

# DONGXING

# SECURITIES

## 宏观深度报告



## 行稳致远, 进而有为

——2021年海内外宏观经济形势展望

分析师：康明怡  
执业证书编号：S1480519090001  
联系方式：  
021-25102911  
kangmy@dxzq.net.cn

研究助理：杨城弟  
执业证书编号：S1480119070054  
联系方式：  
010-66554021  
yangchd@dxzq.net.cn

2020年12月10日

# 主要观点

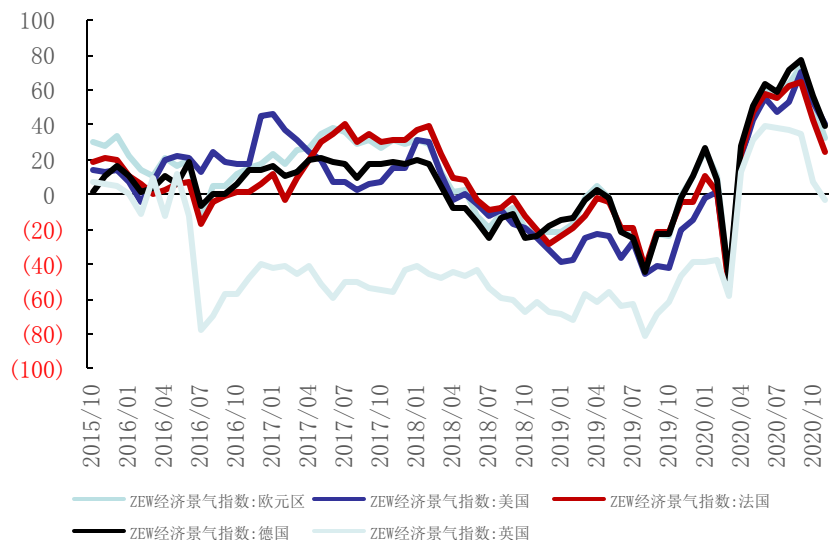
- 实体经济：2021年上半年实体经济延续结构复苏，消费回暖、出口产业链景气度延续、外需拉动制造业投资回暖，“三道红线”落地难以扭转地产投资韧性，此外基建投资增速回升空间有限；预期国内全年GDP增速在8.8%-9%左右；
- 物价走势：物价指数从“分化”走向“趋同”；PPI走势前高后低，拐点预计在5月份前后，高点在2.8%左右，全年在1.2%左右；猪价进入下行期，非食品需求回暖，2021年CPI或呈现温和通胀；
- 金融环境：货币及信用条件边际收紧，结构性货币政策逐渐退出，加息加准概率较低，宏观杠杆率趋稳，预计2021年全年社融增速约在11%-12.5%之间；
- 海外市场：美国经济缓慢复苏，核心通胀预计下半年上行，大类资产配置利好权益；政策方面，财政政策维持宽松，货币政策将在很长时间内维持低利率；
- 资产配置：国内经济结构复苏，货币条件边际收紧，全球经济复苏和贸易共振是2021年大类资产走势的主线；受益于全球需求回暖，大宗商品价格回升空间较大；国内基本面成为A股驱动因素，关注顺周期品种；2季度国内债市或迎来拐点，但货币政策中性偏紧，较难有大行情；展望2021年美国资本市场，美股略偏积极，美十债将继续上行，预计上限为165-190bp间，美元偏弱，黄金中性。

- ❑ 全球贸易共振，出口及出口产业链维持高景气
- ❑ 资金及项目受限，基建投资增长空间有限
- ❑ “三条红线”落地不改地产投资韧性
- ❑ 制造业投资小幅回升
- ❑ 疫情对消费支出压制逐渐消除
- ❑ 物价从“分化”走向“趋同”
- ❑ 宏观调控回归常态
- ❑ 盈利驱动A股，债市下半年或迎来拐点
- ❑ 海外市场：美国经济继续复苏，看好21年美股表现

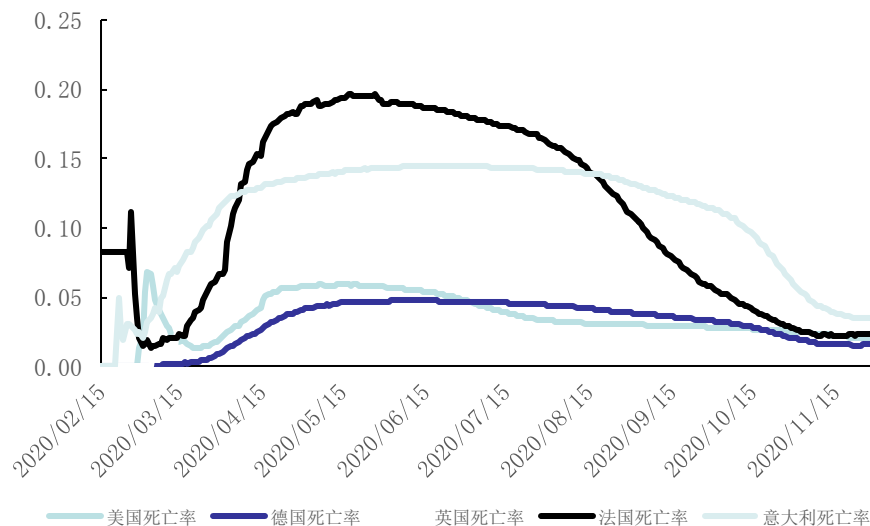
# 疫情及疫苗追踪（截止12月10日）

- 海外多地区疫情二次或三次爆发，欧洲部分国家进入“二次封闭”，12月法国开始解封；
- 新冠毒性或下降，死亡率下降，新冠疫情逐渐流感化，对经济运行冲击不如年初；
- 保守估计21年年中，随着疫苗量产和接种率达标，疫情影响逐渐消除。

图：欧美部分经济景气指数受二次封锁影响下降



图：欧美地区新冠疫情死亡率持续下降



# 疫情及疫苗追踪（截止12月10日）

- 海外多地区疫情二次或三次爆发，欧洲部分国家进入“二次封闭”，12月法国开始解封；
- 但新冠毒性或下降，死亡率下降，新冠疫情逐渐流感化，对经济运行冲击不如年初；
- 保守估计21年年中，随着疫苗量产和接种率达标，疫情影响逐渐消除。

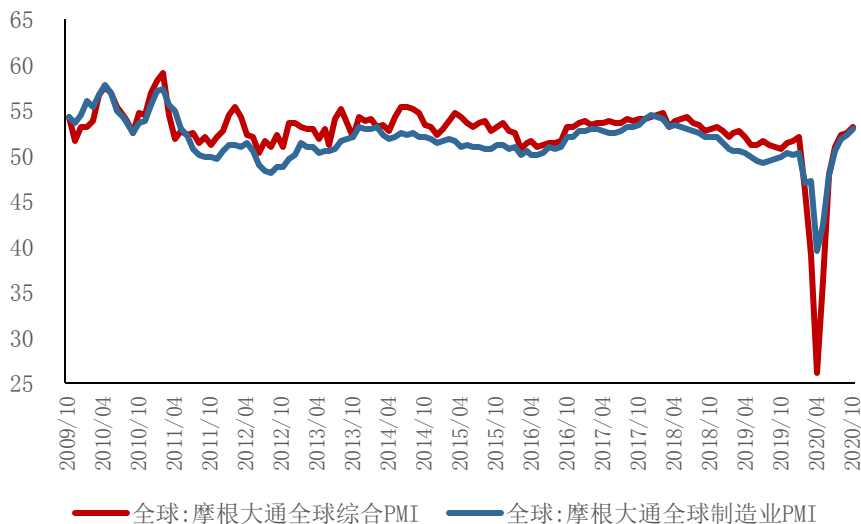
图：疫苗进度一览

国别	生产企业	接种方案	何时启动3期试验	预计投产时间	投产计划
中国	国药中生/武汉所	2剂	7月启动III期	2020年底,提交上市申请	到2020年底,产能大概能达到1亿剂左右,按照国家要求,明年产能要超10亿剂
	国药中生/北京所	2剂	7月启动III期	2020年底	
	科兴生物	2剂	7月启动III期	疫苗尚未正式注册上市,经依法批准已在浙江省部分城市用于紧急接种	年设计产能达到3亿剂以上
	康希诺	1剂	8月启动III期		将于2020年底至2021年向墨西哥提供3500万剂新冠疫苗
英国	牛津大学/阿斯利康	1剂	6月启动III期	预计2020年底可上市	灭活新冠疫苗平均有效性70%,2021年产能高达30亿剂
美国	moderna	2剂	7月启动III期	三期临床试验的中期分析公布有效率为94.5%	2020年底将在美国上市2000万剂,于2021年底提供5亿—10亿剂疫苗
德/美/中	BioNTech/辉瑞/复星	2剂	7月启动III期	候选疫苗预防新冠病毒的有效性超过90%,预计BioNTech/辉瑞有望在今年年底获FDA紧急授权	一经批准上市将提供1亿剂疫苗,到2021年将生产多达13亿剂疫苗
美国	Novavax	2剂	9月启动III期	预计11月底全面实施III期临床	2020年末要交付1亿剂新冠疫苗
美国	强生	1剂	9月启动III期	预计于2021年3月或4月开始生产	预计产量每年3亿剂
俄罗斯	Gamaleya	1剂	9月启动III期		
中国	智飞生物	2剂	11月启动III期	2021年	

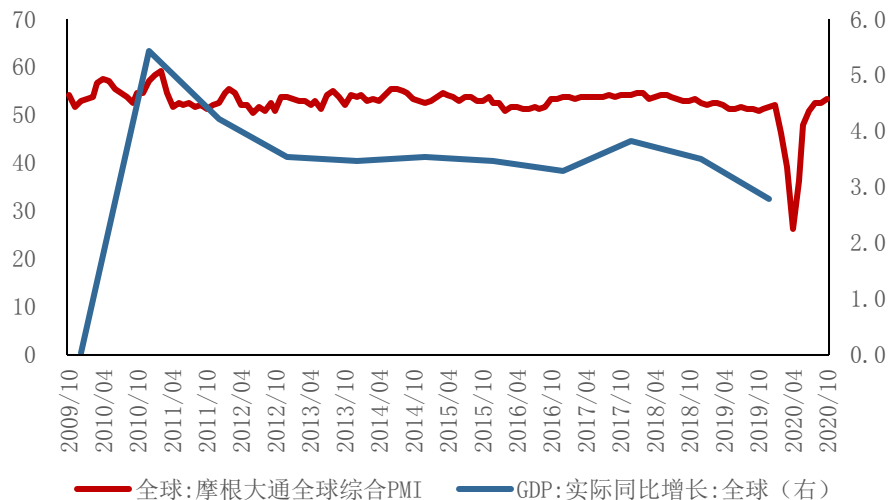
# 全球贸易共振，出口及产业链景气度持续

- 中美贸易摩擦难继续恶化；
- 疫情前全球贸易工业周期触底；
- 海外各国疫后重建，需求回升；
- 短期内疫情对全球制造产业链重构影响不大，中国全产业链优势明显。

图：疫情前全球工业周期触底



图：疫情前全球工业周期触底



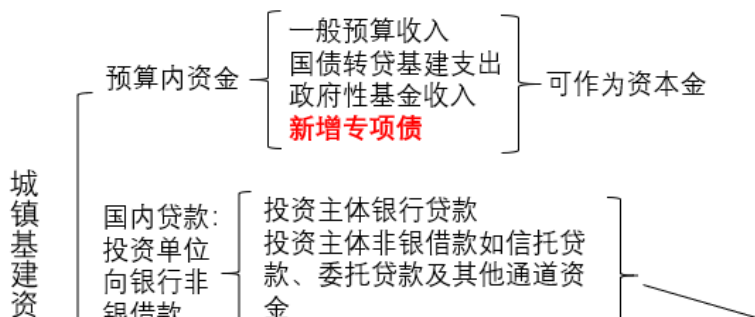
- 全球贸易共振，出口及出口产业链维持高景气
- **资金及项目受限，基建投资增长空间有限**
- “三条红线”落地不改地产投资韧性
- 制造业投资小幅回升
- 疫情对消费支出压制逐渐消除
- 物价从“分化”走向“趋同”
- 宏观调控回归常态
- 盈利驱动A股，债市下半年或迎来拐点
- 海外市场：美国经济继续复苏，看好21年美股表现

# 基建资金来源受限，增长空间小

资金受限是基建增速中枢较低的主要原因

- 政府性基金支出 > 预算内资金支出 > 银行等表内融资 > 投资主体表外融资 > 新增地方政府债券
- 金融强监管，基建投资表外融资收缩
- 地方政府债务监管，城投非标融资、明股实债等受打击
- 财政隐性担保打破，难以撬动社会资本直接投入
- 19年后放开专项债投入基建比例、领域，基建投资增速小幅回升
- 21年基建增速回归常态，受低基数影响，预计年底累计增速略高于疫情前水平。

图：基建资金来源



资金来源	细项	来源
国家预算内资金 (16%)	公共财政预算支出	公共财政收入+公共财政赤字
自筹资金 (58%)	城投债净融资 (4%)	城投债
	信托/委托贷款 (11%)	表外融资
	新增地方政府债券 (4%)	新增专项债

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\\_923](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_923)

