

宏观专题

重塑与重估—2021年宏观经济展望

回看 2020 年，疫情和美国大选是全球宏观的主线：疫情对应的是经济大幅退、政策大幅进、各国防控疫情效果和经济修复进度的差异；美国大选对应的是不确定性、保护主义和单边主义。

展望 2021 年，后疫情和拜登新政将接棒成为主线：“后疫情”对应的是低基数下经济大幅反弹、非常规政策的适时退出，疫情演化和疫苗进展是关键；拜登新政对应的是美国疫情防控、经济、外交等各类政策的“修正”与“回归”，但分裂的国会将制约拜登的施政效果。

2020 年中国疫情防控和经济增长均一枝独秀，2021 年中国的宏观环境将呈现以下变化：

一、政策面：稳中渐退，调结构，稳杠杆，制度红利可期，中美博弈仍是看点。

>中美关系重塑：美国大选不确定性消除，拜登当选后，中美冲突短期有可能缓和、但中长期难以实质性缓和。中美关系实质走向，可紧盯人民币汇率（中美关系好，人民币升，反之则贬），也可跟踪 RCEP、CPTPP、TPP 等区域贸易协议的进展（RCEP 实质效果仍取决于中美关系）。

>制度红利可期：2021 年是“十四五”开局之年、建党一百周年、2022 年二十大布局之年，有望进一步释放制度红利，重点关注“双循环”、要素市场化改革、科技创新、产业链提升、国防军工、养老、城市群等；2021 年 3 月“两会”公布规划全文之前都可谓“十四五”时间。

>政策稳中有退：面临“疫情以来的松→现阶段的稳→2021 年的退”的局面，政策主线可能是调结构、稳杠杆、防风险，表现为货币中性、信用收紧、财政赤字下降、杠杆率稳中有降。

1) **货币端，**海外经济体无需担忧过快退出宽松；中国已回到正常状态，将继续强调稳健中性和精准滴灌，当前继续宽松和过快收紧的基础都不具备，既结构性紧（防止资金空转和违规流入房地产）又结构性松（稳就业，支持制造业、中小微企业、绿色、科技、新经济等领域）；在“把好货币总闸门；货币供应与反映潜在产出的名义 GDP 相匹配”等要求下，预计信贷、社融、M2 增速均将较 2020 年至少下滑 1-2 个百分点，其中 M2 降至 8-9%，预示信用趋于收紧。

2) **财政端，**2021 年将回归常态，更注重提质增效、赤字规模和专项债将下调。我们预计 2021 年预算赤字率可能 3%左右（今年 3.6%以上），预算赤字 3.4 万亿（今年 3.76 万亿），新增专项债 3.1 万亿左右（今年 3.75 万亿；不确定性较大），特别国债大概率不发。据此 2021 年广义财政赤字 6.5 万亿左右（今年 8.5 万亿），广义财政赤字率可能回落至 5.8%左右（今年 8.3%）。

3) **监管端，**2021 年可能再成监管大年，关注稳杠杆、信用违约、金融科技、资管新规到期等。

二、基本面：全球经济共振复苏，欧洲恢复可能好于美国；中国经济增长动能发生切换，重点跟踪制造业投资、消费、出口、库存；疫情和疫苗是关键扰动。

>增长动能：从“三驾马车”看，投资端，房地产降、基建稳、制造业起；消费端延续回升态势，不过去基数效应可能仍偏疲软；出口有望延续强韧性，关注中美关税可能取消、人民币升值、海外生产恢复后替代效应弱化等因素的影响；本轮补库力度可能较弱，拐点应在年底年初。

>增长节奏：从 2020 年类“对勾型”变为 2021 年的类“倒勾型”，我们预计：2020 年四季度有望达到甚至超过 6%，全年可实现 2%左右的正增长 GDP 增速；2021 年全年 GDP 实际增速为 9.2%，四个季度当季增速分别为 19%、8.4%、6.6%、5.5%；2021 年名义 GDP 增速有望高于 11%。

三、流动性：温和通胀；利率短期震荡寻顶、全年前高后低；人民币汇率有望回到 6.4 左右。

>通胀：2021 年将是温和通胀，难以发生显著通胀，其中：CPI 当月同比呈“N”型波动上升，全年累计同比 0.7%左右，PPI 当月同比呈“M”型，高点在二季度，全年累计同比 1.8%左右。

>利率：短期震荡寻顶，拐点可能今年年底或明年一季度，2021 年总体前高后低。

>汇率：美元下跌，人民币仍有升值空间，但速度趋缓，人民币兑美元汇率有望回到 6.4 左右。

四、资产配置：关注三大线索；股票和商品好于债券，利率债配置价值凸显，人民币强于美元。

>政策面线索：“十四五”规划制度红利+中美博弈下国产替代+资本市场改革的中长期支撑；

>基本面线索：短期顺周期+消费和制造业背后的修复性机会（航空、旅游、餐饮、高端制造等）；

>流动性线索：高估值板块可能受压制+“西水东流”和资本扩容的核心资产（行业龙头）；

>大类资产：“经济升、通胀起、信用紧”的大环境，相对而言股票和商品应会好于债券；十年期国债收益率水平有望从当前的 3.3%震荡向上寻顶，配置价值凸显，趋势性下行的拐点应是经济基本面转弱之际（年底或 2021 年 Q1 环比转弱；2021 年二三季度回到疫情前甚至更低）。汇率方面，美元应弱于人民币、欧元等非美元；黄金回调已接近尾声，可能小涨但难回前高。

五、当前市场对 2021 年宏观形势的判断总体趋同，我们提示几个可能的扰动因素：

>应客观看待基数效应。中性条件下 2021 年下半年开始各国陆续回到疫情前的弱增长态势；

>几个可能打破一致预期的事件：1) 疫苗进展显著好于预期；2) 油价超预期大涨的可能性其实不大，进而带动 PPI 上行超预期；3) 国内政策收缩力度超预期的紧，尤其是货币政策和监管政策，关键变量是就业、房价、可能的资产泡沫；4) 拜登新政的扰动，一方面中美冲突可能不会有预期的缓和，另一方面拜登可能打压美国科技巨头，进而导致美国股市承压、风险外溢。

六、短期提示几个时间节点：1) 12 月中旬，政治局会议和中央经济工作会议；2) 2021 年 1 月中旬，2020 年 GDP 数据（关注是否超预期）；3) 2021 年 1 月 5 日，佐治亚州就参议院席位进行第二轮选举，若民主党胜出，将极大利好拜登；4) 2021 年 1 月 20 日，美国总统就职。

PS：文末附表 1：2021 年重要事件时间表；附表 2：2021 年主要经济数据预测一览

风险提示：疫情演化超预期；政策走向超预期；外部环境变化超预期

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 何宁

执业证书编号：S0680520070002

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

研究助理 杨涛

邮箱：yangtao3123@gszq.com

相关研究

1、《扩张提速，四季度 GDP 可能超预期—11 月 PMI 的 5 大信号》2020-11-30

2、《史上最晚的央行三季度货币政策报告，有 8 大信号》2020-11-27

3、《会有过热风险么？——全面解读 10 月经济》2020-11-16

4、《如何理解“逆流而上”的 RCEP？》2020-11-15

5、《不会显著通胀是明年基准情形，关注三大变数——兼评 10 月物价》2020-11-10

6、《方向已定—“十四五”规划建议稿的增量信息》2020-11-04

7、《不一样的五中全会，不一样的“十四五”规划》2020-10-29

8、《本轮人民币升值怎么看？兼谈人民币汇率分析框架》2020-10-12

9、《“成功向内求”——宏观经济 2020 中期展望》2020-07-13



目录

引言与总述：重塑与重估——2021 年宏观环境的关键词	4
一、2021 年政策面：稳中渐退，调结构、稳杠杆，制度红利可期，中美博弈仍是大看点	7
1. 货币政策：美欧不会过快退出宽松，中国回归中性、信用收紧	7
(1) 海外货币政策：无需担忧过快退出宽松	7
(2) 国内货币政策：维持稳健中性，既结构性紧又结构性松，信用趋于收紧	9
2. 财政政策：回归正常、更注重提质增效，赤字率和专项债规模下降	11
二、2021 年基本面：全球共振复苏，中国 GDP 增速“倒勾型”，重点跟踪制造业投资、消费、出口、库存	12
1. 海外经济基本面：延续温和复苏，下半年好于上半年	12
2. 国内经济基本面：内生动力增强，GDP 增速呈现“倒勾型”	14
(1) GDP：基数扰动下将呈现“倒勾型”	14
(2) 投资：制造业起、地产降、基建稳，制造业接力基建地产	16
(3) 消费：去除基数效应后可能仍偏弱	18
(4) 出口：有望延续强势表现，关注中美关税可能取消的影响	19
(5) 库存周期：本轮补库可能较弱，拐点应在年底年初	20
三、2021 年流动性：温和通胀，利率短期震荡寻顶、全年前高后低，美元弱、人民币升，全年宏观流动性收缩	21
1. 通胀：CPI 下、PPI 上，全年通胀风险可控	21
(1) CPI：2021 年呈“N”型走势，难以显著走高	21
(2) PPI：呈“M”型波动，二季度可能快速大幅冲高	24
(3) CPI 和 PPI 之外，我们还应关注什么？	25
2. 利率：短期震荡寻顶，全年前高后低	26
3. 汇率：美元趋弱，人民币仍有升值空间、但速度趋缓	27
四、大类资产：关注三大线索，股票和商品好于债券，利率债配置价值凸显	28
1. 2021 年资产配置的三大线索：政策面+基本面+流动性	28
2. 大类资产：股票和商品会好于债券，利率债配置价值凸显，人民币、欧元等非美元强于美元	28
风险提示	30

图表目录

图表 1：美欧日央行资产负债表规模变化（单位：十亿本币）	8
图表 2：10Y 美债收益率自 8 月以来持续反弹	8
图表 3：美债收益率曲线已逐渐陡峭化	8
图表 4：美国金融市场流动性已回归充裕水平	8
图表 5：二次封锁导致欧洲经济活动再度大幅下滑	8
图表 6：美欧日制造业 PMI 走势	8
图表 7：总闸门表述和 M2、10Y 国债收益率的关系	9
图表 8：2020 年以来贷款利率已经大幅下降，但 Q3 边际走高	10
图表 9：2020 年 6 月以来市场利率持续攀升	10
图表 10：2021 年贷款、社融和 M2 预测表	11
图表 11：2020 年中国政府杠杆率快速上升	11
图表 12：BIS 口径美国政府杠杆率升至 100% 以上	11
图表 13：2021 年预算和实际赤字率预测	12
图表 14：疫情期间全球服务业萎缩幅度远大于制造业	13
图表 15：美国制造业就业恢复良好，服务业就业恢复较差	13
图表 16：主要机构对全球实际 GDP 增速的预测	13
图表 17：美国企业部门去杠杆有望在 2021Q1 完成	13

图表 18: 8 月以来美国规模以上企业破产数量连续 3 个月下滑.....	13
图表 19: 2019 年美国与欧元区实际 GDP 结构对比	14
图表 20: 全球经济复苏时期, 欧元区经济表现通常好于美国	14
图表 21: 2021 年经济增速大概率将为“倒勾型”.....	14
图表 22: 近年来的 GDP 环比增速	15
图表 23: 比率类经济指标	15
图表 24: 顺周期的消费、制造业投资持续回升	15
图表 25: 社融对经济的领先性.....	15
图表 26: 制造业投资滞后于整体经济 1 年左右	16
图表 27: 疫情发生后我国 FDI 和出口迅速反弹	16
图表 28: 利率仍处于近年来低位, 对房地产市场提供支撑.....	17
图表 29: 2020 年 7 月以来地产政策趋于收紧	17
图表 30: 经济核心驱动力之变	18
图表 31: 居民消费支出恢复慢于收入恢复	19
图表 32: 2008 年金融危机后美国居民减少借贷, 增加储蓄	19
图表 33: 电影等线下、服务消费的修复仍有较大空间	19
图表 34: 房租与房价走势分化.....	19
图表 35: 6 月以来医疗物资出口增速持续回落	20
图表 36: 6 月以来传统商品出口增速持续回升	20
图表 37: 中韩出口同步修复显示外需回暖	20
图表 38: 外需仍有较大提升空间	20
图表 39: M1 领先库存 1 年左右, 制造业周期项与库存基本同步	21
图表 40: PMI 原材料库存领先 PMI 产成品库存 6 个月左右	21
图表 41: 预计生猪价格将继续下行	22
图表 42: 随着供需结构改善, 预计油价将继续上行	22
图表 43: 大豆价格可能继续上涨	22
图表 44: 玉米价格可能继续上涨	22
图表 45: 预计 2021 年 CPI 当月同比呈“N”型波动上升	22
图表 46: 产出缺口的缩窄甚至回正, 将带动核心 CPI 上行	23
图表 47: 服务业好转将带动服务 CPI 改善	23
图表 48: M1-M2 越高, 货币活性越高	23
图表 49: 贫富差距扩大可能对通胀形成抑制	23
图表 50: 预计 2021 年 PPI 当月同比呈“M”型, 高点在二季度	24
图表 51: 预计 2021 年广义通胀和 GDP 平减指数将较今年上行	24
图表 52: 居民各类资产占比情况	25
图表 53: 加权大类资产通胀率滞后货币超发约半年	26
图表 54: DR007 和 R007 将围绕政策利率波动	26
图表 55: 2021 年 10Y 国债收益率中枢预计下行	26
图表 56: 全球经济复苏时, 美元指数通常下跌	27
图表 57: 中美利差处在历史高位, 支撑人民币升值	27
图表 58: 中美关系缓和将有利于人民币升值	27
图表 59: 美元指数与美国实际利率背离时黄金价格表现 (1980-1990)	29
图表 60: 美元指数与美国实际利率背离时黄金价格表现 (1994-2005)	29

引言与总述：重塑与重估——2021 年宏观环境的关键词

回看 2020 年，疫情和美国大选是全球宏观两大主线：疫情对应的是经济大幅退、政策大幅进，以及各国防控疫情效果有好有坏、各国经济修复进度有快有慢；美国大选对应的是冲突与不确定性，背后体现了美国乃至全球对特朗普四年执政之路（保护主义、民粹主义、单边主义、美国优先战略，以及“不按套路出牌”）的再思考和再选择。

展望 2021 年，“后疫情”和拜登新政将接棒成为主线：“后疫情”对应的是低基数下经济大幅反弹、非常规政策的适时退出，疫情演化和疫苗进展是关键；拜登新政对应的是美国疫情防控、经济、外交等各类政策的“修正”与“回归”，但分裂的国会（民主党继续控制众议院但优势缩小，共和党有望继续控制参议院）将制约拜登的施政效果。

之于中国，2020 年疫情防控和经济增长均一枝独秀：截至 12 月 5 日，中国已有效控制、小部分地区有散发病例，但全球疫情仍加速恶化。今年前三个季度，中国 GDP 当季增速分别为-6.8%、3.2%、4.9%，我们预计四季度有望达到甚至超过 6%，全年可实现 2% 左右的正增长，对比之下，美国、欧元区、日本等全球主要经济体都将负增长。

基于后文详细分析，2021 年中国宏观环境将呈现 6 大变化：

变化 1：美国大选不确定性消除，中美为代表的大国博弈有望重塑，但中美冲突应难以实质性缓和；中美关系走向可紧盯人民币兑美元汇率，也需跟踪 RCEP、CPTPP、TPP 等区域贸易合作协议进展。倾向于认为，拜登当选后，中美双方的对话机制可能会更顺畅，国内外市场也普遍预期拜登可能会缓和中美之间的关税摩擦。不过，压制中国已是美国各阶层共识，尤其是特朗普本次大选的高得票率也表明其四年来的行为已经“深入美国民众之心”，日前的五中全会和“十四五”规划建议稿也明确指出我国将面临逆全球化、单边主义、保护主义、霸权主义的威胁。因此，我们判断中美冲突短期也许会有所缓和，但中长期难以本质缓解，科技、贸易、金融、意识形态等领域仍会冲突不断；我们也继续提示，2018 年中美冲突以来，中美关系和人民币兑美元汇率高度相关：中美冲突加剧，人民币趋贬；中美冲突缓和，人民币趋升。此外，维持前期报告《如何理解“逆流而上”的 RCEP？》的观点，中美关系仍是全球贸易格局的主导变量，RCEP 的实质效果还是绕不开美国，拜登也很可能重启 TPP 或加入已有的 CPTPP，这将制约 RCEP 的效果。

变化 2：2021 年是“十四五”开局之年、建党一百周年和 2022 年二十大布局之年，制度红利和改革红利有望进一步释放，重点关注“双循环”、要素市场化改革、科技创新、国防军工、城市群等。维持前期判断，接下来三四个月各部委、各地方将继续就“十四五”规划建议稿细化部署，2021 年“两会”后将公布“十四五”规划全文，意味着 2021 年 3 月之前都是“十四五”时间，建议密切跟踪。我们也继续提示，可重点关注“双循环”（扩内需促消费）、要素市场化改革（土地/收入分配/资本市场）、国企改革、科技创新、国防军工、新基建、能源、数字经济、养老、城市群都市圈等领域的进展。

变化 3：政策节奏将是“疫情以来的松→现阶段的稳→2021 年的退”的局面，2021 年的政策主线可能是调结构、稳杠杆、防风险，表现为货币中性、信用收紧、财政赤字下降、杠杆率稳中有降，其中：2021 年 M2 增速可能降至 9% 以下。

1) 货币政策方面，疫情持续冲击下美欧等海外经济体无需担忧过快退出宽松；中国已回到正常状态，将继续强调稳健中性和精准滴灌，既结构性紧（防止资金空转和违规流入房地产）又结构性松（稳就业，支持制造业、中小微企业、绿色、科技、新经济等领域），而在“把好货币总闸门；货币供应与反映潜在产出的名义 GDP 相匹配；不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来”等要求下，预计 2021 年信贷、社融、M2 增速均将较 2020 年至少下滑 1-2 个百分点（后文有详细测算），预示 2021 年信用将明显收紧。

2) 财政政策方面, 2021 年我国将回归常态、更注重提质增效、赤字规模有所收缩。基于后文测算, 我们预计: 2021 年预算赤字率可能 3% 左右 (今年 3.6% 以上), 预算赤字 3.4 万亿 (今年 3.76 万亿), 新增专项债 3.1 万亿左右 (今年 3.75 万亿), 特别国债大概率不会再发。由此判断, 2021 年广义财政赤字 6.5 万亿左右 (今年 8.5 万亿), 广义财政赤字率可能回落至 5.8% 左右 (今年 8.3%)。其中, 2021 年新增专项债规模的不确定性较大。此外, 基于后文分析, 美国新一轮财政刺激的增量空间也将有限。

3) 监管政策方面, 稳杠杆、防风险有望成为关键词, 2021 年可能继 2018 年之后再度成为监管大年。其一, 10 月以来金融委、央行、银保监会、证监会等金融监管机构高层, 相继喊话稳杠杆和守住系统性风险底线。其二, 11.21 金融委会议把永煤集团债务违约事件定性为“周期性、体制性、行为性因素相互叠加的结果”, 其中: “行为性” 应可理解为是恶性转移资产和“逃废债”, 但“周期性、体制性” 更多的还是暴露了近年来地方债务压力大、部分地方国企经营亏损甚至“僵尸化” 等问题, 我们预计 2021 年不排除会继续“排雷”, 甚至一些近年来本就丧失融资功能的区域城投平台也可能会打破“刚兑”。其三, 鉴于针对网络借贷、垄断性互联网平台近期监管部门公布新规, 叠加央行对系统性重要银行的高度重视, 指向 2021 年金融监管思路可能会迎来较大调整。其四, 2021 年是资管新规到期的最后一年, 非标压缩、是否要继续延期等问题有待解决。

变化 4: 中国经济增长动能发生切换, 重点跟踪制造业投资、库存、消费、出口。2020 年中国经济快速修复, 主要支撑无疑是房地产、基建和出口, 基于后文分析, 2021 年经济增长结构将呈现以下特点: 1) 投资端, 地产降、基建稳、制造业起, 其中: 地产景气趋于回落、但销售和竣工仍将不弱; 基建逆周期托底的必要性下降; 作为顺周期、后周期的经济变量, 2021 年制造业投资有望接力基建地产, 可跟踪库存变化 (我们预计本轮补库可能较弱); 2) 消费端, 有望延续今年三季度以来的回升态势, 消费对 GDP 贡献率将较今年提升, 但综合消费能力、消费意愿和海外疫情等因素, 去除基数效应后 2021 年消费可能仍趋于疲软; 3) 出口端, 2021 年有望延续强韧性, 提示关注中美关税可能取消、人民币升值、海外生产恢复后替代效应弱化等因素的影响。

变化 5: 基本面看, 中国经济仍处于疫情后修复阶段, 但节奏上由 2020 年的类“对勾型”变为 2021 年的类“倒勾型”。基于后文测算, 我们预计: GDP 增速 2020 年为逐季回升 (“对勾型”), 2021 年将逐季回落 (“倒勾型”), 2021 全年 GDP 实际增速为 9.2%, 四个季度当季增速分别为 19%、8.4%、6.6%、5.5%; 此外, GDP 平减指数将从 2020 年的不到 1% 升至 2021 年的 2% 以上, 对应的 2021 年名义 GDP 增速有望高于 11%。

变化 6: 价格端看, 通胀: CPI 下、PPI 上、全年温和回升; 利率: 短期震荡寻顶, 拐点可能今年年底或明年一季度, 全年前高后低; 汇率: 美元总体仍处于下跌通道, 人民币仍有升值空间, 但速度趋缓, 人民币兑美元汇率有望回到 6.4 左右。其中, 基于后文测算, 我们预计: 中性条件下, 2021 年将温和通胀的环境, 难以显著通胀; 2021 年 CPI 当月同比呈 “N” 型波动上升, 全年累计同比 0.7% 左右; 2021 年 PPI 当月同比呈 “M” 型, 一季度末可能转正, 高点在二季度, 全年累计同比 1.8% 左右。

综上, 我们提示, 2021 年资产配置的几个线索:

1、政策面线索: “十四五” 规划的制度红利+中美博弈下的国产替代

一方面, 围绕 “十四五” 规划寻找制度红利, 关键看哪些改革和产业规划能更快落地, 我们继续重点提示关注: 以扩内需、促消费为抓手的 “双循环”, 尤其是 “十四五” 建议稿提出的新型消费、城乡消费、公共消费和汽车消费; 科技自强和产业链水平提升的相关机会, 尤其是 “十四五” 建议稿提出的 8 大前沿领域、9 大战略性新兴产业; 土地改革、国企改革、国防军工、数字经济、养老、新能源、城市轨道交通等其他领域。

特别地, 2018 年底以来我国资本市场已被提升至 “牵一发而动全身” 的国家战略高度,

中国的经济转型、科技自强、风险处置也需要健康发展、稳定发展的资本市场环境，预计“十四五”期间资本市场将进一步深化改革，这也是中国 A 股有望长期向好的大逻辑。

另一方面，基于中美关系短期有可能缓和、中长期仍冲突不断的大背景，以自主可控、科技创新、国家安全为特征的国产替代产业仍是政策发力的大方向。

2、基本面线索：短期内顺周期+消费和制造业背后的修复性机会。

一方面，今年四季度 GDP 增速有可能超预期至 6% 以上，2021 年一季度前后中国经济仍处于内生动能修复的趋势之中，因此短期内可继续关注顺周期板块。

另一方面，2021 年消费结构性回升和制造业投资走高的确定性较大，我们提示关注：线下消费和服务消费继续复苏，如餐饮、旅游、休闲娱乐、航空等行业；受益于经济复苏、政策支持、疫情提升消费意愿的汽车消费；受益于竣工可能回升的地产链条；疫情以来已加速修复的高端制造业、先进制造业、专用设备等等。

3、流动性线索：高估值板块可能受压制+“西水东流”和资本扩容的核心资产

2021 年宏观流动性较 2020 年收缩应是大概率事件，对应的是今年 7 月以来科技、医药等相对高估值的板块持续承压；与此同时，鉴于疫情以来中国经济明显好于欧美国家，再叠加人民币处于升值通道，预计“西水东流”仍是大趋势，而随着我国资本市场改革持续推进，近年来居民财富、保险资金、社保资金、企业年金等流入股票市场的增量资金不断增加，我们预计外资和长期资金所青睐的中国核心资产（行业龙头）仍是首选。

4、大类资产：股票和商品会好于债券，利率债配置价值凸显，人民币、欧元等非美元强于美元

2021 年全球经济修复均处于疫后的修复阶段，全球流动性也难以延续 2020 年的大幅宽松，再叠加通胀趋于回升，因此倾向于认为，总体上股票和商品应会好于债券。而考虑到当前 10 年期国债收益率处于 3.3% 左右的相对高位、并很可能继续向上寻顶，中国利率债已然具备较好的配置价值，操作策略上“大跌大买、小跌小买”可能更加适合，具体趋势性机会上，第一次可能是在年底或 2021 年一季度，第二次则可能是在明年年中（也就是经济重新回落到疫情前甚至更低的水平）。

最后，应该说，上述分析与市场预期总体一致、并无本质分歧，我们提示几个可能的扰动因素：

1、应客观看待基数效应。疫情冲击下 2020 年不少经济数据都基数很低，比如经济增长方面，明年上半年各国经济都有望大幅高增，然而疫情之前各国经济动能本来就是趋于走弱，因此，中性假设下全球经济在 2021 年下半年之后仍会逐步回到弱增长、低增长，中国 GDP 的增长中枢同样很大可能会低于疫情前。

2、几个可能打破当前市场一致预期的事件：1) 疫情演化和疫苗进展，如果更顺利，会催化经济更强，反之更弱；2) 考虑到疫后海外经济的修复力度和 OPEC 可能的限产协议，油价超预期大涨的可能性其实不低，进而带动 PPI 上行超预期；3) 国内政策收缩力度超预期的紧，尤其是货币政策和监管政策，关键变量是就业、房价、可能的资产泡沫；4) 拜登新政的扰动，一方面中美冲突可能不会有预期的缓和，另一方面拜登可能打压美国科技巨头，进而导致美国股市承压、风险外溢。

3、提示短期几个时间节点：1) 2020 年 12 月中旬，政治局会议和中央经济工作会议；2) 2021 年 1 月中旬，2020 年 GDP 数据；3) 2021 年 1 月 5 日，佐治亚州就参议院席位第二轮选举，若民主党胜出将极大利好拜登；4) 2021 年 1 月 20 日，美国总统就职。

PS：文末附表 1：2021 年重要事件时间表；附表 2：2021 年主要经济数据预测一览。

一、2021 年政策面：稳中渐退，调结构、稳杠杆，制度红利可期，中美博弈仍是大看点

如引言中所概述，2021 年中国政策面很可能呈现出三大特征：

- 美国大选不确定性消除，中美为代表的大国博弈有望重塑，中美冲突短期有可能缓和，但中长期难以实质性缓和。中美关系走向可紧盯人民币兑美元汇率，也需跟踪 RCEP、CPTPP、TPP 等区域贸易合作协议进展。
- 2021 年是“十四五”开局之年、建党一百周年和 2022 年二十大布局之年，制度红利和改革红利有望进一步释放；
- 2021 年政策节奏将是“疫情以来的松→现阶段的稳→2021 年的退”的局面，政策主线可能是调结构、稳杠杆、防风险，表现为货币中性、信用收紧、财政赤字下降、杠杆率稳中有降、宏观流动性收缩。

接下来，本小部分就 2021 年货币政策和财政政策予以具体分析。

1. 货币政策：美欧不会过快退出宽松，中国回归中性、信用收紧

（1）海外货币政策：无需担忧过快退出宽松

2020 年 3 月初以来，美、欧、日央行分别扩表 3.1 万亿美元、2.2 万亿欧元、114 万亿日元，占各自 2019 年名义 GDP 的比重分别为 14.3%、18.2%、20.6%。从资产负债表规模走势来看，目前欧、日央行仍维持较快的扩表速度，而美联储扩表速度自 6 月以来已明显放缓，当前资产负债表规模为 7.2 万亿美元左右，与 6 月初相当。

美联储当前实施的是不限量的 QE 政策，即没有明确的购债规模和持续时间。6 月以来，随着美国经济触底反弹、金融市场流动性恢复正常，美联储购买国债和 MBS 的规模持续减少；同时由于前期进行的大规模正回购等政策工具到期，美联储资产负债表整体规模变化不大，这并非是主动退出宽松的信号。

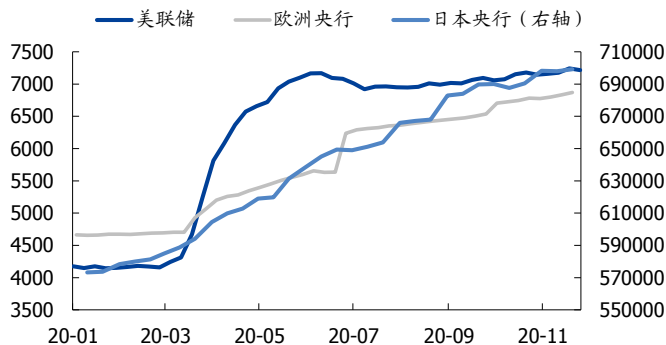
展望 2021 年，我们认为美联储大概率将维持与目前相当或略低的购债速度，同时可能实施增加久期的扭曲操作（OT，Operation Twist），理由主要有三点：

（1）流动性回归充裕状态，叠加疫苗取得进展，美联储已无大幅扩表的必要。一方面，金融体系流动性已恢复至疫情前的水平，信用利差也已大幅回落，美联储不需要进行大规模的资产购买；另一方面，多个新冠疫苗取得突破，有望在 2021 年 Q1 投入使用，经济复苏的道路将更加坚实。

（2）美债收益率上行及收益率曲线陡峭化不利于经济复苏。自 8 月以来，伴随美联储缩减购债规模，叠加美国经济反弹、通胀预期回升，10Y 美债收益率已由 0.55% 反弹至接近 1%。与此同时，美债收益率曲线相较于 QE 实施之初已明显陡峭化。美债收益率的持续回升以及收益率曲线陡峭化均不利于经济复苏，美联储有必要维持适当的购债规模来压低利率，同时为了不增加购债规模，可通过“卖短买长”的 OT 操作来防止收益率曲线变得过于陡峭。

（3）新一轮财政刺激的增量空间有限。11 月 19 日，美国财长姆努钦致信美联储主席鲍威尔，要求停止 PMCCF、SMCCF、MLF、TALF、主街贷款 5 项工具继续投放，并退还未使用的 4550 亿美元资金，鲍威尔已回函应允。同时，目前美联储的财政部一般账户余额高达 1.5 万亿美元，这意味着有近 2 万亿美元的财政扩张空间尚未被利用。因此即便拜登上台后可以达成新一轮财政刺激计划，美国国债发行规模也不会大幅增加，美联储无需大幅增加购债规模来配合财政扩张。

图表1: 美欧日央行资产负债表规模变化 (单位: 十亿本币)



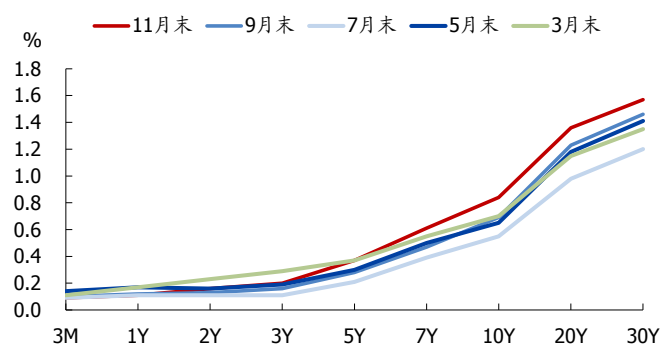
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 10Y美债收益率自8月以来持续反弹



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 美债收益率曲线已逐渐陡峭化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 美国金融市场流动性已回归充裕水平

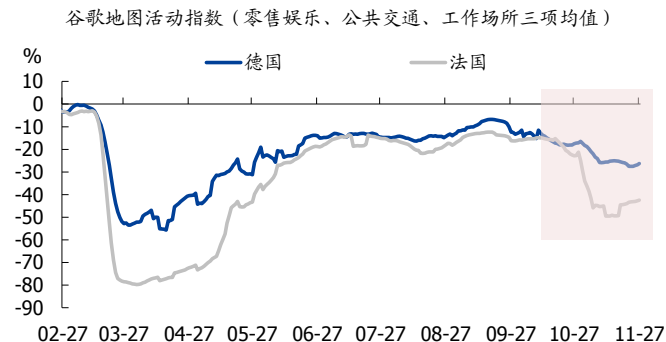


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

欧央行和日本央行: 由于近期疫情大幅反弹并创下历史新高, 欧洲多国在 10 月底陆续出台二次封锁措施, 持续时间至少一个月, 虽然封锁力度不及第一轮, 但依然导致欧洲经济活动大幅下滑。截至 11 月末, 德国与法国的谷歌地图经济活动指数分别较疫情前下滑 26.2%、42.5%, 欧元区制造业 PMI 也在 11 月明显回落。欧央行公布的 10 月会议纪要显示, 12 月 10 日的议息会议上大概率会宣布扩大购债规模并延长购债时间。日本虽未采取新的封锁措施, 但经济表现始终较差, 制造业 PMI 已连续 18 个月低于荣枯线, 日本央行行长黑田东彦表示, 若有需要将毫不犹豫地加大宽松政策的力度。

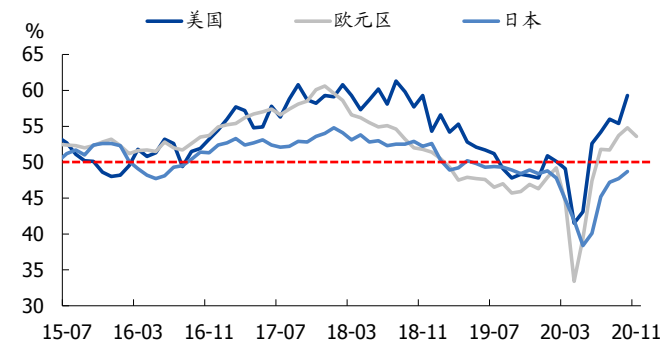
整体来看, 由于新冠疫情尚未完全消退, 目前全球经济复苏形势依然脆弱, 主要央行仍将维持温和宽松的政策以支撑经济复苏, 因而无需担心海外流动性过快收紧。

图表5: 二次封锁导致欧洲经济活动再度大幅下滑



资料来源: Google, 国盛证券研究所

图表6: 美欧日制造业 PMI 走势



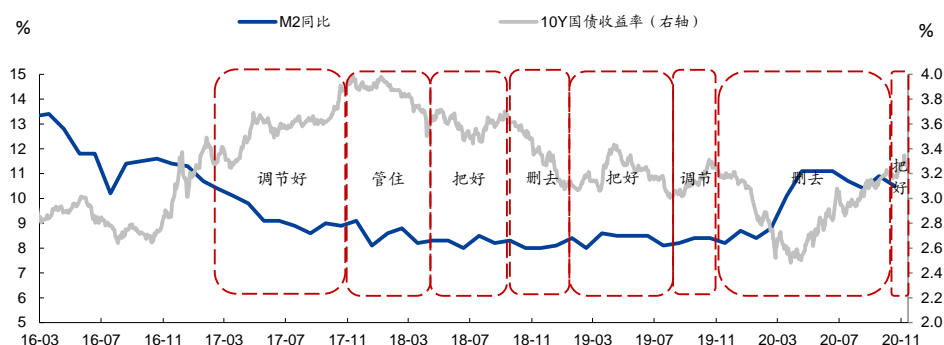
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

（2）国内货币政策：维持稳健中性，既结构性紧又结构性松，信用趋于收紧

我们预计，年底中央经济工作会议中，货币政策将继续强调稳健中性、精准滴灌，也会加上“把好货币总闸门；搞好跨周期政策设计；货币供应与反映潜在产出的名义 GDP 相匹配”等央行最近的表述。维持我们此前观点，我国货币政策已正式转为稳健中性，当前继续宽松和过快收紧的基础都不具备，短期内将既结构性紧又结构性松，可关注均衡利率、贷款利率、DR007 等市场利率暗示的货币政策调整空间。

1) 重提“把好货币供给总闸门”，并非意味着货币政策快速全面收紧。易纲行长在 2020 金融街论坛上的讲话和 2020Q3 央行货币政策执行报告均重提“货币供给总闸门”。我们在报告《如何理解央行重提“货币供应总闸门”？》中曾指出，以央行货币政策执行报告为主要参照，可以发现 2016 年以来，当央行删去“总闸门”的时候，货币政策更为宽松，例如 2019 年 1 月实行了全面降准；2019 年 11 月以来三次 MLF 降息 35BP，2020 年 1-9 月三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元。央行提起“总闸门”时也进行过定向降准（2018 年 1 月、4 月、7 月、10 月）。此外，“调节好总闸门”时 10Y 国债收益率一般上行、M2 下行，“管住、把好、删去总闸门”时利率和 M2 均为震荡。因此，“总闸门”提法的变化可能只预示货币政策基调的边际变化，而无法准确判断货币政策是否真正全面收紧，尤其是无法得出会转向为加息加准的结论。

图表 7：总闸门表述和 M2、10Y 国债收益率的关系



资料来源：Wind，国盛证券研究所

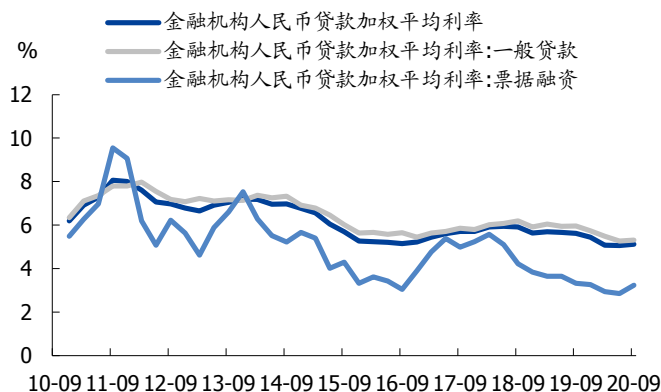
2) “尽可能长时间实施正常货币政策”，我们理解为疫情期间超常规货币工具的退出，而不是转向为全面收紧甚至加准加息。一方面，鉴于 2021 年中性情况下通胀压力并不算太高，疫情和全球经济仍存不确定性，债务违约风险和不良贷款压力提升，货币政策快速收紧必要性不大。需关注疫苗落地对经济和通胀的实质影响，以及 2021Q1 末小微延期贷款到期对货币政策可能的扰动。另一方面，在失业率下降、经济回升情况下，货币政策再宽松必要性也不大。因此，我们认为货币政策有望较长时间保持稳健中性的总基调，即：不会进一步宽松但也不会快速的实质性收紧，“保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞‘大水漫灌’，不让市场的钱溢出来”。在操作层面，更加注重精准滴灌，既要防止资金流入房地产和空转，稳定宏观杠杆率，避免货币超发叠加直达实体程度更强引发的通胀；又要加大对制造业、中小微企业、绿色、科技、新经济等领域的支持。

3) 关注均衡利率和贷款利率、市场利率暗示的货币政策调整空间。2020Q3 央行货币政策执行报告指出“引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行”。对于利率水平，10 月 14 日央行货政司司长孙国峰曾指出“利率水平与当前的经济基本

面总体是匹配的”；而10月18日央行金融研究所所长周诚君则表示“市场利率水平低于均衡自然利率水平，没有多少空间去降低利率”；中债研发中心¹认为，在GDP增速3%-5%情况下，我国均衡利率水平（10Y国债收益率）为1.85%-2.6%。因此，由于测算均衡利率的方法不同，结果存在差异，难以仅根据均衡利率判断降息空间。

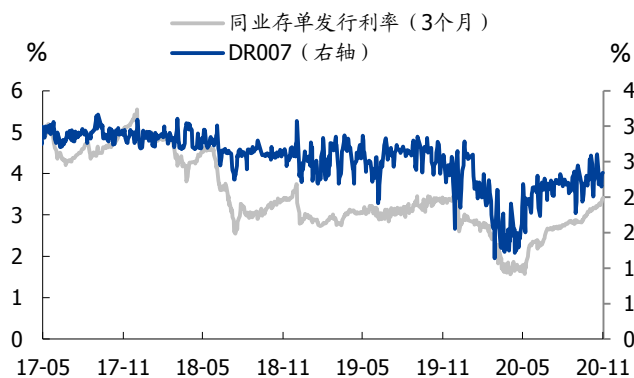
我们持续提示，观察央行政策是否真正转向，可以盯住两大利率：一是贷款加权平均利率。根据我们测算，金融机构让利1.5万亿的任务需贷款加权平均利率降低50BP左右。截至2020年9月末，金融机构贷款加权平均利率为5.12%，较2019年底下降32BP；其中，一般贷款加权平均利率为5.31%较2019年底下行43BP；企业贷款加权平均利率为4.63%，较2019年底下降49BP。由此来看，贷款利率下行幅度较大，反映了近期再降息必要性不大。二是DR007等市场利率。受货币边际收紧、打击资金空转、信用风险冲击等影响，6月以来DR007和同业存单利率趋势上行。11月DR007均值已经超过政策利率（2.2%）。利率回升表明货币政策已回归中性，央行流动性投放也较为克制。但鉴于Q3贷款利率和短端市场利率已经较Q2上行，在降低社会融资成本的诉求下，货币政策也不宜过快收紧。

图表8：2020年以来贷款利率已经大幅下降，但Q3边际走高



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表9：2020年6月以来市场利率持续攀升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

我们预计，2021年信贷、社融、M2增速将较2020年回落至少1-2个百分点，趋势前高后低，信用环境将收紧。10月21日易纲行长在2020金融街论坛上的讲话和央行2020Q3货币政策执行报告均强调“保持广义货币供应量和社融规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配，支持经济向潜在产出回归，保持宏观杠杆率基本稳定”。维持前期报告《史上最晚的央行三季度货币政策报告，有8大信号》、《如何理解央行重提“货币供应总闸门”？》、《信用已宽数月，有何特点？明年呢？》中的判断：

- 1) 基于复合增速法和匀速增长法，中性条件下2021年我国信贷增速为11.6%-13%，社融增速为10.7%-11.6%，M2同比为8.1%-9.2%，均较今年明显回落。
- 2) 从“保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”的角度考虑，预计2021年潜在经济增速为5.75%，GDP平减指数2%，反映潜在增速的名义GDP同比7.8%，则2021年社融和M2同比可能分别为10.7%和8.7%（详细测算过程见《信用已宽数月，有何特点？明年呢？——兼评10月金融数据》）。
- 3) 最后，若自下而上预测社融，则2021年政府债券就可能拖累社融2万亿左右，即2020年广义赤字（赤字+专项债+特别国债）8.51万亿，2021年可能回落至6.5万亿（3%赤字率+3.1万亿地方专项债）。

¹ 李威（中债研发中心）《我国均衡利率估算和国债收益率曲线研究课题系列研究——调整GDP增长率目标值》。

图表 10: 2021 年贷款、社融和 M2 预测表

年份	新增贷款 (万亿)	贷款余额 (万亿)	贷款余额 同比 (%)	新增社融 (万亿)	社融存量 (万亿)	社融存量 同比 (%)	新增 M2 (万亿)	M2 余额 (万亿)	M2 同比 (%)	备注
2017	13.53	120.13	12.70		205.91		14.02	169.02	8.10	2017 年开始稳杠杆，央行关注“08-16 年”与“17 年至今”的比较，所以取 2017 年之后的值测算。由于口径原因，忽略 2017 年新增融资
2018	16.16	136.30	13.50	21.13	227.04	10.26	13.65	182.67	8.10	
2019	16.82	153.11	12.30	24.28	251.31	10.69	15.97	198.65	8.70	
2020E	20.00	173.11	13.06	34.93	286.24	13.60	21.65	220.30	10.90	社融存量增速误差调整
2017-2020 存量同比复合增速			12.95			11.61			9.23	
2017-2019 新增量平均变化幅度	1.64			3.15			0.98			
2021E (情形 1)	22.42	195.53	12.95	33.22	319.47	11.61	20.34	240.64	9.23	假设 2021 年存量增速约等于 17-20 年复合增速
2021E (情形 2)	20.10	193.22	11.61	30.58	316.82	10.68	17.93	238.23	8.14	假设 2020-2021 年新增量按疫情前规模匀速增加

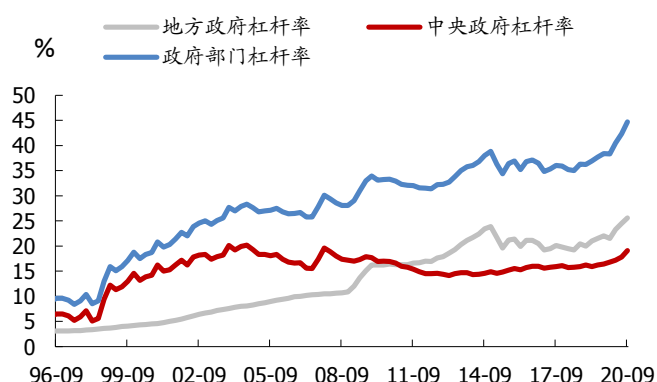
资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

2. 财政政策: 回归正常、更注重提质增效, 赤字率和专项债规模下降

疫情冲击下, 2020 年政府赤字率大幅走高。2020 年政府两会报告将预算赤字率调至 3.6% 以上, 而包含了 1 万亿“抗疫特别国债”和 3.75 万亿地方政府专项债券之后的广义财政赤字可能达 8.51 万亿, 对应广义财政赤字率可达 8.3%。

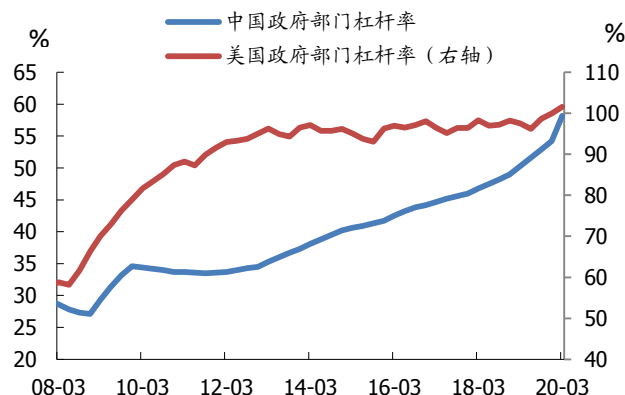
财政宽松的同时, 政府杠杆率有所提升。根据国家资产负债表研究中心测算数据, 截至 2020 年 9 月, 中国政府部门杠杆率为 44.7%, 较 2019 年底提高 6.4 个百分点; 其中中央政府杠杆率为 19.1%, 较 2019 年底提升 2.3 个百分点; 地方政府杠杆率为 25.6%, 较 2019 年底提升 4.1 个百分点。考虑到四季度还新增政府债务限额约 1.89 万亿, 四季度政府杠杆率将继续上升。以上只是显性部分, 根据国家资产负债表研究中心张晓晶的测算², 截至 2020 年 4 月底窄口径和宽口径下地方政府隐性债务分别约占 GDP 的 20% 和 55%。如果加上同期的显性政府杠杆率 (截至 2020 年 3 月, 国家资产负债表口径政府杠杆率为 40.5%), 广义政府杠杆率则会达到 60% 或 95%。其中窄口径估算值与国际清算银行 (BIS) 估算的我国截至 2020 年 3 月政府杠杆率 58.2% 较为接近, 而宽口径估算值则接近同期美国政府杠杆率 101.6%。

图表 11: 2020 年中国政府杠杆率快速上升



资料来源: Wind, 国家资产负债表研究中心, 国盛证券研究所

图表 12: BIS 口径美国政府杠杆率升至 100% 以上



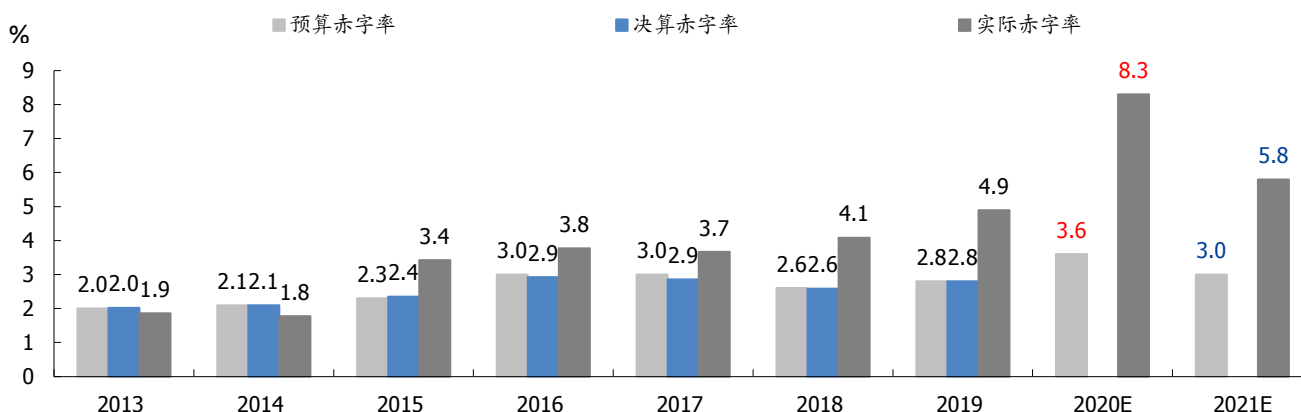
资料来源: Wind, BIS, 国盛证券研究所

² 国家资产负债表研究中心张晓晶、刘磊,《宏观杠杆率攀升总债务扩大但未失控——2020 年 1 季度中国杠杆率报告》。

展望 2021 年，在经济稳步复苏、稳定宏观杠杆率要求下，预计财政政策将回归常态，定调可能由当前的“财政政策要更加积极有为、注重实效”重新回到转为疫情前的“积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整”。

2021 年赤字率和专项债规模大概率下调，特别国债大概率不会再发。我们初步预计，2021 年预算赤字率可能回到 3% 左右（2020 年 3.6% 以上），对应政府预算赤字可能为 3.4 万亿元，较今年下降 3600 亿元；基于疫情前专项债的发行规律以及 2020 年实际发行规模，我们预计 2021 年新增专项债可能从今年的 3.75 万亿降至 3.13 万亿。由此判断，广义财政赤字为 6.5 万亿（3.4+3.1），在 11% 以上的名义 GDP 增速下，广义财政赤字率可能回落至 5.8%。结合“十四五”规划的产业方向，预计财政支出可能偏向国防、科学技术、节能环保、农林水事务、养老等方向。

图表 13: 2021 年预算和实际赤字率预测



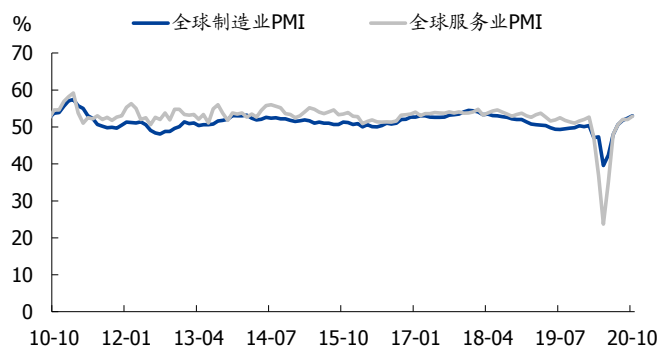
资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

二、2021 年基本面：全球共振复苏，中国 GDP 增速“倒勾型”，重点跟踪制造业投资、消费、出口、库存

1. 海外经济基本面：延续温和复苏，下半年好于上半年

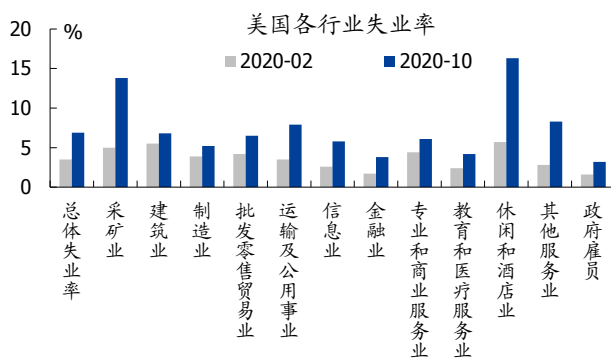
疫情后全球经济的特征是，制造业修复良好，服务业仍大幅萎缩。疫情爆发之后，全球服务业 PMI 在 4 月跌至 23.7%，为有记录以来的最低水平，且远低于制造业 PMI 的 39.6%，表明服务业萎缩程度远大于制造业。5 月以来，全球制造业和服务业 PMI 均连续大幅反弹，当前制造业 PMI 已明显高于年初的水平，服务业 PMI 仅与年初水平接近，考虑到基数差异，全球制造业复苏的程度明显好于服务业。服务业的大幅萎缩，导致就业市场无法显著改善，是当前全球经济复苏的主要拖累项。以美国为例，当前制造业失业率已降至略高于疫情前的水平，但服务业失业率仍大幅高于疫情之前。考虑到疫苗的大规模量产和应用需要时间，且疫情对经济的冲击无法完全消退，全球经济在 2021 年大概率是温和复苏的表现，全球 GDP 总量预计仅能恢复至 2019 年的水平。

图表 14: 疫情期间全球服务业萎缩幅度远大于制造业



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 美国制造业就业恢复良好, 服务业就业恢复较差



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

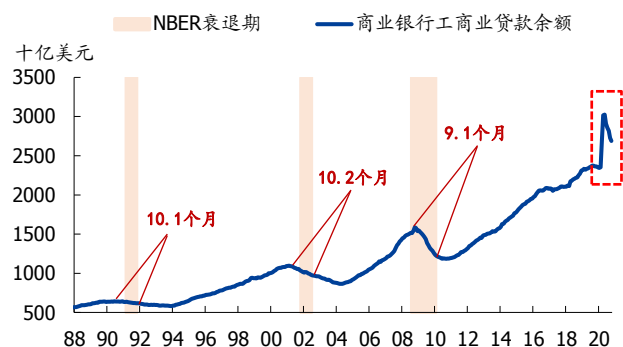
图表 16: 主要机构对全球实际 GDP 增速的预测

单位: %	2019	2020	2021	2022
IMF	2.8	-4.4	5.2	4.2
世界银行	2.8	-5.2	4.2	2.7
OECD	2.8	-4.5	5.0	-
市场一致预期	2.8	-3.9	5.2	3.7

资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

美国企业部门有望在 2021Q1 完成去杠杆, 经济动能将恢复正常。在前期报告《后疫情时代, 怎么看美国经济和美股?》中, 我们梳理了历史上从美国企业部门开始去杠杆到经济衰退结束所需的时间, 平均来看为 10 个月左右。本轮周期中, 美国企业部门债务的峰值出现在 5 月, 根据历史经验推断, 美国企业部门有望在 2021 年一季度末完成去杠杆, 届时经济动能将恢复正常。此外, 得益于巨额的财政和货币宽松, 8 月以来美国规模以上企业破产数量连续 3 个月下降, 显示出债务危机已有所缓解。

图表 17: 美国企业部门去杠杆有望在 2021Q1 完成



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

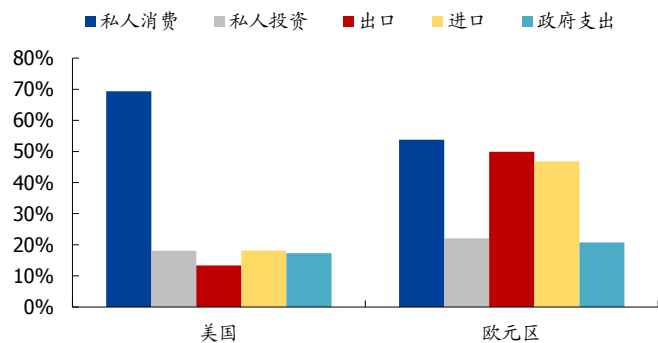
图表 18: 8 月以来美国规模以上企业破产数量连续 3 个月下滑



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

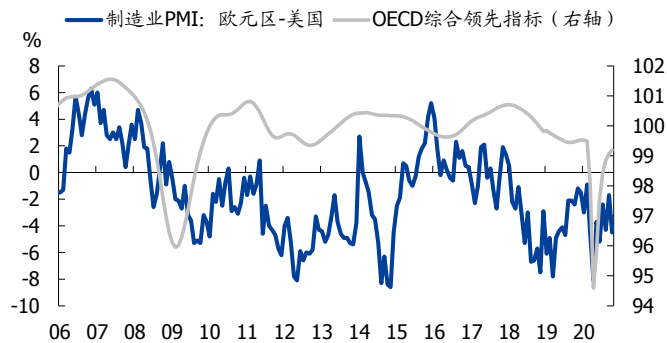
受益于全球经济回暖, 2021 年欧洲经济表现有望好于美国。由于美国经济更多依赖内需、欧洲经济更多依赖外需, 在全球经济复苏时期, 欧元区经济表现通常好于美国, 表现为欧美 PMI 之差与 OECD 综合领先指标走势基本一致。2021 年全球经济有望延续复苏, 外需进一步回暖, 因此欧元区经济复苏斜率有望比美国更加陡峭。

图表 19: 2019 年美国与欧元区实际 GDP 结构对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 全球经济复苏时期, 欧元区经济表现通常好于美国



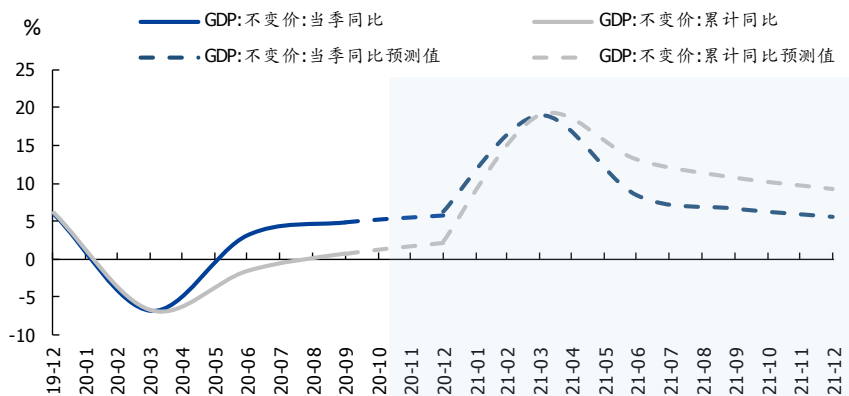
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2. 国内经济基本面: 内生动力增强, GDP 增速呈现“倒勾型”

(1) GDP: 基数扰动下将呈现“倒勾型”

疫情冲击下, 2020 年我国经济增长呈现“对勾型”走势, 而基数影响下, 2021 年经济增长大概率将呈现“倒勾型”。我们预计: 2020 年四季度有望达到甚至超过 6%, 全年可实现 2% 左右的正增长 GDP 增速; 2021 全年 GDP 实际增速为 9.2%, 四个季度当季增速分别为 19%、8.4%、6.6%、5.5%; 此外, GDP 平减指数将从 2020 年的不到 1% 升至 2021 年的 2% 以上, 对应的 2021 年名义 GDP 增速有望高于 11%。

图表 21: 2021 年经济增长大概率将为“倒勾型”



资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

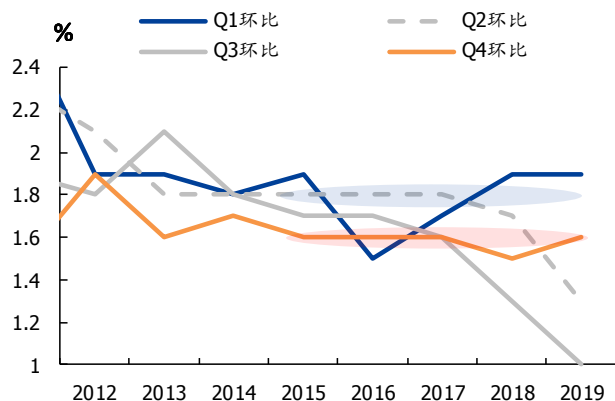
具体而言, 我们认为 2021 年经济走势可区分为基数效应和基本面两部分:

一方面, 基数效应扰动较大。低基数扰动下, 2021 年 GDP 同比增速预计将大幅跳升。

如何去除基数效应的影响来判断经济好坏? 在此我们提供三种思路:

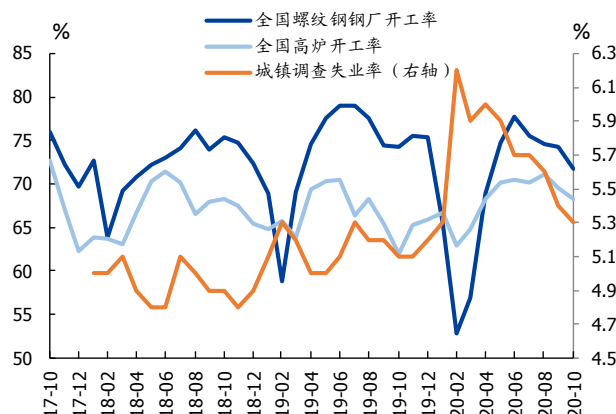
- **同比增速:** 以一季度为例, 2020 年 Q1 实际 GDP 同比-6.8%, 假设近年来中国经济潜在实际增速为 5.8% 左右, 简单来看, 相应基数效应就有近 13 个百分点, 则 2021 年 Q1 实际 GDP 同比若为 19% 左右, 即可认为是在潜在增速附近。
- **环比指标:** 如 PMI、GDP 环比增速等比较的是本期较上期的变动, 不受去年同期基数的影响。我们注意到, 近年来 Q1 和 Q4 的 GDP 环比增速相对较稳定, 分别为 1.8%、1.6% 左右, 可作为未来半年经济复苏态势的参考。
- **比率指标:** 如开工率、失业率等指标可直接和往年对比, 也不受基数效应影响。

图表 22: 近年来的 GDP 环比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

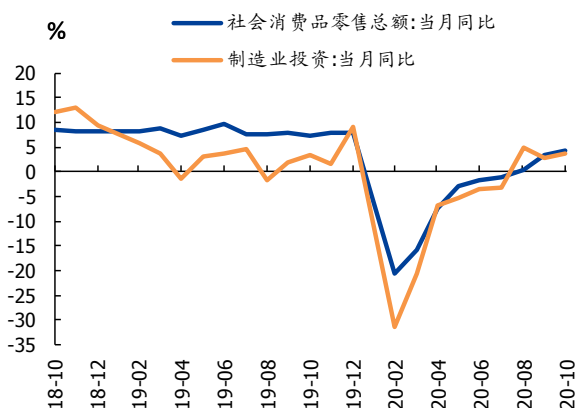
图表 23: 比率类经济指标



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

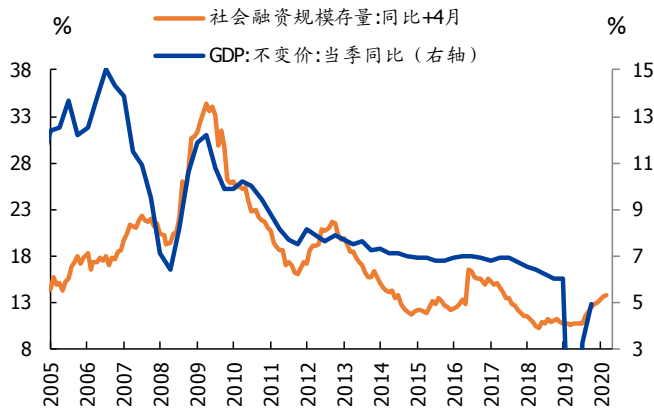
另一方面, 基本面好转是大趋势。1) 内生增长恢复。随着疫苗逐步落地, 疫情约束减弱, 2021 年全球经济复苏是大趋势, 顺周期的消费、制造业投资将继续回升, 接替地产和基建投资; 同时预计我国出口将维持维持韧性, 净出口仍将构成重要支撑。2) 政策尚难全面收紧。一方面, 从社融对经济的领先性来看, 目前社融增速持续走高, 将对 2021 年上半年的经济提供支持。另一方面, 疫情影响完全消退前, 预计政策趋于中性, 难以实质性收紧。

图表 24: 顺周期的消费、制造业投资持续回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 25: 社融对经济的领先性



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

此外, 也应注意几个不确定因素的影响:

- **疫情影响减退, 但可能仍将延续一段时期。**近期我国和欧美多支疫苗取得积极进展, 大范围接种指日可待, 但考虑到疫苗产能、接种能力和意愿等限制因素, 全球实现大范围免疫仍需时日。在此环境下, 我国海外疫情输入的压力虽趋于减轻, 但仍将持续存在, 各类防疫措施仍难以全面解除, 从而仍将对经济活动产生一定拖累。
- **净出口拉动的幅度和可持续性仍待观察。**2020 年持续超预期的出口是经济强劲复苏的重要因素, Q2、Q3 净出口对 GDP 的拉动分别达 0.5、0.6 个百分点, Q4 在低基数(2019 年 Q1-Q4 货物和服务净出口对 GDP 当季同比的拉动分别为 1.2、0.9、0.9、-0.1)的影响下拉动幅度可能超预期。2021 年随着海外供给的恢复、国内进口的扩张等, 净出口的支撑存在一定的不确定性。
- **货币环境、金融监管趋于收紧的影响。**2021 年虽然疫情约束仍存, 但在全球经济共振复苏的影响下, 经济存在一定的短期过热的可能, 趋于中性的货币政策、金融监管可能随之收紧, 一些固有风险(如房地产、城投债等)有局部爆发的可能。

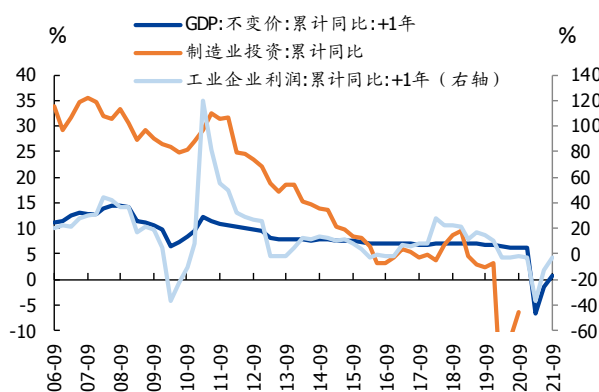
(2) 投资：制造业起、地产降、基建稳，制造业接力基建地产

✓ 制造业投资

制造业投资作为顺周期、后周期的经济变量，2020 年二季度以来随经济复苏而稳步修复，反映了经济内生动力的不断恢复。展望 2021 年以及未来一段时期，我国制造业可能迎来一段较好的发展时期：

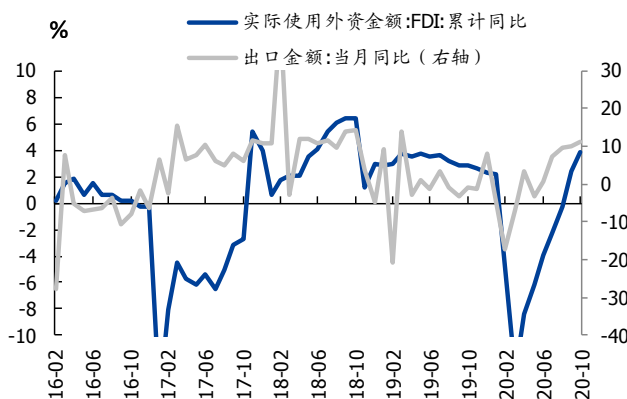
- **基本面好转：**制造业投资落后多数经济指标 1 年左右。我国经济复苏态势良好，企业盈利当月增速已经超过去年水平。2021 年在全球经济大概率继续共振复苏的背景下，盈利有望保持回升态势，提振制造业投资意愿和能力。
- **政策端加码：**首先，与“十三五”相比，“十四五”在制造业方面不仅继续强调质量（发展先进制造业），也要求保证数量（保持制造业比重稳定）；其次，我国努力构建双循环发展新格局，实施扩大内需战略，有助于支持和引导制造业高质量发展；最后，近年来国家多次强调金融支持实体经济，信贷资源可能将持续向制造业倾斜。
- **海外环境缓和：**1) 拜登当选后，美国对我国传统制造业的打压可能将有所减轻，可能取消部分关税。2) 产业链方面，本次疫情发生后，我国制造业竞争优势凸显，反映为 FDI 和出口迅速反弹，制造业产业转移的步伐已大幅放缓甚至逆转。
- **但也应注意一些潜在的风险：**疫情加剧了各国供应链在地化的倾向，随着疫后海外供给恢复正常，我国制造业面临的产业外流压力、国际竞争程度可能会有一定提升。

图表 26：制造业投资滞后于整体经济 1 年左右



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 27：疫情发生后我国 FDI 和出口迅速反弹

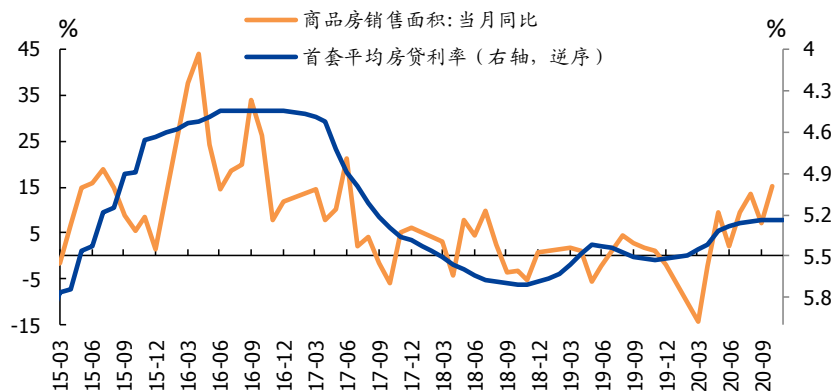


资料来源：Wind，国盛证券研究所

✓ 地产投资

2020 年地产投资和销售整体较为超预期。在 7 月政策收紧后仍然保持较高增速（当月同比高达 15% 左右），除了利率水平仍维持相对低位外，地方政府在财政压力下调控“明紧实松”、疫情提升居民购房意愿等因素可能也提供了支持。

图表 28: 利率仍处于近年来低位, 对房地产市场提供支撑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2021 年地产投资有望温和回落, 但幅度可能有限。2021 年, 预计货币政策难以大幅收紧、被疫情推迟的竣工逻辑有望兑现, 将对地产销售、投资构成支撑。地产可能面临的压力预计仍主要来自政策端, 包括 2020 年提出的“三条红线”、以及房地产税的可能进展等。整体看, 预计 2021 年地产景气度可能温和回落, 但回落幅度可能有限 (土地财政+因城施策), 房企也很有可能通过加速销售和竣工来实现资金周转。

图表 29: 2020 年 7 月以来地产政策趋于收紧

时间	会议/机构/文件	主要内容
2020/11/30	银保监会	房地产与金融业深度关联。目前, 我国房地产相关贷款占银行业贷款的 39%, 还有大量债券、股本、信托等资金进入房地产行业。可以说, 房地产是现阶段我国金融风险方面最大的“灰犀牛”。
2020/10/26-29	五中全会	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 租购并举、因城施策, 促进房地产市场平稳健康发展。
2020/8/26	住建部召开部分城市房地产工作会议	毫不动摇坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段, 保持调控政策连续性稳定性, 确保房地产市场平稳健康发展。 切实落实城市主体责任, 提高工作的主动性, 及时采取针对性措施, 确保实现稳地价、稳房价、稳预期目标。要高度重视当前房地产市场存在的突出问题, 始终绷紧房地产市场调控这根弦。要坚持问题导向, 精准施策, 从源头上解决问题。住房供需矛盾突出的城市要增加住宅及用地供应, 支持合理自住需求, 坚决遏制投机炒房。要整顿规范市场秩序, 做好舆论和预期引导。
2020/8/20	住建部、央行联合召开房地产企业座谈会	为进一步落实房地产长效机制, 实施好房地产金融审慎管理制度, 增强房地产企业融资的市场化、规则化和透明度, 央行和住建部形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则, 即传闻已久的“三道红线”。
2020/7/30	政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 促进房地产市场平稳健康发展。
2020/7/24	房地产工作座谈会	要牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段, 坚持稳地价、稳房价、稳预期, 因城施策、一城一策, 从各地实际出发, 采取差异化调控措施, 确保房地产市场平稳健康发展。要坚持问题导向, 高度重视当前房地产市场出现的新情况新问题, 时刻绷紧房地产调控这根弦, 坚定不移推进落实好长效机制。
2020/5/22	2020 政府工作报告	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 因城施策, 促进房地产市场平稳健康发展。
2020/4/17	政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 促进房地产市场平稳健康发展。
2019/12/12	2019 年中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 全面落实因城施策, 稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制, 促进房地产市场平稳健康发展。

资料来源: 中国政府网, 国盛证券研究所

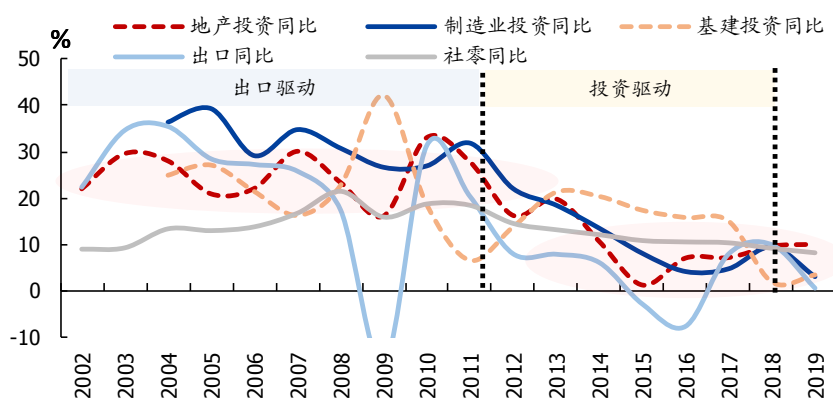
✓ 基建投资

近年来基建投资持续低于预期, 今年更是“大失所望”。2020 年基建投资增速大幅低于

预期，受到多方面因素影响：7、8 月南方洪水扰乱节奏，棚改债重发、专项债补充中小银行资本金的分流效应、地方政府财政紧张造成的积极性下降等。但从更长期更根本的角度来看，我们认为 2018 年以来基建投资增速持续低迷，其背后是债务压力与日俱增的压力下，我国经济发展模式正逐步从投资驱动转向消费驱动，基建投资仅作为托底，而非刺激经济的手段。

预计 2021 年基建投资将保持稳中略升。2021 年随着经济稳步回暖，基建投资发力的必要性进一步下降，但在中央重大项目上马、地方财政压力减轻等因素支持下也难以大幅下跌，预计将维持平稳、低速增长态势。倾向于认为，今年基建在疫情冲击下都没能大幅走高，后续高增估计会更难看到。

图表 30：经济核心驱动力之变



资料来源：Wind，国盛证券研究所

(3) 消费：去除基数效应后可能仍偏弱

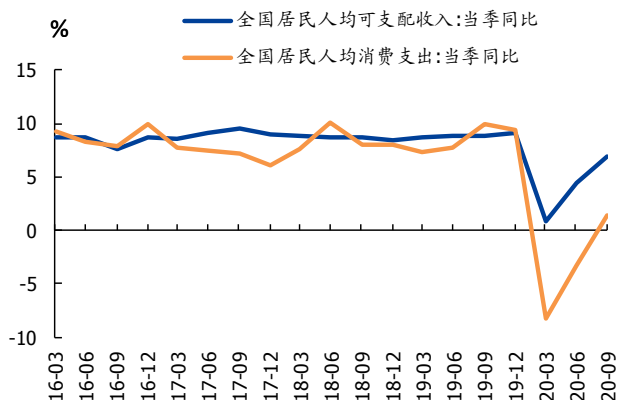
2020 年 Q2 以来，随着疫情约束逐步减轻，居民消费开始回升，10 月社零当月同比恢复至 4.3%，接近正常水平。

消费延续复苏，但可能仍将偏弱。2021 年随着疫苗落地，经济复苏、居民收入回升仍是大趋势，消费预计仍将保持回升态势，但恢复的幅度如何？我们在前期报告《恢复性 VS 报复性——全面解读 4 月经济》中曾经明确提出，受到以下三方面因素的影响，“报复性”消费难以实现：

- 居民消费能力：随着经济下行压力、就业压力加大而下降；
- 居民消费意愿：随着危机过后减少借贷，回补储蓄而下降；
- 疫情直接限制：疫情防控常态化对线下、服务消费恢复构成持续制约。

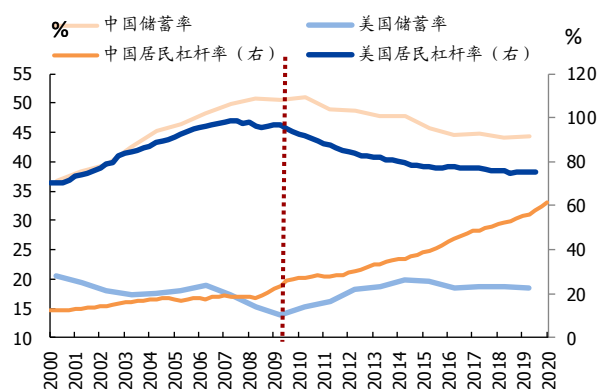
后续社零表现也持续验证了我们的判断。截止 2020 年 9 月，全国居民人均消费支出当季同比仅 1.4%，明显低于 8% 左右的正常水平，修复程度也明显弱于可支配收入。

图表 31: 居民消费支出恢复慢于收入恢复



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 32: 2008 年金融危机后美国居民减少借贷, 增加储蓄



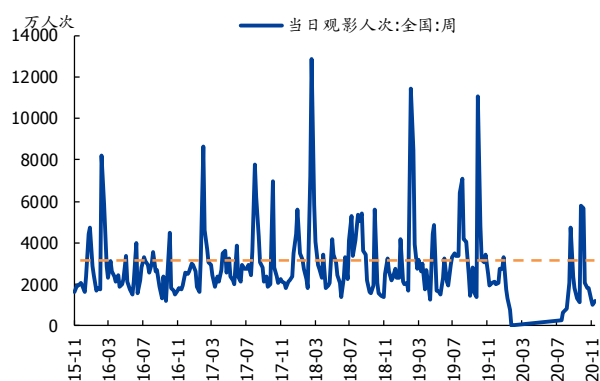
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2021 年消费能否恢复正常水平？我们看到上述三条限制因素中，居民消费能力有望随经济复苏而好转，但疫情残余影响导致的消费意愿下降和线下服务消费限制可能仍难以彻底消除。因此 2021 年消费复苏幅度的核心是：消费能力的回升（收入修复、部分海外消费回流、扩大内需政策支持等）能否超过消费意愿的下降（危机后降杠杆、增储蓄的倾向）和疫情的延续拖累（海外疫情输入压力持续存在）？这些正负面因素的综合影响仍需要持续观察，但当前我们倾向于认为，2021 年消费在去除基数效应后可能仍弱于正常水平。

从结构上看，2021 年消费领域可能有三条线索值得关注：

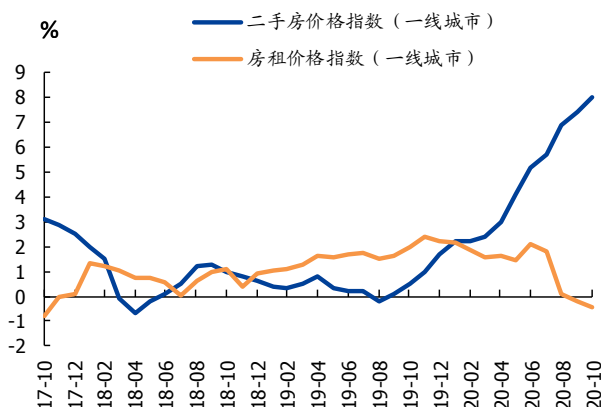
- 线下、服务消费继续复苏：如餐饮旅游、休闲娱乐等行业的继续修复仍有较大空间；
- 顺周期可选消费继续向好：如受益于经济复苏、政策支持、疫情提升消费意愿的汽车消费；受益于地产竣工可能回升的地产链消费可能继续向好；
- 消费两极化可能趋于收敛：疫情期间，有较多财产性收入的高收入群体受影响较小，而中低群体受冲击更大。这进一步拉大了贫富差距，加剧了消费结构的两极化，表现为一线城市房价和房租走势分化等现象。2021 年随着疫情影响减退、经济复苏，这种分化可能有所收敛。

图表 33: 电影等线下、服务消费的修复仍有较大空间



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 34: 房租与房价走势分化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

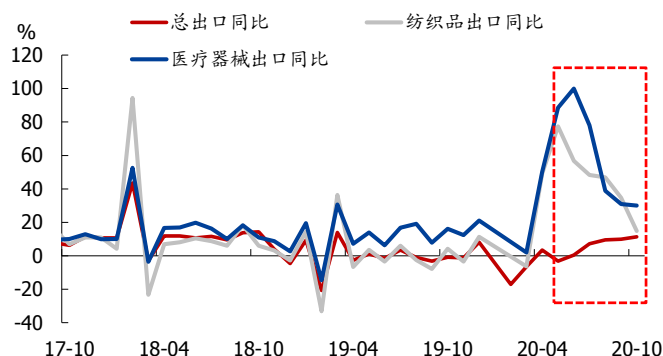
（4）出口：有望延续强势表现，关注中美关税可能取消的影响

在前期报告《海外第二波疫情来袭，对出口影响几何？》中我们曾指出，3-5 月出口增速大幅超预期的主要原因是医疗物资出口大幅增长。自 6 月以来，伴随海外疫情阶段性

回落以及复工推进，医疗物资出口增速持续放缓，但外需回暖带动传统商品出口增速持续回升，总出口增速因而继续走高。

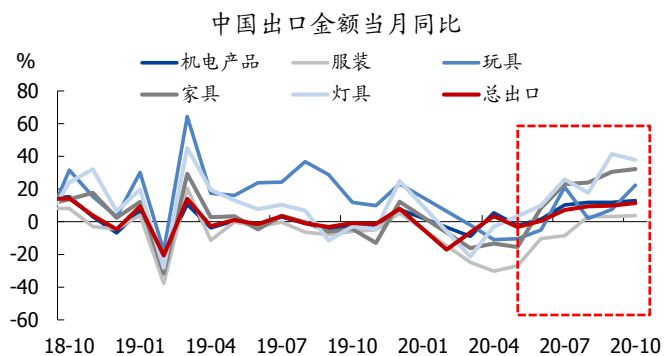
展望 2021 年，虽然疫苗投入使用可能使医疗物资出口进一步萎缩，但医疗物资出口在总出口的占比仅有不到 10%，外需回暖才是出口表现的核心影响因素。从历史上看，OECD 综合领先指标与我国出口同比增速走势高度一致，而 OECD 综合领先指标目前仍处在近年来的低位，表明外需仍有较大提升空间；同时考虑到 2020 年出口基数较低，2021 年全年出口增速有望进一步抬升至 10% 左右，节奏上应是前高后低。此外，需关注拜登上台后是否会取消对华关税，一旦取消将对出口增速形成更强大的支撑；同时，人民币升值也是出口的一大扰动。

图表 35: 6 月以来医疗物资出口增速持续回落



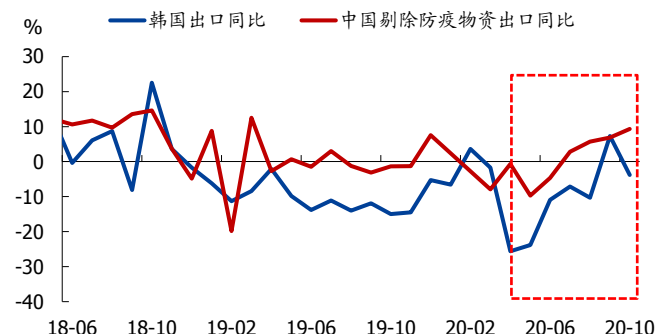
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 36: 6 月以来传统商品出口增速持续回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 37: 中韩出口同步修复显示外需回暖



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 38: 外需仍有较大提升空间



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

(5) 库存周期: 本轮补库可能较弱, 拐点应在年底年初

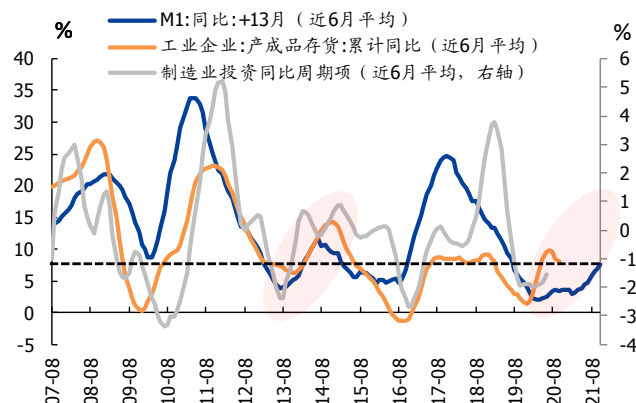
2020 年的库存波动较为复杂。Q1 在疫情冲击下大幅被动补库, 4-7 月随着经济复苏开始去库, 8-9 月又经历了小幅补库, 10 月库存重新去化。我们认为这种波动走势的核心原因是不够低的库存绝对水平和不够强的库存反弹预期之间矛盾的表现, 即整体上看, 虽然需求持续复苏, 但目前库存水平并不算低, 企业对未来需求复苏的强度和持续时间能否支持更高水平的库存有疑问, 因此库存难以持续大幅去化也难以持续大幅补库。

2021 年库存最终仍将趋于震荡上行。参考 2013 年, 目前的库存水平虽然不低, 但仍有开启新一轮补库的空间, 只是补库的幅度可能有限; 且经济持续复苏、需求回暖是大趋势, 仍将持续提供补库动力, 因此我们预计 2021 年库存最终仍将趋于震荡上行。

领先指标看, 拐点可能在年末年初。M1 同比领先产成品存货同比 1 年左右, PMI 原材料库存指数领先 PMI 产成品库存指数 6 个月左右, 制造业投资同比周期项与库存同比基本

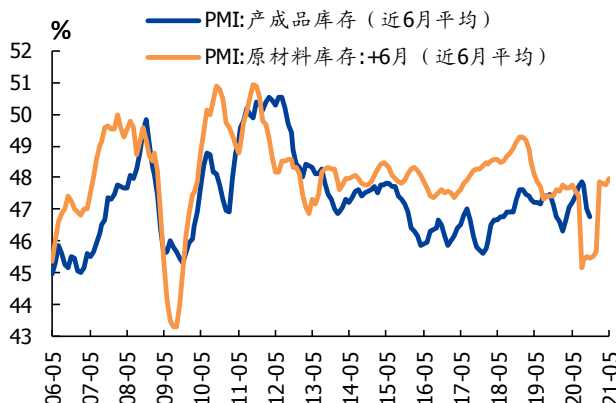
同步,这些指标都预示 2021 年库存周期将趋上行,拐点可能在 2020 年末或 2021 年 Q1。

图表 39: M1 领先库存 1 年左右,制造业周期项与库存基本同步



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 40: PMI 原材料库存领先 PMI 产成品库存 6 个月左右



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

三、2021 年流动性: 温和通胀, 利率短期震荡寻顶、全年前高后低, 美元弱、人民币升, 全年宏观流动性收缩

1. 通胀: CPI 下、PPI 上, 全年通胀风险可控

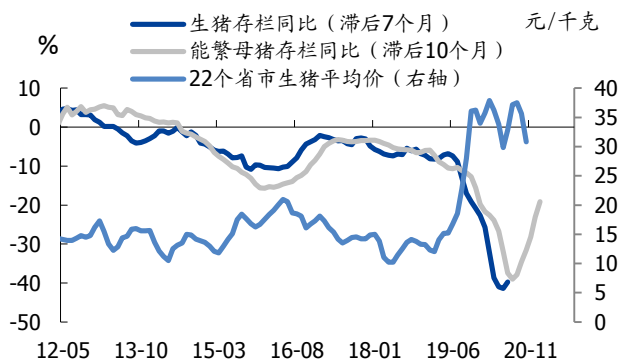
市场对于 2021 年整体温和通胀, CPI 同比低于今年、PPI 同比高于今年的预期较为一致, 且 CPI 同比类“M”型或“N”型走势, PPI 同比高点在二季度。基于不完全统计, 市场预计 2020 年 CPI 同比 2.5%-2.8%, PPI 同比-2.0 至-1.7%, 预期 2021 年 CPI 同比 0%-1.7%, PPI 同比 1.0%-2.3%。尽管趋势预期一致, 但市场对 CPI 和 PPI 中枢具体点位预期差距较大, 分歧点在猪价下行速度、原油等国际大宗商品价格上涨幅度、经济内生动能演化等方面。

基于供需变化和基数效应等中性假设, 我们同样判断 2021 年将是温和通胀环境, 难以发生显著通胀, 其中 CPI 当月同比呈“N”型波动上升, 全年累计同比 0.7%左右, PPI 当月同比呈“M”型, 高点在二季度, 全年累计同比 1.8%左右。

(1) CPI: 2021 年呈“N”型走势, 难以显著走高

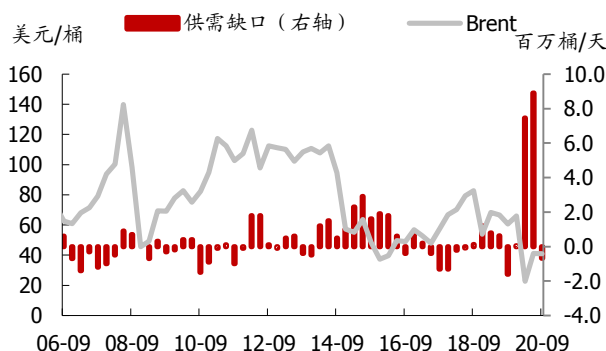
我们对 CPI 的测算基于以下核心假设: 1) CPI 基础环比: CPI 基础环比采用 2015-2019 年同期环比均值 (剔除 2020 年, 主因受疫情影响, CPI 可能偏离季节规律), 其中 1-3 月考虑春节错位因素。2) 猪价: 鉴于生猪产能恢复, 2021 年猪价可能持续下行, 同时考虑农产品价格上涨预计使得饲料成本上行, 猪价下行幅度受限。以 22 个省市生猪平均价为例, 预计 2021 年生猪价格将由当前的 30 元/千克左右下降至 20 元/千克左右, 但难以回到本轮猪周期谷底的 10-12 元/千克。由此测算的猪肉价格, 影响 CPI 猪肉分项, 在 CPI 基础环比的基础上, 带来额外向下拉动。3) 油价: 随着原油供需结构的改善, 预计 2021 年油价继续上行, 初步判断布伦特原油由当前的 44 美元/桶升至 60 美元/桶, 对应影响 CPI 居住水电燃料和 CPI 交通工具用燃料分项, 从而给 CPI 额外的向上拉动。4) 粮价: 在疫后海外粮食紧缺、生猪产能恢复带动国内饲用粮需求增加、“拉尼娜”冲击粮食作物产量、虫害等综合影响下, 2021 年粮价可能继续上涨。对于我国, 综合供需结构来看, 上涨幅度较大的可能是玉米、大豆, 从而推升 CPI 粮食分项, 给 CPI 带来额外向上拉动。

图表 41: 预计生猪价格将继续下行



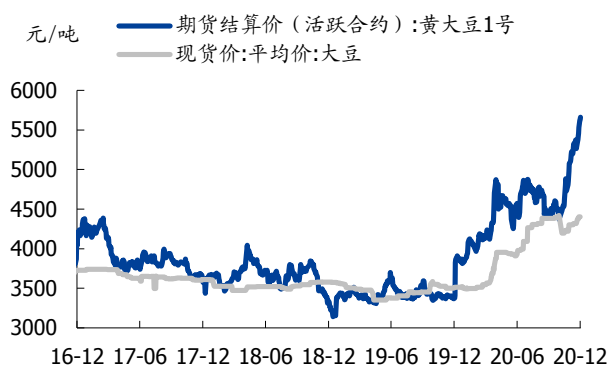
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 42: 随着供需结构改善, 预计油价将继续上行



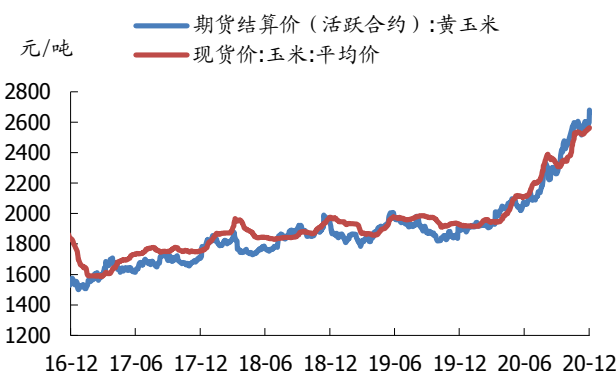
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 43: 大豆价格可能继续上涨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

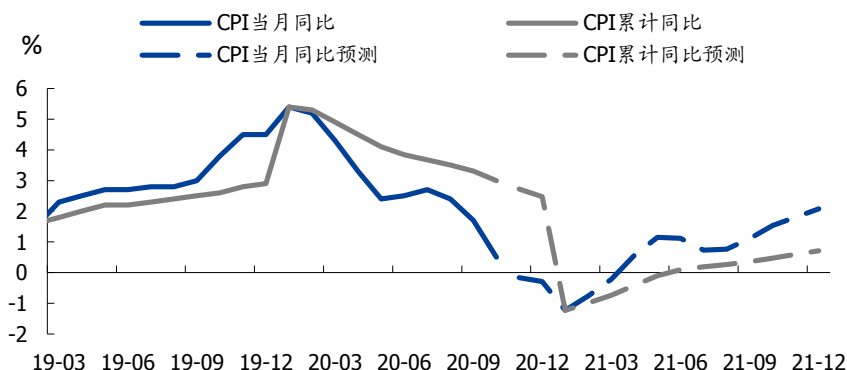
图表 44: 玉米价格可能继续上涨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

将 2-4 的额外拉动加至 1 的基础环比上, 得到调整后的 CPI 环比预测, 再通过计算得到 CPI 同比。预计 CPI 同比呈“N”型波动上升, 全年 0.7% 左右。但是需要注意的是, 该测算方法忽略了除油价之外的非食品 CPI、服务 CPI 等的具体影响, 仅假设其遵从季节规律, 但是如果从疫后消费、服务业回升驱动来看, 2021 年非食品 CPI、服务 CPI 可能趋势上行, 因此实际的 CPI 结果可能略高于我们测算结果。

图表 45: 预计 2021 年 CPI 当月同比呈“N”型波动上升

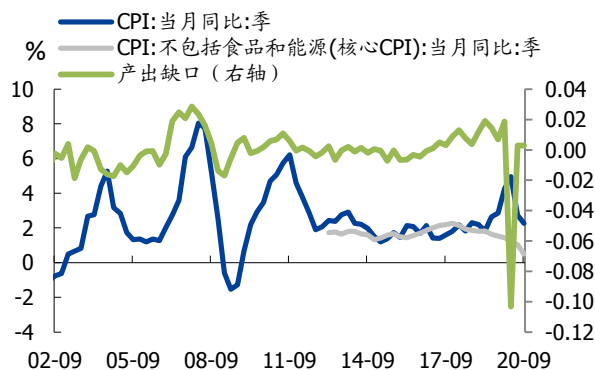


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们提示关注以下问题对CPI的影响，尽管难以定量，却十分重要。

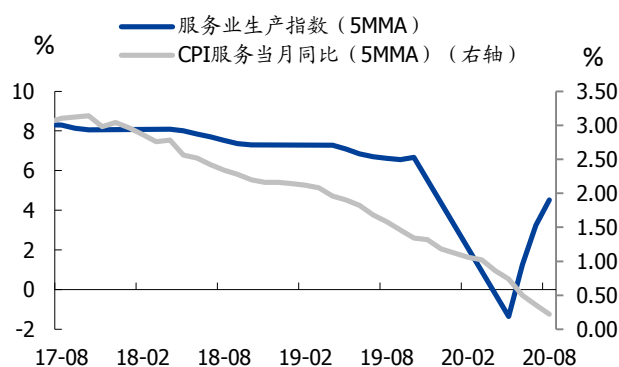
关注点一：非食品CPI、服务CPI、核心CPI可能随着疫苗量产，经济修复而改善。若疫苗有效性和普及性较高，将显著提振大宗商品、下游消费品以及服务业价格。核心CPI与产出缺口正相关，随着疫后经济修复，产出缺口的缩窄甚至回正，核心CPI将上行（可参见《通胀还是通缩？——从宏观机理到中观线索》）。服务业的好转也将带动非食品CPI、服务CPI等改善。不过，随着消费的改善，基建、地产等贡献度可能减弱，限制经济回升幅度。

图表 46: 产出缺口的缩窄甚至回正，将带动核心CPI上行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

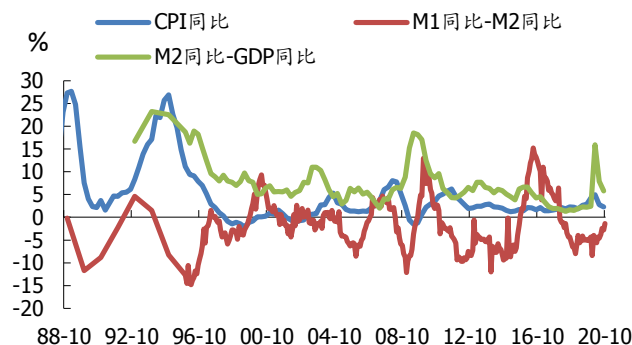
图表 47: 服务业好转将带动服务CPI改善



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

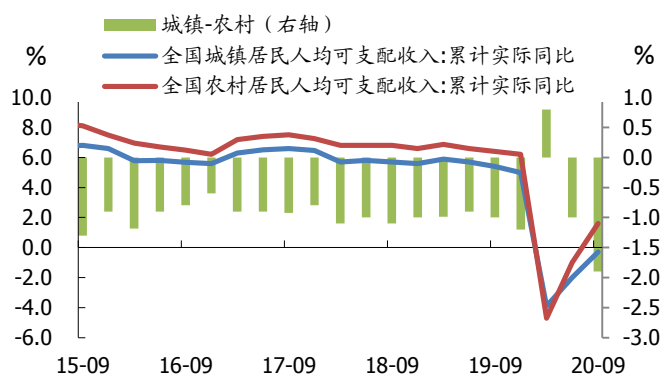
关注点二：货币超发环境下，通胀程度还与实体修复程度、货币活性、贫富差距等因素有关。报告《不会显著通胀是明年基准情形，关注三大变数》中我们指出货币超发是引发通胀的必要条件而非充分条件，但要注意本次货币直达性更好。本轮宽松中，财政刺激和创新的货币政策对居民和企业支持的直达性提升，从而对通胀的刺激作用可能也更强。观测全球超宽松货币政策之后，是否能引起通胀风险，我们认为可跟踪以下指标：1）货币进入实体经济的程度，即实体经济恢复程度，宏观经济是否有“过热”风险。2）货币流通速度越快，货币活性越高，货币超发对通胀的推动可能越强，可关注银行超储率和M1-M2回升程度（可参见《通胀还是通缩？——从宏观机理到中观线索》）。3）居民收入改善幅度和贫富差距程度，比如房租价格、CPI家庭服务价格、城乡收入差等等，若疫后贫富差距扩大，则可对通胀形成抑制。

图表 48: M1-M2 越高，货币活性越高



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 49: 贫富差距扩大可能对通胀形成抑制



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

关注点三：输入型通胀风险预计不大。一方面，如我们海外展望部分所述，全球经济在2021年大概率温和复苏，全球GDP总量仅能恢复至2019年的水平。另一方面，预计

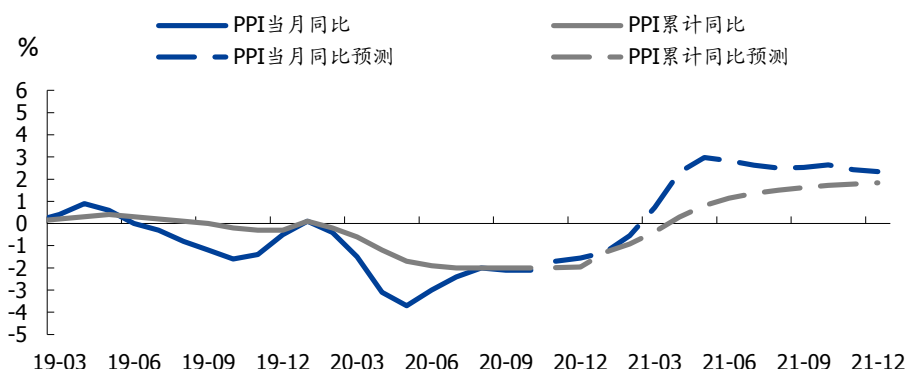
2021 年人民币汇率仍将进一步升值，有望削弱输入型通胀带来的影响。

(2) PPI: 呈“M”型波动，二季度可能快速大幅冲高

我们对 PPI 的测算基于以下核心假设：1) PPI 基础环比：由于 PPI 环比的季节规律不明显，且容易受供给侧改革、疫情等影响，此处我们并未采用与 CPI 类似的环比均值法，而是考虑随着消费的恢复，基建逆周期支撑的边际动能减弱；随着地产融资的收紧，地产投资也将趋于回落；替代效应&外需效应综合作用下，出口可能前高后低等因素，假设 2021 年上半年 PPI 环比较高，下半年逐渐回落。2) 猪价：同 CPI 预测部分，假设 2021 年 22 个省市生猪价格由当前的 30 元/千克左右下降至 20 元/千克左右，但难以回到本轮猪周期谷底的 10-12 元/千克。由此测算的猪肉价格，影响 PPI 生活资料分项，在 PPI 基础环比的基础上，带来额外向下拉动。3) 油价：同 CPI 预测部分，初步判断 2021 年布伦特原油由当前的 44 美元/桶升至 60 美元/桶，对应影响石油和天然气开采，石油、煤炭及其他燃料加工，化学原料及化学制品制造，化学纤维制造，橡胶和塑料制品等五大分项，从而给 PPI 额外的向上拉动。

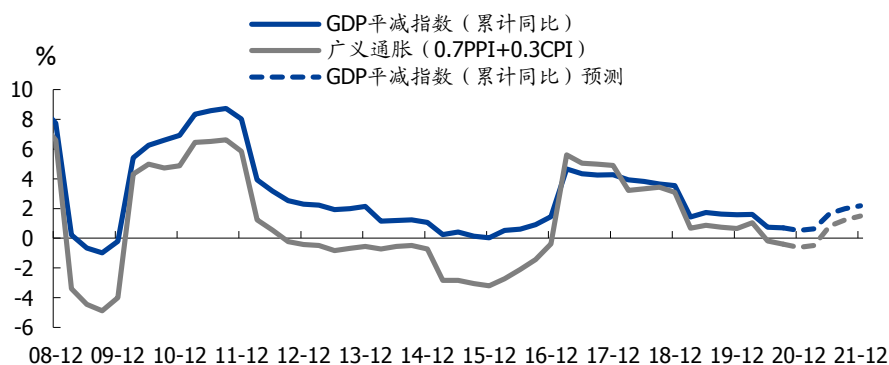
将 2-3 的额外拉动加至 1 的基础环比上，得到调整后的 PPI 环比预测，再通过计算得到 PPI 同比。预计 PPI 同比在 2021 年 Q1 末转正，受油价低基数影响，4-5 月份 PPI 同比可能快速大幅冲高。节奏上，Q2 和 Q4 面临两次阶段性上行，呈“M”型，全年 1.8% 左右。

图表 50: 预计 2021 年 PPI 当月同比呈“M”型，高点在二季度



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 51: 预计 2021 年广义通胀和 GDP 平减指数将较今年上行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

综合以上我们对 CPI 和 PPI 的预测，预计广义通胀 ($0.7\text{PPI}+0.3\text{CPI}$) 累计同比将从 2020 年的 -0.6% 左右升至 2021 年的 1.5% 左右，GDP 平减指数将从 2020 年的不到 1% 升至 2021 年的 2% 以上。

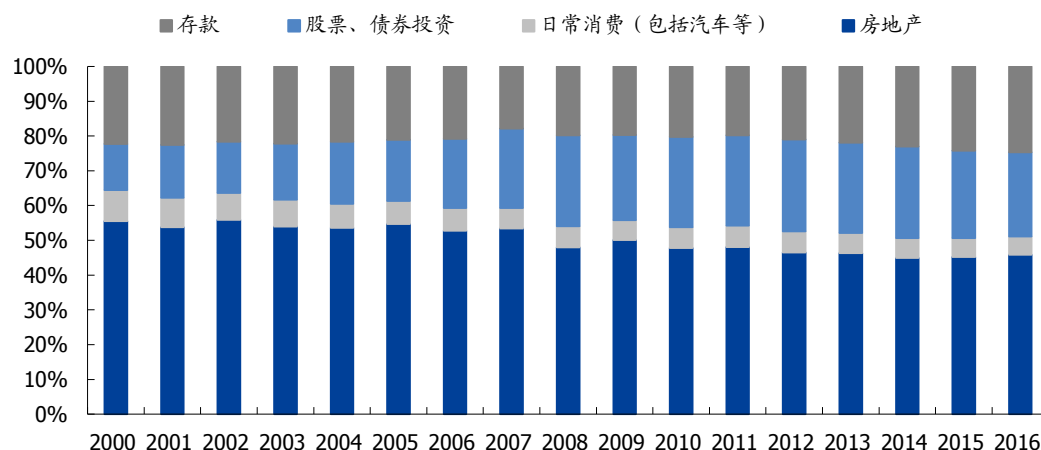
(3) CPI 和 PPI 之外，我们还应关注什么？

1) 关注广义通胀与货币政策的关系

2020 年 11 月 27 日周小川《拓展通货膨胀的概念与度量》曾提出“传统的通胀度量面临几个方面的不足和挑战：较少包含资产价格会带来失真；以什么收入作为计算通胀的支出篮子；劳动付出的度量如何影响通胀的感知；基准、可比性和参照系等”³。由此来看，通胀的内涵需要被拓宽，我们在报告《通胀还是通缩？——从宏观机理到中线线索》中也曾度量“加权大类资产通胀率”这一合成指标，以更精准表征货币超发带来的价格综合上涨情况，而这与居民支出结构、货币供给量相关度可能较单一 CPI 更高。

广义通胀各项权重由居民支出结构确定。根据社科院居民资产负债表，将居民部门资产分成房地产、日常消费、资本市场投资和储蓄存款四类，来大体推测货币去向⁴，截至 2016 年，这四个部分占比分别为 46%、5%、24%、25%。其中前三者分别对应房价、CPI、股价等，可以代表广义的通胀情况，而储蓄存款这里看成不引起通胀的因素。

图表 52：居民各类资产占比情况



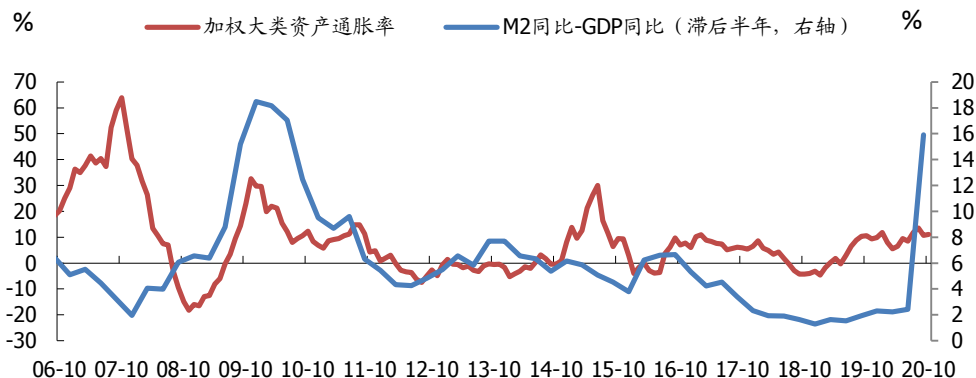
资料来源：Wind，国盛证券研究所测算 注：数据来源于社科院版资产负债表，数据区间为 2000-2016 年，此处将居民非金融资产中的住房资产归为房地产，将居民非金融资产除去住房资产的部分，加上金融资产中的通货归为日常消费（包括汽车等），将金融资产中除通货和存款的部分归为资本市场投资（包括股票、债券等），将金融资产中的存款归为储蓄存款。

广义通胀与货币政策互相影响。将房价同比、CPI 同比、上证综指同比+金价同比与各自权重对应，计算得到一个总体的价格上涨幅度，称之为“加权大类资产通胀率”。一方面，“加权大类资产通胀率”变化趋势大概滞后货币超发（M2 同比-GDP 同比）半年。也就是说，如果假设市场上的资金仅有四个去向：房地产、消费、股市（或资本市场）、银行存款，那么货币超发对总体价格水平的影响可能存在半年的时滞。另一方面，鉴于央行已经关注到通胀的范畴问题，我们判断，未来货币政策的调整除关注 CPI、PPI、GDP 平减指数外，可能也会综合考察房价、股票等资产价格的情况。

³ 周小川《拓展通货膨胀的概念与度量》。

⁴ 数据来源于社科院版资产负债表，数据区间为 2000-2016 年，此处将居民非金融资产中的住房资产归为房地产，将居民非金融资产除去住房资产的部分，加上金融资产中的通货归为日常消费（包括汽车等），将金融资产中除通货和存款的部分归为资本市场投资（包括股票、债券等），将金融资产中的存款归为储蓄存款。

图表 53: 加权大类资产通胀率滞后货币超发约半年



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2) 关注通胀节奏可能对货币政策的影响

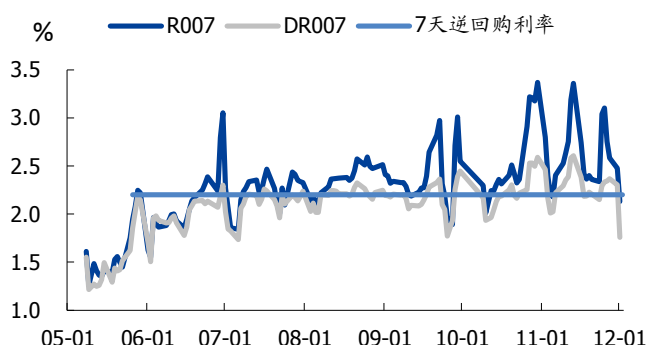
从节奏看, 2021 年二季度可能面临 CPI 和 PPI 同时快速上行的情况; 从趋势看, 核心 CPI 和 PPI 可能均上行, 需关注其对货币政策节奏可能的影响, 我们预计中性假设下尚难引发货币政策的快速收紧。

2.利率: 短期震荡寻顶, 全年前高后低

鉴于 2021 年经济同比冲高回落, 剔除基数效应的经济增长尚难形成显著的产出缺口 (即经济难过热); 物价温和回升, 中性情况下不会发生显著通胀; 货币政策稳健中性, 难再宽松也难大幅收紧; 信用拐点即将到来, 社融、信贷、M2 增速将下行; 监管中性趋紧, 预计国债收益率短期维持高位, 2021 年中枢趋于下行。

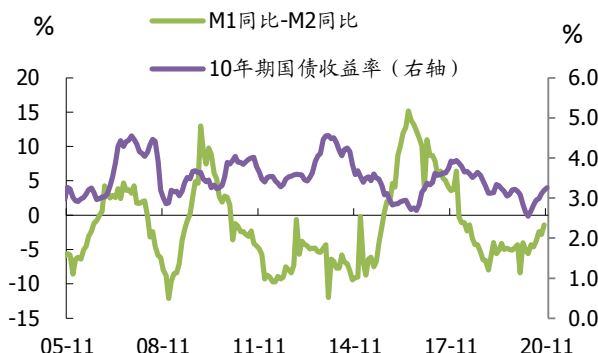
分阶段看, 从现在时点往后看, 鉴于信用风险事件进展还有待观察, Q4 10 年期国债收益率可能会震荡寻顶; 经济增速仍趋恢复、货币政策维持中性, 中短期利率难顺畅下行, 大概率震荡走平, 拐点可能是年底或 2021 年 Q1; 2021Q2 之后, 随着经济增速放缓、社融增速下行, 10Y 国债收益率有望趋于回落。总体看, 展望 2021 年, 短端市场利率 (DR007 和 R007) 将围绕政策利率 (7 天逆回购 2.2%) 波动; 10 年期国债收益率围绕 3% 波动, 全年前高后低, 顶部可能高于 3.5%, 底部可能是 2.85% 左右。趋势性下行的拐点应是经济基本面转弱之际 (年底或 2021 年 Q1 环比转弱; 2021 年二三季度回到疫情前甚至更低)。

图表 54: DR007 和 R007 将围绕政策利率波动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 55: 2021 年 10Y 国债收益率中枢预计下行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.汇率：美元趋弱，人民币仍有升值空间、但速度趋缓

在前期报告《本轮人民币升值怎么看？兼谈人民币汇率分析框架》中，我们曾指出人民币汇率的核心影响因素包括五项，分别为：美元指数、中美利差、中美关系、中美经济基本面、央行汇率政策。综合以上各项因素，我们判断2021年人民币汇率仍将进一步升值，但升值速度将明显减缓，具体分析如下：

(1) 美元指数：下跌仍未结束。美元指数的核心影响因素是美欧经济表现之差，如前文所述，当全球经济回暖时，欧元区经济表现通常好于美国。因此，美元指数实际上是全球经济的镜像指标，表现为美元指数与OECD综合领先指标高度负相关。目前OECD综合领先指标虽已大幅反弹，但仍明显低于疫情前的水平，2021年大概率进一步回升，从而指向美元指数仍有下跌动力。

(2) 中美利差：有望维持高位或继续走阔。美联储货币政策大概率维持温和宽松状态，而国内货币政策已开始边际收紧，从而中美利差有望维持高位甚至进一步走阔。当前中美利差已处在历史最高水平，有利于吸引资本流入，对人民币汇率形成支撑。

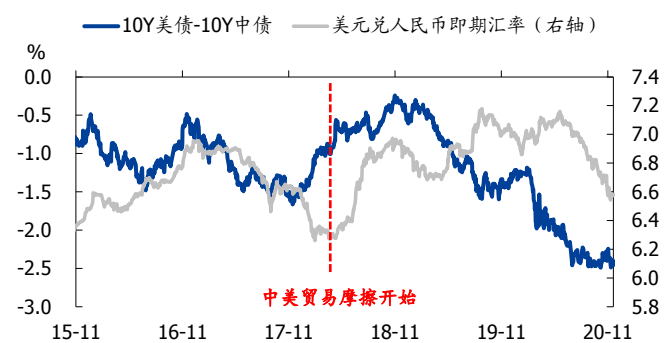
(3) 中美关系：有望迎来改善或边际缓和。目前来看，拜登当选新一任美国总统已基本无悬念，与特朗普将中国视为最大威胁不同，拜登将中国视为最大竞争对手，但同时认为中美可以在诸多领域保持合作关系。此外，拜登奉行多边主义、反对关税等主张，均利好中美关系修复。根据中美关系缓和程度不同，人民币汇率有两种基本情形：一、中美关系明显改善，关税大范围取消，人民币汇率可能升至贸易摩擦前的水平(6.3左右)；二、中美关系边际缓和，关税小部分取消，人民币汇率可能升至6.4-6.5左右。

图表 56: 全球经济复苏时，美元指数通常下跌



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 57: 中美利差处在历史高位，支撑人民币升值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 58: 中美关系缓和将有利于人民币升值



资料来源: Wind, USTR, 国盛证券研究所

四、大类资产：关注三大线索，股票和商品好于债券，利率债配置价值凸显

1.2021 年资产配置的三大线索：政策面+基本面+流动性

1) 政策面线索：“十四五”规划的制度红利+中美博弈下的国产替代。关注“十四五”建议稿提出的新型消费、城乡消费、公共消费和汽车消费；“十四五”建议稿提出的产业链提升，包括 8 大前沿领域、9 大战略性新兴产业；土地改革、国企改革、国防军工、数字经济、养老、新能源、城市轨道交通等其他领域；以自主可控、科技创新、国家安全为特征的国产替代产业仍是政策发力的大方向；“十四五”期间资本市场将进一步深化改革，这也是中国 A 股有望长期向好的大逻辑。

2) 基本面线索：短期内顺周期之外，关注消费和制造业背后的修复性机会，包括：线下消费和服务消费继续复苏，如餐饮、旅游、休闲娱乐、航空等行业；受益于经济复苏、政策支持、疫情提升消费意愿的汽车消费；受益于竣工可能回升的地产链条；疫情以来已加速修复的高端制造业、先进制造业、专用设备等等。

3) 流动性线索：高估值板块可能受压制+“西水东流”和资本扩容的核心资产。2021 年宏观流动性较 2020 年收缩应是大概率事件，对应的是今年 7 月以来科技、医药等相对高估值的板块持续承压；与此同时，鉴于疫情以来中国经济明显好于欧美国家，再叠加人民币处于升值通道，预计“西水东流”仍是大趋势，而随着我国资本市场改革持续推进，近年来居民财富、保险资金、社保资金、企业年金等流入股票市场的增量资金不断增加，我们预计，外资和长期资金所青睐的中国核心资产（行业龙头）仍是首选。

2. 大类资产：股票和商品会好于债券，利率债配置价值凸显，人民币、欧元等非美元强于美元

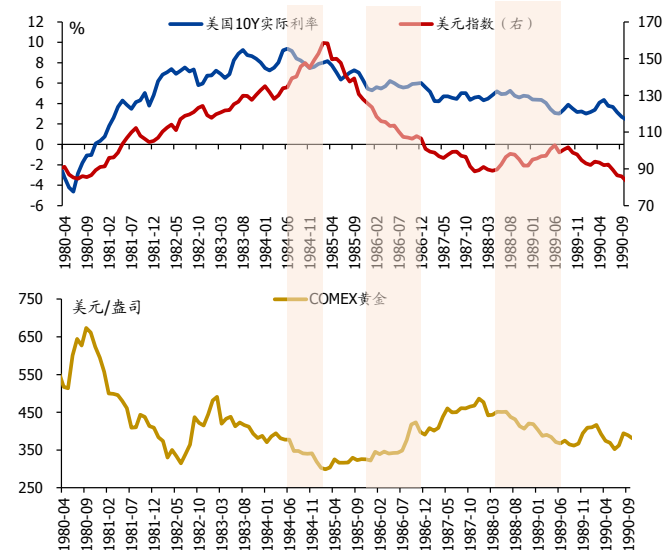
股票和商品应会好于债券，利率债配置价值凸显。2021 年全球经济修复均处于疫后的修复阶段，全球流动性也难以延续 2020 年的大幅宽松，再叠加通胀趋于回升，因此倾向于认为，总体上股票和商品应会好于债券。考虑到当前 10 年期国债收益率处于 3.3% 左右的相对高位、并很可能继续向上寻顶，中国利率债已然具备较好的配置价值，操作策略上“大跌大买、小跌小买”可能更加适合，趋势性下行的拐点应是经济基本面转弱之际（年底或 2021 年 Q1 环比转弱；2021 年二三季度回到疫情前甚至更低）。

黄金：回调接近尾声，但也难大幅上涨。在前期报告《黄金与白银的未来走势怎么看？》中，我们曾指出黄金价格的核心影响因素包括美元指数、美国实际利率、避险情绪。近期美元下跌的同时，黄金价格却持续回调，原因在于美国大选不确定性逐步出清以及疫苗取得突破，带动市场风险偏好回暖，黄金的避险需求有所下降。展望 2021 年，三大因素对黄金的影响如下：

- 美元指数：如前分析，美元指数大概率继续走弱，对黄金形成支撑；
- 实际利率：美债名义利率温和上行，但通胀也将抬升，因而实际利率上行空间有限。此外从历史上看，当美元走势与美国实际利率走势相背离时，黄金价格往往呈现出与美元的负相关性，即短期内美元指数变化对金价的影响往往更大。
- 风险偏好：疫苗投入使用、全球经济回暖、拜登上台等均有助于提升风险偏好，但这些因素很大程度上已被市场定价，未来对金价利空效果有限。

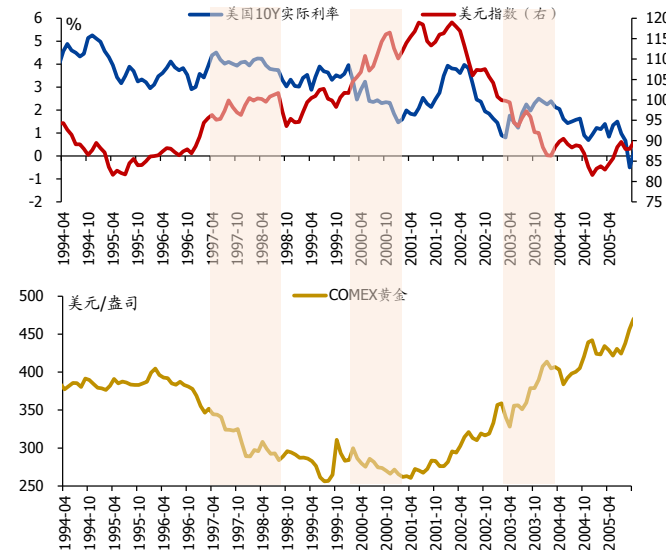
综合看，我们认为当前黄金价格的回调已接近尾声，但由于美元下跌速度大概率放缓、实际利率难大幅下行，黄金的利多因素并不突出。因此黄金价格在 2021 年有望小幅上涨，但难重回此前的高点（伦敦现货黄金 8 月初的 2075 美元/盎司）。

图表 59: 美元指数与美国实际利率背离时黄金价格表现 (1980-1990)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 60: 美元指数与美国实际利率背离时黄金价格表现 (1994-2005)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

附表 1: 2021 年重要会议时间节点 (国盛证券研究所)

事件 (时间排序)	时间 (2021 年)
2020 年 4 季度及全年经济数据	1 月中旬
美国总统正式就职	1 月 20 日
2020 年 4 季度中国货币政策执行报告	2 月中旬
2021 年全国“两会”	3 月上旬
3 月美联储议息会议 (更新经济展望和点阵图)	3 月 17 日
2021 年 1 季度经济数据	4 月中旬
4 月中央政治局会议	4 月中下旬
2021 年 1 季度中国货币政策执行报告	5 月中旬
6 月美联储议息会议 (更新经济展望和点阵图)	6 月 16 日
建党一百周年庆祝大会	7 月
2021 年中国 2 季度经济数据	7 月中旬
7 月中央政治局会议	7 月下旬
2021 年第二季度中国货币政策执行报告	8 月中旬
9 月美联储议息会议 (更新经济展望和点阵图)	9 月 22 日
2021 年中国 3 季度经济数据	10 月中旬
10 月政治局会议 (也可能不开)	10 月中下旬
十九届六中全会	10 月中下旬或 11 月
2021 年 3 季度中国货币政策执行报告	11 月中旬
年底政治局会议	2 月中旬
年底美联储议息会议 (更新经济展望和点阵图)	12 月 15 日
中央经济工作会议	12 月中下旬

资料来源: 中国政府网、统计局、美联储、中国人民银行等, 国盛证券研究所

附表 2：2021 年重要数据预测（国盛证券研究所）

指标	年度预测			季度预测							
	2019	2020E	2021E	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4E	2021Q1E	2021Q2E	2021Q3E	2021Q4E
经济活动											
实际 GDP 当季同比（%）	6.1	2.3	9.2	-6.8	3.2	4.9	6.2	19.0	8.4	6.6	5.5
名义 GDP 当季同比（%）	10.1	2.8	11.4	-5.3	3.1	5.5	6.5	19.9	11.5	9.6	8.6
工业增加值当季同比（%）	5.7	2.7	8.0	-8.4	4.4	5.8	6.6	21.0	7.5	6.0	5.0
固定资产投资累计同比（%）	5.4	2.6	7.5	-16.1	-3.1	0.8	2.6	28.6	13.2	9.3	7.5
制造业投资累计同比（%）	3.1	-3.0	11.5	-25.2	-11.7	-6.5	-3.5	37.0	19.8	14.3	11.5
房地产投资累计同比（%）	9.9	7.2	6.7	-7.7	1.9	5.6	7.2	26.0	12.3	8.3	6.7
基建投资累计同比（%）	1.8	3.3	3.5	-16.4	-0.1	2.4	3.6	22.0	6.5	4.5	3.5
社会消费品零售总额当季同比（%）	9.0	-4.0	17.0	-19.0	-3.8	1.0	5.3	33.0	19.5	14.0	8.2
外贸											
出口当季同比（%，以美元计）	0.51	2.0	10.0	-13.4	0.1	8.8	9.7	19.0	9.0	6.0	5.0
进口当季同比（%，以美元计）	-2.68	-3.0	9.0	-3.0	-9.7	3.2	-2.9	10.0	15.0	8.0	5.0
通胀											
CPI 当季同比（%）	2.9	2.5	0.7	5.0	2.7	2.3	0.0	-0.7	0.9	0.9	1.8
PPI 当季同比（%）	-0.3	-2.0	1.8	-0.6	-3.3	-2.2	-1.8	-0.4	2.7	2.6	2.5
汇率											
美元/人民币中间价（季末值）	6.98	6.55	6.40	7.09	7.08	6.81	6.55	6.60	6.45	6.40	6.40
货币金融											
新增信贷（季度内累计）（万亿元）	16.9	20.0	21.0	7.3	5.1	4.4	3.3	7.1	5.2	5.1	3.8
信贷余额同比（季末值）（%）	12.5	13.2	12.4	12.7	13.3	13.2	13.2	12.5	12.2	12.4	12.4
新增社融（季度内累计）（万亿元）	25.6	35.0	32.0	11.1	9.8	8.7	5.6	9.5	7.6	8.3	6.5
社融存量同比（季末值）（%）	10.7	13.6	11.2	11.5	12.8	13.5	13.6	12.8	11.5	11.0	11.2
M2（季末值）（%）	8.7	10.7	8.7	10.1	11.1	10.9	10.7	9.9	9.0	8.6	8.7
存款准备金率（大型金融机构）（%）	13.00	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50
1 年 LPR（季末值）（%）	4.15	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
10 年国债收益率（季末值）（%）	3.14	3.25	2.85	2.59	2.82	3.15	3.25	3.15	3.05	2.95	2.85
财政											
预算赤字率（%）	2.80	3.60	3.00	—	—	—	—	—	—	—	—
新增专项债（万亿元）	2.15	3.75	3.13	—	—	—	—	—	—	—	—

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

风险提示

1. 疫情演化超预期。疫苗进展如果更顺利，会催化经济更强，反之更弱。此外，考虑到疫后海外经济的修复力度和 OPEC 可能的限产协议，油价超预期大涨的可能性其实不低，进而带动 PPI 上行超预期；
2. 政策走向超预期。国内政策收缩力度超预期的紧，尤其是货币政策和监管政策，关键变量是就业、房价、可能的资产泡沫；
3. 外部环境超预期。拜登上台后，可能不会有预期的缓；拜登可能打压美国科技巨头，进而导致美国股市承压、风险外溢；新兴市场国家爆发危机或者地缘政治冲突。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com