

方正证券研究所证券研究报告

专题策略报告

策略研究

2020.12.28

分析师：胡国鹏

执业证书编号：S1220514080001

Email: huguopeng@foundersc.com

分析师：袁稻雨

执业证书编号：S1220519030001

Email: yuandaoyu@foundersc.com

分析师：刘阳

执业证书编号：S1220520080004

Email: liuyang13@foundersc.com

联系人：**刘记龙**

E-mail liujilong@foundersc.com

请务必阅读最后特别声明与免责条款

摘要：

1、后疫情时代。2021 年进入后疫情时代，但疫情的变化仍是主导资产价格的重要变量。疫情需要重点关注各国的封禁举措以及疫苗的进展。全球经济将迎来确定性复苏，但复苏的基础并不牢固，国内外经济复苏边际的变化需要重点关注。国内经济引擎切换，制造业、消费和服务成为新的增长动力。

2、政策不急转弯。中央经济工作会议确定明年政策基调，整体偏积极，体现了底线思维，“不急转弯”打消了市场对于政策提前或显著收紧的预期。政策思路由逆周期调控向跨周期调控转变，总量政策变化的频率降低。政策大方向仍是逐步回收，部分疫情纾困政策将退出，观察时点在明年 3-4 月份，超常规流动性回归中性，映射到股市的剩余流动性收窄。

3、稳杠杆。随着经济的强劲修复，杠杆率快速攀升的阶段已经过去，2021 政策重心将由“稳增长”向“稳杠杆”倾斜，为经济保持长期持续增长留出政策空间。以史为鉴，稳杠杆基本等同于结构性去杠杆，2021 年稳杠杆路径可能由去政府部门杠杆，加企业部门杠杆实现，政策抓手在于强监管下的非标和隐性债务而非收缩信贷。

4、结构性紧信用。结构性紧信用将是稳杠杆的重要抓手，其中地方政府债、信用债、非标将是主要的压缩项。具体来看，地方政府债在 6—6.5 万亿间，相比 2020 年持平或略微收缩。信用压力进一步加大，分层加剧。非标预计压降 3—3.5 万亿，拖累社融 1 个百分点。

5、需求侧管理。需求侧管理是构建我国“双循环”新发展格局的重要战略拼图，在“十四五”时期，需求侧管理有望同供给侧结构性改革，共同实现我国供需两端“国内大循环”的畅通。要实现扩大内需战略，一要加快收入分配制度的改革，二要改善消费结构，刺激市场对重点商品的消费需求，三要保证财政政策更加积极有为，四要要注重供给对需求的创造作用。

6、安全发展。当前我国站在“两个一百年”的历史关口，唯有统筹好发展与安全的关系，把安全发展贯穿国家发展各领域和全过程，才能防范化解当前我国面临的各类经济社会风险。具体来看，有关明年安全发展的重点方向，既包括保障国防安全这类传统领

域的安全，又要重点关注产业链供应链安全、粮食安全、能源安全等经济领域的安全工作。

7、科技创新。创新是驱动增长的根本源泉，只有依靠科技才能开启新一轮上行周期，跨越“中等收入陷阱”，所以科技创新是中长期必然趋势。从政策端来看，“十四五”规划建议以及中央经济工作会议都不断强化科技创新重要性，科技既是经济政策重要支持领域，也是行业投资的长期主线，建议关注战略新兴产业、高端制造、以及数字经济三大主线。

8、防范风险。明年我国面临的风险与不确定性来自于疫情变化与外部环境，中央经济工作会议提出“三要”来面对不确定性。防范风险重点任务集中在化解地方政府隐性债务，金融领域防范化解重大风险，以及强化反垄断和防止资本无序扩张。

9、估值调整。11月信贷社融数据和M2增速均已拐头，信用扩张已经见顶。估值现阶段已经位于较高分位，万得全A十年市盈率分位为92.9%，申万一级行业中，12个行业估值位于60%以上，市场整体分位较高。2021年为应对疫情所做的非常规货币财政政策将逐步有序退出，资管新规将在年底到期，流动性支持有限，市场或将触发估值调整。

10、景气为王。在被抹平的经济持续下行周期中，周期、成长等风格行业周期性轮动特征消失，行业配置策略的意义逐渐减弱，而甄选高景气行业的重要性更加突出。此外，估值抬升难以为继，市场风格逐步回归均衡，EPS逻辑回归，高景气行业或将具有较好结构性机会。建议交易景气确定性，关注“双周期”行业配置思路。

风险提示：疫情大幅蔓延、国内外央行货币政策提前收紧、经济复苏不及预期、中美关系急剧恶化等。

目录

1	后疫情时代.....	5
2	政策不急转弯.....	9
3	稳杠杆.....	10
4	结构性紧信用.....	14
5	需求侧管理.....	15
6	安全发展.....	18
7	科技创新.....	25
8	防范风险.....	29
9	估值调整.....	32
10	景气为王.....	35

图表目录

图表 1:	全球单日新增病例形成第三波高峰	6
图表 2:	发达经济体财政货币刺激依然在路上	6
图表 3:	各国目前封禁举措总体比第一次爆发松，但存在阶段性较严的可能	7
图表 4:	进展较快的疫苗大多在明年年初可以完成接种	8
图表 5:	主要经济体产能利用率正在逐渐恢复到疫情前	8
图表 6:	制造业、消费和服务边际改善的力度更强	9
图表 7:	跨周期调节是对逆周期调节的完善和升级	10
图表 8:	流动性剩余显著为负的年份股票市场表现不佳	10
图表 9:	2021 年将进入稳杠杆阶段，杠杆率整体窄幅波动	12
图表 10:	2015 年后去杠杆政策频出，关键在于约束隐性债务	13
图表 11:	2015 年后，去杠杆与稳杠杆始终是政策的主要基调	13
图表 12:	2015 年后地方政府融资债务限额不断攀升	15
图表 13:	需求侧管理是构建“双循环”新发展格局的重要战略拼图	17
图表 14:	我国传统的“扩大内需”主要以基建、地产投资为抓手	17
图表 15:	当前我国各部门杠杆率已经保持高位，传统的投资驱动已不再适合我国国情	18
图表 16:	根据《科技日报》的梳理，当前我国存在 35 个亟待攻克的核心技术	19
图表 17:	今年以来我国有关产业链供应链安全重要政策及表述梳理	20
图表 18:	今年以来我国有关粮食安全重要政策及表述梳理	21
图表 19:	截止到 2020 年，我国粮食生产已经实现“十七连丰”	21
图表 20:	2015 年以来我国玉米库存消费比出现大幅下行	22
图表 21:	我国大豆供需缺口较大，自给自足率较低	22
图表 22:	今年以来我国有关能源安全重要政策及表述梳理	23
图表 23:	我国原油、天然气对外依存度不断提升	23
图表 24:	煤炭依旧是我国的能源消费主体，清洁能源占比较低	24
图表 25:	近年来我国国防建设转向“练兵备战”	25
图表 26:	我国国防预算增速稳定，一直高于 GDP 增速	25
图表 27:	改革开放以来，中国经济发展的四大动能转换	26
图表 28:	近 70 年美国各行业增加值占 GDP 比重变化	27
图表 29:	促进产业升级主要政策梳理	28
图表 30:	“十四五”规划建议中涉及的科技创新主题相关行业	29
图表 31:	2018 年以来债券违约数量和规模显著提升	31
图表 32:	逆周期调节政策推高了宏观杠杆率	32
图表 33:	银行不良贷款余额今年以来持续提升	32
图表 34:	本轮信用扩张见顶	34
图表 35:	目前市场估值位于较高分位	34
图表 36:	历史上的 5 次估值调整	35
图表 37:	PPI、PMI 持续修复，经济活力向好	35
图表 38:	2011 年以来，宏观经济周期研究对大类资产配置的策略意义减弱	36
图表 39:	2020 年以来，估值的持续抬升驱动 A 股行情	36
图表 40:	2020 年三季度中，食品饮料 ROE 维持高位，医药生物 ROE 边际向上	37

1 后疫情时代

2021 年进入后疫情时代,但疫情的变化仍是主导资产价格的重要变量。

受新冠疫情影响,2020 年全球市场运行的逻辑均遵循危机应对的思路,即危机引发经济预期和风险偏好的变化,导致资产暴跌,央行救市流动性大幅注入引发资产价格反转,同 2008-2009 年应对金融危机具有高度的可比性。但危机的性质决定了 2021 年有和以往不一样的逻辑,首先是疫情的持续性,海外疫情持续恶化,国内疫情面临较大的输入压力,经济的复苏会面临很大的扰动,因此各国疫情封锁措施的变化将不定期改变经济的预期,进而影响到资产价格。进一步地,疫情纾困政策也将受疫情的影响,流动性支持很难彻底退出,甚至在一些疫情影响较为严重的地区,纾困政策会分阶段推出。考虑到海外疫情的应对举措差异很大,在新增、住院、死亡病例下降到一个阈值之前,疫情仍将是决定资产价格的一个十分重要的变量。

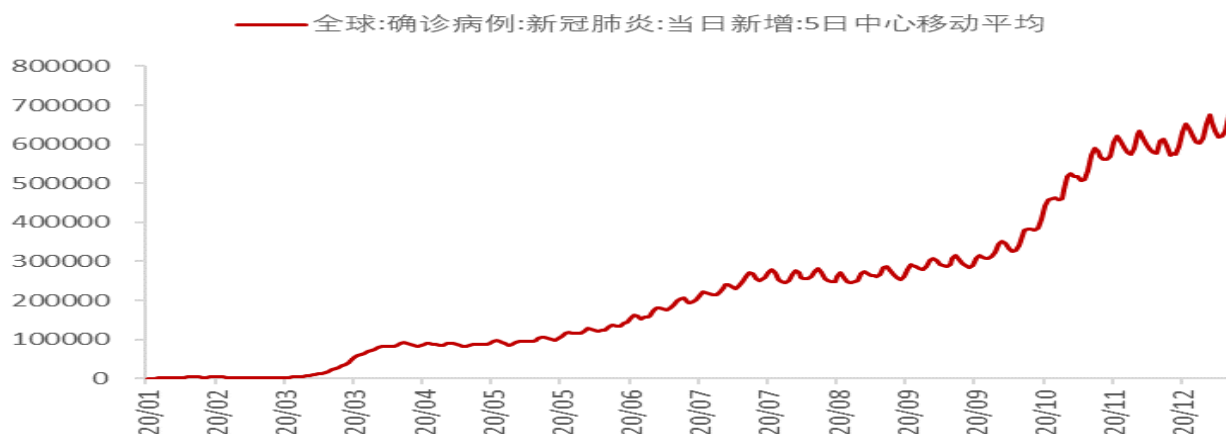
疫情需要重点关注各国的封禁举措以及疫苗的进展。新冠疫情以来,当日新增病例是衡量疫情程度的重要指标,分别对应疫情的不同发展阶段,从数量级来看,目前属于全球疫情的第三次爆发期,单日新增病例在 65 万例左右,这也意味着疫情的影响将持续相当长的时间。明年需要重点关注各国的封禁举措,从大的趋势来看,后续疫情即使出现反复,封禁举措也不可能比 3-4 月第一次爆发时严格,但不排除有阶段性较严的可能,各国的封禁举措直接影响到经济的预期,以及对于全球经济最为敏感的大宗商品价格。此外,疫苗的进展也是一个需要关注的重要变量,辉瑞在今年 11 月 9 日公布超预期的疫苗有效性之后引发风险资产大幅上涨,后续需要关注疫苗的接种以及在各国的预订情况,大范围的接种可以起到强心剂的作用。

全球经济将迎来确定性复苏,但复苏的基础并不牢固,国内外经济复苏边际的变化需要重点关注。新冠疫情使今年全球经济负增长大局已定,根据 IMF10 月份的预测,全球经济 2020 年增速为 -4.4%,但明年将迎来 5.2%的正增长,复苏的方向是确定的,既有基数效应的原因、也有前序货币财政政策宽松带来的效果。疫情的影响叠加各国经济恢复动能参差不齐,经济复苏的过程将会十分曲折,政策也会在疫情纾困与退出之间相机抉择。疫情在国内外呈现错位的形势,体现为国内消费恢复不如生产,海外生产恢复不如消费。因此,需要重点关注国内外经济复苏的边际变化,尤其是海外生产能力和产能利用率的变化情况,对国内出口的形势将会产生较大的影响。

国内经济引擎切换,制造业、消费和服务成为新的增长动力。从疫后国内经济恢复的部门结构来看,生产端在疫情数据归零之后率先恢复至疫情前的水平,基建和地产是经济在上半年需求快速回升的主要动力,其中基建上半年恢复的力度更强,5 月单月增速一度超过 10%,随后回落。地产上半年增速稳步抬升,下半年增速继续抬升,7 月以来单月增速在 12%左右。下半年疫情错位的背景下出口开始接力,7 月份开始出口单月增速保持在 7%以上并持续抬升,11 月创下 21%的近年来最高增速,带动 10 月起出口累计增速转正。进入到四季度之后,经济增长的引擎开始切换,基建、地产单月增速开始震荡回落,

制造业投资、社零以及服务业增速开始持续抬升，展望明年，在国内疫情防控得力，补库周期开启，政策扶持消费和制造的背景下，国内经济引擎有望切换。

图表1： 全球单日新增病例形成第三波高峰



资料来源：Wind、方正证券研究所

图表2： 发达经济体财政货币刺激依然在路上

国家	财政现阶段政策	货币现阶段政策
美国	两党就新冠疫情救助计划基本达成一致，计划规模达9080亿美元，包括给国民个人直接派发600美元的现金、向小型企业提供的近3000亿美元救助资金、疫苗分发援助，每周额外300美元的失业津贴，170亿美元扶持航空公司等。	维持当前利率（零利率）水平不变，直至通胀升至2%及实现就业最大化；维持资产购买直至充分就业和物价稳定目标取得实质性进展；继续使用美联储工具来支持经济；没有计划增加借贷工具；将在采取实际行动缩减购债规模之前提供指引；可扩大购债计划以进一步支持经济。
欧盟	2021年继续放松对财政支出、预算和政府补贴的约束规则（政府担保及延期收税等资金额度将增至GDP的10%以上），并更加机动和灵活。	保持每月200亿欧元资产购买规模和定向长期再融资操作（TLTRO）至2021年6月；德国和欧盟议会初步达成资产购买计划，规模6725亿欧元，将在2021年用于解决疫情对欧盟的负面影响。
英国	10月英国政府宣布“冬季财政支持计划”，持续六个月，包括大幅增加政府对企业员工工资成本的扶持，扩大疫情“三级封锁令”的地区企业补助范围，对自雇者（个体户）的补助翻倍，支付员工大部分工资来支持符合条件的企业。政府担保的针对疫情的商业贷款计划将延长至明年3月底。	维持其货币刺激措施不变，将基准利率维持在0.1%，将资产购买目标维持在8950亿英镑。如果前景恶化，央行还有足够的空间进一步强化经济刺激，其中可能包括负利率。
日本	-	维持政策利率不变；维持ETF、房地产投资信托基金（J-REIT）购买规模，延长商业票据和企业购债的期限；将新冠肺炎疫情支持项目指引延长至2021年3月；将新冠疫情融资项目延长6个月。

资料来源：路透社、BBC、方正证券研究所

图表3： 各国目前封禁举措总体比第一次爆发松，但存在阶段性较严的可能

国家	疫情第一次爆发封锁措施	目前封锁措施
美国	美国联邦政府宣布进入紧急状态，部分州发布“居家令”或规定全州所有非关键行业企业的工作人员居家办公。暂停美国与中国、欧洲申根区以及英国和爱尔兰之间的旅行往来，美加边界暂时关闭。	12月新冠肺炎病例增长，大部分州采取了更严格的封锁措施，而各州管制仍分化明显，肯塔基州、犹他州等州限制放宽。副总统表示政府不支持进行封锁或关闭学校。
欧盟	欧委会将防控新冠肺炎程度提至最高级，欧盟成员国彼此关闭边界。	推出新的疫情风险分级系统，分为“红、橙、绿”3个等级，鼓励各成员国采取不同级别的管控措施。取消非必要旅行限制的第三国清单。由于病毒变异，欧洲多国针对英国宣布了旅行限制并陆续禁飞英国。
法国	宣布处于“卫生战争状态”，实施“禁足令”。疫情最严重的瓦兹省政府对省内多个市镇紧急采取管制措施，包括禁止所有公共集会；各类学校关闭；限制在市镇内部的出行；通过在家远程办公的形式工作。	若干防疫限制措施可能会在12月25日前放松限制，但近期不可能取消2019冠状病毒疾病（COVID-19）封锁措施。此外，由于英国病毒变异，法国宣布短期内暂停英国海陆空交通入境。
英国	实行全境封锁措施，关闭餐馆、酒吧、电影院、健身房等营业场所，中小学陆续停课。政府要求所有民众避免非必要外出，仅限包括超市等在内的，为民众提供食品、生活必需品、药品等的商家继续营业。	英国新变异毒株致感染率大增，伦敦等地升至第四级封锁，这些地区所有非必要的商场、健身房和理发店关闭；该地区人员被要求待在家里，不得与来自另一个家庭的人接触；不允许离家过夜或出国度假。而其它地区人员则被建议，尽量避免进入第四级限制地区，更不要前往该地区旅行。
德国	全德实行统一管制措施：禁止两人及以上人员在公共场所聚集；要求民众在公共场所应与他人至少保持1.5米距离；禁止聚会；禁止餐馆提供堂食服务；美发店、按摩店等产生近距离肢体接触的店铺必须关闭。	由于11月起执行的半封锁措施成效不佳，德国自12月16日起实行更严格的封锁，公共生活广泛停摆。聚会人数必须限制在五人以内；圣诞节三天内可邀请四人到家聚会；除夕夜禁止人群聚会。
日本	日本全国进入“特别警戒”状态，请求民众自觉避免外出走动。对前14天内有过湖北省旅行史的外国人无特殊情况拒绝入境，实施阻断感染源从机场和港口流入的“水际对策”。	从8月起，限制基本取消，只要求室内人数控制在一半。在室外，人与人之间的距离保持2米。允许各地有控制地举行各种节庆活动。10月以来，日本政府开始考虑出台商务签入国免除14天隔离政策。

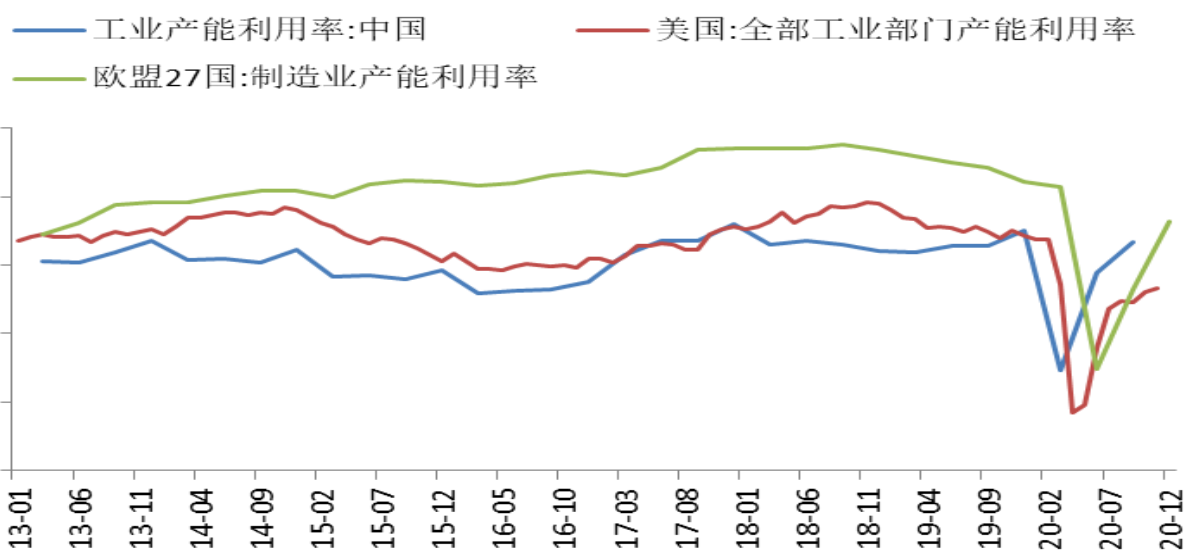
资料来源：新华网、凤凰网、方正证券研究所

图表4：进展较快的疫苗大多在明年年初可以完成接种

三期临床试验进行中的疫苗	所属类型	所属国家	当前进度	订购情况
牛津大学/阿斯利康	腺病毒载体疫苗	英国	临床三期	美国 3 亿剂，英国 1 亿剂，印度订购 5 亿剂，欧盟 3 亿剂
科兴生物	灭活疫苗	中国	临床三期	智利订购 6000 万剂，巴西 6000 万剂，土耳其 5000 万剂，中国中国香港 750 万剂
北京所及武汉所/国药集团	灭活疫苗	中国	临床三期	印尼订购 6000 万剂，近百万中国人已接种
Moderna/NIAID	mRNA 疫苗	美国	已上市	美国订购 2 亿剂，欧盟订购 8000 万剂，英国订购 500 万剂
BioNTech/辉瑞/复兴医药	mRNA	中国、德国、美国	已上市	美国订购 1 亿剂，英国订购 4000 万剂，中国香港订购 750 万剂，以色列订购 800 万剂
康希诺/军科院	腺病毒载体疫苗	中国	临床三期	墨西哥订购 3500 万剂
Gamaleya 研究所	腺病毒载体疫苗	俄罗斯	已上市	印度订购 1 亿剂
强生（子公司杨森制药）	重组腺病毒载体疫苗	美国	临床三期	美国订购 1 亿剂，英国订购 3000 万剂
Novavax	重组蛋白亚单位疫苗	美国	临床三期	印度订购 1 亿剂

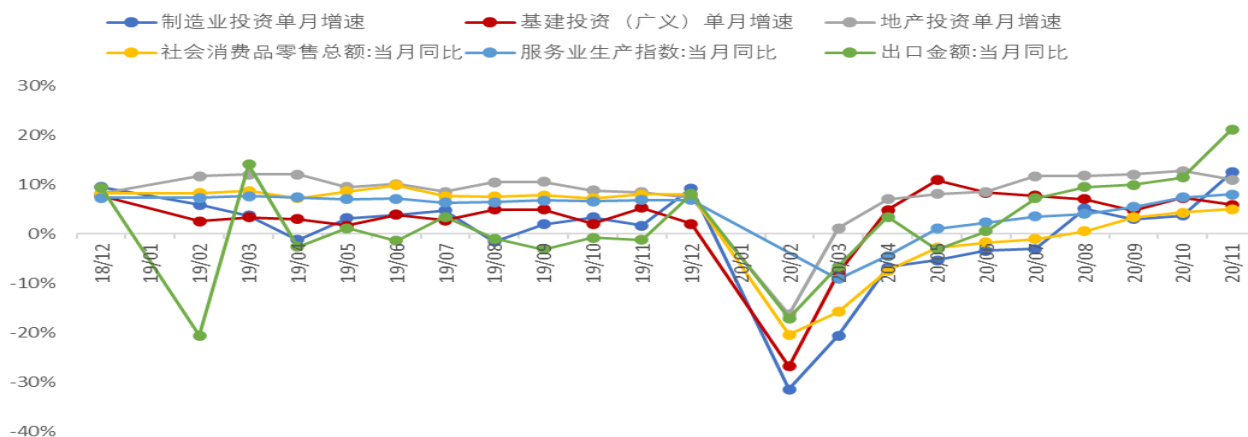
资料来源：WHO、Clinicaltrials、方正证券研究所

图表5：主要经济体产能利用率正在逐渐恢复到疫情前



资料来源：Wind、方正证券研究所

图表6： 制造业、消费和服务边际改善的力度更强



资料来源：Wind、方正证券研究所

2 政策不急转弯

中央经济工作会议确定明年政策基调，整体偏积极，体现了底线思维，“不急转弯”打消了市场对于政策提前或显著收紧的预期。2021年是十四五规划的开局之年，也是实现2035远景目标的开局之年，因此保持宏观政策的连续性，为重大战略机遇期开好头是明年经济工作最重要的任务。同时也需要看到明年疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，因此底线思维依然贯穿整个会议通稿，经济运行的合理区间被提及两次。从会议整体的基调来看，明年宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，政策操作上更加精准有效，不急转弯，且货币和财政政策的表述均未做较大幅度的变化，总体维持有保有压，局部领域有所作为的格局。部分投资者担心会像2018年那样进入去杠杆的阶段，从本次中央经济工作会议的表述来看，对于宏观杠杆率的定义为“保持基本稳定”，按照明年的社融与M2增速以及名义GDP增速的形势来看，政策即使不显著收紧，宏观杠杆率也很难有像今年这样的抬升幅度。

政策思路由逆周期调控向跨周期调控转变，总量政策变化的频率降低。2018年以来的经济下行周期属于典型的逆周期调节时期，政策不断出台加码稳增长，准备金、利率、财政等不断加码，但随着经济增长触底回升，逆周期政策阶段性退出，直到经济出现新的下行压力或者过热状态。展望整个十四五时期宏观政策的调控思路，今年7月政治局会议提出“完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡”，意味着政策更加注重中长期发展目标，收放更加温和。跨周期调节旨在避免由逆周期调节所引发的问题和矛盾，实现风险可控的高质量经济发展，强调各类政策间的协同搭配，更加注重中长期的结构调整和优化。

政策大方向仍是逐步回收，部分疫情纾困政策将退出，观察时点在明年3-4月份，超常规流动性回归中性，映射到股市的剩余流动性收窄。今年11月以来一系列政策表述在引导市场预期，释放了退出的信号，总体而言，政策目前进入观察期，超常规政策回归中性的节奏是货币

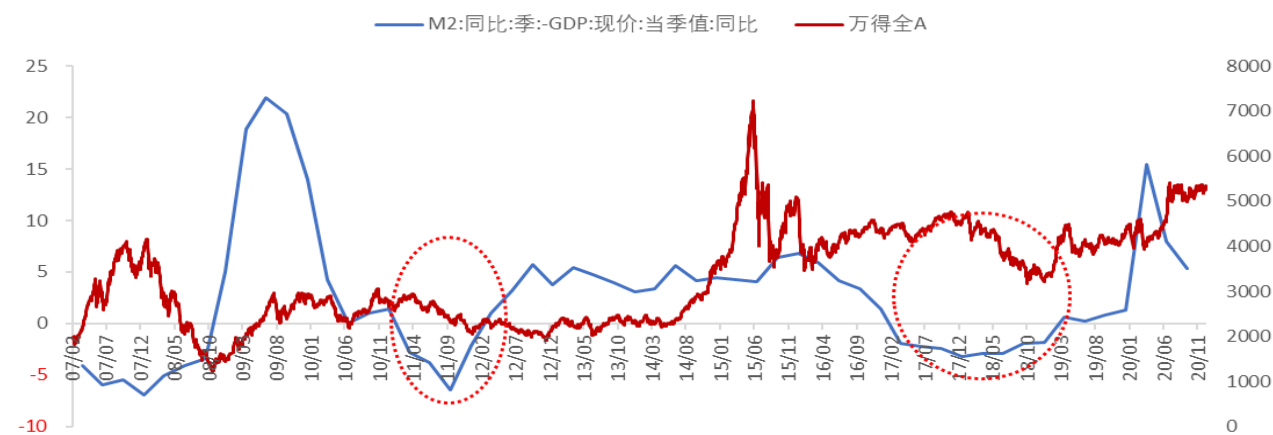
先于财政，货币政策方面，货币供应量和社融增速将逐步收缩，1.8万亿再贷款再贴现额度将部分收缩，普惠、小微、农业农村的支持措施有望延续；财政政策方面，赤字率有可能回归 3%左右的正常水平，抗疫特别国债和专项债规模有可能一定程度缩减。但总体仍会保持一定的力度，根据疫情防控、经济发展、防范金融风险等多方面因素相机抉择，不会出现较为明显的退坡。政策观察时间点在明年 3-4 月份，一是两会，政府工作报告和十四五规划纲要会有更加定量的阐述，二是一季度政治局会议，将根据一季度经济形势评估政策的应对。对于股市而言，明年全年剩余流动性收窄，货币供应量与名义 GDP 的差值较前两年明显减少，不利于估值的继续扩张。

图表7：跨周期调节是对逆周期调节的完善和升级

	调控目的	调控重点关注	调控手段
逆周期调节	熨平短期经济波动	周期性因素 国内因素	财政政策、货币政策的相机抉择
跨周期调节	兼顾短期经济波动的同时 更加注重中长期的结构调整和优化	结构性因素 体制性因素 国内、国际因素	财政政策、货币政策以及一系列 产业政策和配套改革政策相互搭配

资料来源：Wind、方正证券研究所

图表8：流动性剩余显著为负的年份股票市场表现不佳



资料来源：Wind、方正证券研究所

3 稳杠杆

2021 年政策重心由“稳增长”向“稳杠杆”倾斜。2020 年，为应对疫情对我国经济的重大冲击，政策全方位发力稳增长，支持实体经济。在收入支出两端的双向挤压下，我国杠杆率再次快速攀升。截止 2020 年前三季度杠杆率由 245.4% 上升到 270.1%，累计增长 24.7 个百分点，增幅仅次于 2009 年的 31.8%。具体来看，三季度杠杆率上涨 3.7 个百

分点，相比前两个季度的 13.9%及 7.1%呈现出明显的快速回落态势。结合四季度前两月单月经济数据的明显走高，经济的强劲复苏及刺激政策逐步回归常态化将共同驱动宏观杠杆率转稳，尽管四季度杠杆率仍可能有小幅提升，但可以肯定宏观杠杆率阶段性快速攀升过程已经基本结束，2021 年政策重心将由“稳增长”向“稳杠杆”倾斜，目的是在稳增长与防风险之间实现动态平衡，尽可能长时间实施正常的货币政策，为经济保持长期持续增长留出政策空间。

2021 年宏观杠杆率可能维持在 268%至 272%之间，根据测算，社融增量在 33 万亿左右，M2 在 9%—10%之间。从三季度货政报告及中央经济工作会议的定调来看，稳杠杆指的是“保持广义货币供应量和社融规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”，同时要求政策在回归中性过程中保持连续性、稳定性、精准性，财政保持适度支出强度。上述定调就决定了 2021 年杠杆率的波动区间会相对较窄，更多的是根据经济恢复状况相机抉择，不会一味的“去杠杆”。中性预期下，我们认为 2021 年的实际 GDP 增速位于 8-9%，CPI 位于 2%-2.5%，PPI 位于 1%左右，因此我们预测 2021 年的名义 GDP 增速位于 10-11.5%，2021 年的名义 GDP 将达到 111.3-112.8 万亿元。在上述前提下，我们做三种情景假设，乐观预测下，我们认为 2021 年社融增速将达 12.5%，社融规模存量将达到 321.6 万亿元，社融/名义 GDP 将达到 287.0%，杠杆率将达到 272.8%；中性预测下，我们认为 2021 年社融增速将位于 11.5%，社融规模存量将达到 318.8 万亿元，社融/名义 GDP 将达到 284.5%，杠杆率将达到 270.7%；悲观预测下，我们认为 2021 年社融增速将位于 10.5%，社融规模存量将达到 315.9 万亿元，社融/名义 GDP 将达到 281.9%，杠杆率将达到 268.6%。整体来看，2021 年宏观杠杆率可能维持在 268%至 272%之间，社融 33 万亿左右，M2 在 9%—10%之间。

以史为鉴，2017 年是历史上真正实现“稳杠杆”的一年，实质是结构性去杠杆，“去”在国企与地方政府（隐性债务），“加”在居民与中央政府。以更长的时间维度来观察，过去三十年间我国杠杆率经过了四个大的阶段。一是 1993 年至 2003 年的平稳加杠杆阶段，10 年杠杆率共增长 41.6 个百分点，平均每年增长 4 个百分点。二是 2003 至 2008 年的和谐的去杠杆阶段，这 5 年间杠杆率下降了 8.2 个百分点，平均每年下降 1.6 个百分点。三是 2008 年至 2015 年快速加杠杆阶段，7 年时间里杠杆率增长了 86.2 个百分点，平均每年增长超过 12 个百分点。四是 2016 年至今，进入主动“去杠杆”阶段，但实际效果不佳，过去五年杠杆率攀升 42.8%，平均每年增长 8.6 个百分点。2015 年后是观察杠杆率变化的重要转折年份，从 2015 年底的中央经济工作会议首次将“去杠杆”列为年度五大任务之一开始，政策对杠杆率的重视程度不断提升，杠杆率开始逐渐与防风险、强监管、紧信用等紧缩类词汇画上间接等号。

2021 年稳杠杆可能由去政府部门杠杆，加企业部门杠杆实现，政策抓手在于强监管下的非标和隐性债务而非收缩信贷。2015 年后，在宏观环境的制约下经历了 2016 年的政策摸索期，决策层及市场对于去杠杆的路径及方式的认识相对模糊，杠杆率不降反升 10 个百分点。直

到 2017 年,时任央行副行长的易纲提出“降杠杆首先要考虑稳杠杆”,稳杠杆第一次步入公众的视线,最终全年杠杆率小幅上升 2.3%,快速攀升的杠杆率得到了有效控制。具体来看,稳杠杆是以结构性去杠杆的形式来实现的,2017 年的路径是强监管下规范隐性债务,去杠杆的重点在于国有企业与地方政府,适度加杠杆的部门是中央政府部门及居民部门。从 2020 年的情况来看,居民部门杠杆率控制良好,既没有大幅加杠杆的空间同时未来去杠杆也并不现实,不符合“三稳”和“长效机制”的基调。企业部门特别是制造业企业是 2021 年经济修复的最大边际增量,应当为加杠杆的主力,同时侧面佐证信贷无忧。而政府部门则可能成为 2021 年去杠杆的主体,因此类似于 2017 年的强监管环境可能回归,目前来看已有苗头,去杠杆的主要政策抓手将是压降非标和隐形债务而非严控信贷。

稳杠杆是否有可能进一步演化为主动去杠杆?从过去五年的经验来看,稳杠杆与去杠杆的界限并不清晰,稳杠杆的尾声往往就是去杠杆的开始。在 2016—2018 年政策均明确表述为去杠杆的年份,也有部分重要官员在政策表述中穿插使用以引导短期预期和平抑市场波动。更为稳定与可靠的政策信号反而需要回归到决策层对经济状态的认识上,即当决策层认为经济状态仍不稳定,内生动力不足时,稳杠杆将是主要措辞。而当决策层认为经济基本无忧,更加强调风险时则是明确去杠杆的信号。从当前的政策表述看,政策已充分引导预期回归中性,稳杠杆已无预期差,货币政策端维持稳定甚至小幅加息以弥合政策利率与市场利率的裂口、财政端加大财政整顿力度,规范特别国债、专项债等财政工具用途、地产端进一步收紧、金融监管的持续加强、信用风险由单一信用事件向全面信用收缩蔓延都是可能触发“稳杠杆”确认的信号。而真正“去杠杆”的开始则需要等待高层对于经济形势认识的根本性变化,在此之前“稳杠杆”都是主旋律。

图表9: 2021 年将进入稳杠杆阶段,杠杆率整体窄幅波动

预测	社融增速	社融存量(万亿元)	社融/名义 GDP	对应杠杆率	杠杆率变化(百分点)
2020 中性预测	13.6%	285.9	282.5%	269.1%	23.7
2021 乐观预测	12.5%	321.6	287.0%	272.8%	3.7
2021 中性预测	11.5%	318.8	284.5%	270.7%	1.6
2021 悲观预测	10.5%	315.9	281.9%	268.6%	-0.5

资料来源: Wind、方正证券研究所

图表10: 2015年后去杠杆政策频出,关键在于约束隐性债务

2015年11月,《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》。
2016年10月,《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》明确要以市场化、法治化方式降低企业杠杆率,开展市场化债转股。
2016年11月,《地方政府债务性风险应急处置预案》。
2017年5月,央行发布《小微企业应收账款融资专项行动工作方案(2017-2019年)》
2017年11月,《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》提出统一同类资产管理产品的监管标准,有效防范和控制金融风险。
2018年2月,《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》均强调了政府债务限额。
2018年6月,央行发布《中国人民银行办公厅关于加大再贷款再贴现支持力度引导金融机构增加小微企业信贷投放的通知》。
2018年9月,《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》为国有企业资产负债建立硬约束。

资料来源:发改委、新华网、人民网、方正证券研究所

图表11: 2015年后,去杠杆与稳杠杆始终是政策的主要基调

日期	文件或会议	内容
2015年12月	中央经济工作会议	提出2016年经济社会发展的五大任务,“去杠杆”位列其中。
2016年12月	中央经济工作会议	去杠杆方面,要在控制总杠杆率的前提下,把降低企业杠杆率作为重中之重。
2017年3月	《政府工作报告》	提出2017年重点工作任务:积极稳妥去杠杆,要在控制总杠杆率的前提下,把降低企业杠杆率作为重中之重。
2018年4月	中央财经委员会第一次会议	要以结构性去杠杆为基本思路,分部门、分债务类型提出不同要求。
2018年5月	《2018年第一季度中国货币政策执行报告》	未来我国宏观杠杆率有望进一步趋稳,并逐步实现结构性去杠杆。
2019年3月	《政府工作报告》	提出2019年工作目标:宏观杠杆率基本稳定,金融财政风险有效防控。
2019年12月	中央经济工作会议	2020年要抓好的重点工作:要保持宏观杠杆率基本稳定,压实各方责任。
2020年5月12日	人民银行调查统计司有关负责人答记者问	当前应当允许宏观杠杆率有阶段性的上升,扩大对实体经济的信用支持,这主要是为了有效推进复工复产,这实际上为未来更好地保持合理的宏观杠杆率水平创造了条件。
2020年12月	中央经济工作会议	稳健的货币政策灵活精准、合理适度。要完善货币供应调控机制,保持宏观杠杆率基本稳定,处理好恢复经济和防范风险的关系。持续深化利率和汇率市场化改革,引导市场利率围绕央行政策利率中枢运行,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

资料来源:发改委、新华网、人民网、方正证券研究所

4 结构性紧信用

结构性紧信用将是稳杠杆的重要抓手，其中政府债、信用债、非标将是主要的压缩项。首先从地方政府债来看，自 2014 年 10 月国务院发布《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》以来，地方政府债成为化解地方隐性债务，“开正门”，“堵偏门”的重要政策抓手，融资规模自 2015 年起快速攀升，由千亿级直接迈入万亿级，2020 年前 11 个月，全国累计发行地方政府债券 62602 亿元，其中，发行一般债券 22305 亿元，专项债券 40297 亿元。按用途划分，发行新增债券 44945 亿元，发行再融资债券 17657 亿元。截至 2020 年 11 月末，全国地方政府债务余额 255595 亿元，占 2020 年一般公共预算和政府性基金预算之和的 97%，已经十分接近 100% 的警戒线，未来进一步增长空间将十分有限。从近些年暴露出的问题来看，一般债近年来增幅相对较小，但随着宏观经济的不断寻底，地方财力削弱、后续将面临密集到期后如何顺畅接续的问题。而近几年来大干快上的专项债则普遍存在项目资质不及预期、运营能力及现金流有限以及资金被挪用等问题。随着两者规模的不断扩张，后续都面临着付息压力不断增长，净融资额不断收缩的困境。

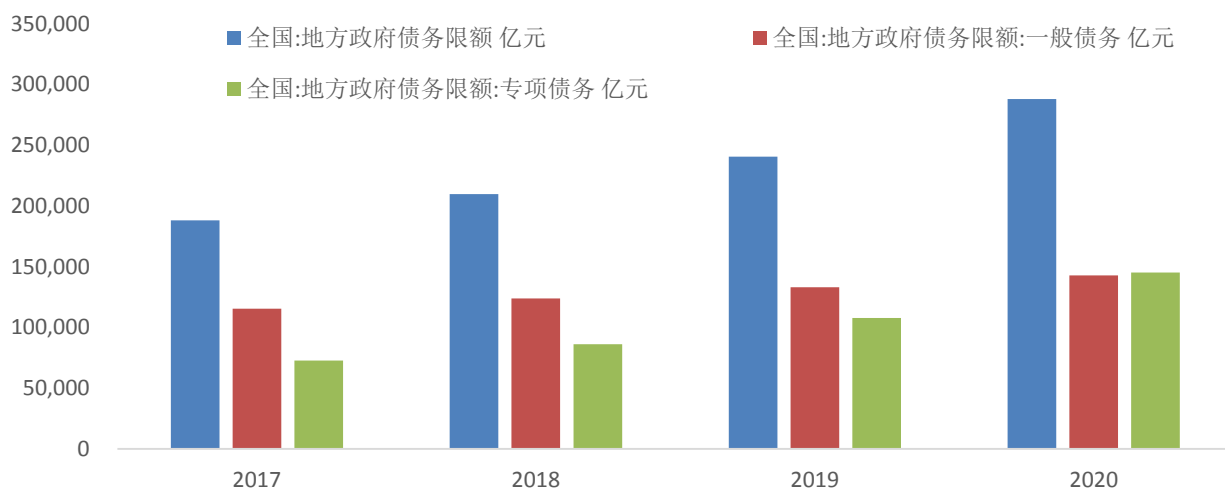
从监管基调来看，2020 年 12 月 18 日，财政部发布《地方政府债券发行管理办法》，并将于 2021 年 1 月 1 日起正式实施。整体来看，在十四五的开局之年规范政府债意义重大，有助于进一步强化地方政府债券融资过程中的合理性、资金使用的有效性，使得政府债的地位进一步提升并实现可持续发展。具体来看，在财政纪律整顿，政府债发行进一步规范的大背景下，预计 2021 年政府债总体增量有限，大体与 2020 年持平，其中专项债 3—3.5 万亿，一般债 1 万亿，再融资与置换债总体 2—2.5 万亿，合计在 6—6.5 万亿之间，大体与 2020 年持平或略微收缩。

2021 年信用压力进一步加大，分化加剧，信用利差可能继续走阔。2020 年 11 月以来，受永煤违约事件冲击，信用市场出现大幅波动，特别是低评级债券信用利差出现大幅跳升，随着“国企信仰”被逐步打破，信用分层出现。展望 2021 年，这种分化可能会加剧，原因有三点，一是社融拐点已现，整体流动性环境与信用环境承压。二是信仰破灭后，进一步引发了各类金融机构风险偏好的走低，对于弱资质低等级的信用债认可度降至冰点。三是本轮经济回升并不均衡，不仅体现在各行业之间，也体现在各个行业内部，龙头企业融资环境及盈利状况明显更强。综合来看，弱资质（盈利能力较差的国企）、弱地区（经济发展落后，产业结构单一）、弱行业（产能过剩）、弱地位（非行业龙头）2021 年的融资环境将进一步恶化，再融资难度上升，信用债市将持续分化。

压降非标是 2021 年紧信用的重中之重，但整体“严宽并济”，守住不因处置风险而引发新风险的底线。随着 2021 年资管新规的到期，压降非标的压力逐步加大。借鉴 2018 年经验，2018 年信托及委托贷款收缩 2.3 万亿，拖累社融 1 个百分点，并且触发众多信用事件，使得信用环境明显恶化。由于统计口径的不统一及数据披露的不及时，

我们只能根据《中国银行业理财市场年度报告（2017）》及资管行业统计年鉴简单测算，2021 年非标自然到期规模 2.8 万亿左右，需要主动压降规模 0.7 万亿左右，合计 2021 年非标压缩 3—3.5 万亿，预计将拖累社融下滑 1 个百分点。整体来看，压降非标导致的信用收缩将是 2021 年紧信用的重要呈现方式，但考虑到政策的学习效应以及近期相关官员的表述，2021 年压降非标方式将更加灵活，整体“严宽并济”，不会因为处置风险而引发新的风险。

图表12: 2015 年后地方政府融资债务限额不断攀升



资料来源: Wind、方正证券研究所

5 需求侧管理

需求侧管理是构建“双循环”新发展格局的重要战略拼图，未来有望同供给侧结构性改革，共同实现我国供需两端的“国内大循环”。今年以来，“双循环”在我国中长期经济社会发展中的重要性日益突出，我国如何通过改善供给与需求两侧，来实现双循环互促的新发展格局？从供给端看，4 月出台的《要素市场化配置体制机制的意见》明确了未来我国中长期供给侧的政策导向，即五大生产要素实现市场化配置。从需求端看，扩大内需是需求侧管理的主要抓手，自 5 月政治局常委会提出“双循环”新发展格局后，实施扩大内需战略、充分发挥国内超大规模市场优势成为政策关注的重点。11 月刘鹤副总理的署名文章第一次提出“需求侧管理”，12 月的政治局会议、中央经济工作会议进一步系统阐述了“需求侧管理”的战略内涵，要求形成“需求牵引供给，供给创造需求的更高水平动态平衡”。具体来看，需求侧管理是构建我国“双循环”新发展格局的重要战略拼图，需求侧管理的核心是扩大内需、促进我国消费水平的提升，而消费升级又可以从需求侧牵引我国实现科技创新、产业链优化升级等一系列供给侧的要求。在“十四五”时期，需求侧管理有望同供给侧结构性改革，共同实现我国供需两端“国内大循环”的畅通。

我国传统的“扩大内需”主要以基建、地产投资为抓手，在当前背景下，传统的投资驱动已不再适合我国国情。在我国经济下行压力较大

时，往往采取逆周期调节政策，以扩大基建、地产投资为主要抓手，采取投资驱动的方式扩大内需。比如我国在 2009 年、2013 年以及今年 Q2、Q3 均采取类似的措施，保证了经济实现快速反弹。但在当前背景下，传统的投资驱动已经难以为继，未来我国实现从投资驱动向消费驱动的过渡是必然选择。第一，在经历今年的逆周期政策调节后，我国各部门杠杆率均达到历史最高水平，在明年稳杠杆、防范化解金融风险的要求下，继续依靠基建、地产投资来拉动经济增加已经不符合实际。第二，结合发达经济体的经验，投资驱动向消费驱动的转变是必然选择。以日本为例，80 年代日本面临着产业和贸易转型等问题，日本政府提出“内需扩大主导型”战略，通过增加居民收入、减税降费、扩大中高龄者和妇女就业机会等方式刺激日本国内消费。在政策支持的背景下，1982 年起私人消费对于日本 GDP 的拉动超过出口和公共投资，消费逐渐成为日本经济增长的主要抓手。

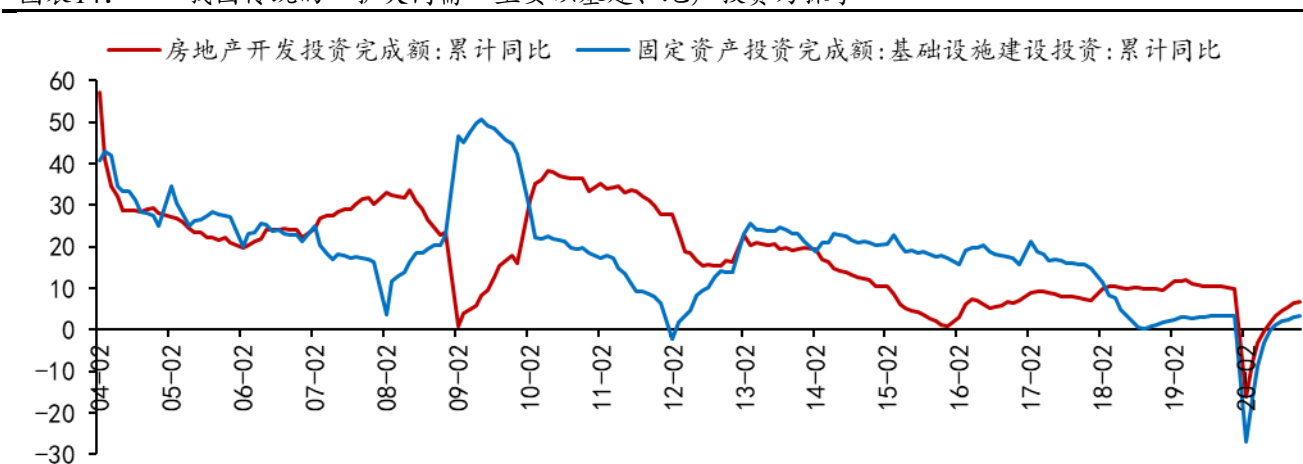
在“双循环”发展格局下，预计需求侧管理是 2021 年政府工作的重点。内需已经是我国的经济主体，我国经济的对外依存度和进出口对 GDP 增长的贡献在过去几年均保持下行趋势，但是我国内需发展仍有较大不足，居民的消费潜力有待进一步挖掘，预计扩大内需战略会成为 2021 年政府工作的重点。要实现我国内需潜力的进一步释放，第一，要加快收入分配制度的改革，通过扩大中等收入群体的规模来推动消费市场的扩大和消费结构的升级。中等收入群体的倍增是未来我国经济实现消费驱动的重要依靠，中等收入群体是消费的主力军，西欧和北欧国家的中等收入群体人数占到 70% 以上，但按照国际标准，当前我国中等收入群体仅有 3.3 亿人左右。要实现中等收入群体的扩大，一是居民收入要保持与经济体大致相同的增速，二是深化收入分配体制改革，通过增加低收入群体收入，持续推进医保、社保体制改革，形成更加普惠包容的发展方式。第二，扩大内需要改善消费结构，通过采取汽车下乡、家电下乡、新能源汽车补贴等方式，刺激市场对重点商品的消费需求。第三，财政政策要更加积极有为。今年疫情发生以来，地方政府通过发行“消费券”等方式刺激内需，取得了良好的成效。未来要推进扩大内需战略，政府增加财政补贴、加快减税降费等措施必不可少。第四，要注重供给对需求的创造作用，通过加大对“两新一重”重点领域的投资促进产生新的需求。

图表13: 需求侧管理是构建“双循环”新发展格局的重要战略拼图

日期	政策/会议	主要内容
2020.5	中央政治局常委会	深化供给侧结构性改革,充分发挥我国超大规模市场优势和内需潜力,构建国内国际双循环相互促进的新发展格局。
2020.5	习近平参加政协经济界委员联组会	我们要把满足国内需求作为发展的出发点和落脚点,加快构建完整的内需体系。 着力打通生产、分配、流通、消费各个环节,逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。
2020.7	企业家座谈会	我们必须集中力量办好自己的事,充分发挥国内超大规模市场优势,逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。
2020.10	习近平《国家中长期经济社会发展战略若干重大问题》	坚定实施扩大内需战略。我们要牢牢把握扩大内需这一战略基点,使生产、分配、流通、消费各环节更多依托国内市场实现良性循环。 消费是我国经济增长的重要引擎,中等收入群体是消费的重要基础。要扩大中等收入群体规模作为重要政策目标,优化收入分配结构,健全知识、技术、管理、数据等生产要素由市场评价贡献、按贡献决定报酬的机制。要扩大人力资本投入,使更多普通劳动者通过自身努力进入中等收入群体。
2020.11	“十四五”规划建议	坚持扩大内需这个战略基点,加快培育完整内需体系,把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来,以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求。
2020.11	刘鹤《加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局》	在坚持以供给侧结构性改革为主线的过程中,要高度重视需求侧管理,坚持扩大内需这个战略基点,始终把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来。
2020.12	中央政治局会议	要扭住供给侧结构性改革,同时注重需求侧改革,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。
2020.12	中央经济工作会议	要紧紧扭住供给侧结构性改革这条主线,注重需求侧管理。 坚持扩大内需这个战略基点。形成强大国内市场是构建新发展格局的重要支撑,必须在合理引导消费、储蓄、投资等方面进行有效制度安排。

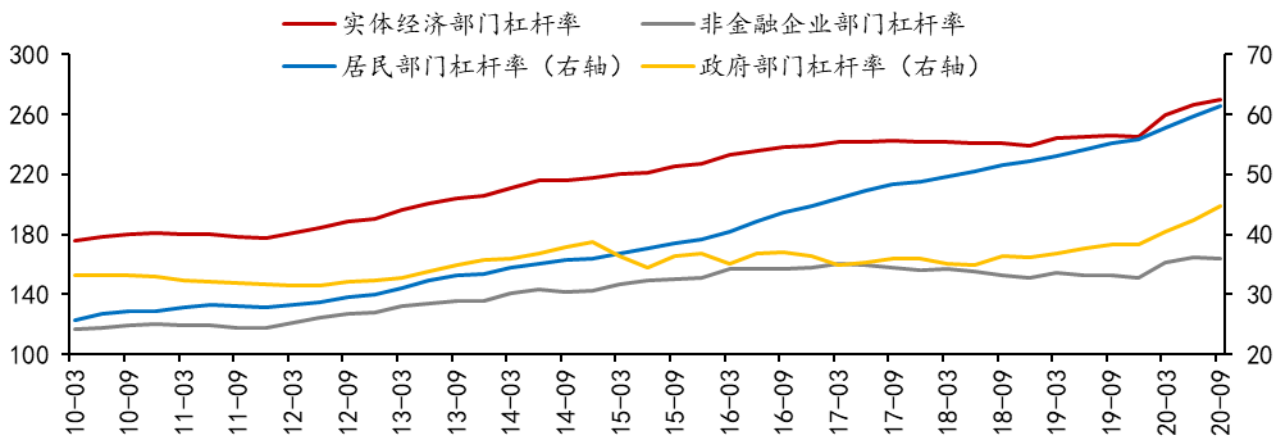
资料来源:新华社、方正证券研究所

图表14: 我国传统的“扩大内需”主要以基建、地产投资为抓手



资料来源: Wind、方正证券研究所

图表15: 当前我国各部门杠杆率已经保持高位, 传统的投资驱动已不再适合我国国情



资料来源: Wind、方正证券研究所

6 安全发展

今年安全发展的重要性被提升到新高度,“十四五”时期安全发展理念将贯穿于国家发展的全过程。自2014年习总书记首次提出“总体国家安全观”、2015年《国家安全法》重新颁布后,我国国家安全工作进入了新发展阶段。今年以来,由于我国发展环境面临着深刻且复杂的变化,不确定性、不稳定性显著增加,坚持安全发展、树立底线思维的重要性进一步凸显。4月政治局会议首次强调“保粮食能源安全、保产业链供应链稳定”等“六保”任务;7月政治局会议首提“十四五”要实现“更为安全的发展”;11月初公布的“十四五”规划建议稿第一次把“统筹发展和安全”作为重点工作任务写入,并提出保障产业链供应链安全、粮食安全、能源安全,加快国防和军队现代化建设等重点领域的工作;12月召开的中央经济工作会议再次强调了“抓好发展和安全两件大事”,并将保障产业链供应链安全认为是“构建新发展格局的基础”。当前我国站在“两个一百年”的历史关口,一边是中华民族伟大复兴的战略全局,一边是世界百年未有之大变局,唯有统筹好发展与安全的关系,把安全发展贯穿国家发展各领域和全过程,才能防范化解当前我国面临的各类经济社会风险。具体来看,有关明年安全发展的重点方向,既包括保障国防安全这类传统领域的安全,又要重点关注产业链供应链安全、粮食安全、能源安全等经济领域的安全工作。

产业链供应链安全是构建新发展格局的基础,“双循环”战略下我国在国内建立一套完整的产业链体系刻不容缓。2018年以来,加快推进产业链建设已经成为我国经济工作的重点,2018、2019连续两年中央经济工作会议均提到要提升产业链现代化水平。在2020年国内外形势发生重大变化的背景下,保障我国产业链供应链的安全稳定刻不容缓。在4月政治局会议首次提出“保产业链供应链稳定”后,习近平总书记在中央财经委员会上明确“要着力打造自主可控、安全可靠的产业链供应链”;随后中央经济工作会议进一步强调要“增强产业链供应链自主可控能力”。具体来看,由于今年新冠疫情导致全球产业链出现中断,美国技术制裁、关税保护政策进一步加码,当前我国产

产业链供应链安全遭到了新的挑战。根据《科技日报》对我国 35 项亟需攻克的核心技术的梳理，发现我国在核心零部件和关键材料领域存在明显技术短板。此外，根据国家发改委的梳理，当前我国存在超过 70 个对美依赖比较严重的细分行业，其中就包括芯片、光刻机等我国被“卡脖子”等关键技术领域。如果未来中美摩擦进一步加剧，我国产业链供应链安全将面临严重威胁。展望 2021 年，在“双循环”战略下，我们必须在国内建立一套完整的产业链，并最终形成“双循环”发展新格局，从而摆脱当前我国产业链的依附地位，为构建新发展格局奠定良好的基础。第一，要积极推进供应链的合作，并争取更多的合作方；第二，通过优化营商环境去根治产业链的不稳定，更好地保护外资企业权益，营造一个公平的竞争市场环境，增加对外商投资的吸引力；第三，要制定供应链的战略性规划，创造一个“你中有我，我中有你”的供应链生态；第四，要坚持改革开放，既要深化结构性改革提高国内经济循环的效率，又要打造更高水平的开放型经济。

图表 16： 根据《科技日报》的梳理，当前我国存在 35 个亟待攻克的核心技术

我国亟待攻克的 35 个核心技术						
光刻机	真空蒸镀机	适航标准	航空钢材	LCD 用光刻胶	水下连接器	超精密抛光工艺
芯片	手机射频器件	高端电容电阻	铣刀	高压共轨系统	燃料电池关键材料	环氧树脂
操作系统	iCLIP 技术	核心工业软件	高端轴承钢	透射式电镜	高端焊接电源	高强度不锈钢
航空发动机短舱	重型燃气轮机	ITO 靶材	高压柱塞泵	掘进机主轴承	高端锂电池隔膜材料	数据库管理系统
触觉传感器	激光雷达	机器人核心算法	航空设计软件	微球	医学影像设备元器件	扫描电子显微镜

资料来源：科技日报、方正证券研究所

图表17: 今年以来我国有关产业链供应链安全重要政策及表述梳理

日期	政策	主要内容
2020. 4	中央政治局会议	加大包括保产业链供应链稳定在内的“六保”工作力度。要保持我国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。
2020. 4	习近平在中央财经委员会第七次会议上的讲话《国家中长期经济社会发展战略若干重大问题》	优化和稳定产业链、供应链。 产业链、供应链在关键时刻不能掉链子，这是大国经济必须具备的重要特征。 疫情冲击暴露出我国产业链、供应链存在的风险隐患。为保障我国产业安全和国家安全，要着力打造自主可控、安全可靠的产业链、供应链，力争重要产品和供应渠道都至少有一个替代来源，形成必要的产业备份系统。
2020. 10	“十四五”规划建议	提升产业链供应链现代化水平。 锻造产业链供应链长板，补齐产业链供应链短板，实施产业基础再造工程，加大重要产品和关键核心技术攻关力度，发展先进适用技术，推动产业链供应链多元化。 加强国际产业安全合作，形成具有更强创新力、更高附加值、更安全可靠的产业链供应链。
2020. 12	中央经济工作会议	增强产业链供应链自主可控能力。产业链供应链安全稳定是构建新发展格局的基础。 要统筹推进补齐短板和锻造长板，针对产业薄弱环节，实施好关键核心技术攻关工程，尽快解决一批“卡脖子”问题。 要实施好产业基础再造工程，打牢基础零部件、基础工艺、关键基础材料等基础。

资料来源：新华社、方正证券研究所

今年以来保障粮食安全多次被提及，2021 年我国粮食安全面临着新形势与新挑战。粮食安全是国家安全的重要基础，今年以来在疫情冲击以及国内外经济形势复杂多变的背景下，粮食安全问题多次被提及。

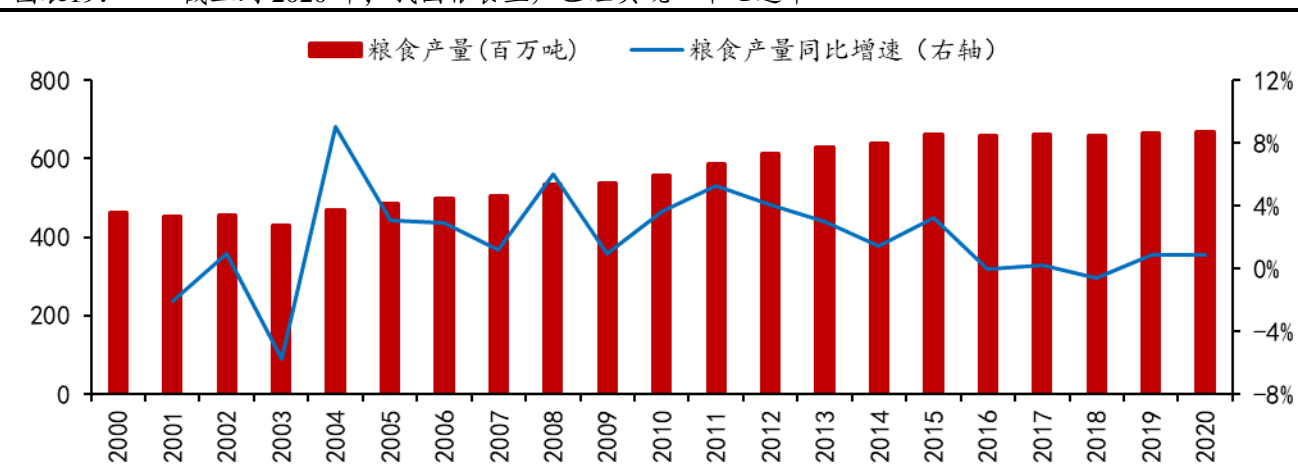
“十四五”规划建议稿中，强调要以保障国家粮食安全为底线，坚持最严格的耕地保护制度，深入实施藏粮于地、藏粮于技战略。中央经济工作会议再次强调了保障粮食安全的重要性，关键在于解决好种子和耕地问题。其中，耕地层面的工作规划包括要牢牢守住 18 亿亩耕地红线，坚决遏制耕地“非农化”、防止“非粮化”等；种子层面包括加强种子库建设、推进生物育种产业化应用、开展种源“卡脖子”技术攻关等。具体来看，截止到 2020 年，我国粮食生产已经实现“十七连丰”，小麦、稻谷等主粮能够实现自给自足，但是玉米、大豆等特定作物对外依存度较高。2010 年以来我国大豆的自给自足率就长期低于 20%，2015 年以来我国玉米库存消费比出现大幅下行。种子方面，种业是农业的“芯片”，根据 12 月召开的全国种业创新工作推进会披露的信息，目前我国农作物良种覆盖率在 96% 以上，但是蔬菜种子进口量较大，部分优良品种的畜禽种源进口依赖度较高。展望 2021 年，我国将加快构建中国特色现代种业体系，培育有核心竞争力的产业主体，着力打造国际化高水平现代种业创新高地，通过保障种子安全提升我国的粮食安全水平。此外，12 月全国人大常委会将反食品浪费法、粮食安全保障法列入 2021 年度立法工作计划，为保护粮食安全筑牢法律基石。

图表18: 今年以来我国有关粮食安全重要政策及表述梳理

日期	政策	主要内容
2020.2	中央一号文件	确保粮食安全始终是治国理政的头等大事。 粮食生产要稳字当头，稳政策、稳面积、稳产量。
2020.4	中央政治局会议	我国粮食安全有充分保障，要抓好农业生产和重要副食品保供稳价，夯实农业基础。 加大“六保”工作力度，保居民就业、保基本民生、保市场主体、 保粮食能源安全 、保产业链供应链稳定、保基层运转。
2020.5	习近平总书记在参加全国政协经济界委员联组会时强调	对我们这样一个有着14亿人口的大国来说， 农业基础地位任何时候都不能忽视和削弱 ，手中有粮、心中不慌在任何时候都是真理。
2020.7	习近平总书记到吉林省梨树县考察	要把保障粮食安全放在突出位置 ，毫不放松抓好粮食生产，加快转变农业发展方式，在探索现代农业发展道路上创造更多经验。
2020.8	习近平总书记对制止餐饮浪费行为作出重要指示	尽管我国粮食生产连年丰收， 对粮食安全还是始终要有危机意识 ，今年全球新冠肺炎疫情所带来的影响更是给我们敲响了警钟。
2020.11	“十四五”规划建议	以保障国家粮食安全为底线 ，健全农业支持保护制度。 确保粮食安全。
2020.12	中央经济工作会议	解决好种子和耕地问题。 保障粮食安全，关键在于落实藏粮于地、藏粮于技战略。 加强种质资源保护和利用， 加强种子库建设 。开展种源“卡脖子”技术攻关，立志打一场种业翻身仗。 牢牢守住18亿亩耕地红线，坚决遏制耕地“非农化”、防止“非粮化”，规范耕地占补平衡。
2020.12	全国人大常委会法工委例行记者会	反食品浪费法、粮食安全保障法 列入2021年度立法工作计划。

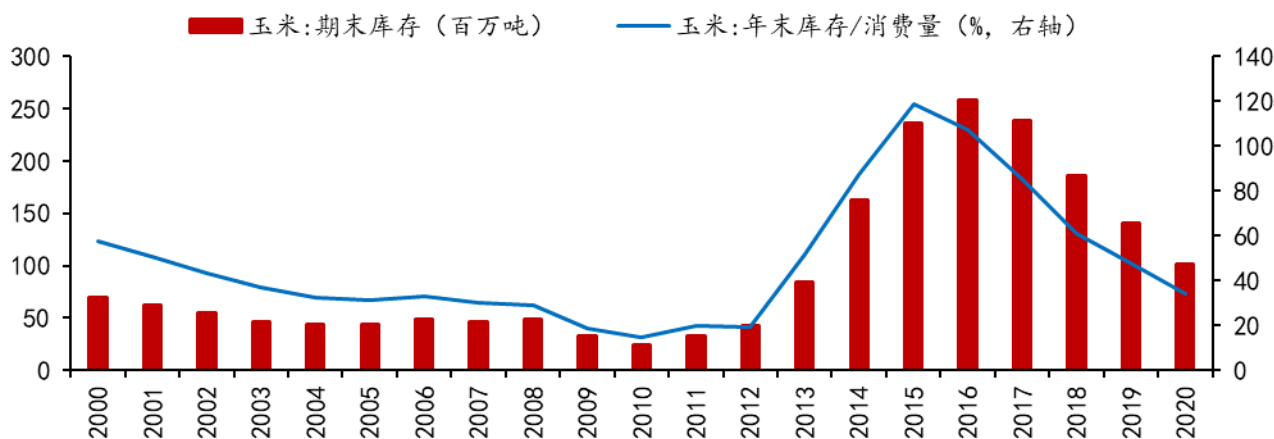
资料来源：新华社、方正证券研究所

图表19: 截止到2020年，我国粮食生产已经实现“十七连丰”



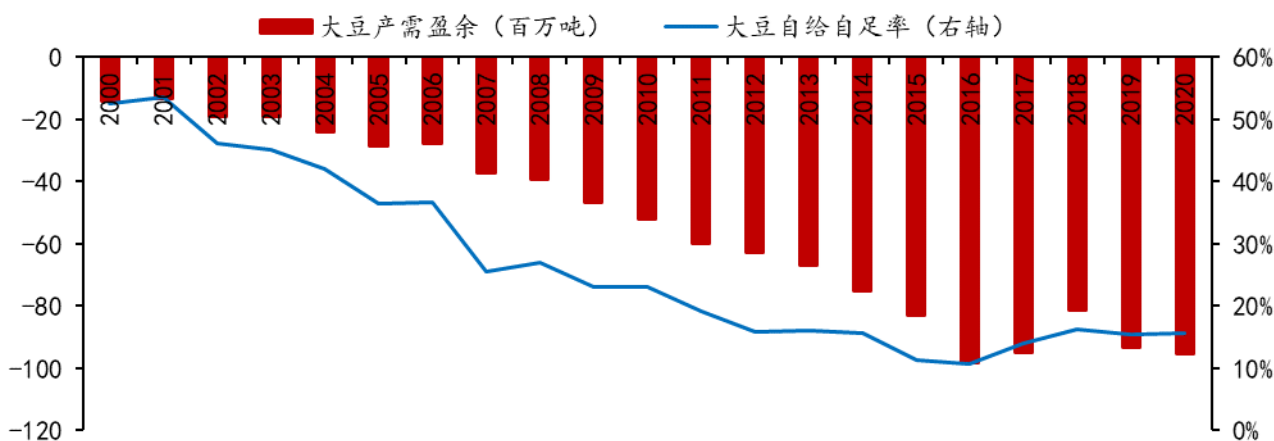
资料来源：国家统计局、方正证券研究所

图表20: 2015年以来我国玉米库存消费比出现大幅下行



资料来源: Wind、方正证券研究所

图表21: 我国大豆产需缺口较大, 自给自足率较低



资料来源: Wind、方正证券研究所

能源安全纳入国家安全战略, 2021 年我国能源产业发展进入新的转型期。今年以来, 习总书记多次在政治局会议中要求保障煤电油气供应、切实维护正常经济社会秩序。4 月, 《能源法 (征求意见稿)》发布, 能源安全纳入国家安全战略; 5 月, “保粮食能源安全” 作为 “六保” 的底线之一写入政府工作报告中; “十四五” 规划建议稿中, 再次强调 “保障能源和战略性矿产资源安全”, 并通过完善能源产供储销体系等方式推进我国能源革命; 中央经济工作会议则从改善我国能源结构角度出发, 提出做好碳达峰、碳中和工作, 大力发展新能源。具体来看, 我国自然资源禀赋不足, 能源开发利用效率偏低, 能源供应的稳定性弱。国内对能源安全的忧虑来自四个层面, 一是供应安全, 对外依存度越高, 越受制于人, 2019 年中国进口原油 5 亿吨, 对外依存度达 70.8%; 天然气进口 9660 万吨, 对外依存度达 43%。二是价格安全, 国际油价波动受政治、金融等非供求因素影响较大, 油价的大幅波动可能引发经济危机。三是通道安全, 石油运输过度依赖马六甲海峡和其他热点地区, 具有政治和安全上的风险。四是结构安全, 从 2019 年的能源消费比例看, 煤炭依旧是我国的能源消费主体, 而天然气、水电、风电、核电等清洁能源的消费比例尚不及 25%, 结构矛盾突出。展望 2021 年, 我国能源产业发展将进入新的转型期, 为保障我国能

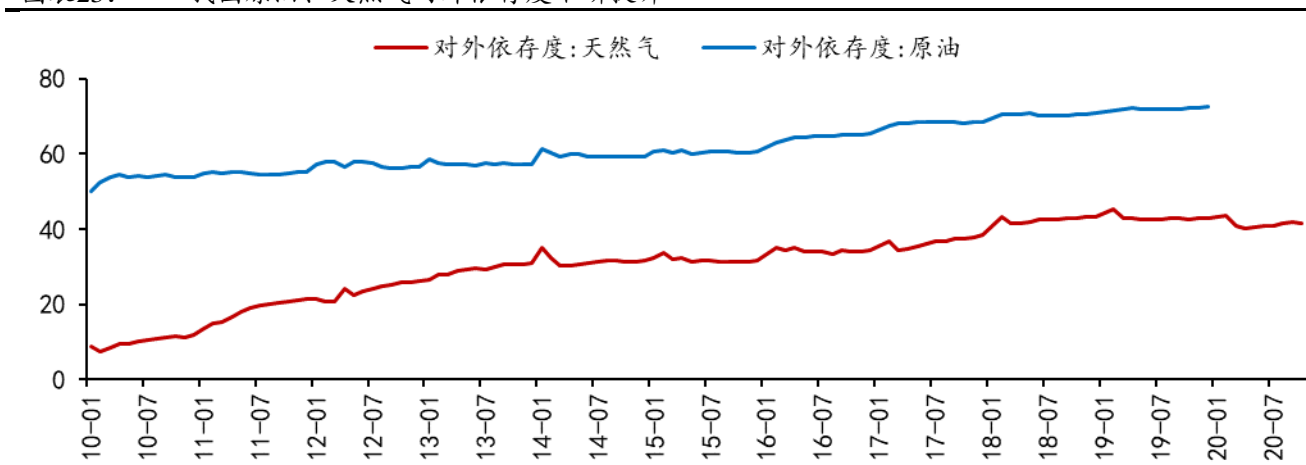
源安全与稳定，一方面要加强传统能源建设，包括提高能源生产供应能力、推进能源通道建设、增强能源储备能力等；另一方面要大力发展新能源，核电、光伏、风电将迎来快速发展期。

图表22： 今年以来我国有关能源安全重要政策及表述梳理

日期	政策	主要内容
2020.3	国家能源局《关于2020年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》	建设清洁低碳、安全高效的能源体系，实现风电、光伏发电高质量发展。
2020.4	政治局会议	加大“六稳”工作力度，保居民就业、保基本民生、保市场主体、 保粮食能源安全 、保产业链供应链稳定、保基层运转
2020.4	国家发改委《关于加快推进天然气储备能力建设的实施意见》	加快储气基础设施建设，进一步提升储备能力
2020.6	国家发改委《关于做好2020年能源安全保障工作的指导意见》	提高能源生产供应能力、推进能源通道建设、增强能源储备能力
2020.11	“十四五”规划建议	保障能源和战略性矿产资源安全。 推进能源革命，完善能源产供储销体系，加强国内油气勘探开发，加快油气储备设施建设，加快全国干线油气管道建设，建设智慧能源系统
2020.12	中央经济工作会议	做好碳达峰、碳中和工作。 我国二氧化碳排放力争2030年前达到峰值，力争2060年前实现碳中和。 要加快调整优化产业结构、能源结构，推动煤炭消费尽早达峰，大力发展新能源，加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度。

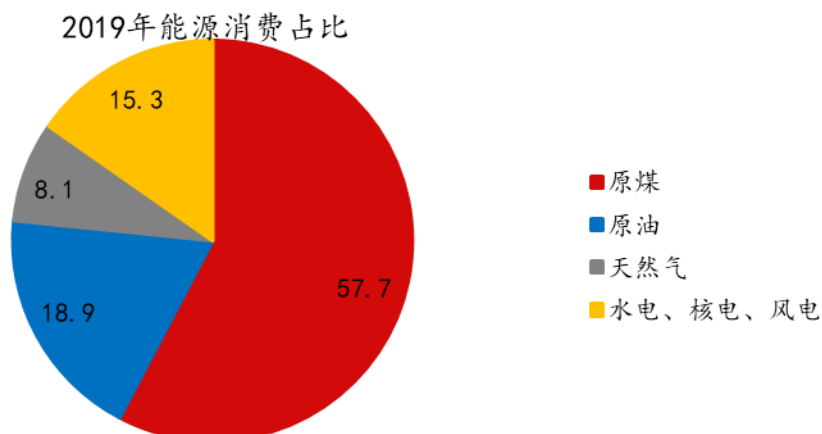
资料来源：新华社、方正证券研究所

图表23： 我国原油、天然气对外依存度不断提升



资料来源：Wind、方正证券研究所

图表24: 煤炭依旧是我国的能源消费主体, 清洁能源占比较低



资料来源: Wind、方正证券研究所

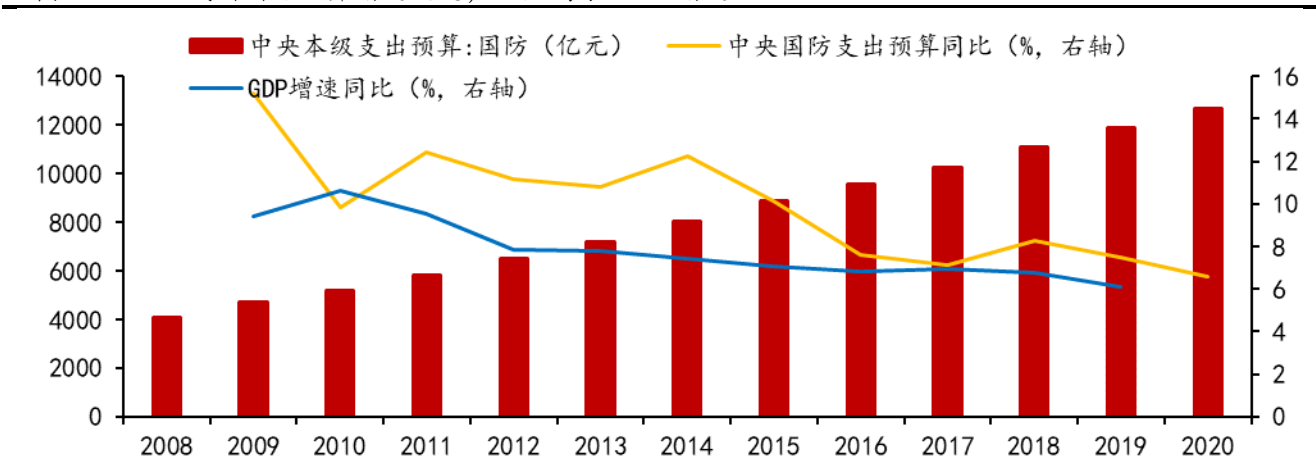
国防政策转向“备战练兵”，面对百年未有之大变局，2021年国防安全重要性凸显。今年以来我国国防重点转向“备战练兵”，5月习近平总书记在出席两会解放军和武警部队代表团全体会议时强调“全面加强练兵备战等工作”；7月在政治局集体学习时提出全面加强练兵备战，“十四五”时期“备战能力建设”目标将成为国防工作的重点；“十四五”规划建议稿中，进一步明确要“确保2027年实现建军百年奋斗目标”。具体来看，近年来我国国防预算增速稳定，一直高于当年GDP增速，表现出我国对国防军队建设的重视程度。展望2021年，由于当今世界正经历百年未有之大变局，单边主义、保护主义、霸权主义对世界和平与发展构成威胁，地缘政治风险升级，中美关系不确定性加大，这些因素都对我国的国防事业提出了更高的要求，所以实现国防和军队现代化、保障国防安全毫无疑问是2021年我国的工作重点。为保障国防安全，一方面我国将继续在装备升级换代、军队信息化建设等方面加大投入，逐步形成以高新技术装备为骨干的武器装备体系；另一方面将继续稳步推进军民融合建设，不断完善相关政策体系，帮助我国的军民融合发展再上新台阶。

图表25: 近年来我国国防建设转向“练兵备战”

日期	政策	主要内容
2017. 12	国务院办公厅发布《关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见》	推动国防科技工业军民融合深度发展。进一步扩大军工开放, 加强军民资源共享和协同创新, 促进军民技术相互支撑、有效转化, 支持重点领域建设, 推动军工服务国民经济发展, 推进武器装备动员和和应急安全建设。
2020. 5	习近平出席两会解放军和武警部队代表团全体会议强调	全面加强练兵备战等工作, 统筹抓好国防和军队改革工作, 加强国防科技创新特别是自主创新、原始创新。
2020. 7	中央政治局第二十二次集体学习	全面推进武器装备现代化, 加快机械化信息化智能化融合发展, 全面加强练兵备战, 确保实现国防和军队现代化目标任务
2020. 11	“十四五”规划建议	加快机械化信息化智能化融合发展, 全面加强练兵备战, 提高捍卫国家主权、安全、发展利益的战略能力, 确保 2027 年实现建军百年奋斗目标。 提高国防和军队现代化质量效益。 促进国防实力和经济实力同步提升。
2020. 11	中央军委军事训练会议	全面加强实战化军事训练。 全面提高训练水平和打赢能力。

资料来源: 新华社、方正证券研究所

图表26: 我国国防预算增速稳定, 一直高于 GDP 增速



资料来源: Wind、方正证券研究所

7 科技创新

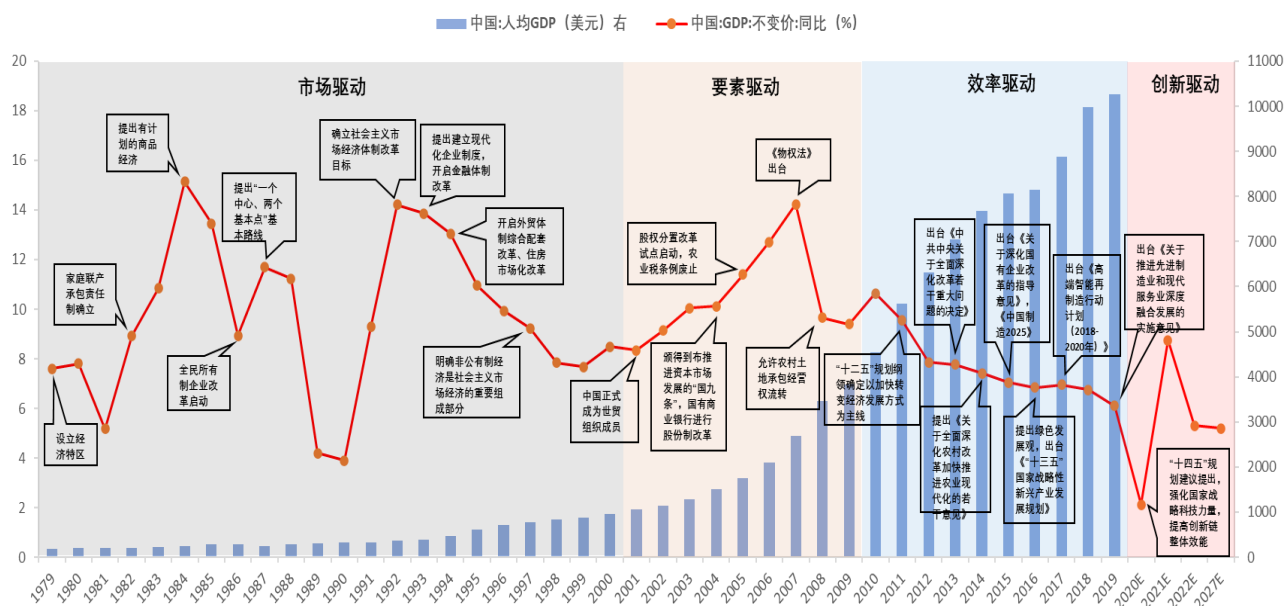
中国处于经济结构转型关键期, 科技创新是中长期必然趋势。改革开放以来, 我国经济实现由低收入国家向中高收入国家的三次历史性跨越, 而每一次跨越的背后都代表着经济驱动力的转变, 分别是“市场驱动”、“要素驱动”、以及“效率驱动”。站在当前时点看, 虽然经济制度与宏观环境在过去四十年中得到不断完善, 但生产要素所带来的收益难逃边际递减规律。从长期看, 创新是驱动增长的根本源泉, 只有依靠科技创新才能开启经济的新一轮上行周期, 才能跨越“中等收入陷阱”进入高等收入国家行列。所以, 科技创新将是未来经济发展的主要驱动力, 即“创新驱动”阶段。

1979-2001 年,是我国经济的“市场驱动”阶段,我国由低收入跨入中低收入国家行列,人均 GDP 规模从 184 美元增长至 1053 美元。这一阶段驱动力是市场经济制度对生产力的释放,社会领域的所有改革都围绕着建立市场经济制度展开,当政府“有形的手”消失后,市场“无形的手”所激发出来的巨大爆发力驱动我国跨入中低收入阶段。

2001-2009 年,是我国经济的“要素驱动”阶段,我国人均 GDP 规模由 1000 美元增长至 4000 美元,并最终跨入中上收入国家,这一阶段主要依靠劳动力、资源、资本等有形要素的投入。成功加入 WTO 后,中国有效参与了全球经济大循环,凭借比较优势,通过要素投入拉动增长。

2010-2019 年,是我国经济的“效率驱动”阶段,人均 GDP 由 4000 美元增长至 10262 美元,长期处于中上收入国家。这一阶段经济发展由粗放式向集约式转型,由主要依靠出口和投资为主,向消费、投资、出口均衡发展转型,通过提高投资报酬率以获取长期增长的可持续性,是对有形生产要素的进一步挖掘。

图表27: 改革开放以来,中国经济发展的四大动能转换



资料来源: Wind、方正证券研究所

借鉴美国发展经验,科技创新驱动每一次产业结构转型。十七世纪至今,美国经历了五次产业结构转型,逐步完成了由农业向工业,再由工业向高新技术业发展的过程,反映了科技在经济社会发展过程中所起的重要作用。美国科技的进步不仅为经济带来了持续的正增长,成为经济发展的不竭源泉,更是其保持全球竞争力的核心。1950 年至今,是美国由工业化向信息化发展的过程,美国经济逐渐进入了依靠服务业驱动的发展模式。期间,美国制造业增加值占比持续下降,尤其以非耐用消费品制造业占比下降最为明显。具体来看,耐用品与非耐用品制造业增加值占比分别由 1949 年的 13.3%和 12.2%,下降至 2019 年的 6.2 和 4.8%。与此同时,服务业整体增加值在 GDP 中比重持续上

升，其中尤以技术含量较高的商业服务业（专业和商业服务、信息、金融、地产）增长速度最快，整体占比由 20%提升至 35%以上，专业科学和技术服务业的占比更是由 1949 年的 1.4% 上升至 2019 年的 7.6%。

图表 28：近 70 年美国各行业增加值占 GDP 比重变化

行业	1949年	行业	1959年	行业	1969年	行业	1979年	行业	1989年	行业	1999年	行业	2009年	行业	2019年
耐用消费品制造业	13.3	耐用消费品制造业	15.4	耐用消费品制造业	15.0	政府	13.5	政府	13.7	政府	13.0	政府	14.2	房地产	13.4
非耐用消费品制造业	12.2	政府	12.9	政府	14.6	耐用消费品制造业	13.1	房地产	12.0	房地产	12.1	房地产	13.2	政府	12.3
政府	11.7	非耐用消费品制造业	10.7	房地产	10.3	耐用消费品制造业	10.5	耐用消费品制造业	10.3	耐用消费品制造业	9.1	教育与卫生	8.8	教育与卫生	8.7
零售贸易	9.3	房地产	10.2	非耐用消费品制造业	9.3	非耐用消费品制造业	8.2	非耐用消费品制造业	7.1	金融和保险业	7.0	专业科学和技术服务业	7.1	金融和保险业	7.8
房地产	8.6	零售贸易	8.0	零售贸易	8.1	零售贸易	7.5	零售贸易	7.1	零售贸易	6.8	金融和保险业	6.7	专业科学和技术服务业	7.6
农林牧渔	7.0	批发贸易	6.6	批发贸易	6.5	批发贸易	6.8	教育与卫生	6.2	教育与卫生	6.8	耐用消费品制造业	6.1	耐用消费品制造业	6.2
批发贸易	6.2	建筑业	4.5	建筑业	4.7	建筑业	4.9	批发贸易	6.1	非耐用消费品制造业	6.4	批发贸易	5.8	批发贸易	5.9
运输和仓储业	5.6	运输和仓储业	4.5	金融和保险业	4.2	金融和保险业	4.9	金融和保险业	5.9	专业科学和技术服务业	6.2	非耐用消费品制造业	5.7	零售贸易	5.4
建筑业	4.2	农林牧渔	3.8	运输和仓储业	3.9	教育与卫生	4.6	专业科学和技术服务业	5.2	批发贸易	6.1	零售贸易	5.7	信息业	5.3
信息业	3.0	金融和保险业	3.6	教育与卫生	3.6	运输和仓储业	3.8	建筑业	4.4	信息业	5.0	信息业	5.0	非耐用消费品制造业	4.8
其他服务(政府除外)	3.0	信息业	3.2	信息业	3.5	信息业	3.8	信息业	4.1	建筑业	4.3	建筑业	3.9	建筑业	4.2
金融和保险业	2.8	其他服务(政府除外)	2.9	农林牧渔	2.7	专业科学和技术服务业	3.2	运输和仓储业	3.0	运输和仓储业	3.0	运输和仓储业	2.8	运输和仓储业	3.3
住宿餐饮业	2.6	教育与卫生	2.6	其他服务(政府除外)	2.7	农林牧渔	2.7	住宿餐饮业	2.6	住宿餐饮业	2.7	住宿餐饮业	2.7	住宿餐饮业	3.1
采掘业	2.5	公用事业	2.2	专业科学和技术服务业	2.5	住宿餐饮业	2.4	其他服务(政府除外)	2.6	其他服务(政府除外)	2.7	其他服务(政府除外)	2.3	其他服务(政府除外)	2.2
教育与卫生	2.0	住宿餐饮业	2.2	住宿餐饮业	2.2	其他服务(政府除外)	2.4	公用事业	2.5	公用事业	1.9	采掘业	1.9	企业管理业	1.9
公用事业	1.7	专业科学和技术服务业	2.0	公用事业	2.1	采掘业	2.3	农林牧渔	1.7	企业管理业	1.5	公用事业	1.8	公用事业	1.6
企业管理业	1.5	采掘业	1.9	采掘业	1.4	公用事业	2.1	采掘业	1.4	农林牧渔	1.0	企业管理业	1.7	采掘业	1.4
专业科学和技术服务业	1.4	企业管理业	1.5	企业管理业	1.4	企业管理业	1.4	企业管理业	1.4	采掘业	0.9	娱乐休闲	1.0	娱乐休闲	1.1
娱乐休闲	0.6	娱乐休闲	0.6	娱乐休闲	0.6	娱乐休闲	0.6	娱乐休闲	0.7	娱乐休闲	0.9	农林牧渔	0.9	农林牧渔	0.8

资料来源：Wind、方正证券研究所

科技创新解决“双循环”供需梗阻，驱动产业结构加速升级。全球疫情仍在蔓延，世界经济复苏依然任重道远，过去四十年我国快速发展的外部环境发生剧烈变化，我国经济发展将越来越多地受制于发达国家的技术制裁。因此，我们必须在国内建立一套完整的产业链，其中涵盖核心技术以及消费市场，并最终形成以国内大循环为主体、国内国际相互促进的“双循环”发展新格局。高科技产业落后、核心技术稀缺是“国内大循环”的短板，导致我国处于全球产业链、价值链的中低端，严重威胁国内产业安全。因此真正满足国内高端消费需求，摆脱对国外高技术产品依赖，必须加大力度推进自主创新，补齐产业短板，实现关键技术的自主可控，解决市场内循环的供需梗阻。

政策顶层设计创新发展，科技是中长期发展主线。“十四五”时期正处于新一轮产业革命、科技革命实现重大突破的历史关口，新的工业革命将重塑全球生产要素分配。面对重要战略机遇期，科技创新将驱动我国产业链向上游挺进，并实现价值链向高端转型。发展高科技产业是我国扩内需的前提条件，能够真正刺激国内消费潜力，提升人民群众生活品质。此外，2020 年中央经济工作会议再次明确了“科技自立自强是促进发展大局的根本支撑”的发展理念，强调形成“需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡”的新发展格局。整体来看，科技既是经济政策重要支持领域，也是行业投资的长期主线。

图表29： 促进产业升级主要政策梳理

日期	发布单位	政策	主要内容
2020.5	国务院	《2020 年政府工作报告》	推动制造业升级和新兴产业发展，提高科技创新支撑能力。加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展5G应用等。
2020.4	国家发改委	新型基础设施的范围	其中信息基础设施是指基于新一代信息技术演化生成的基础设施，比如，以5G、物联网、工业互联网、卫星互联网为达标的通信网络基础设施，以人工智能、云计算、区块链等为代表的新技术基础设施，以数据中心、智能计算中心为代表的算力基础设施等。
2020.1	财政部、工业和信息化部等	《重大技术装备进口税收政策管理办法》	对符合规定条件的企业及核电项目业主为生产国家支持发展的重大技术装备或产品而确有必要进口的部分关键零部件及原材料，免征关税和进口环节增值税。
2019.11	国家发改委	《关于推进先进制造业和现代服务业深度融合发展的实施意见》	推进建设智能工厂；加快工业互联网创新应用；深化制造业服务业和互联网融合发展，大力发展“互联网+”，激发发展活力和潜力，营造融合发展新生态。突破工业激励建模、数字孪生、信息物理系统等关键技术。深入实施工业互联网创新发展战略，加快构建标识解析、安全保障体系，发展面向重点行业和区域的工业互联网平台。
2019.3	国家税务总局办公厅	《关于做好2019年深化增值税改革工作的通知》	制造业等行业增值税税率由16%降至13%。将交通运输业、建筑业等行业现行10%增值税税率降至9%，保持6%一档的税率不变。
2019.3	国务院	《2019 年政府工作报告》	推动传统产业改造提升，促进先进制造业和现代服务业融合发展，拓展“智能+”培育新一代信息技术、高端装备等新兴产业集群。
2018.11	国家统计局	《战略性新兴产业分类（2018）》	战略性新兴产业包括新一代信息技术产业、高端装备制造、数字创意相关服务、环保产业等九大领域。
2018.11	工业和信息化部、国家发改委等	《促进大中小企业融通发展三年行动计划》	围绕绿色制造、生物医药、新材料等重点领域开展国际经济技术交流和跨境撮合，吸引高端制造业、境外原创技术孵化落地，推动龙头企业延伸产业链。
2018.1	国家标准委、工业和信息化部	《关于组织开展2018年国家高端装备制造业标准化试点工作的通知》	通过加快高端装备制造业技术标准的研制，完善技术标准体系，强化标准的实施，支撑企业自主品牌建设，形成一批高端装备制造业标准化示范的典型企业和园区，促进装备制造业有大变强。
2017.12	国家发改委	《增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020年）》	到十三五末，智能机器人、智能汽车等制造业重点领域突破一批关键技术实现产业化。
2017.10	工业和信息化部、国家发改委等	《高端智能再制造行动计划（2018-2020年）》	到2020年，突破一批制约我国高端智能再制造发展的拆解、检测、成形加工等关键共性技术，智能检测、成形加工技术达到国际先进水平；发布50项高端智能再制造管理、技术、装备及评价等标准。
2016.11	国务院	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	增材制造（3D打印）、机器人与智能制造、超材料与纳米材料等领域技术不断取得重大突破，推动传统工业体系分化变革，将重塑制造业国际分工格局。
2015.5	国务院	《中国制造2025》	到2020年，基本实现工业化，制造业大国地位进一步巩固，制造业信息化水平大幅提升。掌握一批重点领域关键核心技术。到2025年，制造业整体素质大幅提升。到2035年，我国制造业整体达到世界制造强国阵营中等水平。

资料来源：发改委、中国政府网、工信部、方正证券研究所

科技创新主题下，关注战略新兴产业、高端制造、以及数字经济三大主线。《“十四五”规划建议》中强调 2035 年前，我国要实现经济实力、科技实力、综合国力的大幅跃升，关键核心技术实现重大突破，并进入创新型国家前列。《建议》中提出要坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑，我们从中梳理出三条主线。1) 战略新兴产业中包括人工智能、量子信息、集成电路、生命健康等领域；2) 高端制造中包括新能源、新材料、高端装备、新能源汽车等领域；3) 数字经济中包括大数据、物联网、云计算等领域。

图表30: “十四五”规划建议中涉及的科技创新主题相关行业



资料来源：新华网、方正证券研究所

8 防范风险

防范风险重点任务集中在化解地方政府隐性债务，金融领域防范化解重大风险，以及强化反垄断和防止资本无序扩张。明年我国面临的风险与不确定性来自于疫情变化与外部环境，中央经济工作会议提出“三要”来面对不确定性，即“要增强忧患意识，推动经济持续恢复和高质量发展；要坚持底线思维，提高风险预见预判能力，严密防范各种风险挑战；要继续高举多边主义旗帜”，体现出防范风险是应对内外部不确定性的重点工作之一。从具体防范风险任务来看，财政方面，会议提出“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”，表明了后疫情时代刺激政策后防控政府杠杆过高的主要思路；货币方面，会议提出“保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制”，体现出“有保有压”、“不急转弯”的同时防控信用风险过大的工作思路；同时，在重点任务方面，会议提出“强化反垄断和防止资本无序扩张”，表明资本无序扩张为金融领域带来的系统性风险得到空前的重视，伴随着今年《〈反垄断法〉修订草案（公开征求意见稿）》和《平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》的出台，修订反垄断法案、强化监管将成为明年防止资本无序扩张的重点任务。

受疫情冲击今年化解地方政府隐性债务工作受到阻碍，明年将重提日程。这项工作自 2018 年启动，2018 年以来我国债券风险显著增多，

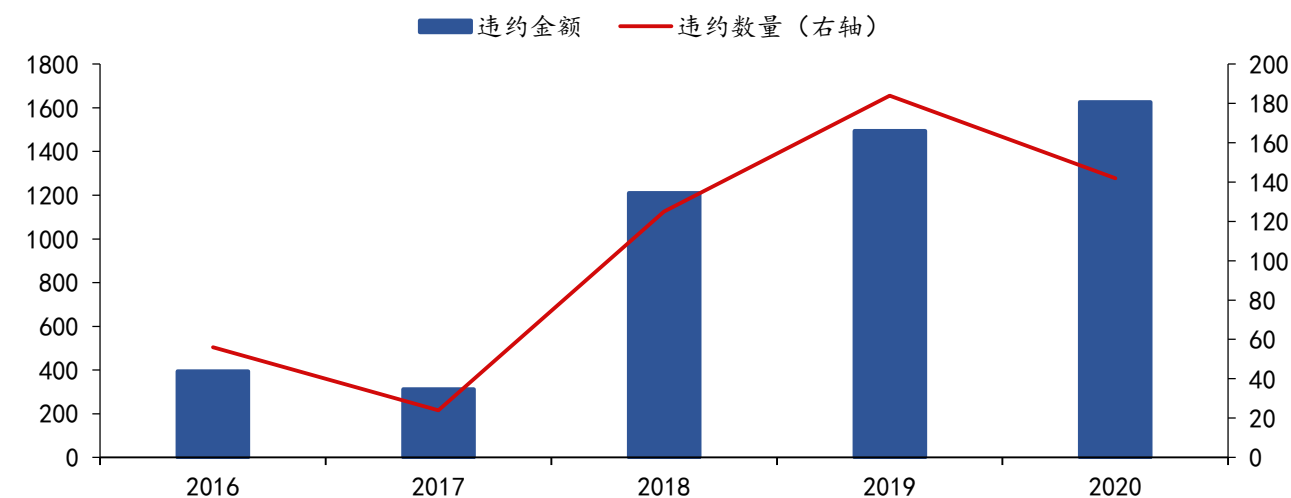
违约数量和规模持续上升，由 2017 年的 24 只、312 亿升至 2020 年的 142 只、1627 亿。特别是 2018 年下半年民营企业信用违约集中爆发，民企违约主体数量为 33 个，违约金额为 225 亿元，均创下历史新高。在此背景下，8 月中央发布《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》、《关于印发〈地方政府隐性债务问责办法〉的通知》，对隐性债务做出明确的定义，并明确风险管理和化解安排。2019 年，地方政府启动了 6 种方式推动化债，包括安排财政资金偿还；出让政府股权以及经营性国有产权权益偿还；利用项目结转资金、经营收入偿还；合规转化为企业经营性债务；借新还旧、展期等；破产重整或清算。今年疫情冲击耽误了化债的进程，尽管大规模的货币财政政策给予了地方平台公司在上半年将高息负债进行债务置换的机会，但 11 月以来，大量高评级的国有企业债券集中出现违约（如紫光集团、盐湖工业、华晨集团、永城煤电控股集团等）。因此，明年化解地方政府隐性债务工作重提日程，根据中国银行研究院解读，明年工作重点方向在“一是加强对国企风险的排查摸底，使市场回归更合理的投资与估值体系；二是强化中央、地方、各部委的联动，避免出现区域性金融风险；三是提高企业“逃废债”违法成本，防止其侵权行为扩大化；四是进一步强化信息披露和评级制度建设，发挥好其风险监测和风险预警的功能；五是健全债券人持有会议制度，为控制风险提供制度保障。”

金融领域防范化解风险重点工作集中在补充银行资本金，加大不良资产处置，以及防止高风险影子银行反弹回潮。为应对疫情冲击，逆周期调节政策推高了宏观杠杆率和银行不良资产。各部门杠杆率均有提高，Q3 居民、实体、非金融和政府部门杠杆率分别达到 61.4%、270.1%、164.0% 和 44.7%，同比增加 11.4%、9.8%、7.5% 和 16.4%。同时，银行不良贷款余额今年以来持续上升，其中商业银行不良贷款提升显著，Q3 同比提高 19.8%。虽然明年政策逐步回归常态，但金融领域的风险暴露可能存在滞后性，包括不良资产上升带来的不良风险的高企，产能过剩行业或资质较弱企业在面临兑付压力时企业的资金链、债务链的断裂风险以及因处置风险而引发新的风险。三季度货币政策执行报告中指出“金融风险隐患上升，金融市场表现与经济基本面脱节，全球股市未来存在回调风险，非银金融机构脆弱性突出，一旦金融市场剧烈波动，可能面临较大抛售压力并向银行体系传导”，体现出对全球金融风险的担忧。对此，银保监会主席郭树清在《坚定不移打好防范化解金融风险攻坚战》中提出，现阶段将“尽最大可能提早处置不良资产，增加拨备计提和资本补充，防止高风险影子银行反弹回潮，及时处置不同类型机构风险。”证监会也明确了 2021 年资本市场六项重点工作，指出“守牢不发生系统性金融风险的底线，完善风险监测、预判和应对处置机制，持续推动债券违约、私募基金等重点领域风险有序缓释。”

“强化反垄断”稳步推进，反垄断法修订被列为重点立法日程，互联网经济将面临更严格的审慎监管，进而防止资本无序扩张。今年经济工作会议首提“强化反垄断和防止资本无序扩张”。今年初，“强化反垄断”已开始稳步推进。今年 1 月 2 日，国家市场监管总局发布《〈反

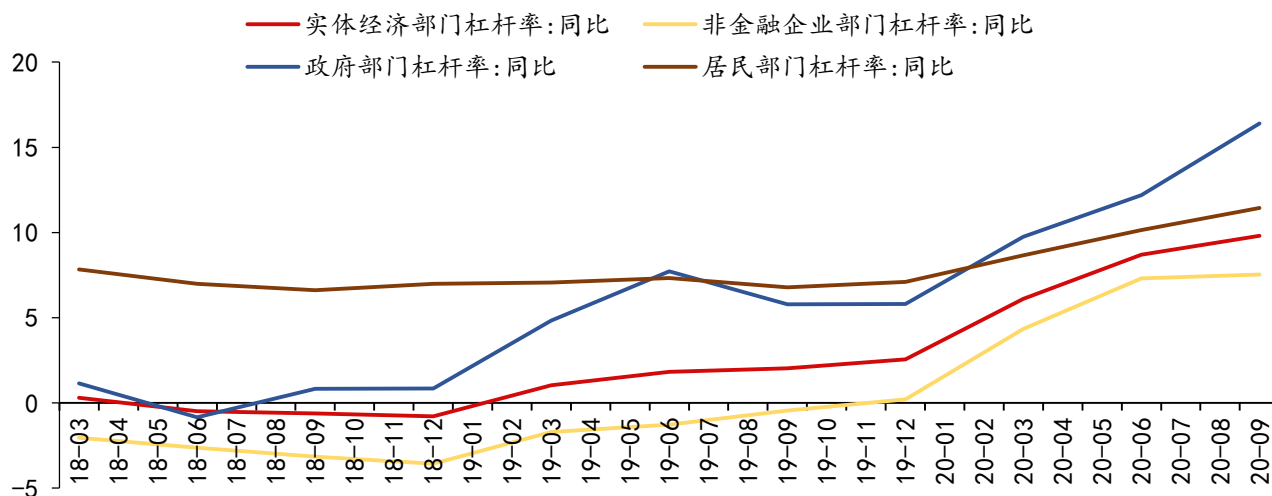
《反垄断法》修订草案（公开征求意见稿）》，首次增设互联网经营者市场支配地位认定依据的规定。11月10日，国家市场监管总局发布《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》公开征求意见，指出“二选一”、大数据“杀熟”，利用规则、算法、技术、流量分配等无正当理由拒绝交易等行为，都可能被认定为垄断行为。从公开征求意见稿中的内容来看，互联网行业的垄断行为将成为加强监管的重点方向。与此同时，12月24日，市场监管总局启动对阿里巴巴集团控股有限公司实施“二选一”等涉嫌垄断行为立案调查，我国在互联网领域加强反垄断监管的一项重要举措。随着这两项公开征求意见稿的在今年公布，以及互联网平台反垄断案件数量的增多，明年有望期待正式文件的出台，明确指向互联网经济将面临更严格的审慎监管。同时，法工委也在12月宣布反垄断法的修订被预安排为明年重点立法工作，反垄断法修订稿和平台经济反垄断指南的正式出台有利于规范行业秩序、促进平台经济长远健康发展，防止资本无序扩张。证监会也在2021年资本市场六项重点工作中强调，“坚持金融创新必须在审慎监管的前提下进行，防止资本无序扩张。严把IPO入口关，完善股东信息披露监管。加强监管协同和信息共享，避免监管真空。”

图表31： 2018年以来债券违约数量和规模显著提升



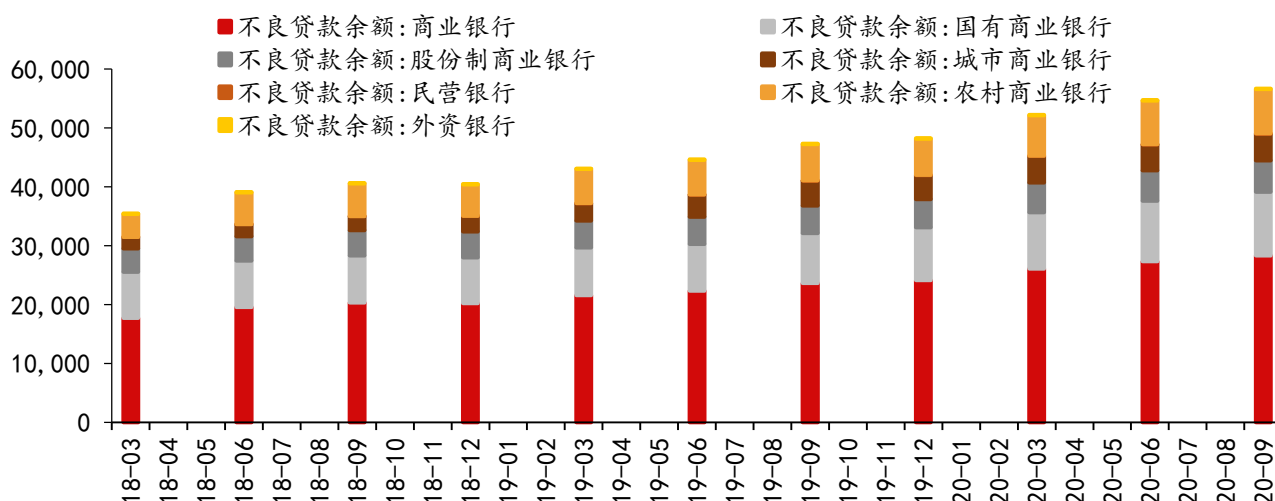
资料来源：Wind、方正证券研究所

图表32: 逆周期调节政策推高了宏观杠杆率



资料来源: Wind、方正证券研究所

图表33: 银行不良贷款余额今年以来持续提升



资料来源: Wind、方正证券研究所

9 估值调整

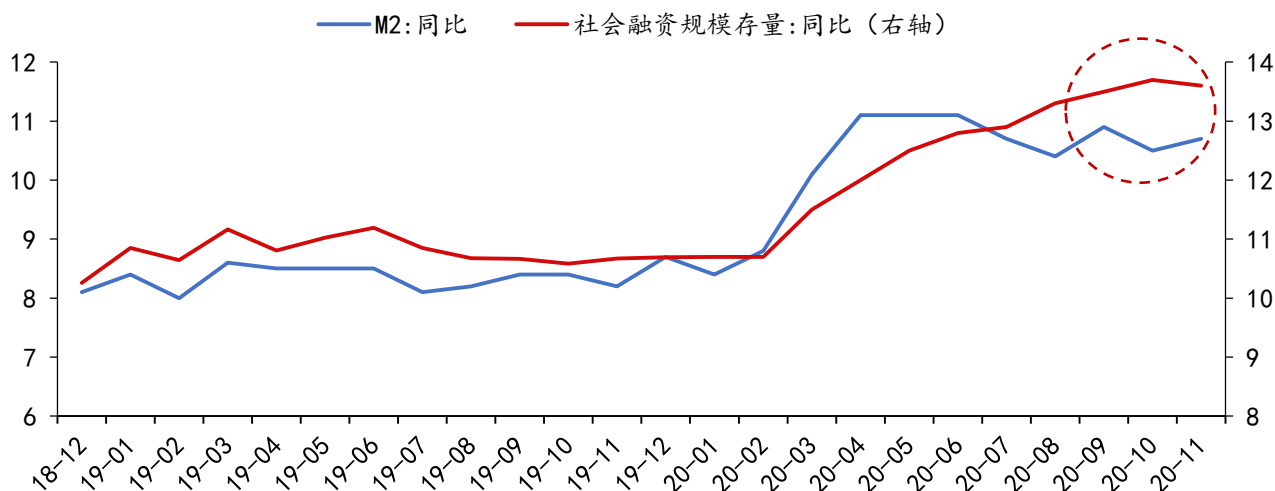
信用扩张见顶，逆周期政策退出，流动性支持有限，市场整体估值偏高，或将触发估值调整。从11月社融信贷数据来看，11月社融新增2.13万亿，高于预期的1.98万亿元，社融存量同比为13.6%，相比10月下降0.1个百分点，此次下降为3月社融加速以来的首次回落，本轮信用扩张基本见顶。分项来看，本轮信贷社融的主要拉动项为中长期贷款，11月居民端和企业端分别同比多增703亿元、1018亿元。其中需求端结构有明显优化，中长期贷款多增，说明地产需求仍然有韧性，制造业需求正随着经济复苏不断加快。供给端来看，作为传统的信贷投放高峰，11月银行整体的信贷投放力度仍然不弱。主要的拖累项为非标与企业债，非标融资减少2044亿，同比多减981亿，企

业债受“永煤事件”影响，净融资大幅缩水至 862 亿，环比减少 1669 亿，为近两年来的最低水平。从货币供应来看，M2 增速自 6 月的 11.1% 后开启缓慢下滑态势，11 月 M2 增速为 10.7%，流动性一阶拐点已经在下半年显现。整体来看，11 月信贷社融数据和 M2 增速均已拐头，信用扩张已经见顶。结合市场来看，估值现阶段已经位于较高分位，万得全 A 十年市盈率分位为 92.9%，食品饮料、家电、休闲服务和汽车行业十年估值分位接近 100%。申万一级行业中，12 个行业估值位于 60% 以上，市场整体分位较高。2021 年为应对疫情所做的非常规货币财政政策将逐步有序退出，资管新规将在年底到期，流动性支持有限，市场或将触发估值调整。

历史上的估值调整，主要以国有股减持担心、政策收紧经济下行、强监管等因素引发，本轮估值调整或与 2010、2017 年更为类似。2002 年以来，市场共发生过五次估值调整，分别是 2002-2005 年、2007 年、2010 年、2015 年和 2017 年。2002 至 2005 年的估值调整主要以市场行为层面驱动，国有股减持担心是核心。2007 年和 2010 年的估值调整则是由宏观政策实质收紧导致。2007 年经济过热，政策提出严控通胀，不断加力紧缩，2010 年是地产调控从严以及政策三率齐发。2015 年的估值调整以市场行为层面驱动，由证监会提出股票市场去杠杆，要求券商清理场外配资相关业务导致。2017 年是由宏观政策收紧导致，资管新规、金融强监管以及公开市场操作引导货币收紧。本轮估值调整或与 2010 和 2017 年的估值调整类似。主要逻辑是在全球经济共振复苏的背景下前序宽松政策面临退出，货币财政政策走向正常化，信用扩张结束，社融在 2010 年 1 月和 2017 年 1 月均出现见顶回落，估值调整开启。

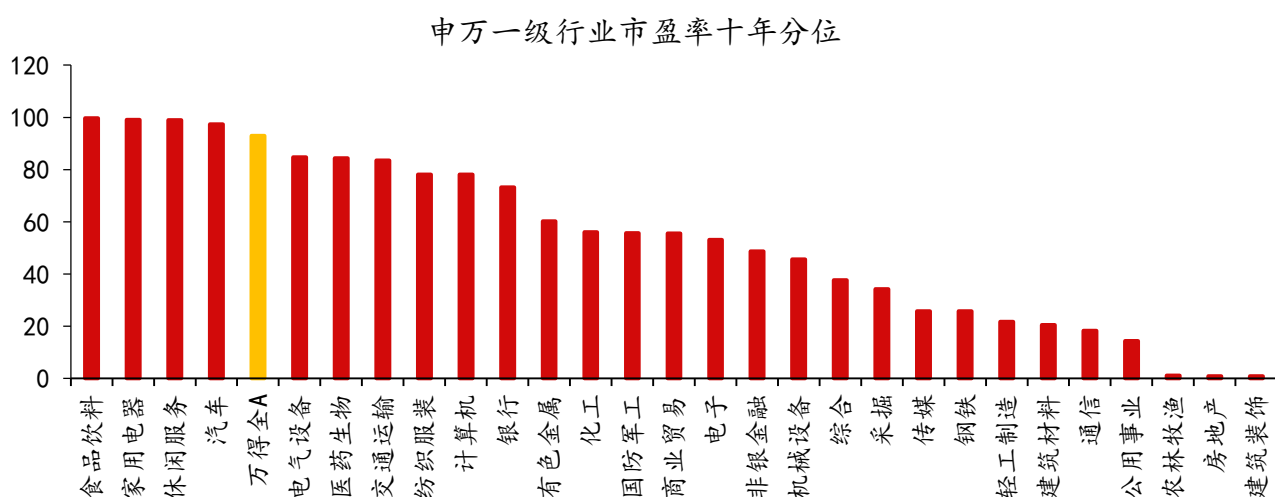
经济活力持续向好，估值调整下业绩成为驱动市场的核心因素。就明年的宏观环境而言，上半年经济将依然维持较高的增速，且由于疫情在国内外的错位，影响时间长短的不同，全球经济在明年将迎来更为强劲和持续的复苏，全球经济共振将出现，因此分子端的业绩将成为股票市场的主导因素，也与 2010 年（全 A 归母净利增速 37%）和 2017 年（全 A 归母净利增速 18%）类似，均为典型的业绩高增速年份。从近期公布的数据来看，PPI 持续修复，PMI 回升至 52.1，工业增加值同比录得增长 7.0%，较前值上升 0.1 个百分点，需求端持续回暖。消费整体加快恢复，消费升级类产品增速较快，11 月社零同比增长 5.0%，增速比上月加快 0.7 个百分点。由于海外需求强劲，我国 11 月出口金额当月同比更是录得 21.1% 的高增速，延续了 7 月以来的加速上扬态势。M2 同比增速为 10.7%，高于前值的 10.5%。M1 同比增速为 10%，同样高于前值 9.1%，M1-M2 剪刀差进一步收窄。综合来看，11 月单月数据指向的经济增速已经回到潜在增速水平以上，印证了经济活力持续向好。经济复苏逻辑下的业绩驱动将成为市场的核心主导因素。

图表34: 本轮信用扩张见顶



资料来源: Wind、方正证券研究所

图表35: 目前市场估值位于较高分位



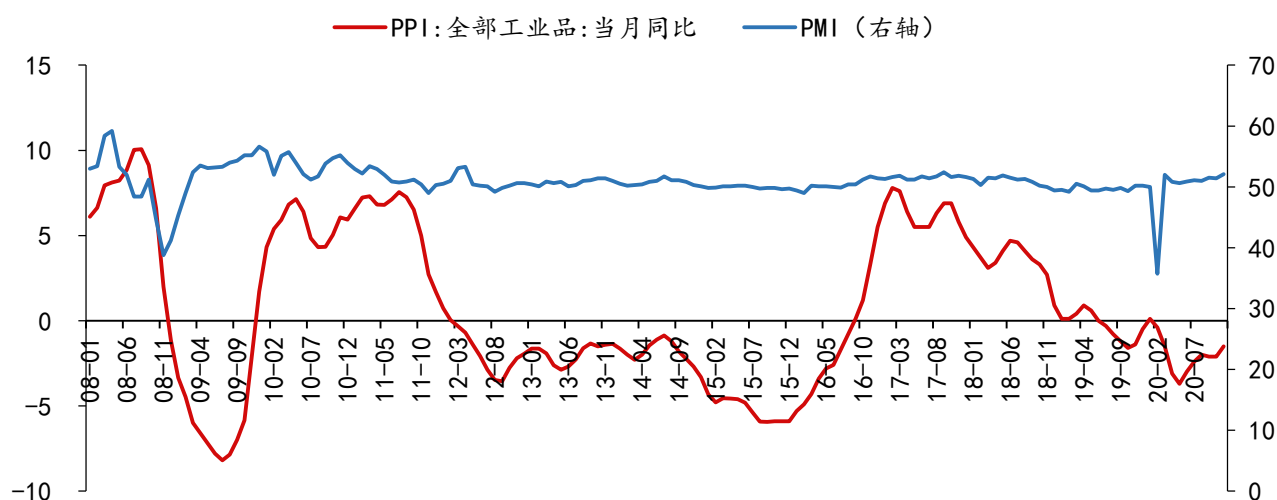
资料来源: Wind、方正证券研究所

图表36: 历史上的5次估值调整



资料来源: Wind、方正证券研究所

图表37: PPI、PMI 持续修复, 经济活力向好



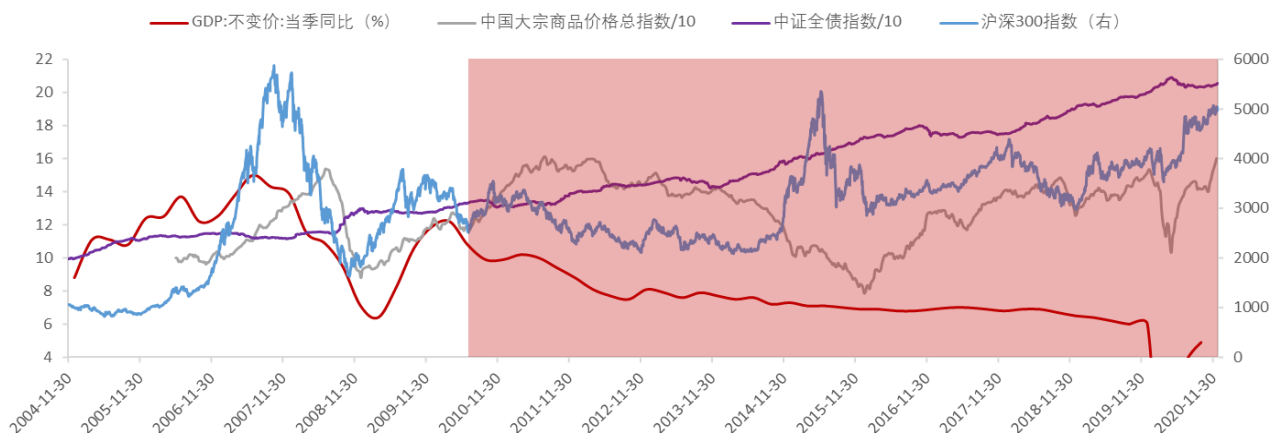
资料来源: Wind、方正证券研究所

10 景气为王

经济周期性波动收敛, 微观景气重要性上升。2008 年金融危机以后, 尤其在 2011 年后, 美林时钟的资产轮动模式失效, 宏观周期研究的策略意义减弱。美林时钟理论是建立在经济主导金融的前提上, 然而为应对 2008 年金融危机, 全球史无前例的宽松货币政策打破了经济周期与金融周期的映射关系。经济复苏阶段, 实体需求难以承接过量流动性, 导致大量流动性直接流入金融市场, 进而推升各类资产价格。金融资产价格也就无法真是反映经济基本面, 货币政策反而主导金融周期。从国内来看, 2011 年后由于逆周期调节显著增强, 货币、财政政策持续发力托底经济, 导致被抹平的经济周期处于持续衰退中, 各

大类资产快速轮动，而周期、成长等风格行业周期性轮动特征消失。在权益投资中，行业配置策略的意义逐渐减弱，而甄选高景气行业的重要性更加突出。

图表38: 2011年以来，宏观经济周期研究对大类资产配置的策略意义减弱



资料来源: Wind、方正证券研究所

2021年估值抬升难以为继，市场驱动力面临转换，分子端逻辑或将回归。2020年市场流动性的异常宽松驱动了估值提升行情，年底wind全A市盈率相对年初上涨超27%，而wind全A指数仅上涨不足20%。多数行业估值创近十年历史新高，行业间估值也呈现极端分化现象。超常规的货币政策难以为继，会随疫情的缓和而逐步退出。在疫情冲击下，央行下调了逆回购利率30BP，SLF利率也下调了30BP，利率走廊较此前相比中枢下行，随着冲击缓解，市场利率DR007快速修复，站在当前时点看，今年三季度以来的政策预期管理和短端利率回升已经标志着利率上行走廊的形成，2021年只是节奏的或快或慢。逆周期对冲加力政策退出阶段，估值抬升行情或将结束，市场将转向盈利驱动。从另一方面看，疫情导致行业基本面分化，但随着疫后经济复苏，前期受损行业盈利存在超预期修复，这也导致了前期低估值滞涨行业补涨，而高估值行业回调，市场风格逐步回归均衡。在这样市场环境下，EPS逻辑回归，高景气行业或将具有较好结构性机会。

图表39: 2020年以来，估值的持续抬升驱动A股行情



资料来源: Wind、方正证券研究所

“双周期”行业配置思路，交易景气确定性。1) 明年经济复苏趋势确定，顺周期行业具有较强业绩确定性，可以关注两条主线，一是以汽车、家电、轻工、医疗服务、餐饮旅游等为代表的可选消费行业将受益扩大内需政策迎来景气拐点；二是银行、保险、券商等顺周期行业将受益经济复苏以及财税金融体制改革政策。2) “十四五”规划以及 2020 年中央经济工作会议中，科技创新被放在重要战略地位，政策确定性为成长行业带来高景气度，建议关注三条主线，一是新基建作为扩大内需的重要组成，对供给与需求具有双重拉动作用，关注 5G、新能源等产业链；二是产业升级，主要针对“增强产业链供应链自主可控能力”，解决“卡脖子”问题，重点关注半导体产业链、计算机、新材料等行业；三是科技创新，着力发展制约国家发展和安全的重大战略性科技领域，重点关注大数据、集成电路、生命健康、生物育种、物联网、云计算等战略性新兴产业。此外，必选消费行业中的白酒、医药等行业，虽然短期估值较贵，但只要竞争格局和盈利能力仍将维持，高景气、高 ROE 行业仍具备超额收益可能。

图表40: 2020 年三季报中，食品饮料 ROE 维持高位，医药生物 ROE 边际向上

ROE (TTM)	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
农林牧渔	7.6%	14.3%	17.3%	19.8%	20.8%
食品饮料	20.4%	19.2%	18.1%	20.1%	19.5%
建筑材料	15.1%	15.1%	13.9%	15.1%	14.9%
家用电器	16.5%	16.5%	13.8%	12.8%	13.0%
房地产	13.2%	12.7%	11.6%	11.6%	11.6%
非银金融	11.3%	11.3%	10.1%	9.3%	9.8%
银行	11.3%	10.6%	10.5%	9.9%	9.7%
建筑装饰	10.0%	9.2%	8.6%	8.7%	8.8%
医药生物	8.5%	7.5%	6.9%	7.8%	8.4%
电子	6.4%	7.5%	7.2%	7.8%	8.0%
钢铁	9.0%	7.5%	6.9%	6.3%	6.9%
公用事业	6.6%	5.9%	5.4%	6.3%	6.8%
电气设备	3.5%	4.9%	4.8%	5.5%	6.4%
轻工制造	3.8%	5.9%	5.2%	5.2%	5.6%
机械设备	4.8%	4.3%	3.6%	4.8%	5.5%
汽车	5.6%	5.6%	4.0%	4.6%	5.5%
采掘	6.4%	6.5%	5.1%	3.6%	4.9%
化工	7.4%	5.7%	3.4%	2.4%	4.3%
商业贸易	9.4%	7.1%	5.3%	5.1%	3.4%
国防军工	2.2%	2.2%	2.9%	2.8%	3.2%
综合	6.9%	7.9%	6.7%	1.6%	3.0%
纺织服装	4.9%	4.7%	2.6%	2.4%	2.5%
交通运输	7.9%	7.5%	4.0%	2.8%	2.2%
有色金属	2.0%	1.9%	1.2%	1.1%	1.6%
计算机	4.1%	2.8%	1.4%	1.5%	1.4%
通信	-0.5%	-2.5%	-3.2%	0.5%	0.8%
休闲服务	10.2%	9.2%	3.7%	1.1%	0.3%
传媒	-6.4%	-2.3%	-3.1%	-1.7%	-1.4%

资料来源: Wind、方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼6楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com