疫后迎新生，结构与复苏

——2021 年宏观及大类资产展望

报告要点：

- **中国经济领先全球复苏**

当前欧美疫情仍处于第三波，市场普遍预期，疫苗将在 2020 年底或 2021 年初推出，**发达国家在 2021 年二季度完成对重点人群基本覆盖**，对于欠发达地区，疫情影响将延续到 2022 年。**中国经济已经领先全球复苏。经济动能由投资转向出口、消费和制造业**。但疫情对我国中小企业冲击仍在，也加大了收入差距。

- **明年国内经济基本面向好**

预计剔除基数效应后，明年我国整体经济增速将回归潜在经济增速中枢。

出口维持强势。海外经济复苏与中国产业链的优势，有利于明年出口的高景气。当前欧美库存已处于历史低位，明年上半年或进入主动补库阶段。

基建地产投资仍有韧性，制造业投资维持高增。企业利润已经开始好转；短期内中美摩擦缓和与疫苗推广预期将增强扩大生产的信心，预计 2021 年制造业投资同比增速或达 9%。明年财政政策将回归常态，基建投资增速将稳中有降，预计 2021 年基建投资同比增速或将在 3%左右。**房地产政策调控将以稳为主**，2021 年地产投资预计整体将保持韧性，长期将进入下行通道。

消费仍有修复空间。居民应对疫情的超额储蓄有望转换回消费，在政策推动、储蓄支持、线下改善、可选高景气的支撑下，预计明年社零增速有望提升至 15%左右。

国内通胀压力较小。猪周期下行，CPI 整体在相对低位的水平；油价中枢预计小幅上行，**PPI 温和修复**。2021 年 **M2 及社融增速将小幅回落**，M2 同比增速或将回落至 10%，社融同比增速或将下降到 12%，但信贷结构有望进一步改善。

- **政策回归常态化**

预计 2021 年**财政政策将回归常态化**，其中赤字率将重回 3.0%，财政预算赤字规模将回落至 3.36 万亿，同时预计明年专项债额度或将下降至 3 万亿。明年的**货币政策将更注重稳杠杆与防风险**，在操作上更谨慎灵活。

- **大类资产配置：商品最优，权益关注结构性机会**

影响明年资产配置的主要因素是疫苗推广、海外经济复苏与通胀、海外货币政策退出的节奏。我们认为，受益于海外经济复苏与通胀的**商品大概率表现最好**。股票受益于经济复苏带来的盈利增长、与海外货币政策较通胀预期的滞后，但高估值和国内货币边际收紧限制了全面行情的可能。**国内债市上半年或依然走熊**，十债收益率可能触及 3.5%，下半年或在 3%-3.5%区间震荡。**黄金**长期看多逻辑仍存，但**短期受到海外经济复苏压制**。

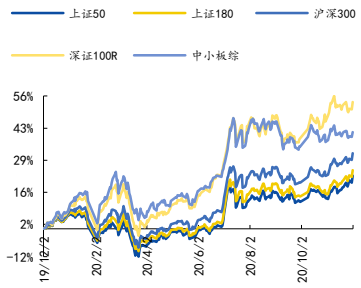
明年 **A 股大概率呈现结构性行情**，主要机会在前期估值较低、受益于经济复苏而盈利改善的顺周期行业，成长风格中估值和增速匹配的优质赛道股也有表现的机会。

风险提示：疫苗进展不及预期、经济政策不及预期、国际摩擦超预期

主要数据：

上证综指：	
深圳成指：	13930.37
沪深 300：	5067.10
中小盘指：	4468.63
创业板指：	2698.44

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元宏观-PMI 创年内新高，基本面持续向好-11 月 PMI 点评》2020.12.01

《国元宏观-信用风险扰动市场，金融监管再引关注-宏观流动性双周报(第 9 期)》2020.11.23

报告作者

分析师 徐颖
执业证书编号 S0020520070001
邮箱 xuying@gyzq.com.cn
电话 021-68880637-2174

内容目录

1.新冠疫情仍蔓延，疫苗即将推出 6
1.1 新冠疫情仍在全球蔓延 6
1.2 疫苗即将推出，全球大规模接种难同步 6
2. 中国率先实现经济复苏 7
2.1 经济复苏整体呈现加速趋势 7
2.2 由投资恢复转向消费恢复 7
2.3 就业压力仍存，收入差距拉大 8
3. 展望明年中国宏观经济 9
3.1 GDP 前高后低，回归潜在增速中枢 9
3.2 出口维持强势，进口边际修复 10
3.2.1 预计 2021 年出口维持强势 10
3.2.2 预计 2021 年进口边际修复 11
3.3 制造业维持高增，地产下行但有韧性，基建或稳中有降 12
3.3.1 预计 2021 年制造业投资维持较高增速 12
3.3.2 地产投资下行但有韧性 13
3.3.3 基建投资受制于财政政策稳中有降 14
3.4 消费仍有修复空间 14
3.4.1 消费恢复滞后但仍有提升空间 14
3.4.2 此前应对疫情的储蓄有望转为消费 15
3.4.3 线下消费有望继续改善 16
3.4.4 预计发展消费将迎来更多政策支持 16
3.5 国内通胀压力较小，PPI 温和修复 16
3.5.1 CPI 或将维持相对低位 16
3.5.2 PPI 温和修复 17
3.6 预期 M2 社融增速回落，信贷结构改善 18
4. 展望明年宏观经济政策 20
4.1 财政政策回归常态，赤字率预计下调 20
4.2 货币政策以稳杠杆防风险为重 20
4.2.1 央行退出非常规宽松货币政策 20
4.2.2 强调“防风险”“稳杠杆” 21

5. 大类资产配置展望 22
5.1 今年各大类资产表现 22
5.2 明年大类资产配置展望 23
5.2.1 明年大类资产配置的基本逻辑 23
5.2.2 利率债熊市未完，但已有配置价值 24
5.2.3 平衡流动性收紧与复苏景气，关注 A 股结构机会 25

图表目录

图 1：全球新冠肺炎当日新增确诊 6
图 2：新冠肺炎当日新增确诊 6
图 3：COVAX 预计的全球疫苗推广情况 7
图 4：经济复苏加速 8
图 5：经济拉动由投资转向消费 8
图 6：就业压力仍存 8
图 7：PMI 小型企业恢复较慢 8
图 8：疫情导致居民家庭财富出现分化 9
图 9：消费升级类商品快速修复 9
图 10：GDP 增速预测 10
图 11：金融危机后 GDP 增速波动时间更长 10
图 12：中国对主要经济体的出口情况 11
图 13：美国库存已处于近 3 年低位并出现补库现象 11
图 14：5-10 月出口增速变化大增的商品类别 11
图 15：棉纺织业新订单指数 10 月出现快速增长 11
图 16：对大宗商品的进口已出现边际改善 12
图 17：社零回升或将助推进口边际修复 12
图 18：制造业投资与工业企业利润总额走势 13
图 19：高技术制造业投资整体维持高增 13
图 20：房地产投资边际改善 14
图 21：地产投资重要影响变量走势 14
图 22：固定资产投资分项情况 14
图 23：消费恢复滞后但仍有提升空间 15

图 24：汽车仍是拉动消费回暖的主要因素 15
图 25：消费仍大幅落后于收入 15
图 26：汽车销量仍在改善 15
图 27：线下消费仍有改善空间 16
图 28：国内出游逐步恢复 16
图 29：非食品 CPI 或将进一步回升 17
图 30：生猪及猪肉价格已进入下行周期 17
图 31：大宗商品价格高位震荡 17
图 32：PPI 环比修复转弱 17
图 33：原油库存高位回落 18
图 34： 美国产量回升有待时日 18
图 35：美炼厂开工率逐步回升 18
图 36：中国炼厂开工率高位回落 18
图 37：2021 年 M2 增速或将回归到 GDP+CPI+0-2%的增速水平 19
图 38：社融增速变化情况 19
图 39：政府债券及表外融资对社融的贡献边际减弱 19
图 40：预计 2021 年预算赤字率重回 3.0% 20
图 41：“一般预算+政府性基金”累计赤字额仍维持高位 20
图 42：LPR 和 MLF 利率 21
图 43：贷款加权平均利率 21
图 44：今年宏观杠杆率大幅上升 21
图 45：地方国企与央企产业债信用利差上升 22
图 46：上证综指 23
图 47：中债国债与国开债到期收益率 23
图 48：COMEX 黄金连续 23
图 49：RJ/CRB 商品价格指数 23
图 50：过去几轮债熊中 10 年国债利率的累计上行幅度 24
图 51：信用利差水平较低 25
图 52：市场情绪相对稳定 25
图 53：A 股主要股指与股权溢价率 26
图 54：宏观流动性与股市行情几乎同步 26
图 55：PPI 企稳通常领先于风格转换 27

图 56：2000 年以来申万一级行业 PE 估值统计 27
图 57：公募基金 3 季度配置与申万一级行业 PE 估值情况 28

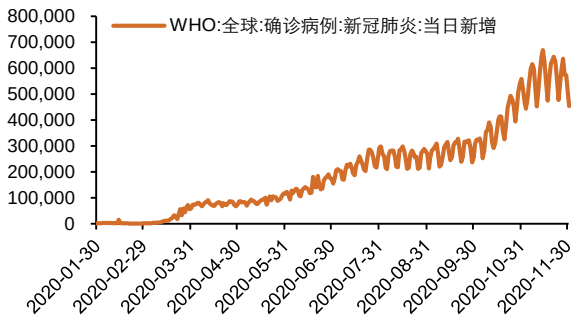
表 1：9 款主流疫苗进入Ⅲ期临床 6
表 2：利率债已有配置价值 25

1.新冠疫情仍蔓延，疫苗即将推出

1.1 新冠疫情仍在全球蔓延

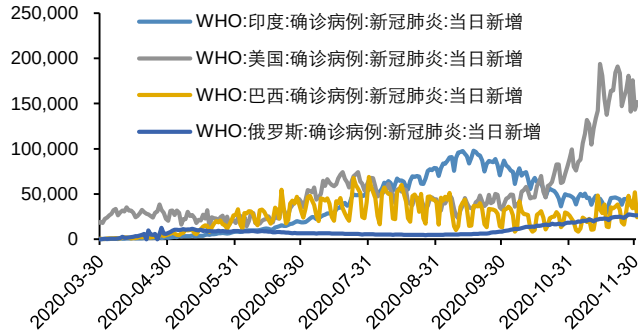
新冠疫情最早于 2020 年 1 月下旬在中国爆发，经过严格的封锁隔离措施后，我国的疫情于 2 月得到初步控制，至今没有出现明显反弹，仅有零星病例。但随后欧美疫情于 2、3 月份爆发，经过一些局部封锁后，疫情出现反复，当前欧美疫情已经处于第三波爆发中，美欧单日确诊数量连创新高。2020 年 11 月下旬，美国单日新增确诊病例数突破 19 万例，达到今年以来峰值。新兴市场疫情于四月初爆发，一直未有得到有效控制。不同国家疫情的不同步，使得各国经济受冲击节奏不同步；同一地区疫情的不断反复，也导致各经济体需求和生产不断遭受冲击，但整体来说，随着病毒在传播过程中毒性减弱，人们防疫情绪逐渐疲劳，加上各国前期投入了大量财政货币政策刺激需求，疫情对经济的边际影响在减弱，但长期影响仍然存在。

图 1：全球新冠肺炎当日新增确诊



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：新冠肺炎当日新增确诊



资料来源：Wind，国元证券研究所

1.2 疫苗即将推出，全球大规模接种难同步

截止到 2020 年 11 月中旬，全球共有 9 款主流疫苗进入Ⅲ期临床。考虑到政府为疫苗审批开启绿色通道，预计 2020 年底和 2021 年初疫苗获批是大概率事件。但是在疫苗推出后，各个国家疫苗后续的分配和接种的时间存在不同步。根据全球新冠肺炎疫苗实施计划(COVAX)的预计，发达国家大概率在 2021 年二季度初完成对高危人群基本的覆盖，在 2021 下半年完成大规模接种，在年底隔离措施基本解除。而对于欠发达地区来说，由于疫苗获得速度相对滞后，大概率要在 2021 年中才能逐步获得基本的疫苗资源，分批次接种疫苗整个过程可能延续一年以上，疫情对欠发达国家的影响或将延续到 2022 年中。

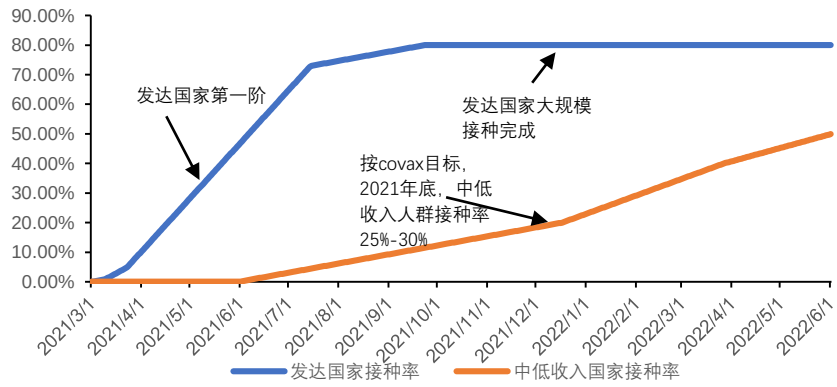
表 1：9 款主流疫苗进入Ⅲ期临床

国家	公司	技术路线	临床情况	预计上市时间	产能
美国	Moderna	mRNA	三期	最快 20 年年底	10 亿剂/年
英国	阿斯利康	腺病毒载体	三期	受试者不良反应曾短暂暂停；预计最快 20 年年底	20 亿剂/年

美国	辉瑞	mRNA	三期（披露数据）	最快 20 年年底	1 亿剂/年（2020）
中国	康希诺	腺病毒载体	国际临床三期	预计 21 年下半年	1-2 亿剂/年（早期产能）
中国	国药集团	灭活疫苗	国际临床三期	最快 20 年年底（目前已经开始小范围自费接种）	3 亿剂/年（1 期）；10 亿剂（二期，21 年上半年完成）
中国	科兴生物	灭活疫苗	临床三期（暂停）	三期上市时间暂无预计	1 亿剂/年

资料来源：国元证券研究所

图 3：COVAX 预计的全球疫苗推广情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

2. 中国率先实现经济复苏

2020 年 3 月开始，国内疫情开始得到有效控制，国内经济迈入复苏通道。

2.1 经济复苏整体呈现加速趋势

2020 中国经济前三个季度 GDP 同比增速分别约为：-6.8%、3.2%、4.9%，我们预计四季度 GDP 增速较三季度继续加快，全年有望实现 2.4%左右的增速。从整体复苏节奏看，我国经济 3 月开始逐步解冻，4 月复工复产程度提升，工业增加值当月转正，5 月以后消费逐步恢复，6 月伴随海外经济活动逐步恢复，外需超预期改善，出口同比转正；7 月受南方洪灾影响，经济活动有所放缓；8 月以来消费，出口继续修复，经济复苏呈现加速态势。

2.2 由投资恢复转向消费恢复

全年来看，固定资产投资完成额在 7 月以前恢复较快，随后增速逐步放缓，累计同

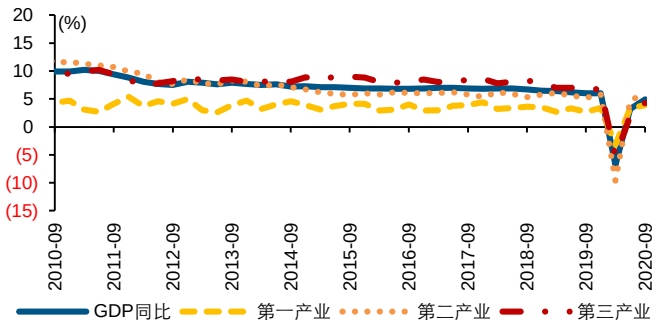
比在 9 月转正。而 5 月份以来，随着国内疫情得到控制，内需进一步释放，消费逐步恢复。最终消费支出对三季度 GDP 当季同比贡献率由二季度的-73.3%大幅回升至 34.9%，而资本形成总额对三季度 GDP 当季同比贡献由二季度的 156.7%下降至 52%。随着 10 月以来消费持续高景气，未来消费对 GDP 拉动有望进一步上行。

2.3 就业压力仍存，收入差距拉大

年初因为疫情冲击，经济活动冻结，城镇调查失业率快速上升，2 月达到近几年峰值，随着经济形势的恢复，整体就业需求逐步恢复，但是不同企业类型之间存在分化，整体看中小企业仍修复较慢。PMI 从业人员指数 5 月以来一直位于在荣枯线以下，主要受中小型企业拖累，中小企业 PMI 指数在 9 月短暂回升至枯荣线以上后又在 10 月迅速回落，未来中小型企业就业形势仍有压力。

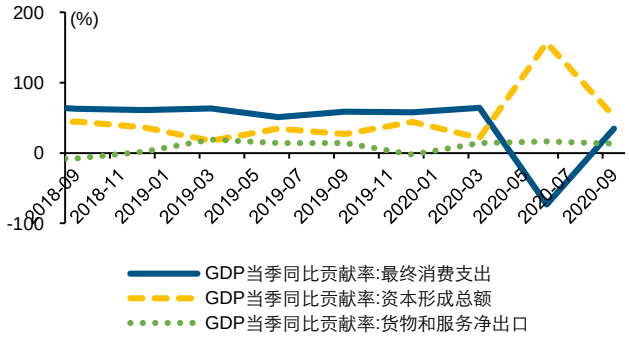
伴随着中小企业就业压力的，是收入差距的逐步加大。理论上来说，疫情对技术工人影响较小，而对非技术工人影响较大，疫情增加了两者之间的工资差距。同时，疫情期间宽松的货币政策推升了资产价格，包括股票市场的估值水平和房地产价格，而这些资产主要由中高收入群体持有。而大量的低收入群体难以受益于资产价格的上涨。

图 4：经济复苏加速



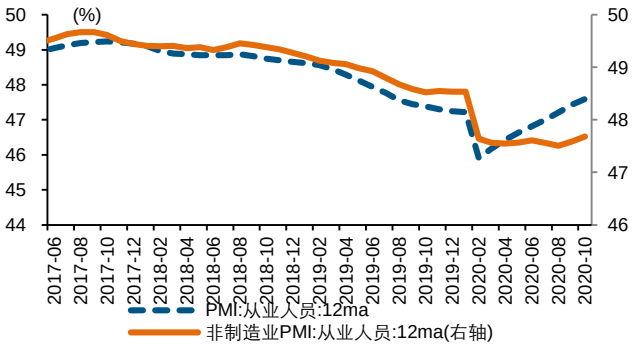
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：经济拉动由投资转向消费



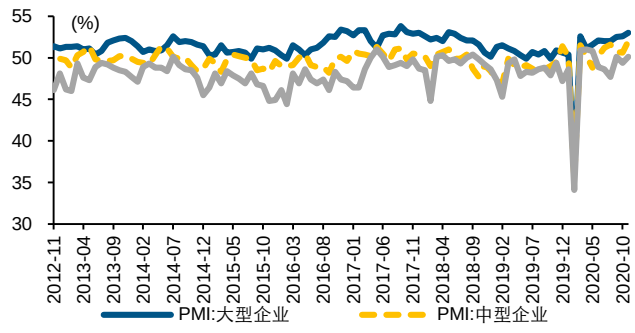
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：就业压力仍存



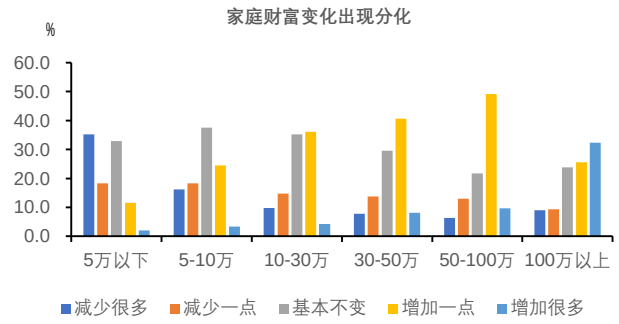
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 7：PMI 小型企业恢复较慢



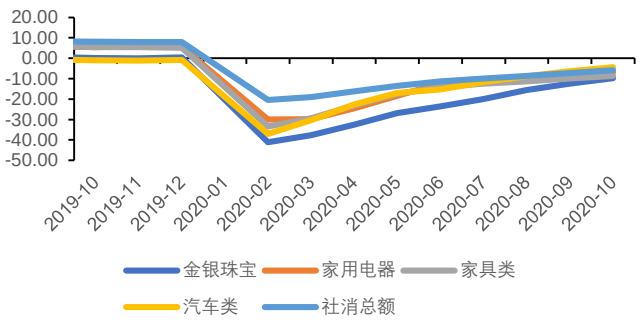
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 8：疫情导致居民家庭财富出现分化



资料来源：中国家庭财富指数调研报告，国元证券研究所

图 9：消费升级类商品快速修复



资料来源：Wind，国元证券研究所

3. 展望明年中国宏观经济

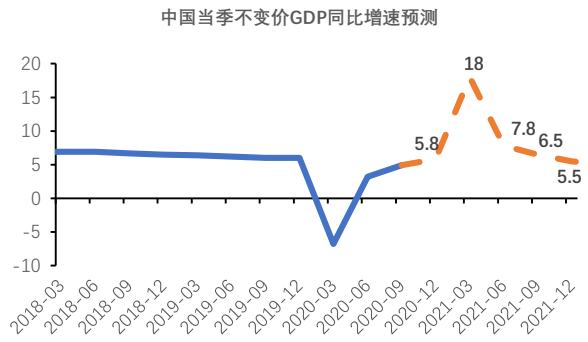
3.1 GDP 前高后低，回归潜在增速中枢

展望 2021 年，宏观经济在经历过新冠疫情的冲击与修复之后，我们预期剔除 2020 年的基数效应后，整体经济增速将回归潜在经济增速中枢。目前对于我国经济的中期潜在经济增速的普遍预期为 5%-5.5%左右。这与《十四五规划和二〇三五年远景目标规划建议》提到的“到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番”相一致。如果按照 2035 年翻一番目标计算，未来 15 年内，中国的 GDP 增速平均需要保持在 5%。

由于 2020 年春季我国爆发疫情停工停产带来的低基数效应，2021 年一季度的 GDP 增速预期可能高达 18%，随着基数效应的减弱，一季度之后 GDP 增速开始逐渐回落，呈现出明显的前高后低的表现。

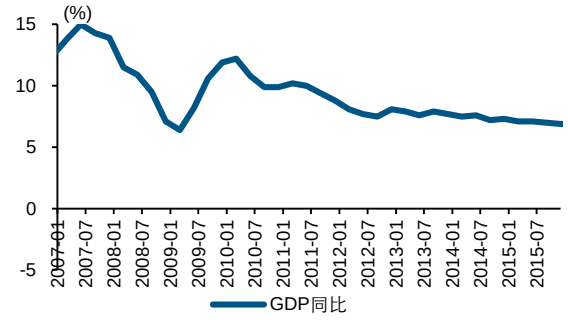
对比 2008 年次贷危机的情景，我们预期本次新冠疫情导致的中国宏观经济波动将更快得到平复。2008 年次贷危机时期，中国宏观经济遭受的大幅冲击主要来自于海外需求骤减，其后国内出台了“四万亿”等一系列强刺激政策应对，启动了地产基建周期拉动内需，海外危机从 2008 年美国金融体系的危机蔓延至 2011 年的欧洲主权债务危机。而本次新冠疫情对经济造成的冲击，并未对全球金融体系产生系统性的伤害，中国的生产端恢复迅速，海外的需求端由财政补贴托底，国内并未大规模启动基建地产周期，外需受益于海外订单转移效应在二三季度反而持续向好。因此，我们认为新冠疫情对中国宏观经济的整体影响，大概率在 2021 年就能得到平复。

图 40：GDP 增速预测



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 11：金融危机后 GDP 增速波动时间更长



资料来源：Wind，国元证券研究所

3.2 出口维持强势，进口边际修复

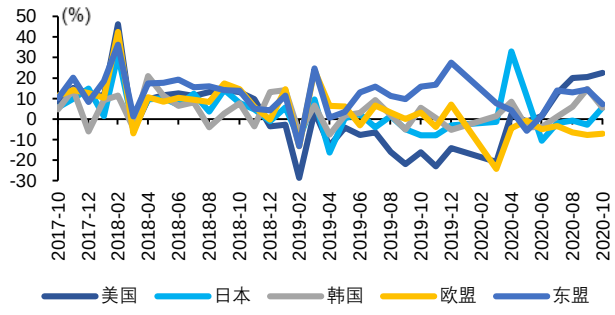
我国 2020 年进出口贸易虽在年初受到较大影响，但从 6 月开始逐渐走强，进出口在 2020 年下半年表现亮眼。我们预计伴随着疫情好转叠加海内外经济复苏，2021 年进出口将延续亮眼表现，出口或将进一步维持强势，进口也将边际修复。

3.2.1 预计 2021 年出口维持强势

我们预计 2021 年出口仍能保持强势。首先从出口需求端角度来看，整体上来说，考虑到新冠疫苗的研制已经出现突破性进展以及预计 2021 年 Q2 疫苗能开始大范围接种，2021 年海外经济或将逐步复苏，外需将进一步增强。细分来看，（1）海外各国的货币政策预计继续保持鸽派，财政政策或将继续维持宽松，尤其是美国拜登上台后预计将出台新一轮超 2 万亿的财政刺激计划，海外居民消费意愿或将持续上升。（2）从库存周期角度看，海外各国库存均已处于历史低位，其中美国库存已出现触底反弹补库的情况。预计海外将于 2021 年 Q1-Q2 从被动去库进入主动补库的阶段，海外工业企业的需求也将边际回升。从出口供给端角度来看，随着国内基本面的持续修复，工业企业产出预计维持向好态势，产品供给将保持充裕稳定。

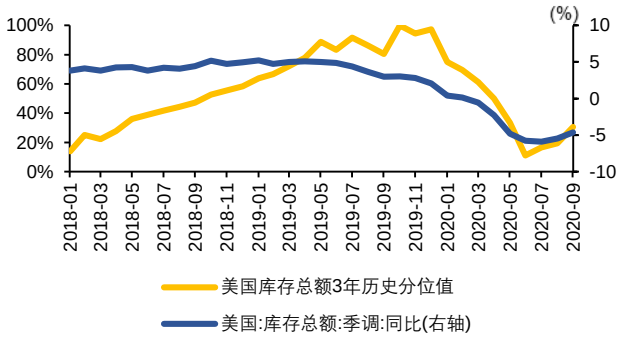
同时考虑到海外全面复工复产预计要随着大范围疫苗接种而逐步实施，尤其是发展中国家大面积接种疫苗的时间或将晚于发达国家，生产能力完全恢复尚需时日；此外通过对我国 10 月与 5 月的出口行业累计同比增速进行比较，我们发现包括纺织品，机电产品在内的多种制造业产品增速出现边际回升，棉纺织业新订单指数 10 月也创下近年来新高，中国稳定的产业链及制造业大国的优势逐渐凸显，叠加海外客户粘性及技术创新下生产效率提升等的因素，我们预计 2021 年海外各国对中国制造业产品的依赖以及中国较其他国家的出口替代效应仍将延续。

图 52：中国对主要经济体的出口情况



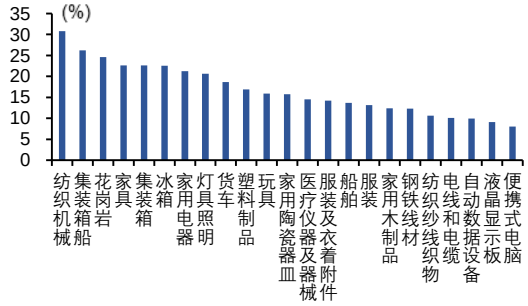
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 13：美国库存已处于近 3 年低位并出现补库现象



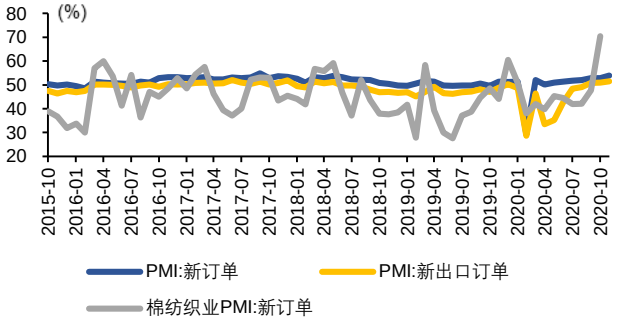
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 14：5-10 月出口增速变化大增的商品类别



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 15：棉纺织业新订单指数 10 月出现快速增长

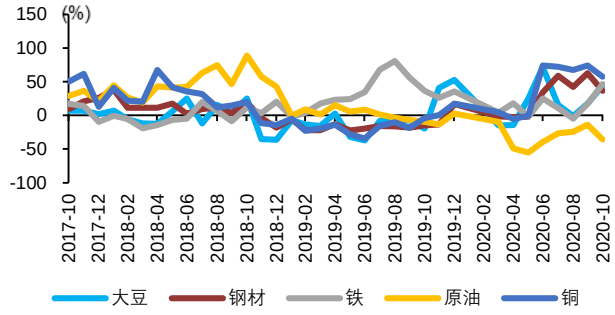


资料来源：Wind，国元证券研究所

3.2.2 预计 2021 年进口边际修复

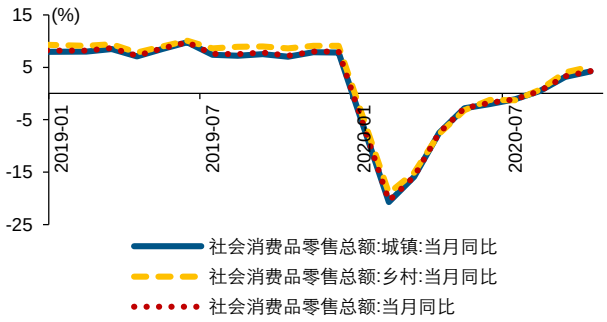
我们预计 2021 年进口将边际修复。从进口需求端看，伴随国内经济的渐进修复，消费市场也或将出现边际改善，10 月社零同比增速已回升至 4.3%，必选消费稳定增长，可选消费改善明显。同时从库存周期角度来看在 2021 年国内或将与海外形成补库共振。从进口供给端看，预计 2021 年随着海外疫苗的大范围接种以及复工复产稳步推进，海外供给将逐步恢复到常态。

图 16：对大宗商品的进口已出现边际改善



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 17：社零回升或将助推进口边际修复



资料来源：Wind，国元证券研究所

对于中美贸易的未来发展，预计拜登上台后会优先解决国内疫情以及刺激经济，中美贸易摩擦或将在短期内出现边际缓和，这有利于 2021 年进出口的向好发展。但从中长期看，美国在打压中国的立场上并不会出现根本性改变，同时拜登也在近期提出购买“美国制造”的政策框架，中美贸易争端从中长期看或将继续延续。

3.3 制造业维持高增，地产下行但有韧性，基建或稳中有降

2020 年至今，固定资产投资虽然受到疫情影响，但仍然是拉动经济增长的重要动力。随着 2021 年经济基本面的持续好转，预计总体上固定资产投资将进一步回升。分结构看，预计制造业投资维持较高增速；房地产投资有韧性但预计将进入下行通道；随着基本面持续修复，财政政策回归常态，基建投资预计稳中有降。

3.3.1 预计 2021 年制造业投资维持较高增速

我们预计 2021 年制造业投资将维持较高增速，其全年同比增速或将达到 9%。首先从制造业的需求来源角度看，在经济持续修复的大背景下，居民消费尤其是可选消费将出现边际改善；随着疫苗推广后海外经济开始复苏，出口预计能维持强势；房地产虽受到政策趋紧的影响但仍然保持韧性，对制造业投资增长有一定促进作用。

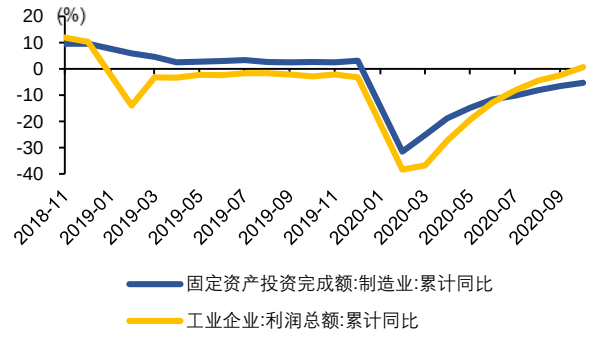
从制造业供给的角度看，2021 年国内工业企业生产能力预计稳步回升，工业企业利润已经开始超预期好转；疫苗推广后海外经济复苏也使得原材料与相关产业链产品进口出现恢复，制造业供给端预计将维持向好态势。此外我们可以看到拜登上台后对于短期内中美贸易摩擦缓和的预期以及疫苗利好消息频传或将增强工业企业扩大生产的信心。

此外在十九届五中全会上，明确提出了“坚持把发展经济着力点放在实体经济上”，并围绕实体经济发展进行了详细部署。为实现以上目标，商业银行或将通过信贷期限中长期化以及实施小微企业信贷普惠化来加强对于制造业的支持力度。同时监管部门将进一步打击资金空转，非法套利的现象。以上多项措施预计将推动制造业投资平稳健康发展。

同时从制造业结构角度看，自 2010 年以来我国逐渐进入产业转型升级，伴随着供

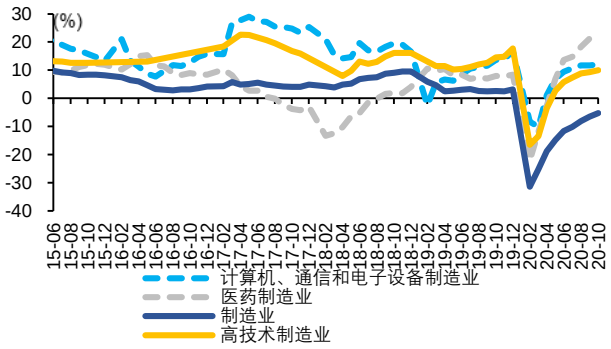
给侧改革的推进，我国制造业也开始加快对于新旧动能的转换。我们可以看到代表新动能的高技术制造业近年来表现亮眼，整体上维持高速增长。2020 年上半年虽然受到疫情影响，高技术制造业增幅出现边际下滑，但随着国内疫情基本得到控制以及经济的渐进修复，高技术制造业同比增速快速回升，截至 2020 年 10 月高技术制造业投资累计增长 10%，其中医药制造业增长 22.8%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 12%，均超过了整体制造业投资的增长速度。我们预计随着十四五规划对于科技创新、科技强国的愈发重视，叠加新旧动能周期的加速切换，2021 年高技术制造业投资仍将维持高速增长。

图 18：制造业投资与工业企业利润总额走势



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 19：高技术制造业投资整体维持高增



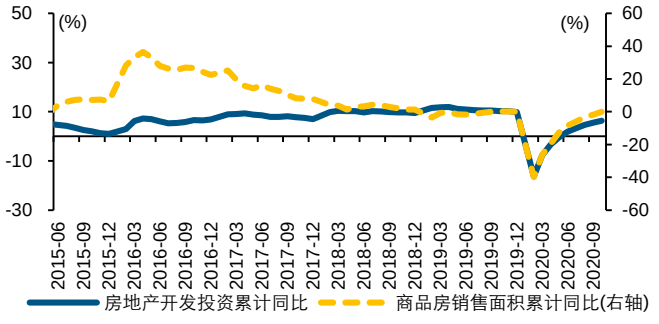
资料来源：Wind，国元证券研究所

3.3.2 地产投资下行但有韧性

我们预计 2021 年房地产投资受政策影响较大，整体将进入下行通道，但相对保持韧性，全年同比增速或将达到 5%左右。 2020 年房地产投资整体体现了较强的韧性，复工复产后，房地产销售快速恢复，受益于前期宽松的货币政策，部分城市房价一度明显上涨。但从下半年的一系列调控动作来看，国家对于房住不炒的政策基调尚未改变。2021 年起针对房地产企业“三条红线”的资金监管规则将正式实施，预示着房地产调控政策将处于边际收紧的状态。

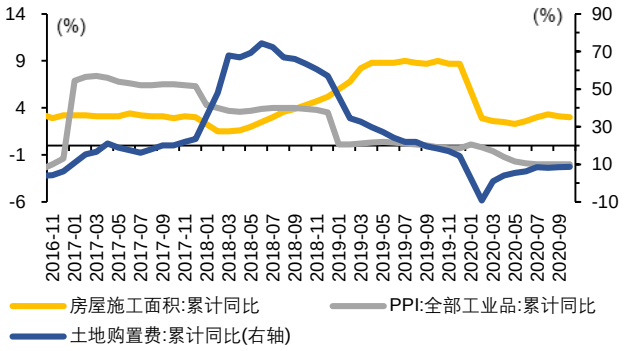
2021 年货币政策仍将维持紧平衡状态，叠加房地产金融宏观审慎管理逐步完善，预计伴随紧信用的出现以及表外融资的持续下滑，房企融资与居民购房的资金面都将进一步收紧；但考虑到地产既关系到地方政府广义财政的重要资金来源，又关系到金融体系的系统性风险和居民财富的稳定，因此我们认为，政策调控将以稳为主，在不发生系统性风险的前提下，灵活调控地产投资发展速度。综合以上因素，2021 年地产投资预计整体将保持韧性，但或将进入下行通道。

图 20：房地产投资边际改善



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 21：地产投资重要影响变量走势

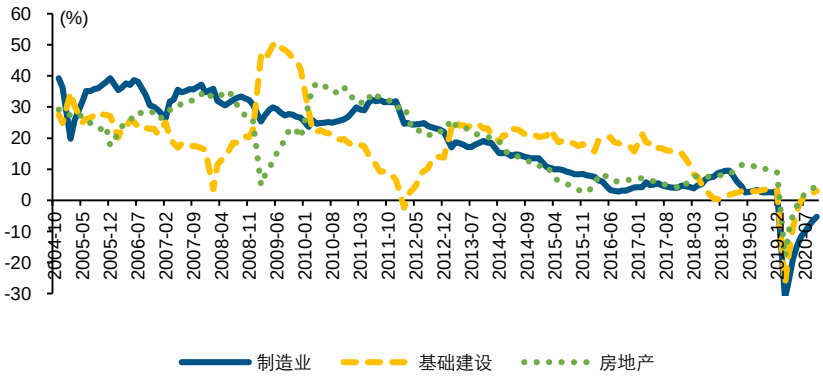


资料来源：Wind，国元证券研究所

3.3.3 基建投资受制于财政政策稳中有降

随着经济基本面持续修复，财政政策回归常态，政府债券发行或将回落。我们预计 2021 年基建投资稳中有降，全年同比增速或将在 3%左右。2020 年为应对新冠疫情对于经济的冲击，财政政策整体边际宽松。我们认为 2021 年随着基本面的修复，财政政策将回归常态，政府债券尤其是专项债的发行规模将少于 2020 年。同时在“六稳”、“六保”的大背景下叠加基建投资的优质项目仍相对较少，财政资金支出预计将向科技、文教体育、城乡社区事务等方向倾斜，基建投资增速或将边际放缓。但是考虑到 2021 年为十四五开局之年，新基建，新型城镇化战略或将陆续开始实施，叠加今年专项债募集资金的加速投放，因此我们预计基建投资增速不会出现大幅下滑，整体将维持稳中有降。

图 22：固定资产投资分项情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

3.4 消费仍有修复空间

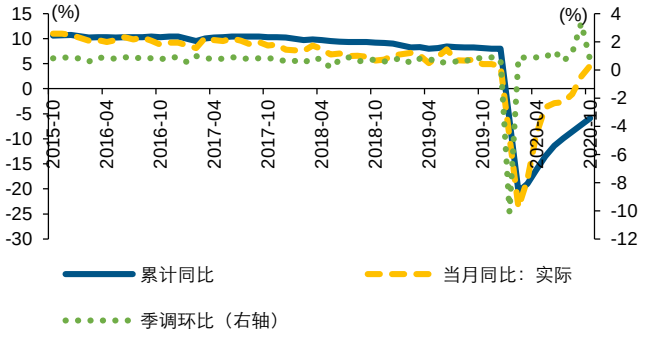
3.4.1 消费恢复滞后但仍有提升空间

2020 年 10 月，我国社会消费品零售总额同比增长 4.6%，继 9 月首次转正以来呈

现出加速修复的趋势。但是整体来看，对比工业生产、固定资产投资等指标累计同比增速已经回正，社零、服务业生产指数的累计同比增速修复程度仍有提升空间。

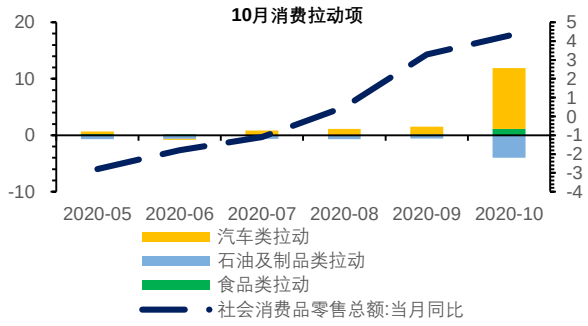
从复苏节奏来看，一季度在隔离居家环境下除必选消费品如食品、调味品等表现稳定，其他品类均出现断崖式下跌。自 3 月下旬以后，随着疫情管控放松，电商、外卖率先复苏，逐渐延伸到购物住宿、周边旅游等线下消费场景。随着 7-8 月暑期旺季来临、居民出行消费半径也进一步拉长，酒店、休闲娱乐等开始修复；同时家居、黄金珠宝等受疫情冲击影响较大的可选品类 7 月以后也出现明显反弹，其中以汽车消费更是自 6 月以来连续同比高增，成为拉动消费回暖的主要因素。

图 23：消费恢复滞后但仍有提升空间



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 24：汽车仍是拉动消费回暖的主要因素



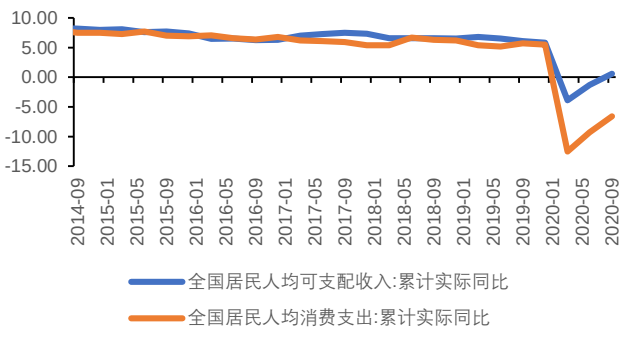
资料来源：Wind，国元证券研究所

3.4.2 此前应对疫情的储蓄有望转为消费

居民收入端看，3 季度全国居民可支配收入增速已经实现正增长，这也是未来居民消费支出增速回归正增长的有力保障。今年以来居民收入和消费支出增速差显著扩大，一方面主要因为疫情后随着失业率上行，居民储蓄意愿提升，今年前三季度住户新增存款 9.95 万亿元，这是 2005 年以来的历史最高水平；另一方面，疫情防控措施也限制了部分居民服务性消费，如电影院、境外旅游等。预计未来随着国内经济进一步修复，超额储蓄有望逐步转向消费，成为拉动可选消费的重要力量。

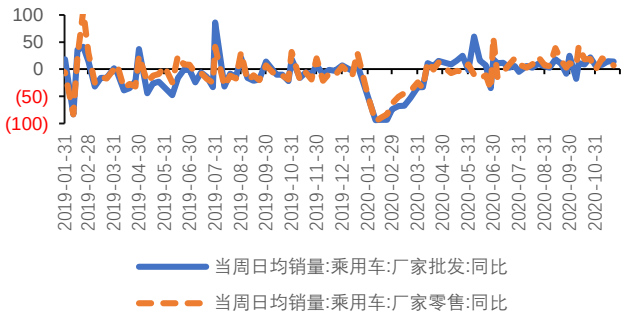
重点子行业看，汽车行业在 2020 年年中探底回升后，预计将维持在稳定增长区间，叠加新能源汽车需求的逐步扩张，预计 2021 年上半年之前，汽车销量都将维持较高增速，全年同比增速前高后低。

图 25：消费仍大幅落后于收入



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 26：汽车销量仍在改善

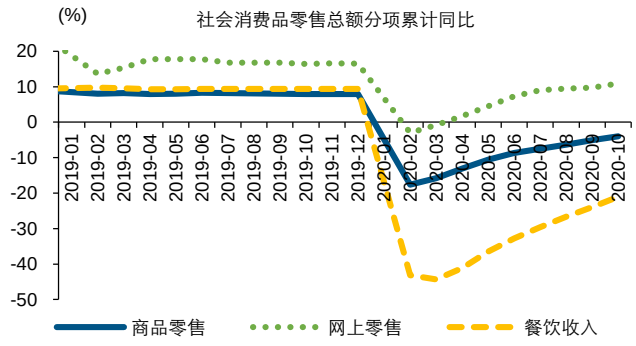


资料来源：Wind，国元证券研究所

3.4.3 线下消费有望继续改善

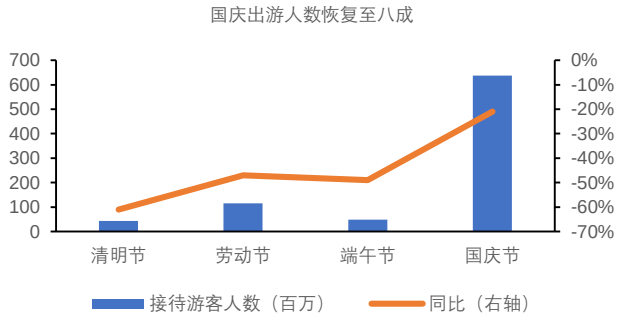
上半年受疫情防控影响，线下消费受到持续压制。随着疫情管控放松，居民出行开始活跃，电商、外卖率先复苏，逐渐延伸到购物住宿、周边旅游等线下消费场景。随着国内疫情防控常态化的不断推进，旅游、影院等服务类消费限制也逐渐放宽，居民外出消费节奏明显加快。1-9 月份，线下消费恢复至去年同期的 87%，较二季度明显加快；国庆期间出游人数也恢复至往年的八成左右。未来随着疫苗的推出，线下消费有望继续改善。

图 27：线下消费仍有改善空间



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 28：国内出游逐步恢复



资料来源：Wind，国元证券研究所

3.4.4 预计发展消费将迎来更多政策支持

消费在拉动我国 GDP 增长中的重要性已愈发突显。2019 年，中国 GDP 最终消费支出贡献率达到 55.4%。而在 2014-2019 年期间，最终消费支出平均增速达 7.9%，高于 GDP6.8%和投资 5.8%的平均增速。但从贡献比率来看，对比发达国家 70%左右的消费占 GDP 比重，我国消费占比仍有提升空间。

随着国家双循环战略的提出，促进国内消费也将成为拉动国内经济的重要手段。消费作为内循环中最重要的一环，将会迎来更多的政策支持。中共中央强调，全面促进消费，就是加强消费对经济发展的基础性作用，顺应消费升级趋势，提升传统消费，培育新型消费，适当增加公共消费。可以预见的是，国家将在改善消费环境、开拓消费新市场等各个方面持续发力，建设好国家内循环的最重要一环。

预计在政策推动，储蓄支持，线下改善，可选高景气的支撑下，明年社零全年增速有望提至升至 15%左右。

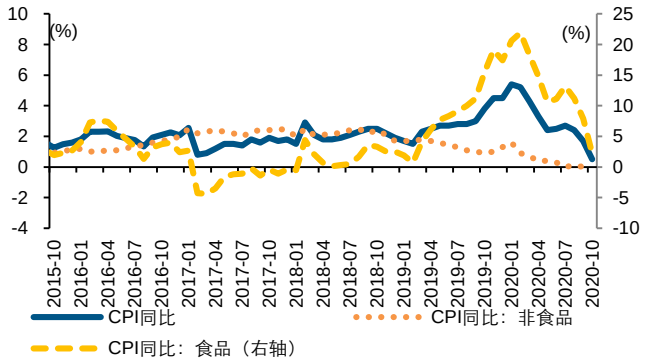
3.5 国内通胀压力较小，PPI 温和修复

3.5.1 CPI 或将维持相对低位

我们预计 2021 年受猪肉价格下行周期的影响，CPI 或将全年维持相对低位，但考虑到非食品项的边际修复，预计全年同比增速将小幅回升至 1-2%。首先从 CPI 的重要影响因素猪肉价格的角度来看，猪肉价格周期从开始上行到下行探底一般要 3-4 年时间，考虑到这一轮上行周期起始于 2018H2，因此我们预计猪肉价格已进入下行周期，这轮猪价下行周期或将至少持续到 2021Q4，猪价的下行将带动整体 CPI

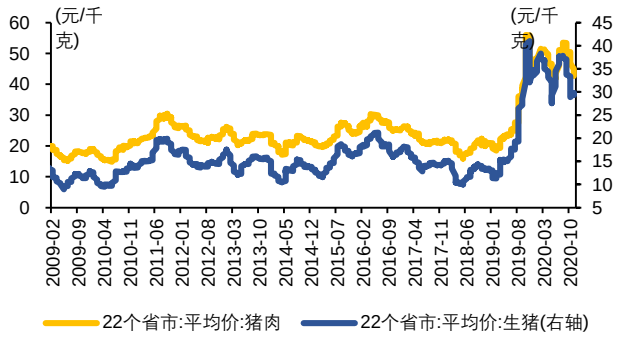
的下行。但考虑到随着基本面修复，内外需预计进一步增强，非食品 CPI 或将出现进一步回升。因此我们预计 2021 年 CPI 或将整体维持在相对低位的水平。

图 29：非食品 CPI 或将进一步回升



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 30：生猪及猪肉价格已进入下行周期



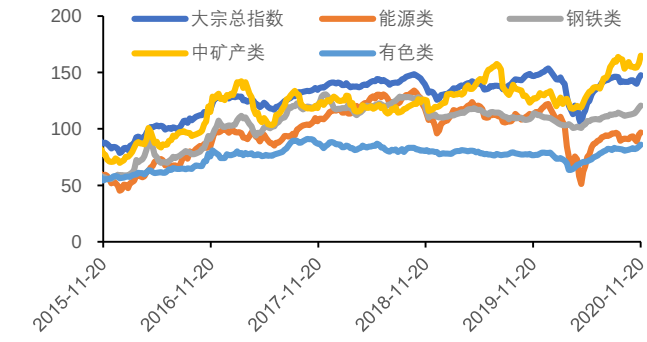
资料来源：Wind，国元证券研究所

3.5.2 PPI 温和修复

PPI 的影响因素主要为石油、煤炭、钢铁、有色开采及加工以及化学原料制造相关产品价格的波动。一方面，上述 5 个工业大类价格波动较为剧烈，直接主导 PPI 走势；另一方面，这 5 个工业大类均为工业上游部门，通过影响工业产品下游价格间接对 PPI 产生影响。

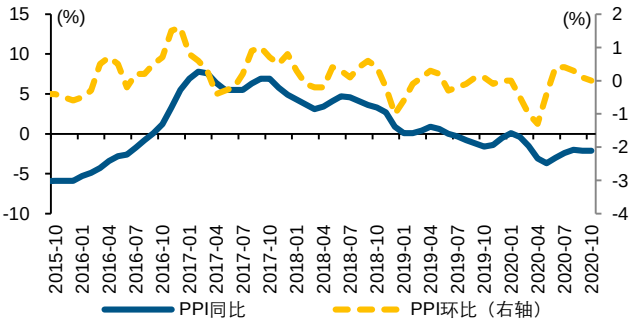
今年 5 月以来，工业品价格持续上行，一方面由于经济复苏，需求改善；另一方面也是因为全球流动性宽松；同时疫情导致的开工受限，产能收缩也有所推动。往后看，全球货币宽松边际减弱，但随着疫苗推广海外经济复苏可期，叠加国内政策影响下投资端可能边际放缓，预计未来工业品价格方向上继续走强，节奏上相对温和。

图 31：大宗商品价格高位震荡



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 32：PPI 环比修复转弱



资料来源：Wind，国元证券研究所

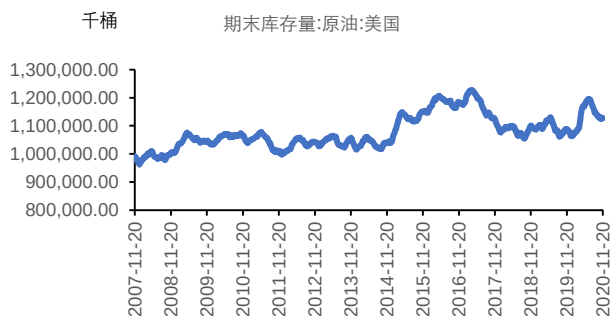
今年 6 月以来，原油进入去库存周期，预计将持续到 2021 年 1 月份，预计供需将处于弱平衡状态。供给端来看，根据今年 4 月欧佩克减产协议，当前 770 万桶/日的减产规模将持续到 2020 年底，明年上半年减产规模将缩减至 570 万桶/日。产油国主动维持高减产，对油价支撑力度较强。

美国产量回升仍待时日。本轮油价暴跌至大部分美国原油生产商的开采成本下方，美国活跃钻机数量急剧下滑，年度最大降幅近 70%，钻井活动减少的速度和幅度都较以往油价下滑时期更大。在年内油价上行空间有限的背景下，产量的大幅回升可能要等到 2021 年油价进一步上涨之后。

需求端来看，美国炼厂疫情以来恢复良好，近期受飓风天气影响有所回落；国内炼厂在二季度达到高点后因为检修原因开工率有所回落，整体看炼厂开工率仍处低位。今年受拉尼娜现象的影响，出现寒冬气候概率较大，冬季采暖需求预计将会刺激炼厂开工率提升。同时未来随着全球新冠疫苗的陆续接种，也会逐步抬升原油相关需求。综合来看，需求端受寒冬气候、疫苗推出等多重因素的刺激，2020 年末-2021 年原油基本面回暖预期较为明确。预计原油价格明年将缓慢回升，中枢可能从 2020 年下半年 40 美元/桶上行至 50 美元/桶。

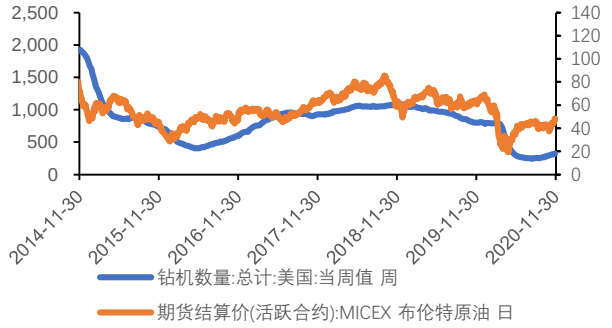
综上，我们预计明年 PPI 同比将于明年一季度转正，将于 5-6 月份见顶，整体呈现温和修复的趋势，预计全年波动中枢在 2%左右。

图 33：原油库存高位回落



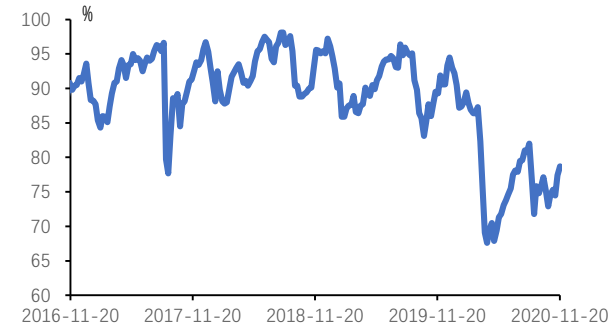
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 34： 美国产量回升有待时日



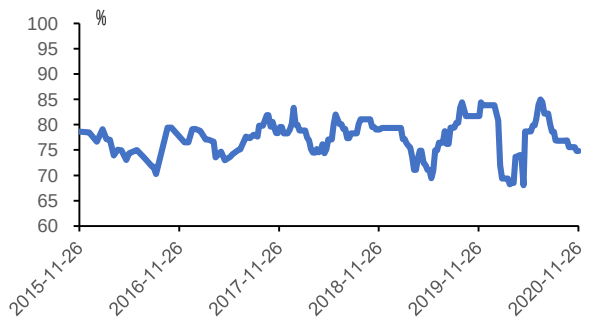
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 35：美炼厂开工率逐步回升



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 36：中国炼厂开工率高位回落



资料来源：Wind，国元证券研究所

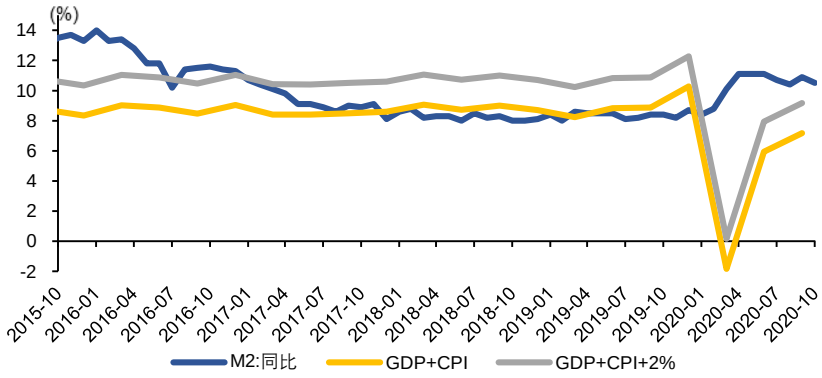
3.6 预期 M2 社融增速回落，信贷结构改善

我们预计 2021 年 M2 及社融增速将出现小幅回落，M2 同比增速或将回落至 10%，

社融同比增速或将下降到12%。易纲行长在今年10月的金融街论坛年会上强调“把好货币供应总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动”，可以预见2021年货币政策将继续维持相机抉择的紧平衡状态，M2与社融作为货币政策的中介目标其增速或将出现边际调整。

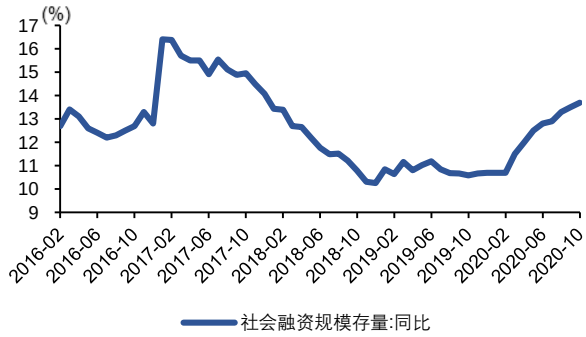
从M2增速上看，2020年为应对疫情对于经济的冲击，货币环境整体较为宽松，同时货币乘数维持高位，导致M2维持高增。预计2021年随着经济进一步改善，央行或将继续维持金融稳定的货币政策目标，叠加非标压缩力度加大，财政支出投放放缓，M2增速预计边际下滑，或将重新回归到GDP+CPI+0-2%的增速水平。从社融增速上看，预计随着2021年财政政策的收紧，政府债券尤其是专项债的发行量将出现边际减少；同时考虑到资管新规过渡期延长至2021年底，包括委托及信托贷款在内的非标融资预计在2021年将出现进一步萎缩，社融增速或将受到表外融资下滑的影响。同时我们预计随着经济基本面的逐渐修复，信贷结构将出现进一步改善。

图37：2021年M2增速或将回归到GDP+CPI+0-2%的增速水平



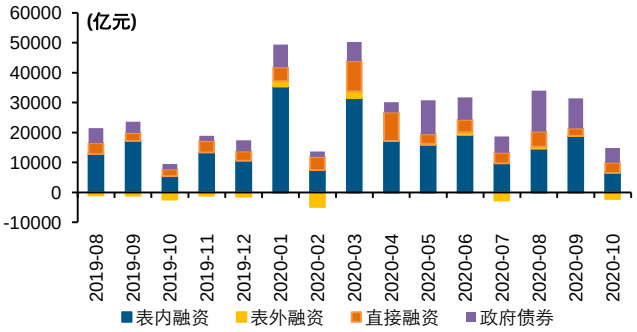
资料来源：Wind，国元证券研究所

图38：社融增速变化情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图39：政府债券及表外融资对社融的贡献边际减弱



资料来源：Wind，国元证券研究所

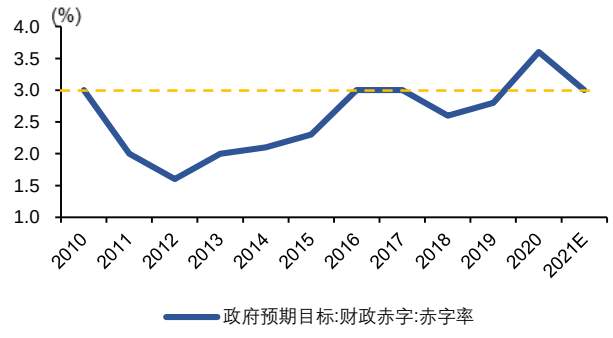
4. 展望明年宏观经济政策

4.1 财政政策回归常态，赤字率预计下调

我们预计伴随基本面的持续修复，2021 年财政政策将回归常态化，其中赤字率将重回 3.0%，财政预算赤字规模将回落至 3.36 万亿，同时我们预计明年专项债额度或将下降至 3 万亿。

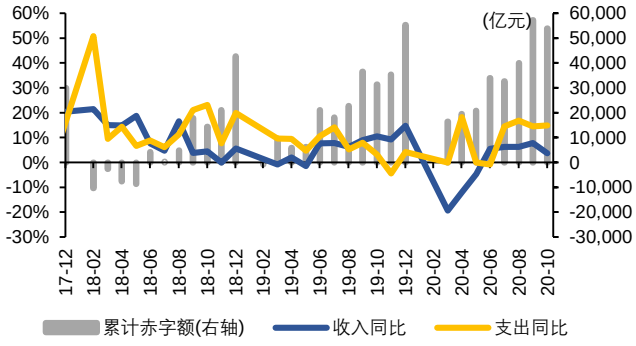
整体上看，我国已基本进入后疫情阶段，国内疫情保持稳定，经济复苏势头强劲；同时考虑到今年宏观杠杆率已出现攀升，“一般预算+政府性基金”累计赤字额仍维持高位，继续采取较为宽松的财政政策已没有必要，预计 2021 年财政政策将回归正轨。细分项上看，从一般公共预算角度来说，我们预计财政对于抗疫、稳就业的财政支出或将进一步减少；同时 2021 年作为十四五规划的开局之年，财政对科教文体的支出或将出现边际增长。此外归因于基本面持续修复，包括消费税，增值税收入在内的税收收入以及非税收入或将出现边际增长。同时从政府性基金预算的角度来看，2021 年疫情对经济的冲击或将逐步减少，包括国债尤其是特别国债以及地方专项债的发行规模预计将出现收缩。

图 40：预计 2021 年预算赤字率重回 3.0%



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 41：“一般预算+政府性基金”累计赤字额仍维持高位



资料来源：Wind，国元证券研究所

4.2 货币政策以稳杠杆防风险为重

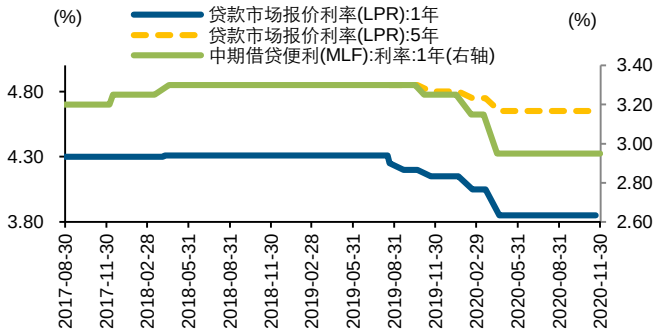
我们认为，2021 年央行的货币政策在维持稳健灵活适度的基调上，将更注重稳杠杆与防风险。

4.2.1 央行退出非常规宽松货币政策

为了应对新冠疫情的冲击，央行在 2020 年年初采取了一系列非常规的宽松手段，包括调降 OMO 和 LPR 利率、创设普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划等。在公开市场操作层面，为了鼓励银行支持实体融资，央行也提供了充足的流动性，银行间 7 天回购利率一度达到 1.4%左右的低位。

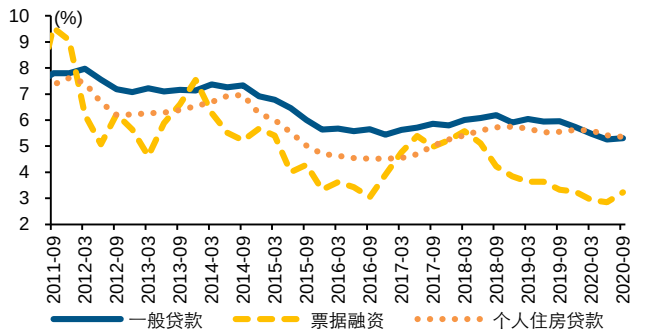
随着疫情得到控制，宏观经济转好，央行在 5 月份出乎市场预料地退出了宽松的货币政策，成为领先全球退出宽松货币政策的主要央行。在二季度货币政策执行报告中，央行将货币供应态度的表述由一季度的“与 GDP 增速基本匹配并略高”，改为“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”。

图 42：LPR 和 MLF 利率



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 43：贷款加权平均利率



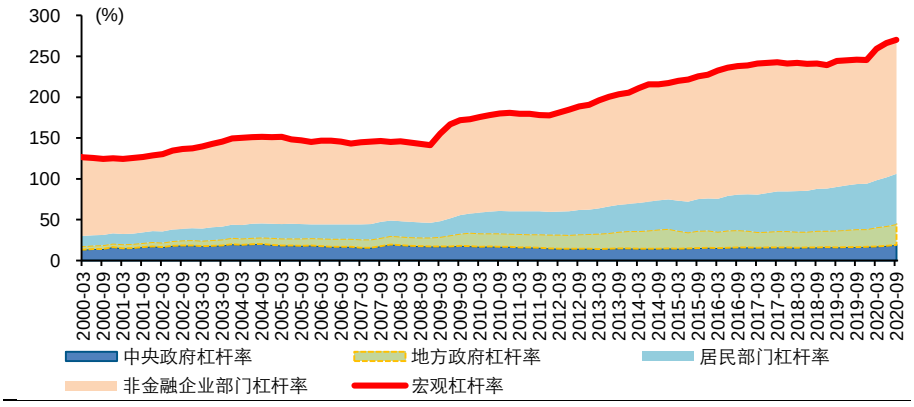
资料来源：Wind，国元证券研究所

4.2.2 强调“防风险”“稳杠杆”

在 10 月 21 日，易纲行长的发言开始强调“防风险”，易行长指出“货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡，既不让市场缺钱，也不让市场的前溢出来，保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”。11 月 17 日易纲行长《再论中国金融资产结构及政策含义》的署名文章重发，提到“要综合考虑经济增长对债务融资的需求，以及防范杠杆过快上升可能导致的风险，保持宏观杠杆率基本稳定是适宜选择”，给出了三个政策建议“一是要稳住宏观杠杆率；二是发展直接融资要依靠改革开放；三是要管理好风险”。

事实上，经过今年年初的疫情冲击与超常规宽松的货币政策，不只经济得到了修复，中国的宏观杠杆率也进一步攀升。社科院统计的数据显示，截止 2020 年 9 月，中国宏观杠杆率为 270.1%，较去年底上升了 24.7 个百分点。其中，居民部门杠杆率上升了 5.6 个百分点，企业部门杠杆率上升了 12.7 个百分点，中央政府杠杆率上升了 2.3 个百分点，地方政府杠杆率上升了 4.1 个百分点。回顾历史，今年整体宏观杠杆率上升的速度，与 2008 年金融危机之后相当。

图 44：今年宏观杠杆率大幅上升



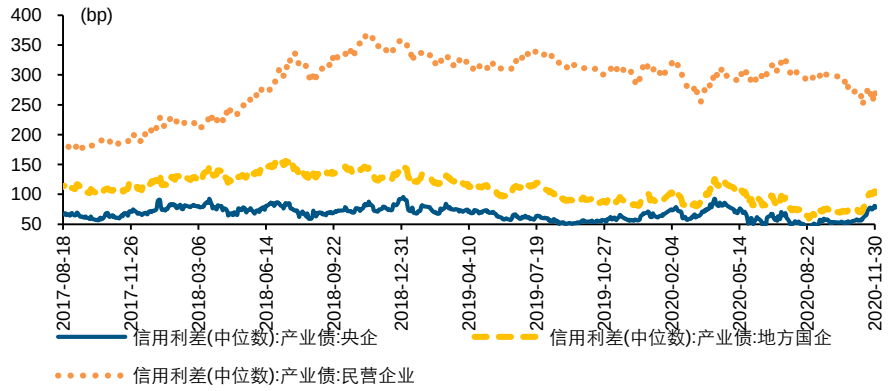
资料来源：Wind，国元证券研究所

另一方面，由永煤债等信用债违约所引发的信用市场风波，也引起了监管的关注。出乎市场预料的地方国企信用债违约事件，对整个债券市场产生了极大冲击，导致了大面积取消发行、信用分层加剧、整体发行利率上行、基准利率和信用利差走高，整个市场的信用风险定价体系都面临重构。

11 月 21 日，刘鹤副总理主持召开金融委第四十三次会议，研究规范债券市场发展、维护债券市场稳定工作。11 月 25 日，刘鹤在人民日报发表署名文章，要求“对金融体系进行结构性调整，大力提高直接融资比重，不仅是新发展格局的需要，也是防范化解金融风险的需要。”

我们可以合理推断，央行明年的货币政策必将更加注重稳杠杆与防风险，在政策操作上更加谨慎灵活。

图 45：地方国企与央企产业债信用利差上升



资料来源：Wind，国元证券研究所

5. 大类资产配置展望

5.1 今年各大类资产表现

今年主导各大类资产价格的影响因素主要是新冠疫情的冲击、为应对疫情冲击全球主要经济体采取的货币政策与财政政策，以及随后经济复苏的情况。

从具体的节奏来看，今年 1 月底中国爆发的新冠疫情主要冲击了国内股市，其后央行与财政部释放的宽松政策刺激，受益于严格的隔离封锁，国内疫情得到控制，股市回升，债市利率走低。3 月份，欧洲和美国先后爆发新冠疫情，对全球市场产生巨大冲击，大宗商品价格大跌，A 股受外围影响再次下跌，海外市场一度发生流动性挤兑的情况，导致作为避险资产的黄金也一度遭到抛售。其后，全球主要央行均采取了超常规的宽松货币政策，西方主要经济体发放大规模财政补贴，流动性危机解除，各大类资产开始止跌回升。4 月底，中国央行领先全球率先退出了超常规的宽松货币政策，其后中债国债与国开债利率一路上行，期间伴随着中国经济数据的不断修复向好。6 月我国经济进一步好转，A 股市场震荡上行，中债国债与国开债利率继续上行；海外疫情出现反复，贸易摩擦升温，黄金继续上涨。7 月全球疫情恶化，美元指数走低，美债收益率回落，黄金大幅上涨；A 股市场风格切换，外资

不断流入，指数大涨创下年内新高。8 月俄罗斯宣布第一款新冠疫苗已经获得卫生部许可，叠加美债收益率走高，黄金月初冲高后震荡回落至今。11 月以来全球疫苗研发进度加快，经济复苏升温，大宗商品价格震荡上行，A 股也在周期性板块带动下走出风格转换的结构性行情。

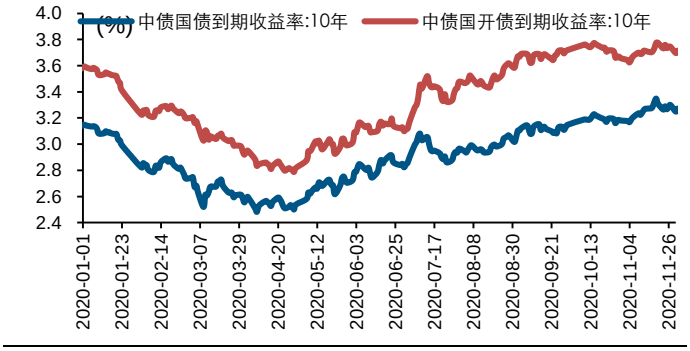
具体各大类资产的涨跌表现，截止 2020 年 11 月 30 日，今年以来上证指数实现涨幅 11.2%；COMEX 黄金实现涨幅约 17%；RJ/CRB 商品指数跌幅约为 14%；中债国债到期收益率较去年底上升 11BP，国开债到期收益率上升 12BP。

图 46：上证综指



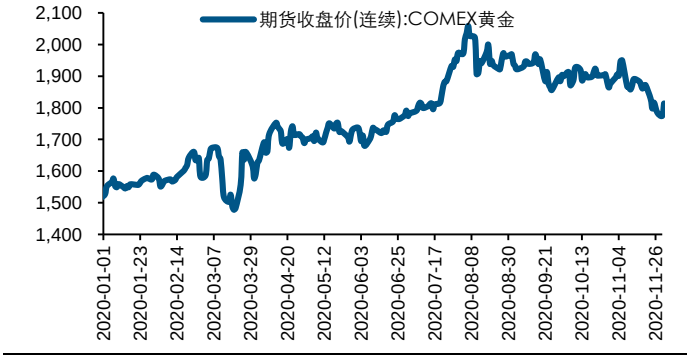
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 47：中债国债与国开债到期收益率



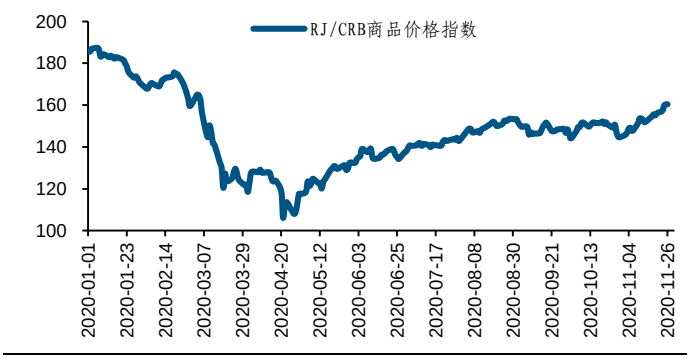
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 48：COMEX 黄金连续



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 49：RJ/CRB 商品价格指数



资料来源：Wind，国元证券研究所

5.2 明年大类资产配置展望

5.2.1 明年大类资产配置的基本逻辑

展望明年，我们认为影响大类资产配置的主要因素在于疫苗推广的节奏、海外经济复苏与通胀的节奏，海外货币政策退出的节奏。假设按照目前市场的普遍预期，疫苗预计于 2020 年底和 2021 年初疫苗获批，发达国家在 2021 年二季度初完成对高危人群基本的覆盖，在 2021 下半年完成大规模接种，那么我们在明年上半年就将看到海外经济明显复苏，叠加今年海外的超宽松货币政策，明年上半年海外的通胀预期将大幅上升。同时，我们认为目前海外主要央行对于货币政策的主要目标在于

经济复苏与就业恢复，美联储也明显暗示了货币政策对于通胀的滞后性，因此，我们预计明年海外宽松货币政策的退出将滞后于通胀预期的实现，明年上半年看到海外宽松货币政策退出的概率不大。

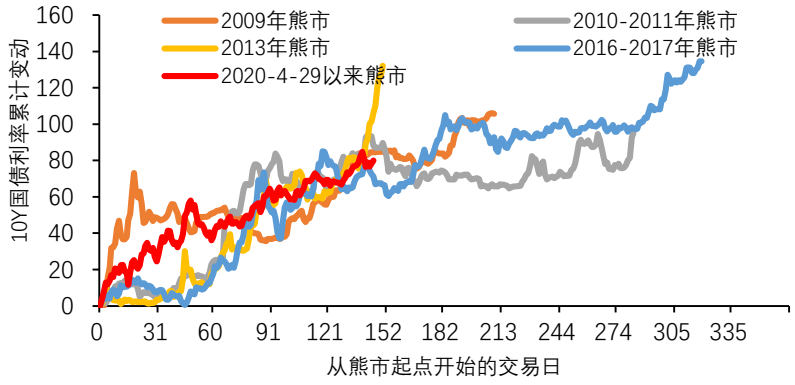
综上，从大类资产的角度，我们认为，商品在明年海外经济复苏与通胀的环境下大概率表现最好。品种方面，与海外经济复苏密切相关的商品品种可能表现更好，而受制于中国明年的地产调控政策，钢铁等黑色品种的表现可能较弱。其次，股票一方面将受益于经济复苏带来的企业盈利增长，另一方面也受益于海外货币政策较通胀预期的滞后，但是我们也要看到股票市场目前整体的估值较高。经济复苏与通胀环境，对于债券市场是较为不利的，因此我们认为债券市场上半年依然走熊，做多机会可能要等到下半年，货币政策有所变动的时候。对于黄金而言，长期的看多逻辑建立在美元货币信用的逐渐衰弱，我们认为这一长期趋势在疫情之后依然存在，但是短期内黄金会受到海外经济复苏的压制，明年上半年，金价可能没有趋势性上升的机会。

5.2.2 利率债熊市未完，但已有配置价值

具体到国内利率债市场，我们认为 2021 年上半年债券市场依然处于熊市氛围中，大概率 10 年期国债收益率能达到 3.5%的位置，下半年随着经济复苏节奏和货币政策额变动，债市可能有波段机会，10 年期国债收益率大概率在 3%-3.5%区间波动。

从历史几轮债熊的时间和空间统计角度来看，目前利率债熊市大概率还尚未走完。我们统计了过去 4 轮利率债熊市的规律发现，平均熊市持续的时间是 241 个交易日，10 年期国债利率平均上行 117BP。本轮 2020 年债券熊市中，截止 11 月 27 日，共持续了 146 个交易日，10 年期国债利率累计上行了 80BP。无论从时间还是空间的角度，均较历史平均水平还有一定距离。

图 50：过去几轮债熊中 10 年国债利率的累计上行幅度

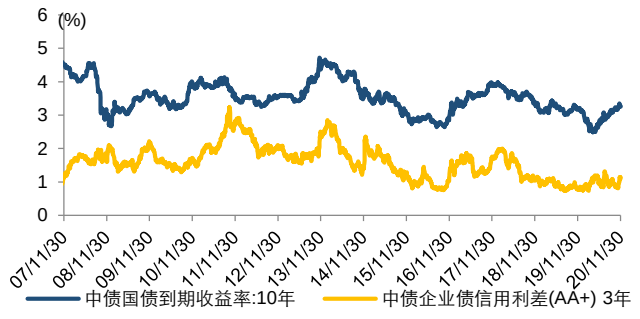


资料来源：Wind，国元证券研究所

从信用利差和市场情绪的角度来看，目前债市也没有到达熊市最高点。截至 2020 年 11 月 30 日，3 年期 AA+中债企业债的信用利差为 113BP，处于历史较低水平，而此前三轮债券熊市的收益率顶点，分别对应为 322BP（2010-2011 年熊市）、280BP（2013 年熊市）、200BP(2016-2017 年熊市)。此外，由 10 年国开债收益率-10 年国债收益率组成的衡量市场情绪的指标来看，截至 11 月 30 日，这一指标为 45BP，

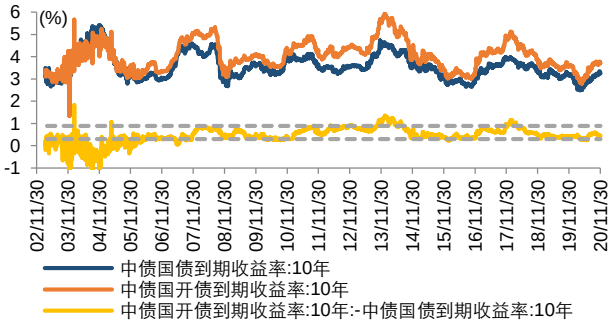
说明当前市场情绪相对稳定。而此前三轮债券熊市的收益率顶点，这一指标均达到90BP 左右。

图 51：信用利差水平较低



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 52：市场情绪相对稳定



资料来源：Wind，国元证券研究所

虽然我们上述论证了当前债熊尚未结束，明年利率仍有上行空间，但从配置的角度，相较于信用债和贷款而言，目前利率债已经显现出一定配置价值。当然我们也要考虑到当前政策导向还是鼓励金融服务于实体经济，降低实体企业融资成本，但随着明年经济的全面复苏，这一政策目标的优先级可能也会有所变化。

表 2：利率债已有配置价值

	10 年国债	10 年地方债	10 年国开债	5 年企业债（AA+）	5 年期贷款（LPR）
到期收益率（%）	3.24%	3.59%	3.69%	4.33%	4.65%
增值税率	0%	0%	6%	6%	6%
所得税率	0%	0%	25%	25%	25%
税后收益率	3.24%	3.59%	2.60%	3.05%	3.28%
风险权重	0%	20%	0%	100%	100%
资本占用成本	0.00%	0.26%	0.00%	1.31%	1.31%
综合收益率	3.24%	3.33%	2.60%	1.74%	1.96%

注：资本占用成本=ROE*一级资本充足率*风险权重；截止 2020Q2，一级资本充足率为，银行前 5 年 ROE 均值为 12.3%

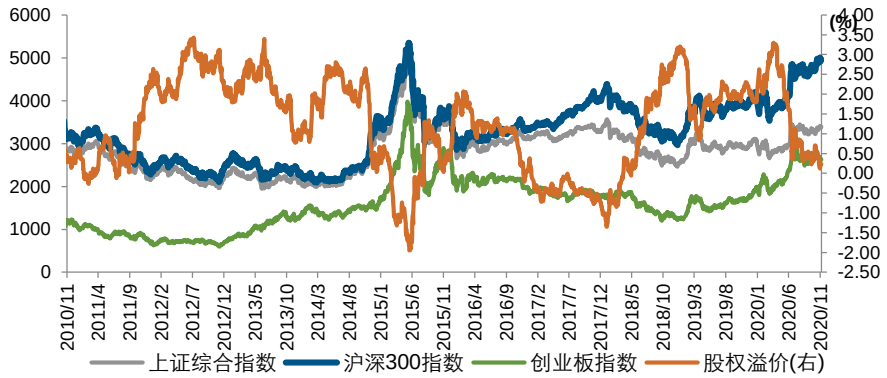
资料来源：国元证券研究所

5.2.3 平衡流动性收紧与复苏景气，关注 A 股结构机会

明年 A 股面临的宏观环境是一方面流动性边际收紧，货币政策更注重稳杠杆和防范金融风险；另一方面疫苗推广后海外经济复苏将有利于外需，并且海外央行对于货币政策的边际收紧很可能滞后于通胀；同时，国内双循环的政策导向与经济内生向好的动力仍存。因此，我们认为，明年 A 股大概率呈现结构性行情，主要机会应该在前期估值较低，受益于经济复苏而盈利改善的顺周期行业，同时成长风格中估值和增速匹配的优质赛道股也有表现的机会。主要风险方面，要注意观察信用风险的传导、房地产调控与金融监管对市场资金和情绪引发的波动。

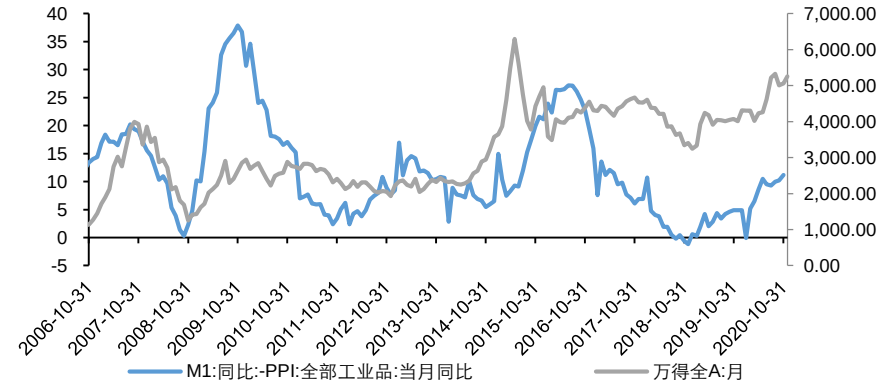
从大类资产配置的角度，当前整体股市相较于债市的配置性价比并不高。我们统计发现，截止 11 月 30 日，A 股整体的股权溢价率为 0.21%，处于 24%的历史分位，并不处于很好的配置区间。另外，从市场宏观流动性的角度，由于国内货币政策已经边际收紧，明年经济复苏趋势延续，预期 PPI 企稳回升，我们通过观察 M1-PPI 这一宏观流动性指标也能发现，宏观流动性大概率很难支持明年股票市场开启全面行情。

图 53：A 股主要股指与股权溢价率



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 54：宏观流动性与股市行情几乎同步

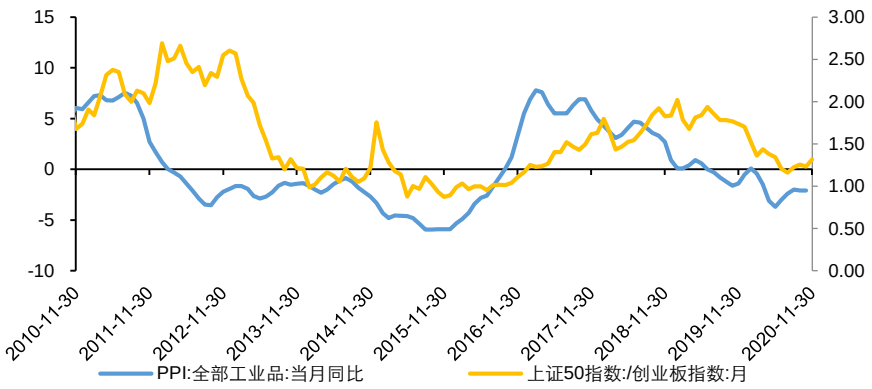


资料来源：Wind，国元证券研究所

如果明年 A 股主要呈现的是结构性行情，那么我们认为主要的机会应该在前期估值较低、受益于经济复苏而盈利改善的顺周期行业，同时成长风格中估值和增速匹配的优质赛道股也有表现的机会。

我们观察到 2010 年以来 PPI 通常领先于 A 股行业风格的转换。在 2020 年年中的时候，我们曾经提示市场关注 PPI 见底回升将预示着 A 股价值股优于成长股的风格切换。由于明年经济复苏的延续，PPI 预期继续回升，也将带动以上证 50 指数成分股为代表的价值风格进一步表现。

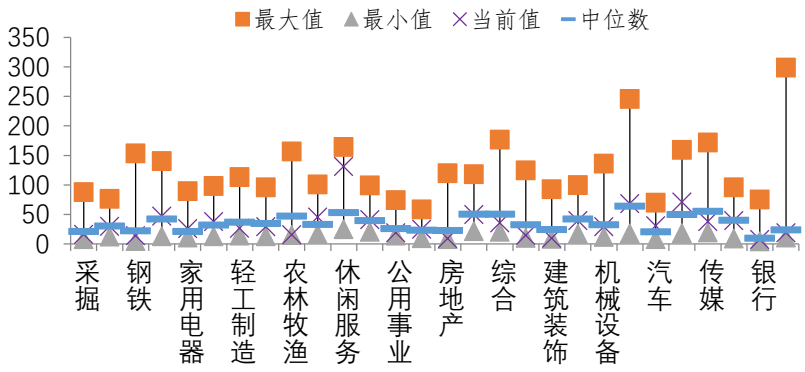
图 55：PPI 企稳通常领先于风格转换



资料来源：Wind，国元证券研究所

另外，从估值与机构配置的角度，当前顺周期的板块估值仍然较低，前期机构配置也不高，仍然有进一步表现的空间。我们观察到截止 11 月 30 日，采掘、钢铁行业的估值分别在历史的 30%和 10%分位，非银金融大概在 35%分位，银行的整体 PB 也才 0.73，处在历史 5%分位。而近 5 个季度，机构对于这些行业的配置都偏低。因此，我们认为，在明年 A 股大概率呈现结构性行情的前提下，主要机会应该在前期估值较低，受益于经济复苏而盈利改善的顺周期行业，同时，成长风格中估值和增速匹配的优质赛道股也有表现的机会。

图 56：2000 年以来申万一级行业 PE 估值统计



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 57：公募基金 3 季度配置与申万一级行业 PE 估值情况

一级行业	19Q3配置比例	19Q4配置比例	20Q1配置比例	20Q2配置比例	20Q3配置比例	配置分位数(2003年来)	PE分位数(上市以来)
采掘	0.45%	0.61%	0.60%	0.25%	0.20%	2.70%	29.40%
传媒	2.15%	3.10%	3.86%	3.92%	2.89%	66.60%	20.20%
电气设备	3.53%	3.77%	3.95%	6.06%	8.03%	98.60%	42.50%
电子	10.16%	11.12%	11.47%	13.12%	13.33%	98.60%	49.20%
房地产	3.75%	5.18%	4.33%	3.02%	2.57%	12.50%	4.10%
纺织服装	0.28%	0.17%	0.16%	0.15%	0.11%	22.20%	66.30%
非银金融	11.32%	9.69%	7.35%	6.10%	6.67%	47.20%	34.10%
钢铁	0.22%	0.33%	0.33%	0.22%	0.16%	13.80%	31.20%
公用事业	1.06%	0.85%	0.94%	0.69%	0.62%	4.10%	10.20%
国防军工	1.87%	1.49%	1.21%	0.97%	1.91%	58.30%	60.80%
化工	2.43%	2.96%	2.12%	2.84%	3.06%	18.00%	48.20%
机械设备	2.04%	2.42%	2.59%	2.57%	2.89%	47.20%	40.50%
计算机	3.99%	3.56%	5.99%	6.30%	4.11%	68.00%	85.20%
家用电器	5.35%	5.86%	4.02%	4.04%	3.84%	66.60%	63.40%
建筑材料	0.87%	1.25%	1.75%	1.06%	1.13%	66.60%	11.20%
建筑装饰	0.43%	0.64%	1.08%	0.67%	0.58%	30.50%	4.00%
交通运输	2.04%	1.77%	1.66%	1.59%	2.09%	54.10%	60.00%
农林牧渔	2.51%	1.86%	2.64%	1.65%	1.53%	69.40%	0.30%
汽车	1.80%	1.97%	1.86%	1.33%	1.93%	20.80%	74.70%
轻工制造	0.83%	0.79%	0.89%	0.75%	1.00%	68.00%	26.30%
商业贸易	1.27%	0.87%	1.21%	1.12%	0.53%	4.10%	41.10%
食品饮料	16.68%	14.75%	13.82%	14.07%	16.98%	93.00%	82.40%
通信	1.26%	1.37%	2.35%	1.37%	0.95%	13.80%	49.00%
休闲服务	1.36%	1.26%	0.46%	1.78%	2.29%	98.60%	99.10%
医药生物	12.71%	11.28%	15.00%	17.99%	14.31%	86.10%	57.60%
银行	8.31%	8.95%	6.67%	4.42%	4.23%	4.10%	41.70%
有色金属	1.03%	1.88%	1.41%	1.57%	1.70%	54.10%	62.50%
综合	0.31%	0.26%	0.29%	0.39%	0.37%	68.00%	20.80%

资料来源：Wind，国元证券研究所

风险提示：疫苗进展不及预期、经济政策不及预期、国际摩擦超预期

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000
传真：（0551）62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135
传真：（021）68869125
电话：（021）51097188