

不平衡的复苏，乐观之中保留几分清醒

宏观经济/资产配置

内容提要：

- ◆ 2021 年全球经济大概率延续复苏，随着疫苗大规模投入使用，海外经济复苏有望加快。中国经济有望回归常态，考虑到低基数效应，经济增速有望超过 8%，全年或呈现前高后低的走势。
- ◆ 固定资产投资仍有修复空间，其中房地产投资增速边际放缓，基建投资将延续反弹，制造业投资有望加快恢复。
- ◆ 随着国外生产恢复，供给替代效应将边际减弱，出口难以维持高速增长。中央经济工作会议强调“需求侧管理”，在扩大内需战略的支持下，国内需求将加快回升，进口有望继续恢复。
- ◆ 随着国民经济稳定复苏，居民收入保持恢复性增长，在汽车、家电下乡等促进消费政策的刺激下，消费需求逐步释放，社会消费品零售增速稳步回升。
- ◆ 全国生猪生产已恢复至常年水平的 90%以上，2021 年上半年产能有望完全恢复，预计 CPI 将进一步回落，全年维持在 1.5%-2%的水平。随着大宗商品价格传导至生产领域，PPI 将加快回升，上半年有望转正。
- ◆ 随着经济增速回归潜在产出水平，货币政策将回归中性，保持广义货币供应量 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速相匹配。
- ◆ 积极的财政政策力度边际减弱，财政赤字率有望回归 3%以内，新增地方专项债发行规模或降至 3 万亿左右。
- ◆ 企业进入主动补库存阶段，盈利增速回升，股指慢牛格局有望延续，震荡上行或为主基调；全球经济复苏背景下，货币政策进一步宽松的预期下降，在通胀没有大幅上升的情况下，实际利率难有下降空间，黄金难以获得超额收益；上半年市场利率仍有上行的可能，债券关注下半年阶段性配置机会。

程 伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

投资咨询证：Z0012892

TEL：0516-83831160

E-MAIL：chengwei

@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

经济复苏加快，股指维持震荡

上行节奏 20201204

经济保持稳定复苏，把握股指

年末多头机会 20201201

政策面释放积极信号，震荡蓄

势等待突破 20201120

上升途中的调整，注意把握低

吸机会 20201113

外部不确定性因素消退，股指

开启新一轮反弹 20201106

待外部风险事件落地，股指有

望否极泰来 20201101

第一部分 2021年中国宏观经济展望

一、2020年中国宏观经济回顾

2020年伊始,突如其来的新型冠状病毒肺炎疫情给我国经济造成巨大冲击,第一季度GDP同比下降6.8%,创下记录以来最大降幅。随着疫情逐步得到有效控制,国务院及时出台了减税降费、降准、结构性降息等一系列政策,积极推动企业复工复产,经济秩序逐渐恢复。截止今年前三季度,我国经济增速由负转正,其中二季度GDP同比增长3.2%,三季度GDP同比增长4.9%,前三季度GDP同比增长0.7%。

从拉动经济增长的三驾马车来看,前三季度,随着国内疫情防控取得重大成果以及稳投资等各项政策显效发力,固定资产投资最先恢复增长。其中房地产投资增速率先转正,房屋新开工面积、商品房销售同步回升。随着地方专项债发行提速,基建投资由降转升,其中信息传输、铁路运输、水利等基础设施投资增长加快。制造业投资降幅继续收窄,其中高端和装备制造业恢复加快。

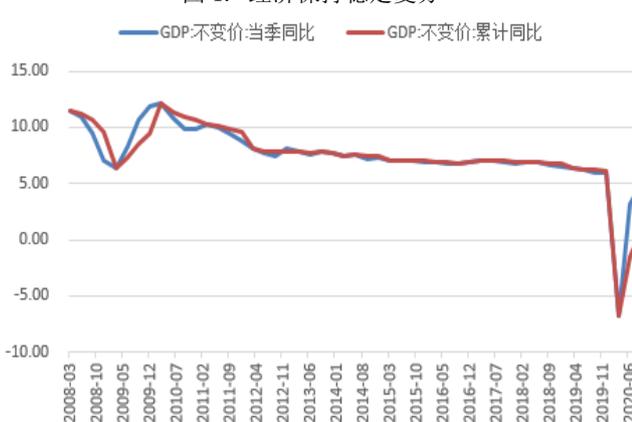
随着我国疫情防控取得决定性胜利,统筹疫情防控和经济社会发展工作深入推进,扩大内需战略以及各项促进消费政策持续发力,企业复商复市步伐加快,居民生活秩序稳定恢复,社会消费潜力逐步释放,消费市场复苏态势不断巩固。8月社会消费品零售总额同比增速首次转正,其中网络商品销售快速增长,传统零售业加快恢复,餐饮等服务消费稳定复苏。

随着疫情防控取得积极进展,以及稳外贸、稳外资政策的深入落实,我国进出口增速全面恢复。国外疫情形势严峻,防疫物资出口持续增长,此外部分订单转移到国内生产,是出口超预期增长的主要原因。

二、2021年中国经济有望延续复苏

我国本轮经济下行周期始于2018年,GDP同比增速从一季度的6.8%降至2019年四季度的6.0%,受新型冠状病毒肺炎疫情的影响,2020年一季度我国经济深度探底,之后开始稳步复苏。截止2020年三季度,我国经济年内已实现正增长,但距离恢复到疫情前水平还需一段时间,预计2021年我国经济将延续复苏,考虑受低基数效应的影响,全年经济增速有望超过8%。

图 1. 经济保持稳定复苏



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 2. 制造业 PMI 扩张加快



资料来源: WIND 新纪元期货研究

（一）固定资产投资增速率先转正，年内仍有修复空间

2020年1-2月固定资产投资同比下滑24.5%，之后进入快速反弹通道。截止2020年三季度末，固定资产投资同比首次转正，前10个月固定资产投资增长1.8%（前值0.8%），但仍低于上年同期3.4个百分点。受低基数效应的影响，预计2021年上半年，固定资产投资仍有向上修复的空间，其中房地产投资增速边际放缓，基建投资延续反弹，制造业投资有望加快。

1. 房住不炒的政策基调不改，房地产投资增速边际放缓

受新冠疫情影响，2020年1-2月房地产投资同比下降16.3%，随着房地产项目的开工，房地产投资快速回升，并于6月首次转正。截止2020年10月，房地产投资同比增长6.3%，低于上年同期4个百分点。虽然今年经济面临更加严峻的挑战，但中央多次强调要坚持房住不炒的政策定位，不将房地产作为短期刺激经济的手段。今年8月份，央行、住建部召开重点房企座谈会，研究进一步落实房地产长效机制，明确了房企融资监管新规“三道红线”，即房企剔除预收款后的资产负债率不得大于70%，净负债率不得大于100%，“现金短债比”小于1。如果有的房企上述三项指标全部“踩线”，不能再到金融或者债券市场融资，有息负债不得增加；若指标中两项“踩线”，有息负债规模年增速不得超过5%；若只有一项“踩线”，有息负债规模年增速可放宽至10%；若全部指标符合监管层要求，则有息负债规模年增速可放宽至15%。

受房企融资监管新规的约束，下半年以来房地产融资增速明显放缓。2020年前三季度，房地产开发贷款余额同比增长8.2%，较一季度下滑1.4个百分点。从房地产开发资金来源看，今年1-10月份，国内贷款累计增加22378.18亿元，同比增长5.1%，其中10月份仅增长了1893.92亿元，环比呈现下降趋势；利用外资累计增加111.39亿元，同比下降15.2%，连续3个月回落。

房地产融资收紧导致房企拿地积极性下降，本年度土地购置面积同比增速自7月份拐头向下，1-10月土地购置面积同比下降3.3%，降幅连续4个月扩大。虽然房地产投资仍在恢复中，但随着土地购置面积的趋势性下降，未来房地产投资难以维持高增长，预计2021年边际放缓的可能性较大。

图3. 房地产投资增速率先转正



图4. 房地产融资边际收紧



2. “两新一重”建设加快落实，基建投资有望继续恢复

为应对新冠疫情冲击，助力国民经济复苏，今年政府工作报告拟安排地方专项债3.75万亿，较上年增

加1.6万亿，提高专项债券可用作项目资本金的比例，中央预算内投资安排6000亿元。重点支持“两新一重”建设，即新型基础设施建设、新型城镇化建设和重大工程建设，具体包括信息网络、5G应用、新能源汽车、老旧小区改造，以及交通、水利等重大工程建设，增加国家铁路建设资本金1000亿元。

财政部数据显示，2020年1-10月，全国发行地方政府专项债券35466亿元，完成已下达额度（35500亿元）的99.9%，完成全年计划（37500亿元）的94.6%。作为积极财政政策的重要抓手，今年地方专项债发行规模明显扩大，对改善公共服务、促进经济增长和防范地方政府隐性债务风险起到了重要作用。按照“资金跟着项目走”的原则，发行地方专项债筹集的资金主要用于“两新一重”建设，有效拉动了基建投资增长，充分发挥了经济托底的作用。

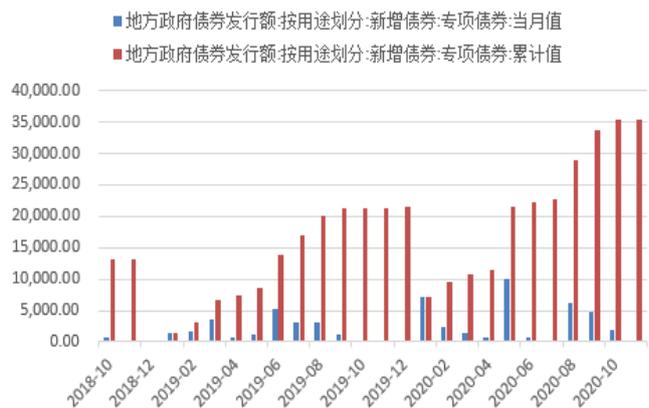
2020年1-2月基础设施建设投资同比下滑30.3%，之后快速反弹，并于9月份实现正增长。截止2020年10月底，基础设施建设投资（不含电力）同比增长0.7%，但仍低于上年同期3.5个百分点。进入2021年，随着“两新一重”储备项目的加快落实，基建投资增速有望进一步回升，继续发挥稳增长的作用。

图5. 基建投资增速转正



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图6. 地方专项债发行



资料来源：WIND 新纪元期货研究

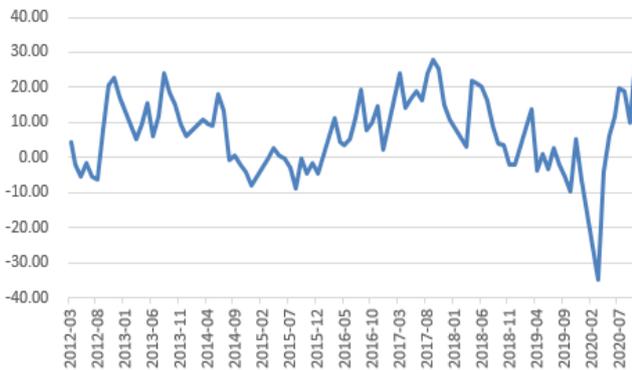
3. 企业盈利进入上行周期，制造业投资有望加快

相比房地产和基建投资，制造业投资受到的冲击最大，2020年1-2月制造业投资同比下滑31.5%，之后进入缓慢恢复的过程。截止2020年10月底，制造业投资同比下降5.3%，降幅连续8个月收窄，因供给先于需求恢复，制造业投资恢复相对偏弱。进入2021年，随着全球经济复苏加快，国内外需求将进一步回升，制造业投资有望加快，主要取决于企业盈利增长和资本支出增加。

工业企业利润增速自2017年2月进入下行周期，并于2020年2月深度探底，之后进入上行周期。截止2020年10月底，规模以上工业企业利润同比增长0.7%，2019年以来首次转正。其中10月份规模以上工业企业利润同比增长28.2%，增速比9月份加快18.1个百分点，创2012年以来新高，连续6个月正增长。长期来看，企业盈利和库存周期呈现明显的正相关性，当企业盈利处于上行周期，对应被动去库存和主动补库存；当企业盈利处于下行周期，对应被动补库存和主动去库存。2002-2019年，我国共经历了五轮库存周期，平均持续时间为40个月。最后一轮库存周期始于2016年7月，止于2019年11月，持续时间为41个月。随着新一轮库存周期的开启，2020年3月工业企业利润增速进入上行周期，根据库存周期推断，将持续至2021年二季度。

图 7. 企业盈利增速加快

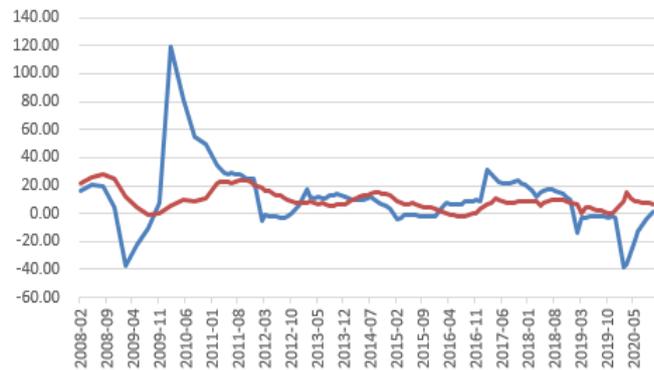
工业企业:利润总额:当月同比



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 8. 企业进入主动补库存阶段

工业企业:利润总额:累计同比 工业企业:产成品存货:累计同比



资料来源: WIND 新纪元期货研究

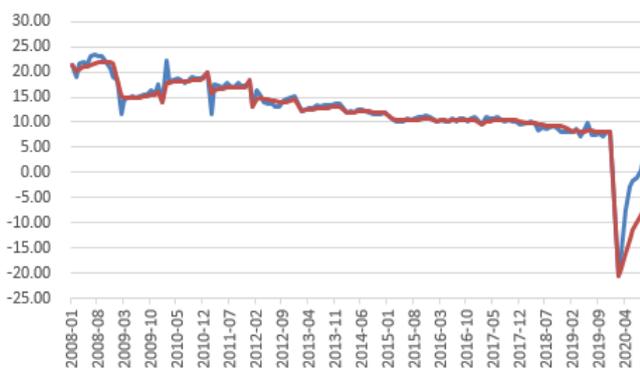
(二) 居民收入恢复性增长, 消费保持稳步回升

因疫情防控的需要,今年一季度居民活动受到限制,多数时间处于居家状态,线下消费几乎停滞,2020年1-3月社会消费品零售总额同比下降19%。二季度以来,随着疫情防控取得决定性胜利,居民生活逐步回归正常,消费呈现加快复苏的态势。截止2020年10月底,社会消费品零售总额同比下降5.9%(前值-7.2%),降幅连续8个月收窄,其中10月份零售总额增长4.3%,增速较上月加快1个百分点,连续3个月正增长。从零售类别来看,汽车、家电等耐用品销售明显加快,10月份乘用车销售量同比增长9.3%(前值8%),连续6个月正增长,增速创2018年4月以来新高。进入2021年,随着汽车、家电下乡等消费刺激政策的加快落实,前期积压的消费需求将进一步释放,消费增速有望继续回升。

长期来看,居民可支配收入的增长对消费起到决定性作用,近十年以来,居民可支配收入增速持续高于实际GDP增速,对消费保持中高速增长形成重要支撑。受疫情影响,今年一季度,居民可支配收入同比仅增长0.5%。随着疫情逐步得到有效控制,以及企业复工复产的有序推进,居民可支配收入增长加快,前三季度城镇居民可支配收入同比增长2.8%,但仍低于上年同期5.1个百分点,未来仍有较大的提升空间。居民消费性支出也呈现加快恢复之势,前三季度城镇居民人均消费性支出同比下降5.6%,降幅较二季度收窄2.4个百分点,大幅低于上年同期12.8个百分点。进入2021年,随着新冠疫苗大规模上市,疫情传播的风险将大大降低,有助于旅游相关行业复苏,从而拉动消费增长。

图 9. 消费增速稳步回升

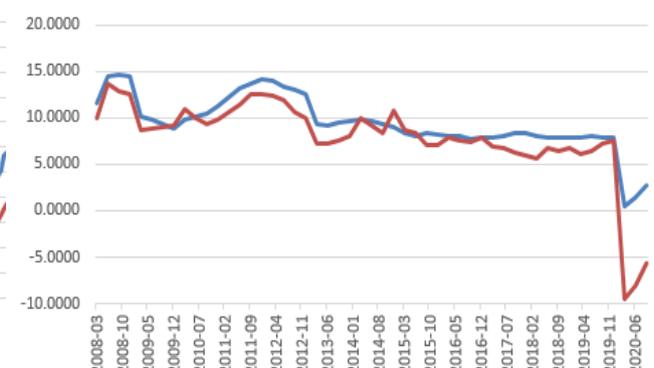
社会消费品零售总额:当月同比 社会消费品零售总额:累计同比



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 10. 居民可支配收入恢复性增长

城镇居民人均可支配收入:累计同比 城镇居民人均消费性支出:累计同比



资料来源: WIND 新纪元期货研究

（三）出口高速增长不可持续，进口有望继续恢复

由于我国率先控制住了疫情，并积极推动企业复工复产，为全球抗疫合作提供了重要保障。出口方面，国外疫情形势严峻，防疫物资需求持续增长，此外部分海外订单转移到国内生产，是出口逆势增长的主要原因。按美元计价，2020年1-10月出口同比增长0.5%（前值-0.8%），为年内首次转正，高于上年同期0.6个百分点。其中，10月份出口同比增长11.4%（前值9.9%），增速连续5个月扩大。展望2021年，基于以下几个方面的因素，出口难以保持高速增长，增速逐季下降的可能性较大。（1）新冠疫苗大规模上市后，国外生产将加快恢复，出口替代效应将明显减弱；（2）海外抗疫物资需求下降，将对出口形成拖累；（3）随着东南亚国家疫情得到控制，海外订单转移将不可持续。

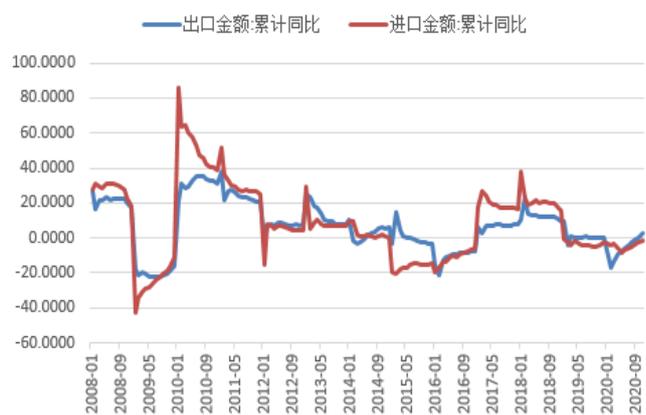
进口方面，国外需求先于生产恢复，而国内生产先于需求恢复，导致进口恢复弱于出口。按美元计价，2020年1-10月进口同比下降2.3%（前值-3.1%），降幅连续5个月收窄，但仍低于上年同期2.5个百分点。1-10月份实现贸易顺差3845亿美元，较去年同期增加478.5亿美元。分国家和地区来看，前10个月，东盟与我国贸易总值同比增长7%，是我国第一大贸易伙伴，欧盟、美国、日本跟随其后，与我国贸易总额同比增长3.5%、3.9%和1.5%。展望2021年，随着国内需求进一步恢复，进口增速有望继续回升。

图 11. 出口增速连续 6 个月扩大



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 12. 出口累计同比转正



资料来源：WIND 新纪元期货研究

（四）通胀压力逐步回落，CPI 与 PPI 剪刀差进一步收窄

受猪周期因素的影响，2019年初CPI进入上行周期，并于2020年1月到达5.4%的高位，之后进入下行周期。截止2020年10月，CPI同比涨幅回落至0.5%，创2009年11月以来新低。今年前10个月CPI同比上涨3%，涨幅连续9个月回落，但仍高于上年同期0.4个百分点。展望2021年，粮食价格将保持稳定，生猪价格有望回归正常水平，CPI与PPI剪刀差将进一步收窄。

1. 粮食产量保持稳定，生猪价格有望回归正常水平

今年以来，新冠疫情以及洪涝灾害等因素，给我国农业生产带来挑战，但国务院及时出台各项政策，有力保障了粮食生产。据国家统计局数据，今年夏粮产量2856亿斤，较上年增加24.2亿斤；早稻产量546亿斤，较上年增加20.6亿斤，连续7年下滑后恢复增产。2020年全国粮食总产量13390亿斤，比上年增长113亿斤，增长0.9%，产量连续6年保持在1.3万亿斤以上。农业农村部数据显示，我国人均粮食占有量

稳定在 470 公斤左右，高于人均 400 公斤的国际安全标准线。总体来看，我国粮食连年丰收，产量连续多年稳定在 13 万亿斤以上，为粮食价格保持稳定奠定了基础。今年全球疫情形势严峻，粮食价格有所上涨，但不具备持续上行的基础，对 CPI 的影响有限。

农业农村部数据显示，截止 2020 年 10 月，我国能繁母猪存栏 3950 万头，连续 13 个月增长，比去年同期增长 32%；生猪存栏 3.87 亿头，连续 9 个月增长，比去年同期增长 27%。目前生猪产能已经恢复到 2017 年年末的 88% 左右，预计明年二季度，全国生猪存栏将基本恢复到正常年份的水平。随着生猪生产恢复速度加快、出栏量增加，猪肉供需形势持续改善，价格连续 11 周回落，10 月份价格同比首次下降，11 月份第 2 周集贸市场价格每公斤 46.47 元，较 2 月中旬的高点下降 13.17 元。

展望 2021 年，粮食价格将保持稳定，受季节性因素影响，蔬菜、鸡蛋、水果等食品价格会有所波动，但不会单边上涨或下跌，全年平均价格将保持稳定。随着生猪生产的加快恢复，猪肉价格有望回归正常水平，将进一步拉低 CPI，预计 CPI 全年涨幅将回归 1%-2% 区间。

2. 大宗商品价格回暖，PPI 或呈现前高后低走势

受新冠疫情冲击，今年第一季度，原油、化工、金属等大宗商品价格大幅下跌，随着全球新一轮量化宽松的开启，大宗商品踏上 V 型反弹之旅。截止三季度，多数商品均已收复疫情期间跌幅，并创下 2019 年以来新高。进入 2021 年，随着新冠疫苗大规模投入使用，全球经济复苏有望加快，大宗商品价格大概率延续上涨，但节奏或将放缓。主要原因在于：海外供给恢复对原材料需求增加，当补库存周期结束后，需求将边际下降，大宗商品价格上涨的斜率也将放缓。

长期来看，PPI 与库存周期存在明显的正相关性，当 PPI 处于上行周期，对应被动去库存和主动补库存；当 PPI 处于下行周期，对应被动补库存和主动去库存。2017 年 2 月 PPI 进入下行周期，于 2020 年 5 月结束并进入上行周期，与库存周期的拐点基本一致。截止 2020 年 10 月，PPI 同比下降 2.1%，降幅较 5 月收窄 1.6 个百分点，但仍低于上年同期 0.5 个百分点。前 10 个月 PPI 同比下降 2%，连续 4 个月持平，创 2016 年 12 月以来新低。进入 2021 年，随着企业进入主动补库存，PPI 有望继续回升，与 CPI 剪刀差将进一步收窄。

图 13. CPI 与 PPI 剪刀差进一步收窄

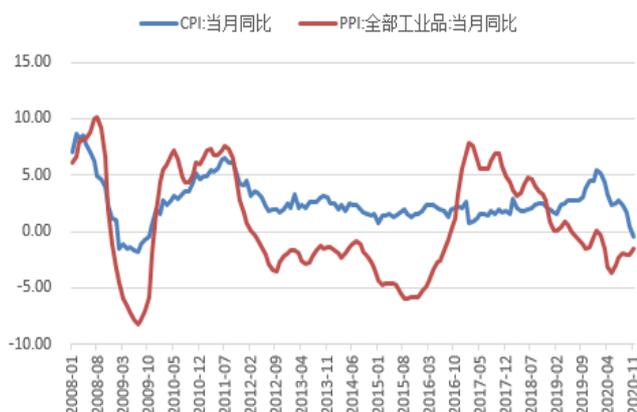


图 14. 原油价格重心上移



（五）货币政策回归中性，兼顾稳增长与防风险之间均衡

央行2020年第三季度货币政策执行报告指出，稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，更好适应经济高质量发展的需要，更加注重金融服务实体经济的质量和效益。完善货币供应调控机制，根据宏观形势和市场需要，科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点，既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞“大水漫灌”，不让市场的钱溢出来。健全市场化利率形成和传导机制，深化贷款市场报价利率改革，继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，综合施策推动社会融资成本明显下降。增强结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策直达性。重视预期管理，保持物价水平稳定。处理好内外部均衡和长短期关系，尽可能长时间实施正常货币政策，保持宏观杠杆率基本稳定。打好防范化解重大金融风险攻坚战，健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，维护金融安全，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。

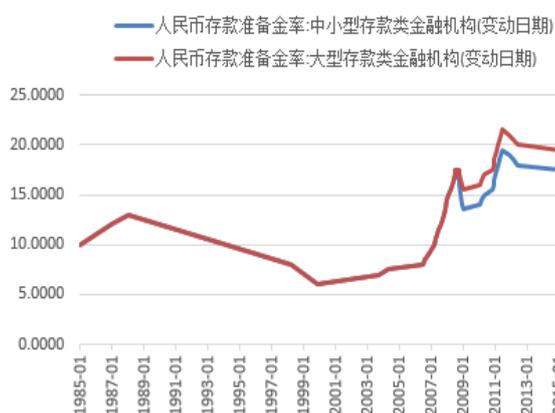
今年三季度以来，随着经济稳定复苏，央行货币政策也进行了相应调整，精准调控取代了全面宽松，工作重心由稳增长向调结构倾斜，注重稳增长、调结构和防风险之间的长期均衡。展望2021年，随着经济增速恢复至潜在产出水平，货币政策将回归中性，以定向调控为主，宽信用暂时告一段落，稳杠杆和防范金融风险将成为未来一段时间的主要任务。

（1）货币政策全面宽松的时候已经过去，未来将以精准调控为主，通过深化贷款市场报价利率改革，释放降低贷款利率的潜力，进一步推动实体经济融资成本下降。通过结构性货币政策工具精准施策，提高政策的直达性和有效性。

（2）在不搞大水漫灌的同时，保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量（M2）和社会融资规模增速同反映潜在产出的名义GDP增速基本匹配。2021年我国实际GDP增速有望达到8%以上，加上2%左右的通胀，名义GDP增速将达到10%以上，意味着2021年M2和社融增速将回落至10%左右。

（3）为应对疫情冲击，今年逆周期调节力度加大，我国宏观杠杆率连续三个季度上升。截止2020年三季度，我国宏观杠杆率为270.1%，累计上升了25个百分点，预计全年将上升30个百分点。进入2021年，随着经济恢复至潜在产出水平，货币政策将回归中性，进入稳杠杆阶段，防范和化解金融风险将成为重点。

图 15. 存款准备金率连续 6 个月不变



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 16. 贷款市场报价利率连续 7 个月保持不变



资料来源：WIND 新纪元期货研究

（六）积极的财政政策力度减弱，财政赤字率将回归 3% 以内

今年政府工作报告明确，财政赤字率按 3.6% 以上安排，较上年提高 0.8 个百分点，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债。上述 2 万亿元全部转给地方，建立特殊转移支付机制，资金直达市县基层、直接惠企利民，主要用于保就业、保基本民生、保市场主体，包括支持减税降费、减租降息、扩大消费和投资等。今年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元，重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设。为应对新冠疫情给我国带来的冲击，今年积极的财政政策更加积极有为，通过增加财政赤字、发行抗疫特别国债、增发地方专项债三大举措，保证了减税降费、保就业、保民生、保市场主体等各项任务有效落实。

财政部副部长许宏才在国务院政策例行吹风会上介绍，从财政直达资金的下达情况看，截止 10 月底，实行直达管理的 1.7 万亿资金当中，中央财政下达了 1.695 万亿元，进度为 99.7%，具备条件的资金已全部下达。从资金的使用情况看，截至 10 月底，各地已将包含 32.63 万个项目的 1.607 万亿元预算指标下达到资金使用单位，形成支出 1.198 万亿元，支出进度为 70.9%，高出序时进度 4.2 个百分点。财政部数据显示，2020 年 1-10 月，全国发行地方政府专项债券 35466 亿元，完成已下达额度（35500 亿元）的 99.9%，完成全年计划（37500 亿元）的 94.6%。增加财政赤字、发行抗疫特别国债和地方专项债形成的资金，主要用于支持减税降费、保居民就业、保基本民生、保市场主体以及保障重大项目建设等方面。

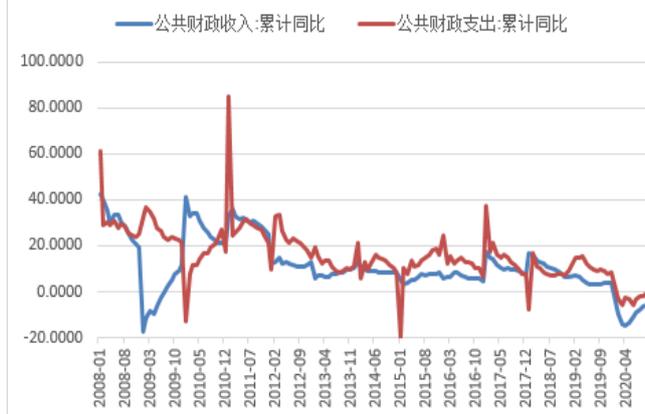
进入 2021 年，随着经济恢复到疫情前水平，财政政策将回归正常化，预计财政赤字率将回到 3% 以下，地方专项债发行规模有望降至 3 万亿左右。

图 17. 财政赤字率面临下调



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 18. 财政收支同步改善



资料来源：WIND 新纪元期货研究

第二部分 2021 年国际经济形势分析和政策展望

今年年初，突如其来的新冠肺炎疫情给世界经济带来巨大冲击，各国央行纷纷采取积极降息和量化宽松的措施来应对危机。2020 年以来，全球超过 30 家央行宣布降息，美国、英国、澳大利亚等发达国家基准利率降至零附近，印度、巴西、南非、俄罗斯等新兴市场国家基准利率降至历史低位。美联储首次祭出无限量化宽松，并配合财政政策实施三轮经济救助计划，欧洲央行开启紧急抗疫购债计划，并伴随着欧盟复苏基金的成立。三季度以来，随着全球经济开始复苏，各国央行陆续停止大规模刺激，货币政策进入观察

期，但会在相当长一段时间内保持宽松。

一、美国经济缓慢复苏，美联储货币政策进入观察期

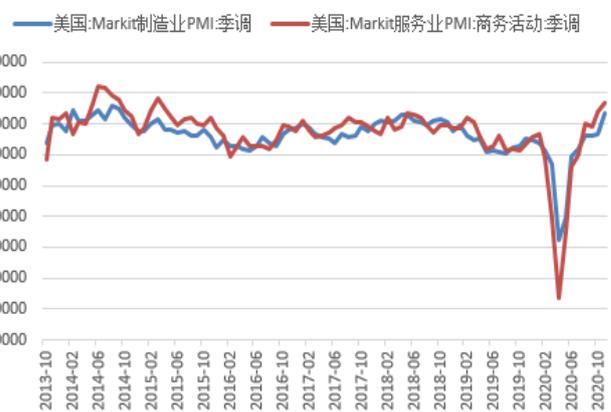
受新冠疫情的冲击，2020年二季度美国GDP环比下降31.4%，同比下滑9%，创历史最大降幅，之后开始反弹。截止三季度末，美国GDP环比增长33.1%，同比下降2.9%，前三季度GDP同比下滑3.9%，预计全年下滑3%左右。今年下半年以来，随着美国经济开始复苏，美联储在杰克逊霍尔全球央行年会上重新评估了货币政策框架，决定采用平均通胀目标制，承诺维持利率不变直至通胀达到2%及实现就业最大化，点阵图显示2023年之前维持利率不变。进入2021年，美国经济将延续复苏，但距离恢复至疫情前水平，还有很长一段路要走。

图 19. 美国经济缓慢复苏



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 20. 美国制造业和服务业 PMI 保持扩张



资料来源：WIND 新纪元期货研究

从先行指标来看，2020年11月Markit制造业PMI上升至56.7（前值53.4），连续7个月回升，创2014年10月以来新高。服务业PMI录得58.4（前值56.9），连续5个月维持在扩张区间，创2015年4月以来新高。美国11月密歇根大学消费者信心指数录得76.9，较年内低位回升5.1个百分点，但与疫情前水平相比还有很大差距。同步指标显示，美国10月耐用品订单同比下降2.6%，降幅连续6个月收窄。10月零售销售同比增长5.7%（前值5.9%），连续5个月正增长，进口同比下降3.2%，出口同比下降13.5%，降幅分别连续5个月收窄。数据表明，2020年三季度以来，美国经济开始复苏，制造业和零售销售已恢复至疫情前水平，但对外贸易和工业产出尚未回到正常水平，反映需求早于生产恢复。

就业和通胀方面，受新冠疫情影响，2020年4月美国失业率激增至14.7%，之后呈现逐渐回落的态势。截止2020年11月，美国新增非农就业24.5万，5月以来累计增加1199万，失业率降至6.7%（前值6.9%），连续7个月回落，但仍高于上年同期3.2个百分点。美国11月CPI同比上涨1.2%（前值1.4%），核心CPI同比上涨1.6%（前值1.7%），分别低于上年同期0.7和0.6个百分点。11月PCE物价指数同比上涨1.2%（前值1.4%），核心PCE物价指数同比上涨1.4%（前值1.6%），分别低于上年同期0.2个百分点。数据表明，美国劳动力市场正在恢复，失业率逐渐下降，通胀缓慢回升，但实现就业最大化和通胀达到2%的目标还需要很长时间。

综合而言，展望2021年，美国经济大概率延续复苏，劳动力市场继续恢复，通胀温和回升，美联储货币政策将在相当长一段时间内保持稳定，没有进一步宽松的必要性。随着经济增速回归潜在产出水平，未

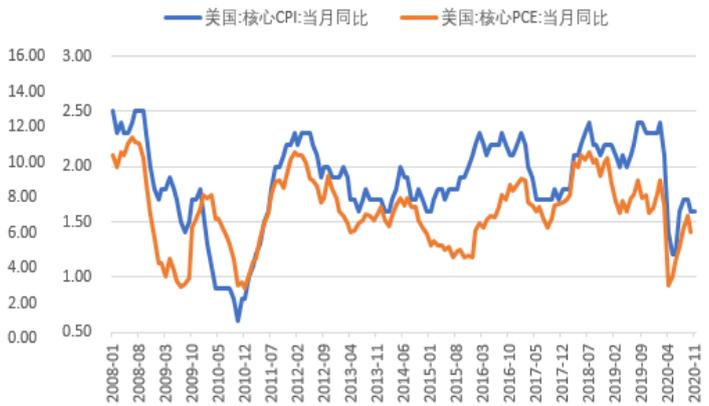
来将更多讨论关于货币政策正常化的路径。

图 21. 美国就业增长放缓



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 22. 美国通胀温和回升



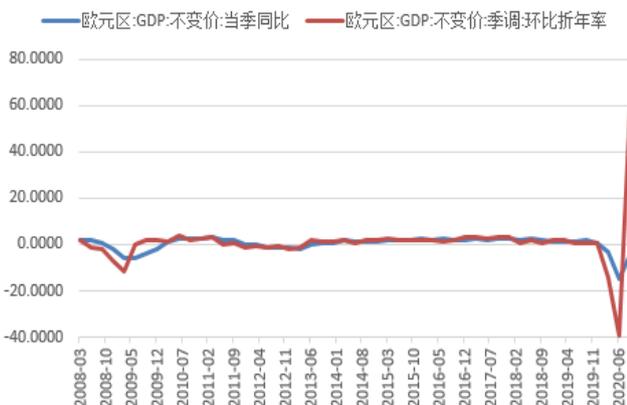
资料来源：WIND 新纪元期货研究

二、欧元区经济复苏艰难，欧洲央行延长购债计划

受新冠疫情影响，今年一季度，欧元区经济已经陷入负增长，二季度经济断崖式下滑，GDP 环比下降 39.2%，之后开启艰难复苏之旅。截止三季度末，欧元区 GDP 同比下滑 4.4%，前三季度 GDP 同比下降 4.6%，预计全年下滑 7% 左右。第二波疫情给欧元区经济复苏带来不确定性，欧洲央行 12 月会议决定扩大紧急抗疫购债计划规模，并延长购债期限。

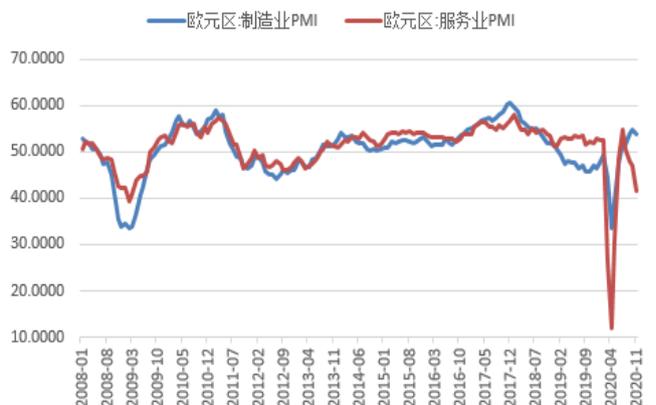
从先行指标来看，2020 年欧元区 11 月制造业 PMI 录得 53.8（前值 54.8），连续 5 个月维持在扩张区间，为 2018 年 9 月以来次高水平。但服务业 PMI 降至 41.7（前值 46.9），连续 4 个月回落，创 5 月以来新低。欧元区 11 月经济景气指数降至 87.6（前值 91.1），消费者信心指数降至 -17.6（前值 -15.5），创 5 月以来新低。同步指标显示，欧元区 9 月工业产出同比下降 6.8%（前值 -6.7%），低于上年同期 5.6 个百分点。欧元区 10 月零售销售同比增长 4.3%（前值 2.5%），4 月份以来呈现逐渐回升的态势，为 2015 年 8 月以来第二高位。欧元区 9 月进口同比下降 7.1%（前值 -13.6%），出口同比下降 3.1%（前值 -12.6%），分别低于上年同期 9.3 和 8.4 个百分点。数据表明，受第二波疫情的影响，德法等欧洲国家再次实施封锁措施，导致欧元区经济复苏放缓，经济下行风险加大。

图 23. 欧元区经济艰难复苏



资料来源：WIND 新纪元期货研究

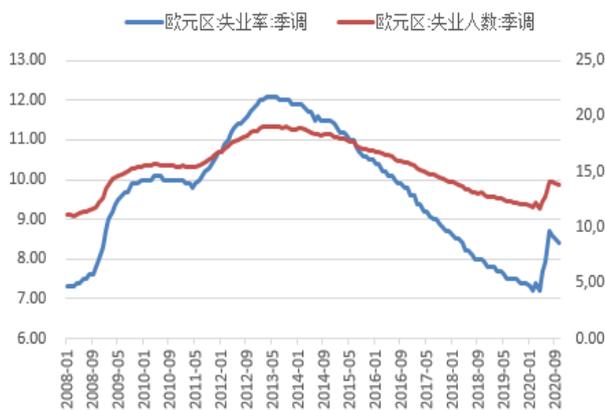
图 24. 欧元区服务业 PMI 跌破扩张区间



资料来源：WIND 新纪元期货研究

就业和通胀方面，欧元区劳动力市场恢复相对缓慢，失业率从8月份才开始下降。截止2020年10月，欧元区失业率降至8.4%（前值8.5%），高于上年同期1个百分点。欧元区11月CPI同比下降0.3%，连续4个月负增长，创2016年5月以来新低。核心CPI同比上涨0.2%，连续3个月持平，创1997年以来新低。欧元区10月PPI同比下降2%，与上年同期持平，降幅连续5个月收窄。数据表明，欧元区就业正在缓慢恢复，但通胀持续走低，预计实现欧洲央行低于但接近2%的长期通胀目标需要更长时间。

图 25. 欧元区就业缓慢恢复



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 26. 欧元区通胀持续低迷



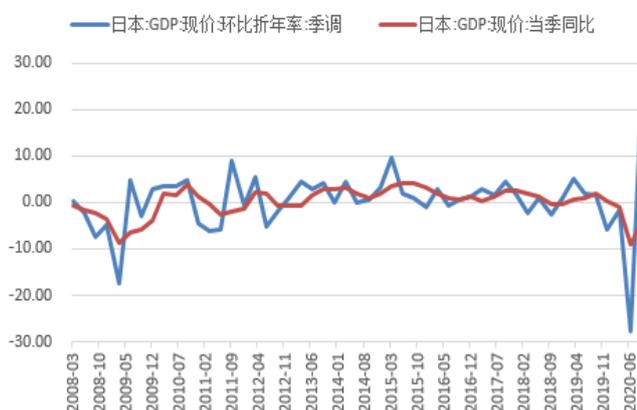
资料来源：WIND 新纪元期货研究

综上所述，受第二波疫情的影响，欧元区经济艰难复苏，劳动力市场恢复缓慢，通胀持续低迷，欧洲央行12月会议决定将购债规模扩大5000亿欧元，期限延长至2022年3月底。展望2021年，在新冠疫苗没有大规模投入使用之前，欧元区经济将维持弱复苏，货币政策将在相当长一段时间内保持宽松。

三、日本经济温和复苏，货币政策将在长期内保持宽松

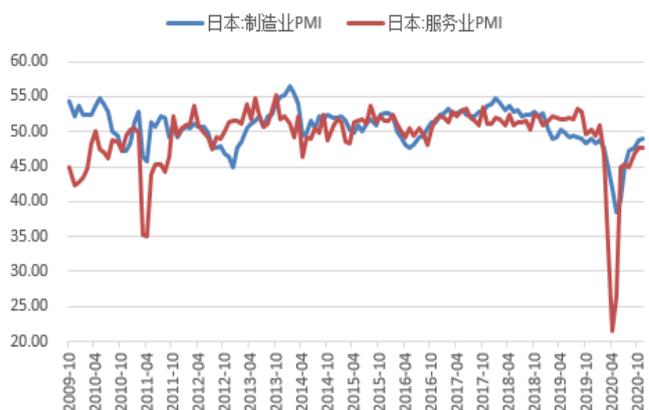
由于日本疫情控制得相对较好，经济受到的冲击不及欧美国家，今年二季度，日本GDP环比下降27.7%，同比下滑9%，之后经济开始恢复。截止三季度末，日本GDP环比增长22.7%，同比下滑4.6%，预计全年将下滑5%左右。为应对经济增长面临的挑战，日本政府临时内阁会议通过第三次大规模经济刺激计划，总规模达73.6万亿日元。

图 27. 日本经济温和复苏



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 28. 日本制造业和服务业



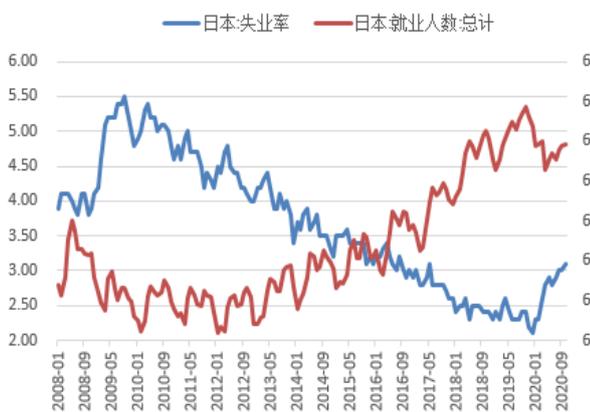
资料来源：WIND 新纪元期货研究

从先行指标来看，日本11月制造业PMI录得49（前值48.7），创2019年9月以来新高，连续6个月

回升。服务业 PMI 回升至 47.8（前值 47.7），创年内新高。日本 11 月消费者信心指数回升至 33.6（前值 33.3），创 3 月以来新高，10 月经济景气动向综合指数回升至 93.8（前值 93.3），创 2019 年 7 月以来新高。同步指标显示，日本 10 月工业生产指数（采矿业和制造业）同比下降 3.2%（前值-9.1%），降幅连续 5 个月收窄，低于上年同期 5 个百分点。日本 10 月商业零售额同比增长 22.2%（前值 9.1%），连续 5 个月正增长，创近 40 年来新高。日本 10 月进口同比下降 13.3%（前值-17.4%），出口同比下降 0.2%（前值-4.9%），分别高于上年同期 1.3 和 9 个百分点。数据表明，在疫情得到有效控制的情况下，日本经济正在温和复苏，制造业和零售业已恢复至疫情前水平，但外贸和工业生产有待修复。

就业和通胀方面，由于疫情控制的较好，日本就业受到的冲击相对较小，截止 2020 年 10 月，日本失业率录得 3.1%，较上年同期仅上升了 0.7 个百分点，总就业人数为 6694 万，较上年同期减少 93 万。日本 10 月 CPI 同比下降 0.4%，连续 3 个月回落，为 2016 年 10 月以来首次转负，核心 CPI 同比下降 0.7%（前值-0.3%），低于上年同期 1.1 个百分点。数据表明，日本劳动力市场相对稳健，但通胀持续受抑，反映消费需求不足以及人口老龄化。

图 29. 日本就业保持稳健



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 30. 日本通胀下行



资料来源：WIND 新纪元期货研究

展望 2021 年，新冠疫苗有望大规模投入使用，在第三轮经济刺激计划的推动下，日本经济将延续温和复苏，此外区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）的签署，也有助于日本经济增长。劳动力市场保持稳健，但在通胀没有达到 2% 的目标之前，日本央行货币政策将在长期内保持宽松。

第三部分 “十四五”规划开局之年如何进行资产配置

一、“十四五”规划和“双循环”战略

十九届五中全会审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，并发布了“十四五”规划纲要，明确提出“形成国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的新发展格局”。2021年是“十四五”规划的开局之年，中央经济工作会议指出，加快构建新发展格局，要紧紧扭住供给侧结构性改革这条主线，注重需求侧管理，打通堵点，补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，提升国民经济体系整体效能。

关于国内国际双循环的问题，我们认为是一个矛盾的两个方面，即内需和外需，二者之间既相互对立、又相互统一。2008年以前，我国经济主要由外需拉动，外贸依存度最高达60%之多，同时也导致了国内需求不足的问题。过度依赖外需，容易造成内生经济的脆弱性，不足以支撑外部不确定性。立足于国内大循环，有利于降低外部不确定性给我国经济造成的冲击，增强国内经济的韧性。但以国内循环为主体，并不是不要外循环，而是要发展多边贸易关系，继续当好“世界工厂”，这就要保持产业链和供应链稳定。

注重需求侧管理并不是第一次提出，形成强大的国内市场，要以提高国民收入为基础，否则就是无源之水、无本之木。提高国民收入水平，首先要千方百计的扩大就业，提高劳动者素质，增加再就业机会。其次要完善收入分配制度，通过税收调节、转移支付、加强社会保障等，扩大中等收入群体。在提高居民收入的同时，要引导扩大消费，挖掘乡村消费潜力，把扩大消费同改善人民生活品质结合起来。

“十四五”规划开启社会主义现代化国家建设的新征程，2021年是“十四五”规划的开局之年，也是建党100周年，做好经济工作意义重大。我国经济尚未完全恢复，需要继续做好“六稳”工作，落实“六保”任务，科学精准实施宏观政策，努力保持经济运行在合理区间，坚持扩大内需战略，强化科技战略支撑，扩大高水平对外开放。

二、如何进行资产配置

国内方面，由于我国最早控制住了疫情，并及时出台减税降费、降准降息等各项政策，积极推动企业复工复产、复商复市，经济秩序逐步恢复。截止2020年三季度末，我国经济已实现正增长，预计全年增长2%左右，将成为全球唯一实现正增长的主要经济体。展望2021年，我国经济将恢复至正常水平，考虑到低基数效应的影响，预计经济增速有望超过8%，全年将呈现前高后低的走势。

国外方面，欧美等主要发达国家以及其他新兴经济体从三季度才开始复苏，进入2021年，随着新冠疫苗大规模投入使用，全球经济复苏有望加快，但距离恢复至疫情前水平还有很长一段路要走，货币政策将在相当长时间内保持宽松。

（一）股指

从基本面来看，股指作为股票价格的加权平均数，估值自然由股票的价值所决定。根据股利贴现模型（DDM），股票的内在价值主要由股利和期望收益率决定，因此影响股指估值的主要因素包括企业盈利、无

风险利率及风险偏好三个方面，分子端由企业利润构成，而无风险利率和风险偏好构成分母端。

(1) 企业盈利除了受经济周期、行业周期等外部因素的影响外，还受企业财务状况、经营战略等自身因素的影响，但股指反映的是整个股票市场，因此经济周期将是影响分子端的主要因素。按时间的长短划分，经济周期可分为短周期（基钦周期）、中周期（朱格拉周期）和长周期（康德拉季耶夫周期），其中短周期（也称库存周期）持续的时间为 3-4 年。2002-2019 年底，我国共经历了五轮库存周期，平均持续时间为 40 个月左右。长期来看，企业盈利和库存周期呈现明显的正相关性，当企业盈利处于上行周期，对应被动去库存和主动补库存；当企业盈利处于下行周期，对应被动补库存和主动去库存。2020 年初，受新冠疫情冲击，经济深度探底后开始复苏，并伴随着新一轮库存周期的开启，企业盈利增速进入上行周期，根据历史规律统计，预计将持续至 2021 年二季度。因此，2021 年上半年，企业盈利有望继续改善，分子端有利于提升股指的估值水平。

(2) 进入 2021 年，随着经济增速恢复至潜在产出水平，货币政策将回归中性，在不搞“大水漫灌”的前提下，保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速相匹配。预计逆回购、中期借贷便利（MLF）以及贷款市场报价利率（LPR）将保持不变，降准的可能性微乎其微，信用扩张暂时告一段落，无风险利率再度下降的空间有限。

(3) 影响风险偏好的积极因素偏多。国内方面，金融供给侧改革加快推进，“十四五”时期将全面实行股票发行注册制、提高直接融资比重，有利于净化市场环境，形成优胜劣汰的市场机制；投资者结构正在发生积极变化，公募基金、社保基金、保险资金等机构投资者入市比例增加；金融对外开放步伐加快，外资流入规模不断加大；区域全面经济伙伴关系协定（RECP）协定的签署，有利于促进我国外贸发展，降低中美贸易摩擦的负面影响。国外方面，美国大选尘埃落定，拜登击败特朗普当选下一任总统，民主党执政有利于缓和中美贸易关系；新冠疫苗研发取得重大进展，预计 2021 年将大规模投入使用，有利于全球经济复苏。

综上所述，展望 2021 年，我国经济将延续复苏，全年或呈现前高后低的走势，企业盈利增速上行有望持续至二季度。货币政策回归中性，精准调控取代全面宽松，重点为小微企业提供资金支持，降低实体经济融资成本。影响风险偏好的积极因素偏多，股指慢牛格局有望延续，震荡上行或为主基调。

（二）黄金

黄金兼具商品、货币和金融三大属性，具有保值和避险的功能，是大类资产配置中非常重要的一个品种。布雷顿森林体系瓦解后，黄金与美元正式脱钩，长期以来，二者之间形成一种此消彼长的关系，美元汇率的变化将直接影响到黄金的价格。此外，黄金作为一种无息资产，价格长期受到实际利率水平的影响，两者之间存在显著的负相关关系。长期来看，黄金的价格主要由美元周期和利率周期决定。

(1) 美国经济复苏领先欧元区，美元指数存在阶段性反弹的可能。在美联储无限量化宽松的推动下，今年 3 月下旬以来，美元兑欧元等非美货币持续贬值，美元指数自 103 的高位持续下跌。截止 2020 年底，美元指数逼近 90 整数关口，年内累计下跌 14%。在此期间，国际黄金从最低 1451 美元/盎司，最高涨至 8 月份的 2074 美元/盎司，累计涨幅达 43%。在美元指数的构成中，欧元是第一权重货币，因此欧元兑美元

的汇率直接决定了美元指数的走势。从历史规律来看，欧元兑美元汇率受美国与欧元区经济的强弱关系影响，当美国经济表现好于欧元区经济时，美元指数倾向于走强，反之则趋于走弱。为应对第二波疫情，德法等欧洲大国再次实施封锁，导致欧元区经济复苏放缓，而美国经济并未受到太多影响。进入 2021 年，在美强欧弱的背景下，美元指数存在阶段性反弹的可能。

(2) 美联储货币政策进一步宽松的预期下降，实际利率下行空间有限。2020 年 3 月，美联储连续两次紧急降息，将联邦基金利率由 1.5%-1.75% 降至 0-0.25%，并祭出无限量化宽松，推动美债收益率大幅下行。截止 2020 年 8 月，美国 10 年期国债收益率最低降至 0.52%，5 年期国债收益率最低降至 0.19%，2 年期国债收益率降至 0.11%。从长期到短期，美债收益率已接近 0 水平，名义利率缺乏进一步下降的空间，除非美联储宣布负利率，或者实施国债收益率曲线控制（YCC）。三季度以来，随着美国经济开始复苏，美联储货币政策进入观察期，进一步宽松的预期下降。进入 2021 年，随着新冠疫苗大规模投入使用，全球经济复苏有望加快，在通胀没有大幅上升的情况下，实际利率难有下行空间。

展望 2021 年，美强欧弱的经济格局下，美元指数存在阶段性反弹的可能。随着疫苗大规模投入使用，全球经济复苏有望加快，在通胀预期没有大幅上升的情况下，实际利率难有下行空间，黄金高光时刻或许已经过去。

（三）债券

为应对新冠疫情冲击，全球央行开启新一轮量化宽松，美国、澳大利亚、加拿大等发达国家将基准利率降至 0 附近，印度、巴西、南非、俄罗斯等新兴市场国家基准利率降至历史低位。年初以来，中国人民银行已实施三次降准，释放长期资金约 17500 亿元。两次下调逆回购、中期借贷便利（MLF）利率，合计 30 个基点，引导市场利率下行。受全球货币宽松的推动，今年 1 月至 4 月，10 年期国债收益率最低降至 2.48%，5 年期国债收益率最低降至 1.83%，创历史新低。但随着国内经济开始复苏，国债收益率低位反弹，截止 2020 年底，10 年期和 5 年期国债收益率已回到 2019 年水平。

展望 2021 年，随着疫苗大规模投入使用，全球经济复苏有望加快，上半年市场利率存在进一步抬升的可能，利率债和信用债重心或将下移。但进入下半年，随着经济增速边际放缓，国债收益率将开始回落，债券或迎来阶段性配置机会。

特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构**公司总部**

全国客服热线：400-111-1855
 邮编：221005
 地址：江苏省徐州市淮海东路153号
 新纪元期货大厦

管理总部

邮编：200120
 地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8B

成都分公司

电话：028-68850968
 邮编：610004
 地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
 邮编：518001
 地址：深圳市罗湖区桂园街道人民桥社区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

南京分公司

电话：025-84706666
 邮编：210019
 地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

上海分公司

电话：021-61017395
 邮编：200120
 地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8层F单元

南京营业部

电话：025-84787996
 邮编：210018
 地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
 邮编：100007
 地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

广州营业部

电话：020-87750826
 邮编：510080
 地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

苏州营业部

电话：0512-69560991
 邮编：215028
 地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

杭州营业部

电话：0571-85817187
 邮编：310004
 地址：杭州市绍兴路168号1406-1408室

重庆营业部

电话：023-6790698
 邮编：400010
 地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#

南通营业部

电话：0513-55880516
 邮编：226001
 地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

徐州营业部

电话：0516-83831113
 邮编：221005
 地址：徐州市淮海东路153号