经济长周期拐点+市场生态变革：A 股慢牛可期

2021 年宏观策略报告

分析日期 2020 年 11 月 19 日

证券分析师：胡少华

执业证书编号：S0630516090002

电话：021-20333748

邮箱：hush@longone.com.cn

证券分析师：刘思佳

执业证书编号：S0630516080002

电话：021-20333778

邮箱：liusj@longone.com.cn

证券分析师：李沛

执业证书编号：S0630520070001

电话：021-20333403

邮箱：lp@longone.com.cn

联系人：陈茜茜

电话：021-20333532

邮箱：cxx@longone.com.cn

相关研究报告

◎投资要点：

◆经济长期走势见底趋稳。我国经济增速经历了十多年的下行，已经接近增速换档下行的后期，新冠疫病导致的大幅下挫已基本探明经济底部，经济增速拐点应该已经出现。从产业增速来看，第一、二产业已经趋于稳定，第三产业从较高增速向下换档可能也基本接近尾部，经济增速从下行转向稳定的可能性较大，2020 年的经济增速或成为本轮下行周期的低点。制造业已进入“存量经济”阶段，未来行业集中度有望继续提升，龙头企业优势更明显。同时，经济增速降低，长期利率估计也会趋势性下降。以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进，中国技术创新、产业升级、进口替代、新兴产业估计会加速发展。依托超大人口基数、超大规模市场优势，内需规模估计会有比较大的增长，并实现消费升级。估计国家将坚持更大力度的对外开放，充分利用国际资源和市场，使进出口保持合理规模。资源配置估计会更加优化，城市化水平会不断提高。

◆国内经济环境相对稳定，估计 2021 年增速较高。2021 年，猪周期进入下半场，估计物价总体稳定，通胀压力不大，估计货币政策将维持相对稳定。但 2021 年下半年全球如果疫情基本得到控制，物价可能会以较快速度上行，进而带动国内物价上行，进而影响到货币政策。净出口对 2020 年经济的支撑力度较大，明年全球疫情或将好转，国外供应可能会得到较好恢复，出口持续超预期的难度较大。总体来看，基数影响下，2021 年一季度 GDP 增速可能创近年以来新高，之后将逐季回落。预计 2021 年全年的 GDP 增速或在将 7-8%左右，但如果去除 2020 年低基数影响可能在 5%左右，进而进入中速增长阶段。

◆全球第二波疫病估计在明年一季度告一段落，之后全球经济或进入全面复苏期。中国疫情控制较好，但国际情况很不乐观。2020 年 11 月 15 日，全球新冠肺炎累计确诊病例达 5482 万例，累计死亡人数达 132 万，每日新增确诊维持在 50 万例附近，全球爆发形成了第二波更严重的疫情高峰。参考 1918 年疫病流行情况，预计欧美这波疫病在 2021 年一季度得到明显控制的可能性较大，之后全球经济或进入真正的复苏期。如果控制措施不力，不排除再爆发一波疫情的可能。

◆美国经济恢复有压力。受新一轮疫病爆发影响，估计美国经济会再次下行，与第一次疫情冲击的下挫形成双底形态，但这次低点会明显高于 2 季度的数据。另外，由于疫病前美国经济存在泡沫，预计复苏后经济也难以回到疫情前的水平。美国赤字快速上升，国债发行难度可能会逐步上升，或需要美联储通过加大债券购买量来进行货币化，从而对经济和资本市场形成支撑，但这会影响美元信用，美元指数可能会长周期走低，或者在较短的时间内快速贬值。

◆市场长期慢牛，关注结构性投资机会。我国经济预计触底反转走稳的可能性较大，总体趋势向好，三季度上市公司业绩也整体处于全面修复态势。随着注册制的全面推行，优质上市公司股票供给将会越来越多，注册制改革估计将全面逐步提升上市公司质量。房住不炒、理财收益率下行将逐步打开居民

长期资金入市空间。人民币长周期升值可能性较大，人民币资产吸引力增强，外资、国际机构进入中国权益投资市场成为大势所趋。未来 A 股实现长周期慢长牛走势的可能性很大，但行业、板块结构可能会出现较大的分化。建议立足长期慢牛，把握结构化行情，布局在双循环格局逻辑下的科技、消费、医药、新兴产业等板块以及支撑经济发展的非银金融等板块，存量经济板块重点关注行业龙头企业，周期性板块关注阶段性价值低估时的投资机会。另外，仍需关注欧美疫情发展、警惕美股短期泡沫化风险和中美关系间长期存在的摩擦等。

正文目录

1. 国内经济长期走势转稳 7
1.1. 新冠疫情打出经济底 7
1.2. 制造业进入“存量经济”阶段 8
1.3. 投资以稳为主 10
1.4. 消费迎来升级扩张期 10
1.5. 产业技术进步较快，但高端技术仍受制于人 12
1.6. 进出口规模全球第一，但仍在合理区间内 12
1.7. 利率可能会长周期走低 13
1.8. 人民币有长周期升值可能 14
1.9. 五中全会确定远期发展目标 15
1.10. “双循环”下可能发展趋势 16
2. 短期估计将在相对稳定的经济条件下迎来较高增速 17
2.1. 通胀或前低后高 17
2.2. 货币政策估计保持相对稳定 19
2.3. 财政支持力度或将有所减弱 20
2.4. 出口超预期持续难度较大 21
2.5. 短期 GDP 同比增速估计相对较高 23
3. 全球经济或将进入全面恢复期 24
3.1. 全球爆发规模更大的第二波疫病 24
3.1.1. 西方主要经济体疫病再创新高 24
3.1.2. 第二波疫病规模可能更大，时间更长 26
3.1.3. 全球第二波疫病可能会在明年一季度告一段落 27
3.2. 美国经济 28
3.2.1. 美国经济恢复缓慢 28
3.2.2. 就业、物价等关键指标低于目标值 32
3.2.3. 财政大赤字大支持 33
3.2.4. 货币政策继续宽松 35
3.2.5. 拜登任美国总统的可能影响 36
3.3. 欧洲和日本经济 37
4. A 股可能走向长期慢牛 40
4.1. 注册制改革提升上市公司质量 40
4.2. 股市长周期增量资金空间较大 42
4.2.1. 居民金融资产投资占比有较大提升空间 42
4.2.2. 理财收益长周期下行增加股权投资资金 43
4.3. 海外增量资金估计长周期流入 45
4.3.1. 看好人民币资产投资价值 45
4.3.2. A 股具有投资吸引力，海外资金长期持续流入可能性大 45
4.4. 趋势前瞻 46
4.4.1. 长期慢牛，行业板块分化或加剧 46
4.4.2. 美国的不确定性因素 49
4.4.3. 疫情发展的不确定性 51

图表目录

图 1 (GDP 不变价同比增速，%)....8
图 2 (一、二、三产业 GDP 不变价当季同比，%)....8
图 3 (GDP 工业及建筑业不变价当季同比，%)....8
图 4 (GDP 金融业及房地产业不变价当季同比，%)....8
图 5 (中国及全球粗钢产量，千吨)....9
图 6 (中国及全球乘用车产量，辆)....9
图 7 (2018 年全球主要国家工业增加值占比，%)....9
图 8 (2018 年各国工业增加值占 GDP 比重，%)....9
图 9 (家电龙头营收占行业上市公司收入比例，%)....9
图 10 (海螺水泥营收占行业上市公司收入比例，%)....9
图 11 (固定资产投资完成额同比，%)....10
图 12 (制造业、基建、地产完成额累计同比，%)....10
图 13 (中国人均 GDP，美元)....11
图 14 (2018 年各国家庭最终消费支出占 GDP 比重，%)....11
图 15 (社会消费品零售总额当月同比，%)....11
图 16 (餐饮收入当月同比，%)....11
图 17 (2019 年各国出口总额占全球比重，%)....12
图 18 (中国净出口占 GDP 比重，%)....12
图 19 (日本 GDP 增速及主要银行长期贷款利率，%)....13
图 20 (韩国 GDP 增速及贷款利率，%)....13
图 21 (一年期及五年期 LPR 利率，%)....13
图 22 (金融机构人民币贷款加权平均利率，%)....13
图 23 (存款类机构质押式回购加权利率，%)....14
图 24 (中债国债到期收益率 10 年期，%)....14
图 25 (美元兑人民币汇率)....15
图 26 (人民币实际有效汇率指数)....15
图 27 (美元指数及中美利差，%)....15
图 28 (美国联邦政府债务占 GDP 比例，%)....15
图 29 (2018 年各国城市化率，%)....17
图 30 (中国城市化率，%)....17
图 31 (CPI 当月同比，%)....18
图 32 (CPI 食品及非食品当月同比，%，%)....18
图 33 (CPI 猪肉当月同比，%)....18
图 34 (22 省市猪肉平均价，元/千克)....18
图 35 (PPI 当月同比，%)....19
图 36 (原油价格，美元/桶)....19
图 37 (上期有色金属指数及螺纹钢期货价格，点，元/吨)....19
图 38 (动力煤及水泥价格指数，元/吨，点)....19
图 39 (M2 及 M1 同比增速，%)....20
图 40 (当月新增人民币贷款及存量增速，亿元，%)....20
图 41 (当月新增社融规模及存量增速，亿元，%)....20
图 42 (政府、居民、企业部门杠杆率，%)....20
图 43 (新增地方政府专项债月发行额，亿元)....21
图 44 (目标财政赤字额及赤字率，%)....21
图 45 (财政收入当月值及同比，%)....21
图 46 (财政支出当月值及同比，%)....21

图 47 (进口出口金额当月同比，%)..... 22
图 48 (2018-2020 年逐月贸易差额，亿美元)..... 22
图 49 (医疗仪器、纺织纱线织物出口金额当月同比，%)..... 23
图 50 (医疗仪器、纺织纱线织物占出口比重，%)..... 23
图 51 (中国对美、欧、日、东盟出口金额同比，%)..... 23
图 52 (韩国出口金额同比，%)..... 23
图 53 (全球新冠肺炎累计确诊和新增确诊趋势，例)..... 25
图 54 (中国新冠肺炎累计确诊和新增确诊趋势，例)..... 25
图 57 (主要国家累计确诊病例数排名，例)..... 26
图 58 (主要国家新增确诊病例数排名，例)..... 26
图 55 (全球和中国新冠肺炎累计死亡人数，例)..... 26
图 56 (全球新冠肺炎累计治愈人数，例)..... 26
图 59 (1918 年西班牙大流感死亡比例，每一千人)..... 27
图 60 (欧美新冠疫情几个阶段的新增确诊人数，日，例)..... 27
图 89 (美国 GDP-潜在 GDP，十亿美元，十亿美元)..... 29
图 61 (美国制造业 PMI，%)..... 29
图 62 (美国 GDP 不变价环比折年率，%)..... 29
图 61 (美国制造业 PMI，%)..... 29
图 62 (美国 GDP 不变价环比折年率，%)..... 29
图 63 (美国分项对 GDP 环比的拉动率，百分点)..... 30
图 64 (美元指数，点)..... 30
图 65 (美国人均可支配收入及支出，美元)..... 30
图 66 (个人人均消费支出细分项同比增速，%)..... 30
图 67 (美国国内私人投资总额，十亿美元)..... 30
图 68 (美国国内私人投资各分项总额，十亿美元)..... 30
图 69 (房地产价格和景气指数)..... 31
图 70 (新建住房销售与成屋销售，万套，千套)..... 31
图 71 (美国全部工业部门产能利用率，%)..... 31
图 72 (美国对外贸易金额，万美元)..... 32
图 73 (美国对外贸易增速，%)..... 32
图 74 (美国登记失业人数，千人)..... 32
图 75 (美国新增非农就业人数及失业率，千人，%)..... 32
图 76 (美国当周初次申请失业金人数，人)..... 33
图 77 (美国非农解雇裁员数，千人)..... 33
图 78 (美国失业率的结构 U1-U6，%)..... 33
图 79 (美国 PCE 通胀当月同比，%)..... 34
图 80 (美联储目标 PCE 通胀，%)..... 34
图 81 (美国 CPI 及核心 CPI，%)..... 34
图 82 (未来 12 个月经济衰退概率，%)..... 34
图 83 (美国赤字及其占 GDP 比率，十亿美元，%)..... 35
图 84 (美联储总资产及同比增速，百万美元，%)..... 35
图 85 (美国 10 年期国债收益率，%)..... 35
图 86 (美国 30 年期抵押贷款固定利率，%)..... 35
图 87 (联邦基金利率，%)..... 36
图 88 (美国 M2 及环比，十亿美元，%)..... 36
图 90 (欧元区公开市场操作，百万欧元)..... 38
图 91 (欧元区 GDP 不变价及环比折年率，%)..... 38
图 92 (欧元区制造业 PMI，%)..... 39

图 93 (欧元区 Sentix 投资信心指数)..... 39
图 94 (欧洲央行资产总额，百万欧元)..... 39
图 95 (日本央行资产总额，亿日元)..... 39
图 96 (欧盟工业生产指数同比，%)..... 39
图 97 (欧盟进出口同比，%)..... 39
图 98 (欧元区 HICP 当月同比，%)..... 40
图 99 (欧盟 PPI 当月同比，%)..... 40
图 100 (日本 GDP 现价当季同比，%)..... 40
图 101 (日本新冠肺炎每日新增确诊病例，例)..... 40
图 102 (首发募集资金规模及家数)..... 41
图 103 (A 股历年退市公司数量)..... 41
图 104 (上证综合指数)..... 42
图 105 (美国三大股指)..... 42
图 106 (主要国家居民金融资产占比 2018 年)..... 43
图 107 (中国居民家庭资产构成)..... 43
图 108 (百城住宅价格指数)..... 43
图 109 (70 个大中城市新建商品住宅价格指数)..... 43
图 110 (理财产品年收益率，%)..... 44
图 111 (理财产品资金余额：非保本浮动收益类，亿元)..... 44
图 112 (净值化理财产品数量和占比)..... 44
图 113 (中国基金总指数)..... 44
图 114 (公募基金管理规模，亿元)..... 44
图 115 (公募基金数量)..... 44
图 116 (外资持股市值和占流通 A 股比重，亿元，%)..... 46
图 117 (陆股通累计净买入成交金额，亿元)..... 46
图 118 (QFII 投资额度，亿美元)..... 46
图 119 (RQFII 投资额度，亿元)..... 46
图 120 (全 A 公司营收及同比增速，万亿元，%)..... 47
图 121 (全 A 公司归母净利润及同比增速，亿元，%)..... 47
图 122 (2020 年三季度申万一级行业营收同比增速，%)..... 47
图 123 (2020 年三季度申万一级行业归母净利润同比增速，%)..... 48
图 124 (Wind 全 A 市盈率，倍)..... 48
图 125 (Wind 全 A 市净率，倍)..... 48
图 126 (美国存款机构准备金余额，百万美元)..... 50
图 127 (美国存款机构准备金余额占美联储总资产比重)..... 50
图 128 (标普 500 指数历史市盈率，倍)..... 50
图 129 (标普 500 指数历史市净率，倍)..... 50

1.国内经济长期走势转稳

1.1.新冠疫情打出经济底

全球爆发新冠疫病是2020年社会广泛关注的焦点事件。从全球经济发展的历史来看，全球大流行性疫病对经济的影响一般分为两种，一是原来经济处于长期下行趋势中，疫情加速经济见底后，经济反转进入增速上行周期；二是原来经济处于上行周期中，经济增速在疫病发生时短暂下行后继续回归到上行通道中。

改革开放以来，中国经济增速很高，周期增长高点在14%以上，2007年的增速达到14.2%，之后十多年来我国经济增速总体处于缓慢下行通道之中，处在改革开放初期的高速增长阶段向中速增长阶段转变的增速换档期。

从日本、韩国等发展的经验看，经济增速可能会经历开始的高增长阶段、中速增长阶段、一般性低增长阶段三个时期。

疫情虽然不会改变经济运行的趋势，但或许会让经济增速的拐点提前到来。我国经济原来已经接近增速换档下行的后期，疫病直接打出了增速低点。受疫情影响，2020年我国GDP增速或在2%左右，这可能是本轮下行周期的最低点。2021年受基数过低影响，GDP同比增速可能会比较高，但扣除低基数因素后的增速估计会有恢复性增长，不过估计也不会太高，而会逐渐收敛趋于平稳，进入中速增长阶段。

从第一、二、三产业增速趋势来看，经济增速转向稳定的可能性也比较大。我国第一产业增速多年来处于较低水平，但总体基本稳定，年度间变化不大。

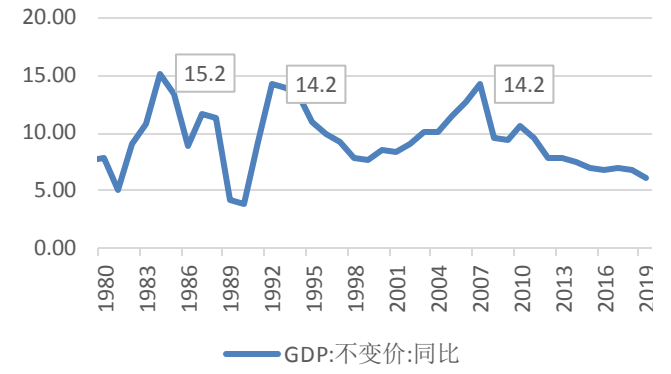
第二产业从高速增长水平快速下行后，2015年以来也已趋于稳定。2008年四万亿刺激计划之后，工业出现了大规模的扩张，第二产业增速要明显高于第三产业，但在经历了2010年一季度高点15.4%之后，第二产业增速逐步下滑。在2013年四季度之后，第二产业增速持续低于第三产业，但近几年增速也已相对稳定，处于5.2%-6.2%区间之内。

第三产业增速多年来一直高于第二产业，但增速在下行，并成为我国经济增速下行的一个重要因素。第三产业增速自2015年二季度的9.0%，已下降至2019年四季度的6.6%，主要是由于占比较高的房地产业的下滑，同期房地产业增速由4.9%降至2.5%，金融业由19.5%降至7.0%。近年来，金融业增速有所恢复，但房地产业增速下行速度有所加快，估计在“房住不炒”的政策下，房地产业增速可能会进入相对较低增速阶段。

疫情之后，第二产业增速触底之后率先回升，由2020年一季度的-9.6%升至三季度的6.0%，第三产业恢复略偏慢，同期由-5.2%升至4.3%。第二产业增速已超去年年底，而第三产业增速仍低于去年年底。

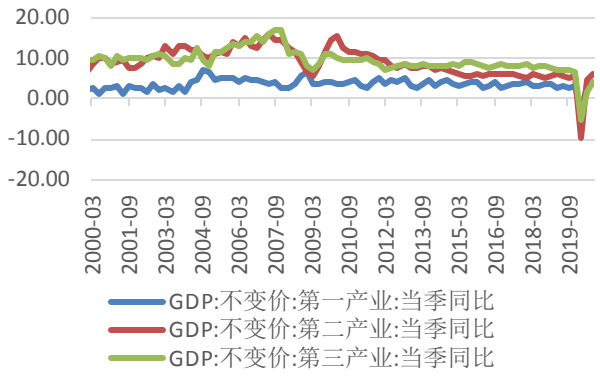
估计2021年以后，经济逐步回归正常，第一、二产业增速可能会相对稳定，第三产业增速回落后也走向稳定的可能性较大，从而经济增速可能会保持在相对稳定的中速增长水平，近年来增速连年下行的趋势可能得以改变，并进入新的经济大周期。

图 1 (GDP 不变价同比增速，%)



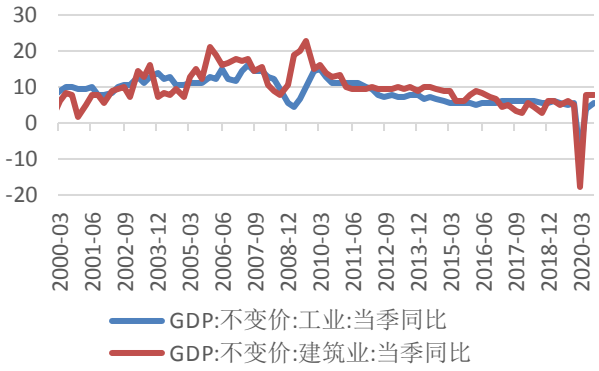
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 2 (一、二、三产业 GDP 不变价当季同比，%)



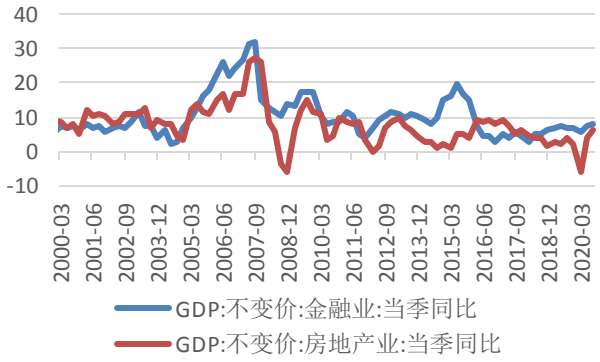
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 3 (GDP 工业及建筑业不变价当季同比，%)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 4 (GDP 金融业及房地产业不变价当季同比，%)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

1.2.制造业进入“存量经济”阶段

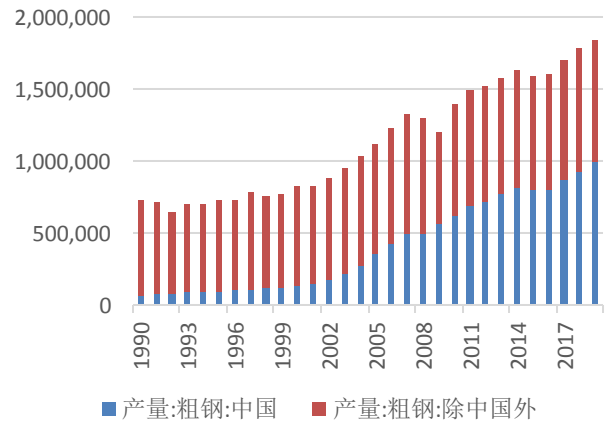
改革开放以来，中国制造业飞速发展，总量规模稳居世界第一，200 多种产品产量位居全球第一，已经是名符其实的世界工厂。据统计，2019 年中国粗钢产量占全球的一半以上，达到 53.96%；2019 年中国乘用车产量为 2136 万辆，占全球的 31.81%，位列世界第一。

从世界银行公布的数据来看，中国工业增加值占全球比重为 23.86%，美国、日本、德国及法国分别占 15.83%、6.23%、4.69%和 2.06%；中国工业增加值占 GDP 比重为 39.69%，全球整体水平为 27.81%，日本、德国、美国、法国分别占 29.07%、27.46%、18.21%和 17.07%，均明显低于中国的占比（除美国以外均采用 2018 年数据，由于世行未披露美国当年数据，故美国采用 2017 年数据）。

经过多年发展，制造业的增长空间已经相对有限，总量规模大扩张的阶段已经过去，许多行业进入了“存量经济”阶段，行业集中度提升，龙头企业显现出更强优势。

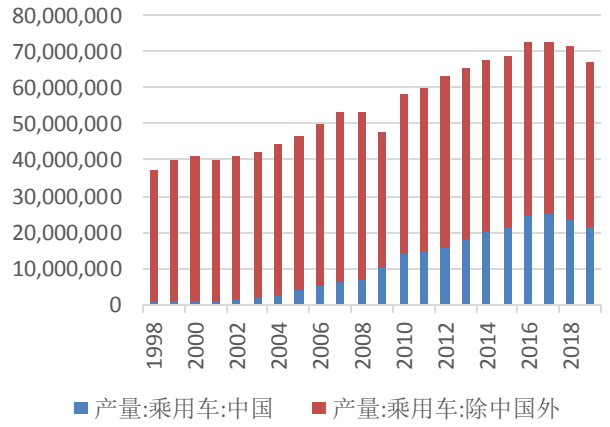
比如，白色家电龙头美的、格力以及海尔，三者合计 2013 和 2019 年分别实现营收 3261 亿元和 6771 亿元，占所属行业上市公司总营收比例由 67.86%升至 71.86%；水泥行业龙头海螺水泥 2013 年和 2019 年分别实现营收 553 亿元和 1570 亿元，占比由 27.37%提升至 36.04%。

图 5 (中国及全球粗钢产量，千吨)



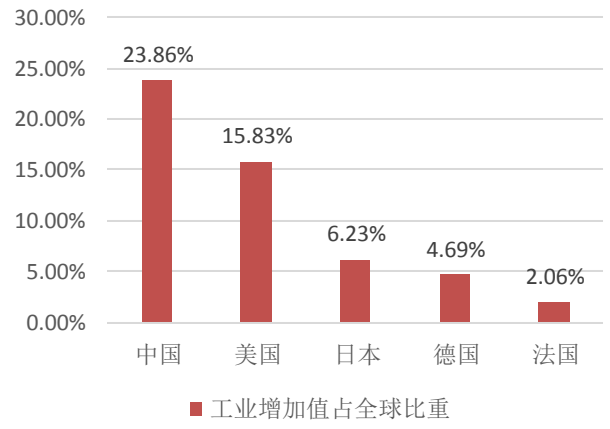
资料来源：国际钢铁协会，东海证券研究所

图 6 (中国及全球乘用车产量，辆)



资料来源：国际汽车制造商协会，东海证券研究所

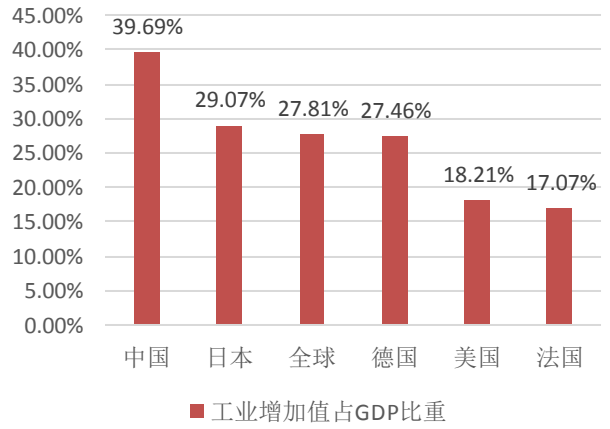
图 7 (2018 年全球主要国家工业增加值占比，%)



资料来源：世界银行，东海证券研究所

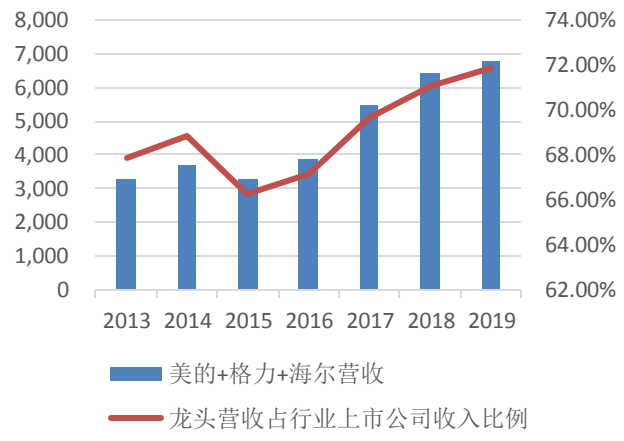
注：美国采用 2017 年数据

图 8 (2018 年各国工业增加值占 GDP 比重，%)



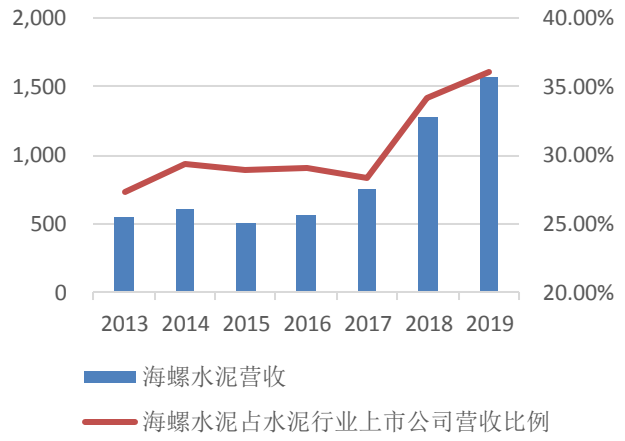
资料来源：世界银行，东海证券研究所

图 9 (家电龙头营收占行业上市公司收入比例，%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 10 (海螺水泥营收占行业上市公司收入比例，%)



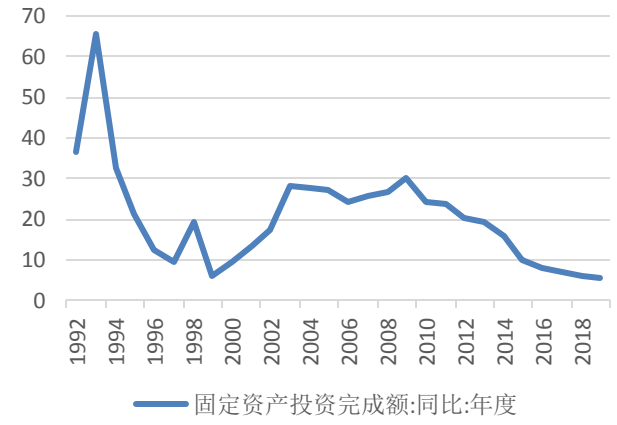
资料来源：Wind，东海证券研究所

1.3.投资以稳为主

中国投资增速在 2009 年见顶之后，持续下行，由高点的 30.4%降至 2019 年的 5.4%，但近几年回落的幅度逐渐减小，在经济下行压力较大的阶段，基建投资往往作为平衡经济增长的调节器，起到托底经济的作用。投资虽然会告别规模化增长的阶段，但加强“两新一重”建设，投资增速未来或将保持相对平稳。

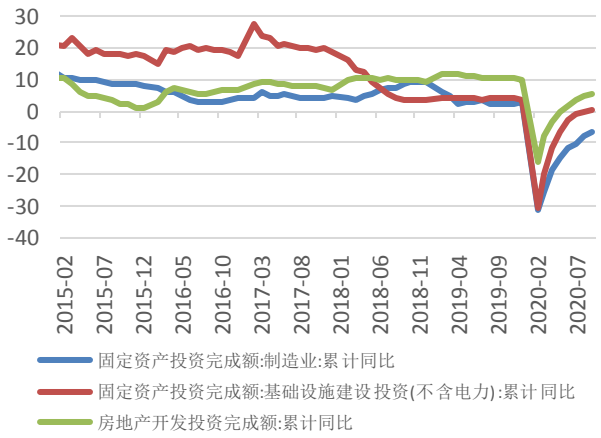
今年前三季度，固定资产投资累计同比 0.8%，前值-0.3%，投资增速转正。制造业投资同比-6.5%，前值-8.1%，制造业投资在疫情之后虽然持续修复，但修复的速度要明显低于基建以及地产。基建投资同比 0.2%，前值-0.3%，基建投资增速转正，今年地方政府专项债规模扩大，对基建资金来源形成了较大的支撑，9 月底地方债已发行全年额度的 86.5%，后续支撑力度或逐步减弱。此外今年情况较为特殊，明年专项债力度估计会小于 2020 年。房地产开发投资增速 5.6%，较前值上升 1.0 个百分点，当月同比上升 12.01%，较前值上升 0.23 个百分点，地产销售在疫情后持续走强，使地产企业资金回笼速度加快，支撑地产投资，但由于三道红线的压力，部分城市也出现了地产政策收紧的迹象，地产投资边际上升的力度可能会有所减弱，估计增速回落的可能性更大，但也不会失速大幅下滑，估计会稳定于相对较低增速水平。

图 11 (固定资产投资完成额同比，%)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 12 (制造业、基建、地产完成额累计同比，%)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

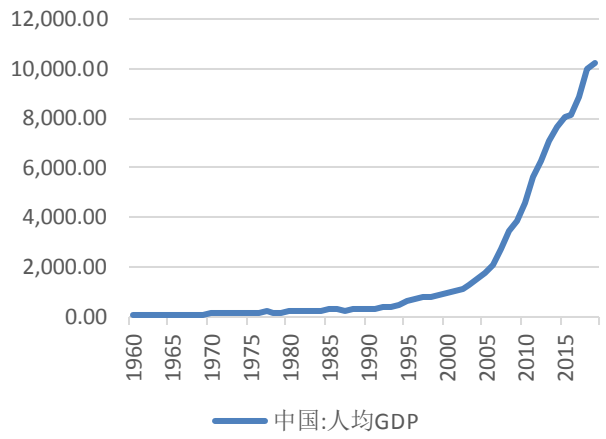
1.4.消费迎来升级扩张期

中国作为一个拥有 14 亿人口的大国，消费总量和消费水平总体不高。2019 年我国人均 GDP 已经超过 1 万美元，家庭消费将会进入相对较快的增长阶段。

与发达国家相比，我国消费有较大的提升空间。根据世界银行基于购买力平价测算出的不变价 GDP 以及最终消费支出，2018 年中国消费占 GDP 比重为 39.46%，美国、日本、德国、法国分别占 68.37%、50.96%、48.74%和 48.67%，均明显高于中国。

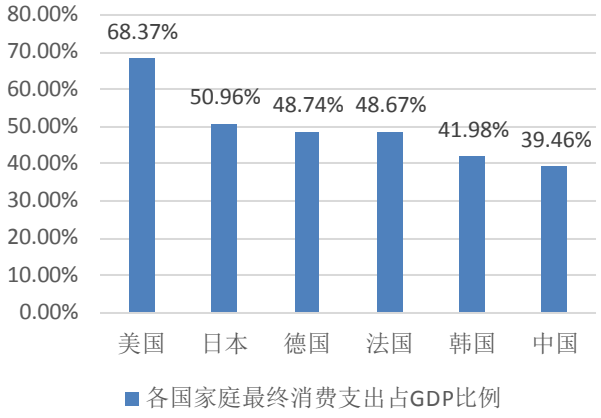
中国可以发挥超大人口基数、超大规模市场优势，发展新生代高品质、个性化、多样性需求，全面提高人民生活水平，使消费成为拉动经济发展的主动力。

图 13 (中国人均 GDP，美元)



资料来源：世界银行，东海证券研究所

图 14 (2018 年各国家庭最终消费支出占 GDP 比重，%)



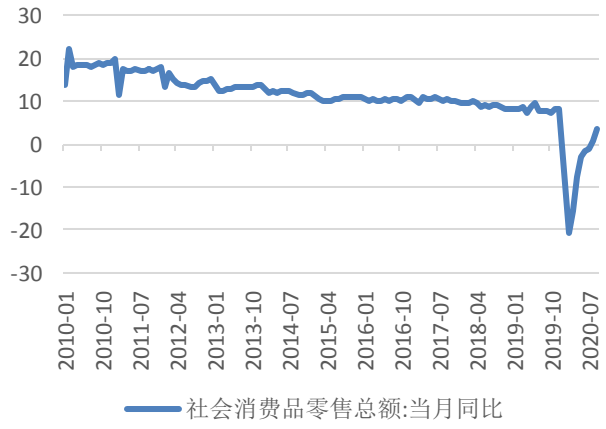
资料来源：世界银行，东海证券研究所

消费在疫情后初期受影响较大，居民对旅游、外出娱乐餐饮仍然持谨慎态度。随着国内疫情的逐步好转，消费正处于加速恢复的通道中。虽然部分地区时而会有零星的小规模本土确诊，但由于中国的防疫政策执行力度强，核酸检测速度非常快，零星疫情均在短时间内被扑灭，国内居民因疫情担忧而减少外出消费的情况越来越少。

进入下半年，消费的回升速度加快。9 月，社会消费品零售总额当月同比 3.3%，较二季度末上升 5.1 个百分点，实际当月同比 2.4%，较二季度末上升 5.3 个百分点。餐饮同比增速 1.9%，疫情之后首次转正，较二季度末大幅上升 14.8 个百分点。必选消费和可选消费出现了明显回升。9 月，当月汽车零售增速 11.2%，整个三季度均维持在两位数以上的增长。除汽车以外的零售增速 2.4%，较二季度末上升 3.4 个百分点。国内疫情控制良好，消费市场复苏在早期落后于工业生产及投资，后续有望发力维持较快的恢复速度。

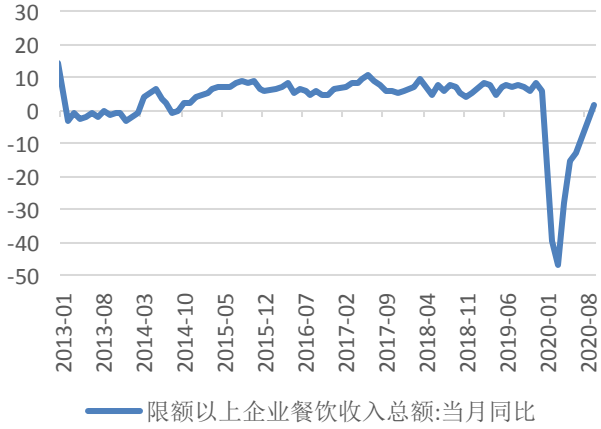
旅游业加速恢复。根据文化和旅游部发布的数据，2020 年国庆中秋八天假期，全国共接待国内游客 6.37 亿人次，按可比口径同比恢复 79.0%；实现国内旅游收入 4665.6 亿元，按可比口径同比恢复 69.9%。与端午节假期相比，恢复进度分别提高了 28 个和 39 个百分点。

图 15 (社会消费品零售总额当月同比，%)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 16 (餐饮收入当月同比，%)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

1.5.产业技术进步较快，但高端技术仍受制于人

中国制造业已经从起步阶段的简单模仿，发展到了具有一定技术水平和竞争力的全产业链大国。但是一些核心技术仍然受制于人，仍然会被“卡脖子”。要不受限制地实现国内大循环，需要加快自主创新研发力度，解决技术上的难点、痛点。

从进出口数据来看，高新技术产品很大一部分仍然依赖进口，进口量仍然在逐年增长，特别是集成电路已经超过原油进口金额。据统计，2018 年高新技术产品进口额为 6715 亿美元，较 2016 年增长 28.2%；2019 年受贸易战影响进口额略有下滑，为 6376 亿美元。其中，集成电路 2019 年进口额为 3056 亿美元，高于原油进口额的 2143 亿美元。

近年来，美国打着国家安全的幌子，限制中国自美进口高科技产品，先后对中兴、华为等高科技企业进行制裁，国内高科技产品生产受到了较大影响。我国要安全实现国内大循环，必须要突破高新技术瓶颈制约。

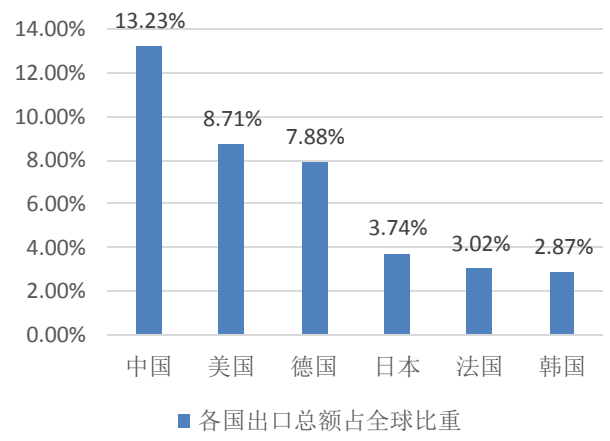
1.6.进出口规模全球第一，但仍在合理区间内

加入 WTO，融入全球经济体系，中国从全球化中受益，进出口总额 2013 年首次超越美国成为世界第一。据 WTO 数据，2019 年中国出口总额占全球出口总额的比例达到 13.23%，而美国、德国、日本分别仅占 8.71%、7.88%和 3.74%。

同时，2019 年中国净出口占 GDP 的比重为 2.94%，位于经济学上 3%的界线内，仍在一个相对合理的范围之内。因此，保持目前外贸规模从理论上来看仍处于合理区间，在总量上可以继续保持目前的占比。

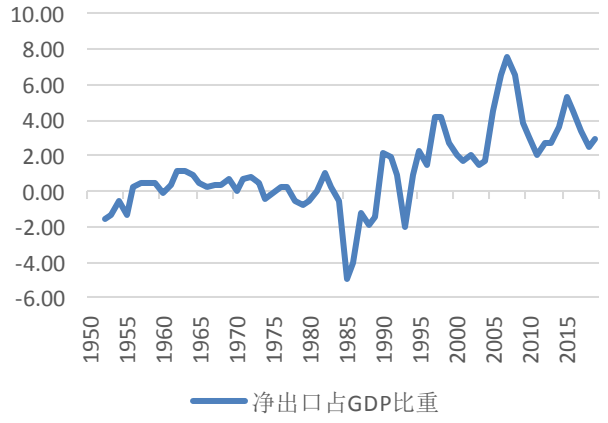
另外，全球化可以优势互补，优化资源配置，提高经济运行效率，国内、国际双循环要相互促进。以国内大循环为主体，并不意味着放弃外贸。未来需要继续扩大开放，营造良好的营商环境，吸引更多的外资进入中国市场，同时也让更多“中国产品和中国服务”走出去，促进国内国际双循环。

图 17 (2019 年各国出口总额占全球比重，%)



资料来源：WTO，东海证券研究所

图 18 (中国净出口占 GDP 比重，%)



资料来源：海关总署，国家统计局，东海证券研究所

1.7.利率可能会长周期走低

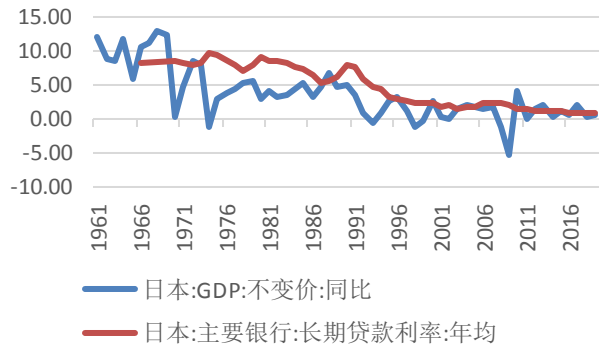
我国经济已经步入高质量发展阶段，未来经济长周期估计将换挡进入中速增长的阶段。在此阶段，随着经济增速的放缓，投资继续大规模扩张的可能性较小，投资利润率下行的可能性较大。而在此情形下，从行业间投资回报率平衡性要求看，从政府减轻实体企业的负担和降低成本看，利率有长周期下行要求。

从日本战后经济的发展情况来看，经济经历了高中低三挡增速的切换，利率也随之逐步下行，2019 年日本主要银行长期贷款利率年均仅为 0.95%。从韩国的发展情况来看，除了亚洲金融危机时期为了防止资本外流而大规模提高利率，自进入上世纪 80 年代以来，贷款利率同样处于下行周期中，2019 年韩国贷款利率为 3.45%。

随着货币政策由防疫时的总量宽松转为结构性宽松，LPR 自 3 月以来已经连续 7 个月按兵不动，DR001 也回升至 2%以上，十年期国债收益率回升至 3.1%-3.2%之间，利率上行也造成了企业发债的意愿明显下降。从目前趋势看，我国经济恢复较好，短期内货币政策保持相对稳定的可能较大，货币供应量主要看市场流动性情况“相机决择”的可能性较大，通过公开市场操作方式在市场流动性较大时减少货币供应，反之增加货币供应。

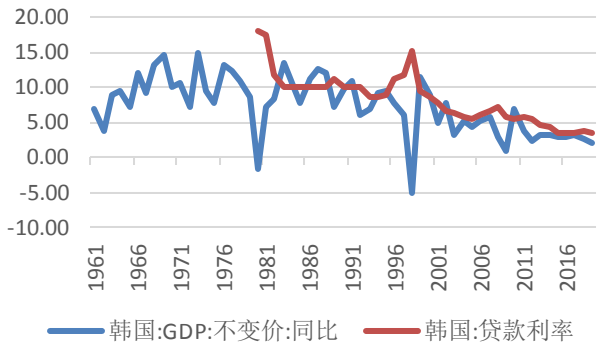
从长周期来看，我国经济增速或将进入中速增长阶段，企业平均投资回报率可能会有所下降。相应地，资金利率可能也会在长周期中总体呈现下行趋势，缩小与发达国家资金利率水平，使得金融行业和非金融行业获得更平衡的增长。

图 19 (日本 GDP 增速及主要银行长期贷款利率，%)



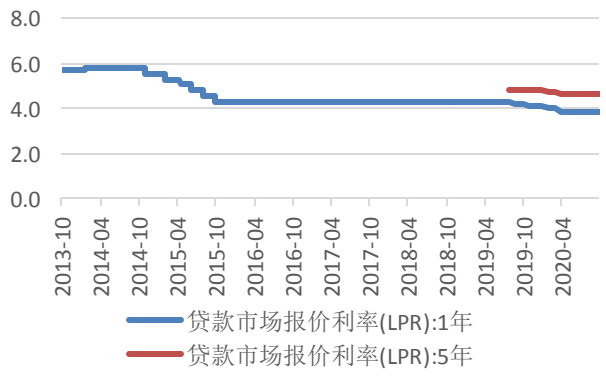
资料来源：世界银行，日本土地综合研究所，东海证券研究所

图 20 (韩国 GDP 增速及贷款利率，%)



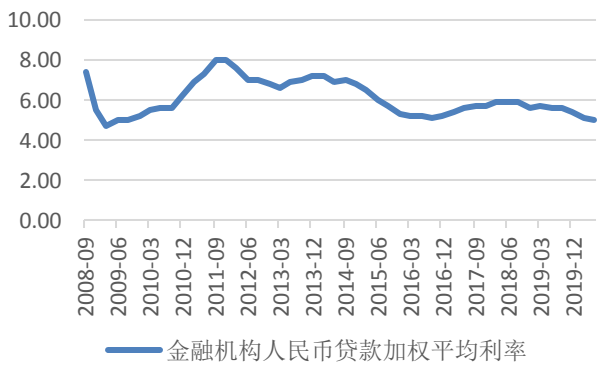
资料来源：世界银行，东海证券研究所

图 21 (一年期及五年期 LPR 利率，%)



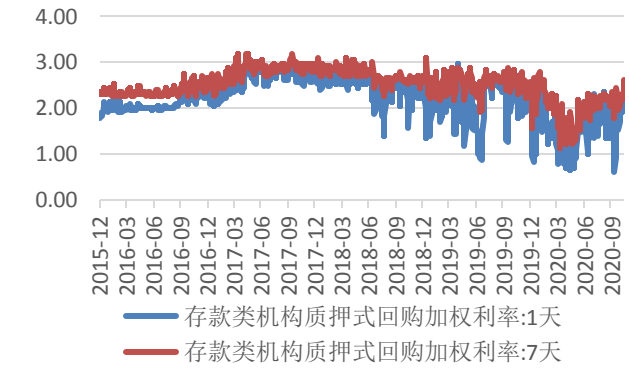
资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

图 22 (金融机构人民币贷款加权平均利率，%)



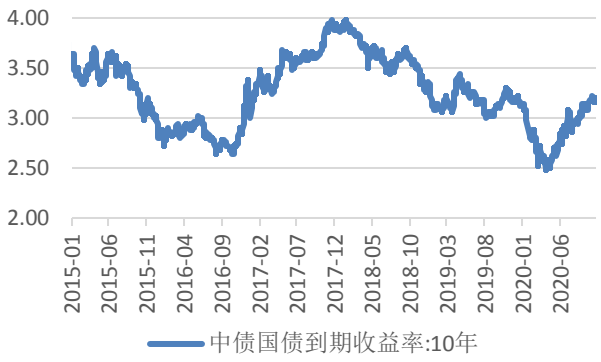
资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

图 23 (存款类机构质押式回购加权利率，%)



资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

图 24 (中债国债到期收益率 10 年期，%)



资料来源：中债估值中心，东海证券研究所

1.8.人民币有长周期升值可能

人民币自 6 月初以来进入升值通道，由 7.1 左右升至近期的 6.7 以下。虽然央行近期对逆周期因子有所调整，同时决定将远期售汇业务的外汇风险准备金率下调为 0，或意在避免人民币短期内快速升值，对出口造成压力。但我们从经济周期、财政以及货币等因素来看，人民币或有长周期升值的可能。

中国经济新的大周期可能正在开启，估计会摆脱近年来经济增速缓慢下行的趋势，疫情影响下 2020 年或成为中国中长期经济增长的底部，未来经济有望实现量的增长和质的提升。同时，中国疫情情况控制较好，在全球各个经济体中最先复苏，很有可能成为今年全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，总体利多人民币。

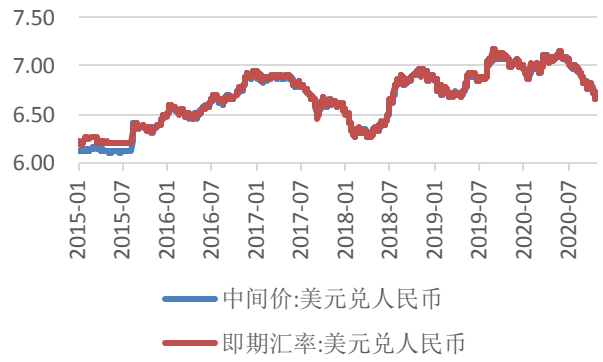
从财政空间来看，与美国相比，中国财政仍有空间，而美国政府债务占 GDP 比例在 2020 年已超 100%。美国财政部 10 月 16 日发布的数据显示，受大幅增加财政支出应对新冠疫情影响，2020 财年美国财政赤字达到创纪录的 3.13 万亿美元，远高于上一财年的 9844 亿美元。

为了缓解美元流动性紧张、避免出现金融系统风险，以及对美国财政刺激计划提供支持，美联储在疫情之后重新扩表。截至 2020 年 10 月 28 日，美联储资产负债表已扩至 7.15 万亿美元。虽然扩表的速度较第一波疫情期间有所放缓，但由于美国疫情仍然严峻，后期经济复苏仍需要货币政策的支持，货币政策短期内收紧的可能性较低，美元大规模的超发，或持续给美元形成压力。

中美利差较大。自 2019 年年初以来，随着美联储加息节奏的放缓，以及疫情的突然到来，导致美联储重新降息至 0-0.25%区间。美国疫情控制较差，经济恢复情况要弱于中国，晚于中国，货币政策近期保持宽松的可能性较大。2020 年 11 上旬，中美十年期国债利差维持在 200 个基点以上。即使没有疫情的发生，中美国债利率也通常会有 100 个基点以内的利差，在经济社会稳定的情况下，会吸引美元资本进入中国，从而利多人民币。

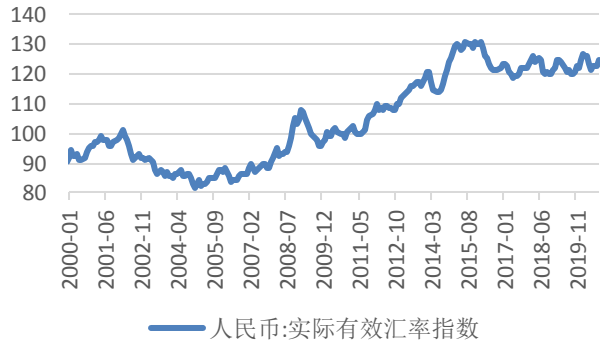
从目前的情况看，拜登当选美国总统是大概率是事件。拜登如果就任美国总统，估计会加大新冠疫病的控制力度，为美国经济尽快恢复打下基础，并可能会推出给富人加税、增加基建投资、放开一些移民限制等措施，估计美国经济会有所好转，美元稳定性可能会有所增加，贬值速度可能会有所放缓，并且不排除短期升值的可能，但总体贬值趋势可能难以避免，而且美国参众两院分裂，其新政能否顺利推行还有较大未知数。

图 25 (美元兑人民币汇率)



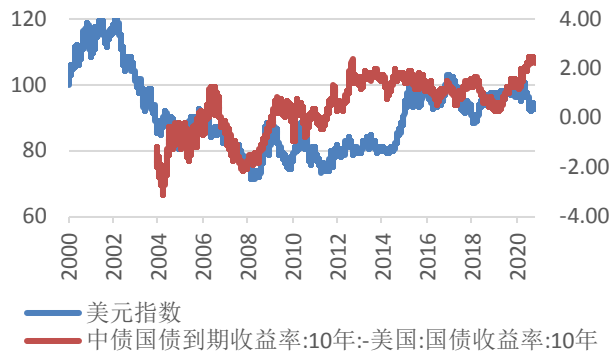
资料来源：中国人民银行，中国货币网，东海证券研究所

图 26 (人民币实际有效汇率指数)



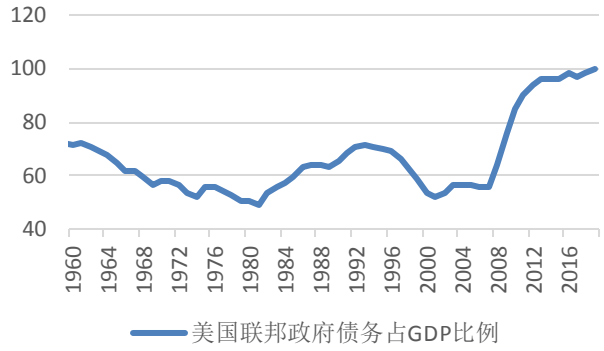
资料来源：国际清算中心，东海证券研究所

图 27 (美元指数及中美利差，%)



资料来源：倚天财经，东海证券研究所

图 28 (美国联邦政府债务占 GDP 比例，%)



资料来源：美国经济分析局，美联储，东海证券研究所

1.9.五中全会确定远期发展目标

十九届五中全会于 2020 年 10 月 26-29 日在北京举行，会议审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》。

全会提出了“十四五”时期经济社会发展六大主要目标：经济发展取得新成效，在质量效益明显提升的基础上实现经济持续健康发展，增长潜力充分发挥，国内市场更加强大，经济结构更加优化，创新能力显著提升，产业基础高级化、产业链现代化水平明显提高，农业基础更加稳固，城乡区域发展协调性明显增强，现代化经济体系建设取得重大进展；改革开放迈出新步伐；社会文明程度得到新提高；生态文明建设实现新进步；民生福祉达到新水平；国家治理效能得到新提升。总体来看，经济增长将更注重质。

十二大看点中，以科技创新为首。全会提出，坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑。科技创新提高全要素生产率将成为高质量发展的重要源动力。此外，产业升级、扩大内需、全面深化改革等等均是十四五计划中的重点。

11 月 1 日出版的《求是》杂志中刊登了习近平主席的重要文章《国家中长期经济社会发展战略若干重大问题》。文章中提到，大国经济的优势就是内部可循环，牢牢把握扩大内需这一战略基点，使生产、分配、流通、消费各环节更多依托国内市场实现良性循环，国

内循环越顺畅，越能形成对全球资源要素的引力场，越有利于构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

中国已经进入了高质量发展阶段，经济增长速度的要求已被淡化，质量上的提高更符合现阶段经济社会的要求，经济发展更需要科技创新和体制创新来提高经济潜在的增长动力。远期来看，依靠双循环的发展战略，中国将跨入经济腾飞的年代。

1.10.“双循环”下可能发展趋势

中国自加入国际大循环以来，充分享受了全球一体化所带的红利，但是在经济飞速发展的过程中也产生了一些问题。中国制造业虽然十分强大，产业链也比较齐全，但产业链核心技术很难转移到国内，主要关键技术仍被国际巨头控制，加工贸易仍然占了相当大的比重，资源和市场均在海外，中国制造商只赚了代工费用，相当大比例的利润仍然捏在品牌方手中，长期从事代工以及生产低附加值产品也造成了核心技术的缺乏，间接导致了目前高科技技术被美国“卡脖子”的局面。

另一方面，中国出口导向的情况下，以美元为主的外汇占款带来的人民币投放被动扩大，货币政策很大程度上受制于美元流入。而且，追踪美元的来源，相当于美国财政部通过发行美元国债，以美元纸币换取了中国制造产品，用于其国内建设或国内消费。通过出口换来的美元，相当于用国内制造换来了美元纸币，而中国政府消费、社会消费发展速度就相对较慢，消费水平难以提高。

此外，由于对高科技产品出口和对中国在美国等地投资的限制，中国对外消费美元的渠道有限，多数情况下只能用于购买美债，一旦美国出现经济金融危机、美元大幅度贬值等风险，中国拥有的美元资产损失会非常大。

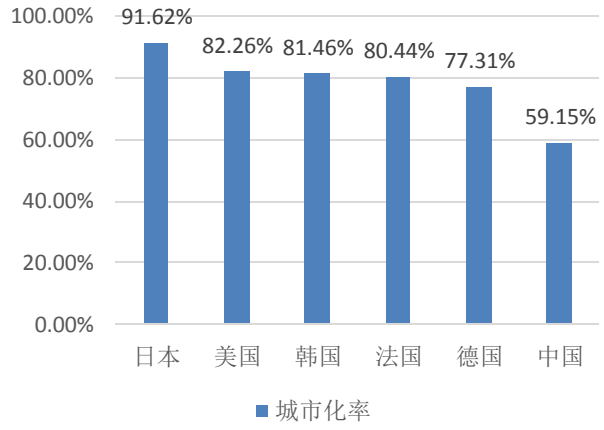
以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的战略方针，可以减少美元对人民币发行的影响，增强政府和社会消费能力，提高人民大众的消费水平，将逐步化解以上风险。

从目前的形势看，我国在“双循环”发展形势下，经济发展的重点可能在：一是提升人民生活标准，提高消费水平，扩大消费总量。二是加大技术创新，突破关键技术，实现高技术产品的自给。三是保持进出口相对稳定，国内国际相互促进。四是完善金融体系，增强金融业服务实体经济水平，提升金融业国际竞争能力。

具体措施上，在增加政府性支出水平、加大技术创新力度、提高消费水平的同时，可能需要通过城市化优化资源配置。

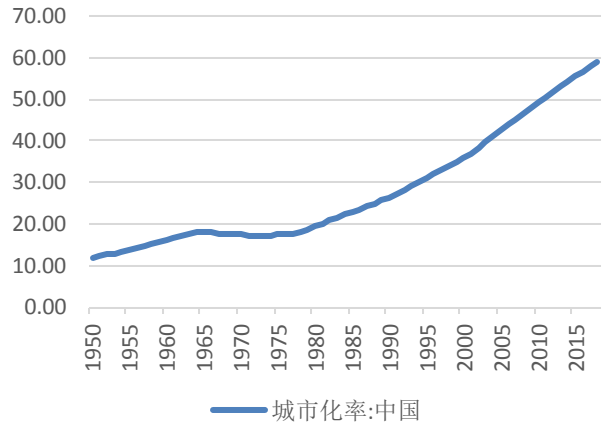
中国自上世纪 80 年代以来，随着工业化的发展，农村人口不断向城市涌入，城市化率不断提高，已由 1980 年的 19.36%升至 2018 年的 59.15%。但相对于发达国家来说，城市化率仍然明显不足，日本、美国、韩国、德国 2018 年的城市化率分别达到 91.62%、82.26%、81.46%和 77.31%，中国还有较大的提升空间。

图 29 (2018 年各国城市化率，%)



资料来源：联合国，东海证券研究所

图 30 (中国城市化率，%)



资料来源：联合国，东海证券研究所

2.短期估计将在相对稳定的经济条件下迎来较高增速

2.1.通胀或前低后高

本轮猪周期已临近尾声，猪肉价格已经有所回落，随着供给的回升，猪肉价格未来面临下行的概率较大，从基数上来看，明年通胀压力不大。

22 省市猪肉平均价格自去年高点 56.02 元/千克最低回落至 45 元以下，此后随着疫情好转，餐饮需求回升导致猪肉价格出现了一定的反弹，最高反弹至 53 元左右，但随着猪肉供给的恢复，猪价近期又回落至 47 元左右。从农村农业部公开发言中称，8 月能繁母猪存栏同比已回升至 37.0%，远高于去年同期的-39.0%。预计供给回升将持续至明年，届时猪价将稳步回落。

受猪价回落等因素影响，CPI 从高位持续下行。2020 年 1 月 CPI 达到 5.4%，创了近 9 年以来的新高，此后逐步下行，10 月已跌至 0.5%，自 2017 年 3 月以来首次回到“1 时代”，主要由于 CPI 分项中猪肉价格同比涨幅由 2 月最高点 135.2%回落至 10 月的-2.8%。预计 2020 年，猪肉价格对 CPI 的拉动总体处于负值区间的可能性较大。

总的来看，CPI 在 2020 年四季度将继续下行，低点或将出现在明年一季度，不排除回落至 0%以下的可能，明年的中枢或在 1-1.5%左右。

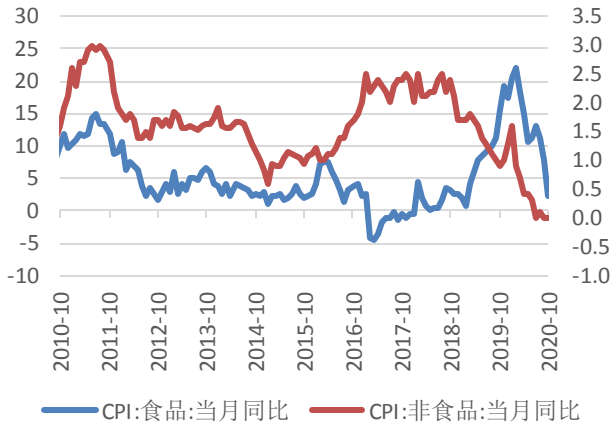
2021 年下半年，全球疫情预计已经转好，全球经济疫情之后可能会全面复苏，在全球应对疫情而采取的宽松货币政策暂未退出之际，通胀可能会得到明显推升，或将传导至国内，并给我国通胀带来一定压力。

图 31 (CPI 当月同比，%)



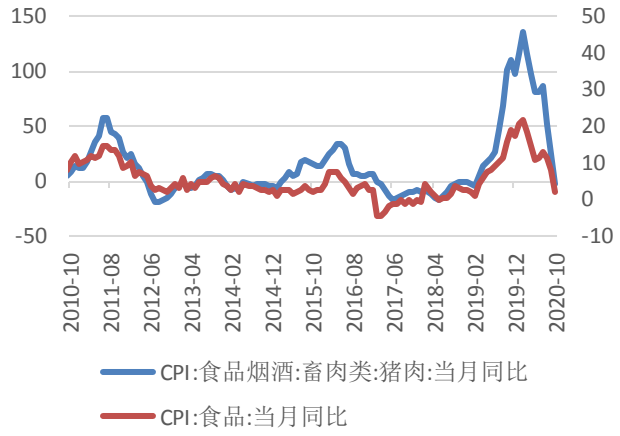
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 32 (CPI 食品及非食品当月同比，%，%)



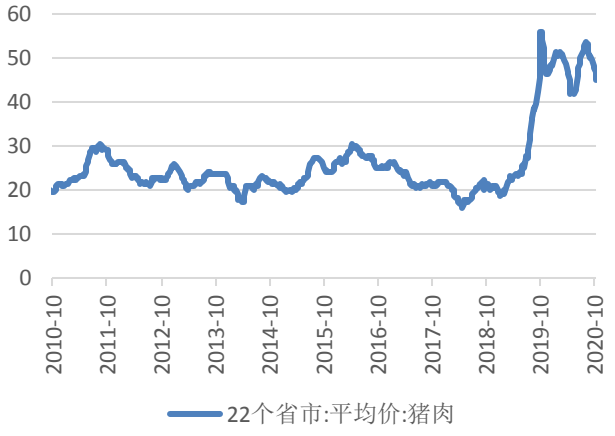
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 33 (CPI 猪肉当月同比，%)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 34 (22 省市猪肉平均价，元/千克)



资料来源：中国畜牧业信息网，东海证券研究所

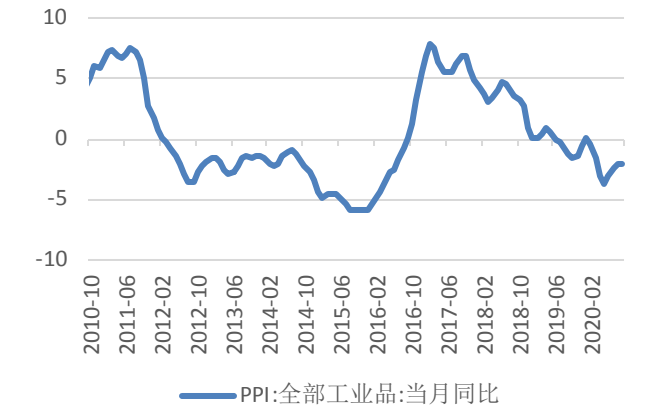
PPI 通缩压力减轻，未来有望延续上行。疫情之前，PPI 曾处在上升通道，经历了 6 个月的通缩之后，在 2020 年 1 月同比回正，但受疫情影响，5 月 PPI 最低跌至-3.7%。此后，随着国内疫情的好转，经济逐步恢复，大宗商品价格也逐步稳定向上，10 月 PPI 跌幅收窄至-2.1%。现阶段商品价格的决定因素不在供给端，而在需求端，内需相对稳定，外需短期受第二波疫情影响可能会一定的扰动，但长期来看，全球疫情结束后均面临经济的重建，届时外需或将发力。同时全球货币宽松的情境下，对商品价格也形成了一定的支撑。预计 PPI 同比在明年将回正。

经济回升后，大宗商品价格多数上涨。2020 年 9 月，上期有色金属价格指数月均为 3041.7 点，年内低点为 2504.14；水泥价格指数月均为 143.37，年内低点为 137.66；螺纹钢期货月均价格 3629.68 元/吨,年内低点为 3316.67 元/吨；环渤海动力煤 Q5500k 综合平均价格指数为 547 元/吨，年内低点为 527.5 元/吨。

油价低位震荡，明年下半年或有所回升。疫情影响下，全球原油需求陷入低迷，虽然 OPEC+在 4 月达成减产协议，但仅能维持原油价格不继续下探，而且从现在疫情发展情况来看，原定第一阶段减产力度到今年年底结束很有可能需要延长。全球需求不足是阻碍原油价格回升的最重要原因，明年一季度后疫情或明显好转，全球经济可能明显复苏，届时

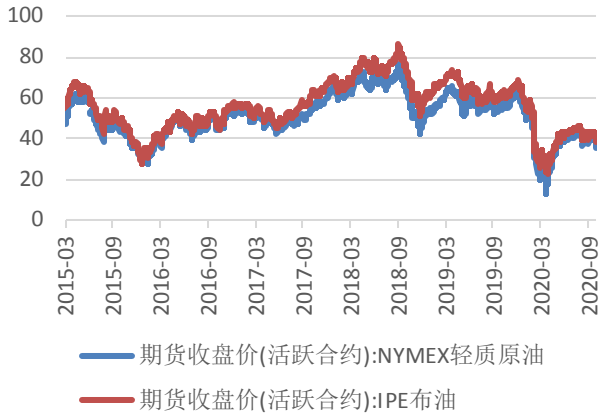
商品价格和原油价格可能会出现一定回升。总的来看，2021 年二季度之前，通胀并非政策关注的重点，对货币政策的约束也相对较小。

图 35 (PPI 当月同比，%)



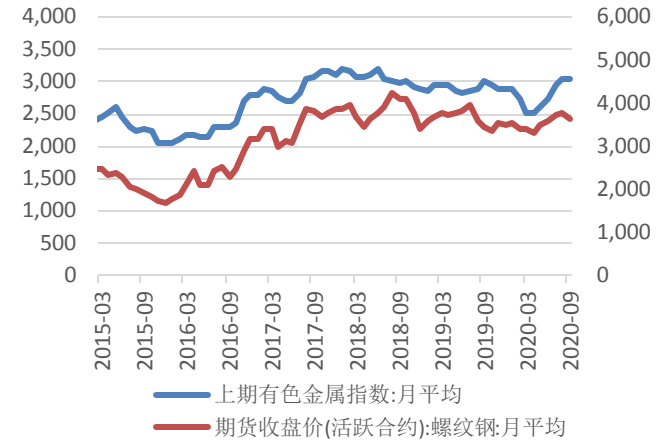
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 36 (原油价格，美元/桶)



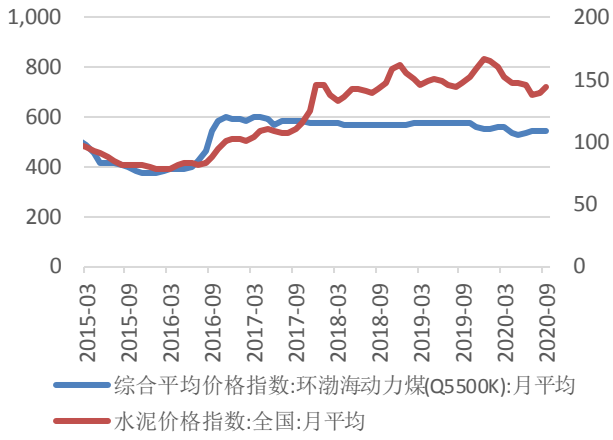
资料来源：NYMEX，IPE，东海证券研究所

图 37 (上期有色金属指数及螺纹钢期货价格，点，元/吨)



资料来源：上海期货交易所，东海证券研究所

图 38 (动力煤及水泥价格指数，元/吨，点)



资料来源：秦皇岛煤炭网，中国水泥网，东海证券研究所

2.2.货币政策估计保持相对稳定

货币政策以稳为主。随着国内疫情控制良好，经济稳步复苏，货币政策不太可能会更宽松。目前，货币政策已没有上半年宽松，有一点结构性收缩，但也没有全面收紧，近四个月连续超额续作 MLF，累计净投放 1.05 万亿元中长期资金。总体上看，货币政策估计仍会以维持相对合理的流动性水平为重点，保持相对中性略偏宽松的基调。但若下半年通胀受全球经济复苏影响出现明显上行，不排除货币政策收紧的可能。

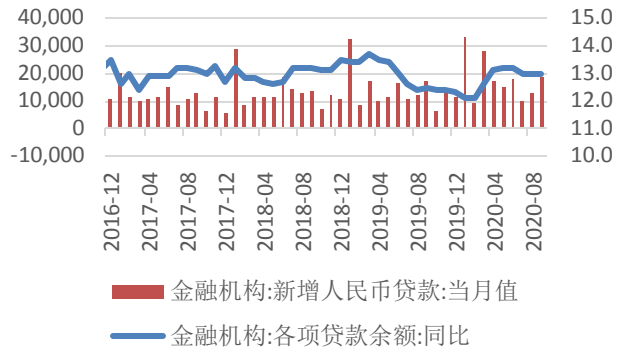
从金融数据看，2020 年 M1、M2 增速明显高于去年。9 月末，M2 同比增长 10.9%，增速比上年同期高 2.5 个百分点；M1 同比增长 8.1%，增速比上年同期高 4.7 个百分点，企业资金流动性明显转好。2020 年前三季度，新增人民币贷款 16.26 万亿元，已接近去年全年新增规模，远高于去年同期新增规模。实体经济新增中长期贷款 11.85 万亿元，占当期各项新增贷款规模的比重为 72.9%，其中，企业部门中长期贷款新增规模达到 7.25 万

亿元。前三季度，新增社融规模 29.62 万亿元，已超去年全年规模，社融存量增速达到 13.5%，而去年同期仅为 10.67%，社融结构也在继续优化。

2020 年，企业债券融资和政府债券融资大幅增长双双超过 20%，信贷、债券融资较快增长对经济恢复和增长起到重要作用，我国经济恢复情况领先全球，对经济增长和资本市场形成一定利好。

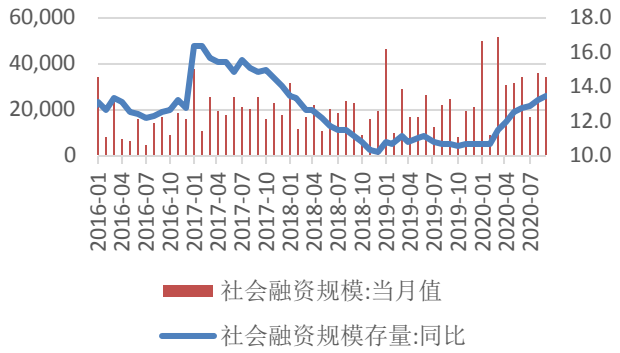
此外社会融资规模和信贷增加，宏观杠杆率有所上升。对此，人民银行调查统计司司长阮健弘表示："宏观杠杆率的回升是宏观政策支持疫情防控和国民经济恢复的一个体现，应该允许宏观杠杆率有阶段性的上升，扩大对实体经济的信用支持"。说明央行提高了对杠杆率短期上升的容忍度。但明年全球疫情得到控制以后，估计会保持杠杆率相对稳定，甚至有所收缩，2021 年 M2、社融增速等金融数据大概率回归正常，低于 2020 年。

图 39 (M2 及 M1 同比增速，%)



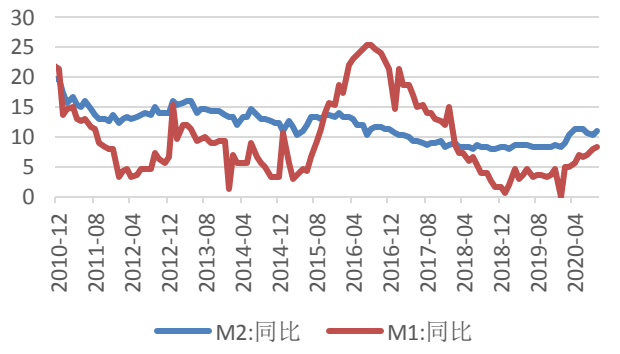
资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

图 40 (当月新增人民币贷款及存量增速，亿元，%)



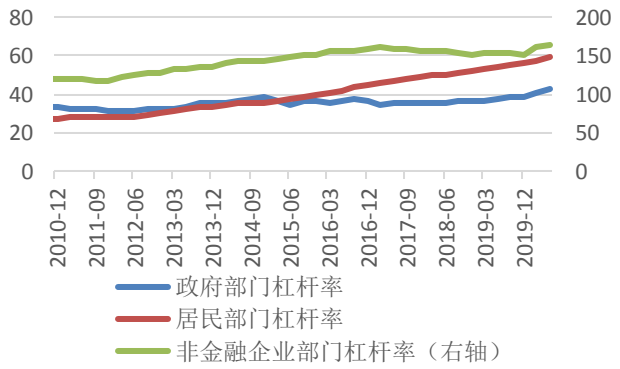
资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

图 41 (当月新增社融规模及存量增速，亿元，%)



资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

图 42 (政府、居民、企业部门杠杆率，%)



资料来源：国家资产负债表研究中心，东海证券研究所

2.3.财政支持力度或将有所减弱

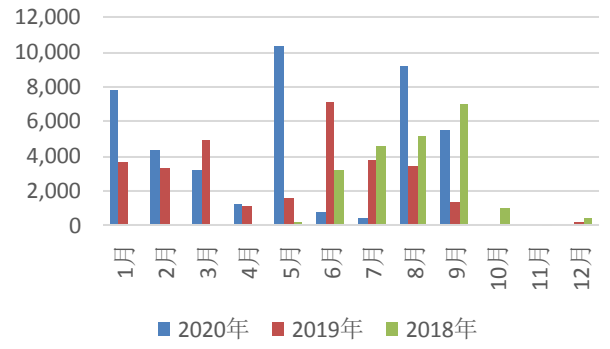
2020 年为了应对疫情，财政支持规模较大。目前抗疫特别国债 1 万亿元已发行完毕，截至 9 月底地方债也已完成发行全年额度的 86.5%，较去年多增减税降费 5000 亿元、财政赤字多增 1 万亿元，均对稳经济、保就业形成了有力的支撑。

随着经济的好转，财政收入增速持续回升。3 月，财政收入同比仅为-26.11%，9 月已回升至 4.53%。财政支出增速随着财政支持减少边际减弱，7 月高点为 18.46%，9 月已回落至-1.11%。

总的来看，国内疫情控制较好，经济也已明显回升。在经济已稳的情况下，不宜继续进行大规模的财政刺激，财政支持力度或恢复疫情前的节奏，由“加杠杆”转向“稳杠杆”，后续地方政府投资仍会适度增加，地方政府债务仍然会强调开“正门”，堵“偏门”。

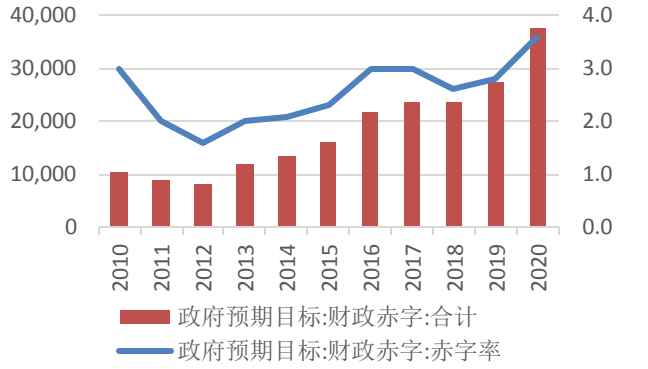
预计明年新增地方政府专项债额度或略高于 2019 年，但低于 2020 年，可能在 3 万亿元左右。财政赤字率或会小幅下调，或在 3%左右。

图 43 (新增地方政府专项债月发行额，亿元)



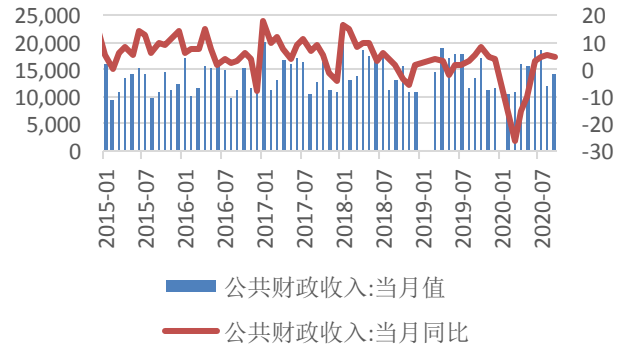
资料来源：财政部，东海证券研究所

图 44 (目标财政赤字额及赤字率，%)



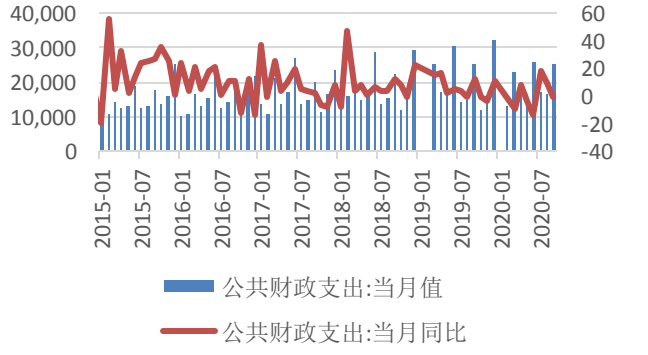
资料来源：国家发改委，东海证券研究所

图 45 (财政收入当月值及同比，%)



资料来源：财政部，东海证券研究所

图 46 (财政支出当月值及同比，%)



资料来源：财政部，东海证券研究所

2.4.出口超预期持续难度较大

由于中国疫情控制较好，也没有第二波疫情，产业链在一季度后迅速恢复，同时国外疫情仍在蔓延，停工现象比较普遍，中国产业链较为齐全，承接了部分产业链的转移，全年出口形势较好。

据海关总署统计，2020 年前三季度，以美元计价，出口累计同比 0.8%，去年同期为-0.02%，进口累计同比-3.1%，去年同期为-4.69%，贸易顺差累计 3260.5 亿美元，去年同期为 2943.4 亿美元。

防疫物品仍然支撑出口。虽然防疫物品出口增速较二季度有所回落，但对比去年同期，仍处在高位，同时国外疫情二次爆发，若疫情继续持续，短期防疫物品仍将对出口有明显支撑。医疗仪器及器械、纺织纱线织物 9 月出口同比增速已由高点 99.96%和 77.34%回落至 30.9%和 34.69%，但仍明显高于去年同期的 7.84%和-7.88%。

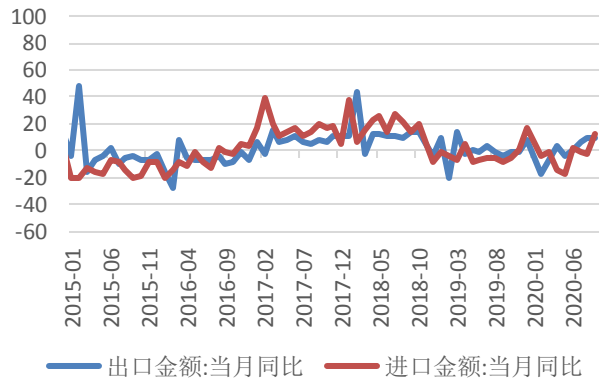
分国别来看，疫情之后对美国以及东盟出口增速回升速度要快于对欧盟以及日本。9 月，对美国及东盟出口同比增速分别为 20.54%和 14.40%，同期对日本及欧盟出口同比增速仅为-2.71 和-7.77%。入秋以来，随着天气降温，欧洲迎来第二波疫情，主要国家日新增确诊数量均超前期高点，部分国家部分城市重新采取了封城停工措施，短期对欧盟的出口会造成一定影响。

全球外需虽然仍有风险，但已在逐步转好。有全球经济增速“金丝雀”之称的韩国出口增速 4 月跌落至最低点-25.6%之后，9 月已回正至 7.6%，显示全球贸易正逐步复苏，短期疫情虽会有一定的扰动，但“至暗”的时刻或已过去。

整体来看，我国疫情控制较好，经济恢复较快，国内产业链承接了一部分国外的生产，以及防疫用品、宅家用品的高增，支撑了年内的出口，2020 年全年进出口贸易表现良好，全年顺差的规模大概率将高于 2019 年。

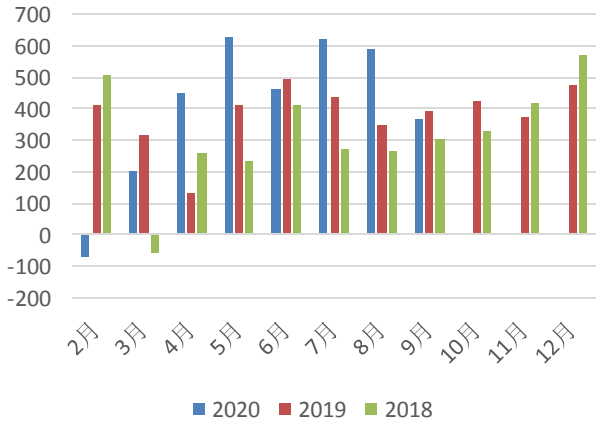
2021 年疫情影响或逐步减弱，部分低端制造业仍将回流至劳动力成本相对较低的国家，由于中国在全球产业链的地位无可替代，出口仍将保持相当的规模，另一方面外需或将逐步转好，两者叠加影响下，2021 年进出口或相对平稳，估计净出口小于 2020 年的可能性较大。

图 47 (进口出口金额当月同比，%)



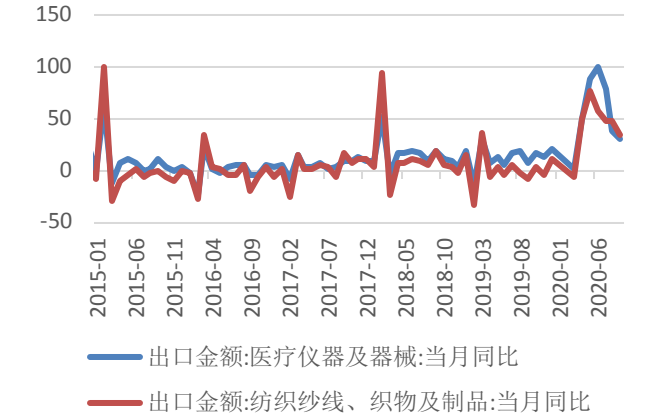
资料来源：海关总署，东海证券研究所

图 48 (2018-2020 年逐月贸易差额，亿美元)



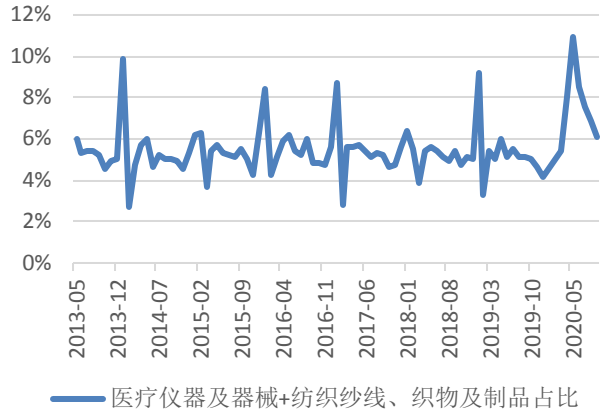
资料来源：海关总署，东海证券研究所

图 49 (医疗仪器、纺织纱线织物出口金额当月同比，%)



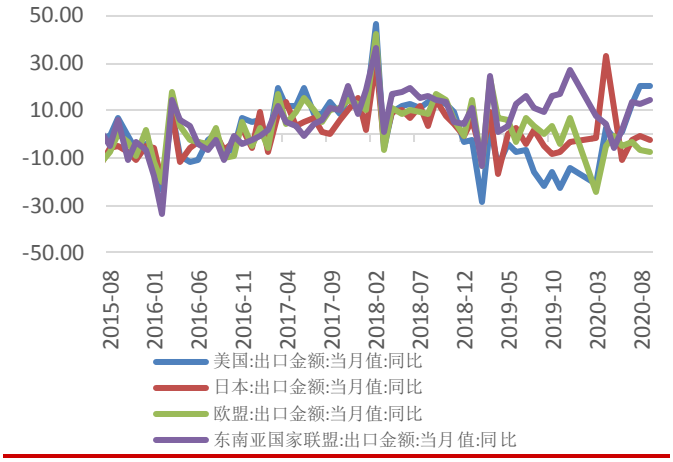
资料来源：海关总署，东海证券研究所

图 50 (医疗仪器、纺织纱线织物占出口比重，%)



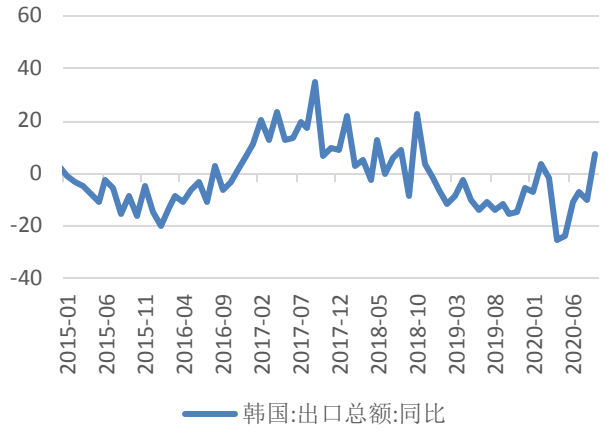
资料来源：海关总署，东海证券研究所

图 51 (中国对美、欧、日、东盟出口金额同比，%)



资料来源：海关总署，东海证券研究所

图 52 (韩国出口金额同比，%)



资料来源：韩国国际贸易协会，东海证券研究所

2.5.短期 GDP 同比增速估计相对较高

2020 年，一季度我国 GDP 出现了罕见的负增长，在此之后中国从疫情中的恢复速度领先全世界，充分体现了制度体制上的优势。上半年供给端的恢复较快，下半年需求端也加速恢复，预计四季度 GDP 增速可能恢复至 5%以上。

2021 年，稳定经济的基建增速可能会有所回落，但“两新一重”为代表的新基建仍会继续发力，为未来的高质量发展创造基础，而面对美国在高科技技术上的限制，中国会继续加大自主创新的研发能力，高新技术产业仍将快速发展。进出口今年持续超预期，明年疫情好转，抗疫物品支撑或将有所回落，低端产业链可能会一定的外迁，净出口对经济的支撑力度估计会有所减弱。消费虽然受到房贷的挤压，但政策上拉动内需的方向明确，中国拥有庞大的消费市场，消费可扩展的空间仍比较为广阔。总体上来看，经济增速进入中速增长阶段的可能性较大。

受基数影响，明年一季度 GDP 增速可能创近年以来新高，之后将逐季回落。我们预计明年的 GDP 增速或将在 7-8%左右，但如果去除 2020 年低基数影响可能在 5%左右，比 2020 年的低点高，比此前年份低，进而进入 5%左右的中速增长阶段。

十四五规划将创新放在首要目标，未来高技术自主可控产业发展可能会保持较快速度。从产业发展来看，传统制造业将继续转型升级，淘汰落后产能，重在提高生产效率；以 5G 通信、半导体、新能源汽车、光伏等为代表的新兴产业将继续加速发展。长期来看，通过科技创新实现产业升级是中国经济转向高质量发展的重要因素之一。

3.全球经济或将进入全面恢复期

3.1.全球爆发规模更大的第二波疫病

3.1.1.西方主要经济体疫病再创新高

新冠疫情爆发，对全球经济社会和政治格局都造成了深刻的冲击。2020 年 3 月 11 日，新冠肺炎被世界卫生组织列为疫病流行最严重级别的全球大流行。截至 2020 年 11 月 15 日，全球新冠肺炎累计确诊病例达 5500 万例，每日新增确诊病例维持在 50 万例附近，累计死亡人数达 132 万。目前，全球疫情每日新增仍处于疫情以来的高位，总体还未出现明显拐点，其中美国最为严峻，新冠肺炎每日新增已突破 16.5 万例。疫病规模远超 2009 年墨西哥 H1N1 流感、亚洲流感 H2N2 和香港流感 H3N2，仅次于 1918 年在全球流行的西班牙大流感。

我国作为全球第二大经济体，针对新冠肺炎，严防严控高度戒备，力争在发现源头遏制疫情进一步蔓延，最初虽然有一个恐慌性爆发阶段，但早已实现有序可控。截至 2020 年 11 月 15 日，中国新冠肺炎累计确诊病例 8.63 万例，目前每日新增确诊数量维持在 15 例左右，且新增确诊病例中绝大多数来自于境外输入型病例。我国虽因疫情受到了明显的冲击，但相比许多仍处于疫情加重趋势的国家来看，经济已经处于稳步复苏的态势中，并基本步入常态化发展。

国外特别是西方国家新冠疫病发展却超预期地严重。目前美国和欧洲多国分别处于疫病的第三波和第二波爆发阶段，新增病例仍处高位。前期确诊数量排名靠前国家中，印度和巴西则处于第一波疫情回落的趋势中，目前尚无明显进一步恶化的迹象。但新冠肺炎传播范围广，影响深远，防控若不能做到根治，依旧不可排除死灰复燃再次爆发的可能性。

（1）美国第三波疫情爆发的形势较为严峻，每日新增病例数不断创出新高，日新增病例已超过 10 万例，目前并未得到明显控制的迹象。2020 年 11 月，美国单日新增最高已经超 16.5 万例，已远超第二波波疫情的峰值（2020 年 7 月 24 日，7.84 万例），截至 11 月 15 日，累计确诊人数达 1122.6 万例，累计死亡人数达 24.6 万。预计 2020 年四季度美国经济复苏的进程会因三次疫情爆发而明显放缓。

（2）欧洲多国近期迎来新冠肺炎第二波疫情新增确诊人数的爆发式增长，疫情严重程度明显超过第一波疫情，且多国也紧急采取了比之前更严格的管控措施，但近日每日新增确诊数量有明显回落，拐点或已经出现。截至 2020 年 11 月 15 日，俄罗斯、法国、西班牙、英国与德国五国累计确诊病例分别为 192 万例、198 万例、150 万例、137 万例和 80 万例，新增确诊人数分别为 2.2 万例、2.7 万例、2.0 万例、2.5 万例和 1.4 万例，目前欧洲国家中，法国疫情最为严峻。

10 月 28 日，德国联邦政府和各州政府达成协议，为避免陷入全国性卫生紧急状况，德国将从 11 月 2 日起关闭餐馆、酒吧、影剧院、游乐场、健身房、美容院等餐饮和文体设施至 11 月底，但餐馆外卖、理发服务不受影响。专业体育赛事可在无现场观众条件下

进行，零售与批发商店可在遵守卫生、限流条件下营业，各州中小学和幼儿园可按当地防疫政策保持开放。

10 月 28 日，法国总统马克龙发表电视讲话，承认法国正面临“突然加速，更为严重和致命”的第二波疫情的考验，近乎全境超过警报阈值。马克龙宣布，法国拒绝“群体免疫”思路，将于 10 月 30 日再次启动全国封锁政策，新措施将至少实行到 12 月 1 日，政府将每隔 15 天对措施效果进行评估，以决定后续措施。

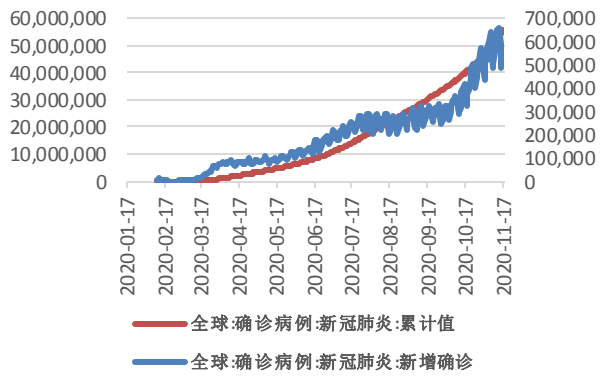
11 月 1 日，英格兰地区将开始实施第二次全面封锁，时间长达一个月。英国首相约翰逊宣布，英格兰将在 11 月 5 日起实施部分封锁措施，非必要的商店及场馆将需要关闭；英格兰地区封锁措施将长达 4 周，直至 12 月初。

预计欧洲多国服务业和消费将受到明显影响，欧洲经济的复苏也将由于第二波疫情的蔓延会有所放缓。

（3）印度和巴西的新冠疫情目前得到一定的控制，新增确诊数量出现了较为明显的拐点，较上一波峰值回落明显，疫情总体处于消退的趋势中。目前并无继续第二次疫情爆发的迹象，但未来仍不排除疫情有意外恶化的可能。截至 2020 年 11 月 15 日，印度和巴西新冠疫情累计确诊数量分别为 885 万例和 586 万例。印度每日新增确诊数量由 9 月 17 日 9.8 万例下降近 2/3，目前每日新增徘徊在 3.5 万例附近；巴西每日新增确诊数量由上波疫情峰值 7 月 29 日的 7.9 万例每日新增确诊大幅回落至目前的 1.4 万例附近，回落趋势明显。

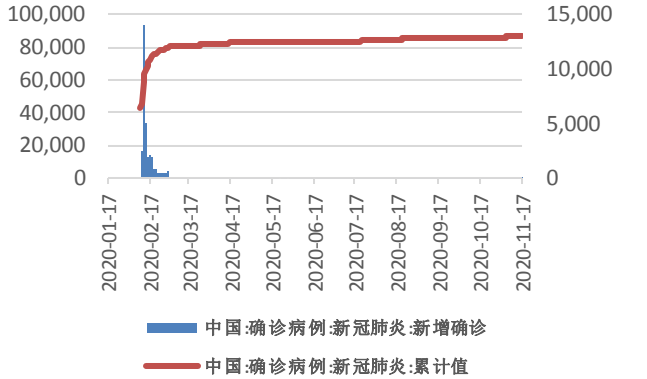
总体来看，全球新增病例向上趋势尚未反转，中国已度过了疫情最危难的阶段，防范意识和试剂检测、治疗设备的供应状况逐步改善和民众的积极配合，疫情已基本得到控制。而欧美多国疫病拐点尚需等待，当前欧洲疫情升级叠加进一步严厉的封锁措施使得复工和需求的回暖进一步受阻，或导致 2020 年四季度的增长率放缓。欧股在今年一季度疫情集中爆发历经史诗级下跌后，反弹幅度明显弱于美股，预计第二波疫情对欧股向下冲击的空间有限，但短期完全企稳再向上的压力仍存。

图 53 （全球新冠肺炎累计确诊和新增确诊趋势，例）



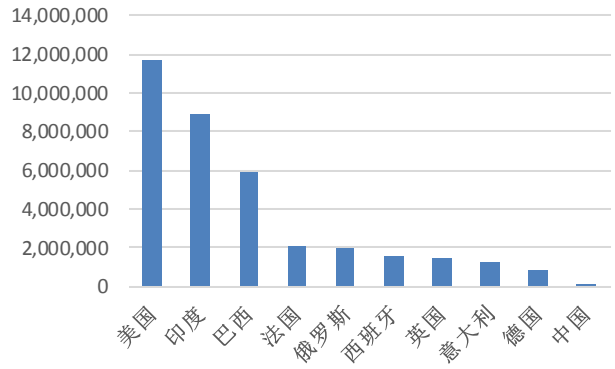
资料来源：WHO，国家卫健委，东海证券研究所

图 54 （中国新冠肺炎累计确诊和新增确诊趋势，例）



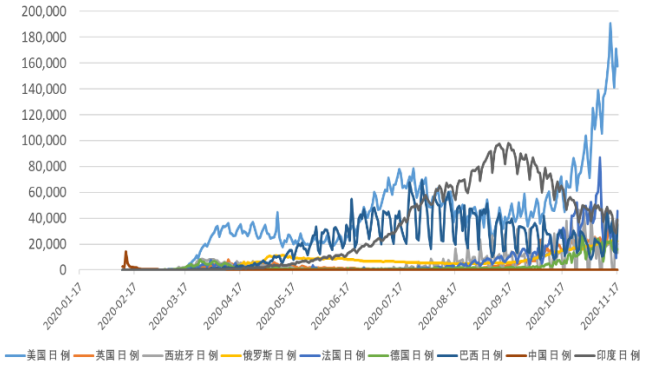
资料来源：WHO，国家卫健委，东海证券研究所

图 55 (主要国家累计确诊病例数排名，例)



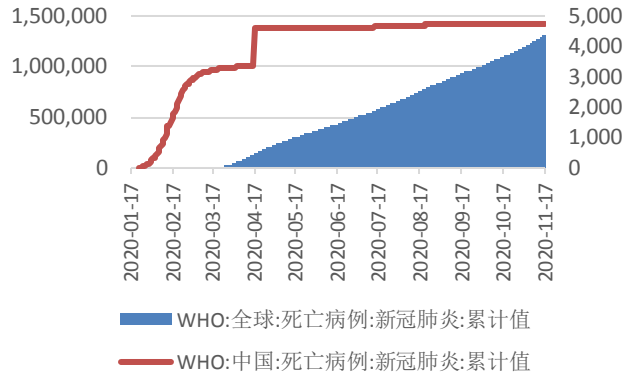
资料来源：WHO，国家卫健委，东海证券研究所

图 56 (主要国家新增确诊病例数排名，例)



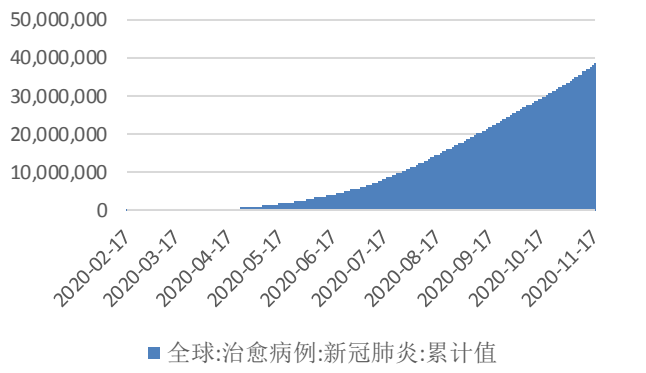
资料来源：WHO，国家卫健委，东海证券研究所

图 57 (全球和中国新冠肺炎累计死亡人数，例)



资料来源：WHO，东海证券研究所

图 58 (全球新冠肺炎累计治愈人数，例)



资料来源：WHO，东海证券研究所

3.1.2. 第二波疫病规模可能更大，时间更长

对比历史上发生的几次全球大流行，与此次新冠肺炎相似度相对最高的为 1918 年西班牙大流感，两次相同点在于疫情蔓延规模大且均存在多波发病高峰。

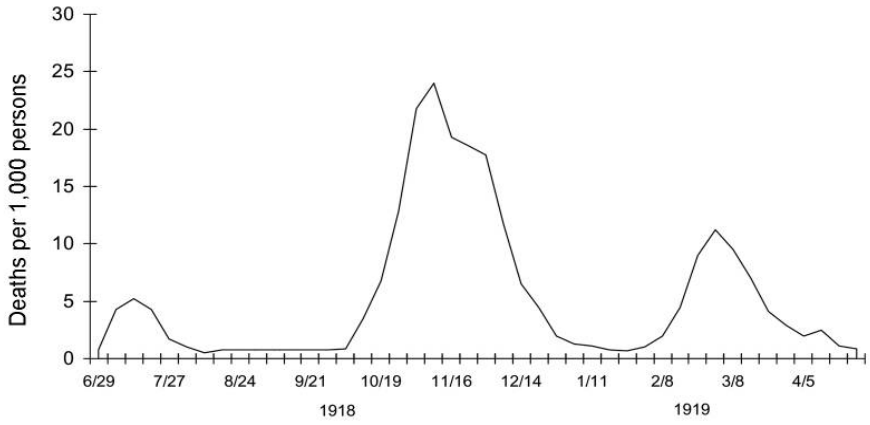
回顾 1918 年的西班牙流感，总体有三波疫病发生高峰，持续时间大约在 3-5 个月不等。1）第一波疫情持续时间大约 3-4 个月。发生于 1918 年 3 月，一处位于美国堪萨斯州的军营发生流感，之后在欧洲第一次世界大战的战场间传播，并可能间接地加速了战争的结束。据报道，此次流感疫情的全球死亡率大约为 0.04%-0.65%。1918 年 6 月，欧洲和北美的患病人数出现下降，疫情告一段落。2）第二波疫情持续大约 5 个月左右。发生于 1918 年 8 月下旬，结束于 1918 年 12 月。开始主要在美国的波士顿，这也是疫情爆发最严重的一个阶段。此时的流感病毒杀伤力远超第一波，从 1918 年 9 月到 11 月，西班牙流感死亡率飙升。10 月，美国流感的死亡率达到了创纪录的 5%，特别是在 20~35 岁的青壮年群体中死亡率特别高，其症状除了高烧、头痛之外，还有脸色发青和咳血等症状。同年 10 月，20 万名美国人死于西班牙流感，1918 年美国的平均寿命因此比平常减少了 12 年。3）第三波疫情持续大约 4 个月。1918 年冬季，流感再次席卷重来，但规模相对较小。为庆祝第一次世界大战的结束，各地都举行了盛大的集会，这加速了病毒在全球的传播。在最先受到冲击的塞拉利昂，1 个月内就损失了全国 3%的人口。1920 年春季疫情逐渐消退。

据估计，1918 年的西班牙流感在全世界共造成约 5 亿人感染（当时世界人口约 17 亿人），全球死亡病例数达到 5 千多万人，这意味着全球三成的人被传染上了西班牙流感，

死于西班牙流感的人数占世界人口总数的 3%-6%。据美国疾控中心数据显示，美国约 28%的人被传染上了西班牙流感，其中 67.5 万人死亡。此次流感总死亡人数不仅高于历年来命丧艾滋病的人数总和，更远超中世纪黑死病所造成的死亡人数，堪称历史上最为致命的传染病。

目前全球新冠肺炎累计确诊病例已超 5500 万例，累计死亡人数为 122 万例左右，危害程度已远超 1957 年的亚洲流感 H2N2 和 1968 年的香港流感 H3N2，仅次于 1918 年的西班牙流感。

图 59　(1918 年西班牙大流感死亡比例，每一千人)



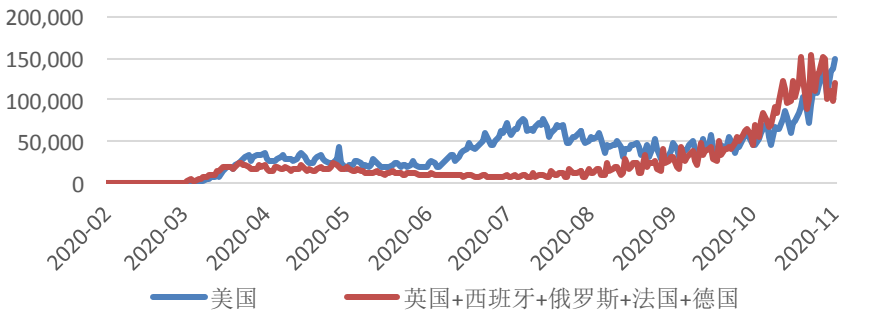
资料来源：美国疾控中心官网，东海证券研究所

3.1.3. 全球第二波疫病可能会在明年一季度告一段落

参考 1918 年疫病流行情况，预计欧美的这波疫情发生高峰在 2021 年一季度能得到控制的可能性较大。对比西班牙流感，美国新冠疫情第一波疫情处于 2 月至 5 月，第二波爆发阶段在 6 月与 9 月中间之间，而第三波疫情始于 9 月下旬。第二波爆发的开始时间较第一波的开始时间相距 4~5 个月，与西班牙流感的情况相似，而第二波疫情与第三波疫情的起始时间间隔 3~4 月左右，这同样与西班牙流感情况类似。那我们合理预测，预计美国疫情新增确诊人数或在 2020 年 12 月或 2021 年 1 月见顶，而至 2021 年一季度结束时，预计疫情进一步扩张态势或会得到明显控制。如果 2021 年下半年还有新的发病高峰的话，估计规模也会相对小一些，对经济和社会的影响会更小；如果疫病防控措施得当，甚至可能不会再出现新的发病高峰。

此外，拜登当选美国总统已经是大概率事件，他表示就职后第一天就要开展行动抗击疫情，加上疫苗逐步研制成功并推广投入使用，疫病的控制可能会比目前的情况更理想。

图 60　(欧美新冠疫情几个阶段的新增确诊人数，日，例)



资料来源：WHO，CDC，东海证券研究所

3.2.美国经济

3.2.1.美国经济恢复缓慢

新冠疫情给全球主要经济体都带来了不同程度的衰退，对美国经济的负面冲击也远远超过了 2008 年的金融危机。

从历史的经验看，疫情一般主要对经济造成短期冲击，而对中长期经济影响还要看当前经济发展处于什么阶段。历史上美国出现 GDP 总值明显高于潜在 GDP 后往往伴随一场经济危机的诞生，随后经济进入下行通道周期。70 年代的两次石油危机、80 年代的拉美债务危机以及股灾、1997 年亚洲金融危机、2000 年互联网泡沫以及 2008 年次贷危机均如此。自 2008 年以来，全球货币大放水，美股走出了一波十年长牛，居民财富增加，经济逐步繁荣。美国经济近年来增速回升，虽幅度不是特别大，但已明显高于美国经济潜在增速，这或意味着经济泡沫或在悄然形成。而自 2018 年一季度以来，美国实际 GDP 与潜在 GDP 的差值已经处于正值区间，失业率也已经较长时间处于充分就业之下。今年的疫情冲击一定程度上刺破美国经济泡沫，后期恢复会相对比较缓慢。

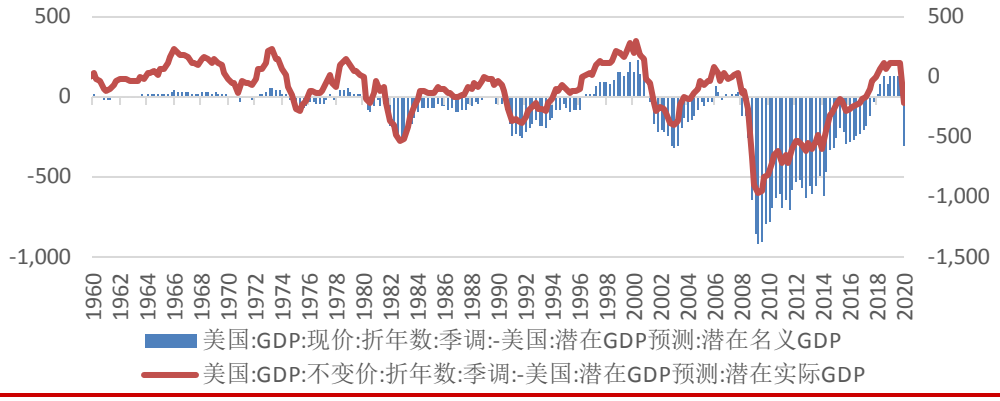
目前，美国经济正在逐步恢复之中。据美国经济分析局，同比数据上看，2020 年美国前三季度 GDP 在新冠疫情冲击下分别为 0.32%，-9.03%和-2.91%。而对比 2008 年四季度金融海啸，其冲击使得美国 GDP 当季同比创下-8.4%的低位，随后开启长达一年半的复苏之旅，在 2009 年的三季度开始同比转正。环比数据上看，2020 年美国三季度 GDP 不变价环比折年率为 33.1%，略超预期值的 32%，继二季度录得-31.40%创 2008 年四季度金融危机以来的最低值之后大幅反弹。从环比拉动的分项来看，三季度消费与固定资产投资环比明显上升，净出口与政府支出环比下滑。

由于美国现在并未采取严格的封城等防疫措施，生产活动仍在继续，甚至就业数据也高于预期。2020 年 9 月，美国制造业 PMI 为 55.40%，自 2020 年 4 月的 41.5%创十年最低记录以来，明显反弹至荣枯线上方，回到扩张区间，显示美国经济较二季度以来明显复苏。美国 10 月 Markit 制造业 PMI 指数也小幅回升 0.1 个百分点至 53.3%。

预计疫情过后，美国经济并不会出现 V 型反弹，新一波疫情大爆发估计会导致美国经济再次下行，更可能的情况是小幅下探后再回到复苏，经济慢慢恢复上来，形成一个双底形态。

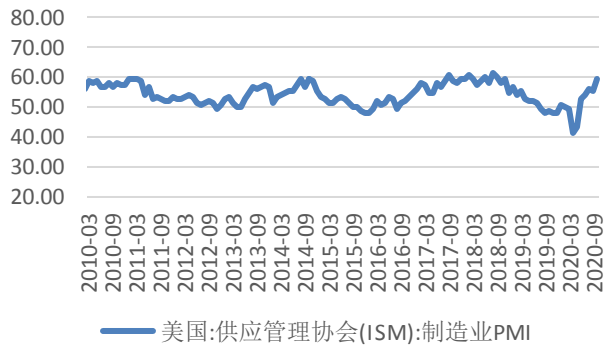
同时，由于在疫病爆发前美国经济实际上已经存在较大的泡沫，这次受到疫病影响后短期会有报复性反弹，但是实际 GDP 增速可能不会回到之前的增速水平，或将在一定时期内保持偏弱的状态。一方面，美国经济通常在危机期间增速下跌很快，而上行恢复相对较慢。另一方面，受到两次疫病冲击，一些企业可能不得不永久关闭，对经济影响短期可能难以恢复。还有，美国经济本来处于泡沫状态，疫病刺破泡沫后经济很难快速恢复。

图 61 (美国 GDP-潜在 GDP，十亿美元，十亿美元)



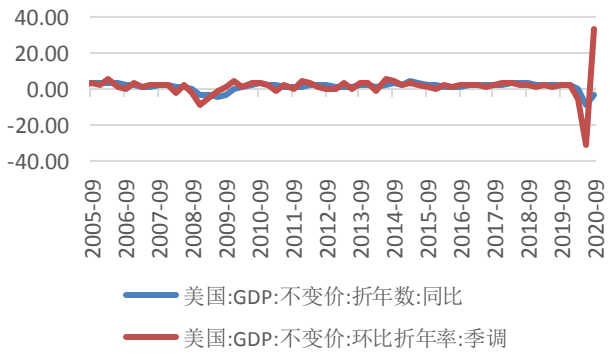
资料来源：美国经济分析局，东海证券研究所

图 62 (美国制造业 PMI，%)



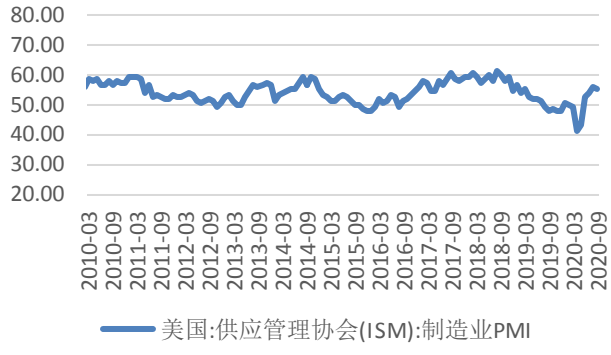
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 63 (美国 GDP 不变价环比折年率，%)



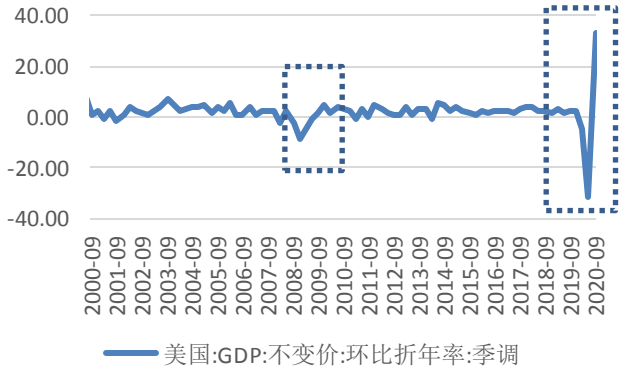
资料来源：美国经济分析局，东海证券研究所

图 64 (美国制造业 PMI，%)



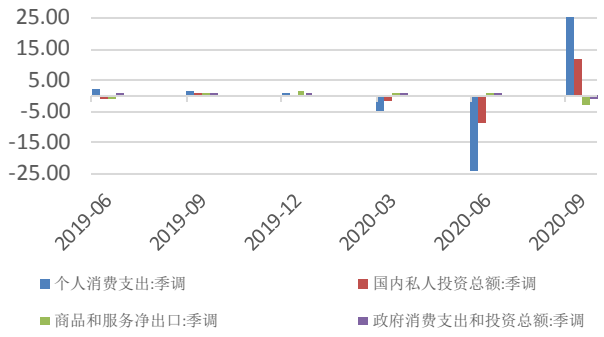
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 65 (美国 GDP 不变价环比折年率，%)



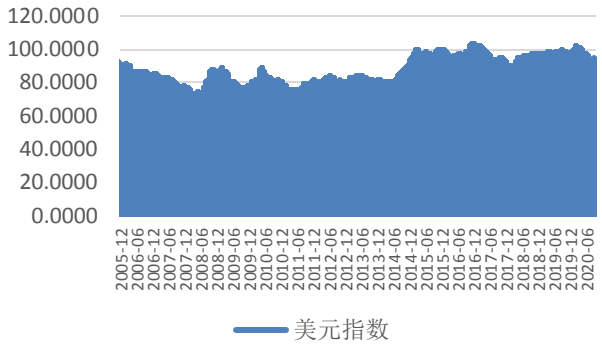
资料来源：美国经济分析局，东海证券研究所

图 66 (美国分项对 GDP 环比的拉动率，百分点)



资料来源：美国经济分析局，东海证券研究所

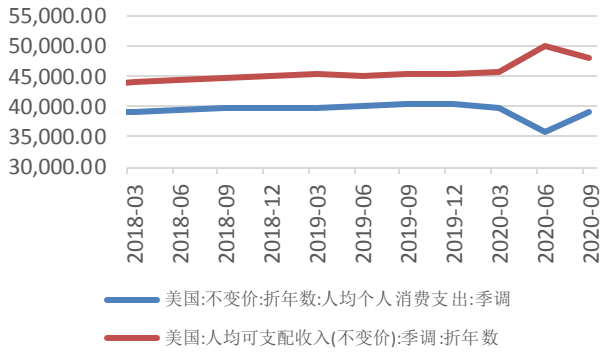
图 67 (美元指数，点)



资料来源：美国经济分析局，东海证券研究所

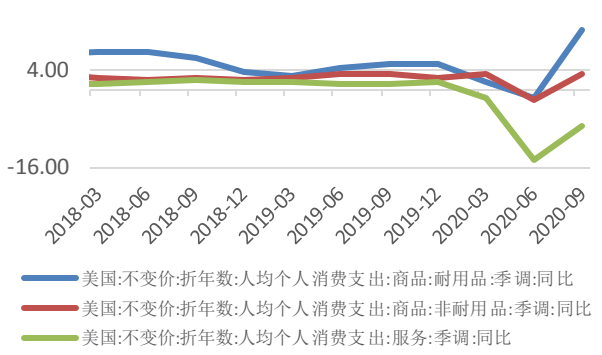
对 GDP 的贡献率分项来看，美国个人消费支出虽前两个季度均成为最大拖累项，三季度大幅反弹，由前值的-24.01%上升至 25.27%，商品消费受疫情影响程度最小，三季度在第二波疫情稳定后需求迅速反弹。但服务类消费二季度需求大幅下滑后，三季度恢复水平也比较缓慢，较第二波疫情前的增速还有较大的差距。

图 68 (美国人均可支配收入及支出，美元)



资料来源：美国经济分析局，东海证券研究所

图 69 (个人人均消费支出细分项同比增速，%)



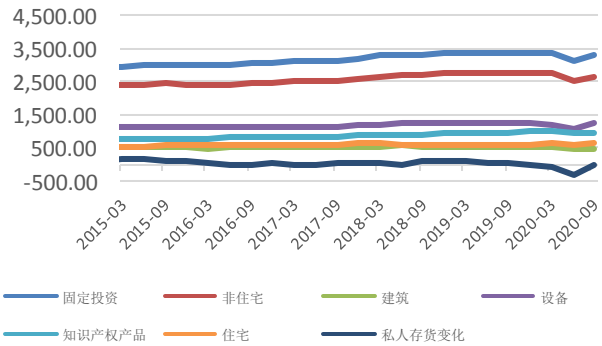
资料来源：美国经济分析局，东海证券研究所

图 70 (美国国内私人投资总额，十亿美元)



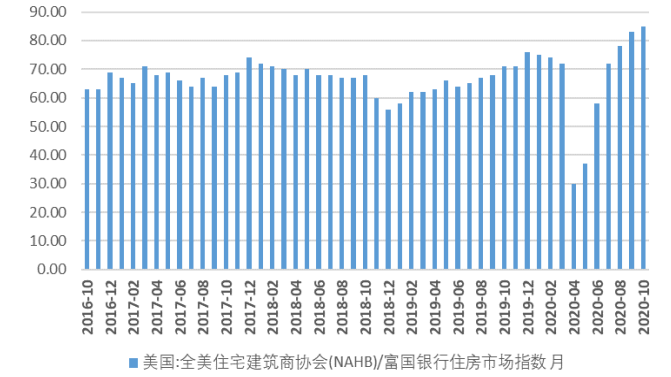
资料来源：美国经济分析局，东海证券研究所

图 71 (美国国内私人投资各分项总额，十亿美元)



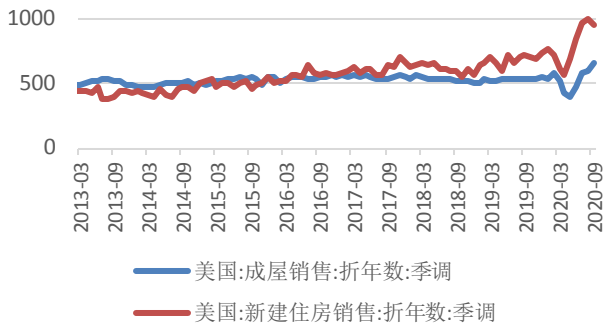
资料来源：美国经济分析局，东海证券研究所

图 72 (房地产价格和景气指数)



资料来源：全美房屋建筑商协会，东海证券研究所

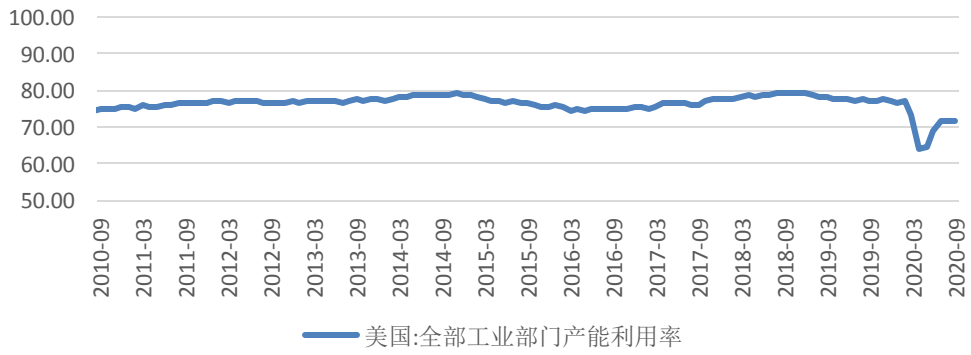
图 73 (新建住房销售与成屋销售，万套，千套)



资料来源：美国商务部，全美地产经纪商协会，东海证券研究所

美国国内私人投资总额 2020 年三季度也由前值的-8.77%转正为 11.58%。值得一提的是，住宅投资对美国固定资产投资的贡献度也较为明显，受益于避险情绪叠加低利率环境，美国地产在 2020 年 3 月、4 月见底之后，连续 5 月明显复苏。根据全美房屋建筑商协会发布的富国银行住房市场指数，其从 2020 年 2 月的 72 大幅回落至 3 月的 30，随后连续六个月反弹至 10 月的 85，比疫情发生前的正常水平明显高出 10。而根据美国商务部和全美地产经纪商协会，美国新建住房销售与成屋销售数据分别由 2020 年 4 月和 5 月见底，随后连续复苏数月。其中，新建住房销售数据从 2020 年 1 月的 774 千套下滑至 2020 年 4 月的 570 千套，随后反弹至 9 月的 959 千套。而成屋销售数量则由 1 月的 542 万套回落至 5 月的 391 万套，而后大幅复苏至 9 月的 654 万套。疫情冲击过后的地产强劲程度明显高于疫情之前。

图 74 (美国全部工业部门产能利用率，%)

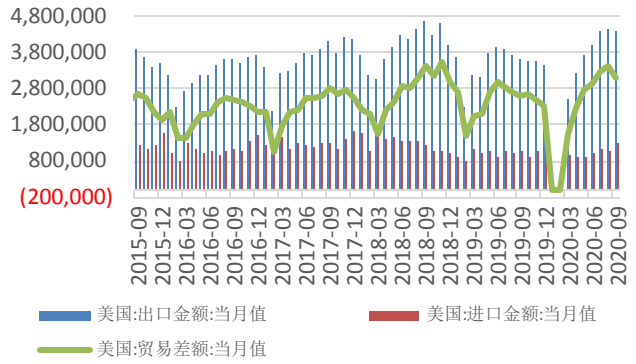


资料来源：美联储，东海证券研究所

商品和服务净出口对美国 GDP 的拉动贡献连续两季度下滑，由一季度的 1.13%下降至二季度的 0.62%再到三季度的负贡献率-3.09%。进口数据和出口均出现反弹，但由于美国消费复苏程度明显优于生产端，使得进口增速高于出口，净出口对经济复苏的贡献度持续回落。政府消费支出和投资总额对 GDP 的环比拉动率较上季度亦有所回落，从前值的 0.77%对 GDP 拉动率转为-0.68%。

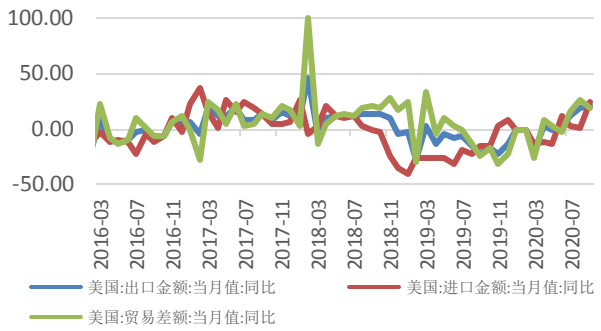
从美联储发布数据来看，美国全部工业部门产能利用率由疫情前 2020 年 1 月的 76.88%滑落至 2020 年 4 月的 64.24%，恢复至 2020 年 8 月的 71.98%后又微幅回落至 9 月的 71.58%。需求端恢复优于生产端，虽产能利用率还未恢复之疫情前的水平，但需求在进口的复苏上得到了一定的支撑。

图 75 (美国对外贸易金额，万美元)



资料来源：美国经济分析局，东海证券研究所

图 76 (美国对外贸易增速，%)



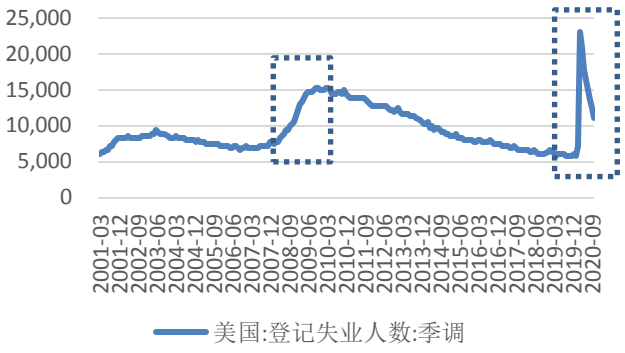
资料来源：美国经济分析局，东海证券研究所

3.2.2.就业、物价等关键指标低于目标值

美国就业方面，较二季度有所好转，但远未恢复至疫情前的水平，压力仍存。据美国劳工部，2020 年 9 月美国失业率为 7.9%，由 2020 年 4 月达到 14.7%的历史新高后连续五连降，但仍维持在相对高位，距疫情前 3.5%附近的常态水平还有很大的距离。2008 年美国登记失业人数也仅在 2009 年 12 月创下峰值 1501 万人，失业率在 2010 年 1 月达到峰值 9.9%，而本次疫情美国登记失业人数在 2020 年 4 月达到峰值 2308 万人。此外，美国新增非农就业人数由 4 月出现的历史罕见负值-2000 万人上升至 6 月的 478 万人，9 月又回落至 66.1 万人，9 月数据低于预期值的 85 万人。美国每周初次申请失业金人数和非农解雇裁员数均较 4 月的情况有明显的恢复。

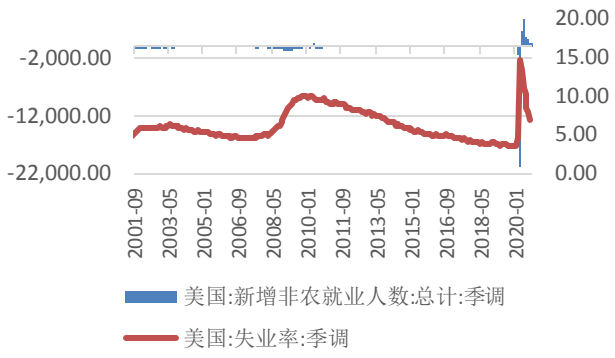
但总体就业率可能很难在较短的时期内恢复到疫病前水平，如果考虑就业参与率、劳动报酬水平的话，更难恢复到前期水平。

图 77 (美国登记失业人数，千人)



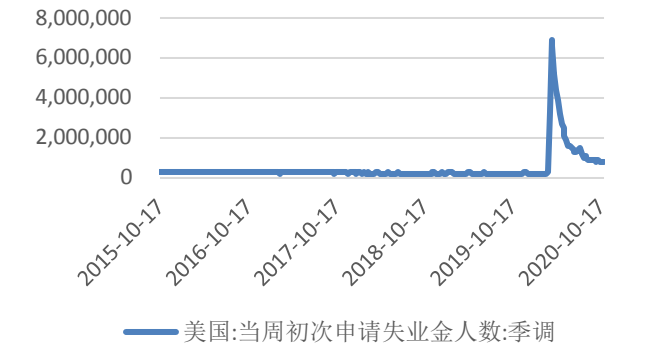
资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

图 78 (美国新增非农就业人数及失业率，千人，%)



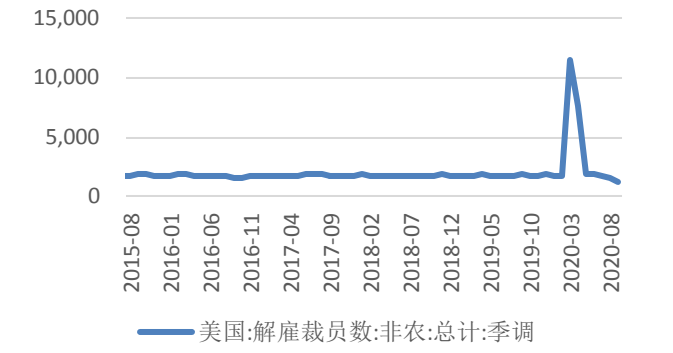
资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

图 79 (美国当周初次申请失业金人数，人)



资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

图 80 (美国非农解雇裁员数，千人)

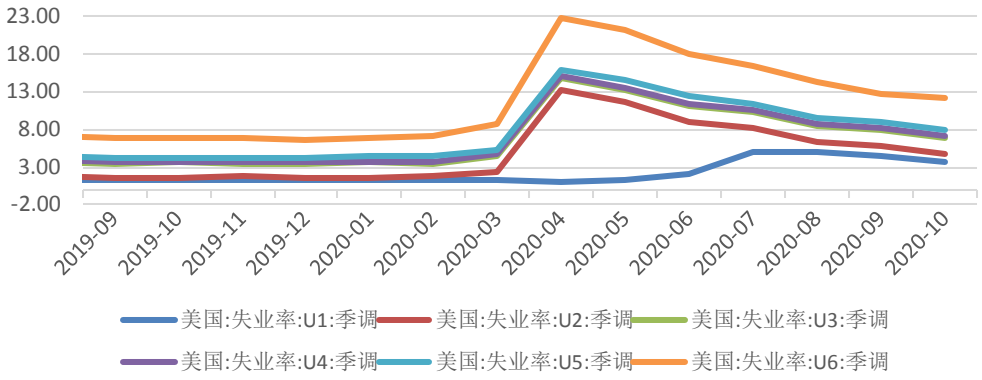


资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

根据美国劳工部细分口径划分的 U1-U6 档失业率，U1 指失业 15 周或以上的劳动力百分比率，而 U3 指劳工部公布的官方失业率。美国 U3 失业率从 4 月的 14.7%降至 9 月的 7.9%，但代表已经失业了 15 周或以上的劳动力占比的 U1 失业率反而从 4 月的 1.1%升至 4.6%。可以看出，尽管 U2-U5 失业率在 4 月触及峰值后表现恢复态势，而对经济危机最敏感长期失业率 U1 却自 2020 年 4 月以来有明显抬升，这意味着进入长期失业状态的人数在显著增多，美国就业压力仍然严峻。

目前美国疫情仍处于急剧加重的趋势中，第三波疫情新增确诊数量尚无明显拐点。我们预计美国经济 2020 年二季度已经见底，但不会出现 V 型反弹，也不是根号式复苏，可能会是双底形态，后面底可能会比前底高一些，然后才是缓慢恢复，经济真正实现恢复可能要到 2021 年一季度以后。

图 81 (美国失业率的结构 U1-U6，%)



资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

3.2.3.财政大赤字大支持

2020 年 8 月 3 日，美国众议院议长佩洛西和财长姆努钦及白宫幕僚长梅多斯等官员结束延长一天的会议。两党就发放第二张 1200 美元纾困支票达成一致意见，但在失业金问题上仍存在分歧。2020 年 8 月 8 日，美国总统特朗普签署了四项行政命令，宣布延长部分救济措施，涉及失业救济金、薪资税、学生贷款减免以及联邦暂停驱逐令，其中一项命令将提供每周 400 美元的额外失业援助。2020 年 10 月 20 日，麦康奈尔正在推进一项规模 5000 亿美元的共和党防疫刺激法案，该计划将更新小企业贷款计划，并提供更多的失业救济金、学校援助和用于病毒检测的资金。

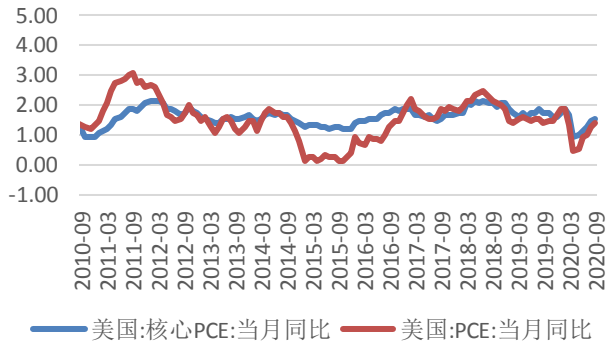
2020 年 10 月 30 日，美联储宣布调整主街计划的一些条件，将主街计划的最低贷款额从 25 万美元下调至 10 万美元。此外，美联储称，薪酬保障计划（PPP）贷款借款人最高可获 200 万美元的债务豁免。纽约联储也表示，将在下周二一次操作中购买多达 5 亿美元的商业地产抵押贷款支持证券。

受美国疫情高发等因素影响，美元指数在下行。2020 年初，美元指数为 97 左右。3 月新冠疫情开始在全球蔓延时，恐慌情绪引发了全球金融市场的流动性危机，避险需求推动主导全球资金流向美国，美元指数曾一度冲高到 102 点的高位。随后一路震荡下行，截至 11 月 17 日，美元指数收至 92.4564。

特朗普上台后包括减税等刺激政策进一步推高了美国的经济，又受此前大规模的财政刺激措施影响，2020 财年美国预算赤字达到创纪录的 3.132 万亿美元，是 2019 年赤字的三倍以上。美国的赤字率常年维持在较高的水平，赤字占 GDP 比重多年都在 100%以上的水平，政府负担较重。根据第二季度 GDP，美国赤字占经济比例跃升至 16%，为 1945 年以来的最高水平。随着美国三波疫情的发酵，美国预算赤字和债务压力将会进一步的上升。

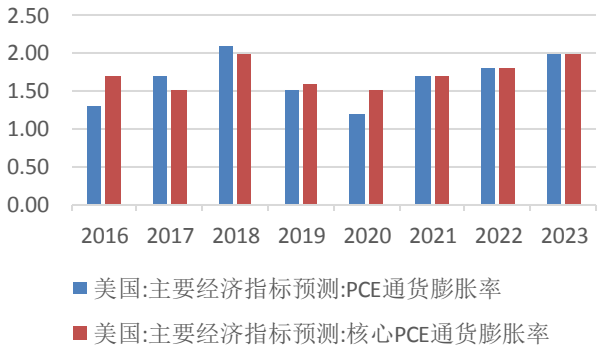
2021 年，如果疫病在一季度基本得到控制，估计美国财政仍会采取偏积极的政策取向，刺激经济恢复和增长，但受到国会两党分割的影响，且防止赤字货币化的情况出现，预计未来美国财政政策的空间也较为有限。而且，美国持续大量改造国债，如果购买力不足也会造成国债发行困难，有可能会迫使其进行财政赤字货币化。

图 82 （美国 PCE 通胀当月同比，%）



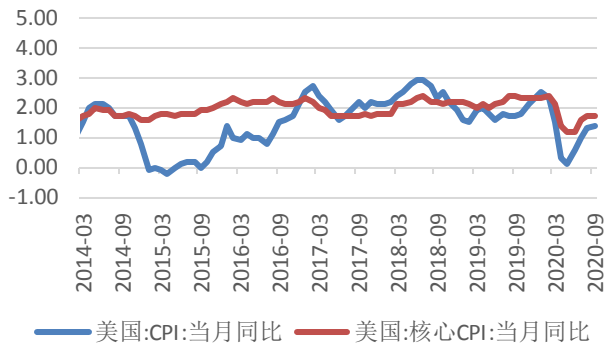
资料来源：美国经济分析局，东海证券研究所

图 83 （美联储目标 PCE 通胀，%）



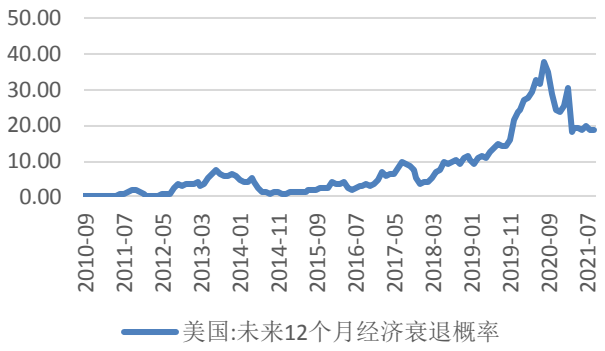
资料来源：美联储，东海证券研究所

图 84 （美国 CPI 及核心 CPI，%）



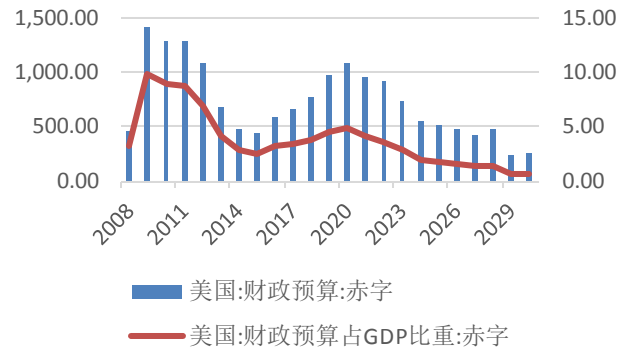
资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

图 85 （未来 12 个月经济衰退概率，%）



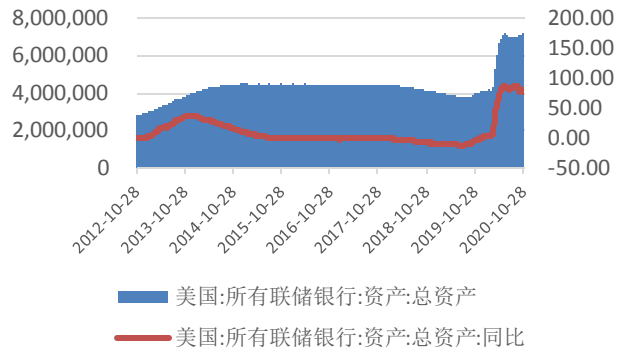
资料来源：纽约联储，东海证券研究所

图 86 (美国赤字及其占 GDP 比率，十亿美元，%)



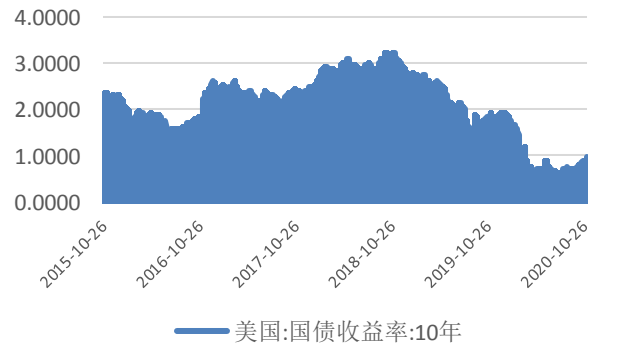
资料来源：白宫预算管理局，东海证券研究所

图 87 (美联储总资产及同比增速，百万美元，%)



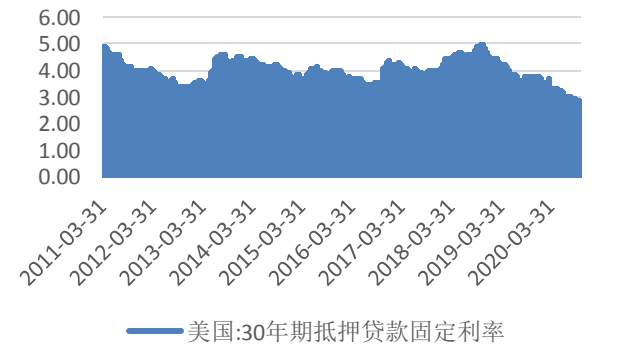
资料来源：美联储，东海证券研究所

图 88 (美国 10 年期国债收益率，%)



资料来源：美联储，东海证券研究所

图 89 (美国 30 年期抵押贷款固定利率，%)



资料来源：房地美，东海证券研究所

3.2.4.货币政策继续宽松

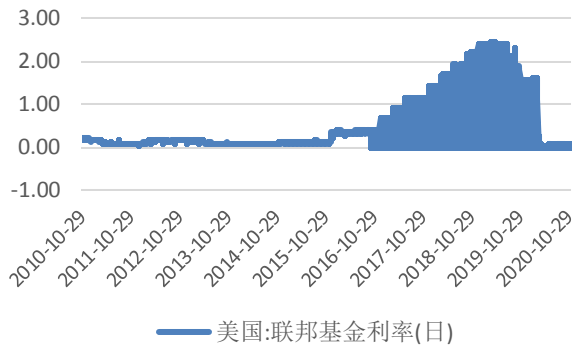
据美联储数据，受 2020 年 3 月开始的 QE 及一系列宽松政策影响，美国 M2 大幅增加，由 2020 年 2 月的 15.45 万亿美元陡增至 2020 年 9 月的 18.65 万亿美元。美国 M2 环比增速由 2 月的负值-0.08%陡增至 4 月的 6.51%，而整个 3 月-6 月 M2 的环比增速均明显高于过去十年的常态水平。而对比 2008 年金融危机，2008 年 10 月 3 日布什政府是签署了总额高达 7000 亿美元的金融救市方案来应对风险。

最新的美联储议息会议将基准利率维持在 0%-0.25%不变，符合市场预期。总体来看，美联储声明措辞相对中性，重申使用所有工具支撑经济。利率方面，维持利率不变直至通胀升至 2%及实现就业最大化。

面对新一轮疫病的爆发，美联储货币政策只会维持宽松，不会收紧。2021 年一季度如果疫病得到有效控制，也很难收缩其货币政策。因为美国政府国债发行量的大幅增长，需要有“买家”。为了配合美国财政部改造国债，美联储或不得不对财政赤字进行货币化，那样的话还会有进一步的量化宽松措施出台。如果 2021 年全球经济全面恢复，带动商品价格过快上行，国债发行比较顺利，则不排除美联储收缩货币的可能。

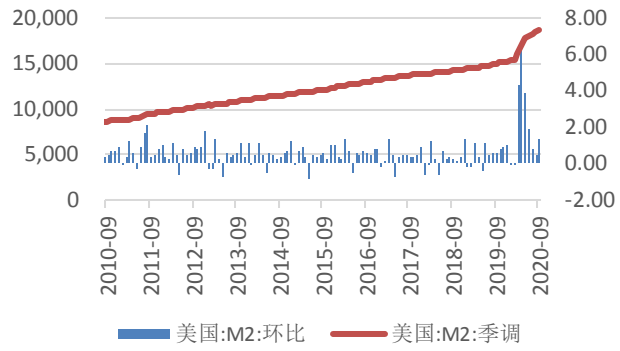
但总体来看，估计美国经济难以快速恢复到疫病前的水平，估计美联储仍将保持宽松的货币政策，暂时不会收紧。

图 90 (联邦基金利率，%)



资料来源：美联储，东海证券研究所

图 91 (美国 M2 及环比，十亿美元，%)



资料来源：美联储，东海证券研究所

3.2.5.拜登任美国总统的可能影响

美国总统全国普选于 2020 年 11 月 3 日举行，选举人团将于 2020 年 12 月 14 日投票表决，选出新任总统和副总统。新任总统将于 2021 年 1 月 20 日就任。北京时间 2020 年 11 月 8 日，据美国选举数据，拜登获得 290 张选举人票的可能性非常大，超过 270 张选举人票的要求，已基本锁定胜局；特朗普大概率获得 214 张选举人票。目前来看，拜登大概率当选，但特朗普不承认选举失败，仍在采取一些措施，去否定大选的合法性。

拜登出生于 1942 年 11 月 20 日，特拉华大学及雪城大学毕业，特拉华州律师和政治家，1970 年踏入政界，第 47 任美国副总统。曾任特拉华州资深联邦参议员，1972 年当选美国参议员，也是特拉华州在任时间最长的参议员（1973-2009 年），曾任参议院司法委员会和对外关系委员会主席。

1988 年和 2008 年曾两度竞选美国总统，均以失败告。2008 年和 2012 年两度作为美国前总统奥巴马的竞选搭档，在奥巴马执政时期任美国副总统。2019 年 4 月 25 日，拜登宣布参选 2020 年美国总统。2020 年 3 月，拜登在密歇根州获民主党初选胜利。2020 年 8 月 18 日晚，美国民主党全国代表大会正式提名拜登为民主党总统候选人。2020 年是他第三次竞选总统。在 1979 年、2001 年、2011 年与 2013 年，拜登曾经四度访问中国。

对比拜登和特朗普竞选的主张，其本质上部分反映了民主党和共和党的政治经济理念差异。民主党自 1930 年代罗斯福新政以来便是凯因斯经济学派的信徒，信奉大政府经济，主张课征高税率扩大政府的支出、推行社会福利照顾；而共和党拥护米尔顿、傅利曼与芝加哥经济学派，支持自由放任的资本主义体系、缩小政府规模、减少社会福利支出、放松企业管制、减税刺激商业投资，这其中又以 1980 年代的里根经济学为典范。

1）税收方面，拜登主张取消特朗普减税政策，并将最高个人所得税率从 37%调升至 39.6%，最高企业所得税率从 21%调升至 28%。拜登表示应该停止奖励富豪阶级、开始奖励劳动阶级。主要受影响的为所得排行前 1%的富豪阶级，此外，拜登的主张也将冲击企业收益。主张将额外政府收入用作基础建设、再生能源产业补贴与移转性支出（教育、医疗、社会福利等）。

2）基建投资方面，拜登将投资建设现代化的公共基础设施以及清洁能源系统，计划未来十年内投入 1.3 万亿美元，具体基建计划包括公路、桥梁、能源网络、学校以及宽带网络，还制定了应对气候危机的清洁能源经济计划。

3）关于新能源与传统燃油方面，拜登重视新能源的推广。与特朗普坚持退出“巴黎气候协定”，坚持发展传统能源经济的主张不同，拜登认为美国必须在 2050 年前成为净零

碳排放量的经济体，并大力发展干净能源、减少航空航运业的碳排放量、重返《巴黎气候协定》。曾于初选期间喊出“10 年花费 1.7 万亿美元，2030 年前达到所有新建筑零碳排放，2035 年前达到电力产业无碳污染，2050 年前达成 100%清洁能源经济、零碳排放”的口号。

4）医疗改革方面，特朗普主张废除《平价医疗法案》，而拜登坚决支持奥巴马《平价医疗法案》。据悉，拜登提出的医保计划将在 10 年内花费 7500 亿美元。他表示将通过加大对高收入人群的征税力度来筹集这笔资金并推行“平价医疗法案”。

5）对外贸易方面，拜登不主张使用关税武器，倾向于联合盟友对他国施压。拜登曾抨击特朗普对中国发动的贸易摩擦，他主张对有不正当贸易行为的国家采取强制行动，但他更倾向于在多边层面上争取美国盟友的联合力量来进行施压。拜登表示将不会对中国的农业产品收税，但在中国钢铁倾销和知识产权侵权问题上仍持强硬态度。

6）国际联盟方面，拜登将重构盟友关系。拜登表示将修补与包括北约在内的国际联盟的关系，以重拾美国的国际领导力和信誉。结束阿富汗和中东战争，坚持朝鲜半岛无核化。

7）就业方面，拜登提出扩大短期补偿规模，挽救工作岗位。比如：提高最低时薪，为家庭、小企业和社区提供即时救济、进一步推行危机失业保险，调动美国制造和创新提供就业机会等。

8）移民政策方面，拜登主张撤销特朗普的移民政策，终止特朗普政府歧视性的旅行和移民禁令，结束边境的“国家紧急状态”，停止并取消非美国移民的财富测试；为无证工人、看护人员、学生和儿童的群体提供公民身份，消除不公平的入籍障碍。

9）种族问题方面，拜登主张将扩大种族权益。拜登计划扩大经济适用房建设，向非裔、拉丁裔以及原住民的企业扩大投资，并全力推进警务和刑事司法改革，提升上述人群的受教育机会。

总体来看，拜登支持自由贸易与 WTO 多边贸易体系，未来有望推动全球和区域贸易关系修复。其当选后，世界局势或更加稳定，但美国的霸权主义仍长存。拜登曾多次表示联合盟国制衡中国，欧洲会是他的首选，预计中美在科技领域会面临另一种形式的激烈交锋。目前，美国、英国、欧盟、澳大利亚、加拿大、日本、印度等国均已采取限用华为 5G 技术措施。中美的贸易摩擦问题可能将长期存在，拜登提出将就中国在所谓知识产权、钢铁倾销方面问题进行惩罚。而拜登对中国的政策主张转为更强硬还是更温和，还须等其正式上台后具体措施的落地才能确定。

拜登表明，其上台后首要任务是全面控制疫情以及推动美国经济的持续修复。若拜登的减税计划均成功实施，那么预计会大幅增加美国的财政收入，提振经济并支撑美元，但计划实施是否顺利或还受美国国会的制约。

3.3.欧洲和日本经济

在疫情方面，欧美疫情形势进一步恶化，全球新增确诊病例继续攀升，面对疫情冲击，德、法两国于 10 月 28 日先后宣布全国“封城”，线下需求再度面临巨大冲击。经济数据方面，10 月欧盟制造业 PMI 指数环比小幅提升 0.7 个百分点至 54.4%，表明生产活动的韧性，而同期服务业 PMI 指数则环比回落 1.8 个百分点至 46.2%，体现了疫情冲击对消费行为的制约。从上一次利率决议来看，欧洲央行预计 2020 年 GDP 将为-8.0%，通胀率为 0.3%。预计 2021 年 GDP 增长率为 5%，通胀率为 1%，经济复苏之路相当漫长。

为应对长期低迷的欧洲经济，欧洲央行在负利率和量化宽松政策基础上自 2014 年开始推出了三轮定向长期再融资操作（TLTRO）。对于欧洲央行而言，其实利率方面的空间已非常有限，它的空间主要在利率之外的各种量化宽松与定向债。今年为应对新冠疫情的爆发，欧洲央行 3 月份推出了紧急抗疫购债计划（PEPP），随后在 6 月份加码 6000 亿欧元后，PEPP 总额度达到 1.35 万亿欧元。目前其额度剩余 7500 亿欧元左右。保持现在的购买速度，预计剩余额度可持续到 2021 年 7 月，在此之前欧洲央行有足够的时间来对 PEPP 做出调整。11 月 5 日，英国央行维持利率在 0.1%不变，超预期扩大资产购买规模至 8950 亿英镑，其中政府债券购买规模扩大至 8750 亿英镑。如果市场恶化，英国央行或准备好再次提高量化宽松规模。

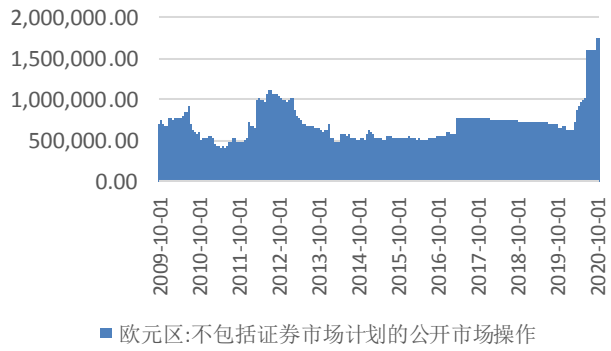
目前，欧央行和日央行的政策仍处于持续宽松，截至 11 月 6 日，美联储总资产为 7.16 万亿美元，欧央行和日央行则扩表至 6.80 万亿欧元和 697.93 万亿日元，欧央行和日本央行分别较疫情前扩大近 1 万亿欧元和 200 万亿日元。

虽欧洲第二波疫情仍在爆发，但欧洲主要国家每日新增病例已经明显有所回落，出现拐点。比如西班牙近一周平均每日新增病例回落至 1.3 万人，法国回落至 3 万人附近，但疫情依然严峻。亚洲情况明显好于欧美主要国家，但日本目前也处于第三波疫情的上升期，每日新增确诊病例也在继续上行，最近一周平均每日新增病例近 1500 人，已超过日本第二波疫情高点。

目前根据欧洲央行发布的欧盟 27 国进出口数据看，疫情后欧盟整体进口和出口同比都未转正，且较疫情前还有明显差距。而欧元区 HICP 当月同比和欧盟 27 国 PPI 同比也仍未回到疫情前的水平。而日本 2020 年二季度 GDP 现价当季同比为-8.7%，略低于 2008 年金融危机期间的 GDP 增速的同比最低值——2009 年一季度的-8.6%。

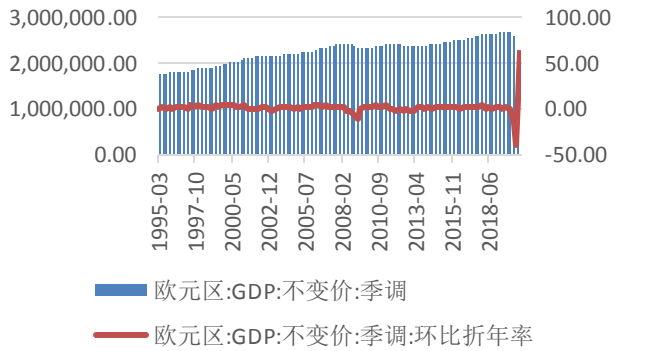
估计全球疫病发生高峰在 2021 年一季度会告一段落，全球经济估计也将逐步恢复，欧洲、日本等国经济估计也将进入逐步恢复过程。因此，对我国而言外需将会有所增加，同时国外复工复产后供给也将随之增加，部分因中国疫病控制较好转移到中国的出口可能会转出，总体来看我国净出口可能会有所下降。

图 92 (欧元区公开市场操作，百万欧元)



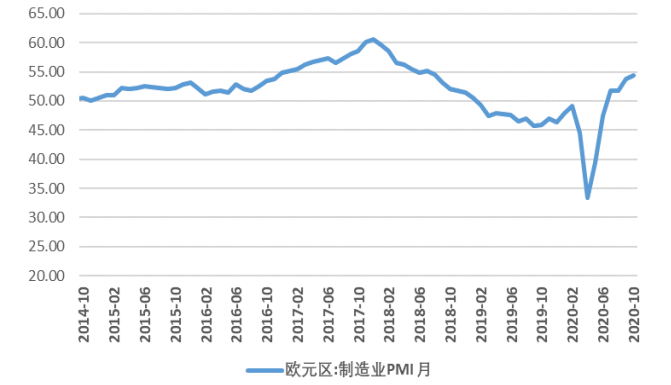
资料来源：欧洲央行，东海证券研究所

图 93 (欧元区 GDP 不变价及环比折年率，%)



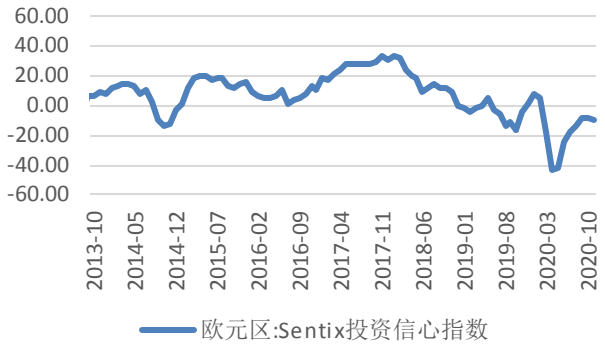
资料来源：欧洲央行，东海证券研究所

图 94 (欧元区制造业 PMI，%)



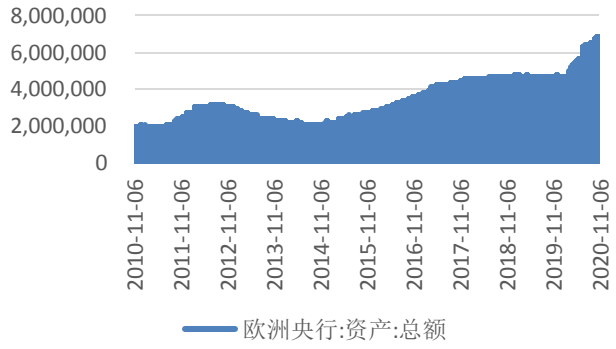
资料来源：根据新闻整理，东海证券研究所

图 95 (欧元区 Sentix 投资信心指数)



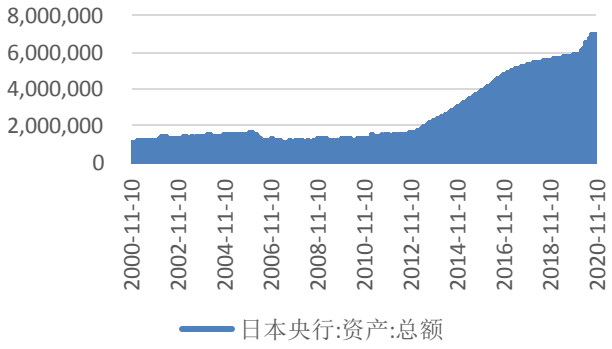
资料来源：Sentix，东海证券研究所

图 96 (欧洲央行资产总额，百万欧元)



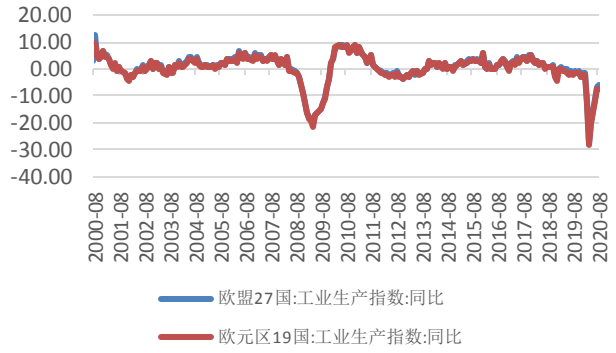
资料来源：欧洲央行，东海证券研究所

图 97 (日本央行资产总额，亿日元)



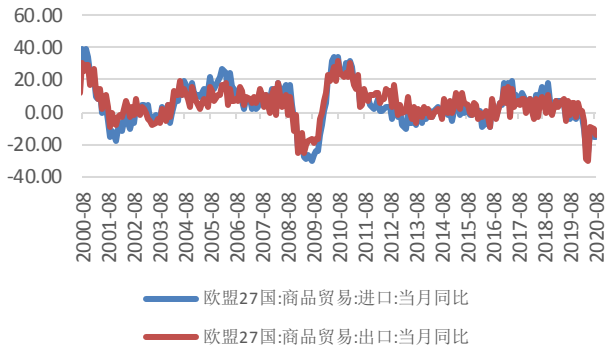
资料来源：日本央行，东海证券研究所

图 98 (欧盟工业生产指数同比，%)



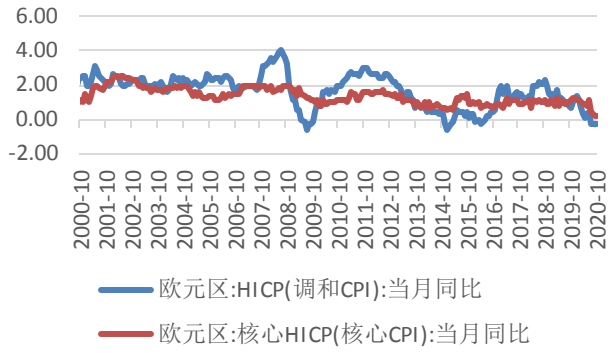
资料来源：欧盟统计局，东海证券研究所

图 99 (欧盟进出口同比，%)



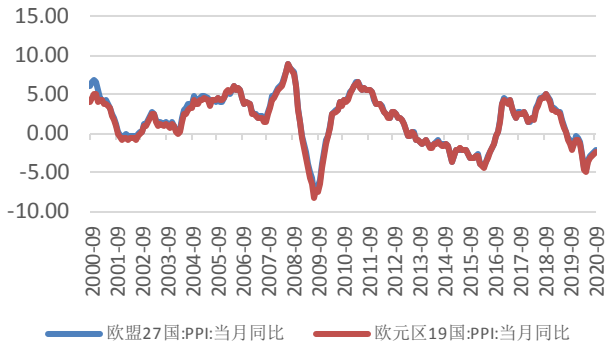
资料来源：欧盟统计局，东海证券研究所

图 100 (欧元区 HICP 当月同比，%)



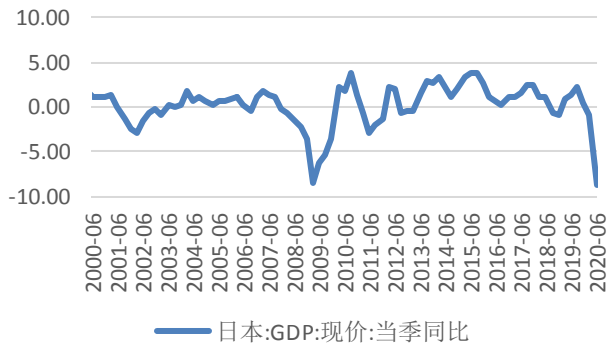
资料来源：欧盟统计局，东海证券研究所

图 101 (欧盟 PPI 当月同比，%)



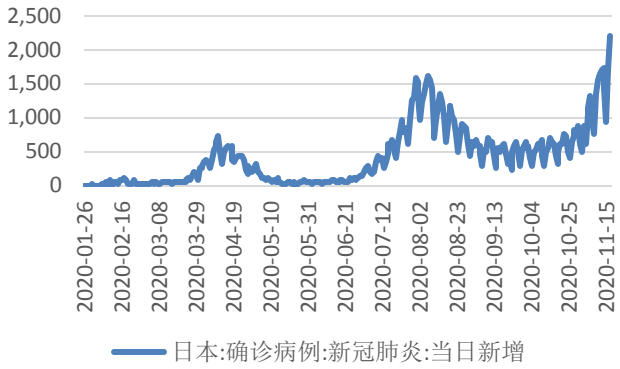
资料来源：欧盟统计局，东海证券研究所

图 102 (日本 GDP 现价当季同比，%)



资料来源：日本内阁府，东海证券研究所

图 103 (日本新冠肺炎每日新增确诊病例，例)



资料来源：WHO，东海证券研究所

4.A 股可能走向长期慢牛

4.1.注册制改革提升上市公司质量

2019 年 7 月 22 日，科创板正式挂牌并试行注册制。2020 年 8 月 24 日，创业板注册制下首批 18 家企业上市，以试点注册制为核心的创业板改革正式落地。10 月 31 日，国务院金融委召开会议提出，在科创板、创业板注册制试点成功推行后，未来将全面实行股票发行注册制。我们认为，注册制改革可能是继股权分置改革之后，资本市场改革的又一个里程碑性改革。

注册制及其配套制度改革，完善了上市流程和审批过程，加快了企业上市速度，更重要的意义在于修改了公司上市条件，使得符合发展前景的企业即使没有实现盈利也可以上市，从而将一大批引领经济社会发展的创新型企业引入 A 股，为我国股票市场发展注入新鲜活力。

此次注册制的推行在精简发行条件的同时也设立了更多元化的上市指标，综合考虑公司市值、营收、净利润等指标，提高了对创新类企业的包容性，为尚未盈利的新经济企业增加股权融资的渠道。以往像阿里巴巴、腾讯这类的创新性企业大多在海外资本市场上市，这些中资创新股自上市起股价呈现大幅上涨的趋势。截至日前，阿里巴巴股价自 2015 年上涨了 207.76%；腾讯股价自 2010 年上涨了 2063.67%。如果这些市值较大、业绩表现

优秀的公司在中国资本市场上市，对 A 股指数的上涨也将形成很大的拉动作用，优质上市公司股票供给的增加是形成 A 股中长期“慢牛”趋势的重要基础。

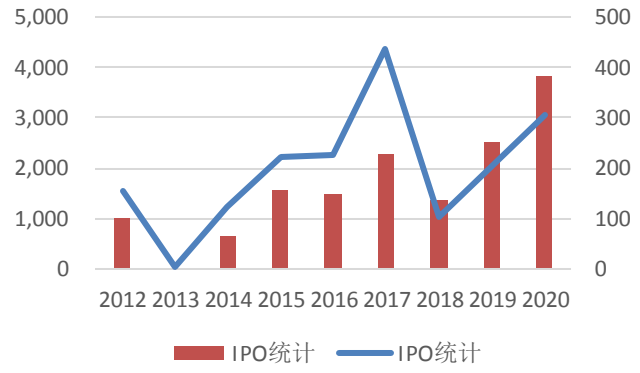
完善和加快退市是这次改革的又一个亮点。我国股票市场以往一直存在退市难的情况，一些经营业绩差的企业长期占据上市资源，影响了新股的发行和股市生态的优化。2019 年我国退市的上市公司数量虽然有所增加，但总体退市数量仍然极少。而美国、英国等成熟资本市场近 20 年来退市企业数量已大于上市数量，股票市场上市公司数量总体是减少的，与我国情况形成非常大的反差。优胜劣汰的健康资本市场运行环境也使得美国在次贷危机后走出长达近 10 年的长牛行情。

注册制改革进一步完善了退市指标，优化了退市流程。创业板退市程序方面，取消暂停上市和恢复上市环节，对交易类退市不再设退市整理期，提高了退市效率。严格的退市制度减少个股的“炒作”，加速个股的优胜劣汰，提高创新类企业公司质量，推动优质公司长期投资价值显现。从目前的政策取向来看，国家还会进一步完善退市制度，加快推进企业退市。

注册制改革，还完善了信息披露、上市公司持续监管、追责赔偿等措施。例如，为与新证券法衔接，规定上市公司应强化披露与行业经营相关信息，自身经营竞争力相关信息，充分披露重大不利信息，尚未盈利的成因等信息，进一步提高信息披露的针对性，有利于保护投资者利益。并且，明确股份减持要求，适当延长未盈利企业控股股东、实际控制人、董监高的持股锁定期，强调上市公司持续监管职责。追责赔偿也大幅度提高，集体诉讼等重大改革在不断推进，做市制度体系不断完善，市场生态估计会有很大的变化。

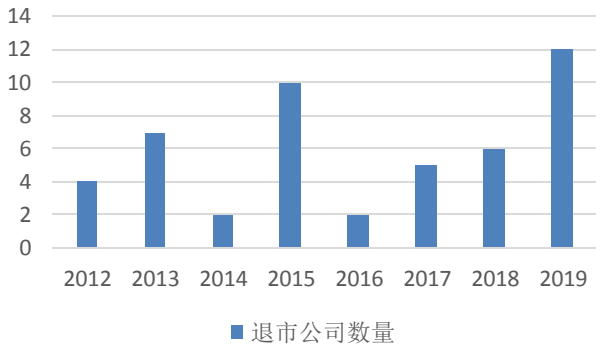
推行注册制会增加市场股票供给，短期会给市场带来一定压力。中长期而言，改革有助于更多优质企业上市，而更高效的退市淘汰机制将提高存量上市公司质量，也更好地发挥市场在资本市场的重要资源配置的作用，有助于推动传统产业向创新型经济发展。总体来看，股市中长期特别是全面实现注册制之后，迎来“慢牛”行情的可能性较大。

图 104 (首发募集资金规模及家数)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 105 (A 股历年退市公司数量)



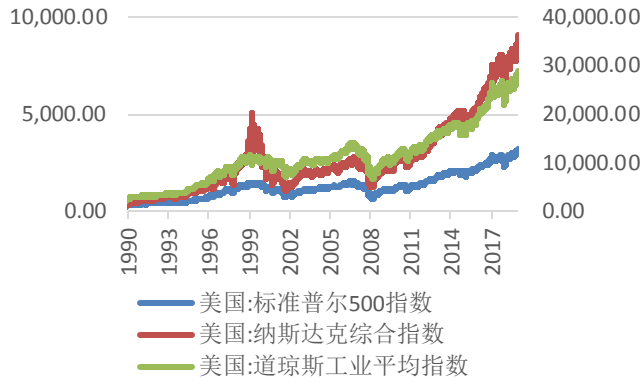
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 106 (上证综合指数)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 107 (美国三大股指)



资料来源：Wind，东海证券研究所

4.2.股市长周期增量资金空间较大

4.2.1.居民金融资产投资占比有较大提升空间

金融资产是居民收入的重要来源，发达国家家庭来自金融资产的收入占比很高，我国还有很大的提升空间。与发达国家相比，我国居民家庭资产以实物资产为主，其中住房资产占实物资产的近七成，住房拥有率超 90%，居民金融资产占比还相对较低。根据中国人民银行调查统计司公布的最新数据，我国居民 2019 年金融资产占比仅为 20.4%，美国、日本等成熟的资本国家金融资产占比分别达到 70%和 62%。

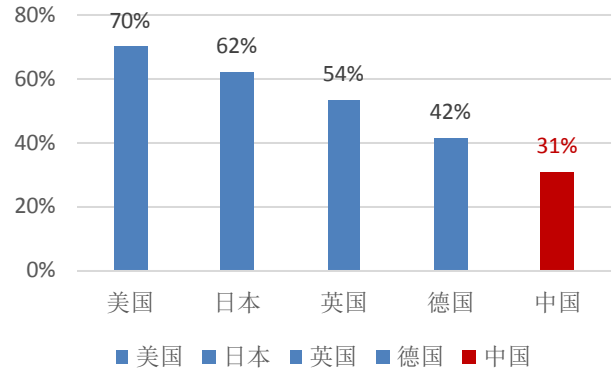
金融资产中，我国居民家庭更偏好无风险金融资产，现金、理财、存款等占比高达 66%，股票和基金占比仅 10.4%，而美国股票和证券投资基金占比达到 47.9%。

2017 年以来，中央坚持“房住不炒”定位，随着疫情冲击影响日渐减弱，我国房地产市场波动也渐趋平稳，地价、房价运行显著趋稳。针对房地产投机炒作的有效管控和对房企融资行为的规范使房地产交易回归理性，房地产逐步回归居住属性，投机属性显著弱化。

2020 年 9 月份百城住宅价格指数和 70 个大中城市新建商品住宅价格指数均有所回落。国家统计局数据显示，4 个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.4%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点；31 个二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比分别上涨 0.3%和 0.2%，涨幅比上月分别回落 0.3 和 0.2 个百分点。楼市正在走向房住不炒常态。

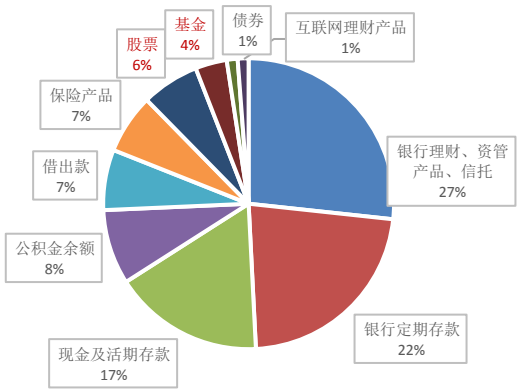
经过三十多年大规模城市建设，我国已基本告别住房短缺时代，住房拥有率显著高于欧美等发达资本国家，随着全国性新建住房规模增速逐步放缓，以及房企融资资金的收紧，未来稳地价、稳房价、稳预期，完善房地产长效管理调控机制将是房地产行业的发展重心，市场资金继续大量流入房地产的可能性较小。长期来看，部分投资房地产的资金有可能会进入资本市场，股市增量资金或将增加，股票、基金等金融资产的配置比例也将相应提高。

图 108 (主要国家居民金融资产占比 2018 年)



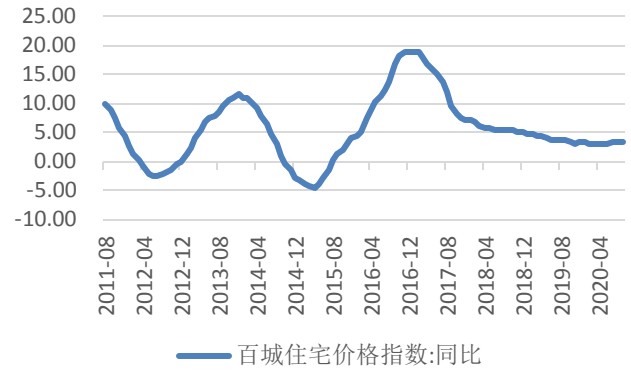
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 109 (中国居民家庭资产构成)



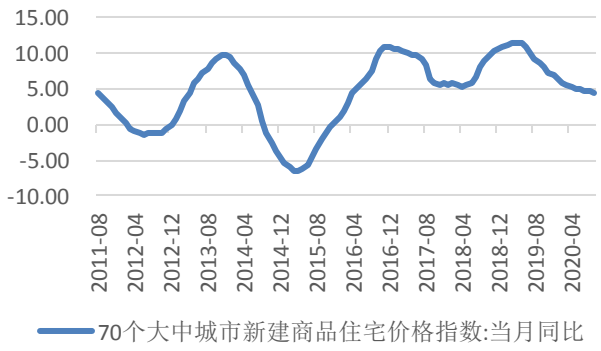
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 110 (百城住宅价格指数)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 111 (70 个大中城市新建商品住宅价格指数)



资料来源：Wind，东海证券研究所

4.2.2.理财收益长周期下行增加股权投资资金

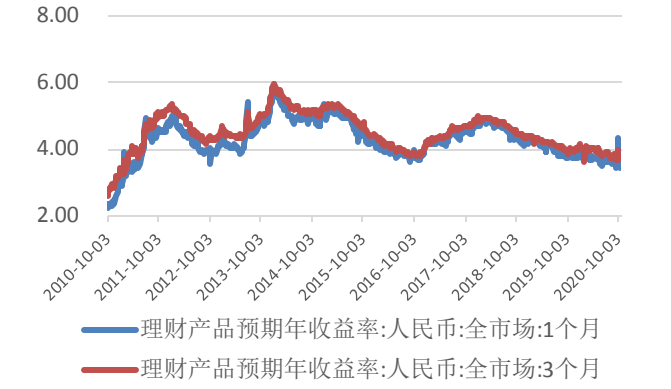
自 2018 年资管新规落地开始，银行理财产品进入由以往银行“兜底”、预期收益率固定的保本模式向信息披露更透明、定价更公允、保护投资者权益的净值化管理方向转型，刚兑被打破，理财产品的收益率连续下行。今年以来，受疫情冲击央行采取货币宽松政策，货币市场利率持续走低，配置债券资产为主的银行理财面临收益率持续下行的窘境。以全市场 3 个月理财产品为例，非保本型理财产品年化收益率由年初的 4.01%下滑至 3.78%，而保本型理财产品收益率基本在 3%以下。

伴随着银行理财收益率的逐步下行，相关产品发行量大幅萎缩。Wind 数据统计，按销售起始日期计算，截至 11 月 10 日，银行理财产品合计发行 5.69 万只，比 2019 年同期下降超 60%。而理财产品类型中，截至 11 月 10 日，净值型产品数量达 1.45 万只，同比增长 39.42%，净值类产品占比 30.87%，较去年占比提升 15.48 个百分点。长期来看，未来随着利率市场化和净值化转型的推进，银行理财收益率仍将进一步下降。

今年以来，中国基金总指数累计上涨 18.43%。在理财产品收益率下行的情况下，基金以其分散投资风险并具有相对较高的投资收益的优势成为当前投资者的热门金融资产配置类别。根据中国证券投资基金业协会发布数据，截至 2020 年 9 月，公募基金管理资产规模为 17.8 万亿元,较去年同期同比上升 28.9%;前三季度新成立的基金数量为 1130 只，规模约为 2.34 万亿元，为公募基金诞生以来的历史新高。

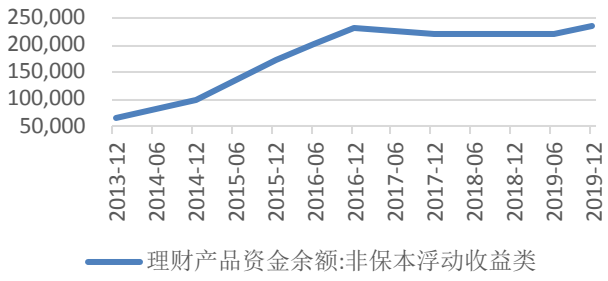
经济增速进入相对较低的中速增长阶段，市场利率长周期下行是大势所趋，在未来一段时期，银行理财产品收益率仍将承压。而公募基金因其高透明度、严格的合规要求和较好的赚钱效应将会越来越受到投资者的青睐，随着刚兑打破，投资者的风险接受程度在提升，权益类基金投资比重预计也会提升，估计理财收益长周期下行将会增加股权投资资金。

图 112 (理财产品年收益率，%)



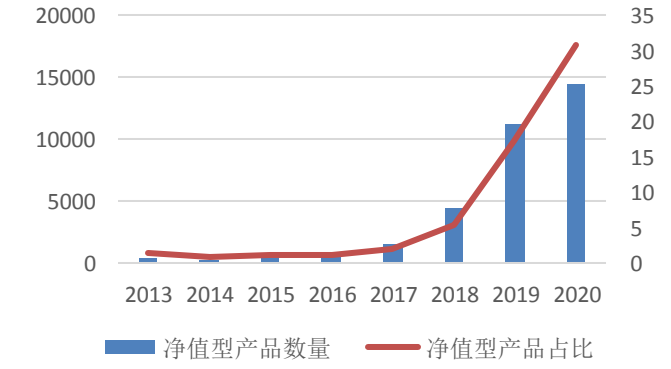
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 113 (理财产品资金余额：非保本浮动收益类，亿元)



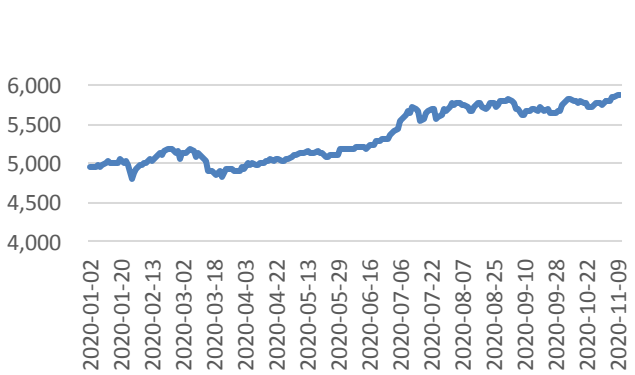
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 114 (净值化理财产品数量和占比)



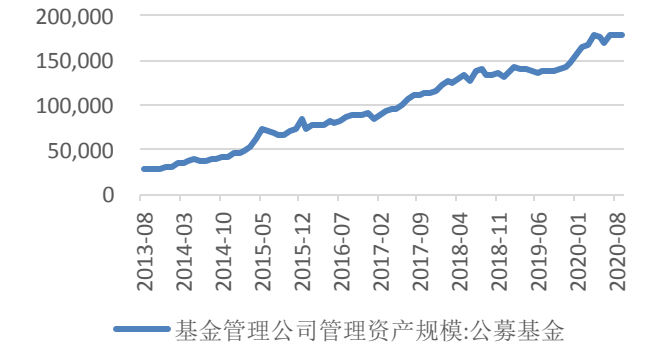
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 115 (中国基金总指数)



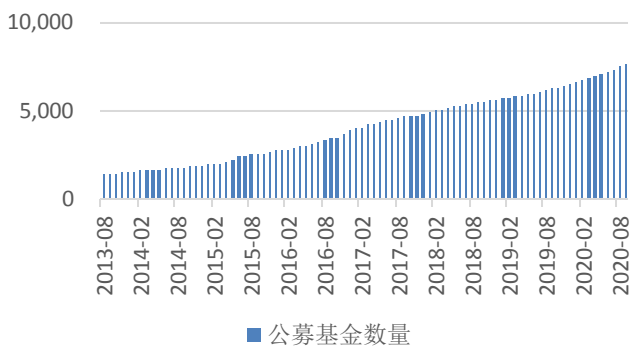
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 116 (公募基金管理规模，亿元)



资料来源：中国证券投资基金业协会，东海证券研究所

图 117 (公募基金数量)



资料来源：中国证券投资基金业协会，东海证券研究所

4.3.海外增量资金估计长周期流入

4.3.1.看好人民币资产投资价值

新冠疫情爆发以来，中国对于疫情防控有力、有效，疫情率先得到了较好的控制。在防控态势较好的情况下，我国在经济上的复工复产具有一定先发优势。二季度开启复产复工以来，经济呈现快速回升的态势，二季度 GDP 增速由一季度-6.8%快速修复至 3.2%，成为二季度唯一一个 GDP 实现正增长的主要经济体。

而欧美等海外国家自 2 月疫情开始大规模爆发后，疫情一直没有得到根本性的遏制，尤其是最近几个月，海外主要经济体均出现了疫情二次爆发的迹象。疫情的反扑为当前处于经济复苏进程中的欧美经济体带来了更多的不确定性。

疫情的错位和各国防控效率的不同带来主要经济体经济恢复节奏的分化，导致人民币兑美元即期汇率自今年二季度以来持续保持升值态势。从 5 月 29 日的年内最高点 7.1600 开始算起，到国庆后的首个交易日 10 月 9 日，人民币汇率升值 4465BP，升值幅度达到 6.24%。截至 11 月 10 日，人民币在岸和离岸汇率双双升破 6.7，市场对人民币汇率升值的预期进一步增强。

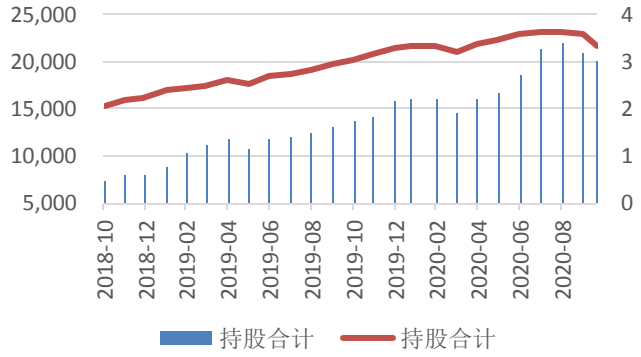
预计人民币有长周期升值可能，这会增加对海外资金的吸引力，增加对人民币资产的购买。

4.3.2.A 股具有投资吸引力，海外资金长期持续流入可能性大

中国经济基本面相对比较稳健，人民币升值趋势在提升 A 股吸引力，海外资金持续流入可能性较大。，北向资金 2020 年净流入超过 1000 亿元，自开通以来累计净买入 A 股股票 10983.26 亿元。外资持股市值达到 1.99 万亿元，持股占 A 股自由流通股比例为 3.30%。2019 年 MSCI 扩大 A 股纳入因子至 20%、2020 年 6 月富时罗素指数扩大 A 股纳入因子至 25%、纳入标准普尔指数等事件也不断推进 A 股国际化进程。北向资金持续净流入显示出国际投资者对 A 股长期投资价值和对中国经济高质量发展的信心。

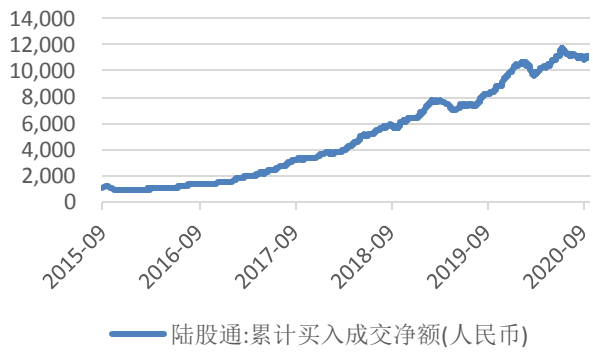
近年来随着我国金融业的不断开放，外资增量资金持续流入成为大势所趋。2020 年 4 月金融机构外资持股比例限制取消、2020 年 5 月 QFII 和 RQFII 境内证券投资额度限制取消都为境外资金进入境内金融市场提供了更为便利的投资环境，满足了境外投资者对中国资本市场的配置需求。此举有利于 A 股市场资金来源进一步被拓宽。

图 118 (外资持股市值和占流通 A 股比重，亿元，%)



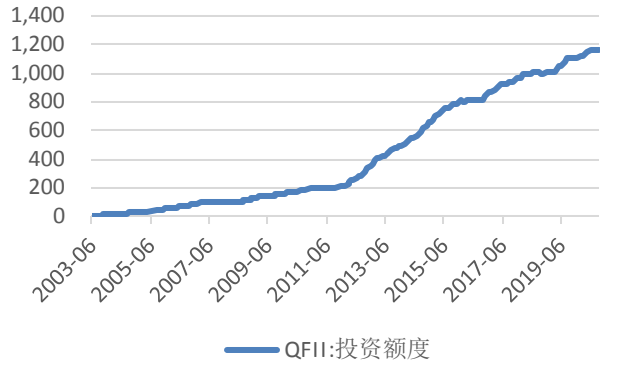
资料来源：wind，东海证券研究所

图 119 (陆股通累计净买入成交金额，亿元)



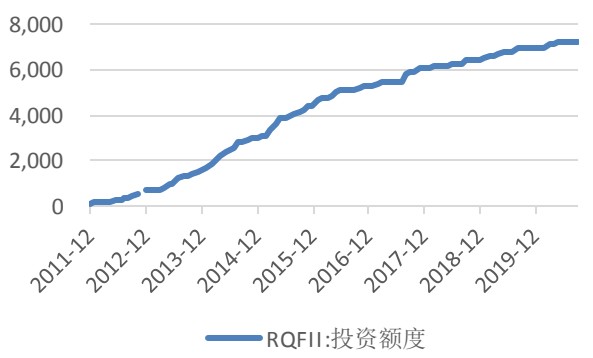
资料来源：wind，东海证券研究所

图 120 (QFII 投资额度，亿美元)



资料来源：国家外汇管理局，东海证券研究所

图 121 (RQFII 投资额度，亿元)



资料来源：国家外汇管理局，东海证券研究所

4.4.趋势前瞻

4.4.1.长期慢牛，行业板块分化或加剧

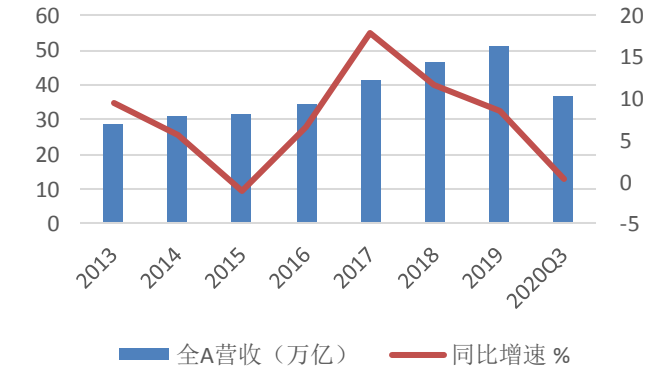
上市公司业绩加快修复

随着国内疫情的得到控制和复工复产的持续推进，经济得到快速修复，A 股上市公司经营业绩触底回升，从二季度开始，盈利增速步入上行区间，降幅显著收窄，三季度业绩延续加速改善态势。

2020 年三季度全部 A 股实现总营收 37.02 万亿元，同比增长 0.45%；归母净利润为 3.14 万亿元，同比下滑 6.46%，盈利增速降幅持续收窄。而第二季度单季全部 A 股上市公司归母净利润同比下滑 13.13%，降幅相较一季度大幅收窄 11.61 个百分点；

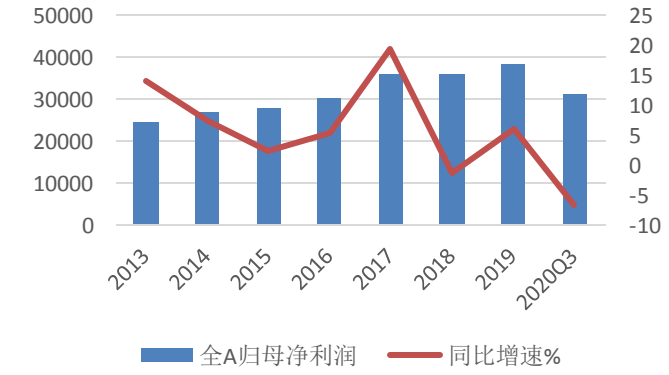
具体来看，剔除金融类，所有非金融上市公司 2020 年三季度实现总营收 29.88 万亿元，同比下降 1.04%；归母净利润为 1.51 万亿元，同比下降 5.52%。而剔除金融、石油石化等行业后，非金融石油石化上市公司 2020 年三季度总营收为 26.90 万亿元，同比上升 2.88%，归母净利润 1.48 万亿元，同比上下降 2.72%。整体来看，三季度 A 股业绩改善显著，上市公司经营业绩处于加速修复上行的通道中，目前已几乎追平去年同期的业绩表现。

图 122 (全 A 公司营收及同比增速，万亿元，%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 123 (全 A 公司归母净利润及同比增速，亿元，%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

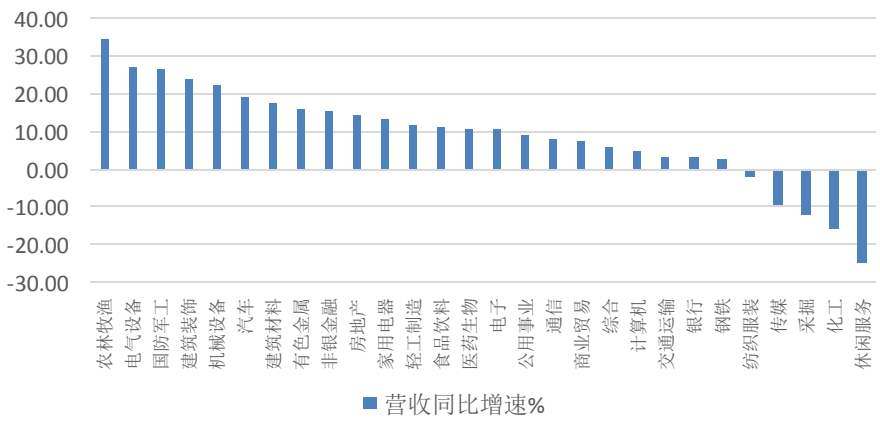
分板块来看，创业板业绩改善最为显著。2020 年三季度沪深主板累计归母净利润为 3.13 万亿元，同比下滑 6.46%；剔除金融类公司的归母净利润 1.09 万亿元，同比下滑 12.19%。中小板非金融累计归母净利润为 3126.18 亿元，同比增长 12.69%；创业板累计归母净利润 1330.80 亿元，同比增长 22.22%。各板块净利增速均有所回升，其中创业板业绩改善最为显著，较一季度净利润大幅回升超 46%。

分行业来看，大部分营收受新冠疫情冲击在一季度回落明显的行业均有较大幅度的改善。前三季度，农林牧渔、电气设备等 23 个行业实现营收同比增长，其中农林牧渔、电气设备、有色金属、机械设备、建筑装饰当期营收同比增幅均超过 20%；而受海外疫情扩散以及国内疫情仍未完全消散影响，需求端仍受压制的休闲服务以及传媒行业其营收增速的改善幅度相对有限，三季度营收同比下滑分别为 25.04%和 9.36%。净利增速方面，申万 28 个行业大部分行业在三季度均实现净利增速的改善，其中，电气设备、国防军工、汽车等行业呈现较大幅度的业绩回升，净利润同比增速均超 60%。此外，银行在让利实体经济的背景下，其净利增速较一季度有一定程度的下滑。

上市公司经营业绩整体而言已经走出全年低点，三季报营收、归母净利润均处于持续修复态势，为全年业绩打下良好基础。随着国内经济在第四季度持续向好，A 股上市公司 2020 全年业绩有望进一步提升。

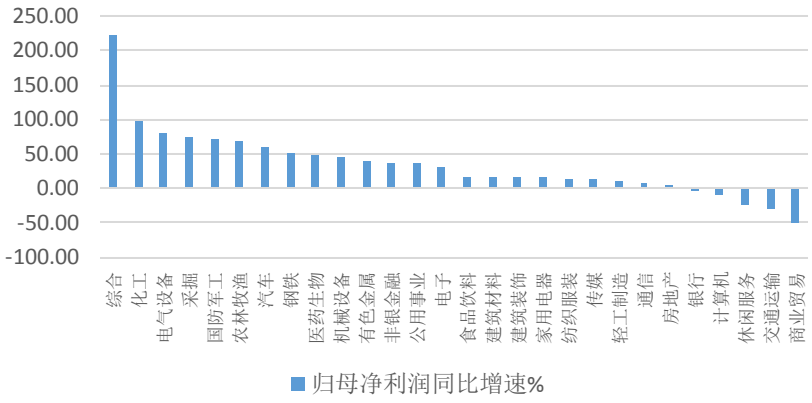
由于 2020 年基数较低，预计 2021 年盈利增速将回归正常，估计会取得较高的同比增速，从而对股价形成一定支撑。

图 124 (2020 年三季度申万一级行业营收同比增速，%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 125 (2020 年三季度申万一级行业归母净利润同比增速，%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

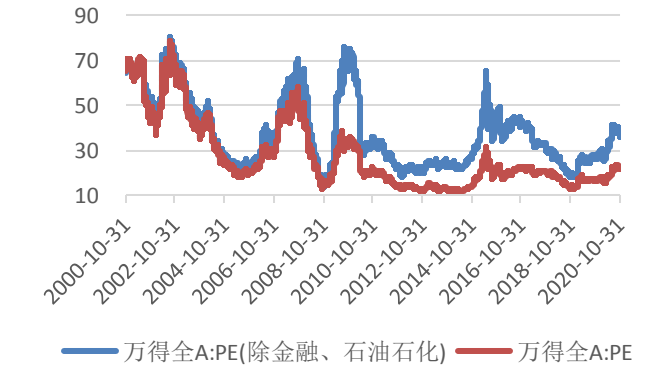
估值水平不太高

目前，A 股市盈率相对较低。截至 2020 年 11 月 10 日，Wind 全 A 股市盈率(TTM)为 22.44 倍，处于历史的 16%分位，剔除金融和石油石化后的市盈率为 37.41，处于历史上 35%分位；Wind 全 A 的市净率为 1.95 倍，处于历史的 9%分位的水平，剔除金融和石油石化后的市净率为 2.81 倍，处于历史的 20%分位，虽较年初估值有所修复，但整体而言估值不高。

目前消费、科技等成长板块估值普遍较高。截至 11 月 10 日，食品饮料板块 PE 为 46.79 倍，处于历史 85%的高位；医药生物板块 PE 为 43.69 倍，处于历史 65%分位；休闲服务板块 PE 为 126.83 倍，处于历史近 99%的高分位处。休闲服务板块市盈率过高的主要原因在于受疫情影响该板块利润下降幅度较大，但总资产和盈利能力仍在，所以从市盈率的角度看估值偏高。

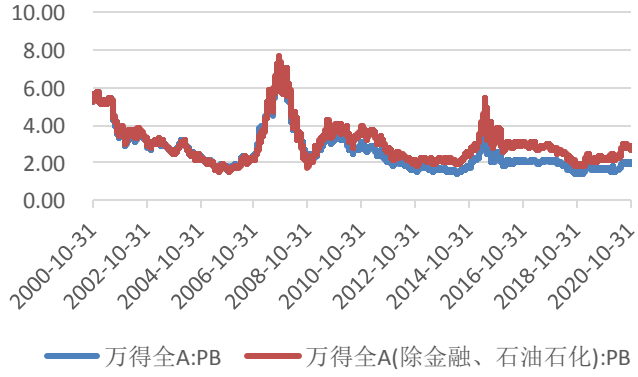
而金融、地产板块估值目前仍处于历史中低枢水平，银行板块 PB 仅位于历史 2%分位，PE 处于历史 35%分位；房地产 PB 位于历史 1.3%分位，PE 位于历史 3%分位处。

图 126 (Wind 全 A 市盈率，倍)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 127 (Wind 全 A 市净率，倍)



资料来源：Wind，东海证券研究所

长期慢牛，把握行业板块重点

我国经济估计触底反转走稳的可能性较大，总体趋势向好；股市注册制改革全面逐步提升上市公司质量，随着注册制的全面推行，优质上市公司股票供给将会越来越多。居民

长期资金逐步入市的空间很大，人民币资产吸引力增强，外资、机构进入中国权益投资市场是大势所趋，未来 A 股实现长周期慢长牛走势的可能性很大。

但是，行业板块分化可能会加剧。在当前双循环，尤其是打开内需，消费升级的格局下，长周期可以重点关注科技、医药、消费板块。考虑到一些板块估值较高，可以寻找回调机会介入，也可以根据未来盈利预测来选择介入时机，把握双循环逻辑下的结构化行情。

建议关注以下四大领域：一是受益新基建、科技创新周期的优质公司，把握国产替代逻辑，抓住新一轮科技发展及数字经济带来的技术及应用投资机会，例如 5G 应用、云计算、半导体设备等领域；二是长期来看增长空间仍大的内需行业，如消费、医药等领域；三是新兴产业和高端制造行业，如新能源、高端装备等领域；四是配套创新发展服务业，如非银金融等。

当前疫后经济复苏有利于传统行业修复，短周期建议以稳健盈利能力为抓手，逐步增加业绩受到提振的低估值顺周期板块的配置比例，存量行业关注龙头企业投资机会。但考虑到货币政策继续宽松的可能性较小，短期来看 A 股将可能会维持震荡偏多态势。

4.4.2.美国的不确定性因素

美股短期泡沫化

美联储“大放水”、美国财政“现金大补贴”，进入社会的增量资金和比例远大于 2008 年。尽管美联储在 2008 年金融危机发生后采取了降息、购买资产等一系列宽松货币政策，很大一部分货币并未流入社会，反而通过银行以存款准备金的形式回到了美联储。根据美联储数据，存款机构准备金余额占美联储总资产比重峰值达到近 64%，说明大部分货币都以银行存款准备金的形式回归美联储而未直接流入社会。

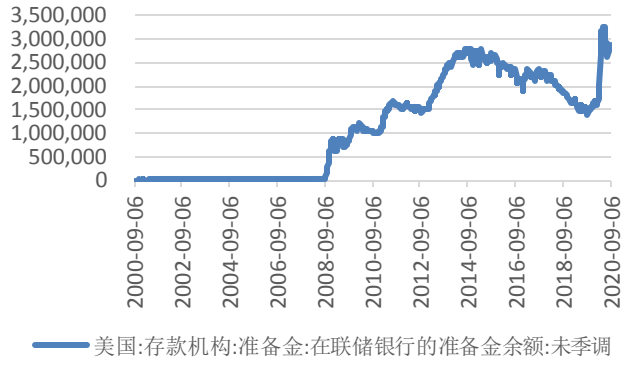
在此轮美联储降息扩表后，银行存款准备金虽然也大幅提升，但存款准备金余额占美联储资产比重为 40%，显著低于 2008 年的水平。此外巨额的财政刺激，例如给予企业和居民直接的现金补贴也导致很大一部分货币直接流入了社会。截至 2020 年三季度，美国 M2 同比增速达 23.2%，创下历史新高，而 2008 年金融危机时 M2 同比增速最高为近 10%。

目前虽然新一轮财政计划尚未出台，但美国国会两党关于新一轮财政刺激的分歧主要在于具体的规模和内容，财政刺激的必要性在两党间是达成一致的。因此我们认为美国大选虽然导致当前财政刺激僵局，但未来财政计划落地可能性仍然较大。美联储当前宽松的货币政策和政府巨额财政补助均对美国经济基本面以及上市公司形成一定支撑。

美国当前经济增速恢复速度缓慢，叠加升级扩散的第三波疫情、总统人选更替等因素，过度宽松货币政策难以在短期退出。标普 500 指数当前市盈率为 33.77 倍，处于历史 98.60%的高分位处；市净率为 3.88 倍，处于历史 64.4%分位处，从市净率来看估值不算太高。

总的来看，股市的繁荣与当前衰退的经济基本面有所背离，货币政策过度宽松已经导致股市一定程度的泡沫化。但考虑到美国疫情难以在短期结束，疫情结束后美国经济也难以很快恢复，估计美国宽松的货币还将维持一段相对较长的时间，因此股市泡沫化现象或持续一段时间，向下空间有限，预计美股近期大跌的可能性较小。但须防止后续货币收缩超预期发生的风险。

图 128 (美国存款机构准备金余额，百万美元)



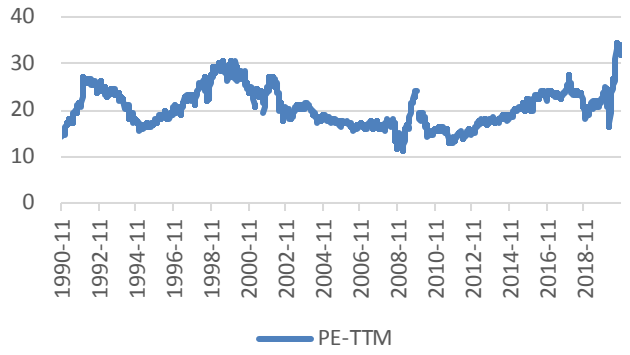
资料来源：美联储，东海证券研究所

图 129 (美国存款机构准备金余额占美联储总资产比重)



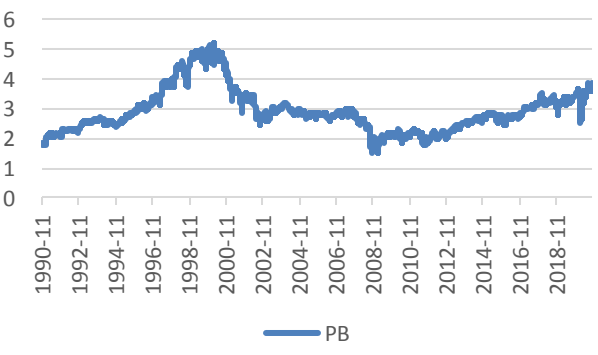
资料来源：美联储，东海证券研究所

图 130 (标普 500 指数历史市盈率，倍)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 131 (标普 500 指数历史市净率，倍)



资料来源：Wind，东海证券研究所

中美关系短期可能会有所缓和，但摩擦会长期存在

2020 年下半年以来，中美关系再起波澜，美国对华政策焦点从贸易领域转向科技和外交，两国关系紧张态势持续升级。科技方面，白宫提出“净网计划”，要求在运营商、应用商店、应用程序、云服务和海底电缆领域切断和中国的联系。美国总统特朗普签署行政命令，将禁止美国与 TikTok 母公司字节跳动进行交易，同时禁止与微信母公司腾讯进行任何有关微信的交易。美国商务部进一步限制华为在全球获取美国技术，同时将华为在全球 21 个国家的 38 家子公司列入“实体清单”。外交方面，美国要求中国关闭驻休斯敦领事馆。

如果拜登任美国新当选总统，其处理疫病、经济、外交等政务的方式可能会大不一样，短期可能会集中在其国内的疫病、经济恢复、一些国际关系修复等方面，对华政策可能会在稍晚一些显露出来，一些短期过急措施可能会有所缓和，但中美长期竞争格局不变。因此不管最终是拜登还是特朗普，民主、共和两党在对华强硬制裁的态度是一致的，仅仅在于具体的对华政策侧重点的不同，对市场的影响可能是短期偏多，长期偏空。因此，中美关系的摩擦将会长期存在，而在中美关系存在较大不确定性的情况下，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局是全面提升我国竞争力的关键。

11 月 12 日特朗普政府突然公布一项行政命令，禁止美国投资者对中国军方拥有或控制的企业进行投资。该项行政命令将于明年 1 月 11 日生效，同时，它还禁止美国人在被认定为“中国军事企业”的 60 天内买卖这些企业的证券。这项行政命令或将会影响到包括中国电信、中国移动、海康威视等 31 家中国企业。

4.4.3.疫情发展的不确定性

近期欧美等主要经济体二次疫情爆发再度引起市场担忧。美国疫情最严峻，第三波疫情持续升级，近日创下单日新增确诊超 16 万例的新高。部分前期疫情已经得到有效控制的欧洲国家出现了疫情二次爆发的迹象，直到目前疫情仍然愈加严重，未得到有效缓和。其中，情况最为严重的西班牙和法国自 9 月中下旬以来每日新增确诊数大幅上升，分别创下单日新增确诊超 4 万例和 8 万例的历史新高，远超第一波疫情的日增确诊峰值。

参考 3 月疫情第一轮爆发各国采取的措施的情况来看，当前实施的隔离和封锁措施政策严厉程度仍要低于 3 月份，在死亡率没有显著提升的前提下，新一轮大范围的经济停摆出现可能性会较小。美国第三波疫情相对严重的中西部各州依然都处于完全的复工状态、尚未采取进一步措施。

在欧美二次疫情爆发的情况下，欧美经济复苏将更加迟缓而各国货币政策维持宽松的时间可能更长，更宽松的货币政策安排推出的可能性也会上升。另外，2021 年秋冬季也不排除爆发新一轮疫病的可能性，如果爆发将对经济带来非常负面的影响。

分析师简介：

胡少华，博士，正高级研究员，东海证券研究所宏观策略分析师，2014年开始从事证券研究，曾从事期货研究3年，有多年企业和政府工作经验。

刘思佳，东海证券研究所宏观策略分析师，三年证券研究经验。

李沛，四川大学经济学学士，英国圣安德鲁斯大学金融硕士，2018年加入东海证券研究所宏观策略组。

附注：

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：Http://www.longone.com.cn

电话：（8621）20333619

传真：（8621）50585608

邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：Http://www.longone.com.cn

电话：（8610）66216231

传真：（8610）59707100

邮编：100089