



2021 年宏观投资展望——基于后疫情阶段的经济与政策分析

报告日期：2021年01月12日

胡研宏 英大证券 宏观研究员

执业证书编号：S0990113110017

联系电话：188 2526 9825（微信同）

联系邮件：huyan hongyds c@foxmail. com

1. **核心矛盾**：中国率先复苏，遭遇原料供需缺口的工业通胀，反制中国经济复苏扩张之间的矛盾。维持疫情经济稳定需要流动性与通胀要求流动性回收之间的矛盾。
2. **宏观政策**：货币政策偏紧，财政政策偏紧。
3. **阶段评估**：后疫情经济，订单替代减少，反向替代增加。
4. **趋势机会**：2021 年全球经济疫后重启主导，通胀和流动性政策影响资产回报。从国别预期差角度，建议组合：多上证 50 指数，空道琼斯。多中证 500，空标普 500。货币上看好欧元、美元、日元；推荐国债和黄金。
5. **市场行为**：市场投资 “抱团” 具备 “比较优势资产” 是对经济下滑收益率下行的反应，也是长期增速下滑假设下的估值提前兑现。龙头定价相对昂贵之后，抱团会去寻找次优资产，直到总体资产定价符合风险回报比。
6. **商品**：关注粕类商品及饲料行业股票机会。原油化工可能存在半年级别的上升机会。整体商品供需还需要疫情稳定后重估，目前偏紧。
7. **房地产**：慢速增长适应人口变迁以及宏观系统风险管理需要。

一、2020 年分析得失回顾

我们在 2020 年宏观经济展望报告《2020 年经济试探着陆，风险仍大》中提到：政策上货币政策预计相对偏紧；财政政策宽松空间小，完全被疫情冲翻，实际货币放水，而且是全球性的宽松，中国财政刺激加码维护经济稳定。反垄断，需求侧，内外双循环，等新政策出台对不同行业有所调节或扬抑，以促进行业均衡发展。英大宏观 2020 年推荐机会，运行结果如下（截止 2020/12/31 计算）

- ① 看涨 10 年期国债指数**盈利**，3.67%。
- ② 做多黄金：黄金 ETF（518880）——**盈利**，14.07%，最高盈利 35.8%。
- ③ 对冲组合：做多上证 50 做空道琼斯——**盈利**，11.8%。
- ④ 货币（相对 CNY）： 做多日元，**亏损**，-1.3%，
做多欧元，**盈利**，2.70%，
做空美元，**盈利**，7.10%。

2020 年下半年，在三道红线约束下，房地产企业已经出现较为谨慎的经营倾向。经济增速下滑，局部地区企业现金流恶化，出现违约。回顾 2020 年初对 2020 年投资机会的分析，**两个重要新增因子，影响我们的宏观展望框架**，其一，疫情对全球贸易和资源生产的重挫。其二，为了抵抗疫情的影响，全球央行注入流动性的天量增加。**之所以 2020 年度策略大体盈利**，主要是基于我们 2020 年分析中对中美发展阶段的定性——中国相对于成熟国家（美欧日）的发展空间带来投资溢价（潜在增长率差，以及在疫情中意外吸引资金流入）。我们不否认央行注水积极贡献，但潜在空间相对较大——确实是超越疫情和流动性属性获得溢价的根本驱动力。

回顾 2020 年的宏观展望，我们将从政府（财政）、企业、大宗工业品及农产品（原料型资产），监管政策，中美竞争阶段及股权资产估值，房地产行业政策，以及外部经济进行探讨，未来的经济可能运行状态，凡此种种皆为一家之言，探讨经济运行的线索与投资者交流，后续还会在不断的报告中对本年度报告涉及的重要问题予以跟踪分析。

二、政府与企业约束前景

2.1 政府的财政约束

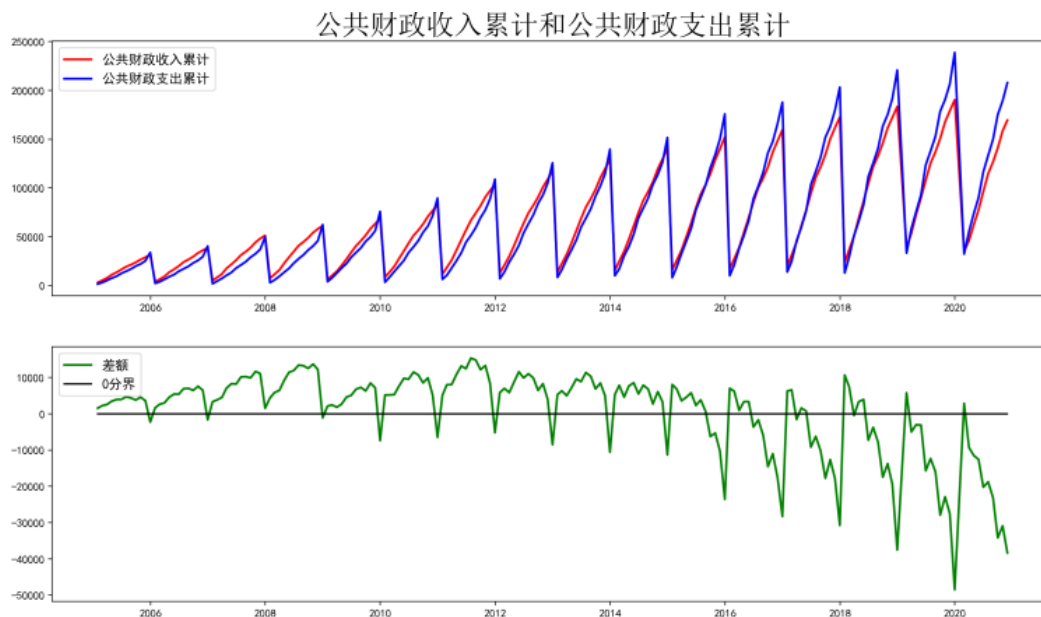
2020 年，在财政收支较为困难的情况下，实施 7 批 28 项减税降费政策，全年规模预计超过 2.5 万亿元。截至 2020 年 12 月 29 日，财政直达资金预算下达 1.52 万亿元投入使用。财政部表示，2021 年关于完善减税降费政策，一方面，综合考虑财政承受能力和实施助企纾困政策需要，保持一定的减税降费力度。另一方面，将严控非税收入不合理增长，加大各类违规涉企收费整治力度。目前经济重拾增长，疫情有所反复，总体可控，经济刺激需要的下降，政府债务支持将会放缓，可能会更为重视债务增长控制，对赤字、债务及支出政策安排进行调整，考虑到地方政府债务风险方面，部分地区仍在新增隐性债务，个别地区偿债风险有所上升，政策调整势在必行。平衡好促发展和防风险的关系这是经济潜在增长率长期下滑的内在要求：

- (1) 减税政策执行下，政府财政预算压力进一步加大。经济下行严重的地方，债务违约风险加大。财政支出刚性增速下，又附带稳定经济的需要，中央政府有**增加赤字的需要**。各级政府需要一个更为宽松的利率环境，并将**债务周期拉长**，平滑短期债务清偿周期的冲击。
- (2) 财政政策空间：*政府需要强有力地干预市场，若想干预市场必须扩大赤字*。政府已经铺开的摊子还需要大量资金，因此在没有政府行政机构收缩以及政府相关项目收缩的前提下，我们认为减税空间十分小，市场应当保持密切关注和调整自身预期。



数据来源: WIND, 英大证券研究所

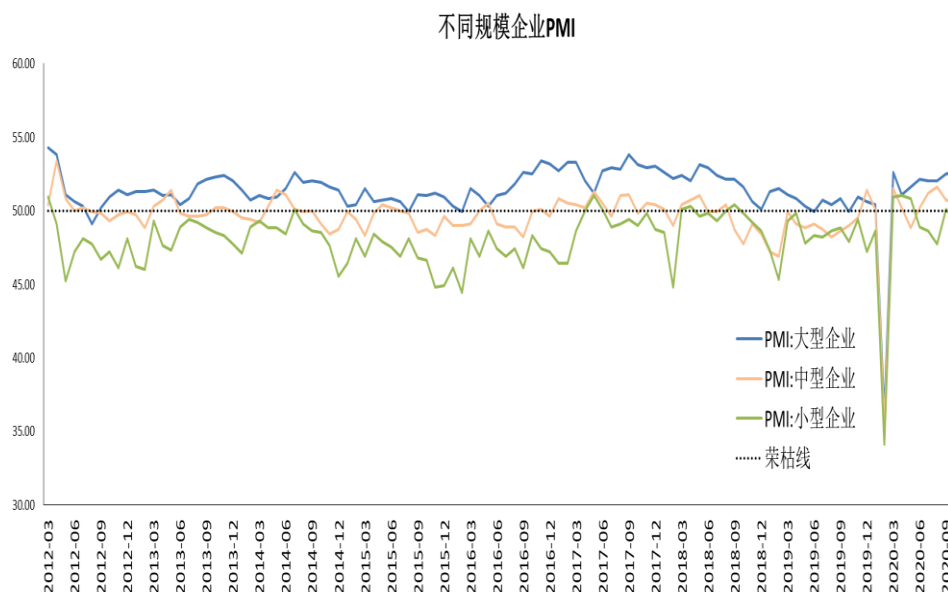
1-11 月累计, 全国一般公共预算收入中, 中央一般公共预算收入同比下降 9.2%, 中央收入下滑大意味着中央层面推动的经济支持政策力会下滑, 呼应了中央一般公共预算本级支出同比下降; 地方一般公共预算本级收入 91316 亿元, 同比下降 1.7%。全国税收收入 144227 亿元, 同比下降 3.7%; 非税收入 25262 亿元, 同比下降 13.7%。1-11 月累计, 全国一般公共预算收支差额 38357 亿元。通常情况下, 财政支出刚性较强 (偶尔有逆周期调节), 公共财政收入弹性较大, 经济下行时期赤字放大显著。考虑到一部分财政支出是为了稳定经济, 未来财政支出可能会有所放缓。公共财政收支差额从 2005 年以来的盈余到平衡, 到缺口, 且缺口持续扩大。



2.2 大型企业过热，中型企业放缓，小型企业萎缩

2017-2018 年主要承受原料端的成本挤兑，2019 年中小企业主要承受需求端的挤兑，代表中小企业的 PMI 分项全年位于临界点以下。中小企业 PMI 的主要组成是中下游企业，利润面临上游供给侧改革的成本冲击和下游需求萎缩的双重挤兑。2020 年企业分化进一步加剧，宏观利润向大型企业倾斜。

在刺激经济过程中，通常大型企业率先启动（最先受益于刺激政策），随后中小型企业开始跟进（承接大企业向下游发出的订单）。大型企业 PMI 为 52.7%，虽比上月回落 0.3 个百分点，但仍高于临界点；中型企业 PMI 为 52.7%，比上月上升 0.7 个百分点，继续位于临界点之上；小型企业 PMI 为 48.8%，比上月下降 1.3 个百分点，低于临界点。PMI 企业 10 月以来数据显示，大型企业继续扩张，而中型企业进入放缓，小型企业持续萎缩。



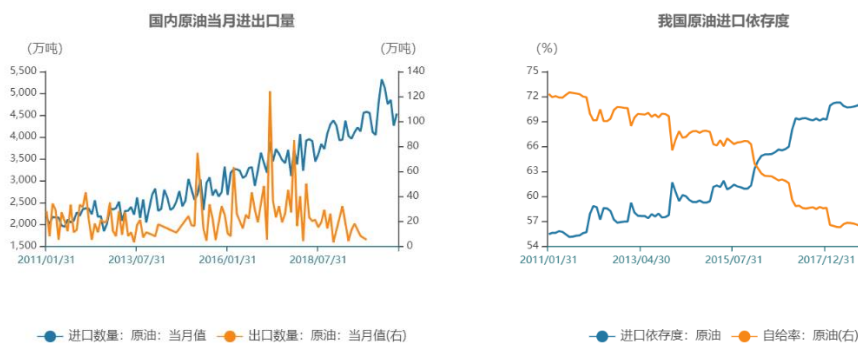
数据来源: WIND, 英大证券研究所

中小型企业对于原料价格可能较为敏感，而大型企业一方面占据上游原料链条，另一方面资源整合能力强对抗成本能力也强，因而影响较小。如果原料价格继续上升，预计中型企业将持续收缩，小型企业也会跌破荣枯线。中小企业的萎缩会直接对经济产生冲击。从系统风险的重要性角度看，经济的恢复可持续性下降，经济复苏受益主要集中在大型企业上，大型企业在产业链所处上游以及规模定价权上具备一定的垄断能量。社会总需求实际萎缩导致中下游竞争程度较高的企业，被动向上游和大型企业让利，自身承受需求萎缩的代价。原材料价格大幅上涨之后，中小企业的成本控制能力已经无能为力，中下游产品的供应也随之下降，涨价从上游向下游推进，最终将定价权也传递到中下游企业手中，才能进一步扩张生产。如果消费者基于收入的下滑，继续保持“冷”淡的消费开支计划，那么最终中下游企业的生产收缩行为会反作用于上游原料企业，形成供过于求的局面，从而降低原材料价格。从目前居民层面的收入就业来看，这一推演实现的可能性较大。而如果以次优价格传导实现，将中下游的推向通胀，最终在一个产能供需双萎缩的经济环境下迎来高通胀，高债务并存的局面，将大大降低经济的系统风险抵抗能力。对于 2021 年来说，成本增加直接需要转移到下游，引发全面的通胀。

三、工业品：能源、矿产原料供需与后疫情生产博弈

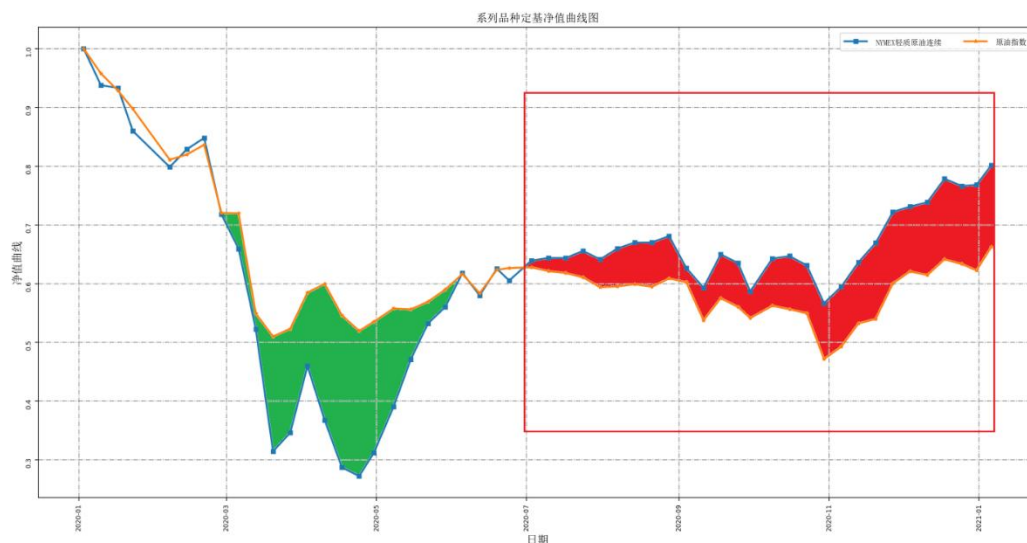
3.1 OPEC 减产协议与全球钻机极低

中国原油进口依存度 72%，自给 23%，原油定价权在欧佩克及美国手中。原油指数（上海国际能源交易中心价格，可以认为是中国原油价格），NYMEX 原油为纽交所原油价格，视为国际市场价格。3 月份疫情在欧美国家大面积扩散确诊，中国开始逐渐得到控制的时期，中国交易的原油价格相对坚挺，随着疫情和疫苗研发的推进，更主要的是非中国地区处于疫情控制对经济运行造成伤害的担忧下，积极主动复工带来非中国地区经济活跃度的大幅提高，国际原油价格开始逐渐超过中国市场原油价格，走势更为强劲。



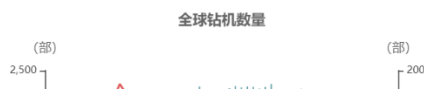
数据来源：英大证券研究所，WIND

我们观察原油价格，一个重要的落脚点是国际原油的供需平衡表，供需缺口得以体现，并且对国际油价的未来有所预测和揭示。在平衡表的上游，则是更大产油国本身，原油主要供应国家或者组织是，欧佩克，美国，墨西哥。其中欧佩克组织国家大多以原油为国家支柱产业，政府财政极度依赖原油，而美国依赖度较低。原油输出国的公共财政极度依赖原油出口，具体来讲，原油开采成本极能够覆盖的基础上，原油输出国家的财政极度依赖于原油的输出利润。



数据来源：英大证券研究所，WIND

基于未来非中国地区的复苏会进一步强化，原油边际需求增加将会更多来自这些国家，这也意味着原油的边际定价在供应基本不变的情况下，主要看非中国地区的经济复苏情况。2020 年来讲，这些国家是相对弱的，经济活动比较疲软，**2021 年预计有所提高，从美国的 ISM 数据来看，美国尚未见顶**。从某种程度上来讲，2020 年从上半年，中国大量进口原油维持生产，同时也向产油国输血维持经济稳定，下半年这个主要角色切换为非中国地区的经济回归增加原油进口复产。但有一个比较显著的问题是，当前的原油产能是经过欧佩克组织协调减产的，随着经济复苏的推进，原油输出国还需要通过增加出口，来改善财政状况，届时会增加供应，对原油价格有一个平抑作用，具体程度就看**复苏带来的边际需求扩张和边际供应增加哪一个占上风**。现在的经济数据和各国对待疫情的处理政策并不能判断太久。截止至 2020 年 11 月，当月全球陆地活跃钻机为 901 部，较 2017-2019 年之间的水平仍然十分低，如果需求复苏较快，短期原油价格可能仍然会十分强劲。



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_197

