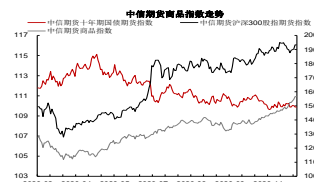


开局之年，顺水行舟

报告要点

预计 2021 年上半年国内大概率处于主动补库存阶段，下半年外部需求有望出现弹性增大。上半年重商品和周期，下半年重消费，长线依然关注高端制造。



摘要：

展望 2021 年，我们分别从宏观环境、库存周期、长线思维三个角度阐述了资产配置的整体逻辑。基于宏观杠杆率虽降但稳，政策基调不会急转弯的大背景，大类资产表现也将主要呈现结构性特征。预计 2021 年上半年国内大概率处于主动补库存阶段，下半年外部需求有望出现弹性增大。在长线思维的战略布局之下，我们认为：

- 上半年重点关注大宗商品获得库存周期的溢价支撑，多头重点关注化工、有色金属、煤炭，其次关注黑色金属、玻璃。
- 权益方面，上游资源板块会在上半年享受库存周期红利，长线布局仍是高端制造，重点关注新能源。同时可以上半年兼配纺织服装、家电、农业抵抗周期波动，下半年增配可选消费获得外部需求回暖溢价。而 TMT 行业的入场机会视外部环境变化而定，预计上半年要好于下半年。
- 黄金因为避险需求下降和通胀溢价空间中整体呈现震荡特征。债券市场也将在以稳为主的政策基调下区间震荡，收益率预计前高后低。
- 在美元指数前低后高预期下，人民币升值动力在上半年更强一些，下半年将以震荡略贬为主。

风险点：外部摩擦升级；疫情失控；内需拉动不及预期；政策迅速收紧。

资产配置研究团队

研究员：

张革

021-60812988

从业资格号：F3004355

投资咨询号：Z0010982

姜婧

021-60812990

从业资格号：F3018552

投资咨询号：Z0013315

联系人：

熊鹰

xiongying@citicsf.com

从业资格证：F3075662

张文

zhangwen@citicsf.com

从业资格证：F3077272

目 录

摘要:	1
一、 宏观政策环境回归常态	3
(一) “稳杠杆”是 2021 年宏观流动性的基调	3
(二) 信用环境预计中性偏紧	5
(三) 紧信用对大类资产的影响	7
二、 库存周期影响短期配置节奏	10
(一) 上游补库动力更强, 主动补库周期至少会持续至明年上半年	10
(二) 库存水温差异与资产估值水平定调配置重点	12
三、 节奏切换中不忘长线思维	16
(一) 内生动力: 中央经济会议进一步明确“创新、绿色、双循环、安全”的主线	16
(二) 外部环境: 疫情修复前提下, 关注下半年之后的外需变化	17
免责声明	18

图目录

图 1: 核心 CPI 尚处于低位	3
图 2: PPI 尚在负区间, 工业企业利润初转正	3
图 3: 2000 年至今, 几轮加杠杆的驱动部门	4
图 4: 居民杠杆率回落滞后于其他部门	4
图 5: 下半年非金融企业部门杠杆已经开始回落	4
图 6: 宏观杠杆率与库存周期明显负相关	5
图 7: 2020 年信贷规模大幅高于往年同期	5
图 8: 货币供应高位回落	5
图 9: 2020 年社融增速高于 GDP 增速	6
图 10: 2021 年社融增速-名义 GDP 增速料将缩小	6
图 11: 社融/GDP 与宏观杠杆率基本保持一致	6
图 12: 中性预计 2021 年社融增速在 11%-12%	6
图 13: 社融拐点领先利率拐点约半年到一年	7
图 14: 社融增速下降时, 股市大概率下跌。存在两个反例, 2015 年上半年和 2017 年。	8
图 15: 社融增速下降时期, 周期行业跌幅居前, 消费相对抗跌	8
图 16: 大宗商品与信贷环境关联度不显著, 相对来说, 黑色关联度更高, 化工影响偏小	9
图 17: 工业企业利润与社融的拐点较为一致	9
图 18: 供给侧改革之后商品走势与信贷背离	9
图 19: 产业链库存的划分更加精准对标到行业变化	11
图 20: 引入“在产库存”可以更加精准的把握企业的库存行为	12
图 21: 商品价格、行业指数与各行业库存相关系数绝对值大于 0.5 的个数	13
图 22: 重点行业的库存“水温”	14
图 23: 不同库存基期下商品价格已实现涨幅和未来周期可能延续时间对比	15
图 24: 不同库存基期下行业指数已实现涨幅和未来周期可能延续时间对比	15
图 25: 远景规划下的投资主线	16
图 26: 拜登施政节奏猜想与资产表现	17

一、宏观政策环境回归常态

（一）“稳杠杆”是 2021 年宏观流动性的基调

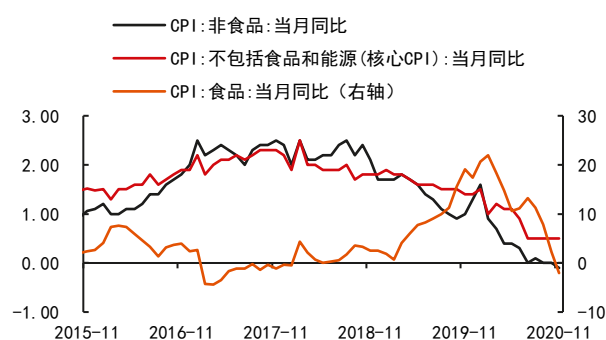
2020 年为应对疫情和支持经济复苏，我国宏观杠杆率上升至 270%，货币政策和信贷环境先后经历“宽货币+宽信用”和“紧货币+宽信用”两个阶段。央行在三季度货币政策执行报告中指出，“随着我国经济运行逐步恢复常态，宏观杠杆率有望趋于平稳”。

明年宏观政策回归常态，但不会大开大合，料将保持温和；宏观杠杆趋于“稳杠杆”，而不是“去杠杆”。今年中国经济维持反弹，除了疫情控制较好外，上半年靠的是供给侧快速修复，房地产高景气度带动相关产业链，下半年靠的是出口强势拉动和制造业复苏。

不过，内需尚未完全恢复而且明年经济仍有压力。11 月 CPI 和 PPI 都在负增长区间，尤其核心 CPI 还在历史低位。考虑疫苗开始上市，明年消费有望恢复，但今年疫情影响就业，进而传导至消费预期，对购买力的完全恢复还需时间。同时，展望明年投资端，地产政策稳定，“三道红线”融资受限，地产投资空间有限；基建逆周期功效减弱，财政赤字率将从 3.6% 的高位回落，向常态经济下的 3% 靠拢；制造业今年下半年保持高景气度，但工业企业利润转正增长不久，明年海外市场仍有竞争压力。经济仍在复苏阶段，还需政策维护。明年经济增长更多还需看需求侧的增量，12 月中央政治局会议首提“需求侧改革”、“我国经济运行逐步恢复常态，但新冠肺炎疫情和外部环境仍存在诸多不确定性，机遇与风险并存”。

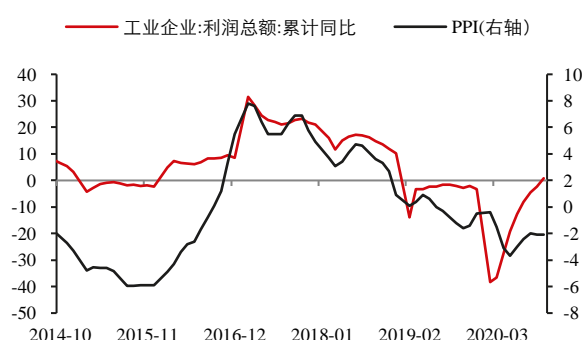
图1： 核心 CPI 尚处于低位

单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图2： PPI 尚在负区间，工业企业利润初转正 单位：%



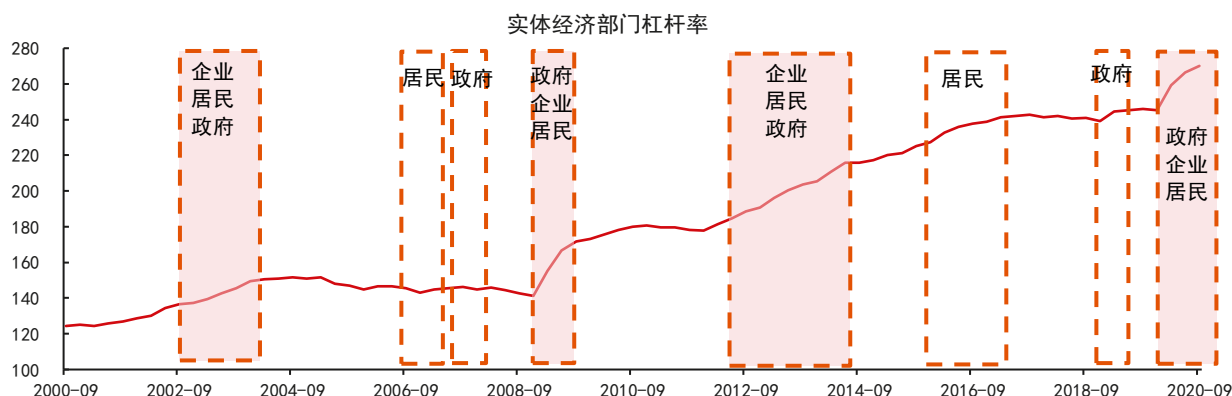
资料来源：Wind 中信期货研究部

回顾过去 20 年宏观杠杆率同比增速下降的时期，有两个规律，一是去杠杆时，企业反应最早，居民反应最慢，居民部门杠杆率回落的时间要显著滞后于其他部门 1-2 个季度。一方面可能是企业对信贷收缩更加敏感，另一方面可能也反映金融机构对信贷投放存在偏向。今年加杠杆的主力是政府部门，其次是居民部门，而非金融企业部门杠杆率下半年已经开始回落。居民部门加杠杆的主要背景是房地产。也就是说，即使明年宏观杠杆率开始下降，明年上半年房地产销售市场有望保持当前景气度。12 月中央政治局会议再提“促进房地产市场平稳健康发展”。

展”，房住不炒的大基调下，地产难有大繁荣，但中短期的景气度还是有望保持。长期看，住房以人为本，地产与人口趋势挂钩，一二线与三四线城市可能继续分化。

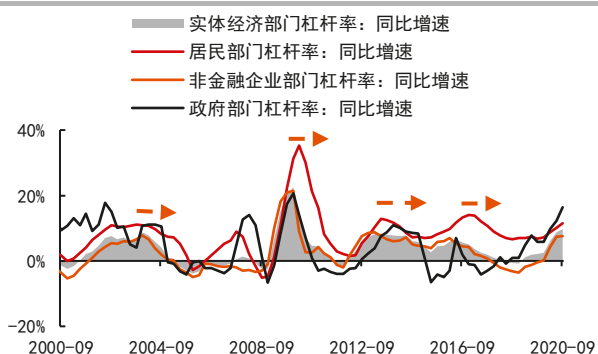
二是宏观杠杆率的变化与工业企业库存变化呈现显著负相关，即宏观杠杆率下降时，工业企业进入补库阶段。宏观杠杆大幅提升的时期往往是经济阶段性的底部，例如 2001 年、2009 年、2012 年，加杠杆的时间一般一年左右。由于库存是价格和利润的滞后项，去杠杆的早期经济已有起色，企业主动补库存，去杠杆的后期经济开始承压，企业被动补库存。今年宏观加杠杆的效果正在逐步呈现，需求回暖预期从制造业下游向上游传导，工业企业利润增速已经由负转正，预计明年将进入补库周期。

图3： 2000 年至今，几轮加杠杆的驱动部门



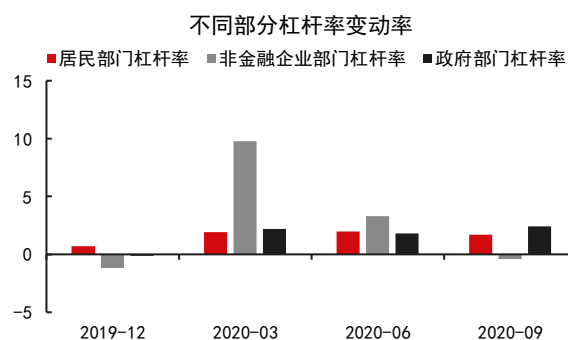
资料来源：中信期货研究部

图4： 居民杠杆率回落滞后于其他部门 单位：%



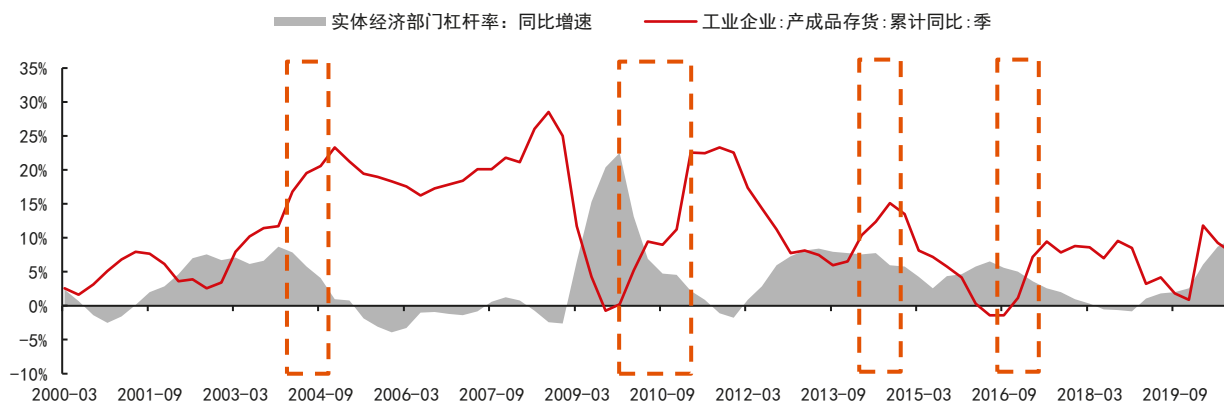
资料来源：Wind 中信期货研究部

图5： 下半年非金融企业部门杠杆已经开始回落 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图6： 宏观杠杆率与库存周期明显负相关



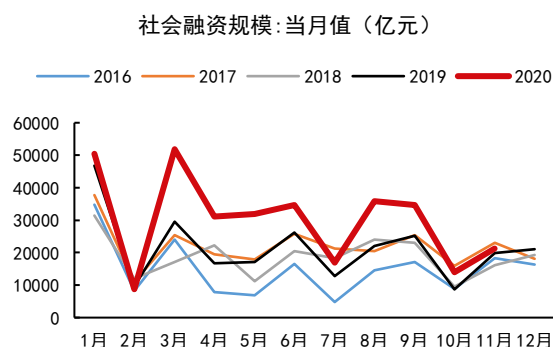
资料来源：中信期货研究部

（二）信用环境预计中性偏紧

“稳杠杆”可以从分子（债务）和分母（经济增速）两个方面理解。一方面，明年经济回归正轨，疫苗陆续上市将降低疫情对经济的影响，全球经济共振叠加2020年低基数效应，宏观杠杆的分母端GDP有望录得高增长，压低杠杆率。另一方面，稳杠杆还需要对分子端信用环境进行控制。

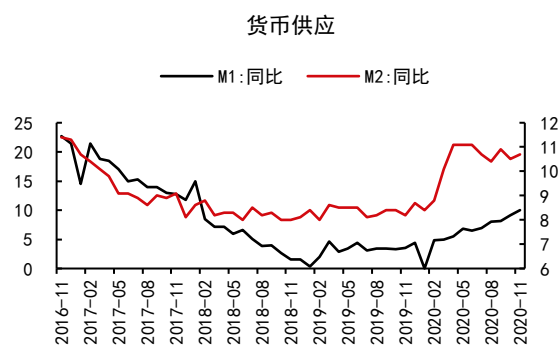
今年社融增速显著高于经济增速，以二者差值看，信用宽松程度仅次于2009年。截至11月，社会融资规模存量283万亿元，如果12月新增社融增速在过去3年均值附近，那么预计今年年底存量规模超过285万亿元，全年增量将超过34万亿元。

图7： 2020年信贷规模大幅高于往年同期 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图8： 货币供应高位回落 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

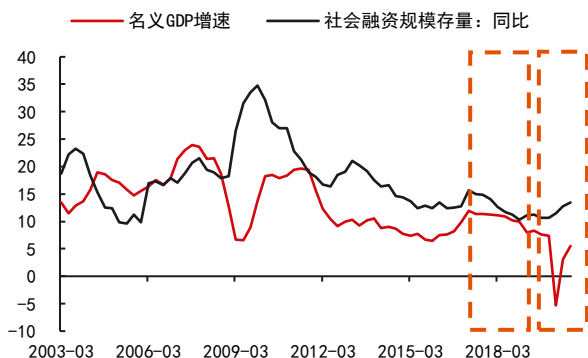
明年社融走势如何？货币政策执行报告中“保持广义货币供应量和社融规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”提供了线索。对于“增速基本匹配”，我们从“社融-GDP”和“社融/GDP”两个维度分析。

首先，2019年“社融-名义GDP”差值在3%左右，而今年一季度高达16.8%，前三季度平均为11.5%，三季度末也有8%。因此，明年“社融-名义GDP”增速的差值预计将继续缩小。参考2017-2018年政策明确“去杠杆”时期，“社融-名义

GDP”的差值在1%-2%，2021年还处在“稳杠杆”阶段，预计社融与GDP增速的差值不会小于2%。2019年不再提“去杠杆”，或许意味着3%左右为政策较为合意的范围。根据IMF对2021年中国实际GDP预测值8.2%，考虑明年国内相对温和的通胀环境，明年社融增速可能在12%左右。

图9：2020年社融增速高于GDP增速

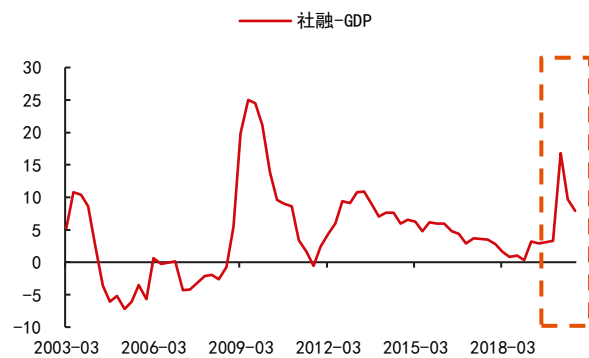
单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图10：2021年社融增速-名义GDP增速料将缩小

单位：%



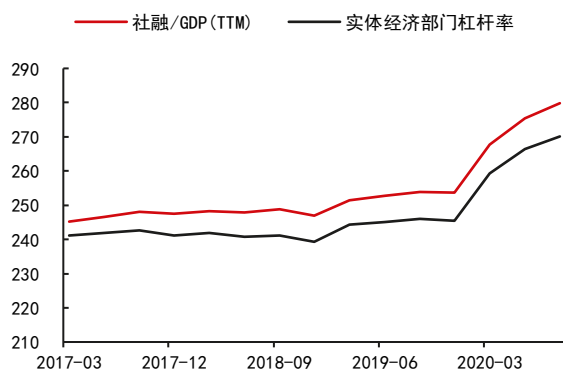
资料来源：Wind 中信期货研究部

其次，社会融资规模反映信贷的需求情况，可以用“社融/GDP”作为类似宏观杠杆率的指标，对比2017年以来二者走势，基本保持一致。截至三季度末，宏观杠杆率为270%，社融/GDP为280%。按照明年“稳杠杆”的思路，意味着这个比值将保持基本稳定，可以基于经济增速的预期和280%杠杆率不变的假设，倒推明年社融的规模。根据IMF预测的明年实际GDP增速8.2%，我们设定了对名义GDP中性预期10%，悲观预期8%，乐观预期12%，三种假设条件，并推算三种情况下的社融增速。结果显示，明年社融增速乐观情形下为12%-13%，中性情形为11%-12%，悲观情形不及10%。

综合这两个维度，预计明年社融增速大概率会在11%-12%左右，且一季度仍位于高位，二三季度明显下滑。

图11：社融/GDP与宏观杠杆率基本保持一致

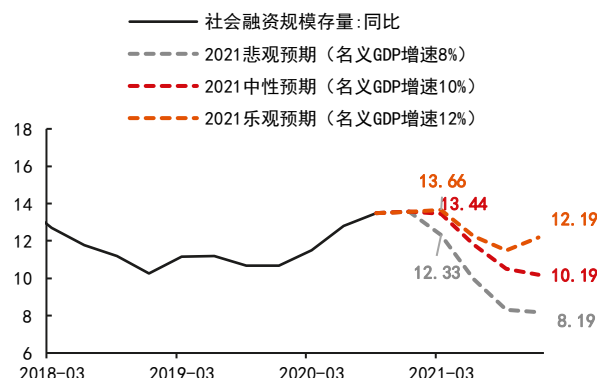
单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图12：中性预计2021年社融增速在11%-12%

单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

（三）紧信用对大类资产的影响

宏观流动性收紧向实体经济传导大致会经历从供给到需求的两个阶段：

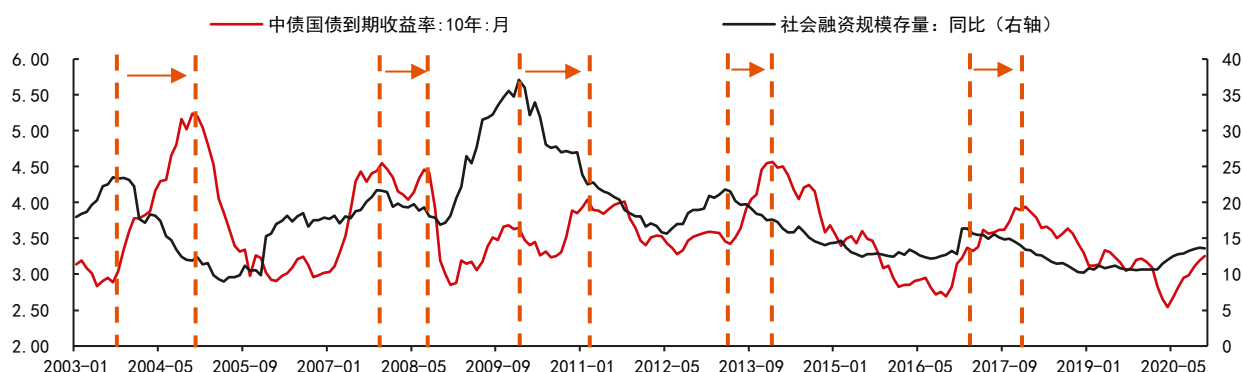
阶段一，流动性供给减少，实体经济融资的难度上升，当资金变得稀缺时，利率相应走高；

阶段二，信贷持续收紧，实体经济投资消费受到负面影响，融资需求下降，利率开始回落。

回顾过去 5 次社融下降的阶段，最短 10 个月，最长 29 个月（2003/10-2005/05，2007/12-2008/10，2010/01-2012/05，2013/05-2015/06，2017/03-2018/12）。社融拐点领先利率拐点大约半年到一年左右的时间。

图13：社融拐点领先利率拐点约半年到一年

单位：%



资料来源：中信期货研究部

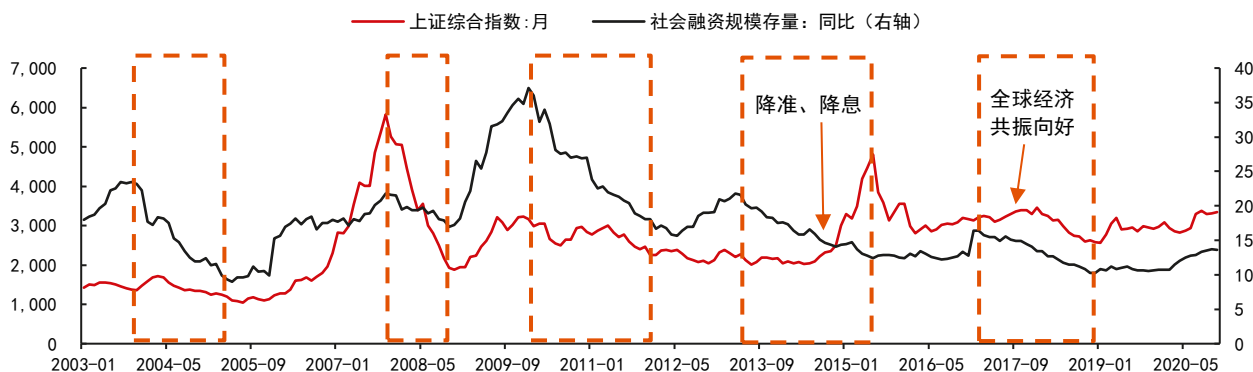
不同于利率相对滞后的顶点，股市对信贷环境收紧的反应更加迅速，在过去 5 次社融增速下降的时期，股市均出现不同程度的下跌。由于上游周期行业和房地产行业对于信贷融资依赖度较高，因而在融资收紧的环境中受到的冲击会更大，下游消费行业相对抗跌。统计 2003 年以来社融增速下降时期的股市各行业收益率，钢铁、煤炭、有色、建材、交通运输、房地产等行业领跌，消费中的食品饮料、消费者服务、家电等相对抗跌。

不过，由于影响股市的因素较多，社融下降时股市也不一定会下跌，例如 2015 年上半年（紧信用+宽货币）和 2017 年（强基本面）。2013 年 5 月社融开始拐头向下，2014 年上半年央行两次定向降准，下半年国内外经济分化，人民币快速升值，下半年油价暴跌，PPI 通缩压力加剧，11 月央行降息，2015 年货币政策进一步放松。宽货币推升 2015 年牛市。

2017 年全球经济共振，美国经济领头向好，全球主要经济体 PMI 连续多月保持在 50 扩张区间。国内房地产市场尚未降温，同时进出口贸易保持高景气度，工业企业利润全年保持 20%以上的高增长。经济基本面强势向上，即使 2017 年社融增速从 16%降至 14%，上证综指仍收获 4%的涨幅。

图14：社融增速下降时，股市大概率下跌。存在两个反例，2015 年上半年和 2017 年。

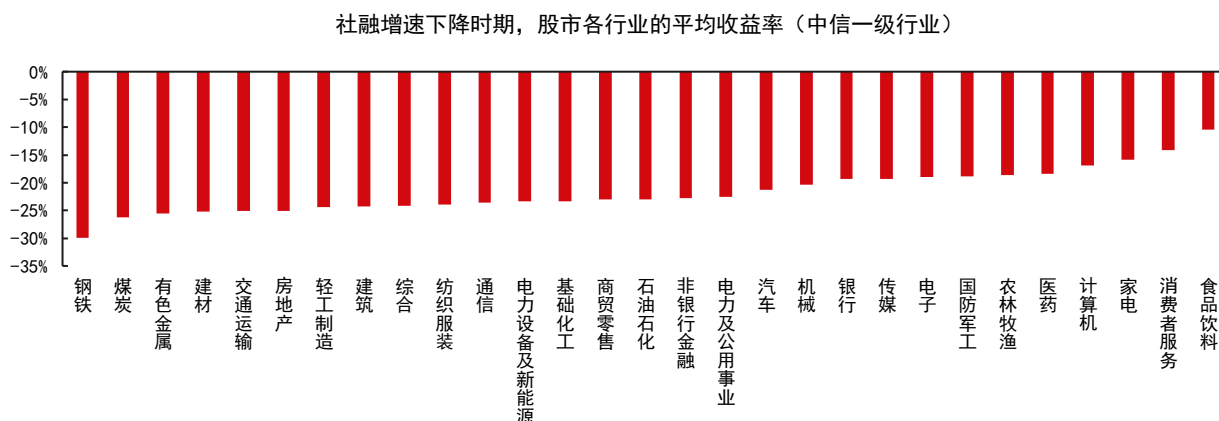
单位：%



资料来源：中信期货研究部

图15：社融增速下降时期，周期行业跌幅居前，消费相对抗跌

单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

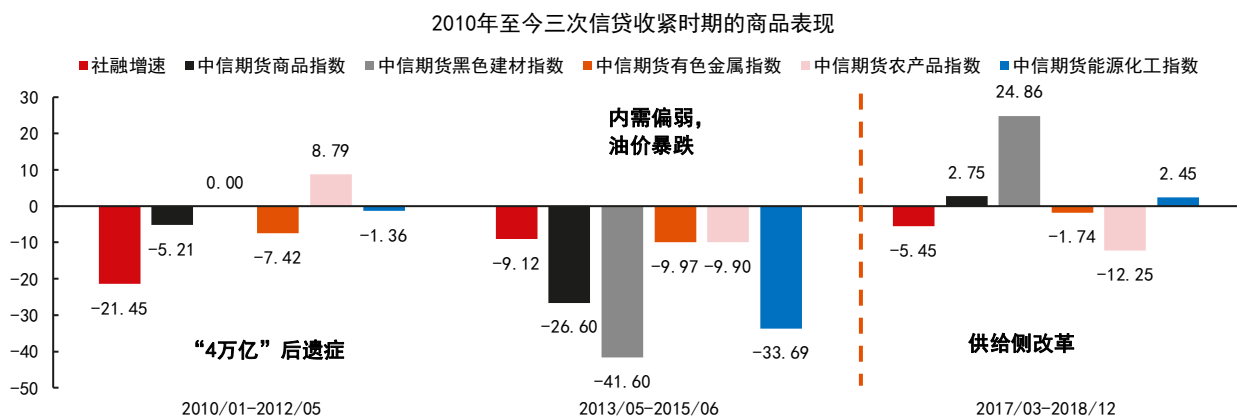
信贷收紧的环境中，大宗商品与上游周期股的反应不尽相同。首先，国内大宗商品以黑色系为代表，黑色建材与房地产走势高度相关，而商品房信贷是信贷中的重要组成部分。伴随房地产周期变化，2016 年之前，商品与社融大的趋势较为一致。2016 年之后，黑色建材价格逐渐与信贷走势背离，主因是供给侧改革提升了黑色商品的价格刚性，对需求端变化敏感度下降。近两年，供给侧改革的边际影响减弱，同时“房住不炒”政策稳定，黑色商品对需求侧的敏感度再次提升。

其次，全球供需对大宗商品的影响不可忽视，尤其是化工和有色。2015 年大宗商品情绪低迷，海外需求偏弱，原油价格连续下跌至 30 美元附近，即使国内货币环境宽松，央行五次降准降息，也未能提振商品价格。

总之，大宗商品与信贷环境关联度不显著，商品受自身供需逻辑的影响更大，相对来说，黑色关联度更高，化工影响偏小。不过，工业企业利润与社融的拐点较为一致，当前利润水平并不高，需要警惕社融下行拖累企业利润下跌，进而传导至上游商品链条。

图16：大宗商品与信贷环境关联度不显著，相对来说，黑色关联度更高，化工影响偏小

单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图17：工业企业利润与社融的拐点较为一致 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图18：供给侧改革之后商品走势与信贷背离 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

二、库存周期影响短期配置节奏

始自今年 11 月份的大宗商品价格上涨和周期板块的估值抬升引发了市场对于库存周期即将带来长周期牛市的讨论。为了深入理解当前所处的库存状况，解析不同行业的库存节奏差异，并对未来资本市场是否能够延续顺周期逻辑、如何延续进行解答，我们特别引入了“产业链库存”和“在产品库存”，对库存周期的更深层次结构进行解剖。

（一）上游补库动力更强，主动补库周期至少会持续至明年上半年

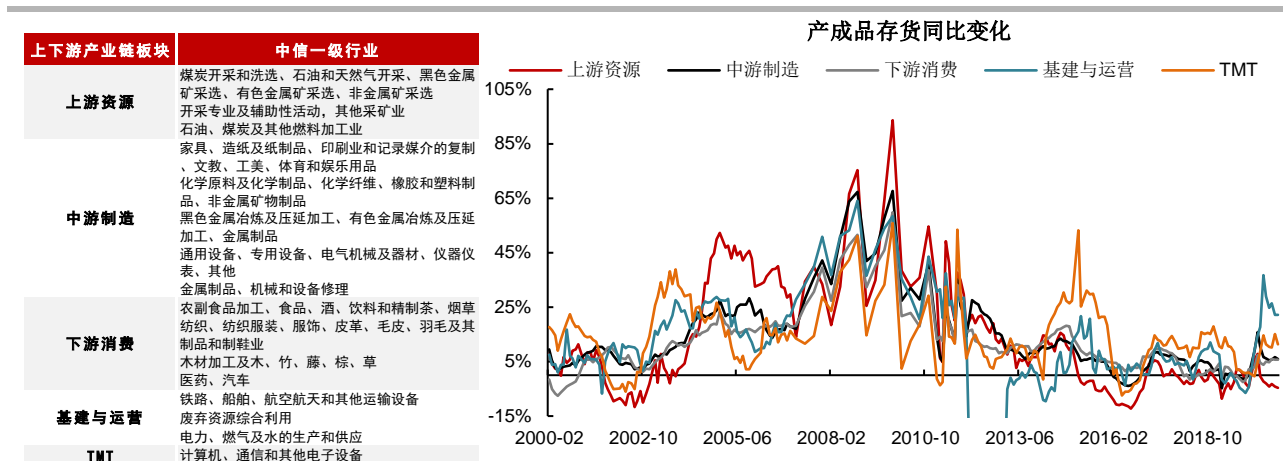
参照中信证券对股票行业产业链上下游的分类方法，我们对统计局公布的行业存货数据也做了类似的分类。将采矿及辅助活动、燃料加工等划入到上游资源行业；将家具、造纸、化学原料、化学纤维、黑色加工、有色加工、通用设备、专用设备、电气器材等划入中游制造板块；将食品、饮料、纺服、木材、医药、汽车划入下游消费；将铁路、船舶、废弃资源、电力、燃气及水纳入基建与运营；将计算机、通信划入 TMT。由此，我们得出上游资源、中游制造、下游消费、基建运营和 TMT 五大板块的行业存货变化。

从产业链各环节的库存变化我们可以较为明显的看到：

1. 上游资源的库存波动幅度明显大于中游和下游，容易产生在大宗商品牛市阶段上游资源过度补库，在大宗商品熊市阶段上游资源过度去库的现象。其原因主要为上游资源品的供给滞后期较长，往往需要数年时间完成资源品的开采到冶炼。在需求出现变化时，供给端的应对较慢，短期增加或者短缺的产能需要时间来消化或弥补。当前上游资源品还处于 2015 年开始的过度去库状况中。本来在 2019 年底从被动去库存到主动补库存的切换中是有可能改变这种过度去库的状况的，但是由于疫情的干扰，使得上游资源过度去库的状况例外延长。

2. 上游资源的存货周期和中游制造的存货周期更为贴合。这也与上游和中游的具体行业特征相一致。中游制造行业为上游资源的需求端，需求端的库存上升或者下降往往带来供给端的跟随反映。当前的分歧在于，中游制造已经处在了快速补库存的通道中，但是上游资源还处在过度去库的状态中。

图19：产业链库存的划分更加精准对标到行业变化



资料来源：Wind 中信期货研究部

同时，为了能更加准确的评估厂商的主动性和所处库存周期阶段，我们引入了“在产品存货”的库存周期分析。同时，叠加营业收入数据，能更直观反映行业利润变化时厂商的库存动机。

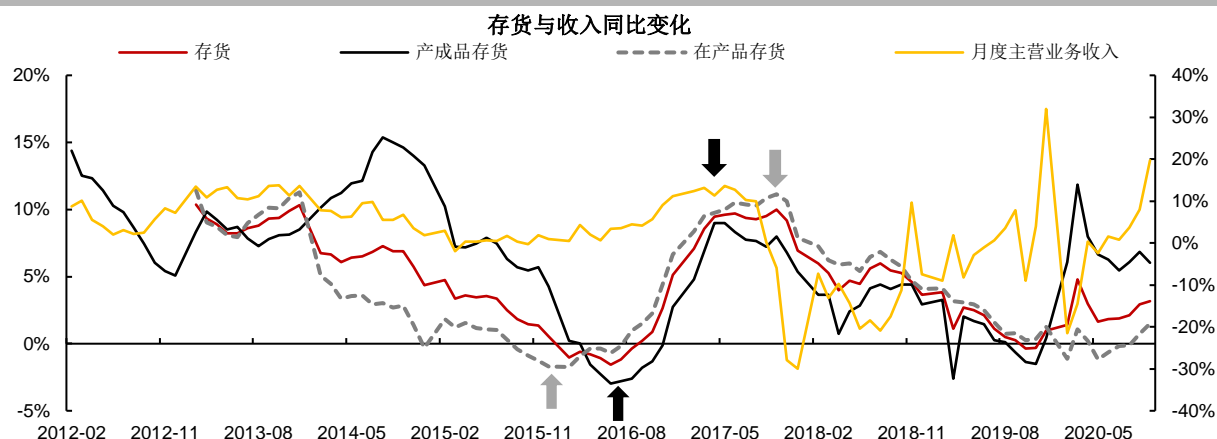
结合上述“在产品存货”引入、营业收入情况、“产成品存货”情况来看，2019年10月至2019年11月，营业收入上涨带动企业在2019年10月开始有主动补库存的意愿，但是2020年年初的疫情干扰使得企业主动补库的意愿下降，而下游需求的断层使得产成品库存呈现强烈的累库特征。2020年5月开始，企业主动补库的意愿抬升，下游需求的恢复也带动产成品库存继续下降，这一阶段体现为明显的被动去库向主动补库切换的特征。2020年7月之后，收入、存货双双提升，主动补库的阶段属性确定。

总结来看，2020年7月份开始的主动补库一方面可以看做是2019年年底主动补库阶段的延续，另一方面在上半年疫情带来的产能出清之后，这一轮的主动补库周期相对来讲会更从容稳定，更具延续性。

一般来讲，一轮完整的库存周期会持续3-5年，如果2020年下半年开始的主动补库算作起点的话，此轮主动补库的时间有望延续至2021年年底。而如果按照2019年11月开始算作此轮主动补库周期的起点的话，此轮主动补库的时间有望延续至2021年6月。

因此，客观来讲，本轮主动补库存周期至少会持续至2021年6月份。而下半年之后主动补库存周期能否进一步延续的关键因素是企业盈利能否持续，也即营业收入能够继续维持高速增长。按照今年下半年经济数据提速的现实情况来看，2021年下半年国内经济继续依靠国内修复逻辑支撑高增长的可能性将下降，需要新的盈利增长点的支撑，比如国外疫情缓解后的经济修复。

图20：引入“在产库存”可以更加精准的把握企业的库存行为



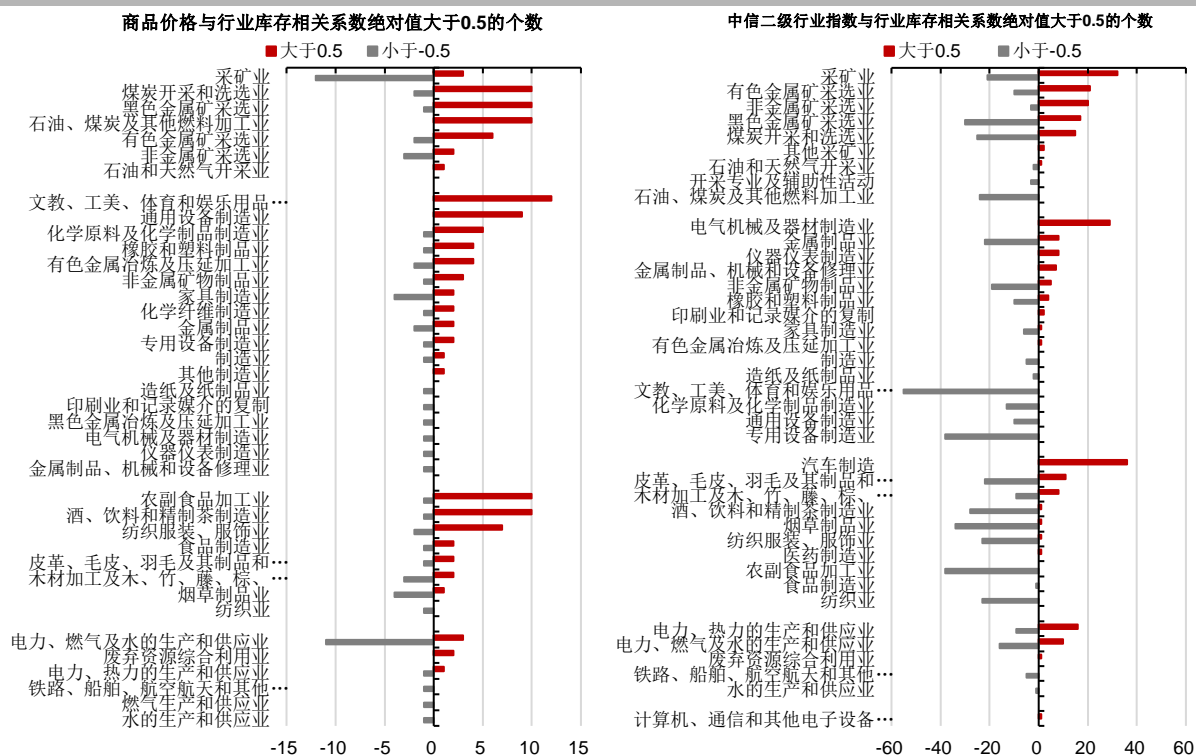
资料来源：Wind 中信期货研究部

（二）库存水温差异与资产估值水平定调配置重点

我们通过比较有代表性的 28 个商品期货价格、28 个中信一级行业指数，108 个中信二级行业指数与产业链上游、中游、下游、基建与运营、TMT 行业库存进行简单的相关系数计算可以发现一些一般性的规律：

我们在对库存周期与资产价格之间相互论证时，应重点关注上游的有色金属、黑色金属、煤炭采选业；中游的通用设备、化学原料、橡胶和塑料、家具、电气机械及器材制造业；下游的食品饮料、纺织服装、汽车制造；基建与运营的电力行业。而在和周期资产兼顾均衡进行配置时，可以重点关注 TMT、医药、可选消费。

图21：商品价格、行业指数与各行业库存相关系数绝对值大于0.5的个数



如果用量化的角度来衡量库存的所处状况的话，当前有色金属相关的板块，尤其是在上游采选端，厂商未来主动补库的动力大。化学原料和纺织服装行业收入已经大幅改善，而且产成品库存的下降反映出供不应求状况，但是在产品库存仍然处于去库过程中，若后期开始主动补库，预计对相关资产的影响较大。煤炭开采端处于收入改善和产成品库存下降的双重支撑中，未来厂商主动补库的可能性较高。而黑色金属端厂商已经基于较好的收入情况进入了主动补库阶段。汽车板块也正经历收入的改善，但是产成品库存的增加给后期在产品主动补库增加了一定阻力。食品饮料和家具行业的主动补库已经在进行中。

由此，我们可以大致画出当前库存周期下各行业的库存利多排序，也即按照主动补库的动力由高到低为：强烈利好：化学原料、纺织服装、有色金属、煤炭；利好：电力、黑色金属、汽车；中性：通用设备、橡胶和塑料、电气设备；规避：食品饮料、家具。

图22：重点行业的库存“水温”

	产成品	在产品	收入
煤炭开采	-1	0	1
黑色金属矿采选	1	1	2
有色金属矿采选	2	0	2
通用设备	1	1	2
电气机械	2	1	2
电力、热力	1	0	1
化学原料	-1	-1	2
橡胶和塑料	1	1	2
纺织服装	-1	-1	2
食品饮料	1	2	2
汽车	2	0	2
家具	1	2	2

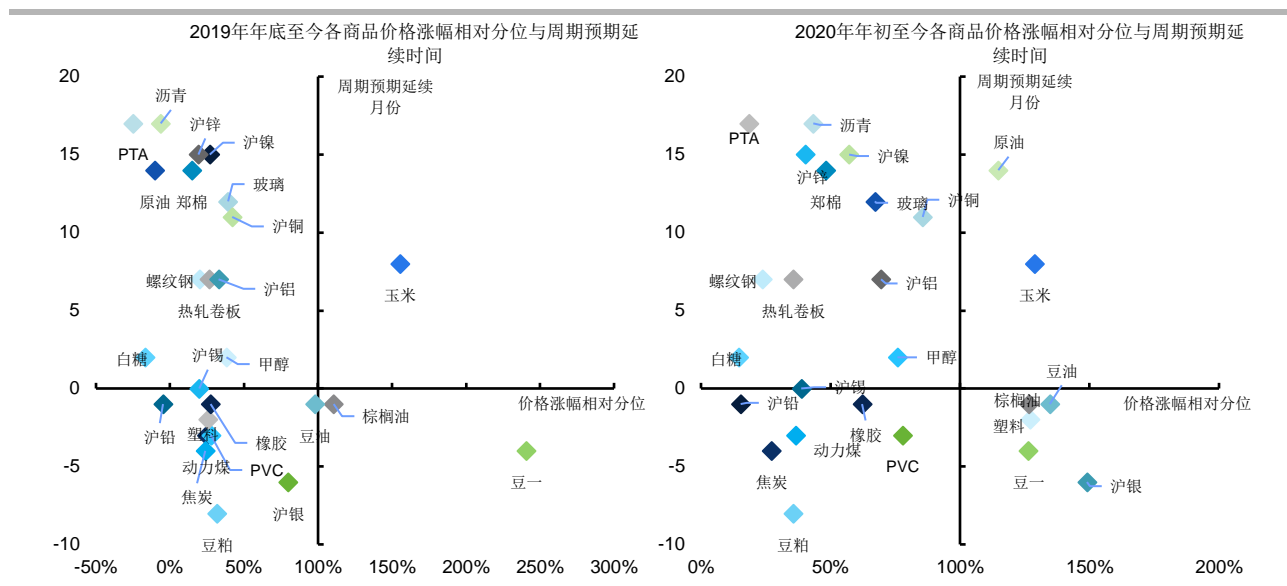
资料来源：Wind 中信期货研究部

最后，我们采用两种角度来衡量资产的估值问题。一是对比当前所处周期阶段各资产已实现价格涨幅，采用 2019 年年底至今和 2020 年年初至今两个时间段的价格涨幅，与 2015 年主动补库存阶段的资产价格涨幅进行对比，如果资产价格已实现涨幅超过 100%，则意味着当前资产价格存在估值过高的风险，反之则有估值修复的预期；二是预估未来主动补库存周期的延续时间，单位时间以月计。这样可以横向对比不同行业的补库时间长度和可持续性，也参照 2015 年的主动补库存时间长度。为了相对客观，当前周期的开始时间采用 2019 年年底，而非 2020 年年初。

由此，我们可以得出资产价格涨幅和主动补库存周期未来预计延续时间的四象限图。其中，集中在第四象限的商品期货主要为黑色金属、有色金属、PTA、沥青、玻璃、甲醇；行业指数主要为石油化工、食品饮料、家电、工业金属、煤炭、钢铁、电子、化学原料。预计在明年上半年之前都可以获得库存周期溢价的为：黑色金属、铝、玻璃、铜、家电、煤炭、工业金属、钢铁、电子；有望获得更长周期溢价的为：PTA、沥青、镍、锌、石油化工。

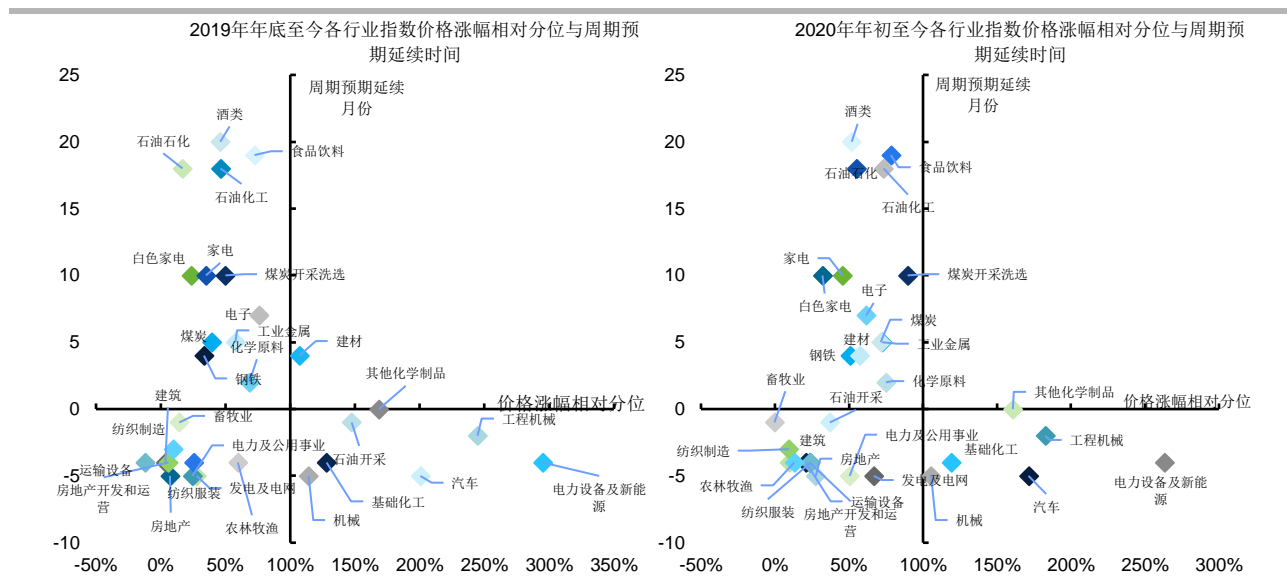
对于位于第三象限的资产而言，虽然未来周期的延续时间有疑问，但是从估值来讲预计也将享受到周期红利，可以适当关注动力煤、纺织服装。对于第二象限的资产来讲，从周度角度建议规避。但是一些存在政策红利和行业变革的可以分别对待。比如新能源行业。

图23：不同库存基期下商品价格已实现涨幅和未来周期可能延续时间对比



资料来源：Wind 中信期货研究部

图24：不同库存基期下行业指数已实现涨幅和未来周期可能延续时间对比



资料来源：Wind 中信期货研究部

三、节奏切换中不忘长线思维

我们在 11 月份的资产配置月报中已经分享过我们对资产配置的战略规划（详见：【中信期货资产配置】大事落定，长线思维——策略月报 20201110）。2021 年是“十四五”开局之年，从经济长远发展角度来讲有着特殊的意义。同时，也是拜登政府上台的第一年，外部环境的可能变化也将很大程度影响资产的节奏。从我们提出长线思维至今，内外政策和经济基调的变化基本符合预期，我们将继续从“内生动力”和“外部环境”的两个角度来讨论本话题。

（一）内生动力：中央经济会议进一步明确“创新、绿色、双循环、安全”的主线

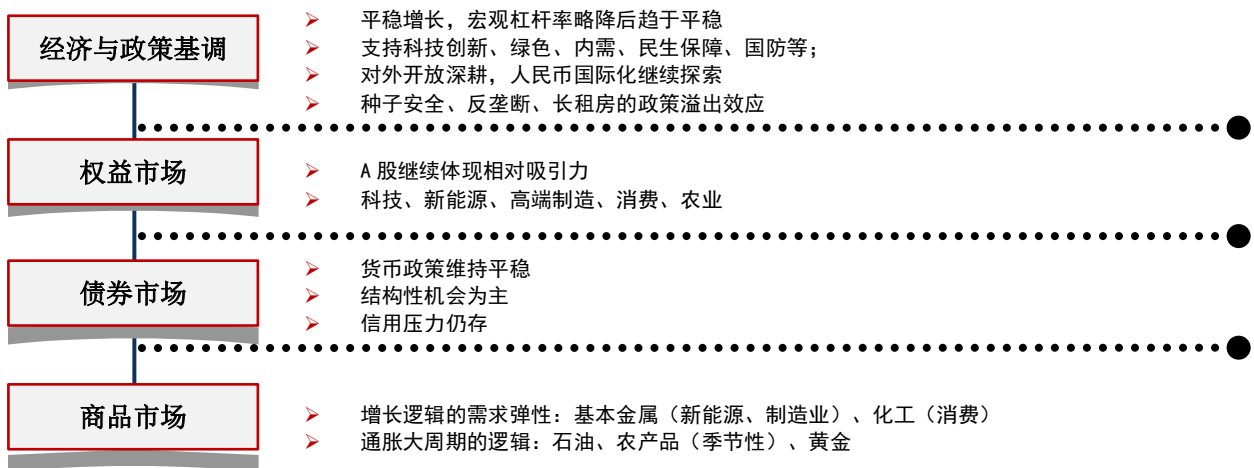
十九届五中全会公报中明确了 2035 年的远景目标，预计 2020 年中国 GDP 突破 100 万亿元，到 2035 年时人均 GDP 达到中等发达国家水平。如果按照 2035 年计划达到 2.5 万美元的人均 GDP 目标计算，我国人均 GDP 复合增长率需要保持在 4%-5.3%。这意味着未来 15 年中国经济将持续贯彻高质量发展，不再追求绝对数值的最大化。由此一来也进一步明确了未来整体政策基调将是以稳为主。

结合中央工作会议中“保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效”的表述，长线思维下政策将持续按照经济情况相机抉择。

同时，我们此前提到的，十四五规划中把科技提到非常重要的位置也进一步验证，以科技创新、战略新兴产业为带动，串联产业现代化、增加投资、创造需求，是未来国内国际双循环模式的重要“内生动力”。同时，还要兼顾绿色、开放和安全的使命，实现国内国际双循环。

从十四五的长远布局来讲，以科技、新能源、高端制造、消费为主线的配置思路仍是战略选择。同时，结合中央经济工作会议对于 2021 年的重点工作定调，还要特别关注种子安全、反垄断、长租房等领域。

图25：远景规划下的投资主线



资料来源：Wind 中信期货研究部

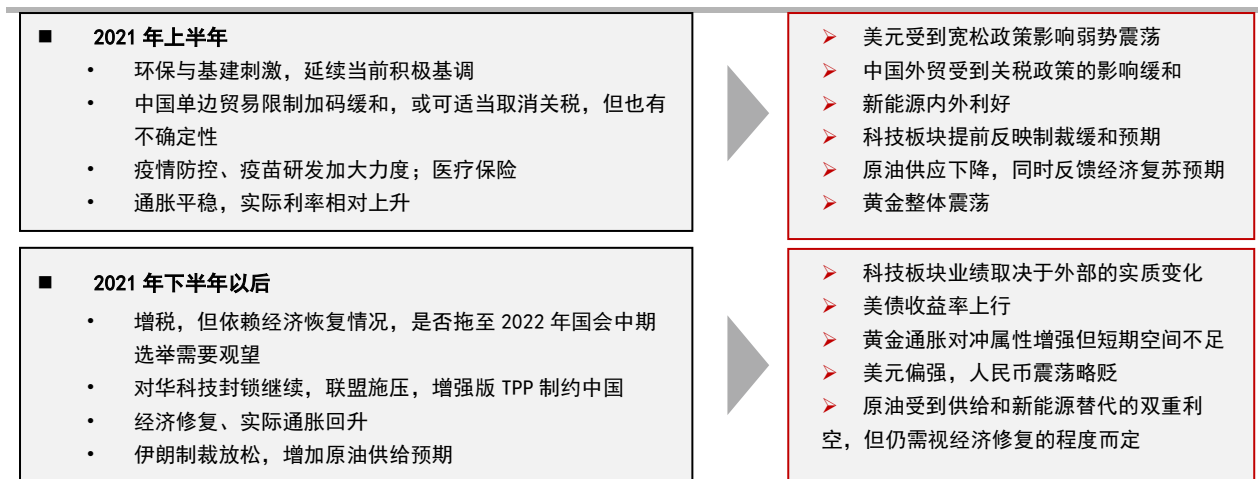
（二）外部环境：疫情修复前提下，关注下半年之后的外需变化

虽然当前各国疫情仍在肆虐，但是基于疫苗的产能节奏推算，2021 年上半年发达国家在上半基本可以达成全民免疫的目标。如此，全球需求有望在下半年之后出现快速恢复。

我们此前也在拜登上台之后的政策节奏中提出，上半年拜登的施政目标主要在控制疫情、恢复经济、缓和单边的关税政策造成的对外关系，同时加大基建和环保刺激，积极的财政政策继续实施，相对应的是通胀的平稳和实际利率的相对上升。下半年后，随着美国经济修复步入正轨，在一些相对激进的政策措施上可能会采取部分动作。实际通胀水平将整体回升，在对华政策上从单边关税正式过渡到结盟施压。

在对应资产上，美元指数有望走出前低后高的走势，而通胀出现大幅回升需要视油价的波动而定。从目前石化行业虽然在主动补库但油价估值有过高之忧的情况看，2021 年全年通胀节奏或将维持相对稳定。黄金的抗通胀属性可能并不会有特别多的发挥空间。与此同时，外部环境对于新能源的大举推进确定性高，新能源有望持续获得国内外政策红利和需求增加的共振。而我们担心的美国通过结盟对华施压的状况是下半年最大的不确定性，这也将极大程度影响科技相关板块的业绩预期。

图26：拜登施政节奏猜想与资产表现



资料来源：Wind 中信期货研究部

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>