

CIFCO

策略研究·年报
宏观金融

中国国际期货·研发产品系列 2021 年 1 月 13 日星期三

顺时而谋，见机而动

要点提示：

中期研究院

www.cifco.net

宏观金融研究团队

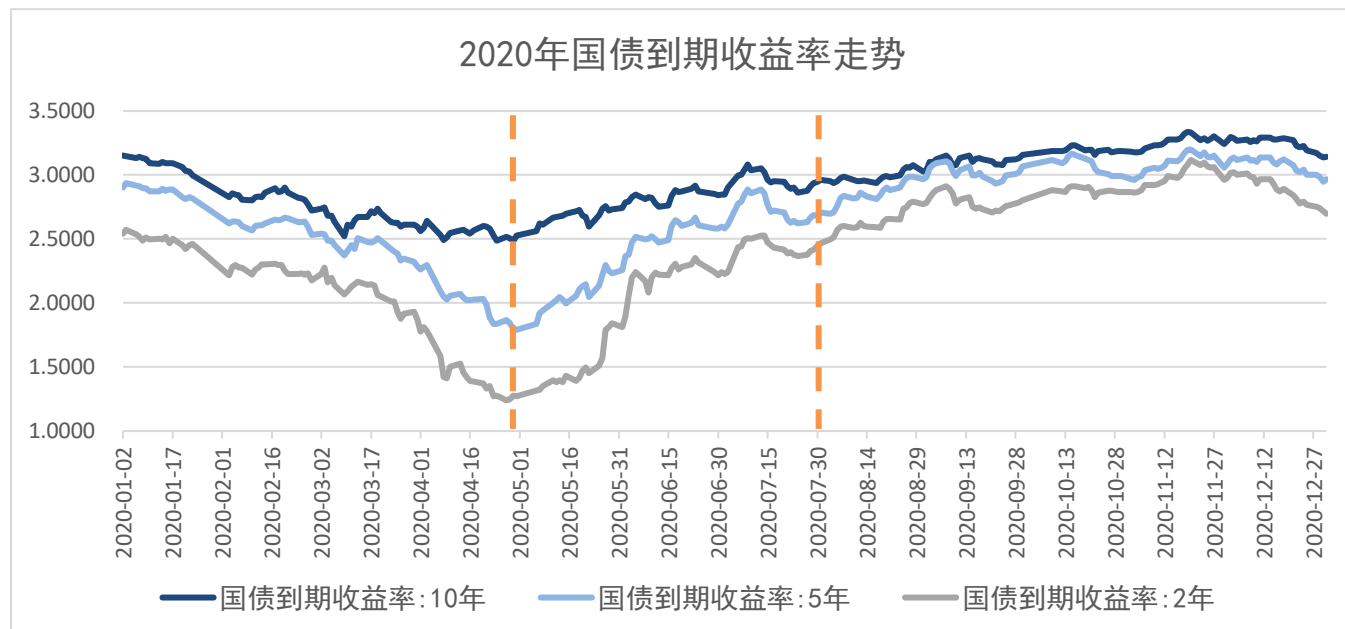
- 1、经济基本面复苏有力、向暖偏强。2021 年生产端恢复持续稳健，制造业景气程度较好，失业率回归正常水平。通胀将保持温和健康，但不排除高通胀出现的可能。消费市场恢复稳定，内需回暖，外需在其产能恢复前较旺。作为十四五首年，资金需求面前景较为乐观，投资有所提振。我国经济增长动力在 2021 年稳中有强，复苏过程存在风险干扰，但整体基本面向好。
- 2、政策预期稳中偏紧。财政与货币政策维持稳定，灵活适度。市场对特殊性政策退出已有一致预期，货币政策收紧速度维持稳定与“不急转弯”，实际收紧程度受多方因素影响。
- 3、明年流动性整体依然温和：各项指标表明，在连续性、有效性和可持续性货币政策收敛预期下，宏观流动性较往年依然宽松。
- 4、一级市场利率债供给压力较 2020 年有所缓解：前期大幅供给提升中央与地方政府杠杆率至较高位置，2021 年财政政策回归审慎常态，将减小利率债供给端压力。
- 5、偏空震荡，顺时而谋，兵来将挡，见机而动：当前宽裕流动性惯性或带动一二月国债收益率小幅向下，在经济回归常态、政策边际收紧后，收利率震荡上行，通胀压力或助推收益率至高点。2021 年基本面向好，期债空头逻辑顺延，但各风险因素也带来阶段性博弈机会。

目录

一、行情回顾	3
二、宏观经济基本面	5
三、政策预期	11
四、资金面	12
五、供求关系	13
六、观点总结	13

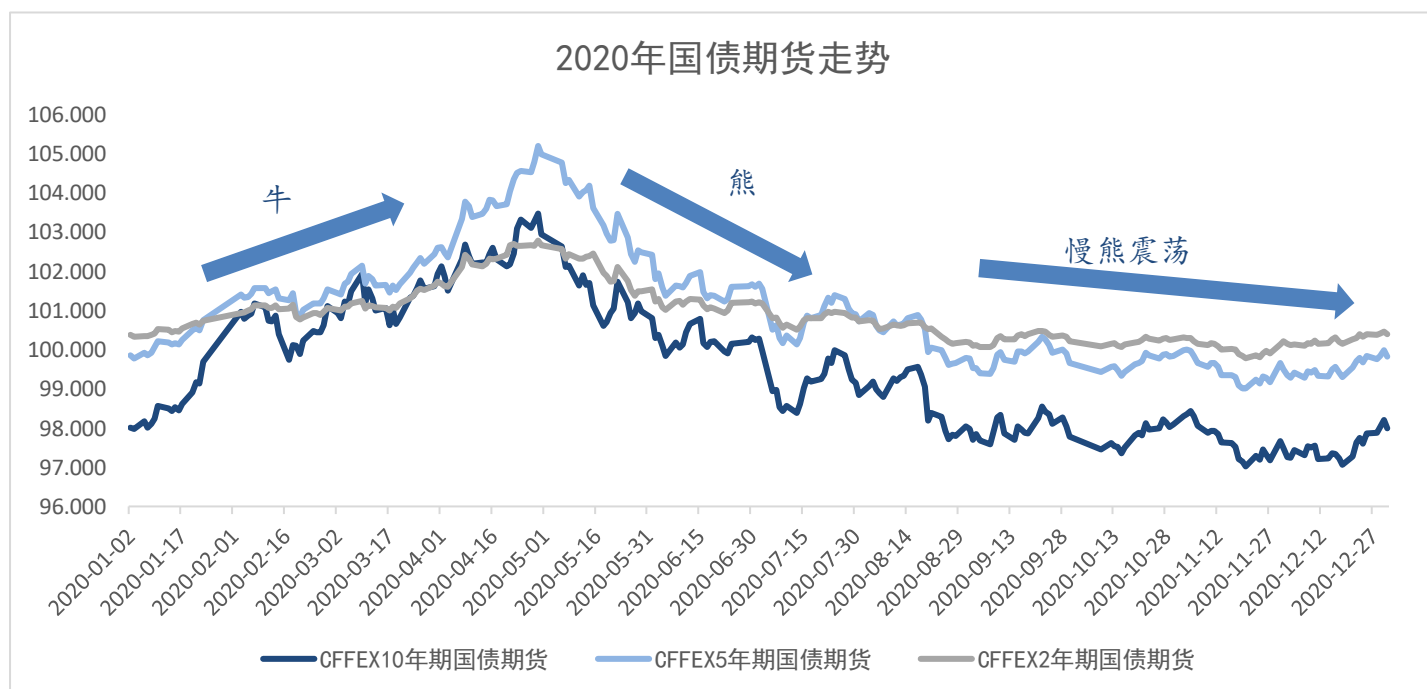
一、行情回顾

图1：2020年国债到期收益率走势



资料来源：WIND、中期研究院

图2：2020年国债期货走势



资料来源：WIND、中期研究院

回望 2020 年，债市在疫情冲击、经济修复的核心驱动下，一年内走出牛熊转换至慢熊震荡态势，以十年期国债为主线，根据运行形势，大致可分为三个阶段：

第一阶段，1-4 月应对疫情爆发经济失速，“宽信用+宽货币”宏观调节企稳经济开启债牛。1 月 2 日开年至 2 月底。开年有上一年流动性宽裕背景，又得益于摊余成本法中期债配置强劲，债市开年气氛回暖。1 月 23 日武汉封城，国内打响疫情保卫战，债市上行驱动力转为疫情风险。国内各地疫情陆续爆发，春节后首个交易日债市跳空高走，迎头向上迎来牛市，反之股市全线下挫，沪深股指分别大跌逾 7.7% 和 8.4%。疫情冲击经济失速，央行 2 月 3 日在公开市场开启 1.2 万亿巨量投放，并下调逆回购利率 10bp。避险情绪飙升、货币市场间流动性超宽松促使银行间主要利率债收益率下行，十年期国债收益率在 1 月 23 日降至 3% 以下并一路向下，2 月 10 日降至 2.8% 左右，随后在 17 日与 20 日，央行再对 MLF 以及 LPR 利率进行下调，分别至 3.15% 和 4.05%，此时疫情风险与宽裕流动性已有预期，十年期国债收益率反有一波回调。

3 月初至 4 月底，国内疫情得到控制，但海外疫情开始爆发，风险资产价格暴跌，美股 4 次熔断谱写历史，全球避险情绪升温成为债券市场走牛的核心驱动力。美国开启无限量 QE 政策，带动全球进入宽货币与宽信用周期。央行在 4 月初宣布实施普惠金融定向降准，超额准备金利率时隔 12 年迎来下调，4 月 15 日及 20 日再次分别下调 MLF 与 LPR20bp 至 2.95% 与 3.85%。4 月 29 日十年期国债收益率一度降至历史低位 2.49%。M2 增速在 4 月升至 11.1%，创三年新高。市场利率下降，目的是推动金融部门向企业合理让利，推动实体经济快速回血、复工复产，但同时也带来银行负债端压力增大、“借短贷长”久期不匹配、不良贷款累计等金融风险。

第二阶段，5-7 月经济反弹复苏向好，货币政策边际收敛，债市牛熊快速切换。4 月底疫情带来的债券牛市结束，5 月公布的各项 4 月经济主要指标呈现积极变化，PMI 连续处于分界点之上，生产需求逐步好转，社会消费品零售总额下降 7.5%，但环比降幅收窄 8.3 个百分点。数据表明国内经济企稳，复工复产正在增速进行，市场风险偏好回暖，货币政策也开始趋于谨慎。4 月下旬央行在公开市场上连续一个半月空窗，并且缩量续作 MLF，MLF、LPR 利率也维持不变，货币政策收敛，市场对进一步降息降准的预期落空。4 月底至 5 月 19 日切换熊市，十年期国债收益率上行 23bp，期间叠加政府债、抗疫国债放量，一级市场供给增加，国债期货承压转向，连续下跌。针对超宽松放量带来的潜在金融风险，6 月 18 日央行行长易刚在第十二届陆家嘴论坛上提出“要关注政策的‘后遗症’，提前考虑政策工具的适时退出”，明确货币政策边际收紧信号。进入 7 月后股市情绪升温，走出上涨行情，股债负相关性使债市“夏季飘雪”，月初国债再度暴跌。7 月中旬至月底债市小幅反弹，十年期国债收益率下行 20bp。市场分析认为主由 7 月摊余成本法债基发行规模再度破高、配置力量增加带来的结构性行情。

第三阶段，8 月至年底货币政策中性，债市偏弱震荡。二季度经济数据面向好，央行政策转为稳货币严监管。9 月各项经济指标超预期利空债市，空头逻辑形成。下半年

市场间中长期资金紧张，同业存单利率走高。11月“永煤事件”引发信用债违约风险升级，债基赎回压力导致流动性较好的利率债被抛售，市场流动性结构化分层严重，质押式回购利率攀升。恐慌情绪导致国债期货进一步下跌，十年期国债收益率上行至3.3%高位。随后官方发声严查“逃废债”，央行也配合在公开市场上释放短期流动性对冲风险，11月底超预期进行了2000亿元MLF操作。12月至年底，央行通过OMO维护跨年流动性宽松合理，国债收益率略有回落。

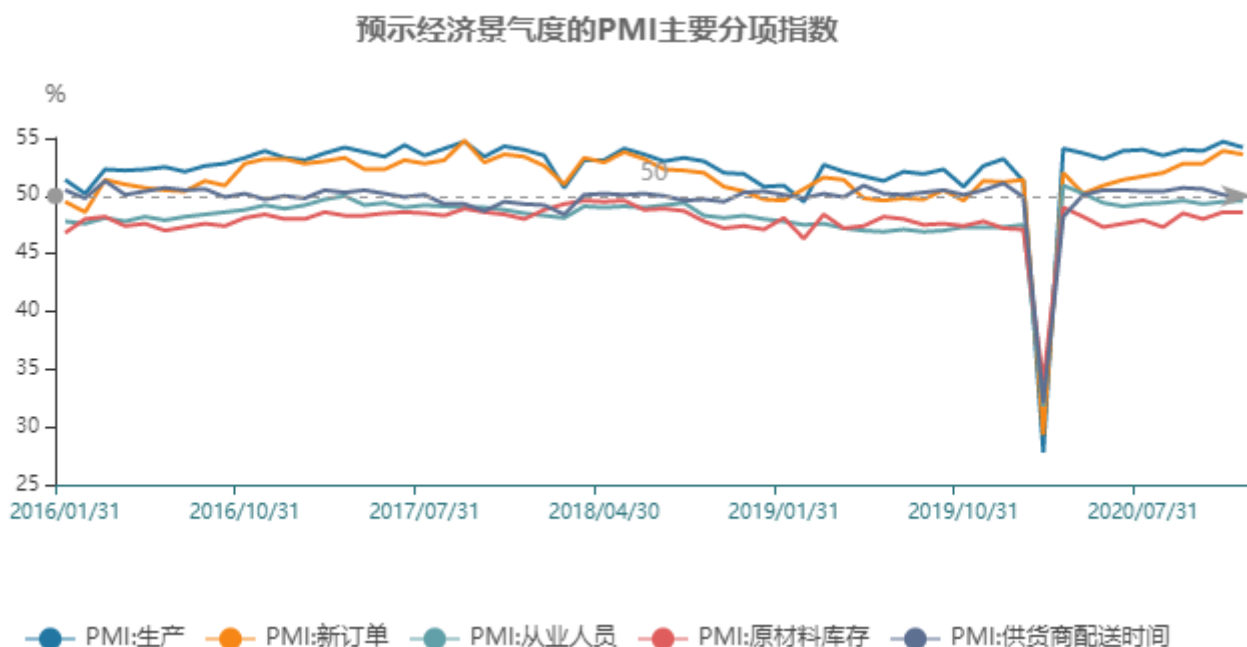
二、宏观经济基本面

2020年我国宏观经济“V”字运行，后疫情时代经济修复与稳步复苏是经济工作重点。为对冲疫情带来的经济失速风险，各项特殊性、刺激性政策相继出台，降息、降准、增加货币供应量，满足市场需求。2021特殊性政策退出已有预期，中央定调不急维稳，基本面企稳向好，打压债市但压力温和。

2.1 制造业

图3:PMI主要分项指数

单位：%



资料来源:WIND、中期研究院

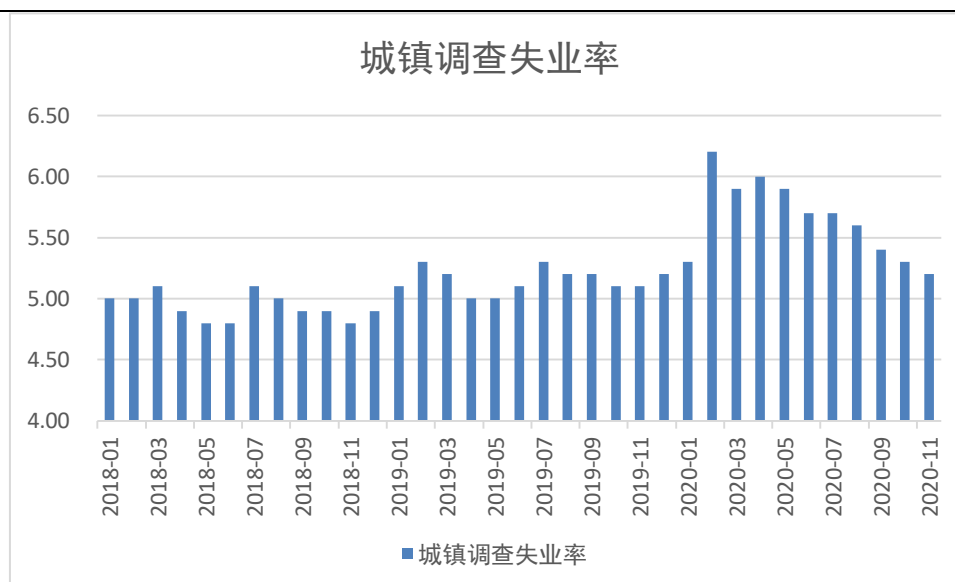
2020年初受疫情冲击中国2月官方PMI跌至35.7%，中央启动逆周期调节工具控制经济失速，拉升生产需求，3月PMI重新站回分界点，之后连续10个月保持50%以上。

国家统计局数据显示 12 月份 PMI 为 51.9%，环比回落 0.2 个百分点，但制造业稳步复苏态势未变。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数均高于临界点，较上月环比下降 0.5 与 0.3 个百分点；原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均低于临界点，与上月相比，分别持平、微升和下降。说明制造业供应与需求两端持续改善向好，但增速有所放缓。制造业投资增速 2 月份为-31.5%，跌幅持续收窄，11 月份已经收窄至 3.5%。当前制造业复苏速度加快，生产势头向好，预计 2021 年上半年制造业发展恢复到疫情前常态，全年制造业持续稳健，景气度保持较好区间。

2.2 就业与通胀

图4: 城镇调查失业率

单位： %



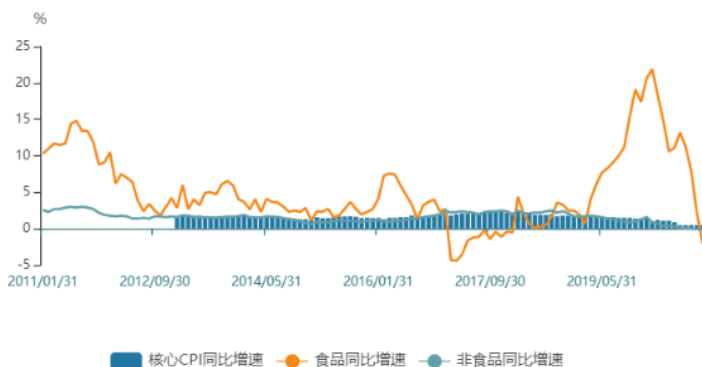
资料来源:WIND、中期研究院

当前就业形势恢复稳定，就业数据反映我国复工复产稳步推进。城镇调查失业率受疫情冲击 2 月飙升至历史高位，回落后又小幅上行，自 4 月开始持续下降，11 月份全国城镇调查失业率为 5.2%，同比基本持平。预期 2021 年失业率回归正常区间。

图5：中国GDP平减指数



图6：核心CPI、食品与非食品价格同比增速



数据来源：Wind，中期研究院

2020 年居民消费价格指数（CPI）增速走势前高后低，11 月 CPI 同比增速-0.5%，11 年来首次为负，环比下降 0.6%，扣除食品和能源价格的核心 CPI 继续保持稳定，同比上涨 0.5%，涨幅已连续 5 个月相同。国家统计局新闻发言人就市场通缩担忧回应，CPI 同比下降主因食品价格回落，11 月份食品价格同比由上个月的上漲 2.2%转为下降 2%。食品价格中猪肉价格又占据主导，今年生猪产能恢复，供应增长，猪肉价格同比下降 12.5%。核心 CPI 表明居民消费领域价格维持稳定，服务价格增速有所上涨。且发言人表示 CPI 维稳有不少有利条件，结合“六保”中“保基本民生”的定调，我们预计明年核心 CPI 同比涨幅或维持低速增长，随着经济复苏消费提振 CPI 增速会回升，但受食品价格影响，特别是中长期猪肉供给压力犹存，CPI 涨幅或波动上行。

全年工业生产者出厂价格指数（PPI）呈“V”字形态，与 CPI 走势相比，表明当前生产环节修复强于消费，原材料价格的上涨与产成品不匹配。11 月份 PPI 同比下降 1.5%，环比由平转涨，降幅较上月收窄。其中，生产资料价格上涨 0.7%，涨幅比上月扩大 0.6 个百分点，同比降幅收窄；生活资料价格由上月下降 0.1%转为上涨 0.1%，同比降幅扩大。

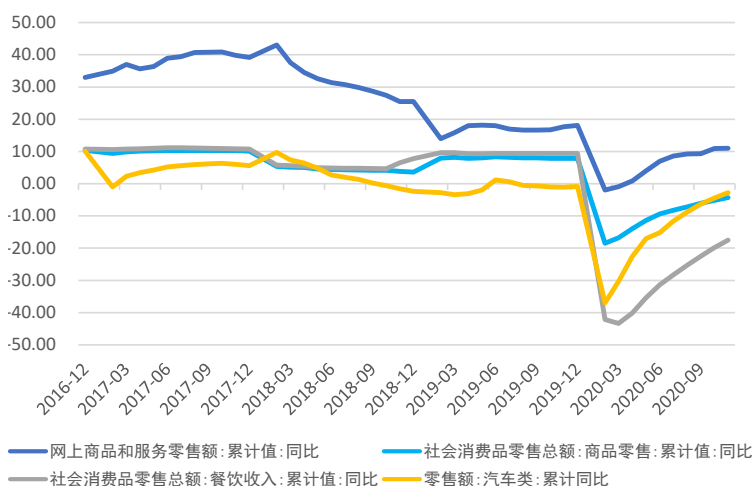
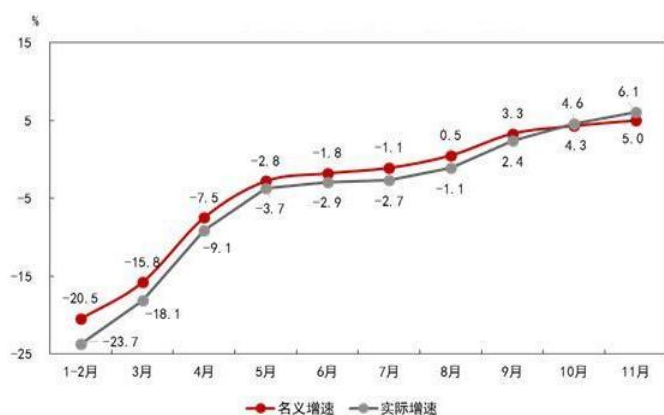
GDP 平减指数与 CPI、PPI 剪刀差也为反应国内通胀水平的重要指征。GDP 平减指数提供了更广口径的价格波动趋势，截止 2020 年 9 月 30 日，中国 GDP 平减指数为 0.69，佐证当前通胀处于低位，2021 年触底反弹概率较大。上半年 CPI 与 PPI“剪刀差”扩大，至下半年才呈现收敛态势，11 月 CPI 下跌，PPI 有所改善，剪刀差缩窄加速，2021 年剪刀差有望继续缩小、转负为正。

此外，美联储在疫情爆发后无限 QE 将带动全球性通胀的出现，结合以上分析，2021 年上半年再通胀将开启，下半年有通胀压力且不排除高通胀的出现，但中央工作定调要求“六保”“六稳”，总体通胀将保持温和健康。

2.3 消费、投资与进出口

图7：2020年各月社会消费品零售总额增速

图8：社会消费品主要分项走势



数据来源：国家统计局，Wind，中期研究院

“需求侧改革”提出表明消费仍将是我国下一阶段经济发展的重要引擎。商务部等12部门印发《关于提振大宗消费重点消费促进释放农村消费潜力若干措施的通知》中提出五大工作任务，进一步提振我国内需与补齐农村消费。

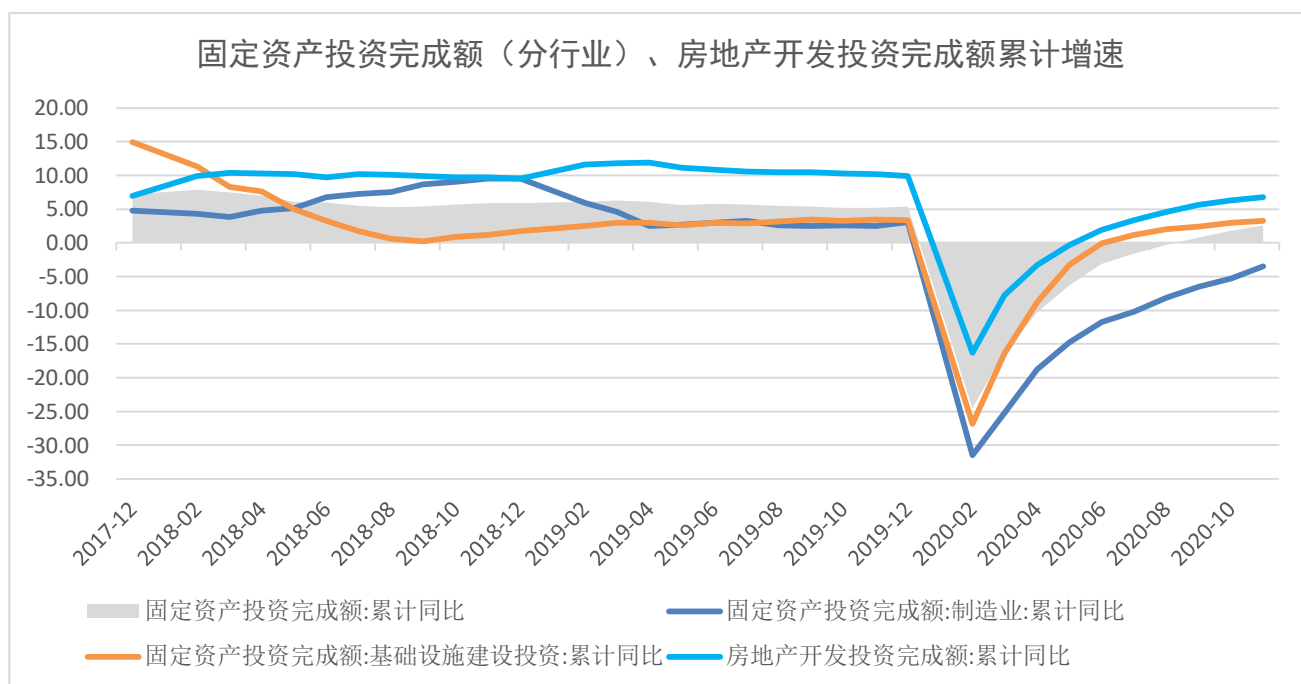
上半年受疫情扰动，消费整体疲软，“消费券”、逆周期调节等政策拉动内需，下半年消费逐渐恢复，8月社消增速已转正。11月份社会消费品零售总额数据显示市场销售已连续四个月同比正增长，名义增速同比涨幅5.0%，环比增长0.7%，扣除价格因素，实际社消增速同比增长6.1%，较10月份加快1.5个百分点。

分消费类型来看，商品类零售额增速较快，其中汽车类已连续5个月保持两位数增长，展现汽车消费强劲。汽车类零售额加速增长离不开政策刺激，新能源汽车的政策扶持力度也在加大，2021年汽车消费大概率保持火热。11月份餐饮收入同比增长转负回落，但降幅不大，规模与上年同期基本持平，累计增速相比1-10月窄幅收窄2.4%。

全国网上零售额在今年消费中表现较为亮眼，网络商品和服务零售额率先转正。1-11月份，在“双十一”电商购物节带动下，全国网上零售额同比增长11.5%，累计环比加快0.6个百分点。其中，实物商品网上零售额同比增长15.7%，增速明显高于同期社会消费品零售总额。实体店铺零售增长则相对网上零售涨幅较小，但仍持续恢复。明年线上消费预计保持快速增长。

总体来看，消费市场恢复稳定，需求呈现回暖，汽车托底，网上零售提振，预计明年社消增速延续稳步增长，若无重大经济风险，增速或恢复至2019年平均水平。

图9：投资完成额累计增速



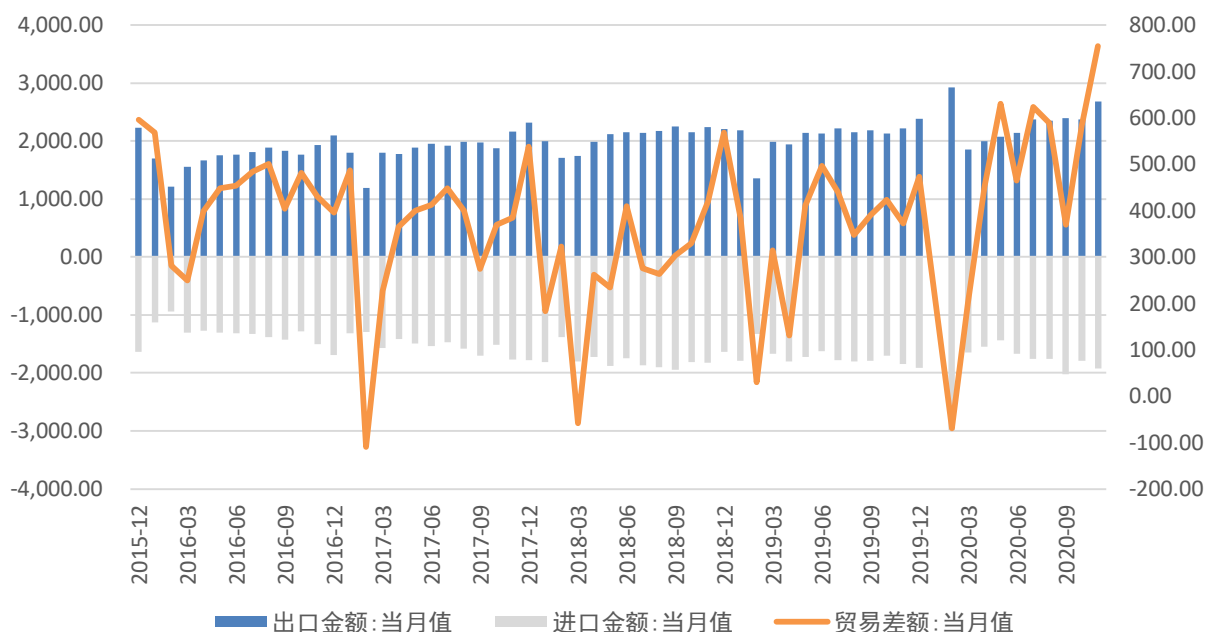
数据来源：Wind，中期研究院

从投资看，市场投资活力增强。1-11 月份，全国固定资产投资（不含农户）499560 亿元，同比增长 2.6%，增速比 1-10 月份提高 0.8 个百分点。第二产业中，制造业投资同比下降 3.5%，降幅比 1-10 月份收窄 1.8%。第三产业中，基础设施投资同比增长 1.0%，增速比 1-10 月份提高 0.3%。1-11 月份全国房地产开发投资 129492 亿元，同比增长 6.8%，增速比 1-10 月份提高 0.5%。1-11 月的民间投资同比增长 0.2%，年内首次由负转正，体现经济运行逐步由政策的带动向市场内生增长转变。

2021 年是十四五规划开局之年，相关重大工程建设或拉动基建投资，基建投资预期以低速平稳态势运行，工信部部长肖亚庆发言说 2021 年将有序推进 5G 网络建设及应用，新建 5G 基站 60 万个以上，新基建投资或迎来提速。下半年政府再次提出“房住不炒”，结合市场传闻的“三道红线”目标期限、需求侧改革的宏观基调，房地产资金流入增速或有减少。制造业投资增速跌幅在 2021 年或继续收窄，有望在一季度转正，下半年恢复至常态。综合而言，2021 年作为十四五首年，资金需求面前景较为乐观，新冠疫苗普及化增强民间投资信心，投资增长稳中向好。

图10: 进出口贸易

单位: 亿美元



数据来源: Wind, 中期研究院

进出口方面, 得益于国家对疫情的快速反应与管控得力, 全球疫情全面爆发后, 我国出口增速不仅领先其它经济体, 并且 11 月净出口当月值创逾历史新高。11 月份货物进出口数据显示当前形势乐观, 12 月进出口指数连续四个月保持扩张, 新出口订单指数和进口指数仍位于景气区间。

相比于全球其它国家抗疫不力导致的供给薄弱, 中国生产端随着疫情与经济转好逐步企稳、改善, 承接了不少海外医疗物资、社会消费品等制造业订单, 对海外需求提供了补充。基于目前海外疫情及防控背景, 2021 年上半年出口订单或延续积极局面, 疫苗问世后若防疫效果较好, 下半年海外产能有望恢复, 对净出口有一定抑制。中欧投资协定谈判的完成、RCEP 协议的签订与“一带一路”的持续发展对非美地区出口将有明显拉动作用。因此我们认为未来中国进出口形势有望保持稳定, 对 2021 年一季度外需有较为乐观的预期。

国内需求侧整体显现回暖态势, 内生性持续提升, 海外需求在其产能恢复前仍较为旺盛。我国经济增长动力在 2021 年稳中有强, 但复苏过程不乏有疫情反复、中美摩擦等风险干扰, 总体来看经济基本面温和向暖。

三、政策预期

2020 年上半年受新冠疫情影响，中央出台了一系列特殊性政策，在当前疫情得到控制、疫苗已投入使用的前提下，积极性财政政策的逐渐退出已成必然。12 月底的中央经济工作会议强调宏观政策保持“连续性、稳定性、可持续性”，操作上“更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效”，结构上有的放矢，对于国家重大战略任务要增强财力保障，货币政策延续《第三季度货币政策执行报告》中的“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”，对于疫情期间特殊性政策遗留下的宏观杠杆问题，强调“基本稳定”，整体风格“价稳量控”。

财政政策审慎或标志“紧信用”的回归，预计明年政府债券净融资将减少，11 月当月政府债券新增 0.40 万亿，同比增幅已连续三个月缩窄。对于中小企业、弱国企，2021 年的新增贷款或也受疫情期间的优惠政策而减量。

货币政策为维持稳定，抗击风险。一是不排除为对冲政策退出造成的潜在风险而再次降准放量。当前经济恢复基础不牢固，复苏不平衡，小企业、交通运输业与部分服务业恢复不景气，以及中小企业因前期再贷款再贴现，有债务到期存在的逾期压力，这些风险点也有政策小幅放宽的可能性。二是应对海外经济策略带来的被动输入风险。美国为应对疫情经济危机采用无限量 QE 或带动全球性通胀，我国为“稳通胀”“稳民生”或通过提升基准利率、存款准备金率等压制通胀过热。2020 年下半年人民币兑美元升值加速，若后续持续提速，央行或通过调整中美利差企稳汇率。

2021 年财政货币政策总体目标是回归常态。货币政策以“灵活适度”“精准合理”作为运行基调，会依据实际的经济情况随机应变，不乏有阶段性放宽或缩紧的调控。一季度为支持经济持续复苏，保障十四五开年国家重大战略任务运作，货币政策或维持温和，随着经济恢复至常态，货币政策将回归中性，若受海外通胀影响，生产成本价格爆发式增长，则会收紧以抗通胀。国内经济面偏强、通胀预期与经济会议定调，使市场对政策不再宽松已有一致预期，收紧速度响应“稳”与“不急”，但实际收紧程度受多方因素影响。

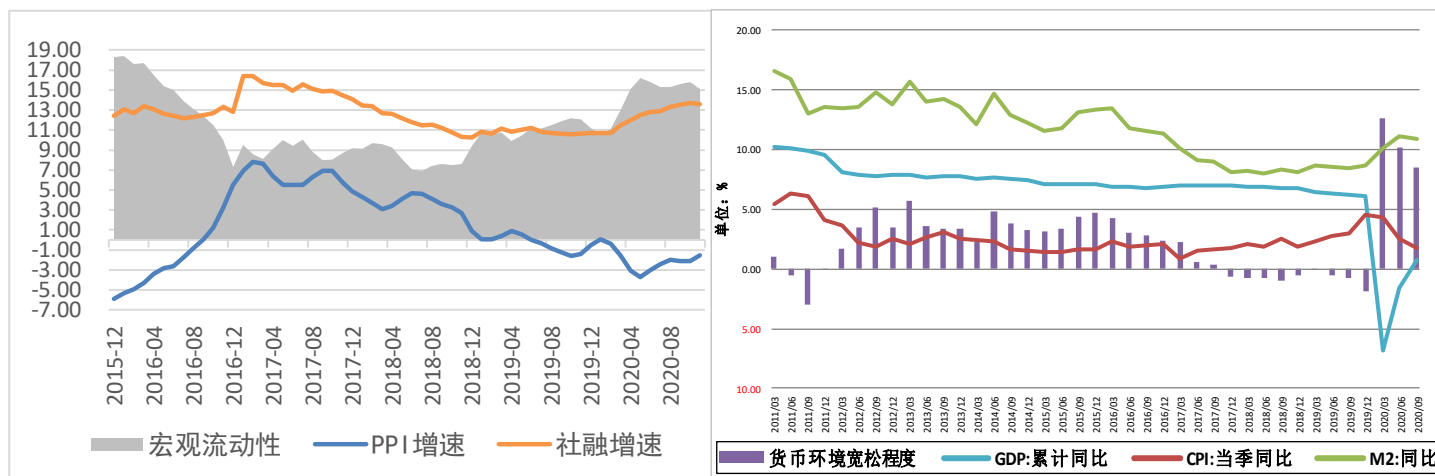
四、资金面

图11:社融与宏观流动性

单位: %

图12:经济指标与货币环境宽松程度

单位: %



资料来源:WIND、中期研究院

在货币政策预期里我们认为 2021 年货币政策目标回归常态,会根据经济情况灵活适度,相比 2020 年会慢速收敛。但对于市场间流动性,我们认为明年仍相对宽松,主因受到 2020 年特殊放量与稳健政策基调的影响。

为应对疫情引起的经济突发风险,央行在 2020 年上半年施行货币超宽松政策,达四年以来最松,进行了多次降准降息,并在公开市场上超额投放流动性。除正常投放调节外,央行在 2 月 3 日开展 1.2 万亿巨量投放,又再 11 月非 15 日进行了 2000 亿超预期续作,随之在年末 12 月 15 日投放了 9500 亿元 MLF。MLF 和 LPR 利率分别在 2 月下旬、4 月下旬进行下调至 2.95%与 3.85%,维持不变至年底。截至 2020 年 11 月,我国货币供应量 M0 达到 81,593.61 亿元,同比变化 10.3%,M1 达到 618,632.17 亿元,同比变化 10%,M2 达到 2,172,002.55 亿元,同比变化 10.7%。2020 年年内资金面经历了宽松、平衡、紧平衡、再宽松的过程,但横向同比,2020 年市场间资金可谓宽裕充盈。

社融-PPI 是判断宏观流动性的观测指标之一,社融已经见顶,政策预期里表明社融增速至少在上半年会继续回落,PPI 随着经济复苏增长,宏观流动性收敛符合预期。通过图 11 我们可以看出即使流动性收缩也处于历史中枢偏上位置。其次通过宏观经济指标计算的货币环境宽松程度也证明,当前流动性充沛,货币充足,即便受货币政策收紧影响回落,宽松程度较往年仍处富裕区间。

除此之外,我国经济还处于复苏阶段,要保持政策的连续性、有效性和可持续性,经济运行以稳定与健康为主,货币政策收紧力度会较温和,流动性受其引导会回归,但横向比较仍为充足。

五、供求关系

图13: 国债发行量

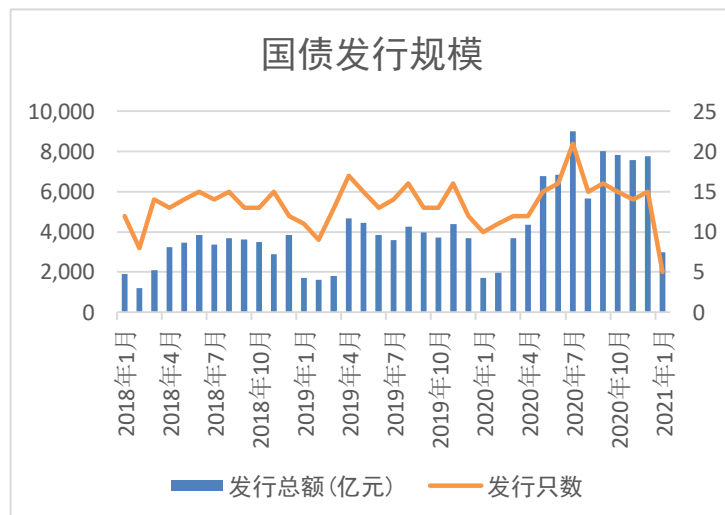
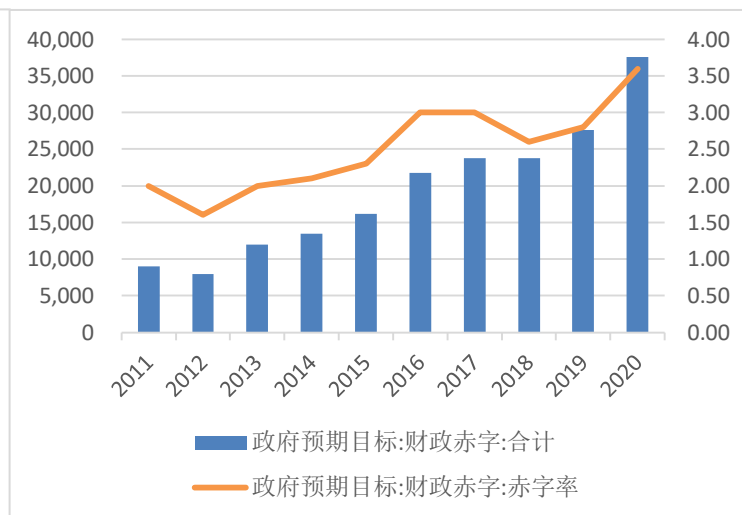


图14: 财政赤字



资料来源:WIND、中期研究院

《政府工作报告》指出 2020 年赤字率由去年的 2.8% 大幅增长至 3.6%，财政赤字从 2.76 万亿元增加 1 万亿元至 3.76 万亿元，新增专项债额度大幅提升 1.6 万亿 3.75 万亿元，此外为应对公共卫生突发事件发行特别国债，额度高达 1 万亿元，使 2020 年政府债券发行量明显高于往年。中央的财政赤字规模可看做国债的净融资额，2021 年 3 月 4 日至 5 日将召开两会，可关注期间公布的财政赤字规模了解今年国债大致供给。由于当前中央与地方政府杠杆率已攀升至较高位置，中央经济工作会议也明确点名“防风险、稳杠杆”，因为我们认为，除了大概率不会再发行特别国债外，2021 年财政政策力度收敛，回归审慎常态，将减小利率债供给端压力。

六、观点总结

疫情风险是 2020 年上半年债券市场火热的导火索，经济基本面的复苏与修复是下半年的内在牵引力，期债在年内走出牛、熊、震荡快速切换行情。2021 年国内需求侧整体显现回暖态势，经济基本面温和向暖，利率债供给压力较 2020 年有小幅减少。一季度经济修复仍是主调，刺激性财政政策会收敛，但短期较为宽松的货币政策不会退出，上半年有望产生景气高点。待经济明确企稳，各项政策或趋于谨慎，使宏观经济维持稳定、健康发展，货币投放精准合理。2021 年经济发展内外风险犹存，内部经济恢复不平衡、疫情又再次频发，外部疫情未见明显控制、全球通胀压力来袭，投资者需顺时而谋，

见机而动，顺应前期基本面向好期债空头逻辑，但各风险因素也带来阶段性博弈机会。

方向性操作上可根据市场间流动性抓住波段机会，中长期来看，2021 年一二季度维持窄幅震荡，慢熊或延续，国债收益率缓步增长，关注 3 月份政治局会议的经济定调后的趋势性方向。中旬经济上行至常态后，叠加海外输入型通胀，货币政策或有收缩，以对冲经济过热风险，利率债收益率将迎来上行高点，固定收益配置价值或带动行情切换。国债期货全年偏弱运行，待配置力量出现后，有阶段做多机会。

跨品种策略可关注 2021 年曲线再次陡峭化的机会。

分析师承诺

本人(或研究团队)以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人(或研究团队)的研究观点。本人(或研究团队)不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

CIFCO 中国国际期货股份有限公司 CHINA INTERNATIONAL FUTURES CO., LTD.

	北京	深圳	香港
地址:	北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 6 层(邮编:100020)	深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 15 层(邮编:518031)	香港上环干诺道西 3 号亿利商业大厦 23 层 B 室
电话:	010-65807827	0755-23818333	00852-25739399
客服:	95162	400-8888-160	
网址:	www.cifco.net		

CIFCO 中期研究院 CIFCO Research Institute

	北京	上海
地址:	北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 6 层	上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 2003-2004 室
电话:	010-65807827	021-68401905
网址:	www.cifco.net	