

研究创造价值

修复资产价格和经济增长劈叉

——2021 年宏观投资策略报告

姓名：程小勇
电话：0571-89715220
报告日期：2020 年 12 月 15 日

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。此外，作者薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

摘要：

1、2020 年，新冠肺炎疫情席卷全球，导致全球经济在二季度出现断崖式的下滑。二季度，中国率先将疫情控制，并通过积极的财政政策，稳健偏灵活的货币政策引导企业复工复产，中国经济由此也“一枝独秀”，展开了强劲的反弹。三季度，海外经济也开始反弹，逆周期政策、复工复产和经济填坑式复苏使得 2020 年是周期复苏之年，大宗商品出现超预期反弹，A 股的周期性板块也大幅上涨。

2、尽管大规模刺激措施遏制了由外部冲击可能带来的流动性危机或经济危机，但是全球资产价格泡沫也越发膨胀，加剧了收入不平衡，贫富分化加剧，未来实体经济和资产价格的劈叉存在收敛的风险。

3、2021 年，全球经济复苏大方向基本上达成共识，因海外“填坑”动作尚未结束，海外需求给中国出口带来韧性。然而也存在几个不确定性：疫苗的有效性、拜登政府上任后中美关系、新一轮科技革命和产业变革深入发展、地缘政治（英国脱欧等）、债务可持续性等。

4、2021 年，存在三大可能出现预期差的因素：再通胀预期、美元贬值预期、补库和资本开支预期，尤其是美国制造业补库会弱于预期，制造业产能利用率不高意味着资本开支放缓，国内面临房地产降温的约束。

5、未来中国经济两大亮点：新技术在经济层面的渗透提高劳动生产率、构建双循环，开启需求侧改革。

6、对 2021 年宏观投资策略最大的定调是：资产价格与经济增长基本面裂口修复，大类资产配置的机会：新经济板块和传统行业龙头板块，股市存在结构性机会；债券市场，国债大于信用债，无风险利率先扬后抑；大宗商品单边上涨机会很难再现，房地产和基建投资降温带动、黑色系商品领跌，有色金属和贵金属先扬后抑，周期性工业品高位回落，农产品结构性紧或将缓解。

2020 年，不确定性是最大的特色，其中疫情和美国大选为金融市场波动的两大主线，其中穿插着复工复产、逆周期调节和产业链重构等要素。从国内来看，2020 年是“十三五”收官之年，也是为“十四五”奠定基础的一年，中央确立了构建双循环的新的发展战略。2020 年，是流动性外溢的一年，是经济填坑的一年，经济复苏、逆周期政策和国内三大攻坚战取得决定性胜利的一年。

2021 年，全球经济还面临百年未有的变局，存在诸多不确定性：疫苗的有效性、拜登政府上任后中美关系、新一轮科技革命和产业变革深入发展、地缘政治（英国脱欧等）、债务可持续性等。还有三大可能出现预期差的因素：再通胀预期、美元贬值预期、补库和资本开支预期

具备确定性的因素有：经济复苏大方向不会逆转，只是力度放缓；疫情防控常态化，远程办公和“宅经济”等新模式会继续；逆周期政策退出、“十四五”开局带来的政策红利；监管强化，国内进入稳杠杆或去杠杆。

因此，我们对 2021 年宏观投资策略最大的定调是：资产价格与经济增长基本面裂口修复，大类资产配置的机会：新经济板块和传统行业龙头板块，股市存在结构性机会；债券市场，国债大于信用债，无风险利率先扬后抑；大宗商品单边上涨机会很难再现，房地产和基建投资降温带动、黑色系商品领跌，有色金属和贵金属先扬后抑，周期性工业品高位回落，农产品结构性紧缺或将缓解。

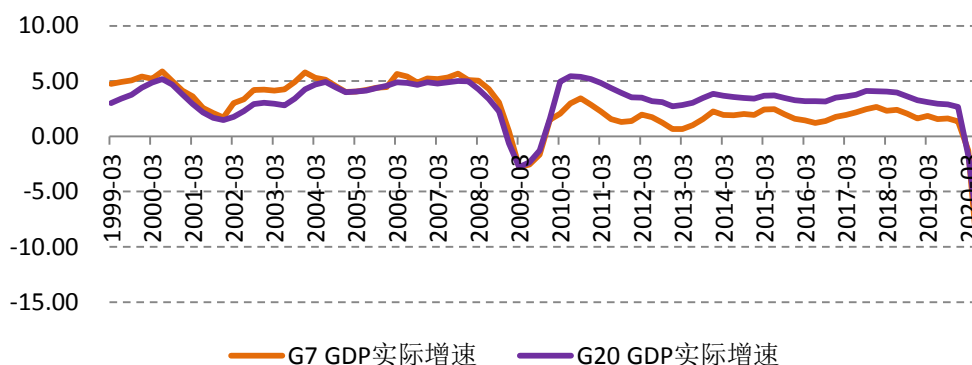
一、2020 年宏观经济回顾

1. 疫情这一外部冲击，全球经济深蹲-反弹

2020 年，新冠肺炎疫情席卷全球，导致全球经济在二季度出现断崖式的下滑。数据显示，2020 年二季度，G7 GDP 实际同比增速大幅下滑至-11.8%，G20 GDP 实际同比增速也骤降至-9.1%，纷纷创下二战以来最大单季跌幅。

新冠疫情如何影响经济增长的呢？主要从以下几个方面给经济带来冲击：一是新冠疫情导致全球主要经济体纷纷采取封锁措施，大部分工业生产受到中断，服务业也被迫歇业，供应端缺位导致投资下滑，企业被动降库存；二是贸易端，由于疫情导致全球主要经济体物流贸易中断，各国隔离措施导致进出口持续大幅下降，稍后在中国疫情得到控制的情况下，中国受益于防疫物资出口和“生产替代”效应的出口大幅攀升；三是需求端，各国封锁措施导致生产中断的同时，居民消费也出现结构性变化，“宅经济”消费攀升，如居家办公用品，而线下接触性消费，如餐饮、旅游等大幅下滑。

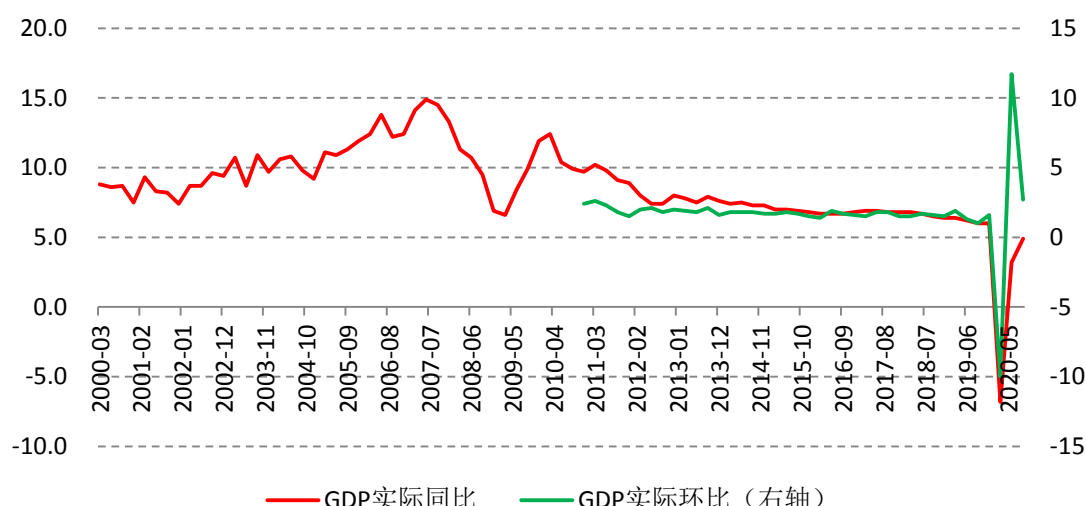
图 1：全球经济遭遇断崖式下滑



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

二季度，中国率先将疫情控制，并通过积极的财政政策，稳健偏灵活的货币政策引导企业复工复产，中国经济由此也“一枝独秀”，展开了强劲的反弹。值得注意的是，由于中国拥有完备的工业体系和不断升级的制造业，海外疫情肆虐之际，“出口替代”和“宅经济”驱动中国出口超预期上升，这也是在国内房地产投资超预期坚挺之外另一个超预期因素，反而被寄予厚望的基建投资发力并不明显。

图 2：中国经济“一枝独秀”



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

三季度，欧美等发达经济体也纷纷放松封锁，并出台前所未有的货币政策，尤其是美国启动无限量 QE，并出台相关的财政政策救济居民部门，使得欧美经济也出现温和反弹。新兴经济体在美元流动性充裕，各国积极的财政政策扶持下也出现温和复苏。

制造业投资回升对中国经济从疫情冲击中复苏也有较大的推动作用，一是高技术制造业在制造业升级中受益，在出口中竞争力提升，且数字化经济给高技术制造业带来快速发展的可能，新经济受到政策扶持力度较大；二是传统制造业在疫情冲击中出现一轮不同于 2015-2016 年的供给侧改革，小企业倒闭，订单向大企业集中，龙头企业带动传统制造业的利润回升，类似于重新“分蛋糕”。三是海外疫情防控不利，二次爆发和三次爆发的情况让中国防疫物资和“宅经济”出口保持高位。

2. 疫情防控常态化，海外供应链恢复较慢

尽管全球经济逐渐从疫情冲击中复苏，但是疫情并没有消失，防控措施常态化使得海外供应链恢复较慢。直到 12 月 13 日，德国联邦与各州政府商定，鉴于该国新增确诊病例数和死亡病例数居高不下，将从 12 月 16 日起进一步收紧疫情防控措施直至明年 1 月 10 日。

我们在 4 月份曾经有过一个专题研究，即通过物理学半衰期理论来测算全球主要经济体新增确诊病例归零的时间节点。半衰期理论不需要知道新增确诊病例的具体函数是怎么样的，在感染率 R_0 大于 1 时，新增确诊为 S 性向上的指数增长曲线；在 R_0 小于 1 时，大概率是一条指数衰减的曲线。我们只要知道新增确诊病例从峰值下降到一半的时候所花费的时间，就可以算出某一国家或者地区的半衰期是多少。

我们得出的结论是，很多国家或地区陷入“低新增确诊病例陷阱”，新增确诊病例在很长时间不能归零，尤其是 2020 年新冠肺炎确诊病例几乎不可能清零。在新增确诊长时间不能归零的情况下，各国经济和社会生活都会受到影响，部分地区隔离措施可能会长期存在，或者严格的隔离措施会伴随新增确诊人

数的增加而间歇性的实施。目前部分国家或者地区已经部分放松管控措施，或者分阶段放开社交隔离，那么意味着一旦新增确诊人数不能归零，就存在 R0 重新回到 1 以上的可能，新增确诊人数再次出现大幅攀升的情况。

3. 资产价格涨势远超经济增长基本面

研究发现，近年来，全球经济增长动力不足，动荡源和风险点增加，金融运行不稳定不确定因素增多。新冠肺炎疫情发生后，一些国家采取强刺激做法，实施“无限量宽”政策，长期负面影响难以估量。

为遏制衰退，经济活动急剧收缩时，主要经济体实施逆周期政策，例如大规模释放流动性，以便发生流动性危机和金融危机是各国政府正常的反映。然而，在资金面宽松背景下，企业、居民、政府都可能增加债务。利率下行一致性预期强化后，有可能助长杠杆交易和投机行为，催生新一轮资产泡沫。

通过对比，我们发现由于利率下降和流动泛滥，全球主要权益类资产价格大幅上涨，纷纷超过疫情前的水平，但是经济指标显示除中国以外，其他经济体经济恢复到大约疫情前的 7 成左右。因此，我们发现尽管大规模刺激措施遏制了由外部冲击可能带来的流动性危机或经济危机，但是全球资产价格泡沫也越发膨胀，加剧了收入不平衡，贫富分化加剧，未来实体经济和资产价格的劈叉存在收敛的风险。

表 1：权益类资产价格和 GDP 增速、CPI 增速

	2020 年涨幅 (截止 12 月 11 日)	2020 年收盘价	2019 年涨幅	2019 年收盘价
MSCI 全球	11.43	629.83	24.05	565.24
MSCI 发达市场	11.17	2621.89	25.19	2358.47
MSCI 新兴市场	12.83	1257.66	15.43	1114.66
CRB 指数	4.2	438.1	7.6	420.44
Wind 商品指数	14.45	1221.52	4.06	1067.27
	2020 年三季度	2019 年三季度	2020 年前三季度	2019 年前三季度
中国	4.9	6	0.7	6.2
美国	-2.9	2.08		
日本	-5.71	1.29		
欧元区	-4.3	1.4		
G20	-4.1	1.75		

数据来源：宝城期货金融研究所整理

二、2021 年全球经济：复苏力度减弱，出现分化

展望 2021 年，我们认为疫情对经济的冲击随着疫苗的出现而逐步减弱。一方面，供应端约束会逐步放开，即工业产出会逐渐恢复，海外企业可能存在补库存的动作；另一方面疫情带来消费模式产生变化，例如线上办公等。再就是，一旦 2021 年欧美等经济体在接种疫苗之后完成“群体免疫”，那么全球贸易和会出现共振式复苏。

2021 年，全球经济复苏大方向基本上达成共识，因海外“填坑”动作尚未结束，海外需求给中国出口带来韧性。然而，我们认为，2021 年海外经济在产出修复下复苏力度会加快，但是中国经济复苏力度会减弱，因中国信用收紧、财政刺激力度减小和出口“生产替代”效应减弱。

此外，我们还认为 2021 年全球经济复苏力度会减弱和结构分化，具体逻辑如下：

1. 2021 年全球经济复苏力度减弱

(1) 疫苗遏制疫情需要时间

我们对经济在 2021 年维持复苏的预判前提是疫苗有效，且能够陆续面对民众开放，一旦这个前提出现变化，那么经济复苏势头可能戛然而止。

疫苗只是对长期经济复苏利好，短期经济随着疫情恶化仍会转弱。疫苗最明显的作用，只是消除了全球经济的尾部风险，对于疫苗推广时间、产能、运输和存储方式、接受度和接种率、以及对不同人群的疗效等等问题，很难完全抱以乐观假设。

虽然 2020 年 12 月，海外疫苗已经向公众接种，全球金融市场乐观情绪不断攀升，但海外不但飙升的新增病例以及死亡数据显示疫情的冲击还在持续。研究人员称，尽管疫苗推出在即，美国的新冠死亡病例数在未来几个月可能还要翻一番。根据华盛顿大学卫生计量与评估研究所（IHME）12 月 4 日发布的报告，到 2021 年 4 月 1 日，美国的新冠死亡病例数累计可能达到 53.9 万人。

目前一个重要的制约是疫苗的生产不能够在短期满足全球居民的需求，欧美还需要经历三个月的煎熬。根据美国辉瑞和 Moderna 与欧美已经达成的协议，它们将向美国提供 1 亿剂疫苗，向欧盟提供 8000 万剂疫苗。按照 FDA 的要求，该公司还从 3 万多名参与者的最后阶段试验中积累并获取了两个月的安全性相关数据。欧盟方面，已经确认购买了多达 3 亿剂辉瑞和 BioNTech 的疫苗，并且还与阿斯利康、赛诺菲、强生和 CureVac NV 等新冠疫苗研发公司签署了供应协议。根据杜克大学全球健康创新中心的数据库，欧盟目前总共订购了约 12 亿剂疫苗。

然而由于疫苗交付数量在短期依旧较少，这意味着全球主要发达经济体需要等到 2021 年二季度或三季度才能广泛分发疫苗，直到 2021 年的最后三个月，预计才可以形成群体免疫。一般来说，疫苗覆盖率要至少达到 70%，才能形成群体免疫。

此外，大多数新兴经济体疫苗可能供不应求。可能要到 2022 年底或更晚的时候，财政资源紧张、国内疫苗生产能力有限的低收入新兴经济体才能获得足够的疫苗。

(2) 美国财政政策在 2021 年的力度或弱于预期

尽管拜登获得大选，但是共和党 and 民主党在参议院的争夺仍未结束，这使得美国的财政救助方案迟迟无法出台。我们认为，大选后两党政治分歧加大，2021 年美国财政退出节奏过快的可能性上升，财政政策力度或弱于预期。

2021 年，拜登政府面临“跛脚鸭”的限制。和 2008 年奥巴马、2016 年特朗普第一届任期不同，执政党没有实现横扫，而且民主党在众议院的席位优势也在缩小。反而共和党仅仅丢失白宫，巩固了在众议院和最高法院的优势，并有很高概率在 2 年后的中期选举中同时掌控两院。共和党内的士气上升和两党分歧增加，可能不仅体现在财政刺激协议不松口，未来也会给拜登政府在预算问题上设置更多障碍，拜登竞选期间的政策纲领在实施上将大打折扣。

美国国会两党政治分歧可能令财政工具的使用更加被动，只有在经济面临更大下行风险的时候，这种分歧才有望暂时弥合。对经济复苏的刺激作用，可能也类似于 2009-2012 年间的几轮 QE——只在经济出现明显转弱背景下才有动力出台新一轮刺激。

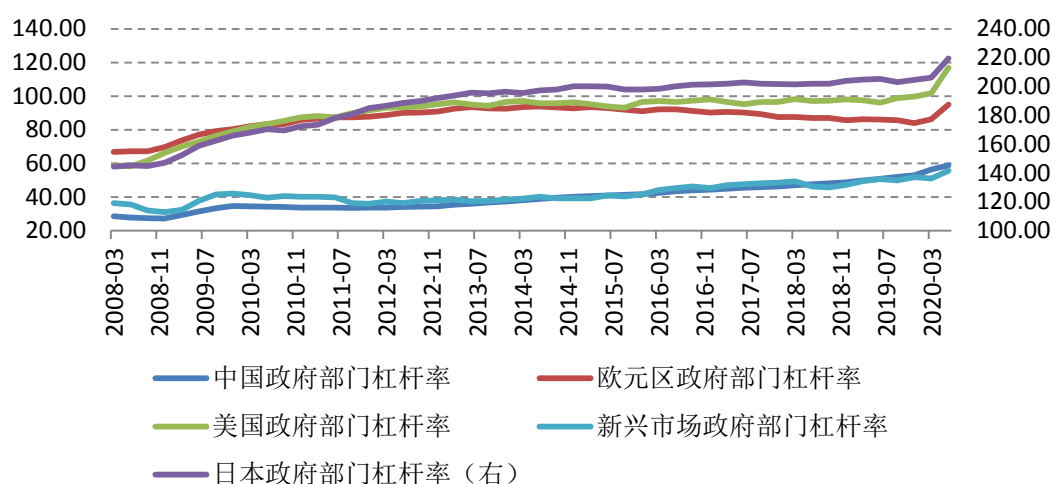
由于市场对于拜登交易过度乐观，一旦乐观被证伪，那么对经济的预期也可能降温。上一次市场过度乐观到失望是发生在 2017 年特朗普政府上台初期。2016 年，特朗普意外胜选后，承诺减税、扩大基建项目投资、企业海外利润回流等经济政策激发了对未来进一步增长的预期，美债收益率一度大幅攀升。

然而，2017 年特朗普政府兑现的政策不如预期，包括减税、基建投资等都没兑现，而美国优先的外交政策进一步加剧国际关系紧张，全球化倒流。

(3) 债务可持续性问题

2021 年甚至 2022 年，债务问题可能是全球经济面临的重大风险和挑战。2020 年，为应对疫情冲击，全球主要经济体毫无例外的都通过政府部门加杠杆，这使得债务攀升的斜率变陡峭，杠杆率加速攀升。据国际清算银行发布的数据，截止 2020 年二季度，中国政府部门杠杆率升至 58.7%，创下有记录以来最高纪录，速率也有所加快。而美国、欧元区和日本政府部门杠杆率分别攀升至 116.9%、95% 和 219.4%，都创下有记录以来最高纪录，超过 2008 年金融危机后救市时的纪录。新兴经济体的政府部门杠杆率升至 55.5%，也是 2010 年以来最快的速度。

图 3：全球主要经济体政府部门杠杆率



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

具体来看美国，在疫情冲击下，美国 2020 年财政年度赤字将达 16%，公共债务率逼近 100%。国会预算委员会 CBO 预计，2030 年美国公共债务率为 106%，高于二战时期的峰值。

现代货币理论 (MMT) 认为，为货币和财政是一家，只要通胀不是问题，不需要担心政府债务规模太大，货币主权国家的本币债务不会违约，结合到当前，其含义是主要经济体财政扩张的空间还很大。按照 MMT 的逻辑，政府债务上升，有可能带来通胀（但在私人部门去杠杆带来需求疲弱的情况下这个可能性小），但不用担心财务违约带来的风险溢价上升。

然而，实际情况是债务扩张是否能够持续取决于经济增长是否匹配，保持债务扩张的前提有两个：一是债务能够偿还，如果保持一定的债务扩张，那么作为分母端的 GDP 增速至少与债务扩张的增速不会差太大，不然会出现主权债务危机。MMT 对应的是债务货币化，及通过央行购买政府债券，理论上不存在债务违约风险，但存在道德风险。二是不存在高通胀的可能，一旦出现高通胀，那么债券收益率将攀升，从而带来利息偿还压力大增。政府债务是有边界的，边界就是资源和政治的约束。资源约束指，财政扩张刺激总需求，总需求超过经济的供给能力，就带来通胀和对私人部门挤压。

由于 2020 年，全球主要经济体释放了天量的流动性，并且疫情导致全球供应链出现问题，存在潜在的通胀回升的预期，一旦通胀超预期，那么债务可持续性就回越发突出。从我们当前的模型推测来看，通胀会出现回升，但是高通胀的可能性很小。

然而，我们认为当前美元利率进一步下降的空间很小，因此要维持当前债务的可持续性，务必要保障美国经济增长加快，要么是削减债务规模。基于我们的模型推算，美国经济潜在增速在 2% 左右，因此未来削减债务规模保障债务可持续性未来拜登政府面临的问题。而削减债务类似于财政紧缩，不利于美国经济增长，反过来再次导致债务不可持续，这将意味着未来美国不能出现高通胀，也不能出现经济失速，即美国经济要呈现“高增长+低通胀”组合，但这是不现实的。

2. 全球经济复苏将出现分化

疫苗接种进展导致新兴市场晚于发达市场。据央行课题组研究发现，“疫苗民族主义”已现端倪。目前，发达国家研发中的疫苗已被大量预订。美国早在 2020 年 2 月就与法国制药企业赛诺菲（Sanofi）签订投资协议，确保美国有权大量预订该公司生产的疫苗。英国药企阿斯利康（AstraZeneca）表示，由于英国政府对其投资 7900 万美元，该公司和牛津大学合作研发的首批 3000 万剂疫苗将首先满足英国需求。印度血清研究所表示，印度的大多数疫苗必须先满足国内需求，之后才能销往国外。世界卫生组织、流行病防范创新联盟（CEPI）、全球疫苗免疫联盟（Gavi）联合各国政府、世界银行、联合国儿童基金会等国际组织建立了“新冠肺炎疫苗实施计划”（COVAX），旨在加快疫苗研发和生产，确保在 2021 年底前向各个国家公平分配 20 亿剂疫苗，但美国至今仍以该计划由世界卫生组织牵头为由而拒绝加入。

发达经济体因广泛接种疫苗疫情受控，可能会在 2021 年二季度率先复苏，而不具备生产能力或者财政实力不足的新兴经济体经济复苏会远远晚于发达经济体，复苏时间可能会推迟到 2022 年。此外，需要经济体的是发达经济体经济复苏后，很有可能提前收紧原有的财政政策和货币政策，导致全球融资环境收紧，从而造成新兴市场资本流动逆转，进一步加大新兴经济体和发展中国家应对疫情和支持经济增长的难度。在这种情形下，新兴市场和发展中国家的债务违约风险将提高，若没有债务减免，许多将被迫重组或陷入债务拖欠，并进一步拖累 GDP 增长。

三、补库和私人资本开支存在预期差的风险

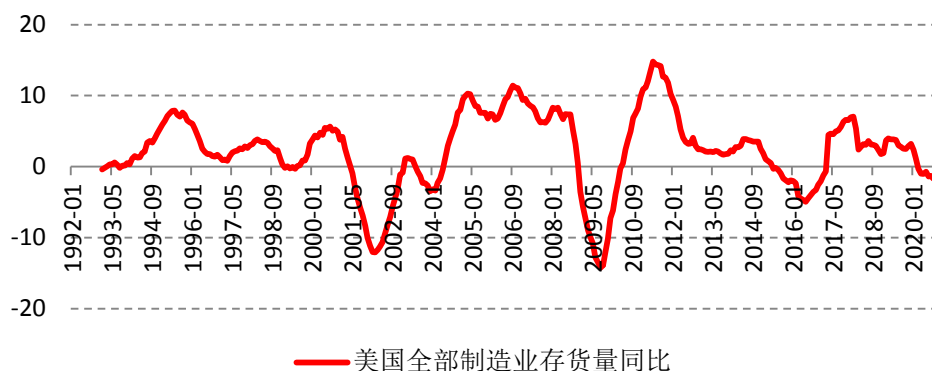
1. 美国存在制造业补库和房地产加杠杆的可能

展望 2021 年，美国经济有两大预期性利好：一是美国制造业库存处于近年来低位，如果 2021 年美国疫苗接种进展顺利的话，美国工业产出会加快复苏，制造业存在补库存的可能。二是房地产库存偏低，美国居民部门加杠杆可能性。

然而，我们认为美国制造业补库和居民部门加杠杆存在预期差的风险，具体逻辑如下：

一是，制造业库存偏低，并不代表已经触底，并不代表会开启补库周期。数据显示，截止 2020 年 10 月，美国制造业存货同比下降了 1.68%，自 3 月份以来连续 8 个月出现负增长，这意味着制造业库存偏低，存在补库的可能。

图 4：美国制造业存货同比增速



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

一个完整的库存周期可以分为主动加库存、被动加库存、主动去库存、被动去库存四个阶段。1994 年以来美国经历 8 轮完整的库存周期。此轮始于 2016 年 6 月的库存周期已持续 52 个月（高点在 2018 年 1 月），明显长于 1994 年以来 34 个月平均时长。从历史上看，美国最长的库存周期为 2009 年 9 月开启的周期，长度达到 49 个月；最短的周期为 2002 年 2 月开启的周期，仅仅持续 20 个月。

2020 年，因疫情冲击，美国工业产出恢复较慢，但是由于财政救济私人部门，美国消费改善较为明显，美国处于需求改善和库存去化的被动去库存阶段。2020 年 10 月，美国制造业存货同比增速较历史最低记录还很远，也远高于 2008 年金融危机后创下的低点，同样也高于 2015 年创下的低点。

此轮加库存周期的起点（低点）出现在 2016 年 6 月，与上一轮以中国（供给侧改革、棚改货币化）和原油企业投资为主要拉动的全球共振复苏的投资库存周期一致，一直持续到 2018 年 1 月高点，并在随后开启去库存直到现在。

还有就是零售业和批发业库存同比也大幅下降，其中零售业库存同比降至接近 2008 年低点，库销比降至历史低位，特别是汽车与服装。由于疫情持续反复导致供应吃紧，终端消费品库存的快速消化使得渠道环节（批发业）也明显回落，虽然幅度不及 2008 年的水平，但也是金融危机以来的最快降幅。

相比终端消费品和批发环节，制造业库存的降幅就温和的多，3 月以来仅小幅负增长，降幅远小于 2016 年，更不用说 2008 年金融危机时的情形。可能有两个原因：一是疫情反复复发对生产端的复工拖累较为明显，美国各制造业行业产能利用率依然处于相对低位，较疫情前平均低 7% 左右；二是企业在此次疫情冲击中原本处于高位的负债率进一步抬升，因此也会压制部分需求；三是疫情不断反复拖累了供给端（生产和复工进展），但对消费特别是线上消费拖累较小，这导致零售业和批发业库存去化强于制造业。

对比历史经验来看，此次以消费品为主的库存去化、但同时制造业去库存相对缓慢的情形其实并不常见。实际上，美国历史上较大规模的去库存周期多是以制造业为主，例如 2001 年、2008 年和 2016 年。

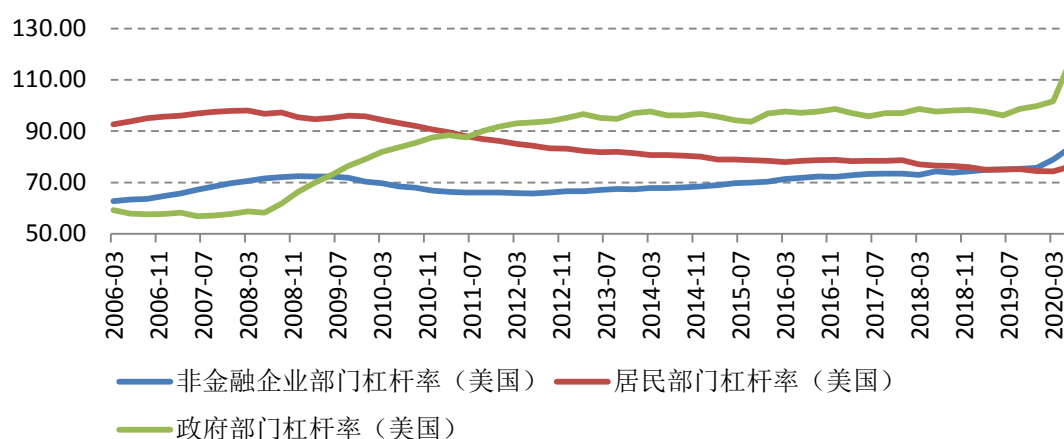
历史上，美国制造业补库周期启动需要满足几个条件：一是美国制造业存货触底，当前制造业同比增速远离历史低点，尚难言触底；二是美国居民部门资产负债表要健康，由于美国财政直接转移支付使得居民可支配收入大幅增加，因此这一条可以满足；三是美国企业部门资产负债表没有受损或者修复完毕，类似于 2002 年 1 月和 2009 年 8 月启动的补库周期，但是我们看到疫情对美国企业部门资产负债表形成冲击，目前尚未修复完毕。

因此，我们认为 2021 年美国制造业补库力度会很弱，甚至不大可能出现，而零售业和批发业补库启

动的可能性更大，因此对于 2021 年补库力度不可寄希望过高，大概率是局部行业补库。

二是私人部门房地产加杠杆的宏观环境并不好，这种预期可能无法兑现。从房地产行业来看，2020 年美国大规模释放流动性，无风险利率持续下行，导致按揭贷款利率创下历史新低，美国房地产行业出现超预期复苏，美国房屋库存降至 2000 年以来低点。由于美国居民部门杠杆率自 2008 年金融危机以来持续下降，在 2020 年一季度降至 74.4% 的低位，回到美国 2002 年房地产尚未加杠杆时期的水平，因此美国居民部门存在加杠杆的空间。

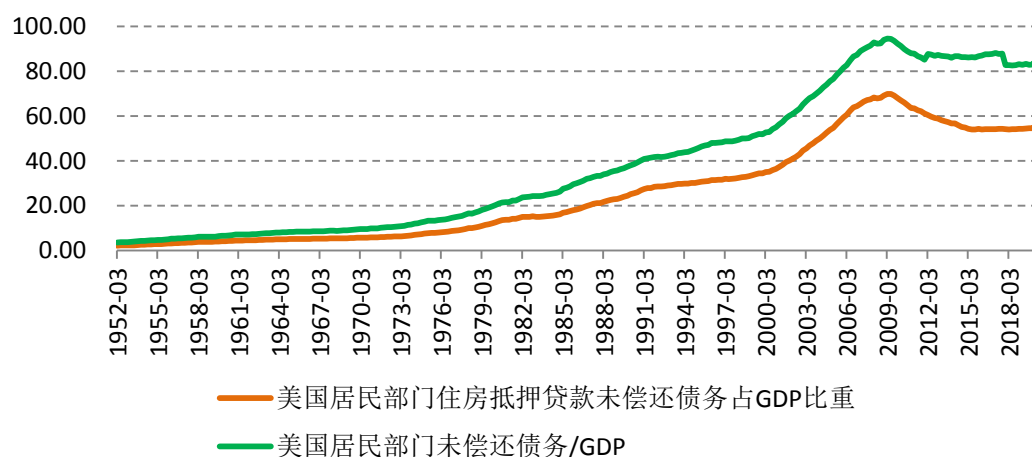
图 5：美国三大部门杠杆率



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

然而，是否意味着美国居民部门一定会加杠杆呢？我们认为也并非确定性事件：一是从美国家庭负债率来看，目前还偏高。数据显示，截止 2020 年三季度，美国居民部门未偿还债务占 GDP 的比重为 88.3%，尽管较二季度的 93.3% 略有回落，但是依旧是 2010 年 12 月以来次高记录。进一步来看，美国居民部门住房抵押贷款未偿还债务占 GDP 的比重在 2020 年三季度高达 58.11%，二季度一度升至 61.58%，为 2012 年一季度以来最高纪录。从历史情况看，2007 年次贷危机引发 2008 年全球金融危机，美国居民部门未偿还债务占 GDP 的比重最高为 94.5%，美国居民部门住房抵押贷款未偿还债务占 GDP 的比重最高为 67%。因此，从债务占比来看美国居民部门加杠杆空间也有限。

图 6：美国居民部门未偿还债务占 GDP 比重偏高

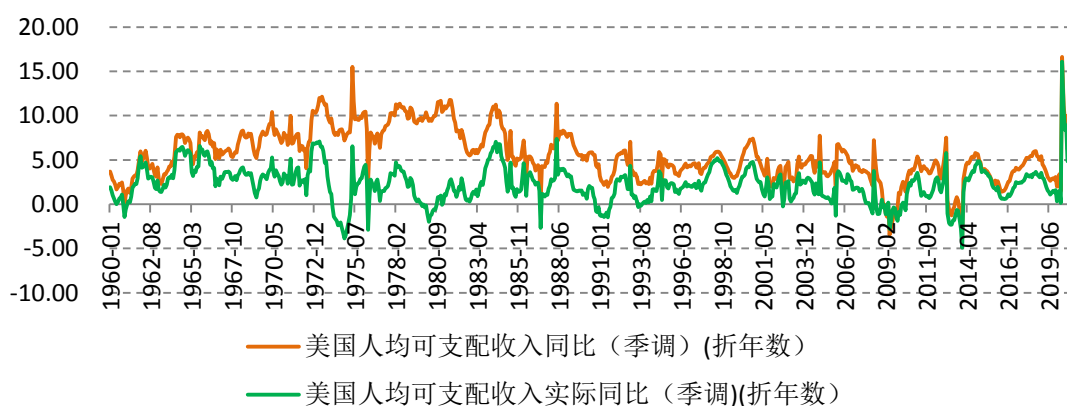


数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

二是如果 2021 年美国通胀回升，由于低基数效应超过 3%，那么美联储货币政策可能转向，美国按揭贷款利率将自低位反弹，不利于美国居民部门加杠杆。再加上美国公共部门债务高企，未来降低债务会导致货币被动收紧，这都意味着美国居民部门加杠杆的宏观环境存在不确定性。

三是美国财政刺激的不确定性导致 2021 年美国政府对居民部门的补贴可能减少或不存在，导致美国居民可支配收入在 2020 年短暂攀升之后大幅回落，这进一步限制了美国居民部门加杠杆的空间。数据显示，2020 年 10 月，美国居民可支配收入季节性调整后实际同比回落至 4.48%，在 4 月份一度因美国政府发放财政补贴而攀升至 16.1%。

图 7：美国人均可支配收入增速冲高回落

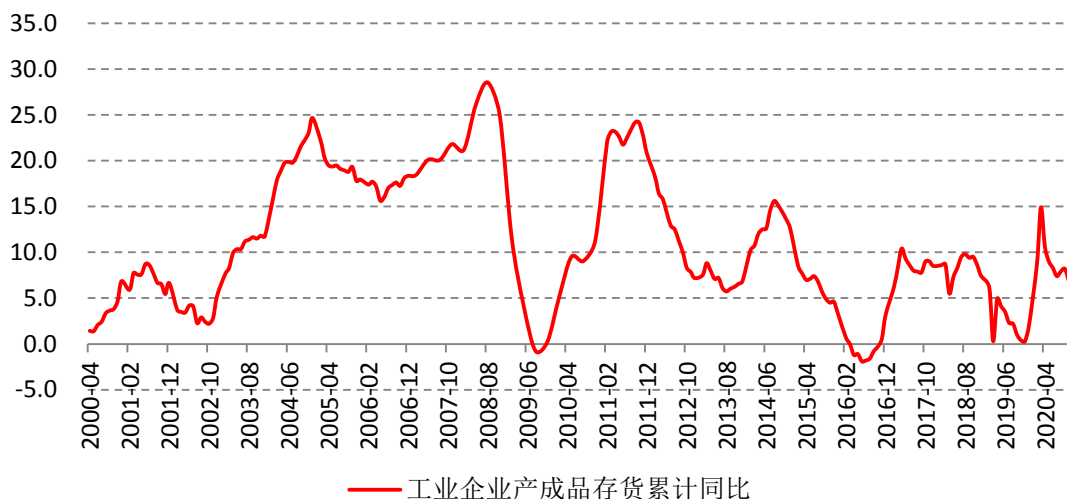


数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

2. 中国制造业或进入去库存阶段

从库存周期来看，中国制造业补库是温和的和短期的，且在 10 月份终端行业产成品库存同比增速都高于 2018-2019 年，2020 年底至 2021 年上半年会进入去库存阶段。国家统计局数据显示，10 月末，规模以上企业产成品存货 4.58 万亿元，增长 6.9%，增速较 1-9 月回落 1.3 个百分点，但高于去年同期的 0.4%。

图 8：中国规模以上工业企业产成品存货同比增速



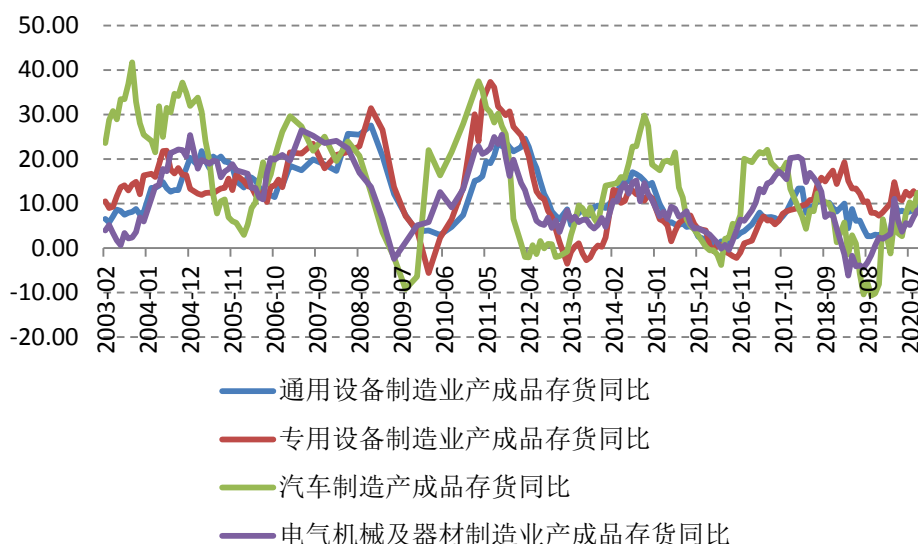
数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

分行业来看，10 月，上游采矿业产成品存货同比增速持续回落（3.1%），但依旧高于 2018、2019 年同期，这意味着上游采矿业尽管延续 3 月份以来被动去库存（产出受限），但尚未进入主动补库存阶段。

中游制造业产成品库存同比增速回落 6.9%，除有色压延和加工行业产成品存货增速较 9 月略微反弹之外，都是下滑的，但要么回到去年同期水平，要么远高于去年的水平，补库力度逐渐温和。

10 月，下游终端消费行业，如汽车、通用设备、专用设备、电气机械及器材产成品存货同比增速处于高位，但较 9 月有所下滑，这意味着居民收入恢复和政策扶持下消费驱动终端行业补库已经结束，产成品存货同比增速已经出现拐点，后市大概率向下。另外，我们发现，制造业的终端行业，如通用设备、专用设备和汽车等行业产成品存货同比增速的高点自 2011 年以来是逐步下降的，这意味着工业企业对存货减值风险容忍度越来越低，进一步说明下游制造业不大可能继续补库存。

图 9：下游制造业产成品存货同比出现拐点



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

3. 全球资本开支力度温和

在每次经济从危机中复苏过程中，都有观点认为中国甚至全球会拉开新一轮朱格拉周期，即设备投资周期，例如最近的一次是 2016 年，在供给侧改革+居民加杠杆的双重驱动下，中国经济出现明显回升，大宗商品价格同样出现强势上涨，工业企业利润表现强劲。然而，2018 年，全球经济再次走弱，并且中国制造业再度去库存叠加中美贸易摩擦开启，设备投资周期被证伪，这一次是否是同样的逻辑呢？

朱格拉周期一般通过设备投资占 GDP 的比例衡量，对设备投资占 GDP 的名义上的比例、以及 2 年后的投资收益先行指数（投资收益指总资本付息前利润率，简单地说就是从企业的收益率减掉有利息负债利息率或金融成本）进行比较，可以看出投资收益的走势预示着设备投资占 GDP 的比例。

我们认为 2021 年设备投资周期增长主要还是中国来源于制造业升级，但传统制造业还是存量博弈，产能集中度提高，并非新一轮大规模设备投资开启。

（1）产能周期下行阶段可能持续到 2030 年

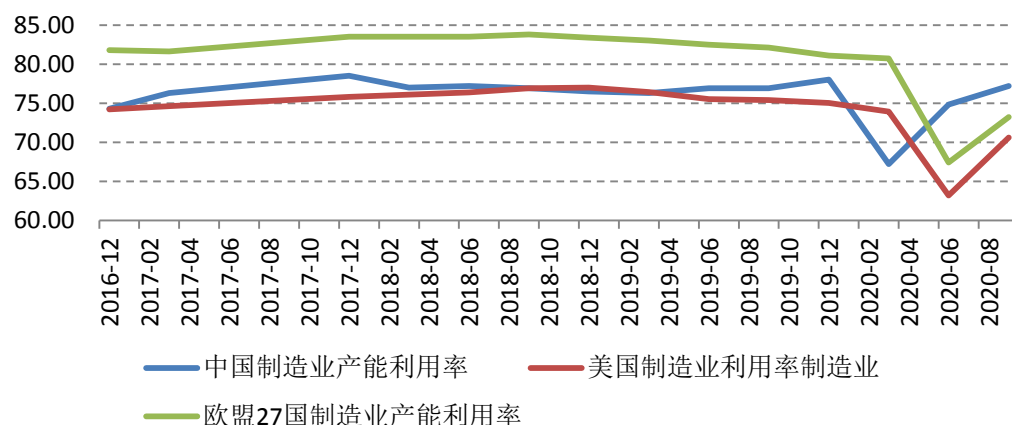
从产能周期和 PPI 角度来看, 2021 年上半年, PPI 增速在基数的作用下会转正, 到了下半年将重归负增长或者低速正增长。产能周期与 PPI 增速大周期变动相吻合, 但产能周期落后于价格, 因此大宗商品价格的上涨或者生产资料价格的上涨, 并不会马上推动产能扩张, 设备投资周期也不是随着 PPI 增速的反弹而集中释放。由于产能的形成一般需要数年的时间, 当期投入到产出存在明显时滞效应, 导致了当期投入将在未来某个时间内转换成为供给, 直接导致了当期需求与当期供给的结构性错配, 进而引发产能扩张和减少的波动。

2004 年之后, 康波进入衰退阶段, 2020 年处于康波衰退向萧条转换的位置(大概率 2016 至 2020 年), 2020-2025 年则第五次康波萧条阶段, 商品会处于一个横盘整理阶段。这个横盘阶段大致在 2030 年附近结束, 随后商品开启新的产能周期。

在 2011 年至今产能周期下降期, 为何会出现 2016 年、2020 年的商品短期周期的请示反弹, 这主要源于短期的与投资相关的中周期或外部对供应的冲击、库存周期带来的涛动周期, 但不具备持续性。

从产能利用率来看, 2020 年三季度, 中国、美国和日本制造业产能利用都没有达到 80%, 这意味着制造业还有很多闲置产能, 无需要扩大设备投资来扩大产能。

图 10: 主要经济体产能利用率偏低

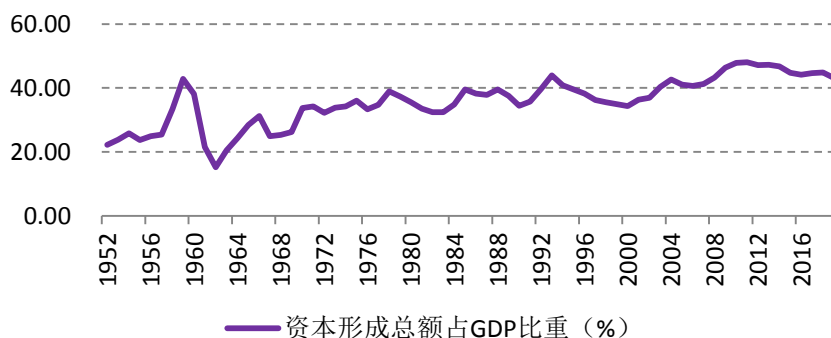


数据来源: Wind 宝城期货金融研究所

(2) 中国设备投资特点是: 制造业升级, 传统行业退潮

从资本形成总额来看, 2011 年至 2019 年, 资本形成总额占 GDP 的比重是持续下降的, 2011 年高达 48.1%, 到 2019 年回落至 43.08%。

图 11: 资本形成总额占 GDP 的比重



数据来源: Wind 宝城期货金融研究所

从资本形成总额对 GDP 当季贡献率来看, 2019 年四季度, 逆周期政策发力, 使得资本形成总额对 GDP 贡献率企稳反弹, 而 2020 年二季度进一步攀升至 156.7%, 因应对疫情, 财政政策发力, 固定资产投资中的房地产投资也迅速升温。不过到了 2020 年三季度, 资本形成总额对 GDP 贡献率回落至 52%, 2020 年可能会继续回落。

分行业来看, 设备投资在制造业升级情况下, 高技术装备制造业投资较快增长, 但是传统行业设备投资增速继续保持低位, 且高技术装备年制造业投资占整个制造业投资占比比重并不高, 因此总体来看设备投资支出在 2021 年继续维持温和扩张的势头。

(3) 海外资本支出启动时间和力度存在不确定性

理论上, 随着疫苗取得进展, 全球主要经济体取得“群体免疫”后将引发全球报复性消费和报复性投资, 但是这种可能性要转化为现实还需要三个条件: 一是全球主要经济体 70% 居民完成疫苗接种, 达到“群体免疫”的效果, 这个也是不确定性的, 因疫苗的生产需要时间, 且疫苗研发时间短, 具体效果还需要后续验证; 二是私人部门资产负债表健康, 有能力实现设备投资; 三是需要看到较大的回报率, 如果投资回报率偏低, 也很难驱动私人部门开启新一轮设备投资。

从美国来看, 2020 年三季度设备投资支出同比下降 2.9%, 自 2017 年四季度创下高点之后就持续下滑。唯独住宅投资同比出现大幅增长, 达到 7.1%, 创下 2016 年三季度以来最高纪录。从美国工业体系来看, 美国制造业一直对经济贡献下降, 未来除非美国实现再工业化, 不然, 设备投资支出增速会维持低位。

在此前市场预期印度城镇化和工业化之后, 市场又将东盟 10 国的城镇化视为新一轮产业转移和地产周期上升的希望所在。然而, 我们认为无论是印度还是东盟 10 国, 其经济体量难以媲美中国, 且因政治原因导致城镇化和工业化的进程缓慢, 对全球经济或者全球资本支出带来的贡献是很小的。

四、2021 年通胀回升并非确定性事件

自 2008 年金融危机以来, 全球主要经济体释放了大量的流动性, 直到 2019 年都没有实现货币政策常态化, 此前在 2015 年美联储一度通过停止资产购买和加息来回收流动性, 但是金融市场动荡和美国经济再度疲软, 使得美联储重归宽松的货币政策。

2020 年, 新冠疫情肆虐, 全球主要经济体为对冲疫情给经济带来的冲击, 救助居民部门和企业部门, 再度大规模释放流动性, 并通过债务货币化来实施新一轮资产购买, 这么庞大的流动性使得市场担忧最终会触发高通胀。从美国货币供应量来看, 美国流动性还在明显扩张。数据显示, 2020 年 10 月, 美国货币供应 M1 和 M2 同比增速分别升至 42.3% 和 24.2%, 超过 3 月份启动无限量 QE 时的增速。

我们认为，2021 年全球通胀前高后低，主要是基数效应，并不会引发高通胀。这一方面意味着全球债务可持续性增强；另一方面意味着总需求不足，2021 年再通胀交易逻辑持续时间会比较短暂，周期性商品或者股票高点可能在 2021 年一季度。

中短期来看，由于疫情导致欧美等发达经济体工业产出恢复较慢，大宗商品价格大幅反弹，部分生活资料紧缺导致美国等海外经济体通胀上升的压力增大。然而，长期难以出现高通胀的主要逻辑在一下几个方面：

1. 逆全球化会在 2021 年得到一定程度的缓解

2018-2020 年，由于特朗普政府美国优先的外交政策，且美国精英阶层对于中国崛起的担忧，美国政府通过贸易、科技、信息技术等方面对中国围追堵截，引发逆全球化浪潮。而全球贫富分化加剧，左翼政府崛起进一步加剧了逆全球化浪潮。而全球化正是保障物价处于稳定的一个重要因素。

国际清算银行（BIS）研究发现，通胀低迷的根本原因是全球化。全球化始于 20 世纪 80 年代，期间许多大公司的经济活动和相关工作岗位流入越来越多的国家，创造了所谓的“全球价值链”。成本更低的生产商和更便宜的劳动力加入全球经济给通胀特别是发达经济体的通胀带来了持续的下行压力，这一过程至少会持续到成本趋同之时。国际清算银行表示，从 10 个发达经济体和欧元区 20 多年的通胀数据分析发现，食品和能源价格能解释 50% 的通胀变动，除此以外，普遍影响这些经济体的第二个因素尚不清楚，但能解释核心通胀 15% 左右的变化，可能和全球化和数字经济相关。

全球化影响价格的几种渠道：在全球贸易中公司竞争加剧，面临消减成本降低价格的压力，同样，发达经济消费者进口更多低成本的新兴市场产品；相比于国内经济不景气，全球经济不景气对通胀的影响越来越大；企业在全价值链中的整合同样能抑制通胀，将不同生产阶段转移至成本最低的地方，另外，企业和工人面临额外的竞争压力，以压低价格和工资。

数字经济主要通过三个渠道拖累通胀：首先是信息及通信技术价格变化的直接影响，近年来电脑和家用电子产品价格持续处于下跌；其次数字化对竞争和市场结构有影响，数字化在很多领域降低了新公司创设门槛，加剧了竞争，电子商务通过所谓的“亚马逊效应”影响公司定价；数字化使得业务流程更加有效，进而提高了生产率，并延缓了价格的上涨，过去一年生产率的增长明显快于工资的增长。

2021 年拜登政府正式上台，从拜登的竞选施政措施来看，不会对中国进行正面的围追堵截，这意味着中美贸易摩擦升级的可能性下降，全球供应链会恢复畅通，从而进一步强化了资源配置效应，降低了供应端波动带来的风险。然而，从长期来看，中美战略对抗是大势所趋，这也是中国提出构建双循环战略的原因之一。

2. 技术进步还在慢慢进行

随着技术的不断进步（例如：处理速度更快、性能更强劲的计算机，更轻便、屏幕更大的电视机，更高效的智能手机应用等），技术的相对价格也在不断下降。我们估计，商用和个人消费类科技产品的价格走低每年会将居民消费价格指数（CPI）拉低约 18 个基点（一个基点等于 0.01%）。

由于技术在改进生产、提供商业服务中能够起到显著作用，因此，各行各业的企业都在力争降低生产成本。企业制定的商品或服务价格往往是边际成本的加成，而随着新技术的不断采用，单位生产成本正在缩减。随着时间的推移，这些企业呈现给消费者的最终价格要么不断压低，要么增长缓慢，而这一影响甚至波及到那些不与技术直接相关的行业。

采用更新、更便宜的技术密集型工艺代替旧的生产工艺会增加技术相关投入的权重，并进一步增强

摩尔定律的通货紧缩效应。按实值计算，生产流程中所使用的技术成本总额自 20 世纪 90 年代后期以来已上涨逾一倍，从原来的每 1 美元产出中占 0.08 美元到如今的每 1 美元产出中占 0.20 美元。这一趋势不会在短时间内得以逆转。

当前技术层面的数字化、智能化和区块链等技术还在对经济深入影响，机器人对劳动力的替代会进一步降低制造业的成本，从而会继续抑制通胀的攀升。

3. 贫富差距扩大可能会抑制通胀回升

从 2008 年金融危机之后，全球贫富分化加剧，这可能会抑制通胀，因低收入人群消费对通胀的贡献率很高。在 1980 年到 2014 年之间，收入最高的 1% 人群收入实际年增长率是底层 90% 的人群的四倍。而收入前 10% 的人群，它的收入实际年增长率是底层 90% 人群的三倍。由于年龄、教育程度和技术创新的不同而产生的劳动生产率差异无法完全解释如此巨大的收入增长不同。因此，如果顶层 10% 的收入增速远远超过了这个群体的劳动生产率增长，那么底层 90% 的人，那些占国民收入略多于 50% 的人，一定没有得到充分补偿的。如是，底层 90% 人群的劳动收入增长显著滞后于劳动生产率的提高，一定对终端需求造成严重拖累。随着不平等加剧，这种拖累将更加显著，抑制最终需求，进而进一步压抑通胀。

4. 金融资产吸纳流动性

国际清算银行（BIS）研究人员倡导的金融周期理论，把债务和房地产结合起来分析顺周期性对经济的影响，尤其是近两年房地产和全球股市持续上涨，这在很大程度上说明各国释放的流动性在金融部门空转，流向实体经济的占比较少，从而社会总需求依旧不足

金融周期最核心的两个指标是信用和房地产价格，前者代表融资条件，后者反映投资者对风险的认知和态度，而房地产又是信贷的重要抵押品，两者相互促进，导致自我强化的顺周期特征。因此，我们结合上个世纪 80 年代至今，全球楼市在主要经济体都经历过非理性繁荣，最终楼市泡沫破灭引发各国甚至全球危机，这种通过企业、居民和政府加杠杆的方式，信用极度扩张导致楼市膨胀和股票等资产价格泡沫，从而减轻了通胀压力。

总之，通胀有三种常见驱动因素。一是货币超发型通胀，但发达国家金融行业发达，超发货币均囤积在金融体系内，流入存款准备金和股票市场两大蓄水池，鲜有进入实体推升通胀的案例。二是供给收缩型通胀，该类型通胀的典型诱因是由战争或自然灾害等事件性冲击使得商品供给收缩从而推升价格上行，拜登上任后可能重返伊核协议并稳定中东局势将减少战争风险；拉尼娜效应对食品价格的阶段性推升作用同样不可持续。三是需求拉动型通胀，相较疫情前，我们认为 2021 年在需求端推升通胀持续上升的增量突破因素较难出现。本轮制造商去库不及零售商，制造商补库对商品价格及通胀的拉动作用相对有限

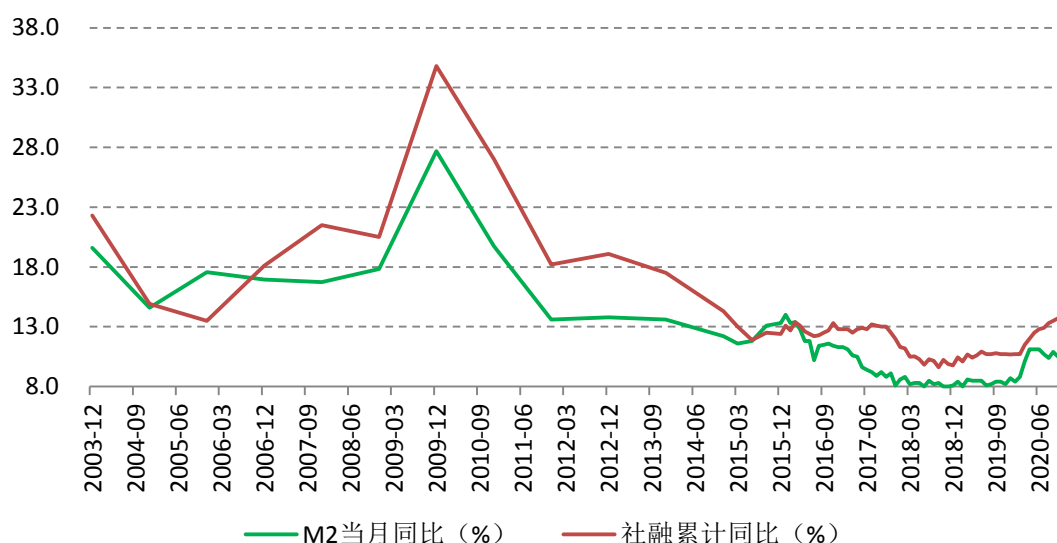
五、2021 年政策边际收紧

2020 年，全球宽松的货币政策和积极的财政政策是经济从衰退中复苏的主要原因，而 2021 年全球货币政策和财政政策很难有 2020 年这么大的力度，关键是政策收紧的力度有多大？对经济冲击有多大？我们认为，对于当前全球债务驱动的经济复苏模式，一旦政策稍微收紧，对经济的影响是很大的，但最大的还是权益类资产，因估值偏高，涨势超过经济增长基本面，2021 年资产价格和经济增长基本面劈叉的情况会出现修复。

1. 中国信用收紧不取决于货币

从融资角度来看，信用已经触顶。国家统计局公布的数据显示，2020 年 11 月，本轮信用扩张基本触顶，在总量和结构上都有一些线索。总量上，社融同比增速 13.6% 较前值回落 0.1 个百分点。一则政府债券发行已经接近年末尾声，二则直接融资受到永煤违约事件的影响，形成拖累，两个因素共同导致社融拐点略提前于我们的预期。结构上，企业长贷本月同比多增 1681 亿，幅度较前值有所收敛。并且，严监管下委托和信托贷款继续压降的同时，本月未贴现票据也继续收缩，伴随表内票据融资出现了下半年来的首次新增，背后或与疫情后高增的开票陆续到期有关，同时不排除有部分银行以票据替代短贷的可能。

图 12：社融存量增速触顶回落



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

从资产风险暴露角度来看，2020 年 11 月已经出现信用债违约，2021 年将会有更多暴雷，这会强化信用收紧的负反馈。为遏制衰退，经济活动急剧收缩时，金融活动反而必须扩大。原来的调控目标是广义货币与社会融资规模增速略高于名义 GDP 增速，今年上半年高出 10 多个百分点。预计今年总体杠杆率和分部门杠杆率都会出现较大反弹，金融机构的坏账可能大幅增加。2019 年银行业新形成 2.7 万亿元不良贷款，出现疫情“黑天鹅”后，资产质量加倍劣变不可避免。由于金融财务反应存在时滞，目前的资产分类尚未准确反映真实风险，银行即期账面利润具有较大虚增成分，这种情况不会持久，不良资产将陆续暴露。

另外，2020 年宽信用主要源于宽财政，紧信用或许并不需要大幅紧货币。2021 年信用收紧可能更多地通过紧财政和严监管来实现。财政方面，2021 年政府债券融资大概率缩量。严监管方面，压非标+破刚兑可能拖累社融读数（近期开始管控融资类信托项目）。

从 2020 年流动性流向来看，流向股市占比低，但是增速最快，流向楼市增速回落，但是占比高。因此，一旦 2021 年房地产进入正式的下降周期，地产带来的信用紧缩可能会更大，因很多信用是通过地产质押形成扩张的。

2. 海外经济体货币宽松几乎到了极限

所谓货币刺激达到极限，是指无论采取什么样的宽松政策，经济增长都处于停滞期，用现在流行的老名词，也可以称作为“内卷化”。从季度名义 GDP 总量看，日本从 1995 年开始就进入平台期，2012

年虽有一个小高潮，名义 GDP 水平有所上升，但也是昙花一现，目前现价汇率计算的季度平均 GDP 只是 1995 年的 91.4%。欧洲名义 GDP 的平台期始于 2008 年，现在季度平均 GDP 水平只是当初的 89.1%。

从美国和欧元区来看，债务货币化可能导致它们出现“日本化”的可能。在疫情初期的大规模救市后，美联储下半年货币政策相对平淡。近期政策基本延续了“零利率+每月 1,200 亿美元资产购买”的组合，资产负债表扩张速度较二季度大幅放缓。在回购和央行流动性互换规模骤减的情况下，美联储资产规模一度萎缩。前瞻地看，联邦基金利率有望在中期内维持平稳，未来货币政策的边际变化集中在购债方案上。

欧洲央行推出的总额 1.35 万亿欧元的“疫情紧急购买计划”（PEPP）以及按原计划推出的“定向长期融资操作”（TLTRO III）最早将于 2021 年 6 月底结束，欧央行行长拉加德表示 PEPP 和 TLTRO 将是下一步刺激计划的重点。2020 年 12 月，欧洲央行扩大“疫情紧急购买计划”（PEPP）规模，增加了 5000 亿欧元，但欧洲经济结构性问题还很突出。

六、未来中国经济两大亮点

1. 新技术在经济层面的渗透提高劳动生产率

中国经济即将跨过“中等收入陷阱”，在人口红利消失、投资回报率下降和消费占比提升的背景下，提高全社会拉动生产率是重中之重，其中通过技术创新和技术渗透提高劳动生产率是未来最具备持续性的路径。

最典型的的就是数字化经济。2020 年新冠疫情冲击对未来经济，包括我们的生活、工作方式都带来了影响，就是加速了数字化转型。过去 10 年，中国经济发展重要的特征就是房地产扩张和信贷，尤其是房地产作为信贷的抵押品相辅相成带来的金融顺周期性。现在大数据的应用，理论上讲有几个作用：一个作用是降低了信贷或者金融对于抵押品的依赖。

数字经济时代的规模效益和范围效益非常强。规模经济是指同一个产品的规模可以做到很大，市场份额可以做得很大，而不影响它的效率，边际成本并不增加。这在传统经济是做不到的，一个汽车制造厂的生产规模增加，在开始阶段单位边际成本可能是下降的，但是到一定程度以后，它再扩张，边际成本是上升的，因为天下没有那么多完全充分的赋闲的劳动力让它扩张。这是规模经济。

在数字经济时代，在供给侧和生产端，机器是能够替代人，在劳动人口不断下滑的情况下，数字化导致机器智能化加快，从而降低了工业制造业甚至服务业的人工成本，并在运输行业通过数字化优化运输效率。

2. 政策红利：构建双循环，开启需求侧改革

2020 年 12 月政治局会议，首次提出“需求侧改革”，是“双循环”大战略下的重要政策布局。政治局会议提出，要“注重需求侧改革，打通堵点，补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡”，首次提出“需求侧改革”概念。类似表述，在 11 月刘鹤署名文章中便已出现。这是“双循环”大战略下的重要政策部署，着力发挥国内超大规模市场优势。

一是传统债务驱动型的增长模式已难以为继。需求侧改革意味着“扩内需”的重心从投资驱动转向消费驱动。传统“扩内需”，更多依赖于债务驱动型投资扩张；伴随存量债务累积，投资效率不断下降。2019 年，融资付息率达 70% 左右，传统增长模式已难以为继。需求侧改革，意味着“扩内需”的重心从

投资驱动转向消费驱动；可能的举措，或从需求端“牵引”、供给端“创造”两个维度展开。

二是需求侧改革需要着力改善居民可支配收入水平，促消费注重结构性支持，进行制度优化、改善消费环境。政策通过精准脱贫、乡村振兴、扩大社保等举措，提高居民收入水平；加大个税改革、调控房价等，减轻居民支出压力，增强消费内生动能。促消费举措，从以往的“全面”刺激为主、向“结构性”支持转变，比如因地制宜安排补贴、重点支持新兴产业等，并通过制度优化，改善消费环境。

三是在供给端创造需求，通过科技和业态等创新，扩大新型消费供给；配套基础设施建设，重点支持农村基建、新型基建等领域。引导科技创新，扩大新型、绿色、高技术商品的供给；比如 5G 技术应用，创造出了 5G 通信、5G 手机等需求。推动业态创新，比如构建“智能+”消费生态体系，培育新场景、新模式等。同时，加大消费基础设施建设力度，尤其是农村流通体系等基础建设，推动消费下沉。

四是供给侧改革要派出消费障碍，降低房地产泡沫对消费的挤出效应，将投资驱动向消费驱动的转变。在“供应链收缩”大背景下，“需求侧改革”激发内需活力，适逢其时。2011 年起，消费对经济增长的支持作用逐步增强，但仍低于美日韩等发达经济体的可比阶段。在近年来的全球供应链收缩、重构大背景下，外需对中国经济增长的贡献趋于减弱，内需重要性进一步凸显。“需求侧改革”有助于加快激发内需活力，助力经济增长动能加快切换。

政策助力内需加快释放下，全方位消费升级是大势所趋，服务消费提升空间巨大、“长尾效应”下大众消费升级空间广阔。中国人均 GDP 在 2011 年跨过 5000 美元门槛、2019 年首次突破 10000 美元，消费升级需求加快释放。其中，医疗、文化娱乐等为代表的服务消费，上升趋势“确定”、空间较大。实物消费升级，在必需消费中体现为追求高品质和健康、在可选消费中体现为关注品牌、质量等。此外，低线城市与农村消费升级存“长尾效应”，对应大众消费升级空间广阔。

七、大类资产配置

2020 年，由于利率下降和流动泛滥，全球主要权益类资产价格大幅上涨，纷纷超过疫情前的水平，但是经济指标显示除中国以外，其他经济体经济恢复到大约疫情前的 7 成左右，权益类资产价格超过经济增长基本面。2021 年，资产价格和经济增长的劈叉将得到修复。

由于 2021 年全球逆周期政策力度或保持 2020 年的水平，但以中国为代表的经济体财政和货币政策将逐步退出，美国国会分裂导致拜登政府财政政策刺激力度下降，流动性将边际收紧，包括美股在内的发达经济体估值偏高，2021 年将出现向下修正。国内经济增长存在亮点，人民币升值趋势会延续，中国 A 股存在结构性机会。

从板块来看，股市周期性板块修复将在 2021 年触顶，因再通胀回升力度是温和的，政策退出叠加盈利低基数原因在二季度消失，需求回补结束。而成长板块将继续受益于科技的渗透率，在估值修复后依旧存在配置价值。

大宗商品普涨机会在 2021 年几乎不可能再现，因产能周期到 2030 年才会出现。而 2021 年存在诸多不确定性：疫苗的有效性、拜登政府上任后中美关系、新一轮科技革命和产业变革深入发展、地缘政治（英国脱欧等）、债务可持续性。再加上三大预期差可能出现，即再通胀预期、美元走弱预期、补库和资本开支预期可能，周期性大宗工业品冲高回落。

免责声明

客户不应视本报告为做出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。