

趋势之外

——2021 年经济展望

投资策略

经济衰退之后的复苏一般有两个阶段。第一个阶段，经济衰退后居民和企业的支出倾向都会下降，此时需要政府加大支出托底经济。第二阶段，政府支出刺激经济增长，居民和企业的收入改善，支出倾向也会增加，经济的内生动力增强，这就是“政府支出乘数”的逻辑。经济不会平滑地收敛到长期趋势，由于刺激政策的滞后性，加上内生动力增强，以及经济主体的过度乐观，产出缺口会转正。此时如果外需也比较好，经济可能“过热”。此后，随着政策收紧，以及居民消费倾向递减、企业资本边际产出递减，经济将再次向下。

市场对 2021 年经济趋势基本上已达成共识，我们重点关注趋势之外的信息。第一，中国国内国际双循环添加外生动力。对海外经济，尤其是美国经济而言，财政刺激是关键，财政刺激不仅本身是需求扩张还是补库存的催化剂，这会对全球经济产生溢出效应。第二，中国国内大循环内生动力增强。中国经济修复进入第二阶段，消费、制造业投资等经济内生动力增强。因此，我们认为剔除基数效应带来的趋势外，经济可能仍然不错。

2021 年中国将布局“十四五”规划，国内大循环、国内国际双循环是重要内容。国内大循环需要初始动力，初始动力一个是外需，另一个来自国内的刺激政策。经过 2020 年的政策刺激、外需拉动后，2021 年中国经济内生动力增强，这时外需再持续发力，中国国内大循环、国内国际双循环会运转得更好。

中国存在明显的政策周期，周期长度为 3.5 年左右。2021 年经济复苏进入第二阶段，内生动力增强，这为政策回归常态提供了良好环境。由于 2021 年上半年经济同比增速比较高，政府对下半年经济增速下滑具有一定的容忍度。中国债券利率是货币政策驱动的，债券市场需要静等机会，看到切实的货币宽松再行动。

对于企业而言，由于经济内生动机的增强，利润增速拐点滞后于债务周期拐点。利润增速和债务周期的错位蕴含着板块轮动。灾难等临时冲击会通过现金流风险、贴现率风险等渠道影响不同久期的股票收益率。第一阶段，灾难发生，经济衰退，长久期、短久期板块股价都会大幅下跌，但短久期股价的下跌幅度会更大。第二阶段，货币宽松但经济尚未修复，长久期股价先于短久期股价恢复。第三阶段，灾难影响减弱，经济开始修复，短久期股价上升幅度大于长久期股价。第四阶段，经济、货币政策均恢复至常态，短久期股价小幅上升，长久期股价可能小幅下跌。

待经济、货币政策均恢复至常态，资产定价又回到长期逻辑。但中国和美国政治制度、经济结构有所不同，不能完全复制美国经验。当然，中国长久期股票相比短久期仍具有优势。虽然近几年美国长久期股票好于短久期股票，但是得益于市场集中度的提升，美国短久期股票估值也在不断上升，表现没有那么差。然而，中国经济并未完成真正意义的出清，中国短久期股票表现弱于美国短久期股票。

● **风险提示：政策落实不及预期；海外疫情长期化**

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050003

相关报告

投资策略：全球通胀的弱回归——2020 年下半年经济展望

2020-6-28

目 录

1、 国际循环添加外生动力	3
2、 国内循环内生动力增强	5
2.1、 收入支持消费扩张	5
2.2、 资本开支脉冲	6
2.3、 补库存加大需求斜率	9
2.4、 工业生产稳定，服务业扩张	9
3、 需求扩张叠加供给冲击下的通胀	11
4、 政策周期的收紧阶段	13
5、 久期视角下的股市板块轮动	14

图表目录

图 1: 美国进出口和库存存在稳定关系	3
图 2: 外国持有美债创新高	4
图 3: 美国库存变动和中国出口增速关系稳定	4
图 4: 消费增速距离正常水平还有“一步之遥”	5
图 5: 各类产品消费累计同比增速和上年同期之差	6
图 6: 居民消费增速低于收入增速	6
图 7: 整体投资累计同比增速	7
图 8: 三大行业投资累计同比增速	7
图 9: 单月房地产投资同比增速	8
图 10: 单月基建投资同比增速	8
图 11: 单月制造业投资同比增速	9
图 12: 出口是补库存的一大动力	9
图 13: 各行业工业增加值累计实际同比增速和上年同期之差	10
图 14: 各行业增加值累计实际同比	10
图 15: 2021 年 GDP 同比增速预测	11
图 16: 疫情对通货膨胀的影响	12
图 17: PPI 同比增速预测	13
图 18: CPI 同比增速预测	13
图 19: 中国债务周期明显	14
图 20: 灾难发生时美国长久期股价下跌弱于短久期	15
图 21: 货币宽松下 A 股长久期股价快速回升	15
图 22: 货币宽松下欧股长期股息回升但短期股息继续下跌	16
图 23: 货币宽松下日股长期股息回升但短期股息继续下跌	16
图 24: 随着经济修复，短久期 A 股股价大幅上升	17
图 25: 利率上升之后长久期 A 股股价开始调整	17
图 26: 2007 年之后成长股表现好于价值股	18
表 1: 久期视角下的板块轮动	14

经济衰退之后的复苏一般有两个阶段。第一个阶段，经济衰退后居民和企业的支出倾向都会下降，此时需要政府加大支出托底经济。第二阶段，政府支出刺激经济增长，居民和企业的收入改善，支出倾向也会增加，经济的内生动力增强，这就是“政府支出乘数”的逻辑。经济不会平滑地收敛到长期趋势，由于刺激政策的滞后性，加上内生动力增强，以及经济主体的过度乐观，产出缺口会转正。此时如果外需也比较好，经济可能“过热”。此后，随着政策收紧，以及居民消费倾向递减、企业资本边际产出递减，经济将再次向下。

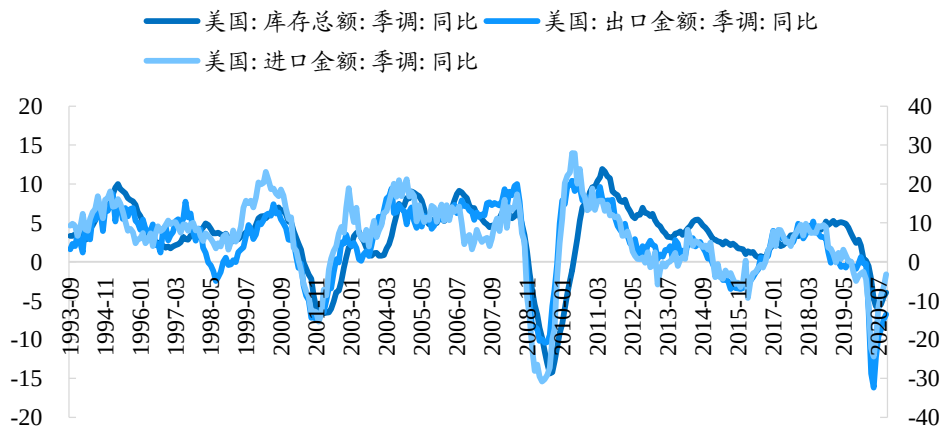
市场对 2021 年经济趋势基本上已达成共识，我们重点关注趋势之外的信息。第一，中国国内国际双循环添加外生动力。对海外经济，尤其是美国经济而言，财政刺激是关键，财政刺激不仅本身是需求扩张还是补库存的催化剂，这会对全球经济产生溢出效应。第二，中国国内大循环内生动力增强。中国经济修复进入第二阶段，消费、制造业投资等经济内生动力增强。因此，我们认为剔除基数效应带来的趋势外，经济可能仍然不错。

1、国际循环添加外生动力

2007 年次贷危机之后，中国大规模刺激经济，把欧美经济拉出泥潭，但此后中国经济承受了严重的后遗症。“风水轮流转”，此次疫情冲击下，中国经济刺激政策相对克制，欧美则被迫开启新一轮货币宽松、信用扩张。经济刺激下，美国需求快速恢复，但美国是消费国，供给跟不上，库存快速下降，被迫加大进口来弥补供给需求缺口，这导致了 2020 年中国出口的韧性。

影响 2021 年美国经济的几个关键事项是：疫情、疫苗、财政刺激、补库存。我们不是专家，不敢妄言疫情、疫苗，但是可以确定财政刺激是影响美国经济、世界经济的关键。库存周期的向上启动需要外力，要么是海外需求增加，要么是自身需求扩张。2002 年、2009 年开启的美国补库存是经济危机后的内需、外需恢复拉动的，2016 开启的补库存，先是中国进口增加，然后是美国自身财政刺激的结果。然而，大多数经济指标之间存在协整关系，经过技术处理总能得到自己想要的结论，论证外需、内需、库存的关系，容易陷入“鸡生蛋还是蛋生鸡”这样的循环，而财政刺激相对外生一些，这是我们更看重财政刺激的原因。

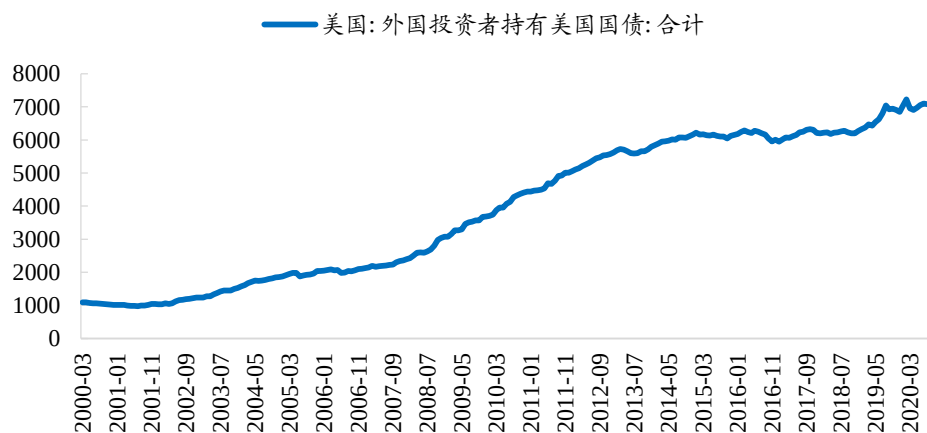
图1： 美国进出口和库存存在稳定关系



资料来源：Wind，新时代证券研究所

美国库存周期处于底部，消费恢复加上财政刺激，美国将开启补库存。但美国本身是消费国，需求扩张，自身供给不足，就会增加对中国等生产国的进口。生产国又会增加原材料进口，进而带动大宗商品价格上涨。生产国、原料国获取美元之后会购买美国国债，为美国财政刺激提供资金。最终，消费国、生产国、原料国实现全球大循环。

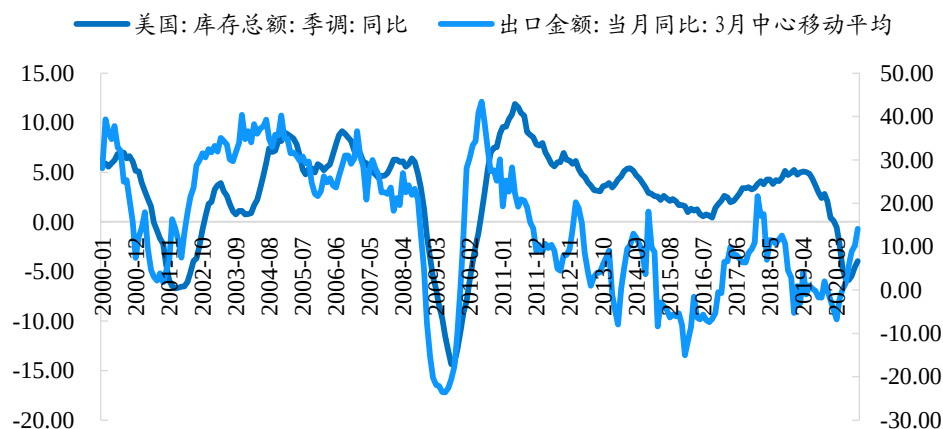
图2： 外国持有美债创新高



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2021 年中国将布局“十四五”规划，国内大循环、国内国际双循环是重要内容。国内大循环需要初始动力，初始动力一个是外需，另一个来自国内的刺激政策。经过 2020 年的政策刺激、外需拉动后，2021 年中国经济内生动力增强，这时外需再持续发力，中国国内大循环、国内国际双循环会运转得更好。

图3： 美国库存变动和中国出口增速关系稳定



资料来源：Wind，新时代证券研究所

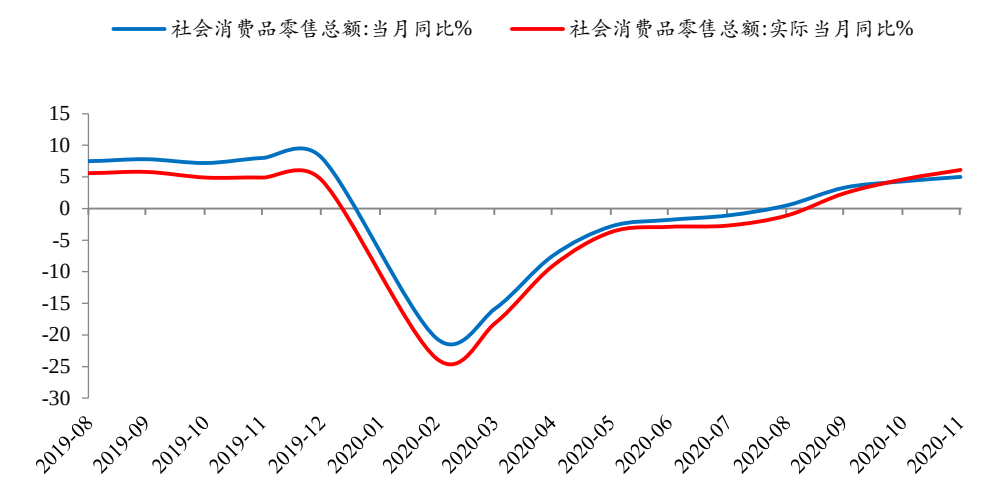
2、国内循环内生动力增强

2021 年经济复苏进入第二阶段，在此前政策刺激、出口拉动下，居民的收入增速快于消费增速，经济好转，居民的消费倾向上升，居民支出有可能加快，与此同时，需求旺盛，企业盈利增速上升，生产经营预期改善，企业也将加大资本开支，这些都意味着经济内生动力增强，国内大循环动力充足。虽然在基数效应下，中国经济增速从 2021 年一季度逐级下降，但剔除基数效应后，经济可能也不差。

2.1、收入支持消费扩张

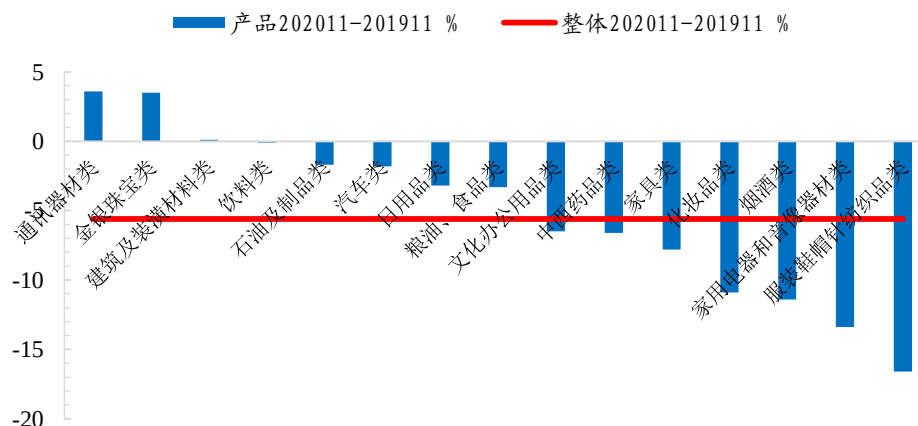
1-11 月社会消费品零售总额同比下降 4.8%，增速低于上年同期的 8%。从单月来看，8 月社会消费品零售总额实现同比正增长，11 月增速达到 5%，距离疫情前水平还有“一步之遥”。

图4： 消费增速距离正常水平还有“一步之遥”



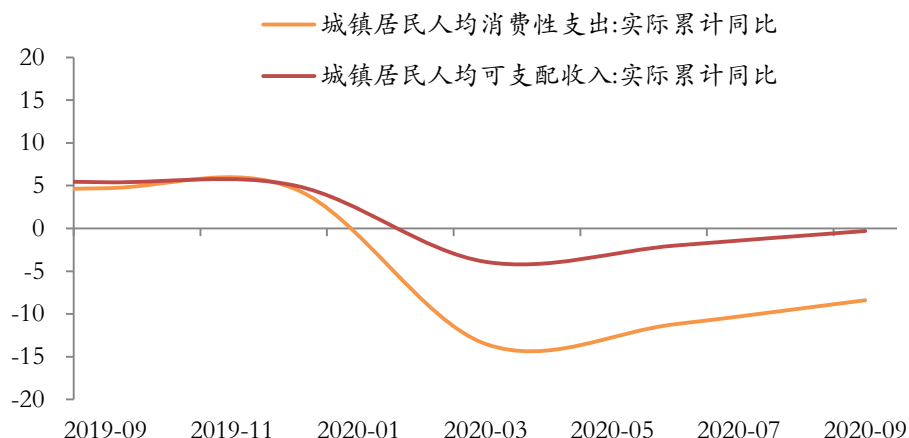
资料来源：Wind，新时代证券研究所

从结构上看，“宅经济”下的通讯器材、具有避险功能的金银珠宝，以及房地产链的建筑装潢材料，这三类累计消费增速已超过上年同期，食品饮料日用品类，以及政策支持下的汽车石油类消费增速和上年同期相比好于整体，而需要现场体验的服装类、电器类消费增速远低于上年同期，保持社交距离也使化妆品类消费需求下降。此外，餐饮、娱乐等服务业消费也严重拖累整体消费增速。

图5： 各类产品消费累计同比增速和上年同期之差

资料来源：Wind，新时代证券研究所

长期以来消费增速和收入增速相差不大，当前消费增速远远低于居民收入增速，消费修复具有内生动力。疫情带来的出行方式变化还会继续支撑汽车消费，扩大内需政策以及恐慌情绪消退，服务业等行业的消费可能加快修复，不过防疫常态化以及预防性储蓄可能继续抑制一些消费。

图6： 居民消费增速低于收入增速

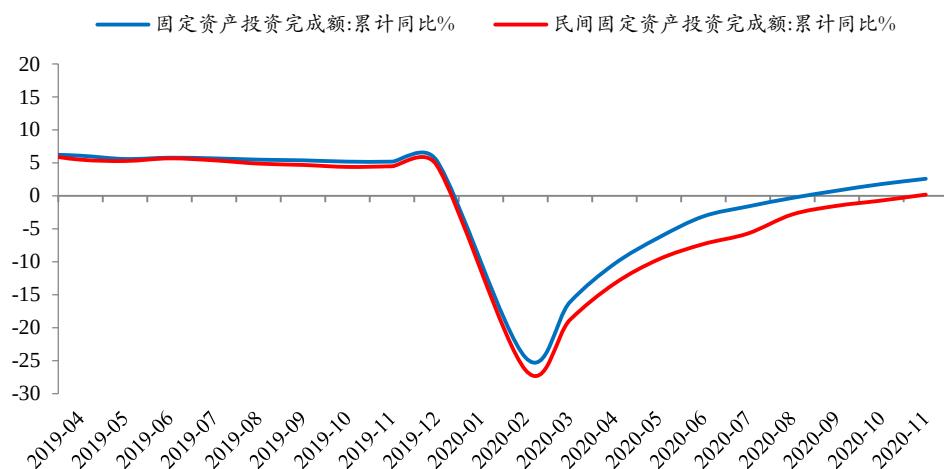
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、资本开支脉冲

1-11 月固定资产投资累计同比增速为 2.6%，低于去年同期的 5.2%。其中房地产、基建、制造业投资累计同比增速分别为 6.8%、3.32%、-3.5%。疫情好转后，建筑业赶工加快，加上货币、信用政策宽松，房地产与基建单月增速已回到并超过正常水平。而制造业投资恢复地相对较慢。一方面，疫情前期企业盈利受到冲击，甚至一些企业破产倒闭。另一方面，疫情前期经济存在不确定性，企业投资比较谨

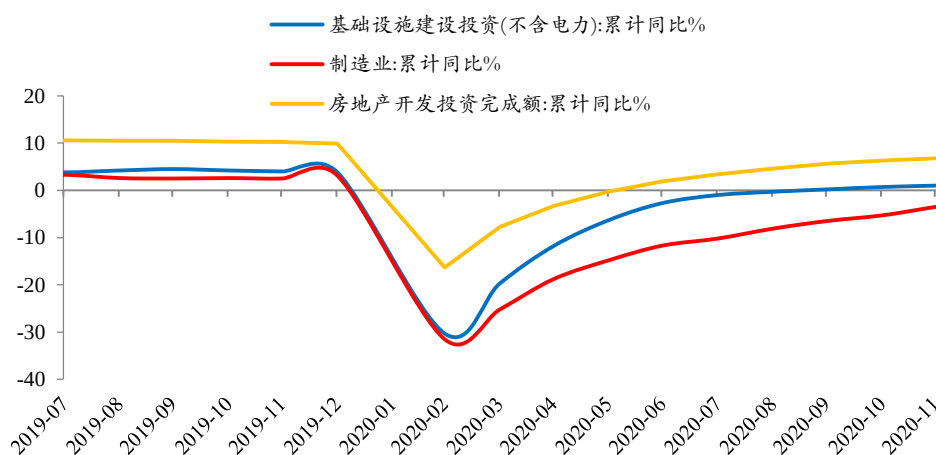
慎。

图7: 整体投资累计同比增速



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

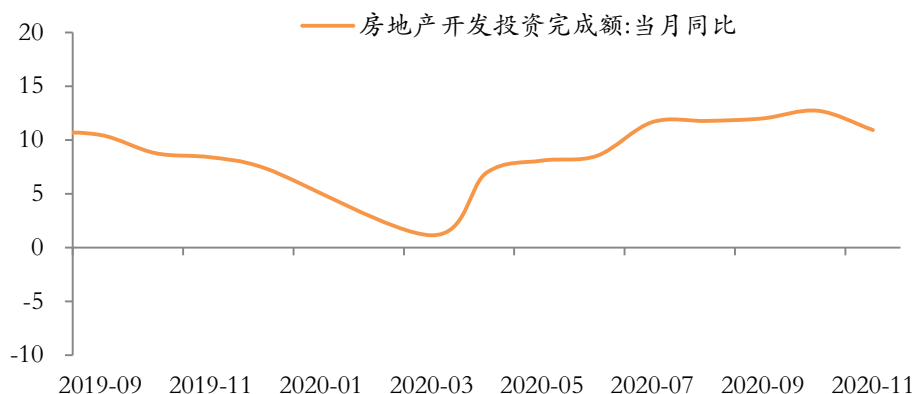
图8: 三大行业投资累计同比增速



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

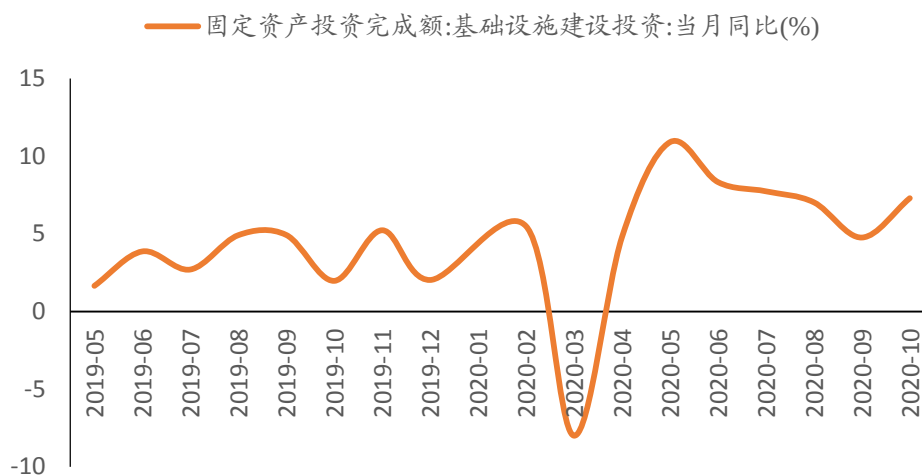
2021 年，整体经济不错，稳增长必要性下降，防风险重要性提升，同时跨周期调节思路下，为了为以后经济衰退留下政策空间，财政刺激力度会收缩，基建投资增速可能下滑。受制于财政收入，2020 下半年基建投资已现疲态。房地产调控有所收紧，但是前期房地产销售以及新开工支持下，未来房地产投资增速可能不会太差。

图9: 单月房地产投资同比增速



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图10: 单月基建投资同比增速



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

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_737

