



# 全球宏观经济及资产配置展望

新湖期货研究所  
2021年3月



## 疫情风险常态化

- 疫情风险常态化，在疫苗大规模使用，并产生效果之前，疫情以及疫苗接种进度仍将会阶段性冲击全球经济和金融市场，但影响将继续减弱。

## 全球经济渐进复苏

- 疫情对经济的拖累继续减弱，全球经济复苏进程不变，速度进一步加快。中国经济将继续引领全球，年中前后或是拐点。

## 政策宽松节奏转变

- 全球政策宽松的方向不变，但节奏已经转变。美国财政政策和配套的货币政策是重要看点。国内货币政策落脚点从稳增长转向防风险。

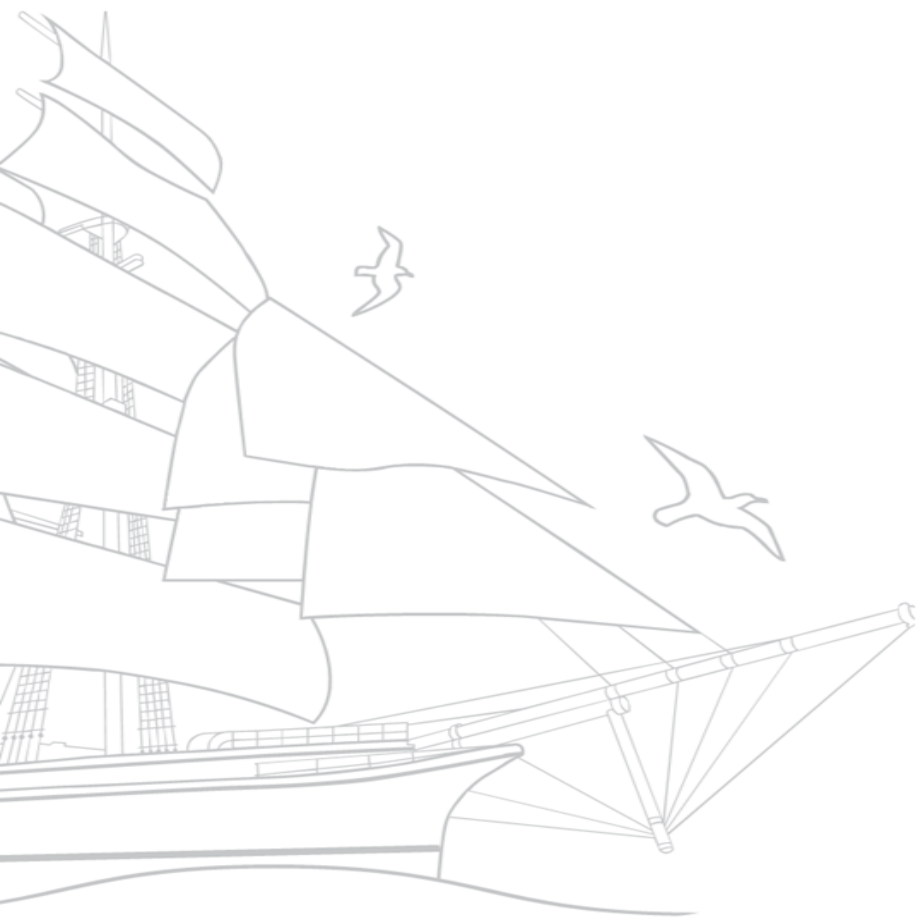
## 外生风险仍需警惕

- 疫情反弹及疫苗接种不及预期风险，美国新政府政策风险、通胀风险、债务危机风险、地缘政治风险以及资产泡沫风险等需保持警惕。

## 投资时钟转向繁荣

- 投资时钟进入繁荣期，上半年继续关注商品和股市，年中前后基本面拐点来临后，重点可转向贵金属和债券。





疫情

经济

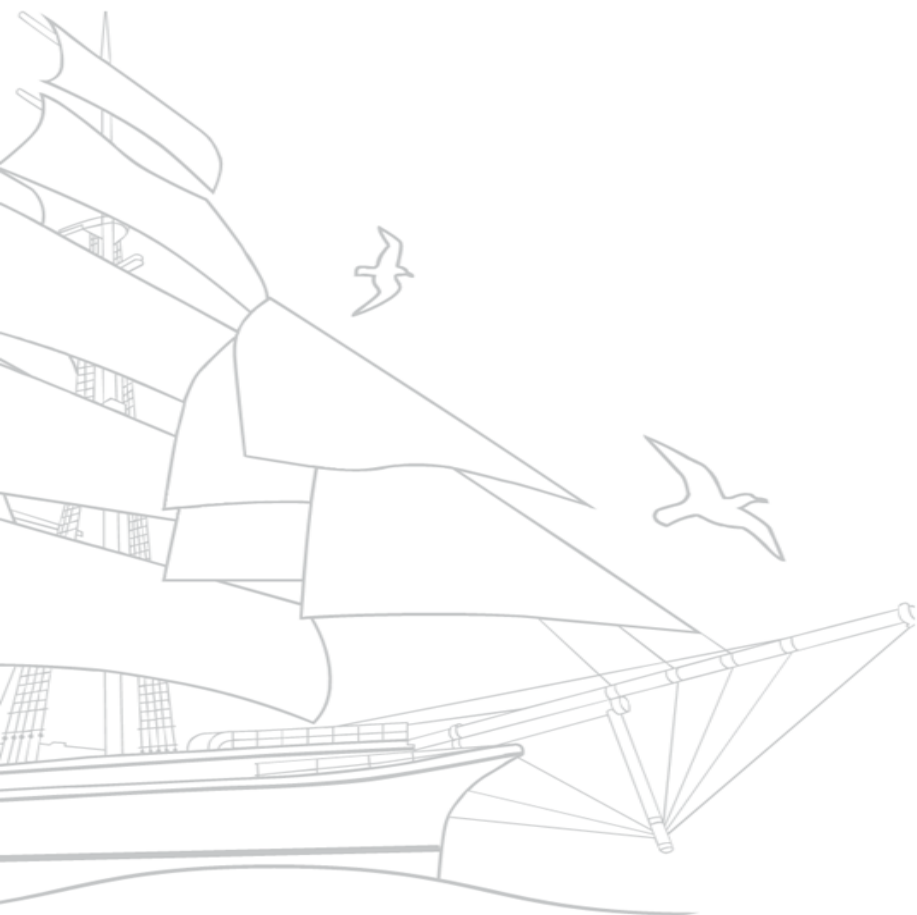
政策

风险

配置

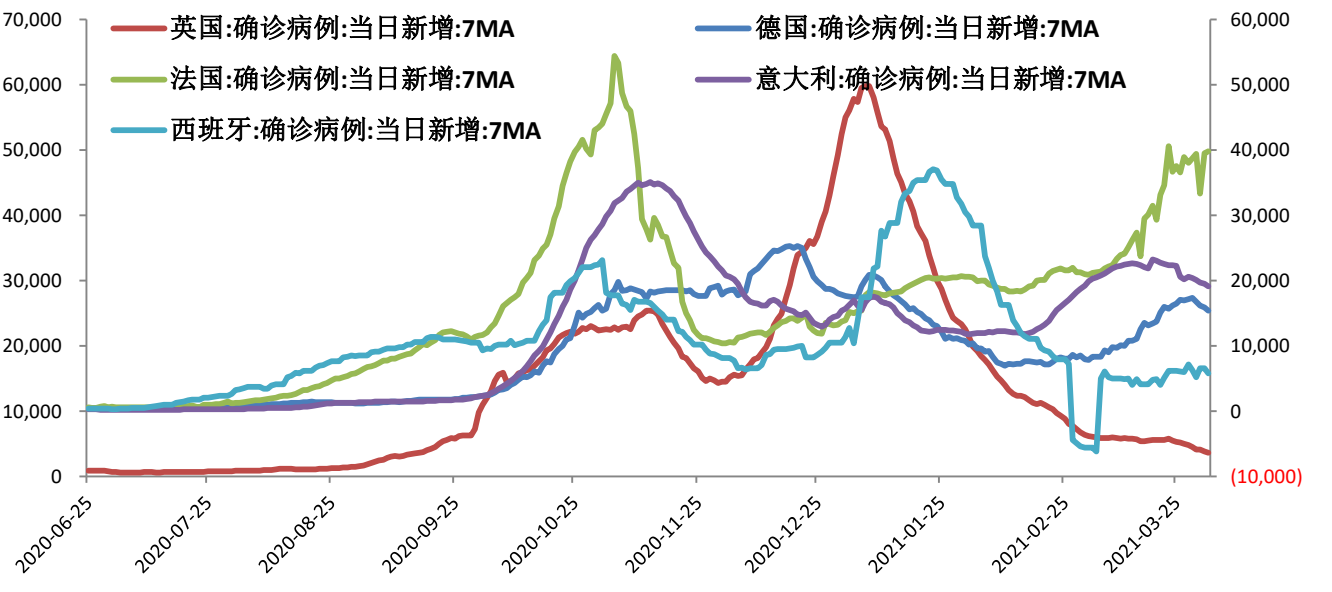
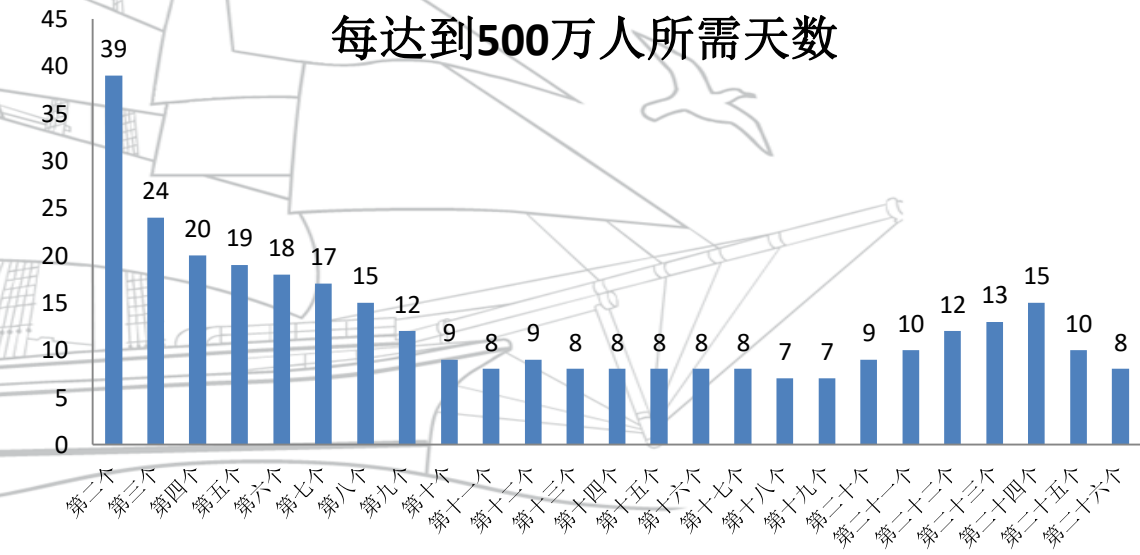
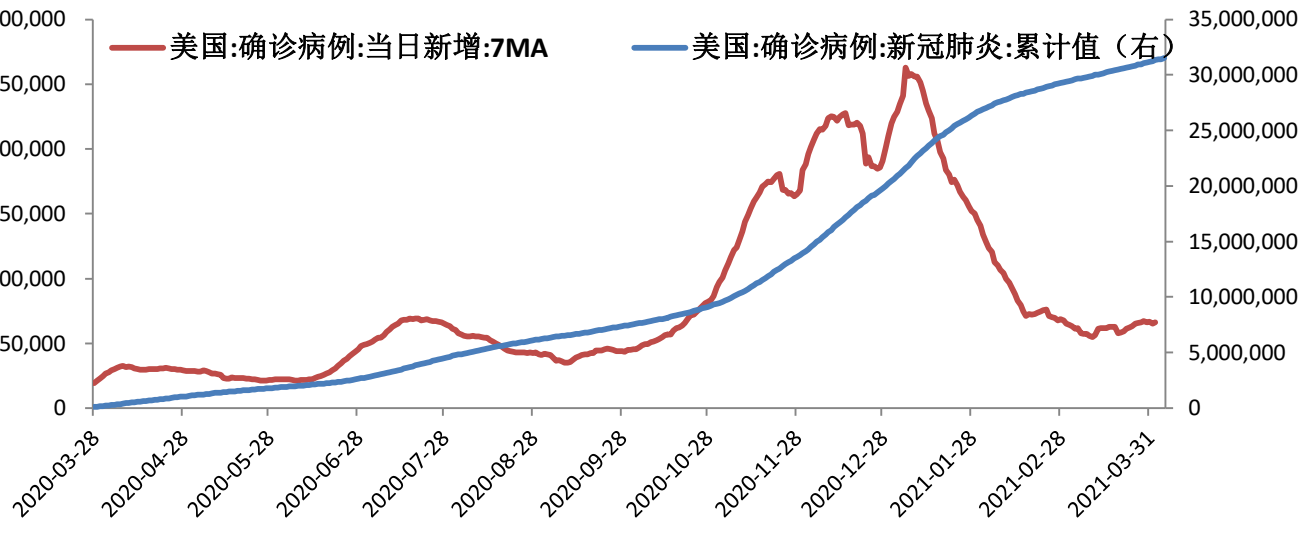
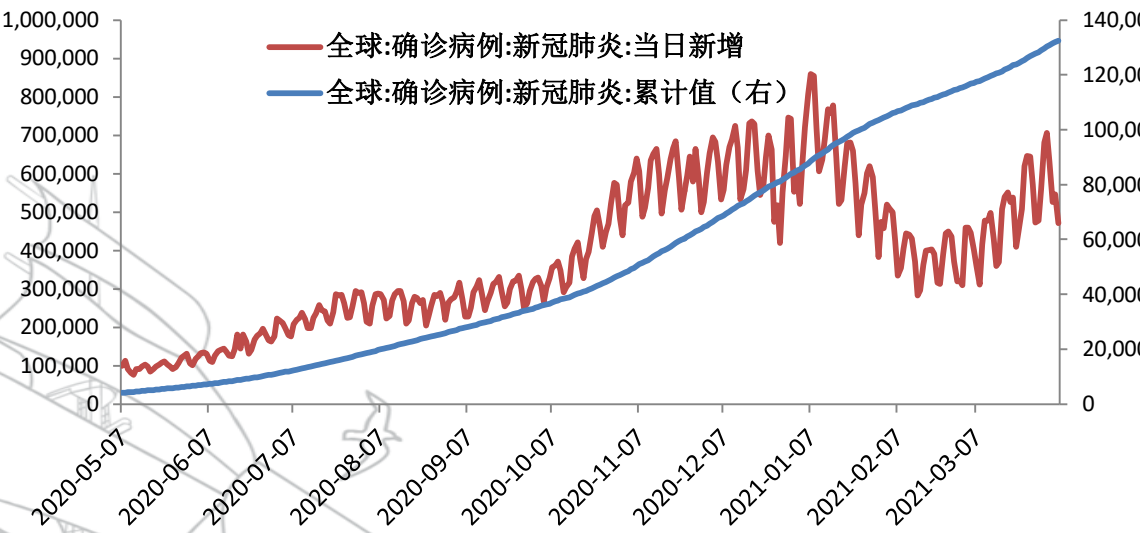


疫情





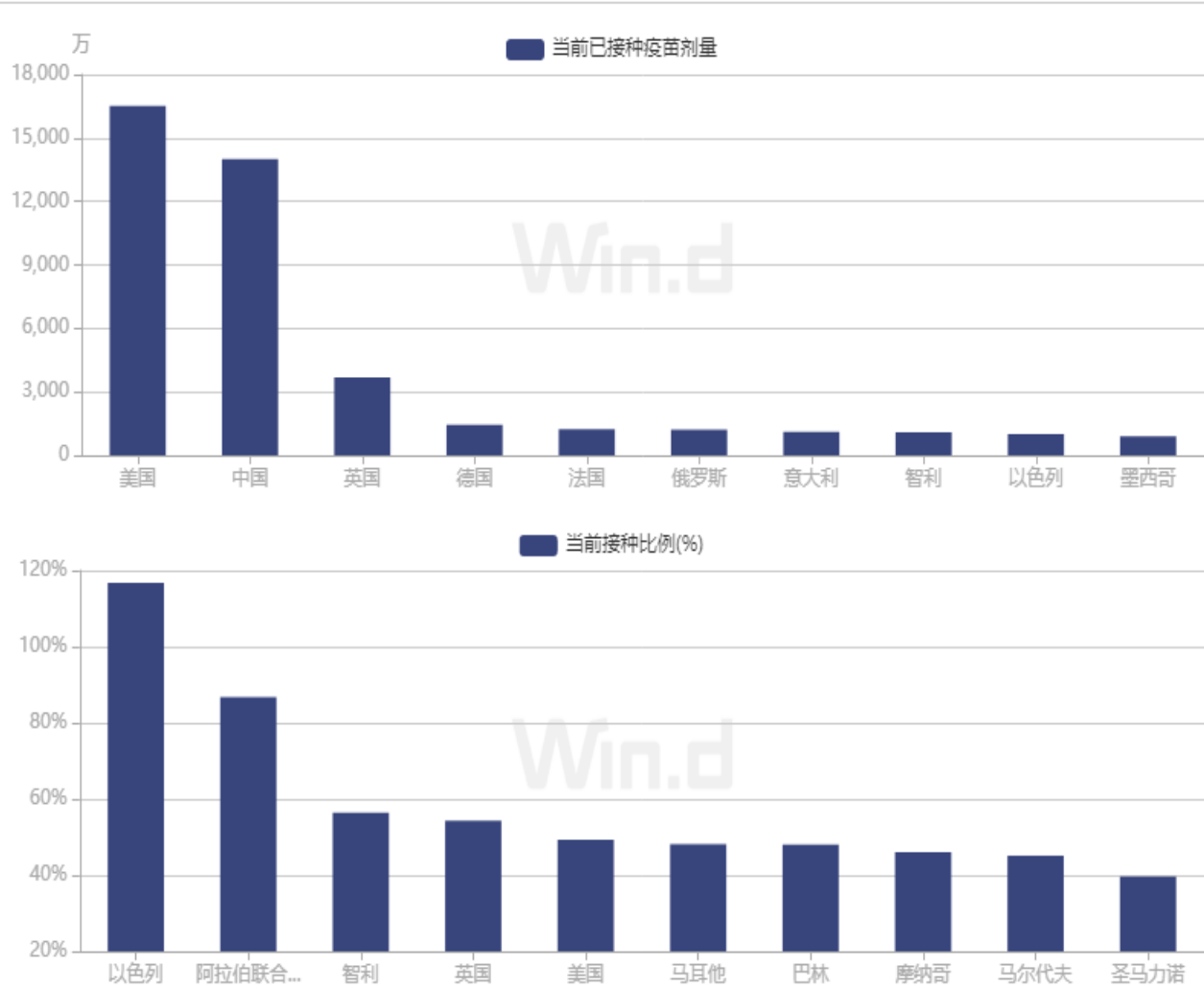
欧洲疫情再次反弹 打乱复苏节奏 美国疫苗接种加快



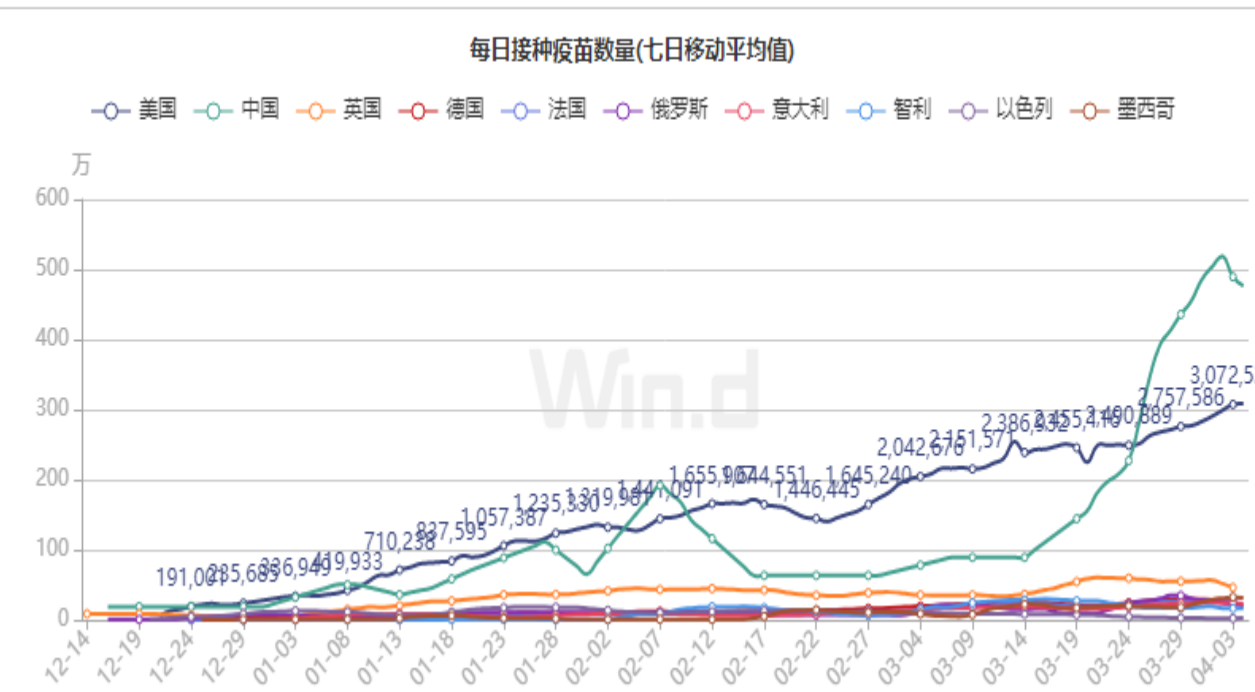


欧洲疫情再次反弹 打乱复苏节奏 美国疫苗接种加快

全球疫苗接种进度TOP10



全球主要国家疫苗接种速度

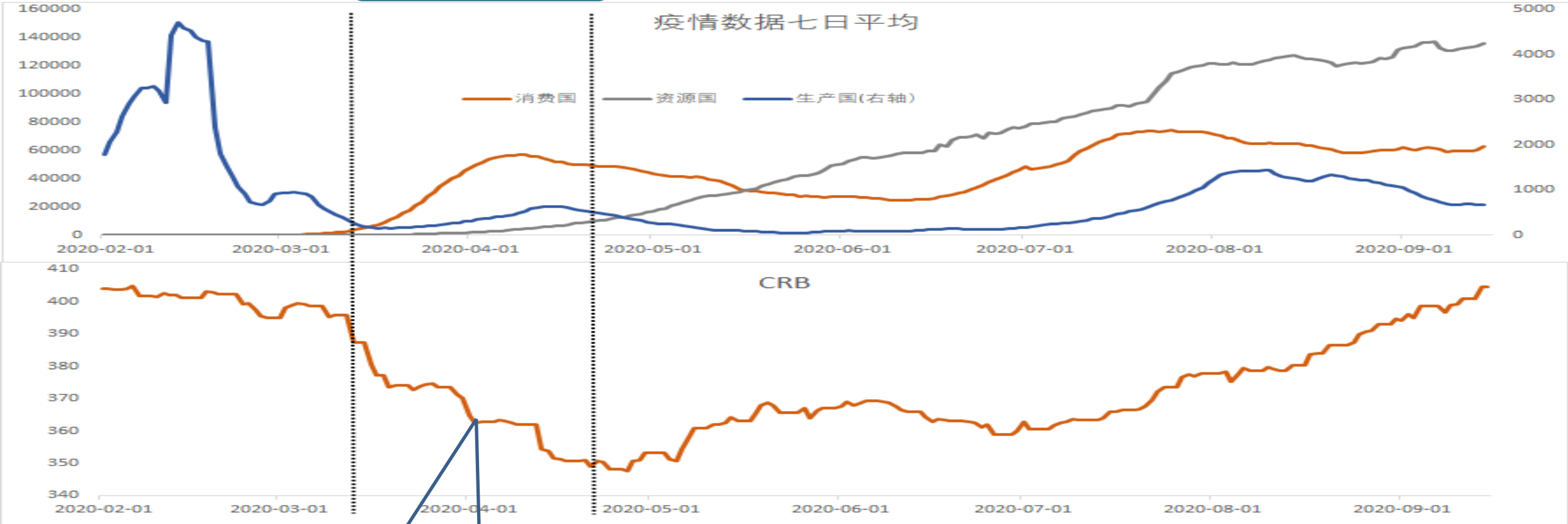




生产加工国疫情阶段

消费国疫情阶段

资源国疫情仍在发酵



以中国为代表生产国影响供需两端，大宗商品供需两弱。

发达经济体疫情爆发，直接影响消费，大宗商品价格大跌。

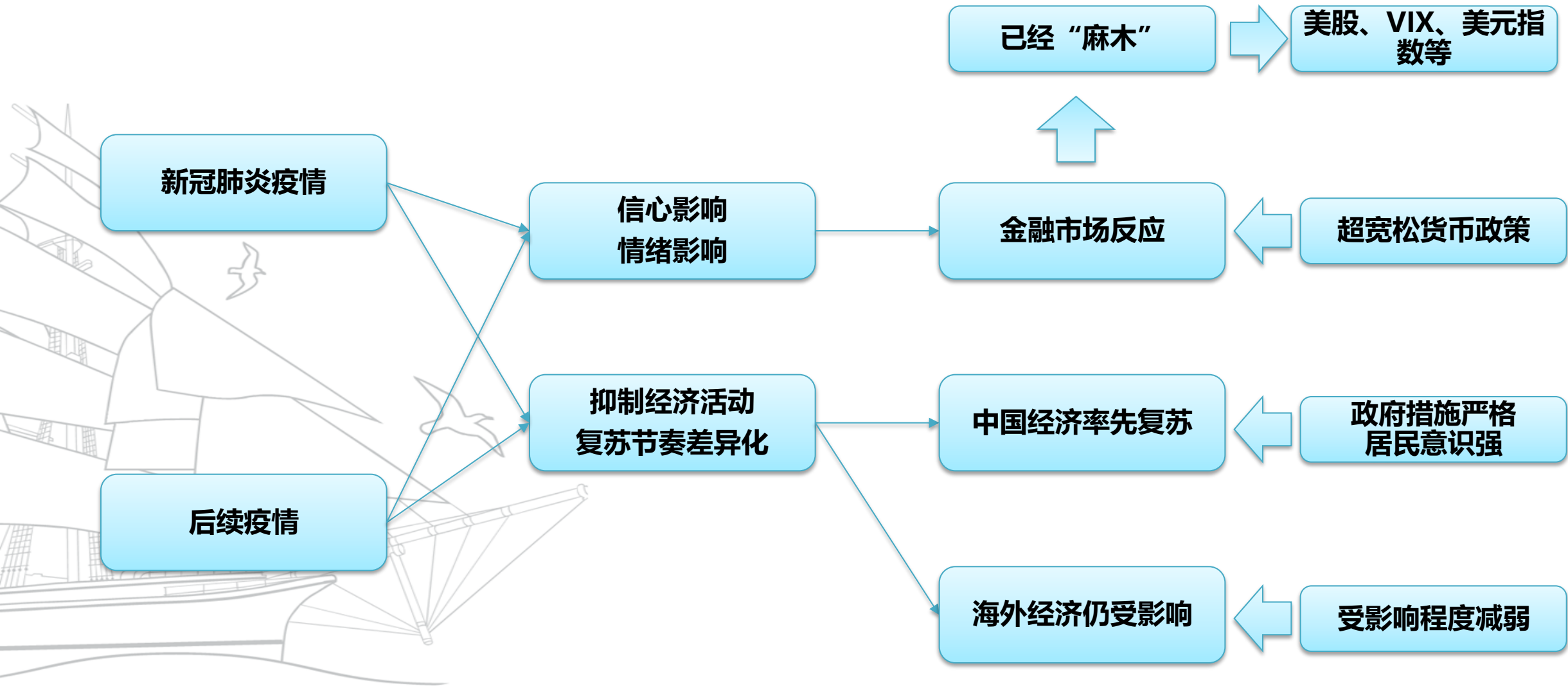
以金砖国家为主的资源国疫情一定程度上影响供给，同时全球货币政策宽松带动估值，大宗商品价格走高。今年疫情好转叠加经济复苏继续拉动大宗商品继续上涨



# 全球疫情影响——对经济冲击超预期，现处于疫后修复期

| 指标名称    | 中国    | 美国    | 日本     | 欧洲     | 英国     | 法国     | 德国     | 意大利    | 新加坡    | 菲律宾    | 越南   | 澳大利亚  | 巴西     |
|---------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------|-------|--------|
| 2014-12 | 7.30  | 2.88  | -0.50  | 1.50   | 2.59   | 0.80   | 2.40   | -0.07  | 4.50   | 6.58   | 5.98 | 1.98  | -0.23  |
| 2015-03 | 7.10  | 4.15  | 0.30   | 1.80   | 2.36   | 1.30   | 1.00   | 0.19   | 3.00   | 5.08   | 6.03 | 2.31  | -1.62  |
| 2015-06 | 7.10  | 3.45  | 2.40   | 2.00   | 2.46   | 1.20   | 1.50   | 0.57   | 3.10   | 6.04   | 6.28 | 1.90  | -2.74  |
| 2015-09 | 7.00  | 2.57  | 2.20   | 2.00   | 2.28   | 0.90   | 1.50   | 0.71   | 3.70   | 6.36   | 6.50 | 2.53  | -4.26  |
| 2015-12 | 6.90  | 2.16  | 1.50   | 2.30   | 2.35   | 1.10   | 1.90   | 1.61   | 2.20   | 6.69   | 6.68 | 2.44  | -5.52  |
| 2016-03 | 6.90  | 1.78  | 1.00   | 1.80   | 2.00   | 1.10   | 2.20   | 1.46   | 3.10   | 6.76   | 5.46 | 2.68  | -5.14  |
| 2016-06 | 6.80  | 1.41  | 0.50   | 2.40   | 1.71   | 1.70   | 3.60   | 1.54   | 2.80   | 7.04   | 5.52 | 3.43  | -3.22  |
| 2016-09 | 6.80  | 1.59  | 0.50   | 1.60   | 1.62   | 0.60   | 1.90   | 1.23   | 2.90   | 7.08   | 5.93 | 2.03  | -2.45  |
| 2016-12 | 6.90  | 2.07  | 1.00   | 1.70   | 1.56   | 1.00   | 1.40   | 0.95   | 4.50   | 6.68   | 6.21 | 2.77  | -2.25  |
| 2017-03 | 7.00  | 2.07  | 1.00   | 2.80   | 1.86   | 1.90   | 3.60   | 2.19   | 4.60   | 5.79   | 5.10 | 2.20  | 0.30   |
| 2017-06 | 7.00  | 2.18  | 1.40   | 2.00   | 1.70   | 1.50   | 1.20   | 1.47   | 3.60   | 7.45   | 5.73 | 2.18  | 0.80   |
| 2017-09 | 6.90  | 2.37  | 2.10   | 2.80   | 1.82   | 2.70   | 2.70   | 1.24   | 5.30   | 6.89   | 6.41 | 3.23  | 1.64   |
| 2017-12 | 6.80  | 2.70  | 2.20   | 2.80   | 1.58   | 3.10   | 3.00   | 1.79   | 4.60   | 6.15   | 6.81 | 2.16  | 2.55   |
| 2018-03 | 6.90  | 3.08  | 1.40   | 2.20   | 1.14   | 2.10   | 1.50   | 1.15   | 4.70   | 6.45   | 7.38 | 3.08  | 1.85   |
| 2018-06 | 6.90  | 3.33  | 1.20   | 2.30   | 1.24   | 1.80   | 2.40   | 1.09   | 4.80   | 6.38   | 7.08 | 3.36  | 1.57   |
| 2018-09 | 6.70  | 3.12  | -0.20  | 1.60   | 1.41   | 1.70   | 0.70   | 0.70   | 3.10   | 6.15   | 6.98 | 2.71  | 2.06   |
| 2018-12 | 6.50  | 2.48  | -0.20  | 1.40   | 1.22   | 1.50   | 0.50   | 0.84   | 1.60   | 6.38   | 7.08 | 2.41  | 1.66   |
| 2019-03 | 6.30  | 2.27  | 0.30   | 1.40   | 1.71   | 1.40   | 1.00   | 0.32   | 1.60   | 5.74   | 6.82 | 2.13  | 1.19   |
| 2019-06 | 6.00  | 1.96  | 0.60   | 1.10   | 1.46   | 1.90   | -0.30  | 0.29   | 1.40   | 5.39   | 6.76 | 1.41  | 1.48   |
| 2019-09 | 5.90  | 2.08  | 1.30   | 1.70   | 1.36   | 2.00   | 1.20   | 0.77   | 1.10   | 6.34   | 6.98 | 1.88  | 1.33   |
| 2019-12 | 5.80  | 2.34  | -1.10  | 0.90   | 1.21   | 0.70   | 0.20   | -0.22  | 1.30   | 6.66   | 7.02 | 2.35  | 1.64   |
| 2020-03 | -6.80 | 0.32  | -2.00  | -2.90  | -2.21  | -5.20  | -1.80  | -5.97  | 0.00   | -0.71  | 3.82 | 1.37  | -0.27  |
| 2020-06 | 3.20  | -9.03 | -10.30 | -14.80 | -21.36 | -18.60 | -11.30 | -18.32 | -13.30 | -16.92 | 1.81 | -6.42 | -10.90 |
| 2020-09 | 4.90  | -2.85 | -5.80  | -4.40  | -8.48  | -4.30  | -3.90  | -5.08  | -5.80  | -11.43 | 2.12 | -3.93 | -3.90  |
| 2020-12 | 6.50  | -2.39 | -1.40  | #N/A   | -7.34  | -4.40  | -2.70  | -6.05  | -2.40  | -8.27  | 2.91 | -0.90 | -1.14  |







# 国际金融市场对疫情的担忧持续下降已至低位

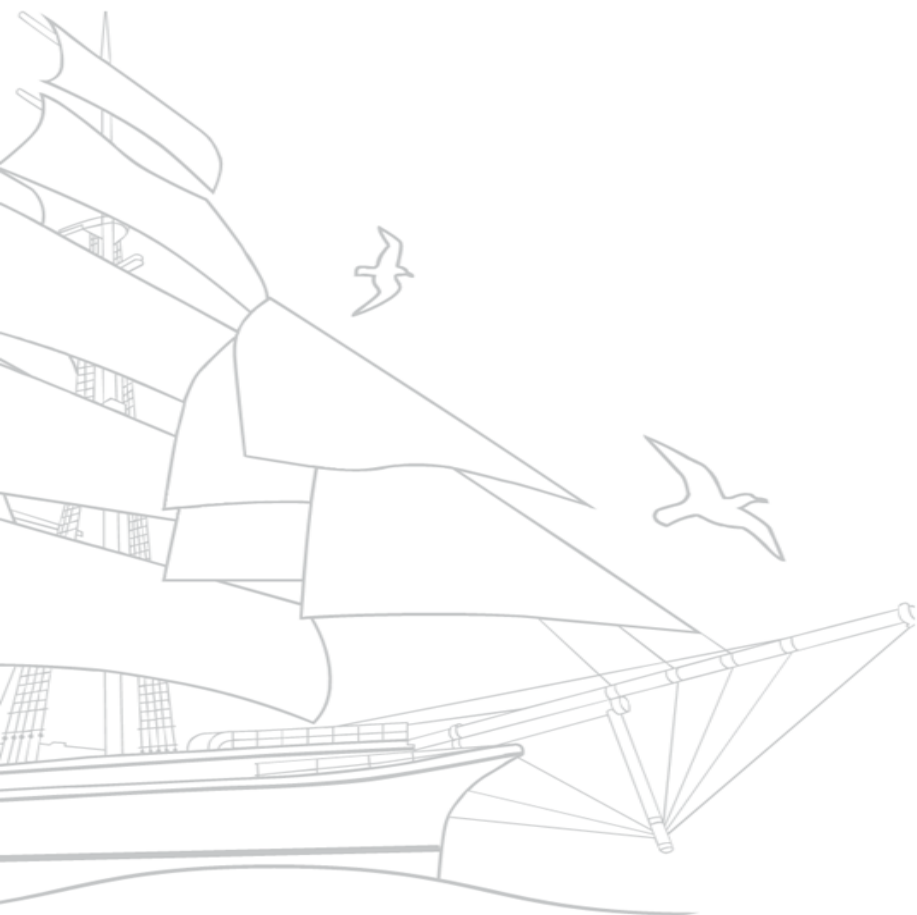








经济





全球经济延续复苏趋势：官方经济组织和主要投行对经济的预测统计

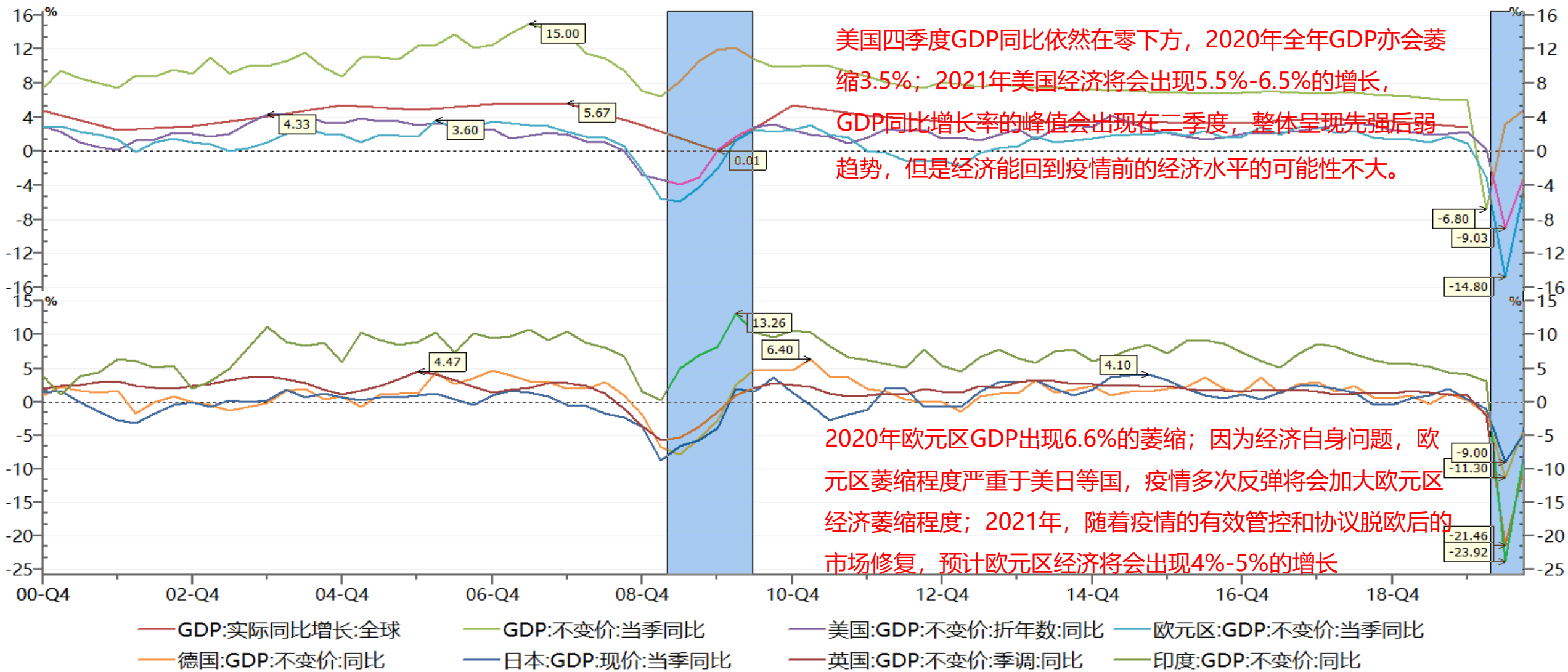


| 世界三大经济组织及欧盟全球主要经济体经济预测（20201207） |                |       |       |       |                 |       |       |       |                 |       |       |       |               |       |       |       |
|----------------------------------|----------------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|---------------|-------|-------|-------|
| GDP预测（同比）                        | IMF（2020-12-7） |       |       |       | 世界银行（2020-12-7） |       |       |       | 经合组织（2020-12-7） |       |       |       | 欧盟（2020-12-7） |       |       |       |
|                                  | 3月预测           |       | 2021年 | 2022年 | 2019年           | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 3月预测            |       | 2021年 | 2022年 | 2019年         | 2020年 | 2021年 | 2022年 |
|                                  | 2021年          | 2022年 |       |       |                 |       |       |       | 2021年           | 2022年 |       |       |               |       |       |       |
| 全球经济预测                           | 5.5            | 4.2   | 5.2   | 4.2   | 2.8             | -5.2  | 4.2   | 2.7   | 5.6             | 4.0   | 4.2   | 3.7   |               |       |       |       |
| 美国经济预测                           | 5.1            | 2.5   | 3.1   | 2.9   | 2.2             | -6.1  | 4     | 1.7   | 6.5             | 4.0   | 3.2   | 3.5   | 2.2           | -4.6  | 3.7   | 2.5   |
| 中国经济预测                           | 8.1            | 5.6   | 8.2   | 5.8   | 6.1             | 1     | 6.9   | 5.7   | 7.8             | 4.9   | 8     | 4.9   |               |       |       |       |
| 欧元区经济预测                          | 4.2            | 3.6   | 5.2   | 3.1   | 1.3             | -9.1  | 4.5   | 1.3   | 3.9             | 3.8   | 3.6   | 3.3   | 1.3           | -7.8  | 4.2   | 3     |
| 英国经济预期                           | 4.5            | 5.0   | 5.9   | 3.2   |                 |       |       |       | 5.1             | 4.7   | 4.2   | 4.1   | 1.3           | -10.3 | 3.3   | 2.1   |
| 日本经济预测                           | 3.1            | 2.4   | 2.3   | 1.7   | 0.7             | -6.1  | 2.5   | 0.4   | 2.7             | 1.8   | 2.3   | 1.5   | 0.7           | -5.5  | 2.7   | 0.9   |
| 俄罗斯经济预测                          | 3.0            | 3.9   | 2.8   | 2.3   | 1.3             | -6    | 2.7   | 1.8   | 2.7             | 2.6   | 5     |       |               |       |       |       |
| 印度经济预测                           | 11.5           | 6.8   | 8.8   | 8     | 6.1             |       |       |       | 12.6            | 5.4   | -9.9  | 7.9   |               |       |       |       |
| 巴西经济预测                           | 3.6            | 2.6   | 2.8   | 2.3   | 1.4             | -8    | 2.2   | 2.4   | 3.7             | 2.6   | 2.6   | 2.2   |               |       |       |       |
| 南非经济预测                           | 2.8            | 1.4   | 3.1   | 2.5   | 0.1             | -7.1  | 2.9   | 1.5   | 3.0             | 2.0   | 3.1   | 2.5   |               |       |       |       |

| 世界主要投行经济预测 (20201207) |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| GDP预测 (同比)            | 花旗集团  |       |       |       | 高盛    |       |       |       | 摩根大通  |       |       |       | 德银    |       |       |       | 摩根士丹利 |       |       |       |
|                       | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 |
| 全球经济预测                |       |       |       |       | 2.8   | -3.9  | 6     | 4.6   | 2.8   | -3.8  | 5.6   |       | 2.8   | -4    | 5.4   |       |       |       | 6.5   |       |
| 美国经济预测                | 2.2   | -3.4  | 5.1   | 1.6   | 2.2   | -3.5  | 5.3   | 3.8   | 2.2   | -3.6  | 3.3   | 3.3   | 2.2   | -3.6  | 3.7   | 3.8   | 2.2   | -3.5  | 5.9   | 4.1   |
| 中国经济预测                | 6.1   | 2.1   | 8.2   | 5.5   | 6.1   | 2     | 7.5   |       | 6.1   | 2     | 8.6   | 5.5   | 6.1   | 2.2   | 9.5   | 5.6   | 6.1   | 2.3   | 9     | 5.4   |
| 欧元区经济预测               | 1.3   | -7.3  | 4.4   | 3.4   | 1.3   | -7.2  | 5.3   | 4.3   | 1.3   | -7.3  | 4.7   | 4.4   | 1.3   | -8    | 5.4   | 3.5   | 1.3   | -7.2  | 5     |       |
| 日本经济预测                | 0.7   | -5.4  | 2.3   | 1     | 0.7   | -5.3  | 3.3   |       | 0.7   | -5.1  | 3     | 1.7   | 0.7   | -6.2  | 1.7   | 1.7   | 0.7   | -5.2  | 2.4   | 2.4   |
| GDP预测 (同比)            | 巴克莱银行 |       |       |       | 美银美林  |       |       |       | 瑞银集团  |       |       |       | 瑞士信贷  |       |       |       | 富国银行  |       |       |       |
|                       | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 |
| 全球经济预测                | 2.8   | -3.6  | 5.6   | 4.4   | 2.8   | -3.8  | 5.6   |       | 2.8   | -3.9  | 6.1   | 5     | 2.8   | -3.7  | 4     |       | 2.8   | -4    | 5.6   | 3.5   |
| 美国经济预测                | 2.2   | -3.4  | 4.3   | 3.5   | 2.2   | -3.6  | 4.5   |       | 2.2   | -3.6  | 4     | 4.2   | 2.2   | -3.6  | 4.2   |       | 2.2   | -3.5  | 4.2   | 2.8   |
| 中国经济预测                | 6.1   | 2.3   | 8.4   | 5.5   | 6.1   | 1.8   | 8.5   | 5.6   | 6.1   | 2.1   | 8.2   | 6     | 6.1   | 2.2   | 7.1   |       | 6.1   | 2.2   | 9.5   | 5.8   |
| 欧元区经济预测               | 1.3   | -7.1  | 4.6   | 4.8   | 1.3   | -7    | 3.9   |       | 1.3   | -7.4  | 6.2   | 5     | 1.3   | -7.6  | 4.6   |       | 1.3   | -7.4  | 3.7   | 2.9   |
| 日本经济预测                | 0.7   | -5.4  | 3     | 2.2   | 0.7   | -5    | 3.2   |       | 0.7   | -5.3  | 3.6   | 2.2   | 0.7   | -5    | 1.5   |       | 0.7   | -5.8  | 2.4   | 2     |



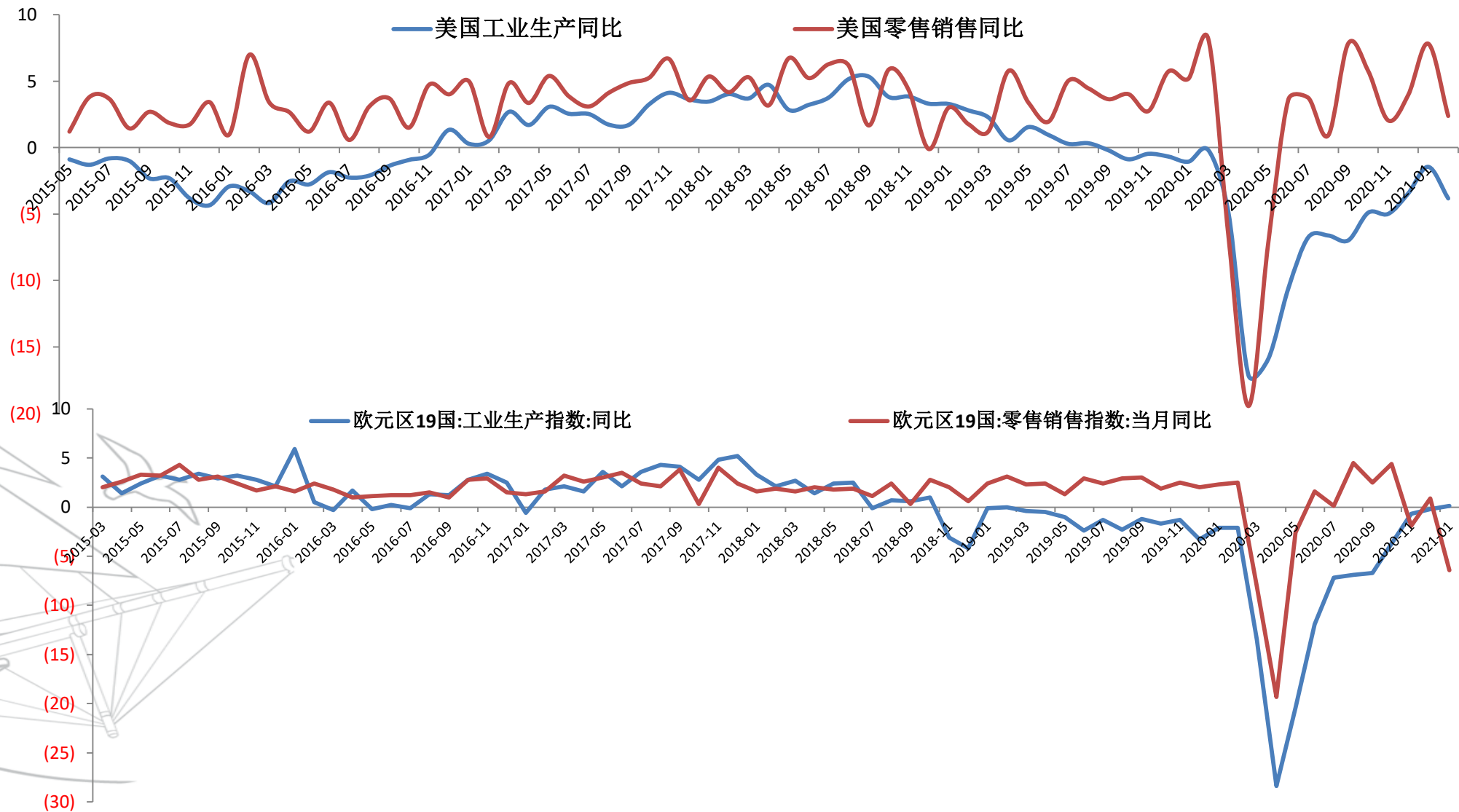
# 全球经济深度衰退后 将会持续复苏—美欧中经济复苏分化





# 全球经济深度衰退后 将会持续复苏—美欧中经济复苏分化

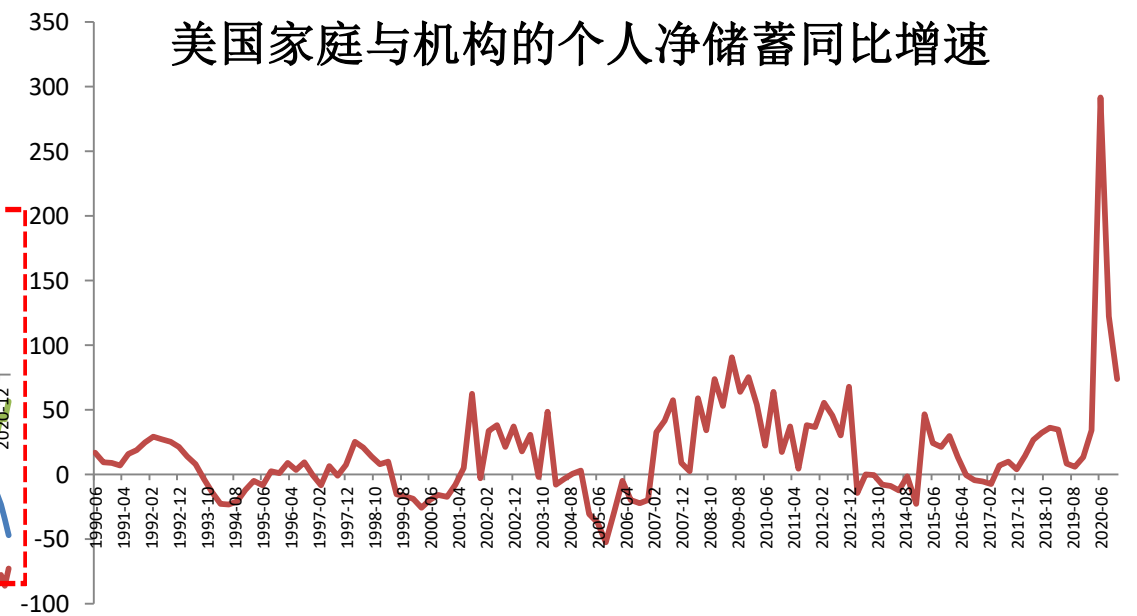
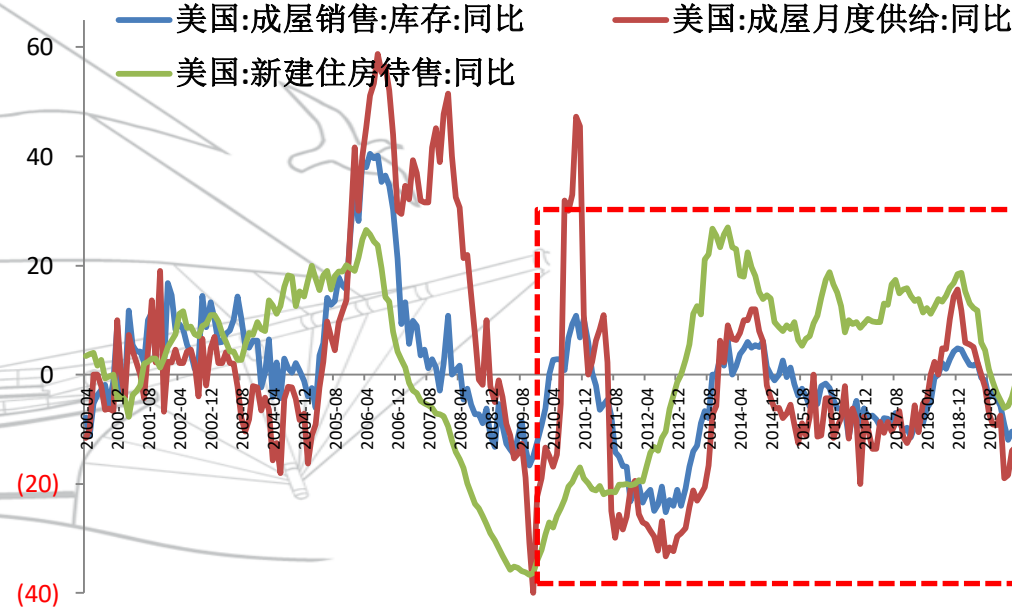
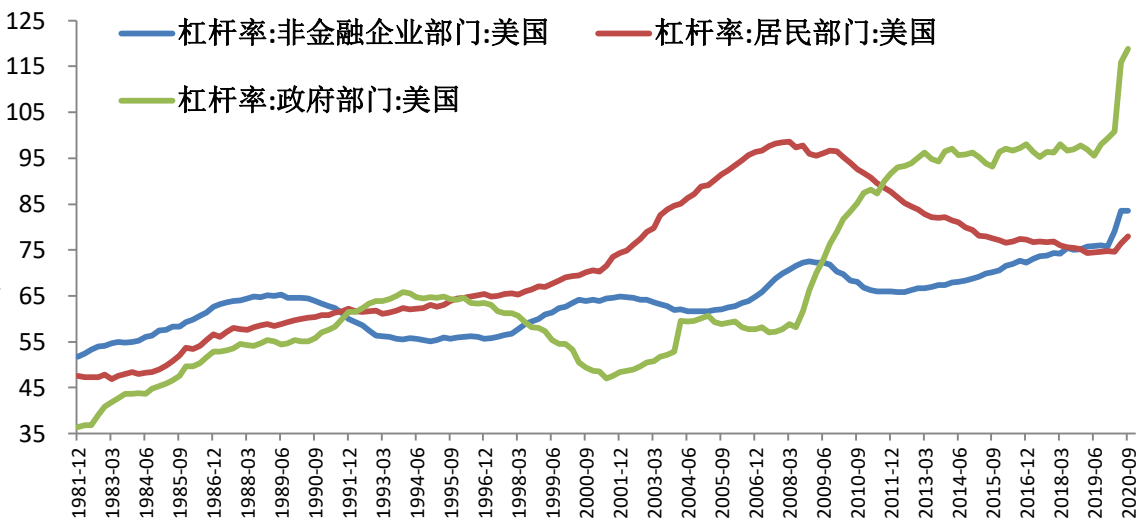
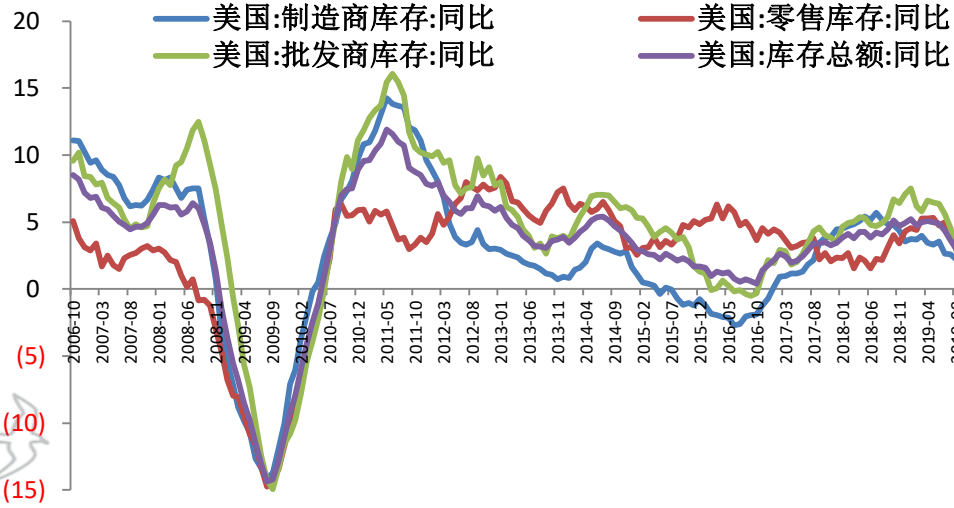
欧美在疫情爆发以来，销售均先于生产复苏。对于 2021 年的美国，考虑到疫情对生产端的显著抑制，我们对一季度的经济增长仍相对谨慎，二三季度在疫苗顺利有效推出的假设下，预计经济将会迎来一轮明显的修复，疫情导致的供需缺口有望收敛。





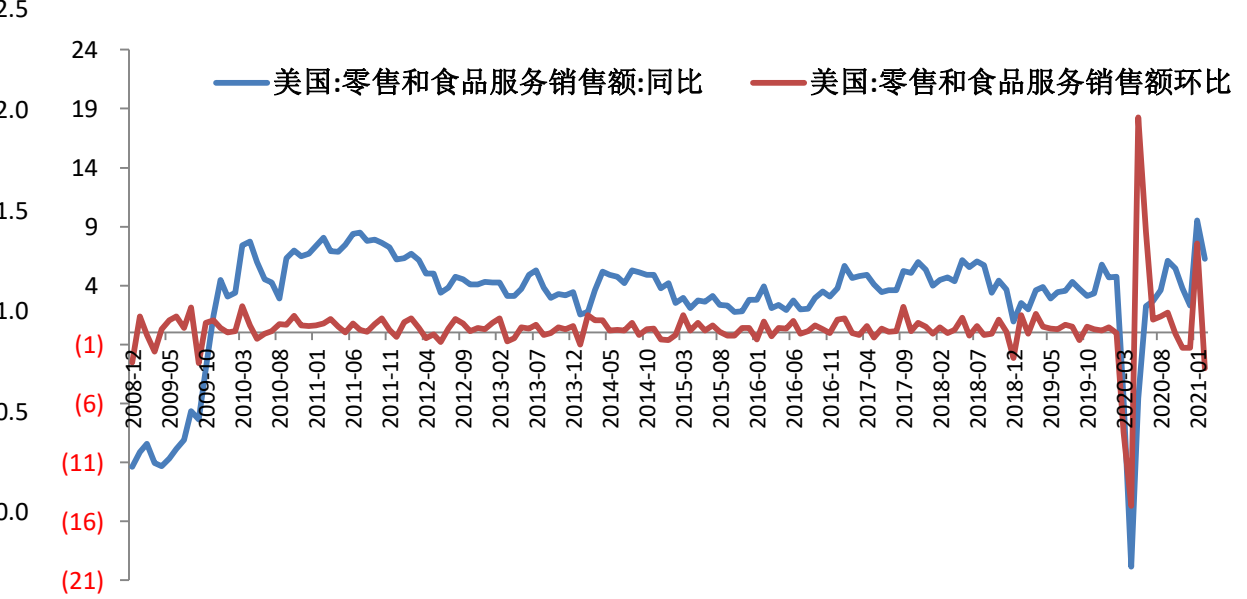
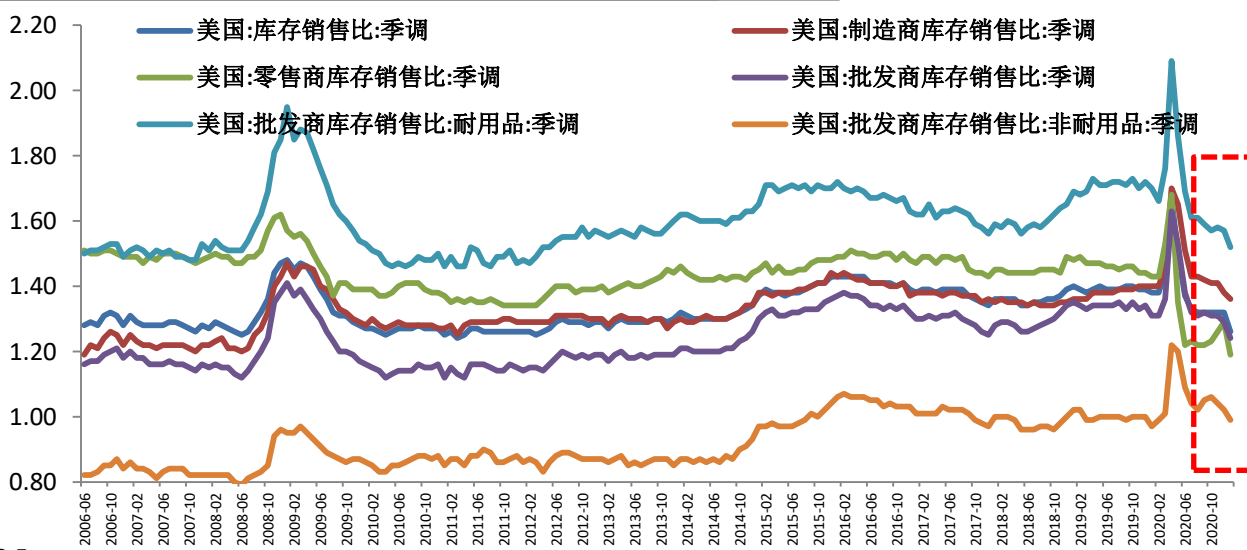
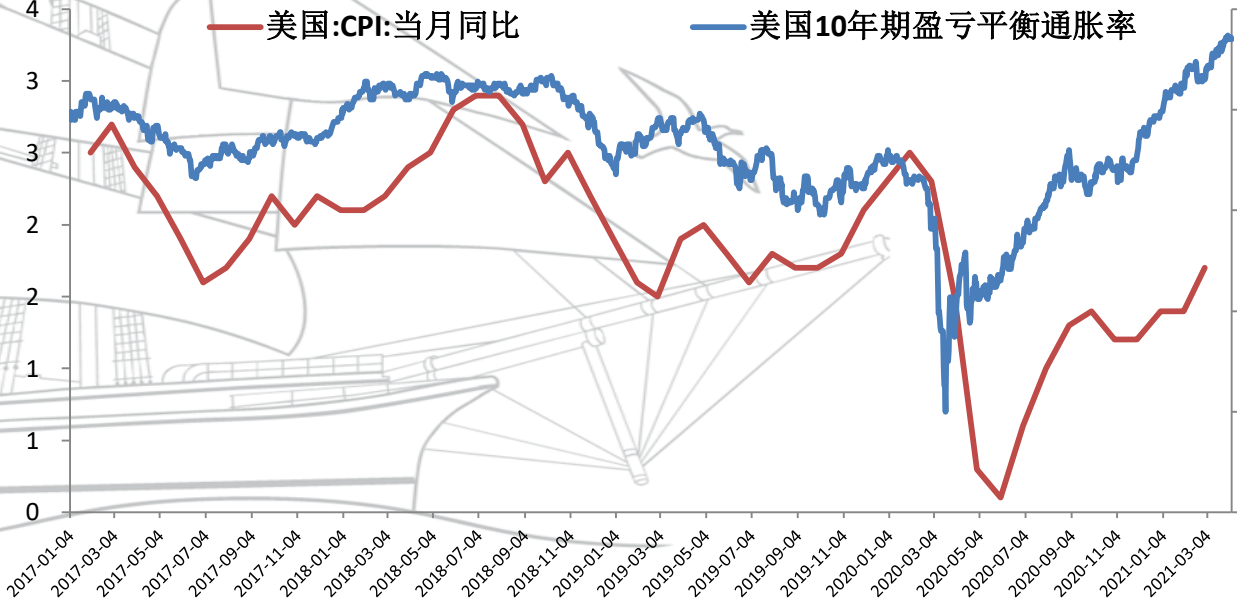
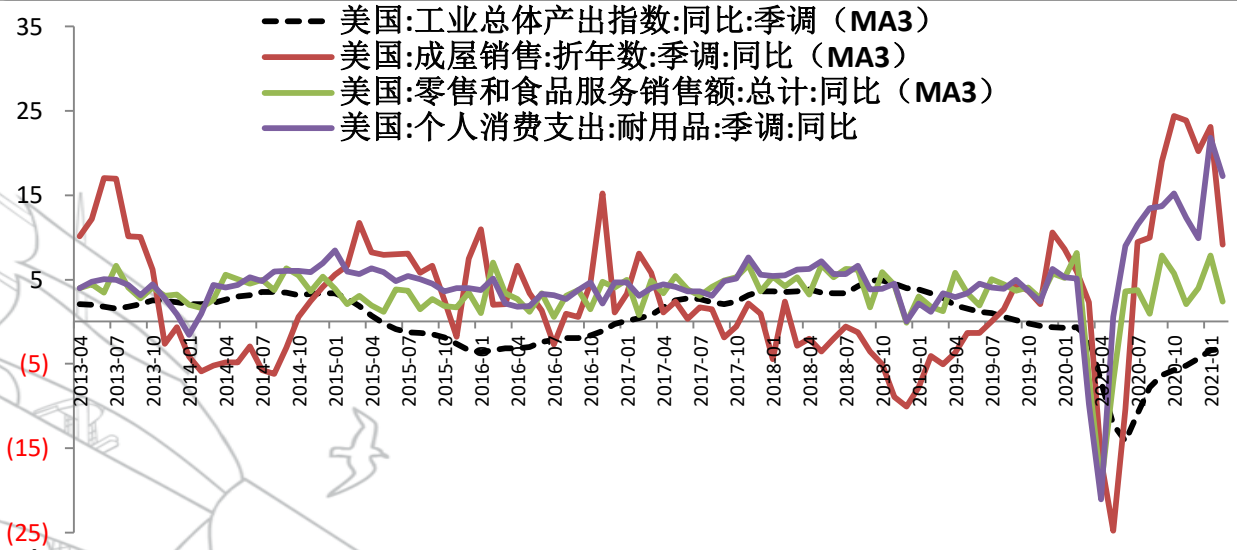
# 全球经济深度衰退后 将会持续复苏—美两大动力对经济起支撑作用

美进入补库周期的动能：一方面来自于供需差，因为产能利用率回升较慢，一方面居民消费需求恢复较快导致库存周期较强。尤其是与地产相关的耐用消费品增速升至两位数。



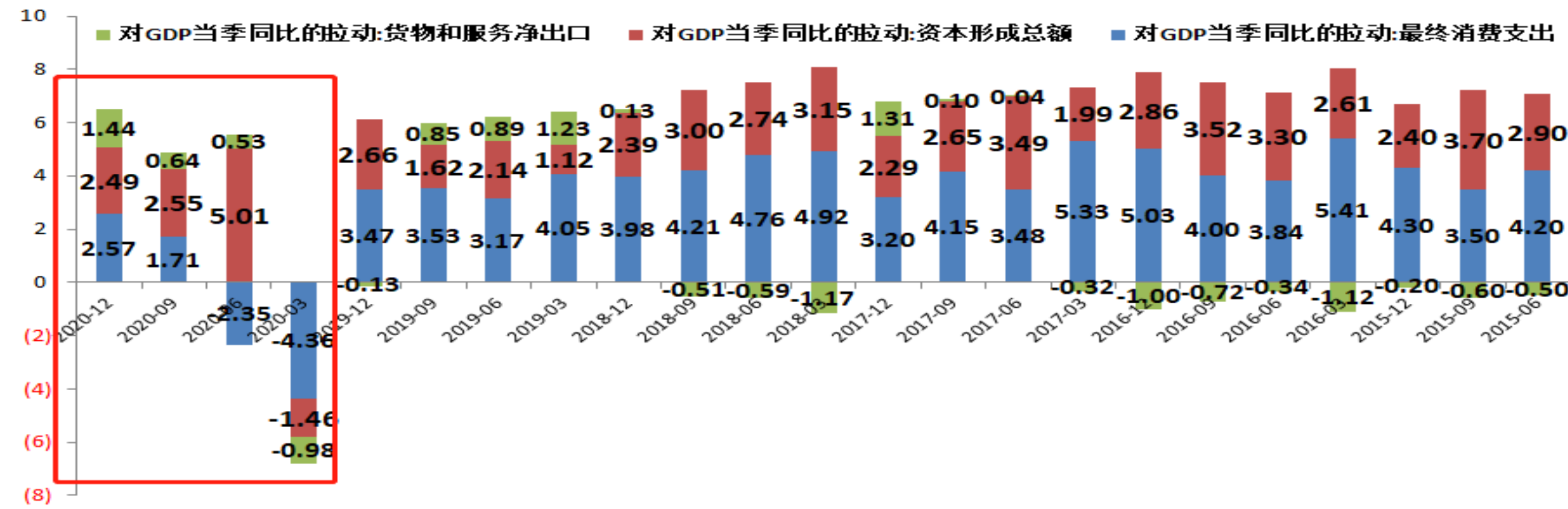


# 全球经济深度衰退后 将会持续复苏—库存去化，消费恢复推升通胀预期





# 中国经济：上半年将继续复苏，年中前后是增速拐点

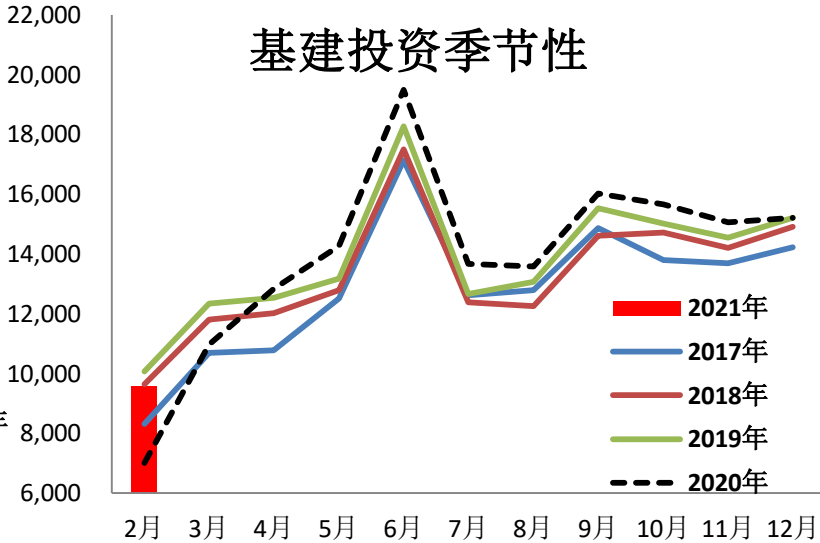
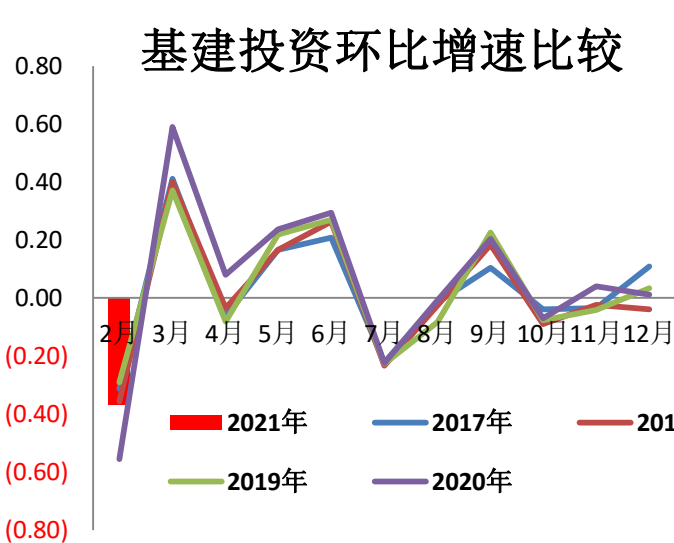
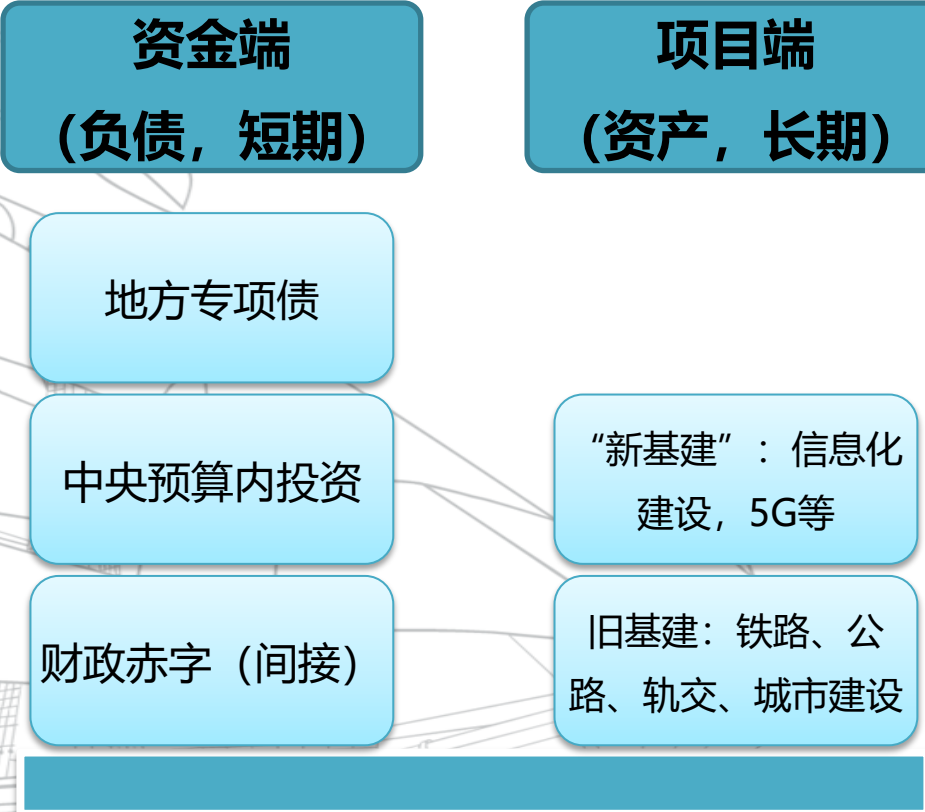


2020年以来，中国经济的拖累因素主要集中在消费（特别是服务消费）领域，四季度最终消费支出对 GDP 同比的拉动仅为 2.57 个百分点，仍显著低于疫情前水平，未来仍有较大的提升空间，但资本形成和出口对 GDP 同比的拉动均回到或高于疫情之前，对经济复苏产生了有力的带动。

2020 年三驾马车持续修复，未来消费和制造业仍有较大恢复空间。

2021年内外需共振、“新三驾马车”，齐助中国经济修复，但紧信用提上日程，关注紧信用后何时对经济产生负反馈。





基建投资的逻辑没有变化，资金和项目是决定增长空间的力量。

无论是传统基建还是新基建，从项目审批、融资、专项债以及相关行业来看，去年二季度已经明显加码，但实际效果不及预期。

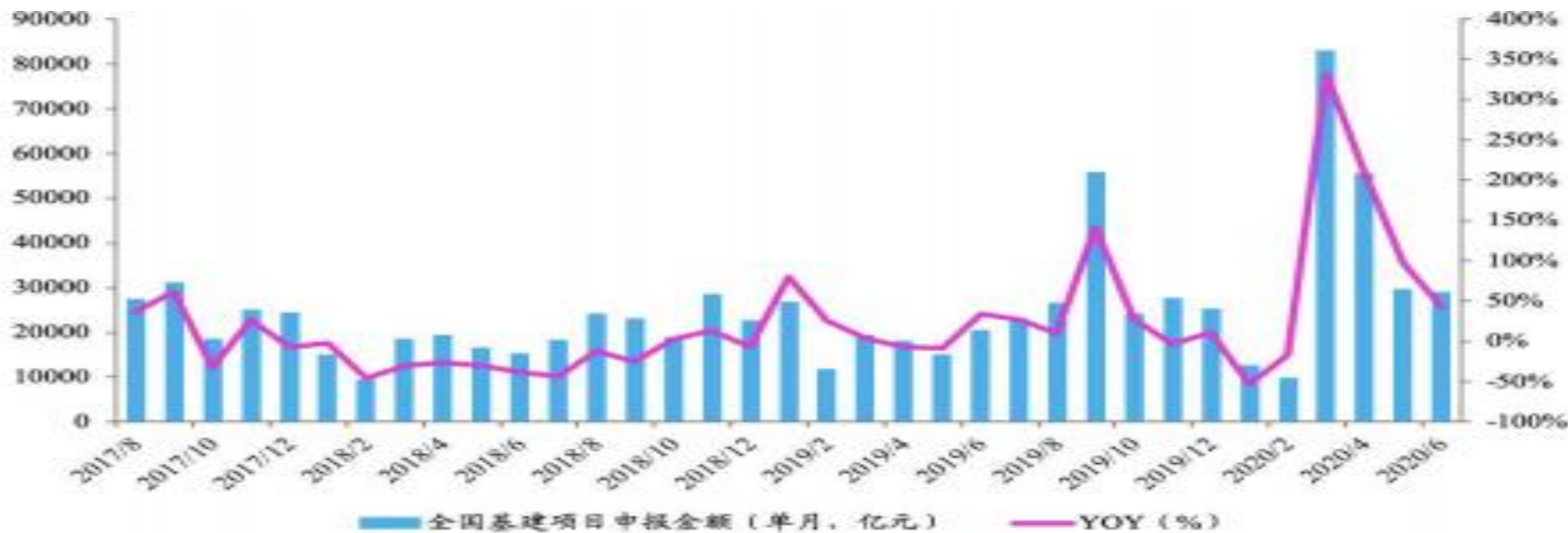
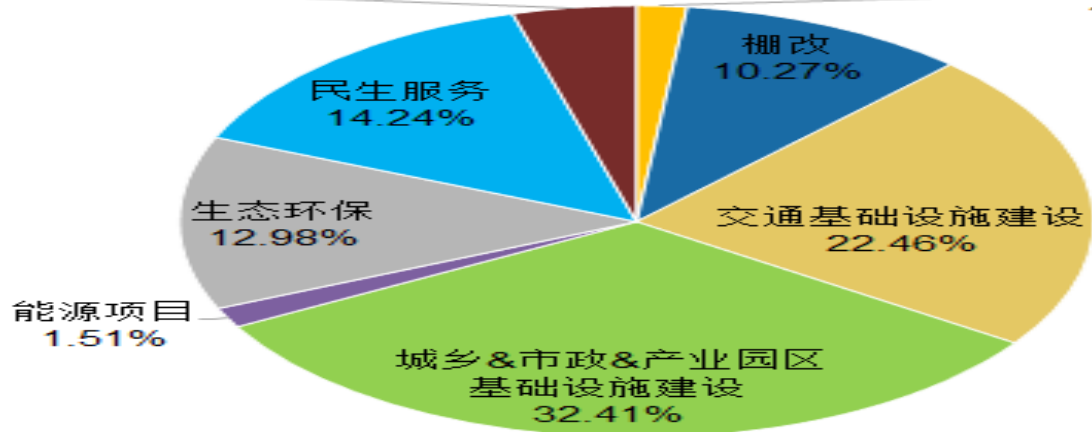
2020年新增赤字3.6万亿（地方债1.6万亿，国债1万亿，特别国债1万亿），是在疫情的特殊情况下，2021年赤字增量以及专项债均有减少。而基建作为逆周期调控，在经济修复或者上行期间也缺乏使用动力。

能否够强拉动经济，还是要看传统基建，新基建只是行业刺激和锦上添花



# 基建的逆周期调节在2021年大概率减弱，但仍体现不急转弯

2020年以来新增专项债用途情况

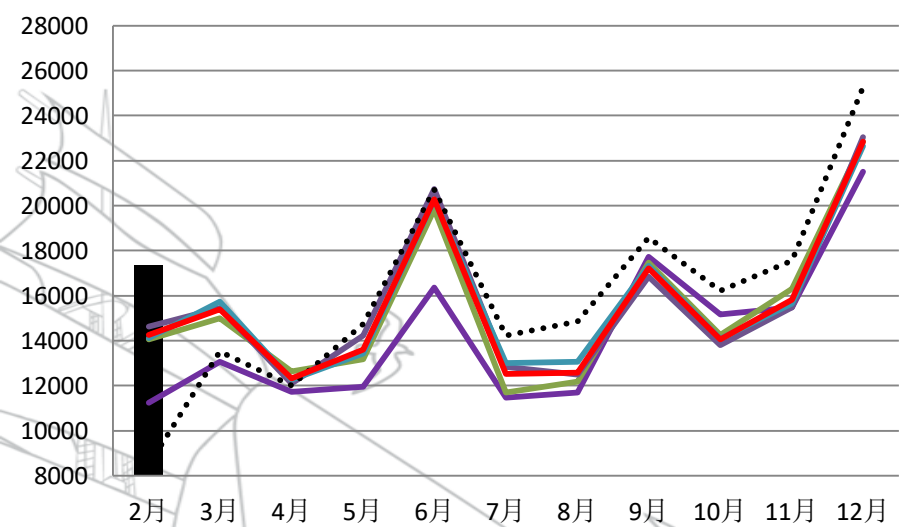


2020年专项债扩容至3.75万亿+专项债可用作资本金+重点项目资本金比例下调；从专项债投向来看，确实从房地产，转向了以投向基建项目为准。但是基建增速持续不达预期，一方面源于项目不足，另一方面可能是投放到民生领域。

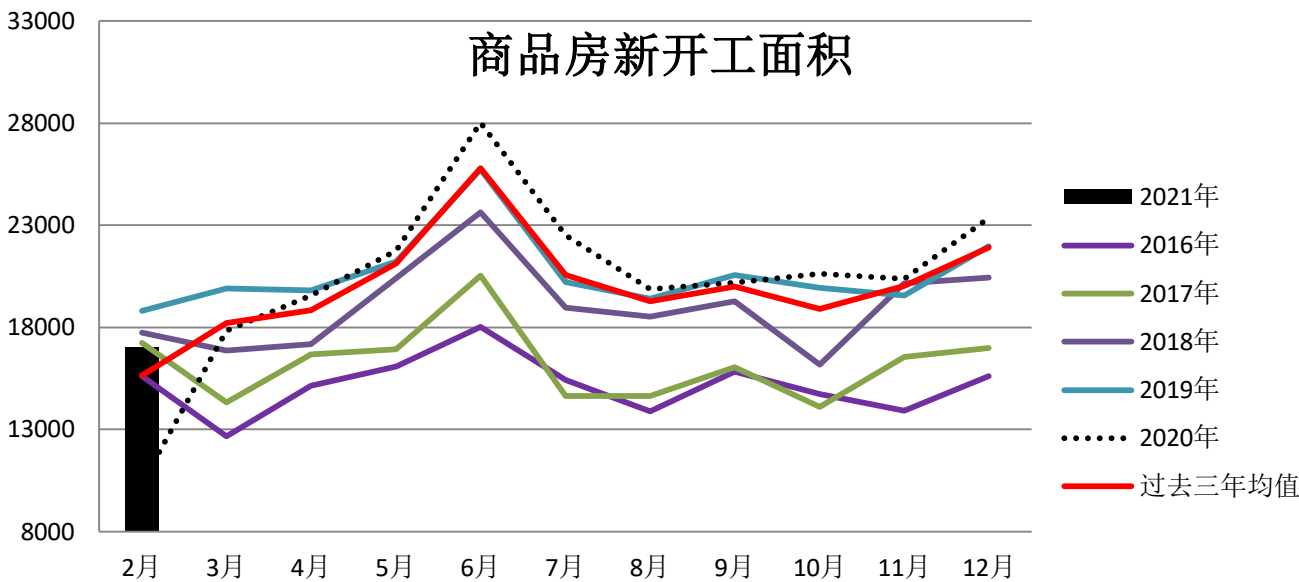
2021年新增专项债规模为3.65万亿，并未出现较大幅度下滑。同时2021年是十四五开局年，重大项目预计有望好转。



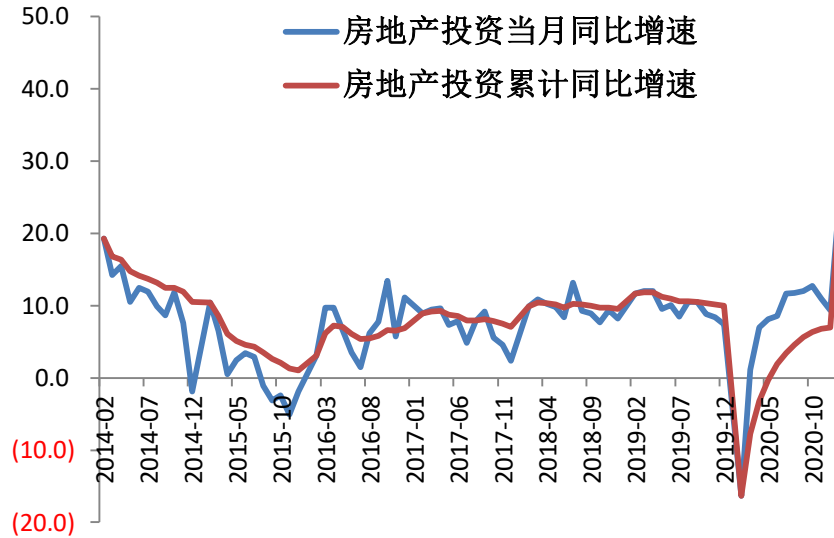
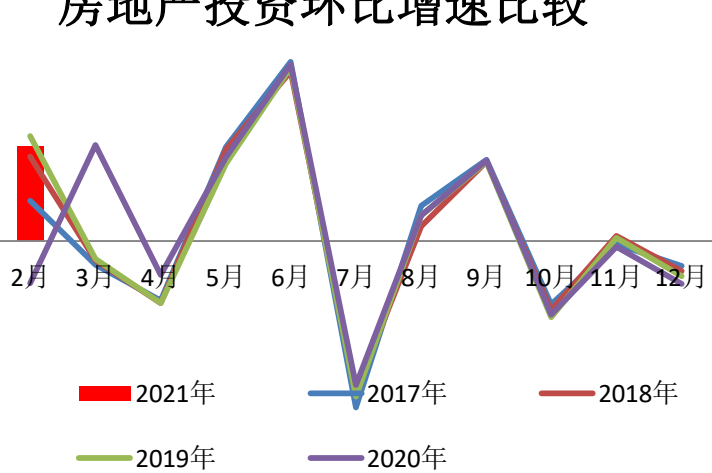
商品房销售面积



商品房新开工面积



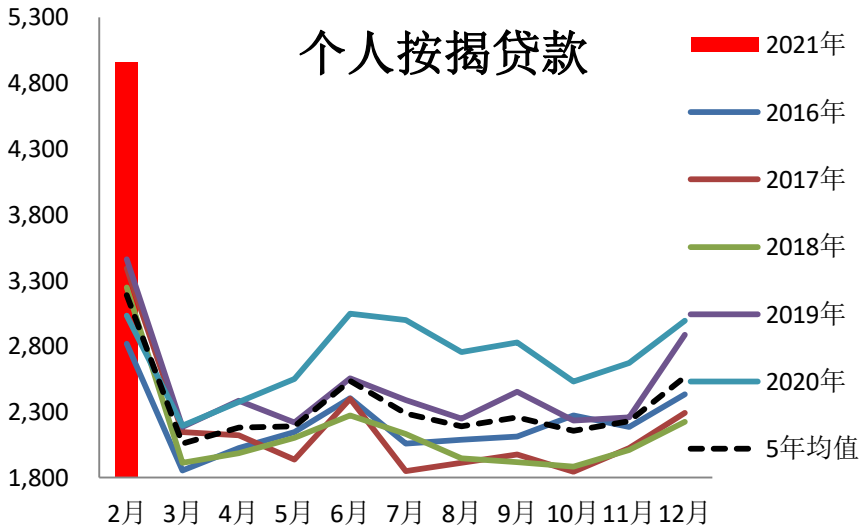
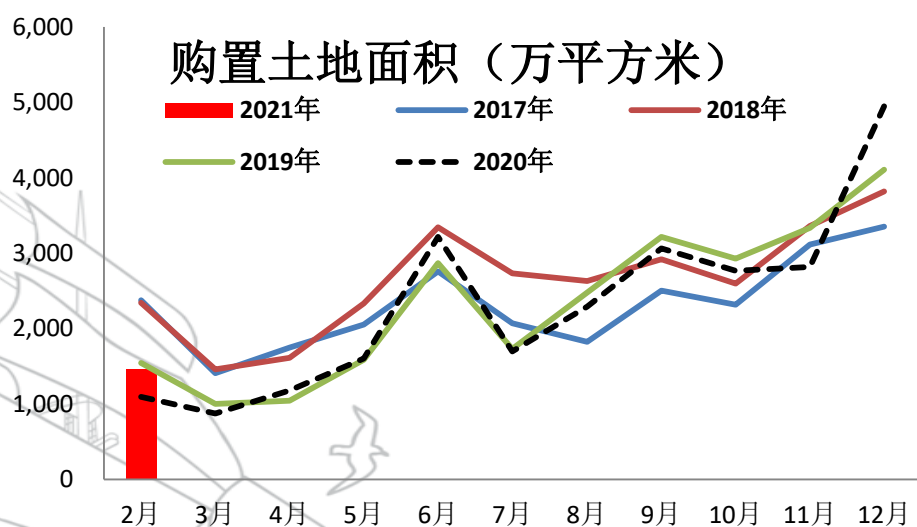
房地产投资环比增速比较



房地产投资2020年疫情出现以来，无论是前期较小的跌幅还是随后明显的反弹，都显著超预期。超季节性主要表现在上半年，三季度后期开始出现一定疲态。主要靠加快开工、竣工和销售回款支撑。虽然市场有所警惕，但目前需求的压力并不来自于内生因素。

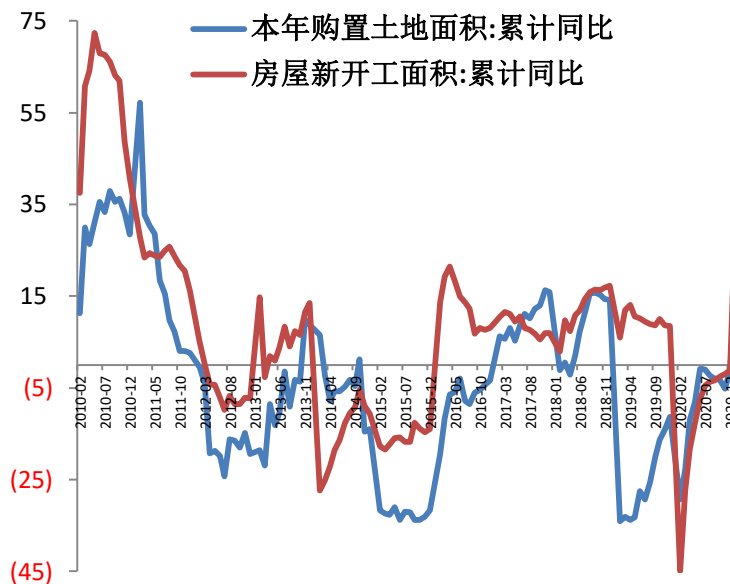
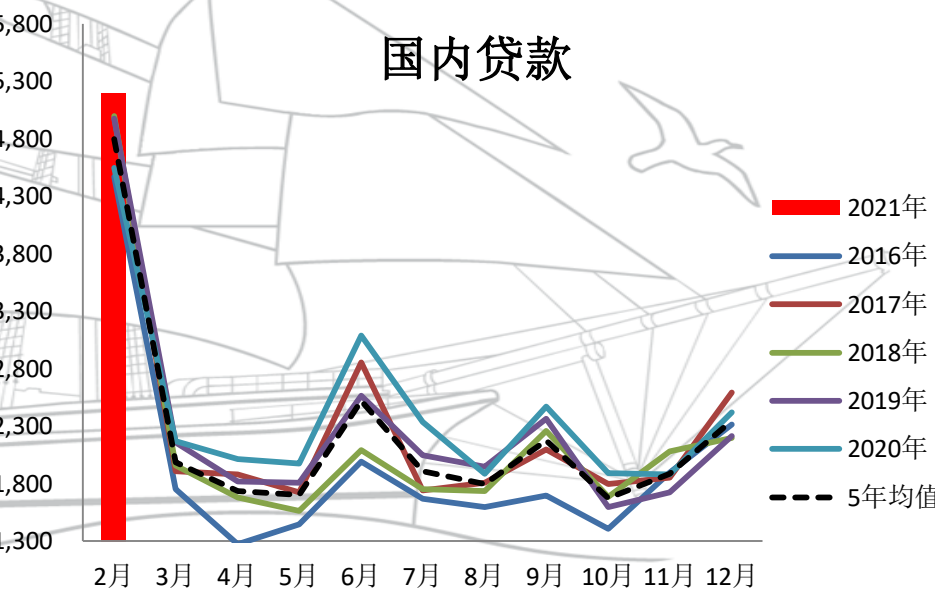


# 政策收紧导致房地产投资风险上升



融资和拿地直接相关，既影响溢价率，又影响拿地金额。“三道红线”对房企拿地有一定影响，一方面，融资收紧，可用于拿地的资金减少；另一方面，降杠杆的最有效方式就是减少拿地。房企拿地热度降低，土地溢价率大概率下行。

因为房企都有土地储备保障。加上融资收紧下，房企将更重视销售回款，改善现金流和债务情况，因此短期会加速开工，加速去化。因此，短期来看，融资收紧对开工和销售的负面影响不大。

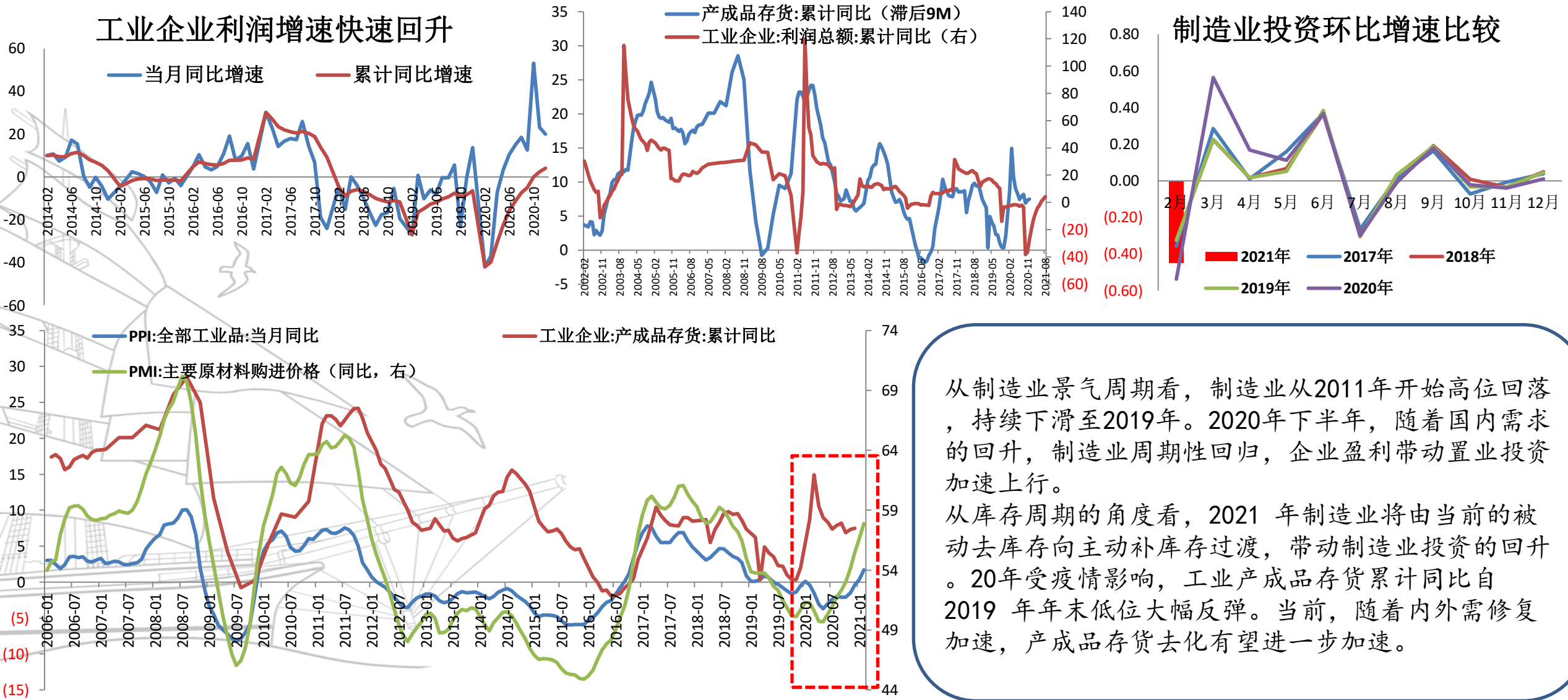


三季度开始融资的收紧，房地产企业的按揭贷款和银行贷款两项资金来源已经开始减弱，并且从目前政策倾向上看，偏紧的状况仍将持续。

四季度开始央行等机构再度明确了房地产行业政策进一步收紧的方向。长期看“房住不炒”政策不变，短期叠加房企财务“三条红线”，房地产行业承受压力增加。



# 企业盈利+主动补库带动制造业投资增速加快

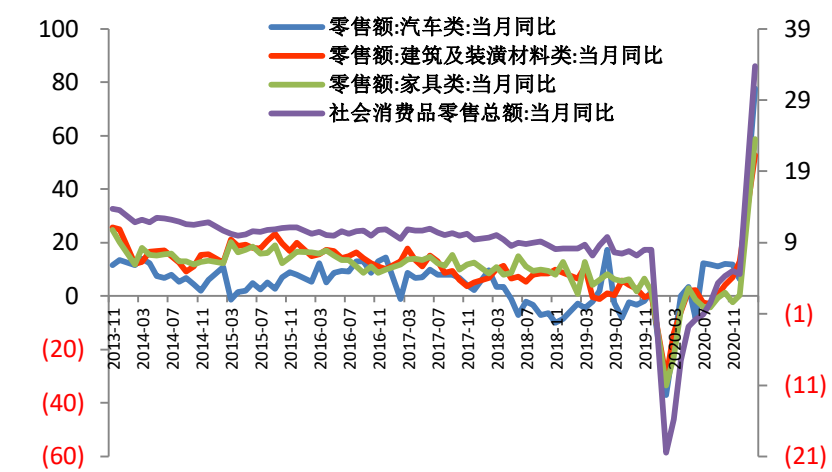
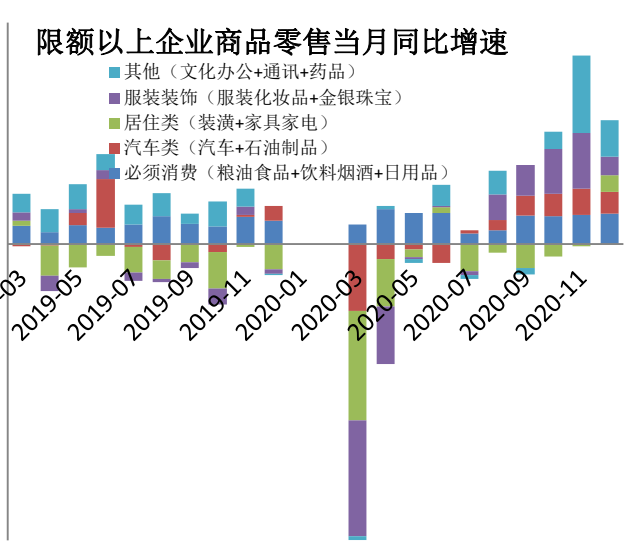
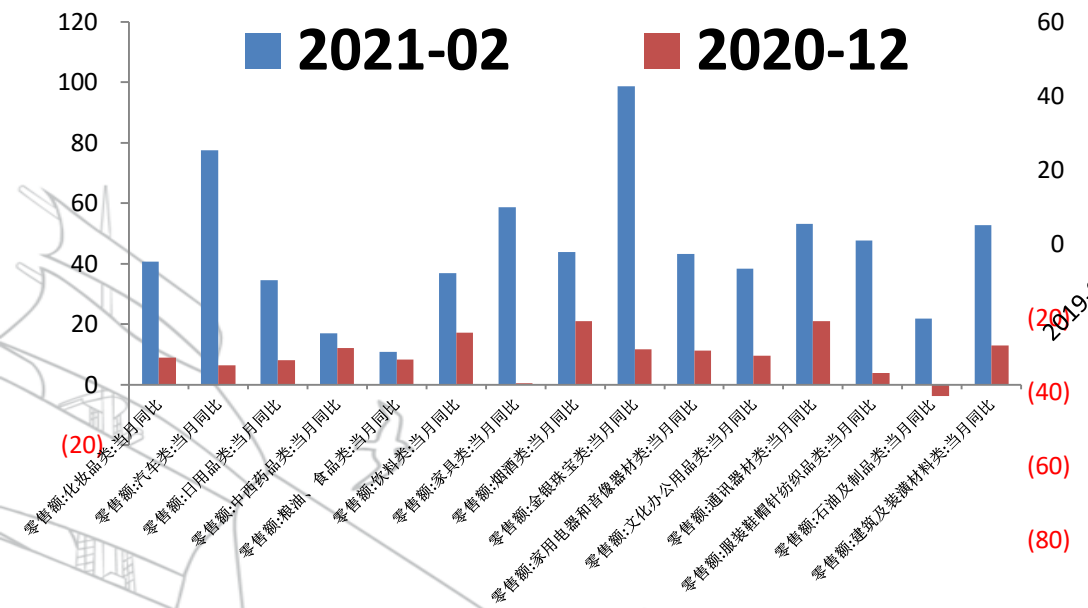


从制造业景气周期看，制造业从2011年开始高位回落，持续下滑至2019年。2020年下半年，随着国内需求的回升，制造业周期性回归，企业盈利带动制造业投资加速上行。

从库存周期的角度看，2021 年制造业将由当前的被动去库存向主动补库存过渡，带动制造业投资的回升。20年受疫情影响，工业产成品存货累计同比自2019 年年末低位大幅反弹。当前，随着内外需修复加速，产成品存货去化有望进一步加速。



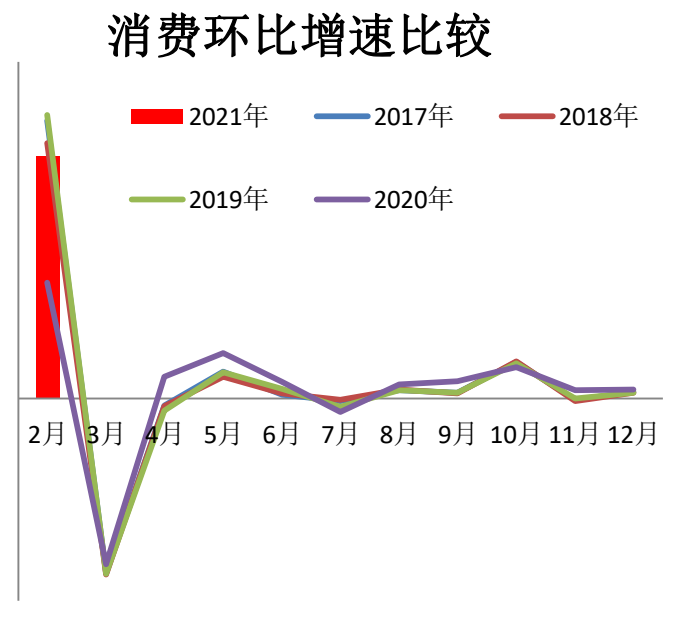
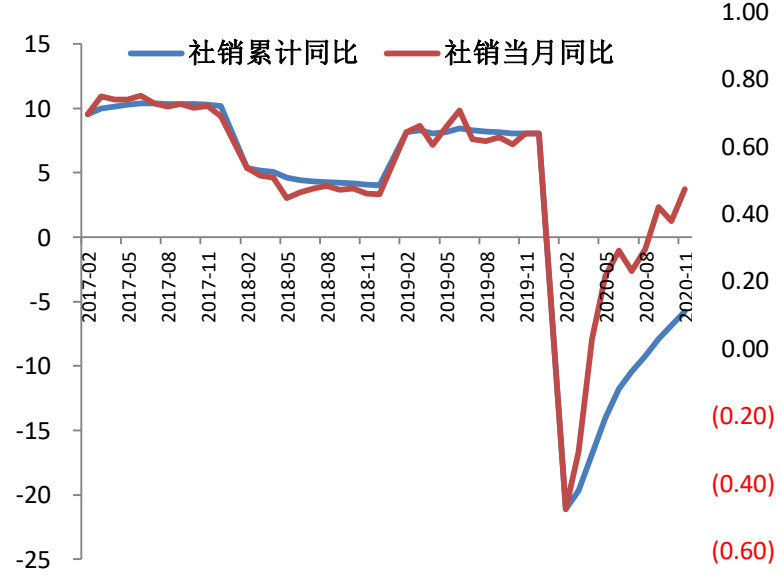
# 消费需求仍将在服务消费带动下复苏



疫情爆发之后，各种限制人员聚集的措施导致消费增速显著回落。汽车、餐饮是拖累统计局社消增速数据的最主要因素。

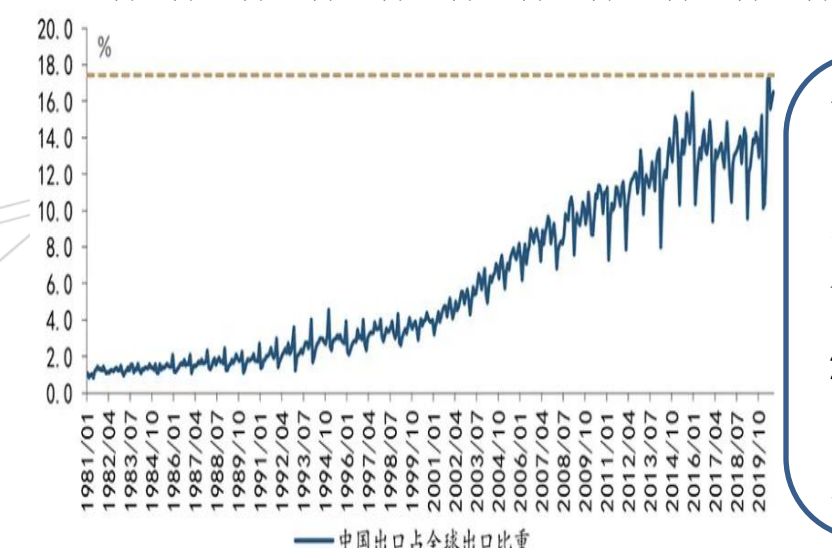
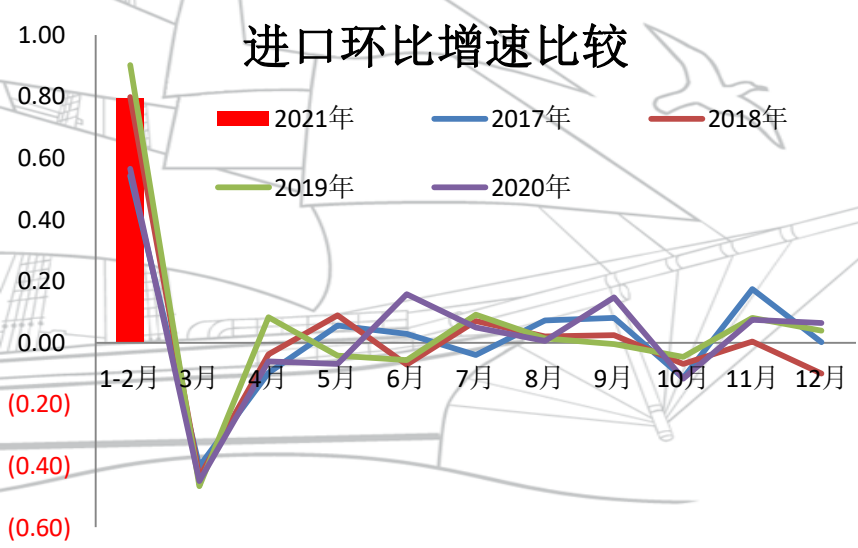
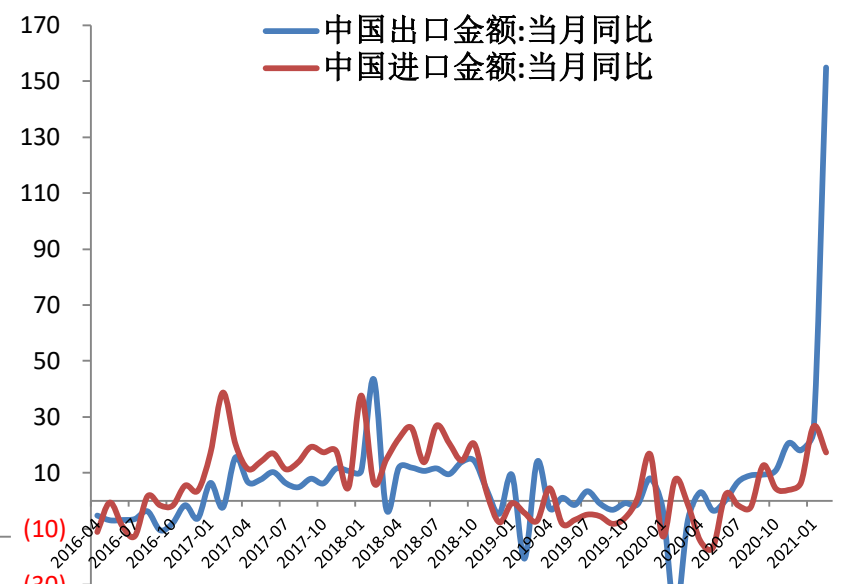
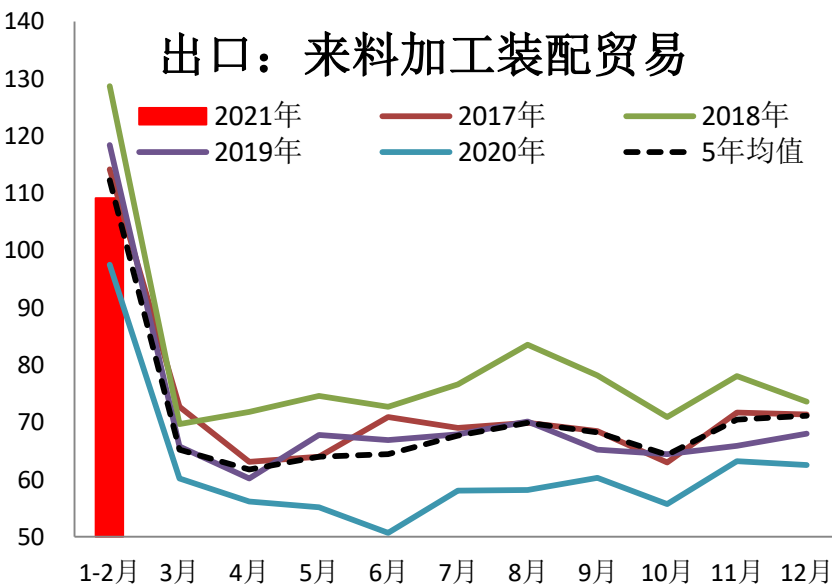
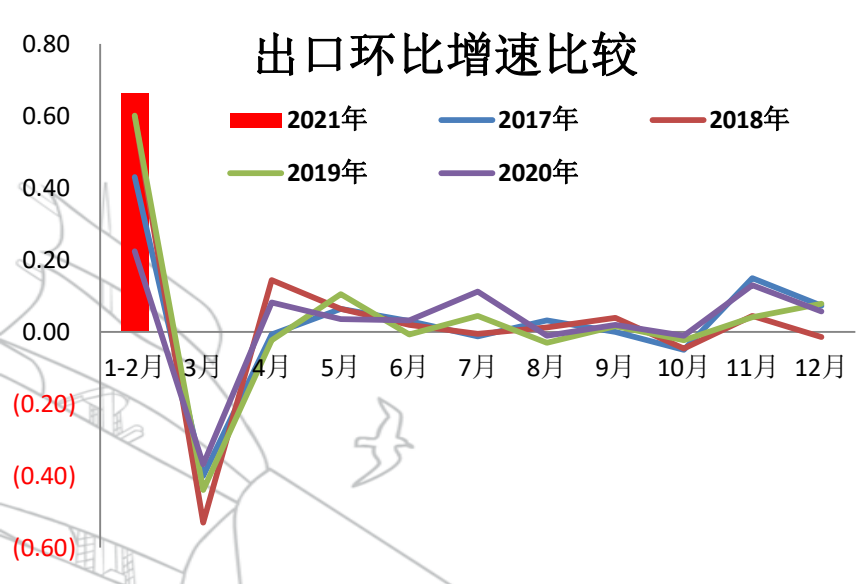
必需品消费相对有韧性，可选消费品尤其是大宗耐用消费品如汽车等，受挫更为严重。

消费的复苏从4月开始的可选消费品转向5月餐饮等服务型消费，二季度是消费需求底部。预计今年消费需求将会进一步修复。





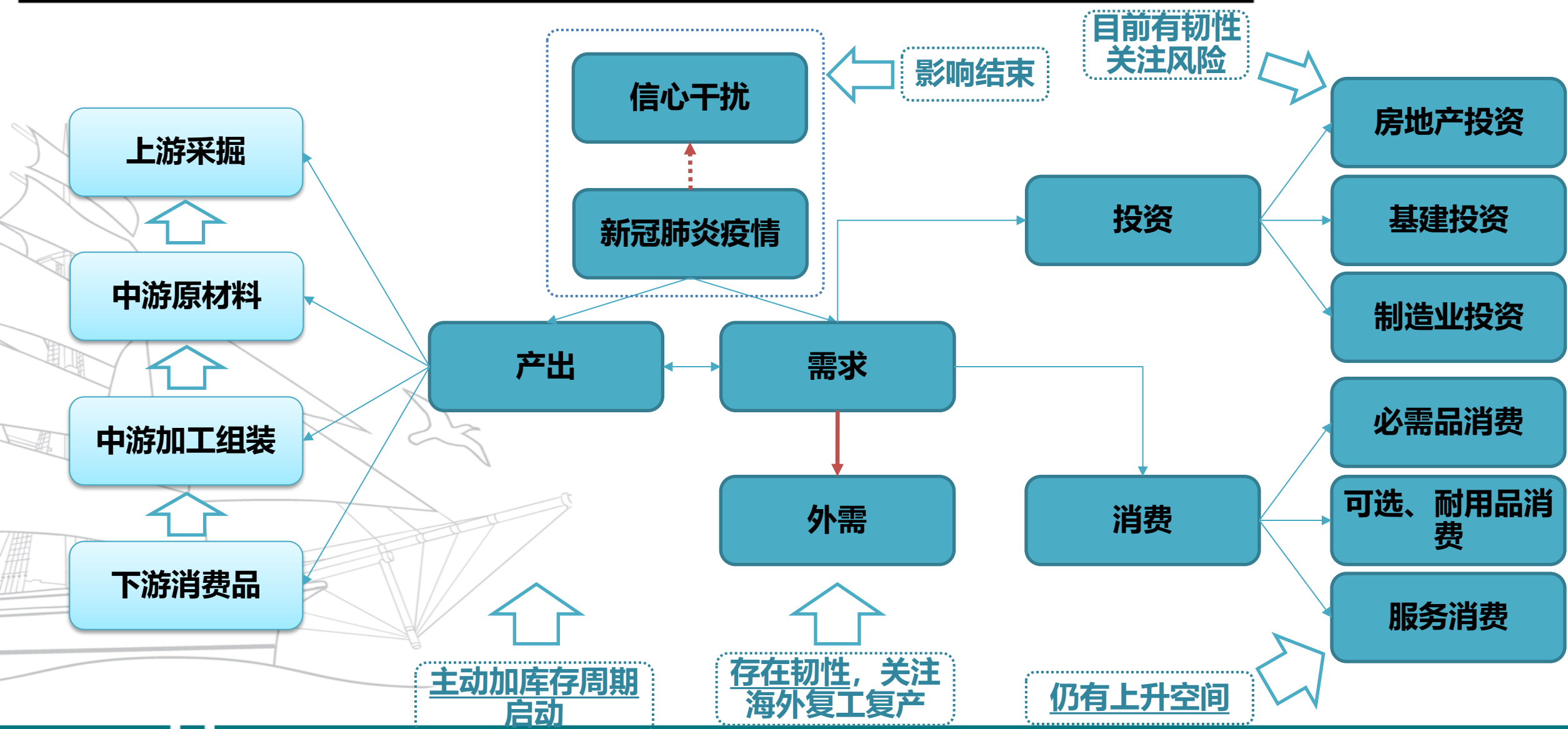
# 防疫物资以及订单转移是支撑出口超预期的主要原因



疫情爆发后，进出口增速持续超预期，二季度海外防疫物资需求，以及三季度全球产业链复苏是拉动出口的因素。四季度海外新一轮疫情导致产能和订单向中国转移，以及防疫物资出口均是影响因素。在疫苗的作用下，按照美国库存周期以及供应的情况推算，预计出口对国内经济的拉动能维持到近年2季度以后。

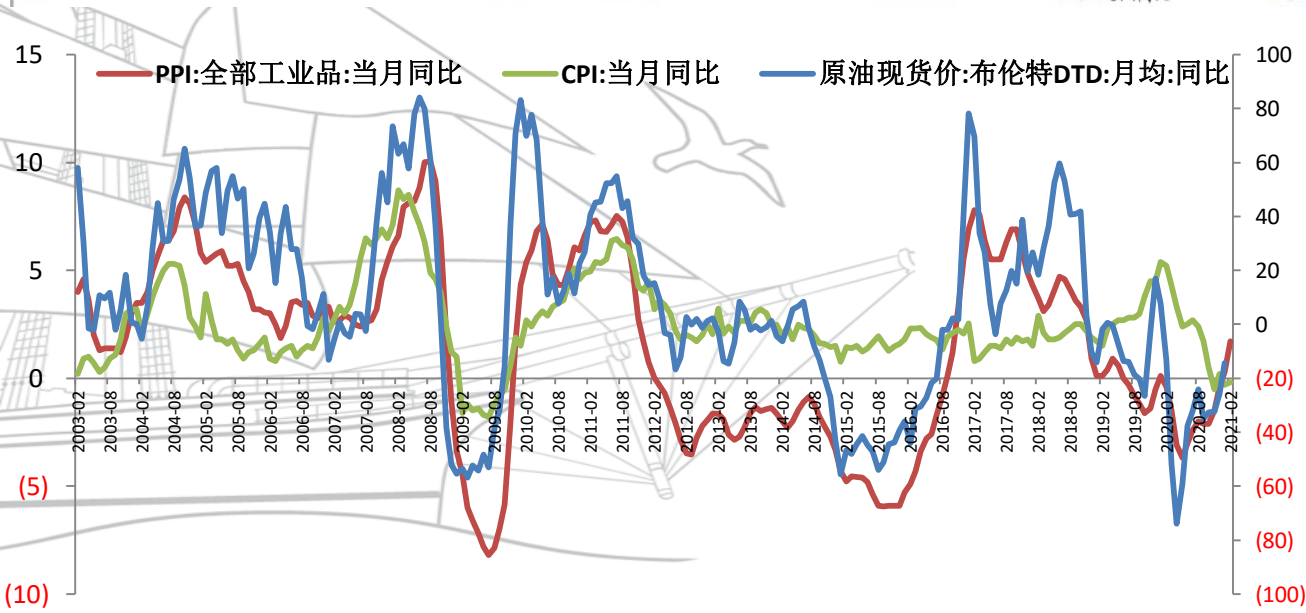
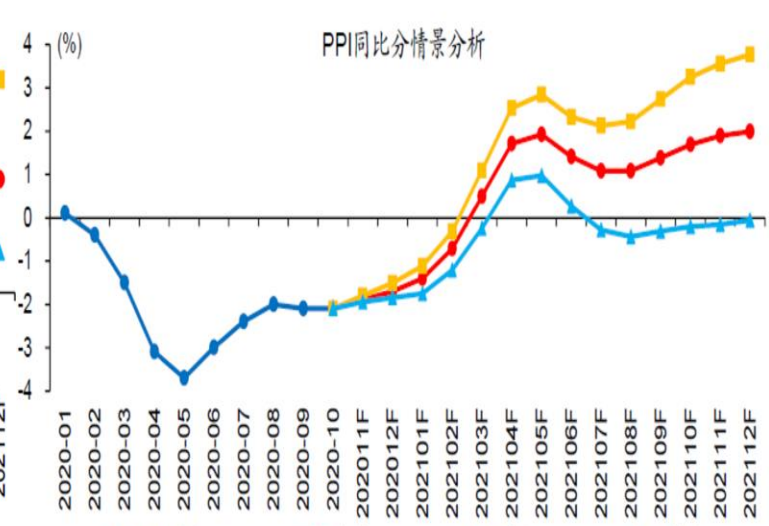
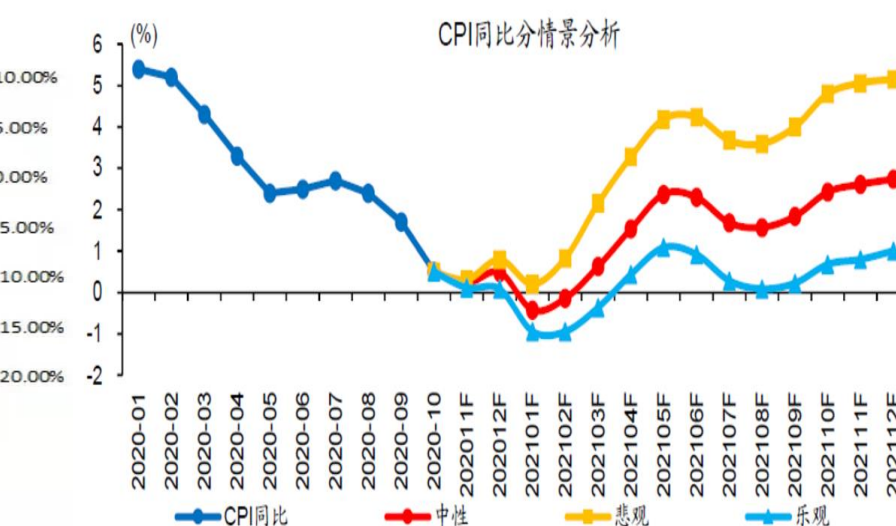
长期来看，出口增速加快的趋势难以出现，但全球贸易额复苏、RCEP以及中美贸易冲突缓和等制度因素，将令增速中枢稍有上移。







中国仅温和通胀，美国通胀更值得关注，重点关注油价



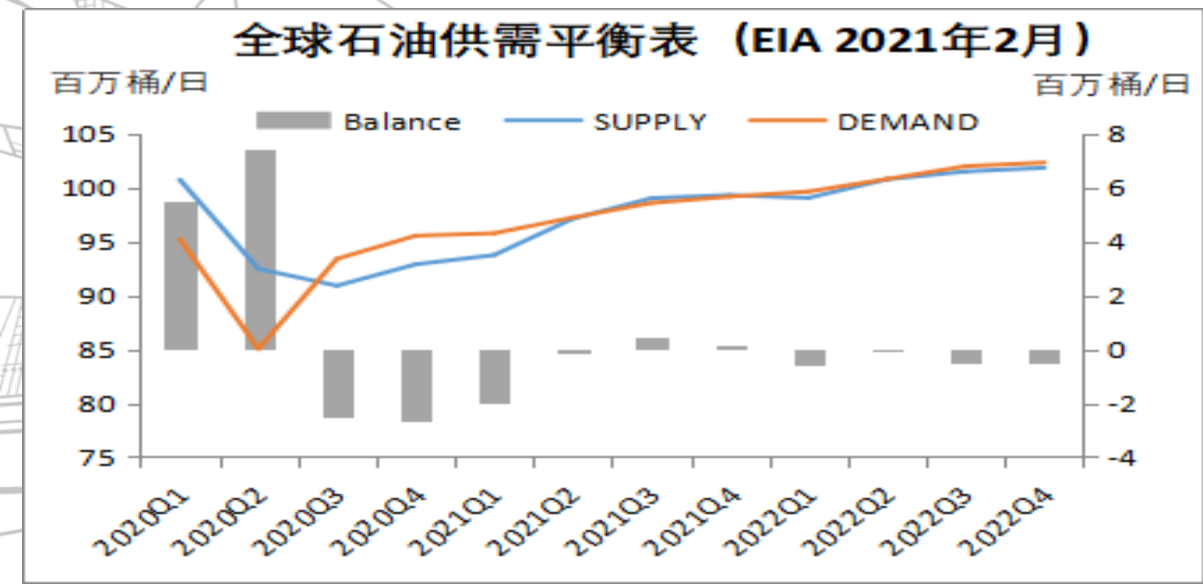
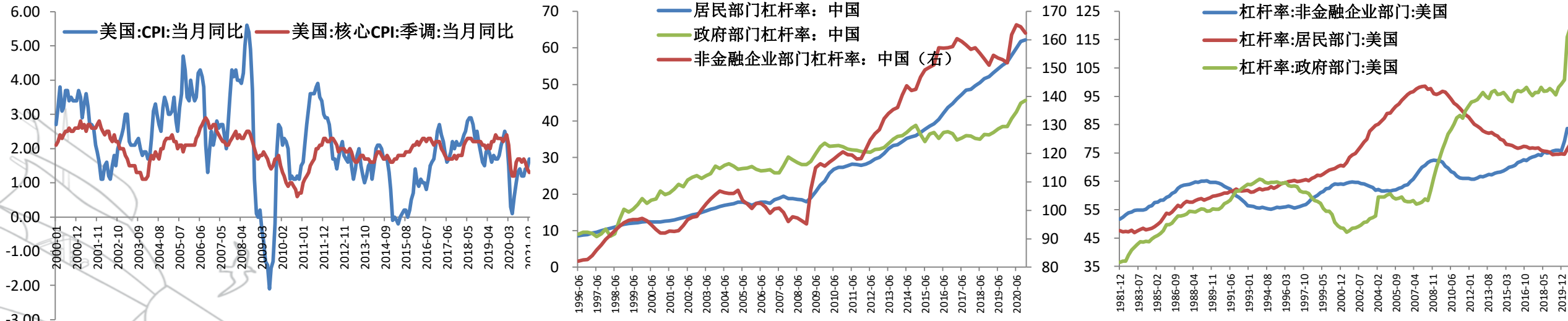
从猪周期看，2020年8月开始生猪大量出栏，猪肉供给开始持续上升，猪肉价格未来依然易跌难涨，并将继续拉低CPI。

中性情景下，全年CPI中枢或在1.6%左右，高点可能出现在年底基建和地产投资“韧性”减弱，但仍对价格形成一定支持；同时，美国经济逐步复苏，拉动大宗商品价格不断上行。中性情景下，国内需求相对平稳，海外需求加快修复，PPI或在2021年一季度前后重回正增长，然后震荡走高。

从通缩到通胀，再到通胀预期的抬头（温和通胀），可能阶段性引起宏观调控政策关注，但较难影响政策大方向。“后疫情”时代，政策重心回归调结构、防风险。

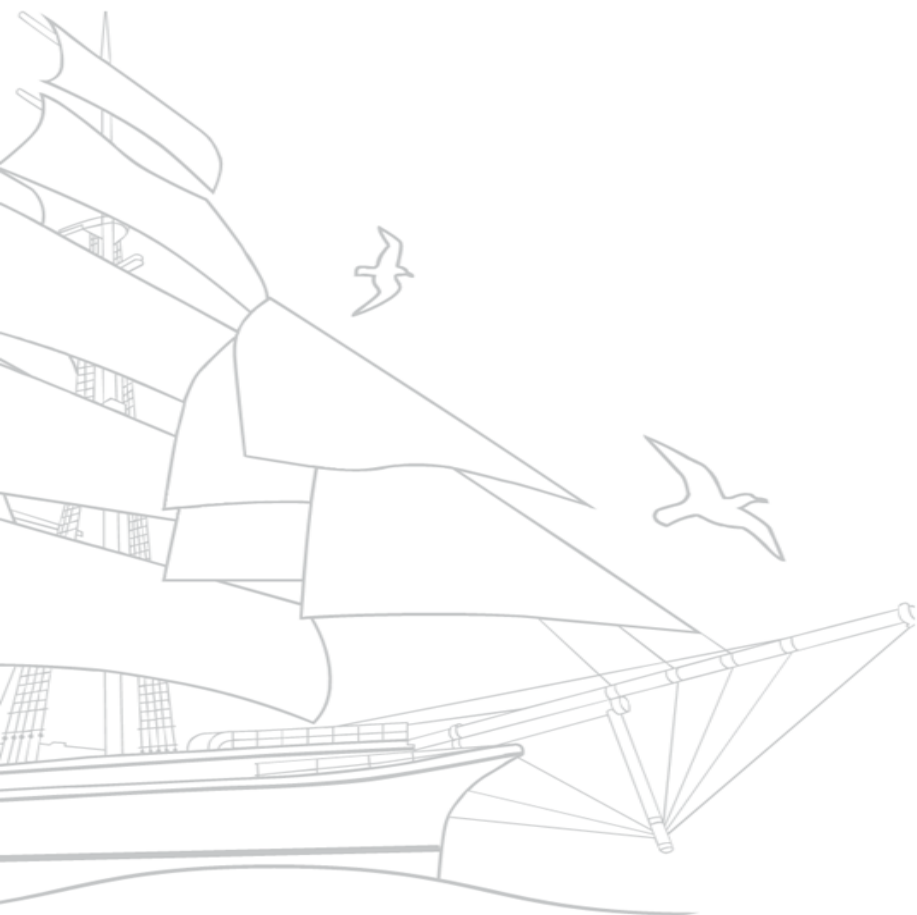


中国仅温和通胀，美国通胀更值得关注，重点关注油价





## 政策





# 全球主要央行将维持低利率不变 宽松政策将持续

|      |      | 当前利率% | 最近变动日期      | 变动幅度% |
|------|------|-------|-------------|-------|
| 发达国家 | 美国   | 0.25  | 2020年3月15日  | -1.00 |
|      | 日本   | -0.10 | 2016年2月16日  | -0.1  |
|      | 欧元区  | -0.50 | 2019年9月18日  | -0.1  |
|      | 英国   | 0.10  | 2020年3月19日  | -0.15 |
|      | 澳大利亚 | 0.10  | 2020年11月4日  | -0.15 |
|      | 加拿大  | 0.25  | 2020年3月27日  | -0.50 |
|      | 瑞典   | 0.00  | 2020年1月8日   | 0.25  |
|      | 挪威   | 0.00  | 2020年5月7日   | -0.25 |
|      | 韩国   | 0.50  | 2020年5月28日  | -0.25 |
|      | 瑞士   | -0.75 | 2015年1月15日  | -0.8  |
| 新兴国家 | 新西兰  | 0.25  | 2020年3月16日  | -0.75 |
|      | 印尼   | 3.75  | 2020年11月19日 | -0.25 |
|      | 巴西   | 2.00  | 2020年8月6日   | -0.25 |
|      | 俄罗斯  | 4.25  | 2020年7月27日  | -0.25 |
|      | 南非   | 3.50  | 2020年7月24日  | -0.25 |
|      | 土耳其  | 13.50 | 2020年11月20日 | 4.75  |
|      | 印度   | 4.00  | 2020年3月27日  | -0.40 |

## 发达国家：

- 美国此前就处于宽松周期中，连续两次紧急大幅降息至零利率。
- 疫情以来降息的发达国家主要包括美国、英国、澳大利亚、加拿大、挪威、韩国等。

## 新兴国家：

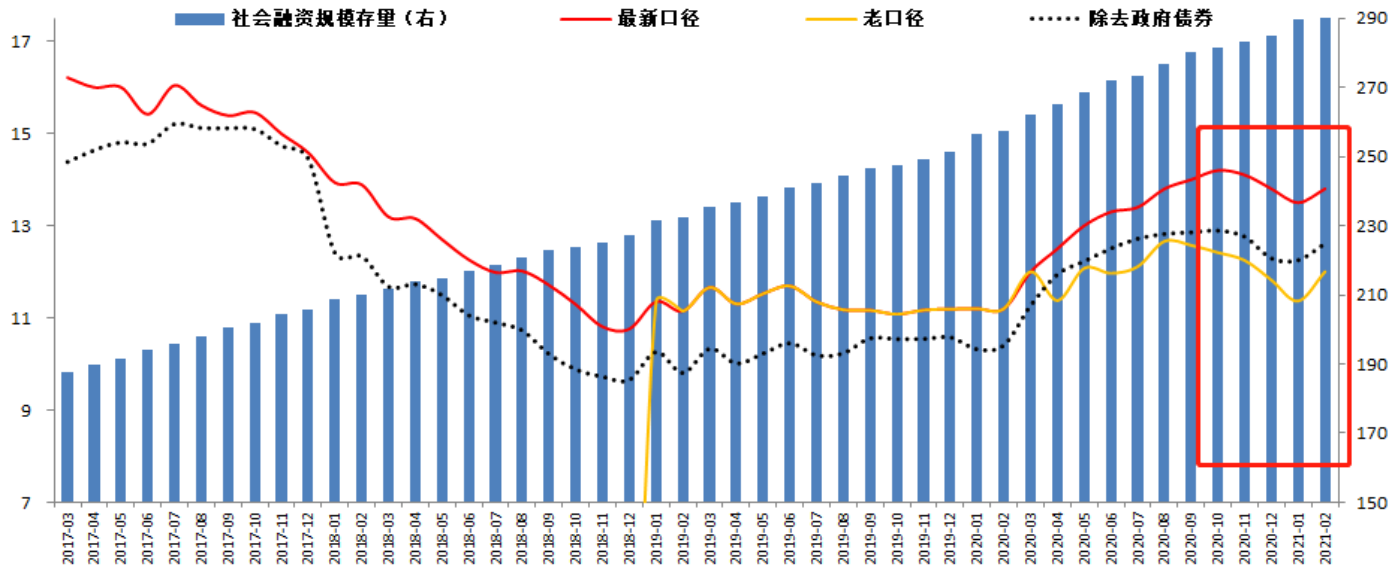
- 新兴国家也继续宽松，此前周期中降息次数和幅度就较发达国家更高。
- 印度尼西亚、巴西、俄罗斯、南非今年以来均大幅降息。
- 土耳其在11月加息15%，加息幅度为两年多以来最大，主要应对通胀和货币贬值压力，属于特例。

## 总结：

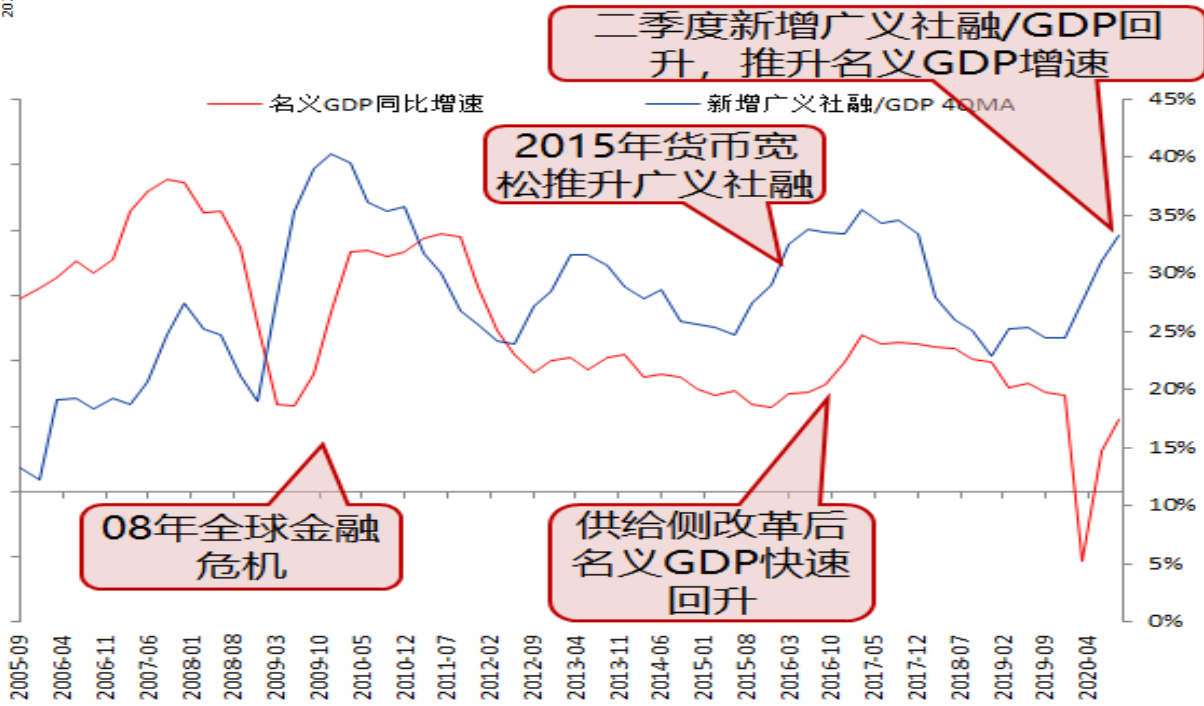
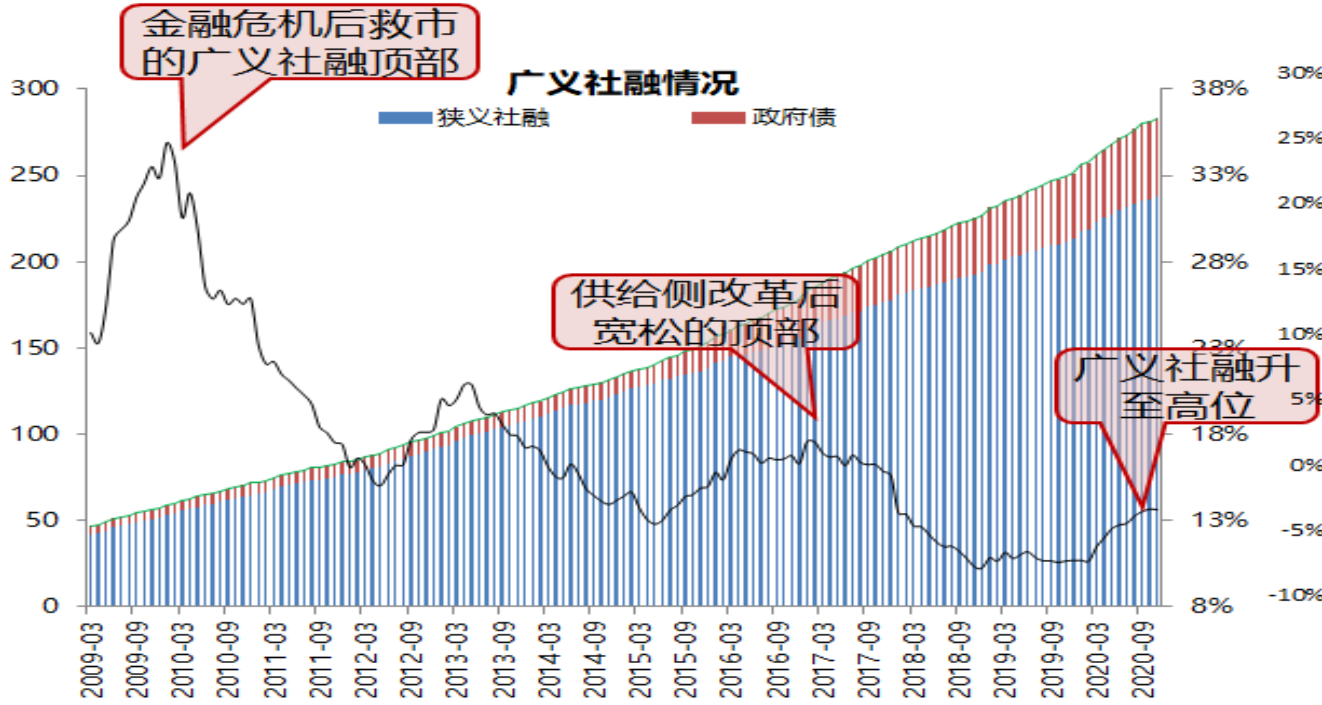
- 全球央行降息潮基本结束，低利率将会维持，宽松政策方向将持续。海外经济表现弱于中国，宽松步伐的收紧亦会慢于中国。



# 社融拐点变拐弧，信用扩张对经济支撑临近拐点，待破局



- 新增广义社融占GDP比例领先名义GDP增速两个季度左右。
- 一季度开始，新增广义社融/GDP明显攀升，对经济的正面影响将持续体现。
- 广义社融增速已接近顶部，信用扩张放慢后，未来经济受到的支持下降。





# 货币政策托底经济显效后转变思路，但不急转弯

- 2019年货币政策经历宽松→中性→宽松。2020年开始持续宽松，1月降准、2月降息，3月定向降准、4月再降息降准，政策明显宽松。尤其是新冠疫情的外生冲击短期加速央行的宽松步伐，疫情之后央行多次提到适当给企业加杠杆稳定经济，显示托底经济的决心。
- 一季度政策宽松在于**稳定经济不至于失速**，并向企业“输血”。二季度开始货币政策重点转向支持政府债务发行。三季度开始政策目标均已实现，开始边际收紧。
- 我们预计2021年货币政策的重点在于防风险——避免信用风险集中爆发。央行对金融系统呵护将会增加。**流动性支持仍将存在，但进一步降息的可能性极小。**
- 下半年经济如果出现冲高回落，货币宽松的可能性将上升。

## 托底经济

- 降准、降息刺激信用扩张
- 降低社会融资成本
- **主要针对企业部门**

## 支持财政

- 信用扩张，企业加杠杆
- 给政府债提供流动性
- **主要针对政府部门**

## 防控风险

- 信用扩张结束
- 疫情后信用风险上升
- **主要针对金融系统**



从政府工作报告来看，今年经济增长目标较为保守、留足上行空间。政策退出更加温和，定调比预期的宽松。强调政策的延续性，不急转弯，但也保留了后期根据形势变化适时调整完善的空间。此举将起到打消市场顾虑，坚定投资者信心的作用。



## 增长目标保守

GDP定在“6%以上”，是考虑到疫情和全球的复苏仍存在较大的不确定性，希望引导各方将精力集中到推进改革创新和高质量发展等其他更重要的方面。考虑基数效应，“6%以上”目标象征意义大于实际指导意义，其他指标暗示了实际的经济增长预期。“赤字率3.2%”与预算赤字规模，可以倒推出2021年名义GDP增速约为9.8%，结合CPI与PPI测算，我们推测政府实际合意目标为8%左右。整体看经济增长目标设置和隐含目标均偏低，体现底线思维，保留政策空间。



## 货币政策无亮点，偏谨慎

如期重申了稳健的货币政策要“灵活精准、合理适度”，同时要求处理好恢复经济与防范风险的关系。这表明货币信贷政策可能会逐步正常化，并更注重防风险和控杠杆。报告关于“货币政策工具”相关内容偏少来看，之前的报告中均会提到使用多种货币政策工具，但本次会议仅提及“加大再贷款再贴现支持普惠金融力度”，这反映出货币政策操作将保持谨慎。关注4月政治局工作会议定调变化



## 通胀目标下调，无通胀担忧

通胀目标下调为“3%左右”。一方面考虑了翘尾影响，政府的通胀预期目标有滞后一年调整的规律；另一方面今年CPI目标下调回3%，反映的是猪周期影响在消退，通胀目标回归正常化。今年是“疫后复苏+再通胀”的环境，预计国内CPI先升后稳，中枢温和可控，全年可实现政府目标。《报告》对于今年货币政策也并未涉及物价相关表述，尚未传达通胀担忧。



## 财政力度退出温和

与政治局和经济工作会议精神一致，两会要求积极财政政策要“提质增效、更可持续”。赤字率从去年的3.7%下调到3.2%，高于预期，不再发行特别国债。今年地方政府专项债券计划新发行3.65万亿、较去年降低1000亿，规模也高于市场预期，资金优先支持在建工程。2020年实施的大部分减税降费政策已经到期，今年将实施新的结构性减税举措。进一步提高小规模纳税人增值税起征点、降低小微企业和个体工商户的所得税。但整体而言，估计2021年减税降费规模将大幅低于2020年。但是鉴于减税降费政策的乘数效应较低，这对增长的影响应该相对有限。



## 房地产重申“房住不炒”

报告重申坚持“房住不炒”定位，稳地价、稳房价、稳预期。并没有直接提及警惕房地产泡沫或计划进一步收紧相关信贷。报告指出要通过增加土地供应，以及切实增加保障性租赁住房 and 共有产权住房供给，来解决大城市住房突出问题。政府应会继续坚持房地产调控“因城施策”，并更多依靠地方政府结合自身情况来对当地房地产政策进行调控。

## 其他方面（碳达峰、碳中和）

要实现碳中和的路径，在消费端会推动新能源汽车的消费；在发电端会鼓励风电、光伏、水电、核电、氢能发电；在运输端需要电化学储能和特高压，因为消费能源的发达地区在东部，生产能源的在中西部，需要特高压运输。在需求确定性改善的时候，往往会引发企业的主动补库存行为，所以市场此前关注供给稀缺，供给弹性不高的上游投资机会。比如供给相对不足的铜，受益于电气化的确定性需求，表现较好，还有新能源金属锂、镍、钴、铝、稀土永磁等。



两会：政策退出更温和，增速上行空间更大，关注不确定性

从政府工作报告来看，今年经济增长目标较为保守、留足上行空间。政策推出更加温和，定调比预期的宽松。强调政策的延续性，不急转弯，但也保留了后期根据形势变化适时调整完善的空间。此举将起到打消市场顾虑，坚定投资者信心的作用。

| 指标   |              | 2021年                        | 2020年                    | 2019年       | 2018年      | 2017年  |
|------|--------------|------------------------------|--------------------------|-------------|------------|--------|
| 主要目标 | 实际GDP增速 (%)  | 6以上                          | 未设目标                     | 6~6.5       | 6.5        | 6.5    |
|      | CPI同比 (%)    | 3                            | 3.5                      | 3           | 3          | 3      |
|      | 城镇新增就业 (万人)  | 1100                         | >900                     | >1100       | >1100      | >1100  |
|      | 城镇调查失业率 (%)  | 5.5                          | 6                        | 5.5         | <5.5       | -      |
|      | 城镇登记失业率 (%)  | -                            | 5.5                      | <4.5        | <4.5       | <4.5   |
|      | 国际收支         | 基本平衡                         | 基本平衡                     | 基本平衡        | 基本平衡       | 基本平衡   |
|      | 进出口          | 量稳质升                         | 促稳提质                     | 稳中提质        | 稳中向好       | 回稳向好   |
|      | 宏观杠杆率        | 基本稳定                         | -                        | 基本稳定        | 基本稳定       | -      |
| 财政政策 | 定调           | 积极、增效持续                      | 积极、更加积极有为                | 积极、加力提效     | 积极、取向不变    | 更加积极有效 |
|      | 赤字率 (%)      | 3.20                         | >3.6                     | 2.8         | 2.6        | 3      |
|      | 财政赤字 (万亿)    | -                            | 3.76                     | 2.76        | 2.38       | 2.38   |
|      | 中央赤字 (万亿)    | -                            | 1.83                     | 1.83        | 1.55       | 1.55   |
|      | 地方赤字 (万亿)    | 无特别国债                        | 1.93+1万亿特别国债             | 0.93        | 0.83       | 0.83   |
|      | 财政支出 (万亿)    | -                            | -                        | >23         | 21         | -      |
|      | 地方专项债 (万亿)   | 3.65                         | 3.75                     | 2.15        | 1.35       | 0.8    |
| 货币政策 | 定调           | 稳健、更加灵活合理适度                  | 稳健、更加灵活适度                | 稳健、松紧适度     | 稳健中性       | 稳健中性   |
|      | M2同比 (%)     | 与GDP名义增速相匹配                  | 增速明显高于去年                 | 与GDP名义增速相匹配 | 合理增长       | -      |
|      | 社融余额同比 (%)   | 与GDP名义增速相匹配                  | 增速明显高于去年                 | 与GDP名义增速相匹配 | 合理增长       | -      |
|      | 利率           | 综合融资成本稳中有降                   | 综合融资成本明显下降               | -           | -          | 12     |
| 减税降费 | 税负减少 (亿)     | 提高小微企业征税起征点到15万元，减半100万元以下纳税 | >25000                   | 20000       | >8000      | 3500   |
|      | 非税负担减少 (亿)   |                              |                          |             | >3000      | 2000   |
| 房地产  | 棚改 (万套)      | -                            | -                        | 620         | 580        | 600    |
|      | 旧城改造         | 530                          | 700                      | 352         | -          | -      |
|      | 房地产税         | 无                            | 无                        | 稳步推进房地产税立法  | 稳步推进房地产税立法 | 无      |
| 基建   | 中央预算内投资 (万亿) | 6100                         | 6000                     | 5776        | 5376       | 5076   |
|      | 铁路投资 (亿)     | -                            | 总规模未公布，新增国家铁路建设资本金1000亿元 | 8000        | 7320       | 8000   |
|      | 公路水运投资 (亿)   | -                            | -                        | 18000       | 18000      | 18000  |
|      | 水利在建投资 (亿)   | -                            | -                        | 再开工一批       | 10000      | 开工15项  |



两会：碳排放、碳达峰影响（相关政策）

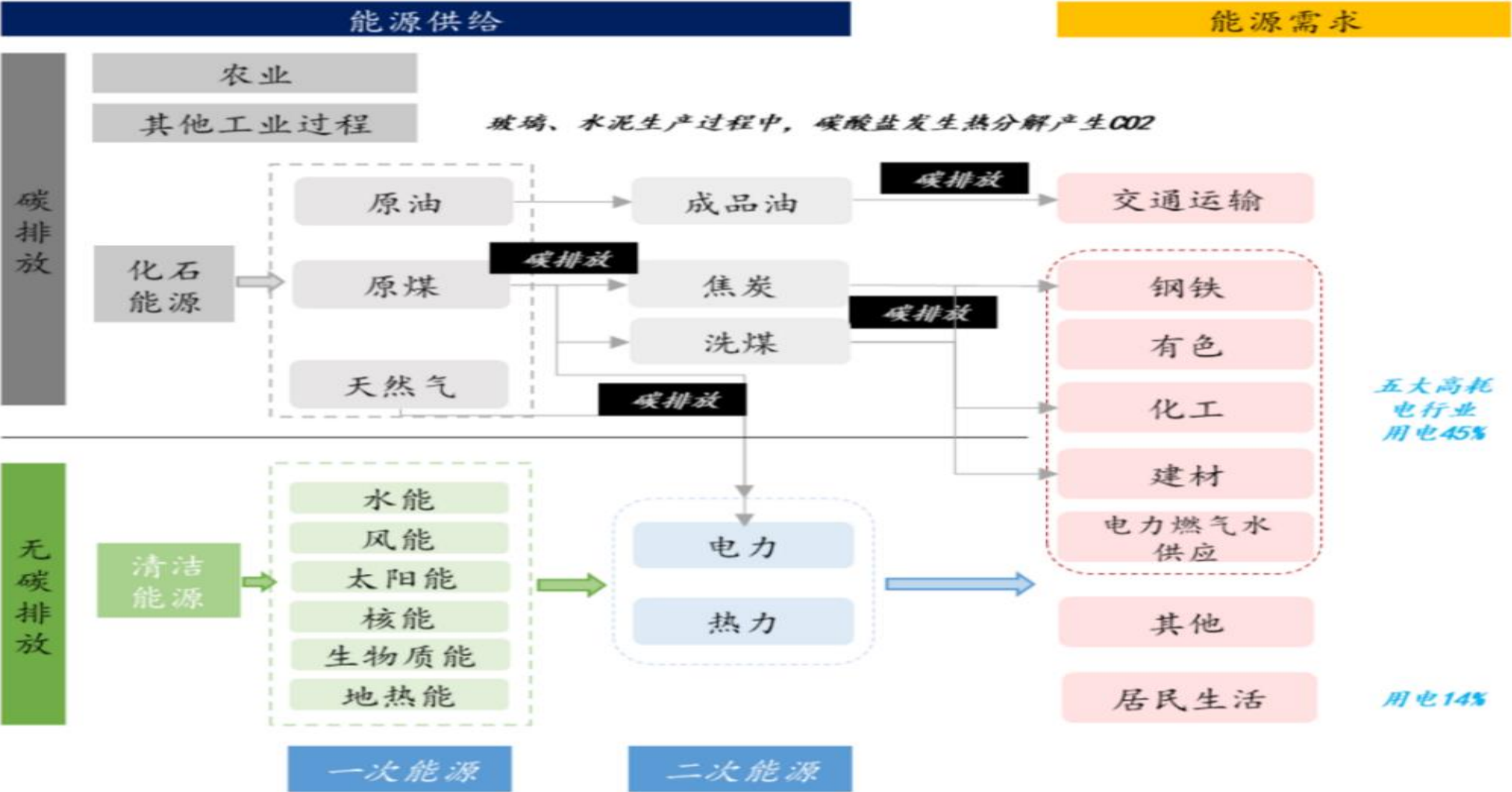


| 部门  | 会议/部门      | 时间         | 文件/政策  |
|-----|------------|------------|--|
| 国际  | 第75届联合国大会  | 2020/9/22  | 国内二氧化碳排放力争与2030年前达到峰值，2060年实现碳中和   |
|     | 联合国气候雄心峰会  | 2020/12/12 | 实现“30-60”目标，2030年非石化能源占一次能源消费比重达到25%左右   |
|     | 世界经济议程     | 2021/1/25  | 力争于2030年前二氧化碳排放达到峰值，2060年前实现碳中和  |
|     | 中央经济工作会议   | 2020/12/16 | 加快建设碳交易市场，做好碳达峰、碳中和工作  |
|     | 生态环境部      | 2020/11/2  | 《全国碳排放权交易管理办法（试行）》（征求意见稿）/《全国碳排放权交易结算管理办法（试行）》（征求意见稿）  |
|     | 生态环境部      | 2020/12/30 | 《2019-2020年全国碳排放权交易配额总量设定与分配实施方案（发电企业）》/《纳入2019-2020年全国碳排放权交易配额管理的重点排放单位名单》/《关于做好发电行业配额预分配工作的通知》 |
|     | 生态环境部      | 2021/1/5   | 《碳排放权交易管理办法（试行）》   |
|     | 工信部        | 2021/1/6   | 工信部将制定钢铁、水泥等重点行业碳达峰行动方案和路线图  |
| 国内  | 政府工作报告     | 2021/3/5   | 在2030年前实现碳达峰、碳中和各项工作   |
|     | 国家电网       | 2021/3/2   | 《“碳达峰、碳中和”行动方案》  |
| 国家  | 目标         |            | 类别   |
| 苏里南 | 目前已经实现碳中和  |            | 已实现  |
| 不丹  | 目前已经实现碳中和  |            | 已实现  |
| 瑞典  | 2045年实现碳中和 |            | 已立法  |
| 英国  | 2050年实现碳中和 |            | 已立法  |
| 法国  | 2050年实现碳中和 |            | 已立法  |
| 丹麦  | 2050年实现碳中和 |            | 已立法  |
| 新西兰 | 2050年实现碳中和 |            | 已立法  |
| 匈牙利 | 2050年实现碳中和 |            | 已立法  |
| 韩国  | 2050年实现碳中和 |            | 已立法  |
| 挪威  | 2050年实现碳中和 |            | 已立法  |
| 德国  | 2050年实现碳中和 |            | 已立法  |
| 芬兰  | 2035年实现碳中和 |            | 已立法  |

| 表 各部委碳中和相关政策 |        |                                 |  |
|--------------|--------|---------------------------------|--|
| 时间           | 部门     | 会议                              | 主要内容   |
| 2020.12      | 生态环境部  | 中国环境记协第十一期环境茶座                  | 将提出地方达峰主要政策与行动，开展部门和行业达峰行动，部署低碳技术开发和项目投资，同时引导重点企业开展二氧化碳排放总量管理，加强重点企业碳排放信息披露。                                       |
| 2020.12      | 国家能源局  | 全国能源工作会议                        | 着力提高能源供给水平，加快风力光伏发展，稳步推进水电核电建设，大力提升新能源消纳和储存能力，深入推进煤炭清洁高效开发利用，进一步优化完善电网建设。  |
| 2020.12      | 工信部    | 全国工业和信息化工作会议                    | 实施工业低碳行动和绿色制造工程，坚决压缩粗钢产量，确保粗钢产量同比下降。   |
| 2021.01      | 生态环境部  | 《关于统筹和加强应对气候变化与生态环境保护相关工作的指导意见》 | 鼓励能源、工业、交通、建筑等重点领域制定达峰专项方案。推动钢铁、建材、有色、化工、石化、电力、煤炭等重点行业提出明确的达峰目标并制定达峰行动方案。  |
| 2021.02      | 生态环境部  | 2月例行新闻发布会                       | 制定十四五空气质量全面改善行动计划等一系列专项规划；严格控制增量，落实产能置换要求；加强存量治理；坚持增气减煤同步、推动电代煤。   |
| 2021.02      | 工信部    | 中国水泥协会开展调研座谈                    | 抓紧制定工业低碳行动方案，研究水泥行业碳排放现状与问题，明确碳达峰路线图，分阶段提出碳达峰任务目标及相应技术、政策措施，积极探索碳中和实现路径。   |
| 2021.02      | 中国人民银行 | 绿色金融有关情况吹风会                     | 研究修订《银行业存款类金融机构绿色金融绩效评价方案》，综合评价金融机构的绿色贷款、绿色债券等业务的开展情况，适度扩大使用场景。探索实施更多的货币政策工具，支持符合条件的金融机构更加精确地、更低成本的方式，向低碳绿色项目提供支持。 |
| 2021.03      | 国家能源局  | 国家能源局电力司负责人专访                   | 建设新一代电力系统，不断提高电网和各类电源的综合利用效率，推动实现电力系统源网荷储的高效融合互动，全面适应大规模高比例新能源开发利用需求。  |



两会：碳排放、碳达峰影响（碳排放图谱）





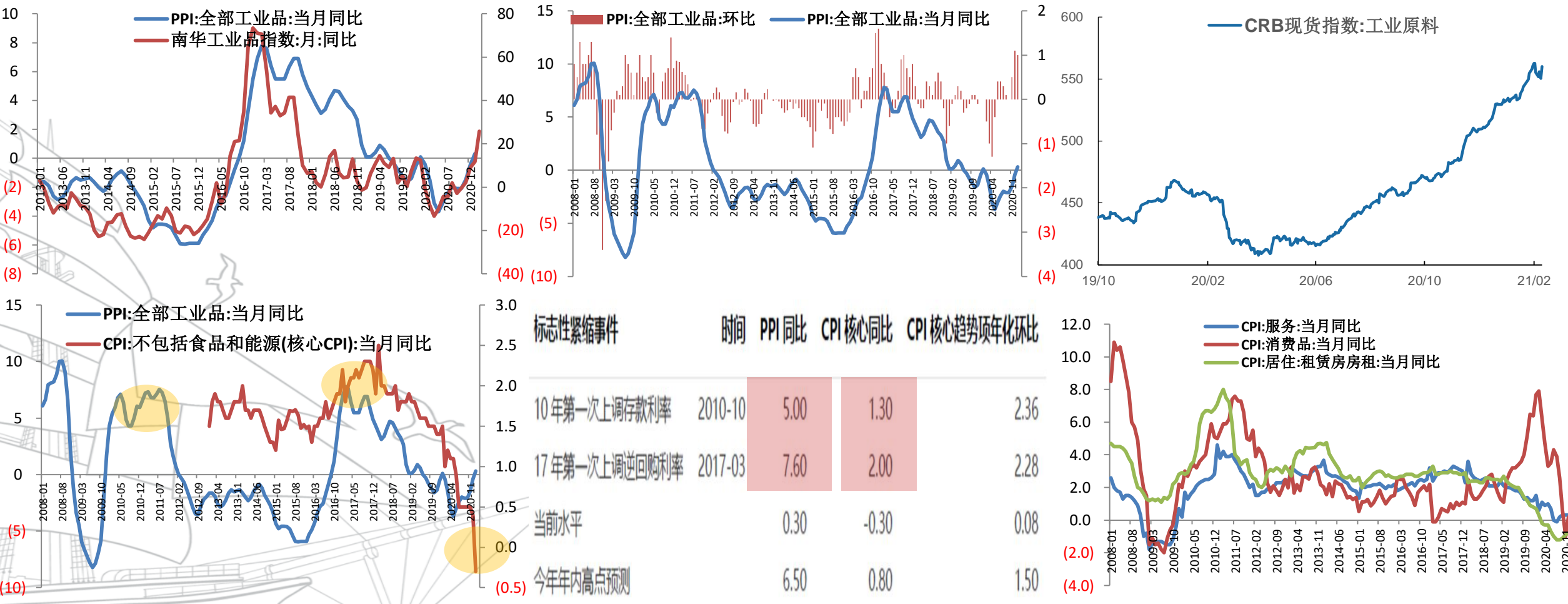
# 两会：碳排放、碳达峰影响（碳排放量测算）

碳中和以及碳达峰效果相当于另一次供给侧改革：  
碳中和的需求端影响：碳中和将成为全球同需求增长的核心引擎，全球在新能源等领域长期的增长空间使铜有望开启新周期；新能源领域的新增需求也将带动其他相关工业金属以及相关领域的上涨；  
碳中和供给端扰动：碳中和的目标或加速部分行业供给侧改革的节奏和加强产能压降的程度，钢铁、水泥、煤炭等产品或迎来供需格局改变。

| 碳排放量（百万吨） | 2019A | 2060E | 较2019年变化 | 较2019年变化(%) | 减排量占比 |
|-----------|-------|-------|----------|-------------|-------|
| 有色金属      |       |       |          |             |       |
| 铝         | 365   | 38    | -327     | -90%        | 5%    |
| 铜         | 11    | 5     | -7       | -59%        | 0%    |
| 锌         | 31    | 3     | -28      | -89%        | 0%    |
| 铅         | 16    | 2     | -14      | -89%        | 0%    |
| 有色金属小计    | 423   | 48    | -375     | -89%        | 6%    |
| 建材        |       |       |          |             |       |
| 水泥        | 2,108 | 496   | -1,612   | -76%        | 24%   |
| 钢铁        | 1,596 | 456   | -1,140   | -71%        | 17%   |
| 玻璃        | 32    | 20    | -12      | -38%        | 0%    |
| 建材小计      | 3,736 | 972   | -2,764   | -74%        | 42%   |
| 火电        | 3,258 | 0     | -3,258   | -100%       | 49%   |
| 散煤供暖      | 259   | 0     | -259     | -100%       | 4%    |
| 总计        | 7,676 | 1,020 | -6,656   | -87%        | 100%  |



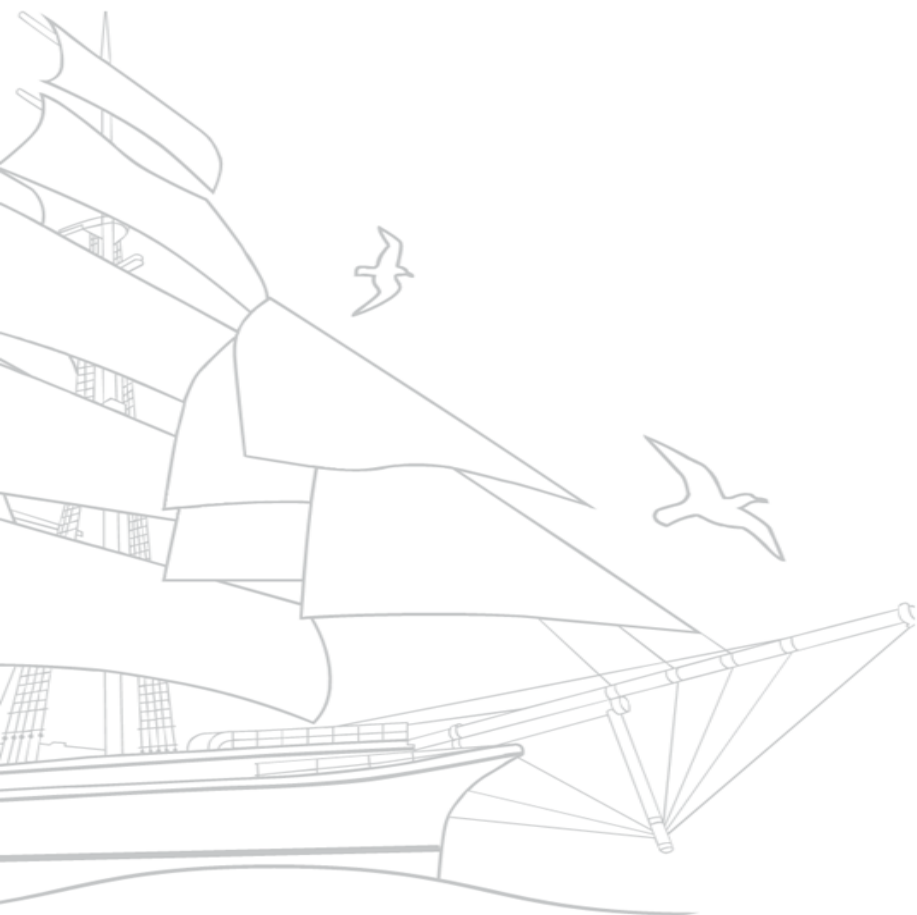
# 货币政策不必担忧收紧，政策利率上调难出现



尽管工业品的加速上涨可能推动本轮PPI同比达到历史高位，但核心CPI仍在低位且难以快速反弹，后者使得央行对商品价格上涨的容忍度更高，货币政策利率上调风险不大。如果仅从PPI角度看，市场对央行收紧担忧不无道理。但这一次通胀回升与过去两次的最大不同之处在于被“热”商品掩盖的“冷”服务，这一差别将导致央行对商品上涨的容忍度更高，货币政策进一步收紧的迫切性也更低。央行决策时会更加关注通胀的中期趋势而非短期波动，因而剔除了高波动的食品和能源的核心通胀更具有参考意义。

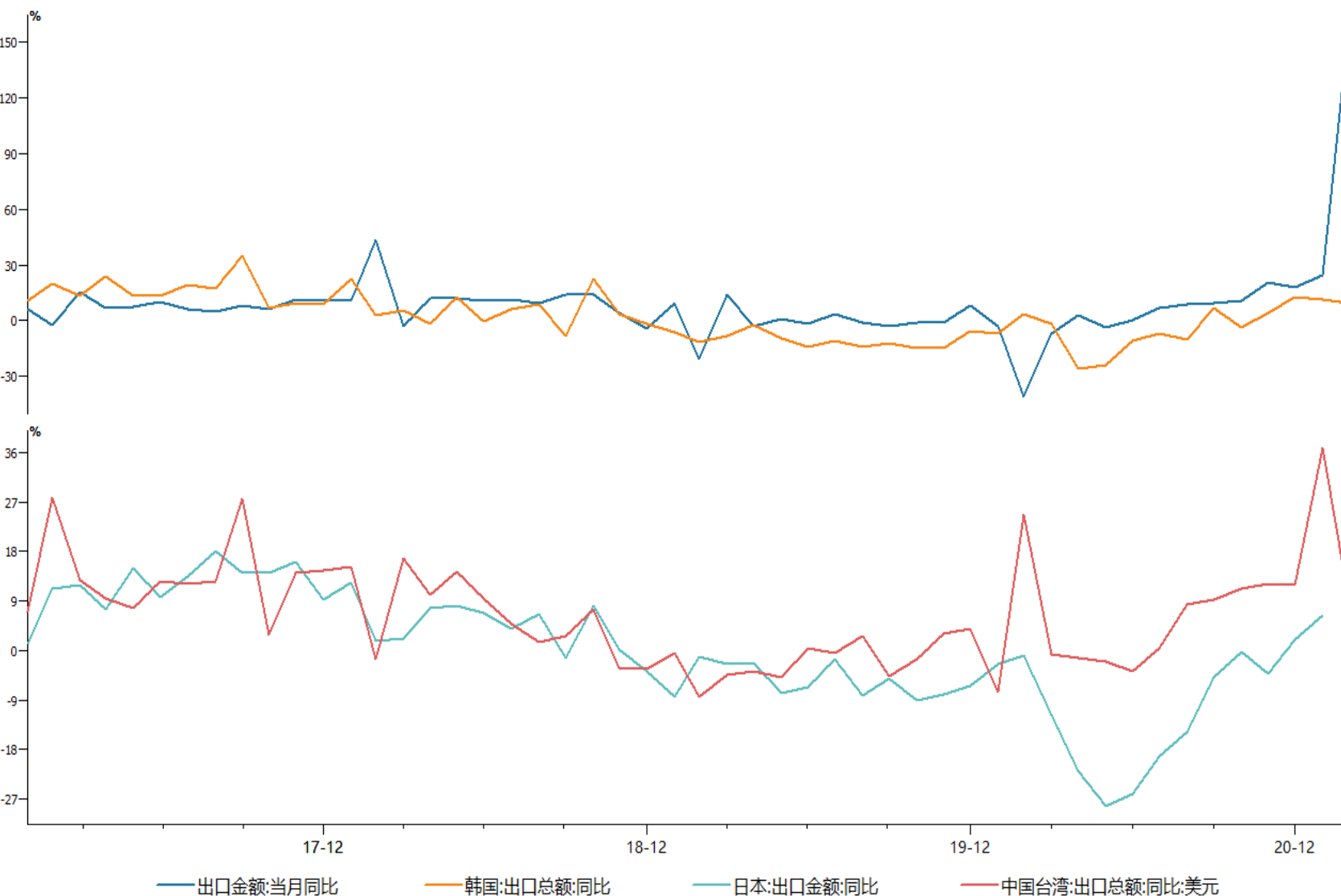


# 风险





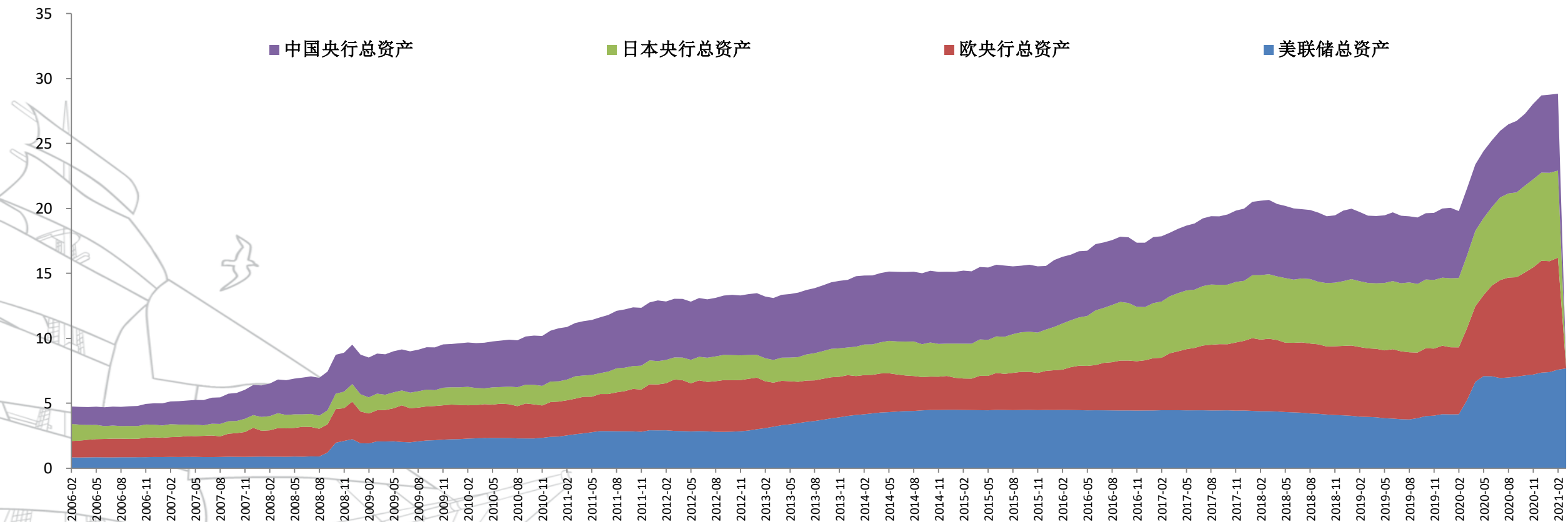
# 全球贸易冲突将局部缓和



- 2018年贸易冲突开始之后，全球分工中位于中层的东亚国家受到打击严重，出口增速持续回落，至目前多出现负增长。
- 美国发动的贸易冲突不结束，贸易形势将不会出现趋势性的修复。中长期看，贸易冲突对全球经济的结构性影响仍将持续体现。
- 随着拜登入主白宫，中美、美欧贸易冲突将会出现缓和，但是不会结束，贸易冲击将会长期存在且难以消除。



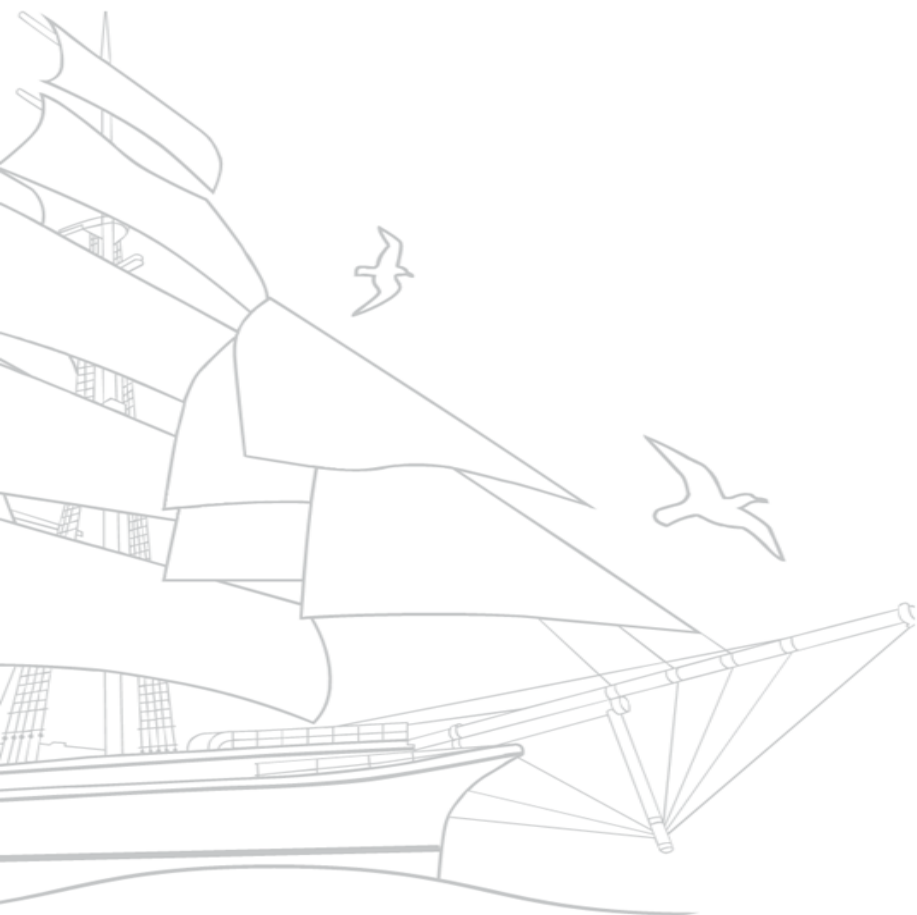
# 主要央行资产负债表规模大增，长期危害严重



美联储等央行印钞长期危害：美元信用受损、全球资产价格泡沫、绑架其他央行货币政策。疫情期间超宽松刺激政策将大幅提升各国财政赤字，债务负担引发主权债务危机风险上升。尤其要重点关注意大利、欧盟、南美洲和非洲等国的债务危机。

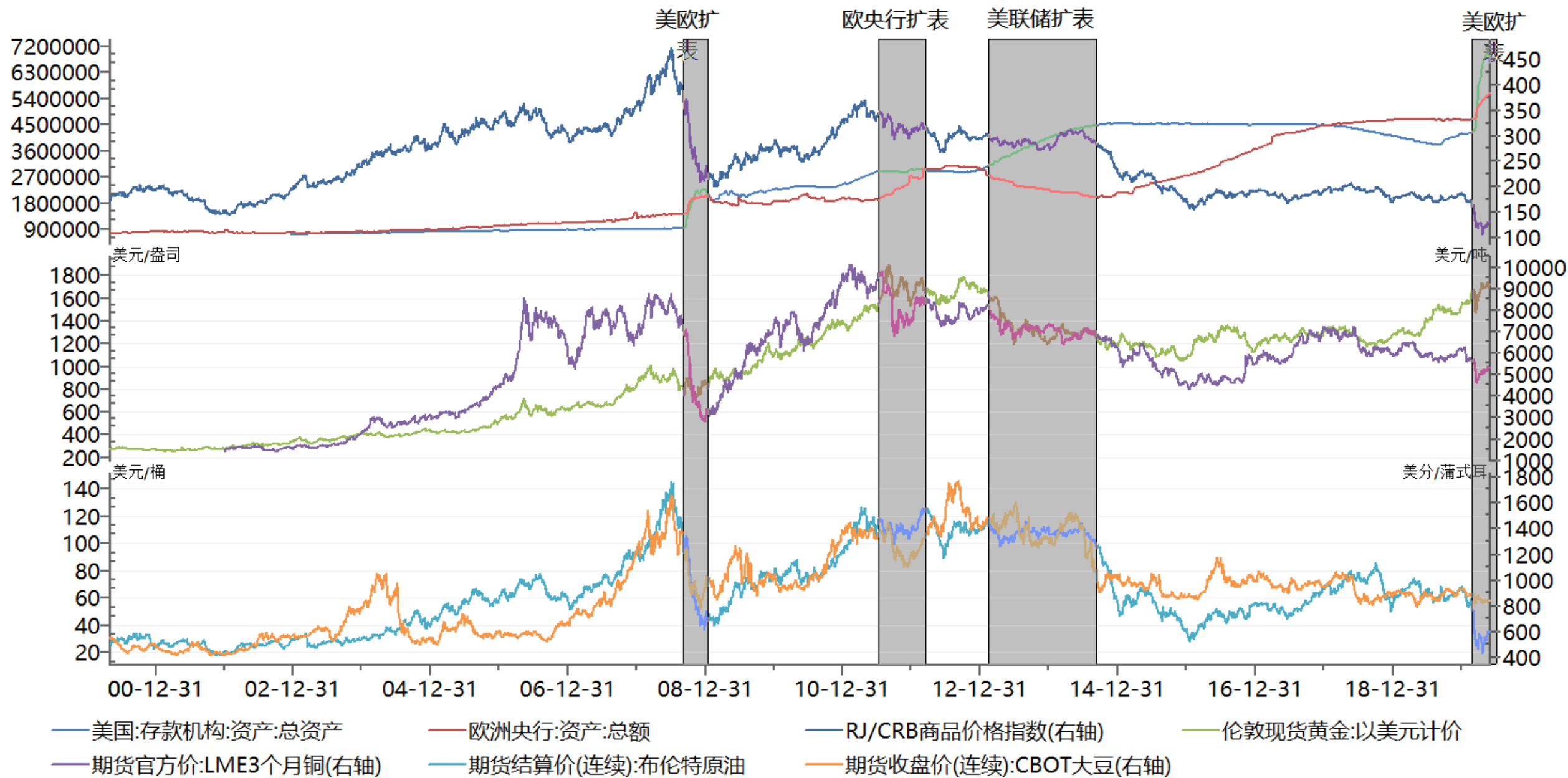


## 配置





# 全球量化宽松与大类资产-先跌后涨





# 市场风险偏好持续好转 美元弱势仍利好大宗商品

核心影响因素：

疫情及疫苗进展

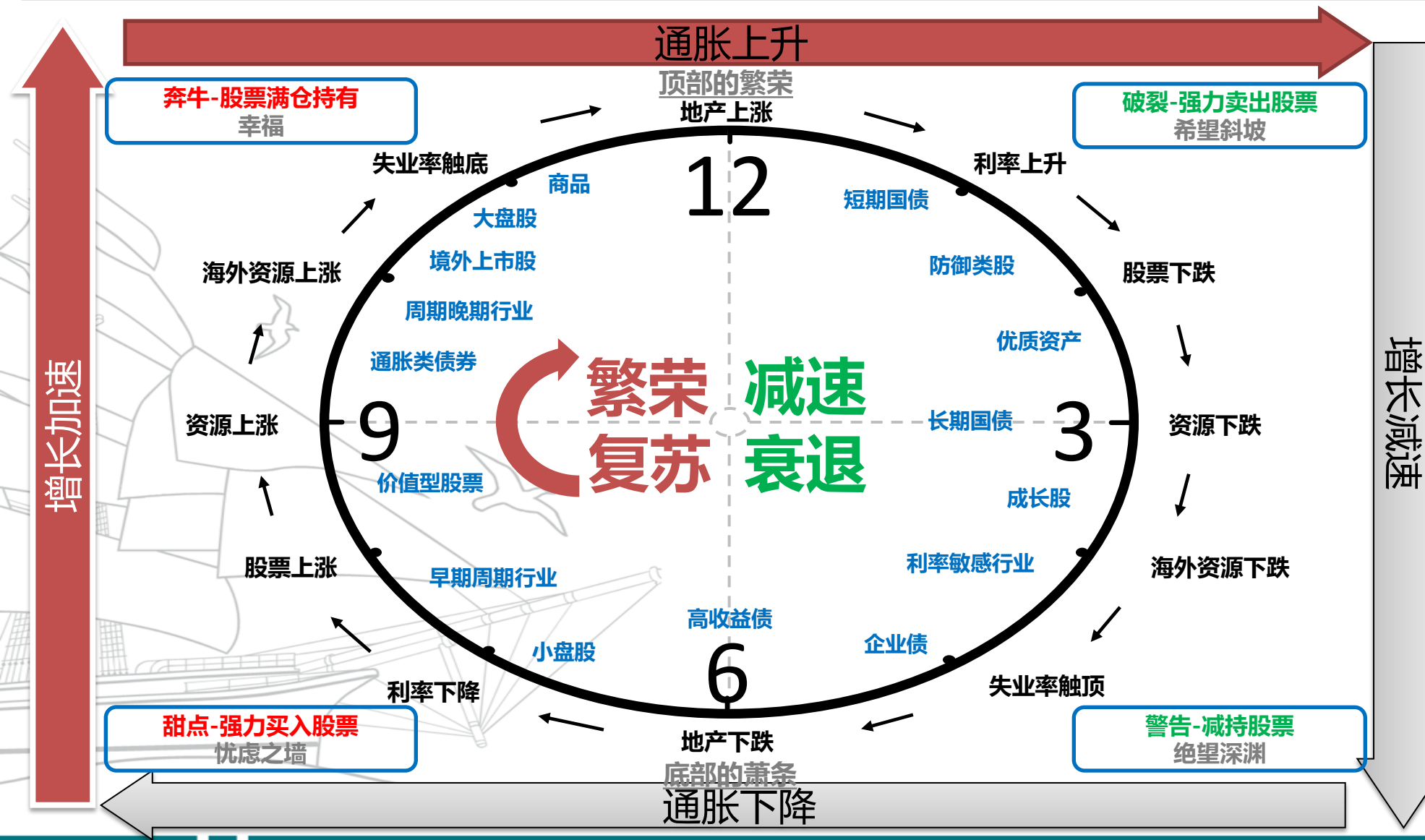
超量化宽松政策

经济持续复苏





## 大类资产配置展望



2020年四季度开始投资时钟从复苏转向繁荣。预计该阶段至少持续到二季度未来商品仍有机会，尤其是工业金属。

债券市场上半年仍将处于防御之中，在短期交易为主的同时，可逐步增加配置。拐点看何时破局。

贵金属在美联储宽松政策强化后有阶段性机会，上行斜率将不及此前。关键看通胀预期何时兑现。整体白银可能要强于黄金。



# 创新服务 价值共享

一切为了提升客户盈利能力  
一切为了优秀员工持续成长