

归路，留一份清醒留一份醉

——2021 年期货市场年度策略

2020-12-01

◎投资要点:

宏观策略组

研究员:

刘洋洋

从业资格证号: F3023134

投资咨询证号: Z0015411

电话: 021-68757223

邮箱: liuyy@qh168.com.cn

联系人:

陈炳宜

从业资格证号: F3055994

电话: 021-68757223

邮箱: chenby@qh168.com.cn

刘晨业

从业资格证号: F3064051

电话: 021-68757223

邮箱: liucy@qh168.com.cn

相关研究报告

◆**海外经济触底回暖。**2021 年疫情影响将逐步消减，全球经济或将触底回暖，复苏节奏主要取决于新冠疫苗的进展。目前美国新冠疫苗研究进展较快，若明年年初可以投入使用，配合财政政策的刺激，以及宽松的流动性，或将激发新一轮补库需求，在节奏上可参考我国二三季度复工修复和利率抬升路径。欧洲方面，目前疫情升级和再度封城给复工进程和短期增长造成压力，且明显恶化的资产负债表和财政状况约束了刺激空间，整体政策力度弱于美国，整体来看明年复苏力度或将偏弱。日本目前疫情控制的较好，但货币和财政刺激空间有限，预计经济修复呈现慢但稳的特点。在新兴经济体方面，疫情控制能力较差，但对中美存在高出口额的国家，或将面临一定的机遇。

◆**国内经济回归之路。**2020 年在疫情冲击下，经济实际增速大幅偏离潜在增速，整体需求恢复慢于生产，投资强消费弱。展望 2021 年将是经济回归之年，政策回归常态化，资产价格回归供需基本面。预计经济周期将从复苏走向阶段性过热并向下行阶段过渡，最终回归潜在增速。在经济回归潜在增速的过程中，我们要清醒的认识到目前所处的阶段及潜在风险，但也可对未来的资产价格留一份醉，部分资产或可出现较好的投资机会。

◆**国内经济结构优化，地产基建放缓，制造业投资及内外消费接力。**目前国内经济仍处于修复通道，但修复最快的阶段或已过去。2021 年上半年，伴随着国内经济“填坑”接近尾声，内需或有所放缓。其中，地产投资逐渐步入到下行周期，建安占比会进一步提高；基建的需求将有所下降，地方政府专线债额度大概率会出现调降；经济内生动力修复叠加基数效应下，明年一季度制造业投资或将出现加速。随着全球疫情

重要事项：本报告中发布的观点和信息仅供东海期货的专业投资者参考。若您并非东海期货客户中的专业投资者，请谨慎对待本报告中的任何信息。本报告中的信息均源自于公开资料，我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，在任何情况下本报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险，投资需谨慎。

防控向好，预计消费增速将呈现前高后低的走势，且2021年的消费中枢将较2020年明显抬升。在外需方面，全球需求复苏海外库存周期重启，需关注海外需求的修复力度能否填补国内经济动能的减弱。

◆**复苏的掣肘：债务周期或于一季度见顶。**从历史数据情况及本轮信贷结构来看，本轮信贷上升周期可能已处于尾声，信贷大幅扩张后4-6个季度，企业还本付息压力将显现，或于明年一季度见顶。若金融部门杠杆率出现同比下降，需警惕股票价格结构性分化的风险。政府部门杠杆率拐点出现后一到两个季度债券价格或将出现触底反弹；本轮居民部门的杠杆率拐点出现在2019年6月，历史上平均会持续8个季度，目前同比回升了5个季度，大宗商品价格或仍存在一定的上行空间。

◆**复苏的掣肘：通胀周期或于上半年见顶。**2021年结构性通胀渐起，其中，猪肉供给逐步恢复，价格或将步入震荡下行周期，受猪肉价格下行压制，明年初CPI可能降至0附近。而随着疫情影响的进一步消退，非食品类商品消费和服务消费预计将持续修复，带动核心CPI明显改善，预计伴随着内外经济动能修复的接力，以及流动性的延续，或将在明年年中见顶。值得特别关注的是，金融风险的暴露，或将绑架货币政策的持续宽松，从而带来潜在的通胀上行风险。

◆**大宗商品方面：牛市中场，结构分化。**受益于宏观经济持续复苏，上半年结构性通胀将会显现，商品仍有机会，但品种将会出现分化，顶部或将在2021年中附近出现。随着明年疫苗大规模接种，外需补库或是主驱动，看好有色和能化品种，关注供给偏紧且低库存品种。而地产和基建投资受制于债务周期，或将见顶回落，关注下半年黑色系是否存在做空机会。贵金属的配置性价比下降，美国名义和实际利率料将维持缓慢上行态势，预计对金价形成压制。同时，油金比和铜金比目前处于历史低位区间，预计随着全球经济修复将逐步上行。通胀预期、库存低位及潜在供给冲击，看多农产品。目前全球通胀预期仍存，且大豆及玉米库存位于低位水平，潜在拉尼娜带来的供给端冲击，预计将抬高农产品价格重心。

◆**股票市场：前高后低，关注结构性行情。**债务周期领先于股票市场，信贷大幅扩张后4-6个季度，企业还本付息压力将显现，将会随之而来“紧信用”的情况。预计2021年一季度股市在需求修复及盈利改

善的利好下，迎来较好的的上涨窗口期；之后随着债务周期的回落，股市将转化为结构性上涨。

◆**利率及债券市场：前低后高，关注下半年确定性投资机会。**2021年经济冲高回落，预计利率走势或将前高后低。随着财政及货币政策常态化，债务周期将于明年一季度见顶，通胀周期滞后于债务周期1-2个季度，或于明年年中见顶，债市的配置价值或将在明年下半年显现。

◆**风险因素：海外疫情反复风险、中美贸易战进展超预期、海外需求复苏进度不及预期、国内需求恢复不及预期**

正文目录

1. 2021 年海外经济触底回暖.....	6
1.1. 疫苗进展决定经济复苏节奏.....	6
1.2. 美国经济复苏下的再通胀.....	6
2. 国内经济回归之年.....	7
2.1. 宏观经济隐形的锚：潜在增速.....	7
2.2. 潜在增速测算及目前所处的阶段.....	8
2.3. 2021 年经济如何回归潜在增速：双循环政策为主导.....	8
3. 复苏的掣肘：债务周期一季度见顶.....	12
3.1. 债务周期见顶回落.....	12
3.2. 债务周期与资产价格的关系.....	12
4. 复苏的掣肘：通胀周期上半年见顶.....	15
4.1. 结构性通胀渐起.....	15
4.2. 内外需接力修复下，PPI 上半年大概率重回正增长.....	16
5. 大类资产配置：以经济回归为主线，节奏看债务周期和通胀.....	17
5.1. 经济结构性复苏背景下的涨价逻辑.....	17
5.2. 从债务周期和通胀周期来看大类资产配置节奏.....	18

图表目录

图 1 潜在经济增速.....	8
图 2 中国潜在经济增速估算.....	8
图 3 房地产投资数据.....	9
图 4 房地产新开工、施工及竣工数据.....	9
图 5 基建投资分项数据.....	10
图 6 新增专项债发行概况（亿元）.....	10
图 7 企业利润增速与制造业投资.....	10
图 8 产成品库存.....	10
图 9 社零售总额同比数据.....	11
图 10 汽车消费增速.....	11
图 11 进出口、贸易顺差数据（以美元计）.....	11
图 12 进出口、贸易顺差数据（以人民币计）.....	11
图 13 我国宏观杠杆率季度增速.....	12
图 14 M2 及社融存量增速.....	12
图 15 政府杠杆率与 GDP 水平.....	13
图 16 政府杠杆率与债券收益率.....	13
图 17 企业杠杆率与产能利用率.....	14
图 18 企业杠杆率与股市的关系.....	14
图 19 居民杠杆率与房价指数.....	14
图 20 居民部门杠杆率与工业品价格对比.....	14
图 21 CPI 同比及环比.....	16
图 22 生猪存栏数据.....	16
图 23 PPI 同比数据.....	17
图 24 PPI 分项数据.....	17

表 1 全球新冠疫苗研发进展.....	6
表 2 我国的信用周期.....	15
表 3 大宗商品的供需及库存.....	18

1.2021 年海外经济触底回暖

从全球经济增速来看，2017 年全球经济增速录得欧债危机以来的最高值 3.3%，此后随着经济动能不断放缓，全球经济增速逐年放缓。2020 年受到新冠疫情突如其来的冲击，各国终端需求受到抑制，失业人口攀升，债务规模扩大，导致经济断崖式下跌，IMF 预计 2020 年全球经济将萎缩 4.4%。具体来看，发达经济体经济将萎缩 5.8%，新兴市场和发展中经济体经济将萎缩 3.3%。其中，美国经济将萎缩 4.3%，欧元区经济将萎缩 8.3%，日本经济将萎缩 5.3%。印度经济将萎缩 10.3%，中国经济或将增长 1.9%，是唯一实现正增长的主要经济体。

展望 2021 年，疫情影响将逐步消减，全球经济或将触底回暖。在疫情方面，目前新冠病毒的致死率较 2020 年初已经明显下降，且随着各国防控经验的积累，预计对经济的影响边际弱化。另一方面，新冠疫苗的研发正在加速推进，若明年新冠疫苗可以推出并逐步普及的话，全球经济或将出现全面复苏。

1.1.疫苗进展决定经济复苏节奏

目前来看，全球经济复苏节奏主要取决于疫苗的进展。11 月以来，辉瑞及莫德纳先后宣布其研究的新冠疫苗取得重大进展，有效率超过 90%，将申请应急使用权，预计年底将上市。

表 1 全球新冠疫苗研发进展

国家	公司/机构	研发技术	临床进展	预计上市时间
中国	武汉生物所/国药集团	灭活疫苗	使用阶段	2020 年底
	科兴生物		三期临床实验	2020 年底
	北京生物/国药集团		使用阶段	2020 年底
	康希诺&中国军事医学科学院	重组病毒载体疫苗	三期临床实验	——
英国	阿斯利康&牛津大学	重组病毒载体疫苗	三期临床实验	2020 年底
美国&德国	美国辉瑞公司&德国 BioNTech	核酸疫苗 (mRNA)	三期临床实验, 90%以上有效率	2020 年底
美国	莫德纳公司	核酸疫苗 (mRNA)	三期临床实验, 90%以上有效率	2020 年底
	强生	重组病毒载体疫苗	三期临床实验	2021 年初
	诺瓦克斯	蛋白质疫苗	三期临床实验	2021 年初

资料来源：东海期货研究所根据公开信息整理

从各国情况来看，由于美国新冠疫苗研究进展较快，若明年年初可以投入使用，配合财政政策的刺激，以及宽松的流动性，或将激发新一轮补库需求，在节奏上可参考我国二三季度复工修复和利率抬升路径。欧洲方面，目前疫情升级和再度封城给复工进程和短期增长造成压力，且明显恶化的资产负债表和财政状况约束了刺激空间，整体政策力度弱于美国，整体来看明年复苏力度或将偏弱。日本目前疫情控制的较好，但货币和财政刺激空间有限，预计经济修复呈现出慢但稳的特点。在新兴经济体方面，疫情控制能力交差，但对中美存在高出口额的国家，或将面临一定的机遇。

1.2.美国经济复苏下的再通胀

自疫情爆发以来，美联储采取了一系列超宽松货币政策刺激，美联储资产负债表规模迅速扩大，总资产规模从年初的4.2万亿美元，快速升值6月10日的历史峰值7.2万亿美元，远超次贷危机后三轮QE达到的4万亿美元。但随着金融市场逐步稳定，美联储放缓了购买速度，但总资产规模仍然保持在高位。截至11月18日，总资产规模较6月峰值小幅抬升至7.29万亿美元，市场开始担忧美国是否会因此出现高通胀的问题。

结合历史上美联储经历了两次大规模扩表。第一次是在二战期间，为帮助战争融资，美联储购买大量国债带动基础货币扩张，战后物价同比增速从2%飙升至20%左右。同时叠加着石油危机冲击、财政扩张、美联储在滞胀困境中的货币政策及通胀上涨预期的自我实现等多重因素造成的。第二次是在2008年次贷危机之后，美联储3轮QE大幅扩表，但危机时期的通胀水平一直位于3%以下，并未出现高通胀的问题。从货币数量理论来看，虽然两次都出现了基础货币的大幅扩张，但主要差别在于货币乘数和货币流通速度。二战期间石油价格冲击及战时财政扩张带动需求端扩张，使得货币乘数和货币流通速度加速上行；而次贷危机期间需求端疲弱，货币乘数和货币流通速度加速下行，明显稀释了基础货币扩张带来的通胀压力。

疫情期间美联储投放大量基础货币，但货币创造过程弱化，货币乘数和货币流通速度并没有改善。疫情期间美联扩表规模明显超出历史峰值，但同时超额准备金率也快速攀升并维持高位，反映流动性传导效率不佳，这与08年后的情况较为相似。短期来看（3-6个月），疫情对需求端冲击较大，信用创造受阻，更多的流动性淤积在银行体系内部，且美股存在分流现象，预计通胀将维持低位。

中长期来看（6-12个月），美国财政刺激政策落地，财政政策与货币政策协调配合，助推需求端逐步复苏，因此价格水平向货币现象回归，将会存在一定的通胀压力。但美国经济潜在增速下行，实体利润水平回升或有限，从而拖累实体需求扩张，制约通胀上行幅度。而相应地，充裕的流动性可能在全球寻找低估值、抗通胀资产，部分大宗商品的配置价值将会显现。

2. 国内经济回归之年

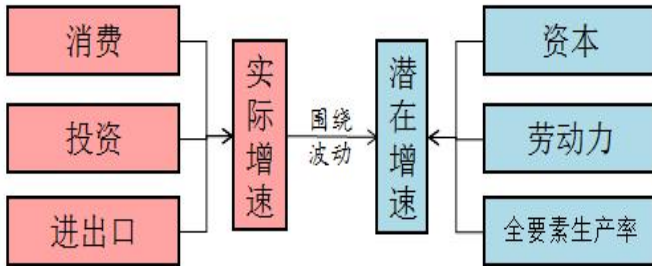
2.1. 宏观经济隐形的锚：潜在增速

潜在的经济增速，是指各种资源在正常的充分利用时所能实现的经济增长率。中国人民银行发布的2019年第一季度货币政策执行报告中也曾指出，潜在增速是指在不引起通货膨胀的情况下，经济增长所能取得的可持续的最大增速。

长周期的视角来看，经济的实际增长水平总是围绕着经济的潜在增长进行波动，两者之间的差值被称为产出缺口，可反映出一国经济过热或过冷的程度。在社会总需求小于社会总供给的情况下，社会的生产潜力就没有得到充分的利用，这表明实际经济增速低于潜在经济增速。若产出缺口长期为负，表明市场需求不足，一般将伴随着通缩的可能、反之，在社会总需求大于社会总供给的情况下，表明实际经济增长率高于潜在经济增长率，若产出缺口长期为正，会引起经济过热，伴随着通货膨胀和资产价格的上涨。

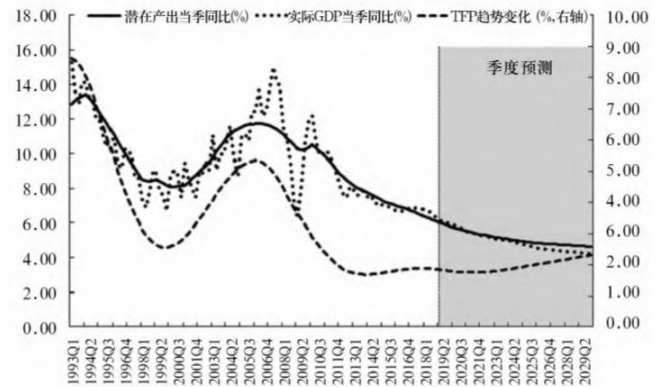
一国的潜在增长率主要由资本、劳动力和全要素生产率等因素决定，资本的存量和使用效率、劳动力的增速和教育以及经验等，对应经济增长的“动量”，而全要素生产率则对应经济增长的“效率”，共同决定着经济的潜在增长空间。对于一国的经济发展而言，在短期内容易受到需求侧因素，例如居民消费、固定资产投资和进出口等因素的影响，表现为实际经济增速的短期波动；而从长期来看，一国的经济增长水平更多取决于供给侧因素，如资本、劳动力、全要素生产率等因素的影响。

图1 潜在经济增速



资料来源：东海期货研究所整理

图2 中国潜在经济增速估算



资料来源：中国人民银行；东海期货研究所整理

2.2.潜在增速测算及目前所处的阶段

中国人民银行研究局于2019年发表的《中国潜在产出的综合测算及其政策含义》的论文中对我国潜在增速进行了测算，利用生产函数法、状态空间模型、宏观计量模型及DSGE模型四种方法对我国潜在产出进行了季度估算和预测，以四种结果的加权平均值为潜在增速的测算值。从预期结果来看，2020年四季度及2021年对应的潜在经济增速在5.5%。

今年2月份受新冠疫情影响，我国经济基本处于冰冻状态，3月经济开始逐步解冻，4月复工复产程度有所提升，到5月以后消费显著恢复，随着6月份海外经济“解封”，外需超预期改善；先内需后外需，最后在三季度形成内外需共振。目前我国经济三季度GDP同比增速录得4.9%，仍大幅低于潜在增速。今年三季度二产的同比增速为6%，已经超过去年的同期水平。而今年三产的同比增速为4.3%，去年同期为8.3%，主因疫情影响下服务业恢复缓慢，拖累GDP增速。考虑到新冠肺炎疫情的影响，2020年经济增速只有2%-3%，由于低基数效应，2021年经济增长速度可能会达到一个比较高的水平。

2.3.2021年经济如何回归潜在增速：双循环政策为主导

疫情过后从我国经济复苏情况来看，存在着较为严重的结构性失衡，整体需求恢复慢于生产，投资强消费弱，中小企业恢复弱于大型企业，以及实体冷金融热。内循环战略将有效改善目前经济发展的结构型失衡问题，从而实现经济向潜在增速回归的可持续发展。目前我国经济仍处在疫后复苏阶段，而2021年将是回归之年，预计2021年经济周期将从复苏走向阶段性过热并向下行阶段过渡，最终回归潜在增速。

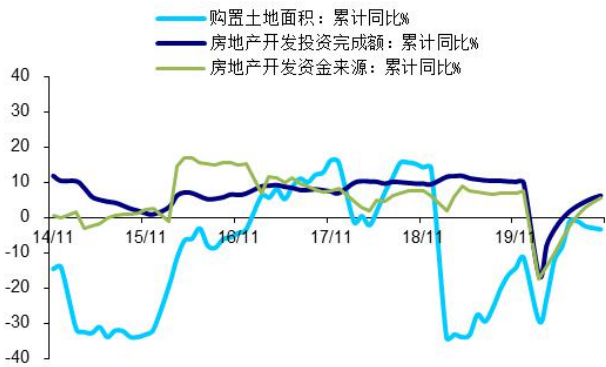
- 2021年投资仍是压舱石，制造业投资发力。

在投资端，1-10月固定资产投资增速1.8%，目前来看2021年投资仍是稳定经济增长的压舱石，重点发力“两新一重”，中长期将逐步削弱对传统基建和房地产的重依赖，制造业高新科技投资接力。

在房地产投资方面，1-10月房地产开发投资增速转正至4.6%，去年同期增速为9.6%。短期房价将是在“财富效应”和对消费的挤出效应，“房住不炒”和地方财政困境中取得平衡。一方面房地产涉及钢铁、建材、化工等多个产业链，以及挖掘机、重卡等固定资产类品种，是带动经济增长不可缺少的重要环节，也是地方政府收入的重要来源。而另一方面，房地产的虹吸现象，对其他行业的发展带来严重的桎梏。在居民消费方面，购房贷款会促进信用扩张及相关产品的消费，但由于提前透支对消费短期带来的挤出效应也十分明显。年中政治局会议强调，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。目前来看，房地产投资不会作为刺激经济的政策，投资过热在一定程度上受到抑制，但是内循环起步的重要支撑，仍将促进其合理健康发展，短期房价将在“财富效应”和对消费的挤出效应中取得平衡。

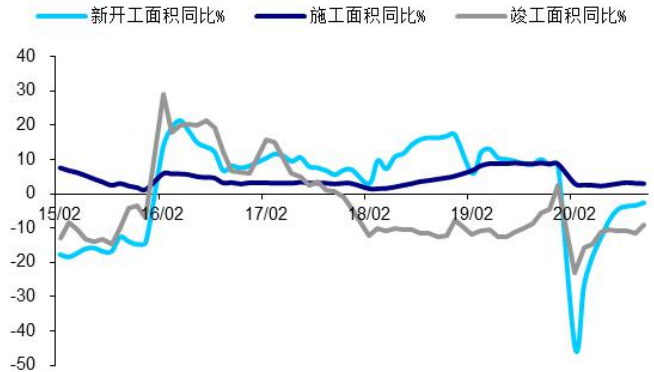
2021年房地产投资虽然仍将保持正增长，但或显乏力，即使是低基数下，全年增速也难回到2019年，预计增速区间5%-6%。地产逐渐步入到下行周期，且建安占比会进一步提高。中长期来看，随着“内循环”战略下经济新增长极的培育，产业结构的调整及居民消费水平的提高，对房地产的依赖将会逐步降低。

图3 房地产投资数据



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图4 房地产新开工、施工及竣工数据



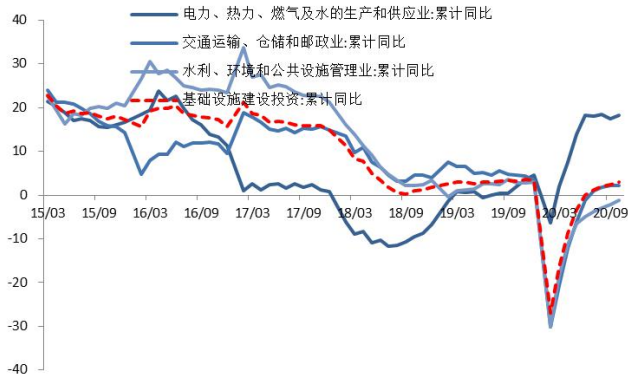
资料来源：Wind；东海期货研究所整理

政府部门加杠杆，是本轮经济复苏的重要推手。从基建投资恢复情况来看，1-10月基建投资增速3%，去年同期增速为3.26%，预计全年基建投资规模在20万亿元左右。其中“新基建+旧改+传统基建”是政策在投资领域的主要导向，其中专项债重点主要为新基建、新型城镇化建设（新开工改造城镇老旧小区3.9万个，去年为1.9万个）、重大工程建设（增加国家铁路建设资本金1000亿元）提供资金保障。由于基建投资是天然的逆周期调节工具，2021年传统基建投资对各类建筑材料需求仍有支撑。同时，基础设施建设重点发力“两新一重”，或将迎来一波小高潮。市场预计，2020-2025年5G网络、人工智能、工业互联网等重点领域投资规模约为17.5万亿元，年均增速约为21.6%。

综合来看，2021年经济回归常态后，基建的需求将有所下降，地方政府专项债额度大

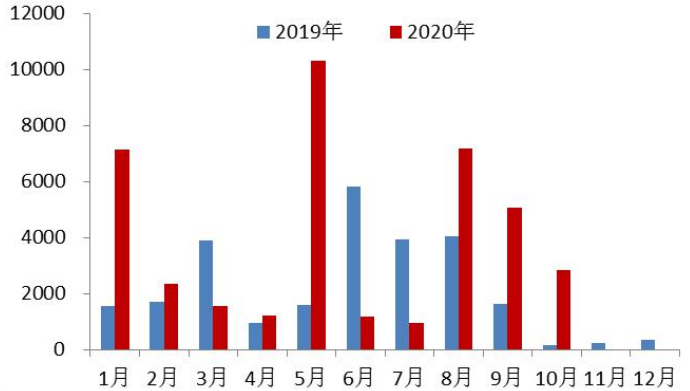
概率会出现调降，预计 2021 全年基建投资将实现 3%-4% 左右的增长速度。且在结构上，电力、铁路、公路等领域的投资增速或将下行，代表新基建方向的智能交通基础设施、智慧能源基础设施比重将明显抬升。

图 5 基建投资分项数据



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

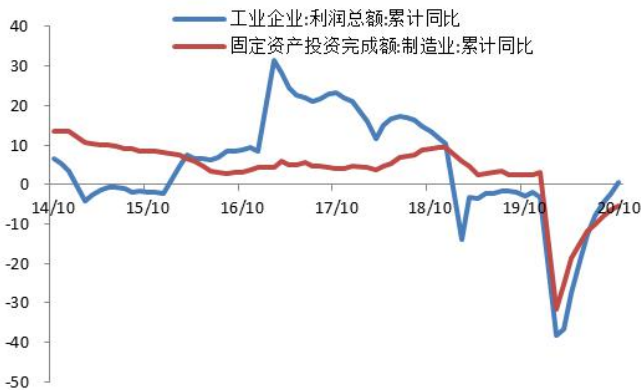
图 6 新增专项债发行概况（亿元）



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

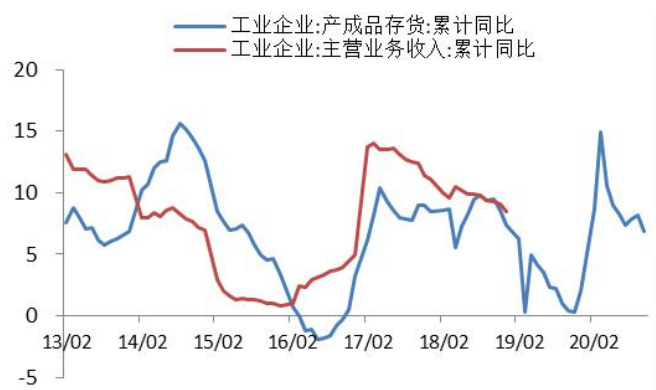
在制造业投资方面，2020 年 1-10 月制造业投资增速-5.3%，去年同期水平为 2.6%。目前来看，疫情过后制造业恢复缓慢，制造业投资仍是拖累项。但随着经济内生动力修复叠加基数效应下，明年一季度制造业投资或将出现加速。目前我国制造业的生产优势集中在低附加值的终端消费品，而在高附加值产品上的对外依存度较高。2021 年将致力于完善产业链，降低产业对外依存度，实现关键产品、技术领域的自主可控；加快优势领域建设，结合消费新领域的培育，成为未来爆发的增长点。随着需求改善、库存去化，预计 2021 年制造业投资改善或将有所加快。长期来看，在“内循环”背景下，致力于高新技术产业的投资，抓住新一轮产业革命的机遇，提升生产高附加价值产品的能力。同时，化解供需两端的信息不对称，为新一轮消费场景的诞生提供技术及设备支持。

图 7 企业利润增速与制造业投资



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图 8 产成品库存



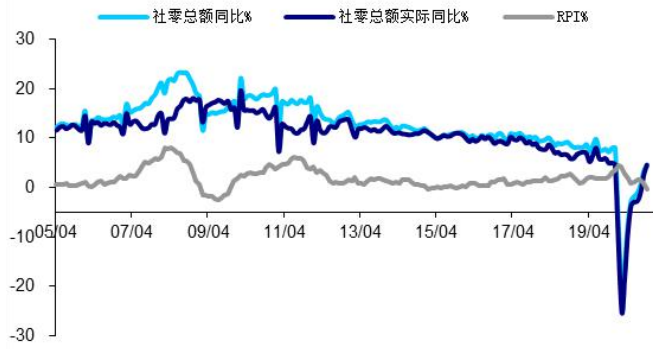
资料来源：Wind；东海期货研究所整理

● 消费方面，中长期将成为经济跨越的支撑力量。

2020 年 1-10 月社会消费品零售总额累计同比-5.9%，对经济拉动有所下降。从细项数据来看，10 月份消费继续修复，商品零售中除了粮油食品、中西药品这些必需品维持较高增速以外，可选品消费也出现明显改善，其中服装鞋帽、化妆品、金银珠宝、家用电器及通讯器材消费同步向上修复；10 月汽车销售增速维持在较高水平，是支撑消费增速的主要

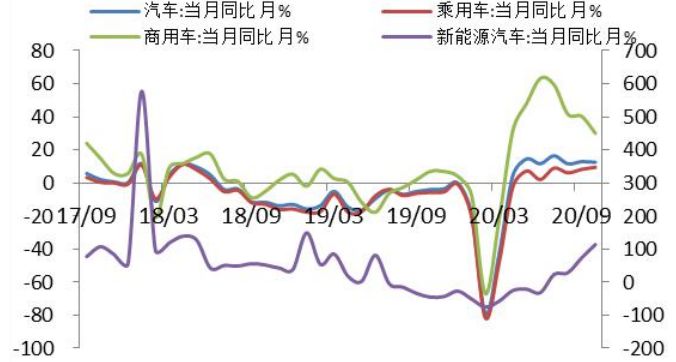
原因；而石油及制品的消费仍保持交低增速，是主要拖累项。目前来看，必选消费需求刚性，受到影响相对较小；可选消费需求短期出现明显修复迹象。服务消费方面，旅游、交通、酒店和餐饮等消费在十一假期前也受到较大的提振，且餐饮消费疫情后首月出现正增长。随着全球疫情防控向好，带动需求进一步修复，预计消费增速将呈现前高后低的走势，且2021年的消费中枢将较2020年明显抬升。

图9 社零售总额同比数据



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图10 汽车消费增速



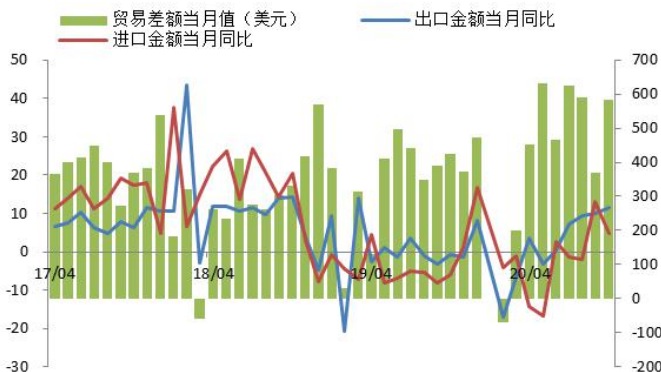
资料来源：Wind；东海期货研究所整理

中长期来看，政策方面已经将扩大内需提高到重要位置，第一利用人口基数优势，培育多元化消费倾向，扩大消费基数；第二伴随着产业升级，引导外部优质消费回流及国内消费升级，提高消费质量；第三发展优势产业消费升级，为新消费场景奠定基础；最后调整收入分配格局，推动个税改革，为“内循环”蓄力。

● 外贸方面，短期韧性仍强，美国补库或是核心变量。

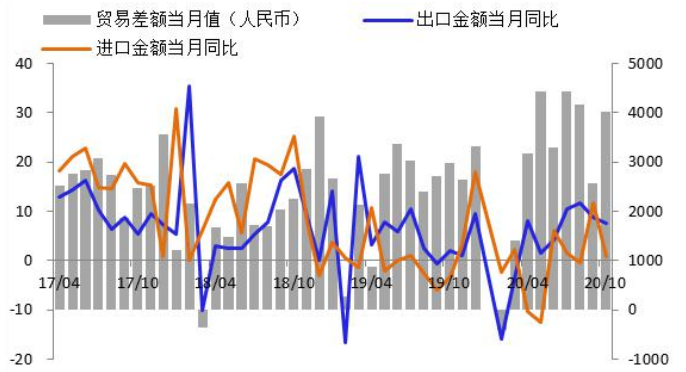
三季度以来国内出口维持高增长，进口增速稳定，贸易顺差持续。三季度以来国内外贸企业复工复产率持续提升，前期因延期复工积压的出口订单陆续交付，进出口增速明显改善，贸易差额转为正值。受益于口罩等防护用品需求的支撑，叠加提前其他国家复工，所带来的替代效应，出口增速延续修复。目前国内需求稳步回升，生产端延续复苏。明年一季度或将迎来海外需求的改善，特别是在美国补库需求的提振下，我国出口的高景气度有望延续至2021年上半年。

图11 进出口、贸易顺差数据（以美元计）



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图12 进出口、贸易顺差数据（以人民币计）



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

长期来看，以出口为导向的外向性经济发展战略为我国经济发展提供了持续的动力，

成就了我国世界工厂的地位，但我国产业链结构中资源和市场两头在外，特别在高端核心技术、核心零部件等环节发展不足。内循环是在面临强大的外部压力下提出的防御战略，一方面仍将鼓励对外出口，但对无法化解的外贸压力引导至国内吸收。同时将促进我国技术及产业链升级，力争以高附加值产品重新打开世界需求窗口，最终实现国内国际双循环相互促进的新发展格局。虽然短期面临着阵痛，但长期来看是为进一步扩到对外开放做准备。

3. 复苏的掣肘：债务周期一季度见顶

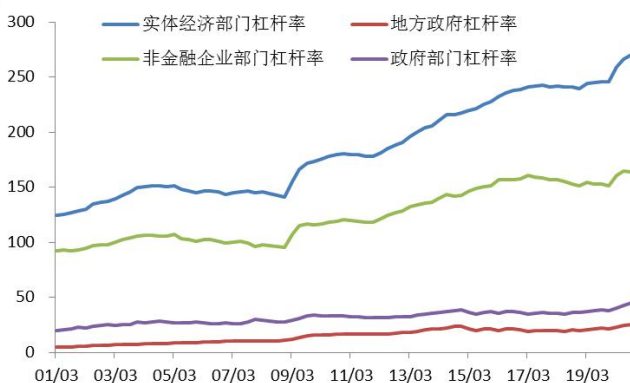
3.1. 债务周期见顶回落

截止 2020 年三季度，我国宏观杠杆率升至 270.1%，较 2019 年底抬升 24.7 个百分点。在债务基数不断增大的背景下，三个季度抬升 24.7 个百分点的杠杆率，速度已经达到 2009 年增速（当年三个季度杠杆率抬升约 26 个百分点）。分部门来看，企业部门杠杆率为 164%，较 2019 年底抬升 12.7 个百分点；居民部门杠杆率为 61.4%，较 2019 年底抬升 5.6 个百分点，政府部门杠杆率为 44.7%，较 2019 年底抬升 6.4 个百分点。长期来看，中国宏观杠杆率存在 3-5 年的周期，本轮债务周期始于 2019 年初，预计将在 2021 年见顶。

从增长速率来看，伴随着经济动能逐步修复，杠杆率的抬升速度有多放缓，其中第一季度杠杆率抬升 13.9 个百分点>第二季度杠杆率抬升 7.1 个百分点>第三季度我国杠杆率仅抬升 3.7 个百分点，抬升速度已经在受到明显的控制。

从信用指标来看，截止 2020 年 10 月，M2 同比增速上行至 10.5%，较 2019 年底回升 1.8 个百分点；社融存量同比增速上行至 13.7%，较 2019 年底回升 3 个百分点，均处于历史高位水平。从历史数据观测来看，信贷大幅扩张后 4-6 个季度，明年二季度，随着再贷款、再贴现以及贷款展期等政策的期满退出，企业还本付息压力将显现，将会随之而来“紧信用”的情况。预计这一次的债务周期的顶点将在明年一季度显现，且企业和居民部门的还本付息压力高于 2009 年水平。

图 13 我国宏观杠杆率季度增速



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图 14 M2 及社融存量增速



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

3.2. 债务周期与资产价格的关系

可以通过将宏观杠杆率拆解成政府部门、居民部门、企业部门这三方面，通过选取与各类资产相关性最强的细分债务周期，来判断目前所处的债务周期阶段，以及对应的资产价格变动情况。

在政府部门杠杆率方面，是本轮债务周期扩张的主要推手，也是最能够直接进行调控的变量。在经济下行阶段，政府部门通过发债、加大投资等方式提振经济，伴随着政府部门杠杆率的抬升；在经济繁荣阶段，政府部门可通过增加税收等方式调整财政政策，从而使得政府部门杠杆率上升趋缓甚至出现一定程度的修复。

以 2015 年开始的债务置换为起点，近年来地方政府显性债务不断扩大，特别是在疫情的扰动下，预计赤字率将抬升至 3.6% 的水平，同时发行了 3.75 万亿规模的新增专项债及 1 万亿特别国债。预计 2021 年，随着经济逐步企稳，财政刺激将有所放缓，预计政府部门的杠杆率增速将放缓。

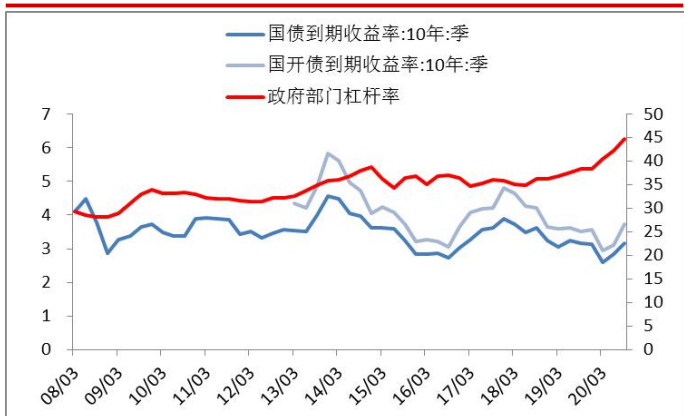
目前来看，债券收益率与政府部门债务周期的相关性最强。主要是因为扩张性的财政政策一般应用于经济下行周期，此时一般伴随着债券收益率的上升。同时，有利于发行方持续举债，便形成了政府杠杆率的提升。且政府部门杠杆率相对于债券收益率大约有一个季度的领先期。

图 15 政府杠杆率与 GDP 水平



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图 16 政府杠杆率与债券收益率

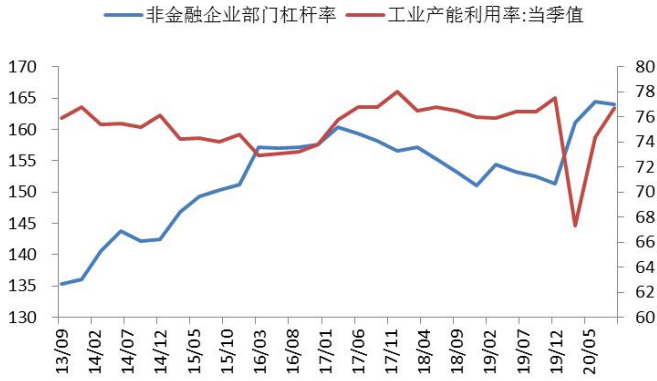


资料来源：Wind；东海期货研究所整理

在企业部门杠杆率方面，是经济修复的最主要力量，主要受到盈利预期的影响，可结合库存周期来共同观测。在经济向好的环境下，市场需求增加，库存下降，盈利预期上升，企业投资意愿增强，进行举债来扩张产能，企业杠杆率攀升；当市场供给逐渐超过市场需求时，库存出现累积，盈利预期下降，企业投资意愿下降，甚至进入被动去产能阶段，企业部门杠杆率转而下降。

企业盈利与企业产能扩张有密切关系，因此和股票市场的涨跌更为相关，特别是对于周期性行业相对有效。企业举债行为相对于企业盈利大约有三个季度左右的领先期。另一方面，考虑到股市的涨跌更直接的驱动因素是资金，所以金融部门的杠杆率也有一定的指导意义。

图 17 企业杠杆率与产能利用率



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图 18 企业杠杆率与股市的关系

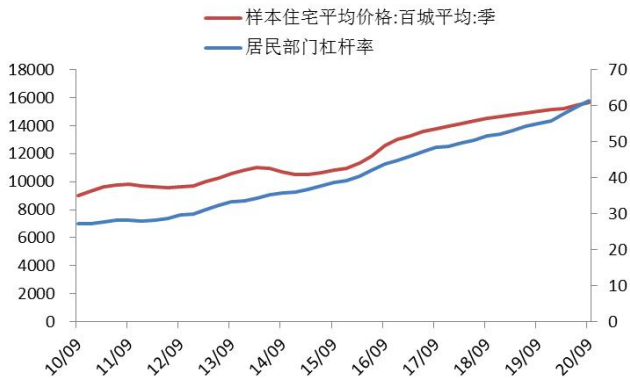


资料来源：Wind；东海期货研究所整理

在居民部门杠杆率方面，主要与房地产周期及消费密切相关。消费主要呈现出顺周期的特征，在经济环境向上的时候，居民收入增多，消费意愿增强，居民消费杠杆率有所抬升；但在经济下行的背景下，居民收入下滑，消费意愿减弱，居民消费杠杆率面临收敛。但整体来看消费的波动较小，而房地产周期是影响居民杠杆率的另一个主要因素。

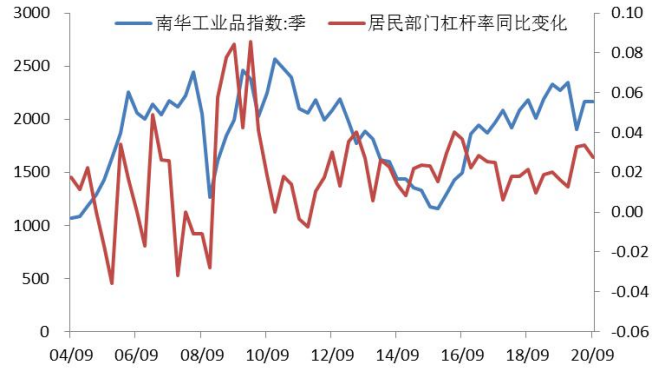
商品在债务周期传导中，受居民部门杠杆的影响较为显著，特别是 08 年以后的中国经济，对地产（居民举债）形成依赖路径。其中工业品对居民部门的杠杆率较为敏感，居民部门杠杆率的同比变化大概领先大宗商品价格约一个季度的时间。

图 19 居民杠杆率与房价指数



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图 20 居民部门杠杆率与工业品价格对比



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

从历史数据情况来看，本轮上升周期可能已处于尾声，或于明年一季度见顶。若金融部门杠杆率出现同比下降，需警惕股票价格结构性分化的风险。其中，政府部门杠杆率拐点出现后一到两个季度债券价格或将出现触底反弹；本轮居民部门的杠杆率拐点出现在 2019 年 6 月，历史上平均会持续 8 个季度，目前同比回升了 5 个季度，大宗商品价格或仍存在一定的上行空间。

表 2 我国的信用周期

	开始时间	结束时间	持续时长	货币政策
1	2003 年 1 月	2003 年 6 月	6	宽信用
2	2003 年 7 月	2005 年 4 月	22	紧信用
3	2005 年 5 月	2008 年 2 月	34	宽信用
4	2008 年 3 月	2008 年 11 月	9	紧信用
5	2008 年 12 月	2009 年 11 月	12	宽信用
6	2009 年 12 月	2010 年 7 月	8	紧信用
7	2010 年 8 月	2010 年 12 月	5	宽信用
8	2011 年 1 月	2012 年 7 月	19	紧信用
9	2012 年 7 月	2013 年 4 月	8	宽信用
10	2013 年 5 月	2014 年 3 月	11	紧信用
11	2014 年 4 月	2014 年 7 月	4	宽信用
12	2014 年 8 月	2016 年 6 月	23	紧信用
13	2016 年 7 月	2017 年 10 月	16	宽信用
14	2017 年 11 月	2018 年 12 月	14	紧信用
15	2019 年 1 月	2020 年 9 月	21	宽信用

资料来源：Wind，东海期货研究所整理

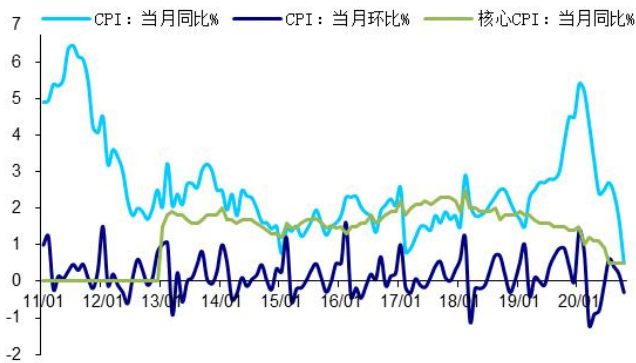
4. 复苏的掣肘：通胀周期上半年见顶

4.1. 结构性通胀渐起

2021 年猪价或拖累 CPI。2020 年 1 月 CPI 录得 5.4% 的历史高位水平，主因超级猪周期的形成。自 2018 年非洲猪瘟在我国出现，叠加环保政策加速过剩产能出清，及南猪北养政策加剧非洲猪瘟扩散，导致本轮超级猪周期的形成。能繁母猪存栏对出栏具有一定的领先作用，2019 年 8 月大幅跌至 -9.1%，由于利润空间扩大与政策扶持修复补栏热情，19 年年出现企稳，2020 年稳步回升。能繁母猪存栏一般领先生猪出栏 10 个月左右，2020 年 4-5 月生猪集中出栏，猪肉价格应声下跌，8 月中旬后猪肉产能进一步释放。2021 年，随着猪肉供给的逐步回升，猪肉价格将步入震荡下行周期，预计将拖累 CPI 逐步回落。受猪肉价格下行压制，明年初 CPI 可能降至 0 附近。

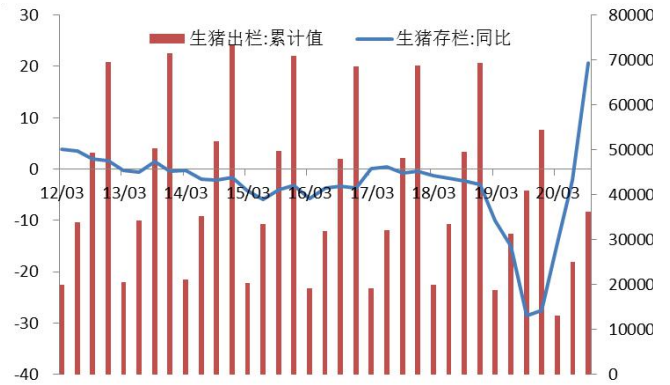
核心 CPI 成为重要变量，或明显改善。由于疫情期间，居民收入减少，抑制居民消费倾向。分项来看，生活必需品受到疫情影响相对较小；改善型消费受到抑制较大。疫情过后居民收入改善，三季度城镇居民人均可支配收入累计同比增 2.8%，较一季度显著回升 2.3 个百分点，预计改善型消费将持续回暖。另一方面，2020 年服务业 CPI 环比增速在 4-8 月持续低于过去六年的季节性水平，同比增速从 1 月的 1.5% 下降至 8 月低的 -0.1%，仅次于 2008 年金融危机的低水平。2021 年随着疫情影响的进一步消退，非食品类商品消费和服务消费预计将持续修复，带动核心 CPI 明显改善，预计伴随着经济动能的修复，以及流动性的延续，或将在明年年中见顶。

图 21 CPI 同比及环比



资料来源: Wind; 东海期货研究所整理

图 22 生猪存栏数据



资料来源: Wind; 东海期货研究所整理

关注潜在风险，金融风险的暴露或加速通胀上行。随着资管新规过渡期临近截至，部分金融风险逐步显现，特别是逃废债现象下的地方政府债务问题。回溯当资产成为不良资产发生债务违约时，所形成的货币将会成为经济体系里失锚的幽灵，寻租、投机、泡沫或是换做外汇外逃等等，其实这笔钱并不在创造价值的经济体系里。而债务如果由国家帮忙偿还，是否相当于一种盘活资本存量的防水？而疫情期间投放的流动性，在 2021 年的本金和利息是否能够如期偿还，而绑架货币政策的持续宽松，从而带来潜在的通胀上行风险。可能表现为食品价格上行 3%、用品价格上行 5%、房价上行 10%及核心资产上行 20%等结构性通胀特征。

4.2. 内外需接力修复下，PPI 上半年大概率重回正增长

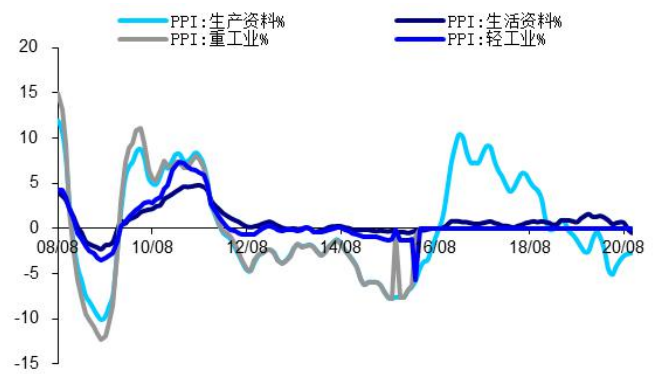
从 PPI 的组成来看，主要由原油、煤炭、钢铁、有色开采及加工及化工原料制造相关的产品价格波动造成。今年疫情冲击下，国内外需求先后下滑，原油、铜遭受了剧烈的价格冲击，其中 4 月布油与铜的均价创出了年度低位，拖累 PPI 进入通缩区间。从基数效应来看，按照目前的价格水平，三者同比增速均能在 4 月达到较高水平，继而作为权重大幅带动 PPI 上行。

图 23 PPI 同比数据



资料来源: Wind; 东海期货研究所整理

图 24 PPI 分项数据



资料来源: Wind; 东海期货研究所整理

另一方面，国内经济仍处于修复通道、有利于 PPI 回升，但修复最快的阶段已经过去。而全球需求有望接力复苏，海外库存周期重启，外需加快修复或拉动全球大宗商品价格，进而影响国内价格。

原油价格方面，预计将呈现温和上涨。年内油价低点已经在二季度出现，预计 2021 年上半年，油价将受到 OPEC 产量控制及全球经济复苏节奏共同影响，呈现缓慢上行趋势。在煤炭及钢铁价格方面，年内已经出现较为明显的涨幅。但考虑明年供给的恢复，及国内基建高位回落的风险，预计上半年维持高位震荡，下半年存在下行风险。在有色金属价格方面，由于流动性充裕及需求恢复，有色金属价格年内逐步回升，预计明年受内外需接替修复的带动，仍有望维持上涨趋势。在化学原来制品方面，受原油价格影响较大，虽然原油价格中枢保持稳定恢复态势，但需求端的恢复仍需观察。整体来看，年内国内经济动能恢复强劲，带动工业品价格持续上行。2021 年上半年，伴随着国内经济“填坑”接近尾声，内需或有所放缓，但海外需求或将出现趋势性回暖，叠加基数效应，PPI 上半年有望重回正增长，且于年中见顶，后续需关注海外需求的修复力度能否填补国内经济动能的减弱。

5. 大类资产配置：以经济回归为主线，节奏看债务周期和通胀

5.1. 经济结构性复苏背景下的涨价逻辑

目前来看，2021 年上半年经济复苏大概率呈现结构性特征，疫后全球经济复苏引致海外补库需求回暖，而财政刺激和地产融资力度预计均低于 2020 年，出口、制造业投资将强于基建、地产投资。结构性复苏背景下预计大宗商品价格大概率会走向分化而非共振。全球消费回暖、供需错配、低库存品种预计上涨持续性更强。

表 3 大宗商品的供需及库库存

大类行业	细分大宗商品	供给预期	需求预期	库存状况	下游主要行业	涨价预期
有色金属	铜	供给偏紧	需求改善	库存低位	电线电缆	上涨
	铝	2021 年有产能投放	需求改善	库存低位	建筑、交运、包装	小幅上涨
煤炭	动力煤	进口煤或适度放开	供暖需求向好	库存中位	火电	价格平稳
	焦炭	供应偏紧	需求平稳	库存偏高	冶炼	价格平稳
钢铁	铁矿石	供给无强收缩	需求有下降预期	库存偏低	基建地产	价格高位回落
化工	原油	OPEC 供给有控制+美国短期难恢复	需求改善	高于过去 5 年均值	化工、交运、汽车	小幅上涨
建材	玻璃	供给偏紧	需求改善	库存低位	建筑、汽车、光伏	上涨
	水泥	供给无强收缩	需求平稳	——	建筑行业	价格平稳

资料来源：Wind，东海期货研究所整理

5.2.从债务周期和通胀周期来看大类资产配置节奏

● 大宗商品方面：牛市中场，结构分化

目前来看，受猪肉价格拖累，通胀高位回落，但整体来看，通胀上行周期并未结束。受益于宏观经济持续复苏，上半年结构性通胀将会显现，商品仍有机会，但品种将会出现分化，顶部或将在 2021 年中附近出现。

随着明年疫苗大规模接种，外需补库或是主驱动，看好有色和能化品种，关注供给偏紧且低库存品种。而地产和基建投资受制于债务周期，或将见顶回落，关注下半年黑色系是否存在做空机会。

贵金属的配置性价比下降。贵金属被作为美国实际利率的负相关品，随着美国经济复苏，美国名义和实际利率料将维持缓慢上行态势，预计对金价形成压制。同时，油金比和铜金比目前处于历史低位区间，预计随着全球经济修复将逐步上行。

通胀预期、库存低位及潜在供给冲击，看多农产品。目前全球通胀预期仍存，且大豆及玉米库存位于低位水平，潜在拉尼娜带来的供给端冲击，预计将抬高农产品价格重心。

● 股票市场

债务周期领先于股票市场。信贷大幅扩张后 4-6 个季度，企业还本付息压力将显现，将会随之而来“紧信用”的情况。预计这一次的债务周期的顶点将在明年一季度显现，且企业和居民部门的还本付息压力高于 2009 年水平。预计 2021 年一季度股市在需求修复及盈利改善的利好下，迎来较好的上涨窗口期；之后随着债务周期的回落，股市将转化为结构性上涨。

● 利率及债券市场

明年经济冲高回落，预计利率走势或将前高后低。随着财政及货币政策常态化，债务周期将于明年一季度见顶，通胀周期滞后于债务周期 1-2 个季度，或于明年年中见顶，债市的配置价值或将在明年下半年显现。

分析师承诺：

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其附属公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn