西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

2021年宏观经济展望

变局之下，向阳而生

西南证券研究发展中心
宏观研究团队
2020年11月

概 述

- **“十四五”开局之年，低基数带动高增长回归：**“十四五”期间我国潜在经济增长率将下行至5.5%左右。预计2020年全年经济增速将回升至2%-2.5%区间，2021年经济增速有望上行至6.5%-7%的区间。
- **“双循环”格局下的“扩内需”与动态新平衡：**2021年，从投资端看，三大投资强弱易位，新政策周期下形成新平衡；从消费端看，收入分配改革与海外消费回流促成国内消费新平衡，全年社消总额有望实现10%左右的正增长；国际贸易方面，全球经济复苏与中国内需增长是贸易新平衡的关键，考虑到疫情对全球产业链的破坏及海外经济复苏持续，2021年中国贸易顺差有望实现5%左右的较快增长。
- **“十四五”开局之年财政与货币政策的跨周期调控：**2021年，财政政策仍将保持较为积极的态势，赤字率或将下调至3.2%左右，专项债下达额度可能不及2020年，但大概率依然维持在3万亿元以上；货币政策在保持流动性合理充裕的同时，更加灵活适度、精准导向；宏观杠杆率将进一步回落，重回稳杠杆周期。
- **全球主要经济体的趋势分化与风险关注：**美国经济复苏步伐放缓，长期因素利空美元；欧元区的19个国家可能要到2022年才能从疫情冲击中恢复过来；日本虽疫情较稳定但经济反弹乏力，新兴经济体内分化加大。2021年仍需关注逆全球化加深、政府债务攀升、地缘政治风险等对全球经济的冲击。
- **大类资产配置的三大主线与组合配置建议：**主线一，高确定性的价值挖掘；主线二，利率回落，债市反弹；主线三，全球避险，多元投资。具体配置中，重点关注三大影响因素——后疫情时代全球经济复苏节奏、各国财政政策落地进程以及地缘政治风险，建议资产配置采取多元组合，动态调整的策略。从机会关注度来看，权益类资产>债市>实物资产>汇市。
- **风险提示：**全球疫情二次爆发，地缘政治风险，经济复苏不及预期。

目　录

第二个百年奋斗目标开启，低基数带动高增长回归

“双循环”格局下的“扩内需”与动态新平衡

“十四五”开局之年财政与货币政策的跨周期调控

全球主要经济体的趋势分化与风险关注

大类资产配置的三大主线与配置建议

1 第二个百年奋斗目标开启，低基数带动高增长回归

- 2021年，我国将进入“十四五”时期，这是在全面建成小康社会基础上，开启第二个百年奋斗目标，全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年。
- 当今世界正经历百年未有之大变局，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，需要构建新发展格局，转变发展方式，推动质量变革、效率变革、动力变革。

中国两个一百年奋斗目标



到中国共产党成立100年时全面建成小康社会。

从2020年到2035年，在全面建成小康社会的基础上，再奋斗十五年，基本实现社会主义现代化。

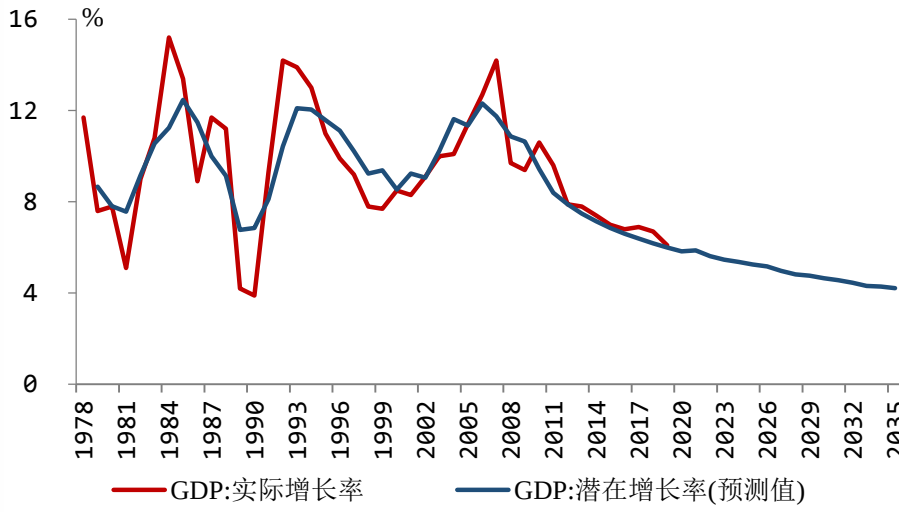
从2035年到本世纪中叶，在基本实现现代化的基础上，再奋斗十五年，把我国建成富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国。

数据来源：求是网，西南证券整理

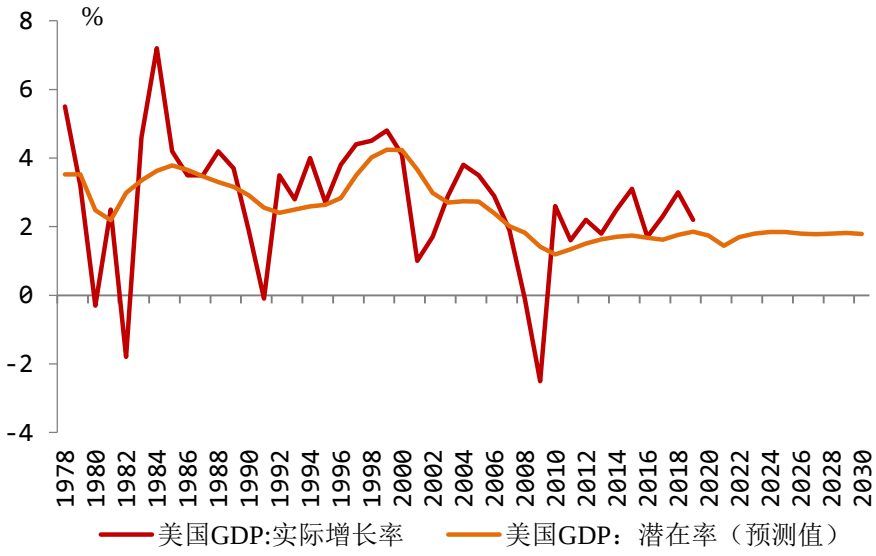
1 第二个百年奋斗目标开启，低基数带动高增长回归

- **中国经济的潜在增长率：**1978-1994年间的平均增长率为9.66%，1995-2010年间的平均增长率为10.34%，2011-2015年间为7.55%，2016-2020年间为6.20%，预计“十四五”期间为5.5%。
- **美国经济的潜在增长率：**1978年以来，美国经济的潜在增长率处于波动向下的趋势中，预计2021-2030年美国潜在经济增长率的平均值为1.76%，高于2008-2019年1.6%的水平。

中国经济的潜在增长率与实际增长率



美国经济的潜在增长率与实际增长率



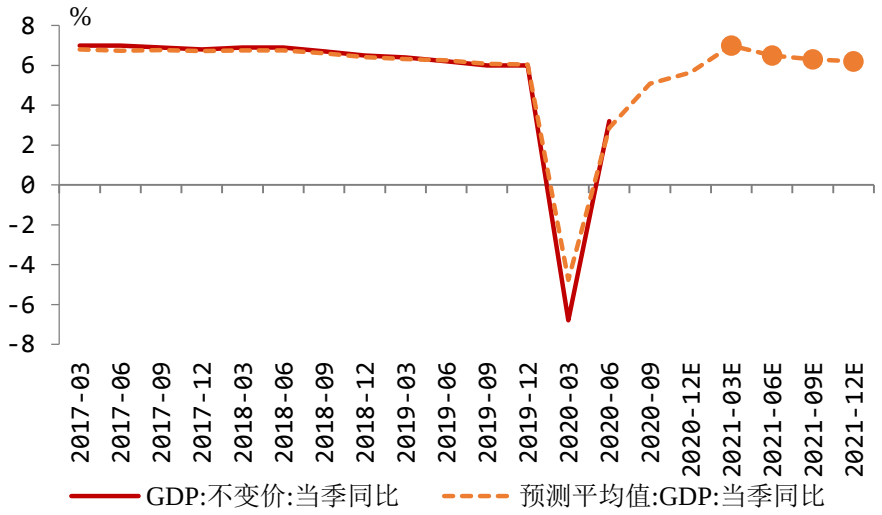
注：潜在经济增长率：一国（或地区）在各种资源得到最优和充分配置条件下，所能达到的最大经济增长率。

数据来源：Wind、国家统计局、中国社会科学院，西南证券整理

1 第二个百年奋斗目标开启，低基数带动高增长回归

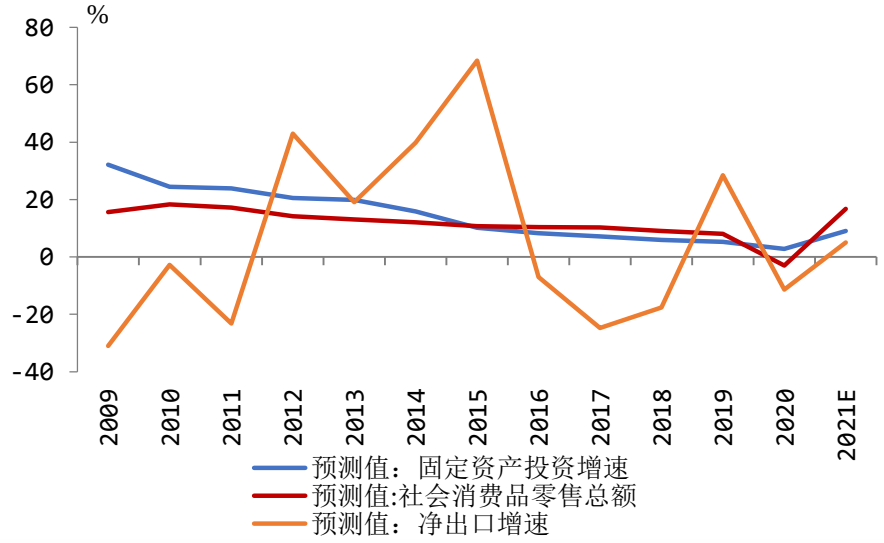
- **IMF预测：**2020年10月，国际货币基金组织发布《世界经济展望报告》，预计2020年全球经济将萎缩4.4%，中国经济将增长1.9%，2021年中国经济有望持续增长，增幅达8.2%。
- **我们的预测：**2020年二季度中国经济复苏超预期，二季度和三季度的经济增速分别达到了3.2%和4.9%，四季度复苏延续，经济向潜在增长率回归，预计2020年经济增速将至2%-2.5%左右。2021年中国经济“双循环”格局加快形成，海外经济复苏，加之“十四五”开局之年的政策红利和基数效应，预计全年增速有望上行至6.5-7%的区间。

2021年中国经济有望实现6.5%以上的高增速



注：2021年GDP增速预测值为西南证券预测，其他预测值为Wind给出的预测平均值

2021年三架马车增速预测



注：2021年净出口增速的预测值为西南证券预测，其他预测值为Wind给出的预测平均值

数据来源：Wind，西南证券整理

目　录

第二个百年奋斗目标开启，低基数带动高增长回归

“双循环”格局下的“扩内需”与动态新平衡

“十四五”开局之年财政与货币政策的跨周期调控

全球主要经济体的趋势分化与风险关注

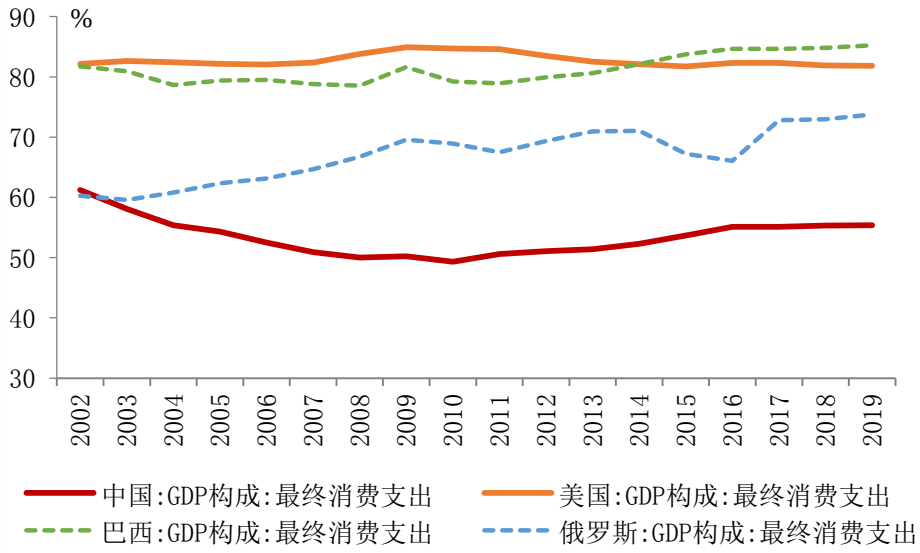
大类资产配置的三大主线与配置建议

2 “双循环”格局下的“扩内需”与动态新平衡：双轮驱动

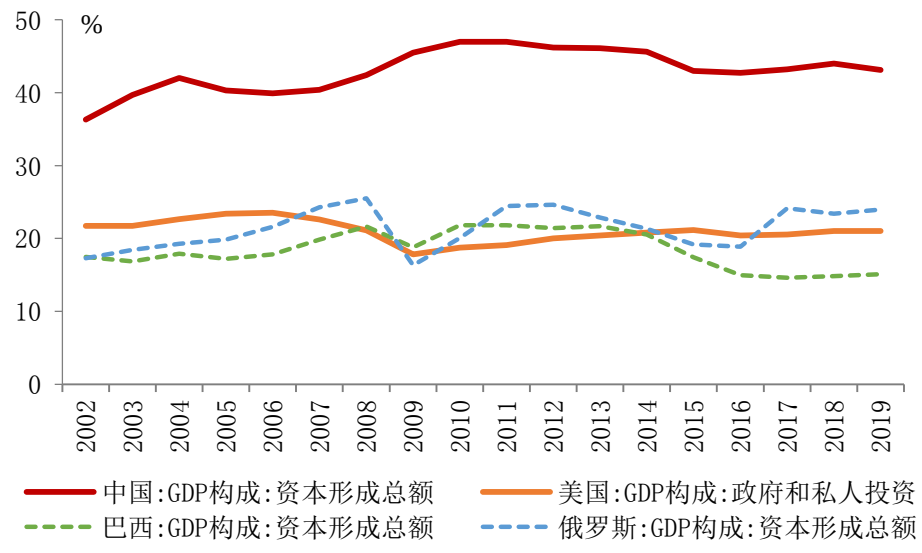
- **“双循环”内涵：**新发展格局不是封闭的国内循环，而是开放的国内国际双循环。要坚持供给侧结构性改革这个战略方向，扭住扩大内需这个战略基点，使生产、分配、流通、消费更多依托国内市场，提升供给体系对国内需求的适配性，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡。

- **本轮“扩内需”的不同之处：**改革开放以来，我国曾因1998年亚洲金融危机和2008年美国次贷危机，启动过两轮“扩内需”，当时采取的方式主要是扩投资。本轮“扩内需”的国际环境与前两轮有所不同，“扩内需”要充分发挥中国超大规模市场优势和消费潜力，拓展经济发展空间，实现“扩投资”与“促消费”双轮驱动。

我国最终消费率占GDP比例偏低



我国资本形成率占GDP比例偏高

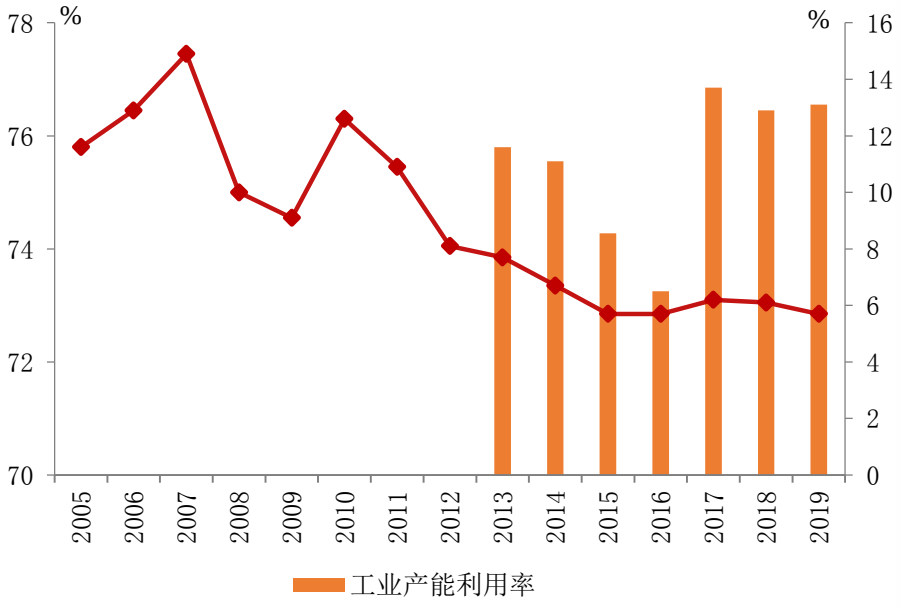


数据来源：Wind，西南证券整理

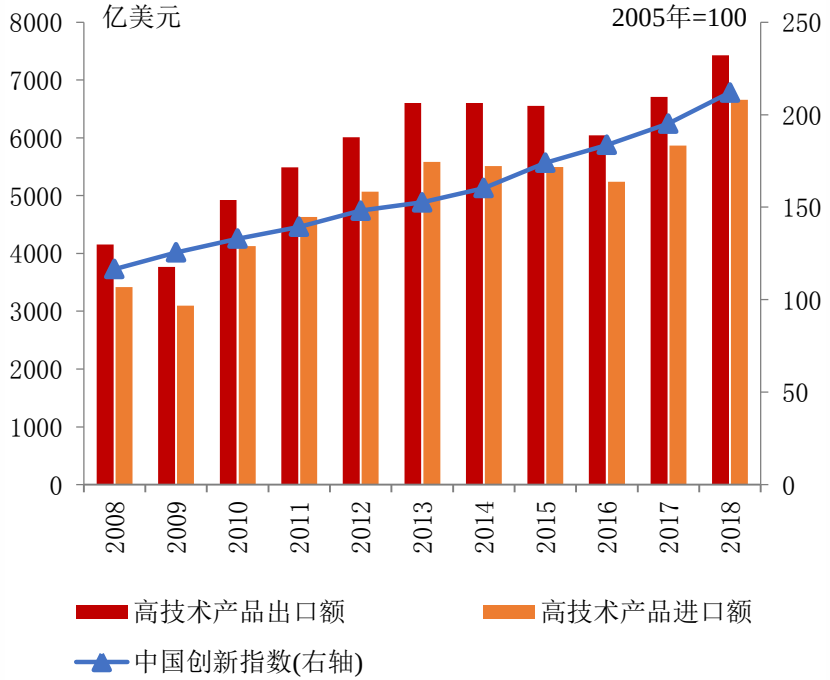
2 “双循环”格局下的“扩内需”与动态新平衡：投资端

- **深化供给侧改革打造适应国内需求的产业链：**“大力提升自主创新能力，尽快突破关键核心技术”是现阶段供给侧结构性改革的重要发力点，未来应在加快淘汰落后产能，更多专注于推动高端制造领域的跨越式发展的同时，发挥我国当前市场需求广阔、产业部门品类完备的优势，大力推动基础学科领域研究创新，加快科研成果的转化，以自主创新打破西方对核心关键技术的垄断。

2015-2019年产能利用率上升



供给侧改革以来我国创新能力快速提升



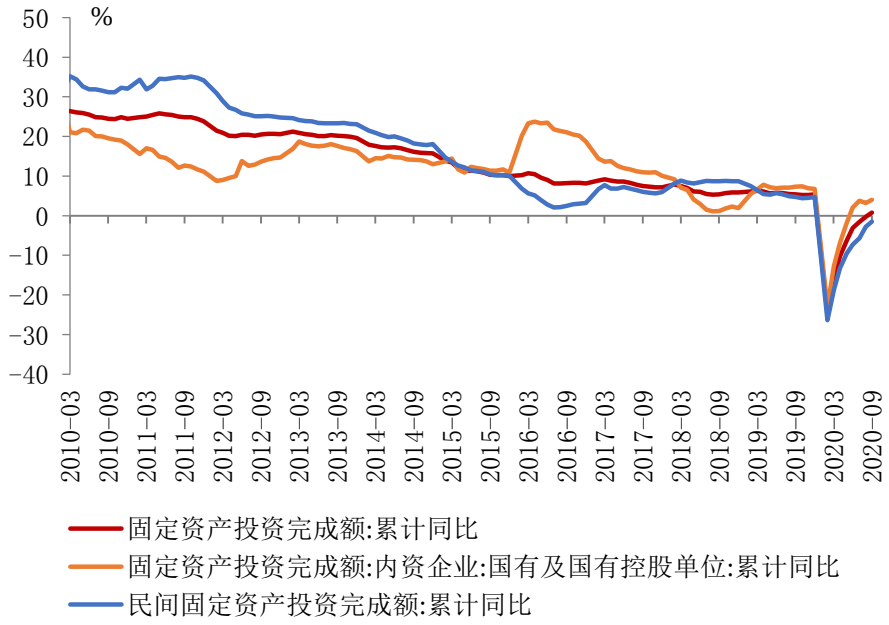
数据来源：Wind，西南证券整理

2 “双循环”格局下的“扩内需”与动态新平衡：投资端

- **投资结构仍待优化**：前三季度，全国固定资产投资（不含农户）同比增长0.8%，增速年内首次由负转正。民间投资加速恢复，但国有投资恢复情况好于民间投资。2021年在推动投资平稳增长的同时要以国企改革三年行动为契机，进一步优化我国的投资主体结构。

- **重点支持既促消费、惠民生又调结构、增后劲的“两新一重”建设**：加强新型基础设施建设、新型城镇化建设、交通水利等重大工程建设，发展新一代信息网络，拓展5G应用，建设数据中心，增加充电桩、换电站等设施，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级。

2020年1-9月固定资产投资累计增速转正



数据来源：Wind，西南证券整理

2020年1-9月地方债发行情况与特点

主要特点

发行规模大幅增加，发行节奏更加优化；发行期限有所延长，发行利率明显降低；资金投向重点领域，有效促进经济社会发展；二级市场交易量有所增加，流动性进一步改善

发行 总量情况

截至9月底，地方债累计发行56789亿元，其中，新增债券43045亿元，再融资债券13744亿元

发行 结构情况

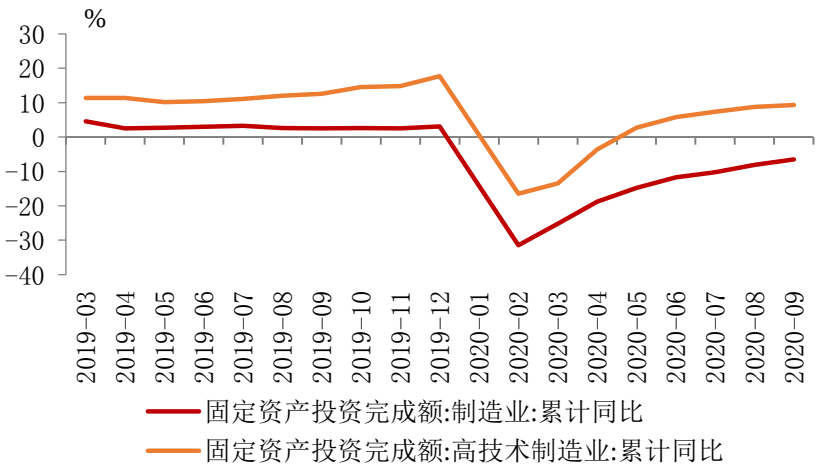
新增债券完成全年发行计划的91%，其中，一般债券发行9393亿元，完成全年计划的95.8%；专项债券发行33652亿元，完成全年计划的89.7%，完成已下达额度的95%

资料来源：财政部，西南证券整理

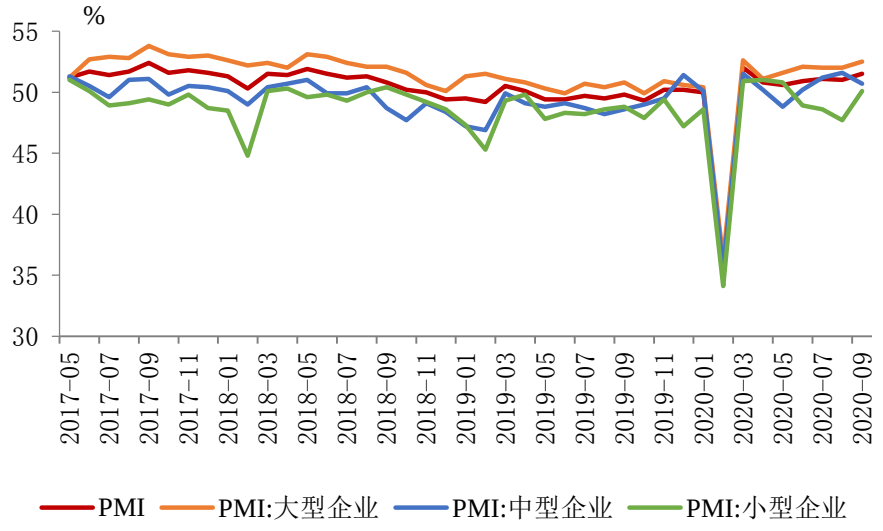
2 “双循环”格局下的“扩内需”与动态新平衡：投资端

- 前三季度，制造业投资同比下降6.5%，降幅较上半年收窄5.2个百分点。**分行业来看，医药制造业、计算机及办公设备制造业投资实现了较快的正增长，其余多数行业降幅也都有所收窄。**
- 9月制造业PMI为51.5%，连续7个月处于景气区间，在调查的21个行业中，有17个行业PMI处于临界点之上，制造业景气面继续扩大。其中，高技术制造业和装备制造业PMI为54.5%和53.0%，分别高于上月1.7和0.3个百分点，产业升级步伐加快，新动能带动作用有所增强。
- 央行三季度例会：引导金融机构加大对实体经济的支持力度，补短板、锻长板，确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。2021年制造业投资或将有超预期表现，低基数下两位数增长可期。

前三季度制造业投资持续复苏



PMI连续7个月处于景气区间

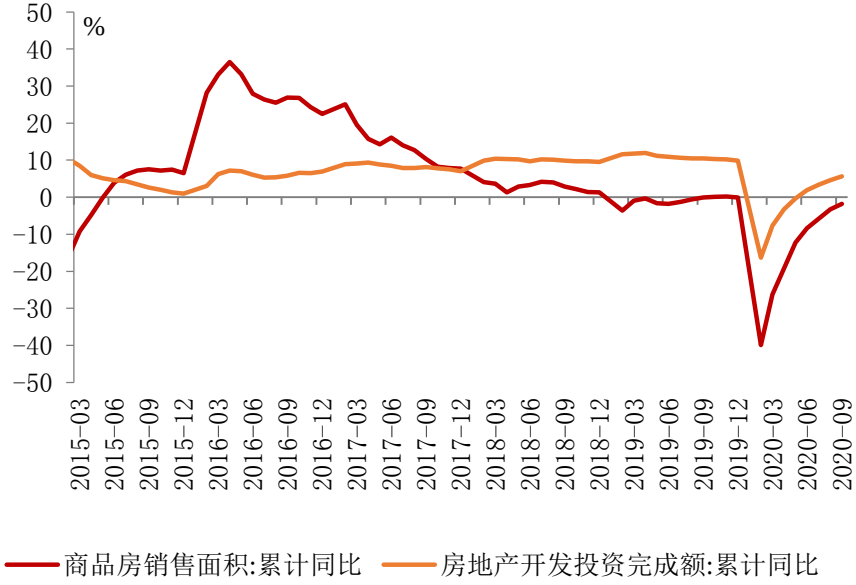


数据来源：Wind，西南证券整理

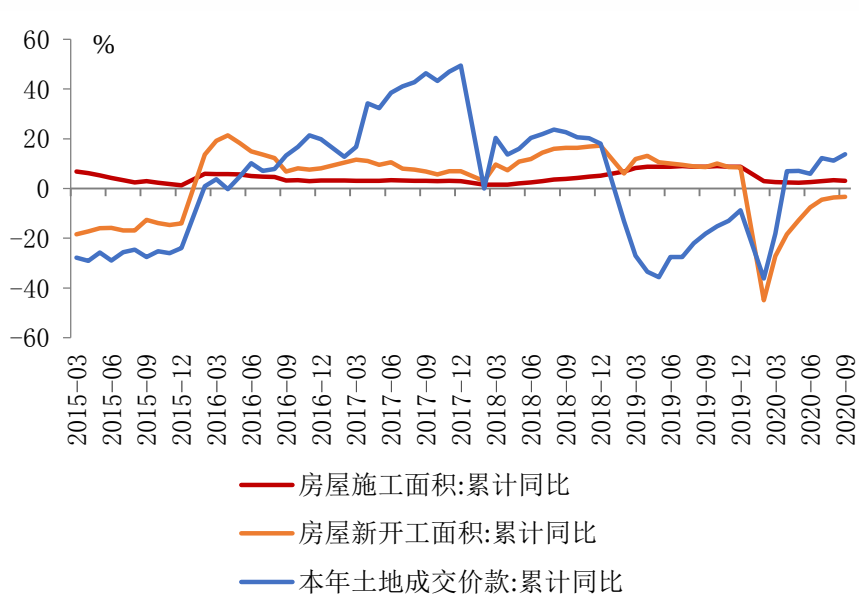
2 “双循环”格局下的“扩内需”与动态新平衡：投资端

- 1-9月，全国房地产开发投资同比增长5.6%，较上半年提高3.7个百分点；商品房销售面积同比下降1.8%，降幅比1-8月份收窄1.5个百分点，收窄幅度有所减缓。1-9月份，房地产开发企业房屋施工面积同比增长3.1%，增速比1-8月份回落0.2个百分点；房屋新开工面积下降3.4%，降幅收窄0.2个百分点；土地成交价款同比增长13.8%，增速提高2.6个百分点。
- 2021年房地产投资虽然仍将保持正增长，但或显乏力，即使是低基数下，全年增速也难回到2019年，预计增速区间5%-6%。

2020年9月房地产销售反弹速度放缓



房地产投资部分前瞻指标有所回落



数据来源：Wind，西南证券整理

2 “双循环”格局下的“扩内需”与动态新平衡：投资端

- 8月20日，住房城乡建设部、人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则，监管层根据负债率为房地产企业划定“三道红线”，根据“踩线”的数量，房企被分为“红橙黄绿”四档，并以此来划定其融资时有息负债年增速的上限。
- 从2021年1月1日起，房地产企业资金监测和融资管理规则将在全行业全面开始实施，并力争在3年内达标。

三道红线

红线一：剔除预收款后的资产负债率大于70%

红线二：净负债率大于100%

红线三：现金短债比小于1倍

四档管理

越线指标数量	限制措施
0	有息负债年增速上限为15%
1	有息负债年增速上限为10%
2	有息负债年增速上限为5%
3	不能新增有息债务

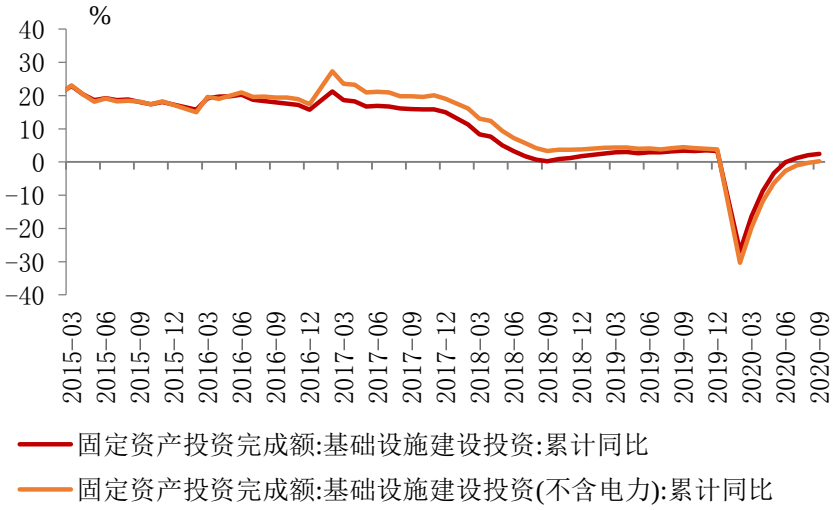
资料来源：住建部、人民银行，西南证券整理

2 “双循环”格局下的“扩内需”与动态新平衡：投资端

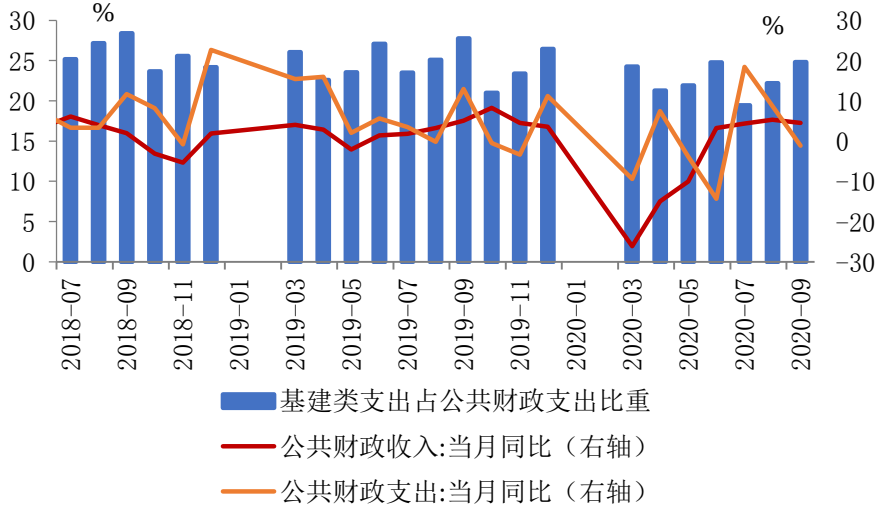
- 前三季度，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长0.2%，增速年内首次由负转正，上半年为下降2.7%。10月底新增专项债将发行完毕，四季度随着资金加快投入使用，基建投资增速或将出现加速回升，但从目前的投资增速来看，综合考虑基建投资的季节性因素及今年冬季的防疫形势，四季度基建投资增速可能不及此前市场预期，加之受到一季度增速大幅下挫的拖累，全年增速3-4%左右，与去年基本持平。

- 2021年基础设施建设将迎来一波小高潮，尤其是新基建的建设，在中性情况下，2020-2025年5G网络、人工智能、工业互联网等重点领域投资规模约为17.5万亿元，年均增速约为21.6%。综合来看，预计全年基建投资将实现7%左右的较快增长。

2020年9月基建投资累计增速转正



2020年9月基建投资占公共财政支出比例

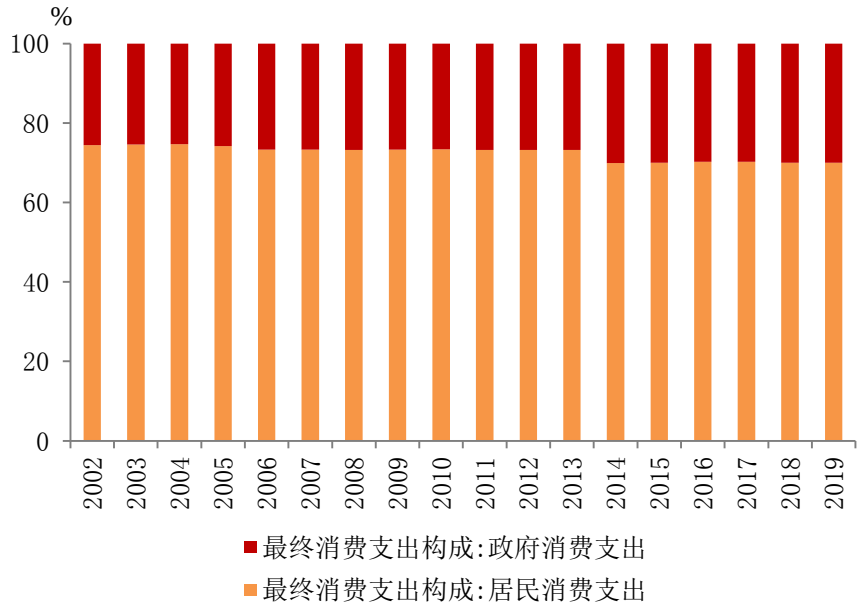


数据来源：Wind，西南证券整理

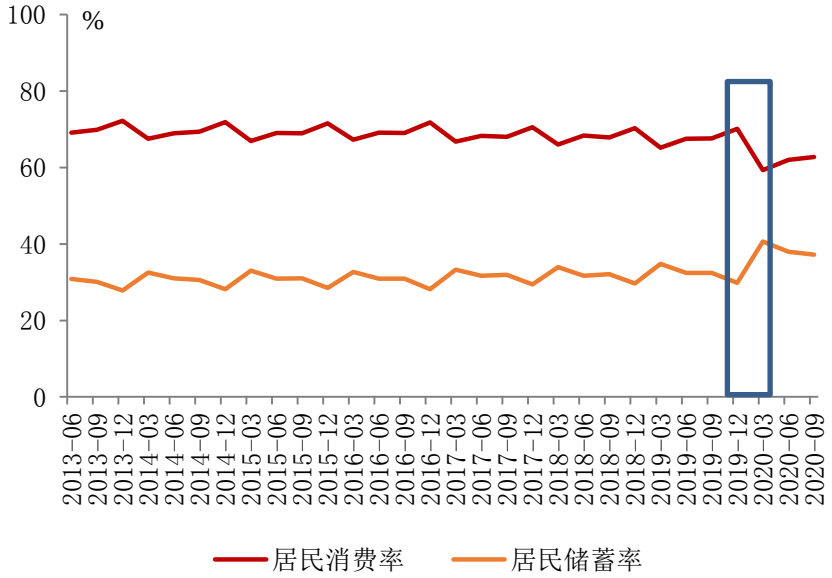
2 “双循环”格局下的“扩内需”与动态新平衡：消费端

- **提升居民最终消费对经济的贡献率**：我国的最终消费中包含居民消费和政府消费，2019年我国居民消费占比69.97%，政府消费占比30.03%，二者均与2018年持平，但2016年到2018年间，居民消费在最终消费中的占比已经连续两年下降。
- 消费改善的基础是收入水平的提高，现阶段根据边际消费倾向的不同——收入越低边际消费倾向越高，通过改变收入分配机制，增加低收入群体的可支配收入，从而提升社会整体的消费水平是一条现实可行的路径。此外，还需调整居民消费结构，压降房地产贷款对居民消费的挤占。

我国居民消费在最终消费中占比有下降之势



疫情期间我国居民消费率显著下降、储蓄率上升



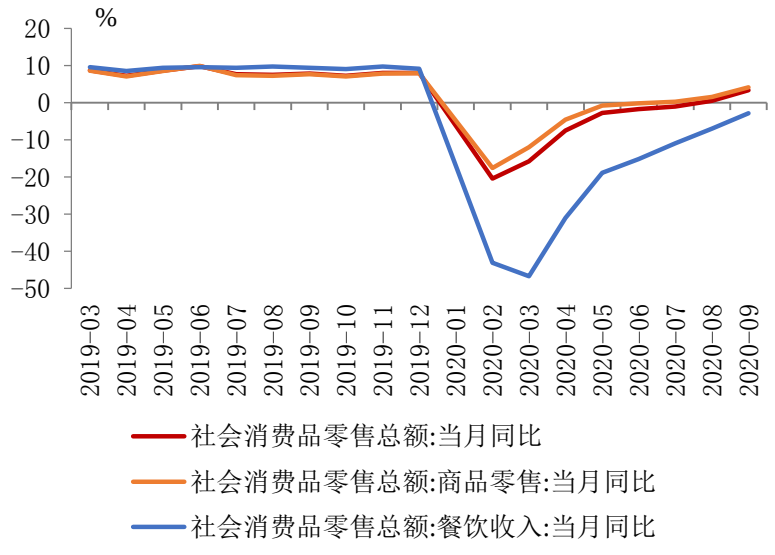
数据来源：Wind，西南证券整理

2 “双循环”格局下的“扩内需”与动态新平衡：消费端

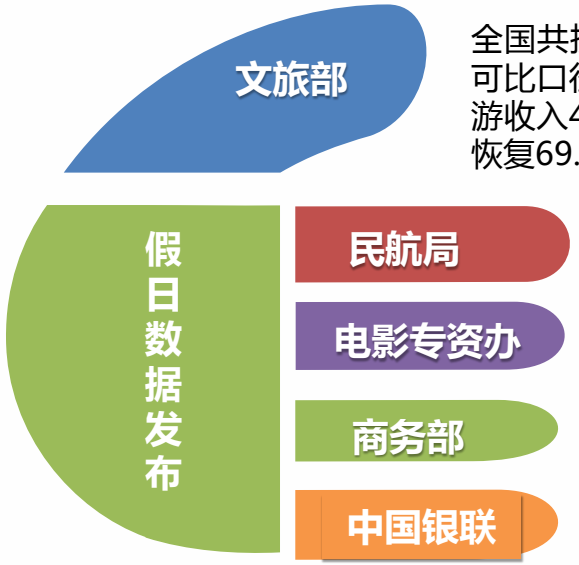
- 构建国内大循环为主体，国际国内双循环相互促进的新发展格局，要求我们牢牢把握扩内需这一重要战略基点，而扩大消费又将是扩内需战略的主要发力点之一，假日经济的复苏也预示着消费持续向好的趋势没有改变，实现经济发展新平衡还是需要政策端的持续发力。

- 前三季度，社会消费品零售总额273324亿元，同比下降7.2%，降幅比上半年收窄4.2个百分点；其中三季度增长0.9%，季度增速年内首次转正。9月单月来看，社会消费品零售总额35295亿元，同比增长3.3%，增幅较上月扩大2.8个百分点，其中，除汽车以外的消费品零售额31428亿元，同比增长2.4%，年内首次实现正增长。

9月社零总额增速加快



国庆消费井喷式爆发



全国共接待国内游客6.37亿人次，按可比口径同比恢复79%，实现国内旅游收入4665.6亿元，按可比口径同比恢复69.9%

航班量恢复至去年同期89.7%

电影票房约为36.96亿元，中国影史国庆档票房第二

全国零售和餐饮重点监测企业销售额约1.6万亿元，日均销售额较去年同期增长4.9%

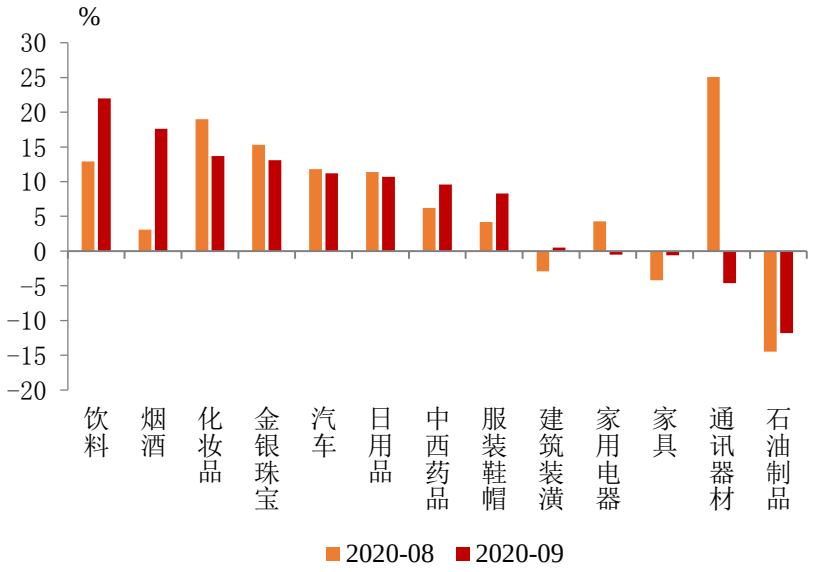
银联网络交易金额达2.16万亿元，较去年同期增长6.3%

数据来源：Wind、文旅部、交通运输部、商务部、银联，西南证券整理

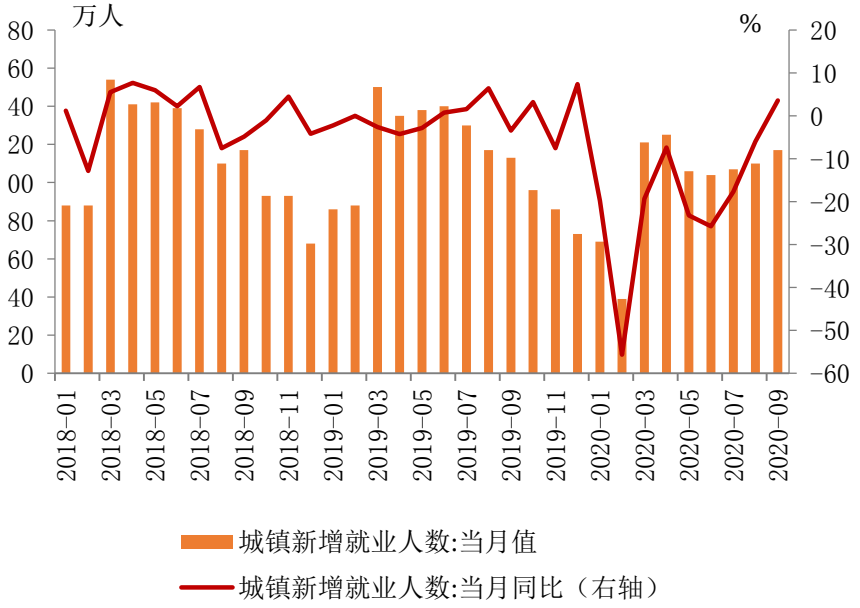
2 “双循环”格局下的“扩内需”与动态新平衡：消费端

- 前三季度餐饮收入同比下降23.9%，商品零售下降5.1%，降幅较上半年分别收窄8.9、3.6个百分点；线上销售延续增长势头，前三季度全国网上零售额80065亿元，同比增长9.7%，较上半年提高2.4个百分点。9月消费升级类商品销售整体仍然保持较快增长，但较上月增速普遍放缓，9月份，化妆品类、金银珠宝类、汽车类商品分别增长13.7%、13.1%、11.2%，通讯器材类则由上月增长25.1%转为下降4.6%。
- 前三季度，全国城镇新增就业898万人，完成全年目标任务的99.8%，其中9月新增就业117万人，同比提高3.54%，年内增速首次转正。

可选消费品类增速对比



9月新增就业人数同比增速转正



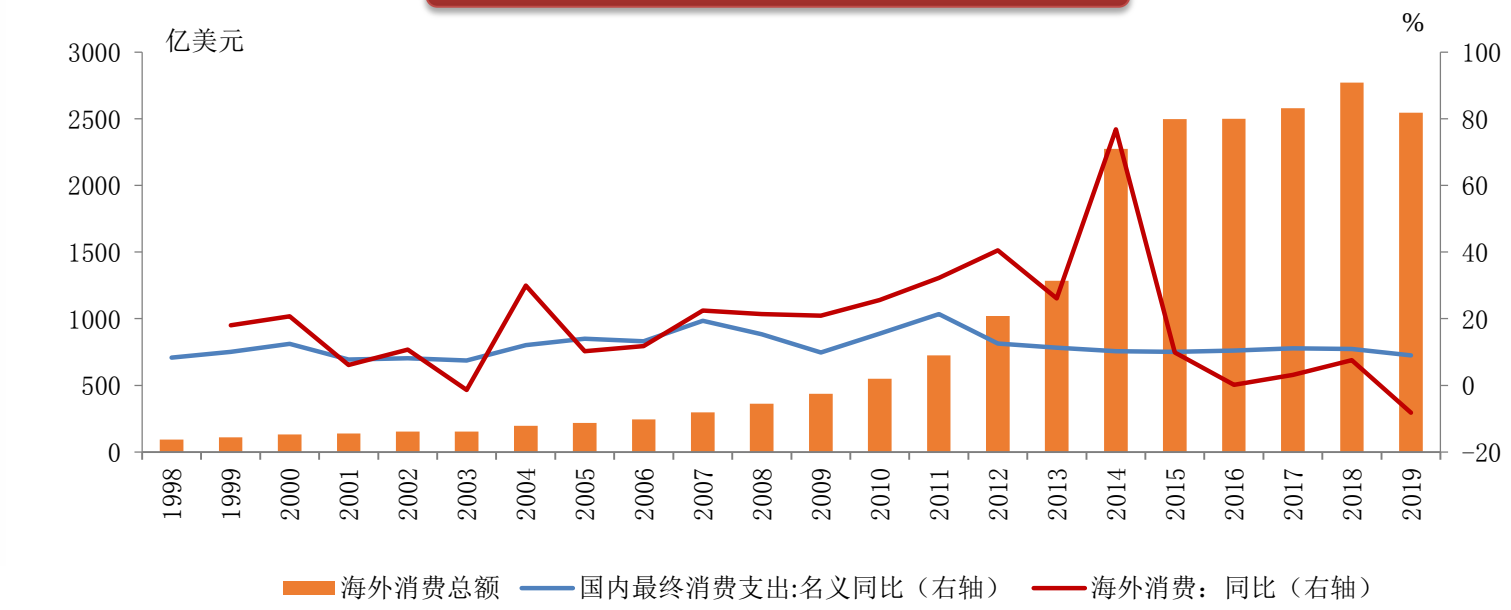
数据来源：Wind，西南证券整理

2 “双循环”格局下的“扩内需”与动态新平衡：消费端

- **做大国内消费增量市场，吸引海外消费回流。**2013年以来，中国居民海外消费量持续走高，2015-2019年，我国居民每年在海外消费将近2600亿美元，今年因为疫情，海外消费量骤降，出入境旅游购物难以快速恢复。

- 按照每年回流50%，年均增速10%计算，2020年回流量约有1300亿美元，2022年能达到约1600亿美元。这部分作为国内消费的增量，在显著推动最终消费对GDP贡献的同时，也能有效拉动“内循环”的生产端，促进经济循环加速。

海外消费回流空间较大



数据来源：Wind，西南证券整理

2 “双循环”格局下的“扩内需”与动态新平衡：消费端

- 需求拉动供给，要以满足国内消费为首要出发点，打造适应国内市场消费升级需求的更为完整、安全的产业链体系，我们认为，出口转内销将是未来3-5年重要的产业调整方向。

国务院办公厅关于支持出口产品转内销的实施意见

支持出口产品进入国内市场

加快转内销市场准入

深化强制性产品认证制度改革，简化出口转内销产品认证程序，缩短办理时间，简化企业办税程序

促进“同线同标同质”发展

扩大“三同”适用范围至一般消费品、工业品领域；开通国内生产销售审批快速通道，加快完善“三同”公共信息服务平台功能，开展“三同”产品宣传推广活动，提升知名度和影响力

加强知识产权保障

支持外贸企业与品牌商协商出口转内销产品涉及的知识产权授权，做好专利申请、商标注册和著作权登记

多渠道支持转内销

搭建转内销平台

鼓励外贸企业通过电商平台、线下专题活动、订单直采等形式扩展销路

发挥有效投资带动作用

重点结合“两新一重”建设需要，帮助企业融入投资项目产业链供应链；引导外贸企业积极补链固链强链，推动产业链协同创新和产业结构调整、加大技术和工艺升级改造力度，参与工业和通信业重大项目建设。

精准对接消费需求

发挥质量、研发等优势，应用大数据、工业互联网等技术，通过个性化定制、柔性化生产，研发适销对路的内销产品，创建自有品牌，培育和发展新的消费热点，推动消费回升

加大支持力度

提升转内销便利化水平

对符合条件可集中办理内销征税手续的加工贸易企业，适当延长申报期限

做好融资服务和支持

加强供应链金融服务，积极开展应收账款、存货、机器设备、仓单、订单等质押融资

加大保险支持力度

支持保险公司加大对出口产品转内销的保障力度，提供多元化的保险服务

加强资金支持

用足用好外经贸发展专项资金，支持出口转内销相关业务培训、宣传推介、信息服务等

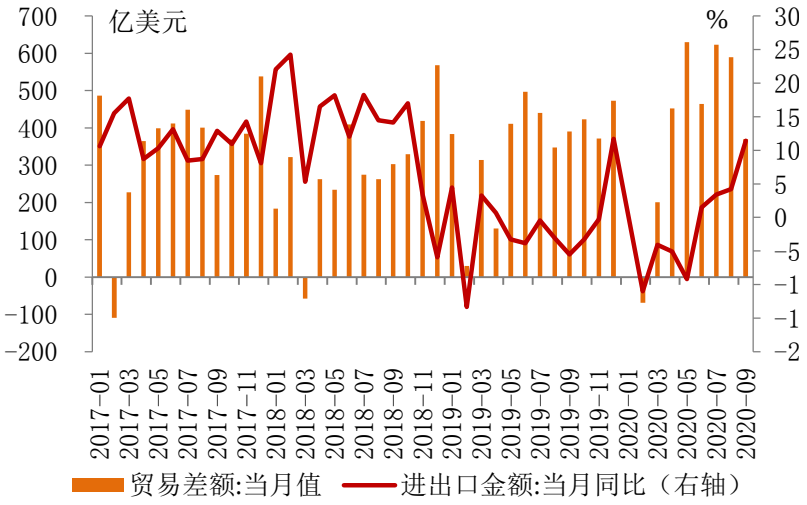
数据来源：中国政府网，西南证券整理

2 “双循环”格局下的“扩内需”与动态新平衡：贸易

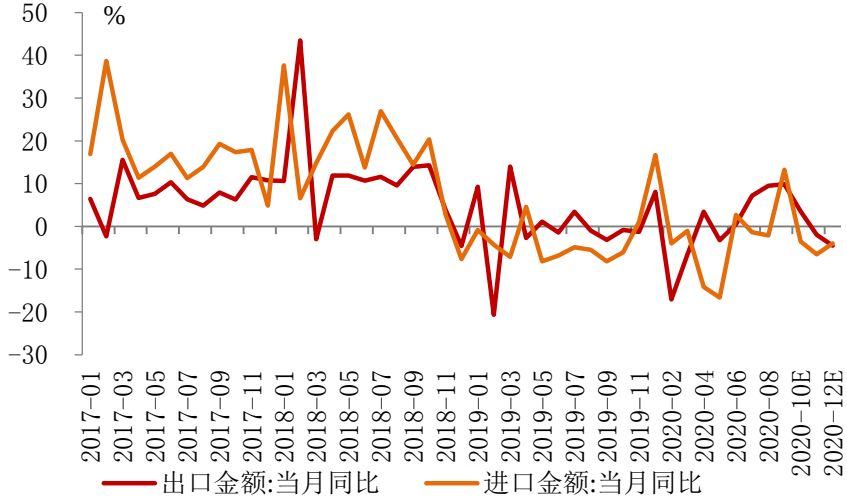
- 以美元计，今年前三季度，全国进出口总值同比增速为-1.8%，实现贸易顺差3260.5亿美元，较上半年降幅收窄4.8个百分点。**三季度我国进出口总值、出口总值、进口总值均创下季度历史新高。**四季度，疫苗接种开始后，防疫物资的出口将被支撑经济复苏的相关产品取代，出口增速可能面临阶段性回落；进口方面，中美第一阶段贸易协议的履行将直接关系到四季度进口增速，加之去年年末的高基数效应，进口增速有可能出现回落。

- 11月美国大选之后，中美关系或将面临新的挑战，但考虑到疫情对全球产业链的破坏及海外经济复苏持续，预计2021年贸易顺差有望实现5%左右的较快增长。

进出口总额同比上升，贸易差额收窄



三季度进、出口都呈现高速增长



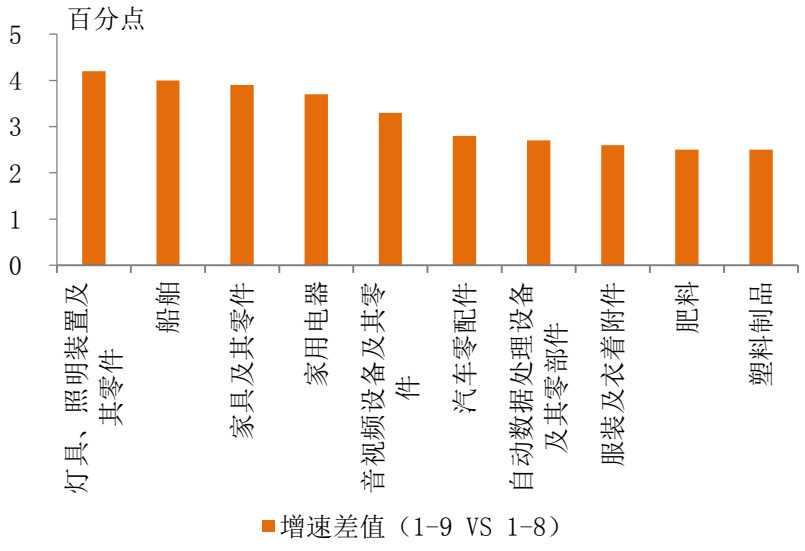
数据来源：Wind，西南证券整理

2 “双循环”格局下的“扩内需”与动态新平衡：贸易

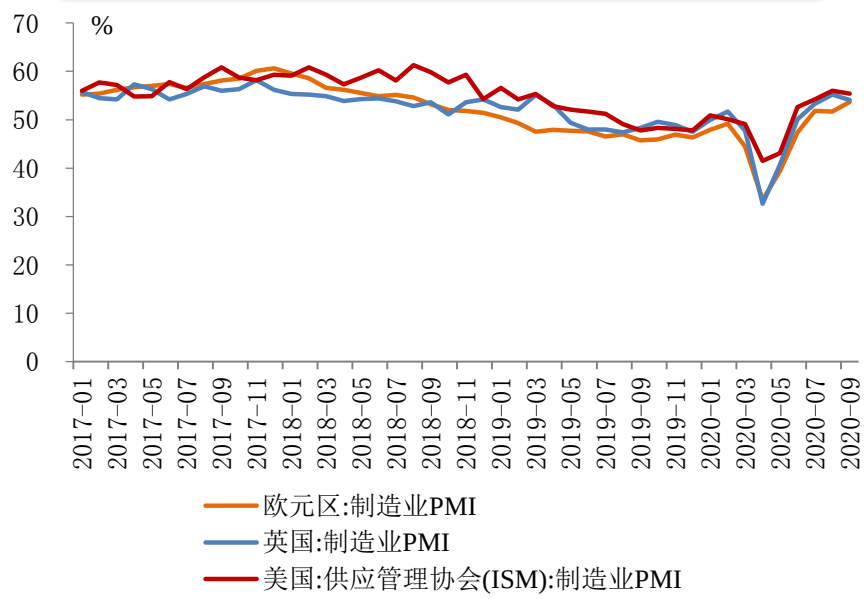
- **出口数据超预期回升，“宅经济”商品出口增速加快。**以美元计，2020年前三季度出口同比下降0.8%，较1-8月降幅收窄1.5个百分点；第三季度出口同比增速8.8%，环比增速14.8%，表现超出市场普遍预期。三季度出口超预期主要由于国内复工复产的有序推进助力出口订单的增加；同时受疫情影响，“宅经济”商品拉动出口增长。

- **2021年海外主要经济体持续复苏，带动了我国出口改善。**9月，欧元区制造业PMI回升至53.7%，创2018年8月以来新高，复苏势头进一步增强，随着海外经济体持续复苏，将带动我国出口改善，预计2021年出口同比增长7.0%左右。

月度比较：出口增速加快前十位的商品



欧元区PMI大幅回升，英、美PMI小幅回落



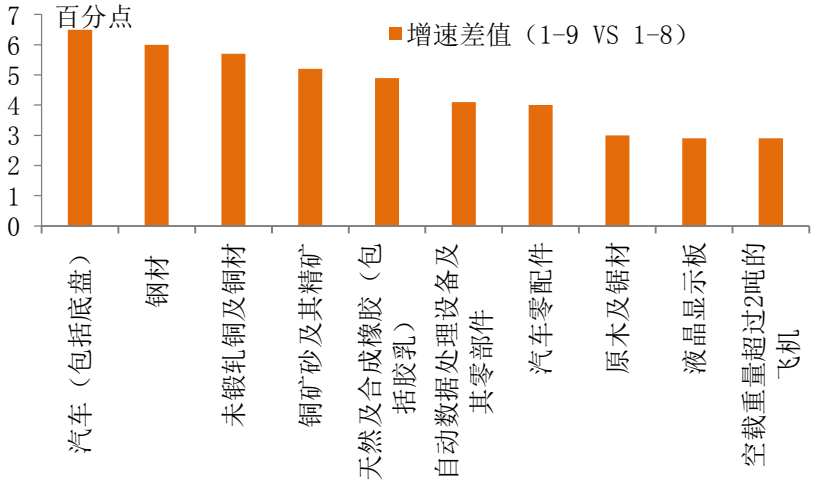
数据来源：Wind，西南证券整理

2 “双循环”格局下的“扩内需”与动态新平衡：贸易

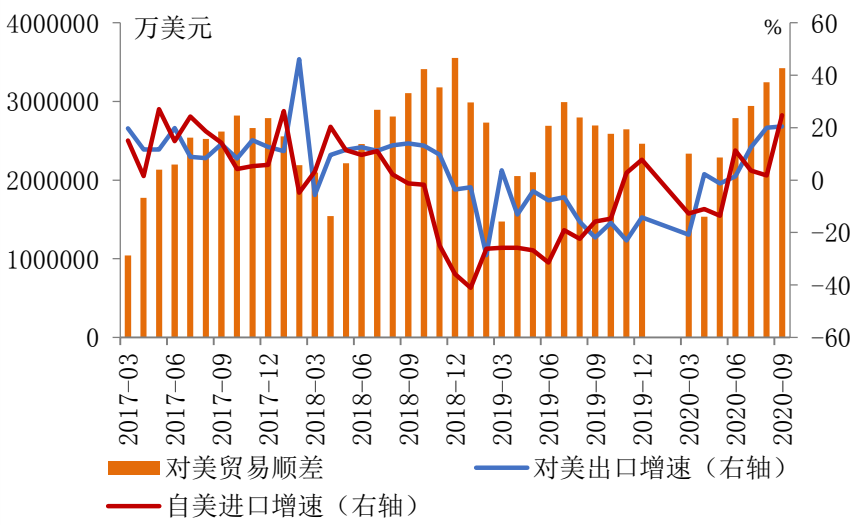
- **进口大幅回升。**前三季度我国进口增速-3.1%，较上半年降幅收窄4个百分点，进口恢复明显。从我国进口商品的品种来看，主要大宗商品和重点农产品进口量增加。前三季度，我国进口铁矿砂8.68亿吨，增加10.8%；进口原油4.16亿吨，增加12.7%。同期，大豆、肉类进口增长较快。2021年我国内需恢复将带动进口上行，预计同比增速3% 左右。

- **我国对美贸易有所回暖。**以美元计，前三季度中美进出口总值同比下降0.6%，降幅较上半年缩窄9.1个百分点；出口同比下降0.8%，降幅较上半年收窄10.3个百分点；进口同比增长0.2%，为今年三月份以来首次回正。对美顺差持续扩大或将加剧中美双方矛盾，若后续中国扩大对美进口不达预期、对美顺差继续走阔，需警惕明年中美经贸形势的不确定性变化。

月度比较：进口增速加快前十位的商品



三季度我国对美贸易有所回暖



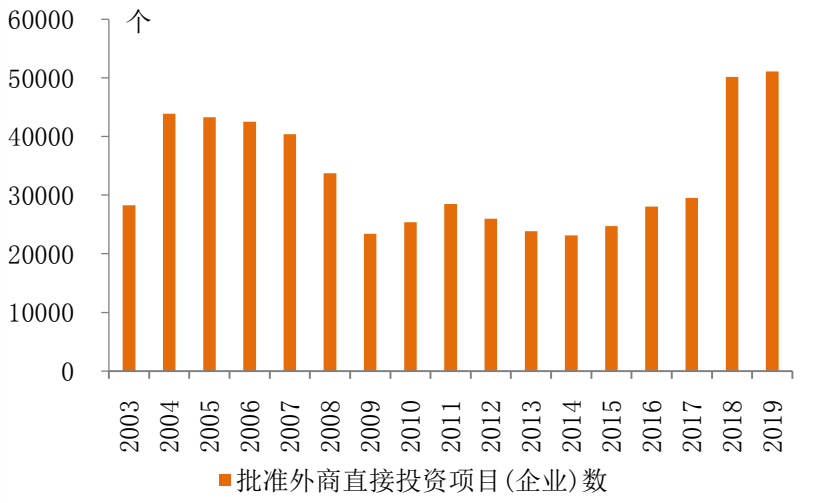
数据来源：Wind，西南证券整理

2 “双循环”格局下的“扩内需”与动态新平衡：外商投资

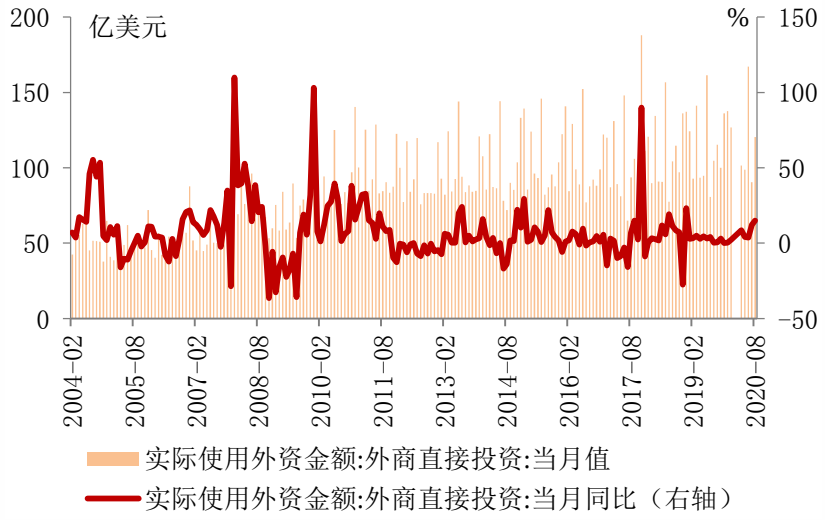
- 据商务部统计，2020年1-8月，全国实际使用外资6197.8亿元人民币，同比增长2.6%（折合890亿美元，同比下降0.3%；不含银行、证券、保险领域，下同）。8月当月，全国实际使用外资841.3亿元人民币，同比增长18.7%（折合120.3亿美元，同比增长15%）。随着海外疫情逐步得到控制，国内大循环加速形成，预计2021年外资使用将趋于稳定。

- **稳住现有+“引进来”。**7月以来，稳外资政策不断加速落地。7月29日，国务院常务会议再次强调，要围绕稳住外贸主体、稳住产业链供应链。10月1日，《外商投资企业投诉工作办法》正式实施，进一步完善了投诉工作制度，投诉事项范围更加全面，投诉工作机制更加健全，投诉工作规则更加清晰，权益保护制度更加有力。

批准外商新设外企数量



实际使用外资金额情况



数据来源：Wind，西南证券整理

目　录

第二个百年奋斗目标开启，低基数带动高增长回归

“双循环”格局下的“扩内需”与动态新平衡

“十四五”开局之年财政与货币政策的跨周期调控

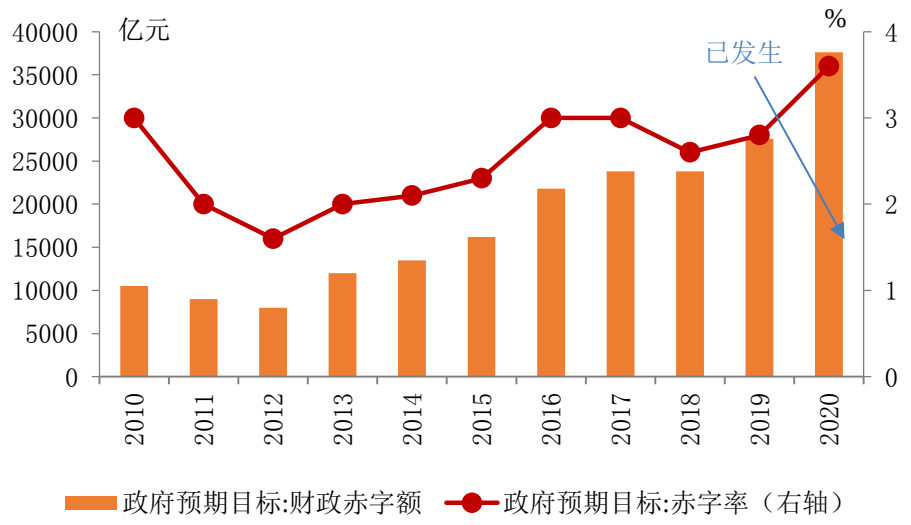
全球主要经济体的趋势分化与风险关注

大类资产配置的三大主线与配置建议

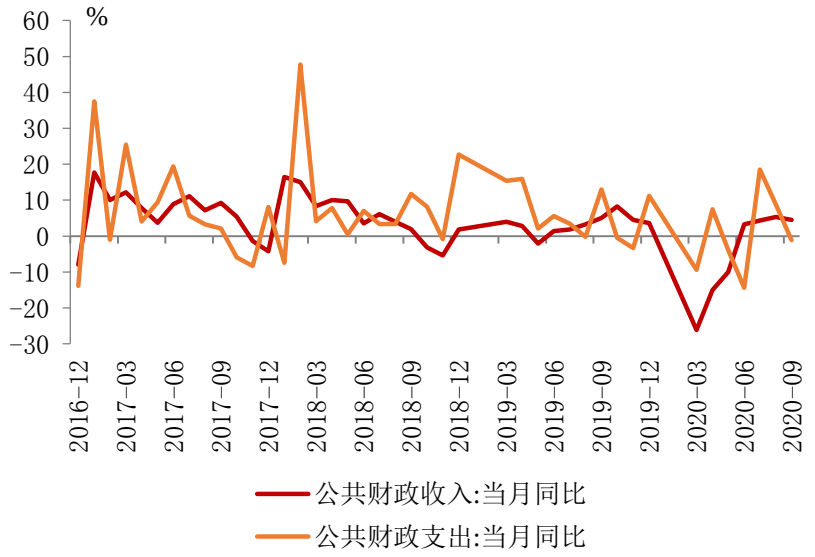
3 “十四五”开局之年财政与货币政策的跨周期调控：财政政策

- **财政政策要更加积极有为、注重实效：**当前和今后一个阶段，积极的财政政策主要任务仍然是进一步消化疫情等等不利的影响，稳住经济的基本盘，为未来经济发展奠定坚实基础。在积极财政政策的实施过程中，要特别重视与货币政策协同配合，注重发挥宏观调控政策的合力。
- 2020年安排预算赤字规模为37600亿元，预计赤字率3.6%。截至9月底，全国一般公共预算收入141002亿元，全国一般公共预算支出175185亿元，收支差额为-34183亿元，四季度财政赤字仍有一定空间。跨周期调节之下，2021年预计财政赤字率将调至3.2%左右。

各年的预算赤字情况



9月公共财政收入同比上升，支出同比由正转负



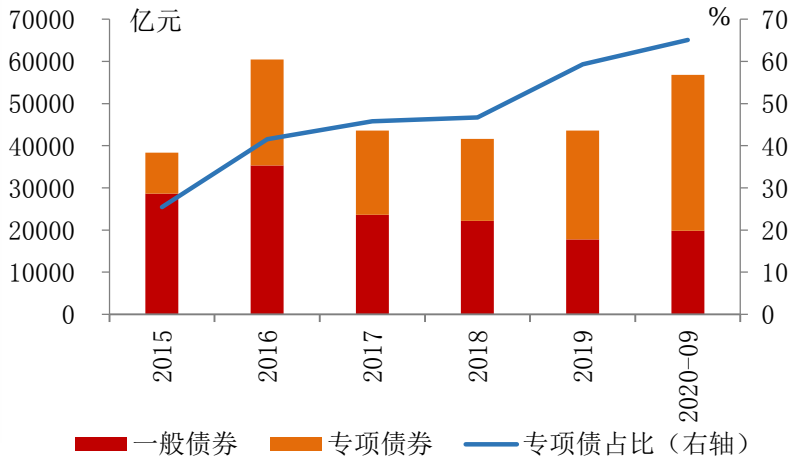
数据来源：Wind、财政部，西南证券整理

3 “十四五”开局之年财政与货币政策的跨周期调控：财政政策

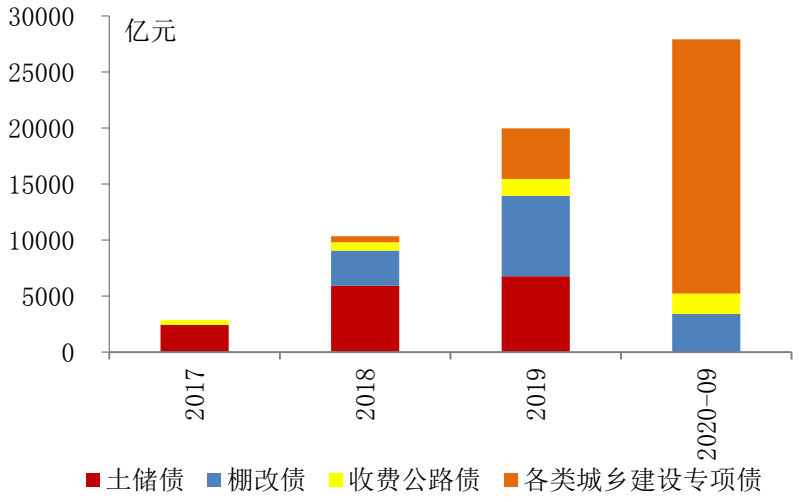
- **专项债券发行大幅上升，主要投向基础设施领域。**截至9月末，地方政府专项债券发行规模36966万亿元，占地方债发行规模的65.10%。其中，新增专项债发行33652亿元，完成全年计划（37500亿元）的89.7%。由于监管部门明确要求今年专项债不用于土地收储和与房地产相关的项目，为了更好的发挥专项债券稳增长的作用，2020年1-9月，项目收益专项债资金大部分投向了城乡基础设施建设项目。

- **2021年专项债发行预测：**2021年考虑到经济持续恢复、疫情之后财政回归正常化、以及防范地方债务风险等因素，专项债下达额度可能不及今年，但全年发行总额大概率依然维持在3万亿元以上。

专项债券占比不断提升



项目收益专项债发行规模情况

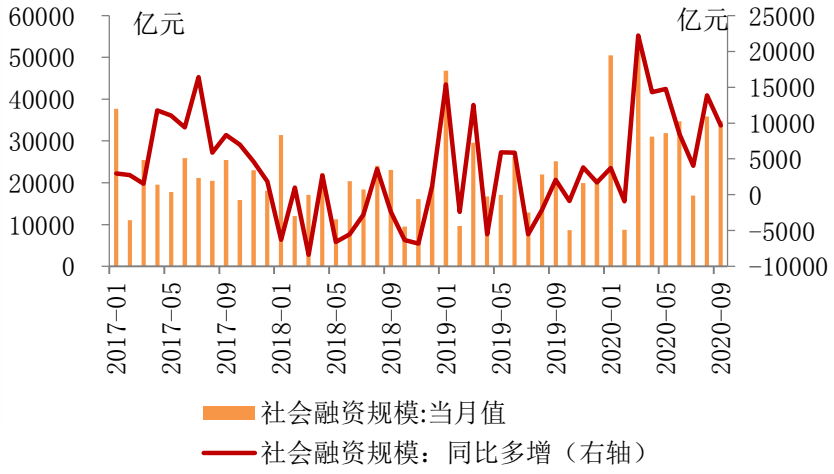


数据来源：同花顺，西南证券整理

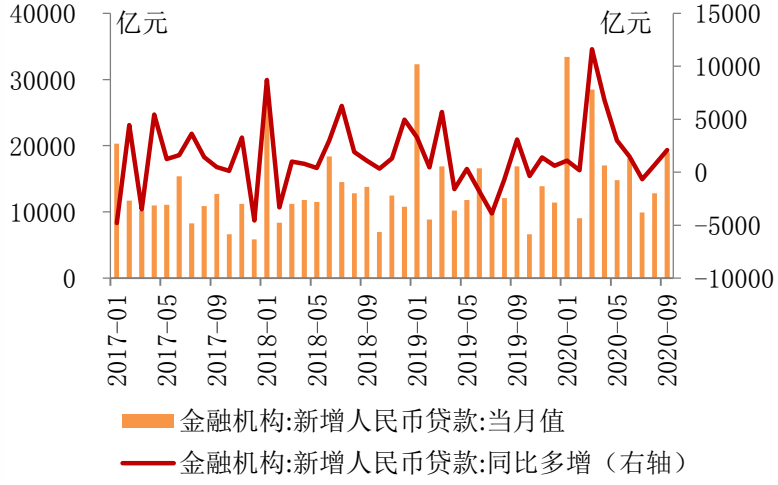
3 “十四五”开局之年财政与货币政策的跨周期调控：货币政策

- 前三季度我们社会融资规模的三大特点：一，金融机构对实体经济发放的人民币贷款增加16.69万亿元，接近上年全年16.88万亿元的水平，比上年同期多增了2.79万亿元；二，企业的债券净融资4.1万亿元，比上年同期多1.65万亿元，其中企业的境内股票融资是6099亿元，比上年同期多3756亿元；三，政府债券净融资是6.73万亿元，比上年同期多2.74万亿元，其中国债的净融资是2.48万亿元，比上年同期多1.57万亿元，地方政府专项债净融资是3.3万亿元，比上年同期多1.13万亿元。
- 10月10日，易纲发文：2020年，我国是全球主要经济体中少数实施正常货币政策的国家。实施正常货币政策，保持正的利率，保持正常的、向上倾斜的收益率曲线，总体上有利于为经济主体提供正向激励，有利于经济社会的可持续发展，也有利于人民币资产的全球竞争力。

社会融资规模持续多增



新增人民币贷款大幅上升



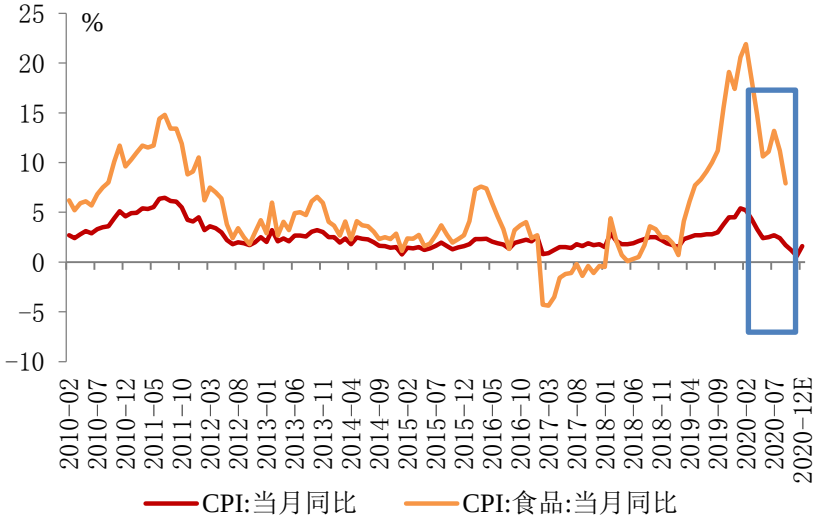
数据来源：Wind，西南证券整理

3 “十四五”开局之年财政与货币政策的跨周期调控：货币政策

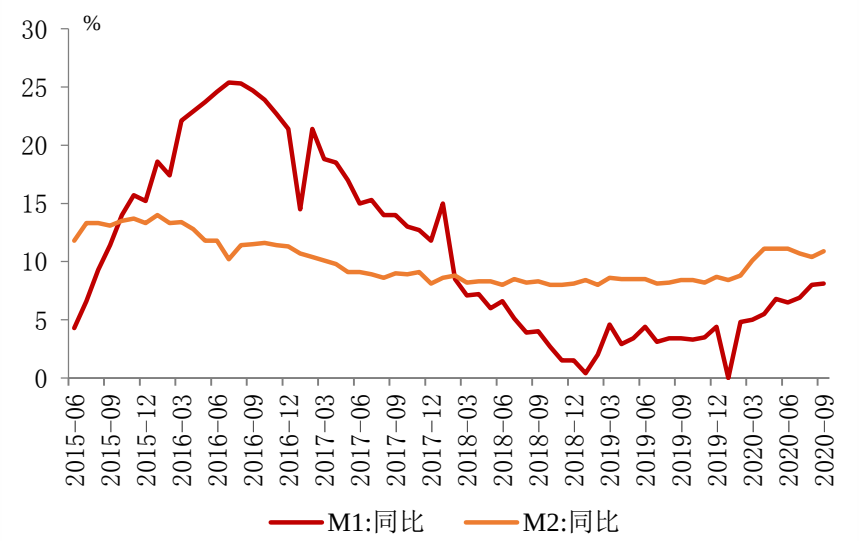
- **M2增速再拾升势。**9月末，广义货币M2余额216.41万亿元，同比增长10.9%，增速分别比上月末和上年同期高0.5个和2.5 个百分点，主要原因包括信贷继续扩张，以及财政的加速投放。年内企业部门经济活动复苏及财政投放较强的趋势有望延续，货币增速仍趋上行。

- **经济活跃度有所提升。**9月末，狭义货币M1余额60.23万亿元，同比增长8.1%，增速分别比上月末和上年同期高0.1个和4.7个百分点。本轮M1有两个加速变化的点，一是5月，二是8月，前后均对应经济的两轮加速。在地产市场基本平稳的前提下，下一个变化点可能会在疫苗上市后，消费和服务业加快修复，驱动微观活跃度进一步上升至本轮高点。

受低基数和食品价格回落带动四季度通胀将走低



M2和M1增速差值扩大



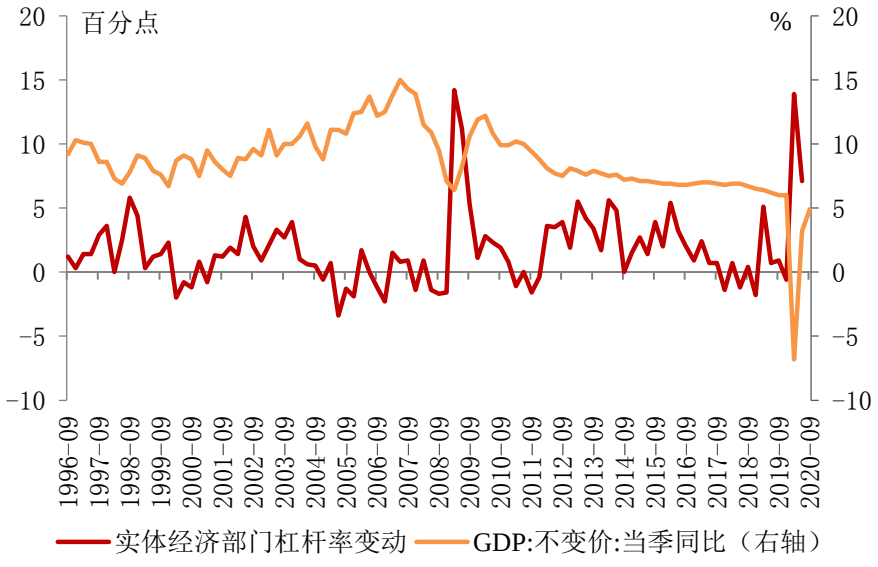
数据来源：Wind，西南证券整理

3 “十四五”开局之年财政与货币政策的跨周期调控：货币政策

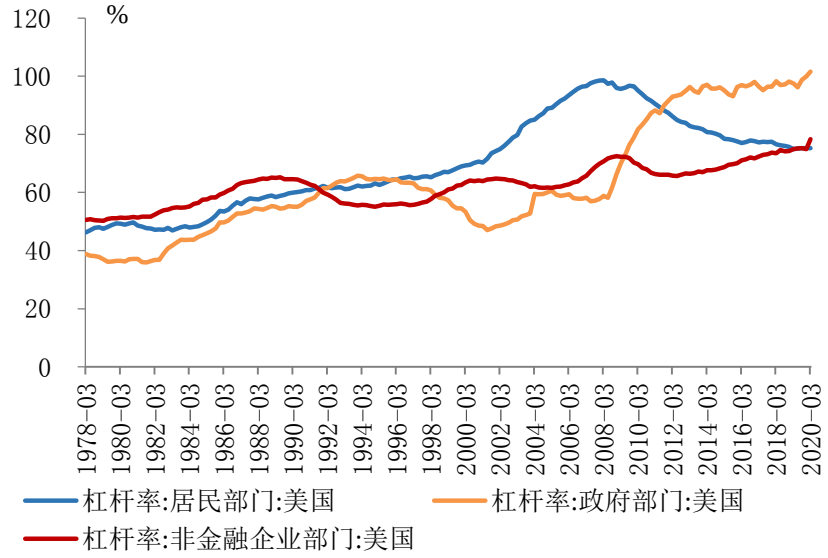
- 从实体经济对央行放水的承接情况来看，上半年我国实体经济杠杆率上升21个百分点至266.4%，其中，二季度杠杆率攀升7.1个百分点，相比一季度增幅回落较大。分部门来看，非金融企业部门是主要推动力量，上升13.1个百分点，居民、政府部门分别上升3.9、4.0个百分点。

- **央行行长易纲：**在今年抗疫的特殊时期，宏观杠杆率有所上升，明年GDP增速回升后，宏观杠杆率将会更稳一些。**货币政策需把好货币供应总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动，使之在长期维持在一个合理的轨道上。**

提升实体经济杠杆率应对经济增速快速下滑



美国各部门杠杆率



数据来源：Wind，西南证券整理

3 “十四五”开局之年财政与货币政策的跨周期调控：杠杆率

- 基础民生、农林牧渔、住宿和餐饮业等行业在二季度出现了明显的加杠杆趋势，政府的抗疫扶持政策作用于企业，叠加经济复苏，效果开始显现。预计四季度，除以上行业外，交运和文娱体育行业的“加杠杆”也将为资本市场带来利好。

二季度A股上市公司不同行业资产负债率及变动情况

板块	资产负债率：2020年二季度	资产负债率变化 2020.Q2 vs 2020.Q1
居民服务、修理和其他服务业	28.0165	3.4961
文化、体育和娱乐业	37.8667	0.8247
信息传输、软件和信息技术服务业	40.391	-0.2653
农、林、牧、渔业	40.9216	1.3691
科学研究和技术服务业	48.3021	0.593
卫生和社会工作	48.9504	0.406
采矿业	50.6866	0.2729
制造业	53.4454	0.7193
交通运输、仓储和邮政业	55.0024	1.0158
住宿和餐饮业	55.4191	1.1411
水利、环境和公共设施管理业	61.2577	0.2245
电力、热力、燃气及水生产和供应业	63.4847	0.8641
租赁和商务服务业	65.2982	0.8212
批发和零售业	65.4593	0.2666
建筑业	75.8565	0.7157
金融业	91.232	0.1788

注：红色数字表示资产负债率变化前三大的板块

数据来源：Wind，西南证券整理

目　录

第二个百年奋斗目标开启，低基数带动高增长回归

“双循环”格局下的“扩内需”与动态新平衡

“十四五”开局之年财政与货币政策的跨周期调控

全球主要经济体的趋势分化与风险关注

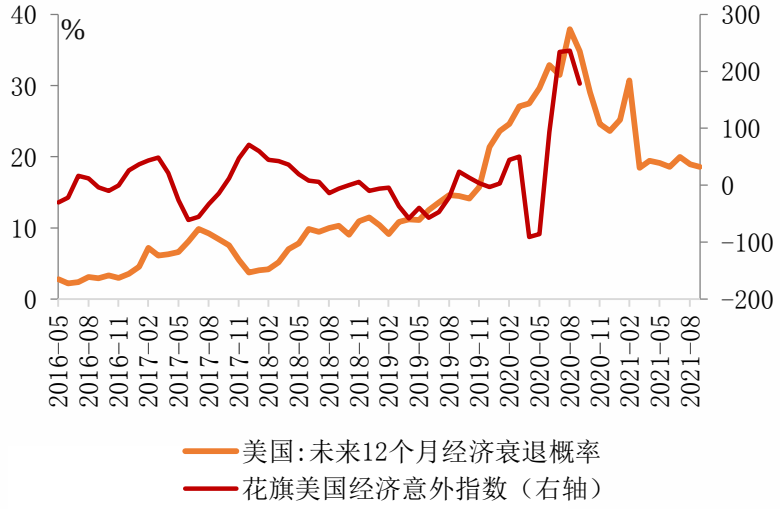
大类资产配置的三大主线与配置建议

4 全球主要经济体的趋势分化：美国复苏步伐放缓

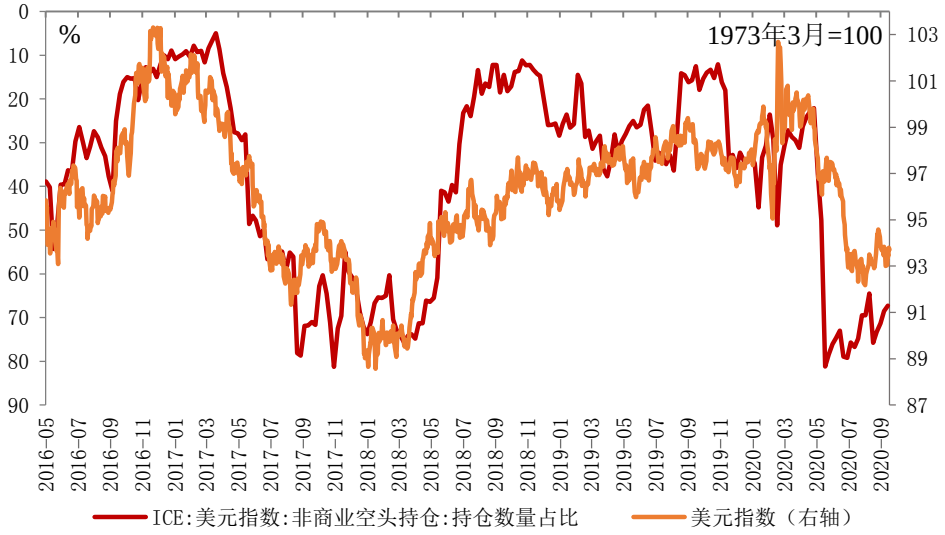
- **美国经济复苏步伐放缓，需持续关注疫情发展。**制造业复苏开始放缓，继8月美国PMI大增后，9月增幅放缓；失业率虽然放缓，但美国就业增长放缓和长期失业者比例增加可能破坏经济复苏，并对少数族裔造成超乎比例的伤害，并且需持续关注疫情蔓延情况。预计2021年美国经济温和复苏，仅靠经济刺激措施可能不足以扭转美国经济面临的风险，按照9月的复苏速度，美国很有可能要等到2021年末才能恢复到疫情前的就业水平。

- **长期因素利空美元，但短期不确定性高，美元有一定配置价值：**9月，美联储将基准利率维持在0%-0.25%区间不变，并将持续至2023年。中长期通胀压力升高，美国双赤字扩大对美元构成利空因素，但美元有一定避险价值，如果后期风险因素继续累积，可能促成美元反弹。

美国经济复苏放缓



美元短期有反弹的可能



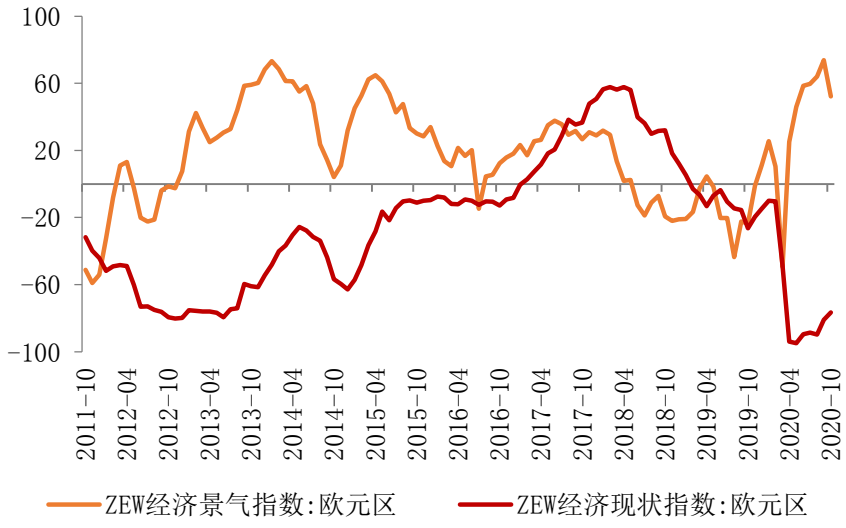
数据来源：Wind，西南证券整理

4 全球主要经济体的趋势分化： 欧洲疫情再起，复苏之路崎岖

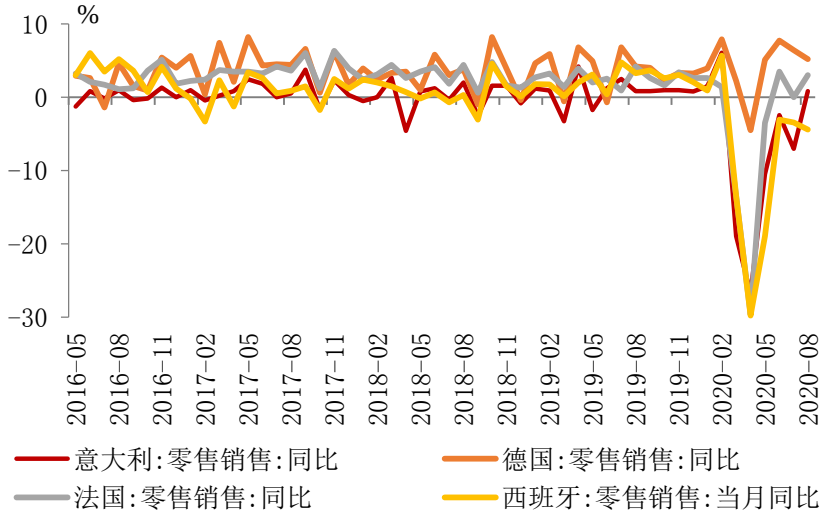
- **欧洲疫情反复，短期不终止支持计划。**受复工复学、社交活动增多、天气转冷等影响，进入10月以来，欧洲疫情呈上升趋势，疫情形势严峻，10月14日欧洲多国宣布严格防疫举措，包括法国、英国北爱尔兰、罗马尼亚、葡萄牙、荷兰等。10月12日，欧洲央行行长拉加德呼吁各国政府不要突然中止或者过快取消对经济复苏的支持计划，因为经济要完全恢复必须保证一个平稳的过渡期。

- **经济复苏的缓慢可能加剧欧元区19国成员国之间的分歧，**欧元区的19个国家可能要到2022年才能从灾难中恢复过来，那些依赖旅游业的国家尤其脆弱。

欧元区经济前景有所回落



欧元区成员国分化加大



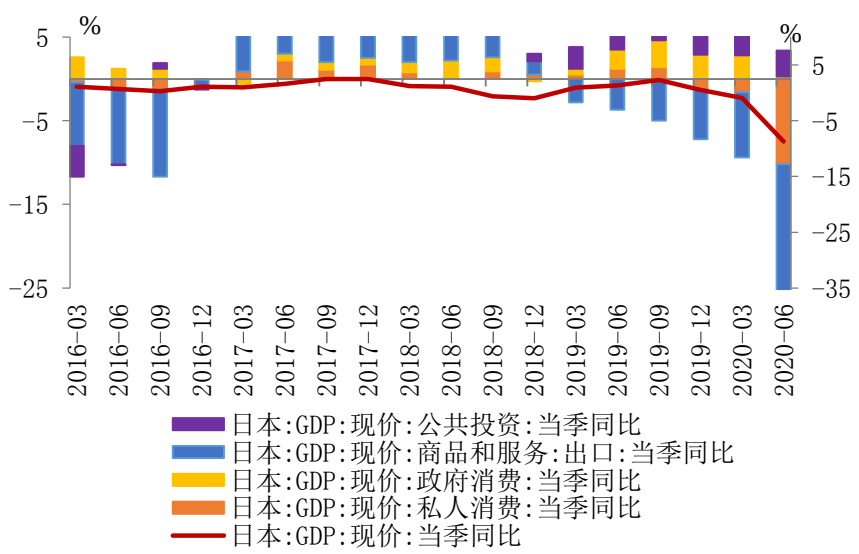
数据来源：Wind，西南证券整理

4 全球主要经济体的趋势分化：日本疫情相对平稳，经济复苏乏力

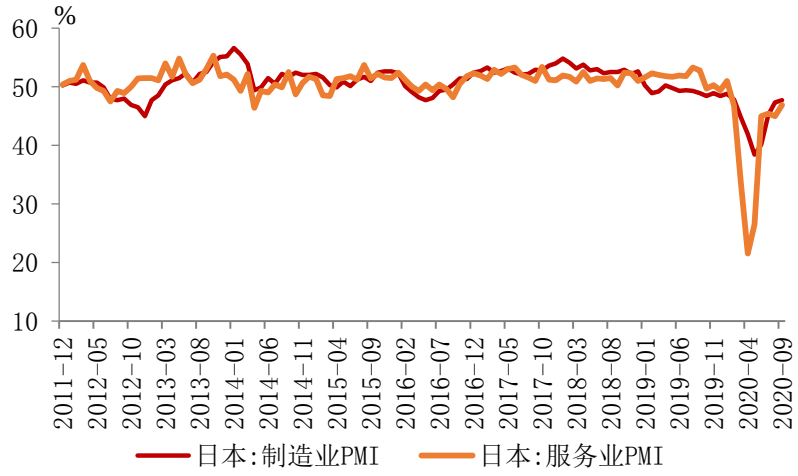
- **日本疫情相对平稳，经济恢复状况却并不理想。**日本2020年三季度消费和投资同比增速依然为负，消费指标同比跌幅有所收敛，投资指标同比跌幅进一步扩大。多项指标表明日本经济远未从疫情冲击中走出来，日本经济的反弹力度明显逊于中国。

- **短期出台新的财政刺激可能性较低。**在新冠疫情未有大规模反复，经济未有超预期波动的情况下，日本政府今年四季度继续推出大规模财政刺激的可能性较小。未来日本经济的恢复仍主要依赖国内需求与投资的改善，以及刺激政策能否在第四季度由宏观金融领域传导到实体经济领域。10月18日，日本央行行长黑田东彦表示不打算改变央行的通胀目标或前瞻性指引。

日本经济仍处于衰退中



日本PMI目前仍在荣枯线之下



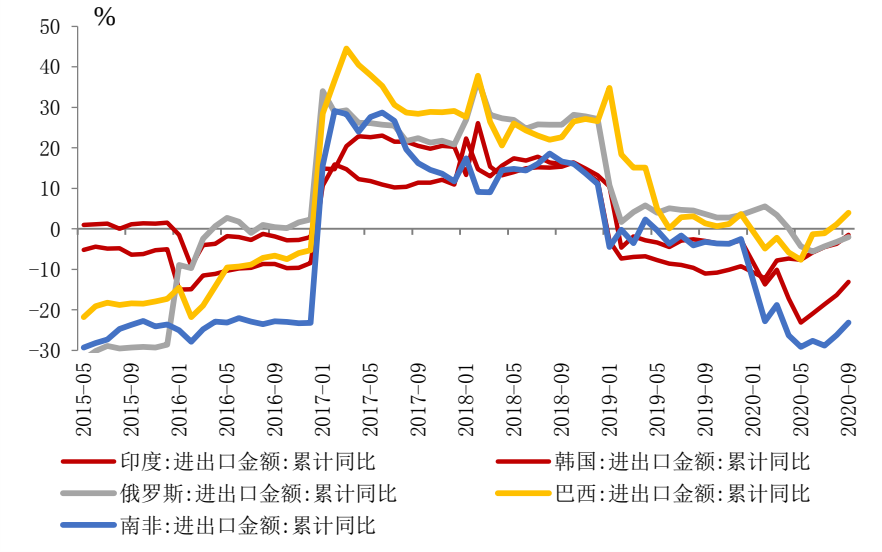
数据来源：Wind，西南证券整理

4 全球主要经济体的趋势分化：新兴市场国家债务压力大

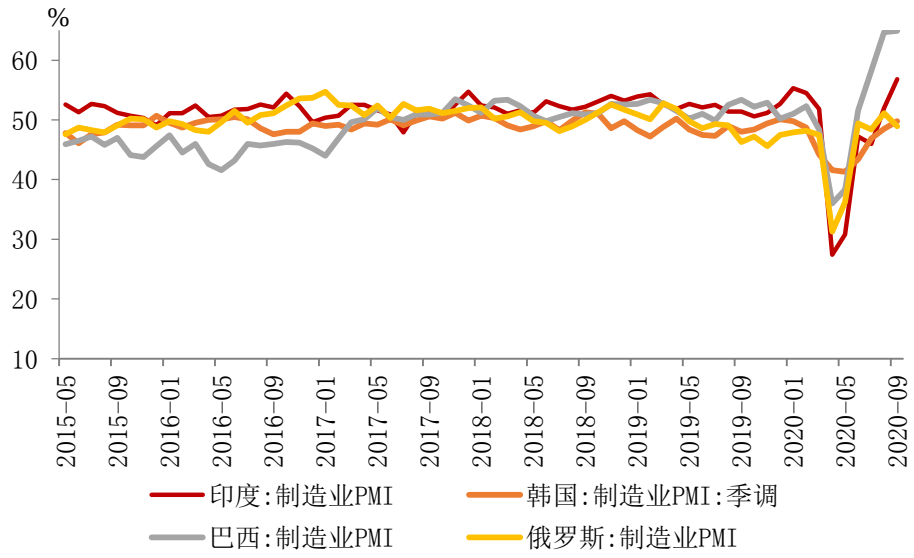
- **部分新兴市场国家债务压力较大。**印度和巴西是两个重要的新兴市场国家，也是受疫情冲击最严重的国家，目前疫情蔓延尚未得到有效控制。由于采取防疫措施，巴西政府公共债务将大幅增加，预计今年巴西政府公共债务总额占GDP比例可能达到98.2%，远高于去年77.9%的水平。债务压力紧随其后的是土耳其和南非。

- **新兴市场国家复苏分化加大。**印度、巴西、俄罗斯疫情较严重，缺乏应对疫情加剧及经济下滑的有效措施，但同时，中国、韩国等的出口将受益于经济复苏和科技周期。未来新兴市场整体前景在很大程度上取决于聚集在中国的快速成长的创新型公司的表现。

疫情冲击EM进出口较严重



新兴市场分化较大



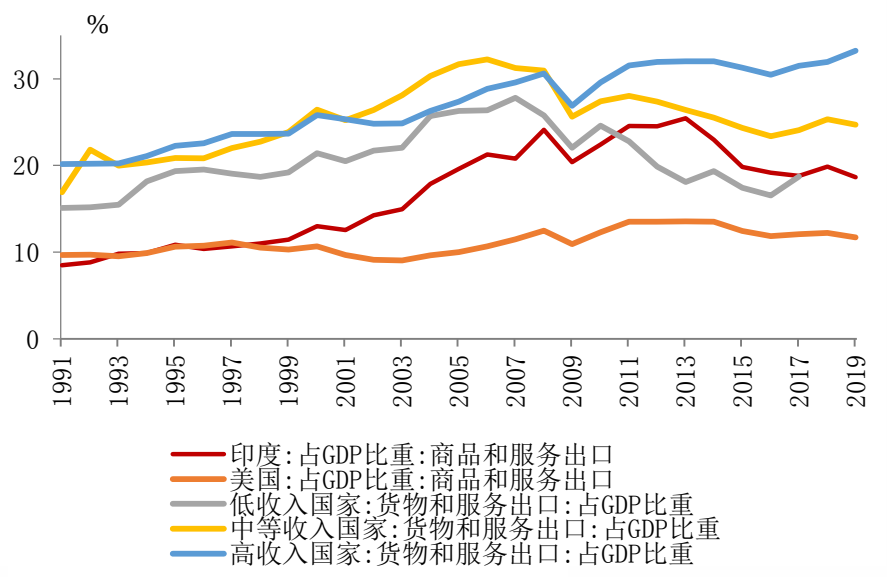
数据来源：Wind，西南证券整理

4 2021全球风险关注：逆全球化加深，风险资产波动加大

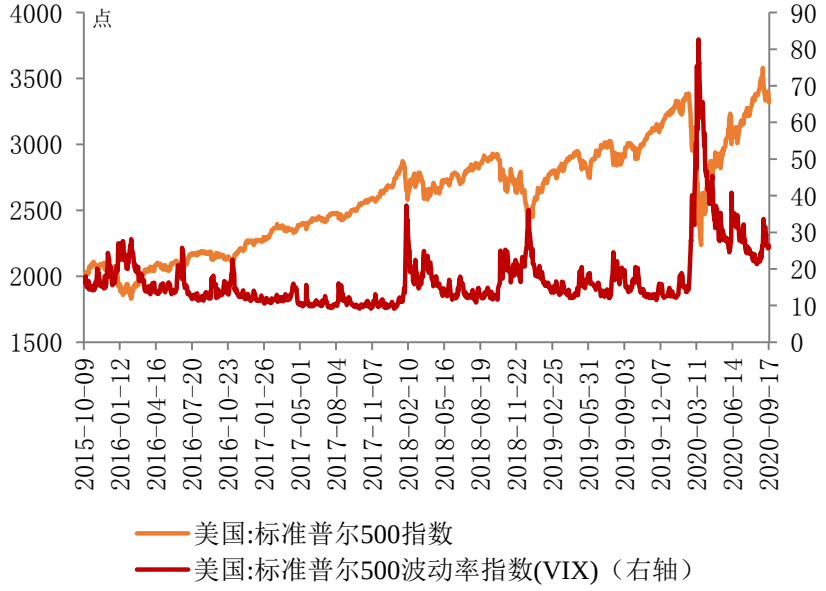
- **疫情加深逆全球化。**美国大选不会削弱逆全球化的趋势，反而成为一种政治正确，除此之外欧洲加强监管举措也在加深逆全球化。欧盟监管机构正草拟多达20家大型互联网公司的“名单”，其中可能包括facebook、苹果等美国科技巨头，这些公司将受到更为严格的规则约束，包括向竞争对手共享数据、增强信息收集透明度的新规。

- **国际环境复杂，美股等风险资产波动或加大。**美股作为风险资产的指向标，受到疫情发展、中美局势、地缘政治等诸多因素影响，近两年波动加大，VIX指数在今年4月高点回落后还未到低位，需持续关注。

逆全球化加深



美股波动或将加大



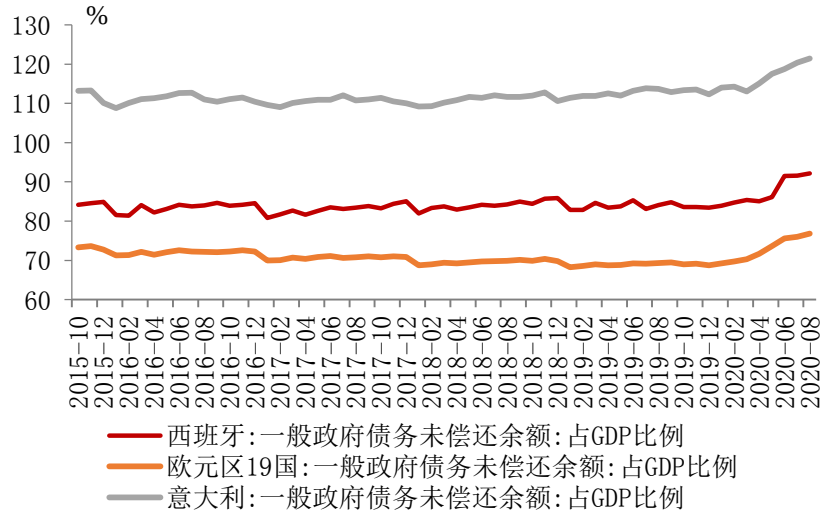
数据来源：Wind，西南证券整理

4 2021全球风险关注：政府债务承压，硬脱欧威胁经济复苏

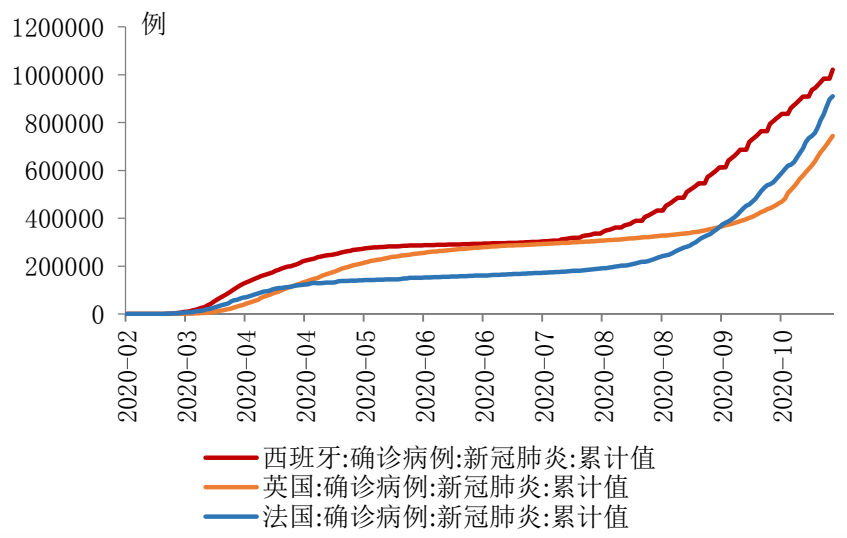
- **各国政府债务增加。**疫情之前，全球主要经济体的政府债务就有增加之势，疫情迫使各国政府推出财政纾困计划以稳定社会经济。美、欧财政刺激规模超过其2019年GDP的10%，预计后续政府债务压力将持续增加。当地时间10月16日，美国财政部表示2020财年美国预算赤字达到创纪录的3.132万亿美元，是2019年赤字的三倍以上，债务规模已超过GDP规模。

- **“无协议脱欧”对英国的冲击将大于欧盟，不过对于欧盟也并非好消息。**据英国智库Institute for Fiscal Studies（IFS）预计，如果双方能够达成贸易协议，预计英国经济将在2021年下行2.1%，但倘若英国最后“无协议脱欧”的话，英国GDP将再下跌0.5%至1%。由于将要征收关税，英国的农业和汽车等特殊行业将承受沉重的负担。

疫情导致政府债务增加



欧洲疫情压力较大



数据来源：Wind，西南证券整理

目　录

第二个百年奋斗目标开启，低基数带动高增长回归

“双循环”格局下的“扩内需”与动态新平衡

“十四五”开局之年财政与货币政策的跨周期调控

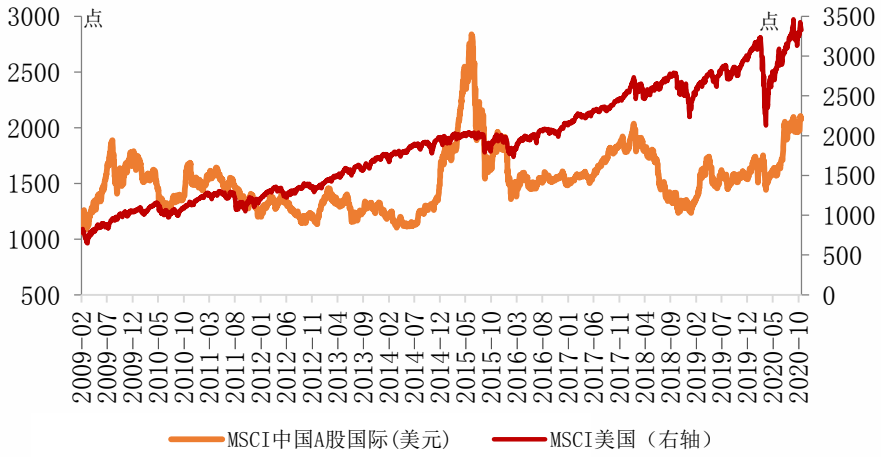
全球主要经济体的趋势分化与风险关注

大类资产配置的三大主线与配置建议

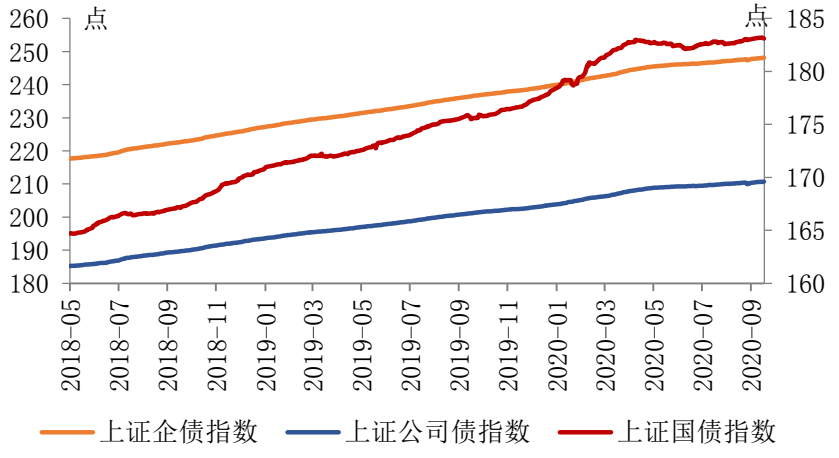
5 大类资产配置的三大主线与组合配置建议

- **高确定性的价值挖掘。**以公司盈利能力为内在价值的主要考量指标，深入跟踪行业主题，关注受政策和周期利好的阶段性主题机会，实现高稳定性收益。
- **利率回落，债市反弹。**全球的货币政策很难有趋势性收紧的空间。至少在2020年，全球主要央行不会大幅度调整当前货币政策的基调。2020年底前，美联储都将维持0-0.25%的基准利率不变，而中国十年期国债收益率预计在2.8%-3.2%之间波动，流动性整体宽松，利率重心走低，债市将现反弹。
- **全球避险，多元投资。**随着国际环境日趋复杂，全球经济复苏分化，不稳定性、不确定性增多，今冬明春仍存局部疫情反复的可能，在追求收益的同时注意避险，采取多元化投资策略，降低组合风险。

A股与美股走势分化



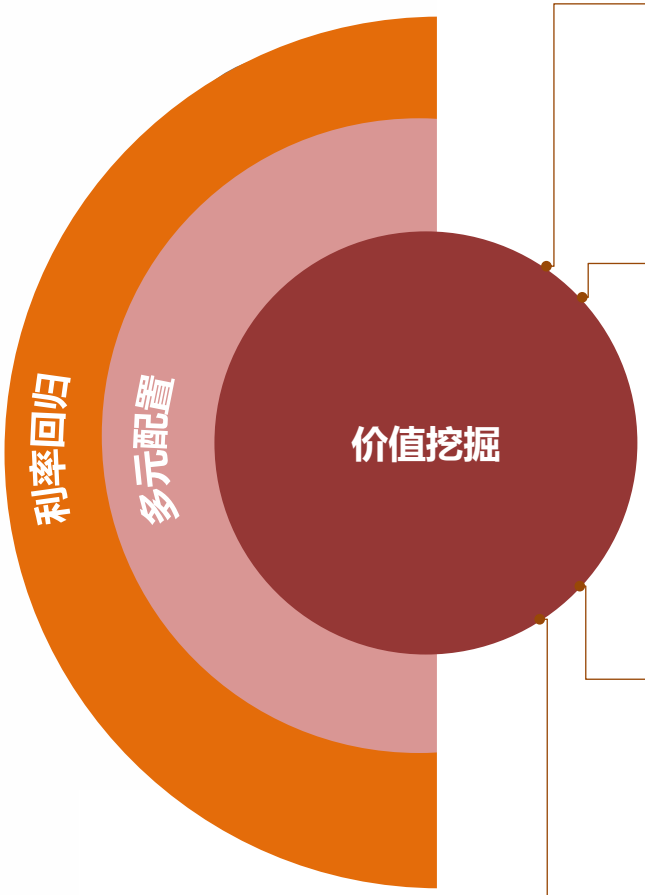
债市走势



数据来源：Wind，西南证券整理

5 大类资产配置的三大主线与组合配置建议

- 以三大主线为关注点，重点关注三大影响因素——后疫情时代全球经济复苏节奏、各国财政政策落地进程、地缘政治。未来，地缘政治、疫情反复等多项风险因素并存，股市和债市的波动幅度都将加大，我们建议资产配置采取多元组合，动态调整的策略。从机会关注度来看，权益类资产>债市>实物资产> 汇市。



股市

- 紧跟“双循环”和“十四五”开局主题
- 建议重点配置“内循环”相关板块，如：农业、消费、新基建、新型材料、军工等

债市

- 重点关注利率债的反弹机会
- 建议增配高等级企业信用债

实物资产

- 关注具有避险功能的实物资产
- 逢低配置黄金、增配能源类与稀有金属类大宗商品

汇市

- 总体持中性态度
- 需持续关注风险事件影响及各国汇率波动

附录：主要经济指标预测

指标	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2021年
GDP:当季同比（%）		4.9			5.8		6.8
工业增加值:当月同比（%）	4.8	5.6	6.9	7.8	6.5	5.5	6.2
CPI:当月同比（%）	2.7	2.4	1.7	1.1	0.63	1.3	1.9
PPI:当月同比（%）	-2.4	-2.0	-2.1	-1.8	-1.3	-0.5	0.1
固定资产投资:累计同比（%）	-1.6	-0.3	0.8	2.8	3.4	3.5	9.0
社会消费品零售总额:当月同比（%）	-1.1	0.5	3.3	6.3	7.5	5.0	10.0
出口金额:当月同比（%）	7.2	9.5	9.9	3.5	-2	-4.5	7.0
进口金额:当月同比（%）	-1.4	-2.1	13.2	-3.5	-6.5	-4.0	3.0
M2:同比（%）	10.7	10.4	10.9	10.3	11.0	10.8	9.1
人民币贷款:同比（%）	13.3	13.3	13.2	12.8	12.7	12.8	11.5
1年期存款利率（%）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.25
汇率（人民币/美元）	7.01	6.93	6.81	6.73	6.85	6.85	6.90

数据来源：Wind，西南证券

西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：叶凡
执业证号： S1250520060001
电话：010-58251911
邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦
电话：010-58251904
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海
地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼
邮编：200120

北京
地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502
邮编：100045

重庆
地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼
邮编：400023

深圳
地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼
邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn