

# 2021 年宏观经济与大类资产配置展望

病树前头万木春

2021 年海外与中国经济均延续复苏。欧美宽松政策依旧,财政刺激将是 2021 年政策发力点。中国经济延续强劲复苏,财政与货币政策均回归中性。大类资产配置继续看好风险资产, 大类资产排序为商品>股票>债券>货币。

- 2021 年海外经济复苏,美国复苏强劲。从全球视角看,疫情对宏观经济的冲击在中长期可控,疫苗的广泛使用将带来补库存契机。美国核心通胀上行带动全球通胀回归向上趋势。欧美宽松政策依旧,欧央行预计货币政策宽松加码,美联储货币政策暂无加码动力,需警惕美国 2021 年下半年因通胀上行而逐步退出宽松预期的发酵。而欧美的财政刺激将是 2021 年政策发力点。
- 中国经济延续强劲复苏,预计全年 GDP 增长 9.2%。复苏的动力来自库存周期向上,消费强势回归,制造业投资在需求和政策支持下高增长等因素;出口维持相对高景气,但因进口高增长,净出口对 GDP 贡献有所减弱。CPI 则维持温和,PPI 向上值得关注,整体上,通胀不会对货币政策构成困扰,PPI-CPI 缺口向上有助于企业盈利持续复苏。在经济增长强劲,通胀温和背景下,预计财政与货币政策均回归中性。
- 大类资产配置方面,继续看好风险资产,尤其是全球复苏背景下大宗商品价格的上涨,大类资产排序为商品>股票>债券>货币。
- 风险提示:经济增长不及预期,国内监管趋严,疫苗进展缓慢。

## 相关研究报告

《海外宏观周报 (2020.11.29)》 20201129  
《新冠肺炎疫情数据跟踪》 20201129  
《大类资产配置周报 (2020.11.29)》 20201129

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略:宏观经济

证券分析师:朱启兵  
(8610)66229359  
qibing.zhu@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号: S1300516090001

证券分析师:张晓娇  
xiaojiao.zhang@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号: S1300514010002

## 目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 海外经济：美国经济复苏，宽松涛声依旧 .....       | 5  |
| 2021 年美国宏观经济的四大主线 .....        | 5  |
| 2021 年欧美政策走向：涛声依旧 .....        | 12 |
| 美债长端收益率上行，美元震荡下跌 .....         | 15 |
| 中国经济：强劲复苏 .....                | 17 |
| 经济增长强劲复苏 .....                 | 17 |
| CPI 温和，PPI 上行 .....            | 23 |
| 政策展望：回归中性克制 .....              | 24 |
| 大类资产配置：经济持续复苏与政策回归常态的二重奏 ..... | 26 |
| 股票 .....                       | 26 |
| 债券 .....                       | 28 |
| 大宗商品 .....                     | 30 |
| 货币基金 .....                     | 32 |
| 结论与预测 .....                    | 33 |

## 图表目录

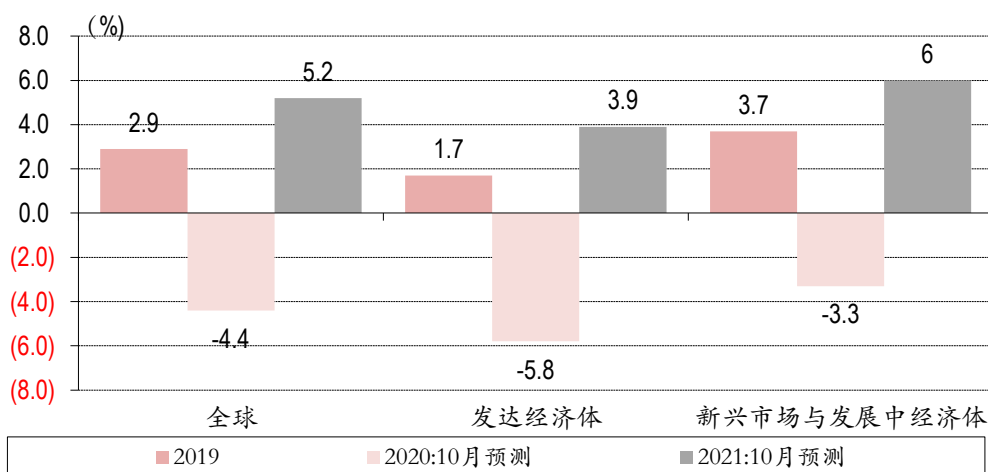
|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图表 1. IMF 预测 2021 年全球经济复苏.....         | 5  |
| 图表 2. 美国疫苗接种进程预估 .....                 | 6  |
| 图表 3. 欧盟疫苗接种进程预估 .....                 | 6  |
| 图表 4. 当前美国居民部门杠杆率较低.....               | 6  |
| 图表 5. 2015-2020 年前三季度商业破产案例.....       | 6  |
| 图表 6. 美国 U6 失业率与劳动力参与率情况 .....         | 7  |
| 图表 7. 美国失业结构.....                      | 7  |
| 图表 8. 当前美国零售商、批发商均开始补库，制造商库存仍在寻底.....  | 8  |
| 图表 9. 制造业新增订单增速是库存的领先指标.....           | 8  |
| 图表 10. PMI 新订单指数的强势或带动制造业订单.....       | 8  |
| 图表 11. 房价与租金增速的背离超过了 2007 地产大繁荣.....   | 9  |
| 图表 12. 房贷利率的下降带动住宅销售强势 .....           | 9  |
| 图表 13. 美国住房库存达到历史低位 .....              | 10 |
| 图表 14. 美国住房自有率、出租和房屋空置率走势 .....        | 10 |
| 图表 15. 美国或将迎来房地产补库存阶段.....             | 10 |
| 图表 16. 剔除食品能源后耐用品和非耐用品价格仍存在周期错位 .....  | 11 |
| 图表 17. 2013 年后耐用品价格周期与油价错位 .....       | 12 |
| 图表 18. 欧洲财政赤字/GDP 比例变化情况 .....         | 13 |
| 图表 19. 欧盟财政刺激投向.....                   | 13 |
| 图表 20. 德国财政支出增速.....                   | 13 |
| 图表 21. 美国 2020 年月度财政收支同比变化 .....       | 13 |
| 图表 22. 欧央行各资产购买工具持仓情况.....             | 14 |
| 图表 23. 2020 年欧央行扩表构成.....              | 14 |
| 图表 24. 2020 年美联储扩表构成.....              | 14 |
| 图表 25. 美联储疫情政策工具使用情况 .....             | 14 |
| 图表 26. 主要国家 10 年国债收益率 .....            | 15 |
| 图表 27. 美德利差正走阔 .....                   | 16 |
| 图表 28. 美元指数与人民币汇率走势 .....              | 16 |
| 图表 29. 工业企业收入与产成品存货增速差逐步收窄 .....       | 17 |
| 图表 30. M1 增速上行预示库存周期向上.....            | 17 |
| 图表 31. 2020 年三季度起中国出口恢复高增长.....        | 18 |
| 图表 32. 外需是影响中国出口的主要因素.....             | 18 |
| 图表 33. 2019 年服务贸易逆差收窄.....             | 18 |
| 图表 34. 2020 年前三季度资本形成总额对 GDP 贡献提升..... | 19 |

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图表 35.需求驱动制造业投资.....               | 20 |
| 图表 36. 2020 年贷款向工业企业倾斜 .....       | 20 |
| 图表 37.2021 年土地供应整体较强.....          | 20 |
| 图表 38. 商品房销售向好预示投资走强 .....         | 20 |
| 图表 39. 2021 年政府部门杠杆率上升明显.....      | 21 |
| 图表 40.三季度最终消费支出对 GDP 贡献转正 .....    | 21 |
| 图表 41. 社会消费品零售总额增速显示居民消费复苏 .....   | 21 |
| 图表 42.居民收入中仅经营净收入恢复较慢 .....        | 22 |
| 图表 43. 经营净收入在居民收入中占比相对较低.....      | 22 |
| 图表 44.三季度服务性消费占比提升 .....           | 22 |
| 图表 45. 居民消费意愿回升.....               | 22 |
| 图表 46.食品价格驱动 CPI 下行 .....          | 23 |
| 图表 47. 居民消费支出领先于核心 CPI.....        | 23 |
| 图表 48.全球复苏支撑 PPI 向上 .....          | 24 |
| 图表 49. PPI-CPI 剪刀差收窄利于企业盈利复苏 ..... | 24 |
| 图表 50. 2020 年可比口径 A 股各行业盈利增速 ..... | 26 |
| 图表 51. A 股主要指数的估值溢价率所处水平 .....     | 27 |
| 图表 52. A 股估值依然具备全球比较优势 .....       | 27 |
| 图表 53. 陆股通资金没有显著流入趋势 .....         | 27 |
| 图表 54. 2020 年 A 股市场融资加速.....       | 27 |
| 图表 55. 新开户波动上行 .....               | 28 |
| 图表 56. 新基金发行明显放量.....              | 28 |
| 图表 57. A 股的赚钱效应依然显著 .....          | 28 |
| 图表 58. 债市主要品种的收益率和波动区间 .....       | 29 |
| 图表 59. 货币拆借利率先下后上 .....            | 29 |
| 图表 60. 政府债券发行量明显上升.....            | 29 |
| 图表 61. 中美利差处于较高水平 .....            | 30 |
| 图表 62. 期限利差和信用利差.....              | 30 |
| 图表 63. IMF 预测全球经济增速反弹 .....        | 31 |
| 图表 64. IMF 预测全球通胀有上行趋势 .....       | 31 |
| 图表 65. 美元指数或持续弱势震荡 .....           | 31 |
| 图表 66. 国际农产品价格出现上行趋势 .....         | 31 |
| 图表 67. 货基收益率中位数.....               | 32 |
| 图表 68. 货币基金杠杆率下行但适当拉长久期 .....      | 32 |
| 图表 69. 2021 年主要经济指标预测 .....        | 33 |

## 海外经济：美国经济复苏，宽松涛声依旧

2020 年在新冠疫情冲击下，全球经济增速大幅萎缩，IMF 最新预测全球经济 2020 年萎缩 4.4%。然而，经历了疫情冲击后，2021 年全球经济将迎来久违的高增长，IMF 预测全球经济增长 5.2%，其中发达经济体增长 3.9%，新兴市场与发展中经济体增长 6%。在 2021 年的全球复苏中，美国的经济复苏以及因之而来的全球生产—消费循环的重建无疑是关键，此外，全球主要央行的政策取向是否因经济复苏而有所变化也是市场关注的焦点。

图表 1. IMF 预测 2021 年全球经济复苏



资料来源：万得，中银证券

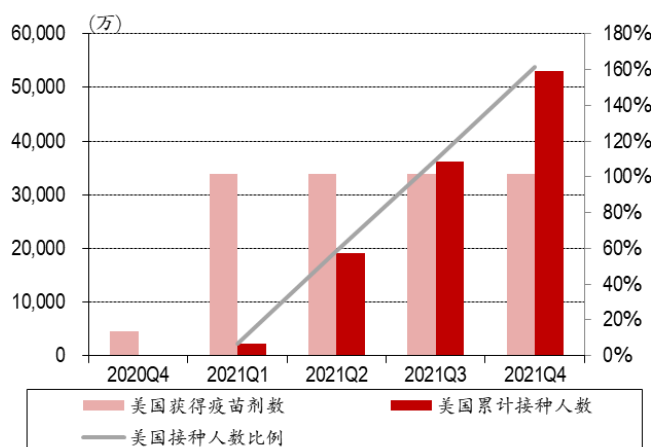
## 2021 年美国宏观经济的四大主线

### 主线一：疫苗的广泛应用带来供给端和服务业的快速复苏

北京时间 11 月 9 日，美国辉瑞公司与德国 Biotech 公司联合发文称疫苗进展顺利，且有效性超 90%；11 月 16 日美国医药企业 Moderna 也宣布其研发的疫苗三期实验显示有效率超过 94%；11 月 23 日阿斯利康公司亦发文称其与牛津大学合作研究的疫苗有效率超 70%，并将全力尽早获得使用批准，因此，从现在时点看，辉瑞、Moderna 和阿斯利康公司的疫苗都有较高的概率可以在 2020 年底开始投入使用。由于当前经济基本面的主要矛盾还是疫情，因此疫苗的使用在需求端可以使各国的封锁和社交隔离政策逐渐退坡，提振居民的消费信心；更重要的是，疫苗可以大幅度恢复服务业部门的需求，这是任何财政刺激都很难做到的。另一方面，疫苗在生产端的影响除了加快复工外，还能消除经济前景的不确定性，使企业加大设备和库存的投资，以及加大招聘力度。综上，有效率较高的疫苗的投入使用对基本面最大的影响将是服务业需求和整体供给的快速复苏，相当于为当前美国的复苏路径“补短板”。

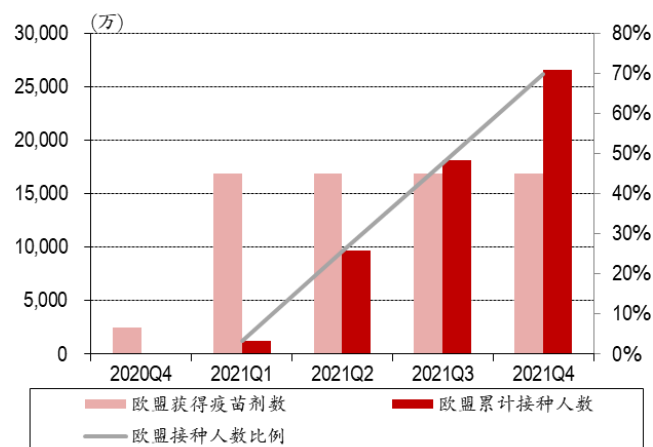
假设辉瑞、Moderna 和阿斯利康三家公司的疫苗均能在 2020 年底问世，其产能计划均能实现且 2021 年产能均匀分布在四个季度，以及各个国家需要一个季度去组织接种已到手的疫苗，那么至 2021 年在美国和欧盟分别最多拥有 14 亿和 7 亿剂的情况下，美国将在 2021 年二季度完成三阶段接种（接种人数达 50%），三季度完成群体免疫（接种人数大于 70%）；欧盟将在 2021 年三季度大致完成三阶段接种，四季度大致完成群体免疫。

图表 2. 美国疫苗接种进程预估



资料来源：各疫苗公司网站，万得，中银证券

图表 3. 欧盟疫苗接种进程预估



资料来源：各疫苗公司网站，万得，中银证券

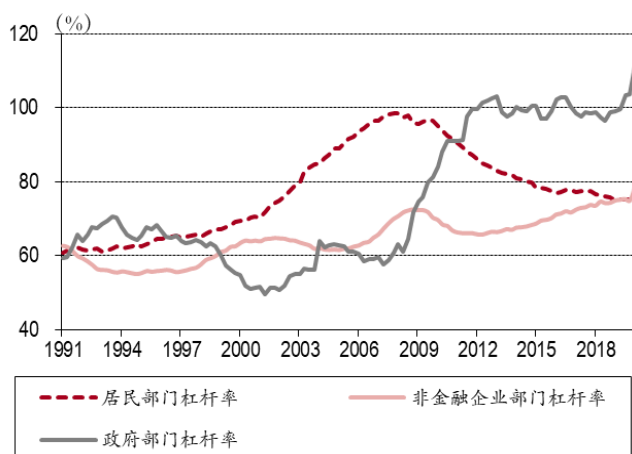
需要强调的是，尽管疫苗研制取得进展，但我们之前的报告中曾提到过疫苗仍有几个问题需要冷静看待：（1）疫苗尚保护持续性未知；（2）疫苗的配送将成为难题；（3）民众的接种意愿需要考虑。因此，至少在目前时点，对疫苗应用前景尚不宜过分乐观。

## 主线二：疫情带来的中长期损伤可控，经济酝酿强劲复苏

我们前面提到当前经济的主要矛盾在于疫情，疫情对经济最大的影响是暂时性地消灭了大量的供给与需求。事实上，只要疫苗能够被有效使用，那么无论是特朗普还是拜登当选，接下来的财政刺激计划规模是大还是小，经济的复苏都是可以预见的。我们可以看到从 2008 年以来居民部门的杠杆率（BIS 口径核心债务/GDP）已经跌至低位，健康的居民资产负债表正是疫情初期大规模的财政刺激计划可以快速提振需求的原因，也为接下来的复苏周期居民加杠杆提供基础。既然我们认为中期内美国必将走出疫情，那么短期疫情的恶化甚至局部封锁均不会对中长期经济增长造成太大影响，我们需要关注的是疫情是否给经济带来短期难以修复的损伤，进而影响供需在短期内较快恢复至疫情前水平。

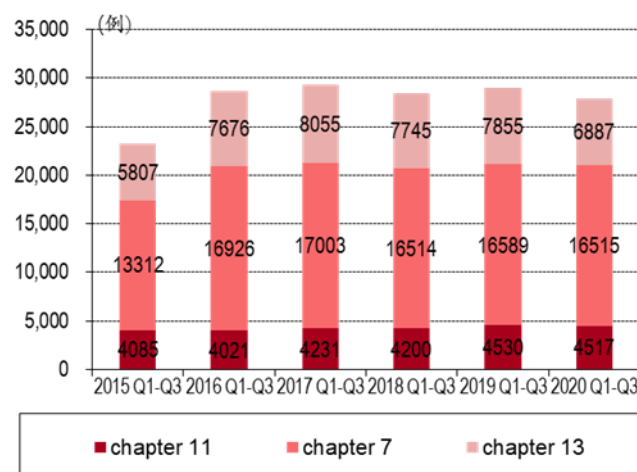
从美国破产协会(ABI)统计的商业破产记录看，2020 年前三季度的 Chapter7, Chapter11 和 Chapter13 破产案例总计为 27919 例，少于 2019 年同期的 28974 例。Chapter7 破产包括企业和个人的破产清算，Chapter11 破产为企业的债务重组，Chapter13 破产为个人的债务重组。2020 年前三季度最为严重的 Chapter7 类别商业破产有 16515 例，与 2019 年 16589 例大致持平，因此我们认为在美国充足流动性、企业税递延、薪酬保护计划等政策的帮助下，美国企业端受疫情的中长期打击相对可控。

图表 4. 当前美国居民部门杠杆率较低



资料来源：BIS，中银证券

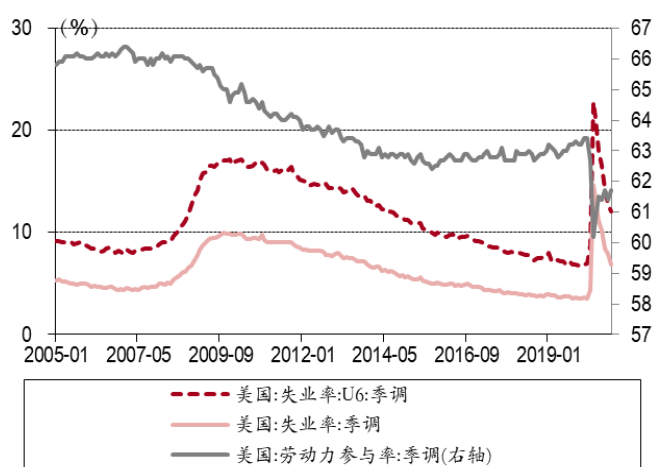
图表 5. 2015-2020 年前三季度商业破产案例



资料来源：American Bankruptcy Institute，中银证券

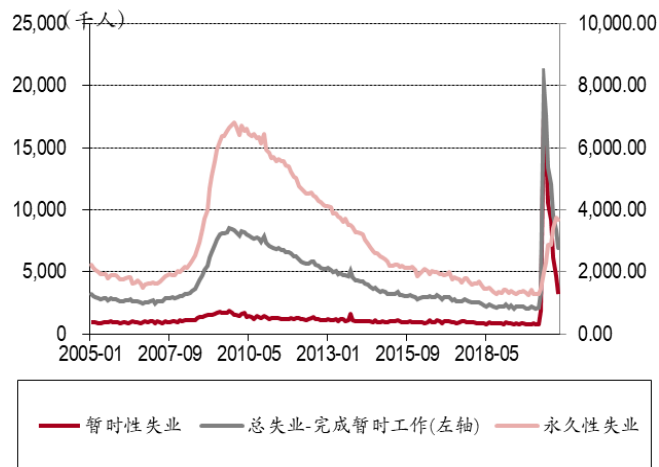
从失业情况看，目前永久性失业比例尚远低于金融危机时期，意味着疫情后经济恢复的速率或更快。10 月份 771.2 万失业人口中，368.4 万人被定义为永久性失业，占比约为 47.8%；而金融危机时期 2009 年 10 月失业人数达到顶峰 993.1 万，其中永久性失业为 676.2 万人，约占 68%。10 月份前失业人口结构呈现总数降，永久性失业上升的态势，这是部分暂时性失业人员转化为永久性失业导致的但 10 月份永久性失业数据出现了拐点，从 9 月的 375.6 万人降至 10 月的 368.4 万人，显示就业市场情况明显好转。随着总体失业人数的快速下降，疫情造成的永久性失业规模料将低于金融危机时期。近期美国失业率快速回落且屡屡超预期，有人认为广泛采用的失业率常常会对真实失业造成一定的低估，好消息是，统计口径最为广泛的 U6 失业率（包括了灰心停止找工作的人口、有工作能力但近期不寻找工作的人，即边际依附失业人数和希望寻找全职工作的兼职就业人员）从 4 月份的峰值 22.8% 快速下降到 10 月的 12.1%，且势头良好。

图表 6. 美国 U6 失业率与劳动力参与率情况



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 美国失业结构



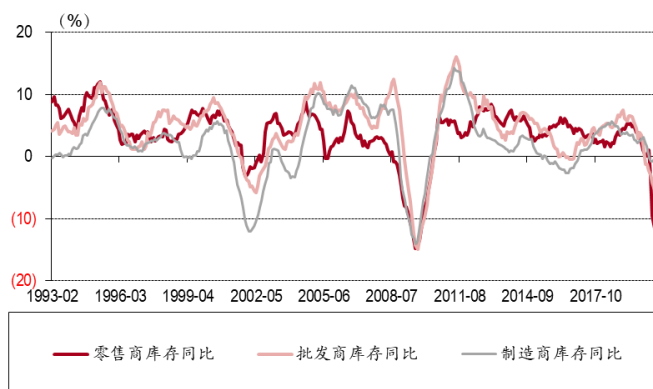
资料来源：万得，中银证券

因此，疫情对企业和居民部门造成的中长期打击（破产与永久性失业）均可控，且由于疫情期间财政刺激的效果（薪酬保护计划等援助工具），当前永久性失业规模远低于金融危机时期，可见本轮复苏将比金融危机后的一轮复苏要更加快速。

### 主线三：疫苗的广泛使用将带来补库存契机

观察美国的库存状况可以看到，从 2018 年下半年开始，美国库存同比增速便处于库存周期的下行阶段，疫情只是加速了去库存的进程。在 7-8 月份零售商库存和批发商库存的同比增速分别开始反弹，这意味着零售商与批发商均结束了“被动去库存”阶段而进入“主动补库存”阶段，但目前制造商库存仍在寻底。同时，在这波去库存中，制造商库存的去化幅度要低于批发商和零售商，因此最近的一波去库存周期呈现了两个特点：（1）制造商去化幅度小于批发商，批发商去化幅度小于零售商；（2）与之前的库存周期三者库存增速移动相对同步不同，目前零售商最先进入补库阶段，批发商次之，而制造商仍在去库。我们认为这两个特点均是疫情造成的，正如前文我们提到疫情对需求端和生产端的打击不对称，且美国大额财政刺激补贴了居民收入导致需求复苏加速，因此呈现越靠近消费终端的部门去库越剧烈，从而率先进入补库阶段的现象。

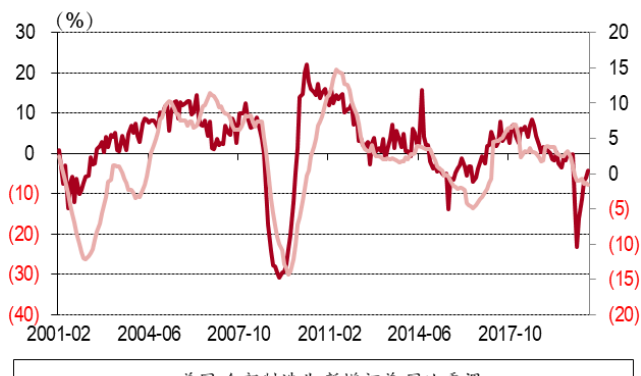
图表 8. 当前美国零售商、批发商均开始补库，制造商库存仍在寻底



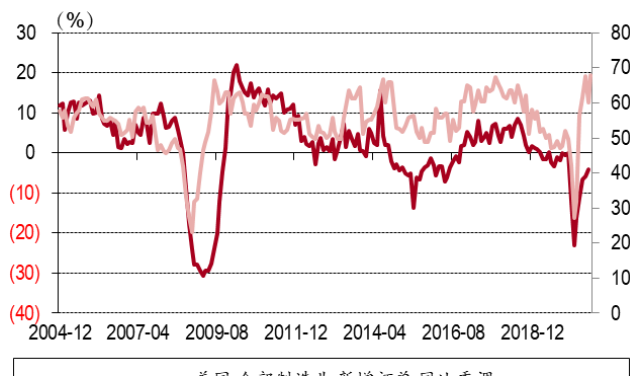
资料来源：万得，中银证券

这种因疫情而出现的现象最终也会因疫苗的广泛使用而终结，由于疫苗的使用将加快复工进度、消除物流不畅问题以及降低经济前景的不确定性，因此将出现生产回温以及库存投资增加的现象，使制造商部门亦进入“主动补库存”阶段，从而产业链上中下游形成共振。我们估计制造商的补库或许将在 2021 年二季度出现，届时据我们对美国疫苗接种速度的估算，美国将处于疫苗接种的第三阶段，第二季度结束将有接近 60% 的人口已经接种过疫苗，生产端恢复将迎来高潮。同时，可以看到作为库存增速的领先指标，制造业新增订单增速指标在 6 月份已经开始触底回升，而该指标一般领先库存增速 1-3 个季度；作为制造业新增订单的领先指标，PMI 新订单指数自 5 月开始回升，一直到 10 月份均以陡峭的斜率反弹，且 11 月美国 Markit 制造业 PMI 初值录得 56.7，大超市场预期，为制造业新增订单增速的进一步上升提供了指引。

图表 9. 制造业新增订单增速是库存的领先指标



图表 10. PMI 新订单指数的强势或带动制造业订单



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\\_1182](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1182)

