

疫后迎新生，结构与复苏

——2021年宏观及大类资产展望

报告要点:

● 中国经济领先全球复苏

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

● 明年国内经济基本面向好

预计剔除基数效应后，明年我国整体经济增速将回归潜在经济增速中枢。

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

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

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

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

● 政策回归常态化

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

● 大类资产配置：商品最优，权益关注结构性机会

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

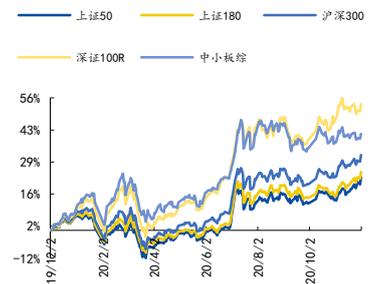
明年**A股大概率呈现结构性行情**，主要机会在前期估值较低、受益于经济复苏而盈利改善的顺周期行业，成长风格中估值和增速匹配的优质赛道股也有表现的机会。

风险提示：疫苗进展不及预期、经济政策不及预期、国际摩擦超预期

主要数据:

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

主要市场走势图



资料来源: Wind

相关研究报告

- 《国元宏观-PMI创年内新高,基本面持续向好-11月PMI点评》2020.12.01
- 《国元宏观-信用风险扰动市场,金融监管再引关注-宏观流动性双周报(第9期)》2020.11.23

报告作者

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

内容目录

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

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

图表目录

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

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

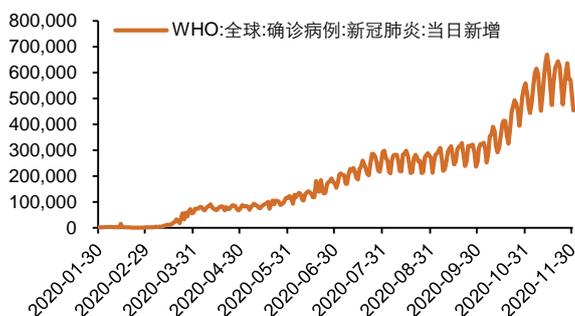
| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 56: 2000 年以来申万一级行业 PE 估值统计..... | 27 |
| 图 57: 公募基金 3 季度配置与申万一级行业 PE 估值情况..... | 28 |
| 表 1: 9 款主流疫苗进入III期临床..... | 6 |
| 表 2: 利率债已有配置价值..... | 25 |

1. 新冠疫情仍蔓延，疫苗即将推出

1.1 新冠疫情仍在全球蔓延

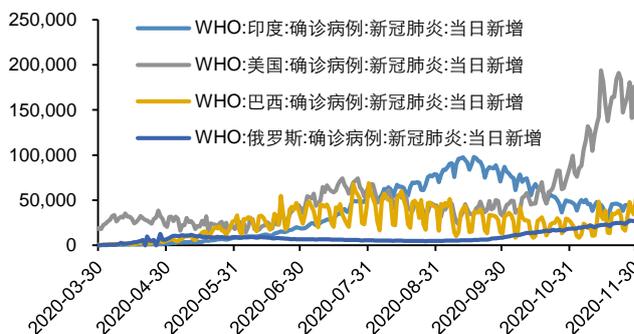
新冠疫情最早于 2020 年 1 月下旬在中国爆发，经过严格的封锁隔离措施后，我国的疫情于 2 月得到初步控制，至今没有出现明显反弹，仅有零星病例。但随后欧美疫情于 2、3 月份爆发，经过一些局部封锁后，疫情出现反复，当前欧美疫情已经处于第三波爆发中，美欧单日确诊数量连创新高。2020 年 11 月下旬，美国单日新增确诊病例数突破 19 万例，达到今年以来峰值。新兴市场疫情于四月初爆发，一直未有得到有效控制。不同国家疫情的不同步，使得各国经济受冲击节奏不同步；同一地区疫情的不断反复，也导致各经济体需求和生产不断遭受冲击，但整体来说，随着病毒在传播过程中毒性减弱，人们防疫情绪逐渐疲劳，加上各国前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

图 1：全球新冠肺炎当日新增确诊



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：新冠肺炎当日新增确诊



资料来源：Wind，国元证券研究所

1.2 疫苗即将推出，全球大规模接种难同步

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

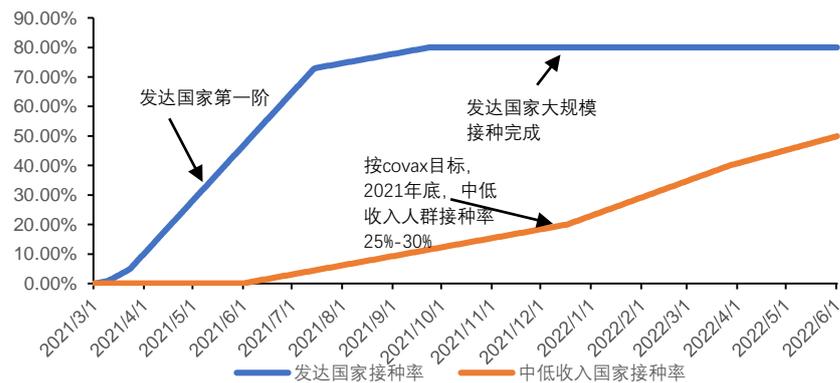
表 1：9 款主流疫苗进入 III 期临床

| 国家 | 公司 | 技术路线 | 临床情况 | 预计上市时间 | 产能 |
|----|-------------|-----------|------|----------------------------------|---------|
| 美国 | Moder na | mRNA | 三期 | 最快 20 年年底 | 10 亿剂/年 |
| 英国 | 阿斯利 康 | 腺病毒载 体 | 三期 | 受试者不良反应曾短暂 暂停;预计最快 20 年年 底 | 20 亿剂/年 |

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

资料来源：国元证券研究所

图 3：COVAX 预计的全球疫苗推广情况



资料来源：Wind, 国元证券研究所

2. 中国率先实现经济复苏

2020 年 3 月开始，国内疫情开始得到有效控制，国内经济迈入复苏通道。

2.1 经济复苏整体呈现加速趋势

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

2.2 由投资恢复转向消费恢复

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

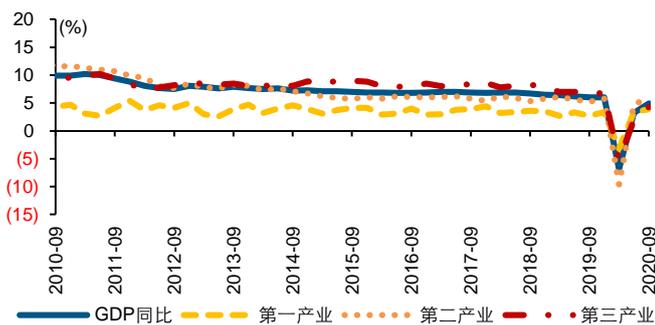
比在 9 月转正。而 5 月份以来，随着国内疫情得到控制，内需进一步释放，消费逐步恢复。最终消费支出对三季度 GDP 当季同比贡献率由第二季度的-73.3%大幅回升至 34.9%，而资本形成总额对三季度 GDP 当季同比贡献由第二季度的 156.7%下降至 52%。随着 10 月以来消费持续高景气，未来消费对 GDP 拉动有望进一步上行。

2.3 就业压力仍存，收入差距拉大

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

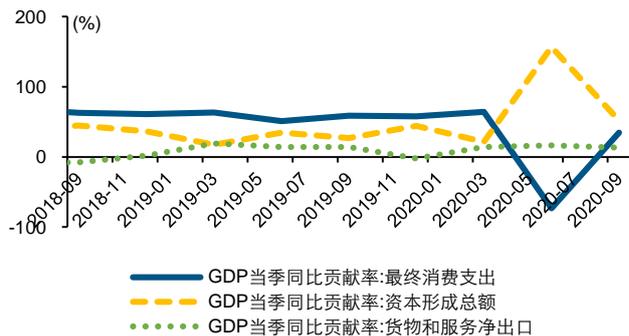
伴随着中小企业就业压力的，是收入差距的逐步加大。理论上来说，疫情对技术工人影响较小，而对非技术工人影响较大，疫情增加了两者之间的工资差距。同时，疫情期间宽松的货币政策推升了资产价格，包括股票市场的估值水平和房地产价格，而这些资产主要由中高收入群体持有。而大量的低收入群体难以受益于资产价格的上涨。

图 4：经济复苏加速



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：经济拉动由投资转向消费



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：就业压力仍存

图 7：PMI 小型企业恢复较慢

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1102



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn