

2021 年宏观经济十大展望（下）

宏观经济

产业革故鼎新：产业基础高级化、产业链现代化是我国传统行业发展的必由之路。近年随着我国 5G 技术、互联网等技术的发展，产业基础高级化、产业链现代化有了一定发展，具体表现在企业 R&D 投入增加、产业数字化进程加快。十四五期间，新阶段、新理念、新格局是产业发展的宏观背景，要坚持创新驱动发展、国内外双循环、继续深化改革，坚持开放。结合目前产业发展情况以及十四五规划建议，高端设备制造业、新基建、数字经济、新能源汽车、人工智能等行业仍是 2021 年重点发展行业。

利润筑底回升：从需求角度来看，投资及出口对工业企业的生产及价格均有支撑。从生产和价格两个方面考虑，我们预计全年工业企业利润增速预计达 10%。考虑到 1 季度低基数效应，2021 年工业企业利润年内趋势是前高后低。在企业利润回升的背景下，部分中长期景气度较高的行业，如计算机、通信和其他电子设备制造业、仪器仪表制造业投资增速或有所回升。

全球经济复苏：美国复工复产经历了第二波疫情考验，如拜登上台加强防控，叠加疫苗进展顺利，复苏前景仍谨慎乐观，节奏上下半年或更值得期待。欧洲第二波疫情冲击超预期，通缩压力再度来袭，而政策空间相对有限，复苏节奏存在一定不确定性。新兴市场依赖原材料、制造业、旅游的出口，对疫情更为敏感，且内部分化严重，仍需要等待全球总需求回暖和疫情警报解除。

中美关系缓和：中期来看，由于美国对华定位发生转变，且拜登未释放更多友善信号，中美关系依然面临不确定性，但短期有望趋于缓和。首先，大选落地，利用中美关系服务选举的需求下降。其次，第一阶段贸易协议仍在积极执行，贸易领域目前是双方利益最大公约数，将发挥压舱石作用。第三，近期中美双方均在释放一些友善信号。需警惕的风险点来自美方利用疫情舆论施压中国。

全球资产定价：流动性边际收紧，估值抬升的逻辑不再适用，回归基本面将是 2021 年主题。美股无系统性风险，但中枢抬升需等待疫苗落地及复苏加速。美债现阶段的前景相对黯淡，增长、通胀、供需、不确定性等因素均不友好，利率中枢或继续抬升。美元已阶段性企稳，疫情防控和复工相对欧洲不再有劣势，未来再下台阶的动力不足。工业品价格在高位波动性或增加，需求端检验成色。

风险提示：政策超预期收紧，宏观经济大幅波动。

黄文涛

huangwentao@csc.com.cn

010-85130608

SAC 执证编号：S1440510120015

王大林

wangdalin@csc.com.cn

010-86451920

SAC 执证编号：S1440520110002

发布日期：2020 年 11 月 18 日

相关研究报告

11.17 2021 年宏观经济十大展望

目录

一、产业革故鼎新	3
(一) 革故——产业基础高级化，产业链现代化	3
(二) 鼎新——新阶段、新理念、新格局	4
(三) 2021 年产业展望	7
二、利润筑底回升	7
(一) 2021 年经济复苏，全年工业企业利润增速预计达 10%	7
(二) 2021 年上市公司盈利上行	9
三、全球经济复苏	10
四、中美关系缓和	13
五、全球资产定价	15

图表目录

图表 1: 传统行业增速低于高技术行业	3
图表 2: 主要出口产品增加值比重较低	3
图表 3: 2017 年德国、日本、韩国工业增加值占总产出比重	4
图表 4: 传统行业加大 R&D 投入增加	4
图表 5: 一二产业数字化逐步推进	4
图表 6: GDP 总量居世界第二位	5
图表 7: 两个百年目标历史交汇点	5
图表 8: 2017 年德国、日本、韩国工业增加值占总产出比重	5
图表 9: 我国创新发展取得一定成绩仍有上升空间	6
图表 10: 工业互联网发展进入快车道	7
图表 11: 数字经济快速发展	7
图表 12: 2020 年 1 季度利润增速断崖式下降	8
图表 13: 2021 年工业企业利润增速预计 10%	8
图表 14: 2020 年投资增速平稳	8
图表 15: 2020 年出口持续超预期	8
图表 16: 2021 年工业企业利润增速前高后低	9
图表 17: 高端设备制造业投资仍保持较高增速	9
图表 18: 上市公司利润率与工业企业利润率同步	9
图表 19: 2020 年美国经济增长严重下滑，失业率高企，2021 年复苏有望	10
图表 20: 美国通胀走势	11
图表 21: 货币流通速度处于低位	11
图表 22: 欧盟经济反弹重新出现疑问，通缩压力可能再度出现	12
图表 23: 2017 年底前后美国密集发布五份报告，对华战略存在根本性变化	14
图表 24: 下半年整体进口增速一般，但自美国的进口增速上行	15

图表 25: 美欧 PMI 延续上升势头.....	16
图表 26: 通胀的预期近期再度上行	16
图表 27: 不考虑负利率, 宽松幅度主要观察美联储扩表节奏.....	16
图表 28: 尽管股市大跌, 但美十债收益率并未明显下行.....	16
图表 29: 历史经验, 联储停止扩表阶段, 基本面是价格主导.....	17
图表 30: 金油比处于高位	17

一、产业革故鼎新

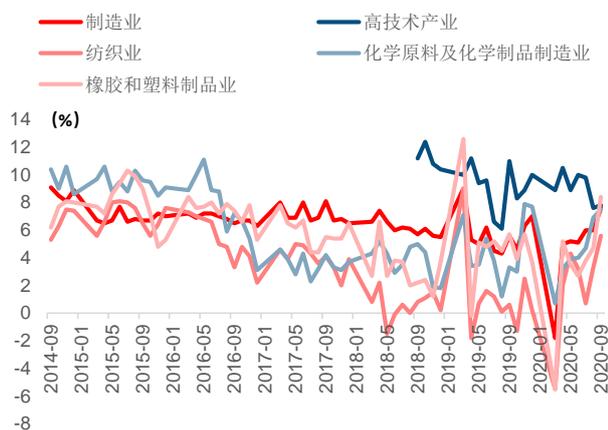
2020年是十三五规划收官之年,十三五期间我国产业发展取得了重大成绩,制造业增加值多年居世界首位,2019年规模以上高技术产业增加值占比14.4%,服务业增加值占国内生产总值比重53.9%,信息传输、软件和信息技术服务等新兴服务业4年年均增速19.4%。2021年是十四五规划开局之年,产业继续优化。十四五规划建议也为明年以及未来中长期产业发展提供了方向。我们认为十四五时期是产业转型升级,革故鼎新的关键时期。

(一) 革故——产业基础高级化,产业链现代化

回顾过去五年,我国经济总体运行平稳,经济结构得到优化。然而随着中美贸易冲突的加剧,我国产业结构及传统产业链“两头在外”、“附加值低”等劣势凸显出来。十四五规划建议针对我国产业链的不足提出了要继续深化供给侧改革,推进产业基础高级化、产业链现代化,以增强产业的竞争力。

传统产业面临增速放缓,产业链两头在外,出口产业链附加值低等问题。与高技术产业相比,传统行业工业增加值增速相对较低。2018年至2019年,高技术产业工业增加值增速中枢保持在10%上下,而传统行业工业增加值增速中枢则降至5%以下。出口方面,主要出口行业,如纺织、家具、化工、计算机、电子元器件等产品工业增加值占产出比重低于德国、日本、韩国等工业强国10个百分点以上。除此之外,制造业核心技术对外依存度高,根据国务院数据显示,2019年我国芯片自给率仅为30%。据海关总署统计,2019年芯片进口3040亿美元,2018年芯片进口额3120亿美元。

图表 1: 传统行业增速低于高技术行业



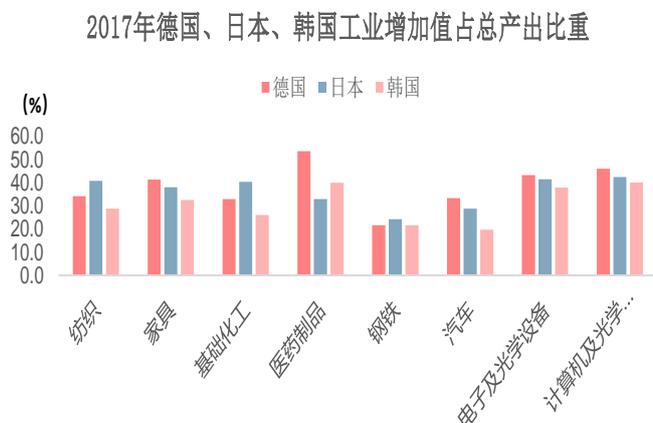
资料来源: Wind 中信建投

图表 2: 主要出口产品增加值比重较低



资料来源: 统计局, 中信建投

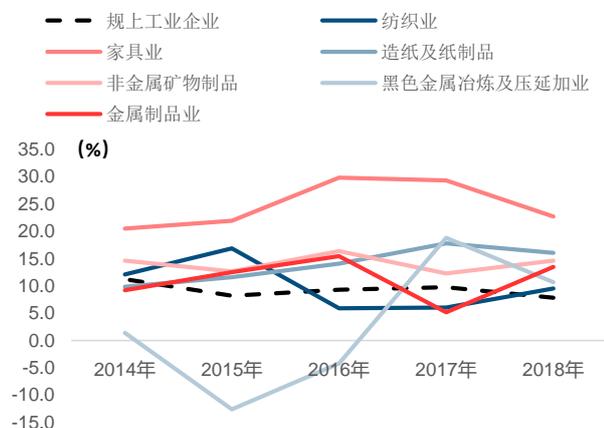
图表 3：2017 年德国、日本、韩国工业增加值占总产出比重



资料来源：OECD，中信建投

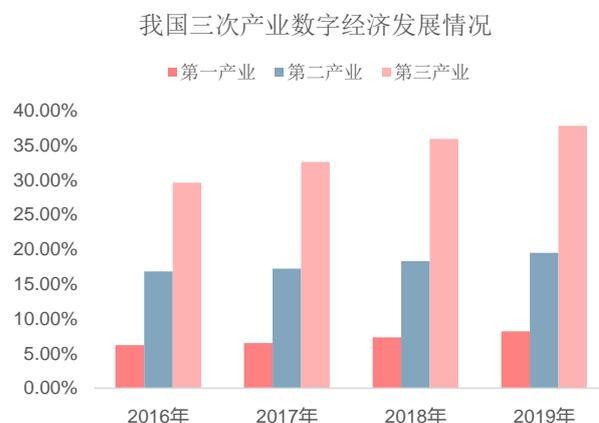
因此，产业基础高级化、产业链现代化是我国传统行业发展的必由之路。在中美贸易冲突以及新冠疫情的冲击下，产业链安全则更体现在产业基础高级化以及产业链现代化两个方面。近年随着我国 5G 技术、互联网等技术的发展，产业基础高级化、产业链现代化有了一定发展，具体表现在企业 R&D 投入增加、产业数字化进程加快。

图表 4：传统行业加大 R&D 投入增加



资料来源：Wind，中信建投

图表 5：一二产业数字化逐步推进



资料来源：中国信通院，中信建投

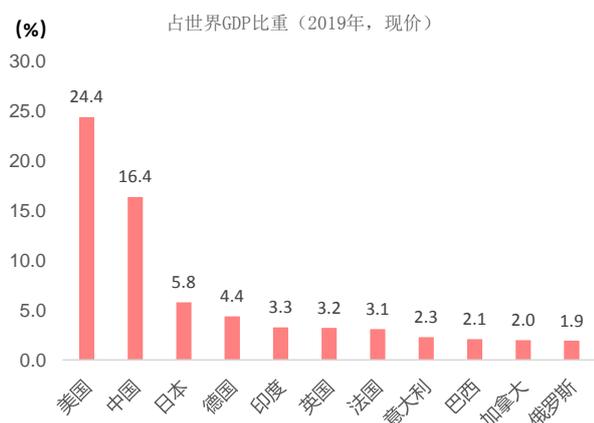
（二）鼎新——新阶段、新理念、新格局

十四五规划建议的核心要义在于新发展阶段、新发展理念、新发展格局。对于产业发展来说，目前，我国处在新一轮科技革命和产业变革深入发展的阶段，高技术产业、新兴产业对我国现阶段发展尤为重要，十四五规划建议为这一时期产业发展确定了方向。

目前我国产业处于新的发展阶段。现阶段我国处于百年未有之大变局之中，GDP 总量居全球第二位，人均

GDP 突破 1 万亿美元，步入中高收入国家行列，科技创新取得一定成绩。十四五时期也是处于两个百年目标的历史交汇处。为实现第二个百年目标，党和国家制定了二零三五的远景目标，其中产业政策的方向在于：关键核心技术实现重大突破，进入创新型国家前列；基本实现新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化，建成现代化经济体系。

图表 6：GDP 总量居世界第二位



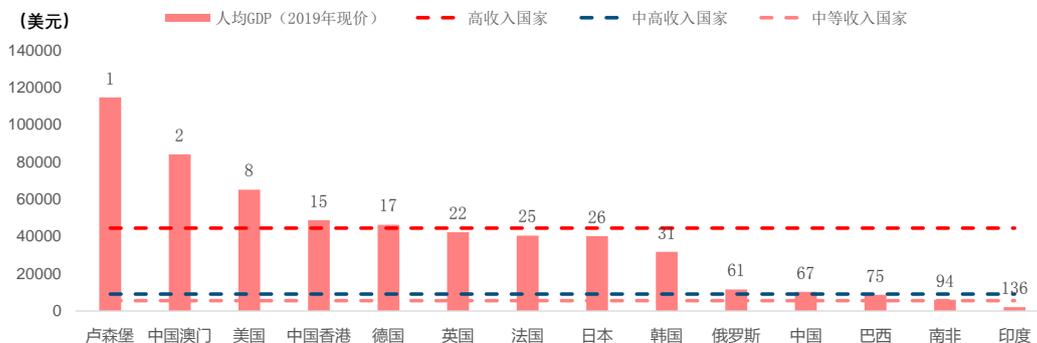
资料来源：World Bank，中信建投

图表 7：两个百年目标历史交汇点



资料来源：新华网，中信建投

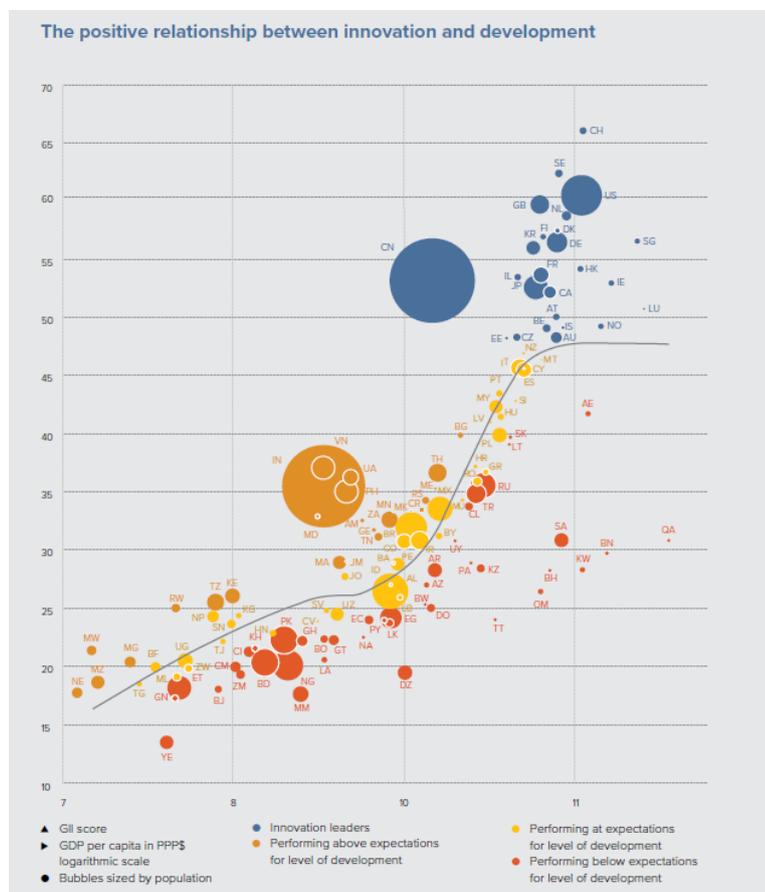
图表 8：2017 年德国、日本、韩国工业增加值占总产出比重



资料来源：World Bank，中信建投

新阶段坚持新的发展理念。首先，坚持创新驱动发展，全面塑造发展新优势。我国创新能力发展迅速且具有较大空间。十四五期间将坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，强化国家战略科技力量，发展前沿科技，推进产学研结合，深化人才发展体制机制改革，完善科技创新机制。根据 WIPO 报告，2019 年我国创新能力居全球第 14 位，显著高于经济发展水平，但与第一名瑞士、第三名美国仍有一定差距。十四五期间，科技创新发力支持产业发展是关键。

图表 9：我国创新发展取得一定成绩仍有上升空间



资料来源：WIPO，中信建投

其次，坚持国内国外双循环。现阶段要依托强大的国内市场，贯通生产、分配、流通、消费各环节，优化供给结构，推动产业协同发展。双循环中产业协同、产业链贯通是要点，产业数字化、信息化，以及高效的物流体系有助于产业协同发展。

第三，继续深化改革，坚持开放。改革是我国经济发展的动力之一。对企业来说，激发市场主体活力，加快国有经济布局优化和结构调整，优化民营经济发展环境，建设高标准市场体系，更能调动企业的积极性。同时，政府也要完善宏观治理、建立现代财税制度、加快转变政府职能，服务市场主体。另一方面，要进一步提高对外开放水平，推动贸易和投资开放，有序开放服务业，坚持市场驱动和企业自主选择。推动“一带一路”高质量发展，推进基础设施互联互通，拓展第三方市场合作。构筑互利共赢的产业链、供应链合作体系，深化国际产能合作，扩大双向贸易和投资。

第四，繁荣发展文化事业和文化产业，推动绿色发展。坚持绿水青山就是金山银山理念，推动绿色低碳发展。注重国家软实力，大力发展弘扬传统文化。

第五，改善人民生活品质，提高社会建设水平。建设高质量教育体系，健全多层次社会保障体系。全面推进健康中国建设。实施积极应对人口老龄化国家战略，推动养老事业和养老产业协同发展。

处在新的发展阶段，采用新的发展理论，必然要形成新的发展格局。新阶段、新理念下要合理协调产业格局、区域格局以及城乡格局。产业格局方面，要坚定不移建设制造强国、质量强国、网络强国、数字中国，推

请参阅最后一页的重要声明

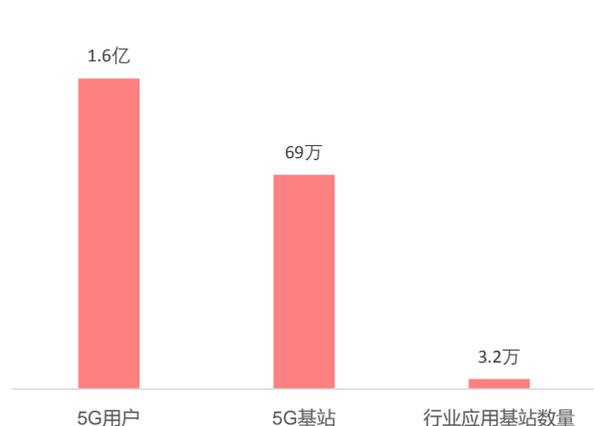
进产业基础高级化、产业链现代化，提高经济质量效益和核心竞争力。发展战略性新兴产业。加快发展现代服务业。统筹推进基础设施建设。加快数字化发展。区域格局方面，要推动区域协调发展，发展城市圈，推进以人为核心的新型城镇化。城乡格局方面，坚持把解决好“三农”问题作为全党工作重中之重。以城带乡，城乡互补、协调发展。以保障国家粮食安全为底线，保障粮、棉、油、糖、肉等重要农产品供给安全。

（三）2021 年产业展望

十四五规划中表明“坚持把发展经济着力点放在实体经济上，坚定不移建设制造强国、质量强国、网络强国、数字中国，推进产业基础高级化、产业链现代化，提高经济质量效益和核心竞争力”。十三五期间我国新型产业取得了一定成绩。根据工信部统计最新公布，目前 5G 基站建成 69 万个，连接用户 1.6 亿，其中行业应用基站数量 3.2 万个。中国信通院 2020 年发布报告中，2019 年我国数字经济规模占 GDP 比重约为 36.2%。

结合目前产业发展情况以及十四五规划建议，高端设备制造业、新基建（网络基础设施、智能交通基础设施、大数据中心、重大科技基础设施等）、数字经济、新能源汽车、人工智能等行业仍是 2021 年重点发展行业。

图表 10：工业互联网发展进入快车道



资料来源：工信部，中信建投

图表 11：数字经济快速发展



资料来源：中国信通院，中信建投

从中长期发展规划来看，发展集成电路、量子计算、生命科学、空天科技、深地深海等前沿领域是我国产业走向科技创新大国强国的重要一步。

二、利润筑底回升

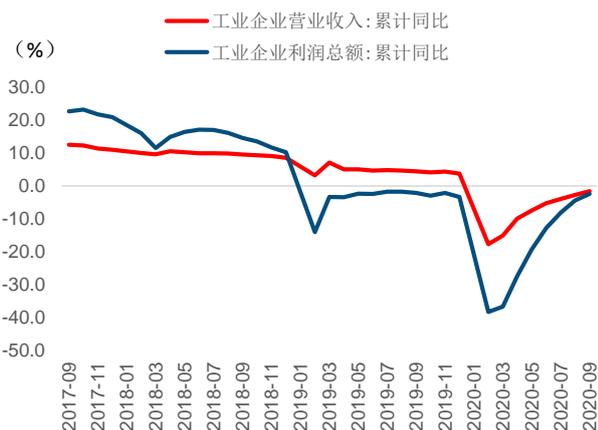
受新冠疫情影响，2020 年上半年企业生产经营受到剧烈冲击，1 季度工业企业利润断崖式下降。3 月以来，随着国内疫情得到控制，企业复工复产，投资增速向上，出口不断超预期，工业企业利润增速不断修复。根据工业增加值及 PPI 走势，预计 2020 年底，工业企业利润累计增速在 2.5%附近。

（一）2021 年经济复苏，全年工业企业利润增速预计达 10%

2021 年全年工业企业利润增速预计达 10%。生产和价格是影响工业企业利润的两个重要因素。而投资和出

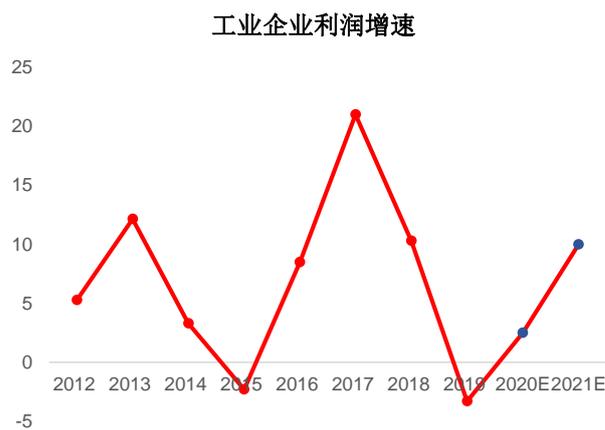
口是影响工业企业生产波动的重要因素。针对出口和投资我们有如下判断：1) 预计 2021 年随着全球经济复苏，外需提振，我国制造业韧性较强，产业链供给的安全性高于其他经济体，出口产业链受益于全球经济复苏；2) 投资方面，受资金影响，基建投资增速大概率回落，但房地产投资有一定支撑。价格方面，工业品价格向好。随着需求回暖，工业品价格上行，全年 PPI 在 1.5% 上下。综合考虑，我们预计 2021 年全年工业企业利润增速预计 10% 上下。

图表 12：2020 年 1 季度利润增速断崖式下降



资料来源：Wind，中信建投

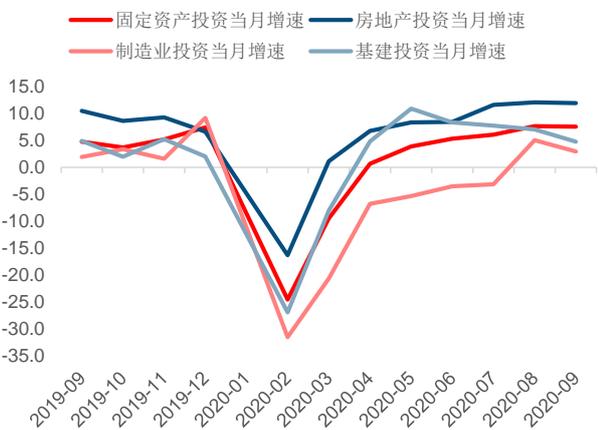
图表 13：2021 年工业企业利润增速预计 10%



资料来源：Wind，中信建投

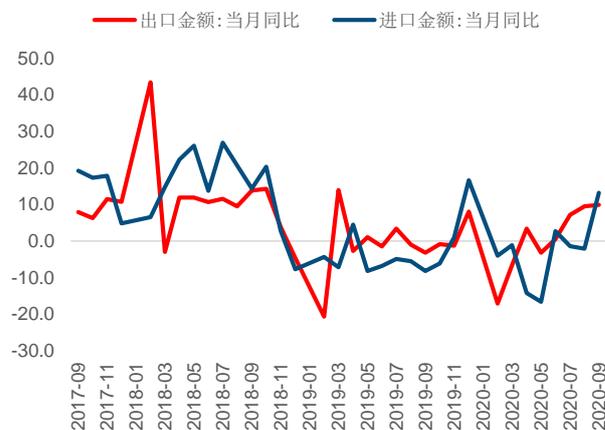
蓝色为预测值

图表 14：2020 年投资增速平稳



资料来源：Wind，中信建投

图表 15：2020 年出口持续超预期

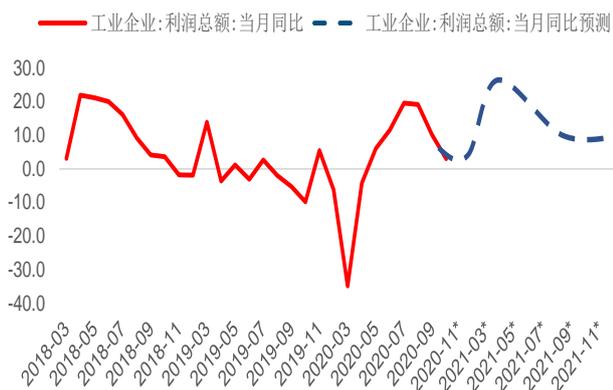


资料来源：Wind，中信建投

2021 年工业企业利润年内趋势是前高后低。2020 年 1 季度，受新冠疫情影响，经济数据断崖式下降，低基数效应影响下，2021 年年 1 季度工业企业利润增速显著回升，年内将呈现前高后低的状态。整体上看，全年工业企业利润增速较全年增长 10%。

随着企业利润回升，部分中长期景气度较高的行业投资增速将有所回升。从行业层面上看，在十四五规划建议下，高科技、高端设备制造业（如计算机、通讯和其他电子设备制造业，仪器仪表制造业）的需求向好，投资增速回升。

图表 16：2021 年工业企业利润增速前高后低



资料来源: Wind, 中信建投

图表 17：高端设备制造业投资仍保持较高增速

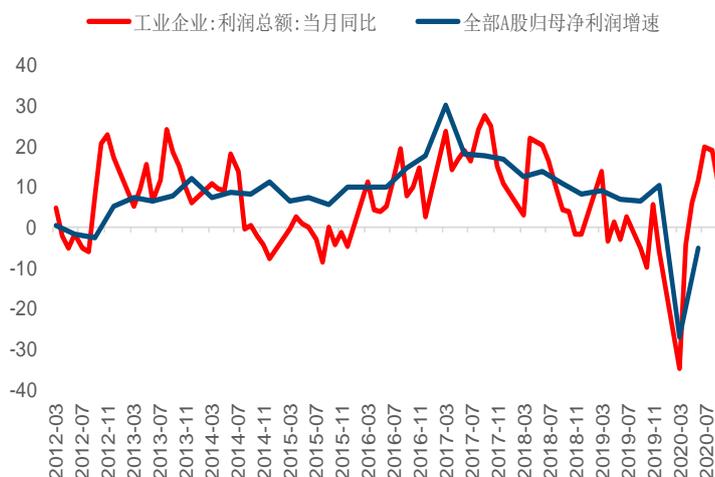


资料来源: Wind, 中信建投

（二）2021 年上市公司盈利上行

上市公司利润与工业企业利润率同步性加高，我们预计 2021 年上市公司利润与工业企业利润呈现同步回升的态势。

图表 18：上市公司利润率与工业企业利润率同步



资料来源: Wind, 中信建投

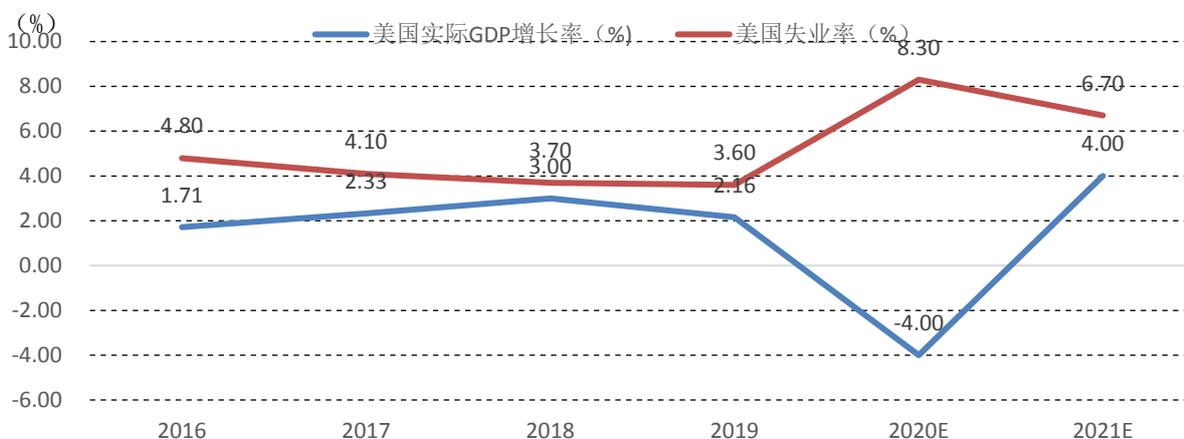
三、全球经济复苏

尽管疫情的影响仍会持续发酵，但在宽松政策护航之下，主要经济体都将继续复苏之路，按照 IMF 预测，2021 年全球 GDP 增速有望达到 5.2%。新冠疫情引发了世界近百年来最大规模的经济衰退，全球经济活动受到严重的打击，各国经济都出现了大幅度的下滑。尽管目前各国逐步放宽防控措施，部分国家经济向好趋势明显，但全球经济复苏仍充满不确定性，世界各国亟需在遏制疫情的同时努力促进长期复苏。就目前情况来看，在货币政策基本已经达到政策目标之后，2021 年各国政府预计将采取更大规模的财政政策以缓解实体经济的压力，但是即便如此，疫情造成的影响将非常深远。短期来看，高失业率的阵痛在所难免，社会总需求低迷也导致通胀始终在低位徘徊；长期来看，各国政府将面临大幅举债所导致的债务风险，后疫情时代的经济复苏之路任重而道远。

美国：复苏方向确定，疫情防控与财政刺激影响节奏

2020 年 Q3 已出现复苏信号。美国三季度经济数据显示，实际 GDP 环比折年率 33.1%，其中个人消费支出增长 40.7%，成为当季经济增长主要拉动力量；非住宅类固定资产投资增长 20.3%，但没有能够弥补前一季度 27.2% 的降幅。总体来说，美国经济出现了明确的复苏征兆，但何时能够恢复正增长、后续的节奏仍需要观察。

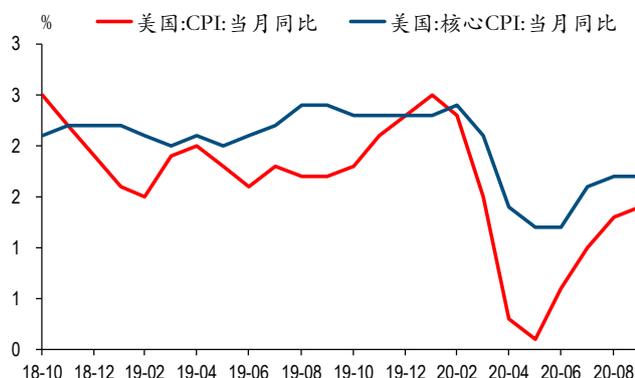
图表 19：2020 年美国实际 GDP 增速严重下滑，失业率高企，2021 年复苏有望



资料来源: wind, 中信建投

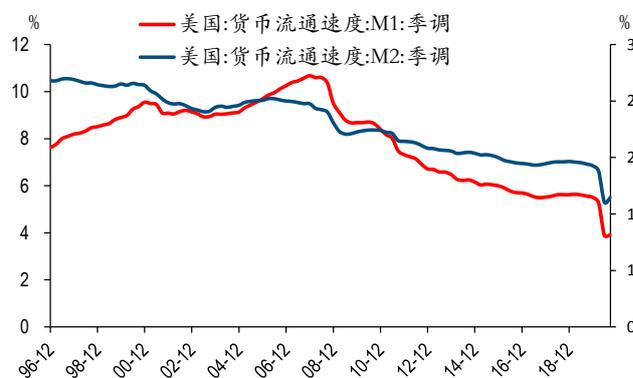
低基数下通胀上行确定，但持续性和幅度存疑。随着经济复苏，美国通胀在三季度明显改善，进入到 2021 年，这一趋势在低基数的背景下将有所放大。但是，通胀幅度有多高，持续时间有多长，仍有不确定性。市场普遍关心，在新一轮联储放水后，通胀是和过去十年一样继续维持低位，还是重新归来。我们理解，从基础来讲，由于本轮释放的流动性，很多进入到居民部门，创造通胀的条件要好于 2008 年金融危机后，但由于疫情限制和永久性冲击不明朗，货币流动速度依旧低位，通胀切实大幅上行还需要更明确的信号支持。

图表 20：美国通胀走势



资料来源: Wind, 中信建投

图表 21：货币流通速度处于低位



资料来源: Wind, 中信建投

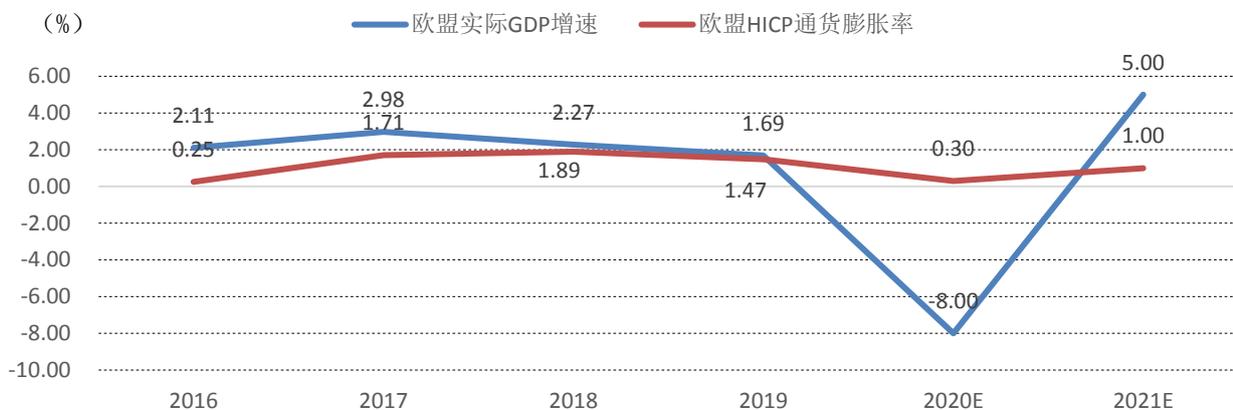
不确定性 1：疫情防控与疫苗效果。美国第二波疫情爆发后，复工节奏明显受到影响，我们预计第三波疫情仍会干扰生产和供应链的恢复情况。由于目前美国疫情控制不力，在现有可选方案下，做到类似国内彻底清除的可能性已经微乎其微，未来在疫苗发挥效果前，疫情大概率延续目前周期性爆发与减缓的走势。这种情况下，疫情防控效果是否能提升、疫苗何时能落地、疫苗效果是否理想，会对经济复苏节奏产生重要影响。

不确定性 2：新一轮财政刺激方案落地情况。美联储大规模货币政策操作基本告一段落，经济复苏下半场仍需财政政策支持。货币政策方面，2021 年美联储将继续执行宽松货币政策，维持较高的流动性水平。年初美联储采取极端措施救市，使用了降息、“无限量化宽松”、隔夜回购和流动性互换等工具维持全球金融市场稳定。9 月 16 日美联储公布利率决议，宣布维持联邦基金利率目标区间在 0~0.25% 不变，根据公开市场委员会表决，这一利率目标预计将一直持续到 2023 年不变，同时美联储将继续将 2% 通货膨胀率作为长期通胀目标。**财政政策方面，我们预计 2021 年万亿美元级别财政刺激法案蓄势待发。**由于经济恢复超预期、大法官任命事宜耗费国会精力、以及大选前沦为政治角力工具，新一轮财政刺激方案迟迟未能落地。预计 2021 年 1.5 万亿以上的财政刺激方案将成为阶段性市场主角，尤其是对政府部门的就业至关重要。

欧洲：第二波疫情冲击超预期，复苏前景面临更多疑问

第二波疫情让此前的经济复苏蒙上巨大阴影。欧洲在防疫和复工上一度走在美国前面，三季度经济数据表现也非常优异，三季度 GDP 环比增长 12.1%，远好于预期。但是，第二波疫情让欧洲措手不及，法国和德国在 2020 年 10 月 28 日同时宣布“封国”，且至少持续到年底，英国也随后公布了封锁英格兰地区的措施，此前良好趋势能否得到维持成为巨大疑问。此外，英国在年底“硬脱欧”的风险始终未能解除，一旦出现黑天鹅事件，届时对欧盟经济的负面影响极大。我们认为如果欧洲疫情得不到根本性缓解，再附加其他政治风险，经济增速仍然会面临下调可能。

通缩压力重新来临。2020 年 3 月以来，受到欧盟复苏基金设立及其他一些利好政策，欧元升值压力较大，从而压低了进口价格，抑制了通胀；2020 年 9 月，欧元区通胀同比增长-0.3%（前值-0.2%），连续 2 个月陷入通缩，核心通胀也下滑至 0.2%，为欧元创立以来的最低水平，离物价稳定目标（低于但接近 2%）越来越远。**2021 年欧洲就业形势依然很不乐观，预计失业率会达到 9.5% 以上。**虽然欧洲新冠疫情对就业的负面影响较为温和，但主要是因为政府的补贴政策起到了稳定作用，虽然政府举措可以在短期内帮助工人保住收入，一旦政府的薪资援助计划到期，失业压力仍大。

图表 22：欧盟经济反弹重新出现疑问，通缩压力可能再度出现


资料来源: wind, 中信建投

货币政策方面，2021 年欧洲央行将一直保持宽松的货币政策，并会根据第二次疫情的发酵程度选择是否加大宽松力度。尽管 10 月议息会议没有额外动作，但市场普遍预期未来欧洲央行仍会加码宽松，包括 PEPP 等购买规模。

财政政策方面，2021 年欧洲各国更多会依赖本国层面财政刺激，欧盟层面再出台大规模财政刺激政策的可能性不大。与其他主权国家不同，欧盟作为一个超国体组织，具备统一货币政策却没有统一财政政策，这在一定程度上给货币政策的效用最大化造成了障碍。在达成 7500 亿欧元的欧洲经济复苏基金后，未来欧盟层面更大规模的刺激得以落地的可能性不大，以德法两国为首的欧洲国家需积极采用国家财政手段，推动一揽子刺激计划付诸实施，才能稳定国内经济形势。

日本：国内疫情基本得到控制，经济复苏却遥遥无期

疫情对本已处于低位的社会总需求造成重大打击，日本经济复苏之路会较为坎坷。根据日本央行 2020 年 10 月 29 日公布的预测，日本经济在 2021 年预计增速将落在 3.0%到 3.8%之间，2020 年经济增速预测为-0.8%到-0.6%。本次日本央行对 7 月中期预测进行了下调，反映出日本经济的复苏之路仍然较为坎坷。新冠疫情对日本的消费与出口部门打击严重：消费者的信心严重下滑，预计 2021 年消费支出的增速将达到 2.7%，2020 年预计增速为-6.1%；出口方面受日元升值及出口目的地国家需求下滑影响，预计 2020 年进口和出口增速预计分别为-6.6%和-14.6%，2021 年日本的进口增速为 3.4%，出口增速为 7.8%。

日本 2021 年通货膨胀率预计为 0.3%左右，较今年再度下滑。日本的通货膨胀率一直处于较低位置，目前看来，2%的通胀目标基本无法实现，受到油价下跌以及疫情打击之后，日本经济更是在向通缩的道路上更进一步。日本央行行长黑田东彦甚至表示，温和通胀趋势基本已经消失，未来几年或陷入停滞。

宽松货币政策或将延续至 2023 年，扩大财政刺激规模可能性依然存在。货币政策方面，2021 年日本央行将会继续沿用宽松货币政策刺激经济，这种势头将持续到 2023 年。根据 10 月 29 日日本央行公布的货币政策展望文件，日本央行在今年年底和明年将继续维持之前的货币工具稳定性，包括维持短期利率目标-0.1%、实现收益率曲线控制下的 QQE 以达到 2%价格稳定目标，以及继续进行 ETF 和日本房地产投资信托 J-REIT 的购买进程。财政政策方面，2021 年日本政府采取更大规模财政刺激的可能性始终存在，但也可能会延续执行 2020 年底公

请参阅最后一页的重要声明

布的财政刺激政策。尽管在疫情之前日本经济就已经债台高筑，公共债务占 GDP 比例达到 237.64%，位居世界首位，但是在疫情面前，日本政府也只能继续追加政府支出才能稳住局面。

新兴市场：基本面对疫情最为敏感，但资本市场或受益资金回流

新兴市场抗议表现良莠不齐，复苏前景或大幅分化。中国、越南等亚洲国家抗击疫情得力，经济稳步恢复，有望成为 2021 年全球复苏的动力之一。但印度、南非、巴西等国应对疫情成效有限，未来经济增长面临较大风险。理论上，新兴市场国家的传统增长模式包括资源出口型（拥有大宗商品资源禀赋）、加工出口型（劳动力成本低廉助推制造业产品出口）、服务出口型（依靠旅游等自然环境禀赋创造外汇收入），这几种模式都依赖于全球经贸往来，对疫情冲击均较为敏感。因此，新兴市场不仅需要全球总需求复苏、还需要疫情给全球来往带来的影响大幅下降，才能形成明显的反弹，这无疑有较大的不确定性。

但全球整体复苏大格局下，资金或重新流入新兴市场。今年疫情冲击期间，随着全球美元流动性的枯竭，新兴市场也面临着资金流出的压力。而像疫情控制较好、利率和汇率保持稳定的中国等市场，则持续吸引了部分外资的流入。2021 年，当全球经济复苏态势确立，发达市场波动性减缓，新兴市场可能再度获得资金的青睐，外资将稳定流入。

四、中美关系缓和

中期来看，中美关系依然面临较大不确定性，回到过去的概率偏低。中国已被定位为长期竞争威胁，贸易科技冲突背后是美国对华战略的改变。尽管 2018 年贸易冲突、2020 年科技冲突都有服务于中期选举和大选的意图，但已不再是单一事件。事实上，从 2017 年底至 18 年 2 月，美国相继发布国家安全报告、国防安全报告、国情咨文、核态势审议报告、全球威胁评估报告 5 份重要文件。美国方面指出，大国竞争已成为美国最大的威胁，并将中国定位成长期最主要的威胁来源。竞争威胁体现在政治层面国际秩序需要重建、安全层面的挑战、以及经济层面的知识保护等。对中国的这种定位，在美国历史上绝无仅有，体现美国对华战略的重大转变。而在美国基层方面，全球化带来的制造业衰落、贫富差距扩大，已经使得大部分民众对中国的厌恶情绪急剧上升。因此，无论是特朗普连任、还是拜登上台，中美关系不确定性都很难根除，未来中美争端向更多领域发展的风险依然存在。

图表 23：2017 年底前后美国密集发布五份报告，对华战略存在根本性变化

发布时间	报告名称	涉华内容
2017-12-28	国家安全报告	中国被定义为 修正主义国家、战略竞争者、经济侵略者
2018-01-19	国防安全报告	1、 国家之间的战略竞争，而非恐怖主义 ，是美国国家安全的首要关注点； 2、最主要的竞争国家是俄罗斯与中国， 长期来看中国是首要竞争者 ； 3、重建美国在军事上针对俄罗斯和中国的优势，遏制他们挑战美国及其盟友，或者 试图推翻二战之后运行的非常顺利的国际秩序
2018-01-30	国情咨文	在世界各地，我们面临‘流氓政权’、恐怖组织和 中国与俄罗斯这样的对手 ，它们挑战我们的利益、我们的经济和我们的价值观
2018-02-02	核态势审议报告	1、国际态势重新回到了 大国竞争的时代 ； 2、俄罗斯和中国用不对称的方式对美国的常规军事能力、对美国及其盟友伙伴带来了挑战； 3、俄罗斯和中国是美国的 主要竞争对手
2018-02-13	全球威胁评估报告	1、某些国家存在的持续的贸易不平衡、贸易壁垒和缺乏市场友好政策很可能会继续对美国的经济安全带来挑战； 2、一些国家几乎肯定将继续 非法收购美国的知识财产和专利信息 来推进自己国家的经济和国家安全目标。

资料来源：美国商务部，中信建投

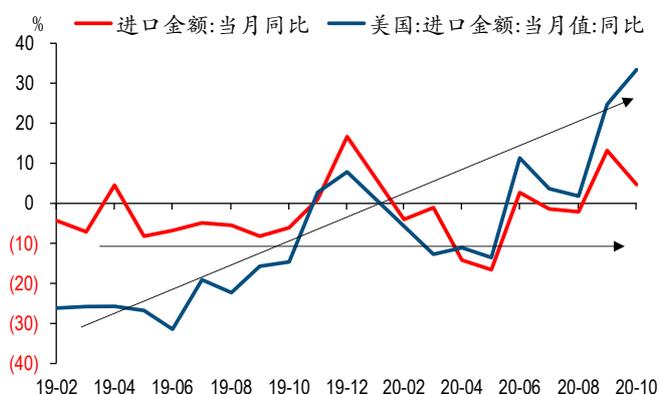
具体到拜登而言，并未明确释放太多对华友善的信号。川普竞选纲领对中国较为“看重”，十大重点市政领域前三位分别是就业、疫情、结束对华依赖：第一章创造就业不可避免涉及从中国撤回制造业工作岗位的议题，第二章疫情也与中国有密切关系，第三章更是将中美关系独立成章，涉及刺激政策吸引相关企业尤其是高科技企业从中国回流美国。显然，特朗普若连任，对华策略仍比较激进，但拜登也并未释放太多友善的信号。例如市场最为关心的关税问题，尽管反对施加惩罚性关税，但拜登同样致力于重振美国制造业，未必会轻易下调对中国的关税，反而存在率先改善传统贸易伙伴关系、与主要盟友磋商合作共同抵抗中国制造业份额在全球扩张的概率。

短期来看，大选后中美紧张关系有望趋于缓和。但是，聚焦到 2021 年，不论新总统花落谁家，我们认为中美关系紧张局面都有希望迎来阶段性的缓和。

第一，利用中美关系服务选举的需求下降。2020 年部分矛盾激化，有大选的作秀成分，特朗普在民调落后、疫情防控不利等夹击下，利用中美关系服务选举的需求存在。类似情况在 2018 年也有体现，加征关税正是在中期选举前夕开始进行。进入到 2021 年，相关需求或下降，主要矛盾转回美国国内，包括疫情等问题，对中国的指责会有所缓和。

第二，第一阶段贸易采购协议仍将发挥压舱石的作用。2020 年中美争端向科技、政治等方面蔓延，但前期重灾区贸易领域反而相对平静。我们理解，在疫情冲击下，中国进口对美国的重要性大幅上升，在其他领域更难达成共识的背景下，经贸是双方利益最大的公约数，将起到中美关系短期稳定的压舱石作用。只要采购协议未被撕毁，中美关系暂时谈不上全面恶化。不论是美方还是中方口径，2020 年采购协议完成难度均较大，但三季度以来中国自美国进口有明显提速迹象，可能在一定程度上反应协议执行仍在积极进展中。

图表 24：下半年整体进口增速一般，但自美国的进口增速上行



资料来源: Wind, 中信建投

第三，近期中美双方已经释放一些友善的信号。此外，政策和市场方面均有一些积极的变化在发生，例如央视在总决赛期间恢复美职联赛事的转播，Tuber 浏览器曾阶段性尝试向国内用户开放访问海外部分网站的途径，AMD、台积电等厂商有望获得向华为继续供应部分产品的权限，以及人民币汇率在拜登当选预期上升后大幅升值，这些信号都一定程度上反应中美关系边际上可能趋稳。

一个需要警惕的风险点来自美方利用疫情舆论。特朗普在竞选纲领中明确表示“要求中国对病毒在全球的扩散负责”，尽管拜登没有相关直接表态，但需要警惕上述思潮在美国发酵。当疫情逐步稳定后，不排除美方利用疫情制造舆论压力，同时联合盟友对中国进行压制。

五、全球资产定价

2020 年，和全球经济深度衰退再 V 型复苏类似，资本市场也经历了过山车的表现。新冠在全球开始蔓延后，几乎全部资产都出现了系统性下跌，流动性危机的爆发，让市场曾一度担忧更严重的金融危机接踵而至。幸运的是，情况并未恶化，在快速下跌后，股市为代表的主要资产迎来强力反弹，二季度甚至成为技术性大牛市。而进入到三季度，主要资产纷纷进入震荡期，目前仍未找到明确的方向。展望 2021 年，全球资产将走向何方？

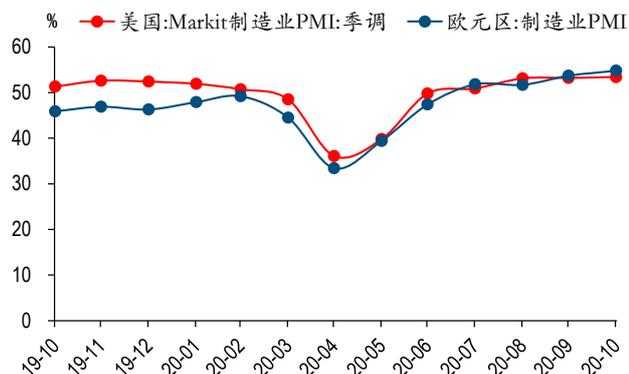
(1) 宏观周期的主要变化

第一，复苏的大趋势将进一步确立。市场对经济增长前景主要担忧是疫情二次甚至三次爆发与美国新一轮财政刺激方案难产。美国与欧洲的新冠死亡率仍趋于下降，对经济的冲击不必过于悲观。目前欧洲主要国家病例数均大幅上升，疫情二次爆发已经成为事实，封锁措施再度来袭，服务业相关指标明显走弱。而美国第三波疫情也开始发酵。市场情绪肯定会受到冲击，但是，参考美国二季度的经验，尽管新增病例数达到 7-8 万的天量，但由于住院率、死亡率等持续下降，并未对经济重启造成致命影响。8 月以来欧洲主要国家的死亡率并未恶化，因此尚不能得出结论，经济复苏会就此告终。财政刺激方案还有不确定性，但不能忽视美国经济复苏超预期的背景。两党在规模上的分歧一直未能得到弥合，导致新一轮财政刺激方案迟迟未推出。大选结果存疑背景下，未来刺激方案能否落地和规模多大还有悬念，即使不及预期，虽然对居民消费、政府就业等势必会有负面影响，但是，美国经济复苏进展远超预期，而 7 月之后多项补贴就已停止，刺激方案并不是复苏的核心矛盾。

通胀水平仍处于恢复过程中，明年上半年基数和预期均指向通胀上行。9 月美国 CPI 同比增长 1.3%，连续

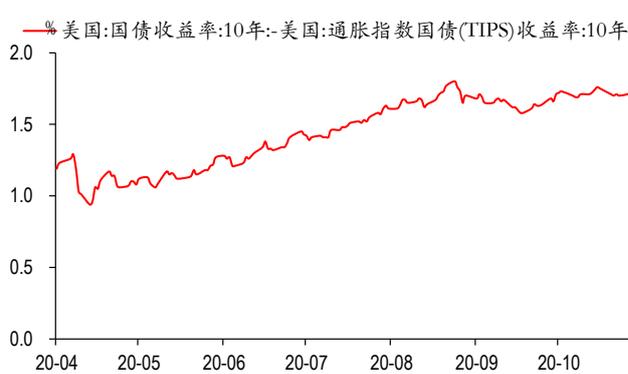
4个月回升。能源价格方面，考虑到2020年油价整体处于低位，2021年通胀基数将较低，未来对同比的贡献将十分明显。核心通胀方面，鉴于消费恢复相对理想，同时多项服务价格环比尚未正常化，未来修复仍有空间。十年期国债和对应TIPS价格反映的通胀预期，也有再度走高的迹象。总体来看，2021年通胀回暖的概率较高。

图表 25：美欧 PMI 延续上升势头



资料来源: Wind, 中信建投

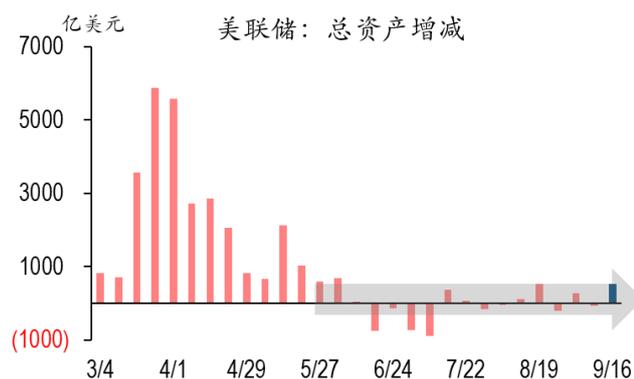
图表 26：通胀的预期近期再度上行



资料来源: Wind, 中信建投

第二，流动性边际趋紧将是最大的一个定价变化，建议降低对流动性宽松的期待。联储官员表态令市场“失望”：连续释放美联储“已经尽力”与“存在提前加息可能”的信号。结合此前美联储的实际动作来看，我们再次提示需要降低对宽松的期待。在负利率被限制的情况下，联储宽松的操作只能体现在扩表上。由于经济向好、新一轮刺激方案难产，联储在三季度已经大幅放慢QE节奏，同时整体资产负债表基本保持平稳，未来扩表空间已大不如前。这个背景下，我们预计美十债利率或出现中枢抬升，8月中旬以来已经上行近40bp。大选等不确定性落地后，利率上行空间或进一步打开。

图表 27：不考虑负利率，宽松幅度主要观察美联储扩表节奏 图表 28：尽管股市大跌，但美十债收益率并未明显下行



资料来源: Wind, 中信建投



资料来源: Wind, 中信建投

宏观周期边际上的方向，经济好+利率上可视为基准假设组合。简单总结一下上述分析，我们认为经济复苏节奏确定，而疫情、地缘政治等因素更多只是短期影响。

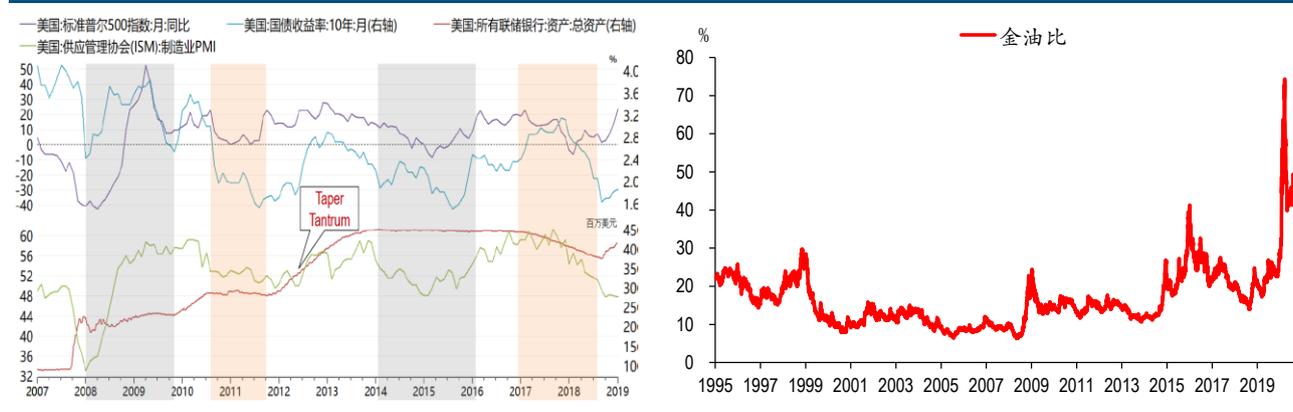
(2) 几类资产的估值

请参阅最后一页的重要声明

从各自价格看，美股估值不高但抬升空间受限，商品与金价则处于偏高水平。由于疫情冲击，美股静态估值已不是市场定价的基础，假设标普 500 指数盈利在 2021 年恢复至疫情前水平，对应的 PE 不足 20 倍，因此仍然合理。考虑到历史均值在 19 倍、3 年都超过 21 倍，目前大选和疫苗逐步落地，标普 500 估值在 21-22 倍左右病不夸张，对应中枢点位 3400-3500 点。大宗方面，金油比明显处于高位，铜价也创下近几年新高，黄金和商品估值不低。

从流动性环境看，估值抬升的逻辑不再适用，回归基本面将是 2021 年主题。前面已经介绍，对流动性宽松不宜抱有太高期待，叠加利率可能回升，依靠流动性推升估值的阶段已经过去。从过去十年的经验看，当联储停止扩表或进行缩表时，资产走势的核心不再是货币政策，而更多依赖于经济基本面。

图表 29：历史经验，联储停止扩表阶段，基本面是价格主导 图表 30：金油比处于高位



资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

（3）2021 年资产走势展望：告别流动性狂欢，回归基本面因子

美股无风险，但中枢抬升需等待疫苗落地及复苏加速。20 倍 PE 估值和 2021 年盈利恢复到疫情之前水平两个假设，目前仍然成立。“经济上”保障了系统性风险可以排除，标普 500 在 3400 点附近较为安全。但是，“经济上”的假设已经暗含在 2021 年盈利预期中，“利率上”则抑制了估值的有效抬升，两个核心假设对于基本面较为依赖，目前看除非疫苗落地并且经济恢复大幅超预期，上调的难度较大，趋势上行还需等待。

美债获得收益的前景相对黯淡。美债的估值已经是历史极低，尽管有一些中长期逻辑指向债券收益率很难系统性回到疫情前，但短期反弹的压力仍然存在，包括经济向好和流动性边际趋紧，叠加大选和疫苗等不确定性均有望在 2021 年前落地，美债获得正收益的概率相对较低。

美元已阶段性企稳，再下台阶的动力不足。美元虽然只是宏观周期的一个结果，但是对于以美元计价的黄金和商品也有很大影响。在此前的报告中我们曾指出，随着美联储相对欧央行扩表速度的放缓、以及美国经济基本面修复节奏有望反超欧洲，美元尽管难以摆脱弱势区间，但不会持续贬值。近期美元指数企稳反弹，上述逻辑得到验证。

工业品情况类似，估值抬升受限后，价格在高位波动性势必增加。类似的，铜、原油等商品价格上行需要“经济上”的程度进一步强化，这依赖于需求端的兑现成色。而定价端的美元持续走弱概率下降。

风险提示：政策超预期收紧，宏观经济大幅波动。

分析师介绍

黄文涛：经济学博士，纽约州立大学访问学者，中信建投研究所联席负责人，宏观经济与固定收益首席分析师，公司投委会委员，10余年证券行业研究经验。多年新财富、水晶球、金牛奖、保险资管协会、Wind等最佳分析师获奖者，2016年“新财富”固定收益组第一名。

王大林：宏观分析师。

研究助理

钱 伟 qianwei@csc.com.cn

项目库



达 CAI 人



评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 6 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准; 新三板市场以三板成指为基准; 香港市场以恒生指数作为基准; 美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构 (以下合称“中信建投”) 制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国 (仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾) 提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投 (国际) 证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层
电话: (8610) 8513-0588
联系人: 杨洁
邮箱: yangjie@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室
电话: (8621) 6882-1612
联系人: 翁起帆
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层
电话: (86755) 8252-1369
联系人: 陈培楷
邮箱: chenpeikai@csc.com.cn

中信建投 (国际)

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话: (852) 3465-5600
联系人: 刘泓麟
邮箱: charleneliu@csci.hk