

后疫情时代的经济变局

—— 2021 年度宏观报告

日期：2020 年 12 月 18 日

投资要点：

- 2020 年经济和市场走势受疫情控制和传播的影响。疫情驱动经济周期、库存周期切换加速。当前经济已处于潜在增速水平之上，四季度经济增速延续修复，且具有一定持续性。
- **展望 2021 年：基建、房地产投资预期仍将保持平稳。**房地产融资收紧对行业总体影响有限，房企拿地逐步走弱，但对新开工负面影响有限，建安仍将偏强。房地产行业结构性转换，一二线城市延续增长，三四线及以下城市逐步走弱；改善型需求逐步提升。随政策逆周期调节逐步淡化，基建投资增速可能逐步放缓，在项目投资方向上，预期新基建占比将有所提升。
- **制造业景气度仍将持续，海内外补库存需求共振，仍将高速补增长。**“十四五”期间会带来政策方面的驱动因素，制造业板块有所分化，中游设备更新需求仍将持续，看好新兴制造业。
- **消费增长有望继续修复，内部结构出现分化，可选消费的上行空间依然较大。**作为消费的主导因素，汽车消费增速仍将继续修复。疫苗也将加速服务业的修复进度。
- **我国产业链相对完备，出口仍将维持高位。**出口份额的替代效应主要在纺织服装产能向中国的转移，但未来这一部分对我国出口增速不会造成剧烈波动。设备制造类出口仍将维持高位，产业转出替代弹性小。
- **货币政策的重心当前已经切换到“稳增长”和“金融防风险”方向，预期逆周期调节政策也将回归中性。**“稳货币”“稳信用”政策基调预期将持续至明年一季度。着力稳定宏观杠杆率可能是 2021 年货币政策的首要目标，而宏观杠杆率可能为货币政策的掣肘。“稳通胀”对货币政策的掣肘较小，货币政策会对核心消费品通胀反映，消费品价格无走向长期通胀和通缩的趋势。
- **未来几年，全球经济面临三大趋势：政府与市场关系将出现偏向政府的再平衡，全球化与国家自治将出现向国家自治的再平衡，全球经济增长速度将放缓。**疫情冲击增强了这三大趋势。未来一段时期疫情或成为经济的新常态。随着经济活动的逐步修复，全球利率进一步下行的空间有限，全球经济周期回暖的趋势逐步确立。但仍面临低利率或负利率与高杠杆的金融困局，应防范相应的金融风险的传导。
- **大类资产配置方面：**看好一季度的商品市场，有色品种仍有一定上行空间。利率债逐步进入寻顶阶段，或在二季度迎来拐点，可适时关注利率债，届时股债交易逻辑的切换机会。信用债期限、等级分化，关注短久期和中高等级的信用债。股票市场关注结构性机会，可关注：新能源、消费升级、新基建、半导体等行业。
- **风险因素：**疫苗效果及投放进程不及预期，国内经济修复不及预期，中美贸易摩擦再添变数，货币政策超预期收紧。

分析师：徐飞

执业证书编号：S0270520010001

电话：021-60883488

邮箱：xufei@wlzq.com.cn

研究助理：于天旭

电话：021-60883499

邮箱：yutianxu@wlzq.com.cn

相关报告

目录

1、2020 年：疫情主导全年经济走势	4
1.1 经济主要拉动力量的切换	4
1.1.1 基建逆周期调节，房地产韧性仍强	4
1.1.2 制造业顺周期修复，逐步开启补库阶段	5
1.1.3 消费行业逐步修复，线上消费随疫情受控逐步切换至线下	5
1.1.4 出口维持高位，外需环境逐步修复	6
1.2 宽财政宽货币逐步切换	7
1.3 猪周期主导通胀高低	8
2、2021 年核心经济变量展望	9
2.1 后疫情时期经济国内经济的高质量发展	9
2.1.1 基建、房地产仍将保持平稳	9
2.1.2 制造业景气度仍将持续	10
2.1.3 服务业逐步抬升，可选消费仍有上行动力	11
2.2 外需逐步恢复，拉动出口持续向上	12
3.货币政策逐步回归常态，逆周期调节淡化	13
3.1 货币政策与流动性逐步回归常态化	13
3.2 逆周期调节逐步回归中性	14
3.3 着力稳定宏观杠杆率	14
3.4 通胀对货币政策的掣肘较小	15
4、2021 年大类资产配置及走势预判	16
4.1 后疫情时代大变局	16
4.2 大类资产走势研判	17
4.2.1 利率债寻顶回落，信用债面临分化	17
4.2.2 股票：关注结构性机会	19
4.2.3 大宗商品上涨惯性仍在	20
5、风险提示	21

图表目录

图表 1: 固投整体持续修复，并年内转正 (%)	5
图表 2: 房产销售和新开工依然旺盛 (%)	5
图表 3: 制造业顺周期修复，上行速度最快 (%)	5
图表 4: 工业企业利润“量”“价”均在修复 (%)	5
图表 5: 必选消费波动弱于可选消费 (%)	6
图表 6: 可选消费同比增速明显回升 (%)	6
图表 7: 美国存货增速与我国出口增速走势 (%)	6
图表 8: 央行外汇占款基本持平 (%)	6
图表 9: 分品类出口金额同比增速 (%)	7
图表 10: 社融-M2 剪刀差持续走阔 (%)	8
图表 11: 政府专项债在社融占比逐步攀升 (%)	8
图表 12: 市场利率和长端收益率走势 (%)	8
图表 13: MLF 投放偏好增强 (亿元, %)	8
图表 14: 食品项为 CPI 波动主因 (%)	9

图表 15:原材料价格上行幅度快于加工工业 (%)	9
图表 16:房地产资金来源累计同比 (%)	10
图表 17:土地购置价款同比增速仍在上行 (%)	10
图表 18:非标融资对基建支撑边际走弱 (%)	10
图表 19:专项债发行累计值 (亿元)	10
图表 20:BCI 企业前瞻指数持续上行 (%)	11
图表 21:工业企业库存持续去化,补库预期上行 (%)	11
图表 22:居民消费信心指数持续上行 (%)	12
图表 23:居民存款仍在继续修复 (%)	12
图表 24:海外发达经济体制造业持续复苏 (%)	12
图表 25:东盟和美国预期仍为出口主要拉力 (%)	12
图表 26:经济增速上行时国债收益率上行 (%)	14
图表 27:社融拐点通常领先于国债收益率拐点 (%)	14
图表 28:实际赤字率预期明显抬升 (%)	14
图表 29:债务付息增速与国债收益率相关性较强 (%)	14
图表 30:各部门杠杆率均明显抬升 (%)	15
图表 31:信贷脉冲持续上行 (%)	15
图表 32:核心 CPI 持平, CPI 受食品项主导 (%)	16
图表 33:工业品价格持续上行, PPI 也持续上行 (%)	16
图表 34:海外发达经济体国债收益率持续下行 (%)	17
图表 35:海外主要发达经济体杠杆率持续攀升 (%)	17
图表 36:国债收益率已经修复至疫情前水平 (%)	18
图表 37:中债美债利差仍然处于高位 (%)	18
图表 38:信用利差仍处于历史相对低位 (%)	19
图表 39:等级利差面临走阔风险 (%)	19
图表 40:企业融资环境和估值持续修复	19
图表 41:BCI 企业经营状况依然趋势上行	19
图表 42:黑色金属价格持续上行	20
图表 43:有色金属价格疫情后持续上行	20
图表 44:实际利率与黄金走势	21
图表 45:经济复苏可能推动利率走出底部区间 (%)	21

1、2020年：疫情主导全年经济走势

2020年影响全球宏观经济和市场的主要变量是疫情,经济和市场走势受疫情控制和传播的驱动影响明显。疫情驱动经济周期、库存周期切换加速。我国针对疫情展开的宽货币宽信用政策,也大幅拉动了经济增速。我国的检测和隔离的正确应对方式,使我国经济最快恢复,疫情防控最为有效,而海外的修复速度和防控效果明显弱于我国,导致我国和海外市场周期、供需错位。根据经济特征的明显割裂,今年经济可以大致划分为“疫前经济”和“疫后经济”。

1.1 经济主要拉动力量的切换

1.1.1 基建逆周期调节, 房地产韧性仍强

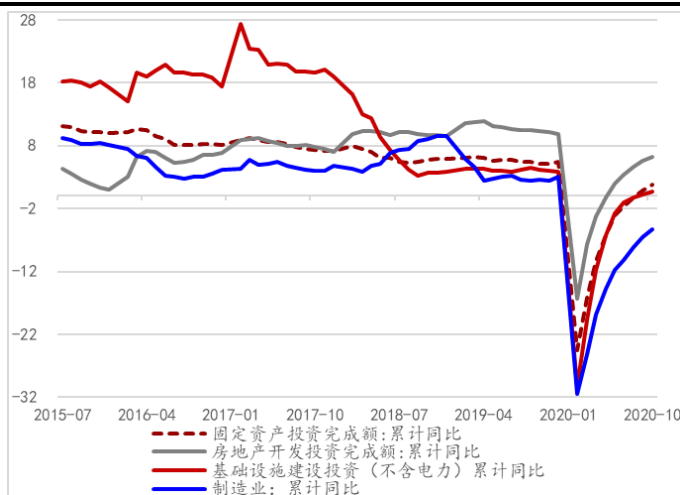
2020年财政政策支撑力度较强, 逆周期调控力度较大, 基建投资增速低于市场预期。受疫情影响, 经济周期快速切换, 2020年行业表现明显分化。为应对疫情冲击, 导致经济下行的压力, 基建逆周期调节力度加大, 宽财政配合基建投资资金到位。2020年财政支出力量较强, 专项债发行3.75万亿元, 以及1万亿元的特别国债。基建增速上行, 但仍低于市场预期。

基建投资优质项目依然较少, 财政投向抗疫和民生资金对基建资金形成一定挤占。对财政基金使用的加强监管和用途调整, “两新一重”、城镇老旧小区改造、公共卫生设施建设的建设等领域, 优质项目依然相对缺乏, 限制了基金增速上行。为应对疫情, 财政支出对“保增长、保民生、保稳定”等方向的支出增加, 专项债资金流向棚改, 对用于基建的资金形成一定挤占。

地产投资全年维持高韧性增长, 为支撑固投增长的主要因素。疫情冲击打破了地产行业的稳态, 但房地产行业的增长依然保持了强韧性。地产主要受货币环境和金融政策的影响。2020年央行先后经历了三次降准、两次降息(MLF), 房地产首套房平均贷款率维持在低位, MLF和LPR连续6个月保持不变。货币政策跟随疫情和经济发展情况, 适时、适度进行调控, 同业存单利率和DR007从5月以来震荡上行。货币政策稳步回归中性, 房贷利率降速趋缓, 房地产需求依然稳健, 销售持续修复, 市场去化率在60%附近震荡。一线城市复苏最快, 土地市场也是一线城市成交最为旺盛, 土地溢价率先升后降。

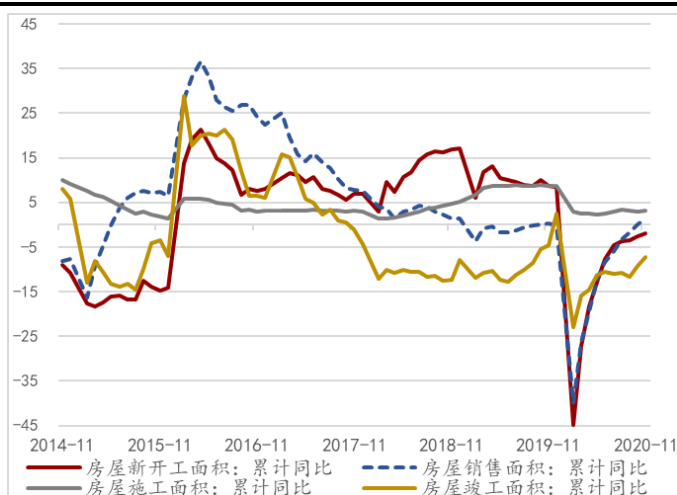
地产销售依然维持旺盛, 新开工增速持续上行, 地产进入竣工周期, 竣工明显提速。在“房住不炒”的政策基调下, “三条红线”的融资限制, 对企业资金来源形成了一定约束, 但给企业预留了足够的整改时间, 当下房地产行业资金来源仍未明显受限, 从长期来讲, 利好企业的健康和稳定发展。房企也有足够动力推动房屋竣工, 加快资金回款。

图表1: 固投整体持续修复, 并年内转正 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 房产销售和新开工依然旺盛 (%)



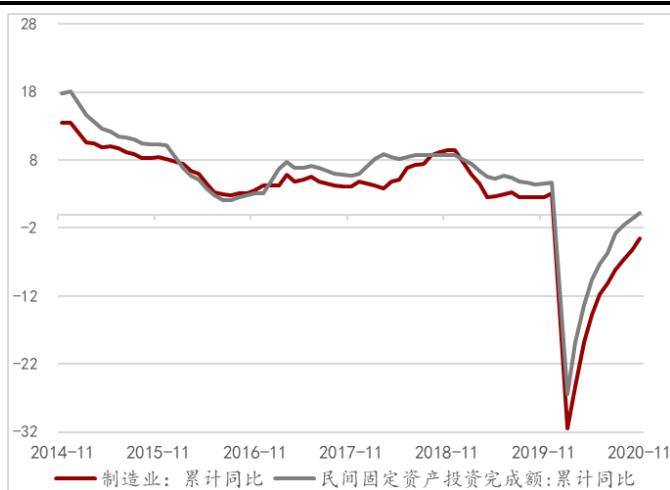
资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.1.2 制造业顺周期修复, 逐步开启补库阶段

投资增速继续回升, 制造业投资持续亮眼。制造业修复明显提速, 汽车、通用设备和电器机械保持强势增长。顺周期也会推动部分制造业景气度的持续上行。工业企业利润延续修复, 从PPI增速和工业增加值增速持续修复上行来看, “量”、“价”两方面都在继续上行, 但修复速度边际放缓。

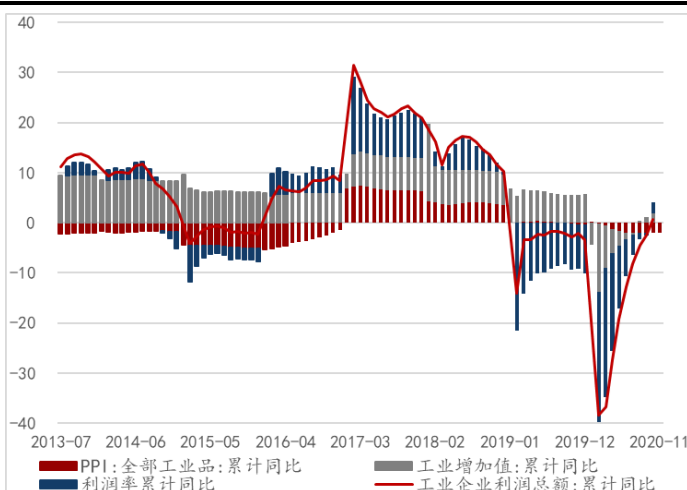
制造业投资顺周期改善, 整体好于预期。制造业库存处于低位, 补库存需求逐步上行。但同时也要看到, 在基数效应退去、出口不确定性尚存、国内经济改善力度边际放缓, PPI改善可能反复等因素的影响下, 制造业投资持续上行仍存在一些不确定性。

图表3: 制造业顺周期修复, 上行速度最快 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 工业企业利润“量”“价”均在修复 (%)



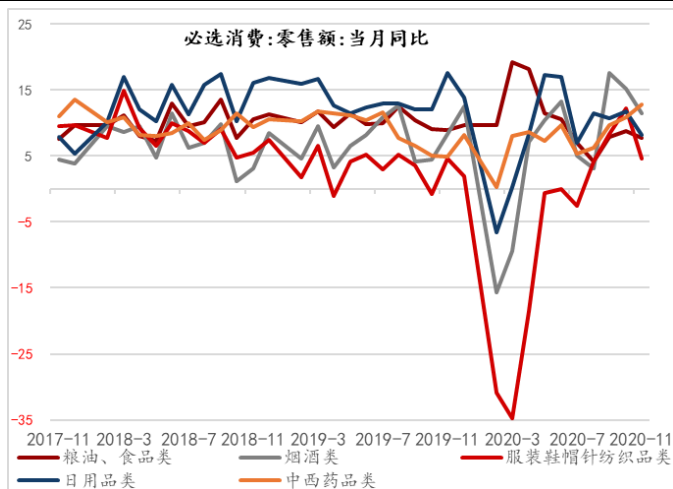
资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.1.3 消费行业逐步修复, 线上消费随疫情受控逐步切换至线下

消费的修复相对生产和投资增速较为缓和, 限额以上消费修复速度快于整体社消增速。疫情对低收入群体冲击更大, 低收入群体可支配收入有所下行。

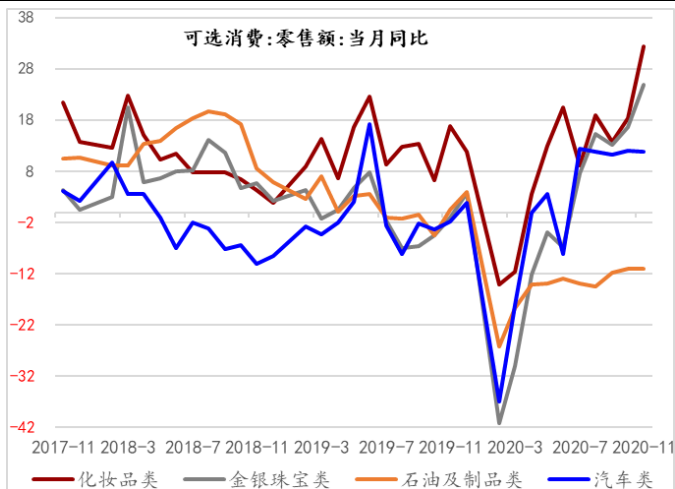
受疫情影响, 服务业处于低位, 线下消费明显减少, “宅经济”相应明显抬升, 随疫情逐步受到控制, 线上消费逐步切换至线下消费。2020年8月以来, 服务业投资开始回升, 餐饮收入持续上行, 十一期间, 旅游和线下消费需求也明显提升。必选消费在疫情期间维持正向增长, 可选消费在疫情后期逐步修复。

图表5: 必选消费波动弱于可选消费 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 可选消费同比增速明显回升 (%)



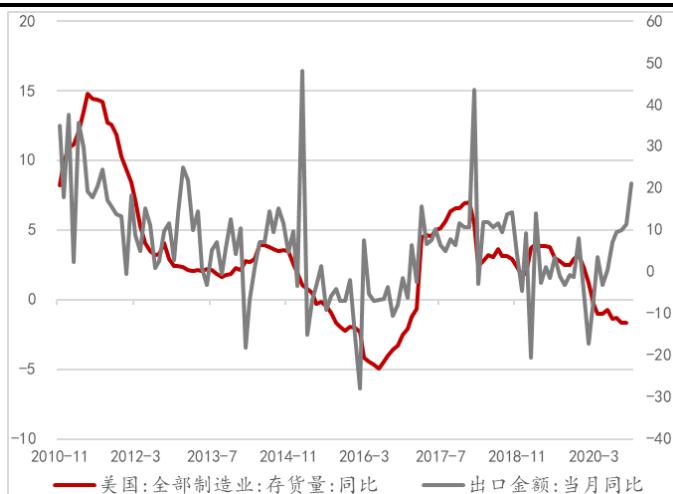
资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.1.4 出口维持高位, 外需环境逐步修复

我国出口增速持续处于高位, 海外复苏拉动明显, 我国对美国出口依然维持高速, 东盟对我国出口拉升作用逐步上行。我国出口主要受外需拉动, 2020年受疫情影响, 海外需求大幅回落, 海外疫情逐步受到控制之后, 随后整体进入初步修复阶段, 我国出口增速表现突出。虽然受到疫情二次爆发的影响, 欧洲10-11月生产、消费略有回落, 但影响明显弱于疫情首次爆发的影响。疫情的冲击, 打乱了各国经济自身的增长速度, 美国的存货增速往往与我国出口增速具有高度的相关性, 但疫情以来, 美国存货增速处于历史低位, 与我国出口增速持续背离。疫苗的大规模投产, 将推动2021年全球经济修复速度加快。随着海外经济进入复苏通道, 各国也将逐步进入新一轮补库阶段, 从而带动企业投资扩张。

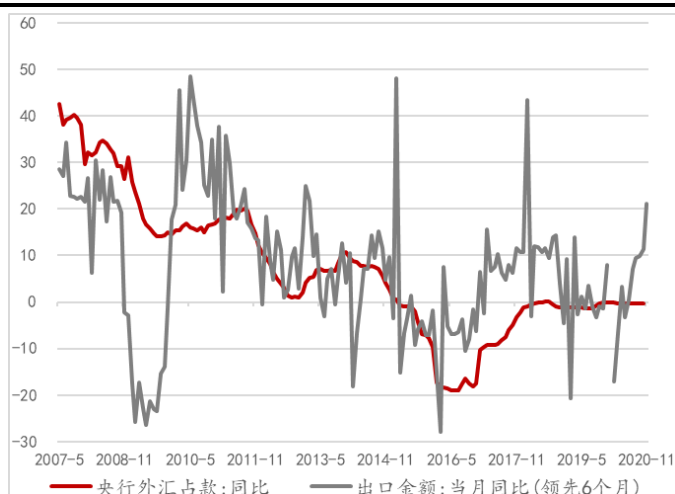
整体来看, 2021年随疫苗投放逐步落地, 美国经济也处于逐步修复的通道之中, 外需的修复的驱动力仍存, 也将维持出口处于高景气度。

图表7: 美国存货增速与我国出口增速走势 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表8: 央行外汇占款基本持平 (%)

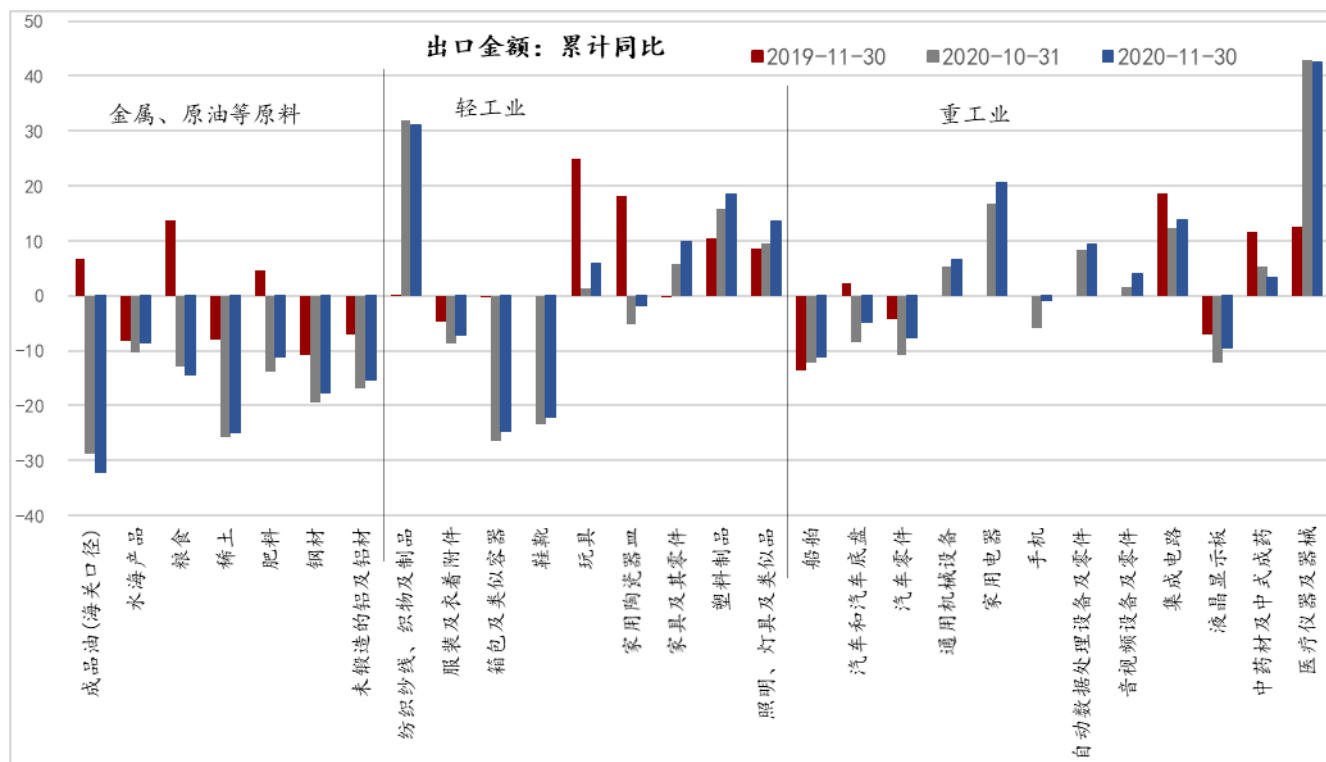


资料来源: Wind, 万联证券研究所

防疫物资为2020年出口带来突出贡献, 制造业的拉升趋势延续, “宅经济”相关物资

出口增速逐步上行，劳动密集型行业也延续修复。我国出口产品主要包括机械设备、电子产品、纺织服装等。受疫情的影响，2020年我国医疗物质出口明显处于高位，疫情的二次爆发再次拉升了防疫物资需求的上行。疫情对全球服务业的冲击明显大于对商品消费的冲击，也带动了家居办公和“宅经济”相关的家具、家电和电子产品需求的上行。从我国家电、音视频设备、液晶显示板等出口的增速的上行，可见相关需求的增加。劳动密集型行业来看，塑料制品、灯具照明、家具等行业延续高增长，纺织服装、鞋类、箱包、玩具也处于逐步修复阶段。

图表9： 分品类出口金额同比增速（%）



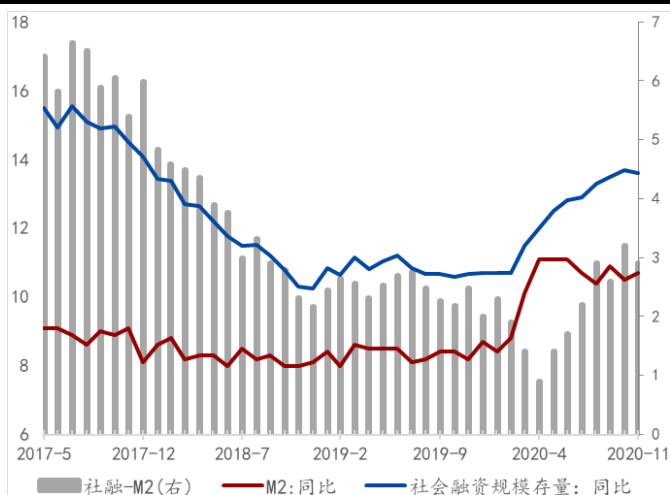
资料来源：Wind，万联证券研究所

1.2 宽财政宽货币逐步切换

政策的重心逐渐从“稳增长”切换到“防风险”，货币政策从应对疫情的宽松状态逐步收敛。随疫情逐步受到控制，经济稳步修复，政策也紧随当下经济和市场情况调整。2020年，货币政策整体经历了：大幅宽松-逐步回归-中性调整的阶段。2020年1-4月突发的疫情冲击，经济增速大幅回落至负值，为了“稳增长”、“保就业”等，货币政策、财政政策大幅宽松，且节奏前置、力度加强。5-7月，随着经济稳步修复，为了应对市场上资金空转套利等问题，货币政策边际收紧，市场OMO/MLF/再贴现等流动性投放也边际收敛。8月以来，央行开始逐步维稳市场，防范金融风险，货币政策未进一步收紧，市场利率震荡保持中枢平稳。而长端国债收益率受制于经济增速的持续上行，仍有较大的上行压力，且当前利率水平已经基本恢复至疫情前水平。

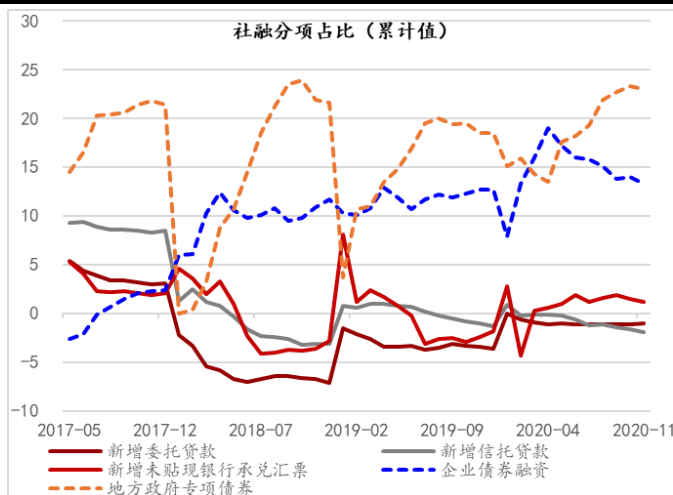
社融-M2剪刀差持续走阔，11月社融拐点确立，剪刀差或逐步转向收敛，宽财政宽货币政策也逐步切换。受信贷高增和政府专项债发行放量影响，社融增速持续上行，但在11月确立拐点，专项债占比也未继续攀升。社融增速迎来拐点，对经济的影响一般滞后半年左右。

图表10: 社融-M2 剪刀差持续走阔 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

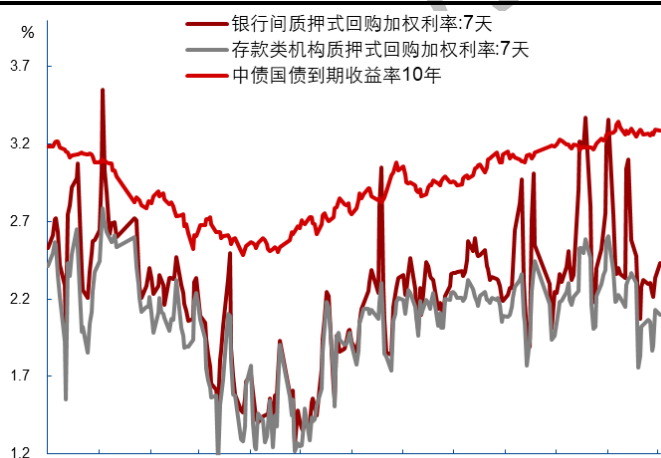
图表11: 政府专项债在社融占比逐步攀升 (%)



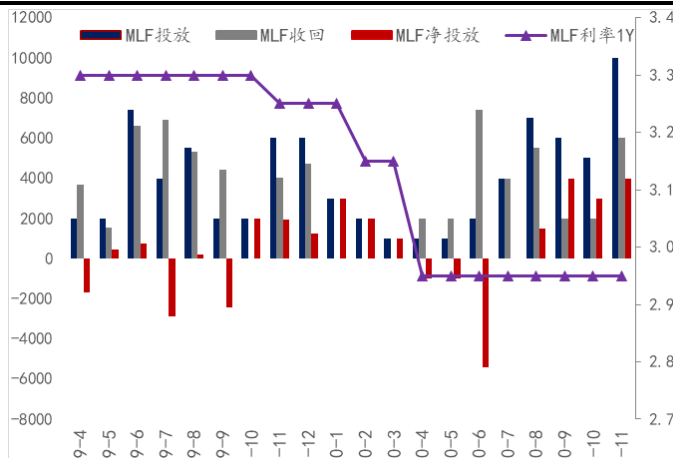
资料来源: Wind, 万联证券研究所

四季度央行呵护市场流动性意图明显, MLF投放平抑了银行较长期限负债的紧张。央行12月15日开展了9500亿元1年期MLF操作, 11月30日开展了2000亿元的MLF投放, 扣除到期规模, 两次合计投放5500亿元。主要由于信用违约事件带来了赎回压力, 导致了银行间市场流动性压力; 其次, 压降结构性存款导致银行中长期负债端较差, 银行需要长期限存单的发行来满足自身的流动性指标。随着MLF投放的落地, 1年期的存单利率也有所回调。

图表12: 市场利率和长端收益率走势 (%)



图表13: MLF 投放偏好增强 (亿元, %)



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_722

