

二季度全球宏观经济展望

国信期货研究咨询部 顾琛

2021.04

目录

CONTENTS

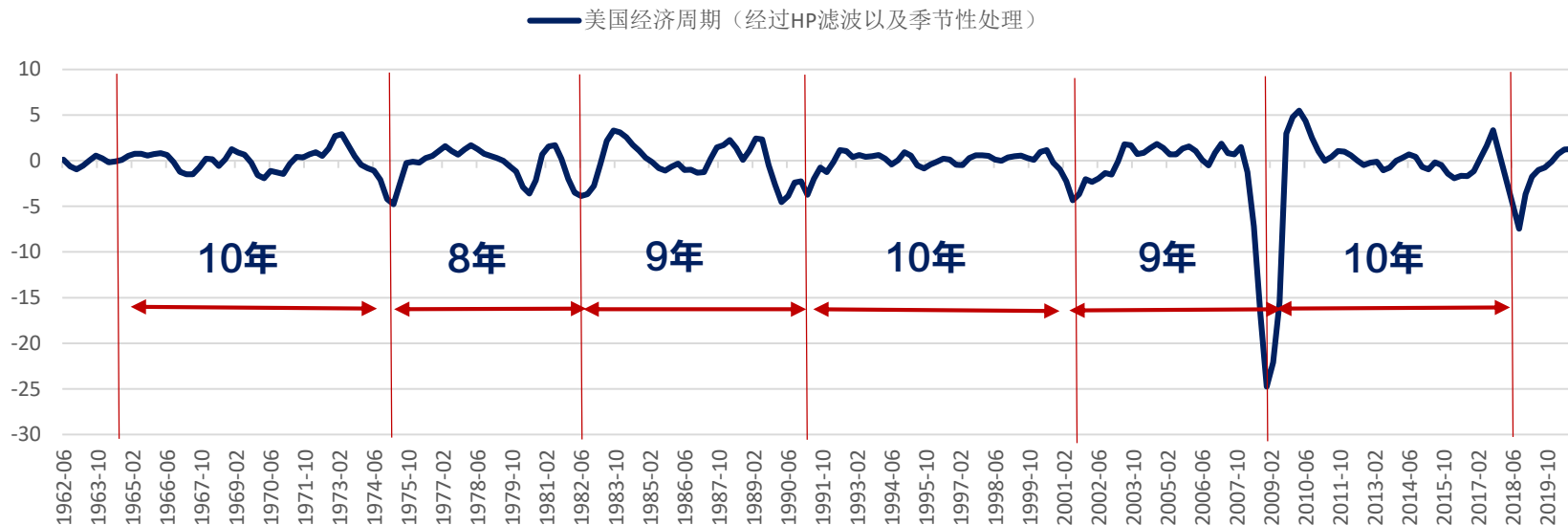
- ① 2021年美国二季度经济周期
- ② 2021年中国二季度经济周期
- ③ 2021年大宗商品二季度周期

Part1

第一部分

2021年美国经济周期

1.1 美国经济周期—或将走入产能扩张周期



自1962年至今，美国经历了6轮的朱格拉周期，并且在每一轮朱格拉周期中，都会经历三轮2-4年的库存周期，当前美国正处于第六轮朱格拉周期中第一轮库存周期的末端，这个时期的特点在于在产能周期修复到一定的阶段后，整体社会的产能利用率得到了一定程度的扩张，处于主动补库存的阶段，所以从美国朱格拉经济周期的特征来看，预计2021年美国经济周期处于修复后的扩张阶段。

美国企业的修复逻辑

观察美国经济修复逻辑的四大指标是：**社会库存+企业利润的情况+劳动力市场的情况+消费者信心**。这四个指标成立的逻辑是：社会需求的好坏将影响企业库存，库存和企业利润的密切相关性会影响到劳动力市场的兴衰，劳动力市场的好坏将直接影响雇员得到的工资并间接影响社会消费。所以一旦这四个指标出现明显改善，则代表美国经济或进入修复上升期。

社会库存

企业补库存的过程直接
影响企业的利润

企业利润修复

企业利润的修复情况影
响劳动力市场的兴衰

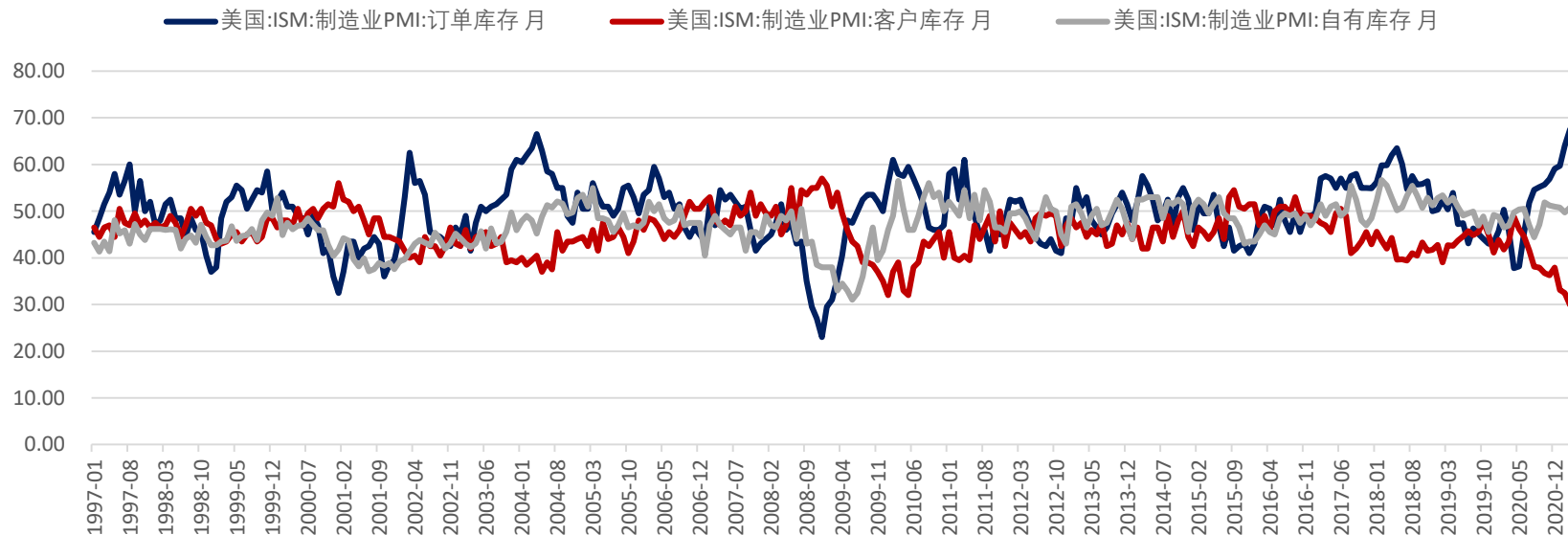
劳动力市场

劳动力市场的好坏直接
影响雇员得到的工资并
影响社会消费

消费者信心

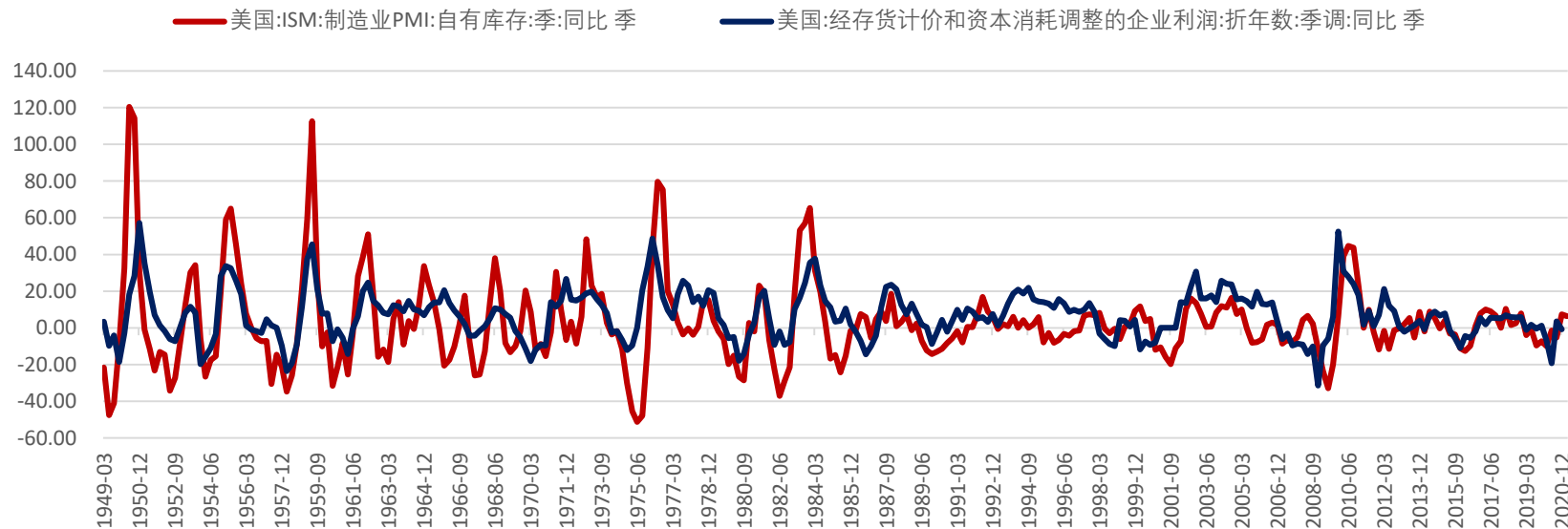
消费者信心直接影响社
会需求

1.3 从修复逻辑看美国经济的扩张周期—社会库存



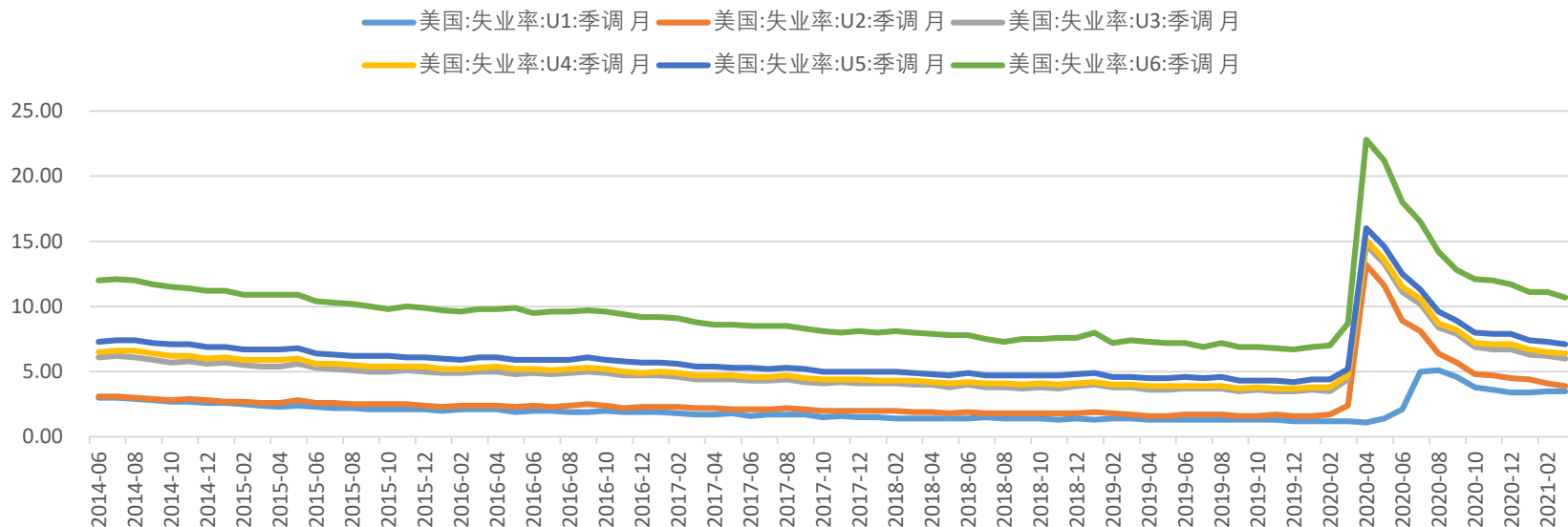
当前美国的社会库存以及库存销售比已经到达了2008年金融危机的低点。表明当前美国企业经历疫情的冲击后，上下游厂商的库存均出现了较为明显的回落，但是消费者的需求依然较为强劲，供给和需求出现了一定的错配，供小于求。所以我们预计随着美联储大规模刺激计划下信贷扩张周期的来临，美国企业或将迎来一轮主动补库存的周期，即商品价格的量价齐升。

1.4 从修复逻辑看美国经济的扩张周期—企业利润



从美国企业利润的角度来看，经过统计从1949年到现在，美国企业制造业库存大约领先于美国企业利润月1个季度左右。主要的逻辑是，由于需求好转，企业生产转向积极，产品价格和库存出现了同时的上升，企业利润也将得到一定的改善。当前看2020年末美国企业库存和利润都已经下行到了相对的低点，随着美国企业主动补库存周期的来临，预计美国企业利润或也将迎来一轮修复行情。

1.4 从修复逻辑看美国经济的扩张周期—劳动力市场



从美国当前的劳动力市场来看依然较为萎靡，根据美国劳工局网站公布的6档失业率来看，受疫情影响最大的是覆盖劳动力信息最广的U6。但值得注意的是，当前美国劳工部公布的失业率U3修复的速度快于U6，表明当前就业不足的情况较为严重，存在着部分想找工作，但是因为疫情和长期劳动市场的摩擦，却找不到的情况。这也比较符合当前由于疫情的原因部分服务业进行了裁员，但劳动力市场供给较为旺盛的现状。所以预计随着2021年疫情的好转以及疫苗的推出，被疫情抬升的失业率或将出现较为明显的下降。

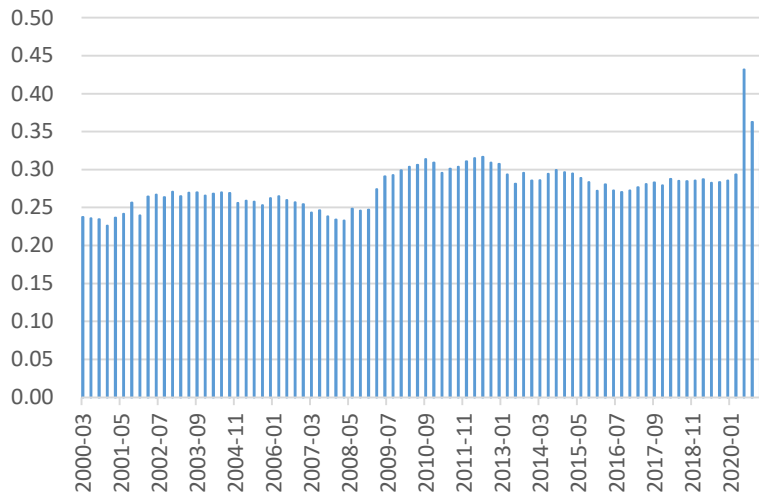
1.4 从修复逻辑看美国经济的扩张周期—消费者信心



国信期货
GUOSEN FUTURES

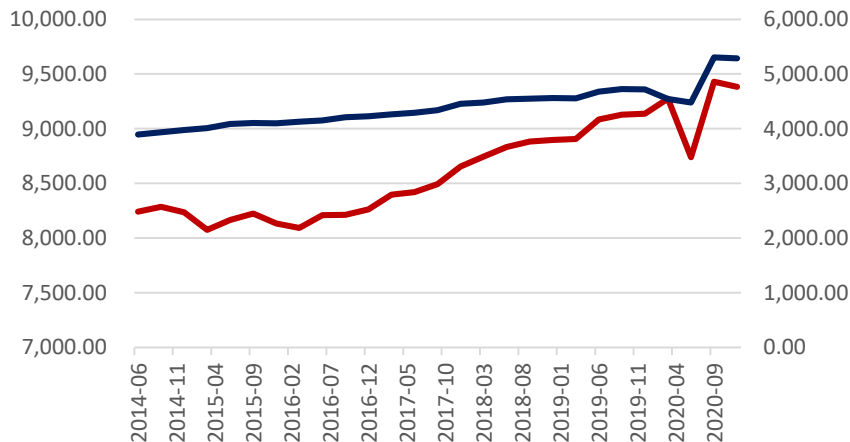
研究咨询部

■ 美国:私人储蓄总额:季调:/美国:个人可支配收入:季调:折年数 季



— 美国:现价:折年数:人均个人消费支出:商品:非耐用品:季调 季

— 美国:现价:折年数:人均个人消费支出:商品:耐用品:季调 季



从美国零售消费市场来看,从2020年3季度起,消费者支出开始超出市场预期,2020年四季度居民商品消费的支出占据消费者总支出的34%,创2008年以来的新高。并且有一个现象值得注意,美国一直是一个低利率以及低储蓄闻名的国家,在2020年前美国家庭储蓄率平均只有5%左右,但是2020年受到疫情的影响,在2020年4月份美国家庭储蓄率达到了33.7%,当前虽然恢复到23%,但这个数字也创了40年以来的新高。所以我们认为当前美国家庭较高的储蓄率也是支撑21年美国消费持续强劲的重要因素。

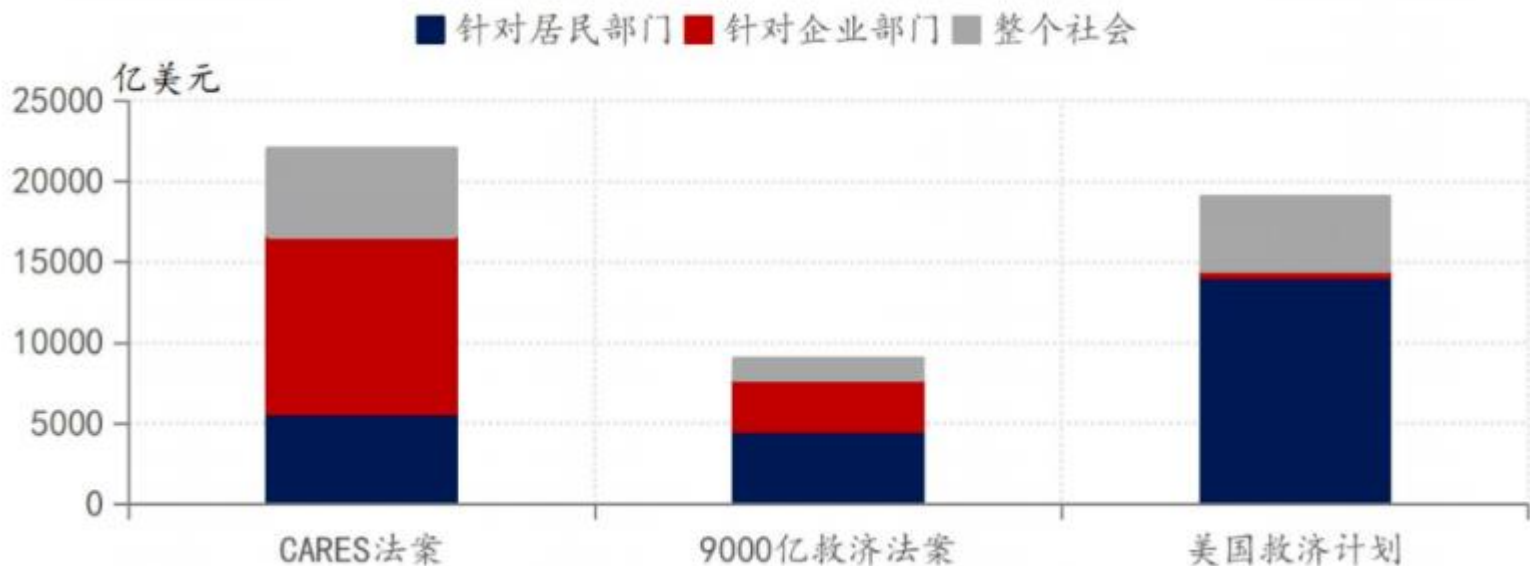
拜登财政计划需要了解的4件事一是什么

美国救助法案

时间	事件	价格
2020.3.6	防备和应对冠状病毒补充拨款法案	83亿（疫苗开发）
2020.3.18	家庭优先冠状病毒应对法案	1920亿美元（税收减免和免费试剂）
2020.3.27	CARES法案	2.2万亿美元（PPP,综合发放现金，为企业提供贷款）
2020.4.24	薪资保护计划和医疗保健增强法案	4840亿美元（cares的追加）
2020.12.27	9000亿新冠疫情救济法案	9000亿美元（综合性的救助，主要针对居民部门）
2021.1.4	美国救济计划	1.9万亿（第二大救助法案）

拜登财政计划需要了解的4件事—有什么特色

相较于之前2.2万亿更偏向于居民部门，对于企业的仅仅350亿美元



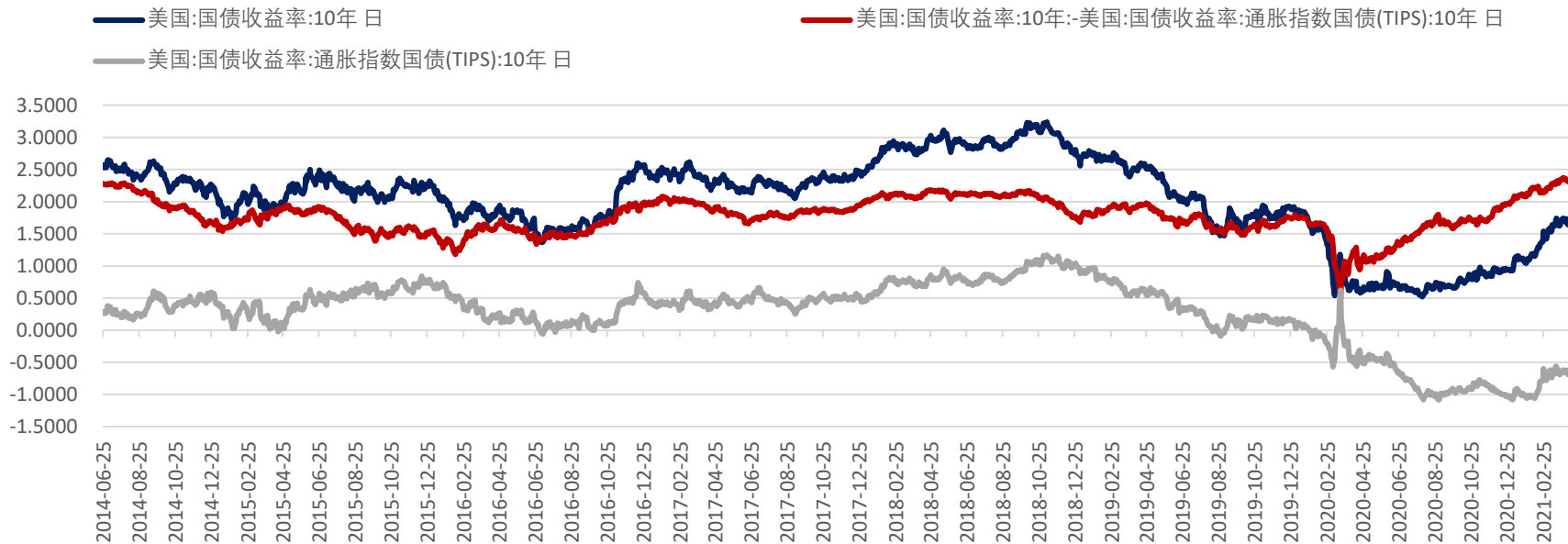
拜登财政计划需要了解的4件事—能带来什么

- 1、在两轮财政刺激下，今年美国个人总收入同比将再次经历一轮高速增长，预计全年美国个人总收入同比增速均值或达到7.9%。（2020年是7.8%，2019年是3.9%）
- 2、民主党横扫国会，刺激政策更快推行
- 4、对于消费的刺激需要看后续疫情，4月份的救助法案使得美国的储蓄率达到40年以来的高点36.4，美联储估计或将这轮刺激法案将储蓄率提高到45%，对于消费的刺激力度或将超过4月份。



二季度美债利率还会继续上涨吗

图：美债收益率



美债名义收益率=实际收益率+通胀预期

数据来源：Wind 国信期货整理

美债收益率上行的真实原因



国信期货
GUOSEN FUTURES

研究咨询部

图：美债收益率



所以我们认为，在当前美国实际利率和真实通胀并没有出现非常明显的回升的情况下，市场交易的是对于未来通胀的预期，此轮美债上行的过程中投机情绪对于美债利率的推动强于实体经济复苏进程。

数据来源：Wind 国信期货整理

短期回落的逻辑：

- 1、疫情后的经济刺激+1.9万亿经济刺激计划+3万亿基建
(目前来看没有更加多的预期，换句话说，当前预期已经打满了)
- 2、实际利率和通胀也没有出现进一步的上行



数据来源：Wind 国信期货整理

长期回升的逻辑：

1、经济刺激计划落地之后，利率上升是一个确定性的事件；美国经济进入修复扩张期，美债利率长期上行也将成为一个确定性的事件。

2、具体的时间点：2021年3季度

理由：考虑到疫情的演变和传播还存在一定的不确定性，根据当前美国疫苗接种的速度来判断，



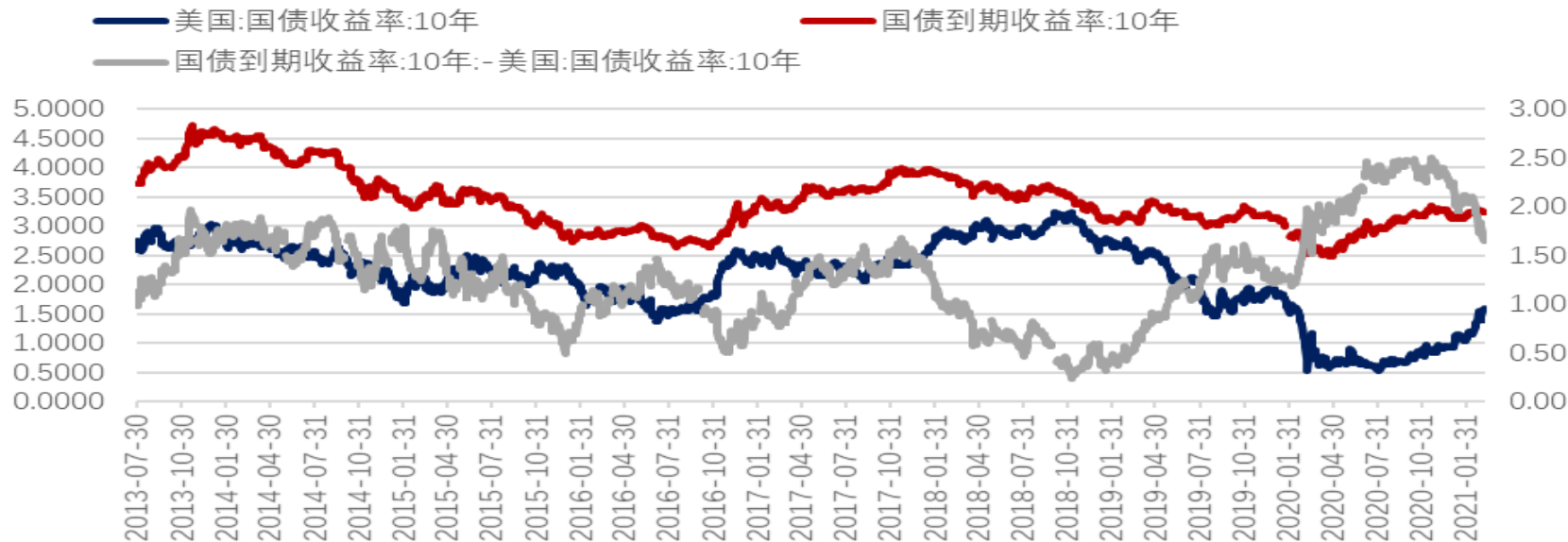
数据来源：Wind 国信期货整理

影响汇率的6个因素



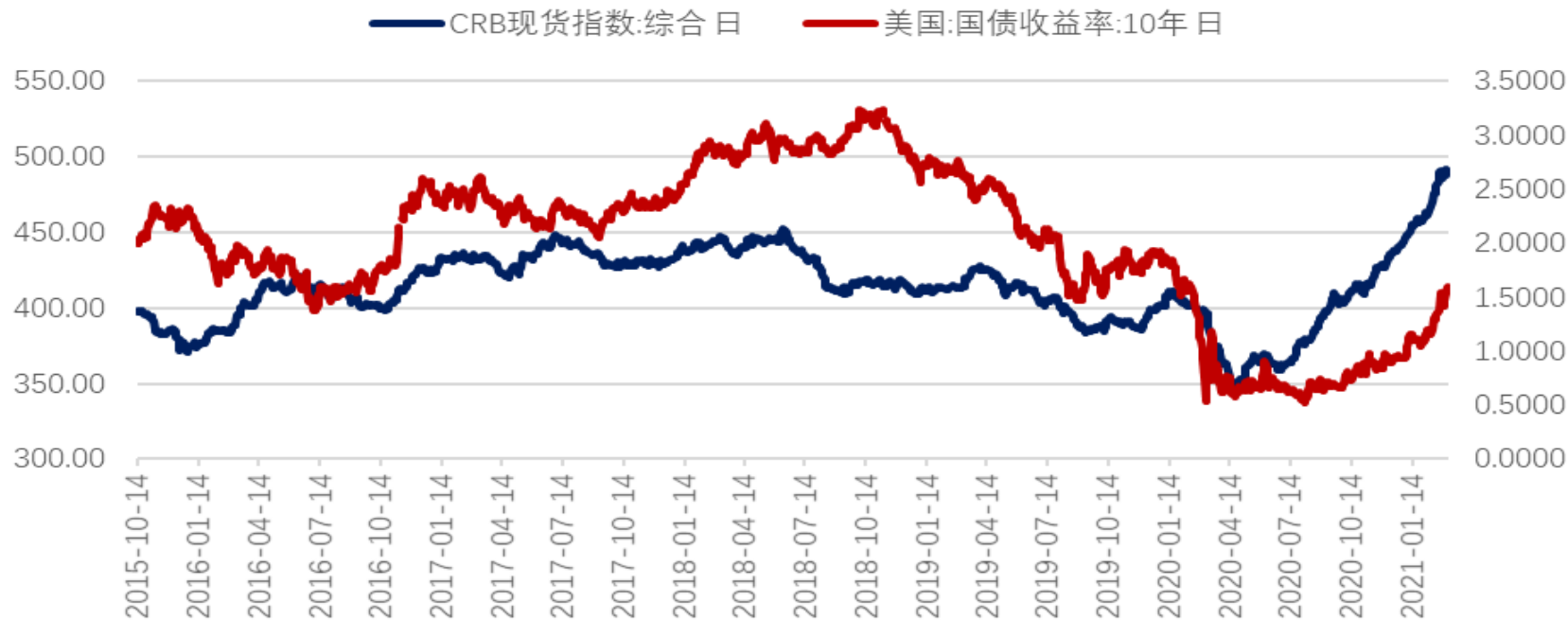
数据来源：WIND 国信期货

对于汇率的影响



当前中美利差已经从2020年265bp回落到165bp，回落幅度超过100bp，但是中美利差的舒适中枢在122bp左右。所以虽然当前中美利差出现了一定的回落，但是这个回落的幅度短期并不会对美元和人民币的汇率产生拐点性的影响。

3.1 美债收益率和大宗商品之间的关系



1.5 美国经济周期的结论

从长周期的角度来看：当前美国正处于第六轮朱格拉周期中第一轮库存周期的末端，这个时期的特点在于在产能周期修复到一定的阶段后，整体社会的产能利用率得到了一定程度的扩张

从企业产能修复的角度来看：通过观察美国经济修复的四个因素，虽然失业率受到疫情的影响暂时有所抬升，但是美国企业库存、企业利润和居民消费都出现了较为明显的扩张。所以我们认为2021年二季度美国经济或将迎来修复扩张的走势。

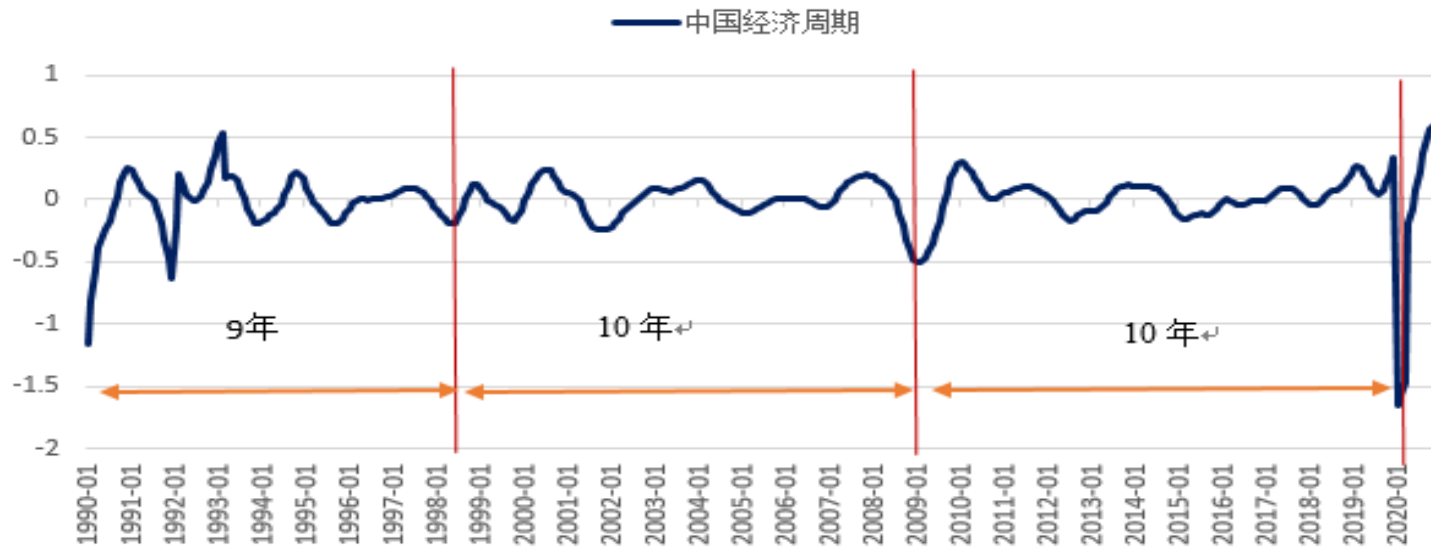
从美国国债收益率来看：此轮美债利率的上行主要是受到通胀预期的带动。在当前美国实际利率和真实通胀并没有出现非常明显的回升的情况下，市场交易的是对于未来通胀的预期，此轮美债上行的过程中投机情绪对于美债利率的推动强于实体经济复苏进程。短期来看市场对于未来利好的预期已经打满，在没有更多刺激的前提下，美债利率有回落的可能，长期来看美债利率还是有一定上行的空间，但考虑到疫情的演变和传播还存在一定的不确定性，根据当前美国疫苗接种的速度来判断，我们认为美债实际利率最早或将在2021年3季度左右出现进一步的回升。

Part2

第二部分

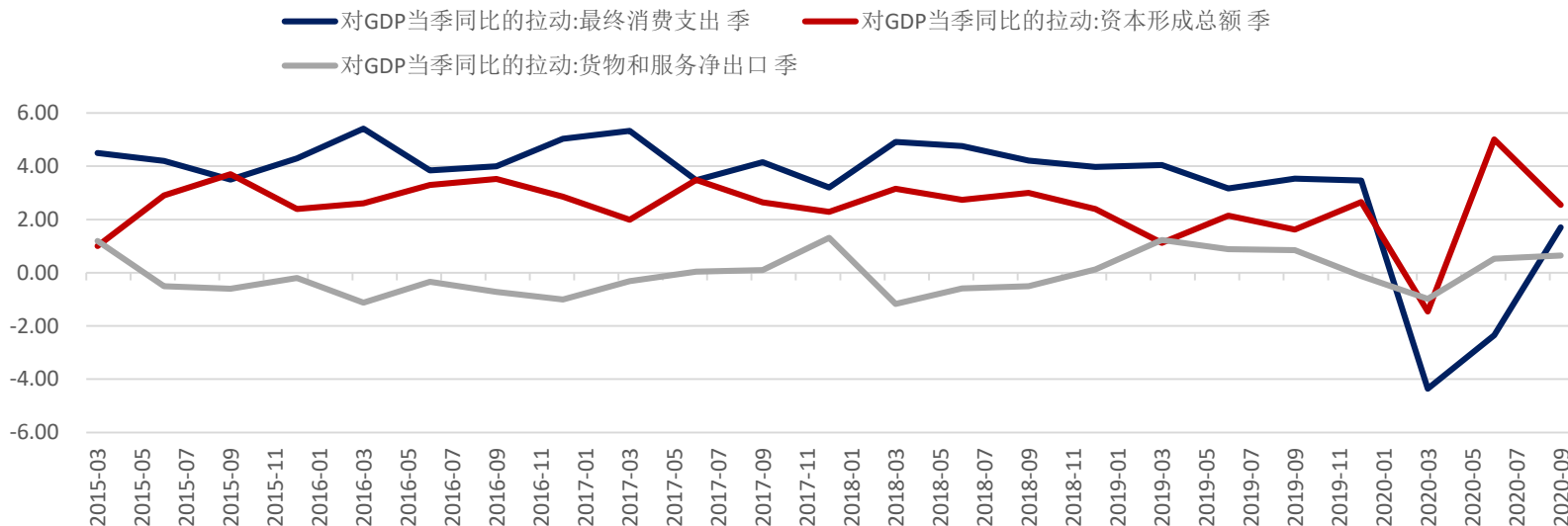
2021年二季度中国经济周期 (拉动经济的三驾马车)

2.1 中国经济周期—或将走入产能修复周期



从中国的长经济周期来看，当前中国正处于第四轮朱格拉周期的第一库存周期的起点。此轮周期从2020年1月左右开启，其特点是主要以需求恢复、价格恢复、产能利用率恢复为主。所以从这个角度来看，2021年中国经济大概率走的是产能修复的逻辑。

2.2 2021年从投资引导转向消费引导了吗？



我们发现2020年疫情期间经济的恢复主要还是靠投资和净出口拉动，这两项对于GDP的拉动已经超过了历史均值。但是值得注意的是，从2015年至今消费对于GDP的拉动的均值在4%左右，但当前消费对于GDP的拉动才恢复到1.75%左右，所以根据均值回归的理论，我们认为相较于投资以及进出口，2021年在消费拉动经济增速方面或有一些确定性的机会。



【政策目标】会议强调，要认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，保持宏观金融政策的连续性、稳定性和可持续性，执行好稳健的货币政策，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，促进经济平稳健康运行。**就业是最大的民生，宏观政策的首要目标是保就业和保市场主体。要保持物价基本稳定，特别是关注大宗商品价格走势。**要注重“放水养鱼”，助企纾困，更好激发微观市场主体活力。要始终坚持“两个毫不动摇”，大力支持民营和中小微企业健康发展。（资本市场）要坚持“建制度、不干预、零容忍”，继续加强资本市场基础制度建设，更好保护投资者利益，促进资本市场平稳健康发展。要坚定不移深化改革、扩大开放，加强国际合作，推动经济高质量发展。

重点：抑制大宗商品过快上涨



国信期货
GUOSEN FUTURES

背景：1、大宗商品确实出现了较快的上涨，2021年一季度，铜较2020年一季度均价上涨了39.2%，较2020年全年均价上涨28.7%；螺纹钢较2020年一季度均价上涨了31.5%，较2020年全年均价上涨24.7%。铁矿石期货较2020年一季度均价上涨了64.5%，较2020年全年均价上涨39.7%。

解读：大宗商品的过快上涨-----（原因）供需两端（弱美元+强原油+流动性泛滥/内外需求强）-----

- 1、有利于上游企业，但是会挤压中下游企业的利润
- 2、PPI的上涨会传导至生活用品的价格，推高通胀水平-----我们需要维持物价水平的基本稳定

两点解决方式：扩大供给+稳定货币

但是在扩大供给这一块，定价权在海外，同时碳中和和环保限产等举措对于大宗商品价格有一定的推高的作用

所以我们认为

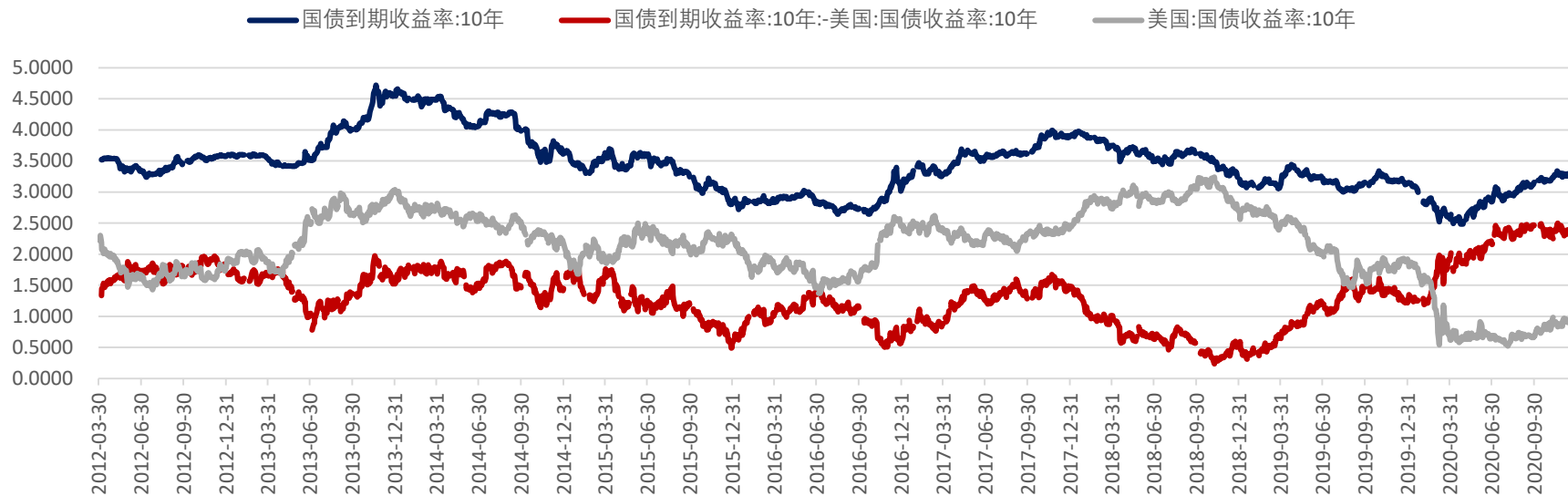
能够近期做到抑制大宗商品上涨的另外一个看得到的举措就是控制货币的稳定，这也印证了我们之前认为当前虽然没有出现去杠杆的明显举措，但是也是出现了明显的信贷收缩的迹象，那如果在货币端也开始收的话，对于市场流动性的影响还是较大的。

2.5 2021年人民币是否还能保持强势



数据来源：WIND 国信期货

2.5 2021年人民币是否还能保持强势



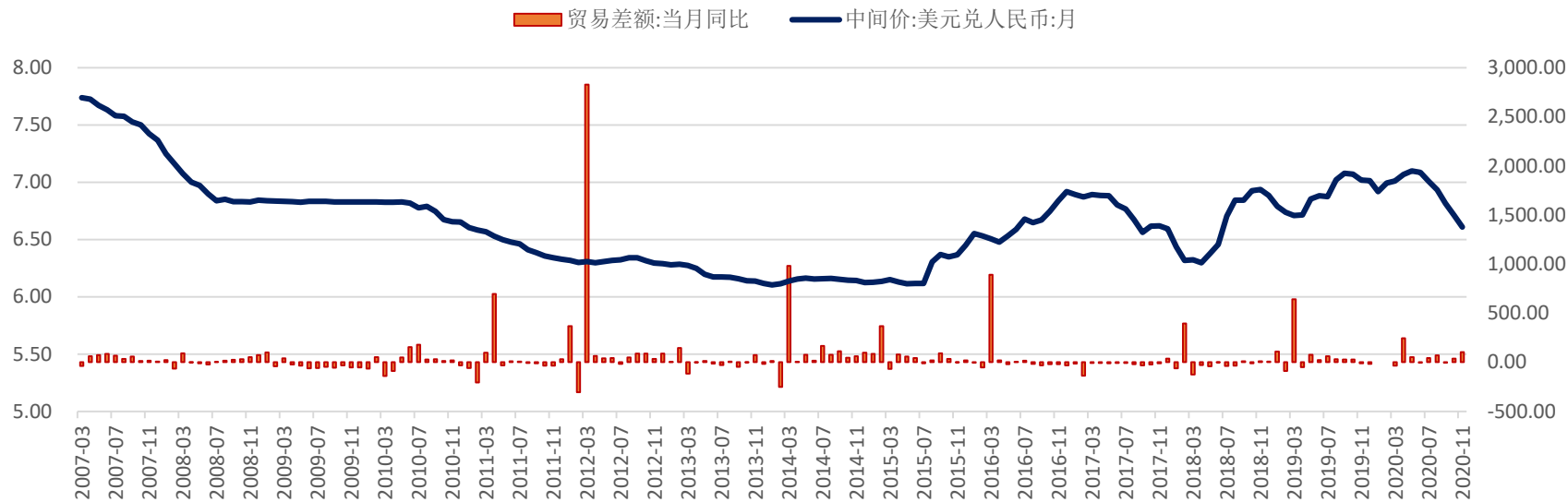
从中美利差的角度来看，美国十年期国债利率下行到了历史较低位0.949，，而中美10年国债利差走高至2.29，创了2007年以来的新高。由于一个国家利率水平的高低直接反应了该国借贷资本供求的情况，中美利差的波动也将直接影响外资的流动情况。由于当前中国利率长期高于美国利率的时候，中国金融资产的收益率会相应的高于美国，在这种情况下，中国金融资产的吸引力更高，外资短期内或将进入中国市场，并带来美元兑人民币汇率的升值。

2.5 2021年人民币是否还能保持强势



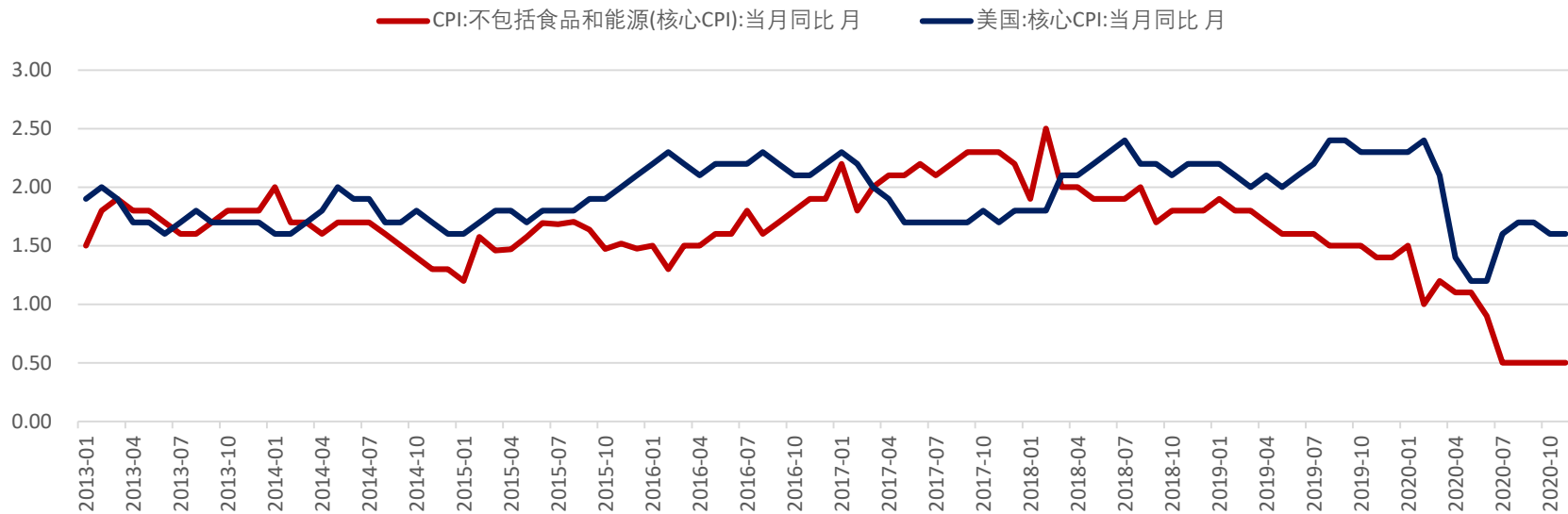
国信期货
GUOSEN FUTURES

研究咨询部



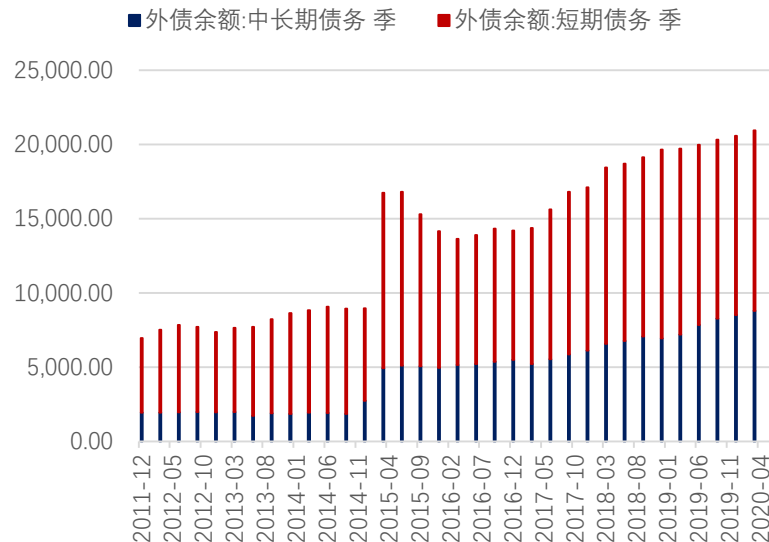
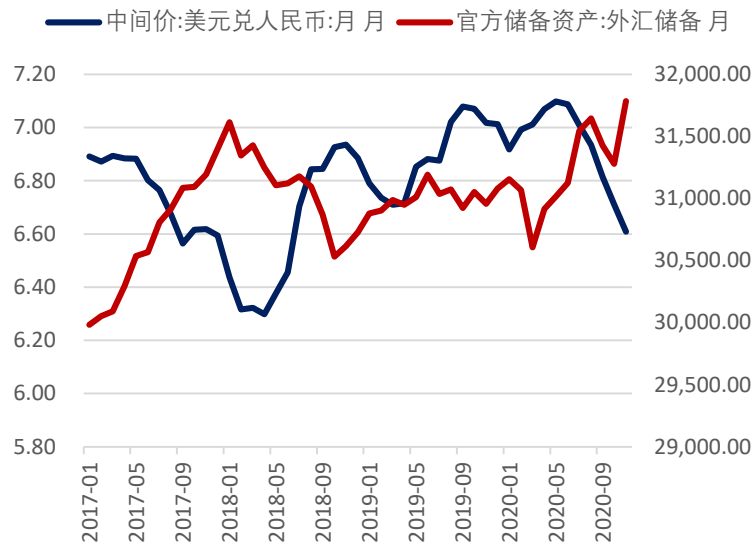
从2020年前三季度来看，受到疫情对于全球医疗系统冲击的影响，前三季度防疫物资出口总金额持续上升，外贸方面已经连续三个季度出现了贸易顺差。所以我国外汇市场会出现对于美元的供给增加，需求减少的情况，当美元的供给大于需求的时候，美元贬值，进一步为人民币汇率升值提供支持。

2.5 2021年人民币是否还能保持强势



由于中美货币政策的不同步，中国当前的核心通胀率低于美国，说明当前人民币代表的实际价格相较于美元更高，降低了中国在国际市场上的出口商品和劳务成本，增加了中国的外汇收入，推动人民币升值。而2021年大概率中美两国的货币和财政政策不会发生方向性的改变，核心通胀率的背离或将在2021年持续推动人民币的强势。

2.5 2021年人民币是否还能保持强势



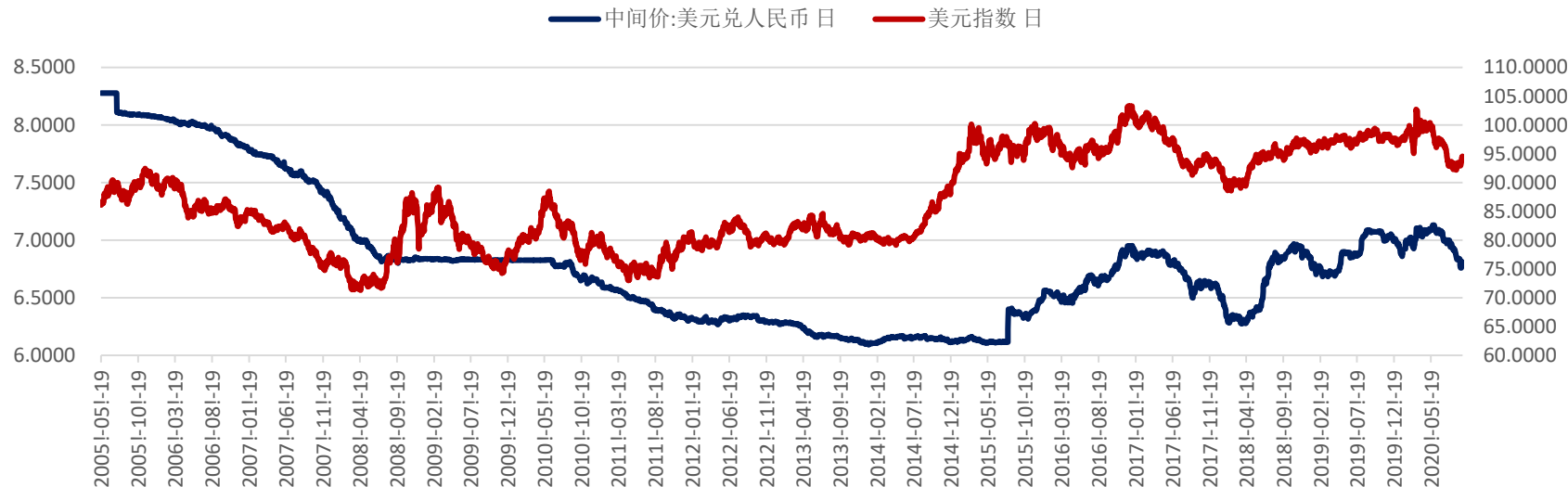
当前我国外汇储备充足，并且出现了持续上升的情况，在一定程度上支持人民币汇率的升值，增强了人民币汇率的稳定性。同时较高的外汇储备也意味着人民币资产的吸引力在增强，并且由于国内疫情控制的程度和经济恢复的程度较好，持续吸引外资进入中国市场，人民币资产逐步成为外资投资的“避风港”，同时我们也注意到近期银行代客结汇顺差持续扩大，也反映出了企业对于人民币汇率的预期较为稳定，进一步支撑人民币汇率的升值。

2.5 2021年人民币是否还能保持强势



国信期货
GUOSEN FUTURES

研究咨询部



外汇交易中心正式发布的CFETS人民币汇率指数，国际清算银行货币篮子（BIS）和国际货币基金组织SDR货币篮子。其中CFETS的美元权重22.4%，BIS中美元权重17.8%，SDR中美元权重46.85%。所以通过了解人民币汇率指数的构成，我们发现美元的走势对于人民币汇率来说至关重要。对于美元来说，当前美联储无上限的财政刺激计划以及非常规货币财政政策带来的负溢出效应，或将持续推动美元的贬值。这对于2021年人民币汇率的升值来说也增添了一份助力。

2.5 2021年人民币是否还能保持强势

从政策的角度来看：

- 1、中国央行和外管局再次将金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数回归中性，意在减少境内机构从境外融资，从而减轻资金流入压力。这也被市场视为人民币持续升值半年以来，监管层祭出缓和资本流入和人民币升势的最新举措。
- 2、易纲指出货币政策应该以币值稳定为主要目标），预计近期人民币汇率的涨势或将受到一定的压制，市场投机情绪或将受到一定的打压，提醒投资者注意汇率风险。
- 3、调降远期售汇风险准备金、811汇改后的创新工具，本质是通过调控银行的交易成本来间接调整结售汇行为。
- 4、调整CFETS汇率的权重，降低美元权重，提高欧元的权重



2.5 2021年人民币是否还能保持强势

- 1、核心因素或将改变：**疫情带来的中美货币政策不同步。**
- 2、参考政策发布的时间以及2018年中美贸易战时的汇率线，预计人民币汇率难以重现2020年的强势走势。



2.6 中国经济周期的结论

从长周期的角度来看：当前中国正处于第四轮朱格拉周期中第一轮库存周期的起点，其特点是主要以需求恢复、价格恢复、产能利用率恢复为主。所以从这个角度来看，2021年中国经济大概率走的是产能修复的逻辑。

从拉动经济的三驾马车的角度来看：消费的较为确定性复苏以及出口确定性的补库存，使得消费和出口或将成为2021年经济增长的主要支撑因素。

从外汇的角度来看：2021年人民币汇率或难以重现2020年的强势走势

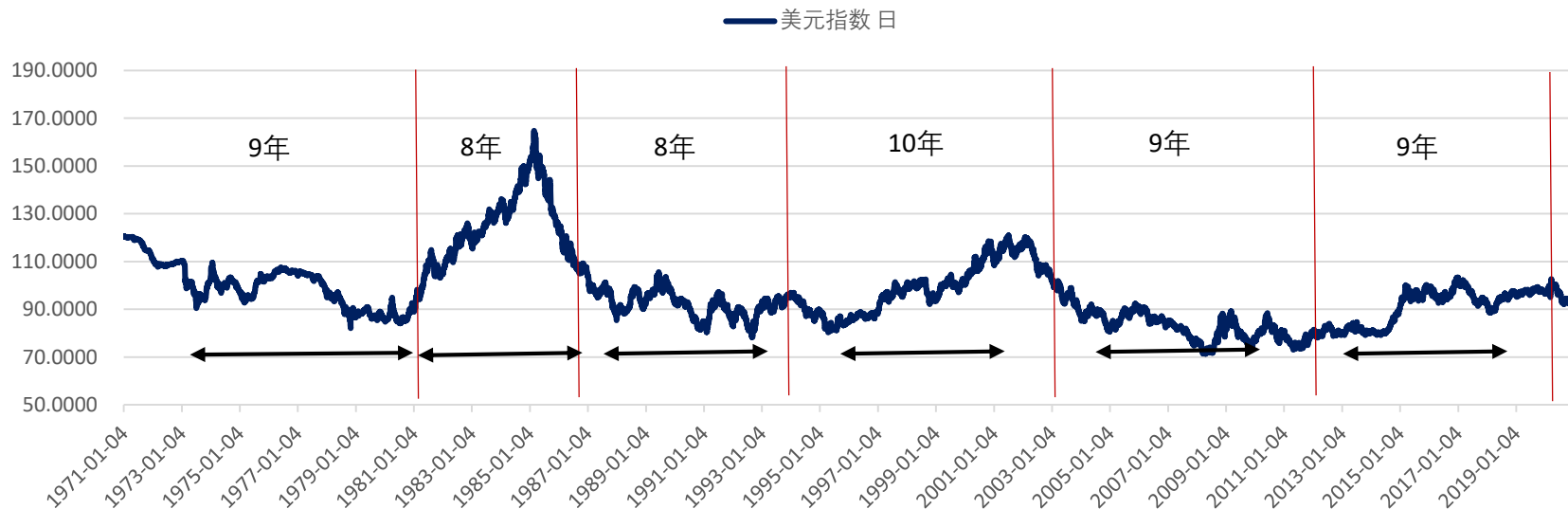


Part3

第三部分

大宗商品周期

美元自身长周期



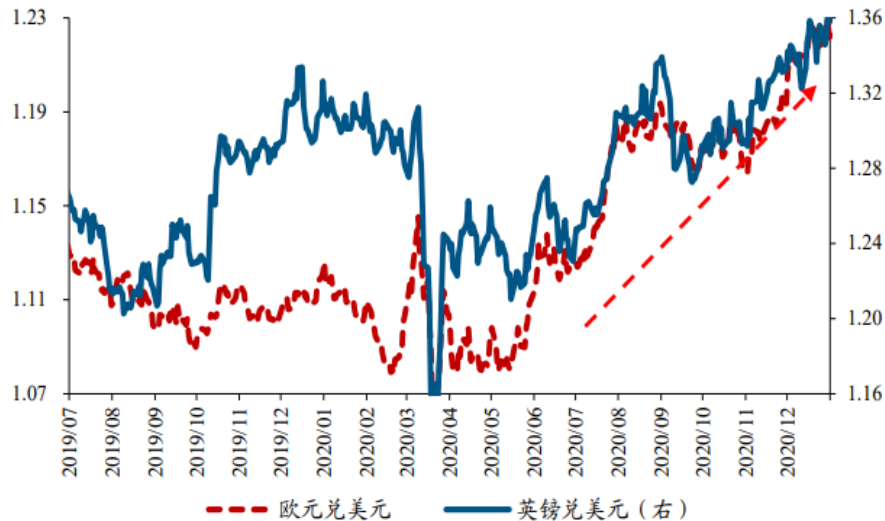
美元指数在2008–2009年同属于下行的趋势性行情，2008–2009年美元指数下行2.73%，2020年3月至今，美元指数跌了8.89%。

美元的长期弱势周期

图：2020年美元走势



图：2020年欧元和英镑走势



数据来源：WIND 开源证券 国信期货

图：2021年美元走势



图：2021年做空美元头寸减少



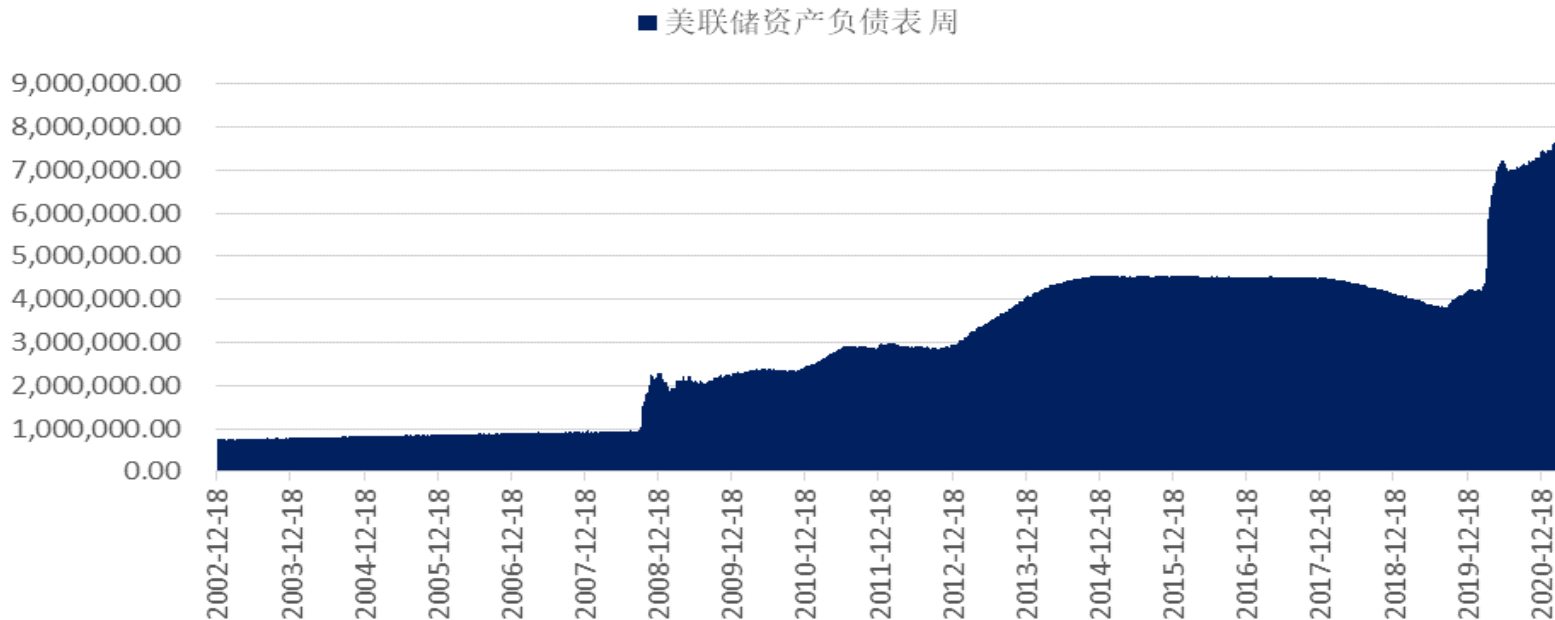
数据来源：WIND 开源证券 国信期货

美元的长期弱势周期

美联储救市措施总结	
时间	举动
2020.3.3	美联储降息0.5个百分点
2020.3.15	美联储降息0.75个百分点
2020.3.15	美联储将银行在贴现窗口的借贷利率下调1.5个百分点，并将银行存款准备金率下调至零
2020.3.17	美联储表示，将开始购买商业票据，或企业依赖的短期无担保债务，以获得经营性现金
2020.3.23	美联储宣布将购买所需数量的国债和抵押贷款支持证券，代表着美联储15日的7000亿美元的量化宽松升级成无上限的量化宽松政策
2020.3.25	美国参议院通过一项规模达2.2万亿美元的严重急性呼吸系统综合征冠状病毒2救助计划。
2020.4.9	美国联邦储备委员会宣布，将向美国各界提供总额2.3万亿美元的贷款
2020.4.11	美国财政部将补助美国主要航空企业250亿美元
2020.4.17	美国农业部推出190亿美元的食品援助计划，向受疫情影响的农民、农场主和农产品分销商提供帮助
2021.3.12	拜登签署1.9万亿美元经济救助计划法案

数据来源：WIND 国信期货

美元的长期弱势周期



数据来源：WIND 国信期货

美元反弹的真实原因



国信期货
GUOSEN FUTURES

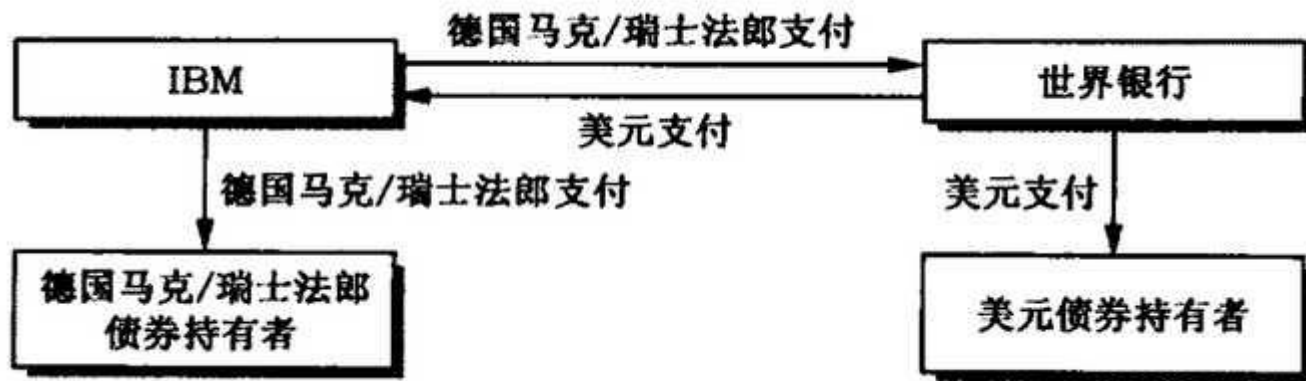


数据来源：WIND 国信期货

美元反弹的真实原因---全球中央银行采取协调活动

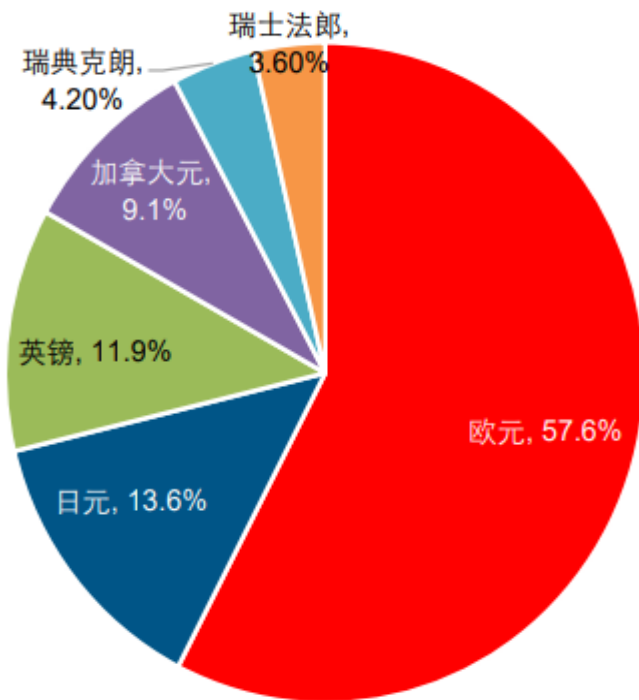
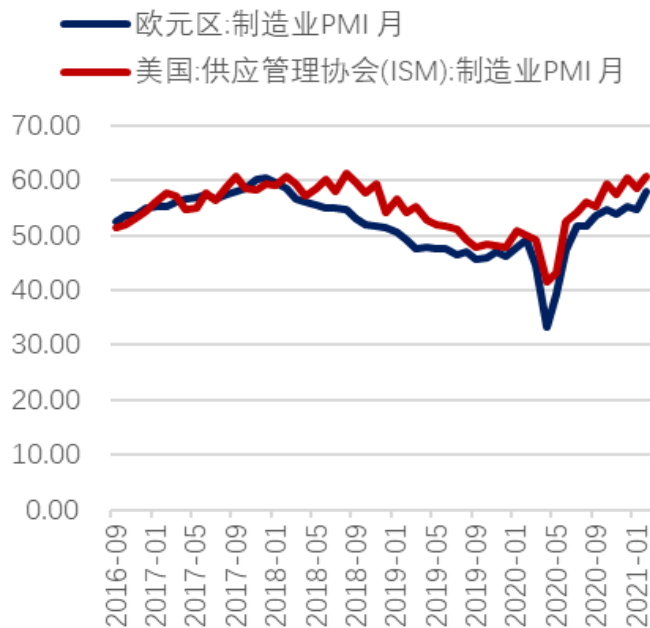


国信期货
GUOSEN FUTURES



数据来源：WIND 国信期货

美元反弹的真实原因—弱勢的欧元



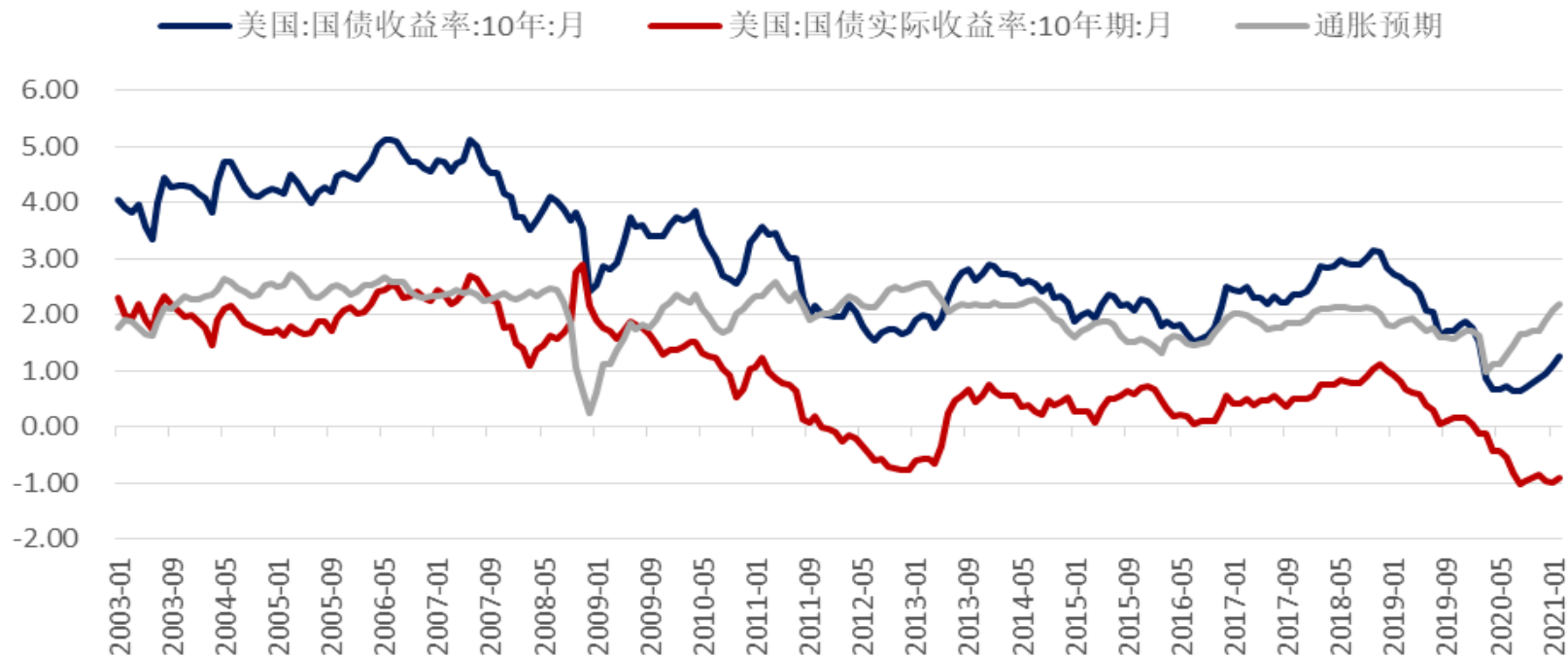
数据来源: WIND 国信期货

美元反弹的真实原因---弱势的欧元



数据来源: WIND 国信期货

美元反弹的真实原因---强势的美债



数据来源: WIND 国信期货

美元反弹的真实原因---地缘政治



数据来源：WIND 国信期货

美元反弹能持续吗—技术分析



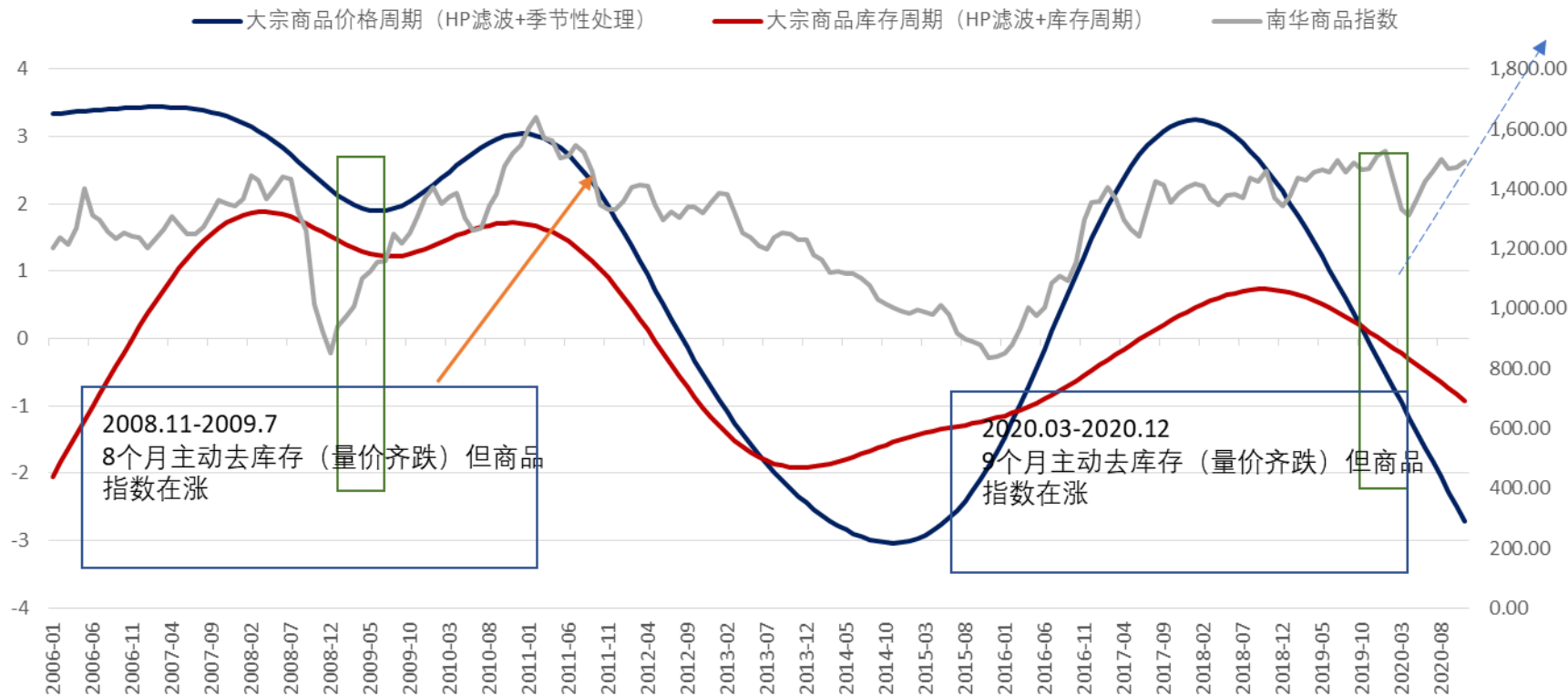
国信期货
GUOSEN FUTURES



历史上的金融危机后美元反弹的力度相比，1980年的亚洲金融风暴后美元反弹12%，1981年的拉丁美洲的金融风暴美元反弹24%，和2008年金融危机的18%相比，依然有一定的上升空间。

从上涨的理由来看，弱勢的欧元随着疫情的好转或将修复，难以持续，美债利率方面短期有回落的可能，并不能持久的支撑美元的反弹。当前需要更多的关注地缘政治的冲突，如果这些黑天鹅事件能被较为合理温和的化解，美元指数有回落的可能性。

3.1 当前大宗商品的宏观环境类似于2009年

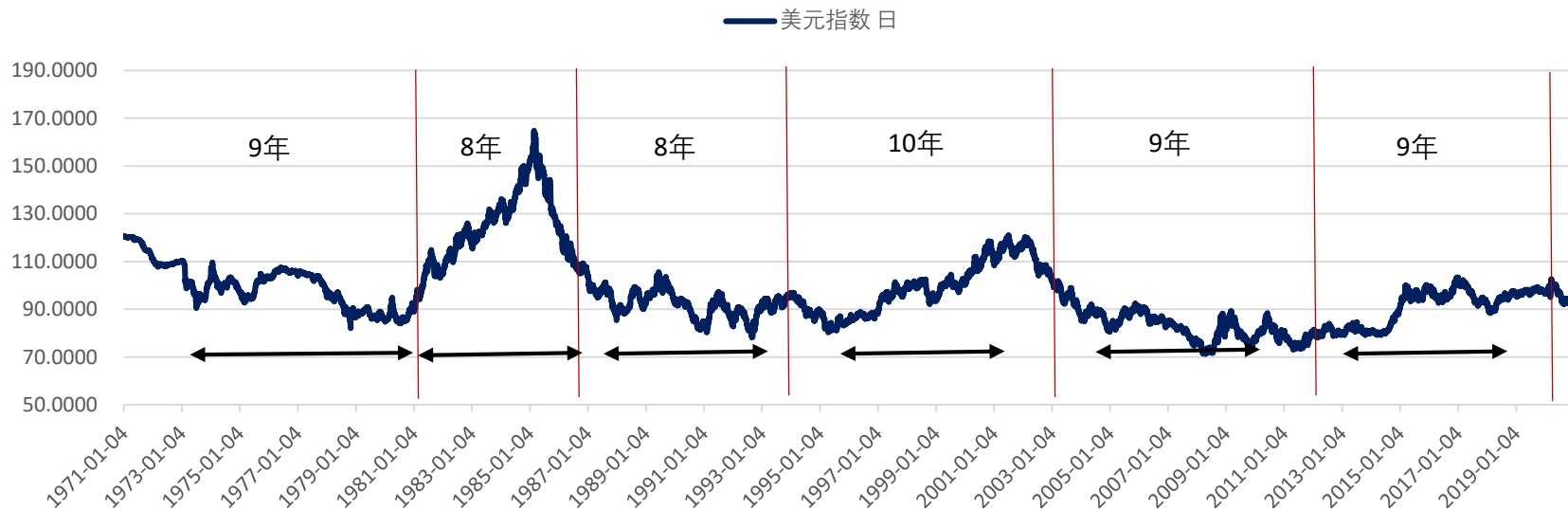


3.2 （充分条件）影响大宗商品上涨3个宏观因素进行拆解



国信期货
GUOSEN FUTURES

研究咨询部



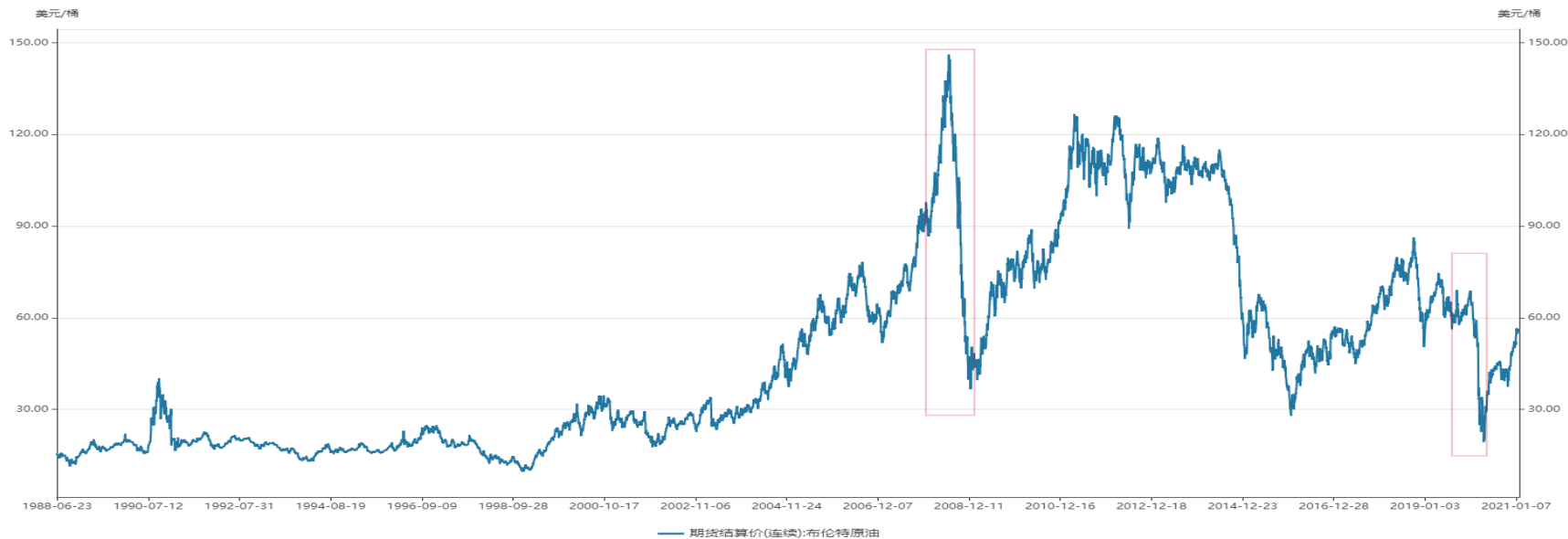
美元指数在2008-2009年同属于下行的趋势性行情，2008-2009年美元指数下行2.73%，2020年3月至今，美元指数跌了8.89%。

3.2 （充分条件）影响大宗商品上涨3个宏观因素进行拆解



国信期货
GUOSEN FUTURES

研究咨询部

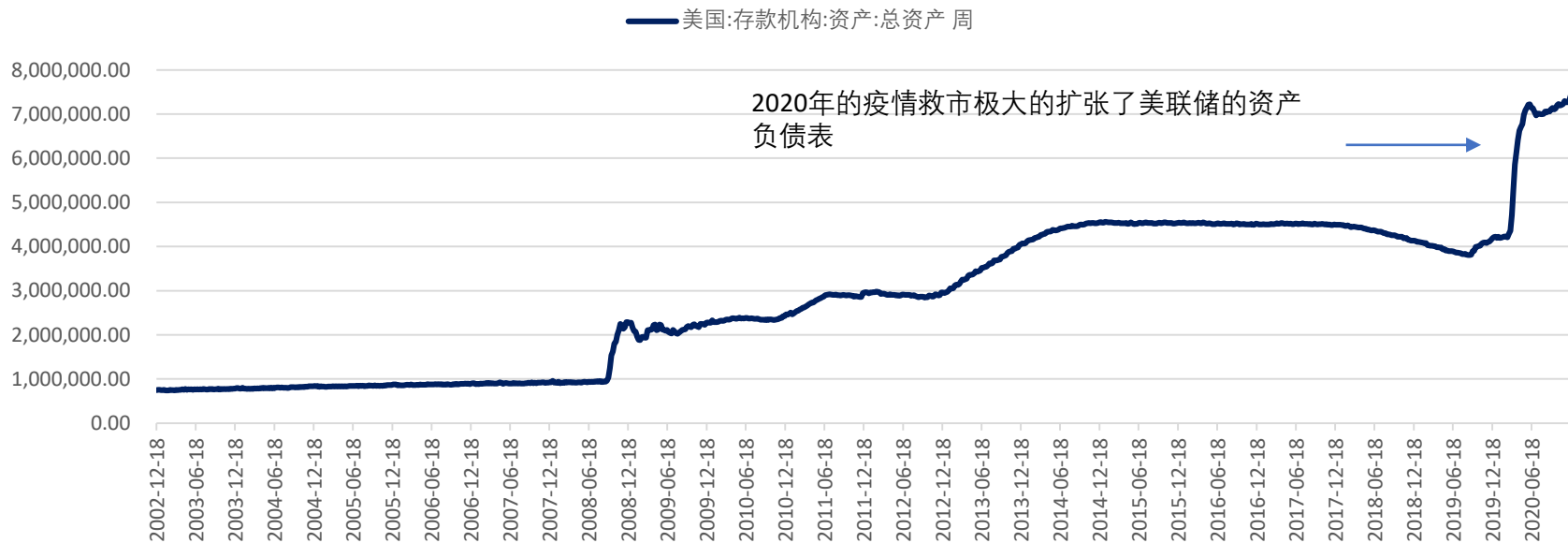


2018.6月-2019年1月 从134下跌至44美元，跌了67%，从44美元涨到122美元，涨幅达到了177%
2019年12月-2020年4月 从68美元跌到19美元，跌了72%

3.2（充分条件）影响大宗商品上涨3个宏观因素进行拆解

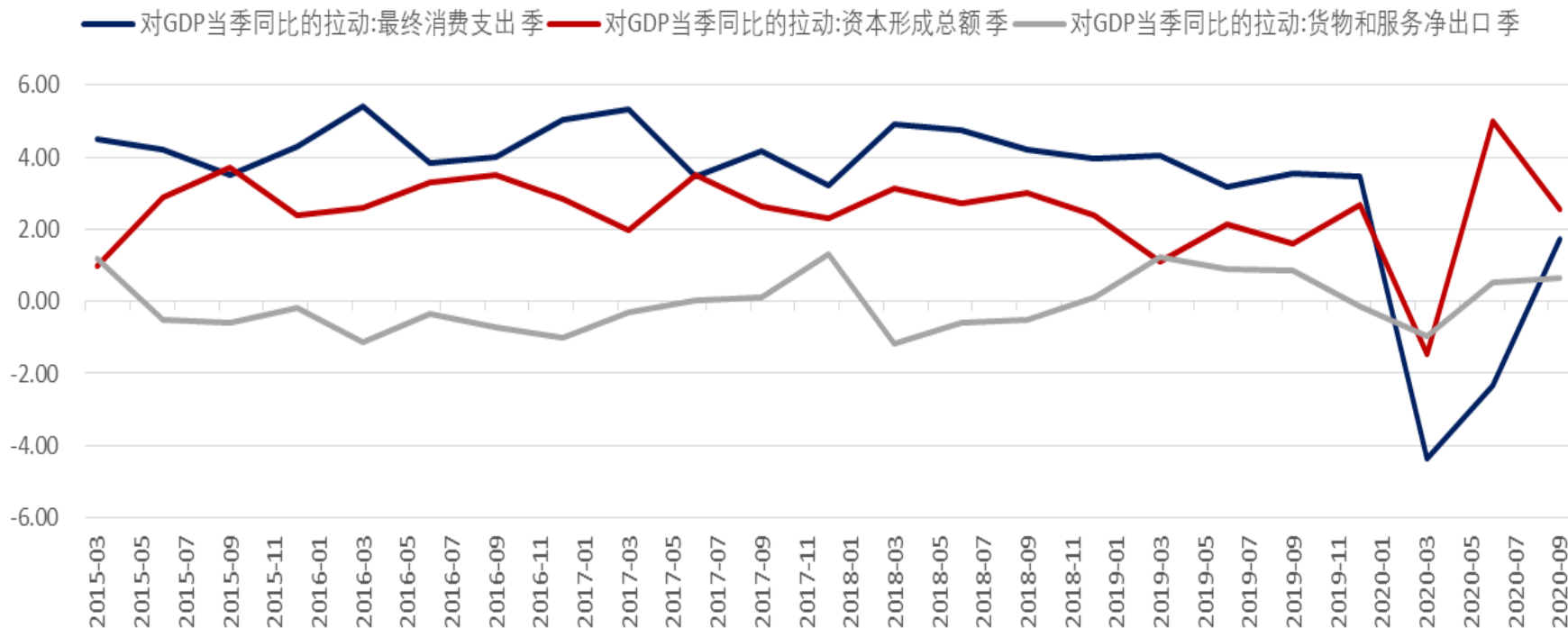
国信期货
GUOSEN FUTURES

研究咨询部

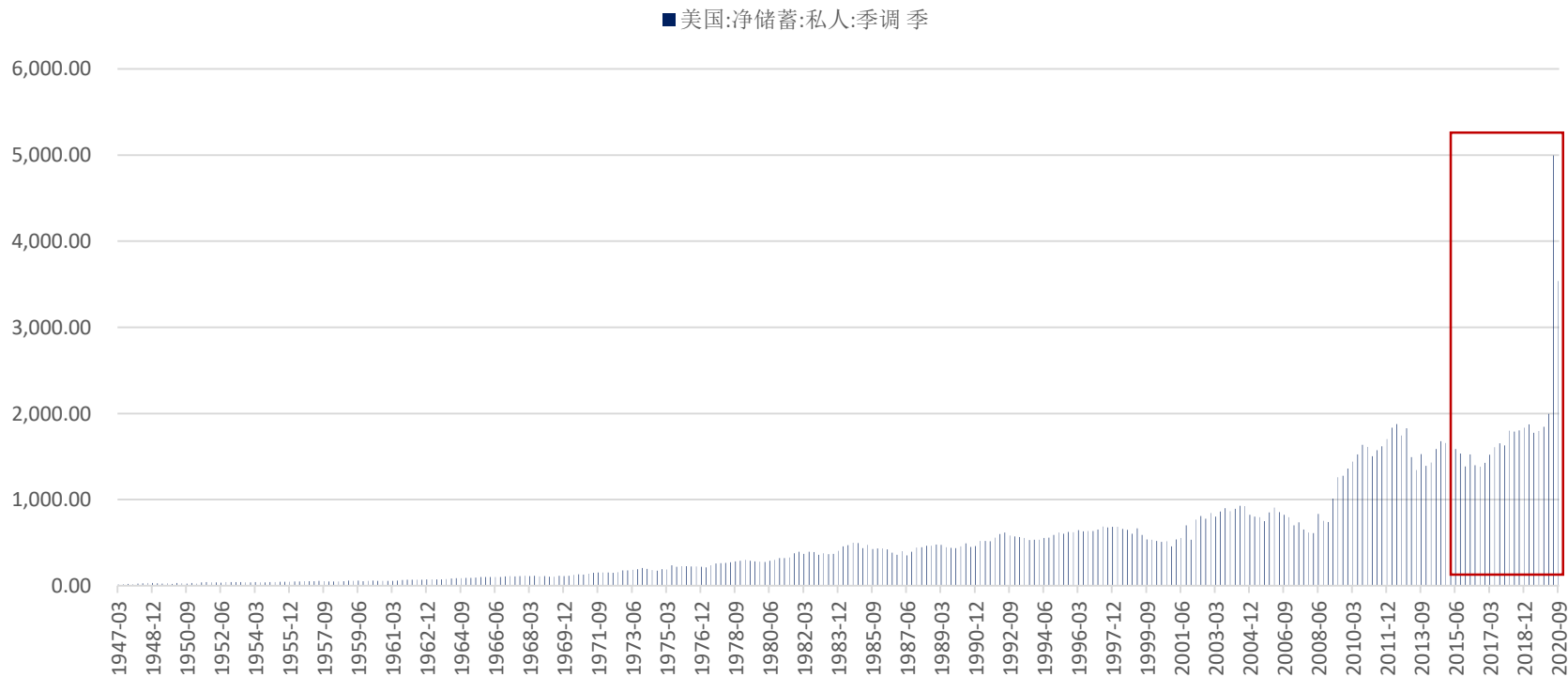


“”百废待兴“”----但流动性更充足

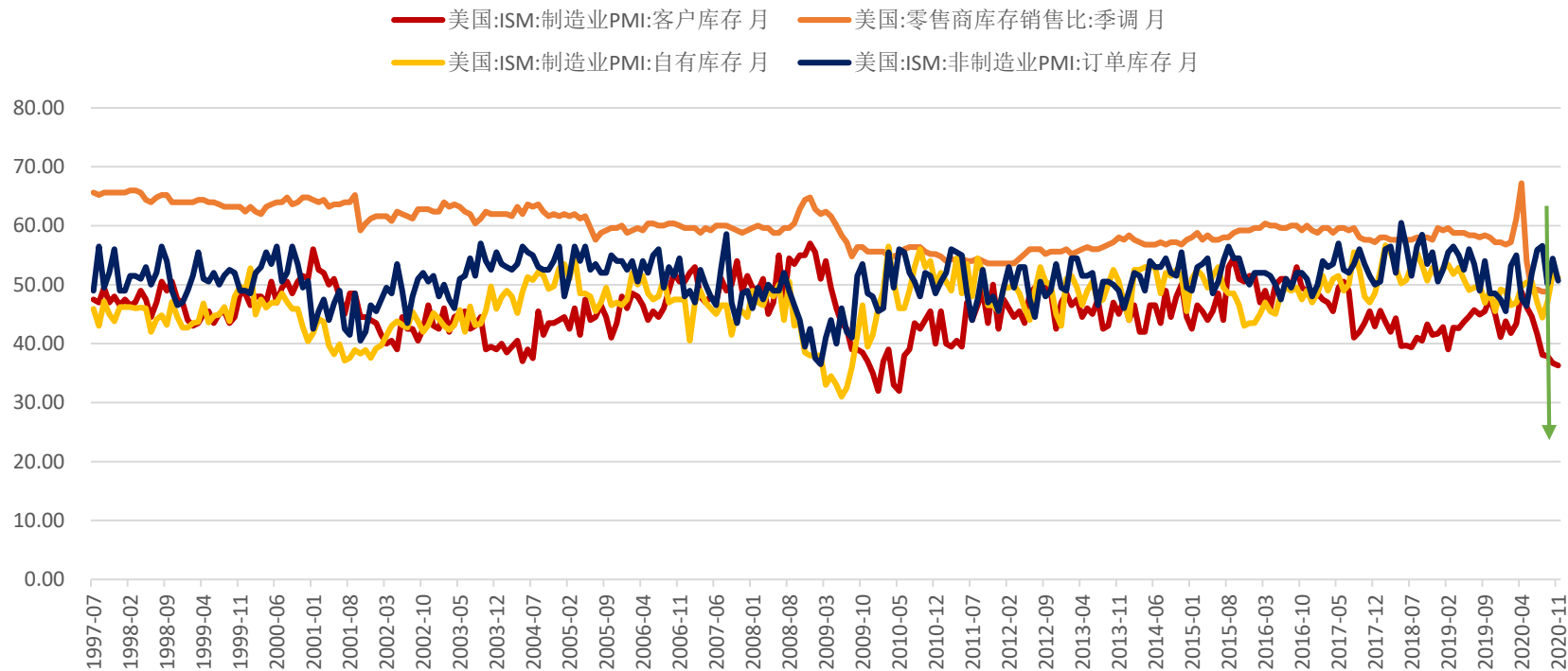
3.3 （必要条件）从需求的角度来看—内需



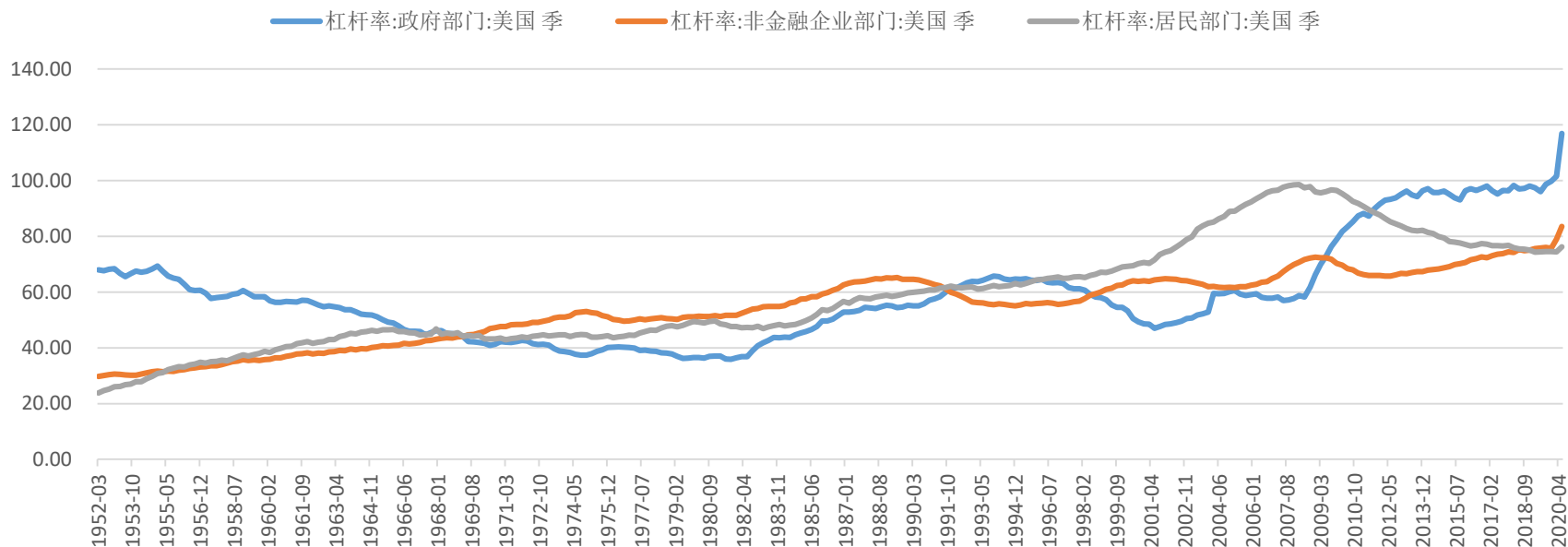
3.4 （必要条件）从需求的角度来看一外需



3.4 （必要条件）从需求的角度来看—外需

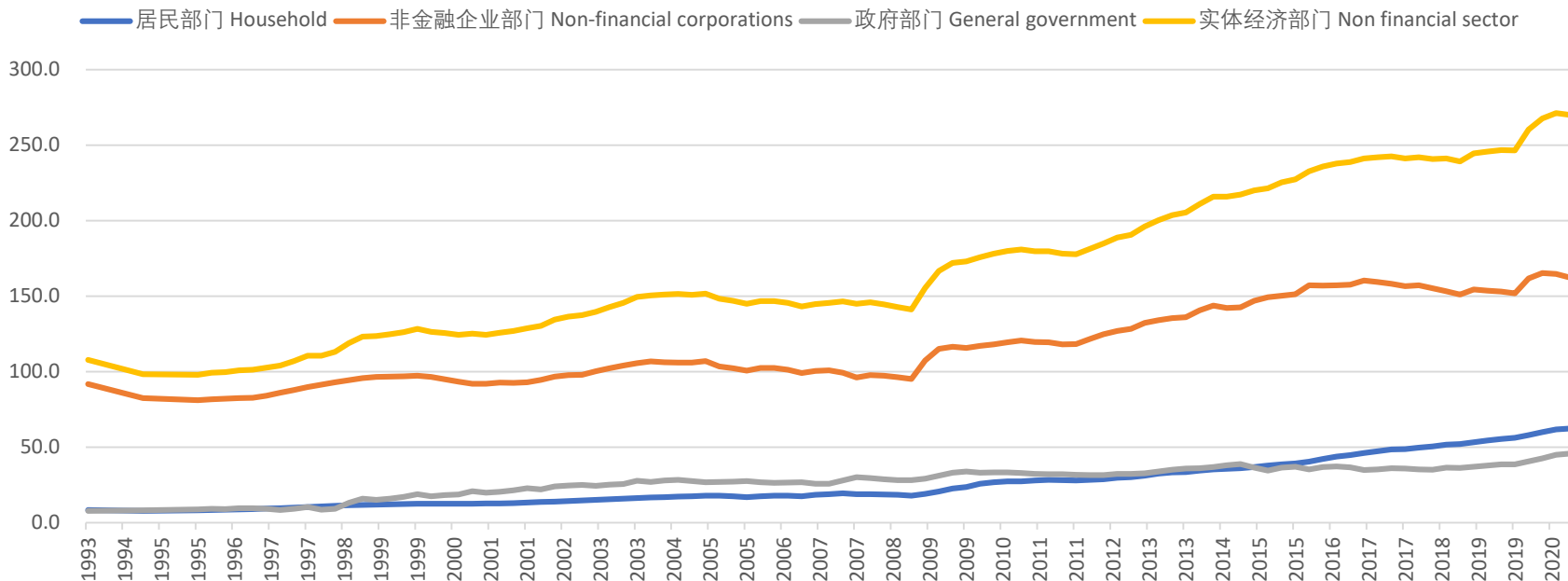


3.5 2021年会不会去杠杆



美国政府部门杠杆 116.9 非金融企业部门杠杆83.5，居民部门杠杆76.2

3.5 2021年会不会去杠杆



美国政府部门杠杆 116.9 非金融企业部门杠杆83.5 居民部门杠杆76.2
中国政府部门45.6 非金融企业部门**162.3** 居民部门杠杆62.2

当前中国的杠杆主要是加在非金融企业部门上

3.3 发达国家去金融部门杠杆的经验

1、美国：2004年至2008年期间，美国债券牛市为企业融资创造了良好的环境，美国非金融企业处于不断加杠杆的过程，并于2008年达到历史高点72.60%。2008年金融危机爆发后，美国房地产市场泡沫破裂，企业投资的房产价值下跌，企业大规模倒闭，银行不良贷款率于2009年攀升至最高点5%。为降低企业杠杆，美国让企业直接破产，金融机构的不良贷款率增加从而限制对企业贷款，非金融企业部门杠杆率从2009年的70.40%降低至2013年的67.1%。为缓解由于急速去杠杆带来的经济下滑压力，美国加大财政支出进行杠杆转移，政府部门杠杆从2009年的78.80%大幅提升至2013年的96.40%。

2、日本：上世纪80年代，日本迎来了战后第二次经济大发展，投机活动借此浪潮激增，非金融企业杠杆率迅速破百提高至1990年的141.60%。上世纪90年代初，日本泡沫破裂，土地股票价格大幅下跌，企业由于前期过度投资造成大量负债，难以偿付。但由于日本没有及时重组企业和银行，导致银行不得不对企业展期，企业杠杆率居高不下。企业债务积压、资不抵债，日本企业经营较长时间内没有出现实质性的改善，1994年起开始出现银行倒闭现象，非金融企业杠杆率才开始出现回落，于2004年下降至100.80%，至今仍在100%上下浮动。由于非金融企业杠杆率长期处于下降态势，日本经济发展也在长达20年间处于较低发展水平甚至呈现收缩态势。此外，非金融企业部门杠杆率没有大幅降低的背景下，日本政府部门杠杆率却逐步走高，截至2018年已达202.5%。

3.4 2021中国去杠杆的路径猜测以及影响

1、事件回顾：

从2017年去到2019年用了6年去了10%的杠杆，从160-151%

但是2020年由于疫情和债券暴雷等事件，盈利能力减弱，非金融部门杠杆用1年的时间又增长10%

2、中国在2017-2019年是如何去杠杆的

主要是2017年历时一年多货币+财政+监管“三紧”的金融条件收缩和债务处置意图引导债务周期向下运行。金融数据上的指标显示就是社融增速开始小于M2的增速（未来需要持续关注这个指标）

3、对于大宗商品和股市的影响：2017.4-2019.1 股市下跌了19.65%
2017.4-2019.1 大宗商品上涨了2.9%

1、充分条件：当前2020年大宗商品所处的宏观环境和2008点底相似，甚至培育大宗商品上涨的环境是好于2009年的

（美元+原油+货币政策）

2、必要条件：从需求角度来说，

内需：从三驾马车对于GDP的贡献率来说，内需方面有一个确定性的回升

外需：社会需求强劲，加上美国的储蓄率上升到历史最高，储蓄历史新高，库存历史新低，为未来的消费打下基础

3、所以总体来说，当前大宗商品上涨的充分和必要的条件都已经具备，预计大宗商品即将迎来一波较为确定性的上涨行情，但需要观察社融和M2这个指标，如果出现了比较明显的去杠杆的趋势，需要注意权益市场承压的风险。



1、从美国经济周期来看：美国正处于第一库存周期的末端，其特点是可能会出现适度的产能扩张并进入主动补库存的周期。通过观察美国经济复苏的四个指标，除了失业率暂时受到疫情的影响有所抬升，美国企业的库存周期、企业利润以及消费者信心都出现了较为明显的修复情况，预计2021年美国大概率走的将是稳步修复扩张的逻辑。长期来看美债利率还是有一定上行的空间，但考虑到疫情的演变和传播还存在一定的不确定性，根据当前美国疫苗接种的速度来判断，我们认为美债实际利率最早或将在2021年3季度左右出现进一步的回升。

2、从中国经济周期来看：当前中国正处于第一库存周期的起点，其特点是以需求恢复、价格恢复以及产能利用率恢复为主要特征。同时“需求侧改革”或将成为促进2021年经济修复的主要力量。从出口的角度来看，欧美确定性的补库存周期或将成为支撑2021年国内出口的一个确定性的因素。但值得注意的是，随着疫情的好转以及疫苗的推出，支撑人民币升值的核心因素或将改变，人民币汇率或难以重现2020年的强势走势。

3、从大宗商品经济周期来看：弱势的欧元随着疫情的好转或将修复，难以持续，美债利率方面短期有回落的可能，并不能持久的支撑美元的反弹。当前需要更多的关注地缘政治的冲突，如果这些黑天鹅事件能被较为合理温和的化解，美元指数有回落的可能性。展望2021年，大宗商品在经历了较长时间的主动去库存之后，随着国内“需求侧改革”带来的内需增长以及疫情之后外部需求的复苏，我们认为2021年大宗商品所处的宏观环境与2009年较为类似，或将迎来一轮主动补库存的上涨行情，2021年整体大宗商品价格或将维持强势。**但需要观察社融和M2这个指标，如果出现了比较明显的去杠杆的趋势，需要注意权益市场承压的风险。**



国信期货
GUOSEN FUTURES

研究咨询部

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，仅为投资者教育用途而准备，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对其所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

感谢观看

认识市场，认识自己，做理性投资人

分析师：顾琛

从业资格号：F3038154

电话：021-55007766

邮箱：15228@guosen.com.cn