

稳前棋 步步扩先

——2021 年年度经济展望与宏观策略



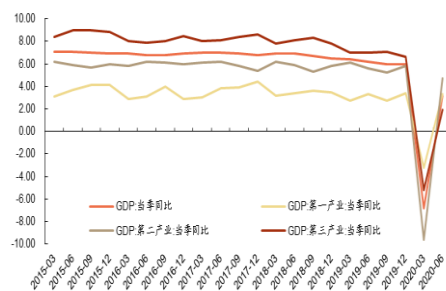
2021 年 01 月 05 日

投资摘要:

2021 年经济基本上制造业、消费提供主要贡献。经济增长拉动上来看,消费端,可选恢复仍有空间,关注缺口仍待修复的线下消费,政府拉动的消费与新基建结合的 2C 端场景及 90 后、00 后代表的消费新业态。投资端,制造业仍处于“爬坑”过程中,随海外需求和国内消费修复,2021 年将继续修复并贡献投资主要支撑。基建增速不及预期,但结构上转向新基建。地产逆周期项有序退出,增速逐步放缓。但全年受竣工及低库存支撑,难有大幅回落。出口,外需整体向好,2021 年 H1 有望维系高增长。

- ◆ **消费: 线下消费仍有修复空间, 线下餐饮、旅游、酒店、影院、与新基建结合的 5G 应用、人工智能以及新能源汽车及 90 后、00 后代表的服务型消费、单身经济、社交化等消费新业态有望成为亮点。**必选消费已恢复常态,可选恢复仍缓慢。预计 2021 年度 GDP 增速恢复常态后,消费倾向继续恢复。2021 年消费端后续仍具备支撑的分项包括: 1) 经济贡献端, 缺口待修复的线下消费, 包括线下餐饮、旅游、酒店、影院 2) 政府投资端, 消费与新基建结合的 2C 端场景 3) 消费趋势上, 90 后、00 后代表的消费新业态。
- ◆ **出口: 出口全年超预期, 外需整体向好, 2021 年 H1 有望维系高增长。**区域上, 对美国出口带动整体出口增长效应明显, 对欧盟改善明显。随疫苗研发成功, 全球全面复工带来的经济修复及产业链联动, 21 年上半年出口增速有望继续提高。下半年随着疫苗接种和产能修复期后, 出口增速将逐步回归正常区间。但机电、音像设备及其零件, 纺织原料及纺织制品, 塑料及其制品; 橡胶及其制品及家具出口增长仍然具有持续性。
- ◆ **制造业: 制造业投资仍处于“爬坑”过程中, 预计 2021 年将继续修复并贡献投资主要支撑。**制造业当前库存周期底叠加当前产能利用率高, 当前融资环境更为宽松、随需求有望进一步复苏, 企业投资招工乐观, 新周期有望开启。从制造业产品的去向来看, 上游应用于地产及基建, 中下游用于出口, 下游用于消费。随海外需求和国内消费修复等利好因素, 预计 2021 年 H1 制造业将会继续上行, H2 或略有回调。
- ◆ **房地产: 逆周期项有序退出, 地产投资增速逐步放缓。但全年受竣工及低库存支撑, 难有大幅回落。**虽然政策端“三道红线”进一步加强融资管理, 但需求端居民意愿较强。考虑到 2021 年受集中竣工及低库存影响, 地产投资增速预期放缓但不会大幅回落。地产集中竣工将明显拉动建筑装饰家电家具等板块。
- ◆ **基建: 基建增速不及预期, 结构上仍转向新基建。**考虑到经济下行特别是今年的疫情冲击环境下, 尽管给到了更多的财政空间, 但由于优质项目不足, 2020 年基建增速不及预期, 而从对几轮基建周期的分析发现基建投资对经济贡献从“拉经济”过渡到“稳经济”。考虑到不多的财政空间及目前经济恢复状态逆周期因子可以退出, 基建有回落空间。由于政策推动, 后续增速贡献结构上转向新基建, 以工业互联网、大数据中心、5G、人工智能等为重点领域投资, 为新经济发展提供驱动。
- ◆ **通胀: 生猪价格继续拖累 CPI 下行, 关注 21 年核心 CPI 中枢是否上行。PPI 上行通道。**预计后续生猪价格将持续回落, 或对食品价格将产生显著的拖累, 受疫情影响, 收入冲击、消费谨慎叠加线下活动受限, 服务较为低迷,

GDP 及三个产业季度累计增幅



资料来源: WIND

相关报告

- 1、《消费修复边际趋缓 对美出口创新高: 11 月经济数据点评》2020-12-16
- 2、《流动性拐点将至? 资产价格怎么走? : ——宏观策略周报》2020-12-07
- 3、《80-90 年代日本“双循环”的启示: ——双循环系列报告之三》2020-11-30
- 4、《各分项继续向好 四季度出口仍值得期待: 10 月经济数据点评》2020-11-18
- 5、《城镇化与消费升级下的内循环机会: ——双循环系列报告之十四五政策倾斜》2020-11-09

随疫情逐步恢复，消费持续复苏及流动性环境仍较为宽松，CPI 服务有望进一步修复。受益于原油燃料价格低位继续回升及疫情影响逐步消退全球复工复产持续推进，预计后期 PPI 回升趋势有望继续。

- ◆ **政策空间：后续政策常态化，大概率中性或谨慎偏紧。**货币政策由“宽货币”向“宽信用”稳步过渡，以“稳”优先，考虑到目前仍存在疫情风险点，政策趋于相机式、渐进式的。财政政策后续将逐步随经济恢复兼具“常态化”与宏观审慎。

经济继续修复，企业盈利继续修复，流动性回落。从大概率贡献经济增长的分项中把握宏观线索。结构性分化依然是 2021 年疫后资产定价的主逻辑。前期资本市场价格的结构性分化体现了防御性高修复快行业板块的溢价，政策常态化基调下，估值持续提升或面临阻力，可以从经济基本面回稳下能够大概率贡献经济增长的分项中把握宏观线索。

- ◆ **权益市场：企业盈利上+估值下。把握基本面线索，关注线下消费、地产竣工端、新基建链条、出口相关产业链等高景气行业。**随着疫情控制，线下消费需求将进一步复苏。地产集中竣工将带动建筑装饰家电家具等板块，新基建关注数据中心及工业物联网相关行业。出口链条关注机电、音像设备、纺服、家具等后续能继续贡献增速的高景气行业。
- ◆ **债券市场：建议低配。**政策稳中偏紧，经济环比继续复苏叠加通胀温和上行，中长期债市很难回头。国债当前的期限利差处于最近 5 年相对较低水平，长端利率仍有上行压力。股债性价比上，债券配备价值正逐步凸显，但诸多不利因素下拐点仍需确认。
- ◆ **大宗商品：农产品方面，建议标配。**服务价格、食品价格等会随线下消费进一步修复后有中枢上移空间，预计 21 年温和通胀。**工业品方面，建议超配。**21 年 H1 中美经济有望进入复苏共振阶段，生产端加速提升商品资源的需求，进而提振包括铜铝锌等工业金属的大宗商品的价格。**贵金属方面，建议超配。**21 年美国名义利率预计没有明显提升且通胀预期起的背景下，实际利率将继续走低，导致黄金相对其他资产的吸引力边际上升。而且 3 季度以来美元指数一路下跌，黄金没有相匹配的涨幅。

投资策略：权益资产，企业盈利上+估值下。把握基本面线索，关注线下消费、建筑装饰家电家具等地产竣工端、数据中心及工业物联网等新基建链条、机电、音像设备、纺服、家具等出口链条等高景气行业。**建议低配债券、超配铜铝锌等工业金属及工业品、标配农产品、超配贵金属。**

风险提示：全球疫情反复及疫苗推行进度及效果不及预期、海外矛盾升级、全球性逆化、海外资产价格调整、经济数据超预期、政策风险、地缘政治风险、民粹主义冲突等。

2021 年中国主要经济指标预测

指标	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
实际 GDP	6.90	6.70	6.10	1.60	9.00
名义固定资产投资	7.20	5.90	5.40	2.90	6.50
名义社会零售总额	9.40	8.16	8.00	-3.5	13.00
CPI	1.56	2.10	2.90	2.50	1.20
PPI	6.31	3.54	-0.32	-1.50	1.50
顺差对 GDP 贡献度	0.6	-0.60	0.70	0.25	0.10
利率（1 年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.59	6.89	7.01	6.50	6.20

资料来源：申港证券研究所

内容目录

1. 线下消费继续修复 关注餐饮旅游酒店机会	6
1.1 随经济逐步修复 可选消费继续恢复仍有空间.....	6
1.2 消费的结构亮点.....	8
1.2.1 关注 5G 应用 人工智能机会.....	8
1.2.2 关注线下旅游影院酒店机会.....	10
2. 制造业 21 年为投资端主要支撑	11
2.1 由于顺周期属性全年负贡献 2021 年继续修复.....	11
2.2 制造业当前库存周期底 产能利用率几乎高位 新周期有望开启.....	12
2.3 大型企业生产修复程度最高 中小企业仍疲软.....	14
2.4 修复动力来自出口 下游消费驱动.....	14
3. 21 年 H1 出口有望维系高增长	15
3.1 出口继续高增长 对美出口创新高.....	15
3.2 对美国出口带动整体出口增长效应明显.....	16
3.3 结构上 车辆 光学及医疗仪器 机电产品 纺织制品等贡献显著.....	18
4. 房地产回落 关注竣工端	22
4.1 房地产投资率先大幅恢复且全年超预期.....	22
4.2 低库存叠加竣工周期支撑地产韧性.....	24
5. 基建 20 年低于预期 21 年平稳回落	27
5.1 基建投资增速不及预期.....	27
5.2 21 年小幅回落 结构上仍转向新基建.....	28
6. 政策空间 政策常态化	30
6.1 后续政策常态化 但大概率中性或谨慎偏紧.....	30
6.2 货币政策 稳字当头 不急转弯.....	31
6.3 财政政策 “常态化”与宏观审慎.....	33
7. 通胀 关注 21 年核心 CPI 中枢是否上行 PPI 上行通道	35
7.1 生猪价格将继续拖累 CPI 下行 关注核心 CPI.....	35
7.2 PPI 预计持续回升.....	37
8. 大类资产配置	37
8.1 大类资产表现.....	37
8.2 股票 把握基本面线索 关注线下消费出口链条.....	38
8.2.1 股票收益表现.....	39
8.2.2 关注价值风格持续修复.....	41
8.3 债券 建议低配.....	42
8.4 大宗商品 标配农产品 超配工业品与贵金属.....	44
9. 风险项	48

图表目录

图 1: 食品、医药、计算机电子等工业增加值恢复较好	6
图 2: 餐饮收入	6
图 3: 客运量	7
图 4: 天猫国货护肤&彩妆消费者年龄分布	7
图 5: 2019 年人工智能细分应用领域资金流向占比	8

图 6: 机器人细分领域占比.....	9
图 7: 服务机器人细分领域占比.....	9
图 8: 线下旅游.....	10
图 9: 线下影院消费.....	11
图 10: 线下酒店消费.....	11
图 11: 固定资产投资.....	11
图 12: 医药制造业投资、计算机和其他电子设备投资.....	12
图 13: 疫情后库存被动积压后 4 月以来已开始去库.....	12
图 14: 工业产能利用率几乎高位.....	13
图 15: 前瞻性指标上显示融资环境良好投资招工乐观.....	13
图 16: 大中小型企业 PMI 指数.....	14
图 17: 出口订单.....	15
图 18: 发达经济体工业景气指数修复明显.....	15
图 19: 出口新订单预期也依然强劲.....	16
图 20: 对美国、欧盟出口.....	16
图 21: 美国批发商和零售商库存.....	18
图 22: 出口表现显著的行业.....	19
图 23: 目前美国批发商库存周期定位.....	20
图 24: 美国机电类库存.....	21
图 25: 美国纺织类进口.....	22
图 26: 美国家具类处于库存底.....	22
图 27: 房地产投资.....	22
图 28: 消费端购房的按揭贷款增速持续反弹.....	23
图 29: 商品房销售面积.....	23
图 30: 房地产销售周期.....	24
图 31: 房地产销售与竣工.....	24
图 32: 商品房待售面积.....	25
图 33: 土地溢价率.....	25
图 34: 主流房企“三道红线”表现.....	26
图 35: 房地产增速同比与 GDP 增速同比.....	26
图 36: 基建投资增速与固定资产投资增速.....	27
图 37: 基建投资增速.....	28
图 38: 2020 年我国新基建分类投资规模.....	29
图 39: 我国数据中心机架规模（万架）.....	30
图 40: 我国工业互联网投资规模（亿元）.....	30
图 41: 社融、M2 增速节后大幅上升，近期边际收敛.....	31
图 42: 企业短期贷款、中长期贷款增速上行.....	31
图 43: 企业短期贷款、中长期贷款增速上行.....	32
图 44: 财政收入与支出.....	33
图 45: 财政支出投向.....	33
图 46: 财政收入.....	34
图 47: 6 月以来税收为财政收入增长贡献主要增速.....	34
图 48: 财政赤字.....	35
图 49: 核心 CPI 平稳.....	35
图 50: CPI 服务与 CPI 消费品.....	36
图 51: 生猪存栏量与能繁母猪存栏量.....	36

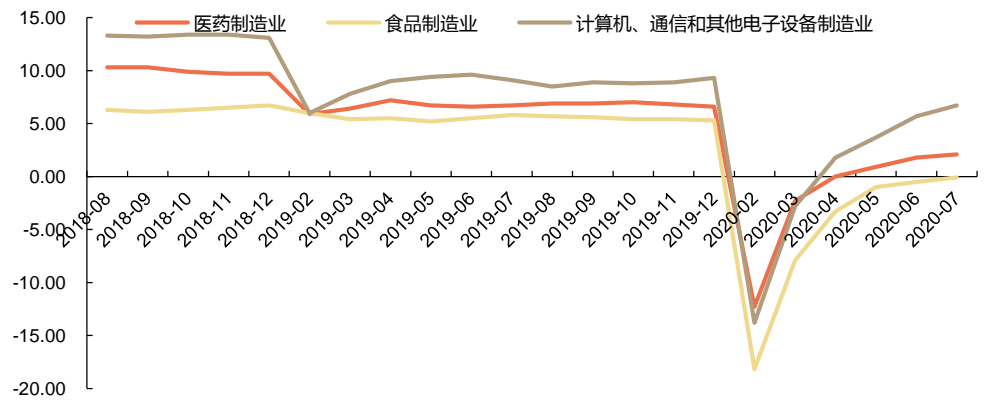
图 52: 原油燃料、PPI 触底回升	37
图 53: 各行业板块涨跌幅	40
图 54: 新发偏股型公募基金 7 月以来募集规模增长显著	40
图 55: 北向资金流入	40
图 56: 大盘与中小盘估值比处于最近 5 年相对高位	41
图 57: 5 月以来, 债券市场利率持续上行	42
图 58: 期限利差	43
图 59: 风险溢价率	43
图 60: 黄金	44
图 61: 黄金与美元指数	45
图 62: 工业增加值持续回升已稳定在疫情前水平	46
图 63: 美元指数	46
图 64: 美元指数与 CRB 现货指数	47
图 65: 南华沪铜指数	47
图 66: 南华沪锌指数	48
图 67: 南华沪铝指数	48
表 1: 主要国家和地区疫苗接种情况	17
表 2: 2021 年对美出口可以贡献正拉动的品类	19
表 3: 出口份额占比 (1-11 月出口占比超 5%)	20
表 4: 技术劳动密集型商品和资源价值链对中国贸易依存度	20
表 5: “新基建”细分领域及应用	28
表 6: 中国大类资产回报 (截至 12-18)	38
表 7: 主要指数涨跌幅	39
表 8: 年初至今北上资金各行业持股分布	41

1. 线下消费继续修复 关注餐饮旅游酒店机会

1.1 随经济逐步修复 可选消费继续恢复仍有空间

消费端，必选消费已恢复至常态，可选消费恢复仍有空间。食品、医药、消费电子等受疫情影响小的行业得到较好恢复，但随冬季来临疫情在多地零星爆发，消费者对餐饮旅游等线下服务仍有顾虑，截至 11 月餐饮零售同比增长仍在 0 上下波动。从行业恢复情况来看，一方面，食品、医药、计算机电子等工业增加值率先恢复。另一方面，可选消费仍有空间，线下零售、餐饮等服务类消费恢复仍旧较慢，餐饮业至 11 月同比增长依然为负。

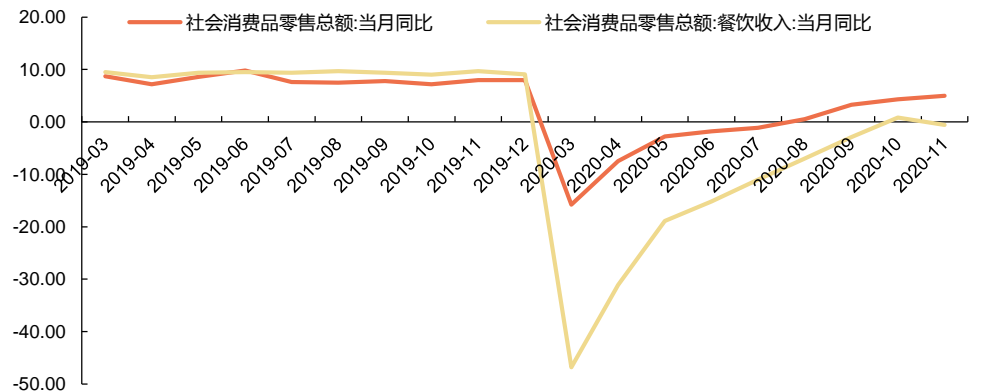
图1：食品、医药、计算机电子等工业增加值恢复较好



资料来源：Wind，申港证券研究所

- ◆ 餐饮业至 11 月餐饮等线下消费在年内首次转正后再度受挫。11 月餐饮收入同比增长-0.6%，表明消费者对于线下消费仍有顾虑。

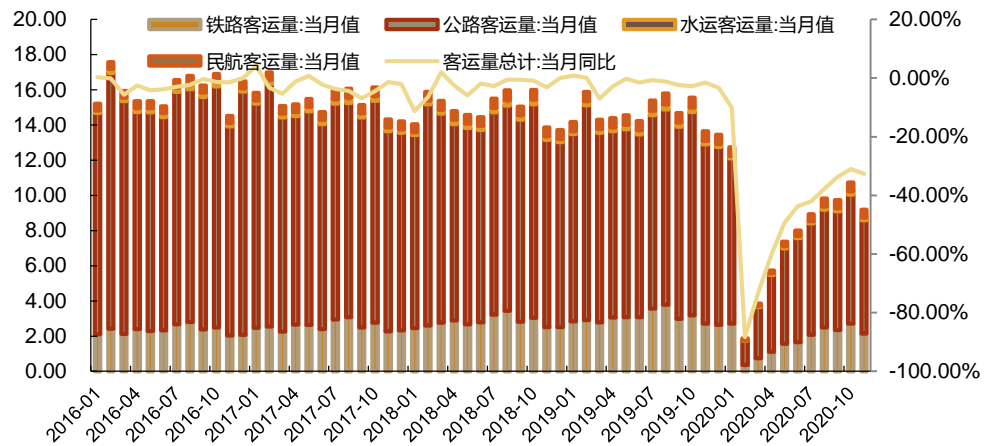
图2：餐饮收入



资料来源：Wind，申港证券研究所

- ◆ 交通客运在疫情期间也受到巨大冲击。2 月份客运量总计为 1.86 亿人次，同比下降超过 88%，3 月和 4 月疫情控制期间，客运量同比下降仍超过 50%，三季度疫情得到控制后，10 月份黄金周后恢复至去年同期水平的 68%左右。随疫情影响继续消退，预计明年的客运量水平会修复至往期。

图3：客运量



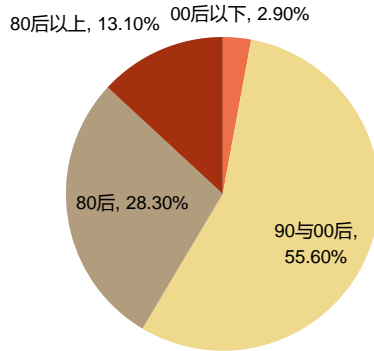
资料来源：Wind，申港证券研究所

随 GDP 增速逐步恢复至常态，消费倾向继续恢复。疫情冲击下，消费弱的两个约束，一是收入下行、二是收入预期下行。预计随 GDP 增速基本恢复至常态，居民收入基本恢复常态，消费继续修复剩余缺口。

2021 年消费端后续仍具备支撑的分项包括：1) 经济贡献端，仍缺口待修复的线下消费，包括线下餐饮、旅游、酒店、影院 2) 政府投资端，消费与新基建结合的 2C 端场景 3) 消费趋势上，90 后、00 后代表的消费新业态。

- ◆ 线下餐饮、旅游及免税、酒店、影院将有较大修复空间。今年以来，受疫情影响，线下服务受到较大限制，随经济逐步修复，线下消费是为数不多的仍有缺口可补的分项。
- ◆ 5G 应用、人工智能作为新基建与消费结合主要方向有望成为结构性亮点。随可预见的传统基建投资占比下降，新基建份额提升，政策端持续利好的行业产业，高景气有望持续，也将进一步拉动相应消费。
- ◆ 90 后、00 后将成新消费主力，服务型消费、单身经济、社交化消费的新风口。彭博商业周刊的市场调研中指出 2030 年前，95 后和 00 后是全世界最大的消费群体。90 后更愿意在休闲娱乐上开支，约占总消费的 40%，同时也偏爱超前消费、线上化消费。90 后对智能化、自动驾驶更偏爱，通过对消费需求变化趋势分析，相比其他年代的用户，智能汽车、自动驾驶（包括无人驾驶）等更受 90 后偏爱。00 后更注重消费体验。00 后更在意创造、更愿意了解品牌背后的价值为自己的兴趣付费。比如超过 50% 的 00 后认为国外品牌不是加分项，支持国产 00 后有别于其他代际的主要表现。单身+晚婚带动小包装产品、单人用产品、宠物经济行业发展增速。

图4：天猫国货护肤&彩妆消费者年龄分布



资料来源: CBNDData, 申港证券研究所

1.2 消费的结构性亮点

5G 应用、人工智能作为新基建与消费结合主要方向有望成为结构性亮点。政策端持续利好的行业企业，高景气有望持续。两会期间，习近平总书记强调“逐步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”，为内循环提供保障的新基建对消费升级或有重大促进作用。2021 年，从应用场景及政策推行角度，5G 应用、人工智能等 2C 端业务场景更具备可行性。

1.2.1 关注 5G 应用 人工智能机会

5G 及人工智能等信息基础设施应用场景更成熟。新基建范围内多数领域技术和应用场景仍属前沿，不论上下游产业链或是商业模式上都具有较大不确定性，就业务开展及应用场景成熟度来看，以 5G、物联网、工业互联网、卫星互联网为代表的信息基础设施开展更具备可行性。

◆ **5G 拓展应用政策推行进度更快。**以政策推行进度来看，“12 月 28 日召开的 2021 年全国工业和信息化工作会议上提出 2021 年将有序推进 5G 网络建设及应用，加快主要城市 5G 覆盖，推进共建共享”。随着未来 5G 渗透率逐步提升，新基建代表的基础设施投放也会持续加大。

◆ **5G 基站建设高峰期为 2021-2023 年，2021 年将新建 5G 基站 60 万个以上，与**

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_389



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>