

把握复苏主线，股指再创辉煌

摘要

- **宏观经济：**2021 年经济的上行动能主要体现在两方面，一方面是消费的修复，具体包括：收入乘数效应支持的中低端消费、文化旅游相关需求的修复、油价上涨带来的石油相关类别名义消费量的增长。另一方面是与消费、出口产业链相关的机械设备制造、纺织轻工制造的加快修复。
- **货币政策：**2021 年货币政策的主基调仍是逐步向中性和常态化回归，但预计货币政策不会快速转向，将保持一定的连续性和稳定性，市场所担心的货币政策快速收紧的情况或不会出现。
- **海外经济：**全球经济共振复苏是 2021 年的大概率事件。尽管 2020 年初新冠疫情冲击下，全球经济金融均遭受重创，但随着各国大规模的财政、货币刺激接连落地，疫苗的推广使用，全球复工复产以及需求的回暖有望有序进行。当前美、日、欧库存已经达到历史较低水平，全球补库存的进程有望在 2021 年逐渐开启。
- **中美关系：**随着拜登上台，中美关系有望迎来一段时间的缓和期，但长期的战略竞争关系难以扭转。拜登明确反对贸易战，将更多采用现有国际规则与传统盟友共同施压中国；从科技方面来看，拜登倾向于和中国开展科技竞争。中美双方通过努力做大双边合作，建立可靠的高官沟通管道，有效恢复中美双边投资协定、同华尔街和西海岸的科技企业之间建立起某种利益交换空间等措施，或将有效缓解中美之间敌对态度，实现共赢。
- **行业前瞻：**1) 经济修复的收益板块：2020 年，交通运输、非银金融、银行、钢铁、化工等顺周期板块表现较为疲弱，2021 年，随着疫苗在全球范围内逐渐推广，海外疫情局势得到控制，全球贸易、全球经济的修复、大宗商品价格的回暖有望对国内相关顺周期、大金融板块形成提振。2) 政策红利下的题材板块：中央经济工作会议对 2021 年我国的重点任务进行了部署，风电光伏等新能源相关板块、高端制造等产业升级相关板块有望在政策的支持、资金的关注下有较好的表现。
- **策略展望：**短期来看，我们建议积极布局 2021 年的春季躁动行情。当前处于政策红利和技术红利叠加的时期，A 股的主线依旧是科技+消费。策略上，我们依旧推荐大金融等顺周期板块、消费和科技等长期政策利多板块，IH 和 IF 可以继续持有；IC 具备政策和贴水优势，建议长期持有。长期来看，我们对中长期 A 股的看法较为乐观。今年是十四五开局之年，也是建党 100 周年，“六稳+六保”仍是重心，适度宽松的货币政策仍是必要的；“促改革、扩内需、求发展”的重要部署将有望对国内经济带来持续驱动；海外疫情有望通过疫苗的逐渐普及得到良好控制，叠加海外宽松政策环境的持续，全球经济有望实现共振复苏。

国贸期货 · 研究院
宏观金融研究中心

郑雨婷

联系方式：0592-5897592

从业资格号：F3074875

投资分析号：TN033510

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

一、市场回顾——从“V”型反弹到陷入震荡

2020 年来，全部 A 股指数板块，整体呈现先抑后扬走势，年初由于新冠肺炎病毒影响，一季度经济增速下滑严重，呈现负增长，股市大跌。随着国内疫情逐步得到控制，股市也逐渐企稳反弹，二季度在国内宽松政策的大力支持下，国内经济强势修复，A 股持续上涨，不断突破新高。随着国内经济持续良好修复，超宽松的宏观政策趋于收紧，叠加海外疫情在六七月愈发严峻的扰动，市场开启了区间震荡走势。

进入 11 月，虽然海外疫情依然没有得到良好控制，但疫苗研发取得接二连三的进展，对全球经济复苏的良好预期使得海外资本市场集体陷入狂欢，内盘因此受到提振，大盘短暂地向上突破，顺周期板块得到资金青睐，上证 50 和沪深 300 的估值中枢有所上抬；而中证 500 由于前期表现强势的医药、科技等题材股陷入回调，估值中枢持续下移。

图 1：沪深 300 日 K 线



图 2：上证 50 日 K 线



数据来源：国贸期货研究院&Wind

图 3：中证 500 日 K 线



数据来源：国贸期货研究院&Wind

从 2020 年全年各指数的表现来看，创业板指（60.3%）>沪深 300（23.2%）>中证 500（21.5%）>上证 50（15.0%），其中创业板块由于受到国家“注册制”、“重创新”等政策红利的支持，表现最佳；中证 500 对科技、医药等题材股的权重较大，2020 年二季度表现强于上证 50 和沪深 300，但进入四季度，宏观政策边际收紧叠加美国对国内科技公司的打压，题材股开始回调，市场纷纷将投资逻辑从流动性转为企业盈利修复，“复苏牛”支撑下的顺周期板块重新收到资金，尤其是机构资金的青睐，对顺周期、大金融板块占比较大的上证 50 和沪深 300 纷纷扭转局势，表现强于中证 500。截至 12 月 22 日，沪深 300、上证 50、中证 500、创业板 50 的市盈率分别为 15.71、13.88、28.39、72.33，分别处于 2012 年以来的 96.8%、99.0%、35.7%、78.9%的历史分位。

图 4：指数年内涨跌幅（%）

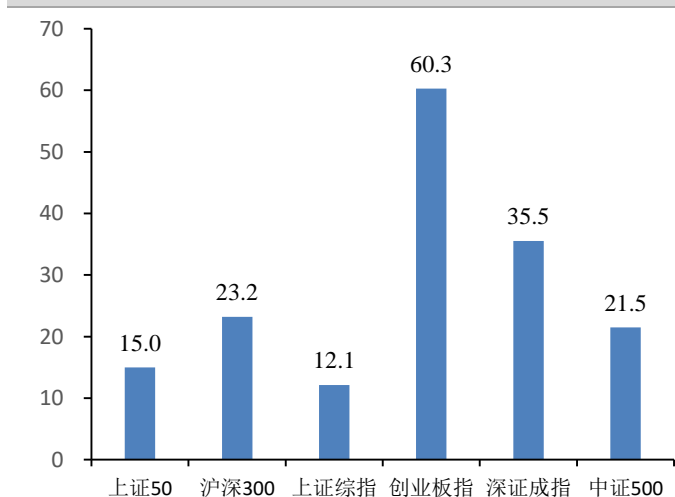
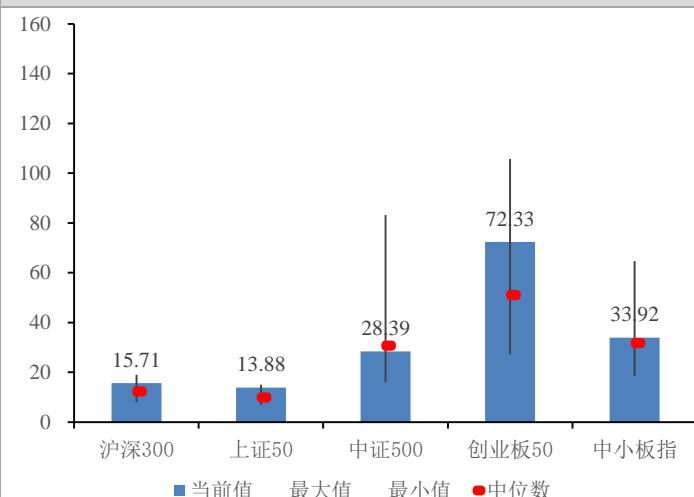


图 5：2012 年至今各指数 PE



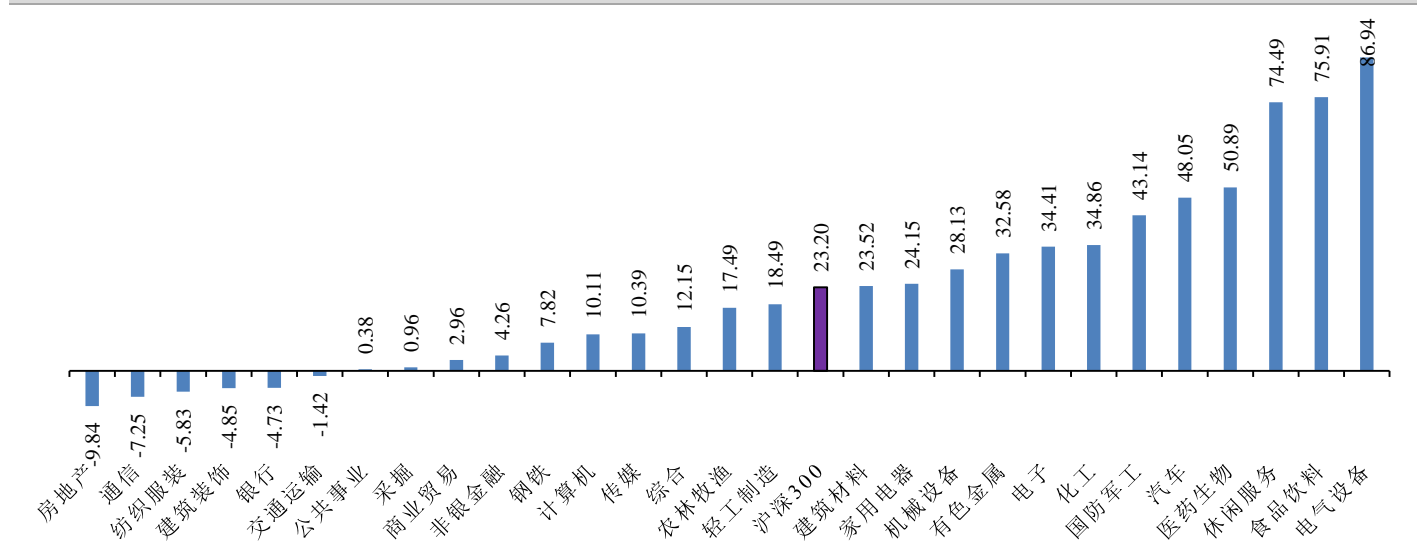
数据来源：国贸期货研究院&Wind

从申万一级行业来看，2020 年电气设备表现最为亮眼（涨 86.94%），主要由于受政策支持及抢装需求，国内光伏、风电、特高压等“新基建”装机需求放量增长。医药生物（涨 50.89%）、食品饮料（涨 75.91%）、汽车（48.05%）等分别得益于防疫需要、经济复苏、“新能源”题材受政策扶持和需求回升，涨幅也名列前茅。

部分行业 2020 年收跌，房地产行业（跌 9.84%）和建筑装饰（跌 4.85%）等房地产下游行业，由于随着国内经济的良好复苏，管理层对“防风险”的考量逐渐加强，一系列降杠杆、稳房价、控地产的政策陆续出台，房地产的资金压力逐渐加大，逐渐失去对 A 股资金的吸引力；由于疫情改变人们的出行习惯，减少了人们出游的需求，海外疫情的严峻也直接切断了出境活动，交通运输行业遭到严重的打击，全年跌 1.41%。

除此以外，采掘（涨 0.96%）、钢铁（涨 7.82%）、银行（跌 4.73）、非银金融（4.26）等顺周期、大金融板块 2020 年整体表现疲软，估值水平较低。

图 6：A 股各行业年内涨跌幅（%）



数据来源：国贸期货研究院&Wind

二、经济基本面——国内经济修复“一骑绝尘”

（一）国内宏观经济呈现“V”型复苏

2020 年，中国经济经历了疫情的冲击以及之后的快速修复过程，前三季度 GDP 同比增长 0.7%，实现稳定复苏。从“三驾马车”看：投资率先复苏；出口超预期增长，成为拉动经济增长的主要力量；消费缓慢回暖。

一季度由于经济被疫情按下“暂停键”，GDP 同比下降 6.8%，为 1992 年有季度统计以来的首次负增长。二季度，随着我国疫情得到有效控制，生产端和需求端同步修复，4 月起工业增加值增速最先转正并持续回升，经济总体运行态势持续向好，各项经济数据呈现回暖迹象，GDP 由负转正，同比增长 3.2%，略高于市场预期。三季度我国经济复苏形势稳中加快、稳中向好，基建托底和房地产韧性支撑投资，消费在国内大循环的推动下稳步恢复，外需恢复和出口替代拉动外贸增长。经济数据中的积极变化不断增多，很多经济数据实现了年内首次转正。在内外需同步复苏和多行业共振的推动下，GDP 同比增长 4.9%。四季度，经济在前期基础上进一步修复。截至 11 月，工业增加值同比实际增长 7.0%，为近年来的相对高位；投资整体已恢复至往年的平均水平；

出口当月同比增速按美元计同比增长 21.1%，大幅超过疫情前的水平；消费逐步回升，11 月社会消费品零售同比增速 5.0%。

图 7：国内 GDP 率先修复，呈“V”型走势

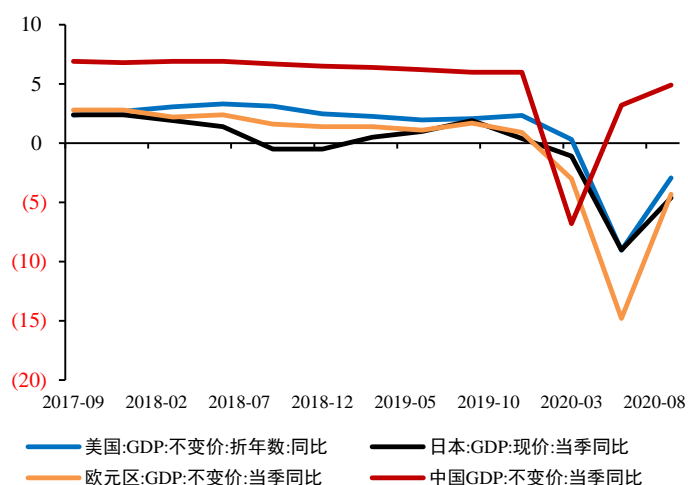


图 8：11 月制造业 PMI 各分项值显著高于 2 月

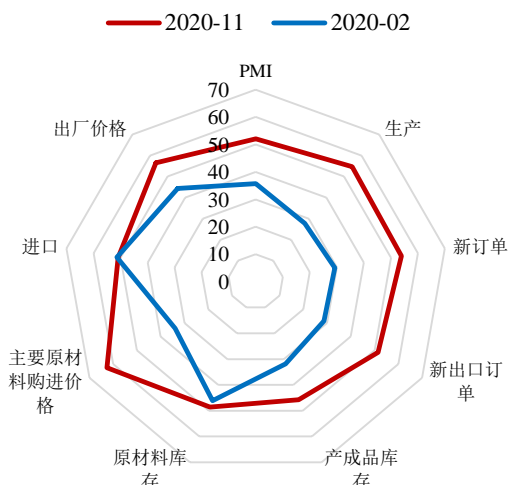


图 9：房地产和基建托底经济，制造业修复相对缓慢

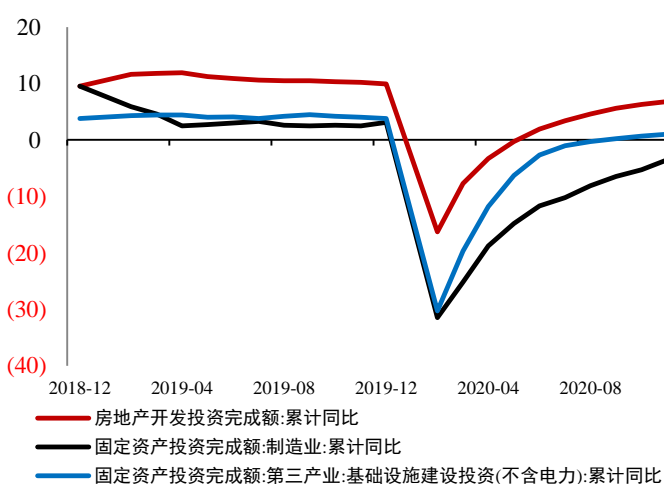


图 10：出口实现超预期增长，成为经济的主要推动力

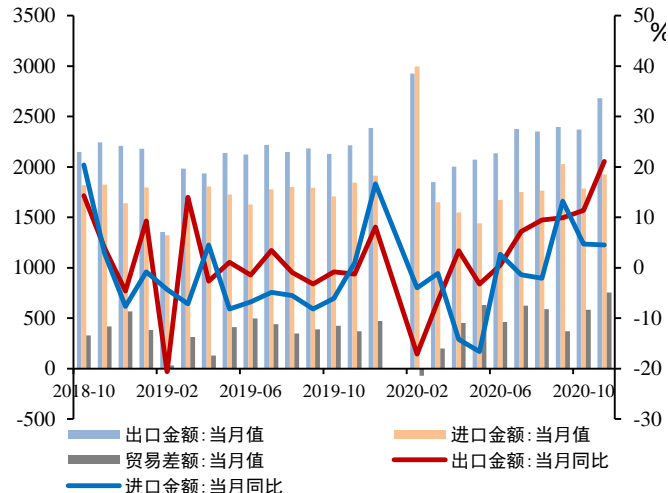


图 11：消费端仍有较大修复空间，汽车消费表现强劲

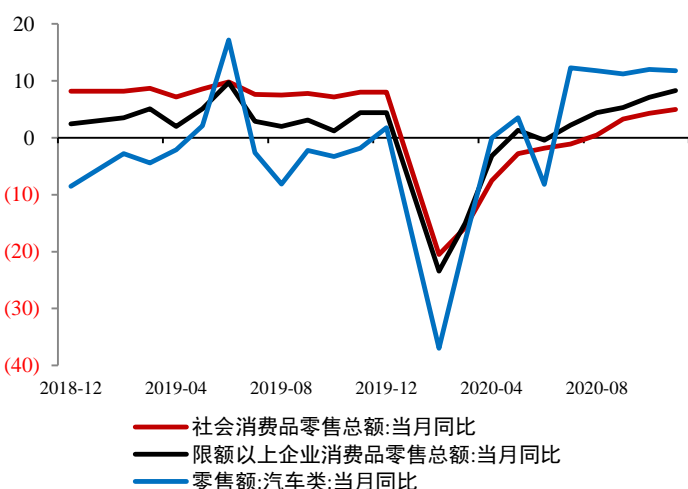
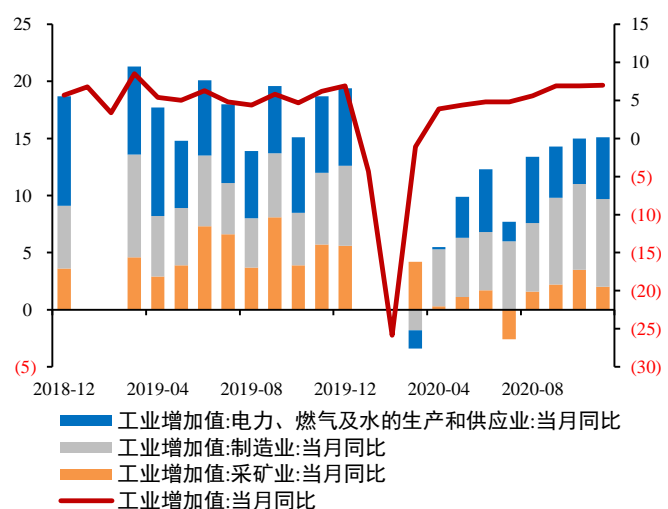


图 12：工业增加值已恢复至疫情前水平



数据来源：国贸期货研究院&Wind

国内经济虽持续复苏，但仍存在修复结构不均的现象，主要体现在消费和制造业投资的修复速度较为缓慢，存在较大的修复空间。从社零结构上看，截至 2020Q3 高端或耐用品消费（化妆品、汽车、金银珠宝等）超出疫情前水平，必须消费（食品、服装等）已恢复至疫情前水平，而石油及制品类消费（石油拖累）、餐饮、交通等服务消费仍未恢复正常。社零中限额以上零售部分表现明显好于限额以下，侧面证实中低端消费的滞后修复。从制造业投资来看，截至 2020 年 11 月，食品医药、黑色金属冶炼等行业固定资产投资已超出疫情前水平，但消费产业链的机械设备制造、纺织轻工同疫情前正常水平仍有一段距离。

往后看，随着基建、地产、外需的不断修复，制造业需求正在加快回归，企业利润明显改善，产能扩张的动力得到强化，后续制造业投资有望加速修复；而海外多国开始注射疫苗，有望在今年大面积普及，受疫情压制的消费如文化旅游等消费有望进一步回归，社会消费将成为经济增长的重要支撑。

综合来看，2021 年经济的上行动能主要体现在两方面。一方面是消费的修复，具体包括：收入乘数效应支持的中低端消费、文化旅游相关需求的修复、油价上涨引发的石油相关类别名义消费量的增长。另一方面是与消费、出口产业链相关的机械设备制造、纺织轻工制造的加快修复。

图 13：石油及其制品类消费表现疲软

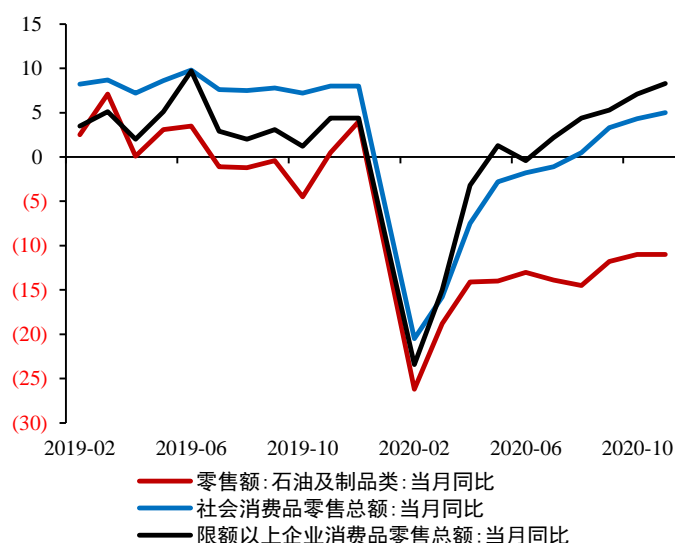
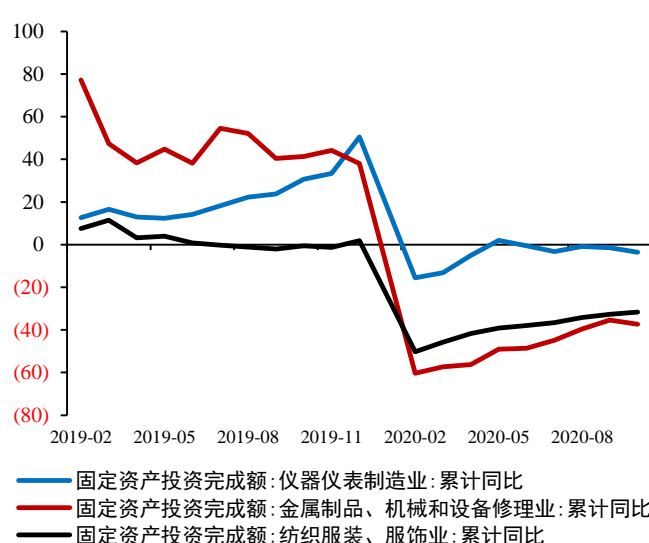


图 14：机械设备制造、纺织轻工仍有较大修复空间



数据来源：国贸期货研究院&Wind

（二）企业盈利持续修复

疫情的暴发造成了企业一季度业绩的断崖式下跌，随着国内疫情的良好控制，全面复工复产，生产端和需求端同步修复，企业盈利逐渐得以修复。从企业财报来看，截至三季度，除了国防军工和农林牧渔行业，其余行业企业的净利同比都有了较大幅度的拉升，与国内经济修复态势一致，呈现“V”型复苏。具体来看，由于海外疫情的严峻局势催生的“宅需求”和防疫物资需求，电子行业（27%）、医药生物（25%）表现良好；受益于逆周期调节工具基建以及工业生产的支撑，公用事业（44%）、电气设备（53%）、机械设备（28%）表现强势。

此外，交通运输（-70%）、非银金融（-13%）、银行（-3%）、钢铁（-12%）、化工（-17%）等顺周期板块表现依然较为疲弱，随着疫苗在全球范围内逐渐推广，海外疫情局势得到控制，全球贸易、全球经济的修复、大宗商品价格的回暖有望对国内相关顺周期、大金融板块形成提振。

净利同比增速		2020/9	2020/6	2020/3	2019/12	2019/9	2019/6	2019/3	2018/12
指数大类	上证指数	-7%	-20%	-21%	13%	10%	11%	14%	8%
	深证成指	13%	5%	-10%	24%	16%	18%	12%	1%
	中小板指	25%	35%	22%	29%	26%	6%	7%	11%
	创业板指	39%	41%	11%	74%	33%	14%	-10%	30%
期指三大指数	沪深 300	-4%	-14%	-18%	12%	13%	13%	14%	11%
	上证 50	-22%	-31%	-19%	8%	27%	27%	28%	24%
	中证 500	1%	-27%	-24%	16%	13%	16%	16%	-4%
分行业	农林牧渔	133%	217%	457%	252%	44%	23%	-62%	-39%
	采掘	-28%	-67%	-73%	2%	2%	9%	7%	43%
	化工	-17%	-68%	-108%	-34%	-20%	-18%	-21%	22%
	钢铁	-12%	-28%	-35%	-41%	-42%	-37%	-44%	36%
	有色金属	2%	-28%	-52%	-43%	-29%	-30%	-38%	-42%
	电子	27%	13%	-15%	17%	6%	11%	12%	9%
	家用电器	-17%	-32%	-58%	10%	6%	2%	7%	-9%
	食品饮料	13%	11%	1%	15%	22%	22%	24%	32%
	纺织服装	-23%	-56%	-80%	-27%	-23%	-23%	-4%	-35%
	轻工制造	5%	-10%	-29%	6%	-17%	-26%	-28%	-40%
	医药生物	25%	15%	-14%	-1%	14%	12%	16%	-7%
	公用事业	44%	24%	-16%	26%	19%	22%	28%	8%
	交通运输	-70%	-96%	-120%	17%	22%	25%	24%	-8%
	房地产	-7%	-14%	-35%	14%	17%	21%	27%	21%
	商业贸易	-46%	-50%	-76%	-19%	6%	-7%	23%	41%
	休闲服务	-90%	-124%	-155%	-8%	4%	30%	85%	11%
	建筑材料	5%	8%	-43%	30%	35%	26%	47%	58%
	建筑装饰	5%	-5%	-29%	9%	10%	11%	18%	13%
	电气设备	53%	22%	-4%	33%	7%	0%	16%	-38%
	国防军工	38%	60%	301%	110%	136%	23%	-22%	-37%
	计算机	-29%	-42%	-120%	2%	30%	39%	53%	-44%
	传媒	-25%	-29%	-44%	-111%	-8%	-17%	-22%	-172%

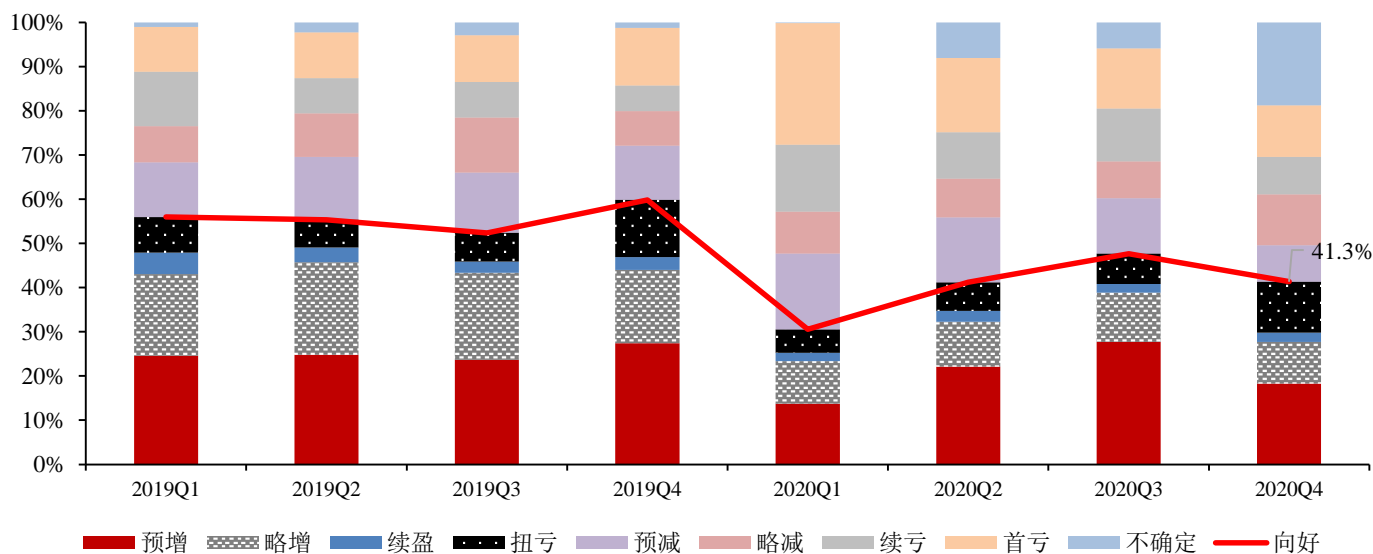
通信	144%	1211%	-48%	-120%	-35%	-82%	1120%	-26%
银行	-3%	-4%	12%	13%	9%	8%	8%	6%
非银金融	-13%	-32%	-21%	61%	84%	89%	94%	-1%
汽车	-5%	-29%	-80%	-24%	-28%	-32%	-27%	-20%
机械设备	28%	14%	-45%	13%	22%	3%	5%	-46%

数据来源：国贸期货研究院&Wind

从前瞻性指标——企业 2020 年业绩预告情况来看，企业盈利持续修复。截至 12 月 15 日，已经有 592 家上市公司公布了 2020 年度业绩预告。业绩预告类型显示，预增公司 164 家、预盈 74 家；业绩预降、预亏公司分别有 116 家、100 家。业绩预喜公司中，以预计净利润增幅中值统计，共有 103 家公司净利润增幅超 100%；净利润增幅在 50%~100%之间的有 40 家。

分行业来看，**业绩预增主要集中在电气设备、机械设备等行业**。一方面，这类公司主业受疫情影响不大，典型的像电力板块；另一方面，受疫情以来新基建、投资拉动等政策影响，塔机、泵车、挖掘机等设备的产销实现爆发式增长。医药生物行业业绩分化较大，预增预减公司各占一半。此外，**受疫情影响较大的传媒、交通运输、纺织服装等行业业绩下滑或亏损较多**，随着海外疫情的修复，旅游、交通等板块的业绩有望得到修复。

图 15：A 股企业 2020 年全年业绩预告



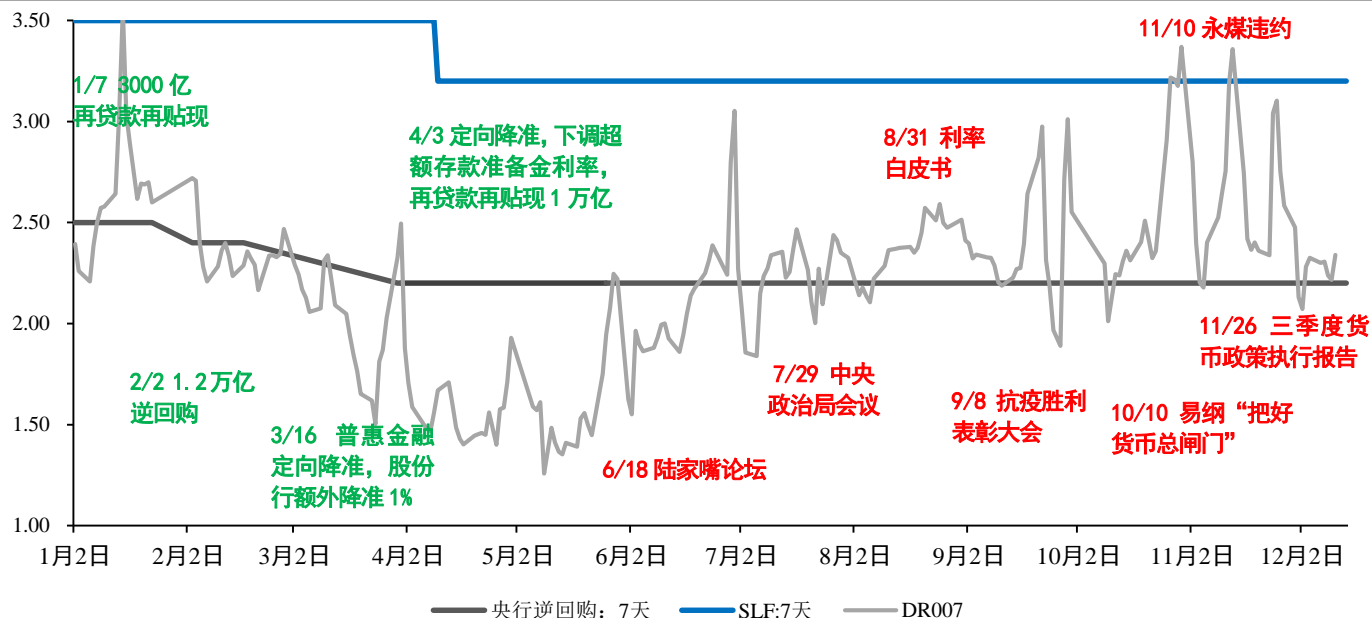
数据来源：国贸期货研究院&Wind

三、政策背景——货币政策回归中性与常态化

2020 年 5 月是货币政策的分水岭。5 月之前，货币政策是前瞻性“顶格”调整，先后使用了再贷款、再贴现、定向降准 1%、MLF 降息 30bp、下调超额存款准备金利率等政策工具，全力应对新冠疫情冲击。5 月之后，央行停止降息，银行间流动性开始逐步收敛，6 月央行窗口指导要求银行压降结构性存款、618 陆家嘴论坛易纲行长指出“提前考虑政策工具的适时退出”、7 月中央政治局会议“完善宏观调控跨周期设计和调节”、10 月易

纲行长重提“把好货币总闸门”，12月政治局会议首提“抓好各种存量风险化解和增量风险防范”，货币政策正常化日趋明朗。目前，DR007 利率已经回到 7 天逆回购利率之上，流动性回归“紧平衡”。

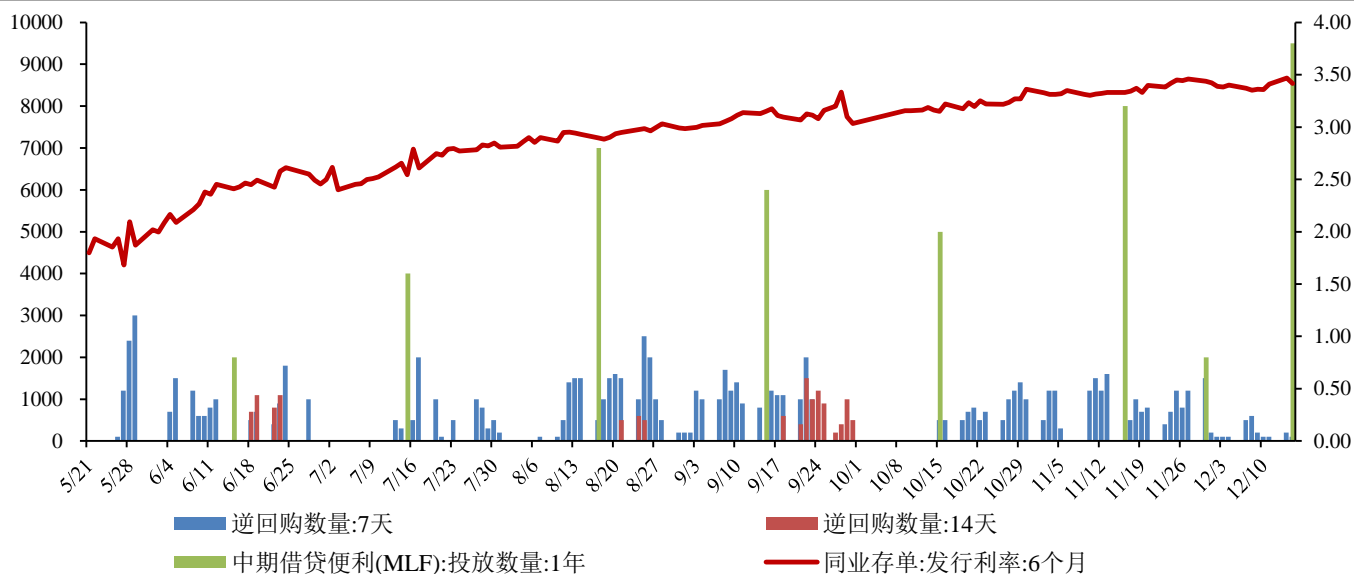
图 16：利率走廊



数据来源：国贸期货研究院&Wind

2020 年由于结构性存款大幅压降的要求，银行间流动性面临较大压力，存单发行需求大增，存单利率已超过理论锚 MLF 利率并持续上行。央行自 8 月以来密集地通过逆回购操作输送流动性，维持银行间流动性的紧平衡。在央行维稳流动性的“精准调控”下，短期内逆回购操作有望得以延续，财政存款逐渐释放，短期内流动性阶段性收紧的压力较为可控。

图 17：同业存单利率依旧维持高位，央行持续释放流动性暖意



数据来源：国贸期货研究院&Wind

长期来看，12月11日召开的中央政治局会议中首提“抓好各种存量风险化解和增量风险防范”，再次突出了风险防范的重要性。12月16-18日的中央经济工作会议强调了“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”，意味着货币政策仍将逐步向中性和常态化回归。不过，中央政治局会议还强调了“明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”、“不急转弯”，当前国内经济尚未完全恢复，需要宏观政策上的连贯支持，政策过快转向可能导致经济复苏节奏放缓，信用风险事件频发等问题。综合来看，货币政策仍将逐步向中性和常态化回归是2021年货币政策的主基调，但预计货币政策不会快速转向，将保持一定的连续性和稳定性，市场所担心的货币政策快速收紧的情况或不会出现。

四、2020年全球宏观经济俯瞰

（一）海外疫情依然严峻，维持宽松的政策环境

海外疫情依然严峻，英国出现变异的新冠毒株，并开始采取严格的封锁措施，多国也对英国采取旅行限制；美国每日新增确诊人数破20.6万人，每日新增死亡病例达2229人，美国在加利福尼亚州、俄亥俄州封锁有所加强，经济活动回落；德国每日新增确诊人数达1.9万人，每日新增死亡病例达403人，德国仍维持全球封锁，经济活动处在暂停状态。

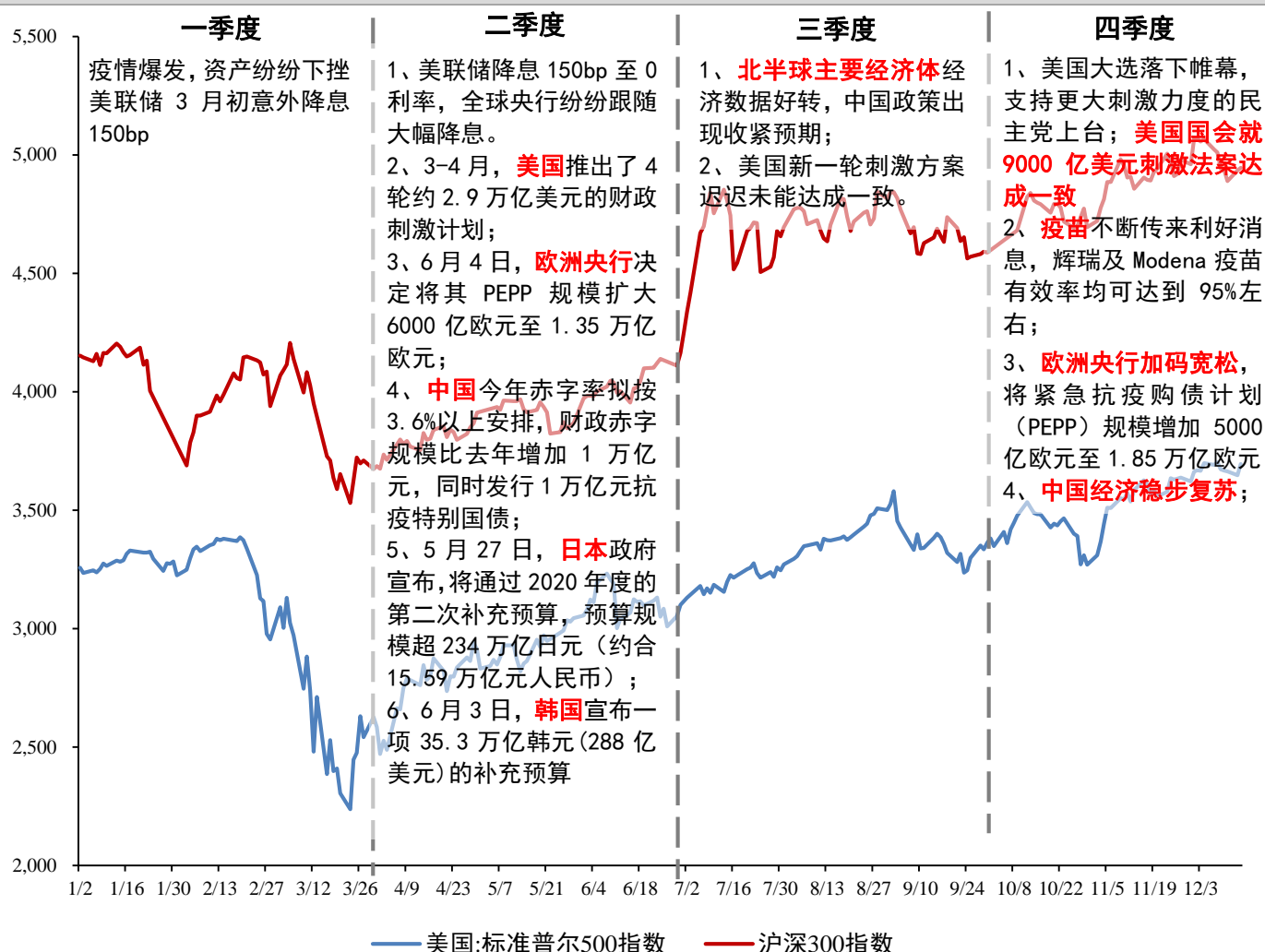
美国第三波疫情持续发酵，11月，美国新增非农就业人数24.5万人，逊于10月的63.8万人，连续6个月出现下滑；11月美国失业率6.7%，前值6.9%，失业率自4月份以来持续下滑。

12月20日，美国国会议员已就9000亿美元新冠纾困法案达成一致，这将为政府提供资金支持并给予长期的新冠救助。这将是美国历史上第二大规模的财政刺激法案，仅次于3月推出的2.3万亿美元刺激法案。具体内容包括通过薪资保护计划（PPP）进行的新一轮小企业援助、每周300美元的失业救济金、向美国成年人和儿童每人提供600美元的一次性付款，以及用于学校新冠病毒检测和疫苗分发的更多资金等。该纾困法案的落地有望缓解美国疫情愈演愈烈背景下的医疗系统的压力以及就业形势的严峻，支持美国经济的复苏。

欧洲疫情二次爆发，多地尤其英国现新冠肺炎变异毒株，英国增设第四级封锁，疫情形势不容乐观。欧元区二季度GDP同比下滑14.8%，创下有记录以来最差水平。三季度GDP同比下滑4.3%，下滑幅度缩窄。但由于疫情二次爆发，服务业PMI受重挫，经济复苏势头同样受打压。随着欧洲主要经济体在整个11月采取了更为严厉的疫情管控措施，欧元区服务业遭受了严重的打击。11月欧元区服务业PMI初值为41.3，预期42.5。受服务业PMI拖累，11月欧元区综合PMI初值为45.1，预期45.8，前值50。综合PMI跌破50荣枯线，并创下6个月以来最差表现。

12月10日，欧洲央行加码宽松，决定将1.35万亿欧元的紧急抗疫购债计划（PEPP）再增加5000亿欧元，并至少延长9个月至2022年3月底；同时还将向银行提供新的长期贷款，并延长银行提供实体信贷资金可获得额外奖励的期限。欧洲央行将关键的两项刺激计划延长至2021年年底，有望在疫苗普及前后助力经济修复。

图 18：2020 年全球财政/货币刺激政策回顾



数据来源：国贸期货研究院&Wind

（二）疫苗研发进展顺利，部分国家已启动接种计划

目前全球疫苗研发进展顺利，国外以 BioNTech-辉瑞、Moderna、AZ 等为代表，国内以国药疫苗为代表。从部分国家接种新冠疫苗的预期时间来看，美国已于 12 月 15 日和 22 日交付第一批辉瑞和 Moderna 疫苗，而我国国药集团的灭活疫苗在农历春节前有望上市，目前已启动了疫苗的物流配送演练。从目前全球新冠疫苗接种日期的统计来看，疫苗在全球范围内普及最快有望在 2021 年 2 季度顺利完成，随着疫苗逐渐得到普及，海外严峻的疫情形势得到有效控制可期，进而促进海外需求的修复和全球贸易、经济的良好复苏。

国家/地区/组织	新冠疫苗接种日期
世界卫生组织	2020 年 12 月 18 日，全球新冠计划（COVAX）已经确保能获得 20 亿剂新冠疫苗，预计将于 2021 年一季度开始分发给参与这项计划的各经济体（190 个经济体，包括 98 个高等收入经济体和 92 个中低等收入经济体），重点确保贫穷和中等收入国家的民众也可获得疫苗。
英国	2020 年 12 月 8 日，当天有 50 万人接受了第一剂辉瑞/BioNTech 疫苗
欧盟	欧盟（德国、法国、意大利、西班牙等 27 国）预计在 2020 年 12 月 27 日开始统一接种疫苗。

美国	2020 年 12 月 14 日开始，截至 12 月 21 日，已有逾 55 万人接种了新冠疫苗，美国当选总统拜登、副总统彭斯、众议院院长佩洛西等人已公开接种了疫苗。
俄罗斯	2020 年 8 月，向一些重点人群接种 Sputnik V 新冠疫苗，截至 2020 年 12 月 20 日，已有 15 万人接种疫苗。
中国	2020 年 7 月开始对高风险暴露人群进行紧急接种，累计 100 多万剂次。 首批新冠疫苗预计接种 5000 万人次，首针将于 1 月 15 日接种完成，第二针于 2 月 15 日完成。 2020 年农历春节前国药集团的灭活疫苗可能上市。
加拿大	2020 年 12 月 14 日，当天安大略省 5 名一线医护人员注射了辉瑞疫苗。
以色列	2020 年 12 月 20 日，首先为医护人员注射，之后陆续拓展至其他民众，60 岁以上老人优先。
印度	预计 2021 年 1 月，目标是 2021 年 8 月初覆盖 3 亿人，
日本	预计 2021 年 2 月下旬，开始为疫苗从业人员接种疫苗，3 月下旬开始给老年人接种，其他人将于 4 月之后开始接种。
韩国	预计 2021 年 2-3 月
巴西	2021 年 3 月到 6 月

数据来源：国贸期货研究院&Wind

综合来看，全球经济共振复苏是 2021 年的大概率事件。尽管 2020 年初新冠疫情冲击下，全球经济金融均遭受重创，但随着各国大规模的财政、货币刺激接连落地，疫苗的推广使用，全球复工复产以及需求的回暖有望有序进行。当前美、日、欧库存已经达到历史较低水平，全球补库存的进程有望在 2021 年逐渐开启。

五、中美关系走向

美国大选逐渐尘埃落定，就在拜登获准展开交接工作时，中美之间也在悄悄发生一些变化，近期中美关系有阶段性缓和的迹象。作为中国的第三大贸易伙伴，中国 2020 年 1-11 月对美国出口 2.82 万亿元，增长 6.9%，2020 年国内经济持续良好修复，出口贸易作出了超预期的贡献。当前我国的贸易顺差也相应带来了更高的贸易摩擦风险，中美关系能否随着拜登的上台而有所缓和，发挥着至关重要的作用。

通过对拜登政治主张的梳理，我们归纳以下三点：

1. 拜登意在修复与传统盟友的关系，跨大西洋关系可能有所修复，但欧美之间的共同利益下降的趋势难以逆转，跨大西洋关系或难和好如初。
2. 拜登的对外政策将更加温和，支持自由贸易、支持 WTO 多变贸易体系，有望推动全球和区域贸易关系修复。
3. 对中国来说，无论谁当选，中美关系都将会是竞争大于合作，很难出现明显改善。所不同的是，两位候选人所采取的策略将有所差异，拜登明确反对贸易战，将更多采用现有国际规则与传统盟友共同施压中国；而特朗普当选则可能进一步升级贸易战，甚至加速中美的脱钩。从科技方面来看，两位候选人对科技的打压均会有所加强，特朗普更会选择直接封锁，拜登更倾向和中国开展科技竞争。

综合来看，随着拜登上台，中美关系有望迎来一段时间的缓和期，但长期的战略竞争关系难以扭转。拜登明确反对贸易战，将更多采用现有国际规则与传统盟友共同施压中国；从科技方面来看，拜登倾向于和中国开展科技竞争。中美双方通过努力做大双边合作，建立可靠的高官沟通管道，有效恢复中美双边投资协定、同华尔街和西海岸的科技企业之间建立起某种利益交换空间等措施，或将有效缓解中美之间敌对态度，实现共赢。

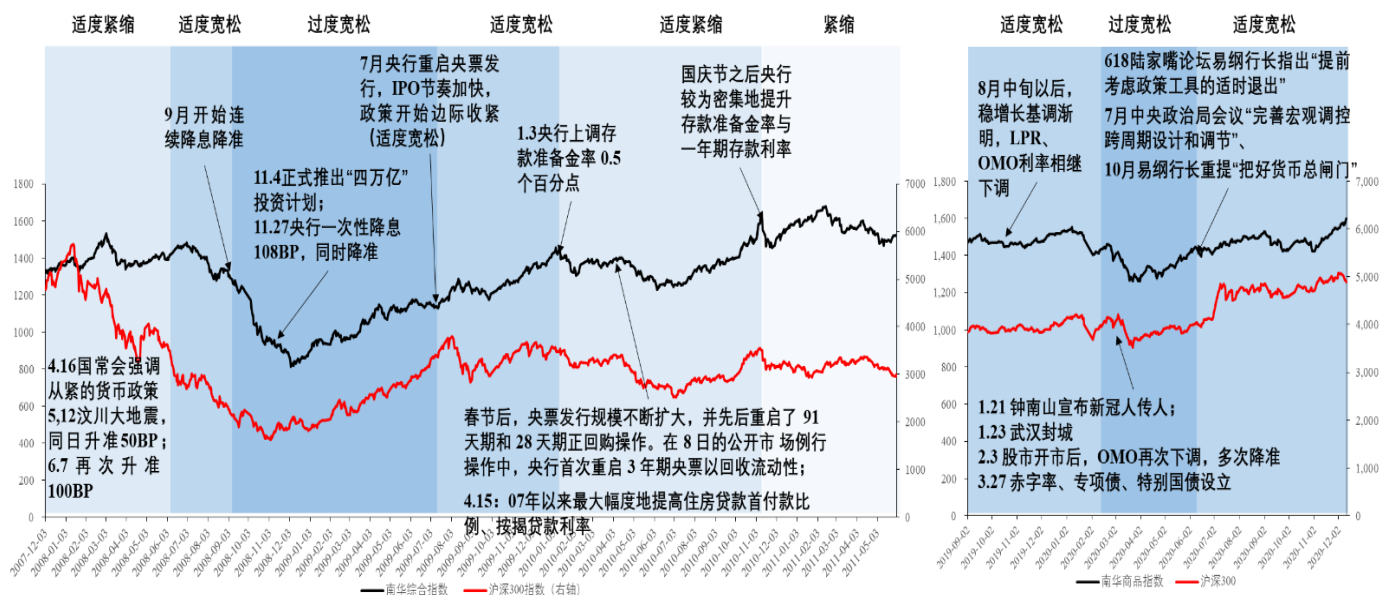
六、2021 年策略展望

通过对 2008-2011 年经济、政策各个阶段的具体剖析与对比，我们认为 2021 年一季度前政策环境将维持适度宽松，股市继续震荡走高，而商品表现强势；之后，二季度后随着通胀的走高，政策或进入适度紧缩周期，股市将陷入震荡，并可能出现调整，更多是结构性行情，而商品将持续有良好的表现。而一旦经济超预期增长，通胀大幅回升，那么政策环境可能进入紧缩周期，此时股市和商品将先后面临调整压力（这是主要的风险点）。

以史为鉴，2010 年正值金融危机后期，宏观政策边际趋紧，而 2010 年初的“春季躁动”经济增长预期比较强，该时期的“春季躁动”风格也以顺周期为主，春节后开盘，市场呈现震荡上行走势。

因此，我们建议积极布局 2021 年的春季躁动行情。回顾历史，“春季躁动行情”的风格特征和行业特征并不明显，当前处于政策红利和技术红利叠加的时期，A 股的主线依旧是科技+消费。策略上，我们依旧推荐大金融等顺周期板块、消费和科技等长期政策利多板块，IH 和 IF 可以继续持有；IC 具备政策和贴水优势，建议长期持有。

图 19：中国 2008 年和 2020 年货币政策与市场走势回顾



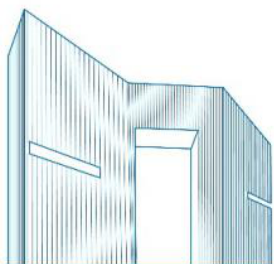
数据来源：国贸期货研究院&Wind

长期来看，我们对中长期 A 股的看法较为乐观。首先，2021 年经济将延续复苏的趋势，政治局提出的“需求侧改革”与“国际国内双循环”将成为经济增长的新动能，中央经济会议对于 2021 年的高质量发展、全面推

进改革、扩大内需等工作内容有了明确的部署，有望成为释放经济动能、改善市场结构的重要驱动；其次，市场所担心的政策收紧可能并不会很快到来，12 月中央经济工作会议强调了“明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”，当前国内经济尚未完全恢复，需要宏观政策上的连贯支持，政策过快转向可能将导致经济复苏节奏放缓，信用风险事件频发等问题。而且今年是十四五开局之年，也是建党 100 周年，“六稳+六保”仍是重心，适度宽松的政策环境仍然是有必要的；最后，海外多个国家开始接种疫苗，疫苗有望逐渐普及，加快结束疫情的蔓延，叠加海外宽松政策环境的持续，全球经济有望延续同步复苏。

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否



符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险 入市需谨慎

国贸投研小程序

专注期货，悦享资讯

7X24小时期货资讯，紧跟行情专业解读



长按二维码进入小程序