

2021 十四五开局，制造业迎高质量发展时代

核心观点：

- **全球化逆流的突围，内循环+双循环。**内循环利用中国自身规模巨大的市场，通过技术创新创造需求，即将“技术”+“市场”两种稀缺资源整合，同时立足内循环促进双循环。资产再定价聚焦最稀缺的资源，市场和技术，决定了估值高低。
- **全球化逆流的突围：中欧投资协定达成。**中欧投资协定的达成有利于稳定并带动双方投资及贸易额的增长，助力中国“内循环+双循环”。中欧投资协定致力于制度型开放，协定的一个主要方面是市场准入的承诺，为中欧双方企业带来更多的投资机会，中方在中欧投资协定中提出了金融、汽车、医疗、云服务等领域市场准入制度的改善，希望可以将高质量的产品和技术引进来。2016年以来欧盟对中国直接投资净流量为下行趋势，但投资净收益持续为上升趋势，说明欧盟对中国大陆的直接投资回报率在上升，若中国放宽部分行业市场准入，我们认为欧盟有较大动力增加对中国大陆的直接投资，增加中国实体经济向高质量发展的动力。同时，欧盟同意向中国开放投资可再生能源领域，有利于我国光伏、风电企业继续发挥其全球竞争力。
- **2021 年十四五开局，政策、制度保驾护航制造业高质量发展。**
严控房地产贷款及个人住房贷款助力金融资源更好服务实体经济尤其是制造业。继监管对房地产企业实施融资“三道红线”，从资金需求方限制资金流入房地产行业后，人民银行、银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，要求各银行业金融机构房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比不得高于人民银行、银保监会确定的相应上限，意在从资金供给方限制资本流入房地产行业。央行2020年第四季度例会再次强调引导金融机构增加制造业中长期贷款。
资本市场改革深化也将助力实体经济产业转型升级，制造业实现高质量发展。退市新规意在提升退市效率、从严管理上市公司、配合注册制的逐步实施从而促进资本市场形成良性的优胜劣汰机制，进而实现资本配置效率的提升，助力实体经济高质量发展。同时，证监会也发布了《可转换公司债券管理办法》，弥补了此前可转债市场制度不完善造成投机行为频现的问题，为可转债市场在提高直接融资比重、优化融资结构、增强金融服务实体经济能力等方面发挥积极作用起到关键支撑。
- **投资主线聚焦技术升级和消费升级，新老经济分化是长期趋势。**2021年是中国发展新格局的趋势拐点之年，新老经济将加速分化，制造业投资占比将结束10年来下滑趋势，技术引领高质量发展。政策、制度保障资本市场健康发展，“新经济”高成长的体现在高估值，“老经济”体现在常态化退市和信用债市场垃圾债券继续出清。房地产对金融资源的挤占将大幅降低，利率趋势下行，长债具有明显的投资机会。

分析师

刘丹

座机：010-66568482

邮箱：liudan-yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130513050003

特此鸣谢：李卓睿

相关研究

2020/12/15 资产再定价，守正出新——2021年大类资产配置策略

2020/11/15 信用风险发酵，信用生态重塑

2020/10/27 三个视角看央行货币政策与长债利率

2020/09/24 回归常态，重启震荡——FICC&固收2020年四季度资产配置策略

2020/09/13 社融高增不可持续，滞后数据冲击超预期是机会

2020/09/07 转债市场绝对价位较高，精选个券更为重要

2020/08/31 资金面紧张将缓解，债市具有配置价值

2020/08/17 债市或存在一定的修复空间

2020/07/15 【FICC&固收2020年中期投资策略】：债市利率中枢上移，波动加大

2020/01/23 【FICC&固收2020年年度投资策略】：拨开迷雾，摆脱震荡（全文）

2019/12/30 【FICC&固收2020年年度投资策略】：拨开迷雾，摆脱震荡

目 录

一、流动性叠加经济预期差驱动 2020 年大类资产走势.....	2
二、2021 十四五开局，制造业迎高质量发展时代.....	3
（一）全球化逆流的突围：内循环+双循环	3
（二）全球化逆流的突围：中欧投资协定达成	3
（三）政策、制度保驾护航：制造业高质量发展	4
（四）金融市场投资机会	6

一、流动性叠加经济预期差驱动 2020 年大类资产走势

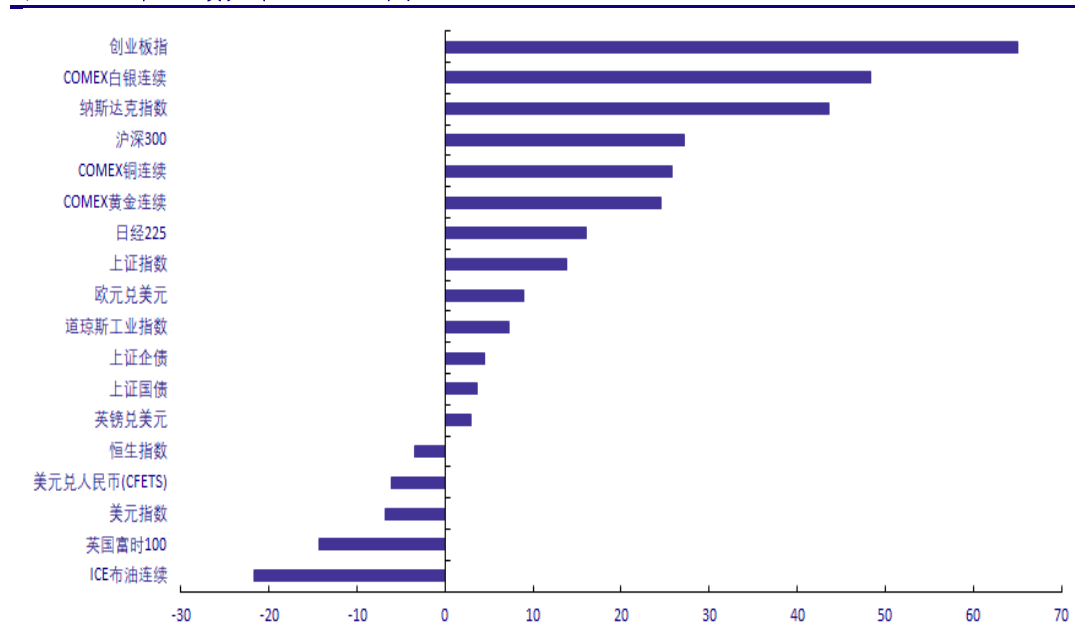
2020 年全球大类资产配置走势的主要驱动因素是流动性和经济预期差，其中 8 月以前主要由流动性推动，9 月以后主要由经济预期差驱动。2020 年新冠疫情席卷全球，金融市场和经济基本面遭受重创，3 月因避险情绪突然大幅升温带来流动性压力，各类资产悉数下跌，仅美元指数逆势走强；随后全球央行货币宽松释放大量流动性叠加各国采取不同政策措施，金融市场率先企稳回升，流动性超宽松带动股市估值不断抬升及白银、铜、黄金等商品不断走强；随着全球各国经济先后呈现不同程度的复苏，避险情绪回落导致贵金属价格有所下滑，但仍有流动性宽松及通胀预期提升支撑资产价格，全球经济复苏的预期逐渐强化，原油、铜等顺周期商品价格走强，股市继流动性驱动估值抬升后又获得经济复苏的预期支撑走强。

全年来看，全球流动性宽松有利于权益资产走强，但各国经济复苏的节奏也影响股指的表现，同时各国股市内部结构也有明显分化：1）中国和美国股市表现较优，创业板指全年上涨 64.96%，涨幅位居全球第一，其次为纳斯达克指数，全年涨幅为 43.64%，对应英国富时 100、恒生指数全年涨跌幅分别为-14.34%、-3.4%；2）各国股市内部结构分化明显，成长风格涨幅居前，顺周期板块涨幅相对较差，以中国市场为例，全年涨幅居前的行业为电力设备&新能源、食品饮料、休闲服务、军工、医药等，而建筑、房地产、通信等行业指数全年收跌。

全球流动性宽松，叠加经济复苏预期，大宗商品价格也有不错涨幅：1）白银、黄金涨幅居前主要因贵金属的避险属性、商品属性、金融属性共同发力；2）全球流动性宽松+经济复苏更有利于全球定价的顺周期商品价格保持上行趋势，例如铜价全年涨幅 25.75%；3）布油全年下跌 21.63%，主要因供给端矛盾及疫情带来需求大幅收缩共同作用，在 OPEC 达成减产协议以及全球经济从疫情的冲击中复苏的预期回暖后，布油价格自 5 月以来基本是上升趋势，未来原油价格或受益于后续交通出行等存在改善空间，但价格的抬升和限产力度以及美国库存的相互博弈，原油难现过高的价格。

美国货币超发导致美元指数不断走低，人民币升值也主要因美元走低，中美两国货币政策的差异导致中美利差处于历史高位。

图 1：2020 年大类资产年度涨跌幅排序（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、2021 十四五开局，制造业迎高质量发展时代

（一）全球化逆流的突围：内循环+双循环

全球化逆流背景下，贸易摩擦的焦点问题在于技术和市场的重新定价。刘鹤副总理曾指出，全球主要矛盾在于不断增加的全球生产能力和全球市场空间狭小，我们的目标是开放前提下应对全球化挑战，使中国成为市场规模巨大的创新型国家。市场是最稀缺的资源，另外一个技术。内循环+双循环新发展格局是指，内循环利用中国自身规模巨大的市场，通过技术创新创造需求，即将“技术”+“市场”两种稀缺资源整合，同时立足内循环促进双循环。

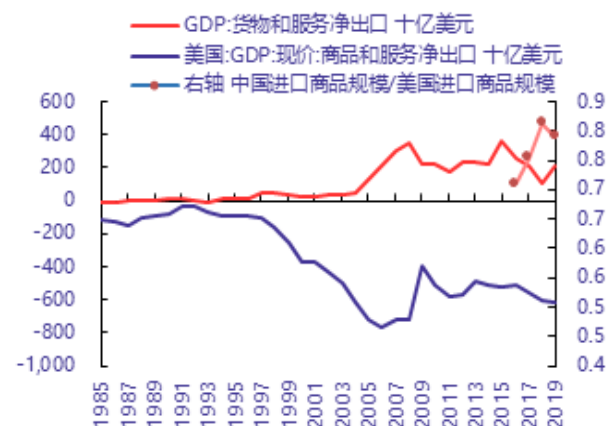
中国具备市场优势。2008 年次贷危机导致美国市场需求极度萎缩，之后叠加欧洲主权债务危机，欧美市场均出现需求不足的问题。在工业品普遍过剩的背景下，市场本身就是最稀缺的资源。中国人均 GDP 逐年上行，消费市场逐年扩大，目前达到美国市场规模的一半以上，中国的进口规模达到美国 80% 左右。

图 2：中国消费市场规模不断扩大



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 3：中国进口商品规模接近美国的 80%，贸易顺差收窄



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）全球化逆流的突围：中欧投资协定达成

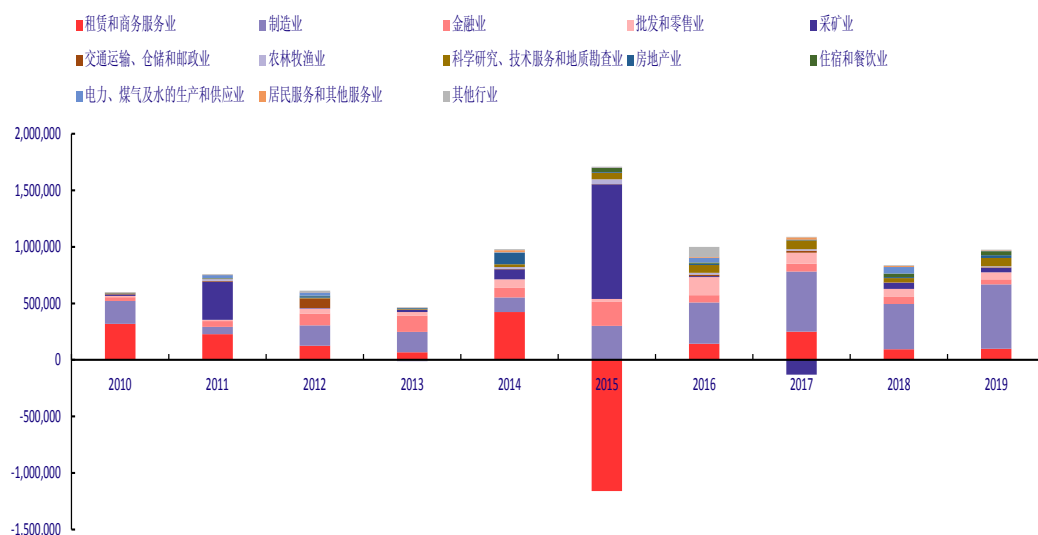
2020 年 12 月 30 日晚间中欧领导人共同宣布如期完成中欧投资协定谈判。习近平主席强调，中欧投资协定展现了中方推进高水平对外开放的决心和信心，将有力拉动后疫情时期世界经济复苏，为构建开放型世界经济做出中欧两大市场的重要贡献。

中欧投资协定致力于制度型开放，协定的一个主要方面是市场准入的承诺，为中欧双方企业带来更多的投资机会，同时协定中公平竞争规则还可以为双方企业提供更好的营商环境。中方在中欧投资协定中提出了金融、汽车、医疗、生物资源研发、计算机服务、云服务等领域市场准入制度的改善，希望可以将高质量的产品和技术引进来，提供更好的服务给人民。同时，欧盟同意向中国开放投资可再生能源领域，有利于我国光伏、风电企业继续发挥其全球竞争力。

目前特朗普推动的全球单边主义盛行，尽管拜登上台，但中美关系仍存在较大不确定性的背景下，中欧投资协定的达成有利于稳定中国和欧盟的关系并且带动双方投资及贸易额的增长。2019 年中国对欧盟直接投资流量 97.55 亿美元，2016 年以来增幅基本不变，占中国对外直接投资规模约 7.8%，其中主要以制造业为主，其次为商业服务、零售业等；2018 年欧盟对中国大陆直接投资净流量 65.92 亿美元，前值为 120.78 亿美元，2016 年以来为下行趋势，但投资净收益 199.64 亿美元，持续为上升趋势，说明欧盟对中国大陆的直接投资回报率在上升，若中国放宽部分行业市场准入，我们认为欧盟有较大动力增加对中国大陆的直接投资，增加

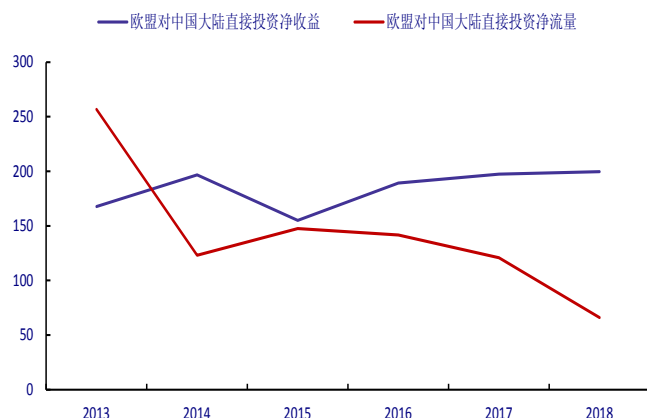
中国实体经济向高质量发展的动力；2020年1-11月中国与欧盟之间的贸易总额为5813亿美元，同比增长3.5%，占我国对外贸易总额的13.9%，为我国第二大贸易伙伴，中国对欧盟贸易顺差为1200亿美元，接近于中国GDP的1%，未来中国有望在欧盟重点发展的新能源领域发挥本土光伏、风电企业的竞争优势和全球竞争力而进一步受益。

图4：中国对欧盟直接投资流量（万美元）



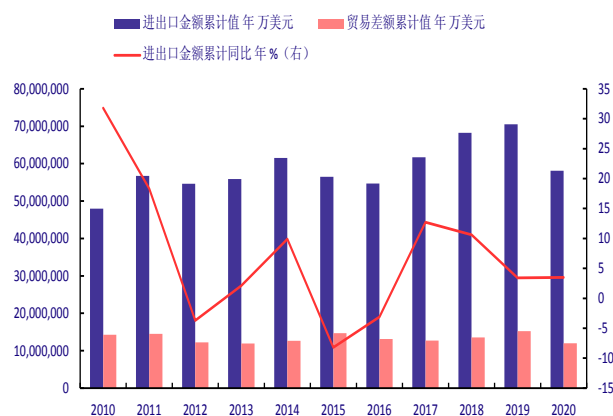
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图5：欧盟对中国大陆直接投资（亿美元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图6：中国与欧盟贸易额



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）政策、制度保驾护航：制造业高质量发展

1、制造业投资结束下滑趋势，技术引领高质量发展

过去二十年，中国经济增长方式主要划分为两个阶段，大概十年的周期。

2000年以后，中国加入WTO，叠加人口红利，中国外贸出口导向制造业空前发展。2008年次贷危机以后叠加欧债危机，外需不足，制造业面临压力，制造业投资占比在2012年达到高点以后，叠加中国刘易斯拐点人口红利逐步消失，中国经济下行压力增加，制造业投资占比持续下行。中国经济增长方式由外贸出口转为依赖房地产和基建投资。基建+房地产投资占比持续抬升。2018年中美贸易战，中国对美出口受阻，制造业投资占比加速下降。

2021 十四五开局，我国迎来经济转型升级的关键时期，制造业高质量发展可期。

十四五明确制造强国，保持制造业投资占比稳定，技术引领高质量发展，制造业投资占比将结束 10 年来下滑趋势。2021 年是中国发展新格局的趋势拐点之年，新老经济将加速分化，“新经济”高成长的稀缺性体现在高估值，“老经济”体现在常态化退市和信用债市场垃圾债券继续出清。

2、房贷集中度管理制度将扭转金融资源配置方向，金融更好服务实体经济

图 7：制造强国，保持制造业比重基本稳定

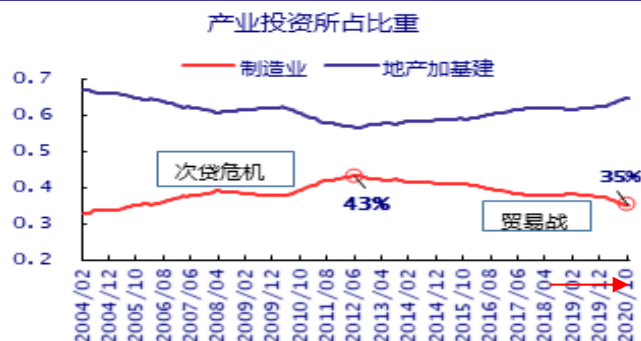
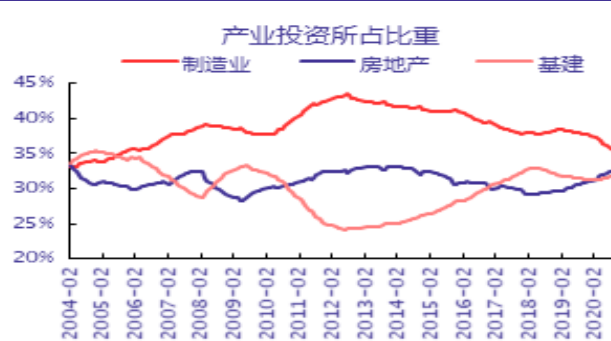


图 8：房住不炒，基建向新基建过渡



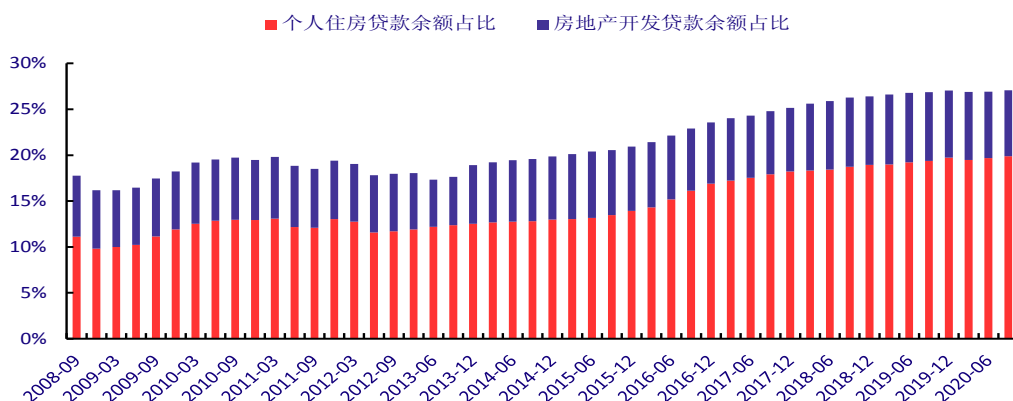
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

“房住不炒”的基调延续，严控房地产贷款及个人住房贷款或将倒逼金融机构资金向制造业流动。继监管对房地产企业实施融资“三道红线”，从资金需求方限制资金流入房地产行业后，2020 年 12 月 31 日，人民银行、银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，要求各银行业金融机构房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比不得高于人民银行、银保监会确定的相应上限，自 2021 年 1 月 1 日起实施，超出 2 个百分点以内的，业务调整过渡期为自本通知实施之日起 2 年，超出 2 个百分点及以上的，业务调整过渡期为自本通知实施之日起 4 年，此新发管理制度意在从资金供给方限制资本流入房地产行业。

房地产相关贷款挤占其他实体经济融资的趋势有望出现拐点，新增贷款将更多向制造业倾斜。房地产相关贷款业务增速显著高于其他贷款平均增速，截止 2020 年 3 季度，金融机构各项贷款余额 169.4 万亿，其中个人住房贷款、房地产开发贷款所占比例为 19.9%、7.18%，占比基本呈现逐年增长的态势。但是在监管从需求和供给两端压降资金流入房地产行业后，过去房地产相关贷款占全部贷款规模比例逐年增长的趋势有望出现拐点。新增贷款将更多向制造业倾斜。

图 9：个人住房贷款、房地产开发贷款余额占金融机构全部贷款余额比例



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相较于 2020 年四季度的新增涉房贷款不超过 30% 的监管要求来看，此次对于贷款余额的上限规定，将对银行信贷资源配置产生更加直接的影响。房地产相关融资需求对于金融资源的挤占将趋势性扭转。

对于从上市银行情况统计来看，目前银行房贷占比与制度规定标准差异不大，部分银行已经超限，比如建行，个人住房贷款占比 34%，兴业银行和浦发银行房地产贷款占比 33.7% 和 27.9%，也已经超限。后续新增贷款将大幅压降房地产相关贷款，以在限期之内完成目标要求。

表 1：上市银行房地产相关贷款占比情况

银行业金融机构 构分档类型	房地产贷款 占比上限	2019 年实际值	2020 年 H1 值	个人住房贷 款占比上限	2019 年实际值	2020 年 H1 值
中资大型银行	40%	36.8%	36.3%	32.5%	31.5%	30.8%
中资中型银行	27.5%	26.2%	26.9%	20%	17.1%	17.5%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（注：根据 A 股上市公司数据整理，大型商业银行不包含国开行，中型银行不包含进出口银行和恒丰银行。）

银行贷款向房地产行业倾斜的趋势有望转向制造业。央行 2020 年第四季度例会再次强调，加大对科技创新、小微企业和绿色发展的金融支持，引导金融机构增加制造业中长期贷款。由于个人按揭、房企开发贷等贷款期限多为中长期，压降房地产相关贷款规模所释放的资金，大概率继续投入中长期项目，如政策引导的制造业领域。

3、退市新规等制度为资本市场健康发展奠定制度基础，助力产业结构升级

2020 年 12 月 31 日，沪深交易所正式发布了修订了退市制度的上市规则，相较此前的征求意见稿，正式版本主要优化了以下 3 个方面，1) 从严设置重大财务造假退市量化指标，2) 调整优化组合类财务指标，3) 完善重大违法类退市的限制减持情形。退市制度的修订主要意在提升退市效率、从严管理上市公司、配合注册制的逐步实施从而促进资本市场形成良性的优胜劣汰机制，进而实现资本配置效率的提升，**资本市场改革深化也将助力实体经济产业转型升级，制造业实现高质量发展。**

2020 年 12 月 31 日，证监会发布了《可转换公司债券管理办法》，坚持问题导向、公开公平公正、预留空间的原则，实现可转债市场健康良性的运行。在此管理办法出台之前，可转债市场并没有专门的规定和制度来约束，导致过分炒作、大涨大跌的现象频发，但可转债作为一种兼具“股性”和“债性”的混合证券品种，为企业募集资金提供了多样化的选择，是资本市场全方面发展的过程中不可缺少的一部分。此次管理办法的出台弥补了市场制度不完善的问题，为可转债市场在提高直接融资比重、优化融资结构、增强金融服务实体经济能力等方面发挥积极作用起到关键支撑。

（四）公司后续计划

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_438

