

2021 年宏观与大类资产一致预期调查

证券研究报告

2020 年 12 月 22 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 联系人
linyan@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告: 风险定价 | 躁动已经有了开启之势-12 月第 4 周资产配置报告》 2020-12-21
- 2 《宏观报告: 不急转弯对应的是什么政策环境? -解读中央经济工作会议》 2020-12-19
- 3 《宏观报告: 12 月资产配置报告》 2020-12-16

每年年末, 天风宏观都会通过问卷调查的形式来收集投资者对于第二年宏观和市场的判断, 为投资者制定第二年的战略战术策略提供参考。

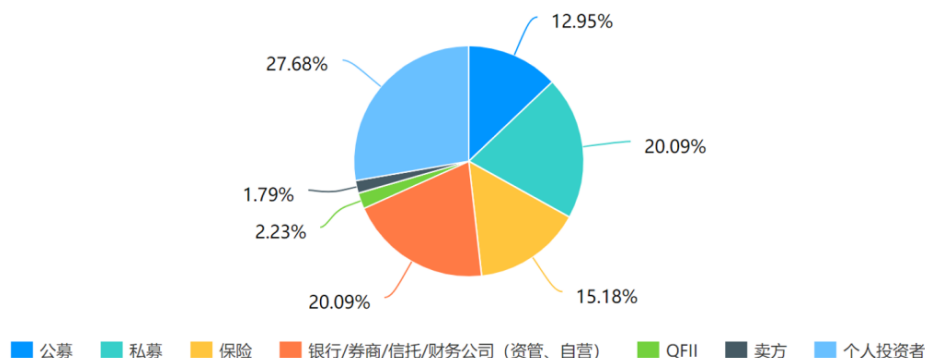
一致预期是否有用? 从以往经验来看, 市场对于宏观经济的一致预期通常在预测逻辑上比较准确, 预测结果出现较大偏差的原因往往是路径上出现了未知的外生性变量, 例如 2020 年的新冠疫情。但市场对于资产表现的一致预期的预测准确率就比较低。这里面有两方面原因: 一方面, 市场的一致预期存在较强的线性外推倾向, 往往倾向于认为当年年底表现较好的资产和板块来年还会保持较强的惯性, 过于重视当前政策和热点的短期影响。另一方面, 市场具有自我实现的特征, 一致预期出现的时候基本也是一致预期正在定价的时候, 因此影响市场边际定价的因素往往在一致预期之外甚至是反面, 比如贸易战、去杠杆、无限量量化宽松等。判断市场还是需要动态的、迭代进化的眼光来观察, 理解和应对。

风险提示: 美国疫情继续恶化, 致死率和重症率急速上升; 信用事件引发信用扩张加速回落; 国内货币政策收紧超预期

1. 受访者结构

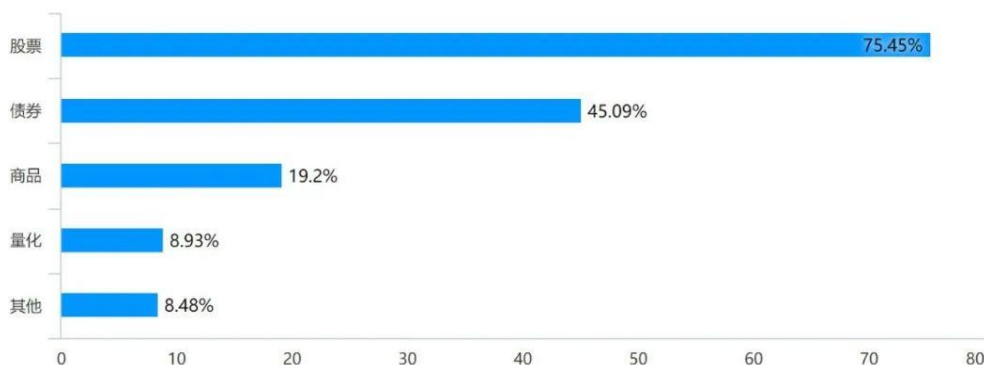
我们以问卷形式调研了部分投资者对 2021 年宏观与大类资产的预期,问题涵盖对国内经济、政策方向、大类资产、海外经济等多维度判断,共收到有效反馈 224 份。224 名受访者中,个人投资者占 27.68%,私募占比 20.09%,银行/券商/信托/财务公司(资管、自营)占比 20.09%,公募占比 12.95%,保险占比 15.18%。受访者的投资/研究方向以股票、债券、商品为主,其中 75.45%为权益方向,45.09%为债券方向,19.2%为商品方向。(注:一名受访者可能覆盖多个方向)。

图 1: 受访者所属机构



资料来源: 问卷星, 天风证券研究所

图 2: 投资/研究方向

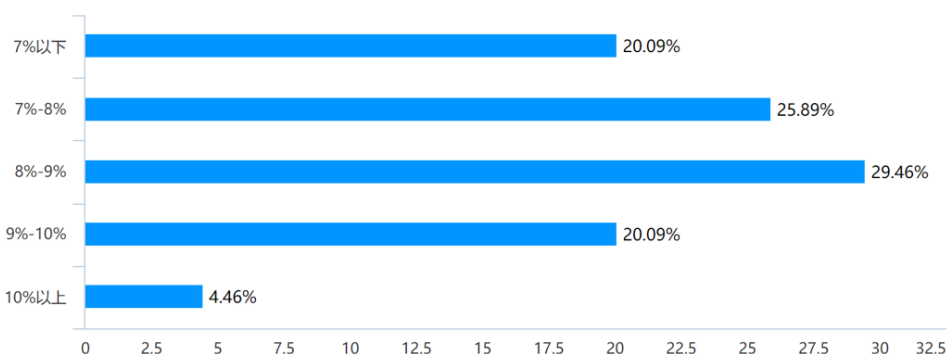


资料来源: 问卷星, 天风证券研究所

2. 对明年中国宏观经济的预期

受访者对明年中国 GDP 增速预期基本以 8%-9%为中心向两边递减分布: 29.46%受访者认为增速在 8%-9%, 25.89%认为增速在 7%-8%, 20.09%认为增速在 7%以下, 20.09%认为增速会在 9%-10%, 4.46%认为增速在 10%以上。

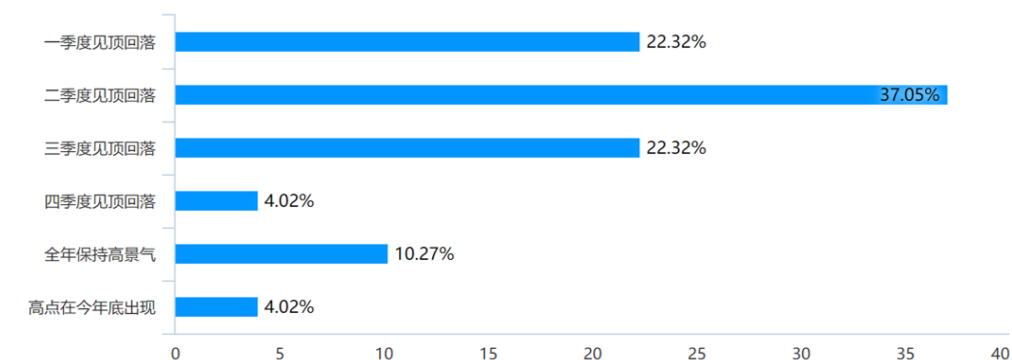
图 3: 明年中国实际 GDP 增速中枢



资料来源：问卷星，天风证券研究所

受访者对明年中国经济走势产生分歧，但主流预期认为明年经济会见顶回落：37.05%受访者认为明年中国经济复苏将在二季度见顶回落，22.32%认为明年中国经济复苏在一季度见顶回落，22.32%认为明年中国经济复苏在三季度见顶回落，4.02%认为会在四季度见顶回落，10.27%认为2021年会全年保持高景气，4.02%认为经济增速的高点在今年年底出现。

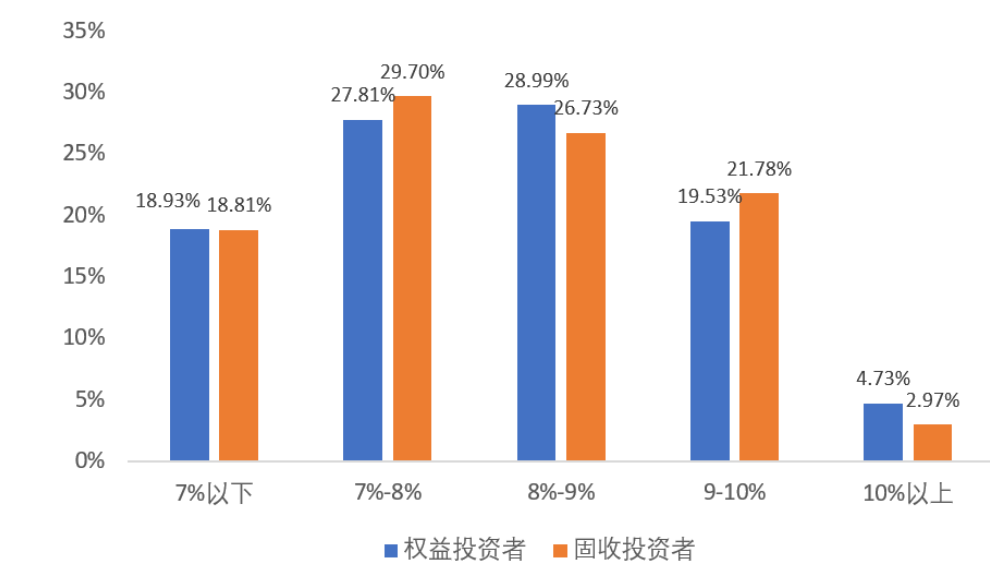
图 4：明年中国经济复苏见顶回落的时间



资料来源：问卷星，天风证券研究所

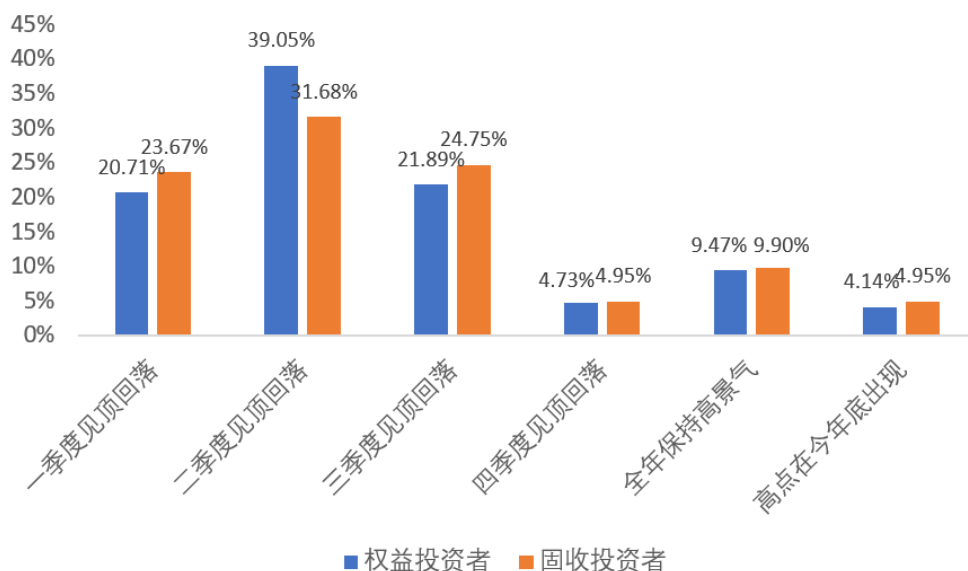
股票投资者和债券投资者对于明年中国 GDP 的预测区间分布总体相差不大。债券投资者对明年 GDP 增速中枢略微悲观，对二季度经济环比见顶回落的一致预期略低于股票投资者。

图 5：明年中国 GDP 增速预期



资料来源：问卷星，天风证券研究所

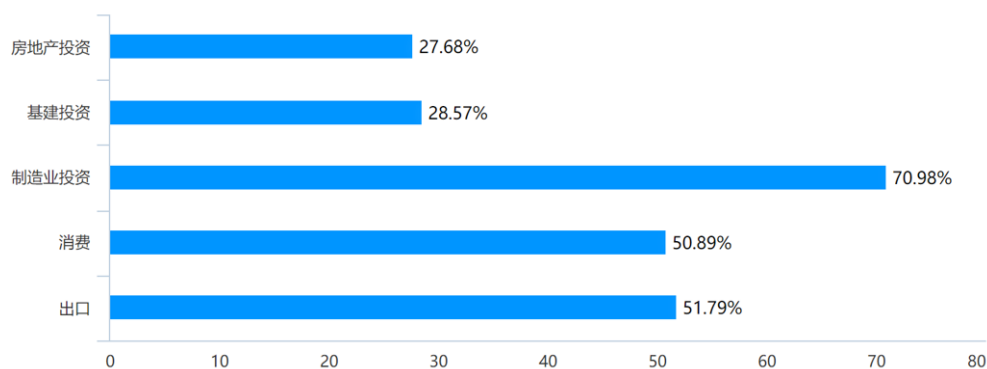
图 6：明年中国经济复苏见顶回落时间预期



资料来源：问卷星，天风证券研究所

超七成受访者认为明年可能促使中国经济好于预期的因素有制造业投资，超五成受访者认为促使经济好于预期的因素有出口和消费。仅有不到三成的受访者分别认为房地产投资和基建投资会有超预期利好。

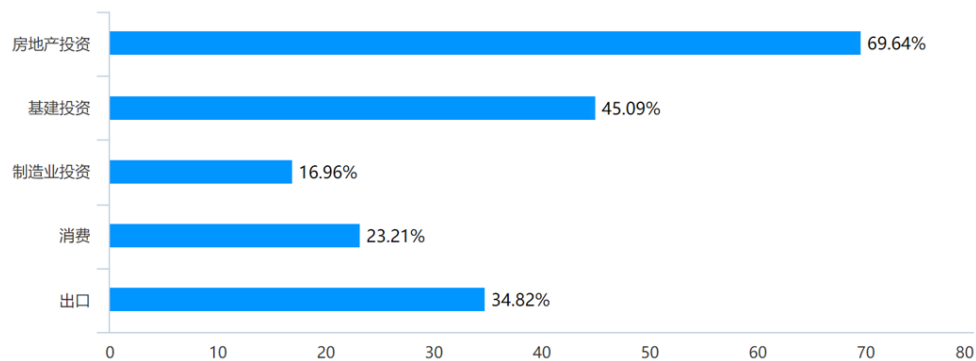
图 7：明年中国经济复苏见顶回落的时间



资料来源：问卷星，天风证券研究所

近七成受访者认为明年房地产投资是导致经济下行的主要风险来源，其次是基建和出口。认为下行风险来自消费和制造业投资的受访者占比较低

图 8：明年中国经济的主要下行风险来源

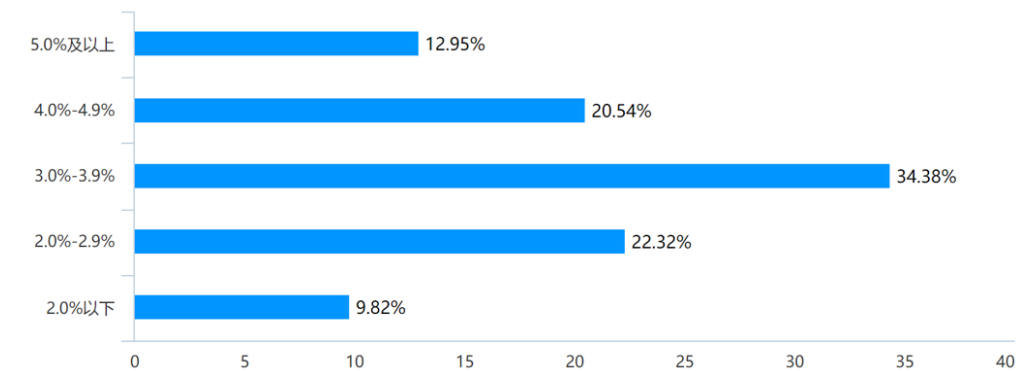


资料来源：问卷星，天风证券研究所

受访者对明年 PPI 的高点预测以 3%-4% 为中心向两边递减分布：超过三成受访者认为明年

PPI 高点在 3%-4%之间，各有约两成受访者认为高点在 2%-3%和 4%-5%。认为高点在 2%以下和 5%以上的受访者占少数。

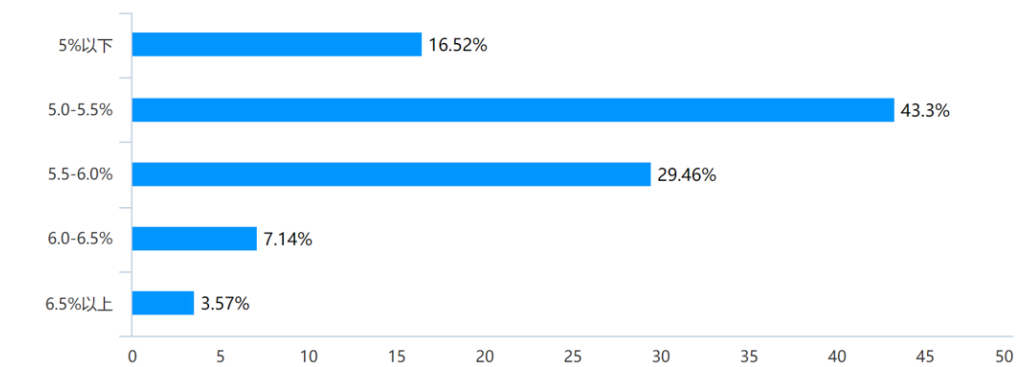
图 9：明年中国全年 PPI 的高点



资料来源：问卷星，天风证券研究所

整体而言，受访者一致预期疫情后的潜在增速中枢较疫情前有所回落。超四成受访者认为疫情过后的中国经济潜在增速在 5%-5.5%区间，另有近三成认为潜在增速在 5.5%-6%区间，认为潜在增速在 5%以下和 6%以上的受访者占少数。

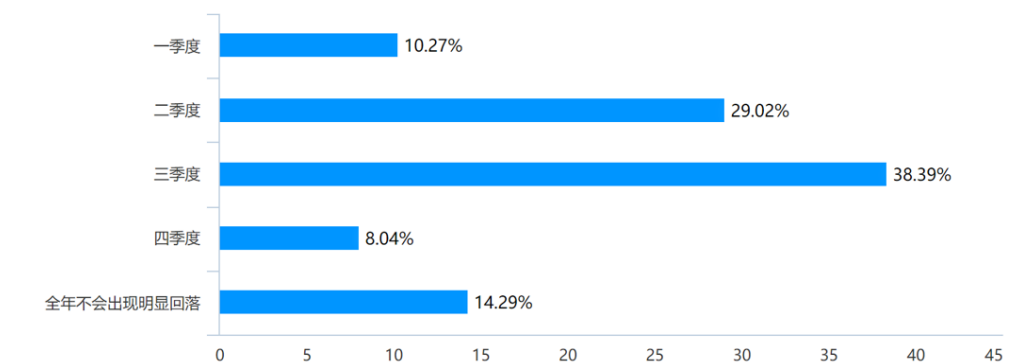
图 10：疫情之后的中国经济潜在增速



资料来源：问卷星，天风证券研究所

多数受访者认为明年出口会出现环比回落，但对环比回落的时间产生分歧。38.39%的受访者认为三季度回落，29.02%认为二季度回落，10.27%认为一季度回落，8.04%认为四季度回落，还有 14.29%认为全年不会出现明显回落。

图 11：明年中国出口出现环比回落的时间

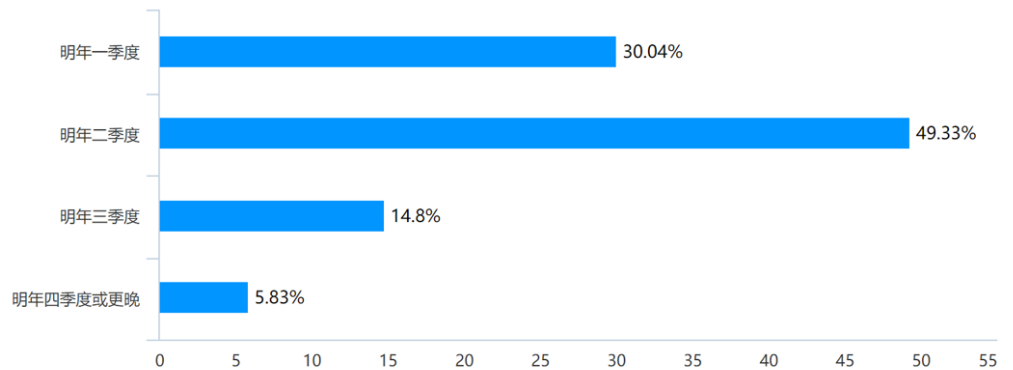


资料来源：问卷星，天风证券研究所

3. 对明年海外宏观经济的预期

主流预期认为发达国家将在明年二季度开始大规模接种疫苗，和目前疫苗进度的新闻报道基本一致。也有三成受访者认为发达国家大规模接种的时间可能提前到明年一季度。

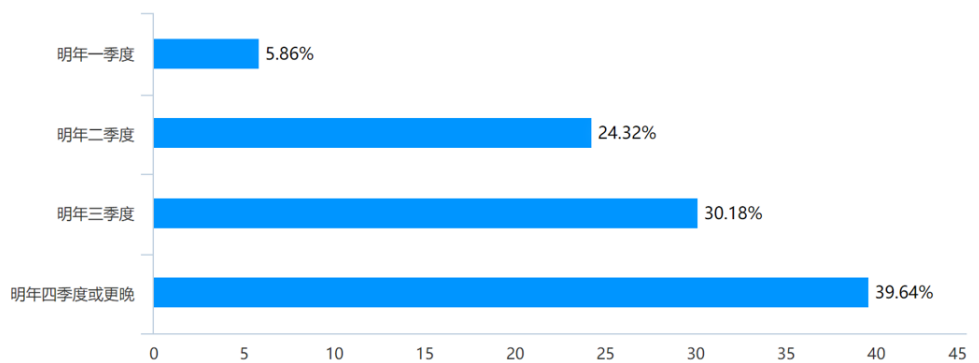
图 12：发达国家（美国、欧盟、英国）开始大规模接种疫苗时间



资料来源：问卷星，天风证券研究所

主流预期也认为新兴市场大规模接种疫苗的时间明显晚于发达国家一到两个季度以上。近四成受访者预期新兴市场在明年四季度或更晚才能开始大规模接种疫苗，三成受访者认为明年三季度开始大规模接种，认为新兴市场在明年二季度甚至更早开始大规模接种疫苗的受访者占少数。

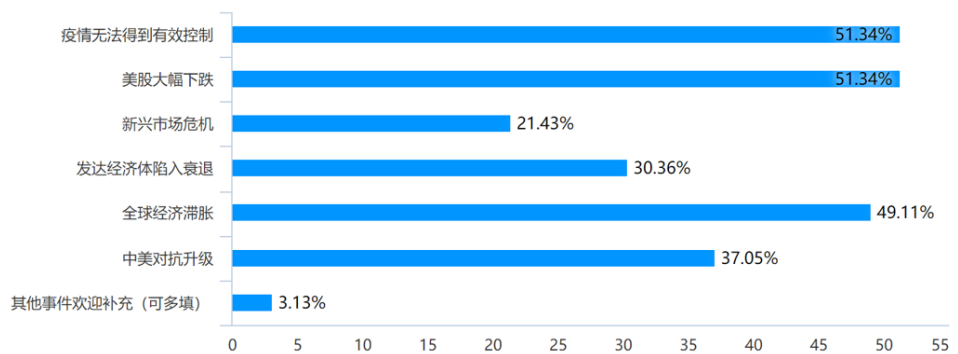
图 13：新兴市场（印度、东南亚、南美）开始大规模接种疫苗时间



资料来源：问卷星，天风证券研究所

受访者最担心的全球风险是疫情无法得到有效控制、美股大幅下跌、全球经济疫后陷入滞涨。另有三成担心中美对抗升级和发达经济体陷入衰退，两成担心新兴市场危机。

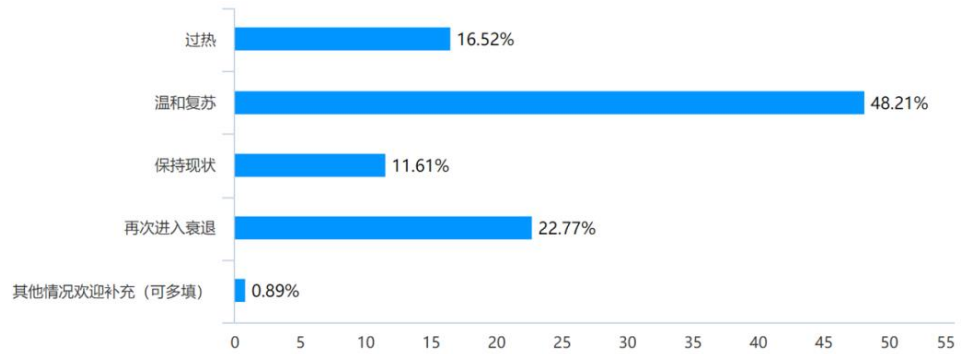
图 14：2021 年最值得重视的全球风险事件



资料来源：问卷星，天风证券研究所

受访者对美国明年经济走势产生分歧：48.21%认为会温和复苏，22.77%认为会再次进入衰退，16.52%认为会过热，11.61%认为会保持现状。

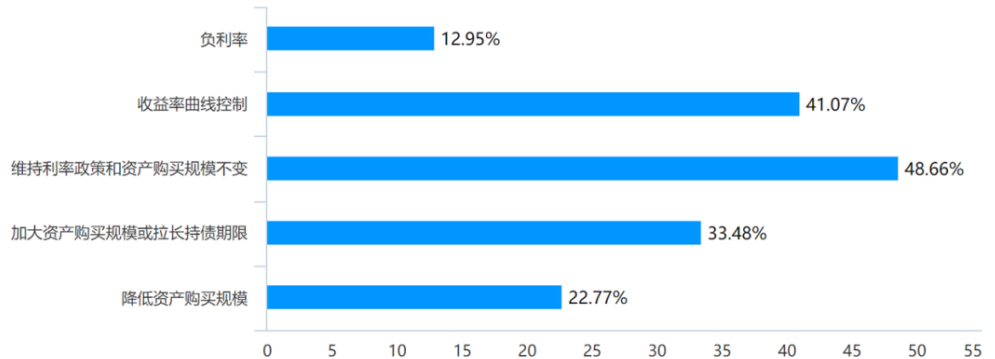
图 15: 疫情控制后的美国经济走势



资料来源: 问卷星, 天风证券研究所

多数受访者认为美联储 2021 年会维持或加大宽松。近半受访者认为明年美联储会维持利率政策和资产购买规模不变, 四成认为会采取收益率曲线控制, 超过三成认为会加大资产购买规模或者拉长持债期限。仅两成认为美联储可能开始退出宽松 (降低资产购买规模)。

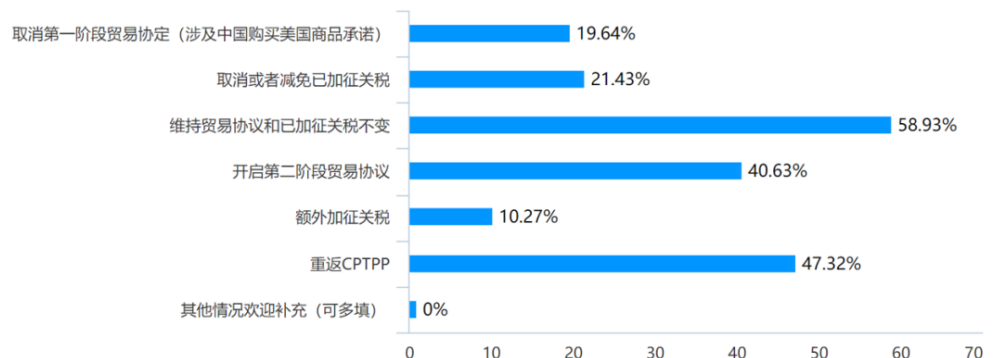
图 16: 美联储 2021 年最可能采取的货币政策措施



资料来源: 问卷星, 天风证券研究所

在明年拜登政府将会如何处理国际贸易问题上, 多数受访者并不乐观。近六成受访者认为拜登政府会维持贸易协议和已加征关税不变, 仅两成认为会取消或者减免已加征关税。对于中美贸易协议, 四成认为美国会开启第二阶段贸易协定, 两成认为会取消第一阶段贸易协定。另有近五成认为美国会重返 CPTPP。

图 17: 明年美国将会如何处理国际贸易问题

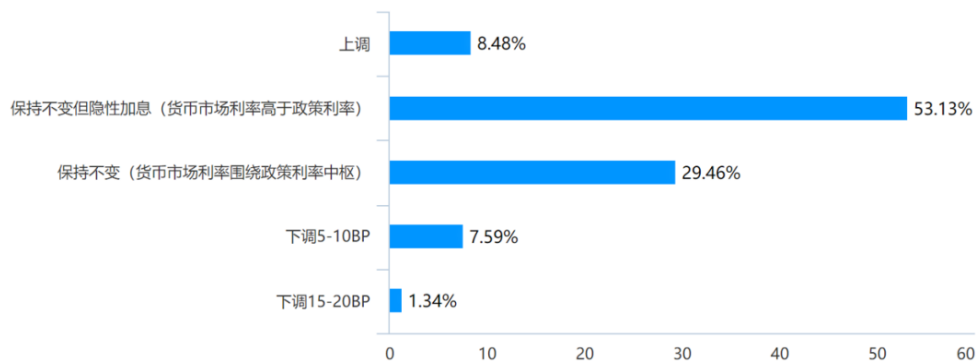


资料来源: 问卷星, 天风证券研究所

4. 对明年国内政策的预期

多数受访者预期明年不会加息。超五成预期明年 MLF 利率保持不变但会隐性加息 (比如减少投放量, 结果是货币市场利率高于政策利率), 近三成预期明年 MLF 保持不变 (货币市场利率围绕政策利率中枢)。预期直接加息或降息的受访者占少数。

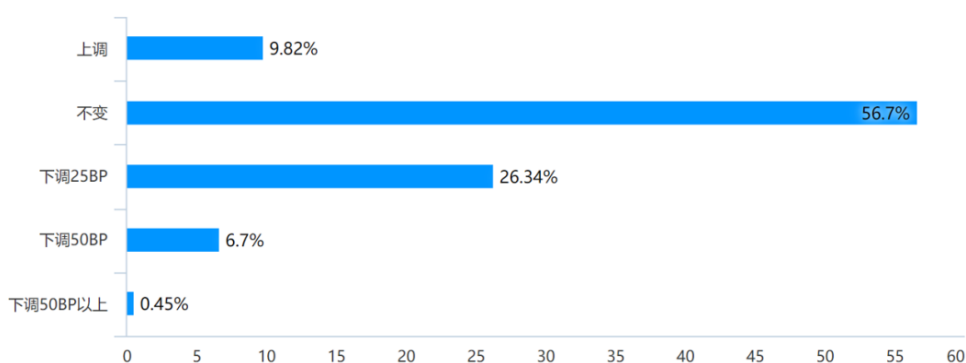
图 18：明年 MLF 利率调整幅度



资料来源：问卷星，天风证券研究所

多数受访者认为明年不会降准。也有不到三成 26.34%认为明年可能降准 25bp。

图 19：明年央行法定准备金率的调整幅度



资料来源：问卷星，天风证券研究所

认为可能降准的受访者，对于降准的时间预期存在分歧。虽然往年年初降准的概率较大，但当前货币政策态度下，仅两成受访者认为降准会发生在一季度，多数受访者认为降准可能的时点发生在明年二季度或三季度的概率更高。

图 20：明年降准时间



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_668

