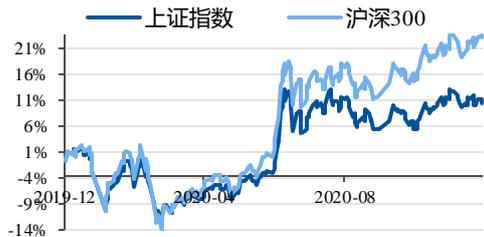


顺周期、双循环、长久期

2021 年宏观策略

2020 年 12 月 30 日

上证综指-沪深 300 走势图



%	1M	3M	12M
上证指数	-0.86	4.80	12.45
沪深 300	1.25	9.82	25.38

罗琨 分析师
 执业证书编号: S0530519050001
 luokun1@cfzq.com 0731-89955773

杨苑 研究助理
 yangyuan@cfzq.com 0731-84403490

相关报告

- 《策略报告: 策略周报 (12.28-12.31): 疫情有所反复, 市场调整即是机遇》 2020-12-27
- 《策略报告: 融资融券周报第 280 期: 两融余额环比下降, 融资净买入额小幅上升》 2020-12-23
- 《策略报告: 策略周报 (12.21-12.25): 政策表述温和, 布局跨年行情》 2020-12-20
- 《策略报告: 融资融券周报第 279 期: 两融余额环比减少, 融资净买入额大幅下降》 2020-12-15
- 《策略报告: 策略周报 (12.14-12.18): 指数向下空间有限, 反弹后有望震荡整固》 2020-12-13

投资要点

- **海外:** 2021 年发达国家垄断初期疫苗供给, 接种速度或超预期, 经济率先复苏, 2021 贸易保持高景气度; 美国消费回暖、补库存、房地产繁荣拉动中国出口, 中国充沛的产能供给使得美国核心通胀压力不大; 美联储扩表速度放缓, 但退出宽松言之过早, 美元处于长周期走弱阶段, 但短期有走强基本面, 商品全面牛市还需要基本面共振。
- **国内:** 2021 年海外需求旺盛, 出口继续维持高景气度, 人民币汇率可能破 6, 利好国内资产价格。消费是国内内生增长动能恢复的关键, 关注收入分配、反垄断、税收改革。看好 2021 年制造业投资, 供给侧改革下制造业转型升级、提质提效是提高供给侧质量、增强内生动能关键。双循环战略下科技创新和消费具备足够长周期逻辑。正确理解货币政策“连续性、稳定性、可持续性”、“不转急弯”, 全球疫情后经济恢复仍然脆弱, 货币政策将退出超常规刺激手段, 但退出节奏较为缓和, 维持宽松平衡状态。2021 年新增社融、M2 等领先指标将回落到名义 GDP 增速附近, 货币领先指标 2021 年上半年见顶, 同步指标下半年见顶。
- **A 股变量展望:** 经济周期框架下, 目前我们处于扩张区间, 扩张周期下, 企业盈利的积累促使企业开始有扩产能意愿, 商品有逐步出现供需紧平衡的可能, 而股票已经度过了估值大幅度增长的阶段, 转而进入到了盈利驱动行情阶段。资本市场是促进直接融资、连接科技创新、居民资产增值、吸引外资的桥梁, 我们继续看好资本市场大发展、慢牛格局形成, 或有可能打破 A 股不能连续 3 年牛市的魔咒。资金久期属性的拉长将增强机构资金对核心资产估值体系下久期的包容度, 但短期过度拥挤的赛道有震荡压力, 长期趋势继续向好。A 股盈利复苏预计延续到下半年, 整体估值提升有空间, 但已经不大, 自下而上选择是关键。
- **投资策略:** 我们看好 2021 年全年行情, 应当摆脱货币政策边际调整后看空权益市场的思维, A 股注册制改革和投资者结构的改变将逐步降低 A 股的周期性, A 股结构性牛市将持续进行。基于 2021 年 A 股整体盈利预测增长 10-15%、长端利率 3.0-3.5%、风险溢价水平保持不变 2% 的假设下, 全年沪指的预测范围在 3600-4100 点之间, 一季度沪指预计将在 3400-3600 点之间寻求突破。2021 年一季度配置思路是“顺周期、双循环、长久期”, 我们看好疫苗在全球范围内推广之前工业品价格通胀预期的持续发酵, 疫苗推出后则需要关注具体供需关系的变化, 周期品以结构性行情为主; 看好双循环战略、出口带动下国内制造业效率、产能提升, 制造业投资景气度向好; 国内经济转型、A 股逐步机构化拉长资金期限属性, 具备长久期属性的科技、消费行业龙头长期向好。(1) 顺周期板块: 重点关注新能源、新基建、高端制造相关的顺周期投资。关注基建、家电、汽车需求恢复更相关的铜、铝, 受益于油价上涨的化工; 关注新能源资源锂、钴; 新一轮制造业扩张带来高端设备需求提升, 关注工业机器人、智能制造、锂电池设备、光伏设备, 关注与海外房地产需求回暖相关的工程机械、工具设备; 关注国内利率中枢上行后对银行、保险板块利润提振。(2) 长久期: 居民收入回升、分配更加公平, 需求侧改革加大力度, 消费逐步回暖, 自下而上找寻具备长久期属性的消费细分行业, 关注二胎开放的可能性, 关注小家电、国产品牌汽车、航空、母婴产业、创新药。(3) 双循环对供给侧提出的要求是科技创新: 碳中和要求下新能源光伏、风电、汽车持续保持高景气度, 资本市场改革力度加大利好券商, 关注 5G 时代对新一代信息技术对需求的刺激, 关注 ARVR、工业智能制造的创新。
- **风险提示:** 疫情再次爆发、疫苗失效、经济下行、中美关系恶化

内容目录

1 海外：2021 年全球经济复苏年	4
1.1 疫苗供给不平衡，发达国家先复苏.....	4
1.2 美国投资、消费复苏带动进口需求.....	5
1.3 美元周期 vs 通胀预期.....	8
1.4 结论：美元长周期下行，短周期有基本面支撑.....	9
2 国内：盈利复苏确定，政策不转急弯	10
2.1 消费恢复决定经济韧性，投资下行、出口高景气度.....	10
2.2 双循环战略关键在于补短板、保内需.....	13
2.3 货币政策“连续性、稳定性、可持续性”是关键.....	14
2.4 结论：领先指标或将见顶，同步指标 2021 年下半年见顶.....	17
3 2021 年 A 股变量展望	18
3.1 周期讨论：经济处于扩张阶段.....	18
3.2 居民配置权益资产大时代已经来临.....	19
3.3 A 股盈利提升确定性高，估值提升空间有限.....	22
3.4 结论：权益资产时代已经到了，2021 年赚盈利增长的钱.....	26
4 投资建议	27
5 引用	28

图表目录

图 1：发达国家新增病例数 12 月后重新大幅度回升.....	4
图 2：发达国家 PMI 持续回升.....	5
图 3：消费和私人投资回暖是美国经济回升主要原因（%）.....	5
图 4：中美企业库存差距拉大.....	6
图 5：中国对海外主要经济体贸易差额（亿美元）.....	6
图 6：美国库存周期和我国对美出口高度相关（%）.....	6
图 7：美国房地产持续去库存，销售套数接近新高（万套）.....	6
图 8：住宅和公寓建造支出同比截然相反（%）.....	7
图 9：中低密度住宅增速远超过高密度住宅（%）.....	7
图 10：美国私人部门净储蓄为历史天量（亿美元）.....	7
图 11：美国消费贷款、住房抵押贷款（亿美元）.....	7
图 12：美国私人储蓄净额和核心 PCE 关系（%）.....	7
图 13：美联储总资产（亿美元）、M2 同比（%）.....	7
图 14：美元处于下行周期，商品价格或将迎来上升周期.....	8
图 15：工业企业利润、增加值超预期恢复（%）.....	10
图 16：制造业 PMI 保持高景气度.....	10
图 17：疫情期间中国在全球市场贸易份额大增.....	11
图 18：中国出口产品结构.....	11
图 19：社会零售中餐饮收入拖累较大（%）.....	12
图 20：居民可支配收入增速与居民杠杆率（%）.....	12
图 21：基建地产产业链产能恢复情况（%）.....	12
图 22：制造业主要产品产量增速（%）.....	12

图 23: 固定资产投资增速 (%)	13
图 24: 高技术制造业投资回补至 2019 年高度 (%)	13
图 25: 传统国际经济循环, 两头在外	13
图 26: 双循环体系下, 国内大循环成为主体	13
图 27: 信用债利差在永煤事件后快速扩张 (BP、%)	15
图 28: 信用债发行量收缩 (亿)	15
图 29: 宏观杠杆率上行, 居民杠杆率上行速度平稳	15
图 30: 商品房销售面积累计同比 (%)	15
图 31: 中债到期收益率 (%)	16
图 32: DR001、DR007 利率下行	16
图 33: 投资是经济恢复的主要拉动力 (%)	17
图 34: 小型企业 PMI 明显低于大中型企业	17
图 35: 利差时钟模型	18
图 36: 中国利差周期	19
图 37: 美国利差周期	19
图 38: 资本市场成为促进双循环关键一环	20
图 39: A 股市场募资金额统计 (亿)	20
图 40: 2020 年公募基金发行份额历史新高 (亿)	20
图 41: 公募基金三季报前 50 大重仓股行业分布	21
图 42: 股票型基金收益率与沪深 300 收益率对比情况	21
图 43: 各行业总市值 CR10 集中度, 11 月以来市场风格向龙头集中	21
图 44: A 股整体盈利增速 (%)	22
图 45: A 股整体营收增速 (%)	22
图 46: A 股各大类行业整体营收增速 (%)	23
图 47: A 股各大类行业整体盈利增速	23
图 48: 全 A 估值仍处于上升通道	24
图 49: 成分调整后的沪深 300 指数市盈率历史水位处于 80% 区间	24
图 50: A 股收益率、10 年期国债收益率及风险溢价水平	24
图 51: 领先指标领先于同步指标见底回升 (%)	26
图 52: 工业企业营收、利润指标领先 A 股营收、净利润 (%)	26
图 53: 第四季度行业涨跌幅排名 (%)	27

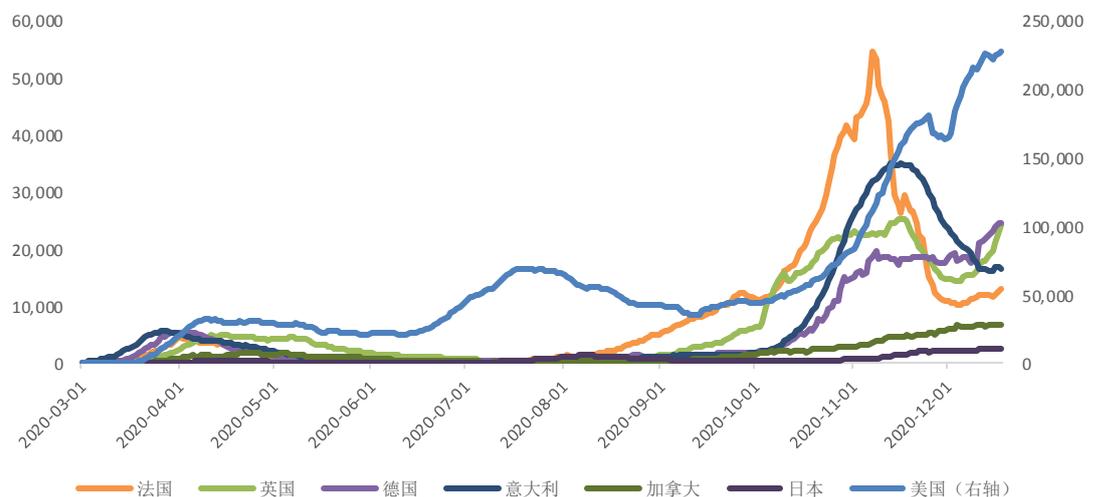
表 1: 行业估值水平, 传统周期板块估值普遍偏低, 食品饮料、中游制造估值景气度较高	25
---	----

1 海外：2021 年全球经济复苏年

1.1 疫苗供给不平衡，发达国家先复苏

2020 年全球经济衰退 4.4%，2021 年全球经济复苏是主题。新冠疫情对全球经济社会的影响，在二战以来未曾有过，对经济的负面影响远超 2003 年非典疫情和 2008 年金融危机。相比 2003 年非典疫情全球仅有 8000 多人感染，2020 年新冠疫情全球确诊人数已经超过 7600 万人、死亡病例接近 170 万人。在新冠大流行下，西方主要民主国家、发达经济体未采取科学、及时的措施导致疫情大面积扩散，进而被迫长时间封锁经济，同时对供给和需求端产生巨大冲击。随着疫苗即将普及和使用，2021 年全球经济的主题将是复苏，根据 IMF 预测 2020 年全球 GDP 增速为-4.4%，在 2021 年疫苗投入使用、需求供给恢复后，2021-2022 经济增速预测分别达到 5.2%、4.2%。

图 1：发达国家新增病例数 12 月后重新大幅度回升



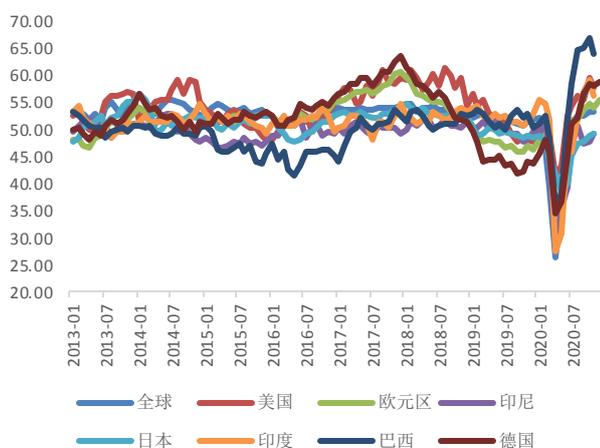
资料来源：财信证券，Wind

2021 年疫苗即将投入使用，高收入国家先获得疫苗，中低收入国家（除中国外）获得疫苗较晚，延缓我国海外订单外流速度。疫苗在早期作为稀缺资源，高收入国家抢先预订了大部分疫苗产能，辉瑞、Moderna、阿斯利康 2021 年的疫苗订单已经被高收入国家垄断。而发达国家由于医疗设施较为发达，接种速度很有可能超过预期。例如，1976 年美国猪流感流行期间，福特政府启动猪流感疫苗接种计划，当年第四季度美国共有 4000 万人接受了猪流感疫苗注射^[1]。因此我们认为在疫苗推进顺利的前提下，美国 2021 年上半年就有可能以超预期的速度实现大部分人群接种，发达国家疫情病例数在进入明年夏天后有可能大幅度下降。而中低收入国家获得疫苗的进度会落后于高收入国家，预计到 2022 年才会开始大量获得疫苗接种，供给端恢复进度会慢于发达国家需求恢复进度。因此我们有理由认为我国出口贸易增速将保持前高后平，部分针对满足发达国家消费需求的劳动力密集型、具备贸易优势的制造业（服装、机电、玩具、家具、机械等）订单将维持长时间国际贸易竞争力。

1.2 美国投资、消费复苏带动进口需求

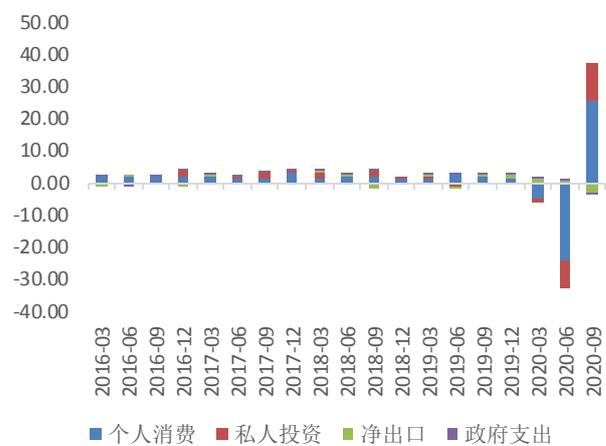
疫情反复并未阻挡海外经济持续回暖。全球制造业 PMI 维持回升趋势，最新美国非农就业人数超预期。虽然海外主要国家遭受疫情冲击，但在大规模的经济刺激下发达国家经济呈现 V 型反转，11 月美国、欧元区、德国 PMI 指数维持在较高的景气度水平。12 月中下旬美国两党就 9000 亿刺激法案初步达成一致，内容主要是针对中小企业和居民的补贴延续，即通过财政政策保护和支持中小企业生存，以提升就业率、保护居民消费，因此消费需求回暖是美国三季度 GDP 增速快速回升的主要原因。

图 2：发达国家 PMI 持续回升



资料来源：财信证券，Wind

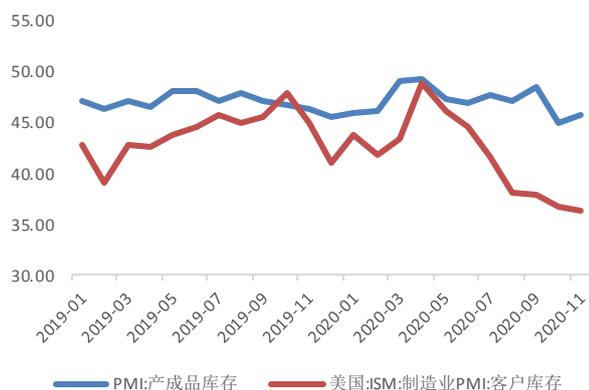
图 3：消费和私人投资回暖是美国经济回升主要原因 (%)



资料来源：财信证券，Wind

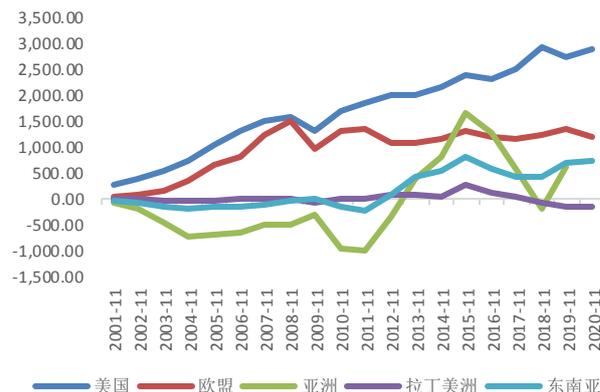
2020 年应对疫情政策选择上，与中国保“供给端恢复”的刺激政策正好相反，发达国家采取的是“保需求恢复”，供给恢复迟缓，恰好形成互补。有别于中国采取严控疫情、保供给的刺激政策，经济结构以消费为主的美国采取了针对消费端为主的刺激，例如美国在 3 月以来采取了总额约为 2.8 万亿美元的财政刺激，对居民部门的财政刺激本质上是“直升机撒钱”模式，保障了居民部门的基本生活消费、社会运转的正常。同时由于美国国内疫情控制失败，进入第四季度秋冬季节以后病例再次大幅度攀升，国内供给端企业仍然未完全恢复正常。海外发达国家针对需求端的刺激使得需求的复苏快于供给端，供给端企业由于疫情封锁导致产能利用率未恢复正常，自有备货库存意愿较低（图 4，中美库存差距拉大）。而新冠疫情影响较大的欧美发达国家进口以中间品和最终消费品为主，因此大规模的货币刺激政策下产生的美元，最终以贸易逆差形式流入到疫情控制得力（图 5）、供给端恢复较好的制造业为主的中国以及新兴市场国家。

图 4：中美企业库存差距拉大



资料来源：财信证券，Wind

图 5：中国对海外主要经济体贸易差额（亿美元）



资料来源：财信证券，Wind

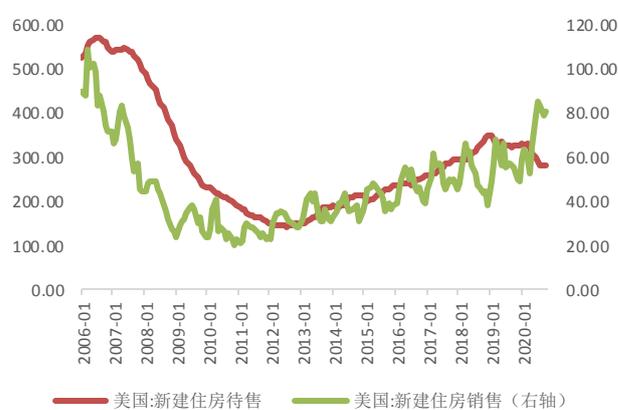
2021 年美国消费回暖、补库存、房地产繁荣将继续拉动中国出口。有别于 2007 年，当时美国处于房地产周期末端，金融系统出现系统性风险后，居民进行信用消费、贷款购房的意愿大幅度下降。此次疫情后美股、美债市场经历的是流动性风险，但并未经历信用收缩风险，社会购买力仍然保存，疫情对经济活动产生了暂时性冲击，在低利率、居民补贴的情况下，一旦企业恢复正常运转、就业恢复正常，居民消费、购房意愿以及企业投资增速恢复较为迅速。

图 6：美国库存周期和我国对美出口高度相关（%）



资料来源：财信证券，Wind

图 7：美国房地产持续去库存，销售套数接近新高（万套）



资料来源：财信证券，Wind

与 2007 年金融危机不同，2019 年以来由于进入低利率环境，美国房地产销售持续扩张，疫情之后更是逆势大幅度上升，房屋销售套数达到 2008 年以来新高，房地产面临补库存压力。原因在于美国中产阶级以上阶层发现疫情集中的城市地带公寓住所健康并不安全，有较大意愿从城中公寓搬至市郊低密度住宅。因此我们看到美国高密度住宅、公寓需求大幅下降，而中低密度住宅大幅上升（图 8、9），形成鲜明对比。因此 2021 年低利率环境下，美国居民部门加杠杆购置房产需求或将释放，美国房地产补库存需求或将超出预期，支撑中国 2021 年的出口增速，地产产业链上的工业品、工程机械、高空作业平台、家具、家庭装修工具等出口型需求或将保持较高景气度，A 股相关产业链公司

值得重点关注。

图 8：住宅和公寓建造支出同比截然相反（%）



资料来源：财信证券，Wind

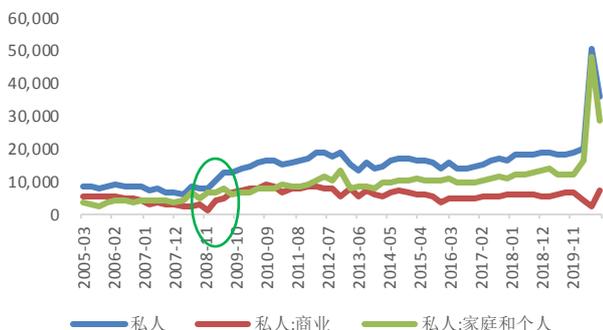
图 9：中低密度住宅增速远超过高密度住宅（%）



资料来源：财信证券，Wind

疫情后美国高储蓄将切换成消费、投资，短期通胀压力或有可能超出市场预期。美国针对居民采取了直接的现金补助，同时由于居家办公、社交隔离等措施，导致居民消费速度放缓，美国目前私人部门储蓄净额达到历史新高（图 10）。待疫情过后居民恢复到信贷消费、加杠杆购置房产的模式，储蓄净额将进一步下降并转换成对消费服务和房地产投资的支出，大量集中释放的需求或将短期推高核心通胀 PCE 预期（图 12）。

图 10：美国私人部门净储蓄为历史天量（亿美元）



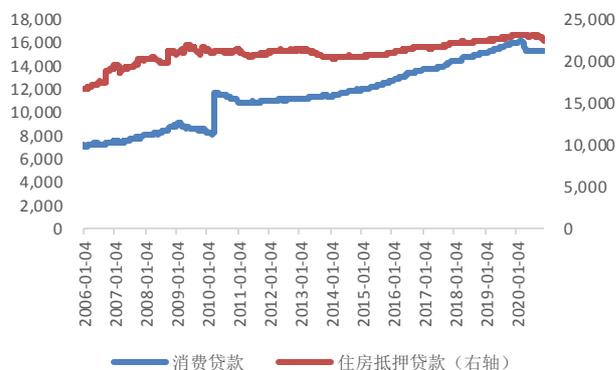
资料来源：财信证券，Wind

图 12：美国私人储蓄净额和核心 PCE 关系（%）



资料来源：财信证券，Wind

图 11：美国消费贷款、住房抵押贷款（亿美元）



资料来源：财信证券，Wind

图 13：美联储总资产（亿美元）、M2 同比（%）



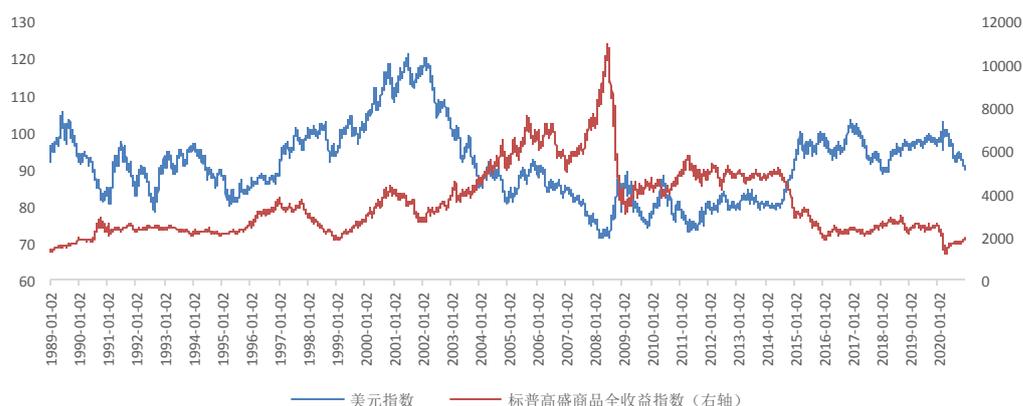
资料来源：财信证券，Wind

2021年美联储货币政策扩表步伐放缓，但加息动作为时尚早。2020年美联储为了应对疫情造成的生产停滞、大面积失业进行史无前例的扩表，美联储总资产从4.3万亿扩张到7.4万亿（图13），领先指标M2增速达到二战后最高水平，经济同步指标在2021年下半年将逐步达到顶峰。预计2021年第二季度以后，美国为主的发达国家通过疫苗实现群体免疫后，供给和需求基本回归正常，居民消费正常后，货币乘数效应放大，美国经济增长预期较为乐观。因此2021年经济恢复正常后货币政策加码幅度必然缩小。但参考2008年金融危机后量化宽松退出难度，以及考虑到美联储调整货币政策框架将2%平均通胀、充分就业作为目标，即使2021年短时间内通胀超过2%，货币政策也较难出现极端的转向。

1.3 美元周期 vs 通胀预期

2020年年初受到新冠疫情冲击，全球市场剧烈震荡，市场避险情绪使得美元指数大幅上升。随着美联储和各国央行的无限量宽松，美元流动性好转、资产价格逐步收复跌幅，美元指数也进入下行通道。对于美元周期的判断对大类资产配置有重要意义，对于美元我们认为应该将长期和短期、美元和商品通胀、美国和新兴市场、欧洲国家结合起来判断。

图 14：美元处于下行周期，商品价格或将迎来上升周期



资料来源：财信证券，Wind

从长周期来看，目前正处于 10-12 年左右美元周期的尾部，处于下行的周期阶段。但美

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_490

