

2020年12月21日

金信期货研究院

刘文波

·从业资格编号 F3070864

·投资咨询编号 Z0015179

联系人：杨谱

从业资格编号 F3078457

天道运行气频更，因循因循又逢春

——2021年宏观经济展望与商品配置建议

内容提要

全球疫情将逐步受控，经济趋势复苏

2021年，全球疫情进入平台期，叠加全球逐步接种新冠疫苗，疫情对经济的影响将逐步消退，全球复工复产提升和需求趋势回暖确定，国外货币非常规刺激政策将逐步退出。

拜登视中国为战略竞争对手，对华全面扼制的战略不变，或重新评估对华关税，在人权问题上对中国施压。我国地缘政治或紧张，但中美贸易关系或缓和。

中国政策收敛但不急转弯，通胀趋势回升

12月经济工作会议判断，明年国内外经济将趋势复苏，但复苏不稳定不平衡。宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯。

我们判断，2021年，人民币兑美元有可能趋势贬值；非常规货币政策的退出，货币政策边际收敛，但对经济的冲击较小；稳定实体经济部门杠杆率；M2同比和社融存量同比趋势缓慢回落；中国实际贷款利率高位回落，或紧信用；通胀上半年趋势回升，下半年PPI和CPI走势或分化。

中国消费和制造业复苏双轮驱动经济增长

2021年，基建和房地产投资增速大概率放缓，国外生产恢复使我国出口承压，驱动经济增长的主动动力是消费和制造业投资的恢复。

按照IMF对全球经济体GDP实际增长率的预测，2021年中国的增速远高于欧美和新兴经济体，由于消费增速将回归GDP增速，预计消费将成为拉动2021年经济增长的主动动力。

我们判断，2021年，全球需求趋势性回暖确定，全球制造业补库存周期开启，驱动制造业投资增速趋势回升。

大类资产配置建议：股票>商品>债券

2021年或处低利率、通胀回升和产出缺口攀升时期，股票和商品价格上涨的概率较大。上半年或为类强复苏期，大类资产配置建议：股票>商品>债券，另外，商品有阶段性行情，需求迅速恢复的品类上涨幅度大；下半年前半段，类弱滞胀期，资产配置建议：债券>股票>商品；下半年后半段，类复苏期，大类资产配置建议：股票>商品>债券。

风险提示

海外疫情超预期爆发，全球贸易摩擦加剧，经济复苏不及预期

请务必仔细阅读正文之后的声明



扫码关注获取更多资讯

目录

一、全球疫情将逐步受控，经济趋势复苏	4
(一) 全球疫情蔓延，欧美疫苗接种有序推进.....	4
1、全球疫情仍快速蔓延，但疫情管控措施或不会大幅增加.....	4
2、疫苗进展超预期，逐步全面接种	5
(二) 疫情对全球经济的拖累将逐渐减小	6
1、全球经济活跃度将趋势回升	6
2、全球制造业 PMI 回暖.....	7
3、全球补库存周期开启，但节奏不同	7
(三) 欧美或维持货币宽松至后疫情经济复苏阶段.....	8
(四) 美国政策短期维持宽松，中美贸易摩擦或边际缓和.....	9
1、美国纾困法案有望近期落地	9
2、美国短期宽松货币政策环境不变	9
3、拜登上台，我国地缘政治或紧张，但中美贸易关系或缓和.....	11
二、中国政策收敛但不急转弯，通胀趋势回升	12
(一) 人民币兑美元有可能趋势贬值	12
(二) 中国非常规货币政策的退出对经济的冲击较小.....	13
(三) 国内政策不“急转弯”，注重“科技”和“需求”	14
(四) 货币政策边际收敛，资产定价的逻辑为经济基本面修复.....	16
(五) 实体经济杠杆率快速攀升，2021 年将稳杠杆.....	17
(六) M2 同比和社融存量同比趋势缓慢回落	18
(七) 中国实际贷款利率高位回落，2021 年或紧信用.....	19
(八) 通胀上半年趋势回升，下半年 PPI 和 CPI 走势或分化.....	20
三、中国消费和制造业复苏双轮驱动经济增长	21
(一) 消费或成为拉动 2021 年经济增长的主动力.....	21
(二) 经济复苏驱动制造业投资增速逐步加速.....	23
1、我国制造业投资增速与库存增速相关性或提高.....	23
2、PPI 同比回升周期开启或促使库存回补	24
3、制造业营收增速正逐步回升，需求好转由下游传导至中上游.....	27
4、制造业投资好转正由下游传导至中上游	27
四、中国出口承压，基建和房地产对经济的拉动或转弱	28
(一) 短期出口增速有支撑，长期出口压力大.....	28

1、出口金额同比曲线斜率转平或转负	28
2、长期，我国出口承压	30
3、国外需求强于产出，国内相反	31
4、中美贸易摩擦不能解决美国贸易赤字问题	32
5、维护好与东盟、欧盟和美国的贸易伙伴关系仍是重中之重.....	32
6、我国出口依存度快速下降，并非趋势	33
(二) 基建、房地产投资增速斜率逐渐转平.....	34
1、基建投资：增速斜率或走平	34
2、房地产投资：进入低增长期	36
五、商品配置建议	40
(一) 大类资产配置建议：股票>商品>债券	40
(二) 股票和商品价格涨跌具有明显的季节性.....	42
1、股票价格涨跌具有明显的季节性	42
2、商品价格涨跌具有明显的季节性	42
(三) 在经济周期不同阶段商品价格涨跌分析.....	43
1、中国 GDP 产出缺口走势判断	43
2、以 PPI 划分经济周期下的商品涨跌	44
3、以 CPI 划分经济周期下的商品涨跌	45
风险提示	45
重要声明	46

2021 年，全球疫情进入平台期，叠加全球逐步接种新冠疫苗，疫情对经济的影响将逐步消退，全球复工复产提升和需求趋势性回暖确定，国外货币非常规刺激政策将逐步退出。

2020 年得益于逆周期调节和国内外疫情的巨大差异，我国基建投资、房地产投资和出口恢复快，需求回升慢。预计 2021 年我国财政政策和货币政策边际收敛，基建和房地产投资增速大概率放缓，国外生产恢复使我国出口承压。明年驱动经济增长的主动力是消费和制造业投资的恢复。

一、全球疫情将逐步受控，经济趋势复苏

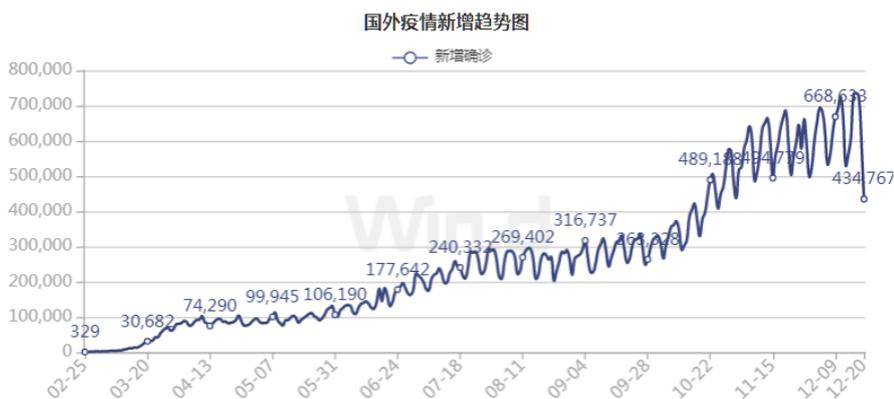
(一) 全球疫情蔓延，欧美疫苗接种有序推进

1、全球疫情仍快速蔓延，但疫情管控措施或不会大幅增加

预计全球疫情快速蔓延将持续至明年一季度，随着气温回升和疫苗加速接种，二季度全球疫情快速蔓延势头大概率得到遏制，明年下半年新冠肺炎新增确诊人数或趋势下降。

9-12 月全球（中国之外）新冠肺炎每日新增确诊人数持续攀升，12 月 17 日录得新增确诊人数最高值（突破 73.5 万），近期在 65 万附近高位震荡。随着部分国家疫情蔓延速度降低，一些国家正逐步放松疫情管控，比如法国当地时间 11 月 28 日启动第二轮“解封”，法国里昂和巴黎 11 月 28 日较 11 月 22 日活动指数分别上升 13 个和 15 个百分点。随着疫苗接种来临，预计全球疫情管控措施不会大幅增加，避险情绪或低迷，如果有更多的国家跟随放松疫情管控措施，则全球复苏或逐渐进入加速通道。

图 1：国外新冠肺炎新增确诊人数：单位：例



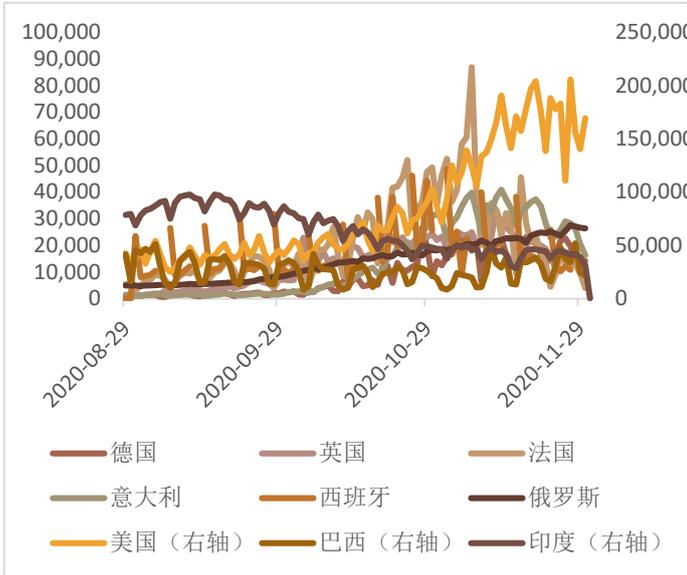
资料来源：Wind，金信期货研究院

新冠病毒疫苗正稳步推进，但全球疫苗普遍接种或要等到 2021 年夏季。据 Wind，目前海外疫苗研发进度较快的是辉瑞、Moderna 及阿斯利康。

值得注意的是：12 月中旬英国发现了冠状病毒的一个新毒株，有科学证据表明，这种新变种的传播速度比以前的毒株快得多，是该国近些天感染激增的元凶。政府官员称，过去一周（12 月 14 日当周）伦敦的 Covid-19 感染率几乎翻了一番，其中近 60% 是这种新毒株。12 月 20 日起，伦敦实施 4 级防控，除非因为工作、教育和医疗卫生原因，否则人们必须待

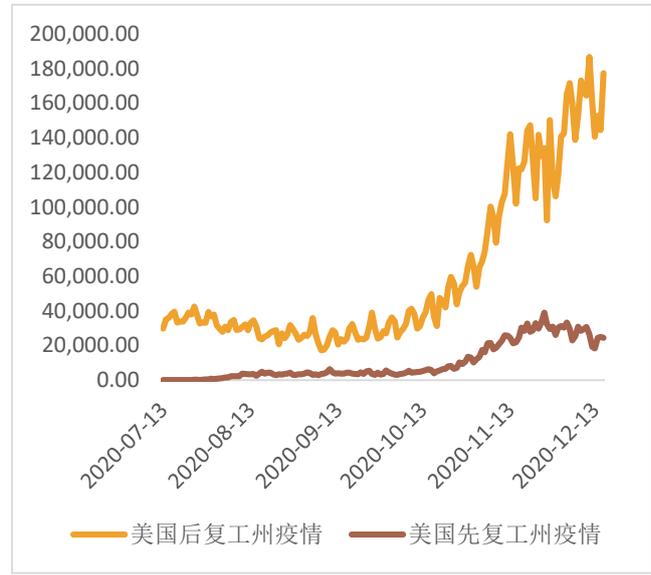
家里；基本禁止多家庭聚会，圣诞节泡沫也不例外；所有非必要商店、室内休闲娱乐场所、美发沙龙等个人护理店铺都将关闭。

图 2：部分大国新冠肺炎新增确诊人数：单位：例



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 3：美国新冠肺炎新增确诊人数：单位：例



资料来源：Wind，金信期货研究院

2、疫苗进展超预期，逐步全面接种

疫苗主要产能：

2020 年：辉瑞&BioNTech，1 亿剂；Moderna，2000 万剂；科兴生物，1 亿剂；其他产能不明。

2021 年：预计中国 10 亿剂以上；预计美欧 80 亿剂以上。

接种方案：

美国：12 月接种 2000 万人，明年 5 月接种人口的 70% 实现“群体免疫”。

欧洲：预计欧洲接种进程慢于美国，英、法、德或率先接种，2-3 季度或能达到“群体免疫”，其他欧洲国家或要到明年底或后年整体达到“群体免疫”；

中国：由于中国疫情得到有力的控制，中国有时间筛选最佳疫苗，预计中国明年只有部分人群接种（如老年人和医护工作人员）。

其他新兴经济体：接种节奏差异巨大，整体达到群体免疫预计要 2-4 年。

美国食品药品监督管理局（FDA）工作人员出具的一份报告显示，辉瑞和 BioNTech SE 的疫苗在预防新冠病毒方面高度有效，且没有防止其获得紧急使用授权的安全隐患。FDA 网站上的报告呼应了两家制药公司披露的试验结果，即疫苗在预防有症状的新冠病毒感染方面有效性达 95%。报告还表示，两个月的试验数据并没有揭露严重的安全问题。特朗普政府的官员已经表示，疫苗获批，可以在 24 小时之内开始部署和投放，可立即供应 640 万剂。年底前，辉瑞和 Moderna 预计可总计提供多达 4000 万剂疫苗，由于疫苗分两剂接种，因此可以为 2000 万人提供免疫。

当地时间 12 月 2 日，英国政府宣布，已经根据药品监管部门的独立建议批准了辉瑞的

新冠疫苗，该疫苗逐步在全英国销售，于 12 月 7 日接种。英国疫苗接种和免疫联合委员会建议，敬老院的居民和工作人员应首先注射疫苗，然后是 80 岁以上的老年人和普通卫生工作者。英国目前已订购 4000 万剂辉瑞疫苗、700 万剂 Moderna 疫苗。

德国疫苗监管机构负责人称，预计欧洲新冠疫苗在 2021 年初获批。

(二) 疫情对全球经济的拖累将逐渐减小

1、全球经济活跃度将趋势回升

明年一季度疫情大概率仍快速蔓延，全球经济活跃度提升或缓慢，因疫苗接种有序推进，剧烈的疫情管控措施或难再现。一季度后疫情大概率逐步受控减轻，全球经济活跃度或趋势较快速的回升。

全球疫情快速蔓延，部分国家加大疫情管控措施，全球复工复产或转慢，我国工业增加值同比仍承压。9-12 月全球（中国之外）新冠肺炎每日新增确诊人数持续攀升，12 月 16 日录得新增确诊人数最高值。我们认为，当前处秋冬季正是呼吸道疾病高发期，气温降低也有利于病毒在空气中更长时间保持活性，疫情快速蔓延或仍持续，疫情反弹国家经济活动或转慢，全球需求回暖料疲弱。近期虽然全球部分大城市经济活跃度有所回升，但随着疫情的快速蔓延，部分国家和地区已经加大疫情管控措施，全球经济活跃度回升幅度或减小甚至转跌。据 Citymapper 统计的 39 个全球大城市数据，12 月 12 日全球主要 39 个大城市活动指数均值为 34.1%，较 11 月 29 日的 31.3%，上升 2.8 个百分点，连续 2 个月放缓后反弹，显示全球经济活跃度提升。

表 1：主要城市活动指数

国家	城市	12月12日	12月6日	11月29日	11月22日	11月15日	11月8日	3月15日
美国	旧金山	7%	8%	8%	9%	10%	10%	57%
土耳其	伊斯坦布尔	13%	27%	35%	41%	54%	56%	93%
美国	芝加哥	15%	14%	13%	17%	18%	20%	78%
美国	洛杉矶	15%	16%	15%	18%	18%	18%	71%
美国	西雅图	16%	13%	13%	14%	15%	15%	47%
美国	华盛顿	16%	12%	11%	14%	15%	15%	66%
美国	波士顿	19%	17%	15%	20%	22%	22%	64%
丹麦	哥本哈根	21%	32%	31%	33%	31%	32%	54%
意大利	米兰	22%	19%	16%	14%	13%	22%	9%
美国	费城	22%	21%	20%	23%	25%	27%	70%
荷兰	阿姆斯特丹	25%	20%	20%	19%	18%	19%	68%
美国	纽约	25%	23%	20%	25%	27%	28%	67%
韩国	首尔	25%	27%	30%	35%	42%	41%	42%
奥地利	维也纳	26%	21%	18%	20%	27%	31%	69%
墨西哥	墨西哥城	27%	26%	27%	26%	28%	26%	95%
加拿大	温哥华	27%	28%	27%	28%	27%	31%	83%
德国	汉堡	28%	34%	32%	33%	36%	40%	64%
加拿大	蒙特利尔	28%	27%	28%	26%	26%	27%	91%
德国	鲁尔	28%	30%	30%	32%	31%	31%	60%
加拿大	多伦多	28%	27%	27%	32%	33%	35%	84%
西班牙	巴塞罗那	32%	34%	33%	28%	30%	27%	61%
德国	柏林	32%	34%	33%	34%	35%	38%	69%
葡萄牙	里斯本	34%	37%	43%	45%	44%	49%	87%
意大利	罗马	34%	32%	33%	32%	33%	35%	16%
比利时	布鲁塞尔	36%	35%	32%	31%	28%	28%	71%
美国	圣保罗	40%	30%	32%	30%	32%	30%	104%
瑞典	斯德哥尔摩	41%	46%	45%	46%	51%	56%	73%
中国	香港	42%	46%	54%	59%	60%	60%	54%
澳大利亚	墨尔本	43%	33%	31%	28%	27%	25%	97%

俄罗斯	莫斯科	46%	46%	47%	47%	48%	47%	98%
法国	里昂	49%	42%	32%	28%	25%	26%	86%
英国	曼彻斯特	49%	40%	32%	33%	33%	42%	89%
英国	伯明翰	51%	45%	40%	41%	41%	49%	91%
法国	巴黎	53%	43%	33%	28%	25%	26%	77%
英国	伦敦	54%	44%	30%	30%	28%	39%	83%
西班牙	马德里	54%	50%	48%	49%	47%	45%	46%
澳大利亚	悉尼	54%	49%	48%	45%	45%	43%	93%
俄罗斯	圣彼得堡	59%	54%	60%	57%	62%	65%	101%
新加坡	新加坡	93%	80%	79%	76%	75%	74%	86%
平均值		34.1%	32.4%	31.3%	31.9%	32.9%	34.6%	72.2%

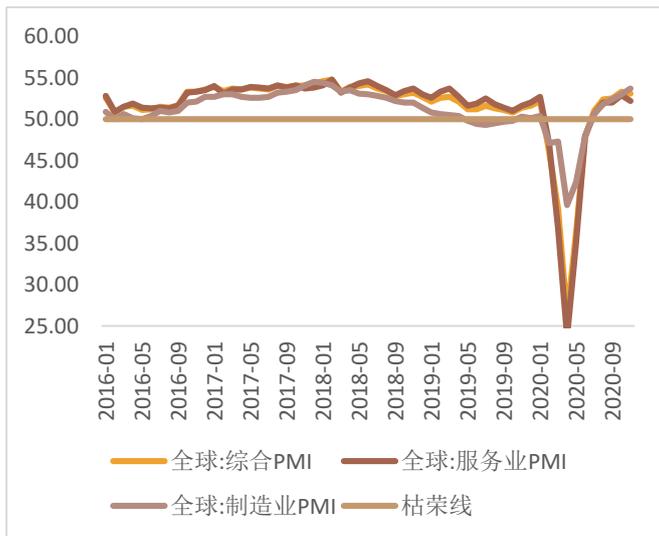
资料来源: Citymapper, 金信期货研究院

2、全球制造业 PMI 回暖

2020 年年中以来美国、欧元区、中国、日本制造业 PMI 攀升, 全球经济活跃度攀升。全球制造业 PMI 已经回升至枯荣线上方, 随着全球复工复产稳步提升, 直至 2021 年年底全球经济景气度有望趋势上升, 全球经济正从疫情冲击中恢复。

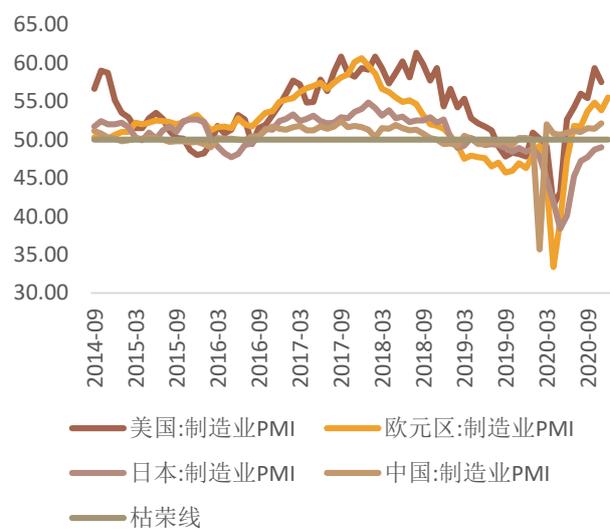
我们认为, 如果全球疫情可控, 疫情不导致封锁措施大幅增强, 那么疫情对经济复苏的拖累有限, 全球经济景气度有望维持趋势向上的局面。

图 4: 全球 PMI 重回枯荣线上方



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 5: 主要经济体景气度趋势攀升



资料来源: Wind, 金信期货研究院

3、全球补库存周期开启, 但节奏不同

美国、欧盟、日本和韩国工业生产 2020 年 4 月、5 月大幅下滑, 6-8 月趋势回升, 显示疫情对全球企业生产的影响渐小。

因为全球疫情在 2020 年 9 月开始大幅反弹, 部分国家和地区疫情对经济的拖累在 2020 年 10-12 月加大, 需求恢复有所放缓。

2021 年欧美将加快疫苗的接种, 疫情管控措施大概率趋势放松直至取消, 全球工业产能将较快速有序释放。

由于 2020 年欧美生产恢复大幅低于消费, 使得欧美的库存去化较快。当前美国已经有

开启补库存的迹象，根据美国 PPI 同比走势判断，需求的走高使企业产品价格同比攀升，企业产成品库存明显去化后，有望开启一轮补库存周期；日本产成品库存同比仍在去化中，当前处于同比的历史低位，生产同比在 9-10 月回升，预计 2020 年年底 2021 年年初逐步开启库存回补；中国与欧美国家的不同在于，2020 年中国生产明显强于消费，中国进出口占全球的比例快速攀升，随着明年国外产能的恢复，中国企业产能提升幅度或明显小于欧美，中国补库存的力度或小于欧美，大致节奏或是 2021 年上半年中国产能较明显强于欧美，2021 年下半年中国产能强过欧美的程度较明显减弱。

图 6：美国库存同比反弹



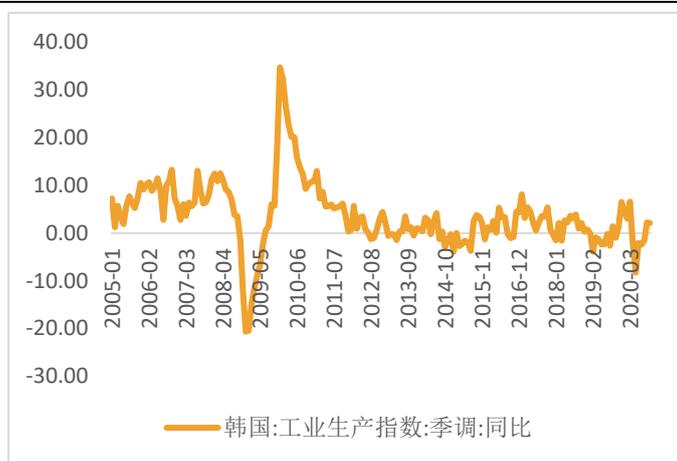
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 7：日本库存同比仍在下探



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 8：韩国工业产出同比反弹



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 9：中国库存同比回落



资料来源：Wind，金信期货研究院

(三) 欧美或维持货币宽松至后疫情经济复苏阶段

美国 3 月以来实施了有史以来最宽松的货币政策，降息 150BP 使利率区间为 0%-0.25%，无限量 QE。当地时间 12 月 16 日，美联储宣布维持联邦基金利率在接近零的目标区间不变，并表示将继续为经济提供强力支持。美联储重申其使用货币政策工具支持遭受病毒疫情打击的经济的承诺。美联储官员表示，他们将按目前的速度继续执行美联储的资产购买计划，“直

到委员会在实现最大就业和价格稳定这两个目标方面取得实质性进展为止”，这意味着美联储的量化宽松（QE）政策将继续执行，并可能延续到后疫情的经济复苏阶段。

欧洲央行公布利率决议，维持三大关键利率水平不变。不过，欧洲央行将目前规模已达 1.35 万亿欧元的欧洲紧急抗疫购债计划（PEPP）再增加 5000 亿欧元。欧洲央行称，PEPP 将至少持续至 2022 年 3 月底，此前为持续至 2021 年 6 月底。这意味着 PEPP 将至少延长 9 个月。上一次欧洲央行扩大 PEPP 规模是在 6 月的议息会议后，当时增加了 6000 亿欧元，将 PEPP 规模推高至 1.35 万亿欧元。此外，本次议息会议后，欧洲央行将依据资产购买计划每月购债 200 亿欧元，与此前一致，低于市场预期的可能将这一计划调高至 400 亿欧元/月。欧洲央行称，PEPP 将持续到危机阶段结束。

（四）美国政策短期维持宽松，中美贸易摩擦或边际缓和

1、美国纾困法案有望近期落地

美众议院议长佩洛西、参院多数党派领袖麦康奈尔、参院少数党领袖舒默、财政部长姆努钦及众院少数党领袖麦卡锡周二（12 月 15 日）召开会议，讨论了全面的政府支出法案，以及预计可能附加其中的抗疫纾困刺激方案。据四位知情人士透露，预计法案规模不到 9000 亿美元。两位知情人士称，磋商中的纾困法案包含给个人发补贴和补充失业保险，但不包含企业免责条款和向州及地方政府直接提供援助。先前据两位知情人士透露，国会两党领袖接近就纾困方案达成协议。预计佩洛西、舒默、麦康奈尔和麦卡锡周三（12 月 16 日）将继续会谈。麦康奈尔周三（12 月 16 日）在参议院称，国会领导层朝着敲定可获得参众两院通过的定向纾困方案取得重大进展。他表示，国会领导人同意达不成法案就不离开华盛顿。预计国会将公布 1.4 万亿美元的综合政府支出法案，用于满足 2021 财年的政府运作预算需求。这项法案必须于本周通过并签署立法，以免周六（12 月 19 日）政府陷入停摆。

美国国会领导人及其幕僚们继续敲定一项近 9000 亿美元的新冠救助计划的细节，以期最早能在 12 月 17 日公布。白宫一位发言人说，政府对协议即将达成“持乐观态度”。包括美国参院多数党派领袖麦康奈尔、众院议长佩洛西、参院民主党领袖舒默和众院共和党领袖麦卡锡在内的谈判人员 12 月 16 日再次开会讨论抗疫纾困刺激方案。

我们认为，因拜登已经确认当选美国总统且美国疫情对经济的拖累仍十分明显，近期美国两党基于选举博弈考虑的谈判僵局料将打破，财政政策有望在近期快速出台。

2、美国短期宽松货币政策环境不变

12 月 16 日，美国联邦公开市场委员会（FOMC）公布最新利率决议，将基准利率维持在 0%-0.25% 区间不变，将超额准备金率（IOER）维持在 0.1% 不变，将贴现利率维持在 0.25% 不变，符合市场预期。美联储表示，将继续每月至少购买 1200 亿美元的债券，“直到在实现委员会的最大就业和价格稳定目标方面取得实质性进一步进展为止”。“这些资产购买有助于促进平稳的市场运作和宽松的金融条件，从而支持信贷流向家庭和企业。”

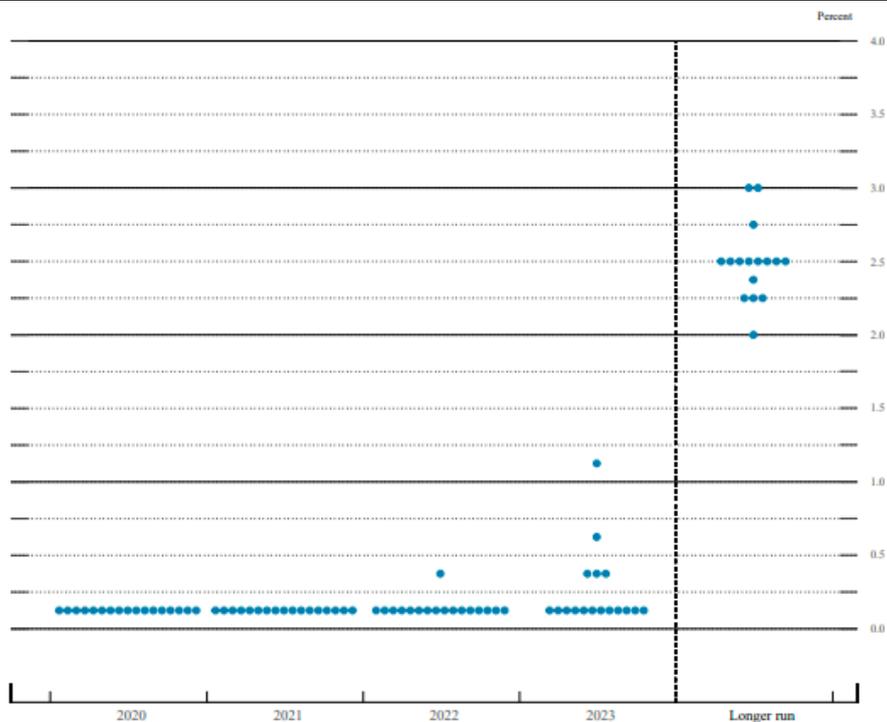
美联储没有调整购债计划，低于市场预期，但强化购债承诺。美联储在声明中表示，将继续每月至少购买 1200 亿美元的债券，直到“最大就业和价格稳定目标取得”实质性进展，而前期表述的期限“未来数月”要明确许多。

美联储对经济和就业前景较9月更加乐观,2020年美国GDP萎缩幅度小于9月的预测,2021年和2022年的增速高于9月的预测。12月美联储点阵图显示,美联储预计将维持利率在当前水平直至2023年,与9月一致。

美联储主席鲍威尔在美联储利率决议后的新闻发布会上表示,美联储致力于实现政策目标,货币政策将继续为经济提供强有力的支持。重申美国经济前景面临不确定性,将取决于新冠疫情的发展,而接下来几个月可能是非常具有挑战性的。鲍威尔表示,近几个月来,经济改善的步伐有所放缓,未来道路仍然面临高度不确定性。美联储认为当前面临的下行风险较9月而言更少。鲍威尔称,今天美联储为购买债券提供了额外的指引,目标是向美国经济提供强大的支持。美联储将继续增持美国国债。新冠疫情对通胀造成了显著影响,美国总体通胀水平仍低于长期目标。在民众感到安全之前,美国经济不可能实现全面复苏。

整体看,美联储会议声明符合预期,且强化购债承诺超出市场预期,在美国经济恢复可能放缓的冬季,美联储偏鸽派的表态,利空美元。当前财政政策出台的缓慢对美国经济有一定负面影响,美联储料将在明年一季度维持宽松,货币政策逐步收紧或需等到明年下半年。

图 10: 美国 12 月美联储点阵图显示美国 0 利率将维持至 2023 年底



资料来源: 美联储, 金信期货研究院

图 11: 美国 12 月美联储对经济的预测

Variable	Percent					Central Tendency ²					Range ³				
	Median ¹					2020	2021	2022	2023	Longer run	2020	2021	2022	2023	Longer run
	2020	2021	2022	2023	Longer run	2020	2021	2022	2023	Longer run	2020	2021	2022	2023	Longer run
Change in real GDP	-2.4	4.2	3.2	2.4	1.8	-2.5--2.2	3.7-5.0	3.0-3.5	2.2-2.7	1.7-2.0	-3.3--1.0	0.5-5.5	2.5-4.0	2.0-3.5	1.6-2.2
September projection	-3.7	4.0	3.0	2.5	1.9	-4.0--3.0	3.6-4.7	2.5-3.3	2.4-3.0	1.7-2.0	-5.5-1.0	0.0-5.5	2.0-4.5	2.0-4.0	1.6-2.2
Unemployment rate	6.7	5.0	4.2	3.7	4.1	6.7-6.8	4.7-5.4	3.8-4.6	3.5-4.3	3.9-4.3	6.6-6.9	4.0-6.8	3.5-5.8	3.3-5.0	3.5-4.5
September projection	7.6	5.5	4.6	4.0	4.1	7.0-8.0	5.0-6.2	4.0-5.0	3.5-4.4	3.9-4.3	6.5-8.0	4.0-8.0	3.5-7.5	3.5-6.0	3.5-4.7
PCE inflation	1.2	1.8	1.9	2.0	2.0	1.2	1.7-1.9	1.8-2.0	1.9-2.1	2.0	1.1-1.4	1.2-2.3	1.5-2.2	1.7-2.2	2.0
September projection	1.2	1.7	1.8	2.0	2.0	1.1-1.3	1.6-1.9	1.7-1.9	1.9-2.0	2.0	1.0-1.5	1.3-2.4	1.5-2.2	1.7-2.1	2.0
Core PCE inflation ⁴	1.4	1.8	1.9	2.0		1.4	1.7-1.8	1.8-2.0	1.9-2.1		1.3-1.5	1.5-2.3	1.6-2.2	1.7-2.2	
September projection	1.5	1.7	1.8	2.0		1.3-1.5	1.6-1.8	1.7-1.9	1.9-2.0		1.2-1.6	1.5-2.4	1.6-2.2	1.7-2.1	
Memorandum: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1	0.1-0.4	2.3-2.5	0.1	0.1	0.1-0.4	0.1-1.1	2.0-3.0
September projection	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1	0.1-0.4	2.3-2.5	0.1	0.1	0.1-0.6	0.1-1.4	2.0-3.0

资料来源：美联储，金信期货研究院

3、拜登上台，我国地缘政治或紧张，但中美贸易关系或缓和

拜登属于温和派民主党人，但在特朗普支持者和激进派民主党人增多的影响下，其政策也吸收了部分相应的观点。拜登对华政策方面，视中国为战略竞争对手，对华全面扼制的战略不变，联合其他盟友对抗中国，增加多边谈判，重新评估对华关税，在人权问题上对中国施压。拜登对华政策方面，关税基本不会再度提高，打击不公平贸易的行为，注重知识产权的保护，部分难寻替代品的产品或降低关税，在能源、生物技术、先进材料和人工智能方面维持对中国的限制。

表 2: 拜登的政策主张

政策	拜登
征税	将公司所得税从 21% 升至 28%，跨国公司的所有海外收入税率 21%，个人所得税从 37% 调整为 39.6%
基建	拟以 2 万亿美元开展“气候与基建”计划，重点支持清洁能源产业，基建计划中采购清洁能源车、钢铁水泥产品等或创造不少于 500 万个工作岗位
财政刺激	支持 2.2 万亿美元的财政刺激计划，任命前美联储主席耶伦为财政部长
货币政策	减少对美联储的干预
就业	提高最低工资，未来四年创造比特朗普计划的多 700 万个就业机会
医疗	支持奥巴马公私合营平价医疗体系
反垄断	支持更严格的反垄断监管
对外贸易	支持多边贸易，反对加征关税，反倾销，支持 TPP，重新加入世界卫生组织
外交	加强联盟关系，支持伊核协议，努力结束阿富汗和中东战争，重点打击基地组织和 ISIS
对华政策	视中国为战略竞争对手，对华全面扼制的战略不变，联合其他国家对抗中国，增加多边谈判，重新评估对华关税，在人权问题上对中国施压。
对华贸易	关税基本不会再度提高，打击不公平贸易的行为，注重知识产权的保护，部分难寻替代品的产品或降低关税，在能源、生物技术、先进材料和人工智能方面维持对中国的限制。

资料来源：根据新闻整理，金信期货研究院

较长期看中美贸易摩擦本质是：新崛起国家对霸权国经济利益形成冲击，且霸权国对新兴国家进行压制而形成冲突的现象。中美双方产业从互补逐渐走向竞争，需做好打持久战的准备。

二、中国政策收敛但不急转弯，通胀趋势回升

(一) 人民币兑美元有可能趋势贬值

美国通常把经常项目差额占 GDP 比重是否超过 10%，作为判断一个国家是否是汇率操纵国的标准之一，我国该数值近年已经降至 2% 以下。

自我国 2015 年“811”汇改以来，人民币汇率与美元指数的相关性高，使得我国相对于全球主要非美货币汇率较稳定。我国汇率的相对稳定，有助于我国与国外的资金相互流动。

2021 年，一季度，美国宽松的货币政策料将持续，财政刺激法案大概率落地；二季度美国大概率率先取得全美群体免疫，美国经济复苏节奏或快于欧洲等发达国家，美联储政策大概率在二季度逐步收紧，美元指数有可能趋势回升，中美利差大概率逐步收窄，人民币汇率兑美元趋势贬值的可能性高，外资净流入或趋势减慢甚至转变为净流出。

图 12：中国经常项目差额占 GDP 比重处于低位：单位：%



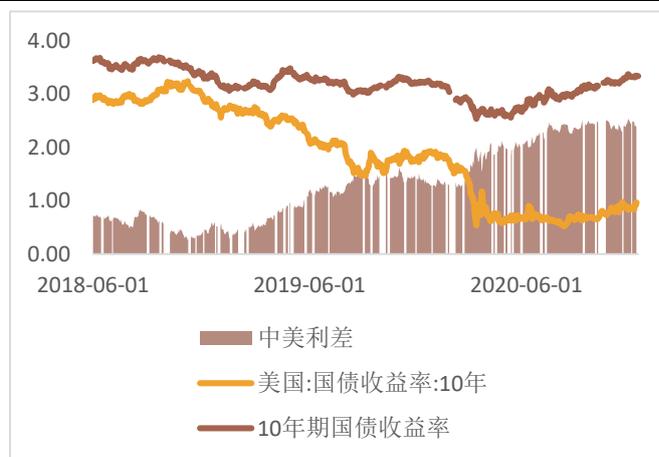
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 13：人民币汇率与美元指数走势相似



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 14：中美利差处历史高位

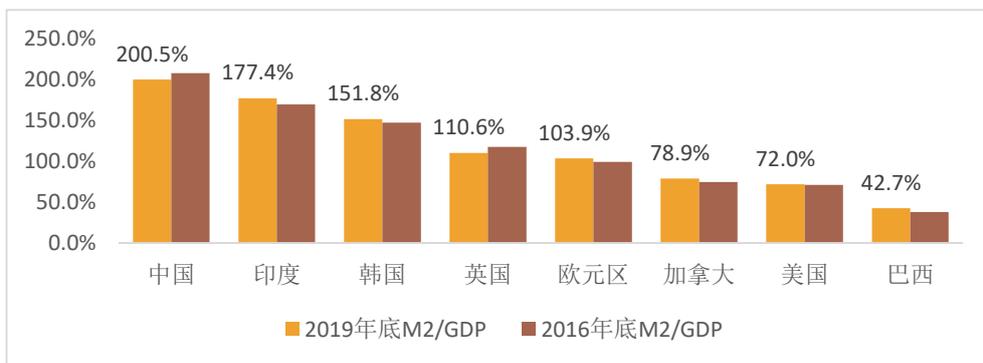


资料来源：Wind，金信期货研究院

(二) 中国非常规货币政策的退出对经济的冲击较小

从主要经济体 2019 年宏观杠杆率 M2/GDP 来看，中国、印度、韩国的较高，美国、巴西的较低，为防范系统性风险，我国宏观杠杆率需维持平稳。

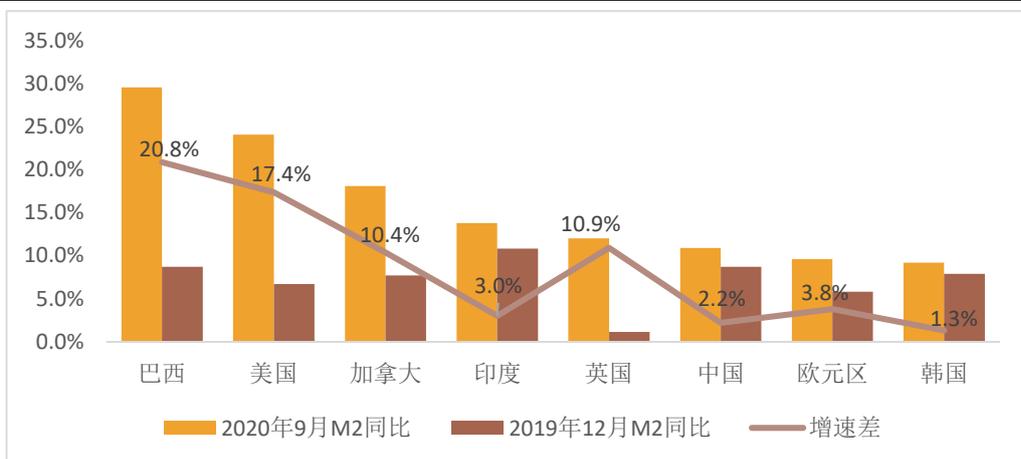
图 15: 2016 年底及 2019 年底 M2/GDP



资料来源： Wind，金信期货研究院

2020 年 9 月相较于 2019 年 12 月，M2 同比上升较多的国家分别为巴西、美国、印度和加拿大，这些国家在 2021 年逐步退出非常规货币政策时导致的阵痛或更激烈，相对来说，欧元区和中国 M2 同比上升幅度较小，非常规货币政策的退出对经济的冲击较小。

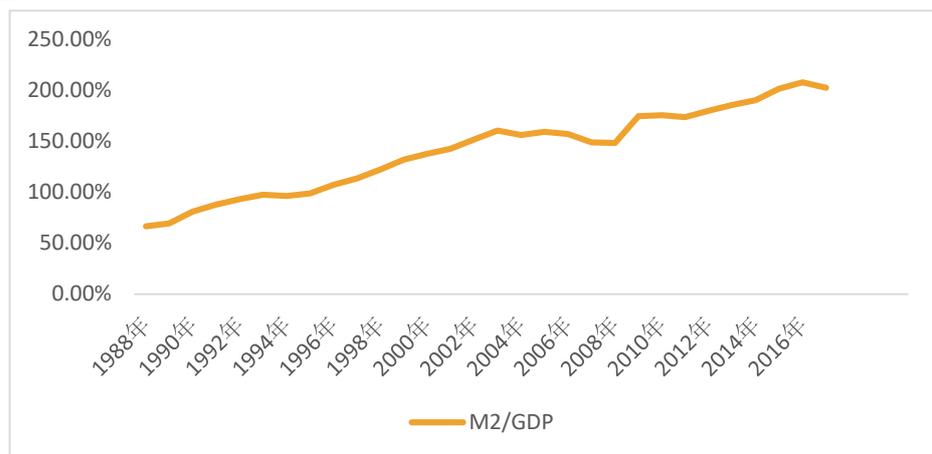
图 16: 2020 年 9 月与 2019 年 12 月 M2 同比



资料来源： Wind，金信期货研究院

2018 年我国宏观杠杆率 M2/GDP 降至 2015 年以来低点后，2019 年至 2020 年预计攀升（2020 年预计约为 213.9%，高于 2019 年的 200.5%），预计 2021 年宏观杠杆率曲线斜率将趋平缓。

图 17: 中国 M2/GDP



资料来源: Wind, 金信期货研究院

(三) 国内政策不“急转弯”，注重“科技”和“需求”

2020年12月16-18日中央经济工作会议在北京召开，国家领导人发表重要讲话，总结2020年经济工作，分析当前经济形势，部署2021年经济工作。

1、国内经济形势判断方面，本次会议认为：“我国经济恢复基础尚不牢固”，较去年的“经济下行压力加大”，对经济增长的判断已经由增速放缓向增速加速切换，显示当前经济下行压力明显减轻，一定程度或使得2021年我国政策取向上较2020年偏紧。

2、全球经济形势判断方面，本次会议认为：“明年世界经济形势仍然复杂严峻，复苏不稳定不平衡……要继续高举多边主义旗帜，积极参与全球治理改革完善，推动构建人类命运共同体”，较去年的“全球动荡源和风险点显著增多”，判断全球经济增长由放缓转变为复苏，从2020年的积极应对全球的动荡和风险点转变为2021年的积极参与全球事务，表明我国的对外政策将更加积极主动，双边及多边交往或增多。

3、明年宏观政策方面，本次会议强调：“宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性……保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯”，较去年的“坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架”，强调政策的连续性、稳定性和可持续性，表明当前宽松的货币政策和财政政策将有序收紧，在节奏上不会“急转弯”。

4、总体来看，本次会议认为明年国内外经济将趋势复苏，但复苏不稳定不平衡，主张中国要积极参与全球治理改革完善。以深化供给侧结构性改革为主线，以改革创新为根本动力，坚持扩大内需战略，强化科技战略支撑，扩大高水平对外开放。宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯。坚持扩大内需这个战略基点，主要从扩大消费和增强投资增长后劲方面发力，扩大消费主要从“促进就业，完善社保，优化收入分配结构，扩大中等收入群体……”等方面着力。国家支持科技创新，增强产业链供应链自主可控能力，强化反垄断和防止资本无序扩张。

表 3：中央经济工作会议对比

	2020 年 12 月 11 日	2020 年 7 月 30 日
经济形势	疫情变化和外部环境存在诸多不确定性， 我国经济恢复基础尚不牢固	我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期， 结构性、体制性、周期性问题相互交织，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大
形势判断	明年世界经济形势仍然复杂严峻， 复苏不稳定不平衡……要继续高举多边主义旗帜，积极参与全球治理改革完善，推动构建人类命运共同体	当前 世界经济增长持续放缓 ，仍处在国际金融危机后的深度调整期，世界大变局加速演变的特征更趋明显， 全球动荡源和风险点显著增多 。
政策基调	坚持稳中求进工作总基调……以推动高质量发展为主题，以 深化供给侧结构性改革为主线，以改革创新为根本动力…… 扎实做好“六稳”工作、 全面落实“六保”任务 ，科学精准实施宏观政策，努力保持经济运行在合理区间， 坚持扩大内需战略，强化科技战略支撑，扩大高水平对外开放……	坚持稳中求进工作总基调， 坚持以供给侧结构性改革为主线，推动高质量发展 ，扎实做好“六稳”工作，保持经济社会持续健康发展，三大攻坚战取得关键进展， 精准脱贫成效显著 ，金融风险有效防控，生态环境质量总体改善， 改革开放迈出重要步伐，供给侧结构性改革继续深化，科技创新取得新突破……
宏观政策	明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策， 保持对经济恢复的必要支持力度 ，政策操作上要更加精准有效， 不急转弯，把握好政策时度效 。	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。 要坚持稳字当头，坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架 ，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。
实现明年预期目标的办法	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， 要紧紧扭住供给侧结构性改革这条主线，注重需求侧管理，打通堵点，补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，提升国民经济体系整体效能。要更加注重以深化改革开放增强发展内生动力，在一些关键点上发力见效，起到牵一发而动全身的效果。	要积极进取，坚持问题导向、目标导向、结果导向，在深化供给侧结构性改革上持续用力， 确保经济实现量的合理增长和质的稳步提升。要继续抓重点、补短板、强弱项，确保全面建成小康社会
财政政策	积极的财政政策要 提质增效、更可持续 ，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为， 抓实化解地方政府隐性债务风险工作……	积极的财政政策要 大力提质增效 ，更加注重结构调整， 坚决压缩一般性支出 ，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生
货币政策	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，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，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持，深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	稳健的货币政策要 灵活适度 ，保持流动性合理充裕， 货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应 ，降低社会融资成本。 要深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期融资 ，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题
扩大内需	扩大消费最根本的是促进就业，完善社保，优化收入分配结构，扩大中等收入群体…… 有序取消一些行政性限制消费购买的规定 ，充分挖掘县乡消费潜力…… 要合理增加公共消费 ，提高教育、医疗、养老、育幼等公共服务支出效率。 要增强投资增长后劲 ，继续发挥关键作用。要发挥中央预算内投资在外溢性强、社会效益高领域的引导和撬动作用。 激发全社会投资活力 。要大力发展数字经济，加大新型基础设施投资力度。要扩大制造业设备更新和技术改造投资。要实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系。	财政政策、货币政策要同消费、投资、就业、产业、区域等政策形成合力，引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域， 促进产业和消费“双升级” 。 要充分挖掘超大规模市场优势，发挥消费的基础作用和投资的关键作用 。
科技创新	要充分发挥国家作为重大科技创新组织者的作用， 坚持战略性需求导向，确定科技创新方向和重点，着力解决制约国家发展和安全的重大难题 。要发挥新型举国体制优势， 发挥好重要院所高校国家队作用，推动科研力量优化配置和资源共享 。要抓紧制定实施基础研究十年行动方案，重点布局一批基础学科研究中心，支持有条件的地方建设国际和区域科技创新中心。要发挥企业在科技创新中的主体作用， 支持领军企业组建创新联合体，带动中小企业创新活动 。要加强国际科技交流合作。要加快国内人才培养，使更多青年优秀人才脱颖而出。	要深化科技体制改革，加快科技成果转化应用， 加快提升企业技术创新能力，发挥国有企业在技术创新中的积极作用，健全鼓励支持基础研究、原始创新的体制机制 ，完善科技人才发现、培养、激励机制。要支持战略性新兴产业发展， 支持加大设备更新和技改投入，推进传统制造业优化升级 。
明年重点任务	强化国家战略科技力量；增强产业链供应链自主可控能力；坚持扩大内需这个战略基点；全面推进改革开放；解决好种子和耕地问题；强化反垄断和防止资本无序扩张；解决好大城市住房突出问题；做好碳达峰、碳中和工作	坚定不移贯彻新发展理念；坚决打好三大攻坚战；确保民生特别是困难群众基本生活得到有效保障和改善；继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；着力推动高质量发展；深化经济体制改革
房地产市场	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因地制宜、多策并举，促进房地产市场平稳健康发展。 要高度重视保障性租赁住房建设，加快完善长租房政策 ，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利，规范发展长租房市场。 土地供应要向租赁住房建设倾斜 ，单列租赁住房用地计划，探索利用集体建设用地和企事业单位自有闲置土地建设租赁住房，国有和民营企业都要发挥功能作用。 要降低租赁住房税费负担 ，整顿租赁市场秩序，规范市场行为，对租金水平进行合理调控	要加大城市困难群众住房保障工作，加强城市更新和存量住房改造提升， 做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房 。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， 全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期 的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展
反垄断等	反垄断、反不正当竞争 ，是完善社会主义市场经济体制、推动高质量发展的内在要求。 国家支持平台企业创新发展、增强国际竞争力 ，支持公有制经济和非公有制经济共同发展，同时要依法规范发展，健全数字规则。 要完善平台企业垄断认定、数据收集使用管理、消费者权益	

益保护等方面的法律规范。要加强规制，提升监管能力，坚决反对垄断和不正当竞争行为。金融创新必须在审慎监管的前提下进行。

资料来源：根据新闻整理，金信期货研究院

（四）货币政策边际收敛，资产定价的逻辑为经济基本面修复

2020 年第三季度中国货币政策执行报告中定调，“既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞“大水漫灌”，不让市场的钱溢出来……尽可能长时间实施正常货币政策，保持宏观杠杆率基本稳定……把好货币供应总闸门”，说明我国货币政策将稳中偏紧，更注重流动性适度。

财政政策和货币政策受经济趋势复苏、财政收支增速不平衡和实体经济杠杆率上升较快影响边际收敛，2021 年将更注重财政政策的实效和货币政策的精准滴灌，国内资产定价的逻辑由政策积极推升已转变为经济基本面修复。

表 4：中国货币政策执行报告对比

	2020Q3	2020Q2
数据	9 月贷款加权利率 5.12%，一般贷款加权利率 5.31% 金融机构超额准备金率为 1.6%	6 月贷款加权利率 5.06%，一般贷款加权利率 5.26% 金融机构超额准备金率为 1.6%
专栏	正确理解中央银行资产负债表与货币供应的关系 直达实体经济的货币政策工具落地见效 走向更加市场化的人民币汇率形成机制 我国宏观政策有力支持经济复苏	完善结构性货币政策工具体系 完善利率传导机制 包商银行风险处置回顾 怎样看待全球低利率
政策基调	稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向……完善货币供应调控机制，根据宏观形势和市场需求，科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点， 既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞“大水漫灌”，不让市场的钱溢出来…… 重视预期管理，保持物价水平稳定。处理好内外部均衡和长短期关系， 尽可能长时间实施正常货币政策，保持宏观杠杆率基本稳定。 打好防范化解重大金融风险攻坚战……以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求，加快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	稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，完善跨周期设计和调节，处理好稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的关系，实现稳增长和防风险长期均衡……综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，疏通货币政策传导机制，有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”，支持实体经济特别是中小微企业渡过难关、平稳发展。……处理好内外经济平衡，加快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
政策展望	一是稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向。完善货币供应调控机制，综合运用中期借贷便利、公开市场操作、再贷款再贴现等多种货币政策工具保持流动性合理充裕， 把好货币供应总闸门，保持广义货币供应量和社会融资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，支持经济向潜在产出回归。引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行。 健全可持续发展的资本补充体制机制，加大对中小银行发行永续债等资本补充工具的支持力度，提升银行服务实体经济和防范化解金融风险的能力。 二是 进一步落实和发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济的货币政策工具的牵引带动作用 ，强化对稳企业保就业的金融支持。保持再贷款、再贴现政策稳定性， 对涉农、小微企业、民营企业和受疫情影响较重行业提供普惠性、持续性的资金支持。 积极推进两个直达实体经济的货币政策工具，提升精准调控效果，引导地方法人金融机构加大对保持就业岗位基本稳定的普惠小微企业的信贷支持力度，切实缓解小微企业还本付息压力，缓解融资难问题。 引导金融部门完成向实体经济让利 1.5 万亿元的目标。 三是构建金融有效支持实体经济的体制机制。创新和完善结构性货币政策工具体系，精准设计激励相容机制，引导金融机构加大对符合新发展理念相关领域的支持力度。 完善金融支持创新体系，促进新技术产业化规模化应用，围绕创新链和产业链打造资金链，形成金融、科技和产业良性循环和三角互动…… 牢牢坚持房子是用来住的、不是用	一是稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向。从疫情防控和经济发展实际出发，综合运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕，引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行，保持货币供应量和社会融资规模合理增长。促进贷款投放与市场主体实际资金需求相匹配，使资金平稳有序地投向实体经济，支持经济增长向潜在增速回归…… 二是积极发挥再贷款、再贴现和直达实体经济的货币政策工具的牵引带动作用，做好稳企业保就业工作。继续实施好 1 万亿元再贷款、再贴现政策，在 3000 亿元专项再贷款和 5000 亿元再贷款、再贴现等政策收官后，保持政策稳定性，对涉农、小微企业、民营企业和受疫情影响较重行业提供普惠性的、持续性的资金支持。积极推进两个直达实体经济的货币政策工具，引导地方法人金融机构加大对保持就业岗位基本稳定的普惠小微企业的信贷支持力度，加强精准调控效果，做好稳企业保就业工作…… 三是发挥货币信贷政策促进经济结构调整的作用，更好地服务实体经济。进一步完善“三档两优”存款准备金框架，建立健全银行增加小微企业贷款投放的长效机制。长短兼顾、综合施策，持续开展商业银行中小微企业金融服务能力提升工程，优化银行内部信贷资源配置和考核激励……牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将

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。	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。
四是深化利率、汇率市场化改革，提高金融资源配置效率。健全市场化利率形成和传导机制，持续深化 LPR 改革，巩固市场化 LPR 报价机制， 督促金融机构更好地将 LPR 嵌入贷款 FTP 中，增强贷款内外部定价与 LPR 的联动性 ，用改革的办法促进融资成本进一步下行，提高货币政策传导效率……稳步推进人民币资本项目可兑换，完善人民币跨境使用的政策框架和基础设施，提高人民币在跨境贸易和投资使用中的便利化程度。	四是深化利率、汇率市场化改革，提高金融资源配置效率。推动 LPR 改革，按照市场化、法治化原则，于 8 月底基本完成存量浮动利率贷款定价基准转换工作，疏通货币政策传导机制，用改革的办法推动综合融资成本明显下降。发挥好市场利率定价自律机制作用，规范存款利率定价行为，维护公平定价秩序，督促金融机构严格落实明示贷款年化利率的要求，切实保护金融消费者权益……
五是加强金融市场基础制度建设，切实发挥好金融市场在稳增长、调结构、促改革和防风险方面的作用。 积极完善债券市场管理制度建设，促进公司信用类债券信息披露标准统一……实现债券市场基础设施互联互通落地，持续推进托管行和交易报告库建设……积极稳妥推动债券市场对外开放，整合入市渠道、优化入市流程，为境外投资者提供更加友好、便利的投资环境。	五是完善金融市场体系，切实发挥好金融市场在稳增长、调结构、促改革和防风险方面的作用。加强债券市场市场化、法治化、国际化建设，以发展促创新，提升债券市场服务实体经济能力……积极稳妥推动债券市场制度性、系统性开放，引入更多中长期投资者。
六是进一步推进金融机构改革，不断完善公司治理，优化金融供给。坚持以强化公司治理为核心， 深化国有商业银行改革……促进中小银行和农村信用社回归当地、回归本源，建立有效的治理制衡机制，健全资本补充的长效机制。改革优化政策性金融，实行业务分账管理、分类核算，提升支持国家战略的能力。	六是深化金融供给侧结构性改革，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系。进一步推进金融机构改革，继续深化开发性、政策性金融机构改革，严格业务边界，强化审慎监管，充分发挥开发性、政策性金融在支持经济结构转型和高质量发展中的作用……
七是健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系……坚决守住不发生系统性金融风险的底线。健全金融风险预防预警体系，对银行体系开展全覆盖的压力测试， 支持银行特别是中小银行多渠道补充资本和完善治理，加大不良贷款损失准备计提力度及核销处置力度…… 坚决不让局部风险发展成系统性风险、区域性风险演化为全国性风险。加快健全金融风险处置责任体系， 压实股东、各类债权人、地方政府和金融监管部门责任。	七是继续打好防范化解重大金融风险攻坚战，确保风险总体可控、持续收敛，坚决守住不发生系统性风险的底线。在巩固攻坚战取得的阶段性成果基础上，坚持“稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹”的基本方针和政策，统筹考虑宏观经济形势新变化，把握好抗击疫情、恢复经济和防控风险之间的关系，稳妥推进各项风险化解任务，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线……

资料来源：根据新闻整理，金信期货研究院

（五）实体经济杠杆率快速攀升，2021 年将稳杠杆

2020 年 Q1-Q3 我国杠杆率快速上升，违约风险加大。2020 年 12 月举行的中央经济工作会议强调：“保持宏观杠杆率基本稳定”。

2020 年 Q3，我国实体经济部门杠杆率大幅上升至历史高位 270.1%。

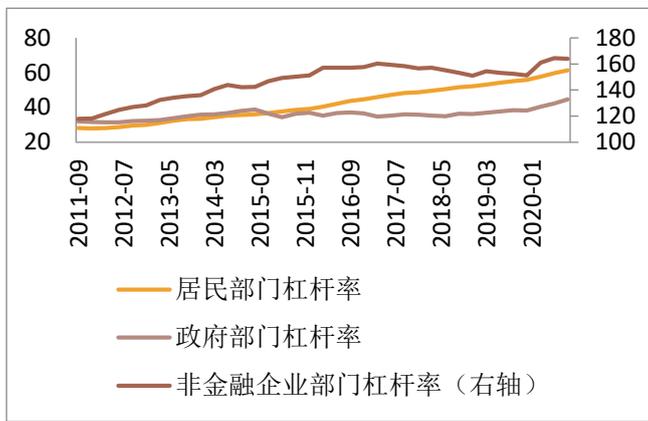
图 18：实体经济部门杠杆率：单位：%



资料来源：Wind，金信期货研究院

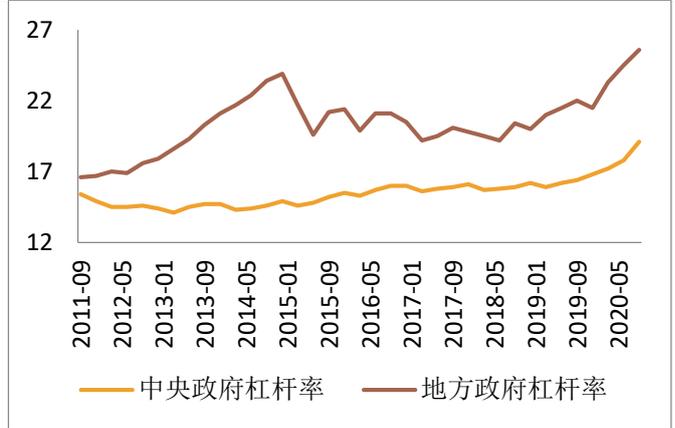
企业部门杠杆率在 2017-2019 年趋势回落后，2020 上半年大幅反弹，创下历史新高。居民部门杠杆率近十年来持续攀升，2020Q3 已达 61.4%，接近全球平均水平（约 62%）。政府部分杠杆率快速攀升，尤其是地方政府杠杆率曲线陡峭，制约地方政府发债规模。

图 19：居民、政府和企业杠杆率：单位：%



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 20：政府部门杠杆率：单位：%



资料来源：Wind，金信期货研究院

（六）M2 同比和社融存量同比趋势缓慢回落

2020 年 12 月举行的中央经济工作会议强调：“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，如果按照明年中国实际 GDP 增速 8.0% 推断，中国名义 GDP 增速大概 9%-11%，明年 M2 同比和社融增速大概率较当前下降。

中国人民银行第三季货币政策执行报告强调“既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞‘大水漫灌’，不让市场的钱溢出来”和“尽可能长时间实施正常货币政策，保持宏观杠杆率基本稳定”，较二季度货币政策报告强调的“综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕”边际转鹰，2021 年我国货币政策边际适度收紧，非常规化货币政策将逐步退出，M2 同比和社融存量同比趋势缓慢回落。

图 21：M2 同比：单位：%



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 22：社融存量累计同比：单位：%



资料来源：Wind，金信期货研究院

(七) 中国实际贷款利率高位回落，2021 年或紧信用

我国经济增速与实际贷款利率（取为 6 个月至 1 年短期贷款利率与 PPI 月同比之差）负相关性明显，当前实际贷款利率和企业债信用利差快速下降，随 PPI 同比快速反弹，宽信用以降低企业实际贷款利率的必要性下降。

图 23：实际贷款利率近期回落：单位：%



资料来源：Wind，金信期货研究院

回顾 2020 年，全球疫情爆发对中小企业冲击更大，国有企业与民营企业之间的信用利差快速走扩，需要宽信用支持中小企业融资。展望 2021 年，随着疫苗的有序接种，疫情对经济的影响逐步减弱，国有企业与民营企业之间的信用利差有望持续收窄，紧信用的可能性较大。

图 24：近期信用利差下降：单位：%



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 25：企业利润累计同比反弹：单位：%



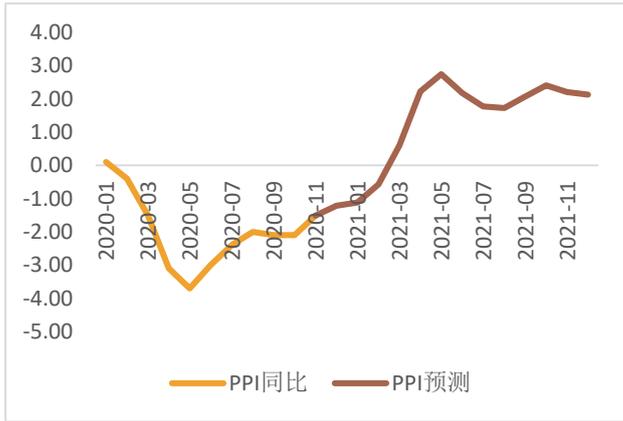
资料来源：Wind，金信期货研究院

(八) 通胀上半年趋势回升，下半年 PPI 和 CPI 走势或分化

PPI 同比上半年趋势回升，下半年或有所调整

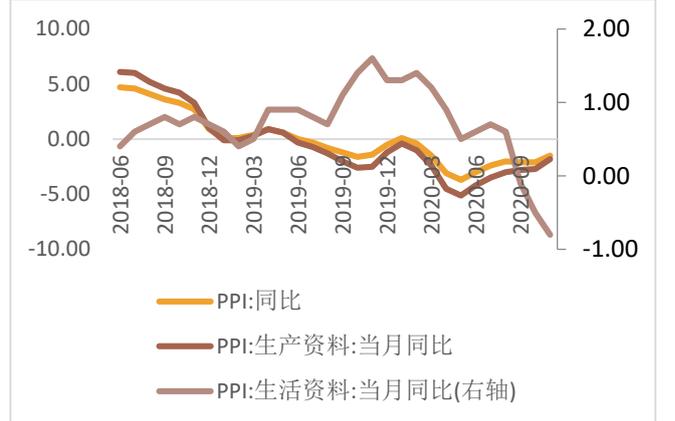
根据 PPI 近年环比走势我们对 2021 年 PPI 同比走势做出预测，根据预测结果，PPI 同比在 2020 年 6 月触底开启新一轮回升周期。

图 26: PPI 同比上半年趋势回升: 单位: %



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 27: PPI 与生产资料 PPI 走势类似: 单位: %

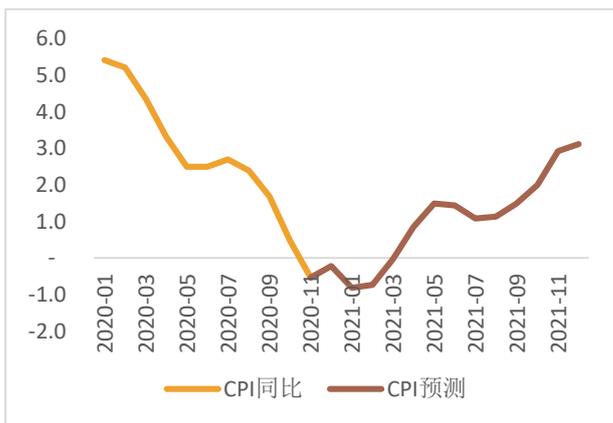


资料来源: Wind, 金信期货研究院

CPI 同比趋势回升

根据猪价同比走势和 CPI 近年环比走势我们对 2021 年 CPI 同比走势做出预测，根据预测结果，CPI 同比在明年 3-12 月或趋势上涨。

图 28: CPI 同比趋势上升: 单位: %



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 29: CPI 与食品项 CPI 走势类似: 单位: %



资料来源: Wind, 金信期货研究院

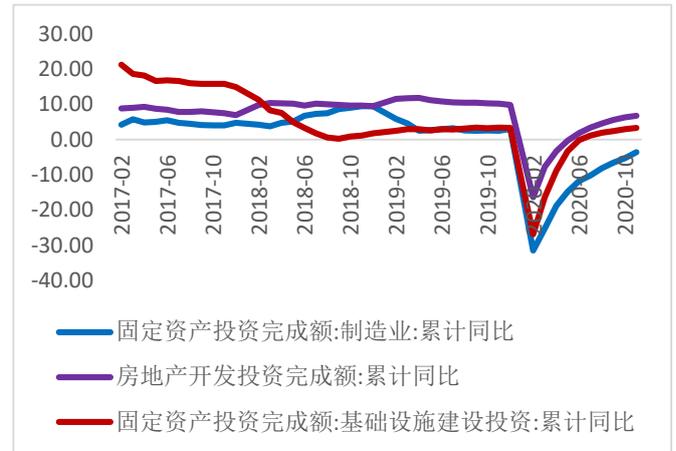
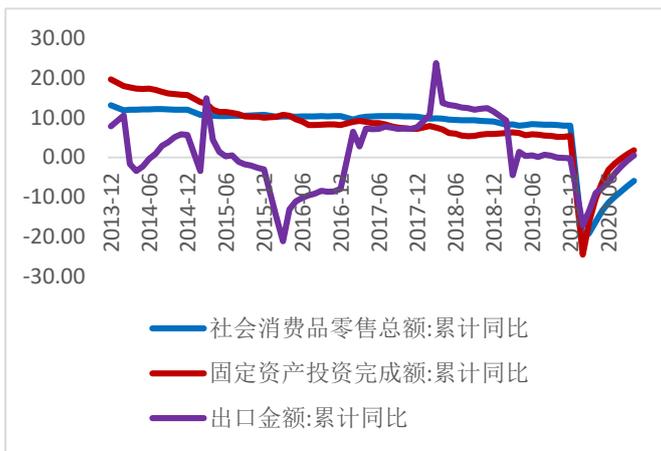
三、中国消费和制造业复苏双轮驱动经济增长

(一) 消费或成为拉动 2021 年经济增长的主动力

2020 年，“三驾马车”中投资和出口恢复最快，成为托底经济的压舱石。2021 年出口端受压较大，投资中房地产投资和基建投资增速均有放缓的可能，支撑经济的主要是制造业复苏和消费的恢复。

图 30: 我国消费同比回升慢于投资和出口: 单位: %

图 31: 基建和房地产投资回升快于制造业: 单位: %

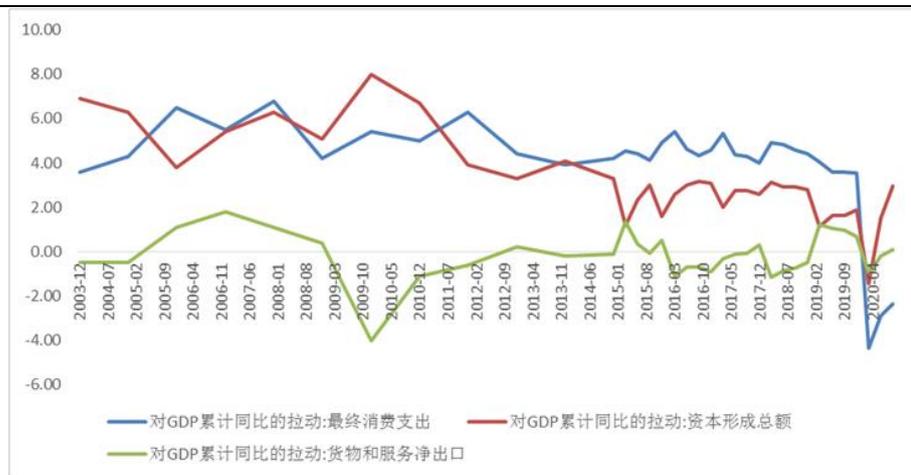


资料来源: Wind, 金信期货研究院

资料来源: Wind, 金信期货研究院

2020 年前三季度，投资对 GDP 增速的拉动最大，净出口正向拉动，但消费对经济增长起到拖累作用。按照 IMF 对全球经济体 GDP 实际增长率的预测，2021 年中国的增速远高于欧美和新兴经济体，由于消费增速将回归 GDP 增速，预计明年消费对经济的拉动将回归至或超过去年平均水平，成为拉动 2021 年经济增长的主动力。

图 32: 2020 年消费拖累经济增长: 单位: %



资料来源: Wind, 金信期货研究院

表 5: IMF 预测全球 GDP 实际增长率: 单位: %

GDP 实际增长率		2019	2020E	2021E
全球	全球	3.01	-4.36	5.15
经济体	欧元区	1.16	-8.26	5.15
	东盟五国	4.82	-3.41	6.22
	发达经济体	1.68	-5.82	3.92
	新兴市场和发展中经济体	3.92	-3.28	6.05
国家	中国	6.14	1.85	8.24
	美国	2.35	-4.27	3.08
	日本	0.89	-5.27	2.32
	韩国	1.95	-1.88	2.87
	英国	1.24	-9.76	5.92
	巴西	0.88	-5.80	2.83
	印度	6.12	-10.29	8.80
	南非	0.66	-8.00	3.00
	俄罗斯	1.08	-4.12	2.82
	越南	6.50	1.60	6.70
	墨西哥	0.40	-8.95	3.53
	印度尼西亚	5.04	-1.50	6.11

资料来源: IMF, 金信期货研究院

从具体门类 11 月零售总额当月同比来看, 已经出来数据的 15 个零售门类中有 7 个门类的零售额当月同比增速加快 (10 月是 12 个门类增速加快), 其中增速回升较快的 2 个门类分别为通讯器材类和化妆品类, 金银珠宝类、饮料类、家用电器和音像器材类、中西药品类和建筑及装潢材料类增速也较前值上升, 这些行业主要集中在非汽车类非必需消费品和房地产相关行业 (与商品房销售面积同比加速相呼应), 或与国内全面复工复产使居民收入回升有关。15 个门类中 7 个门类零售当月同比增速放缓, 分别为服装鞋帽针纺织品类、烟酒类、日用品类、家具类、粮油、食品类、文化办公用品类和汽车类, 11 月这些品类消费增长有所放缓, 显示必选消费类和汽车类消费转弱。

表 6: 零售额当月同比: 单位: %

指标名称	2020-11	2020-09	2020-06	2020-03	2019-12
粮油、食品类	10.1	10.6	12.9	12.6	10.2
饮料类	13.7	12.3	10.5	4.1	10.4
烟酒类	3.5	1.2	-3.1	-14	7.4
服装鞋帽针纺织品类	-7.9	-12.4	-19.6	-32.2	2.9
服装类		-14.2	-21.8	-34.3	2.6
化妆品类	9.5	4.5	-0.2	-13.2	12.6
金银珠宝类	-6.6	-12.5	-23.6	-37.7	0.4
日用品类	7.4	6.8	5.2	-4.2	13.9
体育、娱乐用品类		6.8	6.1	-5.1	8
书报杂志类		1.2	-3.2	-15.3	11.1
家用电器和音像器材类	-5.5	-8	-12.2	-29.9	5.6
中西药品类	7.3	6.2	5.8	2.9	9
文化办公用品类	5.4	3.7	1.6	-3.4	3.3
家具类	-7.9	-9.9	-14.1	-29.3	5.1
通讯器材类	12	7.2	5.8	-3.6	8.5
石油及制品类	-15.6	-16.7	-18.4	-23.5	1.2
建筑及装潢材料类	-4.8	-7.5	-11	-23.9	2.8
汽车类	-2.8	-6.3	-15.2	-30.3	-0.8

资料来源: Wind, 金信期货研究院

从历史数据看，社零增速与 GDP 增速高度相关，尤其是 2008 年次贷危机之后，我国社零增速与 GDP 增速有较强的同步性。

居民消费的强弱与居民可支配收入的多寡相关，2019 年我国居民人均可支配收入实际增速为 5.8% 与 GDP 增速接近，假设 2021 年我国社零增速与 GDP 实际增速相同，且如果 2021 年我国 GDP 实际增速按 IMF 预测达到 8.2% 的话，则我国社零增速 2020 年 10 月至 2021 年底将有 14.0 个百分点的提升空间。

图 33: 社零增速与不变价 GDP 增速类似: 单位: %



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 34: 居民可支配收入累计实际同比: 单位: %



资料来源: Wind, 金信期货研究院

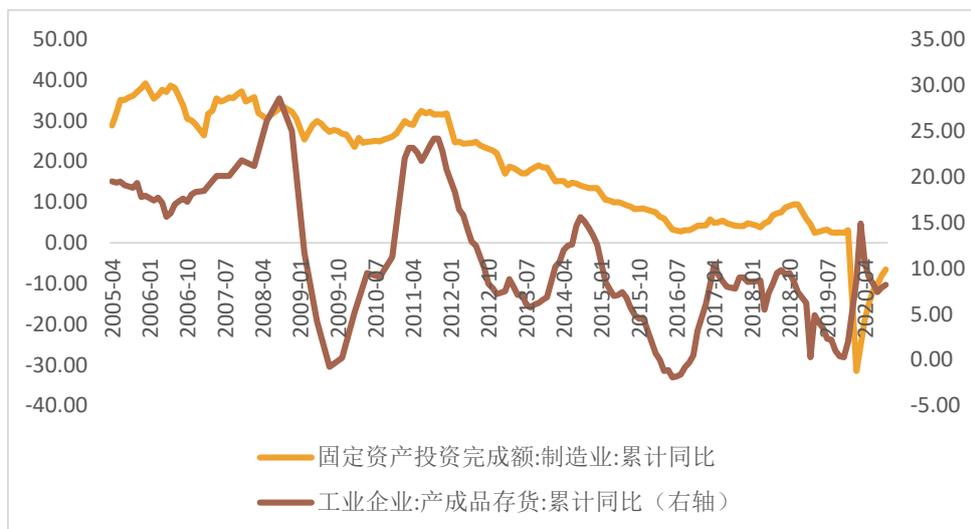
(二) 经济复苏驱动制造业投资增速逐步加速

1、我国制造业投资增速与库存增速相关性或提高

从逻辑上说，需求从底部恢复过程中，企业还处于生产低迷阶段，库存逐渐减少，当需求回升到一定阶段后，企业加大投资生产能力提升，企业库存从低位攀升，所以需求驱动投资，投资推升库存，制造业投资同比和库存同比存在较强的正相关关系，美国工业增长与库存同比、制造业投资于库存同比均具有较强相关性。

但从历史上看我国投资增速与库存周期的相关性较小。我们认为，当前我国正进行深化经济和金融改革，扩大对外开放，我国由投资驱动经济增长的时代正逐渐消退，取而代之的是由经济自身规律驱动的经济波动，因此库存同比与制造业投资的相关性将加强。

图 35：中国制造业投资同比与存货同比：单位：%



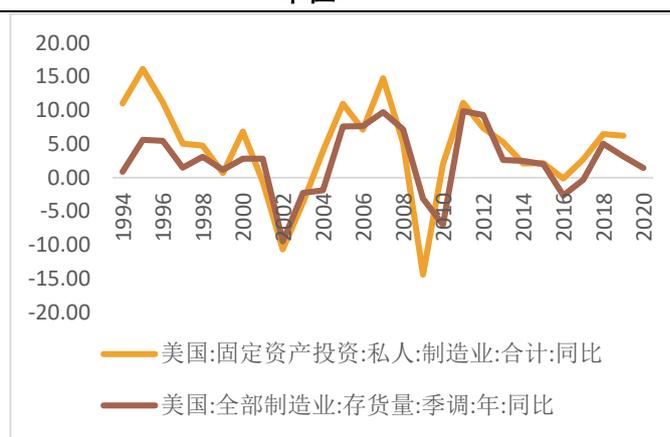
资料来源： Wind，金信期货研究院

图 36：美国产出周期与库存周期较同步：单位：%



资料来源： Wind，金信期货研究院

图 37：美国制造业投资周期与库存周期较同步：单位：%

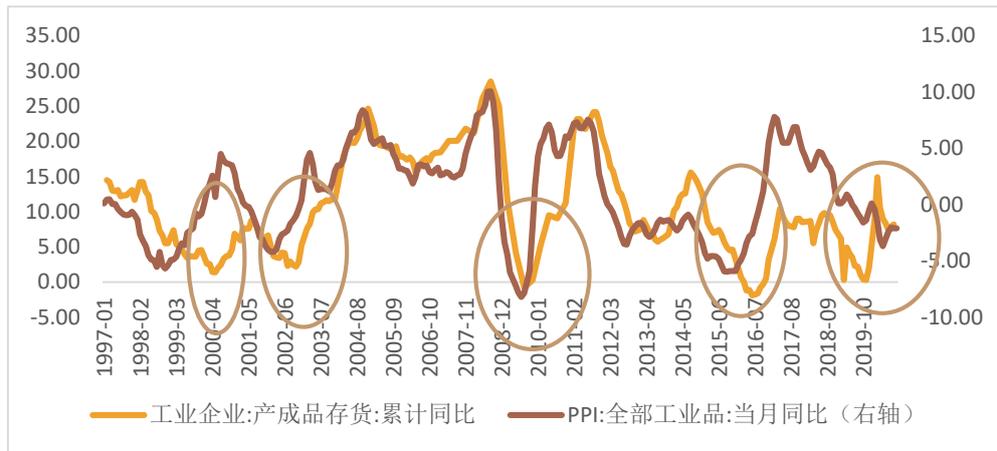


资料来源： Wind，金信期货研究院

2、PPI 同比回升周期开启或促使库存回补

有数据统计以来，我国产成品存货同比增速具有较明显的 3 年左右的周期特征。PPI 同比是产成品库存同比的领先指标。

图 38: 存货同比与 PPI 同比: 单位: %



资料来源: Wind, 金信期货研究院

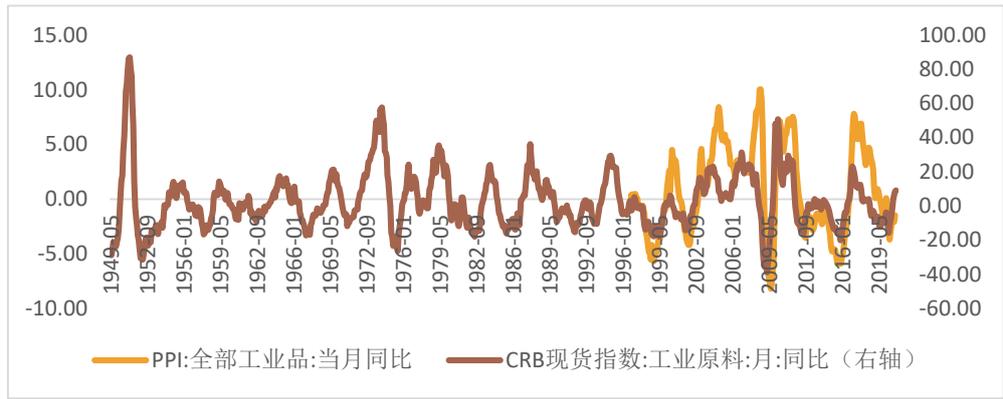
我国 PPI 同比具有 3-5 年一个周期的周期性。随着全球需求的快速恢复, 我国 PPI 同比已经连续数月回升, PPI 同比或已进入回升周期。PPI 同比与 CRB 工业原料现货指数同比走势高度一致。CRB 工业原料现货指数也具有明显的 3 年左右的周期特征。

图 39: PPI 同比周期: 单位: %



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 40: PPI 同比与 CRB 工业原料现货指数同比走势类似: 单位: %

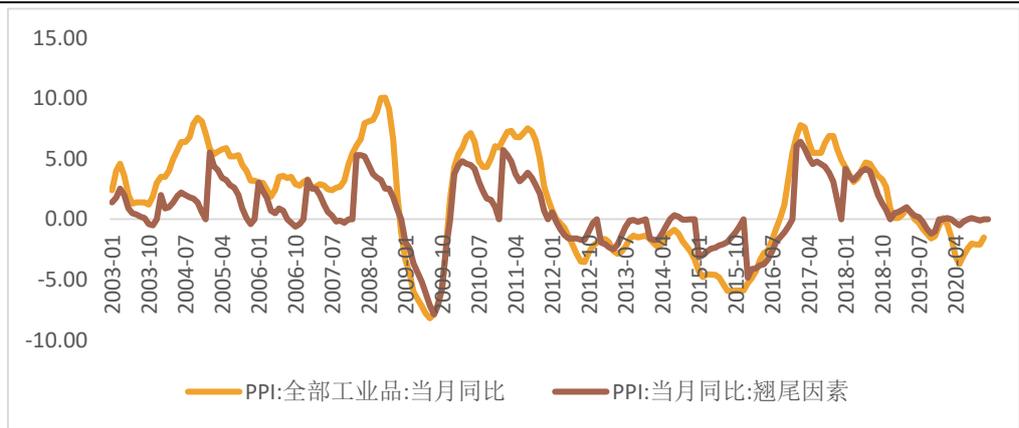


资料来源: Wind, 金信期货研究院

PPI 同比由新涨价因素和翘尾因素组成。2020 年 PPI 同比翘尾因素微幅震荡, PPI 同比主要由新涨价因素决定, 也即由 PPI 环比决定。2021 年 PPI 同比仍由 PPI 新涨价因素占主导。

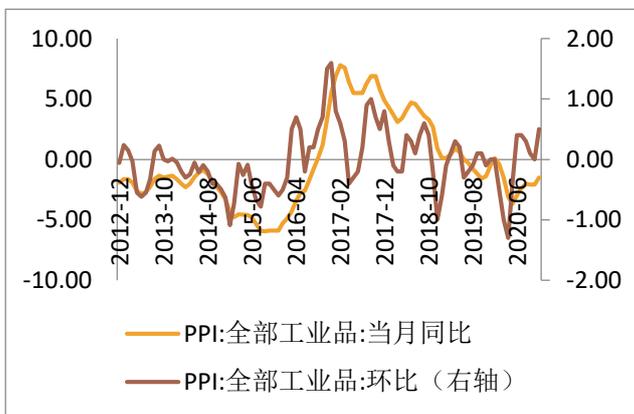
PPI 环比与全球制造业 PMI 高度相关, 我们判断全球制造业 PMI 趋势回升, 全球需求趋势回暖, 推升 PPI 环比, 当前 PPI 同比开启回升周期基本确定。

图 41: PPI 同比与 PPI 同比翘尾因素: 单位: %



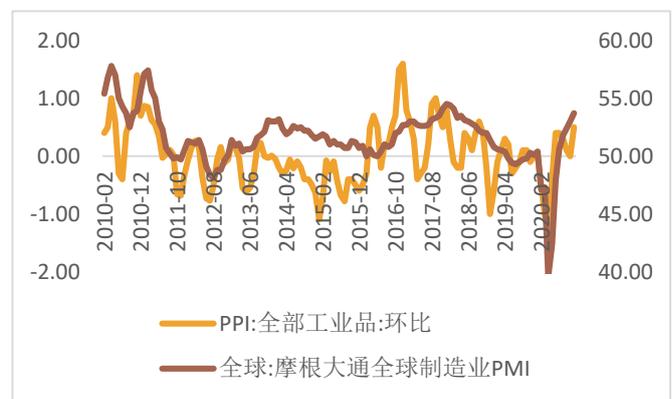
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 42: PPI 同比与环比: 单位: %



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 43: PPI 环比与全球制造业 PMI 走势类似: 单位: %



资料来源: Wind, 金信期货研究院

3、制造业营收增速正逐步回升，需求好转由下游传导至中上游

就库存周期看，制造业行业复苏具有明显的从下游往中上游传递的特征，一定程度说明随疫情受控，下游需求好转正逐渐传递至中上游。

表 7：2020 年 9 月中国制造业营业收入增速和产成品存货增速走势

制造业库存周期		营业收入增速	产成品存货增速
上游	煤炭开采和洗选业	平	升
	石油和天然气开采业	平	降
	黑色金属矿采选业	升	降
	有色金属矿采选业	平	降
	非金属矿采选业	升	升
	开采辅助活动	降	降
	其他采矿业	平	升
	农副食品加工业	升	升
	纺织业	升	降
	造纸及纸制品业	升	升
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	升	平
	中游	石油、煤炭及其他燃料加工业	平
化学原料及化学制品制造业		升	升
化学纤维制造业		升	降
橡胶和塑料制品业		升	升
非金属矿物制品业		升	升
黑色金属冶炼及压延加工业		升	平
有色金属冶炼及压延加工业		降	升
金属制品业		升	降
通用设备制造业		升	平
专用设备制造业		升	升
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业		升	升
电气机械及器材制造业		升	升
仪器仪表制造业		升	降
其他制造业增长		升	降
废弃资源综合利用业增长		升	降
金属制品、机械和设备修理业	降	降	
下游	医药制造业	升	升
	汽车制造	升	降
	计算机、通信和其他电子设备制造业	升	降
	食品制造业	升	升
	酒、饮料和精制茶制造业	升	降
	烟草制品业	降	升
	纺织服装、服饰业	升	降
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	升	升
	家具制造业	升	升
	印刷业和记录媒介的复制	升	降
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	升	升	

资料来源：Wind, 金信期货研究院

4、制造业投资好转正由下游传导至中上游

就投资看，2020 年，疫情对下游冲击最大，除受益于疫情的医药制造业和计算机、通信和其他电子设备制造业投资增速回升明显外，其他下游行业投资增速回升缓慢，中游下游大部分行业投资增速仍处较深度萎缩中。2021 年，我们判断，因疫情对经济的影响逐步消退，全球需求趋势回暖，下游投资增速回升速度或加快，需求走强由下游向中上游传导，中上游

投资增速也将逐渐回升。

表 8：制造业固定资产投资完成额累计同比：单位：%

指标名称	2020-11	2020-09	2020-06	2020-03	2019-12	2018-12
制造业: 累计同比	-3.5	-6.5	-11.7	-25.2	3.1	9.5
农副食品加工业	-1.8	-6.3	-16.8	-32.8	-8.7	0.0
食品制造业	-1.0	-5.1	-12.6	-29.1	-3.7	3.8
酒、饮料和精制茶制造业		-13.4	-19.8	-24.5	6.3	-6.8
烟草制品业		-18.2	-24.1	-32.9	-0.2	1.3
纺织业	-8.0	-11.3	-22.4	-37.1	-8.9	5.1
纺织服装、服饰业		-32.7	-37.9	-45.8	1.8	-1.5
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业		-17.9	-20.9	-25.7	-2.6	3.1
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业		-19.9	-28.2	-35.6	-6.0	17.3
家具制造业		-16.8	-20.0	-29.4	-0.7	23.2
造纸及纸制品业		-10.6	-17.1	-20.5	-11.4	5.1
印刷业和记录媒介的复制		-21.3	-23.3	-32.5	4.6	7.2
文教、工美、体育和娱乐用品制造业		-22.4	-28.5	-40.7	-2.4	8.1
石油加工、炼焦及核燃料加工业		5.4	4.7	-10.1	12.4	10.1
化学原料及化学制品制造业	-3.9	-8.8	-14.2	-30.8	4.2	6.0
医药制造业	27.3	21.2	13.6	-11.9	8.4	4.0
化学纤维制造业		-22.3	-16.9	-19.2	-14.1	29.0
橡胶和塑料制品业		-7.5	-15.4	-32.0	1.0	5.4
非金属矿物制品业		-6.9	-10.4	-24.2	6.8	19.7
黑色金属冶炼及压延加工业		25.1	12.7	-1.2	26.0	13.8
有色金属冶炼及压延加工业	-2.9	-7.0	-9.6	-11.6	1.2	3.2
金属制品业	-9.6	-12.8	-16.5	-31.3	-3.9	15.4
通用设备制造业	-10.0	-12.3	-18.0	-32.1	2.2	8.6
专用设备制造业	-5.5	-8.5	-12.7	-27.1	9.7	15.4
汽车制造业	-15.1	-16.7	-20.9	-27.2	-1.5	3.5
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.0	-6.9	-16.3	-31.6	-2.5	-4.1
电气机械及器材制造业	-10.4	-12.1	-17.1	-27.8	-7.5	13.4
计算机、通信和其他电子设备制造业	14.5	11.7	9.4	-10.2	16.8	16.6
仪器仪表制造业		-1.5	-0.5	-13.1	50.5	7.5
其他制造业		-10.9	-12.5	-23.5	2.9	8.3
废弃资源综合利用业		-0.5	-1.3	-9.8	21.9	33.6
采矿业: 累计同比	-9.2	-9.5	-3.9	-3.2	24.1	4.1
煤炭开采和洗选业		0.4	-2.4	4.2	29.6	5.9
石油和天然气开采业		-22.0	-6.7	1.4	25.7	-0.7
黑色金属矿采选业		-11.9	-7.0	-24.4	2.5	5.1
有色金属矿采选业		-6.9	-2.6	-10.8	6.8	-8.0
非金属矿采选业		6.5	0.0	-5.8	30.9	26.7

资料来源：Wind, 金信期货研究院

四、中国出口承压，基建和房地产对经济的拉动或转弱

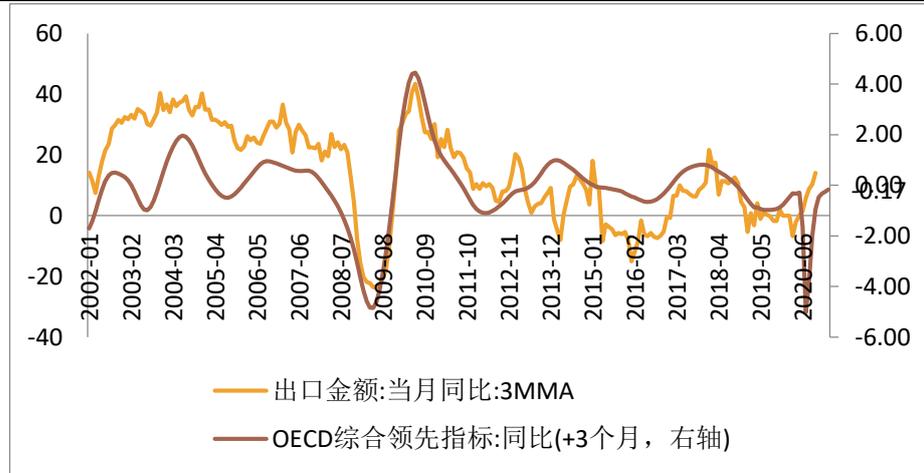
（一）短期出口增速有支撑，长期出口压力大

1、出口金额同比曲线斜率转平或转负

今年 5 月以来国外复工复产趋势恢复，推升外需回暖，我国出口增速 4-11 月趋势回升。出口增速领先指标——OECD 综合领先指标同比近期斜率转平，叠加明年国外工业产能利用

率提升，预示着我国出口增速明年加速的动力不足，出口金额同比曲线斜率转平或转负。

图 44：出口同比先行指标 OECD 综合领先指标同比升势趋缓：单位：%



资料来源： Wind，金信期货研究院

就出口大类出口金额同比看，11月11个大类中，9个大类出口金额同比较上月攀升（10月为6个），其中提升8个百分点以上的有6个行业，分别为玩具、塑料制品、集成电路、箱包及类似容器、家具及其零件和灯具、照明装置及类似品，11月较10月增速分别提升27.52、14.99、12.51、11.20、9.64和8.79个百分点。2个大类出口金额较上月下降，分别为成品油（海关口径）和服装及衣着附件，11月较10月增速分别下降26.71和0.10个百分点。

表 9：出口金额当月同比：单位：%

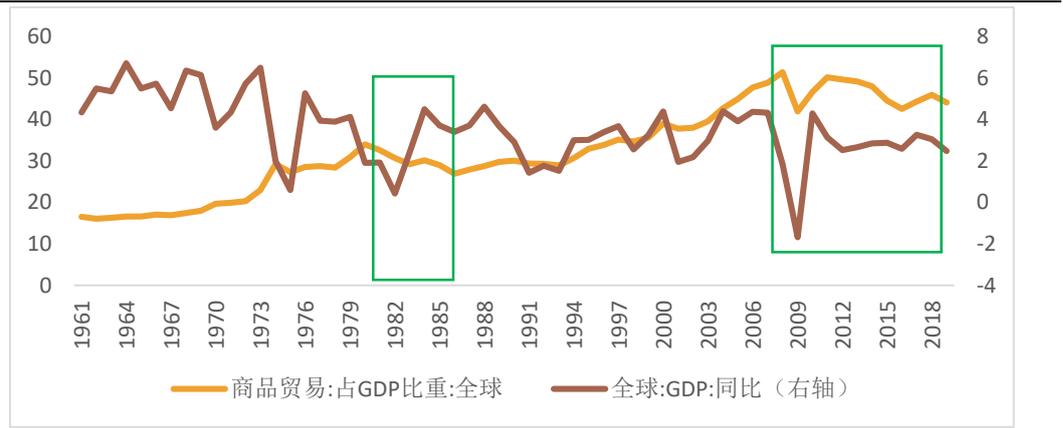
指标名称	2020年11月	2020年10月	2019年12月	2018年12月
农产品:同比	-1.03	-5.15	7.50	-4.91
纺织纱线、织物及制品:同比	20.96	14.84	11.37	-2.74
箱包及类似容器:同比	-9.06	-20.27	10.17	-0.88
服装及衣着附件:同比	3.60	3.70	5.39	-4.48
鞋类:同比			10.99	-5.07
玩具:同比	49.91	22.39	23.17	3.11
家具及其零件:同比	41.92	32.28	12.31	2.42
灯具、照明装置及类似品:同比	46.68	37.89	24.88	6.50
活猪(种猪除外):同比			11.46	0.10
稻谷和大米:同比		-19.02	-34.82	161.70
玉米:同比		-96.06	244.92	-57.74
食糖:同比			-5.98	24.21
成品油(海关口径):同比	-58.17	-31.46	7.38	13.06
塑料制品:同比	112.91	97.92	20.74	2.89
锯材:同比			13.30	-15.46
生丝:同比		-72.54	-18.83	-21.12
贵金属或包贵金属的首饰:同比		-24.31	3.32	7.72
钢材:同比		-7.67	-12.69	1.30
未锻造的铝及铝材:同比	1.01	-0.87	-10.05	11.59
手持或车载无线电话机:同比			-4.83	-32.73
彩色电视机(包括整套散件):同比			-27.71	10.85
集成电路:同比	26.43	13.92	34.84	-2.58
集装箱:同比		57.09	-26.74	-21.26
摩托车及有动力装置的脚踏车:同比		48.68	15.23	-5.67
自行车:同比		79.26	12.40	-16.45
手表:同比		-23.97	25.79	-18.75

资料来源： Wind，金信期货研究院

2、长期，我国出口承压

我们以商品贸易占 GDP 比重作为全球化的衡量指标，1960 年以来全球有两个时期逆全球化明显，第一个时期，20 世纪 80 年代全球化程度降低，主因美国和日、欧的贸易摩擦加剧。第二个时期是 2008 年至今，因为次贷危机以来全球经济增速放缓，大部分国家经济增速放缓，欧美国家本土制造业有所萎缩，全球贸易摩擦加剧。

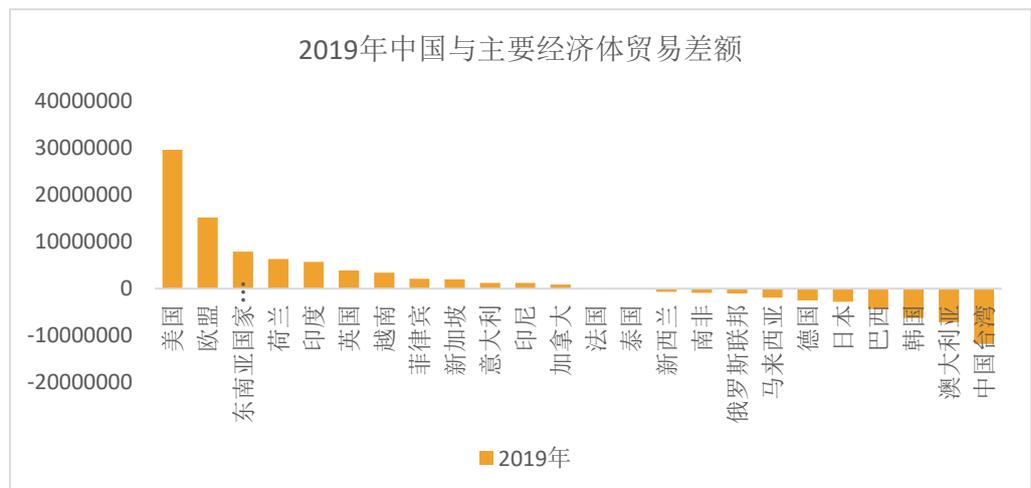
图 45：全球商品贸易额占 GDP 的比重自次贷危机以来趋势下降：单位：%



资料来源： Wind，金信期货研究院

近年，我国与欧、美、印的贸易摩擦加剧，其中一个原因是我国与这些国家的贸易顺差较大，美国和欧盟均在寻求与中国贸易的平衡，中国也希望通过增加进口促进国内和国外的双循环。

图 46：2019 年中国与主要经济体贸易差额：单位：万美元



资料来源： Wind，金信期货研究院

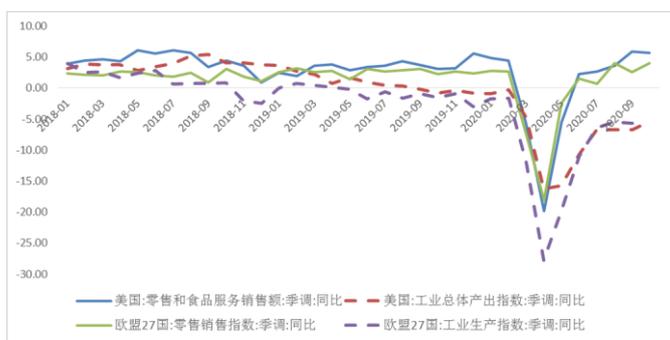
3、国外需求强于产出，国内相反

欧美需求明显强于生产。因为疫情，欧美生产受限，当前增速大幅低于去年平均水平；需求受疫情补贴影响快速回升，当前增速已明显超过去年平均水平。

中国生产明显强于需求。因中国疫情快速受控，而全球生产受限，海外订单快速增长，中国生产迅速恢复，当前生产增速已经超过去年平均水平；中国居民可支配收入增速较去年明显下降，使我国消费回升缓慢，当前消费增速明显低于去年平均水平。

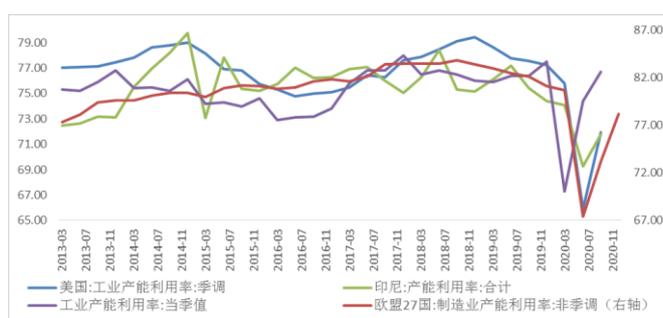
从产能利用率看，中国已经接近去年平均水平，欧盟恢复到略低于去年的平均水平，美国和印尼恢复最慢。

图 47：欧美消费强于生产：单位：%



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 48：中国产能利用率明显高于欧美：单位：%



资料来源：Wind，金信期货研究院

2021 年，随着新冠疫苗率先在欧美接种，欧美产能利用率或快速恢复，其他新兴经济体产能利用率也在恢复通道当中，我国净出口增速难快速攀升；由于我国经济增速快速回升，预计居民收入大幅攀升，消费增速将逐步回归实际 GDP 增速，生产强于消费将逐步的转变为消费者强于生产。

图 49：中国生产明显强于消费：单位：%



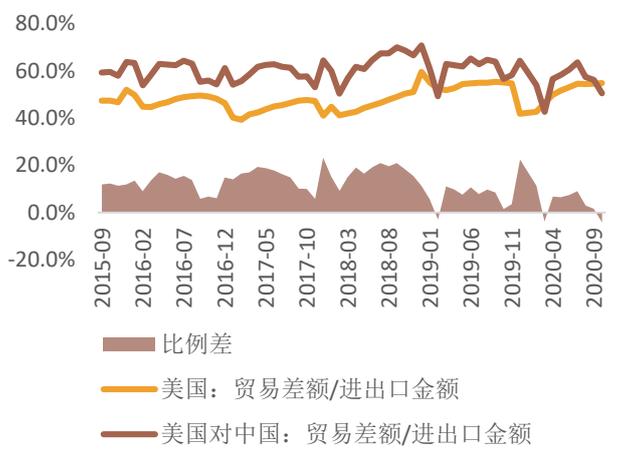
资料来源：Wind，金信期货研究院

4、中美贸易摩擦不能解决美国贸易赤字问题

2018 年中美贸易摩擦显著加大以来，美国贸易赤字占贸易额的比例并没有显著下降，显示中美贸易摩擦不能解决美国贸易赤字问题。但是美国对中国的贸易赤字占两国贸易总额的比例快速下降，显示中美贸易摩擦降低了美国对中国的进口。

拜登上台，中美贸易摩擦趋势缓和，但由于美国将中国定位为战略竞争对手，预计中美贸易总额增速维持低位。

图 50：美国贸易赤字率并没有显著下降：单位：%



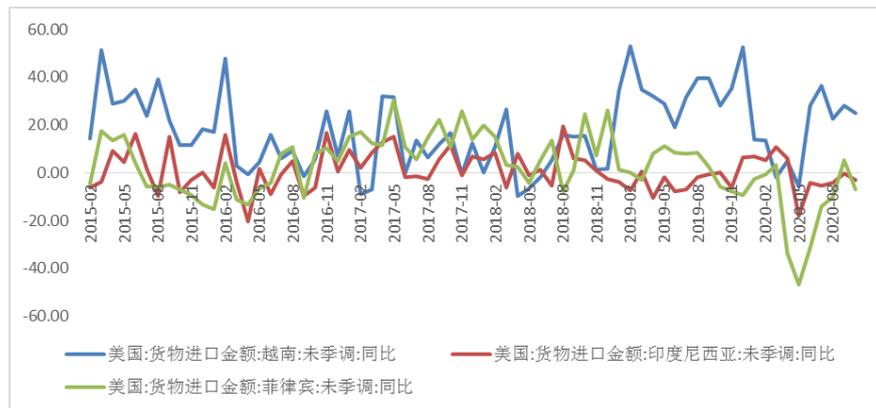
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 51：美国对中国的进口同比反弹：单位：%



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 52：美过对越南的进口同比 2018 年以来快速攀升：单位：%

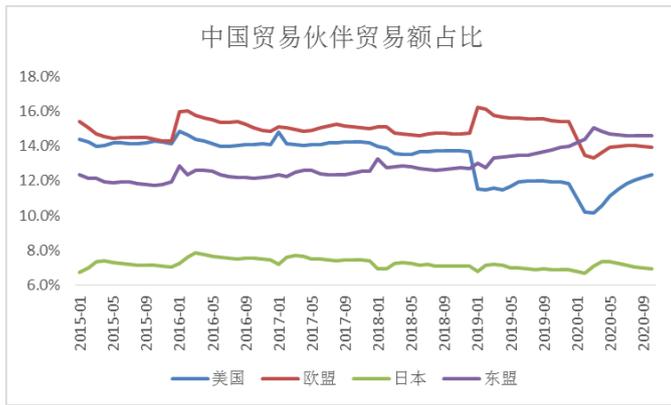


资料来源：Wind，金信期货研究院

5、维护好与东盟、欧盟和美国的贸易伙伴关系仍是重中之重

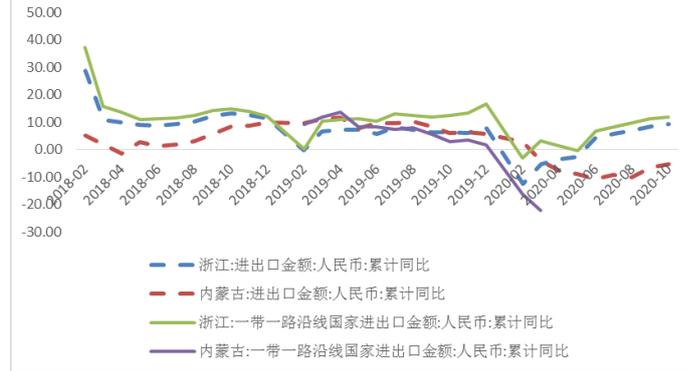
1-11 月，以人民币计，我国对东盟、欧盟、美国、日本、韩国进出口金额同比分别增长 6.7%、4.7%、6.9%、1.4%、0.9%，我国对“一带一路”沿线国家进出口同比增长仍处比较低位置，意味着我国维护好与东盟、欧盟和美国的贸易伙伴关系仍是重中之重。

图 53: 中国主要贸易伙伴贸易额占比



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 54: 浙江和内蒙古“一带一路”出口同比: 单位: %



资料来源: Wind, 金信期货研究院

6、我国出口依存度快速下降, 并非趋势

随着中国经济体量的快速增加, 全球贸易额占全球 GDP 比重的下降, 我国进出口金额占 GDP 的比重 (本文称为外贸依存度) 下降明显。

图 55: 中国外贸依存度下降明显: 单位: %

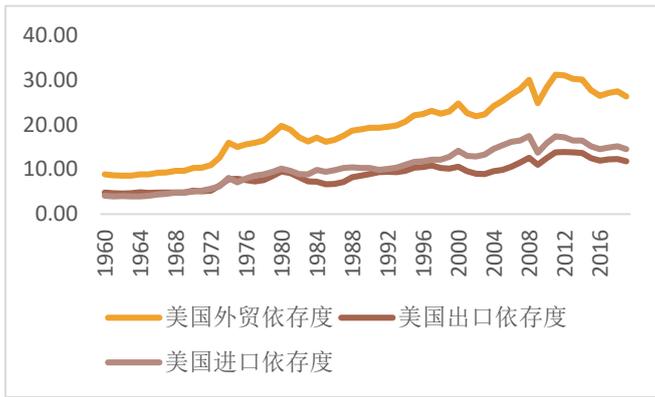


资料来源: Wind, 金信期货研究院

我国外贸依存度并非趋势下降, 从美国和日本的历史经验看, 我国充分推动和融入全球化中, 外贸依存度仍有望回升。

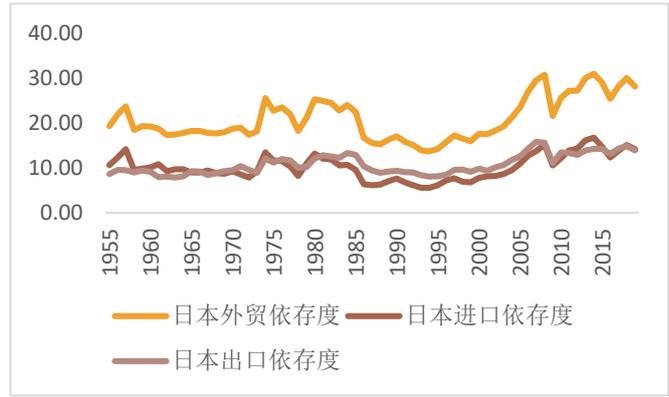
我国进口金额较出口金额仍有很大缺口, 需考虑进口和出口之间的平衡。我国趋势降低关税, 促进进口的同时, 刺激国内需求, 使内循环和外循环的良性互动。

图 56: 美国外贸依存度近年下降: 单位: %



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 57: 日本外贸依存度近 25 年趋势攀升: 单位: %

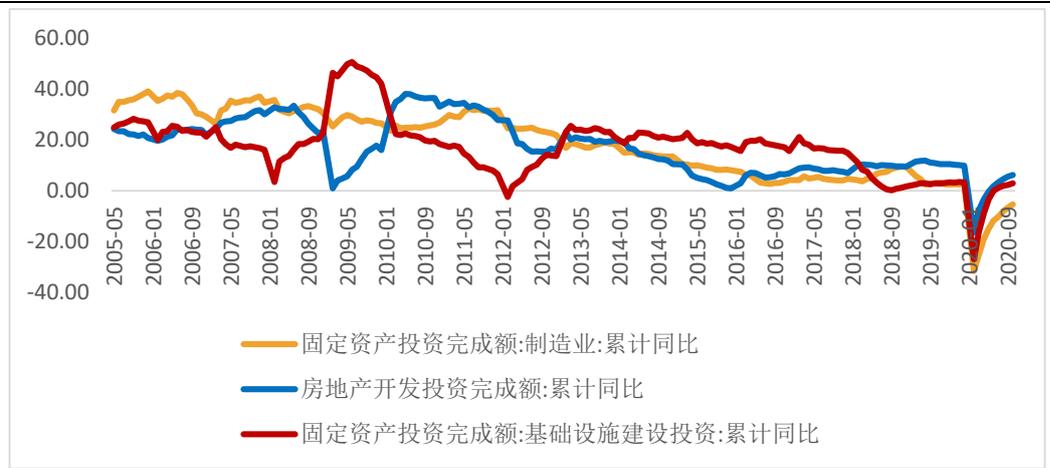


资料来源: Wind, 金信期货研究院

(二) 基建、房地产投资增速斜率逐渐转平

2020 年,“三驾马车”中投资恢复最快,成为托底经济的压舱石。投资三大类中,房地产投资较平稳,基建投资恢复最快,制造业投资受需求疲弱影响恢复缓慢。我们预计,2021 年,房地产投资增速将维持低加速,基建投资增速斜率逐渐转平。

图 58: 房地产和基建投资增速上涨势头趋缓: 单位: %



资料来源: Wind, 金信期货研究院

1、基建投资: 增速斜率或走平

基建投资是逆周期调节的重要手段,比如在 2008 年次贷危机爆发后我国经济增长失速下滑,政府推出以“4 万亿”为主的经济刺激方案,基建投资增速由 2008 年 2 月低点的 3.56%,快速攀升至 2009 年 8 月的高位 48.38%。在 2012 年我国经济增速快速下行阶段,我国基建投资增速由 2012 年 2 月的-2.36%提升至 2013 年 3 月 25.6%。在经济趋势较快速回升阶段,基建投资增速斜率逐渐由正转负。

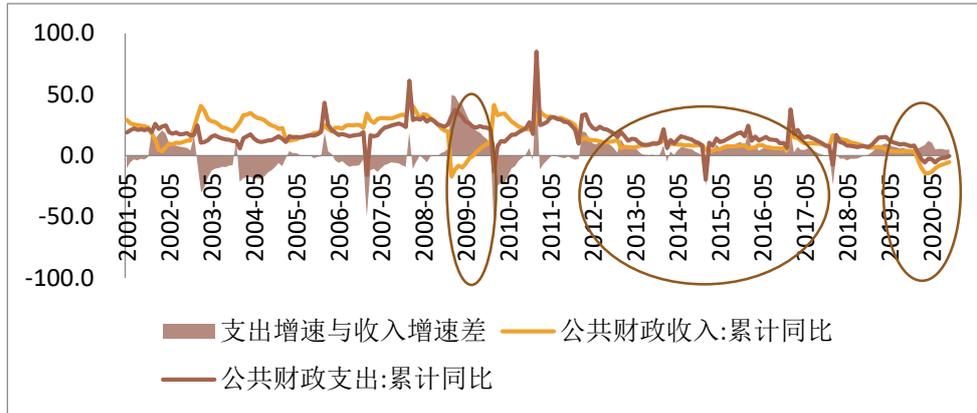
图 59：在经济趋势复苏阶段基建投资增速或放缓：单位：%



资料来源：Wind，金信期货研究院

在经济受到较大负面冲击而陷入严重衰退时，财政支出增速与收入增速差往往快速拉大，当经济逐步平稳复苏时，财政收支的增速差一半会缩小。2021 年经济平稳复苏几乎板上钉钉，财政收支增速差大概率逐渐缩小，制约基建投资增速。

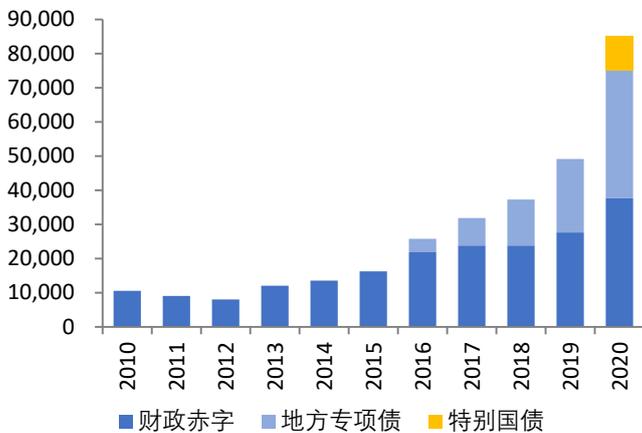
图 60：经济趋势复苏阶段财政收支增速差或减小：单位：%



资料来源：Wind，金信期货研究院

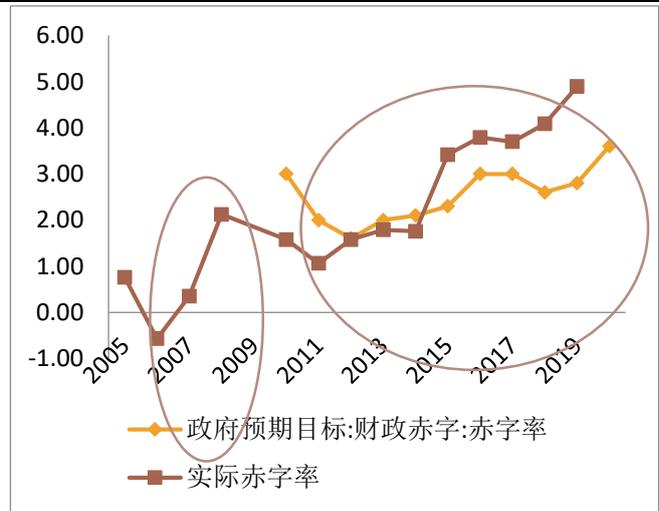
2021 年不会有特别国债发行，地方专项债发行规模大概率减少，财政赤字环比 2020 年或趋平，基建投资增速斜率或走平。

图 61：广义财政规模或将萎缩：单位：亿元



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 62：财政赤字率较快速攀升：单位：%



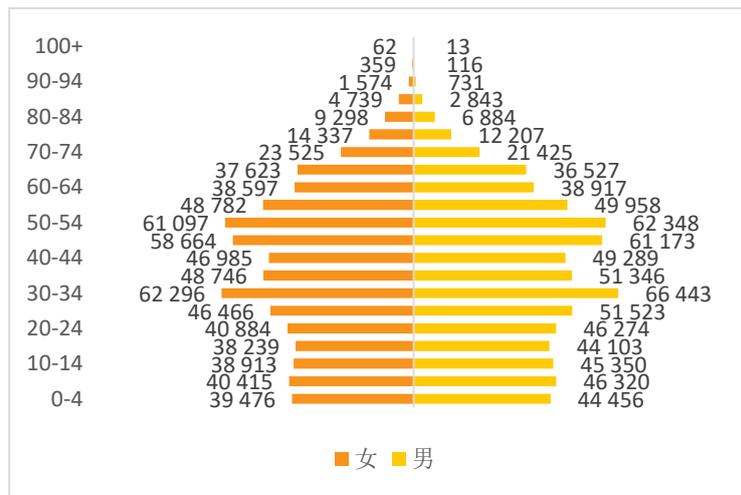
资料来源：Wind，金信期货研究院

2、房地产投资：进入低增长期

在未来 15 年，20-34 岁人口数量快速减少，买房主要人群快速减少，制约房地产投资。政府定调“房住不炒”，稳地价、稳房价、稳预期，提出“三条红线”。

房地产投资进入低增长期，国务院强调，放开放宽除个别超大城市外的城市落户限制。房地产投资增速或在不同城市分化。

图 63：2020 年中国人口结构分布：单位：千人



资料来源：联合国 DESA，金信期货研究院

表 10：2020 年房地产政策：单位：%

时间	部门	文件	房地产政策内容
2020.3.3	央行	《2019 年第四季度货币政策执行报告》	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求 ，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性
2020.3.12	国务院	《国务院关于授权和委托用地审批权的决定》	将国务院可以授权的永久基本农田以外的农用地转为建设用地审批事项授权各省、自治区、直辖市人民政府批准； 试点将永久基本农田转为建设用地 和国务院批准土地征收审批事项委托部分省、自治区、直辖市人民政府批准。
2020.4.3	财政部		严把棚改的范围和标准，严格评估财政承受能力 ，科学制定年度棚改任务，不搞一刀切，不盲目举债。 明确政府的专项债不用于土地收储和与房地产相关的项目 ……做好城镇老旧小区改造的要求……将城镇老旧小区改造纳入了专项债券的支持范围。
2020.4.9	发改委	《2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》	督促城区常住人口 300 万以下城市全面取消落户限制。推动城区常住人口 300 万以上城市基本取消重点人群落户限制。
2020.4.9	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》	深化户籍制度改革……放开放宽除个别超大城市外的城市落户限制 ；试行以经常居住地登记户口制度；健全统一规范的人力资源市场体系， 加快建立协调衔接的劳动力、人才流动政策体系和交流合作机制。
2020.4.17	政治局会议		坚持房住不炒定位，促进房地产市场平稳健康发展
2020.5.18	国务院	《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》	深化户籍制度改革，放开放宽除个别超大城市外的城市落户限制 ，探索实行城市群内户口通迁、居住证互认制度。推动公共资源由按城市行政等级配置向按实际服务管理人口规模配置转变。
2020.12	央行	《第三季度货币政策执行报告》	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。

资料来源：根据公开资料整理，金信期货研究院

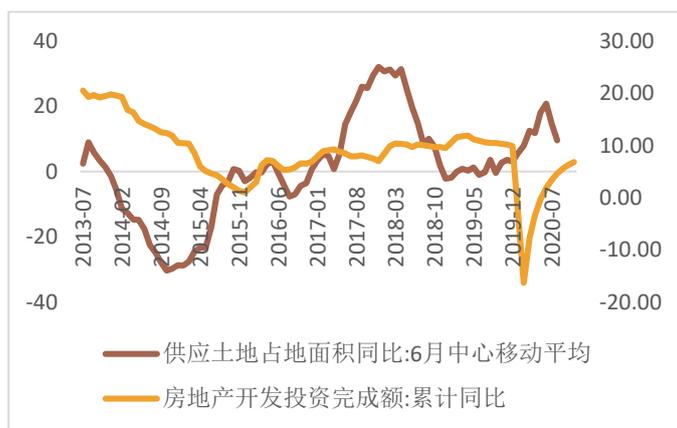
(1) 购置土地面积同比持续下降或压制房地产投资增速

供应土地占地面积同比领先于房地产开发投资增速，2016年下半年政府强调“房住不炒”压制了房地产投资增速，平滑了房地产投资增速。

2020年中以来供应土地占地面积和本年购置土地面积增速明显放缓，意味着房地产投资增速有较大回落压力。

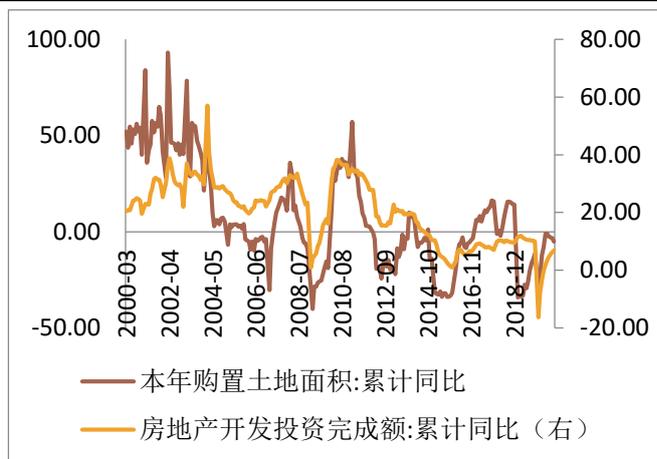
2021年，因房地产政策定调“房住不炒”，不将房地产作为短期刺激经济的手段，房地产信托资金受限和房地产市场严监管，房地产投资增速预计缓慢趋平后趋势放缓，对经济的拉动有限。

图 64: 供应土地面积与房地产投资同比: 单位: %



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 65: 购置土地面积与房地产投资同比: 单位: %



资料来源: Wind, 金信期货研究院

(2) 货币刺激政策大概率逐步退出，压制房地产投资增速

2018-2019年，全球经济整体处衰退期，中美贸易摩擦加剧，为应对经济下行的压力，我国货币政策逐步宽松。

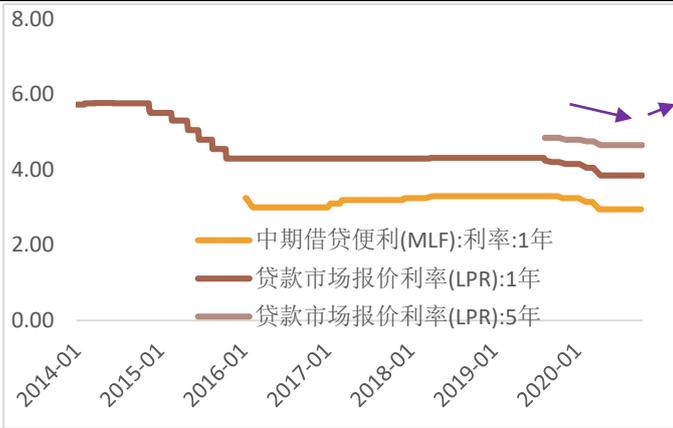
2019年8月17日，央行决定改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，8月20日起各银行在新发放的贷款中主要参考LPR定价，并在浮动利率贷款合同中采用LPR作为定价基准。

2020年，因疫情快速蔓延和全球需求转弱，我国货币政策加大刺激力度，宏观经济杠杆率快速攀升。

我国房贷利率以5年期LPR利率为基准，2019年年底5年期LPR利率持续调降，房贷利率持续走低，刺激了商品房需求，助推房地产投资增速。

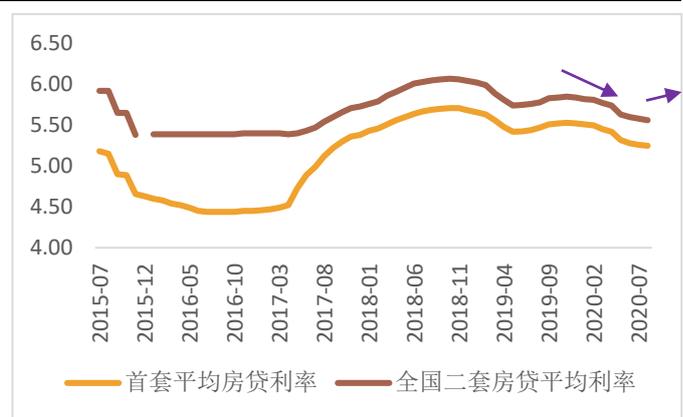
2021年，随着全球逐步接种新冠疫苗，经济增速将较快速攀升，我国货币刺激政策大概率逐步退出，压制房地产投资增速。

图 66: MLF 及 LPR 利率: 单位: %



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 67: 首套房与二套房房贷利率: 单位: %



资料来源: Wind, 金信期货研究院

(3) 商品房销售或放缓, 房地产投资承压

房地产投资增速和住宅价格同比有一定正相关性, 价格指数同比仍处下降通道, 房地产投资增速承压。

商品房销售面积在房贷利率上升的情形下, 增速难快速攀升。

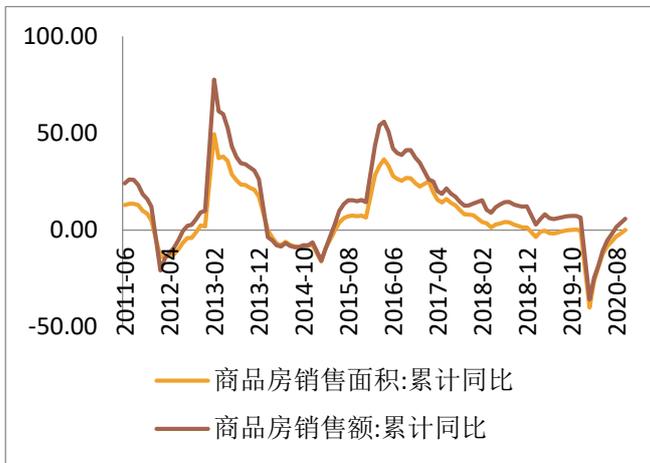
商品房待售面积同比已经拐头向下, 短期下降趋势或难改变。

图 68: 房地产投资与商品住宅价格同比: 单位: %



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 69: 商品房销售额与销售面积同比: 单位: %



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 70: 商品房待售面积同比: 单位: %



资料来源: Wind, 金信期货研究院

(4) 房地产资金来源同比承压对房地产投资形成制约

房地产开发资金来源中自筹资金和其他资金为主要组成部分(占比分别为 32.6%和 53.2%)。2020 年,疫情受控以后房地产自筹资金和其他资金增速均快速回升,一方面与货币政策大幅宽松有关,另一方面疫情期间压制的买房需求得到释放。其他资金中定金及预收款和个人按揭贷款占比达 93.4%,主要与居民买房和还房贷相关,买房需求释放主要驱动的是房地产开发资金来源中其他资金上升。2021 年,由于房贷利率或由降转平甚至攀升,或使房地产开发资金来源同比增速斜率转平甚至转负。

图 71: 房地产投资及房地产资金来源同比: 单位: %



资料来源: Wind, 金信期货研究院

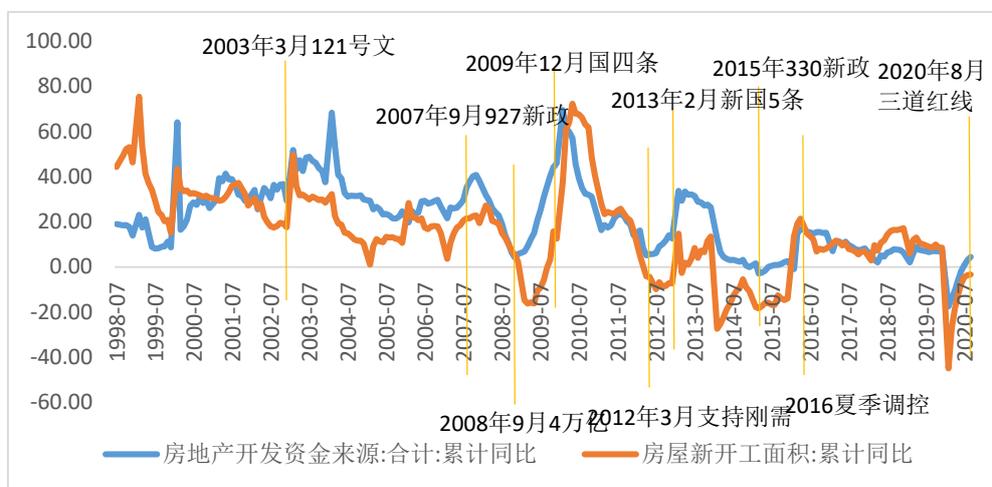
(5) 房地产新开工面积同比增速大概率趋势放缓

新开工面积与房地产开发资金是否充足密切相关。房地产开发资金主要由定金及预收款、个人按揭贷款和自筹资金相关,截止 2020 年 12 月 15 日,定金及预收款及个人按揭贷款相关的高频指标 30 大中城市商品房成交面积同比已经连续趋势下降。

2021 年房贷利率和房地产商贷款利率大概率将趋势攀升、房企“三道红线”和央行强调

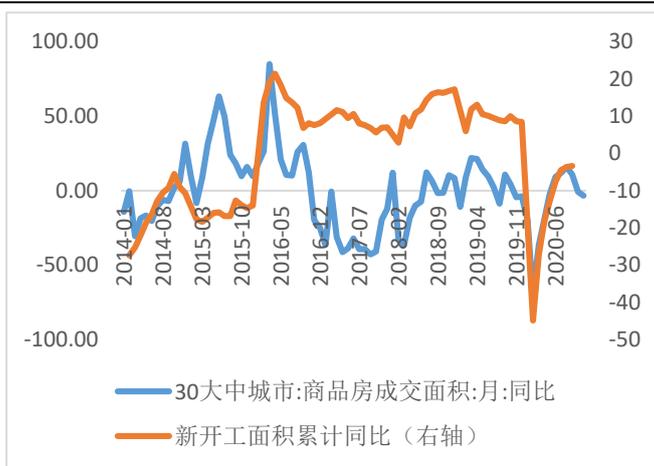
疫情投放货币逐步退出的背景下预计将趋平甚至下降，即房地产开发资金来源中自筹资金和其他资金同比均受压，新开工面积累计同比大概率趋势放缓。

图 72：房屋新开工面积和房地产资金来源同比：单位：%



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 73：商品房成交面积与新开工面积同比：单位：%



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 74：购置土地面积与新开工面积：单位：%



资料来源：Wind，金信期货研究院

五、商品配置建议

大类资产价格涨跌与宏观环境密切相关，本节研究了大类资产价格涨跌与通胀、经济增速等宏观指标的关系。

(一) 大类资产配置建议：股票>商品>债券

在 GDP 增速升,且 PPI 同比升阶段，中证 500 指数收益率表现较优且商品价格也录得较高涨幅；在 GDP 增速升，且 PPI 同比降阶段，沪深 300 表现较优；在 GDP 增速降，且 PPI 同比升阶段，债券表现较优；在 GDP 增速降，且 PPI 同比降阶段，债券表现较优。

表 11: GDP 不变价同比、PPI 同比与主要大类资产月均年化收益率: 单位: %

月数	GDP 增速	PPI 同比	上证综指	商品	债券	沪深 300	中证 500
43 个月	升	升	24.39	21.25	3.54	26.42	58.3
24 个月	升	降	51.34	11.47	3.5	72.27	42.14
48 个月	降	升	-17.98	1.59	3.75	-18.14	-10.37
60 个月	降	降	-11.3	-12.3	3.56	-9.82	-0.17

资料来源: Wind, 金信期货研究所

注: 时间范围为 2001 年 1 月至 2020 年 3 月, GDP 走平和 PPI 同比走平不记录

相对来说: 由于明年 CPI 同比大部分时间在 0 以上且在 3% 以下, 政策和资本市场对 CPI 增速并不敏感。

明年上半年前半段, 类强复苏期, PPI 同比和 GDP 同比快速上升的概率很大, 商品和中证 500 均有较好的表现, **大类资产配置建议: 股票>商品>债券**, 另外, 商品有阶段性行情, 需求迅速恢复的品类上涨幅度大。

明年上半年后半段, 类弱复苏期, PPI 同比继续上升, 但 GDP 同比增速因基数抬升而增速有所回落, 欧美因基数效应 GDP 增速大幅上升, 我国 GDP 环比大概率攀升, 属于类 GDP 增速升和 PPI 同比升的阶段, **大类资产配置建议: 股票>商品>债券**。

明年下半年前半段, 类弱滞胀期, PPI 同比大概率震荡, GDP 增速进一步下行, 欧美因基数原因经济增速下降, 经济环境类似于 GDP 增速降和 PPI 同比降, **资产配置建议: 债券>股票>商品**。

明年下半年后半段, 类复苏期, PPI 同比大概率重拾升势, 中国和欧美 GDP 增速放缓速度变慢, 甚至增速反弹, 属于类 GDP 增速升和 PPI 同比升的阶段, **大类资产配置建议: 股票>商品>债券**。

表 12: GDP 实际同比、CPI 同比与主要大类资产月均年化收益率: 单位: %

月数	GDP 增速	CPI 同比	上证综指	商品	债券	沪深 300	中证 500
44 个月	升	升	37.89	22.84	3.49	39.63	56.34
26 个月	升	降	25.65	13.57	3.54	43.8	43.01
52 个月	降	升	-13.01	7.77	3.51	-8.93	-10.87
56 个月	降	降	-12.08	-18.76	3.76	-14.54	5.91

资料来源: Wind, 金信期货研究所

注: 时间范围为 2001 年 1 月至 2020 年 3 月, GDP 走平和 CPI 同比走平不记录

在 GDP 增速升,且 CPI 同比升阶段, 中证 500 指数收益率表现较优且商品价格也录得较高涨幅; **在 GDP 增速升, 且 CPI 同比降阶段**, 沪深 300 指数和中证 500 指数均表现较优; **在 GDP 增速降, 且 CPI 同比升阶段**, 商品表现较优, 不过商品收益率的波动率要较债券高很多; **在 GDP 增速降, 且 CPI 同比降阶段**, 中证 500 收益率表现较优, 不过中证 500 收益率的波动率要较债券高很多。

明年上半年前半段, CPI 同比低位震荡和 GDP 同比快速上升的概率很大, 属于类 GDP 增速升和 CPI 同比降的阶段, 中证 500 和沪深 300 均有较好的表现, **大类资产配置建议: 股票>商品>债券**, 另外, 商品有阶段性行情, 需求迅速恢复的品类上涨幅度大。

明年上半年后半段, CPI 同比大概率上升, 但 GDP 同比增速因基数抬升而增速有所回落, 欧美因基数效应 GDP 增速大幅上升, 我国 GDP 环比大概率攀升, 属于类 GDP 增速升和 CPI 同比升的阶段, **大类资产配置建议: 股票>商品>债券**。

明年下半年前半段, CPI 同比大概率震荡, GDP 增速进一步下行, 欧美因基数原因经济增速下降, 经济环境类似于 GDP 增速降和 CPI 同比降, **资产配置建议: 债券>股票>商品**。

明年下半年后半段, CPI 同比大概率重拾升势, 中国和欧美 GDP 增速放缓速度变慢, 甚至增速反弹, 属于类 GDP 增速升和 CPI 同比升的阶段, **大类资产配置建议: 股票>商品>债券**, 另外, 商品有阶段性行情, 需求迅速恢复的品类上涨幅度大。

(二) 股票和商品价格涨跌具有明显的季节性

1、股票价格涨跌具有明显的季节性

表 13: GDP 不变价同比、PPI 同比与主要大类资产月均年化收益率: 单位: %

月份	上证 50 指数	沪深 300 指数	中证 500 指数	均值
1 月	1.55	15.31	17.85	11.57
2 月	22.21	39.74	84.60	48.85
3 月	6.58	14.17	32.36	17.70
4 月	40.73	33.12	32.15	35.33
5 月	-10.83	-1.52	26.08	4.58
6 月	-30.94	-28.19	-55.77	-38.30
7 月	23.44	19.48	35.15	26.02
8 月	-18.61	-22.67	-9.64	-16.97
9 月	8.76	5.72	11.56	8.68
10 月	12.96	1.08	-13.36	0.23
11 月	18.06	13.90	26.17	19.38
12 月	61.77	40.69	23.16	41.87
均值	11.31	10.90	17.53	13.24

资料来源: Wind, 金信期货研究院

A 股主要股指涨跌具有明显的季节波动特征, 一般而言 2 月、4 月、7 月和 12 月股指上涨概率较大, 6 月和 8 月下跌概率较大, 中证 500 指数涨跌幅较上证 50 和沪深 300 更大, 4 月、10 月和 12 月上证 50 股指表现更优。

2、商品价格涨跌具有明显的季节性

商品价格有明显的季节涨跌特征, 1 月、2 月、4 月、6 月、7 月和 12 月商品价格上涨的可能性大, 而 3 月、5 月、9 月、10 月和 11 月商品价格下跌的可能性大, 8 月商品价格涨跌的不确定性较高。

表14: 南华指数涨跌幅 (2004.07-2020.09)

行标签	南华能化	南华金属	南华农产品	南华工业品	南华综合	平均值
1月	36.11	16.80	-3.02	22.28	11.56	16.75
2月	4.83	23.58	17.08	11.34	16.70	14.70
3月	-31.34	6.36	-8.43	-8.46	-13.52	-11.08
4月	10.06	45.94	-3.00	31.30	15.78	20.02
5月	10.72	-23.32	2.12	-10.88	-8.25	-5.92
6月	9.73	16.77	0.03	12.58	7.92	9.41
7月	23.05	40.93	-17.36	26.69	10.28	16.72
8月	-13.42	1.58	2.90	-5.03	2.08	-2.38
9月	-24.06	-7.14	-10.08	-14.46	-15.61	-14.27
10月	-9.88	-18.49	7.30	-15.17	-5.93	-8.43
11月	-15.62	-0.83	-6.68	-2.91	-4.57	-6.12
12月	36.77	32.46	10.76	38.41	26.23	28.93
平均值	2.96	11.23	-0.81	7.07	3.49	4.79

资料来源: Wind, 金信期货研究院

上涨概率超过 66.7% 的商品价格指数包括: 1 月的综合、5 月的农产品、7 月的金属和工业品、12 月的金属、农产品、工业品和综合。上涨概率低于 38% 的商品价格指数包括: 3 月的能化、金属、农产品和综合, 5 月的金属和工业品, 6 月农产品, 8 月的综合, 10 月的金属和综合、11 月的能化、金属、农产品和综合。

表 15: 南华指数上涨概率 (2004.07-2020.09)

行标签	南华能化	南华金属	南华农产品	南华工业品	南华综合
1月	50.0%	56.3%	50.0%	56.3%	68.8%
2月	62.5%	62.5%	56.3%	62.5%	62.5%
3月	31.3%	37.5%	37.5%	43.8%	18.8%
4月	50.0%	62.5%	50.0%	62.5%	43.8%
5月	43.8%	37.5%	68.8%	37.5%	50.0%
6月	56.3%	56.3%	37.5%	62.5%	50.0%
7月	64.7%	70.6%	41.2%	82.4%	64.7%
8月	47.1%	47.1%	58.8%	52.9%	35.3%
9月	52.9%	47.1%	47.1%	47.1%	47.1%
10月	43.8%	31.3%	56.3%	43.8%	37.5%
11月	37.5%	37.5%	37.5%	43.8%	31.3%
12月	62.5%	81.3%	68.8%	75.0%	81.3%
平均值	50.2%	52.3%	50.8%	55.8%	49.2%

资料来源: Wind, 金信期货研究院

(三) 在经济周期不同阶段商品价格涨跌分析

我们把通胀上行且经济增速放缓阶段称为滞胀期, 把通胀上行且经济增速加速阶段称为过热期, 把通胀下行且经济增速放缓阶段称为衰退期, 把通胀下行且经济增速加速阶段称为过热期。

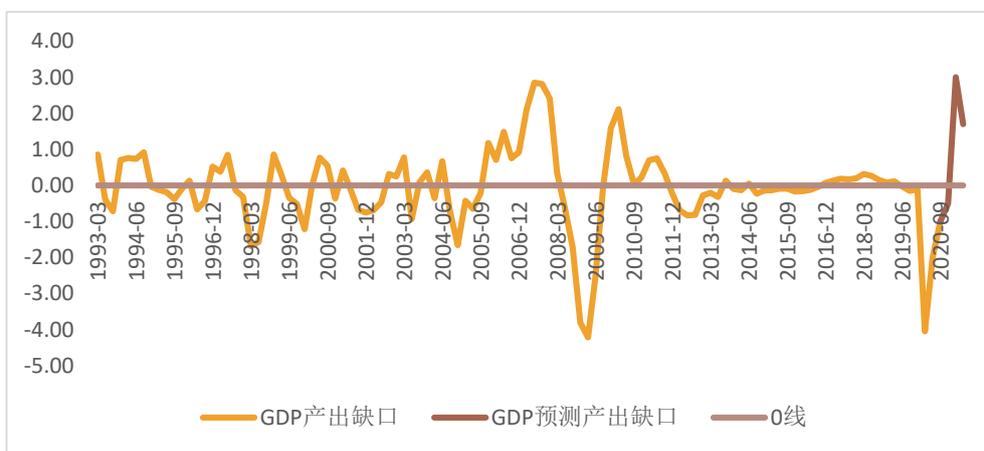
此处以经济增速是否放缓用产出缺口来衡量, 用季度 GDP 实际增速计算产出缺口, 产出缺口为正则判断经济增速加速, 产出缺口为负则判断经济增速放缓。

1、中国 GDP 产出缺口走势判断

我们预计今年四季度至明年二季度 GDP 增速趋势回升, 产出缺口将逐步由负转正。四

季度至明年二季度，我们的判断是，国内疫情基本处于受控状态，国内疫情对我国的影响基本消除，随着我国疫情监测能力的大幅提升，国内小范围疫情爆发只会采取短期的该地区管控措施，对国内经济活动的影响微乎其微，我国经济逐步复苏的趋势不变，因此 GDP 缺口在四季度至明年二季度逐步由负转正。

图 75：中国 GDP 产出缺口：单位：%



资料来源：Wind，金信期货研究院测算

就节奏看，今年四季度，受国外疫情快速蔓延影响，我国外需或疲弱，我国经济复苏的节奏放慢，GDP 缺口改善幅度较小；2021 年，如果国外疫情蔓延速度转慢或疫苗广泛接种，则国外压制的生产释放，外需稳步增长，我国经济复苏的节奏加快，GDP 缺口改善幅度较大；明年上半年，如果国外疫情仍快速蔓延且疫苗不能广泛接种，全球疫情管控措施边际加强，则外需仍疲弱，我国经济复苏或仍缓慢，GDP 缺口改善幅度较小。

2、以 PPI 划分经济周期下的商品涨跌

以 PPI 作为通胀指标，统计 2004 年 7 月至 2020 年 9 月商品价格涨跌，得到：（1）在经济复苏期商品价格涨跌不一，工业品和金属月涨跌幅均值录得正值，农产品和能化月涨跌幅均值录得负值，且能化上涨概率为 39.5%，月均涨跌幅为-14.13%，表明在复苏期能化价格下跌的可能性较大；（2）在经济过热期，商品价格月涨跌幅均值录得正值，金属和工业品上涨概率达到 67.9%和 62.5%，上涨概率较大；（3）在经济衰退期，商品价格月涨跌幅均值录得负值，工业品和能化上涨概率均为 44.2%，农产品在该时期录得 55.8%的上涨概率，显示逆经济周期的价格涨跌；（4）在经济滞胀期，商品价格录得上涨，但商品价格涨跌分化，农产品上涨概率为 40.9%，工业品和能化价格上涨概率均为 52.3%。

表 16：PPI 划分经济周期商品涨跌幅（2004.07-2020.09）

	南华商品	南华工业品	南华农产品	南华金属	南华能化
复苏	-0.19	2.35	-3.66	11.28	-14.13
过热	15.83	22.26	5.78	23.85	24.73
衰退	-8.27	-8.14	-4.40	-1.75	-14.73
滞胀	5.25	10.31	-2.18	10.45	12.86

资料来源：Wind，金信期货研究院

表 17: PPI 划分经济周期商品上涨概率 (2004.07-2020.09)

	南华商品	南华工业品	南华农产品	南华金属	南华能化
复苏	48.8%	48.8%	48.8%	53.5%	39.5%
过热	60.7%	62.5%	55.4%	67.9%	58.9%
衰退	42.3%	44.2%	55.8%	46.2%	44.2%
滞胀	47.7%	52.3%	40.9%	54.5%	52.3%

资料来源: Wind, 金信期货研究院

3、以 CPI 划分经济周期下的商品涨跌

以 CPI 作为通胀指标, 统计 2004 年 7 月至 2020 年 9 月商品价格涨跌, 得到: (1) 在经济复苏期, 商品价格月涨跌幅均值录得负值, 工业品、农产品、金属和能化上涨概率均小于 45.5%, 尤其是农产品上涨概率为 38.7%, 显示农产品在该时期下跌概率较大; (2) 在经济过热期, 商品价格月涨跌幅均值录得正值, 金属和工业品上涨概率达到 69.1% 和 63.2%, 上涨概率较大; (3) 在经济衰退期, 商品价格月涨跌幅均值录得负值, 工业品、农产品和能化上涨概率均为 45.0%, 下跌的概率大一些; (4) 在经济滞胀期, 商品价格录得上涨, 农产品上涨概率为 55.6%, 在商品大类中上涨概率较大, 工业品、金属和能化价格上涨概率均为 52.8%。

表 18: CPI 划分经济周期商品上涨概率 (2004.07-2020.09)

	南华商品	南华工业品	南华农产品	南华金属	南华能化
复苏	41.9%	41.9%	38.7%	45.2%	41.9%
过热	61.8%	63.2%	58.8%	69.1%	54.4%
衰退	40.0%	45.0%	45.0%	48.3%	45.0%
滞胀	52.8%	52.8%	55.6%	52.8%	52.8%

资料来源: Wind, 金信期货研究院

表 19: CPI 划分经济周期商品涨跌幅 (2004.07-2020.09)

	南华商品	南华工业品	南华农产品	南华金属	南华能化
复苏	-9.86	-8.64	-12.08	-2.12	-16.15
过热	17.16	23.42	7.84	27.34	18.52
衰退	-10.39	-8.35	-10.37	-3.54	-14.87
滞胀	11.80	14.75	8.25	16.14	19.22

资料来源: Wind, 金信期货研究院

风险提示

海外疫情超预期爆发, 全球贸易摩擦加剧, 经济复苏不及预期

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。