



海通证券2021年度投资策略报告会
2021 INVESTMENT STRATEGY, HAITONG SECURITIES CO., LTD.



证券研究报告

复苏与挑战 ——21年中国经济与资本市场展望

姜超（首席经济学家、宏观债券研究）

SAC号码：S0850513010002

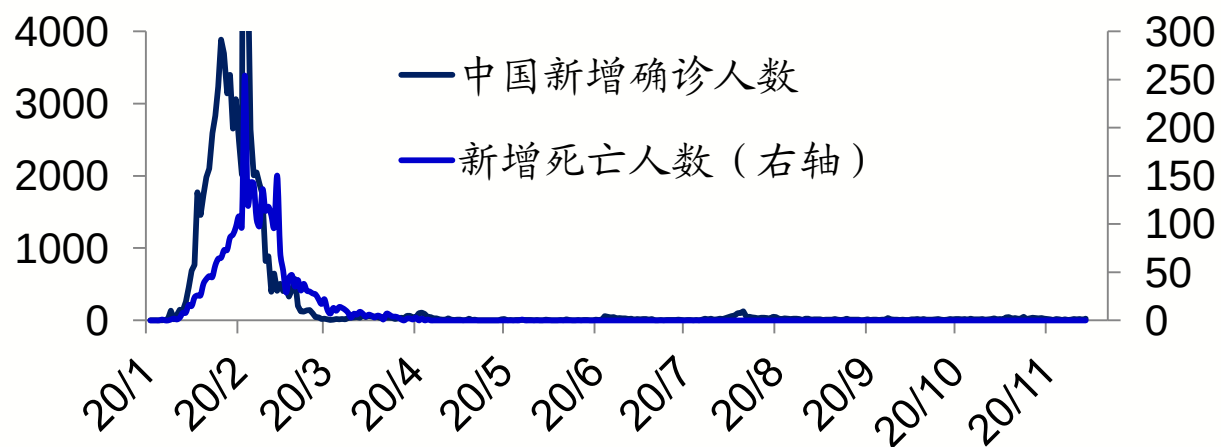
2020年11月25日

1. 抗疫得力经济复苏
2. 信用扩张助力复苏
3. 宽松政策面临退出
4. 大类资产如何轮动

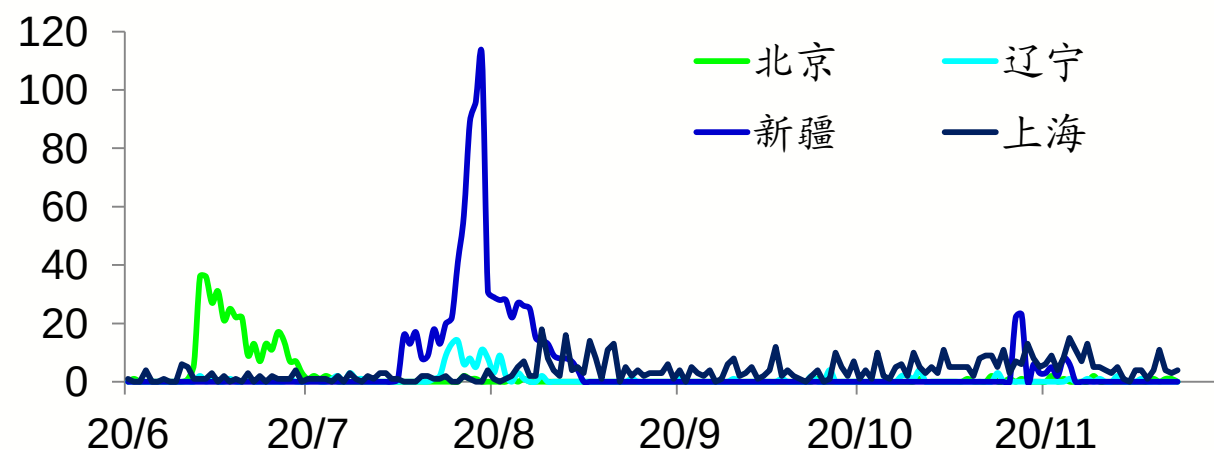
中国疫情率先可控

2020年，影响全球最为重要的事件无疑是新冠肺炎疫情的突然爆发，导致全球出现了经济衰退。但在中国，由于我们采取了及时检测和隔离的正确应对方式，在全球率先控制住了疫情。无论是从新增感染新冠肺炎的人数、还是新增死于新冠肺炎的人数，中国都是在2月份达到高峰、在3月中旬以后就持续位于低位水平。之后虽然北京、辽宁、新疆以及上海等地陆续出现过小规模疫情爆发，但都很快就得到了有效控制，这也意味着疫情对中国的影响在持续大幅减弱。

中国新增新冠肺炎确诊、死亡人数（人）



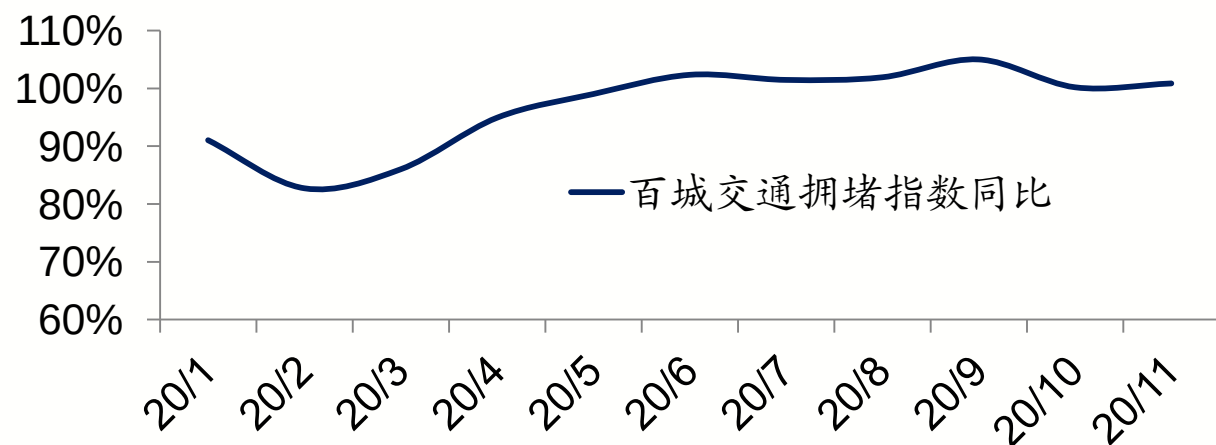
北京辽宁新疆上海四地新增新冠肺炎确诊人数（人）



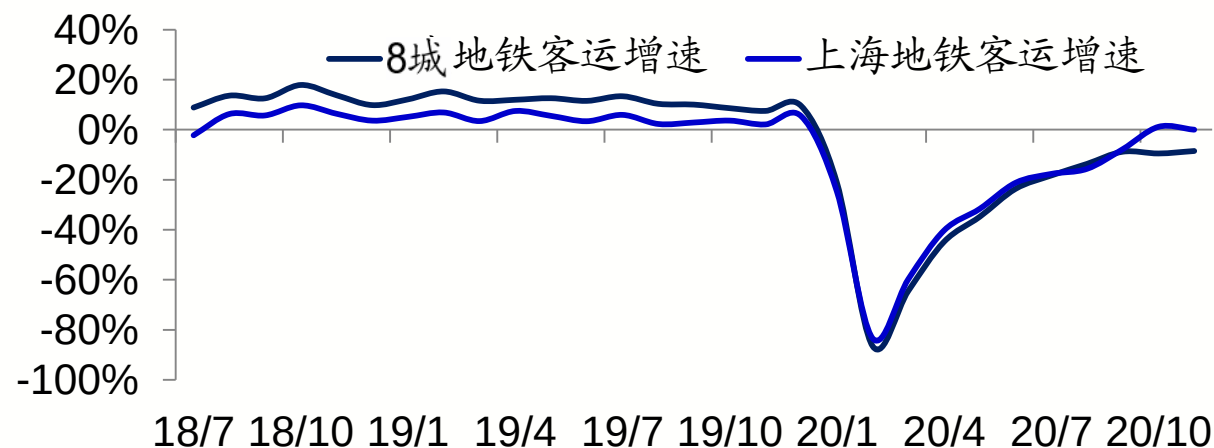
市内出行率先恢复

在疫情最严重的2月份，中国的所有出行全部大幅下滑。但从3月份开始，各类出行开始陆续恢复。其中，市内驾车出行是最先恢复正常的，高德百城拥堵指数在4月份就基本恢复到了正常月份的水平。随后，以地铁为代表的市内公交出行也开始明显恢复。我们统计的北上广深等8城地铁客运数据显示，2月份的8城地铁客流同比降幅超过80%，到10、11月降幅已经不到10%。

高德百城拥堵指数



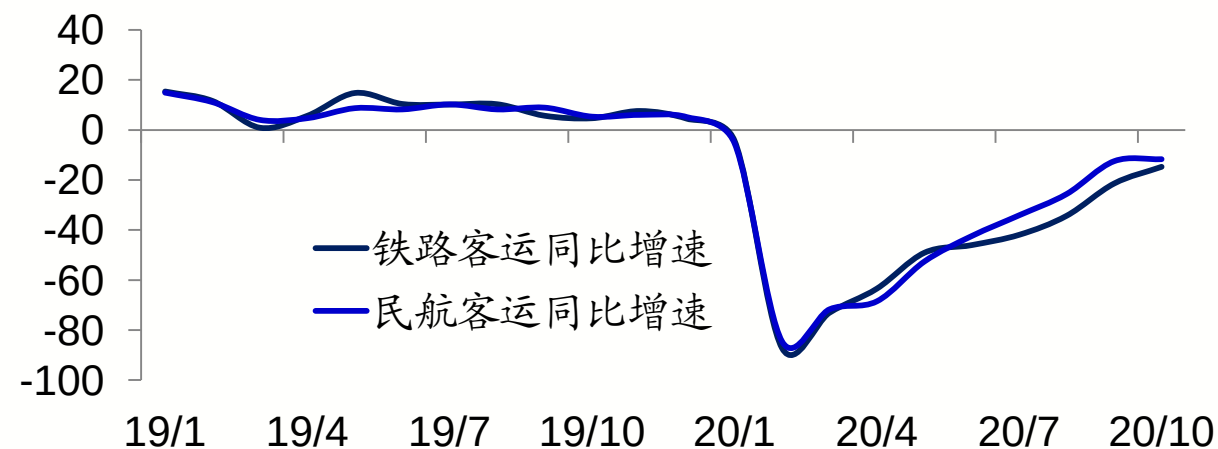
8城地铁客运增速、上海地铁客运增速



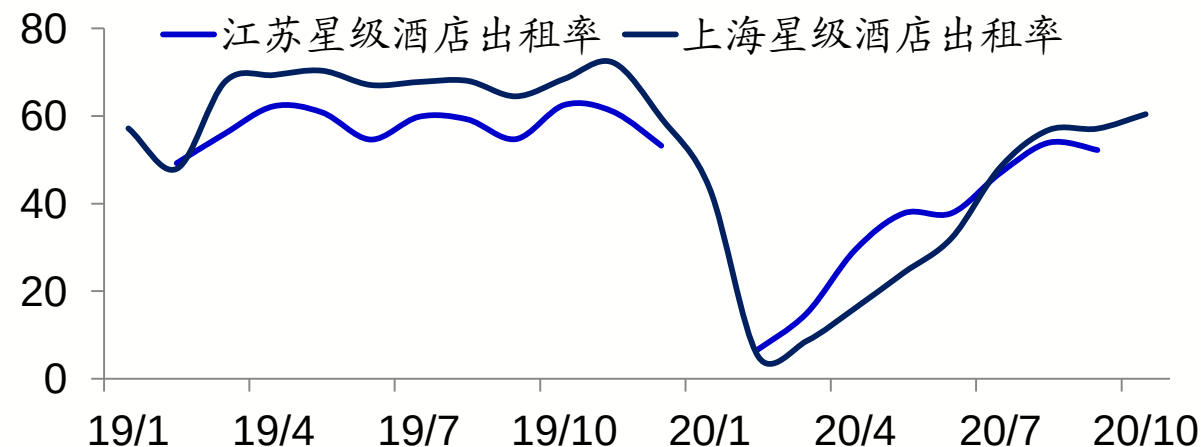
远途出行缓慢复苏

之后，远途出行的铁路和民航客流也开始恢复。今年2月份，中国民航客运同比降幅高达84.5%，铁路客运同比降幅高达87.2%，到10月的全国民航客运同比降幅缩窄至11.7%，铁路客运同比降幅缩窄至15%左右。伴随着远途出行的恢复，酒店出租率也开始回升，江苏和上海的星级酒店出租率在2月份最低的时候只有5%左右，到3季度均恢复到了50%以上，接近去年同期的水平。

铁路、民航客运同比增速（%）



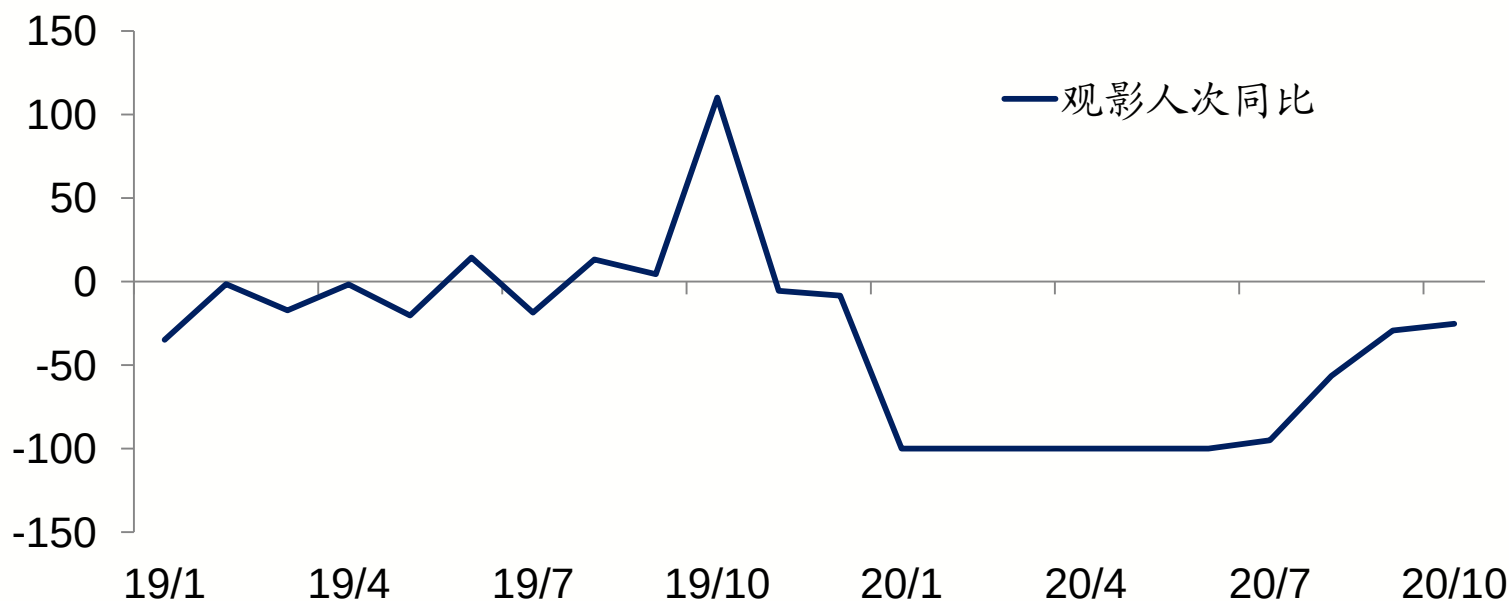
江苏、上海星级酒店出租率（%）



电影行业迅速解冻

而即便是人流最密集的电影行业，在7月下旬也开始逐渐解封，观影人次开始逐渐恢复，7月下旬的观影人次约为去年同期的10-20%，到10月的观影人次已经恢复到去年同期的80%左右。

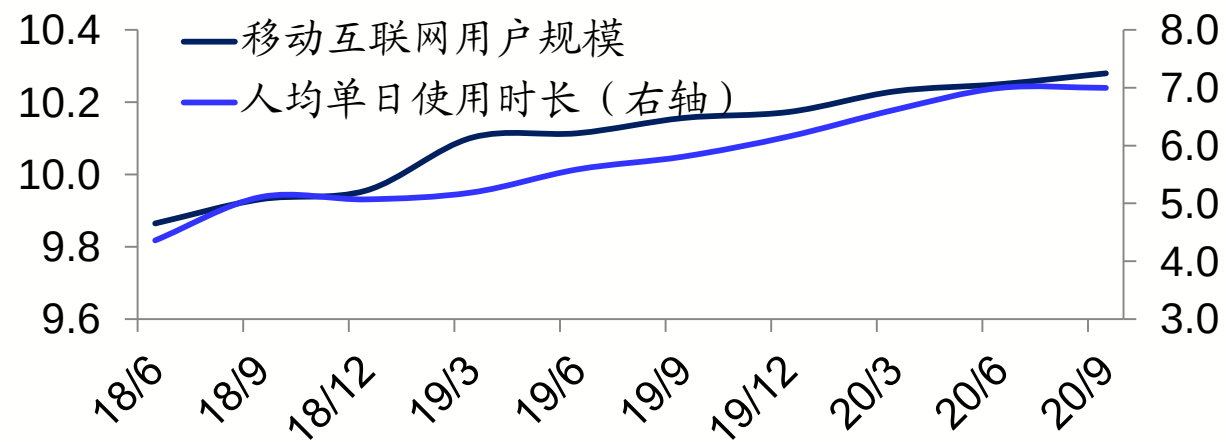
全国电影观影人次同比增速（%）



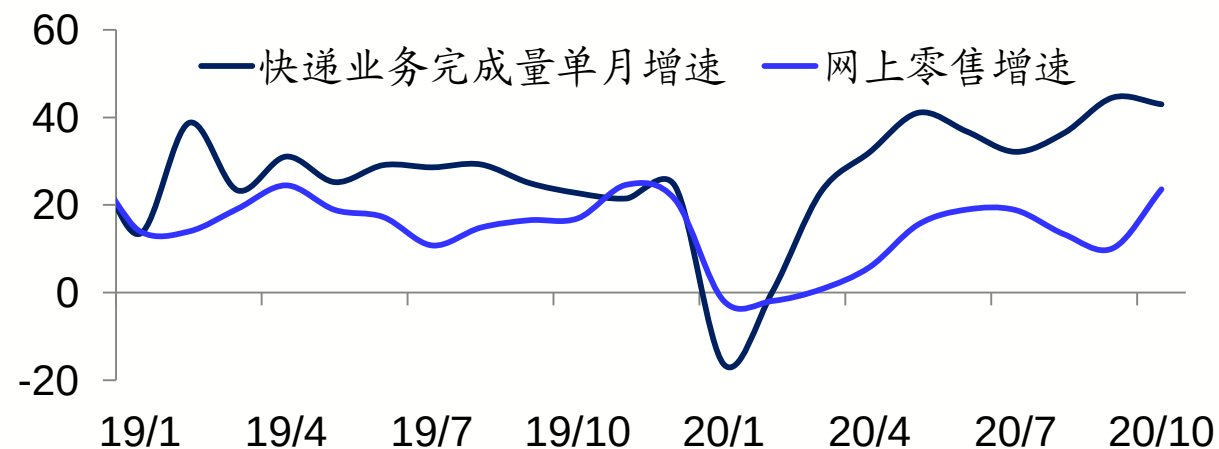
网上经济保持高增

随着人口出行的恢复，中国经济也开始了复苏。在所有行业中，表现最好的是网上经济，因为其完全不受疫情导致的出行限制的影响。易观千帆的数据显示，无论是我国的移动互联网用户规模还是人均单日使用时长，均在**20年**以来持续增长。网上经济蓬勃发展的一个重要体现是网上零售的高增长。今年的网上零售只是在前两月出现了小幅的负增长，在**3月份**的增速就由负转正，到**10月份**的增速依然保持在**10%以上**。与之相对应的是，全国快递业务完成量在**1月**出现了负增长，但**2月**就由负转正，4月以来的增速均超过**30%**。

移动互联网用户规模、人均单日使用时长
(亿人、小时)



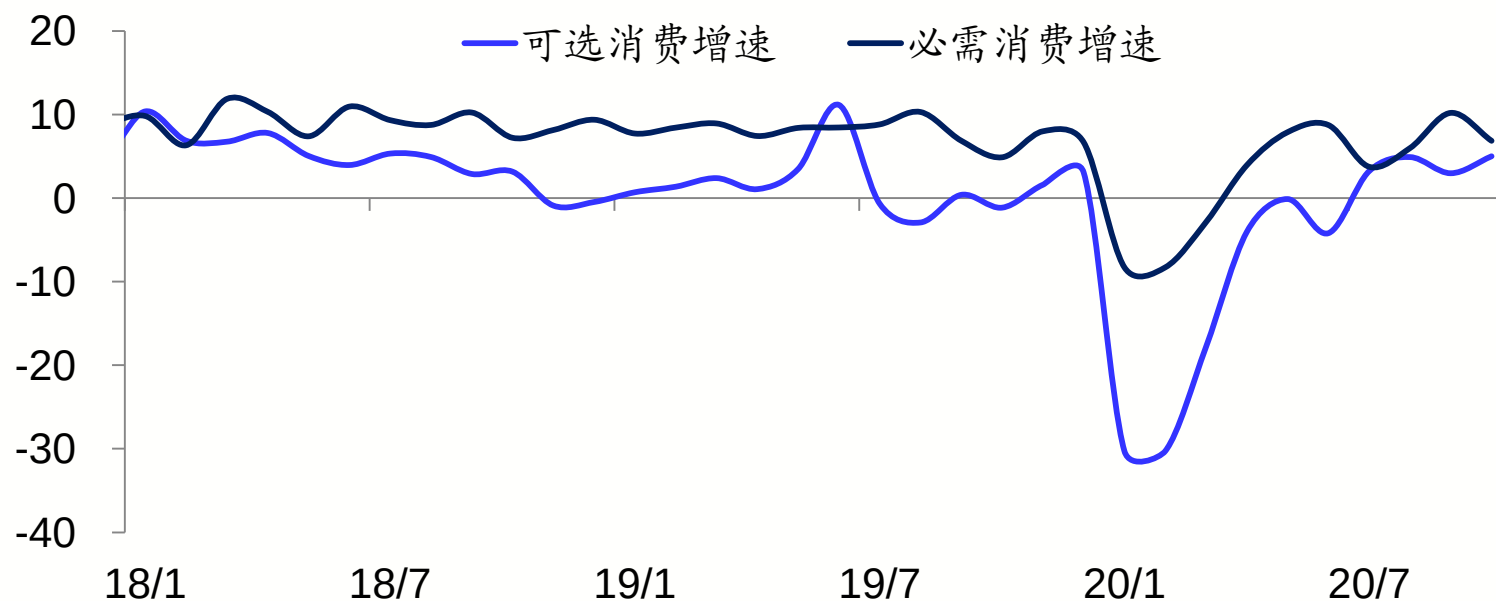
快递业务完成量、网上零售增速 (%)



线下消费：必需可选先后复苏

在传统经济中，最早复苏的是必需消费，主要包括食品饮料、服装和日用品等。虽然在疫情期间限额以上必需消费也一度出现了个位数的下降，但从4月份开始必需消费增速就率先由负转正。包括汽车、家具、家电在内的可选消费受到疫情的冲击相对较大，今年前两月的限额以上可选消费降幅超过30%，而且在整个上半年都维持了负增长。但从7月份开始，得益于汽车消费的大幅回升，可选消费增速也由负转正。

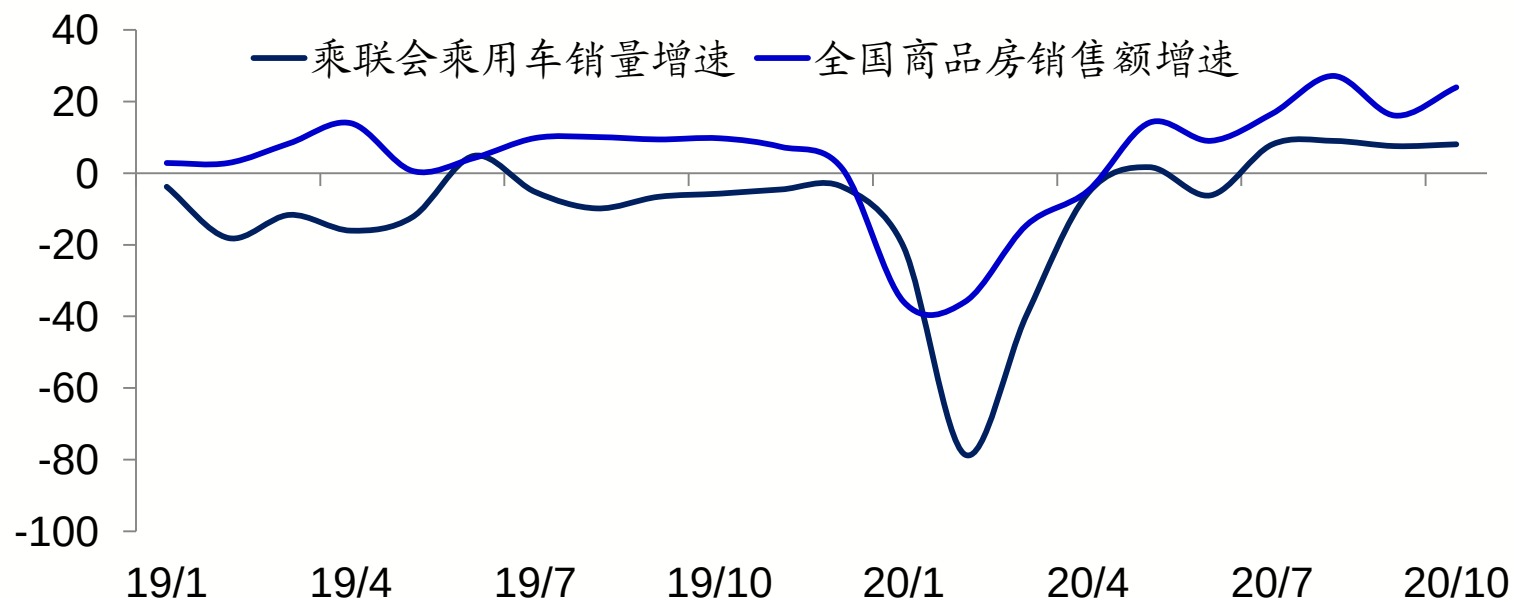
限额以上可选、必需消费增速（%）



房车销售大幅回升

住房和汽车是最大的两类可选消费，我们看到，从3月份开始，这两大可选消费的降幅开始缩窄，而且住房消费的复苏还要领先于汽车消费，4月份全国商品房销售额同比增速就率先由负转正，到8月份的增速已经升至27.1%，10月增速依然超过20%，而7月以来的全国乘用车销售增速也接近10%。

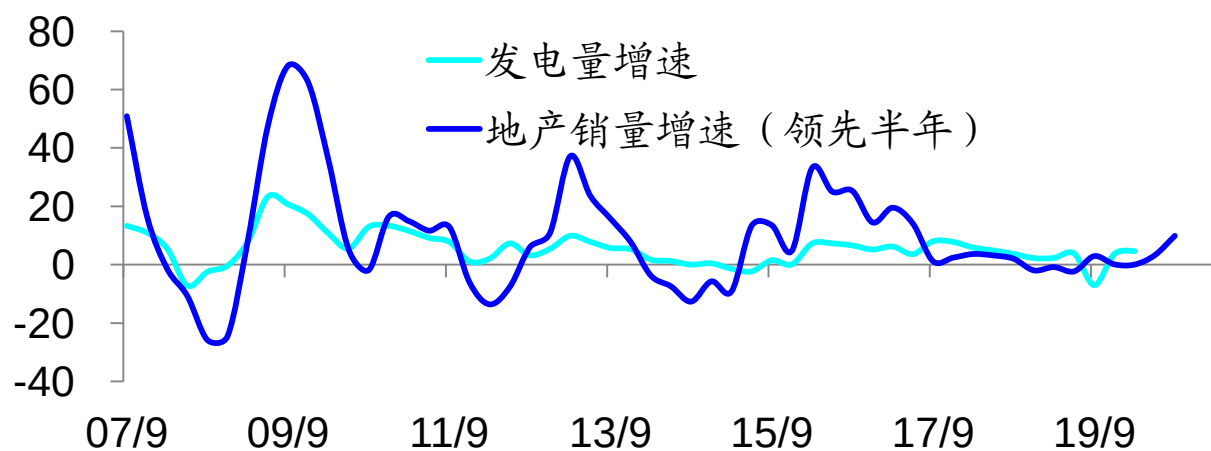
乘联会乘用车销量增速、全国商品房销售增速（%）



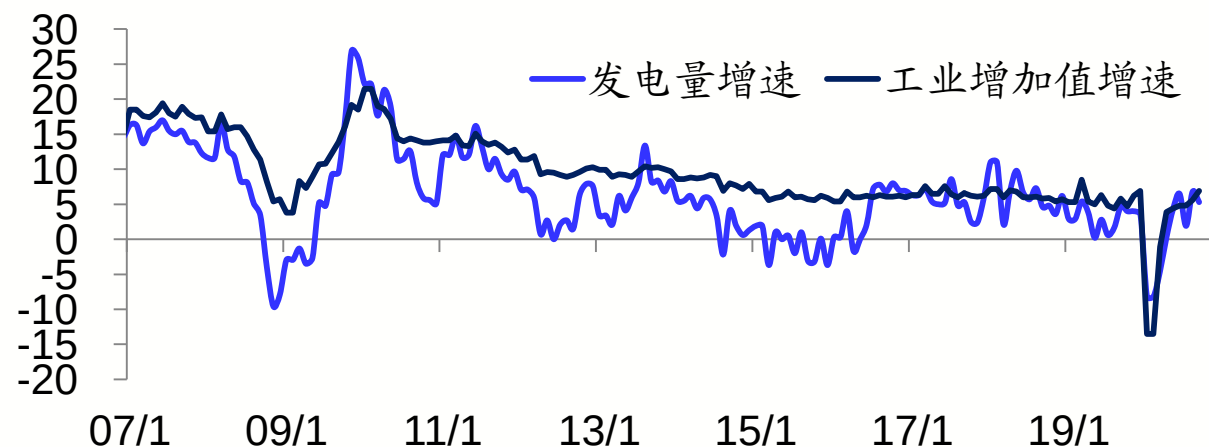
预示工业复苏加快

房地产和汽车代表的是下游需求，其回升将会带动中上游的家具、家电、钢材、水泥、电力等需求，这也预示着4季度的工业经济复苏有望加快。

发电量增速、地产销量增速（%）



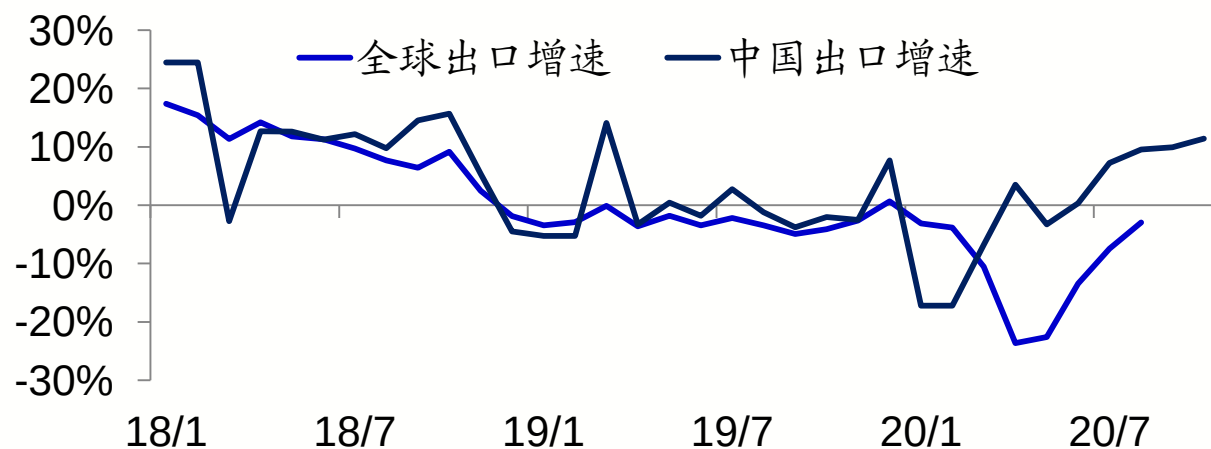
发电量增速、工业增加值增速（%）



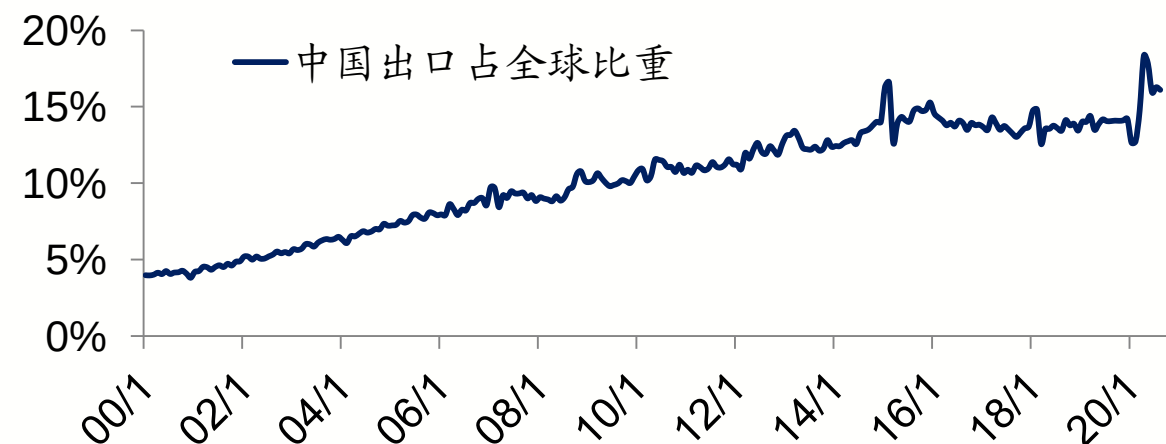
外贸复苏引领全球

而得益于疫情的有效控制，中国的供应链在全球率先恢复，中国出口占全球的比重出现明显提升，外贸的复苏也引领全球，从6月份以来中国出口增速连续5个月保持正增长。

中国出口增速、全球出口增速 (%)

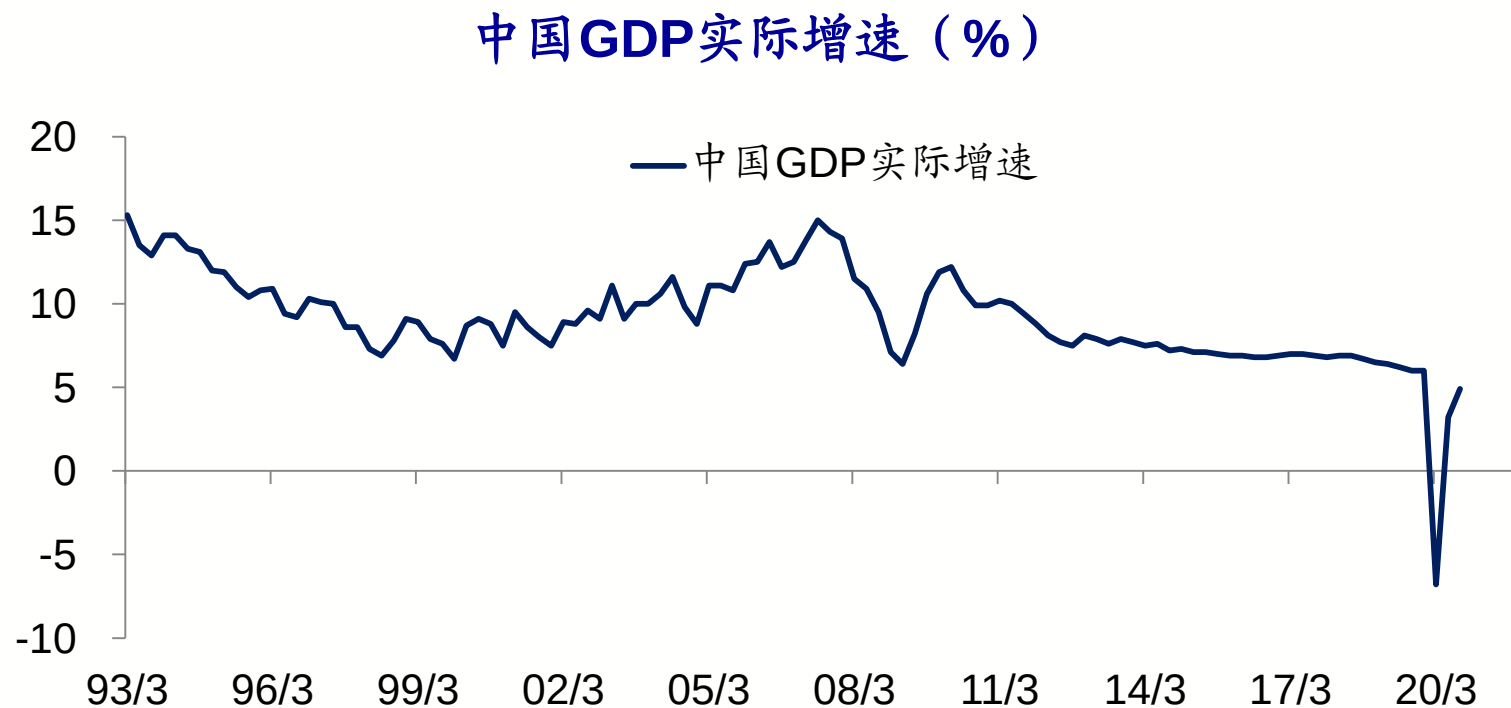


中国出口占全球比重 (%)



经济从衰退到复苏

今年1季度，新冠疫情的突然爆发导致中国经济短期衰退，但由于3月份以后中国的疫情就得到了有效的控制，各类出行持续改善，内外需先后恢复，2季度以后中国经济逐渐复苏，到3季度的GDP增速已经恢复到了4.8%。

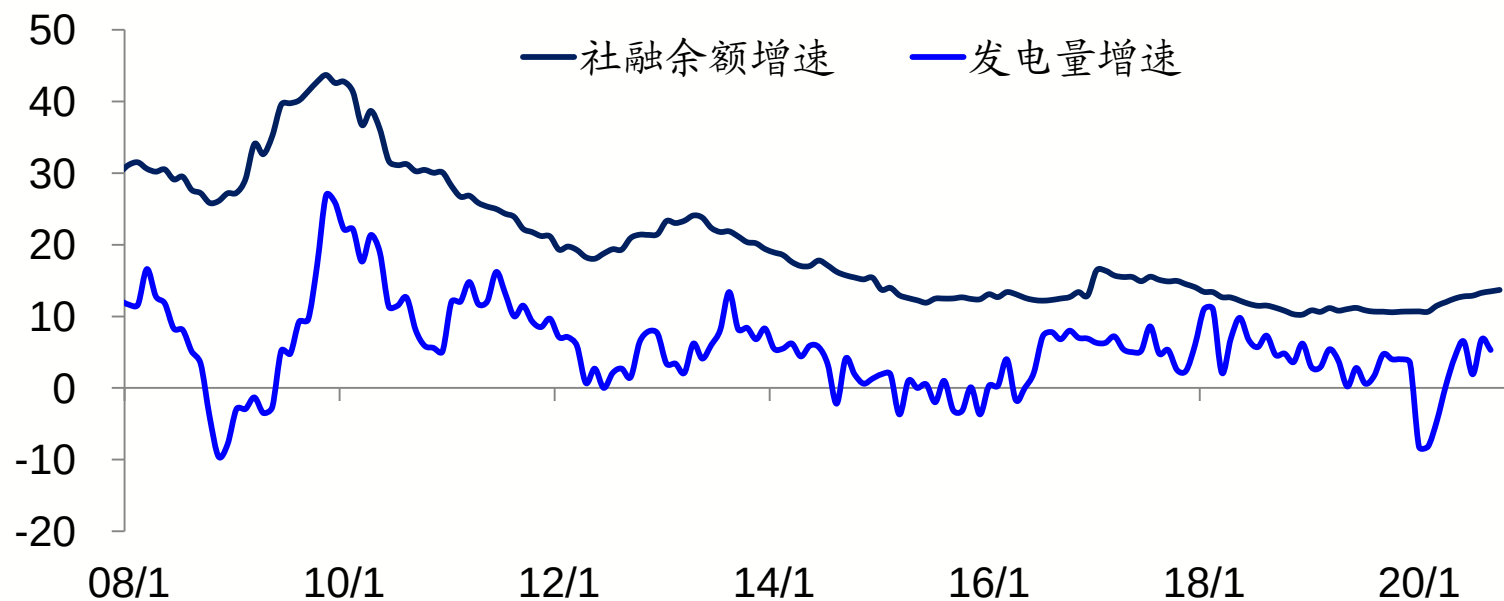


1. 抗疫得力经济复苏
2. 信用扩张助力复苏
3. 宽松政策面临退出
4. 大类资产如何轮动

中国：融资领先经济增长

在货币层面，也可以找到经济复苏的线索。首先，历史数据表明，社会融资总量余额增速是决定中国经济走势的重要领先指标，在08年之后，中国经济曾经出现过3轮经济复苏，在每一轮复苏之前的一到两个季度，都提前出现过社融增速的回升。这一次也不例外，在3月份社融增速开始回升，同时代表经济走势的发电量增速也从底部开始反弹。

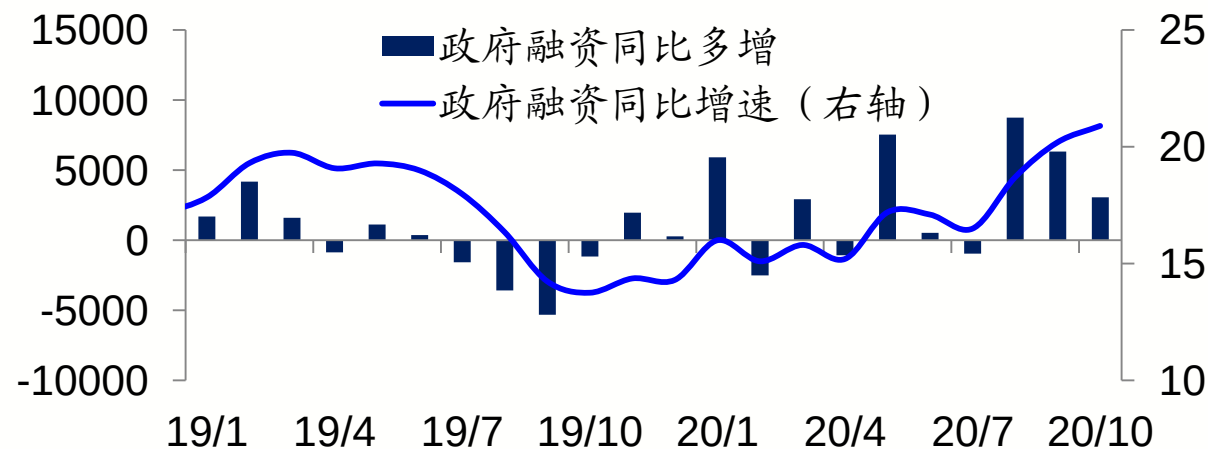
中国社融余额、发电量增速（%）



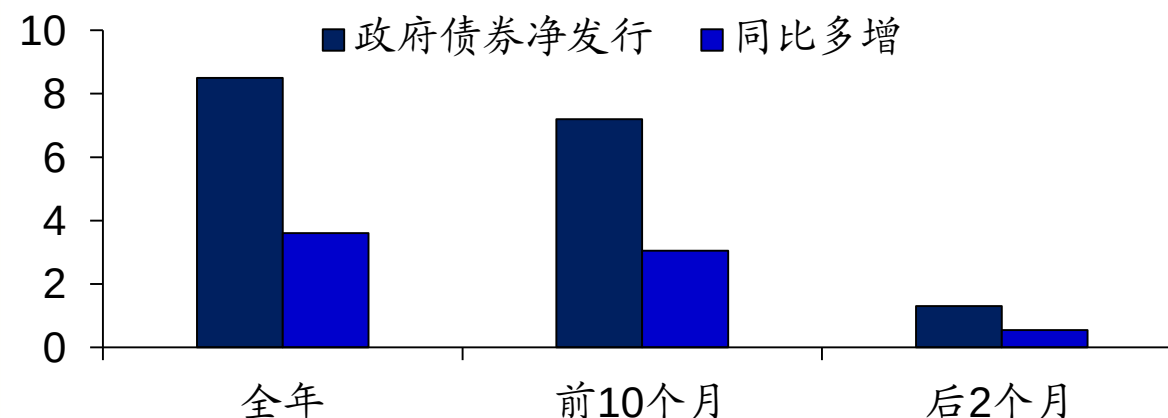
政府大力加杠杆

社融增速的回升意味着信用重回扩张周期，到底是谁在增加融资？我们发现，目前政府、居民和企业三大主体均在加杠杆。首先来看政府融资，10月份的政府融资达到**4931**万亿，连续三个月大幅多增，10月的政府融资增速达到**20.9%**，这一增速也创下2年以来的新高。按照全年政府债券发行**8.5**万亿的计划，4季度剩余的政府债券发行额度为**1.3**万亿，比去年同期多增**0.6**万亿。这意味着年内政府融资仍是加杠杆的重要力量，政府融资的发力将推动社融增速继续回升。

政府融资同比多增额、同比增速（亿元、%）



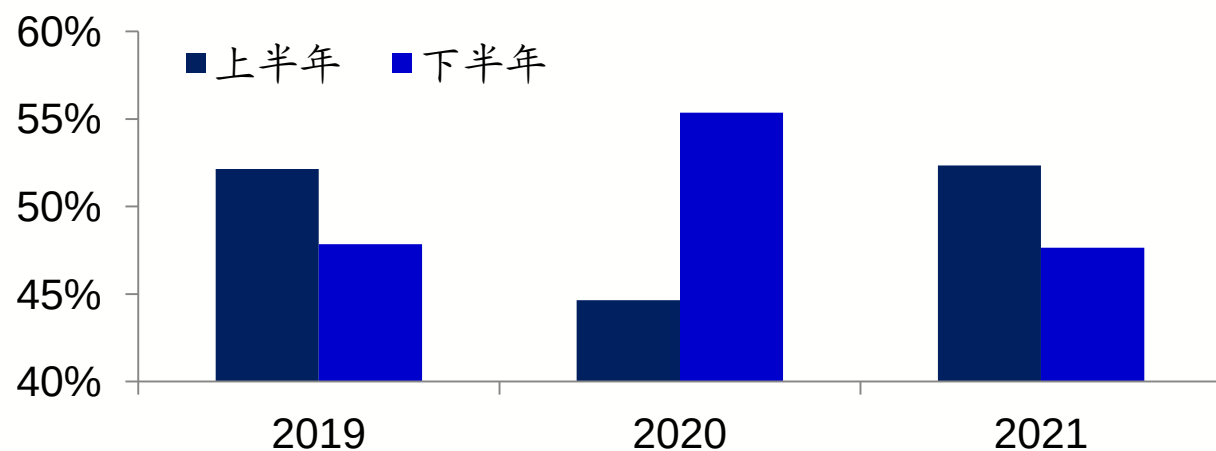
政府债券净发行规模、同比多增额（万亿元）



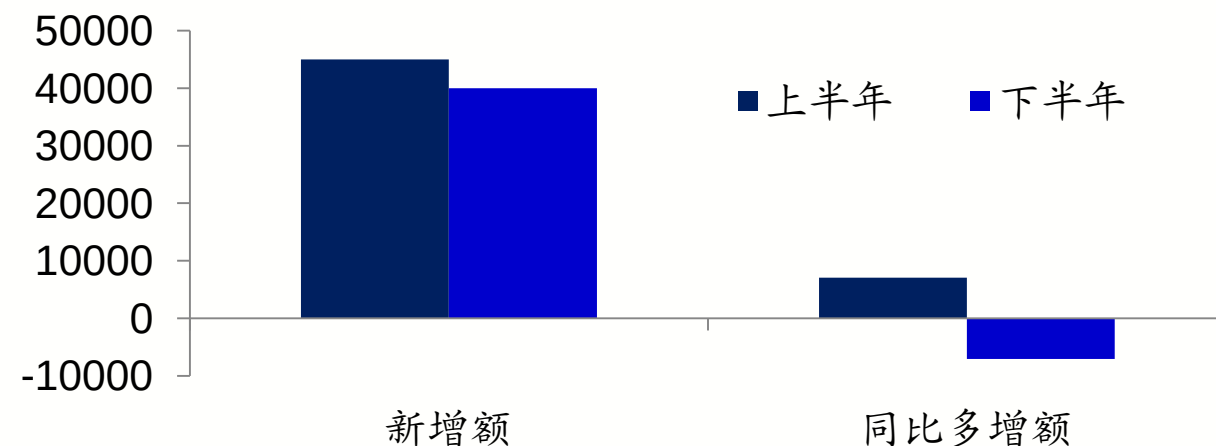
21年上半年继续多增

从19年开始，我国开始提前下发每年的地方政府专项债额度，因而上半年往往是政府债券发行的高峰期。但2020年受到新冠疫情的影响，两会在5月底才召开，导致大量政府债券延后到下半年发行。而展望2021年，预计政府融资规模或与20年持平，但两会有望在3月份正常召开，因而政府融资将主要集中在上半年，这意味着政府融资的同比多增也有望持续到2021年上半年。

19-21年上下半年政府融资占比及预测（%）

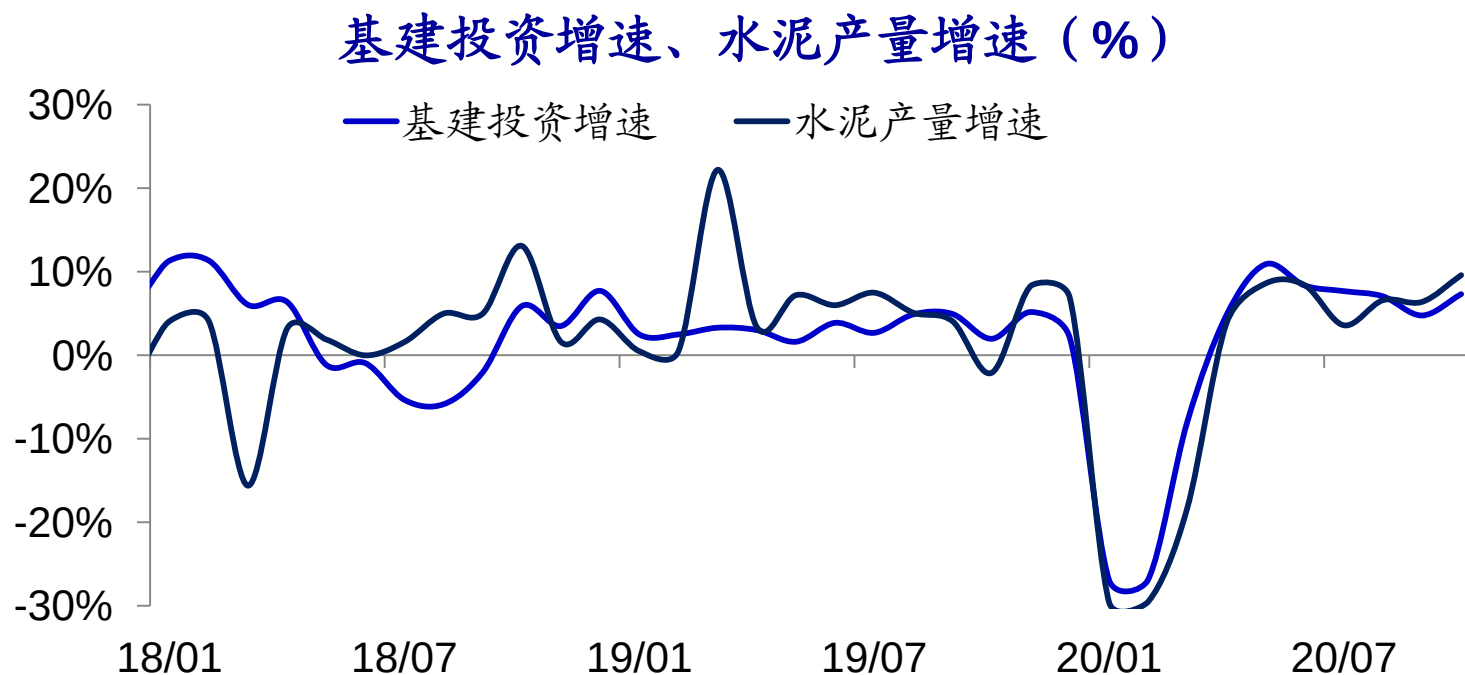


2021年政府融资规模、同比多增额预测（亿元）



基建投资稳定增长

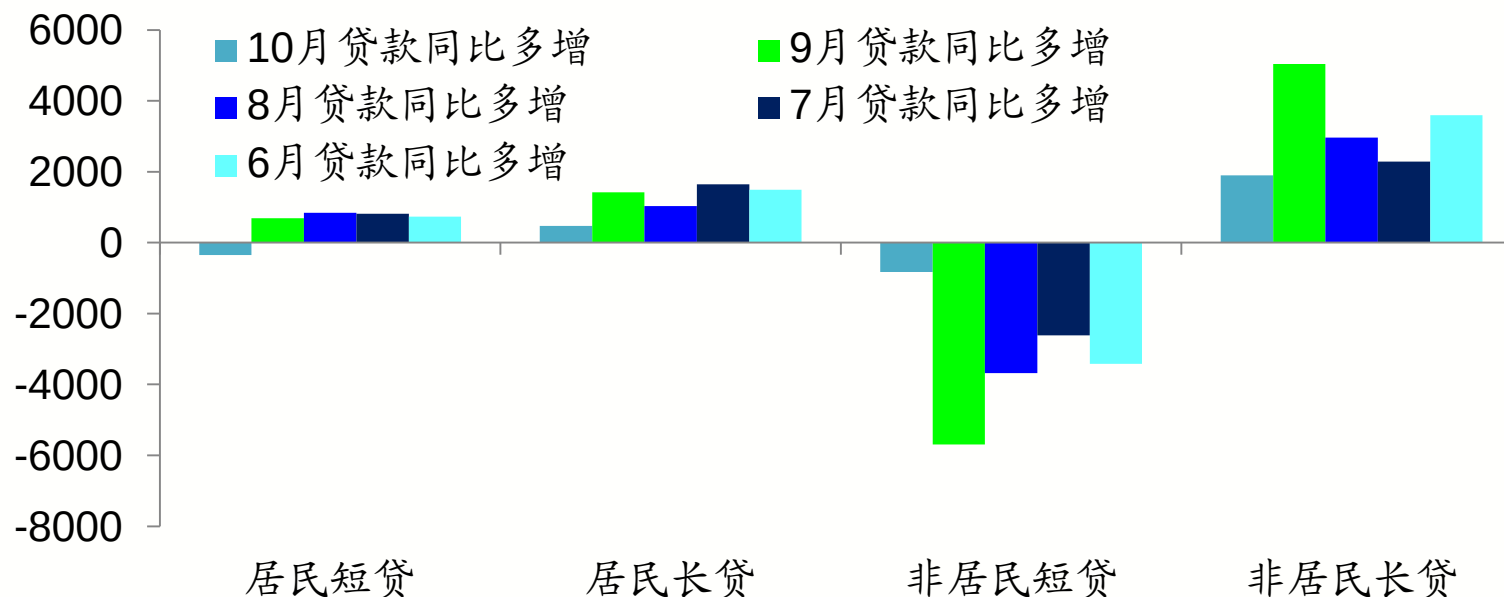
受到疫情的影响，今年1季度的基建投资增速大幅转负，在2季度以后，随着政府债券发行的加速，基建投资增速恢复到了5-10%左右，同期水泥产量增速也由负转正至类似区间，从微观上印证基建投资增速的改善。如果未来一段时间政府融资继续保持同比多增，那么基建投资的稳定增长也有望延续到明年上半年。



居民企业长贷多增

再来看居民和企业的融资，主要是各项贷款。在最近的几个月，企业短期贷款持续下降，或反映前期抗疫的应急贷款到期收回。但无论是居民部门还是企业部门的中长期贷款，均连续五个月保持同比多增，这意味着居民和企业也都开始了新一轮加杠杆。

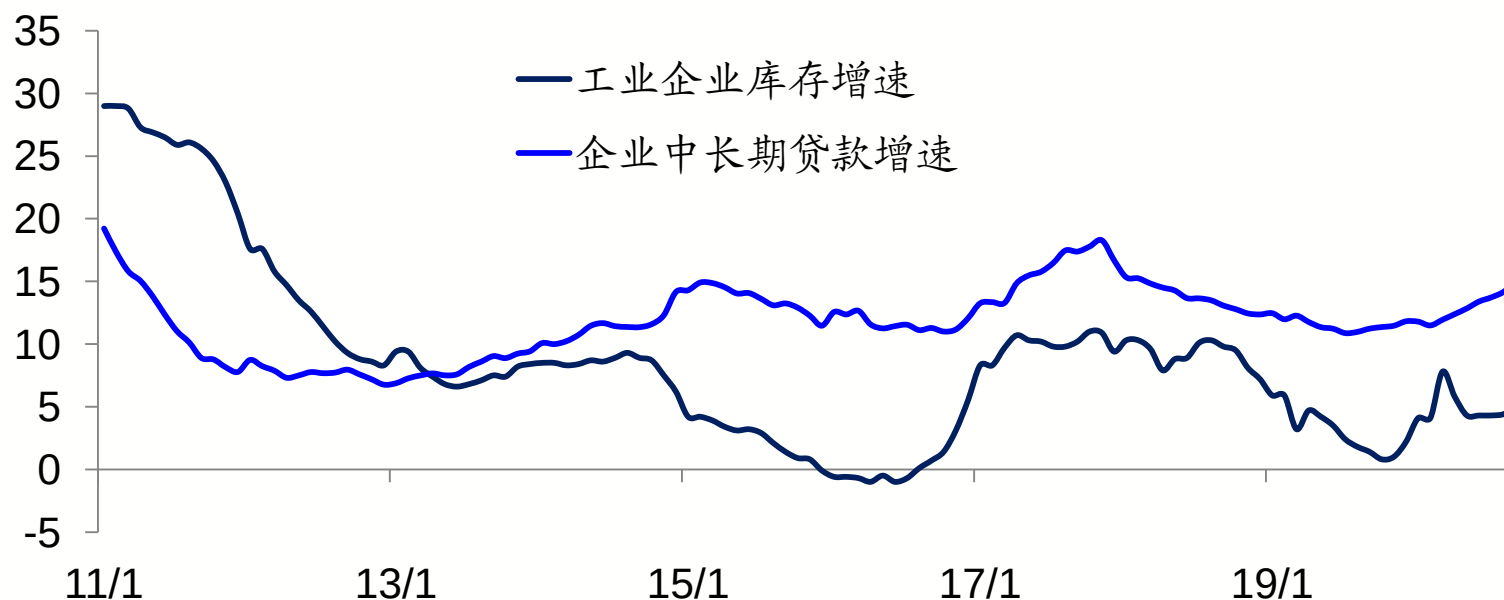
6-10月贷款分类同比多增额（亿元）



库存周期回升

企业部门加杠杆主要反映了库存周期的启动。中国企业的中长期贷款增速与存货周期密切相关，17年开始的去杠杆导致了库存周期下行，同时也伴随着企业中长期贷款增速的回落。而从19年中期开始库存周期见底回升，今年年初虽然被新冠疫情所打断，但近期库存周期已经开始恢复。按照历史经验，这一轮库存周期的上行期至少可以维持到21年上半年。

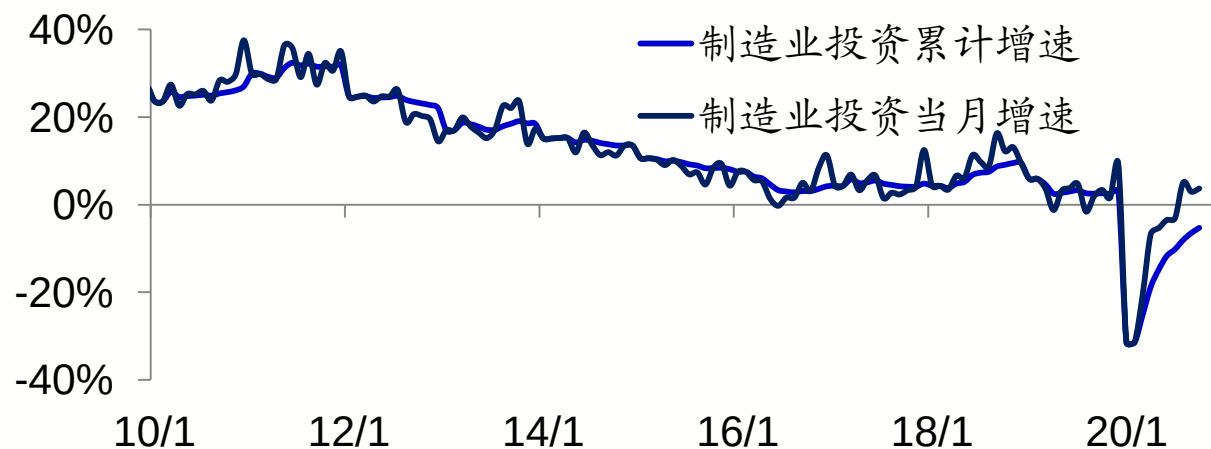
工业企业库存增速、企业中长期贷款增速（%）



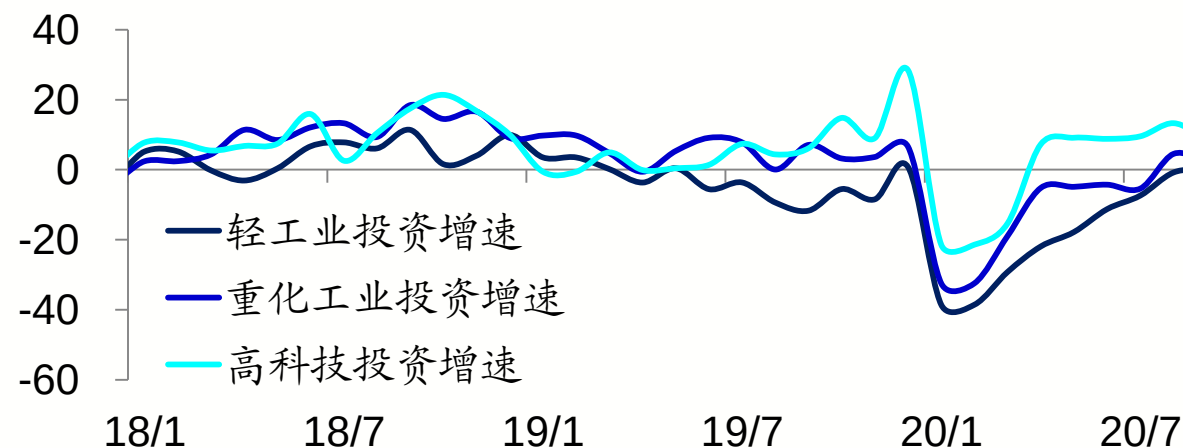
企业投资改善

从企业部门的投资来看，最重要的制造业投资增速在疫情爆发之后一度转负，但是随着疫情的好转，在进入3季度以后增速已经转正。其中高科技投资增速在2季度就率先转正，增速维持在10%左右高位，而代表传统行业投资的轻重工业投资增速也在3季度转正。考虑到疫情后中国外贸需求的恢复，以及地产汽车等下游需求恢复之后对中上游需求的拉动，传统行业投资增速的回升也有望持续，进而支撑企业部门的融资需求扩张。

制造业投资累计增速、当月增速 (%)



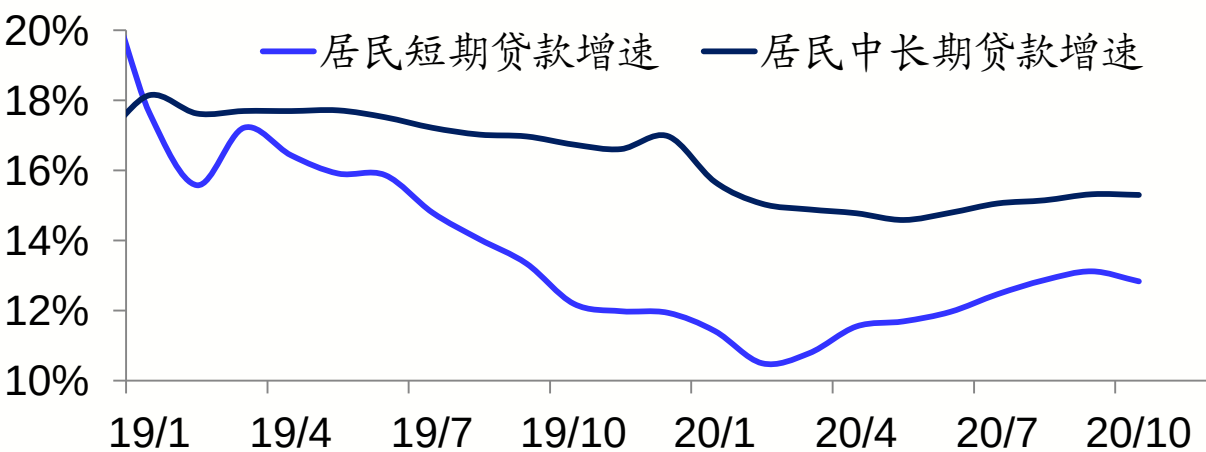
轻工业、重化工业、高科技投资增速 (%)



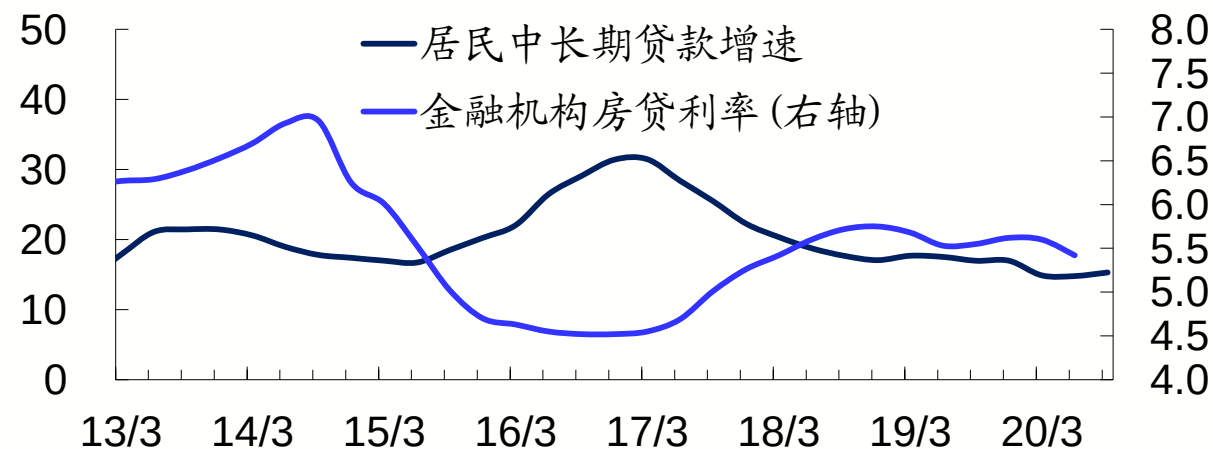
贷款利率下降，支持居民举债

从居民部门来看，短期贷款增速在今年2月份见底回升，中长期贷款增速则于5月份见底回升。居民部门重新加杠杆，应主要源于贷款利率的下降。从17年开始，由于去杠杆推动贷款利率上升，抑制了居民部门加杠杆。但今年以来政府推动实体经济降成本，房贷利率小幅下降，也使得居民中长期贷款增速不再下降，甚至开始企稳回升。

居民短期、中长期贷款增速（%）



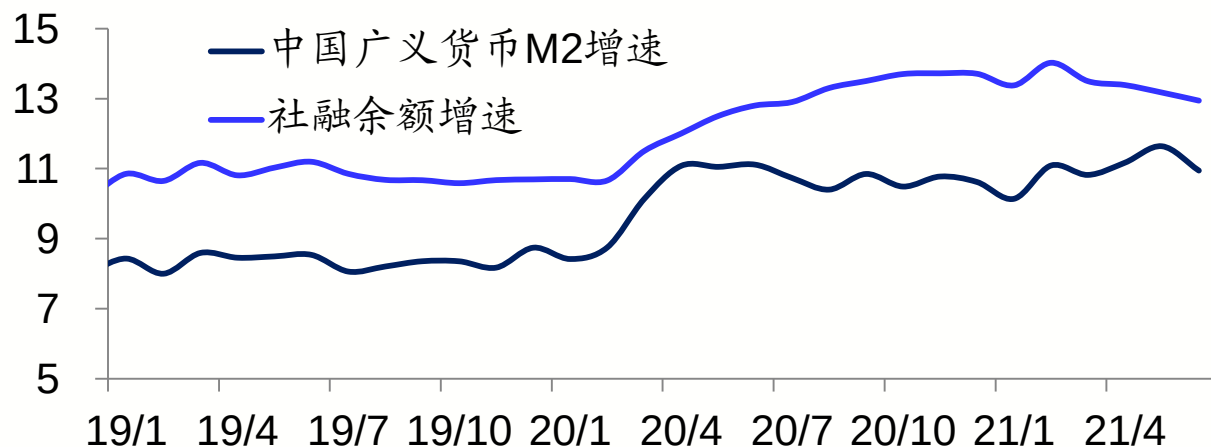
居民中长期贷款增速、房贷利率（%）



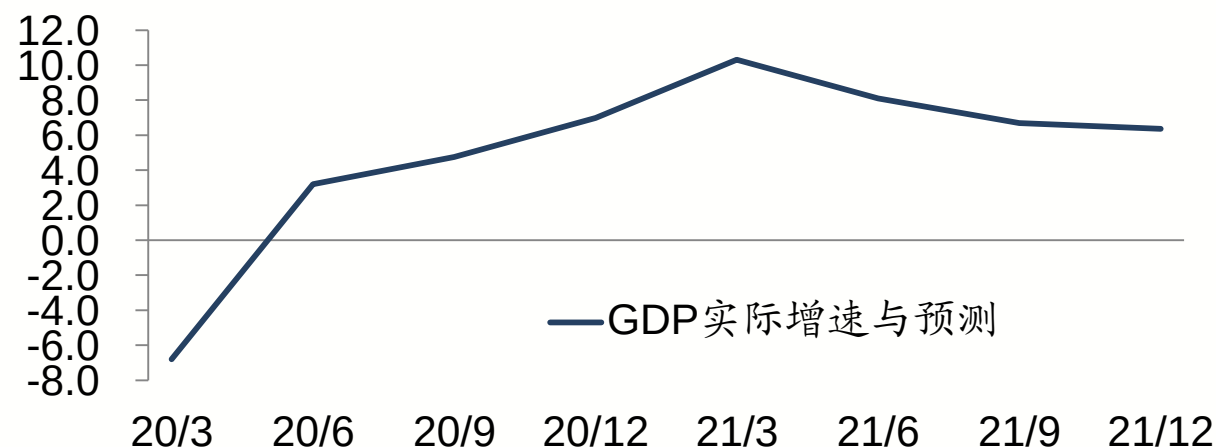
信用扩张加速，支撑经济复苏

综合来看，展望2021年上半年，政府融资仍将大幅多增，而居民和企业的中长期贷款也有望继续回升，从而拉动社融增速继续上行。而社融增速仍是当前决定中国经济走势的最重要的指标，如果社融增速继续回升，那么就意味着本轮经济复苏有望持续到2021年上半年，中国经济有望迎来后疫情时代的复苏周期。预计21年GDP增速或达到8%，其中1季度GDP增速或超过10%。

中国广义货币M2、社融余额增速预测（%）



GDP增速及预测（%）

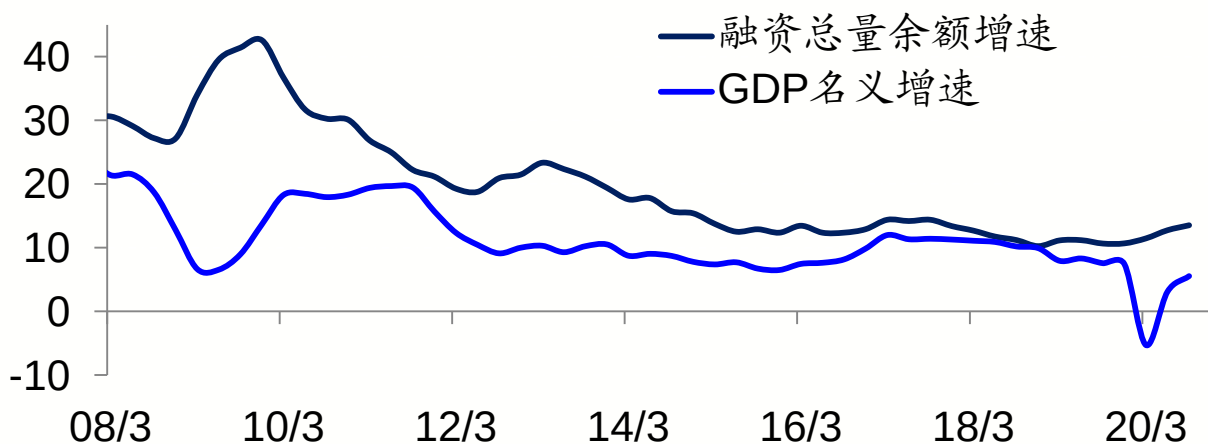


1. 抗疫得力经济复苏
2. 信用扩张助力复苏
3. 宽松政策面临退出
4. 大类资产如何轮动

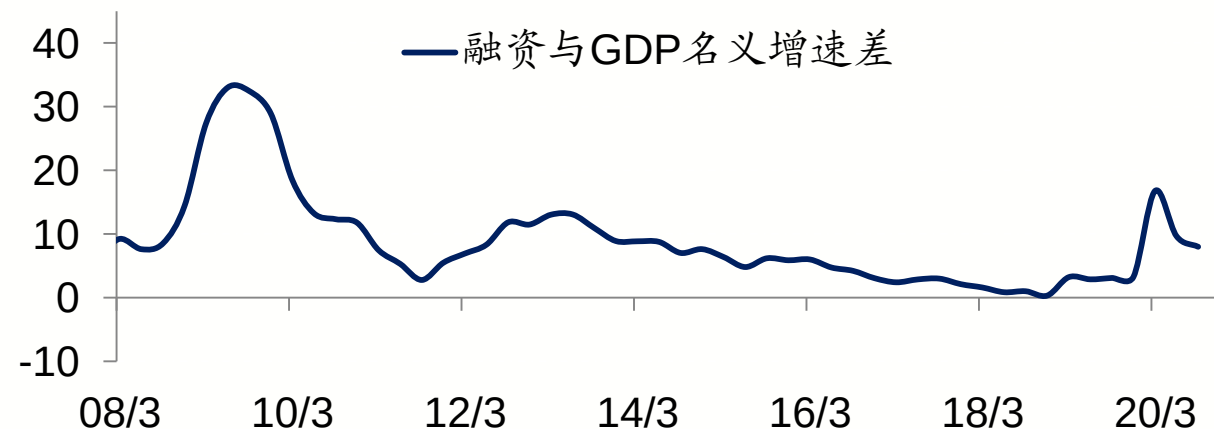
货币再次显著超发

在经济复苏的同时，也将遭遇到巨大的挑战。虽然融资增速的回升推动了经济复苏，但由于20年的社融增速超过13%，而预计GDP名义增速仅为3%，这意味着融资增速超过经济名义增速10%，货币超发的程度仅次于08/09年的全球金融危机时期。

融资总量余额增速、GDP名义增速（%）



融资总量与GDP名义增速差（%）



地产泡沫风险再现

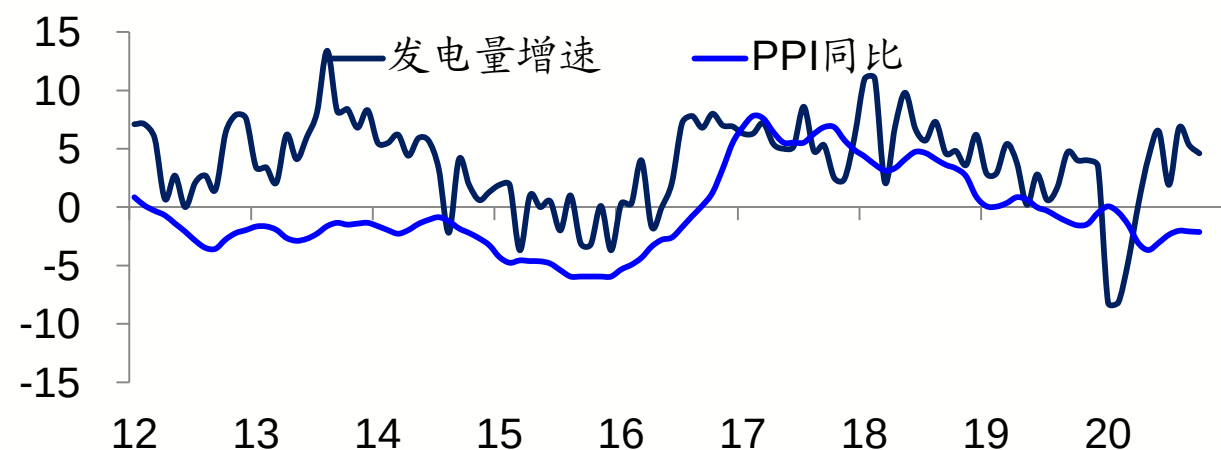
而货币超发之后，首先需要防范的是地产再度泡沫化的风险。随着广义货币M2增速的回升，8、9、10三月的全国新房销售均价涨幅已经回升至10%左右。



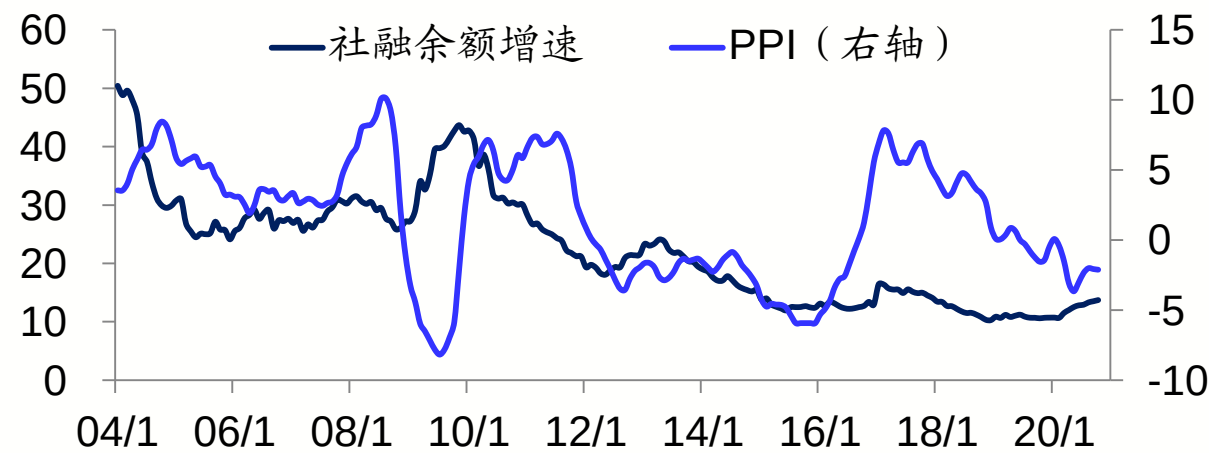
工业物价趋升

伴随着经济复苏，工业物价将趋于回升。而货币也是影响通胀的重要指标，货币融资增速的高增也会推动PPI在未来继续走高。

发电量增速、PPI (%)



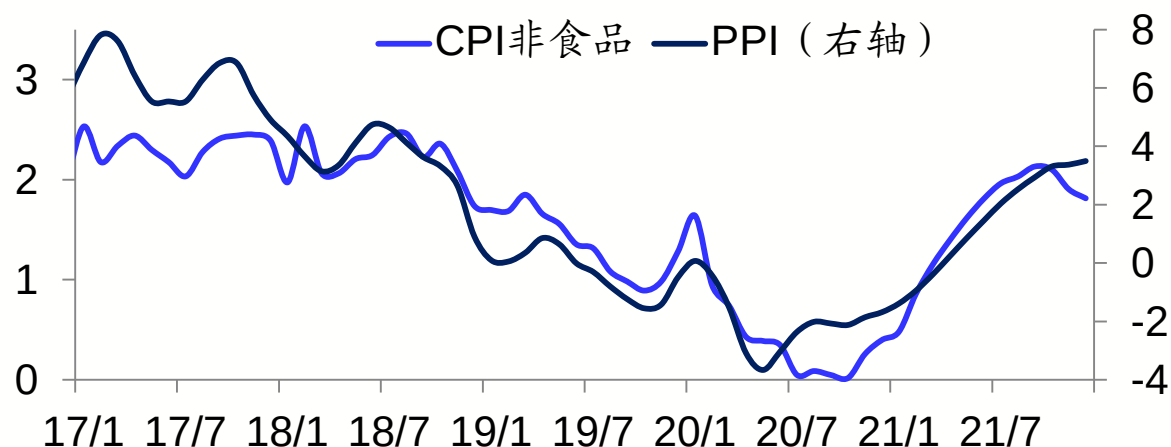
社融余额增速、PPI (%)



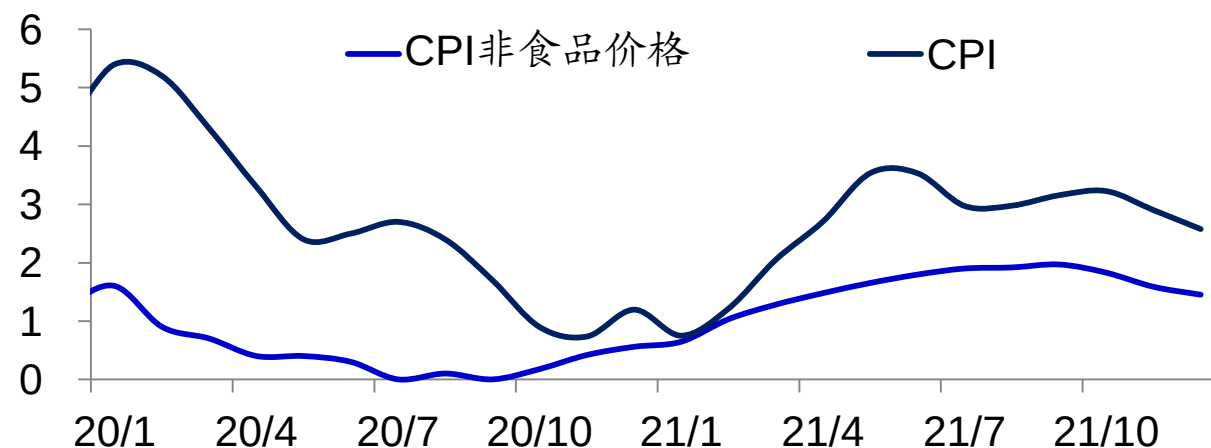
通胀风险升温

而PPI与核心物价的走势高度相关，其回升将会推动CPI非食品价格同步走高，因此即便21年猪价继续下跌，食品价格涨幅或比20年回落，但CPI风险仍有可能再度升温。

CPI非食品价格、PPI (%)



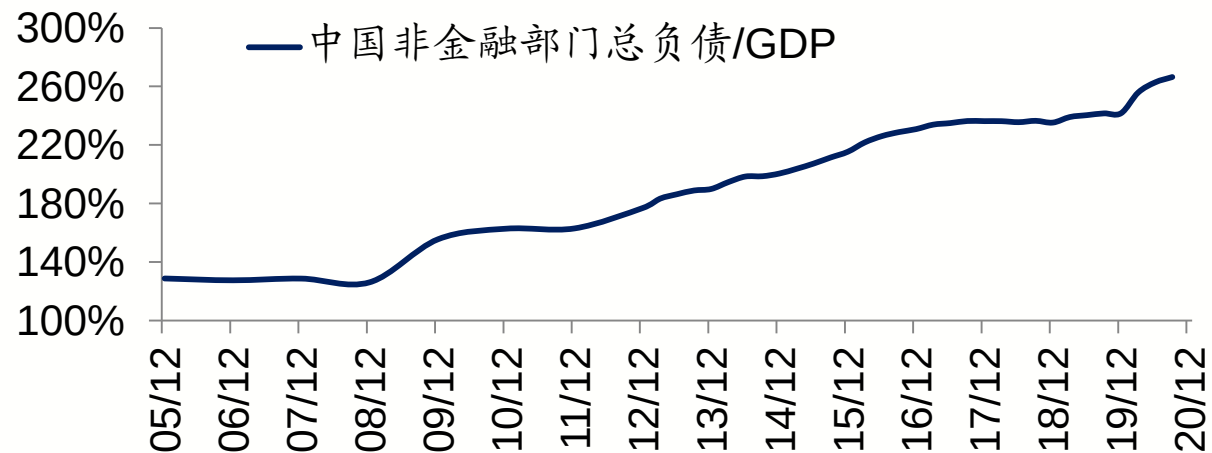
CPI、CPI非食品价格 (%)



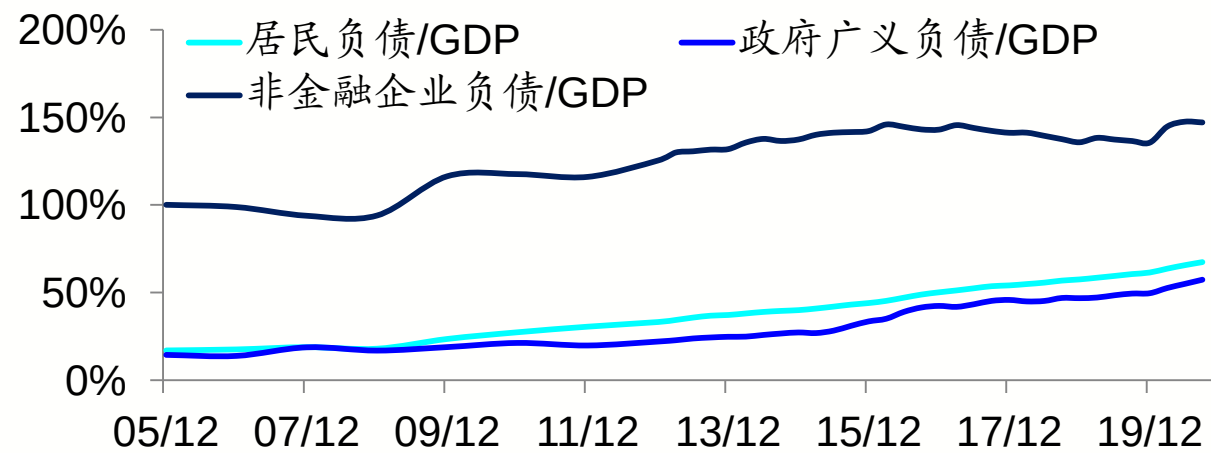
债务杠杆率新高

货币超发的另一重要影响是债务杠杆率的上升。根据我们的测算，20年3季度的中国全社会债务杠杆率已经从去年末的242%升至266%，其中无论是企业、居民还是政府部门的债务率均创下历史新高。

中国非金融部门债务杠杆率



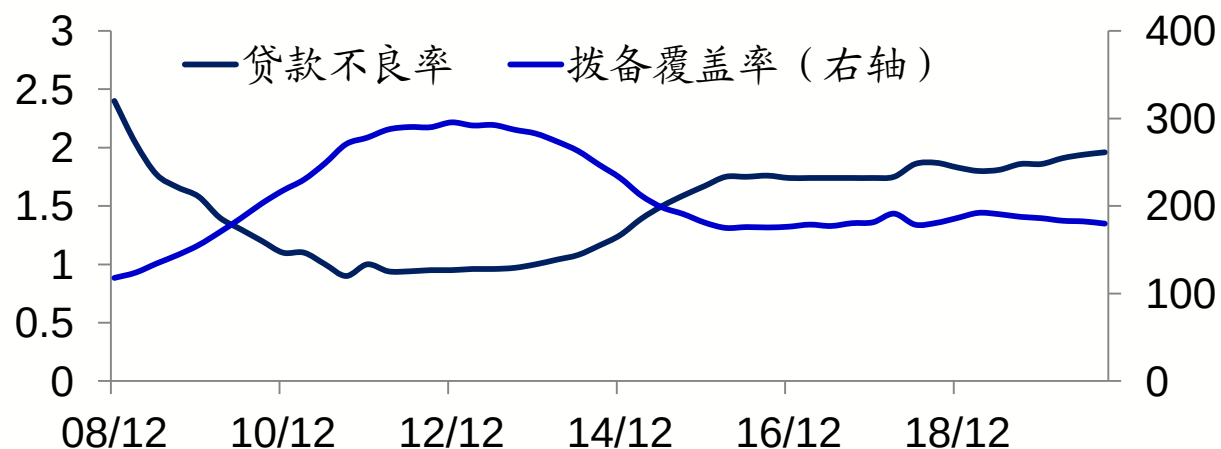
中国居民、企业、政府部门债务杠杆率



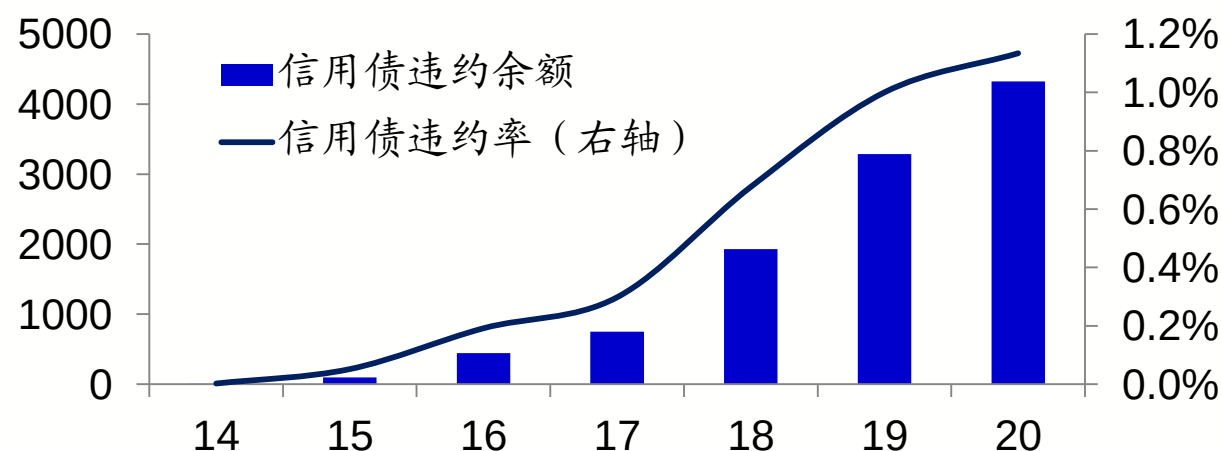
债务违约风险加剧

而随着债务杠杆率的上升，未来发生债务违约的风险也会加剧。截止**2020年3季度**，商业银行不良贷款率已经创下**1.96%的10年新高**。截止**11月份**的信用债累计违约率创下**1.1%的历史新高**。

银行贷款不良率、拨备覆盖率（%）



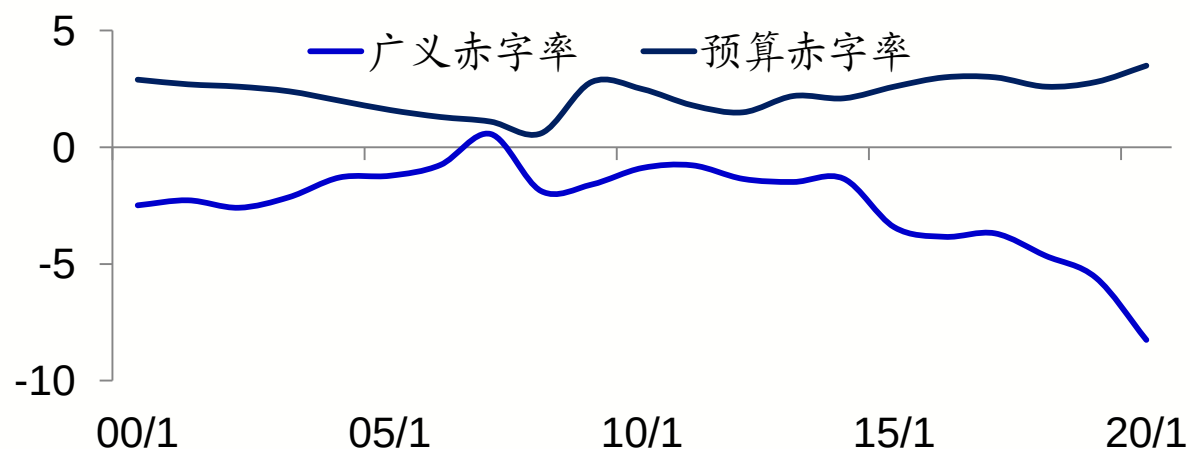
信用债违约余额、违约率（亿元、%）



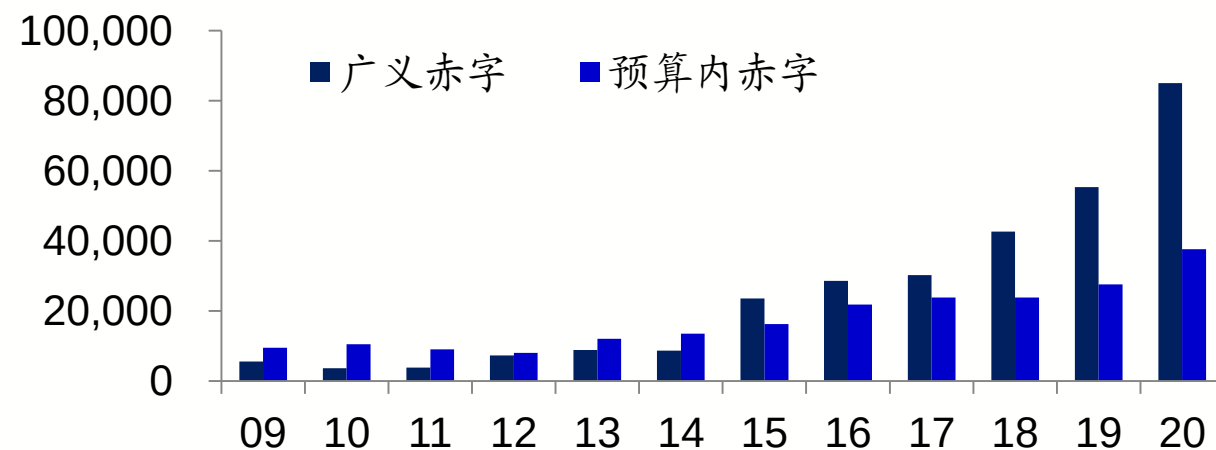
财政或难更加积极

在疫情冲击之下，20年的财政预算赤字率达到3.5%，而包含了地方政府专项债、特别国债之后的广义财政赤字率高达8.2%，广义财政赤字总额高达8.5万亿，比19年几乎增长了1倍。展望2021年，经济复苏有望加快，在经济恢复正常之后，考虑到债务率的约束，积极财政政策或难进一步加码，我们预计21年的广义财政赤字或与20年基本持平，而且主要的增长体现在上半年，下半年的政府融资或会出现同比下降。

广义赤字率、预算赤字率（%）



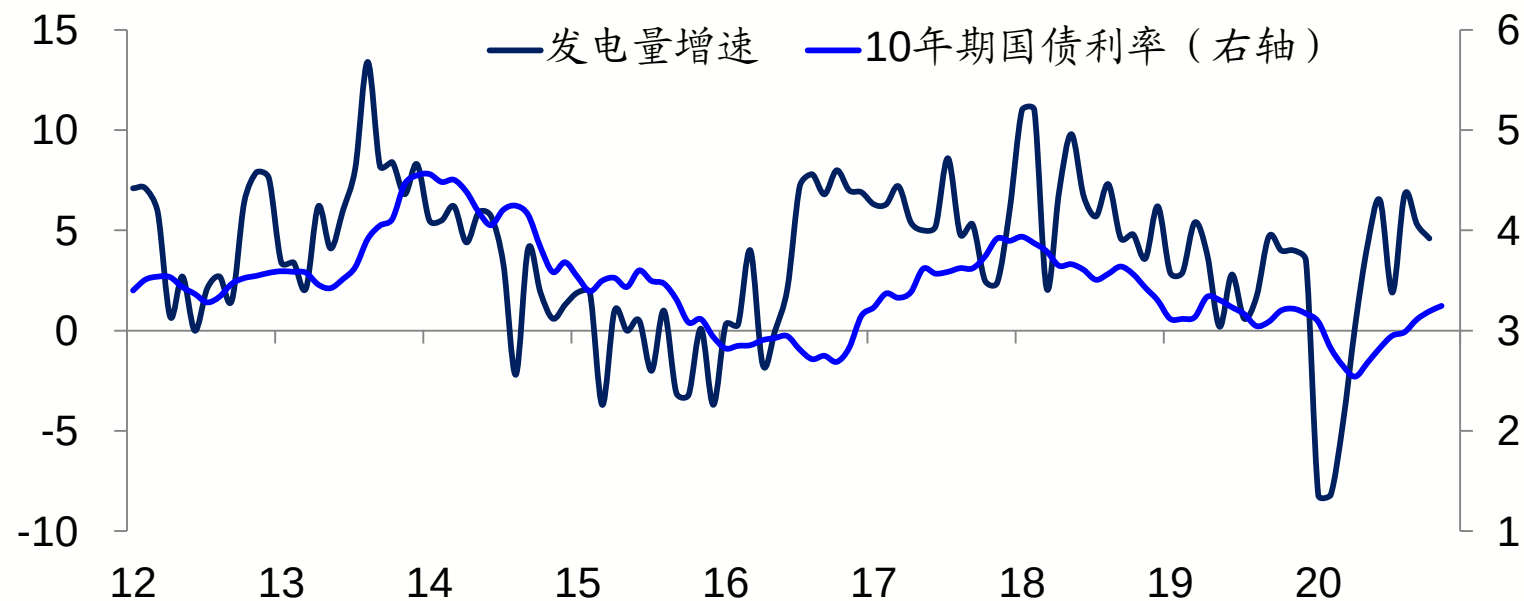
广义财政赤字、预算内赤字（亿元）



市场利率趋于回升

随着经济增速的回升，市场利率也会趋于回升。一个比较好的刻画中国经济走势的指标是发电量增速，10年期国债利率与中国发电量增速的走势基本一致，从20年4月份开始，伴随着发电量增速的回升，10年期国债利率也同步走高。

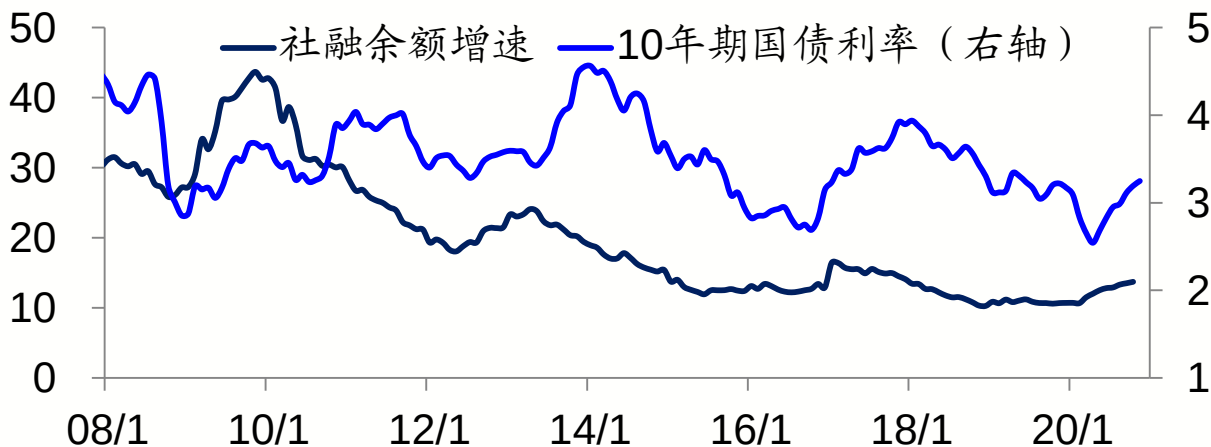
发电量增速、10年期国债利率（%）



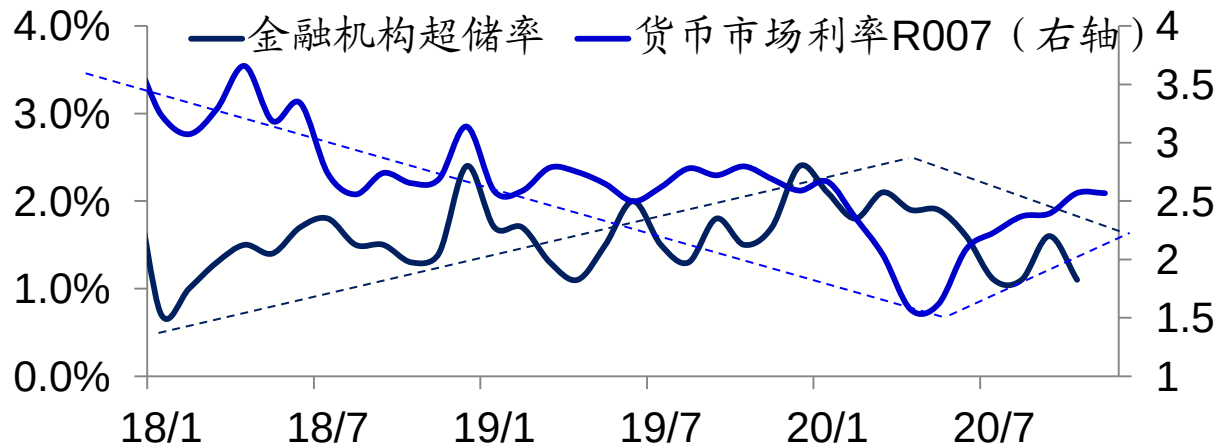
信用扩张推升利率

为何在经济上行期利率也会上行？源于信用扩张导致了资金供需的变化。社融增速的上升代表了融资需求的增加，无论是政府债券、居民还是企业贷款，基本上都是需要银行资金来购买。我们测算今年2季度开始金融机构的超储率就出现了大幅下降，因而也导致了货币市场利率的回升，进而推动了国债利率的普遍上升。

社融余额增速、10年期国债利率（%）



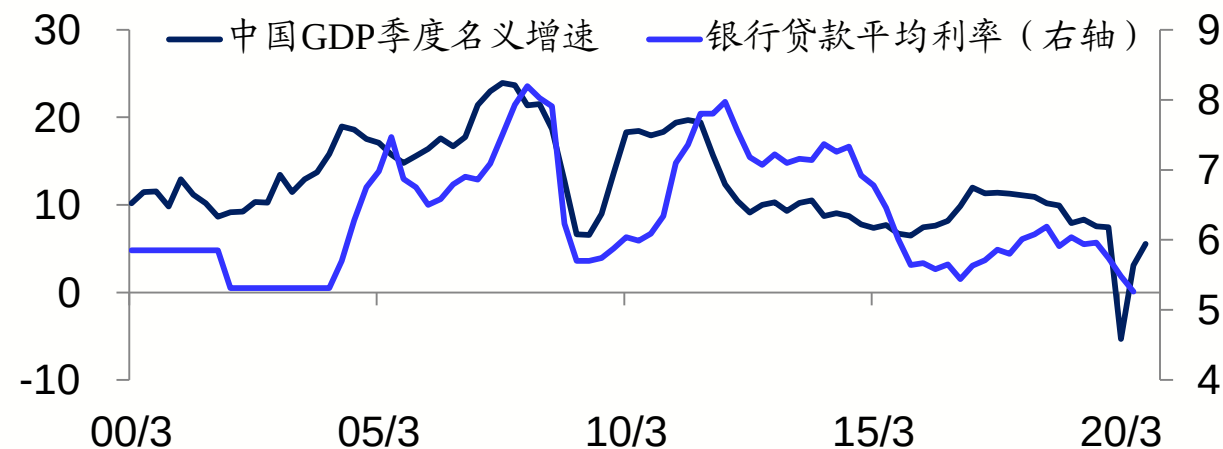
金融机构超储率、货币市场利率R007（%）



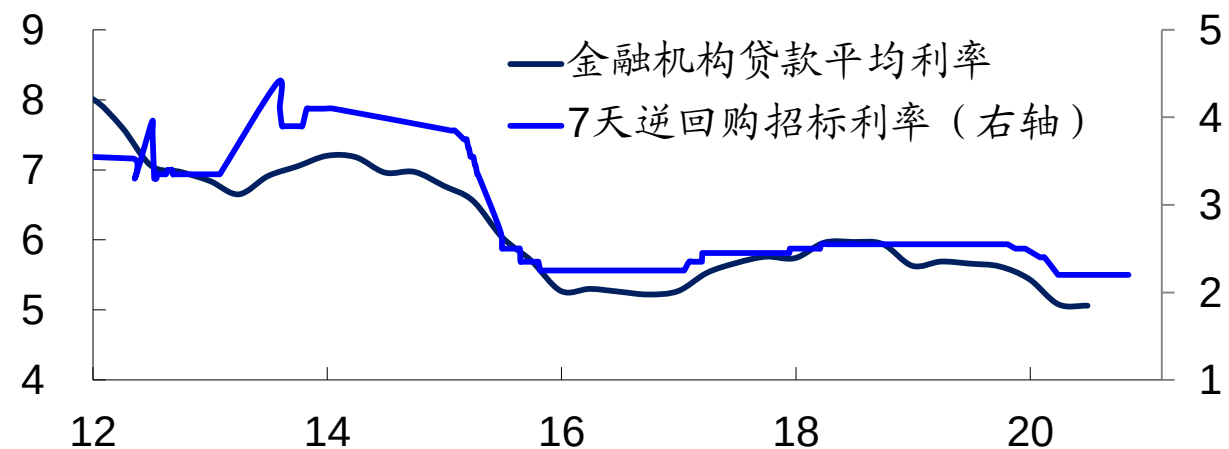
货币政策稳中趋紧

在《中国人民银行法》中，给出了中国央行的两大目标：保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长。而币值稳定的核心是通胀率，因而经济增长和通胀率应是中国货币政策关注的两大核心指标。而随着经济的复苏和通胀的回升，**GDP**名义增速将快速回升，这必然会带动银行贷款利率的回升，进而导致央行政策利率的调整。因而在20年市场利率回升之后，21年的政策利率也有上升的可能，货币政策将稳中趋紧。

中国GDP名义增速、银行贷款平均利率（%）



银行贷款平均利率、7天逆回购招标利率（%）

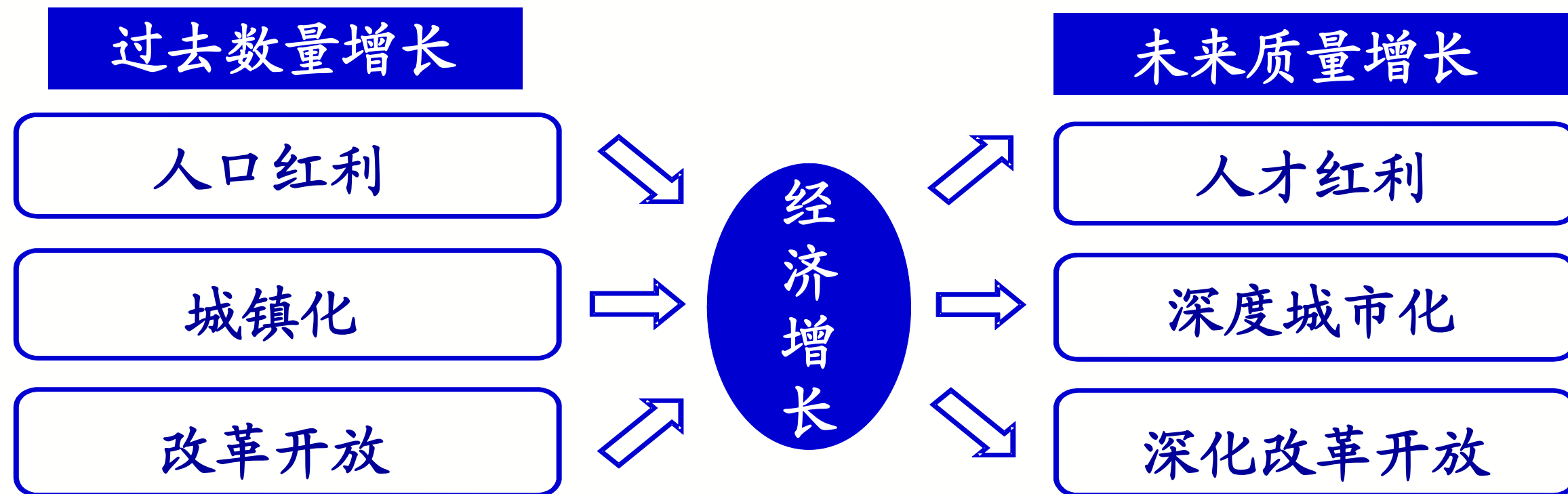


1. 抗疫得力经济复苏
2. 信用扩张助力复苏
3. 宽松政策面临退出
4. 大类资产如何轮动

十四五：走向高质增长

过去的40年，中国经济发展主要受益于人口红利、城镇化和全球化等三大动力，这其实都是数量上的红利，而中国经济也体现为数量上的高增长。展望未来，中国经济将迎来人才红利、城市化以及深化改革开放等三大新动力的支撑，而这些全部都是质量上的红利，劳动力的受教育程度越来越高、研发投入投入增加；人口继续从农村和乡镇向城市转移，内需和消费大市场进一步繁荣；改革开放进一步深化；这意味着中国经济有望迎来高质量发展的时代。

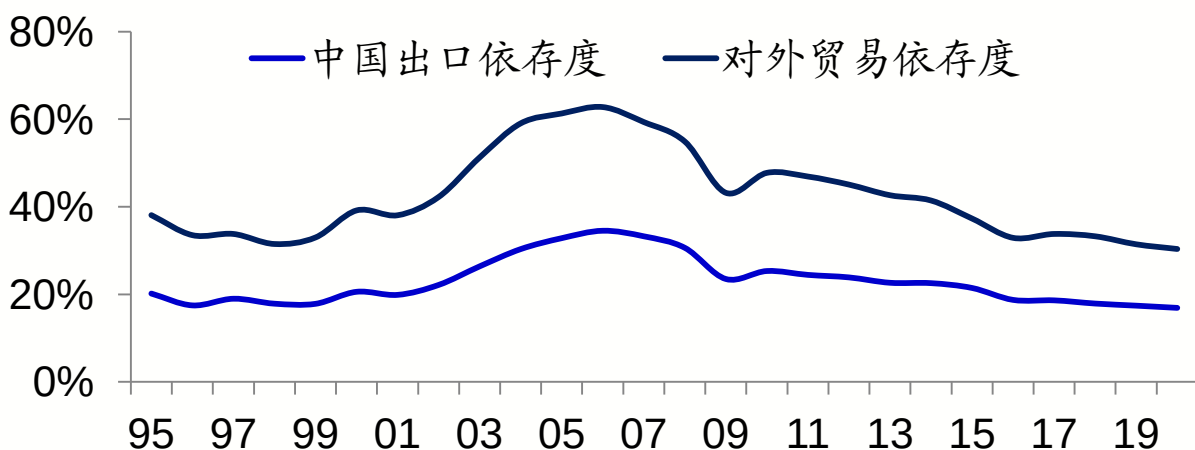
中国经济增长动力转变



立足国内大循环，全面促进消费

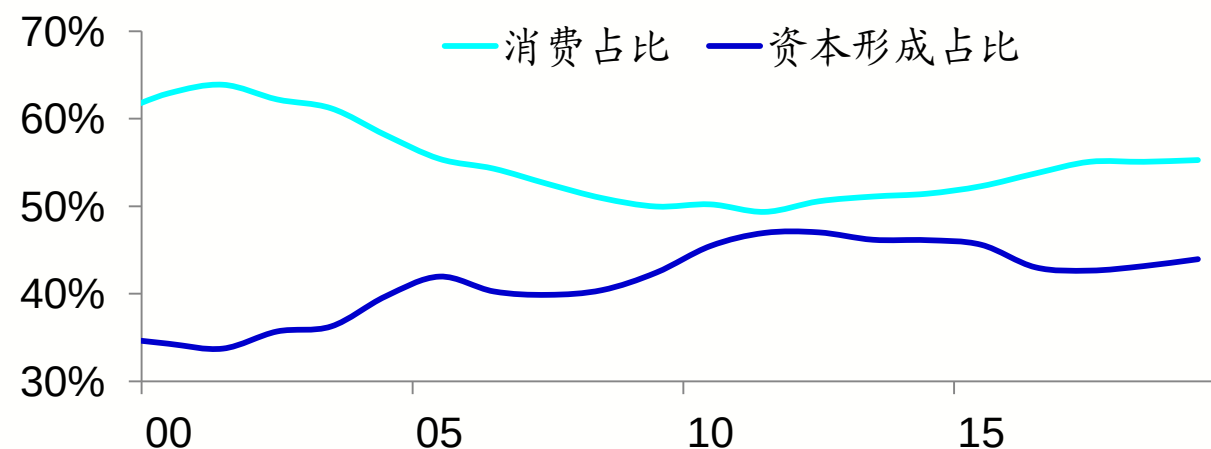
在十四五期间，国内大循环将成为经济发展的主体。事实上，自从08年全球金融危机之后，我国经济就已经转向以内需为主，外贸依存度占比持续下降。而在内需当中，消费的占比从11年开始持续提升，未来也将发挥更大的作用。

中国出口依存度、外贸依存度



资料来源：Wind，海通证券研究所

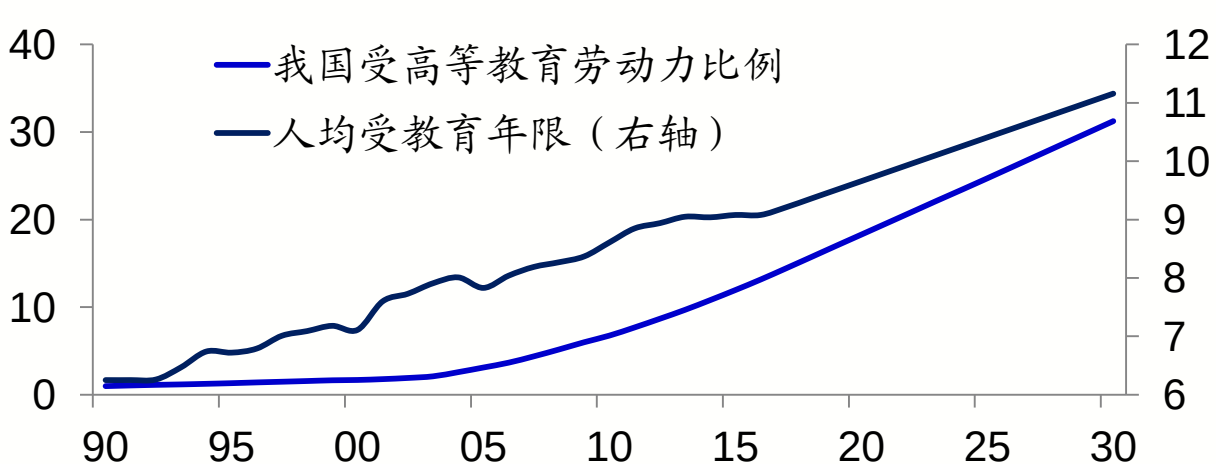
中国消费、资本形成占比GDP



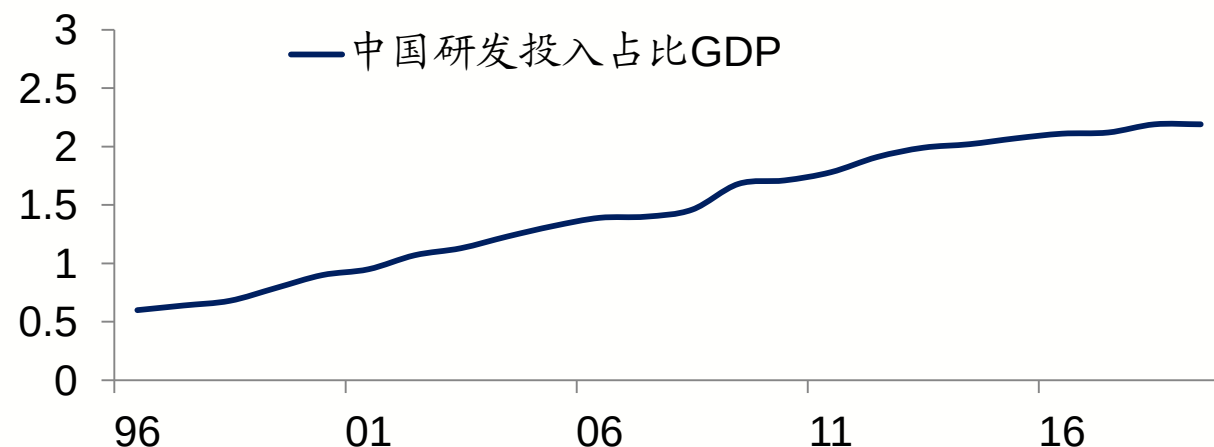
人才红利支撑创新

虽然我国的人口红利已经结束，但得益于1999年开始的高等教育大扩招，我国出现了规模巨大的人才红利。目前中国每年高等教育的毕业生超过1千万，劳动力中受高等教育的比例年均提升1%，预计到2030年劳动力中受高等教育的比例将超过30%，人均受教育年限有望超过11年，这意味着劳动力素质的持续提升。人才红利的出现将支持中国经济走向创新发展，研发支出占GDP的比重有望持续提升。

人均受教育年限（年）、我国受高等教育劳动力比例（%）



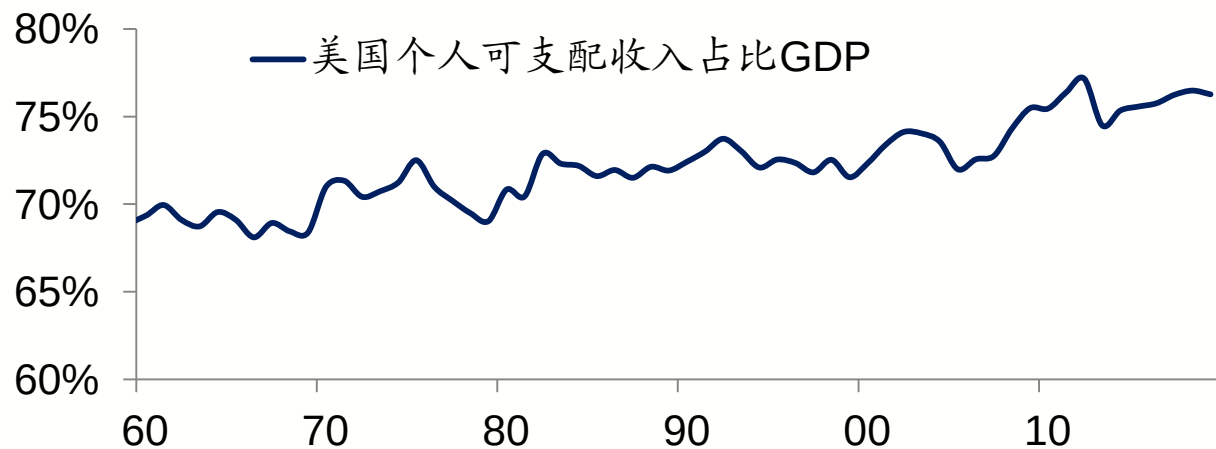
中国研发投入占比GDP (%)



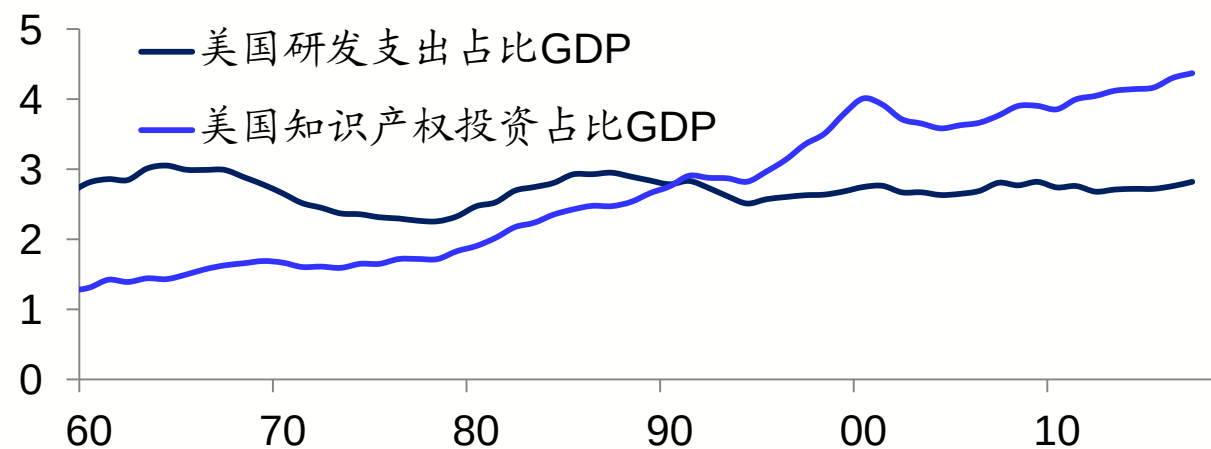
美国：靠消费和创新发展的

在上个世纪80年代之后，美国经济走向了靠消费和创新发展的模式。从需求端来看，美国居民收入占GDP比重持续上升，使得美国的私人消费对经济的贡献率持续增长，私人消费成为经济增长的主要动力。从供给端来看，美国研发投入占GDP的比重回升，知识产权投资占GDP的比重持续上升，靠高研发奠定了美国创新大国的地位。

美国居民可支配收入占GDP的比重



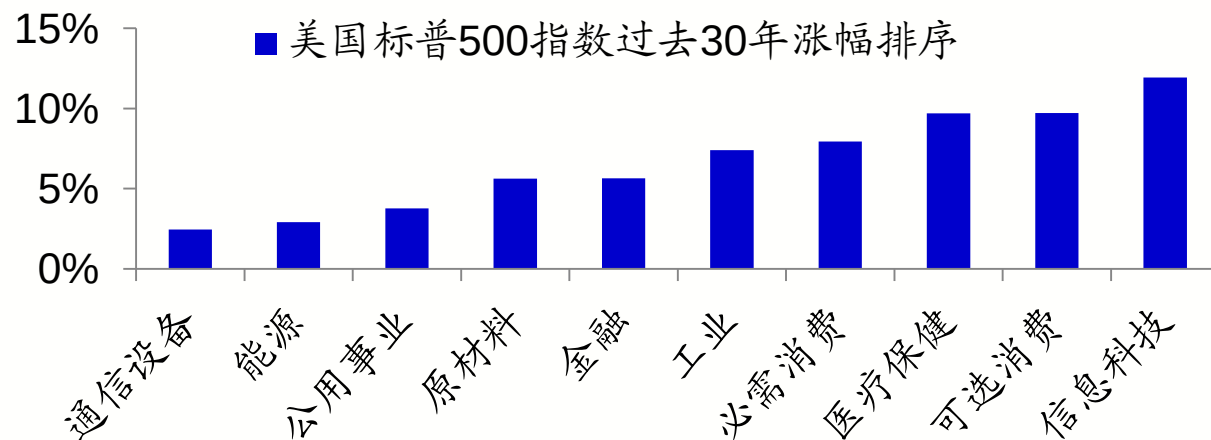
美国研发投入、知识产权投资占GDP的比重 (%)



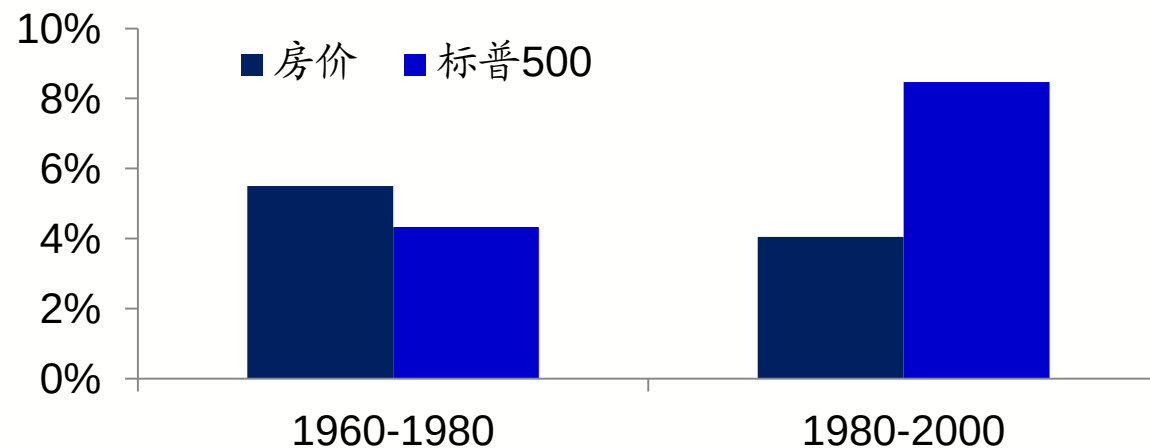
美股消费科技长牛

美国在80年代以后，靠着科技和消费行业领涨，美国股市出现了持续40年的长牛行情。而在大类资产的表现上，美国股市取代了房市，成为居民资产增值的主要来源。

1989年以来标普500各行业指数年均涨幅



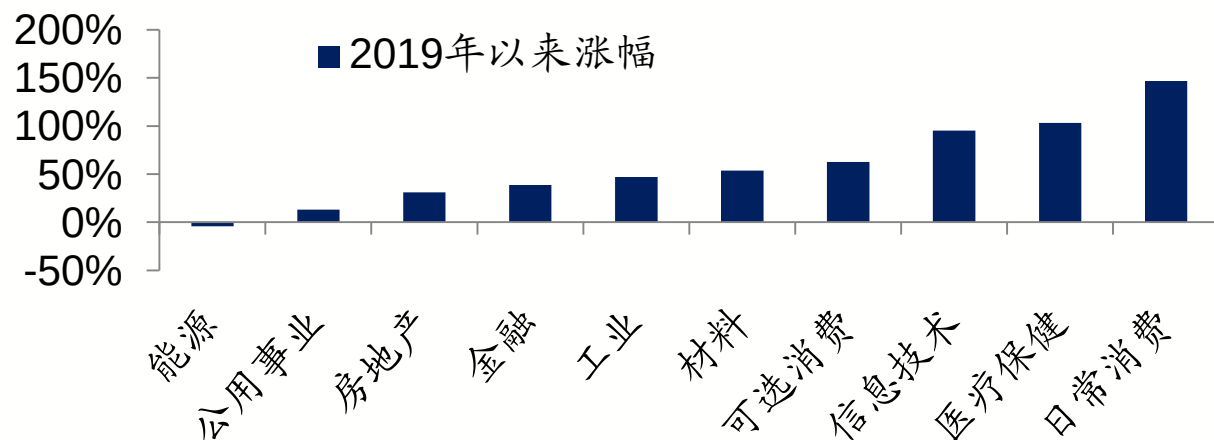
美国Cass-shiller房价、标普500指数年均涨幅



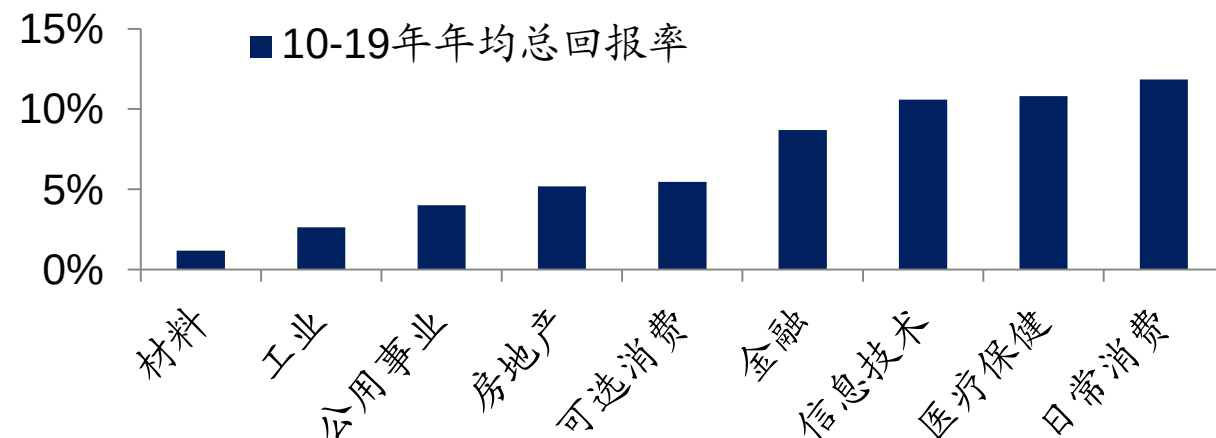
中国消费科技领涨

自从2019年以来，中国股市连续两年上涨，其中消费、医药、科技三大行业的表现最为出色。事实上，如果回顾过去10年中国A股市场的表现，同样是消费、医药、科技三大行业长期领涨，这其实也反映了08年金融危机之后中国经济结构的变化，科技和消费取代投资成为经济增长的主要动力。

2019年以来Wind分行业累计涨幅



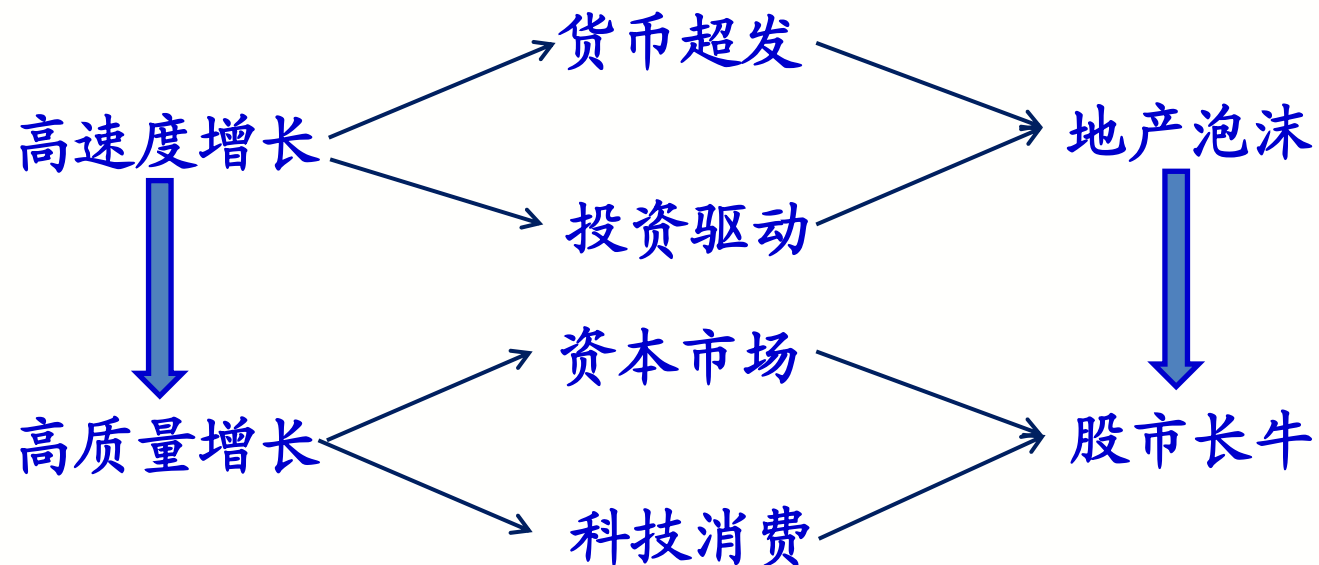
2010-19年Wind分行业年均涨幅



从地产泡沫到股市长牛

展望未来的高质量发展时代，一方面居民生活水平有望持续提高，另一方面企业质量也有望持续提升，这意味着消费和创新有望成为可持续的回报来源，进而推动资本市场的繁荣，而股市也将取代地产市场成为居民财富增值的主要来源。

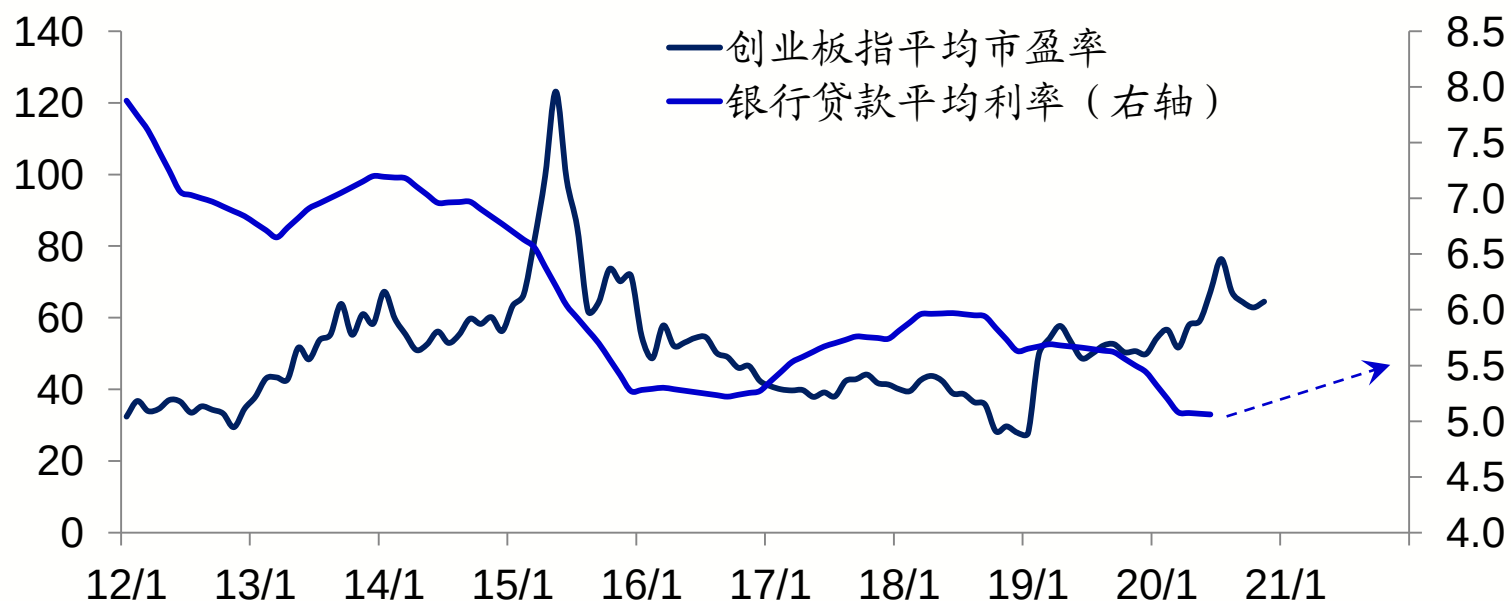
经济发展模式与资产配置



去杠杆有利创新，加杠杆水牛结束

过去两年以创业板为代表的成长股大幅上涨，一个重要的动力来自于估值提升，而这又离不开去杠杆带来的利率持续下行的大环境。但目前中国已经开始新一轮加杠杆，国债利率已经出现了大幅回升、未来可能会继续上升，这意味着这些成长股的高估值将难以维持，股市中的快牛和水牛行情已经结束，如果缺乏业绩改善的支持，这些行业后续或将面临显著的回调压力。

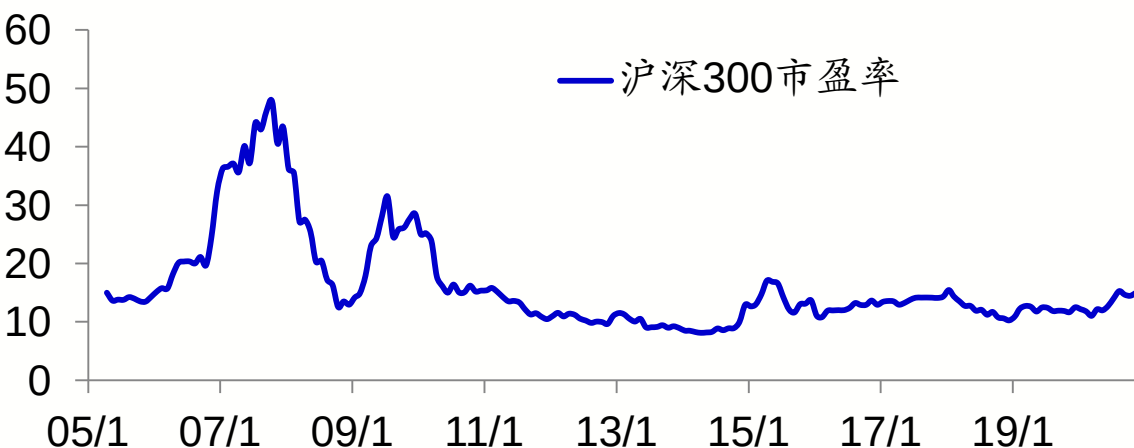
创业板指平均市盈率（倍）、银行贷款平均利率（%）



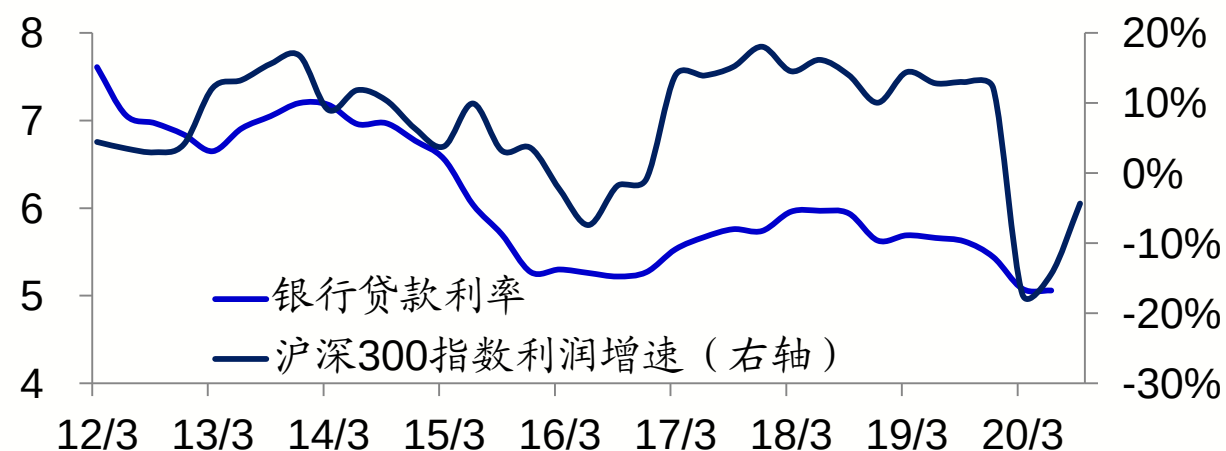
蓝筹估值便宜，受益经济复苏

但未来即便是利率上行，其实股市中也有赢家，那就是偏周期的价值蓝筹行业。历史数据显示沪深300指数等行业的利润增速与银行贷款利率保持高度的正相关性，原因在于利率上行往往发生在经济复苏期，因而顺周期的价值蓝筹股的盈利有望改善。与此同时，从估值水平来看，沪深300指数目前的平均TTM市盈率约为15倍，处于历史的均值水平之下，未来哪怕利率大幅上行，其估值也没有大幅下跌的空间。

沪深300指数TTM市盈率（倍）



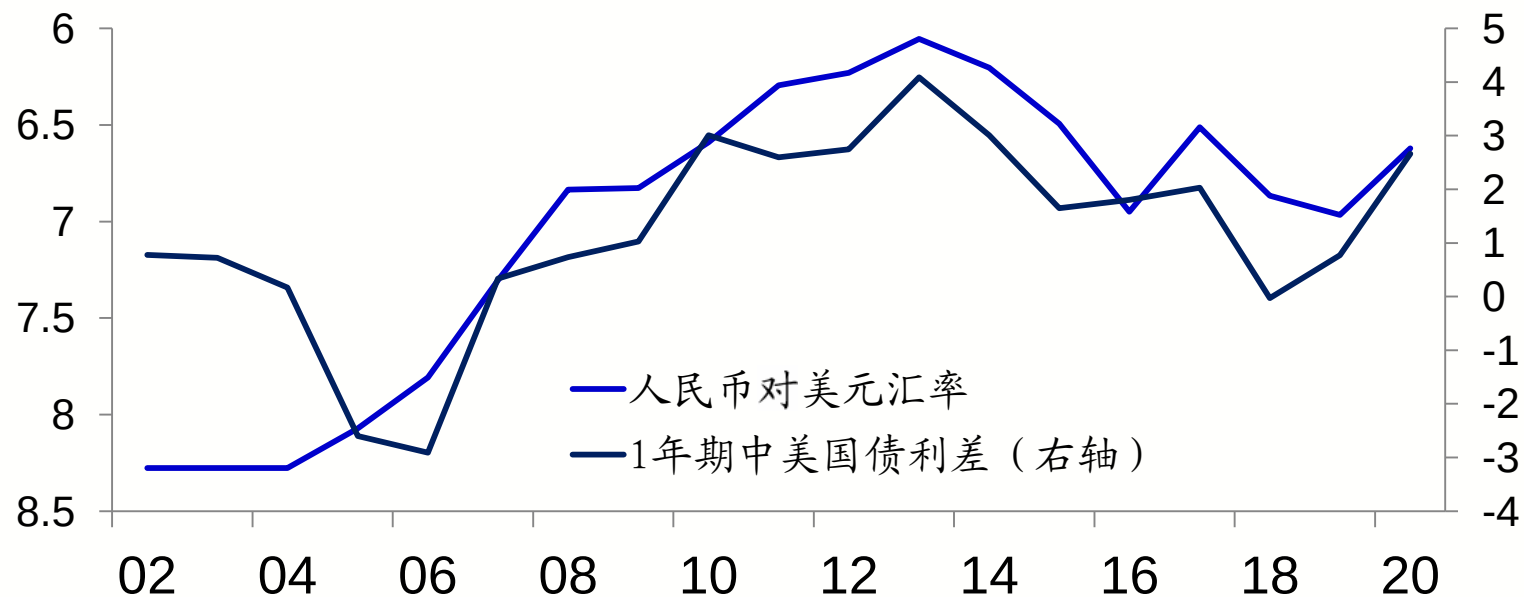
沪深300指数利润增速、银行贷款利率（%）



汇率短期升值，吸引资金流入

而伴随着中国利率的上行，中美国债利差大幅扩大，从而推升了人民币对美元汇率的升值，这也意味着人民币资产的吸引力短期提升。但从1年左右中期来看，中国利率的上升最终会导致信用的再次紧缩，因而中国利率的上升以及中美利差的扩大并不可持续，人民币不会长期升值。

人民币对美元汇率、1年期中美国债利差（百分点）



短期蓝筹向好、中期股债切换，长期股市长牛

从长期来看，中国经济有望迈入高质量增长时代，科技消费将驱动股市长牛。但从短期来看，受益于加杠杆带来的经济复苏，顺周期的蓝筹股有望短期领涨，而债市利率将继续上升。但随着市场利率的持续上行，在未来某个时间或会发生信用紧缩，从而再次出现债市和股市的牛熊切换。

大类资产配置变化



分析师声明

姜超：宏观债券研究

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

宏观债券首席分析师 姜超

SAC执业证书编号：S0850513010002

电话：021-2321 2042

Email: jc9001@htsec.com

信息披露和法律声明



投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。