

## 全球复苏共振上行 商品牛市势不可挡

### 一、明年全球经济复苏进程将呈现前高后低走势

#### 1、全球复苏逻辑之下，新一轮海外疫情对全球风险资产冲击有限

#### 2、明年全球仍将延续货币宽松总基调

四季度各国央行近期扩表再度加快，我们预计未来一年仍将持续扩大，在偏中性的预期下，资产负债表总规模仍将扩大 13.4%。从宽松结构来看，目前美国、欧洲、日本央行的扩表主要是流向金融领域。

#### 3、美国货币超发严重叠加财政刺激预期，未来通胀预期急剧抬升

#### 4、美元指数中长期仍将走弱

不考虑美国愈演愈烈的新一轮疫情，主要原因有四点：一是美国两党博弈严重制约了政府援助实体走出疫情阴霾的政策力度和施政空间；二是长周期级别的实体产业向新兴市场转移，使得美国在全球竞争力正在下降；三是随着欧元区一体化推进，美-欧利差难以有效扩大；四是迫于政府债务压力以及对经济持续低迷的担忧，未来两年美国利率难以趋势性大幅度上行，美联储仍存在收益率曲线控制的足够动能。

#### 5、明年上半年中美库存周期大概率向上共振

#### 6、新冠疫苗曙光初现，明年全球复苏或提速

### 二、2021 年大类资产配置展望

#### 1、全球经济复苏逻辑下，明年上半年大宗商品、股指或共振上行

#### 2、通胀上行逻辑下，重点关注原油、黄金逢低做多机会

#### 3、弱美元周期逻辑下，新兴市场风险资产显著受益

4、通胀上行、美元下行、全球复苏大势下的 大类资产配置建议：未来长期逢低做多的四大方向：大宗商品、全球顺周期和低估值股票（特别是新兴市场）、新兴市场货币、通胀保值债券（或黄金）

2021 年市场运行节奏：风险资产前高后低。

2021 年（一季度~二季度）：把握商品和股票主升行情，逢低做多大宗商品、全球顺周期和低估值股票（特别是新兴市场）、新兴市场货币、通胀保值债券（或黄金）。

2021 年（二季度~四季度）：中国收紧流动性、欧美经济反弹接近尾声、信用违约开始蔓延与限售股抛售导致风险逐步暴露，市场或迎来调整，大宗商品阶段性见顶、逢高做空股指 IC 和商品市场货币。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 FICC 组

侯峻

从业资格号：F3024428

投资咨询号：Z0013950

联系人：

彭鑫

☎ 010-64405663

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号：F3066607

蔡劭立

☎ 0755-82537411

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3063489

投资咨询号：Z0014617

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

### 三、商品：顺周期复苏助力商品牛，超配有色和能化板块

- 1、全球需求修复共振逻辑：疫苗批量接种曙光初现，新冠疫情反复难改需求修复大趋势，美欧消费温和上行，中国外循环（出口）持续改善且促成 RCEP 协议达成，利多明年上半年有色、能化需求。
- 2、内循环提振内需逻辑：国内周期经济复苏将加速，政策上鼓励形成国内大循环，明年大概率适度松货币、宽财政、适度紧信用，房地产稳健运行、促消费发力、新老基建托底或支撑明年上半年工业品价格整体走强，尤其利好有色和能化等顺经济周期商品。
  - 1) 房地产稳健运行逻辑：地产稳则百业兴，政策方向总体维稳为主、局部严控过热，利于黑色和化工商品需求稳中偏强。
  - 2) 促消费发力逻辑：政策核心是汽车行业，化工、有色商品需求或逐步改善。
  - 3) 逆周期调控托底不放松：新老基建投资继续温和发力，明年上半年黑色及有色商品需求保持高位韧性。
- 3、国内农产品（不含生猪）通胀逻辑：“放水养鱼”继续助推农产品通胀整体走高，重点关注猪饲料商品逢低做多机会。
- 4、贵金属：明年继续看好，但不再是“皇冠明珠”，弹性或不如顺周期工业品。

### 四、股市：最好的机会在上半年，优先配置顺周期板块

居民增配权益资产是未来的大趋势；资本市场改革加速，释放政策红利；2021 年股市资金仍有支撑，为 A 股带来源源活水；企业盈利快速修复，支撑企业估值。

2021 年 A 股展望：拥抱价值股，最好投资机会在上半年。行业板块方面，顺周期预计跑赢成长，股指 IH 和 IF 或强于 IC，但科技和消费仍是中长期配置方向。明年信用定向收紧利于股权直融，但是需警惕 A 股资金解禁或对行情产生扰动。

### 五、债市：利率上半年仍面临上行压力，配置机会或出现在下半年

货币政策稳量不缩价或是未来一段时间的主基调；明年债券配置端的新动能来自外资和银行资金。2021 年国债节奏：上半年仍有利率上行压力，债券配置机会或在下半年。

### 六、风险展望

- 1、明年春季疫情隐忧及疫苗开发遇阻风险
- 2、明年国内部分信用违约或有序定向爆破

## 目 录

|                                                                                                                     |           |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>一、明年全球经济复苏进程将呈现前高后低走势</b>                                                                                        | <b>5</b>  |
| 1.1 全球复苏逻辑之下，新一轮海外疫情对全球风险资产冲击有限                                                                                     | 5         |
| 1.2 明年全球仍将延续货币宽松总基调                                                                                                 | 6         |
| 1.3 美国货币超发严重叠加财政刺激预期，未来通胀预期急剧抬升                                                                                     | 8         |
| 1.4 美元指数中长期仍将走弱                                                                                                     | 10        |
| 1.5 明年上半年中美库存周期大概率向上共振                                                                                              | 14        |
| 1.6 新冠疫苗曙光初现，明年全球复苏或提速                                                                                              | 15        |
| <b>二、2021 年大类资产配置展望</b>                                                                                             | <b>16</b> |
| 2.1 全球经济复苏逻辑下，明年上半年大宗商品、股指或共振上行                                                                                     | 16        |
| 2.2 通胀上行逻辑下，重点关注原油、黄金逢低做多机会                                                                                         | 18        |
| 2.3 弱美元周期逻辑下，新兴市场风险资产显著受益                                                                                           | 19        |
| 2.4 通胀上行、美元下行、全球复苏大势下的的大类资产配置建议：未来长期逢低做多的四大方向：大宗商品、全球顺周期和低估值股票（特别是新兴市场）、新兴市场货币、通胀保值债券（或黄金）                          | 20        |
| 2.4.1 2021 年市场运行节奏：风险资产前高后低                                                                                         | 20        |
| 2.4.2 2021 年（Q1~Q2）：把握商品和股票主升行情，逢低做多四大方向                                                                            | 21        |
| 2.4.3 2021 年（Q2~Q4）：中国收紧流动性、欧美经济反弹接近尾声、信用违约开始蔓延与限售股抛售导致风险逐步暴露，市场或迎来调整                                               | 21        |
| <b>三、商品：顺周期复苏助力商品牛，超配有色和能化板块</b>                                                                                    | <b>21</b> |
| 3.1 全球需求修复共振逻辑：疫苗批量接种曙光初现，新冠疫情反复难改需求修复大趋势，美欧消费温和上行，中国外循环（出口）持续改善，利多明年上半年有色、能化需求                                     | 21        |
| 3.2 内循环提振内需逻辑：国内周期经济复苏将加速，政策上鼓励形成国内大循环，明年大概率适度松货币、宽财政、适度紧信用，房地产稳健运行、促消费发力、新老基建托底或支撑明年上半年工业品价格整体走强，尤其利好有色和能化等顺经济周期商品 | 25        |
| 3.2.1 房地产稳健运行逻辑：地产稳则百业兴，政策方向总体维稳为主、局部严控过热，利于黑色和化工商品需求稳中偏强                                                           | 28        |
| 3.2.2 促消费发力逻辑：政策核心是汽车行业，化工、有色商品需求或逐步改善                                                                              | 30        |
| 3.2.3 逆周期调控托底不放松：新老基建投资继续温和发力，明年上半年黑色及有色商品需求保持高位韧性                                                                  | 32        |
| 3.3 国内农产品（不含生猪）通胀逻辑：“放水养鱼”继续助推农产品通胀整体走高，重点关注猪饲料商品逢低做多机会                                                             | 33        |
| 3.4 贵金属：明年继续看好，但不再是“皇冠明珠”，弹性或不如顺周期工业品                                                                               | 34        |
| <b>四、股市：最好的机会在上半年，优先配置顺周期板块</b>                                                                                     | <b>35</b> |
| 4.1 中长期趋势：居民增配权益资产是未来的大趋势                                                                                           | 36        |
| 4.2 资本市场改革加速，释放政策红利                                                                                                 | 38        |
| 4.3 2021 年股市资金仍有支撑，为 A 股带来源源活水                                                                                      | 40        |
| 4.4 企业盈利快速修复，支撑企业估值                                                                                                 | 43        |
| 4.5 2021 年 A 股展望：拥抱价值股，最好投资机会在上半年                                                                                   | 45        |
| 4.6 顺周期行业明年上半年预计跑赢，股指 IH 和 IF 或强于 IC，但科技和消费仍是中长期配置方向                                                                | 48        |
| 4.7 信用定向收紧利于股权直融、A 股资金解禁将对明年行情产生扰动                                                                                  | 53        |
| <b>五、债市：利率上半年仍面临上行压力，配置机会或出现在下半年</b>                                                                                | <b>54</b> |
| 5.1 货币政策稳量不缩价或是未来一段时间的主基调                                                                                           | 54        |
| 5.2 国内经济加速恢复，短期仍对利率施压                                                                                               | 56        |

|                                              |           |
|----------------------------------------------|-----------|
| 5.3 2021 年债券配置端的新动能：外资和银行资金 .....            | 58        |
| 5.4 2021 年国债节奏：上半年仍有利率上行压力，债券配置机会或在下半年 ..... | 60        |
| <b>六、风险展望和分析 .....</b>                       | <b>61</b> |
| 6.1 明年春季疫情隐忧及疫苗开发遇阻风险 .....                  | 61        |
| 6.2 明年国内部分信用违约或有序定向爆破 .....                  | 62        |

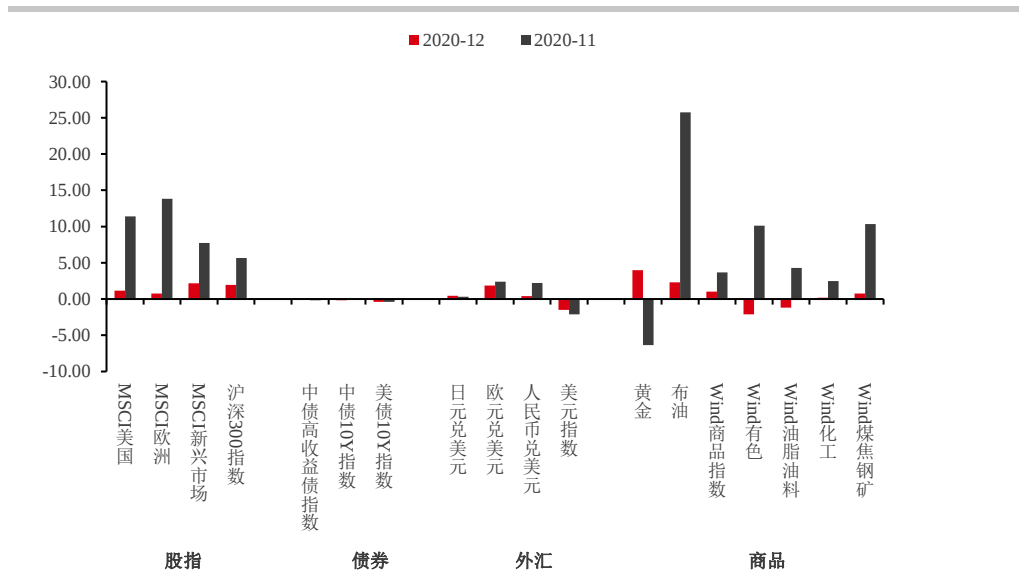
## 一、明年全球经济复苏进程将呈现前高后低走势

### 1.1 全球复苏逻辑之下，新一轮海外疫情对全球风险资产冲击有限

11 月至今大类资产走出明显的复苏逻辑。股票和商品呈现共振上行的趋势，原油、有色、黑色等商品板块以及周期行业均录得亮眼涨幅。从原因来看，一方面是此前风险尘埃落定，美国大选告一段落，拜登确定当选的同时特朗普也并未闹出太大“黑天鹅”，而经过 11 月以来高强度封城政策后，欧洲日均新增从 30 万下降至 20 万以下，疫情明显见顶回落。另一方面是经济好于预期，在疫情增长最严重的 11 月中，欧美经济确明显好于预期，两国的制造业 PMI 尽管较前值有所下降，但也没有再重演 4 月的断崖式下跌。

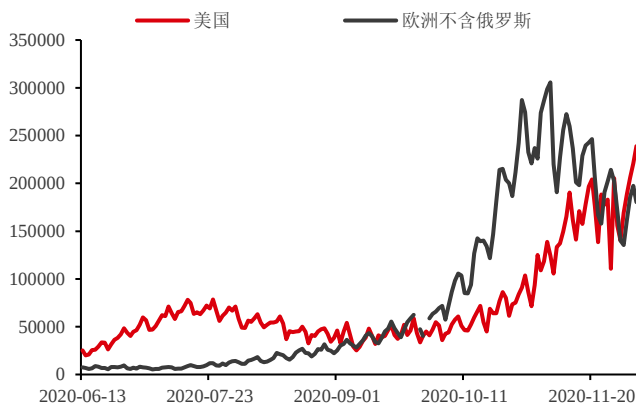
图 1：近两月股、商共振上行

单位：%



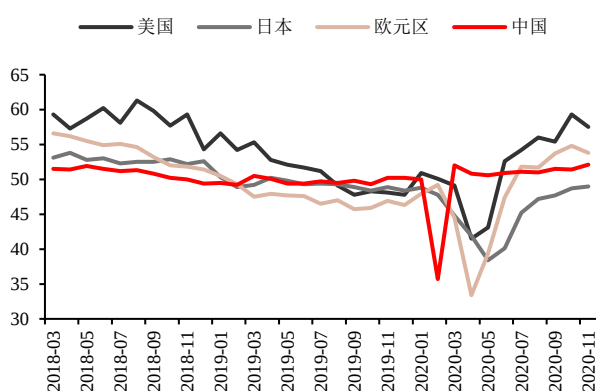
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2: 美国和欧洲当日新增病例 单位: 例



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 欧洲和美国制造业 PMI 单位: %



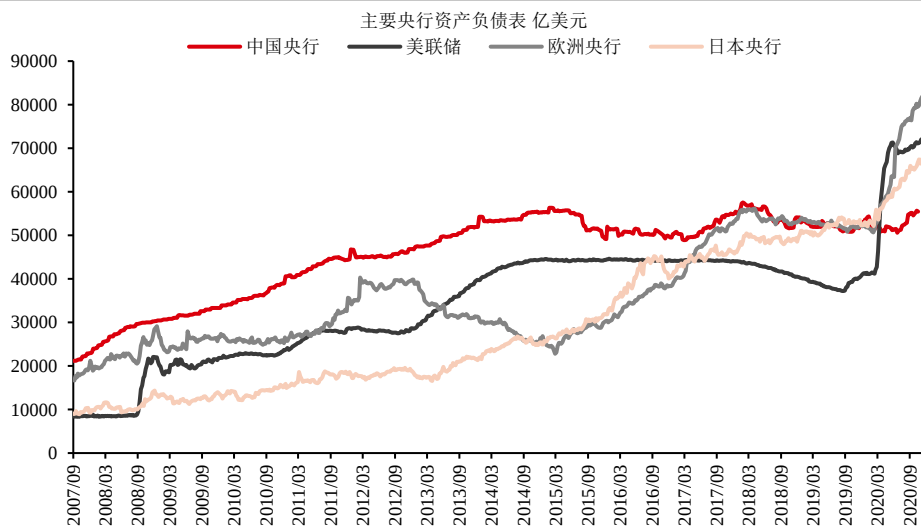
数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 1.2 明年全球仍将延续货币宽松总基调

为了应对第二轮疫情冲击,各国央行近期扩表再度加快,并且预计未来一年仍将持续扩大。10 月到 12 月间,美联储、日本央行、欧洲央行分别扩表 1662.8 亿美元、2398.7 亿美元、3485.9 亿美元。欧洲和美联储扩表速度受疫情冲击下,有再度加快的变化。并且按照现有的购债计划来看,美联储将维持 1800 亿美元/月的速度,目前预期其将在 2020 年 12 月 17 日的会议上公布更详细的购债规模和时间计划。欧洲央行则同样有望在 2020 年 12 月 10 日的议息会议上扩大购债计划。日本央行则将维持 1000 亿美元/月的扩表速度。在偏乐观的预期下(欧洲央行扩大至 400 欧元/月,美日维持),上述三大央行明年仍将扩表超 4 万亿美元,是目前存量的 19.4%。在偏中性的预期下(日本、欧维持,美国缩小至 1000 亿/月),则资产负债表总规模仍将扩大 13.4%。

图 4: 全球央行持续扩表

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 近期央行政策及预期汇总

|    | 美国                                                                                                                                 | 中国                            | 欧盟                                                               | 日本                                         |
|----|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------|------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------|
| 货币 | 目前美联储正以 60 亿美元/天的速度购买 MBS 和国债, 至 2023 年均保持低利率<br>12 月议息会议或调整购债计划                                                                   | 延续适度宽松, 保持流动性合理充裕, 但是再度降息概率较小 | 预计每月购债 200 亿欧元将延长至 2021 年底, 并向银行和企业提供长期贷款计划                      | ETF 年度购买量为 12 万亿日元; REIT 年度购买规模为 1800 亿日元; |
| 财政 | 1、若民主党掌控两院有望推出 3 万亿美元的救助方案, 反之预计在 1 万亿左右<br>2、4 年内投资 2 万亿用于气候行动, 即每年 5000 亿采购清洁能源和汽车<br>3、未来十年内投资 400 亿于能源、气候的研究与创新, 以及清洁能源的基础设施建设 | 预计 3 万亿左右<br>新增专项债            | 7500 亿欧元的复苏基金; 2021-2027 年 1.07 万亿预算, 约 1534 亿/年, 2020 年为 1687 亿 | 2020 年 4 月推出 108 万亿日元, 折合约 1 万亿美元          |

数据来源: 华泰期货研究院根据公开资料整理

从宽松的结构看, 目前央行的扩表主要是流向金融领域。首先我们来看美联储, 3-11 月美联储扩表超 3 万亿, 其中财政部在美联储的账户增长 1.15 万亿 (约 37.8%), 而商业银行对私营部门的信贷派生为 3427 亿 (约 13.3%)。可以明显看到, 美联储的本轮扩表, 较大部分是为了配合财政部的刺激计划 (约占 37.8%), 通过财政刺激和银行流动性便利工具所投放的货币并未流入实体经济, 私营部门信贷仅扩张 3427 亿美元, 仅占 13.3% (存量的占比结构为 51%)。派生的货币要么转为储蓄停留在银行, 又或者在金融市场流转。因此后续更多的财政刺激或疫情受到控制后, 有望带来更大的经济拉动。除了美国之外, 各国央行、商业银行扩表资金均主要流向金融市场, 其中欧洲占比 79.2%, 日本占比 69.8%。

图 6：2020 年 3-12 月美联储扩表的资金流向剖析<sup>1</sup>

单位：亿美元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7： 今年欧洲央行扩表结构 单位：亿欧元

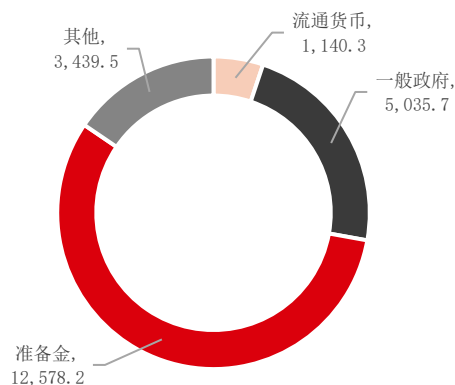
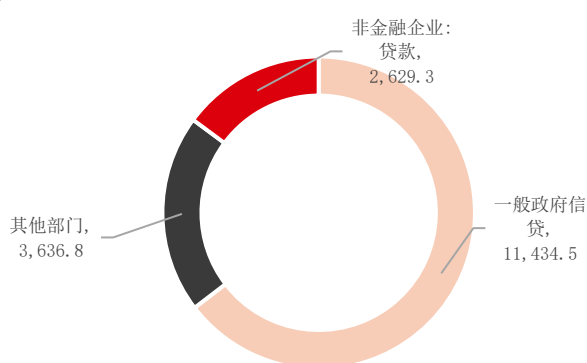


图 8： 今年欧洲商业扩表结构 单位：亿欧元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

数据来源：Wind 华泰期货研究院

### 1.3 美国货币超发严重叠加财政刺激预期，未来通胀预期急剧抬升

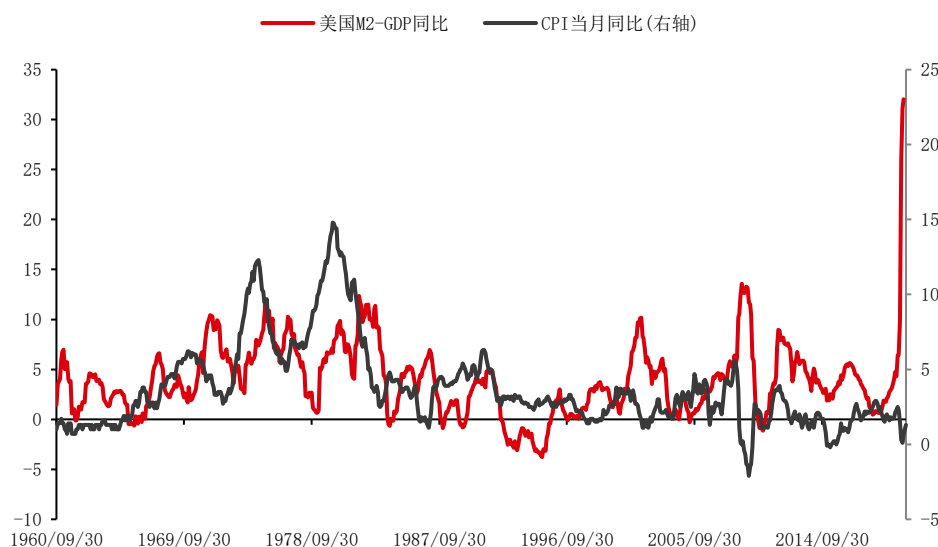
水涨船高，天量的货币投放大概率会推升后续通胀回归。我们用 M2-GDP 不变价增速的差额来衡量货币超发的程度，前者代表市场基础货币的投放量，后者代表实际需求的增速情况，受到到美联储的快速扩表推动，美国 M2-GDP 差额快速刷新历史新高，这一指标对美

<sup>1</sup> 这里是通过并行增量来进行对比，并不涵盖所有的资金增量/流向

国 CPI 具有较强的领先作用，也指向后续通胀会走出回升的趋势。除此以外，我们还观察到目前市场正持续交易通胀回升逻辑，美国代表通胀预期的 10 年期盈亏平衡通胀利率 4 月以来持续回升。另一个支撑逻辑来自于原油价格的低基数，能源分项目前在美国 CPI 的权重高达 8.1%，假设油价维持在当前水平的情况下，到 2021 年 4 月，能源分项的同比增速将高达 86%，对后续通胀回升构成较强支撑。

图 9：天量货币必然推升通胀回升

单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10：市场通胀预期持续抬升

单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 11：原油价格低基数将推升后续通胀

单位：%



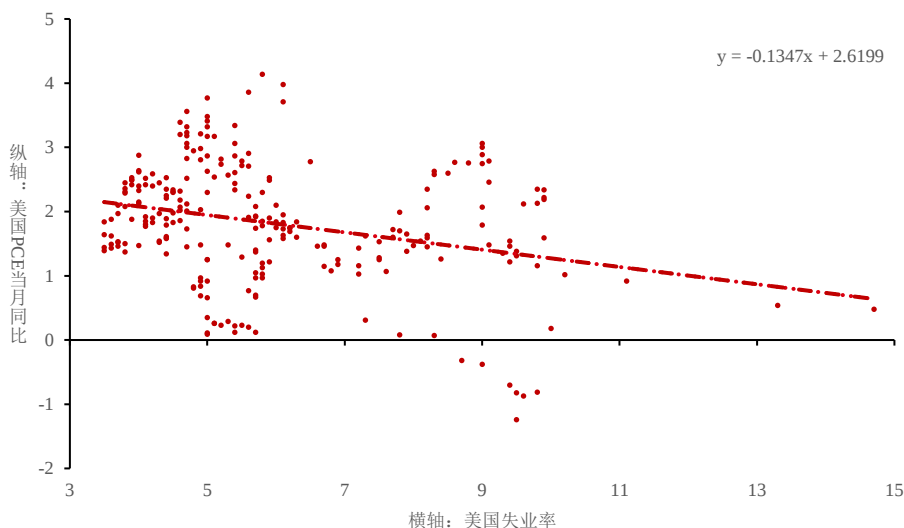
数据来源：Wind 华泰期货研究院

此外，美国财政刺激将带来内生性通胀，菲利普斯曲线是一个失业率和通胀负相关的故事。来自于劳动力市场的改善，将带动居民收入增长，进而拉动整体消费带动通胀上升。这里存

在存量和增量的预期差，一方面是各国的终端消费仍有较大的回升空间，此外，今年停留在金融领域的扩表资金流向实体后，同样能够带来较大幅度的改善。

图 12: 美国近 20 年的数据来看, 菲利普斯曲线仍生效

单位:%



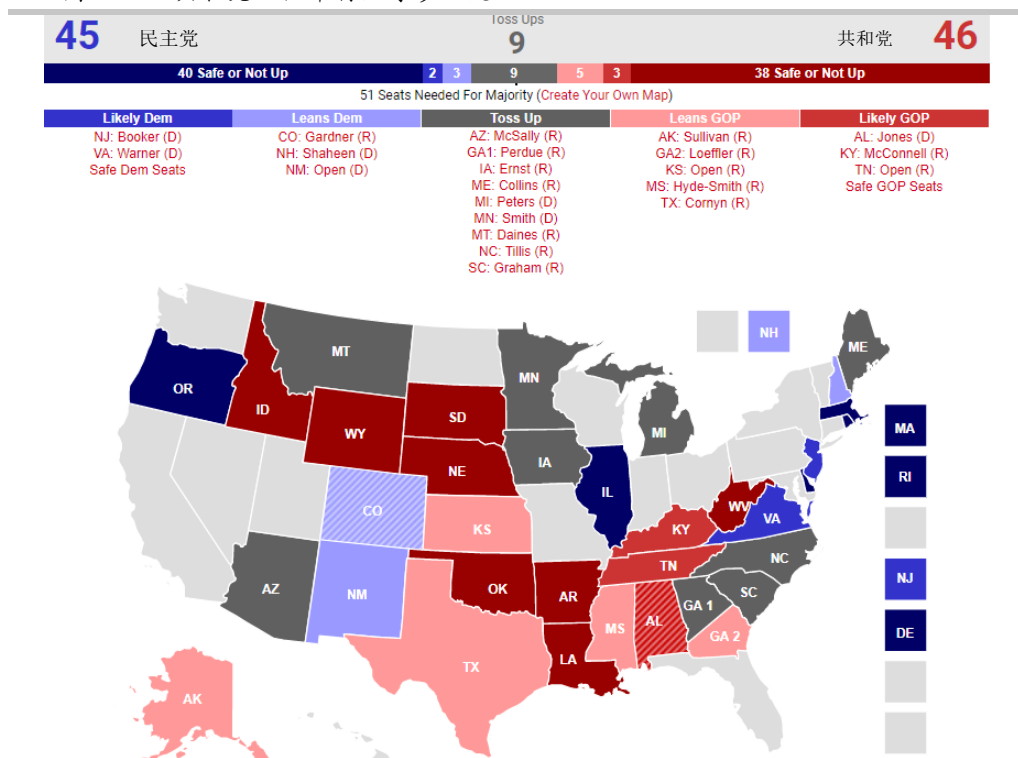
数据来源: Wind 华泰期货研究院

#### 1.4 美元指数中长期仍将走弱

中长期美元将延续走弱趋势。首先是美国两党博弈严重制约了政府援助实体走出疫情阴霾的力度，拜登此前许诺的基建刺激和第二轮疫情救助或将受到拖累；其次是长周期的产业向新兴市场转移使得美元阶段性承压，美国在全球竞争力正在下降；三是欧元区一体化推进以及美-欧利差难以扩大将加剧美元下行趋势；最后是迫于政府债务压力以及对经济持续低迷的担忧，未来两年美国利率难以趋势性大幅度上行，美联储仍存在收益率曲线控制的足够动能。本轮美元指数有望下探至 85 以下。

两院分裂将是大概率事件，将阻碍总统施政，拖累美元。目前是共和党领先的 50 比 48 席，后续关键在于佐治亚州 2 个席位的竞争，若民主党最后能拿下这 2 个席位，在平局情况下将由副总统担任参议院议长，民主党才有望凭借这 1 票的优势掌控参议院，最终结果要等到 1 月 5 日决选后才能明确，按照以往的经验来看，共和党在佐治亚的决选中将占有优势。一旦两院控制权分别，从此前现任财政部部长要求美联储提前归还未使用资金进而拖新一届政府后腿的行为来看，后续两党将围绕疫情救助方案、政府财政预算乃至医改法案和减税等政策持续博弈，导致拜登此前承诺的政策持续不及预期，进而拖累美国经济和美元。

图 13: 共和党大概率将主导参议院

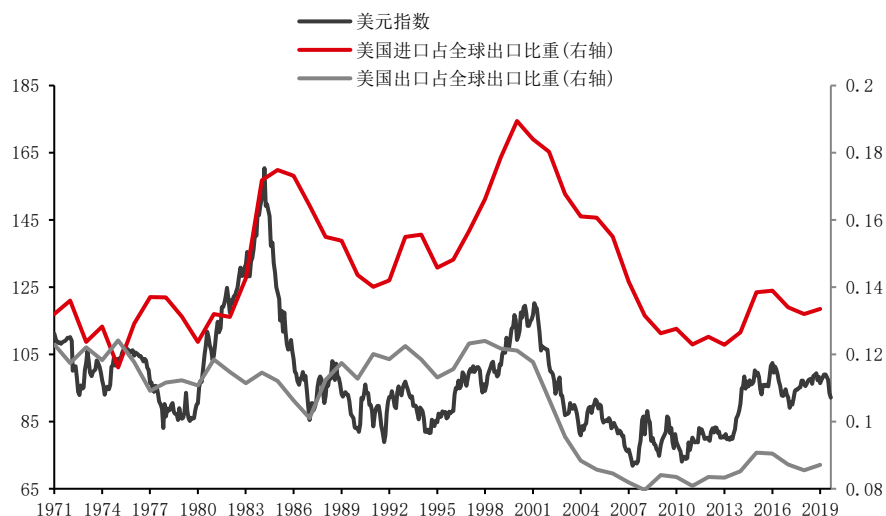


数据来源: Wind 华泰期货研究院

产业向新兴市场转移使得美元阶段性承压。美元周期纠其背后的根本原因，我们认为美国竞争力和全球产业转移造成的强弱周期性轮转。作为美元指数的载体，美国进出口在全球进出口的占比和美元指数相关性明显。二战以来全球发生的四次产业转移：1950-1960 年由美国向日本和德国转移，1970-1980 年由日德转向亚洲四小龙，1990 年-2011 年由亚洲四小龙转向中国，以及 2012 年以来中国向东盟转移，转移前半程转出国面临产业转型阵痛，后半程转出国同样受益于受转移国的比较优势。每一轮大致跨越 17-20 年的转移周期，正好也是两轮的设备投资周期时间。而目前正经历 2012 年以来中国中低端制造业向东盟转移，同时中国承接全球中高端产业，在这个过程也是美国在全球竞争力进一步下降，美元指数趋势性走弱。而目前我们已经看到美国 PET 专利数量在全球占比正持续走低。

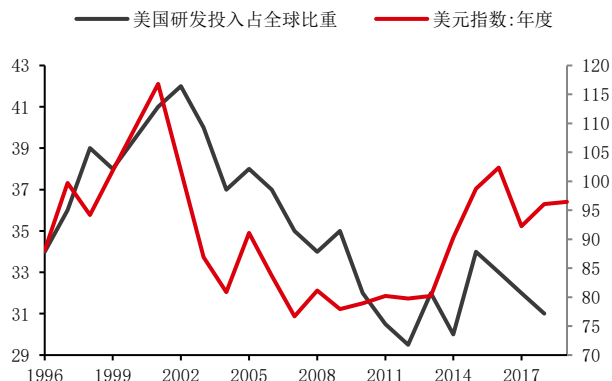
图 14: 美国进出口占全球出口比重下滑

单位: %



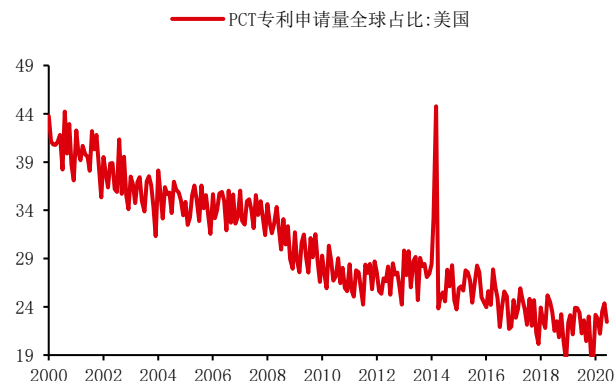
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 美国投入研发占比和美元关系 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 美国 PET 专利数量占全球比重 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

欧元区一体化推进以及美-欧利差难扩大加剧弱美元趋势。今年 7 月 20 日欧盟达成 7500 亿复苏基金是欧盟在实现财政统一路上的重要里程碑，此外，11 月 30 日，欧洲财长就欧洲稳定机制的改革达成一致，近期欧盟在统一财权的路上持续取得进步。从历史上看，和美元指数相关的重要经济或者政治事件的演变也会成为其趋势扭转的催化剂，那么欧盟财政统一则必然会加剧本轮弱美元的趋势。

我们还认为未来两年美国利率难以趋势性大幅度上行，美联储仍存在收益率曲线控制的足够动能。一个重要的因素在于美国政府高杠杆率对利率的软约束，至少未来一年内美国扩大财政刺激将继续加大美国财政赤字规模，简单测算来看美债利率每上升 100bp，美国政府

每年利率支出将增加 2450 亿, 占其财政收入约 7%, 而目前美债利率已经较低位抬升 42bp, 未来上升空间有限。美国利率难以抬升, 美-欧利差难以扩大也就决定着后续美元将延续弱势。

图 17: 高负债重压下难有高利率

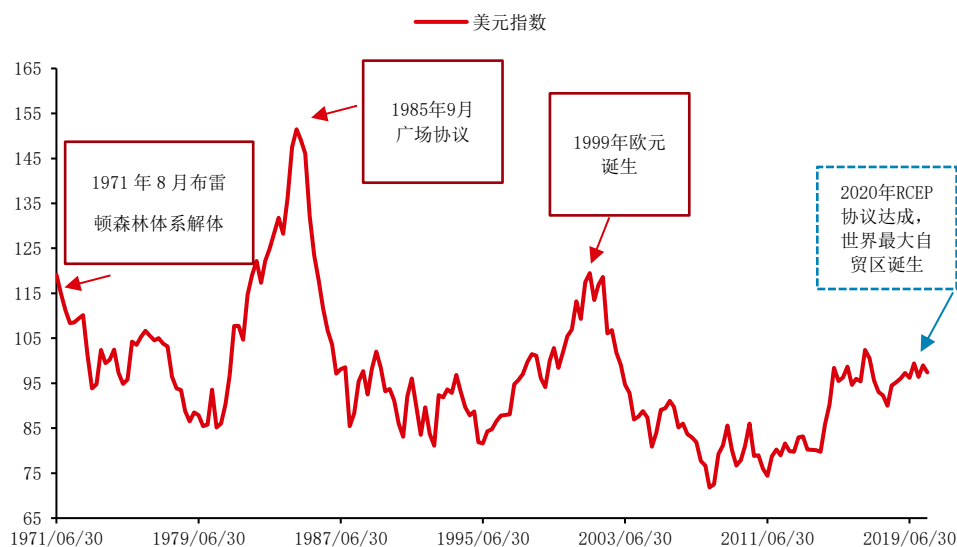
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: 美元指数走势及重要事件

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

### 1.5 明年上半年中美库存周期大概率向上共振

库存周期带来的新一轮投资扩张将是支撑明年上半年经济回升的关键。首先来看美国，疫情冲击下美国复工和产能恢复缓慢，使得美股制造业存货量已经降至近 3 年低位，部分行业如汽车、电子设备、家具等也降至近 30 年来的低位，房屋空置率也降至近 20 年的低位，库存的绝对水平具有回补空间。而从库存周期来看，本轮去库存从 2017 年 11 月至今也有 2 年，领先指标制造业出货量也指向库存马上将进入上升阶段，那么无论是从美国历史均超过 1 年的补库存周期来看，还是从 34 个月的历史平均库存周期市场来推测，美国即将开始的这轮补库存周期有望持续到明年年底。

图 19： 美国历次补库周期均超过 1 年

单位：%

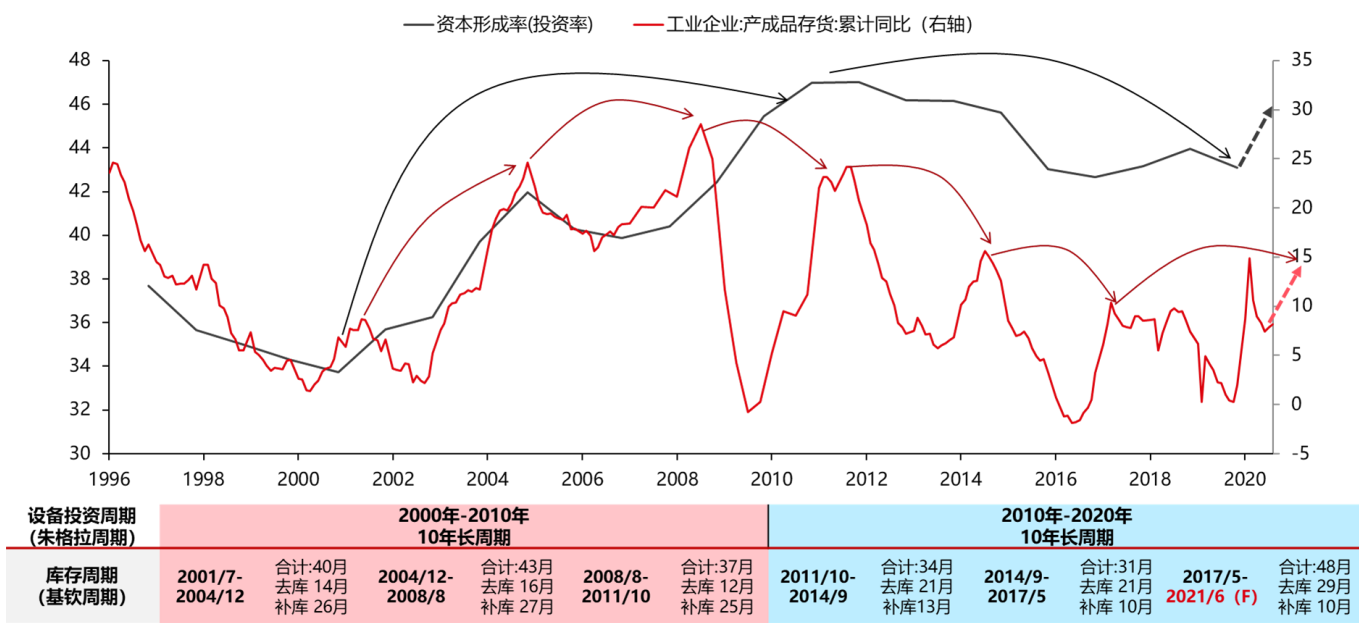


数据来源：Wind 华泰期货研究院

从中国来看，本轮的库存周期由于疫情扰动出现波动，但去库存周期明显于 2019 年 11 月见底，而今年 8 月也看到中观的工业企业产成品库存企稳回升。若按照上一轮补库存周期的 10 个月时间来推测，本轮补库存周期也将延续至明年的 6 月份。此外，10 年周期级别的设备投资周期即朱格拉周期或刚刚拉开序幕。

图 20: 中国明年库存短周期和设备投资长周期共振向上

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

### 1.6 新冠疫苗曙光初现, 明年全球复苏或提速

我们预期明年上半年全球经济共振上行, 均要建立在疫苗能够有效推出并大规模接种的基础上。从目前的跟踪到的公开市场所公布的疫苗研发和生产计划来看, 预计将在 2021 年一季度能够覆盖美国约 40% 的国民, 欧洲约 30% 的国民, 到了二季度能够将覆盖率提升至 60% 以上。从疫苗的推广节奏来看, 明年一季度开始, 受疫情影响最为严重的地区和人群得以免疫, 气温回升降低疫情扩散速度, 以及各国医院不再人满为患下, 全球经济有望迎来共振上行的阶段。在这个过程中, 受疫情影响最为严重的电影院线、餐饮、酒吧等线下消费, 航空、汽车、旅游等出行和运输行业将迎来快速恢复阶段。

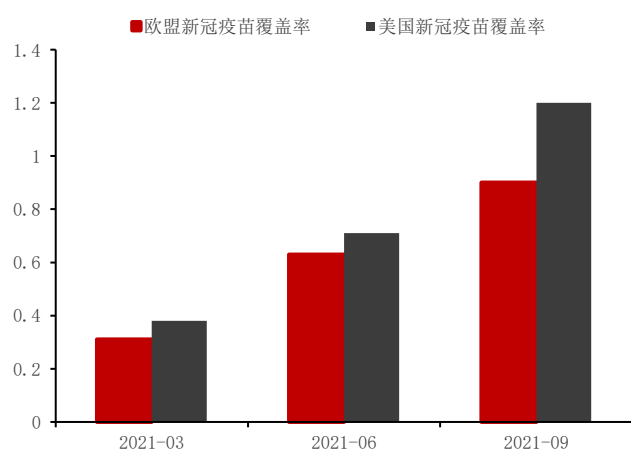
图 21: 根据公开信息整理的各国、各机构疫苗计划

单位: 剂&亿

|    | 机构            | 产能                               | 覆盖人群     |
|----|---------------|----------------------------------|----------|
| 中国 | 武汉生物所&国药      | 2 亿剂/年                           | 1 亿人     |
|    | 科兴生物          | 2021 年 3 亿剂                      | 2 亿人     |
|    | 北京生物所&国药      | 1.2 亿剂/年                         | 0.6 亿人   |
|    | 康希诺&军事科学院     | 3 亿剂/年                           | 3 亿人     |
| 美国 | 瑞辉&BioNTech   | 2020 年底前 5000 万剂<br>2021 年 13 亿剂 | 6.75 亿人  |
|    | 莫德纳公司         | 2021 年 5-10 亿剂                   | 2.5-5 亿人 |
|    | 强生            | 2021 年 10 亿剂                     | 5 亿人     |
| 英国 | 阿斯利康&<br>牛津大学 | 2021 年 20 亿剂                     | 10 亿人    |
| 合计 | 现在-2021 年底    | 57.7-62.7 亿剂                     | 约 30 亿人  |

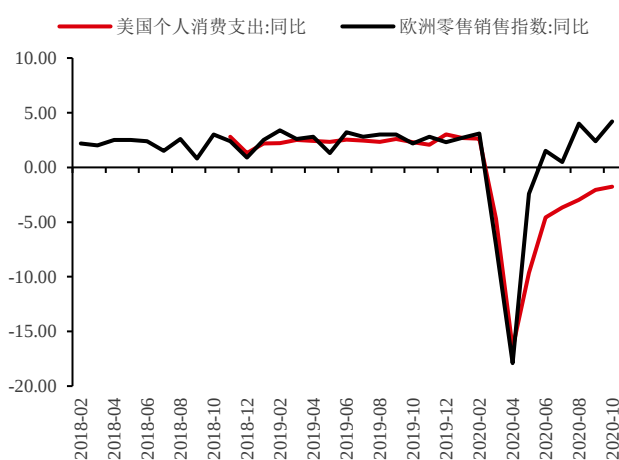
数据来源: 华泰期货研究院根据公开信息整理

图 22: 欧美疫情在 2021Q1 后将逐步受控单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 23: 疫苗覆盖后消费将进一步修复 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 二、2021 年大类资产配置展望

### 2.1 全球经济复苏逻辑下, 明年上半年大宗商品、股指或共振上行

2021 年上半年, 货币适度宽松、财政刺激延续、库存周期向上、疫情影响逐步衰减等多重利好叠加下的全球经济复苏是大类资产配置的核心逻辑。

首先我们来看复苏阶段下的中国经验,我们选取次贷危机后财兴制造业 PMI 以及非食品 CPI 同时回升的阶段作为观察的样本,因为走势更稳定且与经济周期更相关的非食品 CPI 代表通货膨胀,财新 PMI 涵盖更多中小型企业可能更能对经济周期更为敏感,此外次贷后全球大水漫灌,各类资产敏感性上升和当下的背景相似。可以看到,在中国复苏阶段下的大类资产表现,呈现出商品>股指>国债的大类资产强弱排序,商品中的有色板块和化工板块分别以 28%、37%的年化收益率,以及 100%、83.3%的胜率在各类资产中表现亮眼,而上证指数也录得 11%的年化收益率及 83.3%的胜率,呈现出股、商共振上行的态势。

图 24: 历史上中国复苏阶段下的各类资产年化收益率 单位: %

| 持续时间            | 上证    | CRB 现货<br>指数 | Wind<br>有色 | Wind<br>油脂油料 | Wind<br>化工 | Wind<br>谷物 | 螺纹    | 黄金    | 国债指数 |
|-----------------|-------|--------------|------------|--------------|------------|------------|-------|-------|------|
| 2009/8-2009/10  | -27%  | 67%          | 62%        | -1%          | 11%        | 6%         | -70%  | 46%   | 5%   |
| 2010/8-2010/10  | 62%   | 33%          | 55%        | 74%          | 121%       | 38%        | 32%   | 58%   | 1%   |
| 2012/9-2012/12  | 5%    | 18%          | 12%        | -37%         | 57%        | -6%        | 8%    | 0%    | 3%   |
| 2013/9-2013/12  | 2%    | 10%          | 2%         | -2%          | -22%       | 1%         | -9%   | -43%  | 2%   |
| 2015/10-2016/11 | 3%    | 3%           | 19%        | 22%          | 37%        | 8%         | 47%   | 4%    | 5%   |
| 2017/6-2018/1   | 19%   | 31%          | 21%        | 2%           | 17%        | 13%        | 9%    | 10%   | 1%   |
| 均值              | 11%   | 27%          | 28%        | 10%          | 37%        | 10%        | 3%    | 13%   | 3%   |
| 胜率              | 83.3% | 100%         | 100%       | 50%          | 83.3%      | 83.3%      | 66.7% | 66.7% | 100% |

数据来源: Wind 华泰期货研究院

其次我们来看复苏阶段下的美国经验,我们选取次贷危机后制造业 PMI 以及 CPI 同时回升的阶段。可以看到同样呈现商品>股指>国债的趋势,其中原油、家禽、工业原料上涨概率均达到 100%,年化收益率依次为 63.9%、39.7%、20.5%,此外油脂、道指年化收益率分别为 52.1%、11.8%,上涨概率也高达 75%,表现同样亮眼。

总体来看,补库存周期、消费改善特征下的复苏阶段,大类资产呈现商品>股指>国债的强弱顺序,原油、化工、有色、油脂等板块表现最为亮眼,股票和商品也呈现共振上行的特征。

图 25: 历史上美国复苏阶段下的各类资产年化收益率

单位: %

| 持续时间          | 美元指数   | 道指    | CRB 现货指数: 综合 | CRB 现货指数: 食品 | CRB 现货指数: 油脂 | CRB 现货指数: 家畜 | CRB 现货指数: 金属 | CRB 现货指数: 工业原料 | CRB 现货指数: 纺织品 | 美债指数   | 黄金     | 原油    |
|---------------|--------|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|---------------|--------|--------|-------|
| 2010/8-2011/3 | -12.6% | 25.9% | 49.2%        | 52.6%        | 70.4%        | 44.4%        | 71.8%        | 46.8%          | 44.7%         | -5.6%  | 32.5%  | 98.1% |
| 2014/3-2014/5 | -0.5%  | 8.4%  | 26.4%        | 63.8%        | 139.0%       | 101.1%       | -3.8%        | 12.7%          | 7.2%          | 3.1%   | -23.3% | 5.3%  |
| 2016/9-2017/2 | 13.6%  | 22.4% | 12.3%        | -5.8%        | -6.2%        | 5.4%         | 35.7%        | 21.6%          | 19.5%         | -10.0% | -9.3%  | 68.3% |
| 2018/2-2018/7 | 11.2%  | -9.3% | 1.8%         | 17.1%        | 5.2%         | 8.1%         | 7.3%         | 0.8%           | -2.5%         | -3.0%  | -17.2% | 83.9% |
| 均值            | 2.9%   | 11.8% | 22.4%        | 31.9%        | 52.1%        | 39.7%        | 27.7%        | 20.5%          | 17.2%         | -3.9%  | -4.3%  | 63.9% |
| 胜率            | 50%    | 75%   | 100%         | 75%          | 75%          | 100%         | 75%          | 100%           | 75%           | 25%    | 25%    | 100%  |

数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 2.2 通胀上行逻辑下, 重点关注原油、黄金逢低做多机会

通胀上行逻辑也是明年大类配置的重要考量。我们将历史通胀上升阶段区分为温和和急速上升两类, 将温和通胀定义为 CPI 涨幅超过 1% 并且期数大于 6 个月的通胀上升阶段, 将通胀快速上升定义为在小于等于 6 个月的期数内 CPI 涨幅超过 3% 的通胀上升阶段。

从历史来看, 无论是温和通胀阶段还是通胀快速上升阶段, 均呈现商品>股指>国债的大类资产表现, 原油均表现不俗, 债券利率普遍录得回升使得期债承压。其次, 在温和通胀阶段下, 呈现原油>家禽>油脂>金属>黄金的排序, 在这个阶段原油、农产品、工业品均有较明显的配置价值, 同时黄金跑输上述商品板块。在通胀急速上升阶段, 黄金表现最为亮眼, 商品中呈现黄金>原油>食品>金属的排序。

从各个阶段的背景来看, 通胀快速上升与温和上升的区别关键在于经济回升强度, 在于滞涨和复苏的区别。从目前的展望来看, 明年的通胀逻辑更倾向于温和通胀。

图 26: 美国通胀上行阶段大类资产表现

单位: %

|                | 年化收益率           | 美元<br>指数 | 道指     | CRB:<br>综合 | CRB:<br>食品 | CRB:<br>油脂 | CRB:<br>家畜 | CRB:<br>金属 | CRB:<br>工业<br>原料 | CRB<br>纺织<br>品 | 美债<br>指数 | 黄金    | 原油    |
|----------------|-----------------|----------|--------|------------|------------|------------|------------|------------|------------------|----------------|----------|-------|-------|
| 通胀<br>温和<br>上升 | 2016/7-2017/2   | 10.7%    | 24.9%  | 6.6%       | -11.7%     | -7.5%      | -6.8%      | 37.6%      | 17.5%            | 13.2%          | -9.9%    | -7.2% | 17.6% |
|                | 2010/11-2011/9  | -1.1%    | 3.8%   | 5.4%       | 19.4%      | 31.3%      | 37.8%      | 8.1%       | 4.5%             | -7.3%          | 3.3%     | 23.3% | 26.3% |
|                | 2007/8-2008/7   | -10.1%   | -17.0% | 9.6%       | 33.2%      | 39.1%      | 22.4%      | -15.6%     | -2.9%            | 1.9%           | 6.9%     | 35.8% | 76.3% |
|                | 2004/3-2005/9   | 0.6%     | 0.1%   | -1.5%      | -6.5%      | -9.2%      | 0.5%       | 8.9%       | 3.2%             | -2.3%          | -2.2%    | 12.8% | 61.7% |
|                | 1998/11-2000/3  | 9.9%     | 18.2%  | -6.9%      | -12.1%     | -28.1%     | -0.7%      | 2.6%       | -3.7%            | -2.3%          | -14.0%   | -3.4% | 60.8% |
|                | 1986/12-1990/11 | -6.1%    | 8.7%   | 3.6%       | 0.7%       | -0.1%      | 2.4%       | 10.8%      | 6.7%             | 5.6%           |          | 0.2%  | 9.2%  |
|                | 1983/7-1984/3   | 3.7%     | -6.2%  | 22.1%      | 14.0%      | 43.4%      | 26.0%      | 13.6%      | 18.2%            | 26.4%          |          | -7.9% | 0.9%  |
|                | 均值              | 1.1%     | 4.6%   | 5.6%       | 5.3%       | 9.9%       | 11.7%      | 9.4%       | 6.2%             | 5.0%           | -3.2%    | 7.6%  | 36.1% |
| 通胀<br>急速<br>上升 | 2009/7-2009/12  | -4.9%    | 31.2%  | 21.4%      | 9.8%       | 4.3%       | 14.2%      | 44.6%      | 29.8%            | 25.2%          | -4.1%    | 24.2% | 14.8% |
|                | 1978/4-1980/4   | -5.0%    | -0.8%  | 30.6%      | 13.4%      | 6.3%       | 0.0%       | 53.2%      | 47.6%            | 50.2%          |          | 203%  | 148%  |
|                | 1972/6-1974/11  | -7.7%    | -36.1% | 97.8%      | 152%       | 124%       | 60.2%      | 94.3%      | 67.0%            | 48.8%          |          | 214%  |       |
|                | 均值              | -5.9%    | -1.9%  | 49.9%      | 58.4%      | 44.8%      | 24.8%      | 64.1%      | 48.2%            | 41.4%          | -4.1%    | 147%  | 81.1% |

数据来源: Wind 华泰期货研究院

### 2.3 弱美元周期逻辑下, 新兴市场风险资产显著受益

为了分析弱美元对大类资产的影响, 我们选取近 50 年历史上跌幅超过 10% 弱美元周期下的各类资产年化收益率来进行对比。整体大类资产强弱呈现股指>商品>债券的排序, MSCI 新兴市场指数受益最明显, 上涨概率达到 100%, 显示弱美元周期下资金流入新兴市场推升其股指的趋势最明显。而上证综指的年化收益率最高, 高达 94%, 剔除掉最大值平均涨幅也高达 28%。

商品来看, 有色、螺纹钢和原油同样上涨概率达到 100%, 弱美元对工业品利好明显, 其次是黄金上涨概率为 86%。商品中有色、原油和黄金在弱美元周期中受益最大, 平均涨幅高, 上涨概率也较高。此外, 从近 20 年的走势来看, 美元指数和新兴市场股指、商品的反相关性较为明显。

图 27: 历史上跌幅超过 10% 弱美元周期下的各类资产年化收益率 单位: %

| 开始时间    | 结束时间    | 美元指数 | 道指   | 上证   | CRB 综合 | MSCI 新兴市场 | 美债  | Wind 有色 | Wind 油脂油料 | Wind 化工 | Wind 谷物 | 螺纹   | 黄金   | 布油金融 |
|---------|---------|------|------|------|--------|-----------|-----|---------|-----------|---------|---------|------|------|------|
| 1971/5  | 1972/6  | -10% | 1%   |      | 9%     |           |     |         |           |         |         |      | 52%  |      |
| 1973/1  | 1973/7  | -15% | -31% |      | 65%    |           |     |         |           |         |         |      | 209% |      |
| 1974/1  | 1975/3  | -11% | -10% |      | -8%    |           |     |         |           |         |         |      | 37%  |      |
| 1976/5  | 1978/10 | -18% | -4%  |      | 11%    |           |     |         |           |         |         |      | 32%  |      |
| 1980/4  | 1980/7  | -10% | 54%  |      | -9%    |           |     |         |           |         |         |      | 113% |      |
| 1985/2  | 1987/12 | -44% | 16%  |      | -36%   |           |     |         |           |         |         |      | 21%  |      |
| 1989/6  | 1991/2  | -18% | 3%   |      | -5%    |           |     |         |           |         |         |      | -1%  |      |
| 1991/7  | 1992/8  | -17% | 10%  | 491% | -87%   |           |     |         |           |         |         |      | -7%  |      |
| 1994/2  | 1995/4  | -15% | 5%   | -16% | 13%    |           | -5% |         |           |         |         |      | 0%   | 25%  |
| 2002/1  | 2004/12 | -30% | 3%   | -1%  | 15%    | 39%       | 2%  |         |           |         |         |      | 21%  | 35%  |
| 2005/11 | 2008/3  | -21% | 7%   | 105% | 24%    | 51%       | 4%  | 32%     | 16%       | -2%     | 0%      | 27%  | 38%  | 33%  |
| 2009/3  | 2009/12 | -15% | 61%  | 65%  | 44%    | 60%       | -3% | 105%    | 33%       | 73%     | -1%     | 12%  | 35%  | 67%  |
| 2010/6  | 2011/5  | -17% | 32%  | 16%  | 36%    | 19%       | 1%  | 23%     | 23%       | 32%     | 11%     | 28%  | 22%  | 48%  |
| 2016/12 | 2018/2  | -12% | 19%  | 0%   | 4%     | 26%       | -2% | 9%      | -9%       | -9%     | 14%     | 16%  | 16%  | 14%  |
| 均值      |         |      | 12%  | 94%  | 5%     | 39%       | 0%  | 42%     | 16%       | 24%     | 6%      | 21%  | 42%  | 37%  |
| 上涨概率    |         |      | 79%  | 71%  | 64%    | 100%      | 50% | 100%    | 75%       | 50%     | 75%     | 100% | 86%  | 100% |

数据来源: Wind 华泰期货研究院

**2.4 通胀上行、美元下行、全球复苏大势下的各类资产配置建议: 未来长期逢低做多的四大方向: 大宗商品、全球顺周期和低估股票 (特别是新兴市场)、新兴市场货币、通胀保值债券 (或黄金)**

#### 2.4.1 2021 年市场运行节奏: 风险资产前高后低

经济周期方向: 欧美复苏延续到明年三季度, 因为秋冬疫情和春季疫情扰动供给和需求, 欧美本轮复苏可能偏弱, 倾向于修复至正常。国内经济没有疫情的大扰动, 预计会复苏到明年上半年。复苏节奏上, 中国领先欧美, 明年上半年或出现中、美、欧同时向上的短期共振, 届时我国外需和内需都会走强。

外汇: 依然维持明年美元走弱的判断, 人民币保持相对强势。

债券：在全球曲折式复苏周期下，通胀加速反弹，明年上半年美债和中国国债或延续低位偏弱的趋势。

A 股：明年一季度 GDP 增速将创下双位数增速，经济顺周期将进入加速过程；考虑到今年上半年 CPI 的高基数，加之猪价回落较快，预计到 2021 年一季度处于较低水平，有利于营造适度宽松的货币和财政政策环境；PPI 预计在 2021 年一季度恢复至较高位置，顺周期行业（基本上是周期价值和低估值板块）的业绩将会显著改善。节奏上看，今年 11-12 月股市将夯实平台、震荡偏强、逐步启动，同时进行成长到周期价值的风格切换，明年一季度顺周期板块进入主升阶段，二季度以后预计股市将逐步震荡筑顶，股票市场逐步调整。

商品：铜油共振曙光初现，明年上半年有望迎来小牛行情，趋势和节奏基本和股市相近。

#### 2.4.2 2021 年（Q1~Q2）：把握商品和股票主升行情，逢低做多四大方向

逢低做多大宗商品、全球顺周期和低估值股票（特别是新兴市场）、新兴市场货币、通胀保值债券（或黄金）。

#### 2.4.3 2021 年（Q2~Q4）：中国收紧流动性、欧美经济反弹接近尾声、信用违约开始蔓延与限售股抛售导致风险逐步暴露，市场或迎来调整

大宗商品阶段性见顶；逢高做空股指 IC；逢高做空商品市场货币。

### 三、商品：顺周期复苏助力商品牛 超配有色和能化板块

#### 3.1 全球需求修复共振逻辑：疫苗批量接种曙光初现，新冠疫情反复难改需求修复大趋势，美欧消费温和上行，中国外循环（出口）持续改善，利多明年上半年有色、能化需求

虽然秋冬季海外疫情仍在蔓延，但是欧洲新增疫情因为控制措施得当，目前已经大幅度缓和，此外，美国新增疫情形势依旧严峻，近期仍在创出新高。不过疫苗进展方面同样值得期待，世卫组织负责人表示，全球已有约 200 种疫苗处试验阶段；我国多种疫苗进入临床三期试验；中、俄疫苗已于 8 月授权紧急使用许可；预计今年 12 月或明年 1 月美、英疫苗可获批紧急使用；但是，大规模应用时间较长久，美国疫苗要到明年一季度才能“以有效的方式”提供。我们预计，明年上半年疫苗批量接种的高光时刻即将来临，将有力提振全球商品需求。

最新高频数据显示，近期美欧经济修复仍保持韧性，商品中下游需求持续改善，欧美新一轮疫情对经济复苏冲击较为有限。

美国方面，根据经济回归正常指数，截至 11 月 25 日，美国经济已复苏至疫情前 82.4% 的水平，且大趋势保持稳中有增的态势。该指数由 37 个高频指标拟合，包括政府统计数据、大量私营企业经营数据、居民消费大数据，实时捕捉全国经济趋势。美国中游生产也开始呈现

修复态势，美国粗钢产量当周同比增速下滑幅度持续收敛，截至 11 月 25 日，仅较去年同期下滑 13.2%。

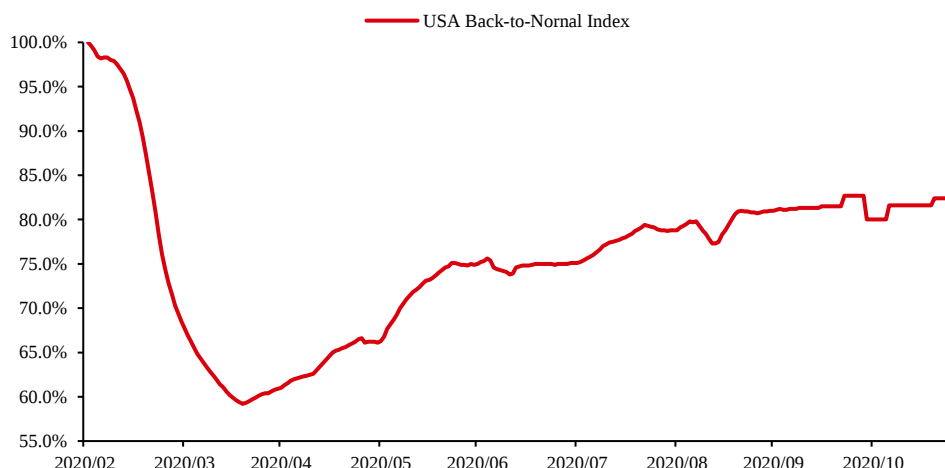
欧洲方面，欧元区十九国零售销售同比增速已大幅转正，彰显出消费复苏韧性。欧洲中游生产也在持续改善，欧元区十九国制造业产能利用率亦有明显恢复。

此外，全球有色金属总库存持续位于低位且有进一步去库趋势，由于有色金属和宏观景气度高度关联且属于周期经济的领先板块，这也侧面印证了全球需求的逐步改善。

美欧是全球消费的强大动力源，根据我们前期研究，欧美消费方面的复苏最利于有色和能化商品需求的改善，这将利多有色和能化商品。

图 28： 美国经济回归正常指数

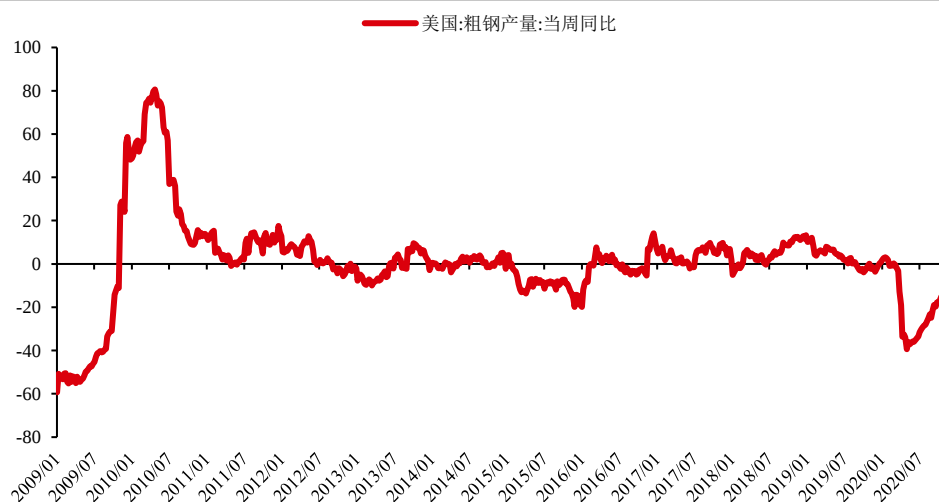
单位：%



数据来源：公开新闻 华泰期货研究院

图 29： 美国:粗钢产量:当周同比

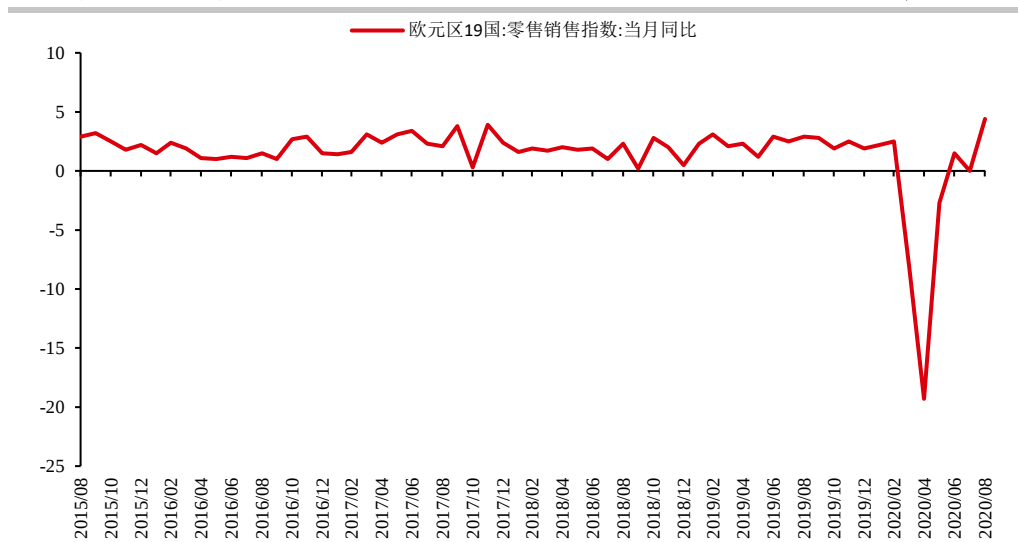
单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 30: 欧洲消费景气指数

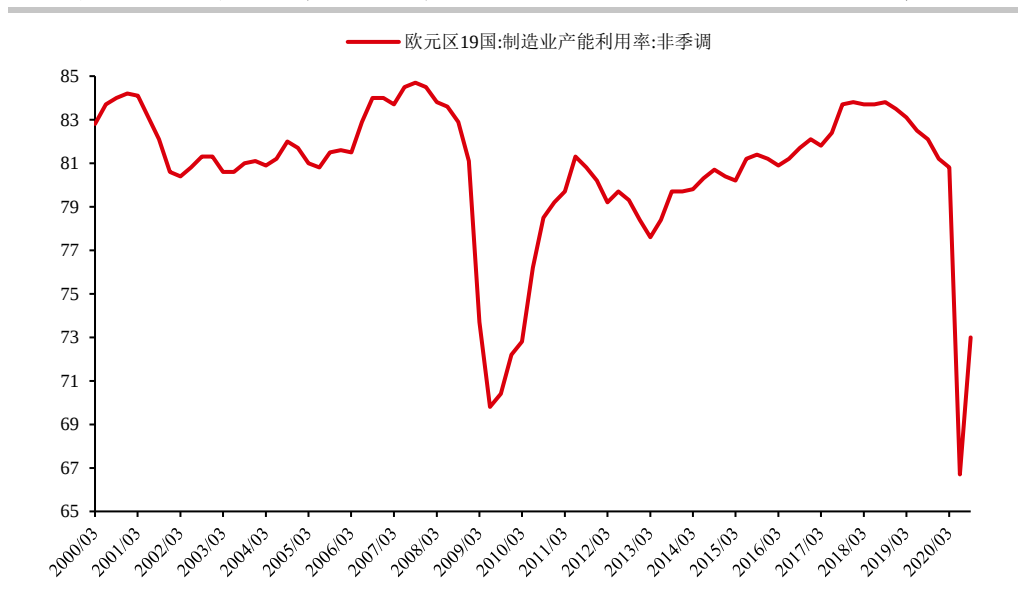
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 31: 欧洲制造业产能利用率

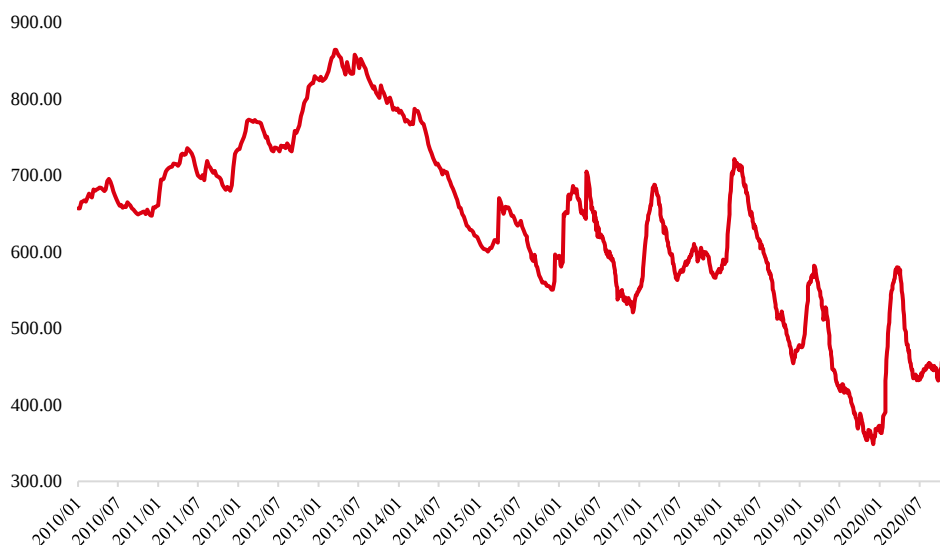
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 32: 全球有色金属显性总库存

单位: 万吨



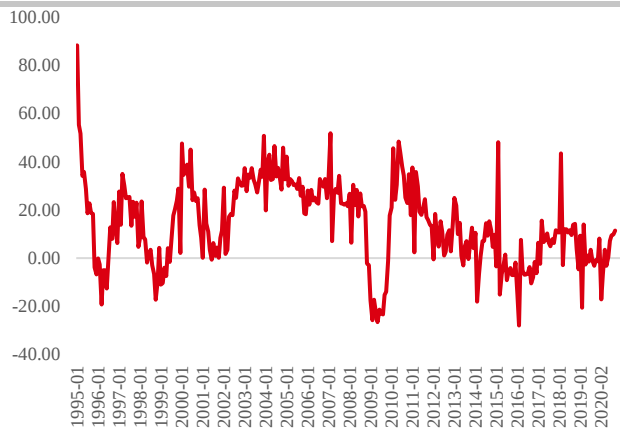
数据来源: Wind 华泰期货研究院

我国出口虽然仍面临一定压力,但是自 6 月以来,中国出口金额同比增速较疫情快速爆发阶段出现大幅度好转,连续五个月实现正增长,10 月更是达到 11.4% 的增长,这印证了海外需求正在持续改善。我们再从出口高频领先数据来看,自 6 月以来,中国集装箱出口运价出现大幅增长并不断创下近年来新高,这也一定程度上印证了外需的持续转暖。

从与大宗商品有关的细分行业结构来看,中国出口金额中,机械和交运设备占比最高,达到近一半比例;化学品位居第二,占 7%;纺织品类位居第三,占 5%。这些行业的生产企业,主要生产原料是工业品(能化品、黑色及有色品),我们认为,随着我国出口的进一步改善,将对工业品消费形成一定支撑,利多工业品整体需求。

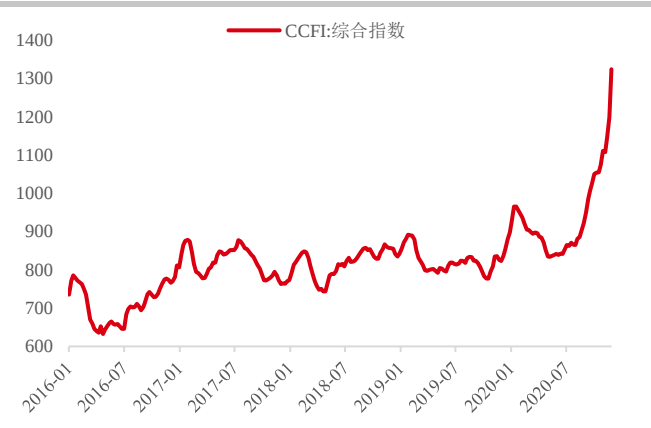
此外,11 月 15 日《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP) 正式签署,这将有利于我国出口长期向好发展。RCEP 目前覆盖全球 29.7% 的人口,28.9% 的 GDP,并且以立即降至零关税以及十年内降至零关税的承诺为主,引发了各方关注,其中中国和日本首次达成了双边关税减让协议,是 RCEP 中的亮点。根据我们的研究,随着明年部分协议的具体落地实施,塑料、PVC、PTA、橡胶等化工品的下游需求将受益。

图 33: 中国商品出口金额月度同比增速 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 34: 中国集装箱出口运价 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

**3.2 内循环提振内需逻辑: 国内周期经济复苏将加速, 政策上鼓励形成国内大循环, 明年大概率适度松货币、宽财政、适度紧信用, 房地产稳健运行、促消费发力、新老基建托底或支撑明年上半年工业品价格整体走强, 尤其利好有色和能化等顺经济周期商品**

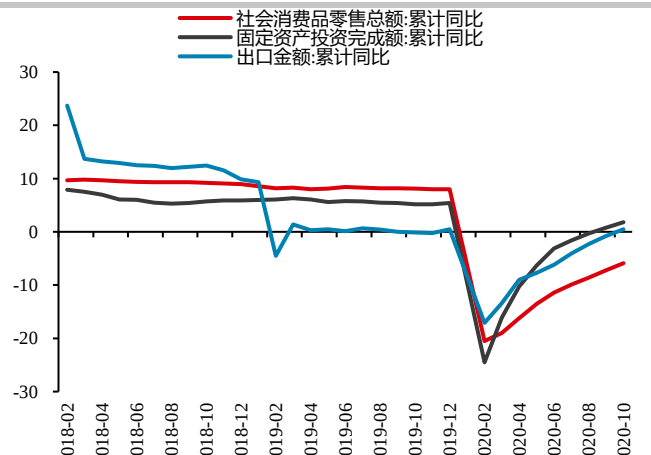
国内周期经济持续复苏, 我们可以看到, 国家前期刺激政策明显发力, 克强指数增速已经在持续回暖; 从经济分项表现来看, 则表现出投资>出口>消费的强弱关系。我们预计, 后续内循环将是政策关注重点, 政策发力方向主要为稳投资、促消费、保出口。

图 35: 克强指数月度同比增速持续回暖单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 36: 经济分项表现: 投资>出口>消费 单位: %



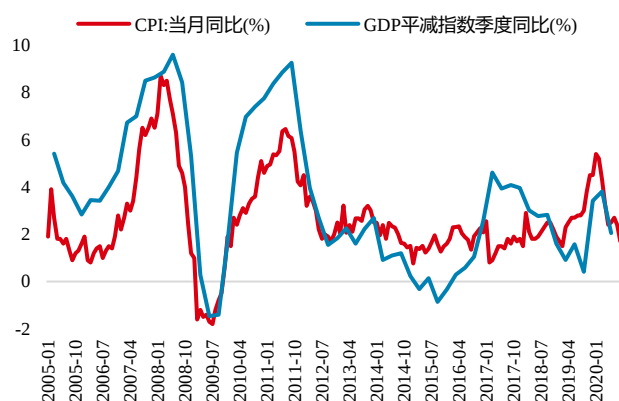
数据来源: Wind 华泰期货研究院

根据央行表态, 大水漫灌式宽松已结束, 未来降息可能性较小。由于国内通缩压力加大, 后续货币难以实质性收紧, 加息的概率同样不高, 后续大概率通过央行货币工具提供合理的流动性, 以维持适度宽松格局, 同时, 由于经济进入顺周期复苏阶段, 信用环境将偏紧, 实

际利率有所抬升。定向宽财政、注重信贷向实体经济传导，仍将成为后续政策的重要发力点。

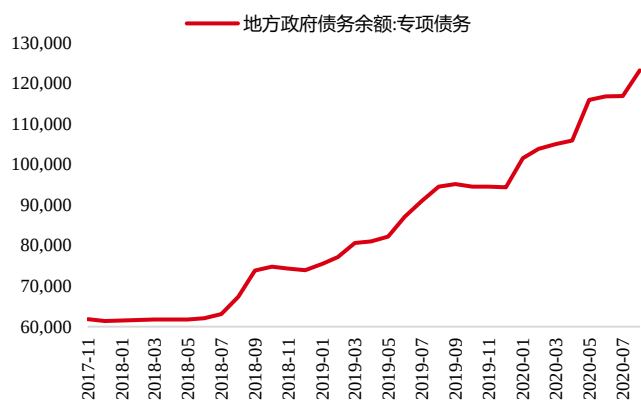
财政政策方面，2021 年大概率延续宽财政举措。根据我们测算，明年财政弹药充裕，地方政府新增债务估测接近 3.5 万亿，这将有力托底经济发展。

图 37: 国内通缩压力加大 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 38: 定向财政刺激持续发力 单位: 亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 39: 财政空间测算 单位: 亿元

| 单位: 亿元      | 中央政府债务新增 | 地方政府债务新增 | 中央政府债务余额 | 地方政府债务余额 | 中央限额   | 地方限额   |
|-------------|----------|----------|----------|----------|--------|--------|
| 2014年末      | /        | /        | 95655    | 154074   | 100708 | /      |
| 2015年末      | /        | /        | 106600   | 147568   | 111908 | 160074 |
| 2016年末      | 13467    | 5989     | 120067   | 153558   | 125908 | 171874 |
| 2017年末      | 14703    | 11542    | 134770   | 165100   | 141408 | 188174 |
| 2018年末      | 14837    | 18762    | 149607   | 183862   | 156908 | 209974 |
| 2019年末      | 18431    | 29210    | 168038   | 213072   | 175208 | 240774 |
| 2020年末E     | 16962    | 46928    | 185000   | 260000   | 213008 | 288073 |
| 2021年末合理使用F | 25878    | 34843    | 210878   | 294843   | 234309 | 331284 |
| 2021年末限额打满F | 49309    | 71284    | 234309   | 331284   | 234309 | 331284 |

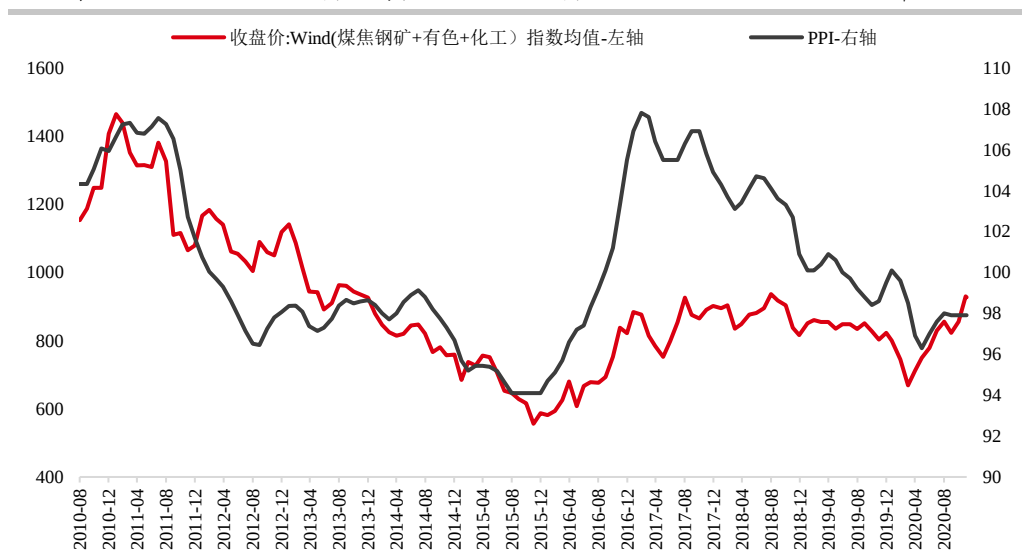
数据来源: Wind 华泰期货研究院

我们研究发现，Wind 工业品指数均值和 PPI 存在较高正相关性，而中长期贷款余额增速则是 PPI 的同步指标（即信贷-PPI 传导周期）。我们研究发现，中长期贷款余额增速的领先指标是 M1-M2 增速（即货币-信贷传导周期），二者存在约 6 个月的时间差。该周期模型显示，未来 6 个月，M1-M2 增速已出现较为明显的上升趋势，我们预计，明年上半年工业品整体价格（含有色、化工、黑色）将呈现震荡走强格局。

根据我们前期研究，黑色建材与投资项关联性较强，有色金属与投资项和消费项关联性较强，而化工与消费项和出口项高关联，因此，在国内顺周期复苏的逻辑下，有色和化工商品更为受益。此外，根据前文国内大类资产在复苏周期中的表现，也同样印证了有色和化工商品的价格上涨弹性更大。

图 40: Wind 工业品指数均值 VS PPI 指数

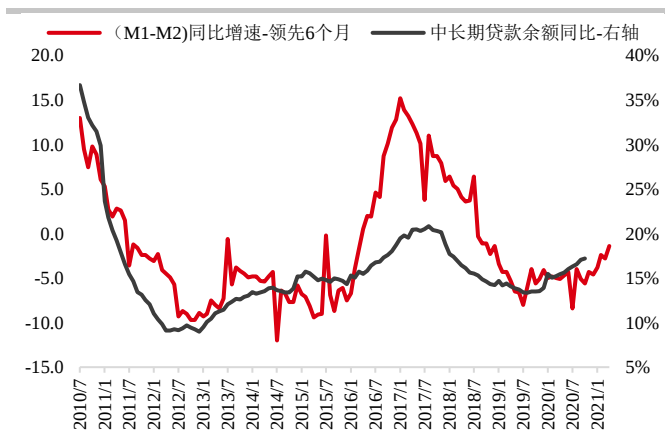
单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 41: 货币-信贷传导周期

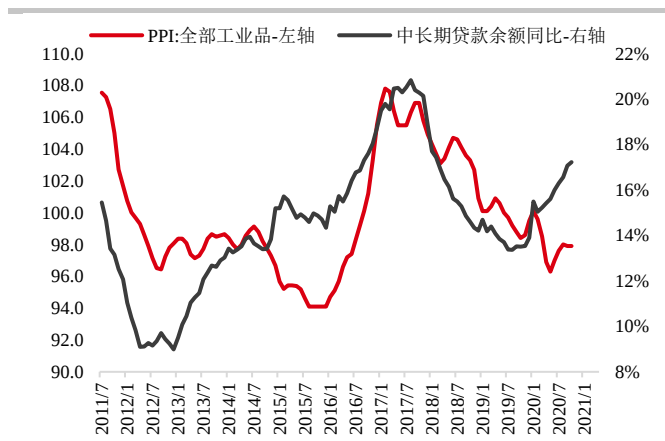
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 42: 信贷-PPI 传导周期

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

接下来，我们重点分析一下内循环的构建路径。我们认为主要有两个核心，一是深化供给侧改革，二是激发国内强大市场需求释放。以商品视角来看，首先是部分商品产业链仍然存在产能过剩问题，比如化工行业有大量的新增产能陆续投产，有待于供给侧政策对落后的、不安全的产能“瘦身”。第二是加强商品下游消费能力，考虑到部分产成品的出口转内销，这

需要更强大的国内市场予以消化。促进需求释放有两条路径，一是加大投资项拉动，这要以打造城市群为依托，新老基建加速发力，同时房地产稳健增长，本质上政府端要加杠杆；二是促进消费项增长，本质上是居民端要有钱消费，那么在保就业、提高收入待遇的基础上，还要压住房价，坚持房住不炒，这样房贷对消费项的吸血效应就会衰减。

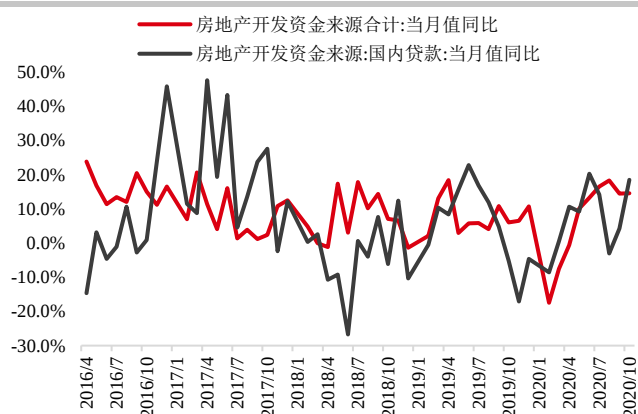
### 3.2.1 房地产稳健运行逻辑：地产稳则百业兴，政策方向总体维稳为主、局部严控过热，利于黑色和化工商品需求稳中偏强

中央高层会议多次指出，要坚持房住不炒，中央继续保持战略定力，后续或延续总体维稳为主、局部严控过热的态势。9月1日起，融资“三条红线”监管政策已在12家房企试点施行，政策上对部分高负债房企稳存量、控增量、降杠杆的意图明显。

根据我们研究，房地产广泛拉动国民经济一半以上的行业，可谓地产稳则百业兴。虽然未来我国长周期将进行“新旧经济”切换，但是在成功换挡之前，地产将在漫长的过渡阶段继续发挥稳定器的功能。我们认为，目前政策管控的初衷，是为了抑制地产投机性过热，而不是一棍子打死，房地产稳健发展始终是核心目标导向。

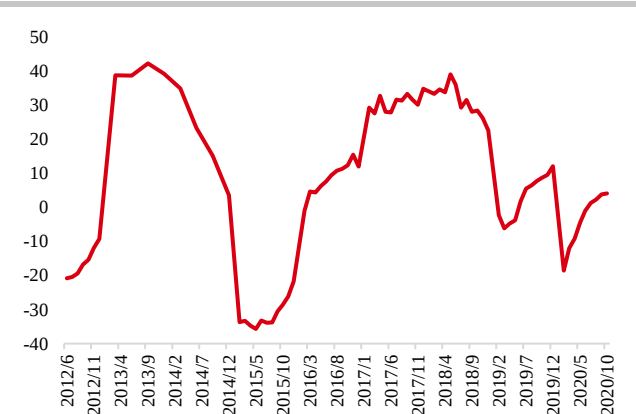
根据我们观测，近期地产拿地、施工、新开工、销售均保持较快增长，我们预计后期地产景气度韧性延续。资金流方面，前端来看，虽然有“三条红线”政策钳制，但是开发商资金整体仍然较为充裕，投资恢复较快，其中，房地产开发资金来源当月同比增速大幅上行，全国政府性基金收入累计同比增速小幅正增长。后端来看，居民购买力维持强势，其中，居民新增中长贷当月同比增速持续双位数增长，个人住房贷款余额季度同比增速已基本触底。开发商拿地方面，三百城土地成交始终维持在历年高位水平，显示出地产建设景气度将延续。商品房销售方面，终端需求旺盛，10月更是创下同比销售最快增速。

图 43： 房地产开发资金来源合计同比 单位：%



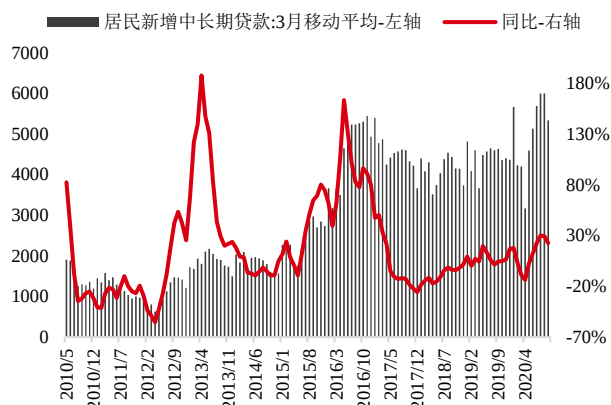
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 44： 全国政府性基金收入累计同比 单位：%



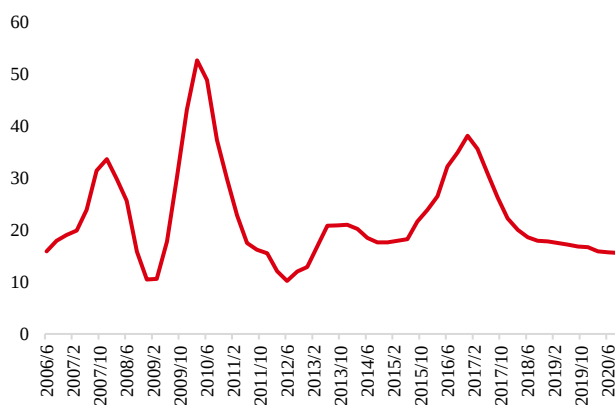
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 45: 居民新增中长贷当月同比 单位: %



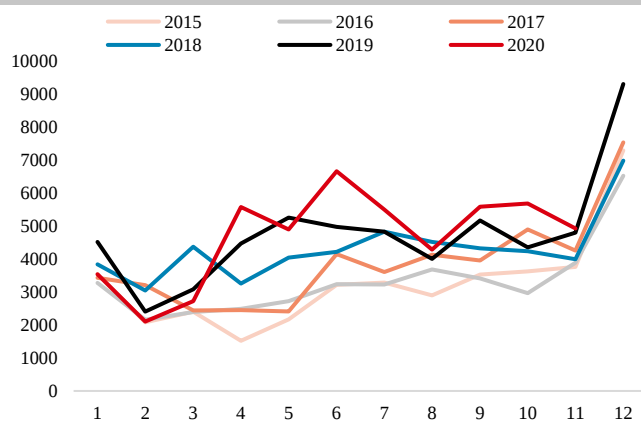
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 46: 个人住房贷款余额季度同比 单位: %



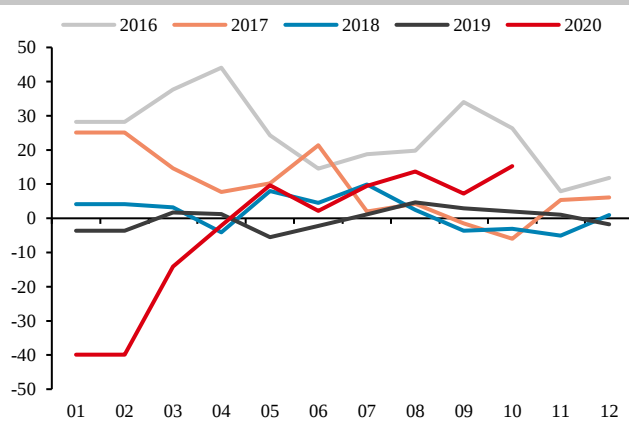
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 47: 商品房拿地持续处于历年高位 单位: 万平米



数据来源: Wind 华泰期货研究院

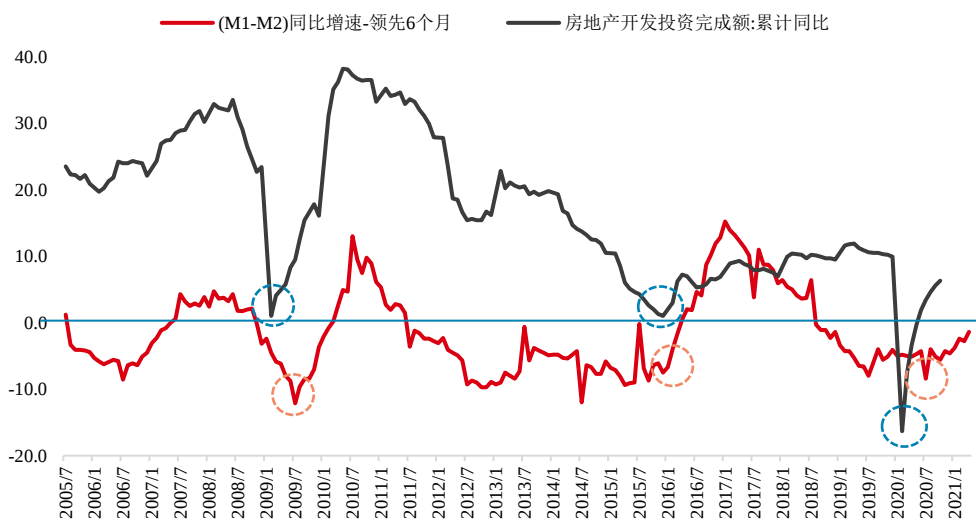
图 48: 商品房销售面积当月同比:季节性 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

从中长期领先指标看，实体经济流动性（用 M1-M2 同比增速之差来衡量）领先于房地产投资累计增速约半年时间。目前来看，房地产投资累计增速已在明显恢复，而先行指标，实体经济流动性将在明年上半年震荡上行。通过回顾历史，我们发现，2009 年初、2015 年底、2020 年初，房地产投资累计增速接近零增长或出现负增长，处于危机时刻。随后，国家采取措施，增加实体经济流动性投放，稳定房地产投资。因此，我们认为，明年地产投资仍将持稳运行、稳中有增。

图 49: 房地产投资增速 VS (M1-M2)同比增速差 (向右平移 6 个月) 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

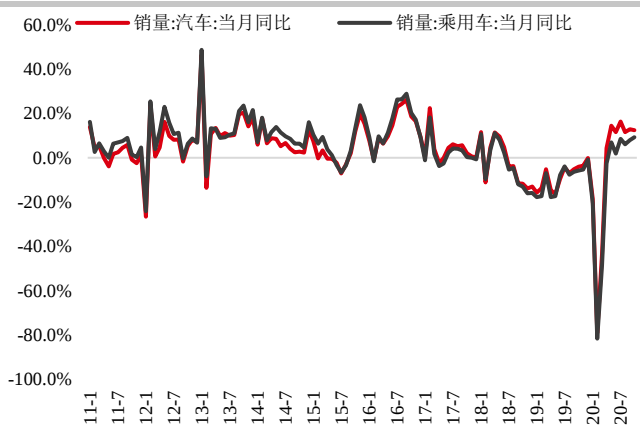
我们前期研究发现,与房地产投资关联度较高的商品,主要是黑色和化工品。按照前面的分析,明年上半年房地产投资增速大概率稳健运行、稳中有增,我们认为,受此提振,黑色及化工商品需求或表现偏强。

### 3.2.2 促消费发力逻辑: 政策核心是汽车行业, 化工、有色商品需求或逐步改善

中央高层会议多次要求,要扩大最终消费,为居民消费升级创造条件。我们认为,后续重点要提升城市消费、扩大农村消费、发展服务消费;着力稳定汽车等传统大宗消费,加快推进公共领域新能源汽车置换,开展新能源汽车下乡活动。

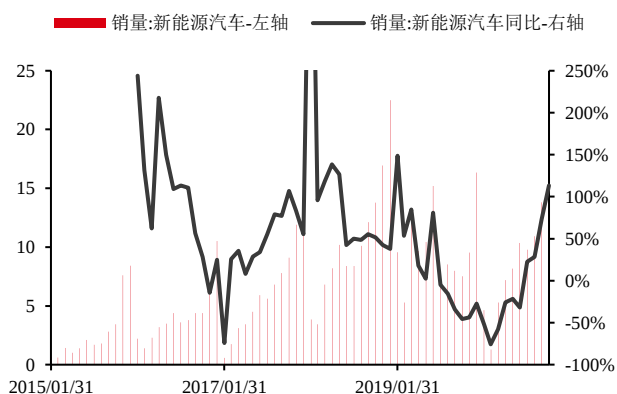
汽车行业是我国的核心支柱产业,它可以带动广泛的配套产业链,同时创造巨大的就业机会。为了促进汽车消费,今年国家也出台了一系列的刺激政策,在中央的指导下,部委政策以及地方政策已逐步落地,更多地方性政策有望继续出台。自 5 月以来,汽车销量同比转正且连续六个月保持双位数增长,其中,新能源汽车增长更为迅猛,10 月同比增长超过 130%。这一定程度反映出促消费政策的有效性和持续推动性。我们预计,假若后续更多限购城市出台汽车消费刺激政策,加上汽车补贴政策和汽车下乡政策逐步发力,将进一步提升汽车销量。

图 50: 汽车及乘用车当月销量同比 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 51: 新能源汽车销量及同比 单位:万辆/%

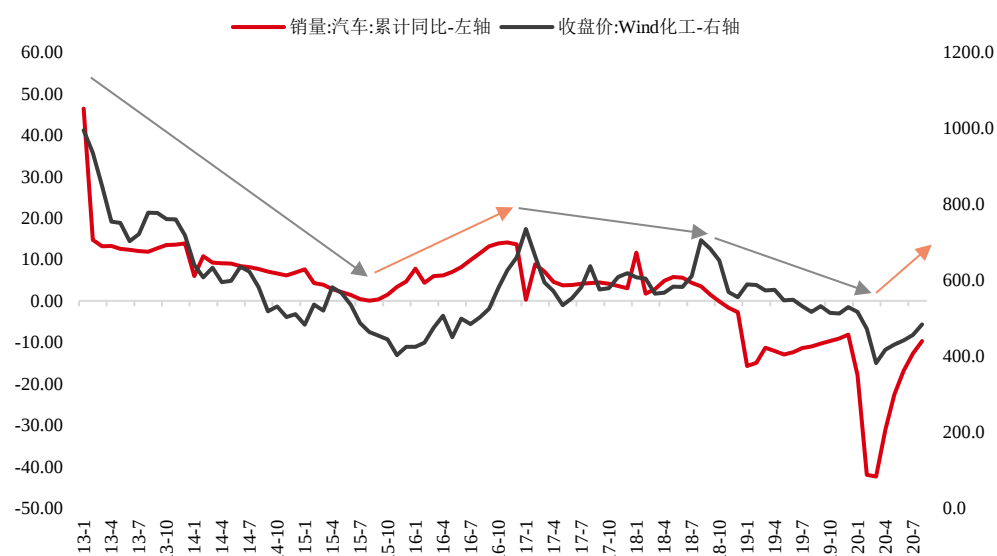


数据来源: Wind 华泰期货研究院

汽车产业是化工制品和有色制品的重要下游消费端。我们通过对比汽车销量同比增速和Wind 化工指数、Wind 有色指数发现，其趋势均具有较高的正相关性。分析其原因，我们认为，汽车是一个明显的顺经济周期行业，在宏观经济景气度高的时候，汽车消费较为旺盛，此时将拉动化工和有色商品需求，此时商品基本面是需强于供的，因此它们的价格同步抬升，反之亦然。

根据前面的分析，在汽车销量持续改善的预期下，加之工业品基本面仍然偏强，我们认为明年上半年化工、有色商品需求将震荡走强。

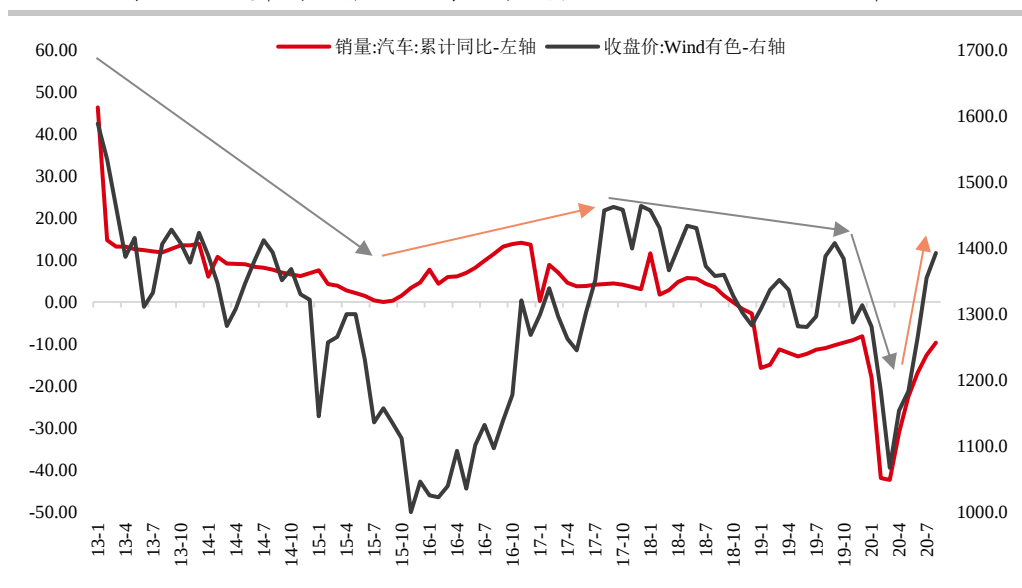
图 52: 汽车销量增速 VS 化工商品指数 单位: %/无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 53: 汽车销量增速 VS 有色商品指数

单位: %/无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

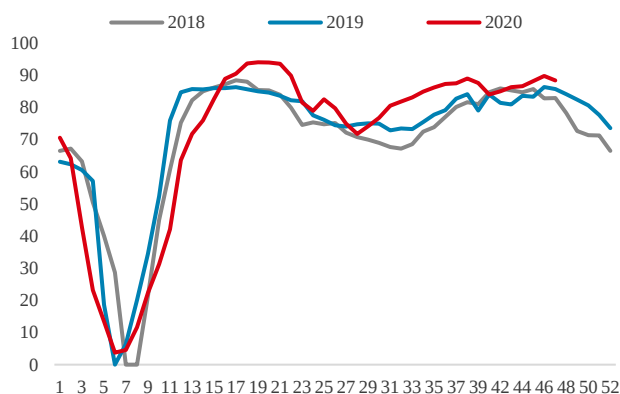
### 3.2.3 逆周期调控托底不放松: 新老基建投资继续温和发力, 明年上半年黑色及有色商品需求保持高位韧性

中央高层会议多次要求, 财政政策发力“两新一重”基建建设, 以扩内需、稳增长。近期基建投资同比发力较为明显, 中观层面的挖掘机销量及开工指数、水泥出货、钢材消费等领先指标持续向好。其中, 11 月份挖掘机国内销量同比增长超过 60%, 根据我们调研, 12 月仍可达到 60%左右的高增长, 这反映出下游建设热度韧性仍强。我们预计, 随着宽财政的延续, 明年新老基建仍将继续温和发力。

与基建投资关联度较高的商品, 主要是黑色和有色商品。我们研究历史规律发现, 在既往的四轮基建刺激时段的初期, 黑色及有色商品指数往往会出现一定程度的下跌, 其原因应该是经济基本面处于相对较差的低点, 导致商品基本面恶化。到中期, 由于基建刺激效果逐渐显现, 从而改善了商品基本面, 黑色及有色商品指数往往会出现不同程度的上涨, 一般情况下, 行情高点会在此时出现。到后期, 经济基本面有所好转, 基建刺激力度有所缓和, 而商品基本面, 因为高利润刺激和后市预期过度乐观等原因, 逐渐转为供过于求, 伴随需求的见顶, 黑色及有色商品指数往往会出现较大程度的下跌。

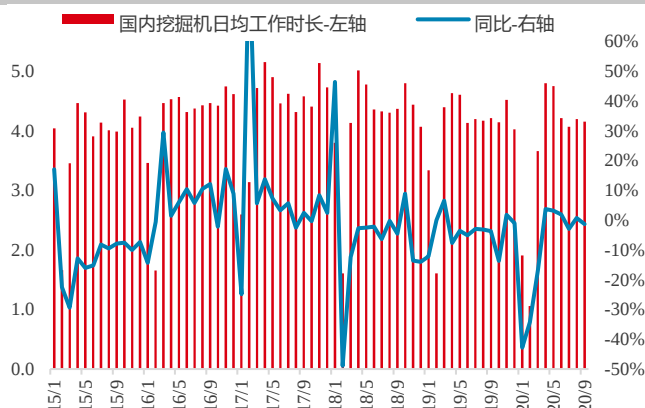
我们观测到, 本轮基建刺激效率高于往轮, 目前四季度已经进入基建刺激中期, 随着顺周期的进一步确认和强化, 明年上半年大概率转入基建刺激后期, 因此, 我们认为, 明年上半年黑色及有色商品需求将延续高位韧性。

图 54: 全国水泥加权出货率 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 55: 挖掘机开工小时数 单位: h

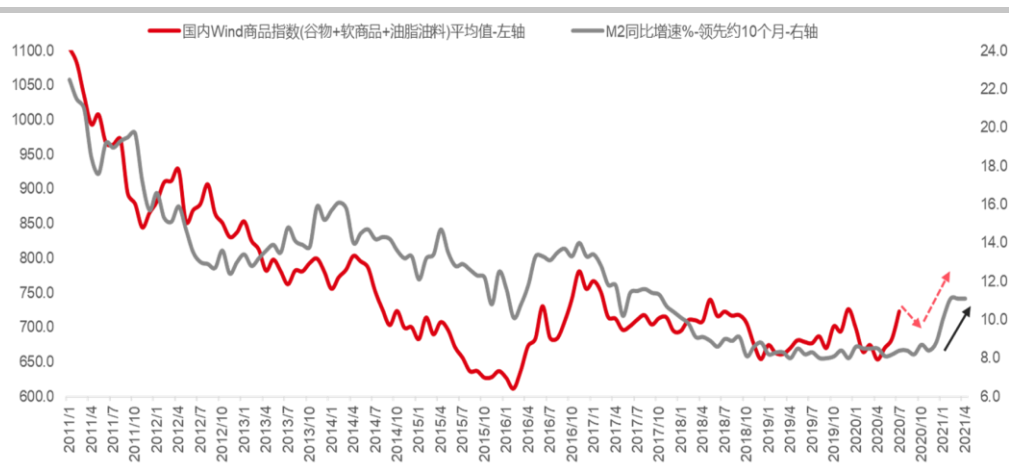


数据来源: 小松公开新闻 华泰期货研究院

### 3.3 国内农产品（不含生猪）通胀逻辑：“放水养鱼”继续助推农产品通胀整体走高，重点关注猪饲料商品逢低做多机会

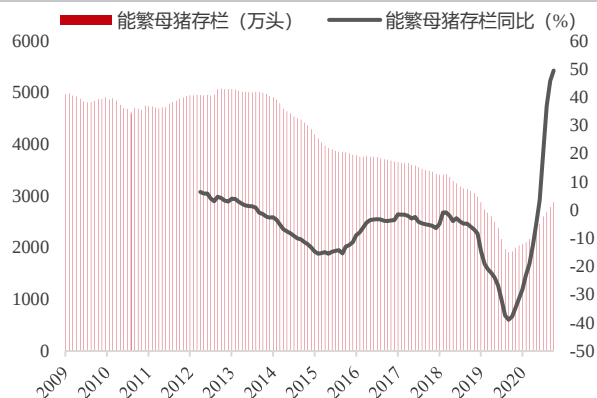
根据我们研究，M2 增速领先农产品价格约三个季度，从今年四季度开始，农产品（不含生猪）通胀整体上行概率较大，我们预计此格局将延续至明年上半年，我们应重点关注生猪存栏增加引发饲料需求的持续上行。10 月份能繁母猪存栏 3950 万头，连续 13 个月增长，比去年同期增长 32%；生猪存栏 3.87 亿头，连续 9 个月增长，比去年同期增长 27%。目前生猪产能已经恢复到 2017 年年末的 88% 左右。照此趋势，明年二季度，全国生猪存栏将基本恢复到正常年份的水平。我们前期研究发现，豆粕、玉米等饲料价格与猪价、CPI 均呈现较为明显的反向关联，关注明年上半年猪饲料商品逢低做多机会。

图 56: Wind 农产品价格 VS M2 增速（右移 10 个月） 单位: %



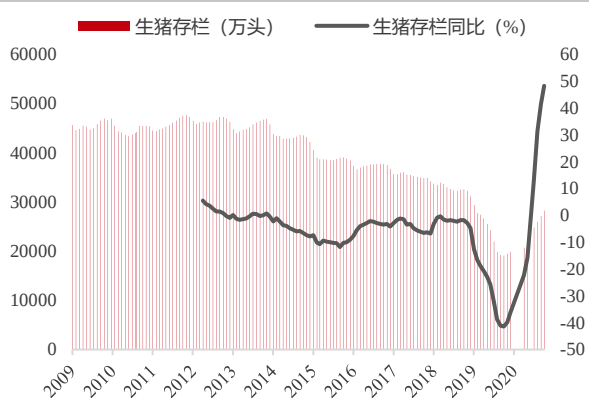
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 57: 能繁母猪存栏量 单位: 万头



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 58: 生猪存栏量 单位: 万头



数据来源: 小松公开新闻 华泰期货研究院

### 3.4 贵金属: 明年继续看好, 但不再是“皇冠明珠”, 弹性或不如顺周期工业品

贵金属明年我们仍持续看好, 认为仍有再度刷新历史高点的可能性: 1、实际利率仍有进一步走低空间, 我们认为美国政府高杠杆率将限制美联储收紧货币政策的步伐, 未来 2 年美国长端国债利率上升的概率较低, 甚至有望推出收益率曲线控制政策进一步压低国债利率, 而反观美国通胀, 一方面是明年 4-6 月原油的基数效应将推动 CPI 快速走高, 另一方面我们同样看好明年的大宗商品价格, 新涨因素也将推动通胀进一步走高。2、全球主要央行大水漫灌的趋势同样延续, 美国在未来参众两院控制权分化的背景下, 加码宽松和财政刺激的重担仍将依赖美联储支持, 而欧洲 7500 亿元的复苏基金同样需要欧央行提供流动性支撑, 因此至少未来 1 年内, 全球适度宽松的趋势将延续。3、通胀上升阶段, 黄金仍是具有较高配置价值的资产。我们此前通过对美国通胀进行分阶段分析, 在温和通胀阶段下, 呈现原油>家禽>油脂>金属>黄金的排序, 在这个阶段原油、农产品、工业品均有较明显的配置价值, 同时黄金跑输上述商品板块。而在通胀急速上升阶段, 黄金表现最为亮眼, 商品中呈现黄金>原油>食品>金属的排序。从目前的展望来看, 明年的通胀逻辑更倾向于温和通胀, 黄金仍具有一定的上升潜力。

从资产配置角度来看, 将不再是“皇冠明珠”, 温和通胀和经济复苏下铜、原油将跑赢黄金。以铜为例分析, 这里我们引用一个重要的指标——铜金比是用来衡量实体经济热度的重要指标, 其与制造业 PMI 的正相关性较为明显, 也同样是本轮及后续商品板块轮转的重要指标。首先从 2008 年次贷危机的经验来看, 在危机冲击后经济仍未复苏的阶段, 黄金受大水漫灌和避险的利好表现最为亮眼, 但是在后续的经济复苏阶段中铜金比呈现上行, 铜跑赢黄金的表现。这个结论也和我们上述复苏阶段下、温和通胀下的大类资产配置结论相吻合。

图 59: 实际利率的持续走低仍支撑金价 单位: %



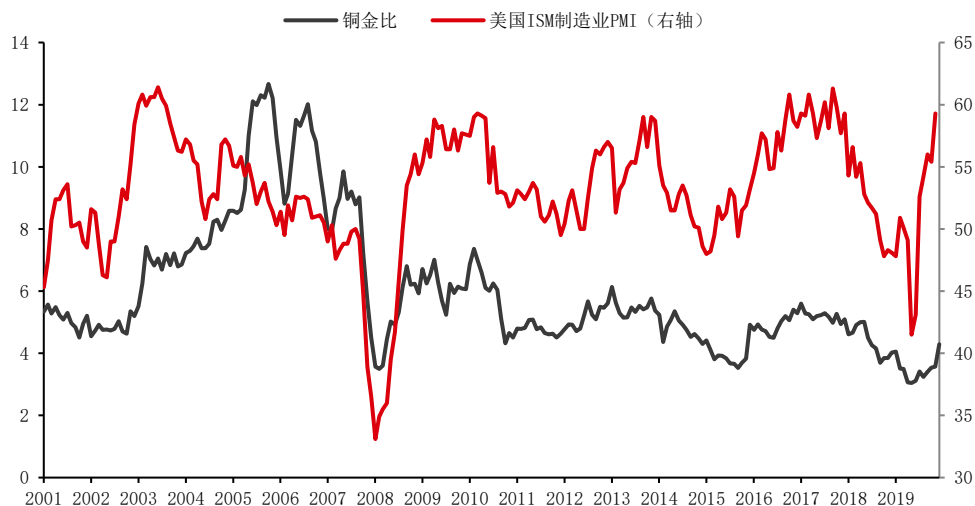
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 60: 11 月以来贵金属和道指“脱钩” 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 61: 随着全球经济复苏, 制造业 PMI 回升将带动铜跑赢黄金 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

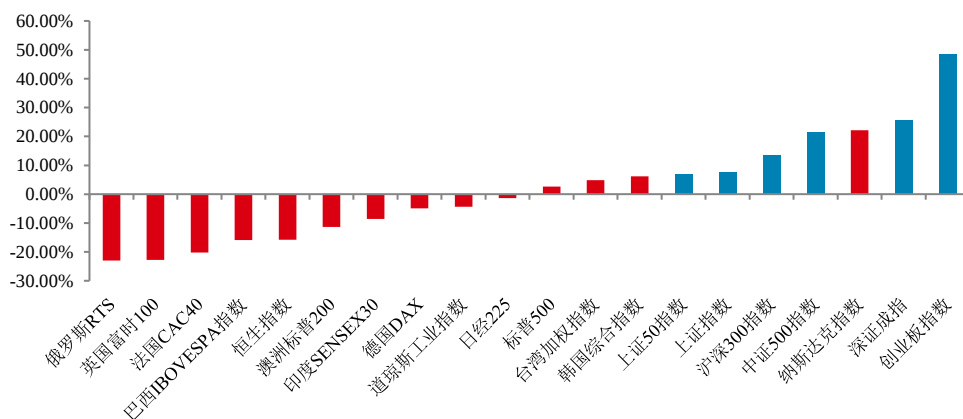
#### 四、股市: 最好的机会在上半年, 优先配置顺周期板块

2020 年全球股指走势波澜起伏, 2020 年 1 月至 2 月初, 国内新冠疫情持续发酵, 节后首个交易日 A 股全线重挫, 沪深股指分别大跌逾 7.7% 和 8.4%。两市上涨个股不足 200 只, 逾 3000 只交易品种跌停; 随后, 随着国内疫情的逐步企稳, 国常会以及政治局会议所提出的疫情时期的纾困政策对于国内投资者信心的鼓舞, A 股震荡回升。三月中旬至四月初, 海外疫情持续蔓延, 出现流动性危机, 美股在 3 月 12 日、3 月 16 日以及 3 月 18 日先后三次熔断, A 股此段时间走势较弱, 上证综指期间由最高的 3070 点一度下行至 2646 点。4 月份至 7 月份, 由于之前美联储无限 QE 的推出, 市场风险偏好抬升, 同时叠加期间国内经济

指标的逐渐修复以及国内资本市场改革的加速，国内股市在 6-7 月份快速拉升，上证综指 2 周之内涨幅超过 10%。8 月份至今，随着货币政策常态化的逐渐确认，国内宏观流动性维持紧平衡，A 股呈箱体震荡走势，周期股、金融股这一阶段表现优异。

图 62: A 股全年涨幅领跑全球

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

#### 4.1 中长期趋势: 居民增配权益资产是未来的大趋势

房地产目前已经不再是最具有性价比的资产。本文统计 2010 年至今主要资产的年度收益率情况, 2019 年和 2020 年, 国内商品住宅的收益率 (以上海地区商品住宅成交均价为计算基准) 已经连续两年跑输沪深 300 指数。中央层面多次强调房住不炒, 并且在近期发布的货币政策执行报告中强调“牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段, 坚持稳地价、稳房价、稳预期, 保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性, 实施好房地产金融审慎管理制度”。在这一基调下, 全国多数城市发布房地产调控收紧政策, 遏制房价上涨, 房价上涨的预期也明显弱化, 未来房地产已不再是最具性价比的配置资产。

表格 1 主要资产的年度收益情况

单位: %

|                      | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 |
|----------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 期货结算价(连续):WTI 原油     | -25% | 35%  | -25% | 12%  | 45%  | -30% | -46% | 7%   | -8%  | 9%   | 15%  |
| 上海商品住宅收益率            | -3%  | -10% | 25%  | 15%  | 27%  | 12%  | 73%  | 5%   | 21%  | -28% | 32%  |
| 1 年期定期存款             | 2%   | 2%   | 2%   | 2%   | 2%   | 2%   | 3%   | 3%   | 4%   | 3%   | 3%   |
| CPI                  | 2%   | 5%   | 2%   | 2%   | 2%   | 2%   | 2%   | 2%   | 3%   | 4%   | 5%   |
| 中证企业债指数              | 3%   | 6%   | 8%   | 1%   | 3%   | 10%  | 10%  | 2%   | 7%   | 5%   | 6%   |
| 美国:标准普尔 500 指数       | 13%  | 30%  | -7%  | 19%  | 10%  | -1%  | 11%  | 30%  | 13%  | 0%   | 13%  |
| 期货结算价(活跃合约):COMEX 黄金 | 17%  | 19%  | -2%  | 14%  | 9%   | -10% | -2%  | -28% | 9%   | 8%   | 29%  |
| 沪深 300 指数            | 22%  | 36%  | -25% | 22%  | -11% | 6%   | 52%  | -8%  | 9%   | -26% | -13% |

资料来源: Wind 华泰期货研究院

居民可投固收资产收益率下行，倒逼居民财富配置的变化。居民理财产品“净值化”趋势愈发明显，逐渐打破刚性兑付，使得理财产品在进行投资时不会给定预期的收益率，居民理财的收益目前也不能得到保证。2020 年，由于疫情的影响，上半年国内利率大幅下行，也导致居民理财的收益率大幅下行，余额宝 7 日年化收益率一度跌至 1% 左右，银行理财产品的收益率 2020 年以来也呈下行趋势。在居民理财刚兑被打破且理财收益率处于较低位置的前提下，或倒逼居民理财资金的向权益类资产转移。

图 63: 居民可投资产品收益率呈下行趋势 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 64: 房价上涨预期有所弱化 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

权益类资产配置比例的上行仍有较大想象空间。央行行长易纲 2020 年 11 月份在《中国人民银行货币政策研究》中对目前国内居民部门资金的运用情况进行了介绍，2018 年，居民部门股票资金的运用是 13.1 万亿元，特别目标载体资产（居民部门持有的理财、信托、基金等资产规模）资金的运用是 24.9 万亿元，两者合计 38 万亿元，占居民资金总运用的 26.3%。与 2007 年相比，提升较大，未来仍有较大的想象空间。

表格 2 居民部门金融资金来源以及运用

单位：万亿，%

|        | 1995 |      |     |     | 2007 |      |    |     | 2018  |      |      |     |
|--------|------|------|-----|-----|------|------|----|-----|-------|------|------|-----|
|        | 运用   | 占比   | 来源  | 占比  | 运用   | 占比   | 来源 | 占比  | 运用    | 占比   | 来源   | 占比  |
| 资金运用合计 | 4.3  | 100  | -   | -   | 31.9 | 100  | -  | -   | 144.5 | 100  | -    | -   |
| 资金来源合计 | -    | -    | 0.2 | 100 | -    | -    | 5  | 100 | -     | -    | 54.7 | 100 |
| 通货     | 0.7  | 16.3 | -   | -   | 2.5  | 7.8  | -  | -   | 6.4   | 4.4  | -    | -   |
| 存款     | 3.3  | 75.5 | -   | -   | 19.2 | 60.2 | -  | -   | 78.6  | 54.4 | -    | -   |
| 贷款     | -    | -    | 0.2 | 100 | -    | -    | 5  | 100 | -     | -    | 53.6 | 98  |
| 保险准备金  | 0.1  | 1.2  | -   | -   | 2.7  | 8.5  | -  | -   | 18    | 12.5 | -    | -   |
| 准备金    |      |      |     |     |      | -    |    |     |       |      |      |     |
| 证券     | 0.3  | 7    | -   | -   | 5.5  | 17.2 | -  | -   | 14.5  | 10   | -    | -   |
| 债券     | 0.2  | 5.2  | -   | -   | 0.7  | 2.2  | -  | -   | 1.4   | 1    | -    | -   |
| 股票     | 0.1  | 1.8  | -   | -   | 4.8  | 15   | -  | -   | 13.1  | 9.1  | -    | -   |
| 特定目的载体 | -    | -    | -   | -   | 1.7  | 5.3  | -  | -   | 24.9  | 17.2 | -    | -   |
| 中央银行贷款 |      |      |     |     |      | -    |    |     |       |      |      |     |
| 其他     | -    | -    | -   | -   | 0.3  | 0.9  | -  | -   | 2.1   | 1.5  | 1    | 1.9 |

资料来源：中国人民银行 华泰期货研究院

## 4.2 资本市场改革加速，释放政策红利

2020 年资本市场改革加速，经过科创板、创业板两个板块的试点，全市场推行注册制的条件逐步具备。《证券法》已经修订，注册制写进《证券法》，全市场注册制未来可期。注册制向全市场推行的意义在于进一步吸引优质公司上市，强化资本市场资源配置及优胜劣汰功能，有利于我国 A 股市场的制度完善，加强我国资本市场服务实体经济的能力，夯实资本市场健康发展的制度基础。

表格 3 国内资本市场改革进程-2020 年

| 事件         |                                                                               | 主要内容                                                                                              |
|------------|-------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2020/2/14  | 《关于修改<上市公司证券发行管理办法>的决定》《关于修改<创业板上市公司证券发行管理暂行办法>的决定》《关于修改<上市公司非公开发行股票实施细则>的决定》 | 再融资新规发布，对认购者限售期、定向发行对象人数、最高发行折价、定价基准日认定等定增业务的限制有显著放松。                                             |
| 2020/3/1   | 新《证券法》实施                                                                      | 本次证券法修订，按照顶层制度设计要求，进一步完善了证券市场基础制度，体现了市场化、法治化、国际化方向，为证券市场全面深化改革落实落地，有效防控市场风险，提高上市公司质量，切实维护投资者合法权益。 |
| 2020/4/9   | 《中共中央 国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》                                             | 深化要素市场化配置改革，促进要素自主有序流动，提高要素配置效率，进一步激发全社会创造力和市场活力，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革。                            |
| 2020/4/17  | 《公开募集证券投资基金投资全国中小企业股份转让系统挂牌股票指引》                                              | 规范公募基金投资新三板挂牌股票行为，防范投资风险，保护投资人合法权益。                                                               |
| 2020/4/27  | 《创业板改革并试点注册制总体实施方案》                                                           | 明确将全面推行注册制，注册制的具体范围、实施步骤，由国务院规定。                                                                  |
| 2020/6/12  | 《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》                                                       | 发布创业板改革并试点注册制相关业务规则及配套安排。                                                                         |
| 2020/6/20  | 修订上证综合指数的编制方案和科创板指数发布                                                         | 将于 2020 年 7 月 22 日起修订上证综合指数的编制方案。                                                                 |
| 2020/7/22  | 新三板精选层开板                                                                      |                                                                                                   |
| 2020/8/24  | 创业板注册制首批企业上市交易                                                                |                                                                                                   |
| 2020/11/29 | 扩大合格境内有限合伙（QDLP）/投资企业（QDIE）试点规模                                               | 国家外汇管理局相关负责人 29 日透露，近期将分别扩大上海、北京和深圳三地合格境内有限合伙（QDLP）/投资企业（QDIE）试点规模，进一步满足境内投资者全球配置资产的需求。           |

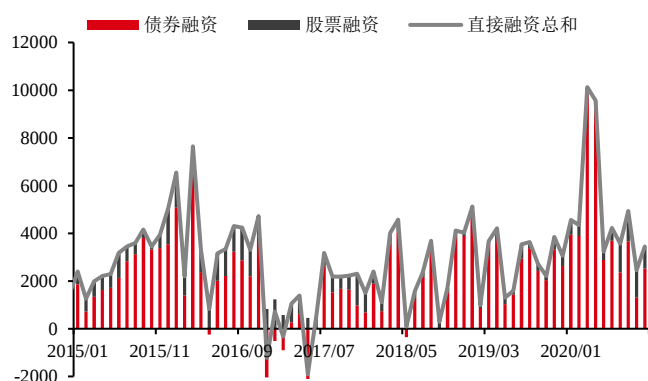
资料来源：Wind 华泰期货研究院

大力发展直接融资是未来大方向。目前，直接融资是未来发展大方向。央行行长在中国人民银行工作论文中直接表示“发展直接融资要依靠改革开放。只有发展好直接融资尤其是股权融资，才能够减少对银行债权融资的过度依赖，从而实现在稳住杠杆率的同时，保持金融对实体经济支持力度不减的目标。”股权融资能够服务实体经济，促进行业创新，对于深化金融供给侧结构性改革具有重要意义。

2020 年国内直接融资金额创历史新高，中国人民银行公布的数据显示，截至 2020 年 10 月份，2020 年的直接融资总额超过 50000 亿元，股票融资和企业债券融资的同比增速 2020 年

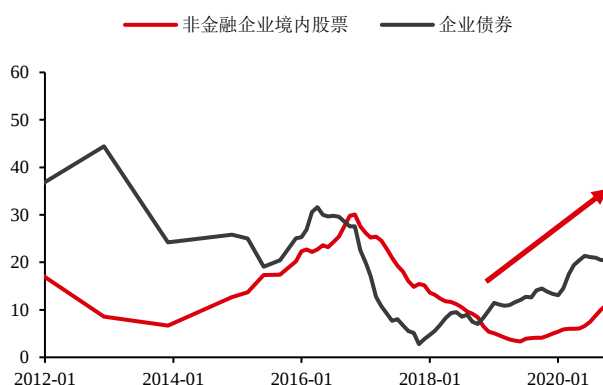
也加速上行，稳定提高直接融资水平是我国资本市场始终不渝的历史使命。随着产业结构的升级，资金需求端的新兴产业例如高科技产业可以通过直接融资进行有效定价。在十四五规划及国内国际双循环发展格局的要求下，科技创新型公司发展动能充足，面对股权融资更具吸引力。随着自主创新、产业升级的逐步发展，我国的融资结构也将向直接融资进一步转变。

图 65: 2020 年直接融资金额创历史新高 单位:亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 66: 直接融资同比增速大幅上行 单位: %

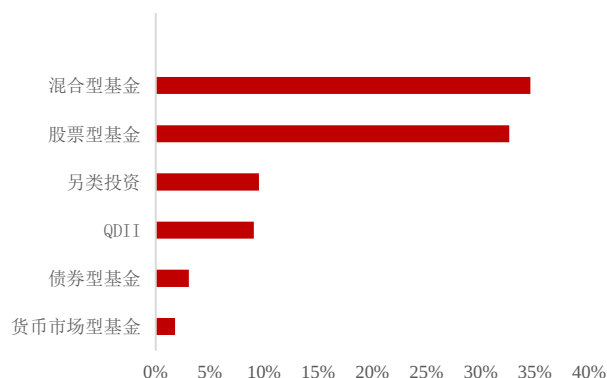


数据来源: Wind 华泰期货研究院

#### 4.3 2021 年股市资金仍有支撑，为 A 股带来源源活水

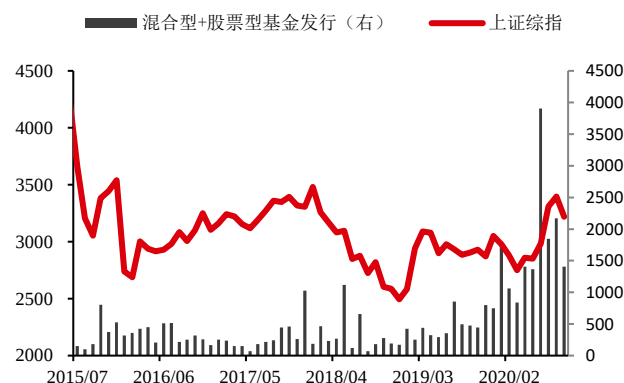
在居民财富管理需求日益增长的背景下，未来基金或成为居民财富管理的主力军。2020 年股票型基金以及混合型基金表现优异，收益率普遍在 30% 以上，遥遥领先于货币市场基金以及债券型基金。权益类基金的优异表现也使得 2020 年基金的发行数量大增，截至 2020 年 11 月底，2020 年总的基金发行份额超 27400 亿份，创历史新高，其中 7 月份发行数量逼近 8000 亿份，刷新历史单月发行数量新高。股票型基金以及混合型基金截至 2020 年 11 月底发行数量超 18000 亿份。在居民财富管理需求日益增长的背景下，未来基金或成为居民财富管理的主力军，未来居民财富将会更多通过基金渠道进入股市。

图 67: 今年股票型和混合型基金表现优异 单位:%



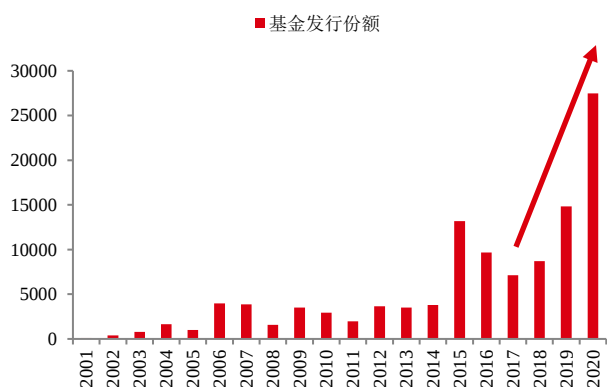
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 68: 基金发行数量创新高 单位: 点/亿份



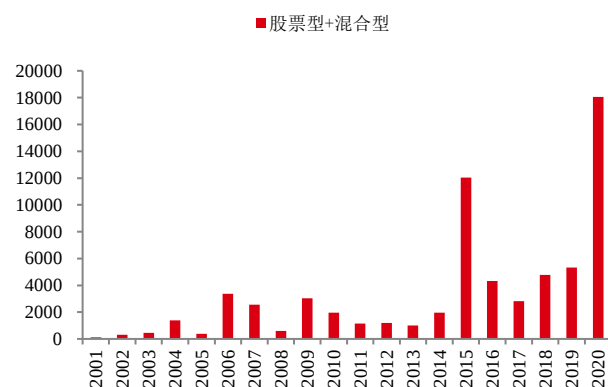
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 69: 2020 年基金发行份额创历史新高 单位: 亿份



数据来源: Wind 华泰期货研究院

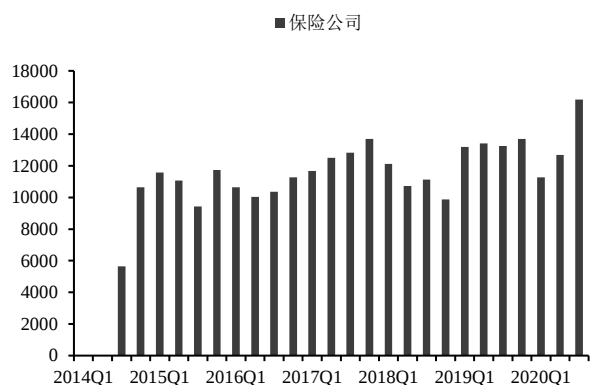
图 70: 股票型+混合型基金发行数量新高单位: 亿份



数据来源: Wind 华泰期货研究院

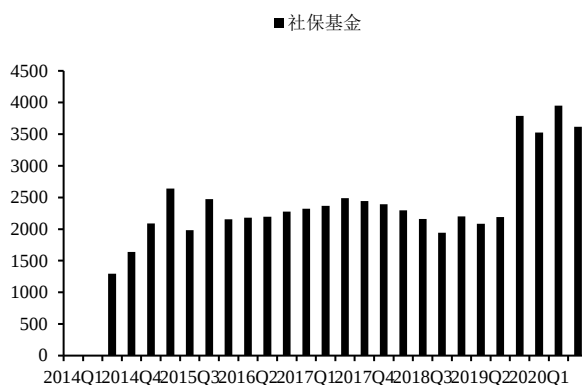
政策鼓励中长期资金加快进入股市。证监会主要领导在多个公共场合表示将在投资端推出更多务实举措, 推动各类长期资金入市。监管部门正有序引导长线资金积极布局直融市场, 鼓励理财、信托、保险等为资本市场增加长期稳定资金, 推动养老基金在资本市场上的占比达到世界平均水平。截至 2020 年 Q3, 保险公司持有 A 股市值超过 1.8 万亿元, 社保基金持有 A 股市值为 3618 亿元左右, 处于近年高位。所有机构投资者 2020Q3 季度持有 A 股市值超过 33.6 万亿元, 创有统计以来新高。

图 71: 保险公司持股金额创历史新高 单位:亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 72: 社保基金持股金额处在历史高位单位: 亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 73: 机构投资者持股市值稳步抬升 单位:亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

人民币资产对于外资具有较大吸引力,北上资金未来仍会大幅流入 A 股。5 月底以来人民币兑美元汇价一路飙升,国内经济的基本面支撑人民币的持续升值,IMF 对于中国经济增速的预测显示,中国 2020 年经济增速为 1.8%,为全球主要经济中唯一正增长的国家;2021 年全年的经济增速将会达到 8.2%,在全球来看遥遥领先,国内经济的基本面在 2021 年仍会对人民币汇率形成较强支撑。人民币的持续升值也会在一定程度上吸引境外资金对于人民币资产的配置。北上资金 2020 年累计净流入 A 股超 1460 亿元。

图 74: 人民币保持升值趋势

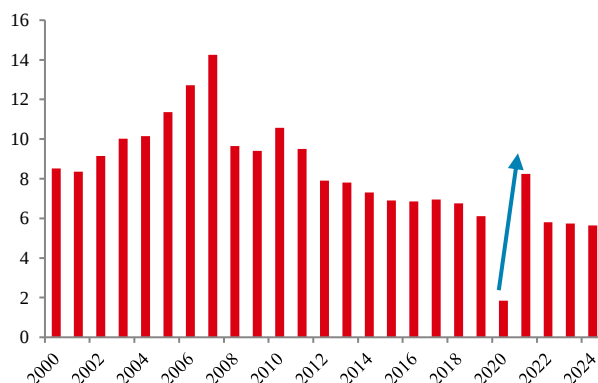
单位:无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 75: 疫情后中国经济增速相对较高

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 76: 11 月北上资金大幅流入 A 股

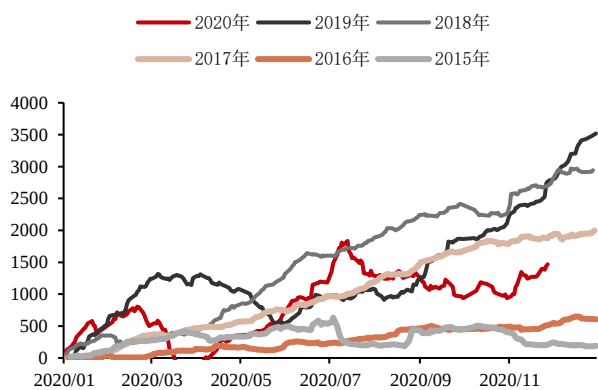
单位:亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 77: 今年北上资金净流入超 1400 亿

单位: 亿元

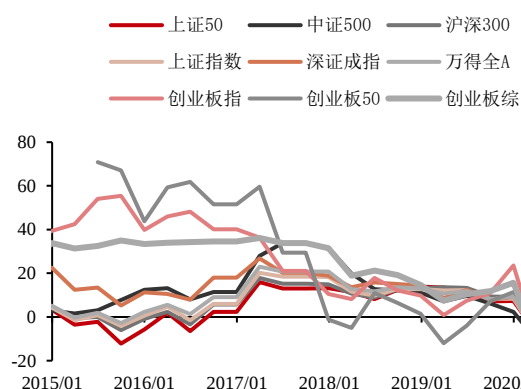


数据来源: Wind 华泰期货研究院

#### 4.4 企业盈利快速修复, 支撑企业估值

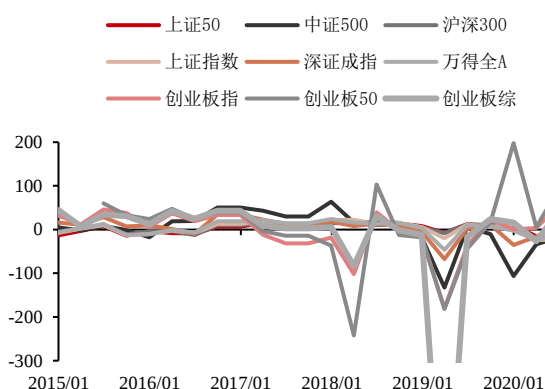
疫情使得国内企业的盈利大幅缩减, 一季度企业净利润和营业收入深挖坑。二季度之后, 随着国内疫情的逐渐控制, 疫情期间的纾困措施快速实施, 国内经济快速修复, 企业盈利也快速修复。主要股票指数的净利润以及营业收入同比二季度以及三季度快速反弹。

图 78: 主要股票指数营业收入同比 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

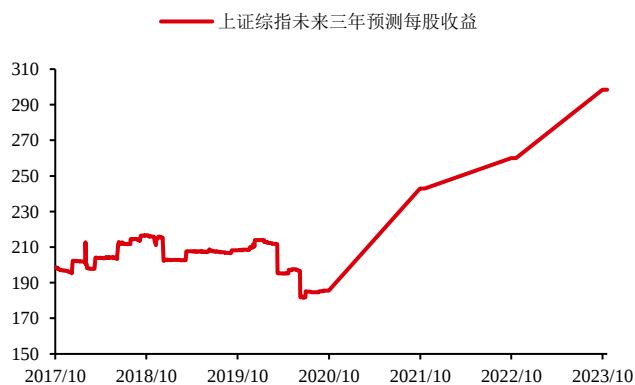
图 79: 主要股票指数净利润同比情况 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

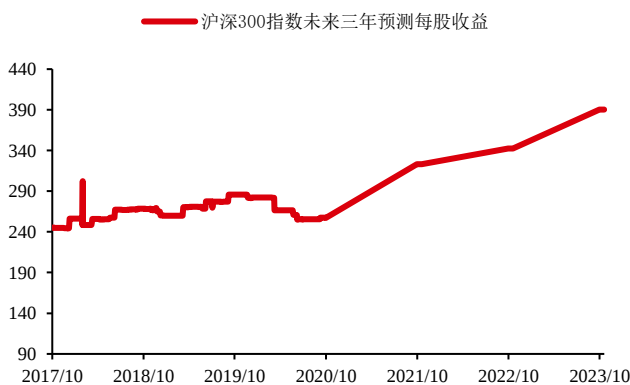
未来年份国内企业的营收仍有较大幅度抬升, 根据彭博的预测数据, 未来三年国内主要股票指数的每股收益将连上三个台阶。国务院日前印发的《关于进一步提高上市公司质量的意见》(以下简称《意见》) 明确了新形势下提高上市公司质量的总体要求、实施路径和具体任务。上市公司质量的不断提高也会为 A 股公司未来营收的不断增长提供保证。

图 80: 上证综指未来三年预测每股收益 单位:无



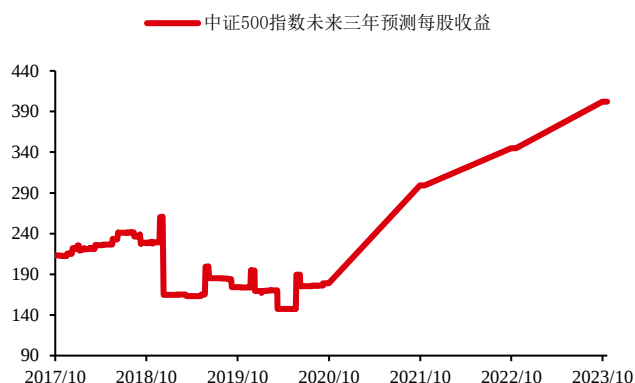
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 81: 沪深 300 指数预测每股收益 单位: 无



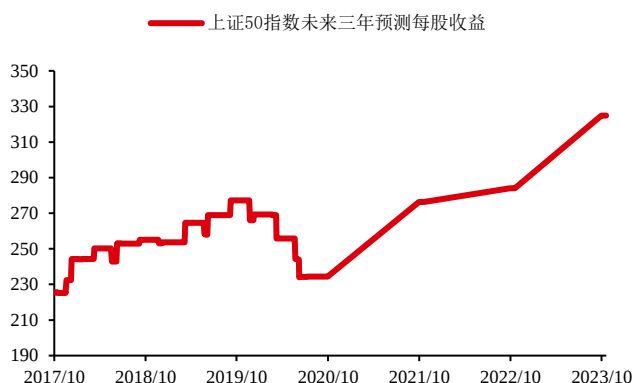
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 82: 中证 500 指数预测每股收益 单位:无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 83: 上证 50 指数预测每股收益 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

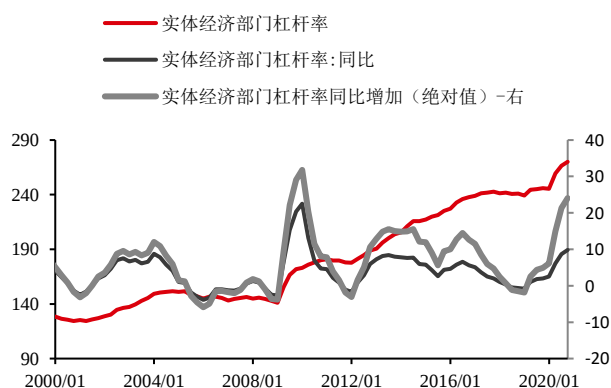
#### 4.5 2021 年 A 股展望: 拥抱价值股, 最好投资机会在上半年

新冠疫情发生之后, 3 月下旬至 4 月, 国内宽松货币政策加码, 4 月对中小银行定向降准 1 个百分点, 于 4 月 15 日和 5 月 15 日分两次实施到位, 每次下调 0.5 个百分点, 共释放长期资金约 4000 亿元; 自 4 月 7 日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%; 同时 4 月份 MLF 操作利率以及 LPR 利率均较上一月份下行 20BP, 央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%, 打开利率走廊下限, 短端利率快速下行。疫情后的一些列纾困政策也使得国内的宏观杠杆率大幅抬升。实体部门杠杆率同比增加已经达到阶段高点。

我国实体部门杠杆率的周期大概是 3 年左右, 本轮实体部门杠杆率的增加始于 2018 年 12 月, 距今 2 年左右, 考虑到新冠疫情的突发性, 此轮实体部门债务周期相较以往期现或有所延长, 参照以往债务周期, 我们认为此轮实体部门债务周期同比增幅已经濒临接近顶点。

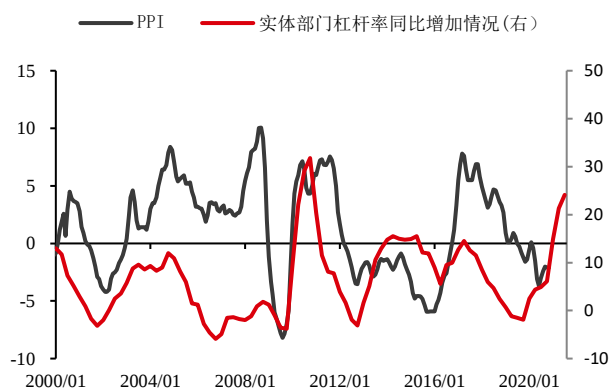
实体部门债务周期的变动与 PPI 的走势有一定的相关性, 大约领先 PPI 走势约半年左右, 以此推之, 明年上半年国内 PPI 大概率延续上行趋势。

图 84: 实体部门杠杆率已是阶段高点 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

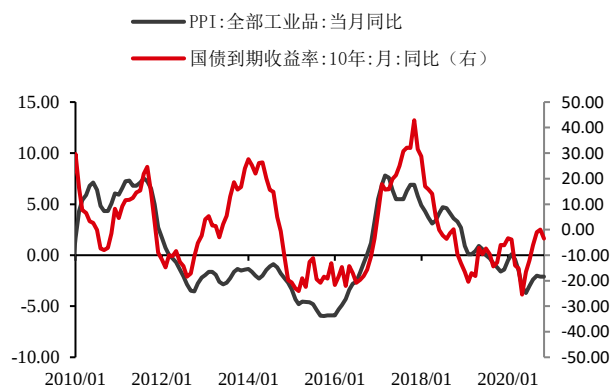
图 85: 实体部门杠杆率领先 PPI 半年左右 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

利率的中枢与PPI同比的走势具有较大的相关性,考虑到明年上半年PPI大概率延续上行趋势,明年上半年国内利率仍有较大的上行压力。通过回溯历史,在高利率的条件下,创业板走势相对偏弱,此时与成长股相比,周期股更易获得超额收益。目前周期/成长、稳定/成长以及金融/成长对应风格的比值由止跌迹象,2020年上半年大概率或反转向上。2021年上半年可优先配置金融类以及周期类股票。

图 86: 利率的中枢与通胀较为一致 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 87: 工业原材料与创业板指数明显负相关单位: %



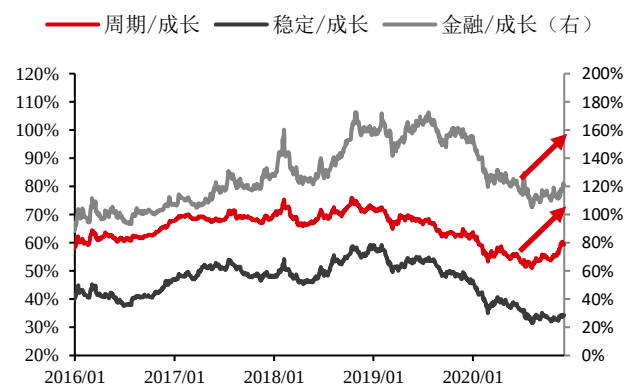
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 88: 高利率情况下周期股表现优异 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 89: 8 月份至今, 价值股开始跑赢成长 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

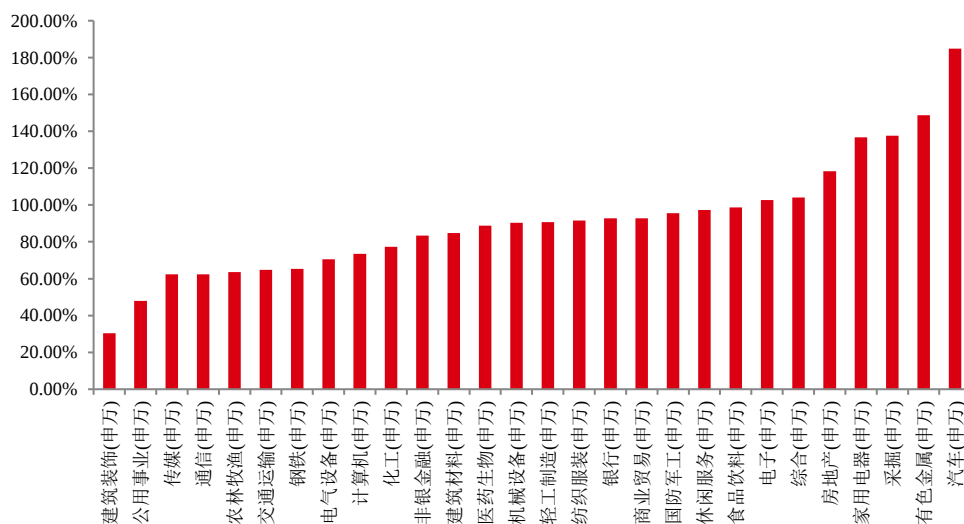
我们也对历史上利率上行周期中各个行业的表现做了统计,2009年至今,共有5段上行区间。分别是2009年1月至2009年11月、2010年8月至2011年2月、2013年5月至2013年11月、2016年10月至2017年12月以及2020年4月至今。但考虑到2013年以及2016年国债收益率上行的额特殊性,2013年是银行8号文管控银行间的资金空转,2016年底是新一轮金融去杠杆的开启时点,这两段时间的利率上行并非是由国内经济基本面的预期向

好，故本文仅考虑 2009 年 1 月-11 月以及 2010 年 8 月至 2011 年 2 月份的这段时间与近期的市场做比对。

通过观察数据，在利率上行的阶段，国内股市表现优异，顺周期的行业涨幅领先，诸如有色金属、采掘、机械设备等行业。

图 90： 2009 年 1 月-11 月利率上行期间各行业表现

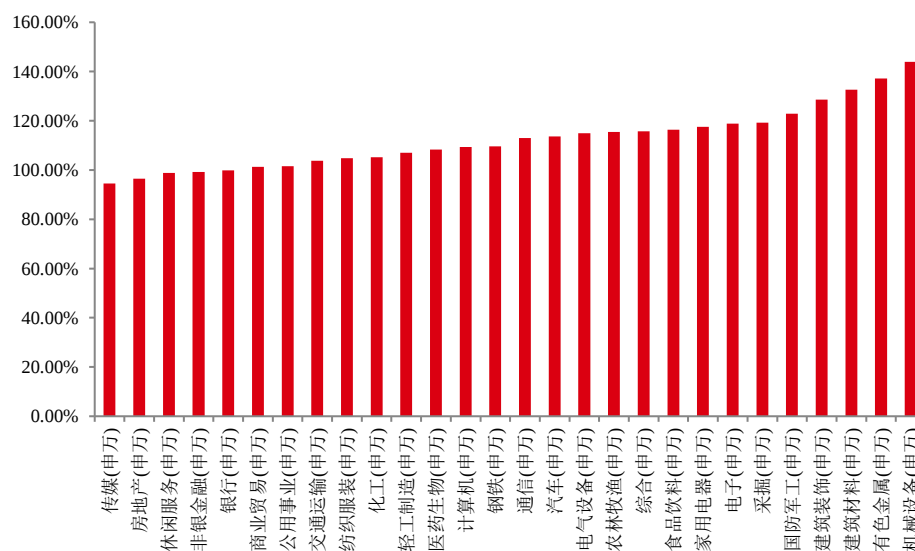
单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 91： 2010 年 8 月至 2011 年 2 月利率上行期间各行业表现

单位：%

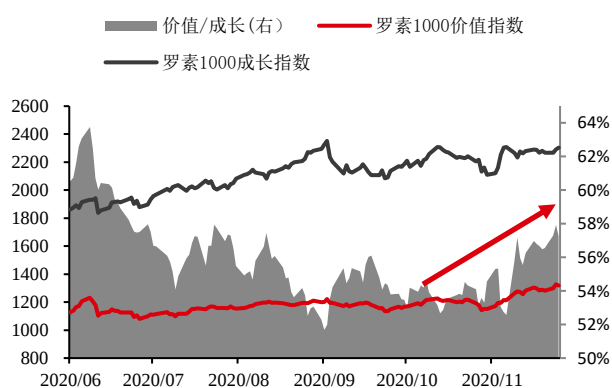


数据来源：Wind 华泰期货研究院

#### 4.6 顺周期行业明年上半年预计跑赢，股指 IH 和 IF 或强于 IC，但科技和消费仍是中长期配置方向

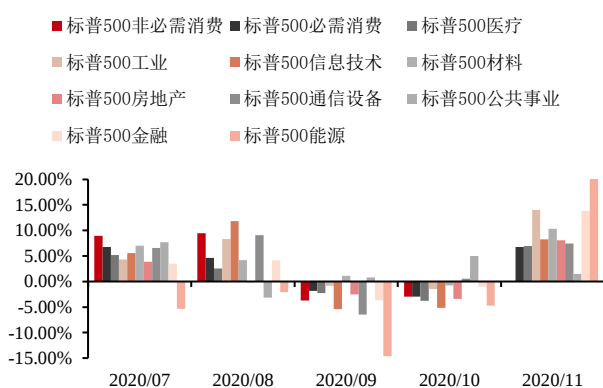
市场已经开始交易顺周期，近期全球股市风格已经有所转变，罗素 1000 价值/成长比值目前从底部慢慢回升，比值由低位的 52% 已经上行至目前的 58%；标普 500 指数各行业走势差异也较大，标普能源、金融以及工业板块 11 月份涨幅均超 13%，表现优异。

图 92: 罗素 1000 价值指数走势强于成长 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 93: 周期行业涨幅领先 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

通过观察在美上市的股票行业 ETF 资金流动情况，近期资金主要偏爱顺周期行业，比如能源、金融、工业以及材料等，11 月份净流入金额均超 10 亿美元。

表格 4 ETF 资金净流入美国行业情况

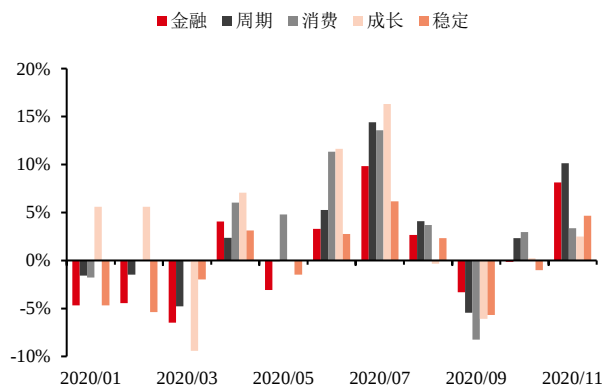
单位: 百万美元

|        | 2020/03 | 2020/04 | 2020/05 | 2020/06 | 2020/07 | 2020/08 | 2020/09 | 2020/10 | 2020/11 |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 通信行业   | 332     | 301     | 1397    | -85     | 339     | 87      | -391    | 129     | 560     |
| 非必需消费品 | -1591   | -16     | 1225    | 584     | 1028    | 1199    | -11     | 257     | 532     |
| 必需消费品  | 192     | 1115    | -456    | -1103   | -202    | -201    | -266    | -8      | -273    |
| 能源     | 2325    | 1673    | 340     | 1126    | 802     | 126     | -751    | 325     | 1021    |
| 金融     | -2093   | 1115    | 135     | 1015    | 55      | 710     | -1627   | -212    | 2229    |
| 医疗保健   | 870     | 5986    | 3280    | -2862   | 872     | -91     | -1418   | -677    | 1084    |
| 工业     | -1258   | 227     | 425     | 1949    | 79      | 990     | 1854    | 332     | 1757    |
| 材料     | -778    | 841     | 1199    | -794    | -564    | 430     | 902     | 489     | 1241    |
| 房地产    | -2315   | -9      | -2157   | 150     | -1834   | -479    | -401    | 1262    | 141     |
| 科技     | 6632    | 5941    | 6235    | -965    | 193     | 2126    | 4151    | -2508   | 129     |
| 公用事业   | -852    | 1159    | -808    | -282    | -410    | 827     | -640    | -111    | 157     |

资料来源: Bloomberg 华泰期货研究院

国内股票风格的切换相对较早，从8月份之后也开始转变，2020年1月至7月，成长风格股票在7个月份中有5个月份月度收益排名第一，8月份之后，市场风格有所转变，金融以及周期明显跑赢，11月份金融风格以及周期风格股票涨幅均在10%左右。8月份之后，大盘和中盘股票明显跑赢小盘股。

图 94: 国内风格 8 月份之后开始转变 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 95: 大盘股和中盘股走势偏强 单位: %

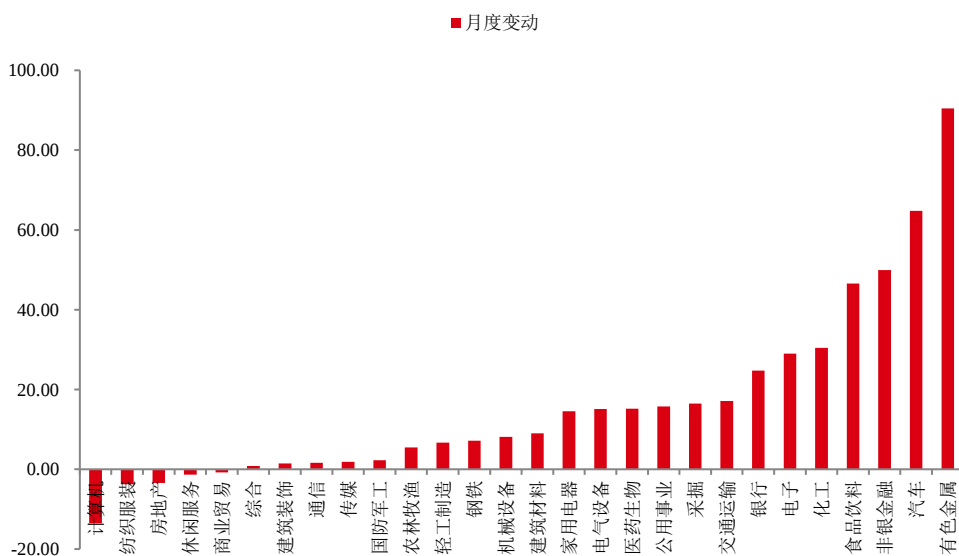


数据来源: Wind 华泰期货研究院

国内的杠杆资金 11 月份之后也大幅加仓顺周期行业，有色金属行业 11 月份获杠杆资金大幅加仓超 90 亿元。非银金融、化工、交运、采掘等顺周期行业也获得容自融券资金的青睐。

图 96: 融资融券资金分行业加仓情况

单位: 亿元



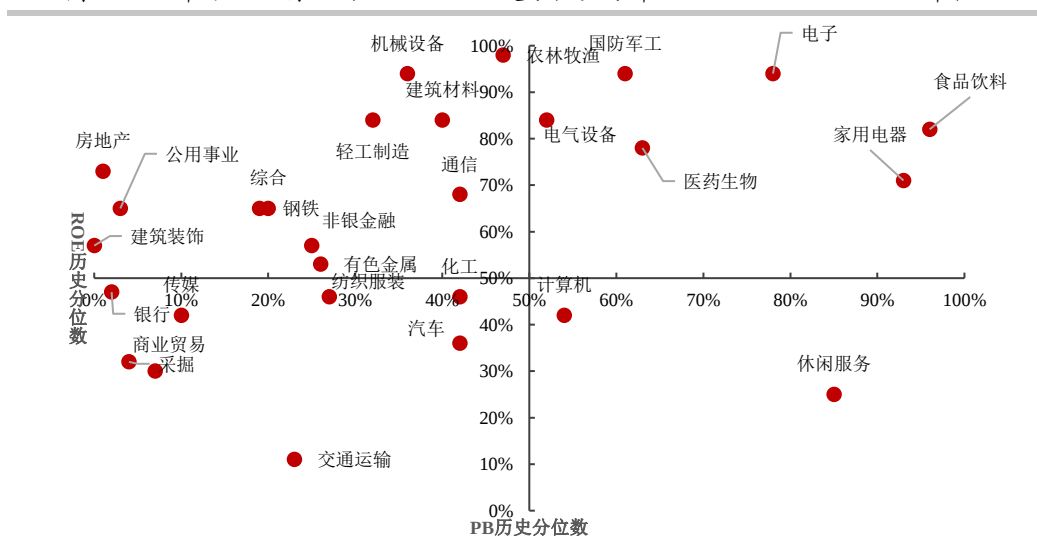
数据来源: 美联储 华泰期货研究院

行业投资方面，可更多关注 PB 分位数较低，且 ROE 分位数较高的行业。本文统计了申万一级各行业的 PB 历史分位数以及 ROE 的历史分位数。PB 侧重于资产本身的价值，衡量企业贵不贵，PE 侧重于企业的利润，衡量企业带来的收益。一般来讲，PB 越低，ROE 越高所对应的行业越值得配置，2021 年可优先关注处于第二象限的申万一级行业，如有色金属、钢铁、机械设备、建筑材料、非银金融等行业。

四季度的投资可优先关注 ROE 历史分位数与 PB 历史分位数的差为正值的行业，例如机械设备、钢铁、采掘、银行等板块。

图 97： 申万一级行业的 PB-ROE 历史分位数分布

单位：%



数据来源：美联储 华泰期货研究院

政策驱动层面需更多关注十四五规划相关行业，消费和科技是中长期配置方向。十四五规划突出创新核心地位，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑；扩大内需，实现“国际国内双循环”战略；促进产业升级。“十四五”时期处于“两个一百年”交汇的承上启下的关键时期，既是全面建成小康社会、实现第一个百年奋斗目标之后的第一个五年，又是向第二个百年奋斗目标迈进的第一个五年。因此，在面临党和国家发展的特殊历史时期和重大历史节点的背景下，党的十九届五中全会除了提出“十四五”规划之外，还同步制定了放眼 15 年中长期规划的 2035 年远景目标。

我国发展仍然处于重要战略机遇期，同时也面临着风云变幻的外部环境。一方面，新一轮科技革命和产业变革深入发展，和平与发展仍是时代主题。另一方面，当今世界正经历着百年未有之大变局，国际政治环境动荡复杂，不稳定性、不确定性明显增强。短期来看，新冠疫情、中美关系仍存在风险扰动，在其影响下更应当发扬斗争精神、善于在危机中育新机、于变局中开新局。

十四五规划提出的战略目标在于经济发展取得新成效，在质量效益明显提升的基础上实现经济持续健康发展，增长潜力充分发挥（不再设 GDP 目标,更注重发展质量）;创新能力显著提升，产业基础高级化、产业链现代化水平明显提高，农业基础更加稳固，城乡区域发展协调性明显增强，现代化经济体系建设取得重大进展。此外，将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；坚持扩大内需这个战略基点，加快培育完整内需体系，以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求；深入实施科教兴国战略、人才强国战略、创新驱动发展战略、乡村振兴成略、区域重大战略、区域协调发展战略、主体功能区战略、完善新型城镇化战略、可持续发展战略、积极应对人口老龄化国家战略、国家安全战略等。

产业升级、各产业深度融合是另一个重要命题。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。要提升产业链供应链现代化水平，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，加快建设交通强国，推进能源革命，加快数字化发展。十四五规划基本延续了十八届三中全会的改革思路，重点突出产权制度改革、要素市场化配置改革。

总体上看，“十四五”规划推动实体经济高质量发展，促进国内国际双循环新格局。坚持以创新与科技引导产业升级，打造数字化中国。科技、消费、健康、新能源等板块中长期发展值得重点关注。

表格 5 十四五规划相关内容

#### 十四五规划

|       |                                                                                                                                                                                |
|-------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 总体定位  | 全面建成小康社会、实现第一个百年奋斗目标之后，开启全面建设社会主义现代化国家新征程；制定了放眼 15 年中长期规划的 2035 年远景目标                                                                                                          |
| 内外部环境 | 我国发展仍然处于重要战略机遇期，新一轮科技革命和产业变革深入发展。但也面临着百年未有之大变局、不稳定性不确定性明显增强、发扬斗争精神、善于在危机中育新机、于变局中开新局等（短期来看,还包括新冠疫情、中美关系两大扰动因素）。                                                                |
| 目标要求  | 经济发展取得新成效，在质量效益明显提升的基础上实现经济持续健康发展，增长潜力充分发挥（不再设 GDP 目标,更注重发展质量）;创新能力显著提升，产业基础高级化、产业链现代化水平明显提高，农业基础更加稳固，城乡区域发展协调性明显增强，现代化经济体系建设取得重大进展。                                           |
| 重要战略  | 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；坚持扩大内需这个战略基点，加快培育完整内需体系，以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求；深入实施科教兴国战略、人才强国战略、创新驱动发展战略、乡村振兴成略、区域重大战略、区域协调发展战略、主体功能区战略、完善新型城镇化战略、可持续发展战略、积极应对人口老龄化国家战略、国家安全战略等。 |

### 产业升级

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。要提升产业链供应链现代化水平，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，加快建设交通强国，推进能源革命，加快数字化发展。

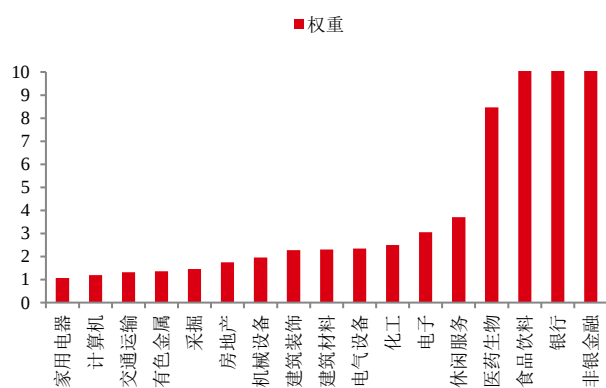
### 改革思路

基本延续了十八届三中全会的改革思路，重点突出产权制度改革、要素市场化配置改革。

资料来源：华泰期货研究院

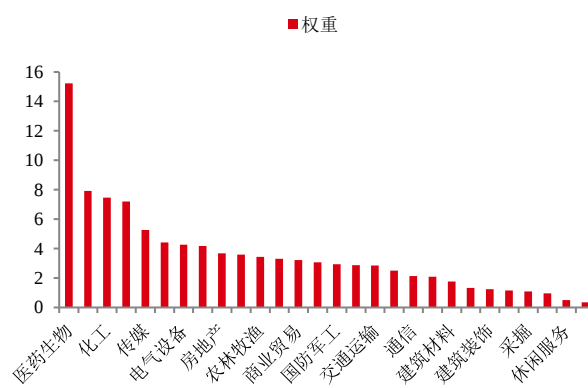
股指期货标的方面，2021 年上半年可优先配置 IF 以及 IH。对比三大股指期货标的行业分布情况，上证 50 指数以及沪深 300 指数的行业权重主要集中在非银金融以及银行，其中上证 50 指数银行以及非银板块权重之和超过 46%；沪深 300 指数中银行以及非银板块权重超过 27%。中证 500 指数的行业权重则更多的分布在医药生物、电子、计算机等市盈率处于较高历史分位数的行业。考虑到前文分析得出的 2021 年上半年周期、金融风格大概率跑赢成长风格，2021 年上半年可优先配置 IH 以及 IF。

图 98： 上证 50 指数行业权重 单位：%



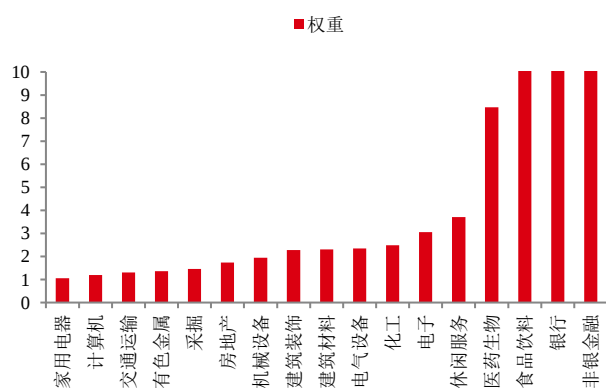
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 99： 中证 500 指数行业权重 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 100： 沪深 300 指数行业权重 单位：%



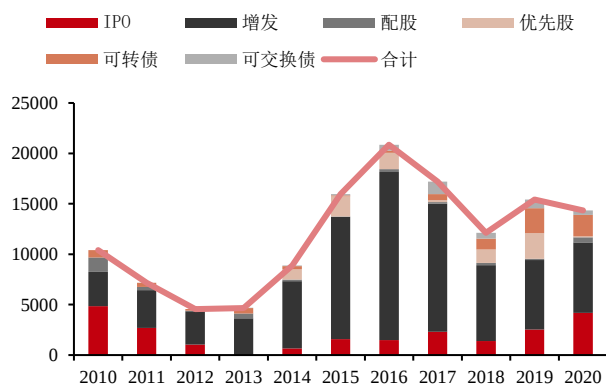
数据来源：Wind 华泰期货研究院

#### 4.7 信用定向收紧利于股权直融、A 股资金解禁将对明年行情产生扰动

首先关注的是 A 股资金的进出变化对于 A 股的扰动。直接融资是国内资产市场发展的大趋势，易纲行长在最新的中国人民银行工作论文中建议发展直接融资要依靠改革开放，只有发展好直接融资尤其是股权融资，才能减少对银行债权融资的过度依赖，从而实现在稳住杠杆率的同时，保持金融对实体经济支持力度不减的目标。直接融资的改革与发展目前已经上升到国家层面。截至 2020 年 11 月底，A 股股权类融资规模超过 14300 亿，2021 年预计 A 股股权融资规模仍会处于相对较高位置，“抽水”效应明显。2021 年解禁股票市值达 4.6 万亿元，主要集中在下半年，会对市场有所扰动。

图 101： 股权融资规模处于高位

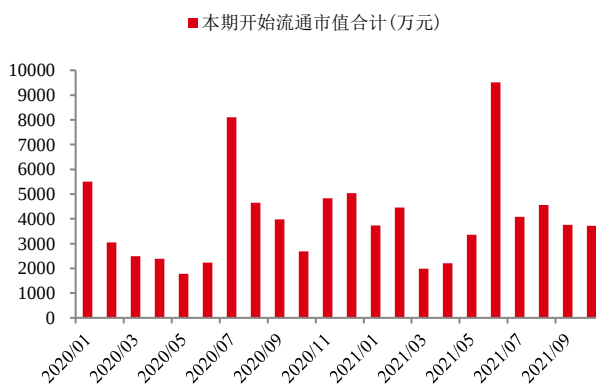
单位:亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 102： 2021 年解禁金额处于高位

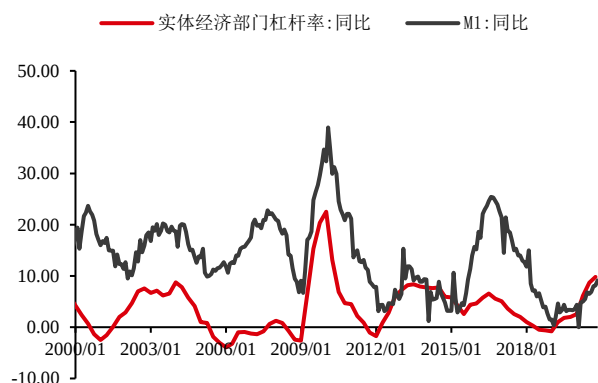
单位：万元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

信用定向收紧的预期也会对 A 股形成扰动。实体部门杠杆率的同比变动与宏观流动性具有较强的一致性，考虑到此轮实体部门杠杆率或已经达到阶段顶部，M1 同比增速或已是阶段高点（%），从历史规律来看，股票市场的中枢与宏观流动性具有较强的吻合关系，考虑到明年上半年债务周期可能到达顶部并进入下行通道，上半年或是股票投资的最好时光。明年下半年，随着国内杠杆率的同比下行，宏观流动性料有所收紧，将对 A 股走势产生较大扰动。

图 103: 实体部门杠杆率与 M1 有较大相关性 单位:%



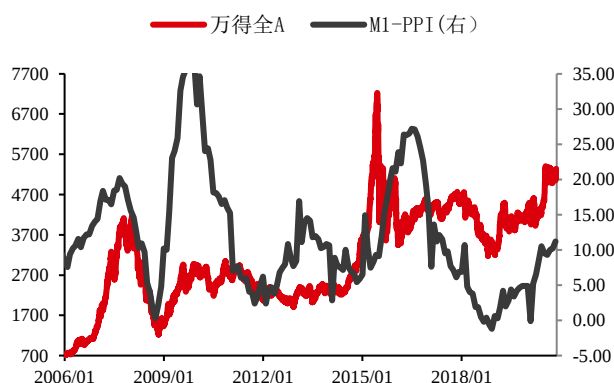
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 104: 宏观流动性与股市走势相关 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 105: 过剩的流动性与 WIND 全 A 走势 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 五、债市：利率上半年仍面临上行压力，配置机会或出现在下半年

### 5.1 货币政策稳量不缩价或是未来一段时间的主基调

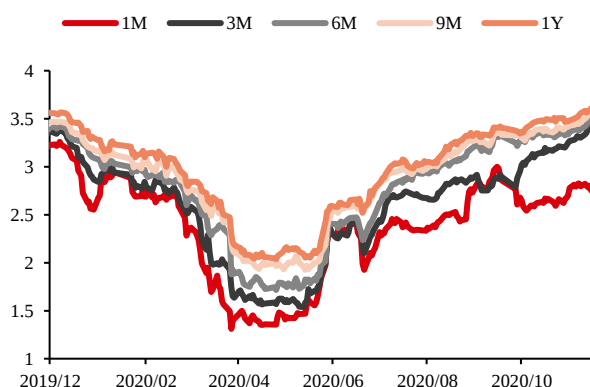
国内经济在疫情之后快速恢复，国债收益率也快速反弹，目前已经超过 2020 年年初水平，11 月份以华晨汽车、紫光集团、永城煤电控股集团等为代表的信用债违约事件连续出现，引发了一定的市场风波，也造成了利率的短期快速上行，但随后上层领导频频发声，“零容忍”严厉处罚各种“逃废债”行为，安抚市场情绪，国债收益率有所下行，但目前仍是高于 2020 年年初水平。AAA 级同业存单利率也迅速反弹，目前在 2020 年年初水平左右。

图 106: 国债收益率已超年初水平 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

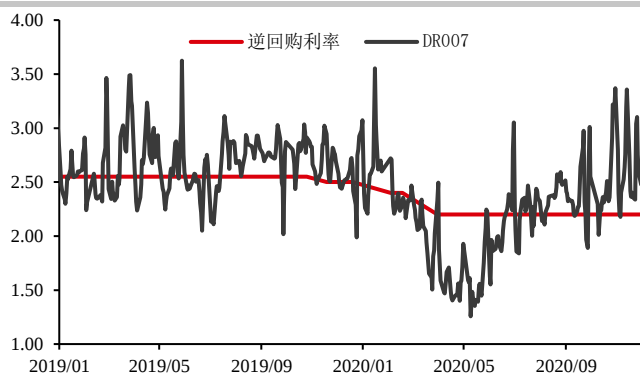
图 107: 同业存单利率也超过年初水平 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

央行在二季度货币政策执行报告中表示，公开市场操作利率和中期借贷便利利率作为市场利率“锚”的作用，指出回购利率、NCD 利率和国债利率均围绕政策利率波动。目前 1 年期同业存单利率偏离 MLF 利率较远，已处于央行非合意水平。

图 108: DR007 在逆回购利率附近 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 109: 同业存单利率偏离 MLF 单位: %



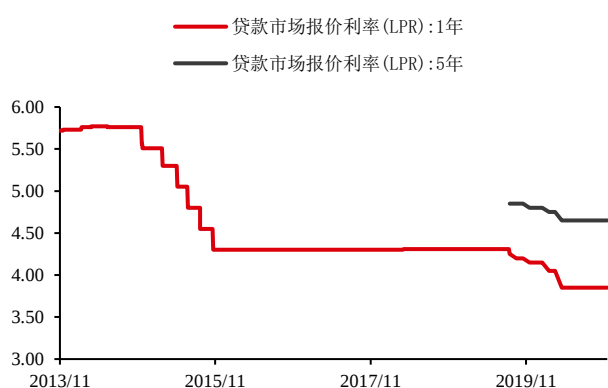
数据来源: Wind 华泰期货研究院

稳量不缩价或是未来一段时间主基调。2020 年 11 月份发布的第三季度货币政策执行报告中指出“把好货币供应总闸门，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”。“闸门”一词自 2019 年二季度货币政策执行报告至今再次被提及。央行行长易纲在 2020 年 10 月份的金融街论坛中表示：“货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来，保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。央行副行长刘国强 11 月份也表示，下一步总体上继续保持松紧适度，同时基于对经济状况的准确评估，不能仓促、不能弱化金融服务实体经济

济效果，要把实体经济服务好，另外也不能出现“政策悬崖”，政策突然中断可能很多方面适应不了，因此调整政策要评估考虑多方因素。

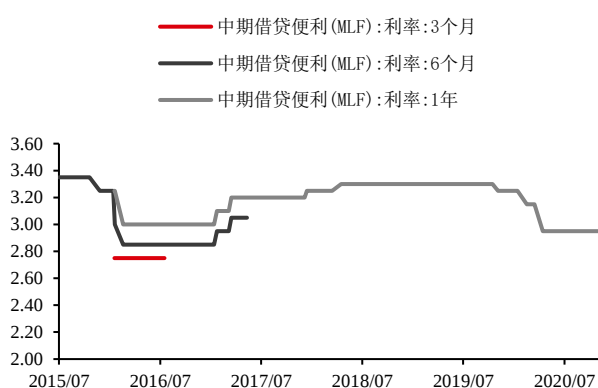
2020 年货币政策仍会保持偏中性，稳量不缩价或是未来一段时间的主基调，这一点从央行近期的操作也可看出端倪，11 月 30 日，央行公告称，为维护月末流动性平稳，当日将开展 2000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，打破了今年以来形成的每月 15 日实施 MLF 操作的惯例。临近月末，央行开展 2000 亿元 MLF 操作，既为平抑中期利率，也是在市场因部分债券违约造成局部流动性紧张时，希望通过投放中期资金托底，维稳市场流动性。

图 110: LPR 利率 5 月份至今未发生变动 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 111: MLF 利率 5 月份至今未发生变动 单位: %

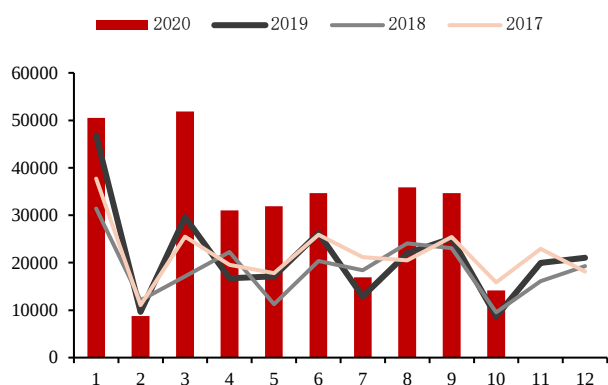


数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 5.2 国内经济加速恢复，短期仍对利率施压

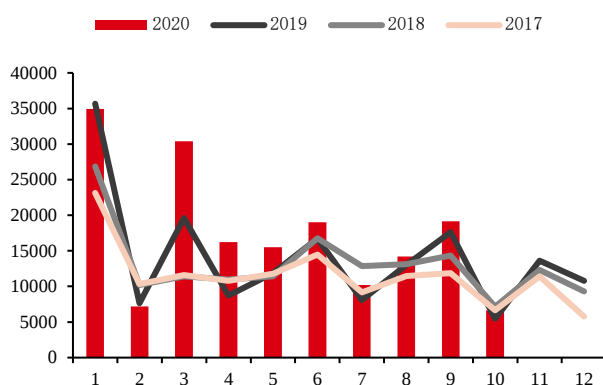
国内经济快速恢复，短期仍会对利率形成压制。金融数据仍会对国内经济形成有效支撑。央行行长易纲表示，今年新增社融 30 万亿元，新增人民币贷款 20 万亿元。2020 年 1 月份至 10 月份，社融新增量累计超 30 万亿元；新增人民币贷款前十月超 17 万亿元，目前 2020 年新增社融量已经超出上层预期，经济金融数据的超预期对国内经济产生支撑，短期利率仍有压力。

图 112: 10 月份社融仍处高位 单位:亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

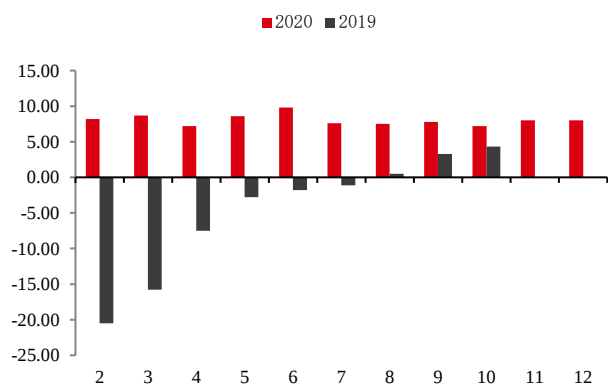
图 113: 10 月新增贷款超历年平均水平 单位: 亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

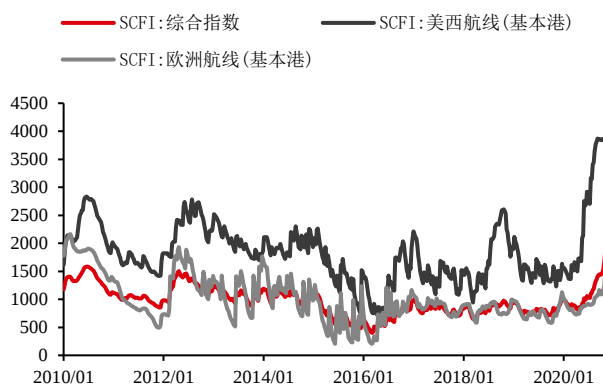
出口以及消费逐步回稳。消费端在逐渐的恢复，最为疲软的社会消费品零售端已经连续三个月同比为正。国内进出口贸易强劲，1-10月，中国进出口总额达25.95万亿元人民币，同比增长1.1%，规模创历史同期新高。上海集装箱运价指数显示我国出口贸易持续回暖，指数刷新阶段新高。

图 114: 社零消费已经连续3个月同比为正 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

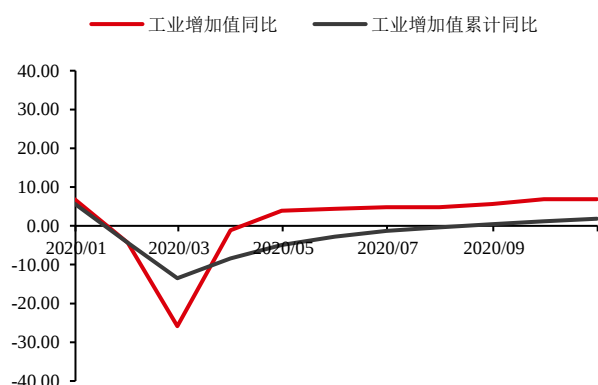
图 115: 航线指数延续上涨趋势 单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

国内工业生产稳步恢复。10月份，规模以上工业增加值同比实际增长6.9%，增速与9月份持平。从环比看，10月份，规模以上工业增加值比上月增长0.78%。1—10月份，规模以上工业增加值同比增长1.8%。

图 116: 工业增加值累计同比继续抬升 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 117: 私营企业累计利润同比同比转正 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

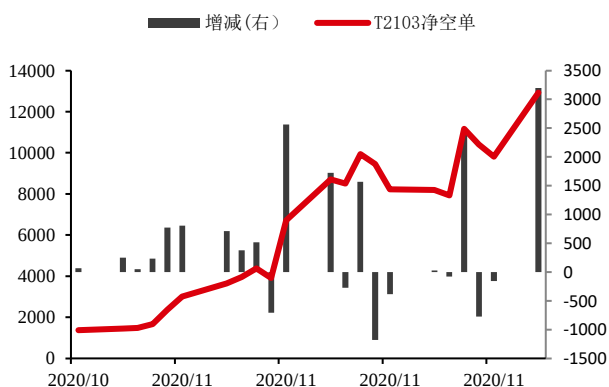
经济的持续强劲叠加近期信用债违约担忧, 国债期货近期走势相对偏弱, 国债期货 5 月份至今延续偏弱走势, 10 年期国债期货从高点 105 元左右一直下行至目前的 97 元左右。向前看, 短期国债期货预计仍会延续偏弱走势, 从期货的持仓结构来看, 目前 T2103 仍以净空单为主, 且 11 月 30 日净空单大幅增加, 投资者对于未来月份的国债期货仍持偏空观点。

图 118: 国债期货走势延续偏弱趋势 单位:元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 119: 市场对于未来国债持偏空态度 单位: 手



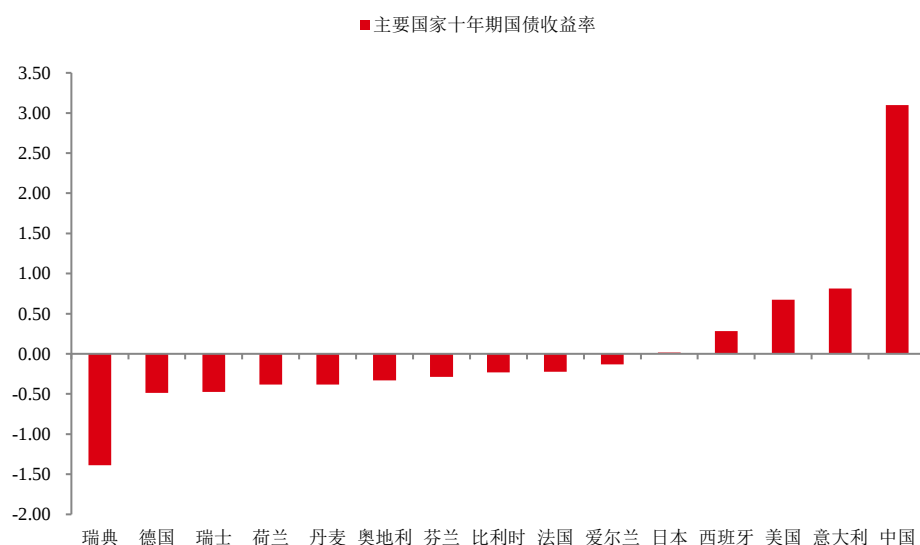
数据来源: Wind 华泰期货研究院

### 5.3 2021 年债券配置端的新动能: 外资和银行资金

中国国债收益率目前处于阶段高位, 相对其他国家具有较强的吸引力, 以十年期国债收益率为例, 中国十年期国债收益率在全球主要国家中排名靠前, 中国国债收益率处于较高位置在一定程度上吸引国外资金的配置。

图 120: 中国十年期国债收益率排名靠前

单位: %

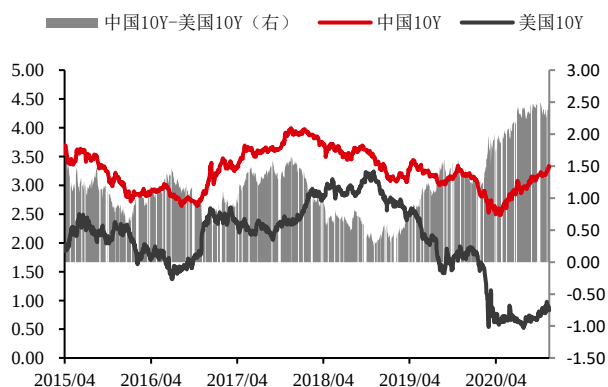


数据来源: Wind 华泰期货研究院

目前中美利差也处于较高位置, 10 年期国债利差已经超过 2011 年高点, 逼近 250BP。且美国联邦储备委员会官员曾表示, 在通货膨胀率至少几个月内达到 2% 且实现充分就业之前, 美联储不会考虑上调联邦基金利率目标区间。这也意味着在未来相当长的一段时间内, 美债利率均会维持低位, 我们预计中美利差会在较长的时间内保持在较高水平。国内利率处于高位以及中美利差较大会在一定程度上吸引境外资金的配置, 截至 2020 年 10 月度, 境外资金持有中国债券市值超过 29000 亿元。

图 121: 中美利差处于高位

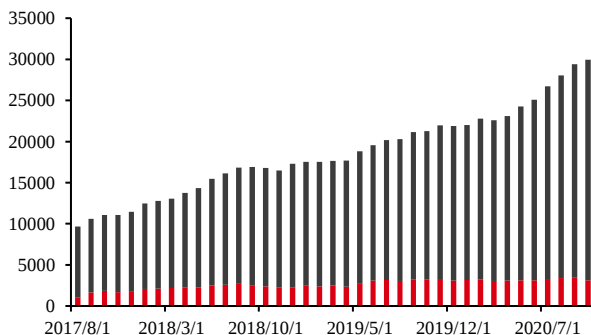
单位: %, BP



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 122: 外资目前持有中国债券超 2.9 万亿 单位: 亿

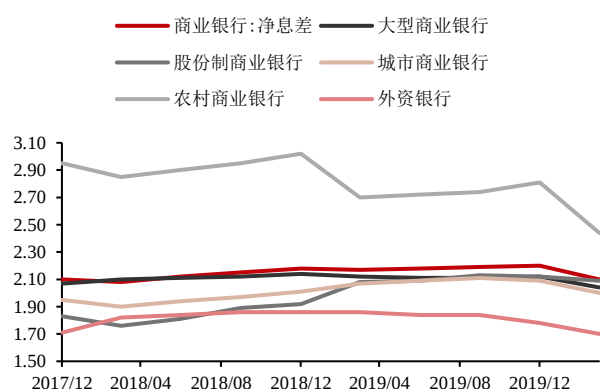
■ 债券通: 境外持有量: 上清所 ■ 债券通: 境外持有量: 中央结算公司



数据来源: Wind 华泰期货研究院

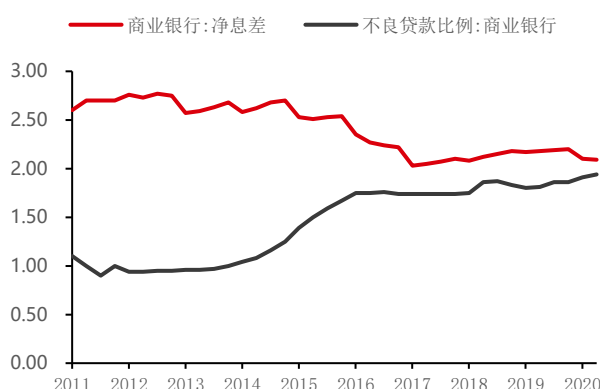
贷款利率拐点已现，叠加国债收益率处于较高位置，将会吸引银行资金的配置。新冠疫情发生后，央行采取多种措施积极为中小企业纾困，引导金融机构针对疫情风险分区分级提供差异化金融服务，根据疫情防控进展先后安排 3000 亿元专项再贷款、5000 亿元再贷款再贴现额度、1 万亿元再贷款再贴现额度共计 1.8 万亿元，充分发挥再贷款再贴现的精准滴灌作用，同时降准降息。对于商业银行来讲，资产端收益快速下行，但是负债端成本下行相对较慢，这也在一定程度压制商业银行的净息差，新冠疫情爆发以来，银行业为支持实体经济做出了巨大的贡献，代价是信贷公共资源急剧消耗，金融风险积累，净息差的不断压缩，同时面临不断上升的不良贷款比例。在这种情况下，与贷款相比，投资债券具有一定的优势。

图 123: 商业银行净息差 逐渐减小 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 124: 商业银行不良贷款率上 单位: %

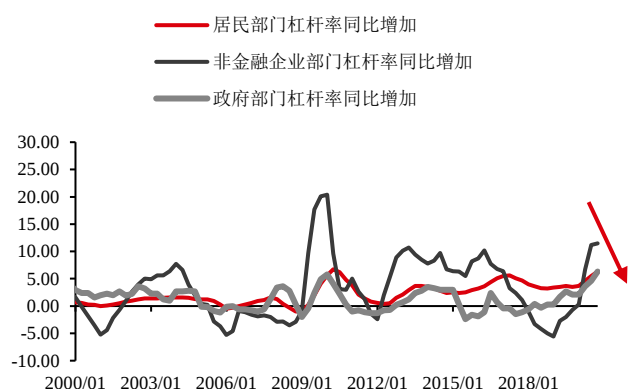


数据来源: Wind 华泰期货研究院

#### 5.4 2021 年国债节奏: 上半年仍有利率上行压力, 债券配置机会或在下半年

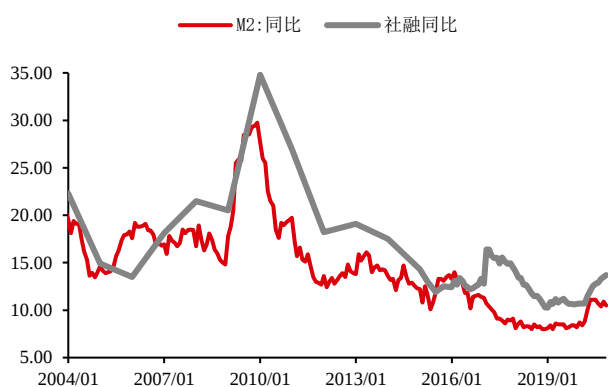
通过观察债务周期, 国内的债务周期大概 3-4 年左右, 疫情导致本轮国内宏观杠杆率大幅攀升, 目前无论是居民部门、政府部门还是非金融企业, 杠杆率对应的同比增幅均处于近几轮债务周期高点, 在三季度的货币政策执行报告中, 强调“跨周期调节”、“把好货币供应总闸门”的情况下, 未来 M2 增速将确定性下行, 2021 年一季度开始紧信用概率较大。未来杠杆率的同比增幅将转而向下, 实体部门杠杆率领先 PPI 大约半年左右, 同时考虑到实体部门杠杆率的可能变动情况, 明年 PPI 大概率先上行后下行。利率的中枢与通胀中枢走势较为一致, 考虑到 PPI 2021 年的可能走势, 2021 年国债收益率大概率前高后低, 债券的最好配置机会或在下半年。

图 125: 本轮债务周期预计快到顶部 单位:%



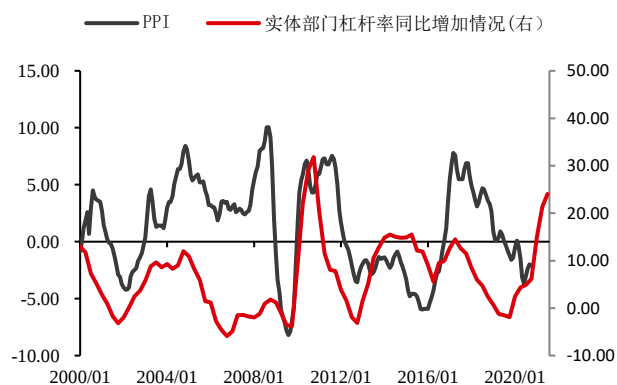
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 126: 社融同比增速高点或已现 单位: %



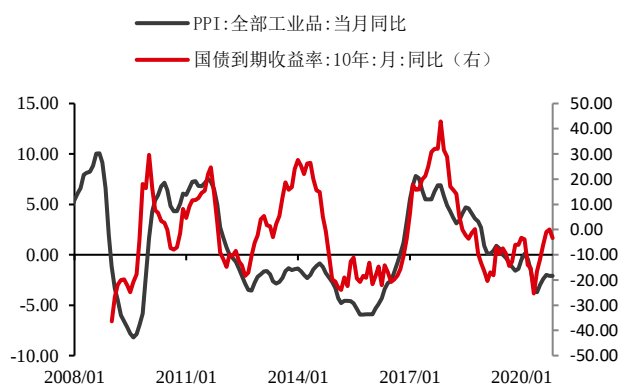
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 127: 实体部门杠杆率同比领先 PPI 约半年 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 128: 利率中枢与通胀中枢较为一致 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 六、风险展望和分析

### 6.1 明年春季疫情隐忧及疫苗开发遇阻风险

明年春季新冠疫情爆发隐忧犹存:

1、部分海外国家风险较高: 欧洲、美国、巴西、印度。

2、国内风险低: 国内防控体系健全, 国民防护意识高, 或出现局部散发, 大范围爆发可能性较低。

全球新冠疫苗开发遇阻风险:

虽然世卫组织负责人表示，全球约 200 种疫苗处试验阶段；我国多种疫苗进入临床三期试验；中、俄疫苗已于 8 月授权紧急使用许可；预计今年 12 月或明年 1 月美、英疫苗可获批准紧急使用；但是，大规模应用时间较长久，美国疫苗要到明年一季度才能“以有效的方式”提供，美国传染病专家福奇指出，到明年 8 月份，大部分美国人才能有足够疫苗接种。

最新消息显示，印度哈里亚纳邦卫生部兼内政部部长阿尼尔·维吉在接种印度巴拉特生物技术公司生产的“Covaxin”新冠病毒疫苗几天后，仍然感染新冠病毒。这也引发了市场对于各国疫苗有效性的担忧。

## 6.2 明年国内部分信用违约或有序定向爆破

近期信用违约事件频发且蔓延至国企。10 月份以来，辽宁省属的华晨汽车信用债违约、沈阳盛京私募债违约、河南省属永煤超短融到期违约、青海省属青国投和清华控股旗下紫光集团债券收益率大幅上行，其中不乏 AAA 评级，引发了市场对地方国企和 AAA 评级债券的信任危机。

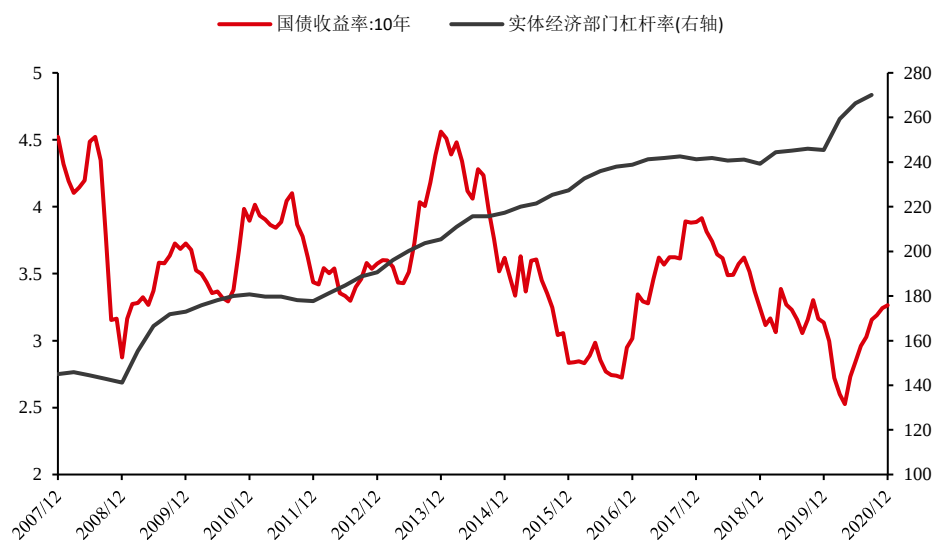
11 月 23 日，包商银行进入破产程序也为更多中小银行敲响警钟。在不良贷款回升以及央行推动打破刚兑的背景下，不排除更多“包商银行”的出现。并且未来中小银行业务开展也将受到全面影响，出现投顾业务收缩，赎回定制化产品，甚至持续缩表等压力。不过包商银行事件也是我国运用新机制处置银行风险的重要尝试，最终结果显示新型银行风险处理机制是有效可行的，有利于实现金融市场整体稳定。

目前，我们认为，短期发生违约的规模和数量没有构成系统性风险，并且融资环境仍处于信用宽松阶段，加之近期央行投放 8000 亿一年期流动性，财政部下达 2000 亿元新增专项债券支持化解地方中小银行风险，短期对市场冲击有限。

明年国内部分信用违约或有序定向爆破。近期央行行长发布论文指出，金融资产风险向银行部门集中，须着力稳住宏观杠杆率。只有发展好直接融资尤其是股权融资，才能够减少对银行债权融资的过度依赖，从而实现在稳住杠杆率的同时，保持金融对实体经济支持力度不减的目标。银保监会主席前期讲话也指出，预计今年全年银行业将处置不良贷款 3.4 万亿元，明年的处置力度会更大，因为很多贷款延期了，一些问题明年才会暴露出来。

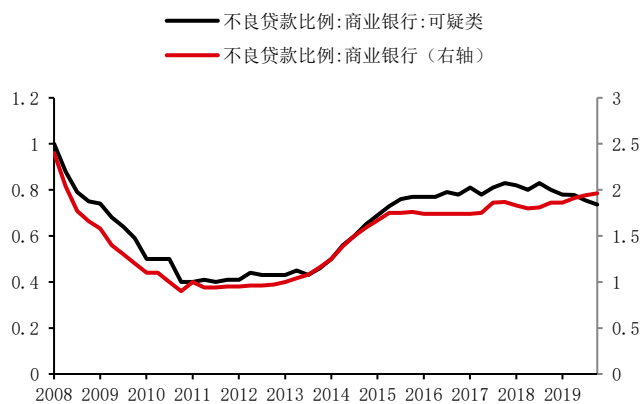
明年有些信用债务违约后，加之顺周期中银行的信用偏紧，政府或选择市场化出清，可能不兜底，或引发市场流动性偏紧、利率上行。

图 129： 受疫情冲击今年以来我国实体杠杆率再度飙升，与此同时国债利率也回到疫情前水平  
单位：%



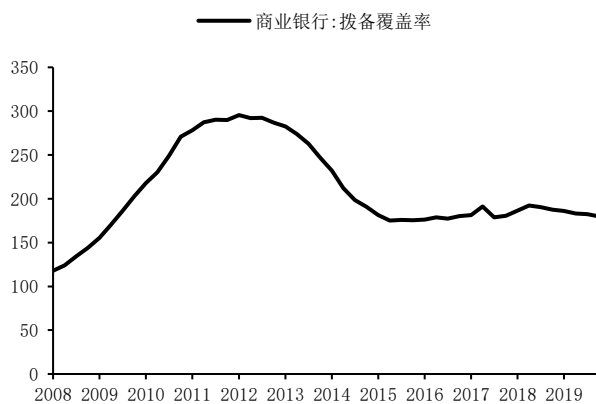
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 130： 商业银行的不良贷款情况 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 131： 商业银行的拨备覆盖率 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

## ● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com