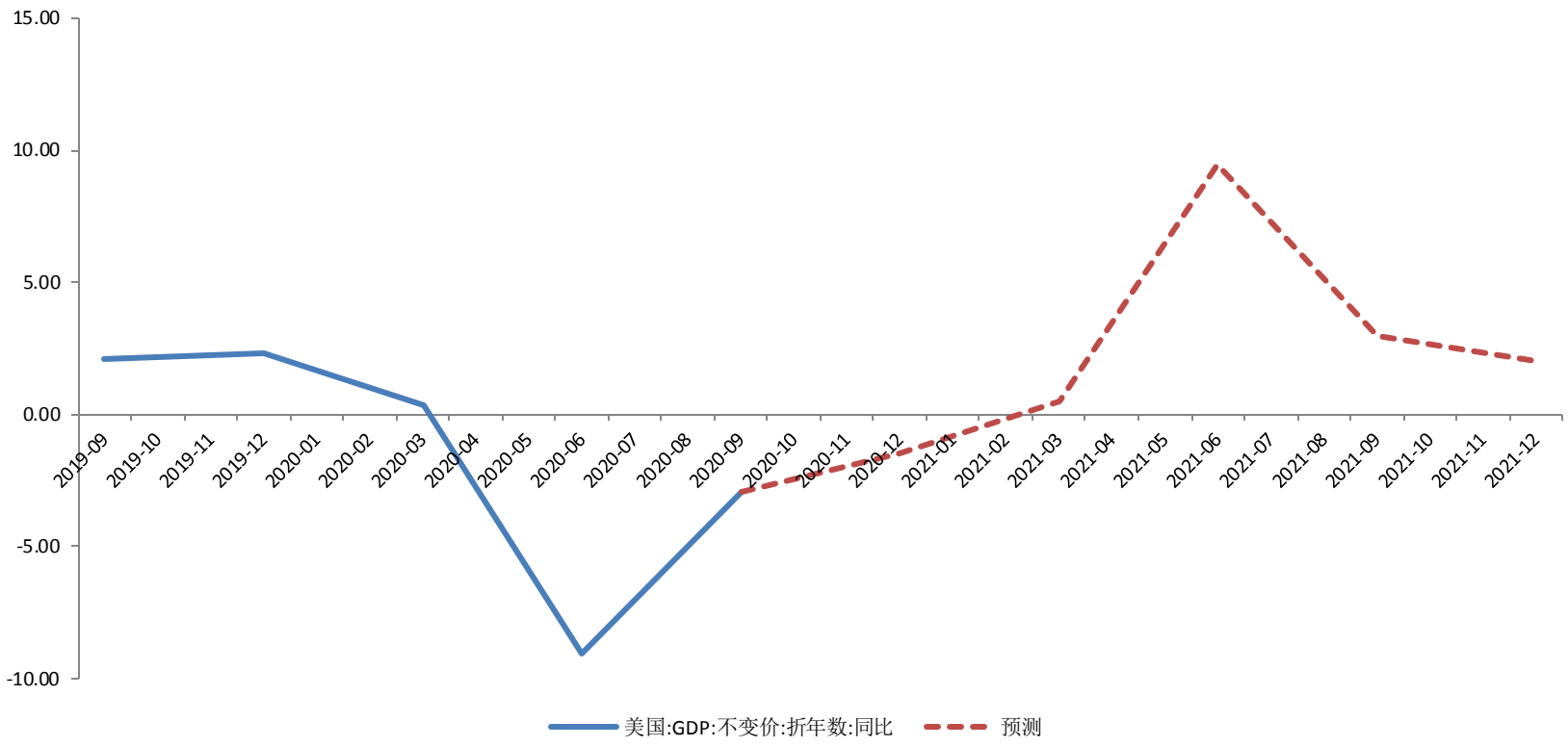
目录

- 全球贸易共振，出口及出口产业链维持高景气
- 资金及项目受限，基建投资增长空间有限
- “三条红线” 落地不改地产投资韧性
- 制造业投资小幅回升
- 疫情对消费支出压制逐渐消除
- 物价从“分化” 走向“趋同”
- 宏观调控回归常态
- 盈利驱动A股，债市下半年或迎来拐点
- **海外市场：美国经济继续复苏，看好21年美股表现**

海外市场：美国经济缓慢复苏

- 经济缓慢复苏： U的右半侧底部上行

图：美国GDP季度同比预测

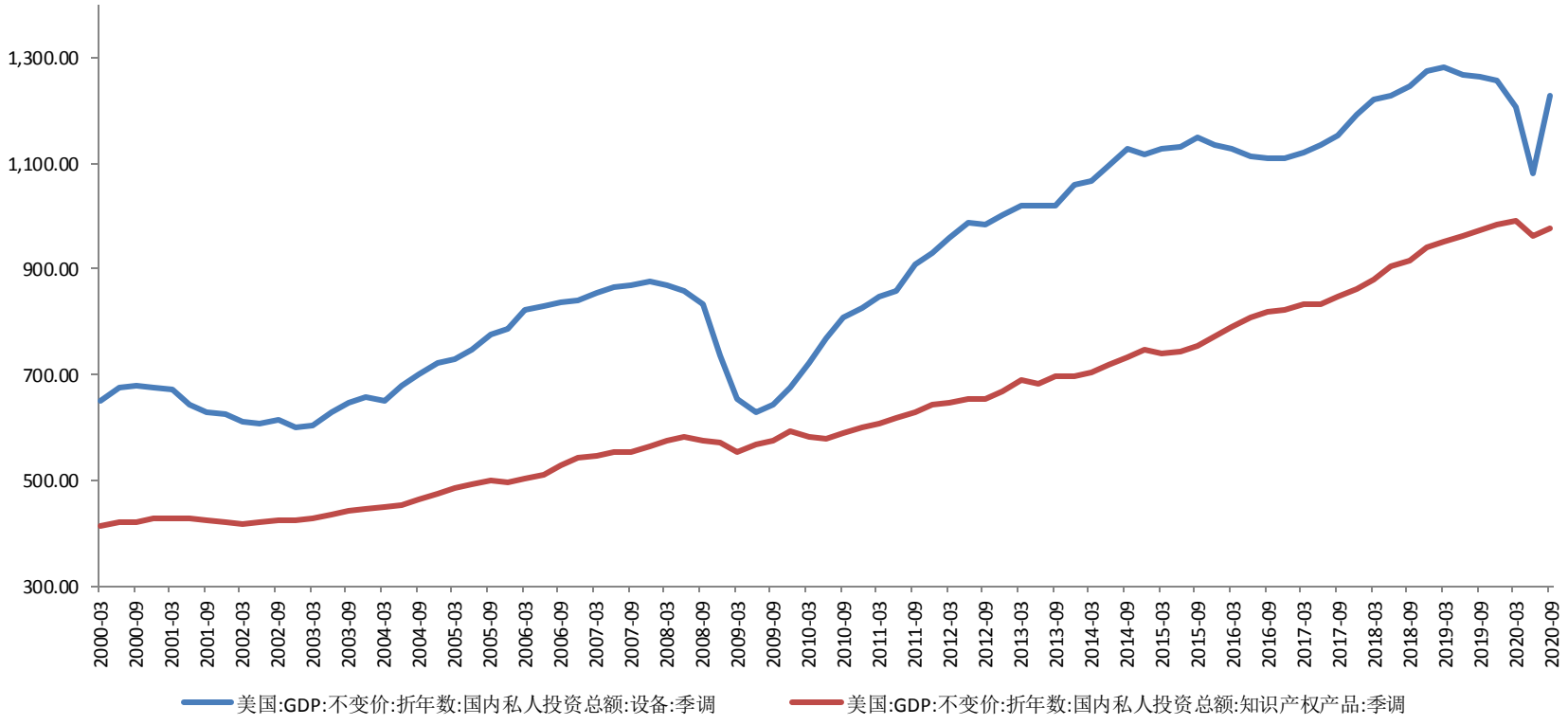


资料来源：Wind、东兴证券研究所

投资支撑美国实体总需求：科技和设备投资

- 疫情加速数字经济的到来，有利于R&D和设备的更新投资

图：美国投资分项：知识产权和设备恢复迅速

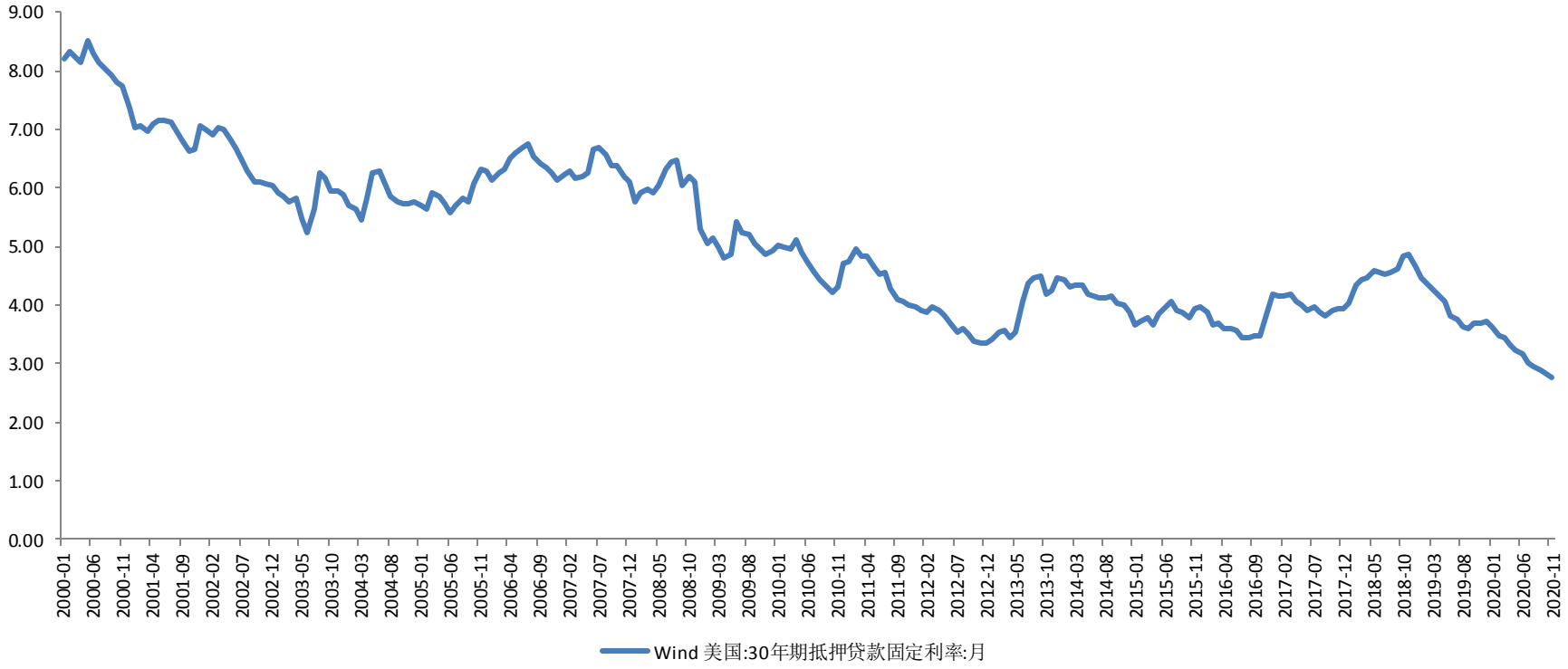


资料来源：Wind、东兴证券研究所

投资支撑美国实体总需求：地产复苏

- 低利率和疫情支撑地产投资

图：美国住宅贷款利率历史新低

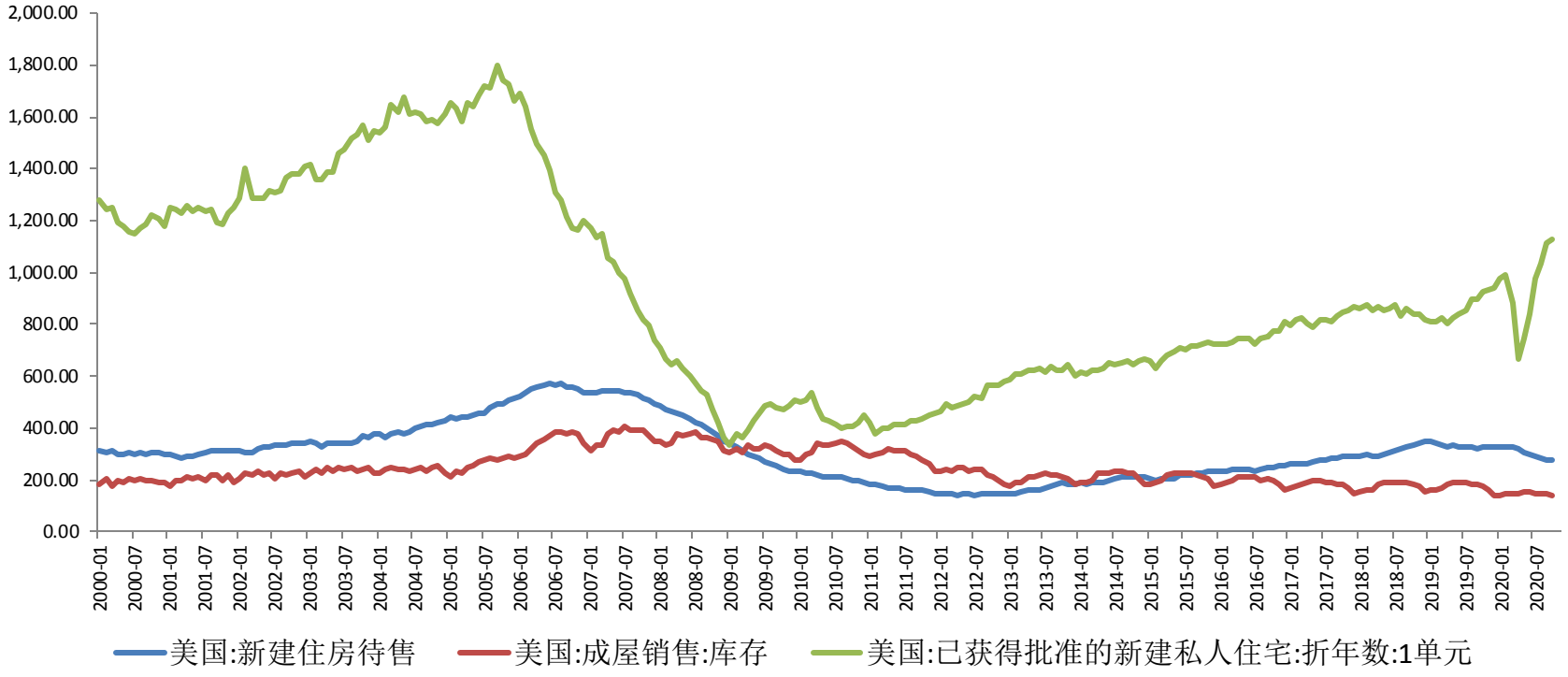


资料来源：Wind、东兴证券研究所

投资支撑美国实体总需求：地产复苏

- 低利率和疫情支撑地产投资

图：美国住宅存量减少，营建许可增加

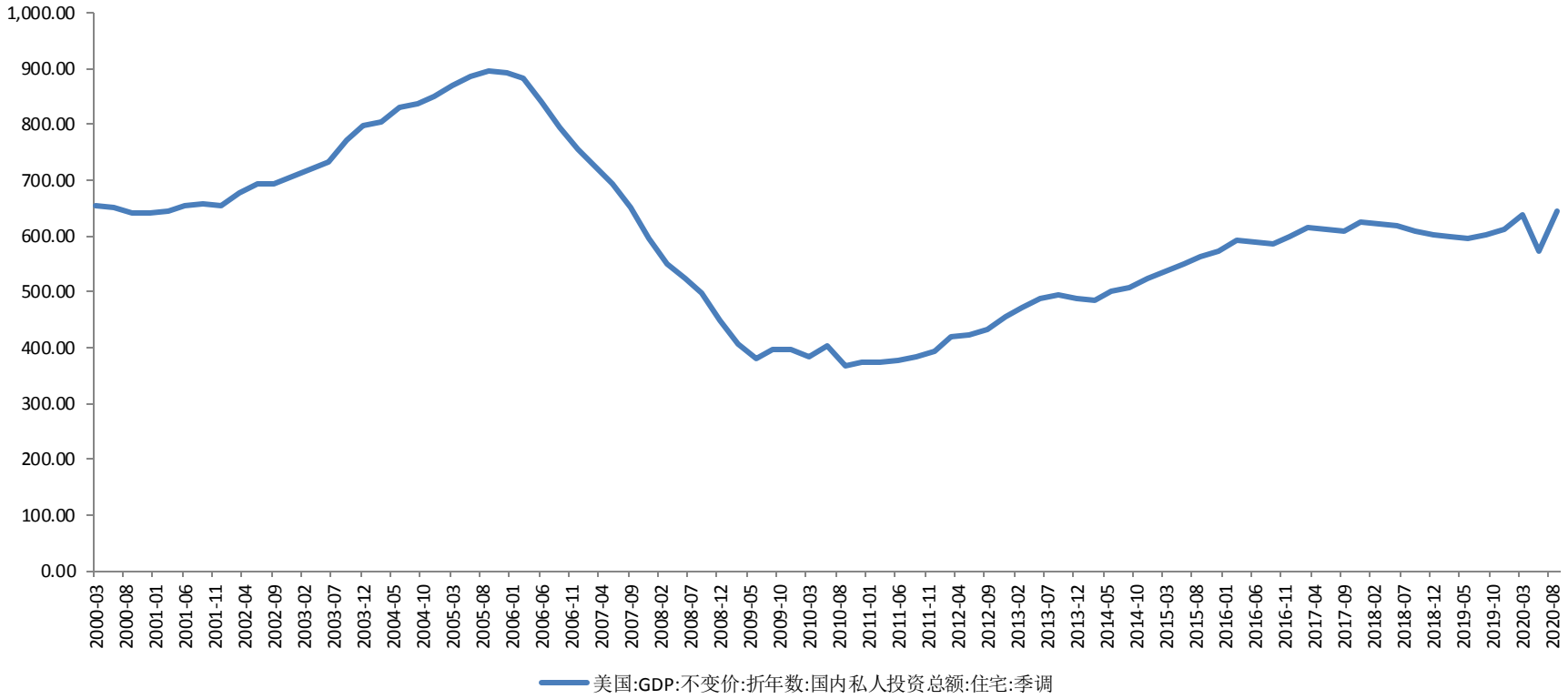


资料来源：Wind、东兴证券研究所

投资支撑美国实体总需求：地产复苏

- 低利率和疫情支撑地产投资。

图：美国住宅投资复苏迅速

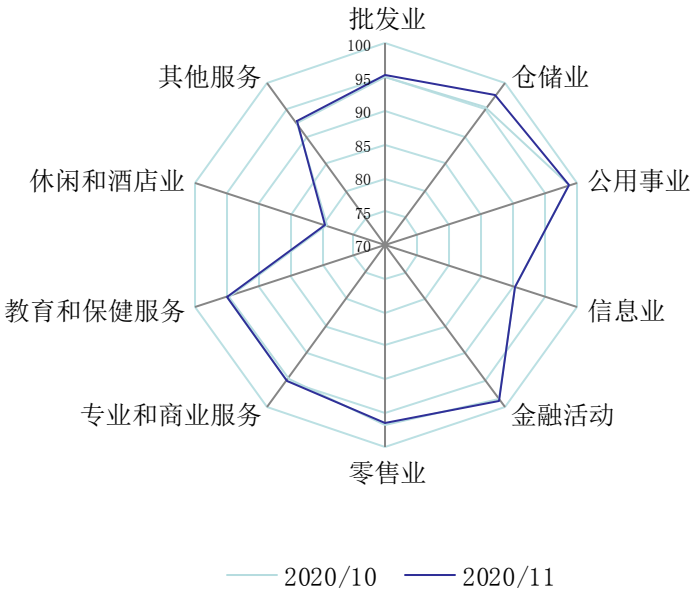


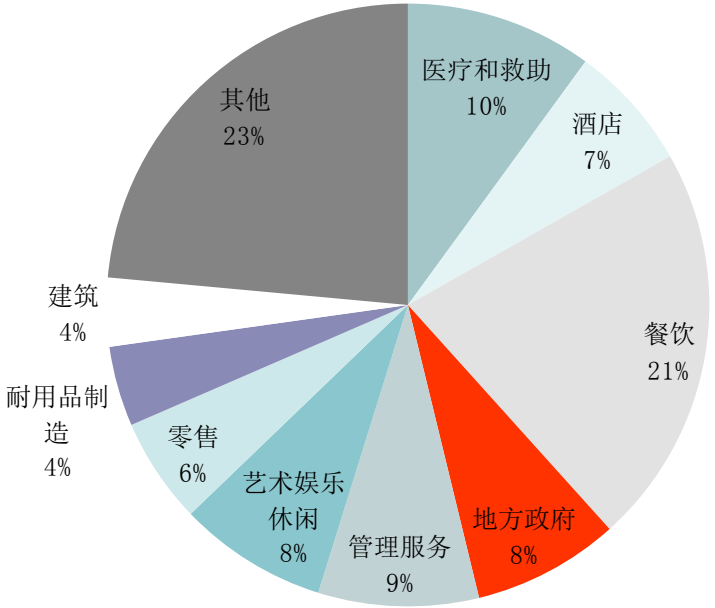
资料来源：Wind、东兴证券研究所

美国就业恢复有望加速

- 低非均衡的失业结构在疫苗作用下有望恢复。

图：美国失业人群集中在餐饮旅游酒店等服务行业



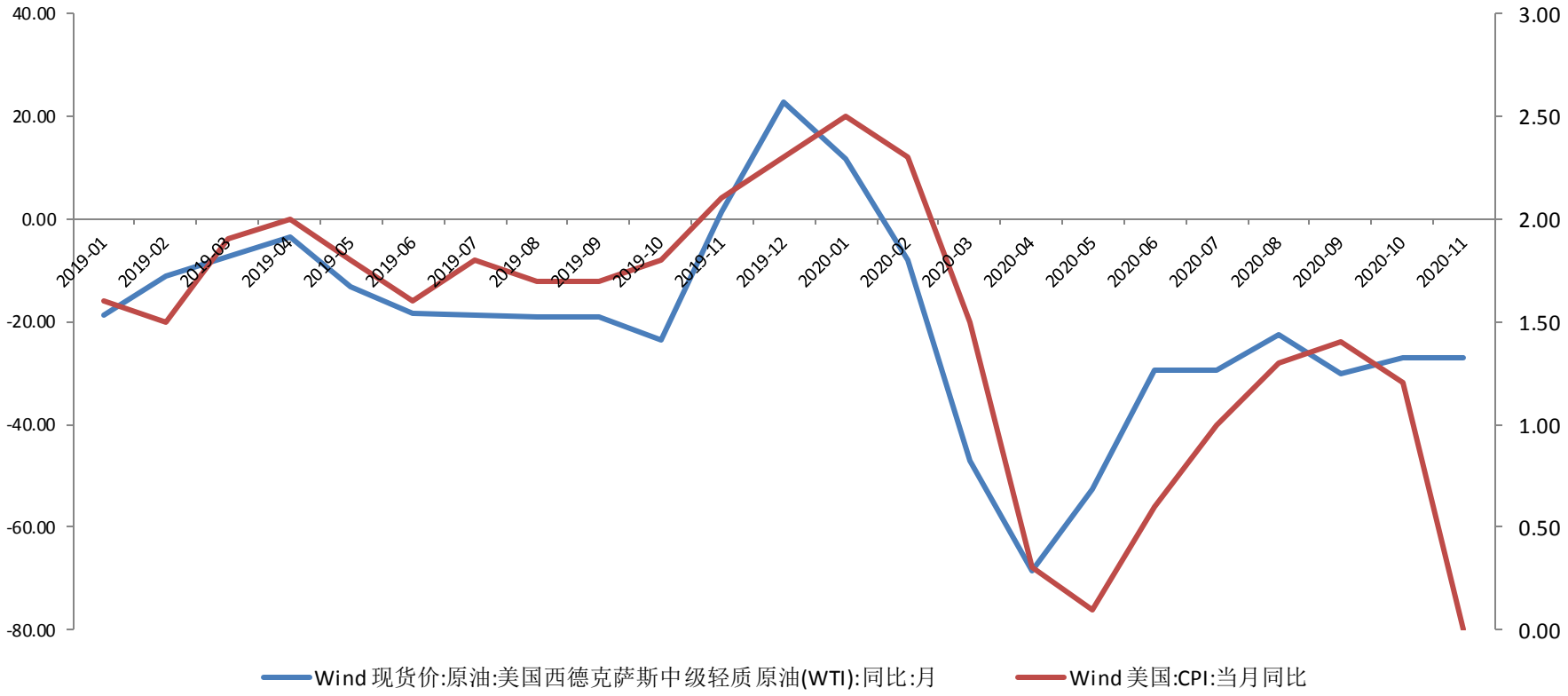


资料来源：Wind、东兴证券研究所

通胀回升可略快于一般经济危机

- 受原油价格影响，CPI同比将处于高位

图：美国CPI滞后原油1~2个月

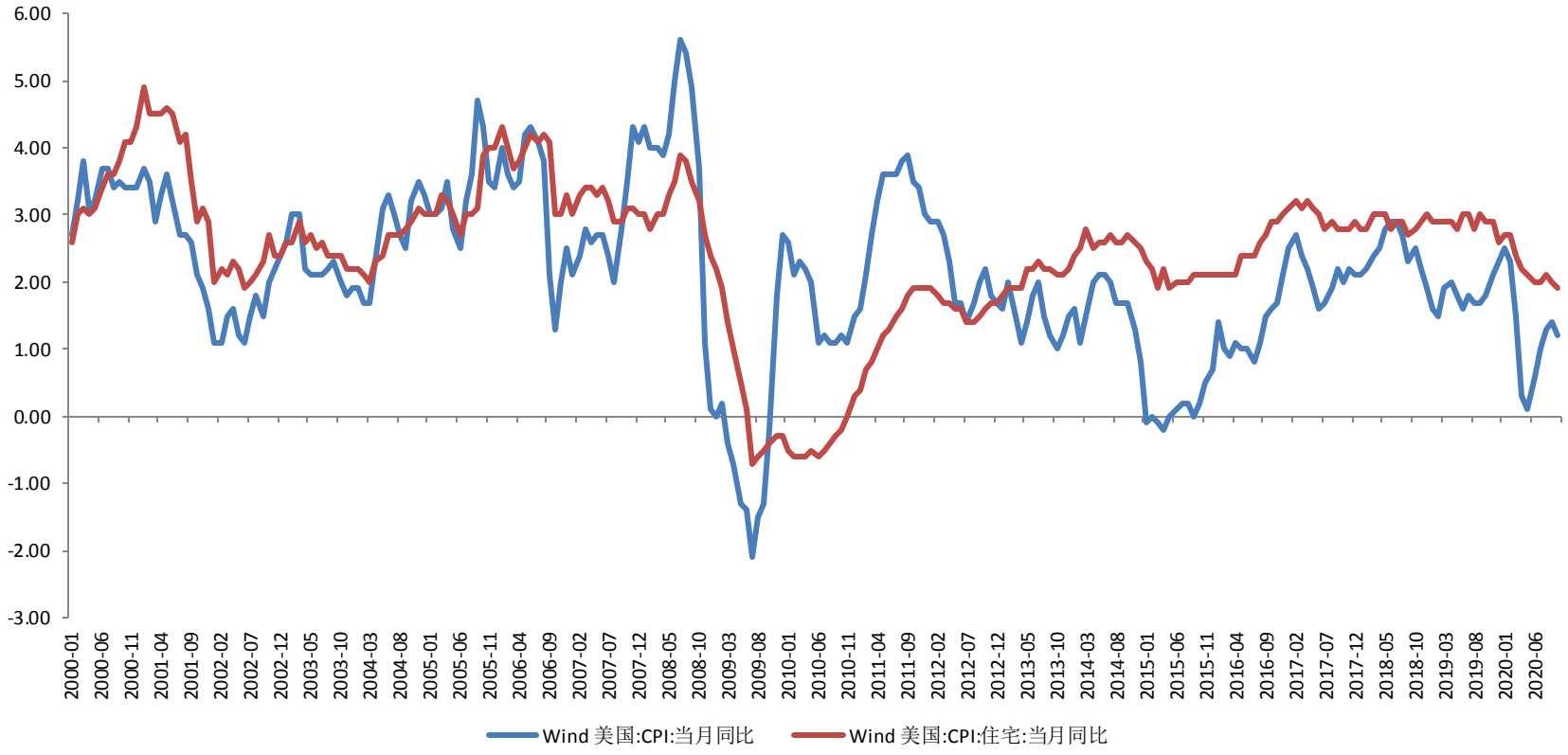


资料来源：Wind、东兴证券研究所

核心通胀下半年有望回升

- 受租房市场影响，核心CPI同比上半年恢复缓慢，下半年受基数和疫苗作用或可回升至2.4%。

图：疫情对租房市场作用较为特殊



资料来源：Wind、东兴证券研究所

2021：美股最优，美元继续走弱

- 展望2021年美国资本市场，我们认为美十债将继续上行，预计上限为165~190bp，美股略偏积极，美元偏弱，黄金中性。

图：美十债与模型预测

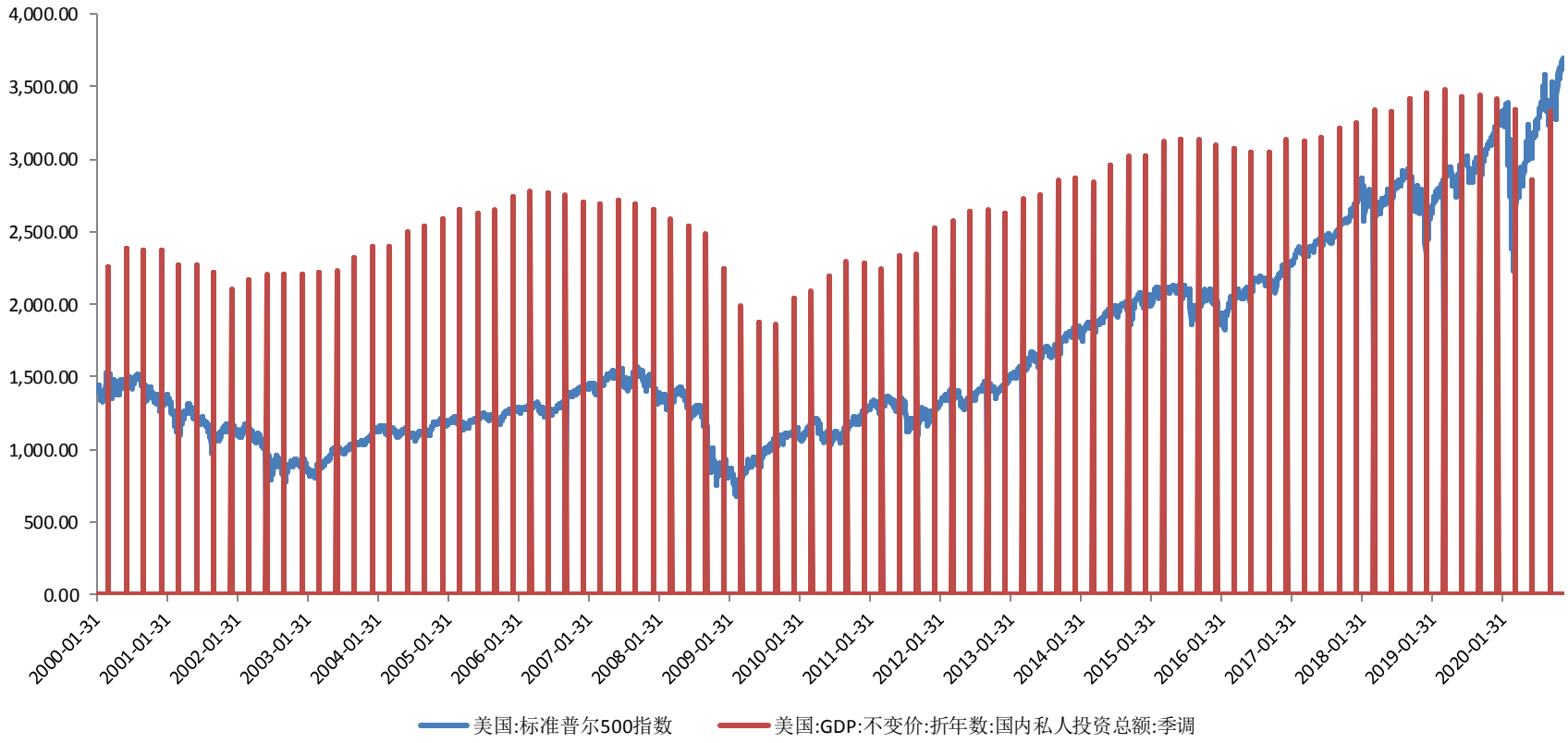


资料来源：Wind、东兴证券研究所

2021：美股最优，美元走弱

- 展望2021年美国资本市场，我们认为美十债将继续上行，预计上限为165~190bp，美股略偏积极，美元偏弱，黄金中性。

图：美股与实体投资较为同步



资料来源：Wind、东兴证券研究所

风险提示

风险提示：
疫情发展超预期，疫苗落地不及预期，宏观调控政策退出速度超预期，宏观经济复苏不及预期。

分析师简介

康明怡， S1480519090001

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010年开始执教于复旦大学经济学院985平台，上海浦江人才计划项目。2017年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

杨城弟， S1480119070054

中国人民大学金融学硕士，本科毕业于外交学院；2019年加入东兴证券研究所。

分析师承诺及风险提示

分析师承诺

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

风险提示

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

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

谢谢大家 欢迎交流