

疫情不止 宽松难停

观点概述

疫情冬季再次肆虐，宽松难止。全球新冠病例累计确诊超 7800 万例，单日新增仍高达 60 万例，美国依旧是重灾区。进入冬季，欧洲疫情快速蔓延。近期，在英国发现的比原毒株传播性高出 70% 的变异病毒，肆意蔓延。就在疫情冬季肆虐的同时，深陷泥潭的西方各经济体不得不继续扩大刺激计划。虽然新冠病例高增，但死亡率明显降低，各国也累积了丰富的防疫和治疗经验，因此和今年早期相比，这波疫情对经济的冲击会明显减弱，宽松的刺激措施对弥补消失的需求方面仍能奏效。

中央经济工作会议定调。明年稳增长的压力较小，政策着力点在“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”这几个主要重点任务以及“防风险”上。明年，特别是下半年，如果全球疫情得到有效遏制，今年紧急出台的纾困和刺激政策逐步退出。但估计退出幅度较小，节奏也较慢。

2020 年资产价格的大涨，有经济从危机中复苏的背书，更有史无前例的宽松政策刺激，而造成这个局面的正是至今仍阴魂不散的新冠疫情。随着美国当选总统接种辉瑞新冠疫苗，疫情有望在明年得到遏制，不过在此期间，疫情的发展仍是决定大类资产价格波动的关键因素。

对权益市场而言，“促进资本市场健康发展，提高上市公司质量，打击各种逃废债行为。”定位比较中性。而且要提防美国总统权力交接后，中美关系新动向。

对于利率来讲，全年基本是随着政策微调，短端带动长端移动，明年稳健货币政策基调不变，长债利率面临补库周期和信用收缩的对抗，如果疫情冬季继续发酵，配置长债亦无不可。

商品：疫情影响，只有中国率先复工复产，资源国和消费国产业链均一定程度受阻。资源国复工进程影响原料供给，但消费国的需求被宽松刺激政策补上，中国作为“中间商”还受到国际关系影响，物流不畅，所以形成商品上下游的供需错配。明年商品需求在经济复苏进程中快慢由刺激政策而动，刺激政策又随疫情而动，疫情变化不仅影响经济复苏进程，而且很大程度决定供需错配的扭转。贵金属 8 月见顶后，随着经济复苏逐渐占据上风，虽然实际利率维持低位，但金价一直保持高位震荡格局，预计这种局面仍会在 2021 年持续，除非疫情失控或超级通胀来临。

风险因素

- 1、疫情失控，全球大流行；
- 2、原油超预期上行。

研究员：程赵宏

邮箱 chengzh@ghlsqh.com.cn

TEL: 0571-85237429

从业资格号：F0268663

投资咨询资格号：Z0002593

发表时间：2020 年 12 月 23 日

一、2020 回顾

十年左右的中周期魔咒似乎不会消失，只有提前或迟到。即便“有形的手”再强大，总有鞭长莫及之时，2019 年底开始的疫情便是这飞来的横祸，并造就了新中国历史上极不平凡的一年，也让全球经济深陷危机，至今仍未摆脱。

从主要经济体的表现来看，中国 2020 年第一季度因前所未有的防控力度，GDP 同比下降 6.8%，是 1992 年开始公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长，但在二季度很快转正，并于三季度基本恢复到疫情前的水平。而美国在疫情尚处于潜伏期的一季度经济增速环比也出现负增长，并在二季度创下自 1947 年美国开始跟踪该数据以来的最大跌幅。不过，到三季度，大部分经济体都开始从底部回升，但大都还未回到正增长，我国成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。

经济数据尚如此，资产价格的表现可想而知。年初风险资产暴跌，引发市场流动性危机，道琼斯一个月时间跌去 10000 点，连具有避险属性的贵金属也遭抛售。金融市场风声鹤唳，实体经济一片哀嚎，全球宽松和刺激浪潮一波接一波，直至美联储宣布无限量 QE 才止住资产价格的下跌。

联储资产负债表规模很快就从 4.2 万亿上升至 7.2 万亿美元，美元自此进入贬值通道，资产价格探底回升。黄金 4 月份即回补全部跌幅，并在 7 月底创历史新高。伦敦铜到 7 月份也已全部回补疫情期间的跌幅，目前已冲破 8000 美元/吨的历史高位。美股同样持续上涨，创历史新高，站上 30000 点大关。

图 1：3 月 23 日以来大类资产表现

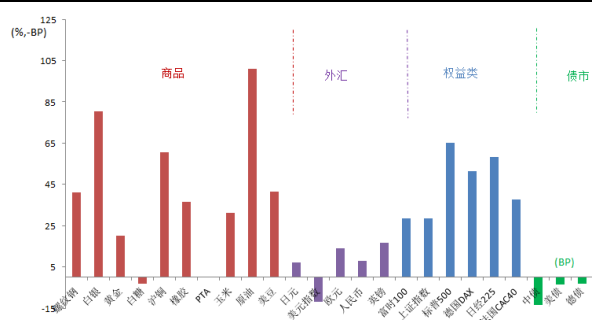
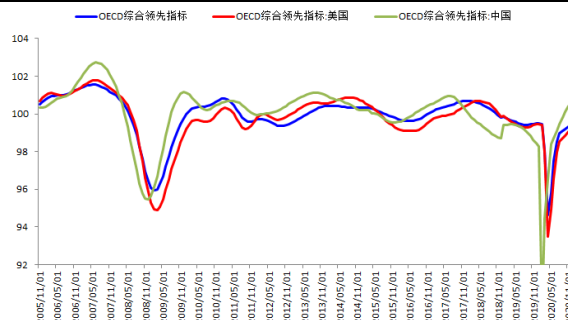


图 2：OECD 主要经济体表现



资料来源：Wind 国海良时期货研究所

所以，2020 年资产价格的大涨，有经济从危机中复苏的背书，更有史无前例的宽松政策刺激，而造成这个局面的正是至今仍阴魂不散的新冠疫情。随着美国当选总统接种辉瑞新冠疫苗，疫情有望在明年得到遏制，不过在此期间，疫情的发展仍是决定大类资产价格波动的关键因素。

二、2021 展望

（一）疫情冬季再次肆虐，宽松难止

截止 12 月 22 日，中国之外已有 218 个国家和地区有感染病例，累计确诊超 7800 万例，单日新增高达 60 万例，死亡超 17 万例。全球累计确诊病例破万的国家和地区已有 119 个。美国感染者累计超 1780 万例，单日新增超 20 万例。

欧洲疫情继续快速蔓延，多个国家新增病例出现了十分明显的上升。近期，在英国发现了比原毒株传播性高出 70% 的一种变异病毒，在英国境内肆意蔓延，伦敦封锁，包括法国，德国和意大利在内的多个欧洲国家，立刻停运了通往英国的航班和列车。

该病毒突变自 9 月被首次发现以来，11 月中旬的时候就占了所有病例的 26%，12 月就到了 60%。从被发现 1 例到占有所有病例的 26%，只花了不到了 2 个月的时间。而在此期间，英国与其他国家之间的交通并未受到明显影响，存在有人把变异病毒携带到其他国家的可能性，而欧洲国家则首当其冲。世界卫生组织欧洲区域办事处 20 日证实，英国以外已有至少三个国家，发现了与这种变异新冠病毒相关的确诊病例。其中，丹麦出现 9 例，荷兰和澳大利亚各出现 1 例。

英国 12 月 8 日开始大规模接种辉瑞新冠疫苗，需要注射两针，且前后间隔 28 天，英国开打疫苗第一周已有 13.7 万人接种。根据辉瑞疫苗发表在 NEJM 的论文显示，疫苗要接种 2 针才能达到 95% 的有效性，初次接种 12 天后才能看到效果，在接种第二针疫苗之前有效性只有 52%。英国本次突变大规模传播的时机恰好是在两针疫苗间隔期间，而且在英国大规模推广疫苗注射出现效果之前。依照目前的疫苗产能来看，疫苗恐怕也不能大规模供应。英国人不得不“硬挺”过这次疫情反扑。

在欧洲，12 月 21 日，欧洲药品管理局才批准美国辉瑞制药有限公司和德国生物新技术公司 (BioNTech) 联合研发的新冠疫苗。

在疫情重灾区美国，为打消人们对疫苗的副作用担忧，当选总统拜登公开接种了辉瑞新冠疫苗。

图 3：海外疫情新增

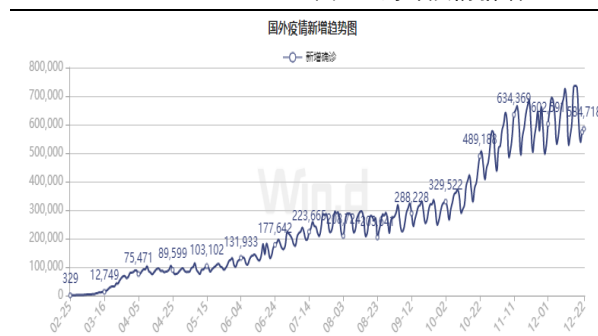
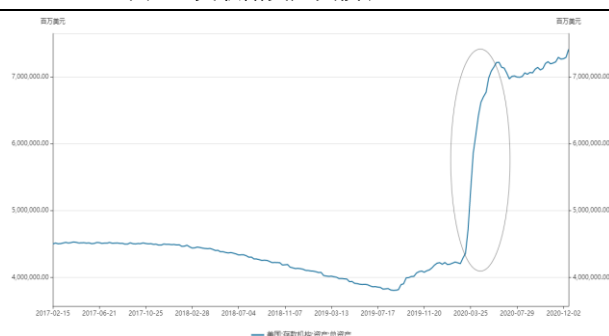


图 4：美联储资产负债表



资料来源：Wind 国海良时期货研究所

就在疫情冬季肆虐的同时，深陷泥潭的西方各经济体不得不继续扩大刺激计划。

当地时间 12 月 21 日深夜，美国众议院与参议院先后投票通过一揽子综合法案，包括约 9000 亿美元的纾困计划和 1.4 万亿美元政府拨款，后者将维持联邦政府运营至 2021 年 9 月 30 日。此协议价值 9000 亿美元，相比 3 月份的 2.2 万亿美元的关怀法案(Cares Act)要小。这项法案包括大多数人可以获得每人（成人与儿童）600 美元的现金支票、每周额外 300 美元的联邦失业补助，2840 亿美元的薪酬保障计划贷款，此外，80 亿美元将用于新冠病毒疫苗的分发等。在候任总统拜登就职之后，民主党呼吁再提出一项援助刺激计划。当地时间 12 月 16 日，美联储表示将继续其购买债券的刺激计划，直到在充分就业和 2% 通胀的目标上“取得实质性的进展”。当日制定了经济路线图，其中经济刺激计划至少持续至 2022 年。

欧央行在 12 月议息决议上也表示，维持三大关键利率不变，但施行数量型刺激政策。具体而言，欧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，并延长 9 个月。将第三轮定向长期再融资操作（TLTRO）优惠利率到期日延长 12 个月至 2022 年 6 月。

此外，由于波兰和匈牙利不再投反对票，欧盟国家领导人批准了总额约达 1.8 万亿欧元的预算与刺激计划，这意味着新一轮预算计划有望按原计划在 1 月 1 日开始生效。

至于疫情对经济的负面冲击，虽然新冠病例高增，但死亡率明显降低，各国也累积了丰富的防疫和治疗经验，因此和今年早期相比，这波疫情对经济的冲击会明显减弱，宽松的刺激措施对弥补消失的需求方面仍能奏效。

（二）中央经济工作会议定调

根据今年中央经济工作会议的形势研判，我国经济恢复基础尚不牢固，明年世界经济形势仍然复杂严峻，复苏不稳定不平衡，疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视。明年是我国现代化建设进程中具有特殊重要性的一年。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，确保“十四五”开好局，以优异成绩庆祝建党 100 周年。

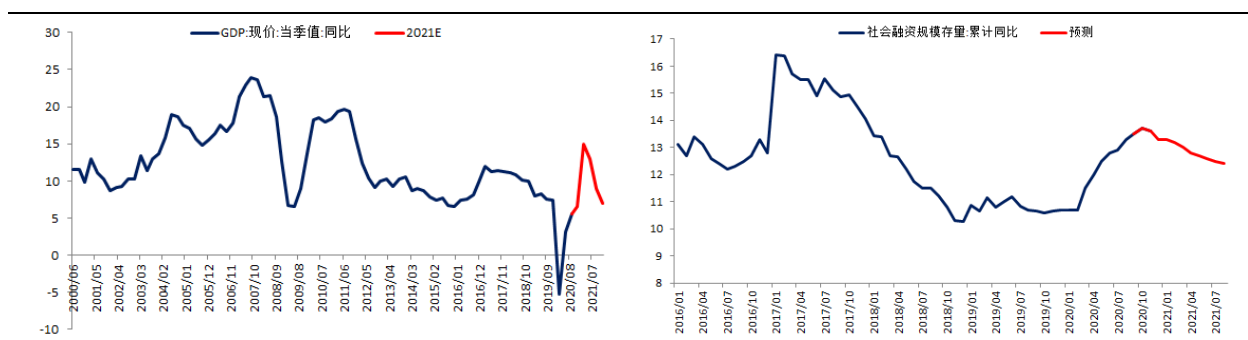
宏观政策方面，明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。强调政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系。

从经济增速看，四季度 GDP 增速基本恢复至疫情前 6%左右的水平，但全年经济增长只有 2.1%左右，是改革开放以来最低的增速，从而导致很低的基数。假定未来几个季度经济环比增速恢复至疫情前的正常水平，考虑到基数效应，明年我国经济增长或可达到 8-9%左右，为 2011 年以来的最高水平。明年一季度 GDP 同比增速更可高达 15%左右。

所以明年稳增长的压力较小，政策着力点在“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”这几个主要重点任务和防风险上。明年，特别是下半年，如果全球疫情得到有效遏制，今年紧急出台的纾困和刺激政策就完成其历史使命，退出是必然的。但估计退出幅度较小，节奏较慢。明年抗疫特别国债应该不会再发，地方专项债的发行规模应该也会有所缩量，财政赤字率可能回到 3%左右，但财政支出力度不会减；货币政策不会加码、但也不会很快收紧，还是要维持流动性的合理充裕。从社融同比增速看，从年初的 10.7%到 10 月份 13.7%，总共上行了 3 个百分点。受高基数影响，明年社融会呈现逐级下降态势，最终达到与名义经济增速基本匹配。

图 5：中国名义 GDP 预测

图 6：中国社融增速预测



资料来源: Wind 国海良时期货研究所

在疫情推动下，构建新发展格局明年要迈好第一步，见到新气象。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。

结合“扩大内需”和“大城市住房”等重点问题导向，之前因疫情撤离大城市的民工明年将出现返城潮，大城市住房压力陡增，所以，要租售并举。同时，驱动大量年轻人进入到大城市，会使得高房价得以维持，继续充当蓄水池的作用，另外，充裕的青壮劳动力和年轻人的消费需求推动科技和产业链的发展，新发展领域的产业又带动大量的中产就业，而中产就业又推动高质量消费，需求带动新领域产业供给的进一步发展，真正形成需求牵引供给、供给创造需求的高水平动态平衡。

(三) 通胀预期

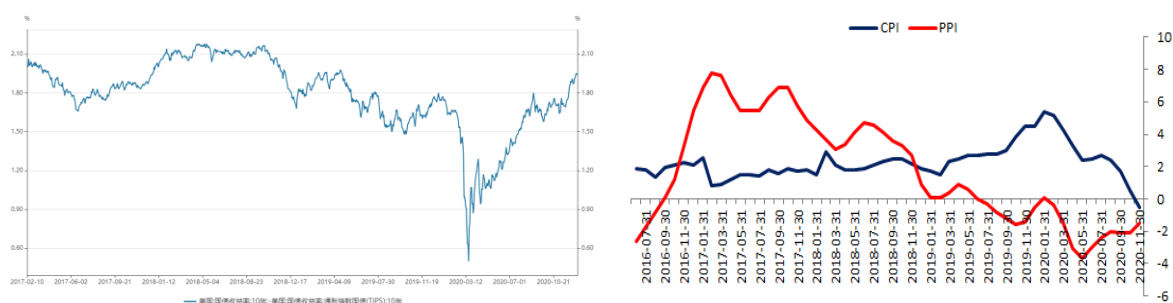
在各经济体轮番刺激下，全球资产负债表飙升速度前所未有。随着资产价格的普遍上扬，市场对明年通胀的预期甚嚣尘上。不过，从历史上，宽松措施与通胀之间并不存在必然的联系。QE 指的是央行通过公开市场操作买入相应债权从而向金融机构投放基础货币的行为，而通胀指的是社会商品和服务整体价格上涨的现象。引起整体价格上涨的原因有很多，增加银行系统的基础货币只是其中的一个影响因素，在保持其他因素不变的情况下，QE 对通胀有正向效果。钱要在实体经济中流通起来才能从原本的一块钱产生大于一块钱的效果，从而推高物价，增加通胀。

另外，根据成因分类，又分为需求拉动型和供给推动型。

在疫情导致的经济刺激、产业链阻断和供需错配等复杂背景下，明年的通胀预期应该是综合型的，既有需求拉动也有成本推升。

图 7: 美国预期通胀率

图 8: 中国 CPI 因猪周期而下降



资料来源：Wind 国海良时期货研究所

根据美国 10 年期通胀保值国债收益率（TIPS）的数据，市场预期通胀率已经从 3 月 19 日最低的 0.5% 跃升至 12 月底的 1.9%。国际原油价格也从 4 月下旬的每桶 10 美元左右上升至最近的 50 美元左右。

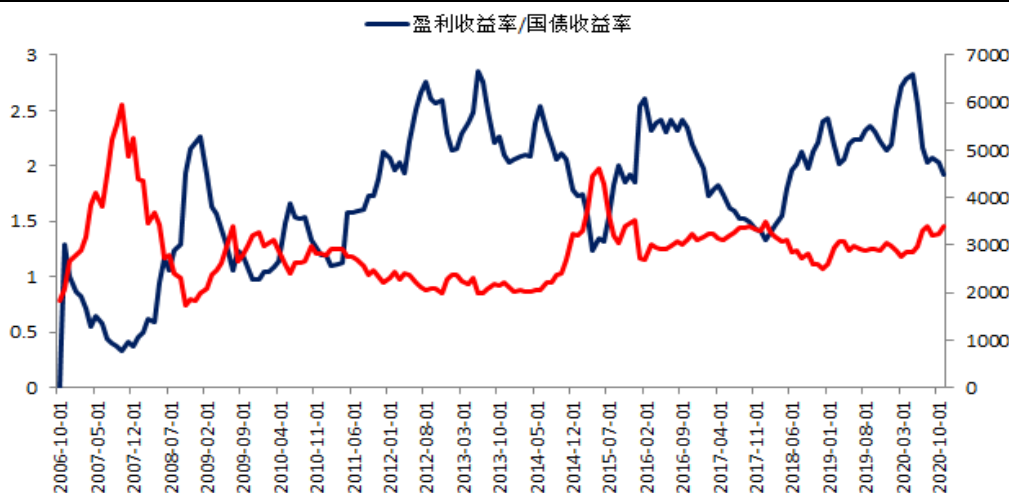
对中国而言，CPI 数据具有明显的猪周期效应。随着明年猪肉供应恢复正常，CPI 数值上并不明显，但房价和大宗商品的涨价压力依旧较大。

三、资产配置建议

双循环战略下，明年中国稳增长压力略小，科技突围进一步发力。宏观政策相对缓和，杠杆率高位持稳，实体继续补库进程，受到高基数影响，信用周期进入下行阶段。

对权益市场而言，“促进资本市场健康发展，提高上市公司质量，打击各种逃废债行为。”定位比较中性。从 A 股总市值与 GDP 比值和上证指数盈利收益率看，股指仍是结构性行情。而且要提防美国总统权力交接后，中美关系新动向。

图 9：上证盈利收益率

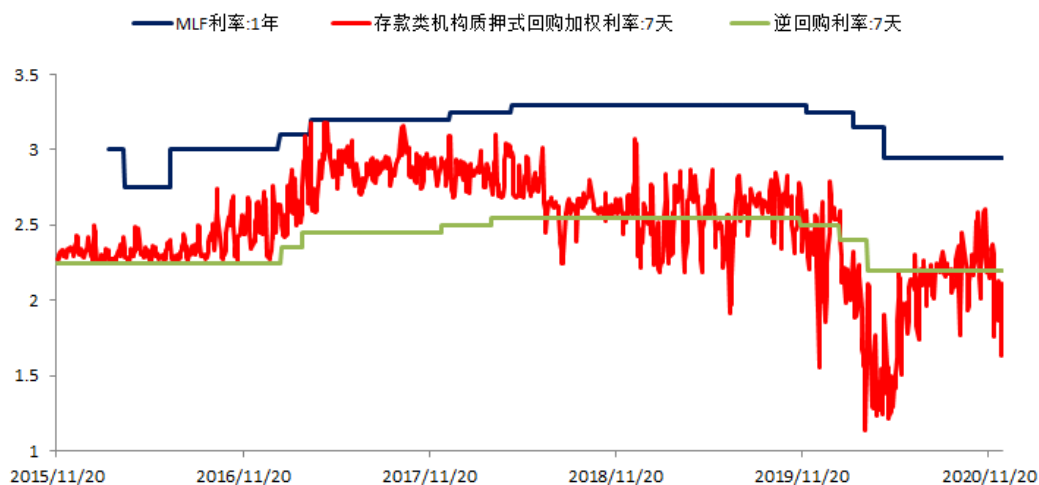


资料来源：Wind 国海良时期货研究所

2018 年初以来，中美关系急转直下，贸易摩擦不断升级，除加征关税以外，特朗普还在诸如芯片等关键产品方面对我国某些重要企业实施出口管制，威胁我国供应链安全和产业链升级，直接冲击我国当下和未来的经济增长。尽管在对华问题上美国两党的观点分歧很小，但在疫情盛行当口，中美关

系恶化概率不大。

图 10：中国利率走廊



资料来源：Wind 国海良时期货研究所

对于利率来讲，全年基本是随着政策微调，短端带动长端移动，明年稳健货币政策基调不变，长债利率面临补库周期和信用收缩的对抗，如果疫情冬季继续发酵，配置长债亦无不可。

图 11：商品强弱

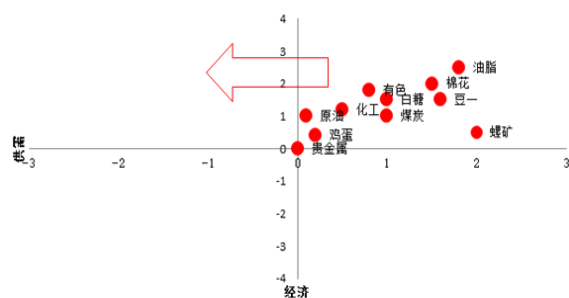
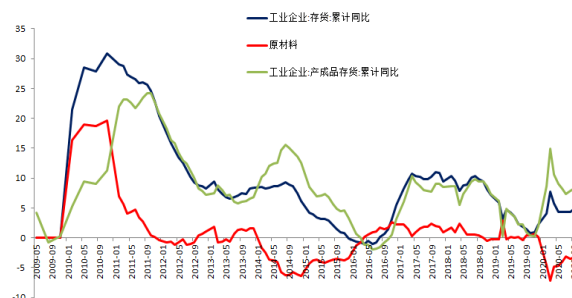


图 12：商品总体仍处补库中



资料来源：Wind 国海良时期货研究所

商品：疫情影响，只有中国率先复工复产，资源国和消费国产业链均一定程度受阻。资源国复工进程影响原料供给，但消费国的需求被宽松刺激政策补上，中国作为“中间商”还受到国际关系影响，物流不畅，所以形成商品上下游的供需错配。明年商品需求在经济复苏进程中快慢由刺激政策而动，刺激政策又随疫情而动，疫情变化不仅影响经济复苏进程，而且很大程度决定供需错配的扭转。

对于贵金属，受益超级宽松和经济衰退影响，今年行情可谓轰轰烈烈。国际金价成功冲破 2011 年高点，8 月初创下 2088 美元/盎司的历史新记录。不过随后，随着经济复苏逐渐占据上风，虽然实际利率维持低位，但金价一直保持高位震荡格局，预计这种局面仍会在 2021 年持续，除非疫情失控或超级通胀来临。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，国海良时期货有限公司对这些公开资料获得信息的准确性、完整性及未来变更的可能性不做任何保证。

由于本报告观点受作者本人获得的信息、分析方法和观点所限，本报告所载的观点并不代表国海良时期货有限公司的立场，如与公司发布的其他信息不一致或有不同的结论，未免发生疑问，所请谨慎参考。投资有风险，投资者据此入市交易产生的结果与我公司和作者无关，我公司不承担任何形式的损失。

本报告版权为我公司所有，未经我公司书面许可，不得以任何形式翻版、更改、复制发布，或投入商业使用。如引用请遵循原文本意，并注明出处为“国海良时期货有限公司”。

如本报告涉及的投资与服务不适合或有任何疑问的，我们建议您咨询客户经理或公司投资咨询部。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议，或担保任何投资及策略契合个别投资者的情况。本报告并不构成给予个人的咨询建议，且国海良时期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

国海良时期货有限公司具有期货投资咨询业务资格。