

把握通胀的预期与节奏，期待海内外交替复苏

2021 年宏观经济分析与大类资产展望

宏观经济分析师：李荣凯

从业资格号：F3012937

投资咨询从业证书号：Z0015266

公司地址：济南市市中区经七路 86 号

证券大厦 15、16 层

客服电话：400-618-6767

公司网址：www.luzhengqh.com

目录

一、 2020 年大类资产交易逻辑与资产价格走势回顾	3
（一）疫情下大类资产交易的核心仍是经济预期，这一点并没有发生变化	3
（二）货币与通胀周期反映经济预期与现实，可作为大类资产走势研判的视角	4
二、 2021 年宏观经济展望	6
（一）全球流动性总量分析：延续稳+高的概率较大，国内外或有分化	6
（二）全球主要经济体流动性结构分析：中国、美国和欧元区预计在复苏中交替脱虚向实	9
（三）宏观经济供需分析：美国、欧元区供给潜力大于需求，中国需求潜力大于供给，关注通胀压力可能提前在疫苗接种前	10
三、 2021 年大类资产展望	11
（一）国债：全年看或没有趋势性行情，年内结构行情把握上有一定难度	12
（二）股票：最佳配置时机或已经过去，估值修复已经完成需要等待业绩兑现重新定价	13
（三）商品：顺周期资产，趋势性会有需要警惕通胀预期反转后的回调	14
（四）风险提示	15

摘 要

回顾 2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行无疑是影响全球宏观经济与资产价格史无前例的黑天鹅事件。受此影响，一直以来的经济周期常态波动被打破。目前尽管疫情已经第三轮爆发，但后二次疫情爆发并没有对宏观经济造成意料之外的冲击，因此金融市场并没有因为疫情的再次快速蔓延而动摇经济复苏的预期。回顾这一年，大类资产顺周期特征明显。

展望 2021 年宏观经济我们认为，首先，海外流动性总量方面大概率将继续延续十分充裕的状态，中国方面流动性总量转弯方向已定但节奏不会急，经济恢复基础尚不牢固，货币政策需要考虑内需与外需动能转换。其次，就流动性结构方面，预计包括中国在内的全球主要经济体流动性有望在经复苏交替复苏过程中脱虚向实；最后、宏观供需方面，海外市场供给恢复潜力大于需求，中国需求恢复潜力大于供给。目前乃至全球疫苗接种前，全球供需格局仍将是供给中国需求，随后可能会演变为全球供给全球需求，区域间供需矛盾将会有所缓解，这可能导致工业通胀压力提前，这一点明显区别于以往的经济复苏周期通胀的特征。

展望 2021 年大类资产我们认为，一、由于美联储货币宽松的重大影响，全球流动性十分充裕状态在上半年乃至全年来看可能还会延续，资产价格仍在水中交易；二、当前全球经济复苏的周期尚未结束，大类资产走势周期性特征可能仍然较为明显，以顺周期思路为主线安排资产配置为宜；三、注意把握通胀的市场预期差以及通胀前置节奏变化与过往的差异。四、大类资产方面上下半年风格变化可能较大。整体来看商品资产表现预期好于股票和债券资产，关注与海外复苏关联度较高的资产。五、警惕海外经济工业品需求退潮后的通胀预期反转引发的回落风险。

把握通胀的预期与节奏，期待海内外交替复苏

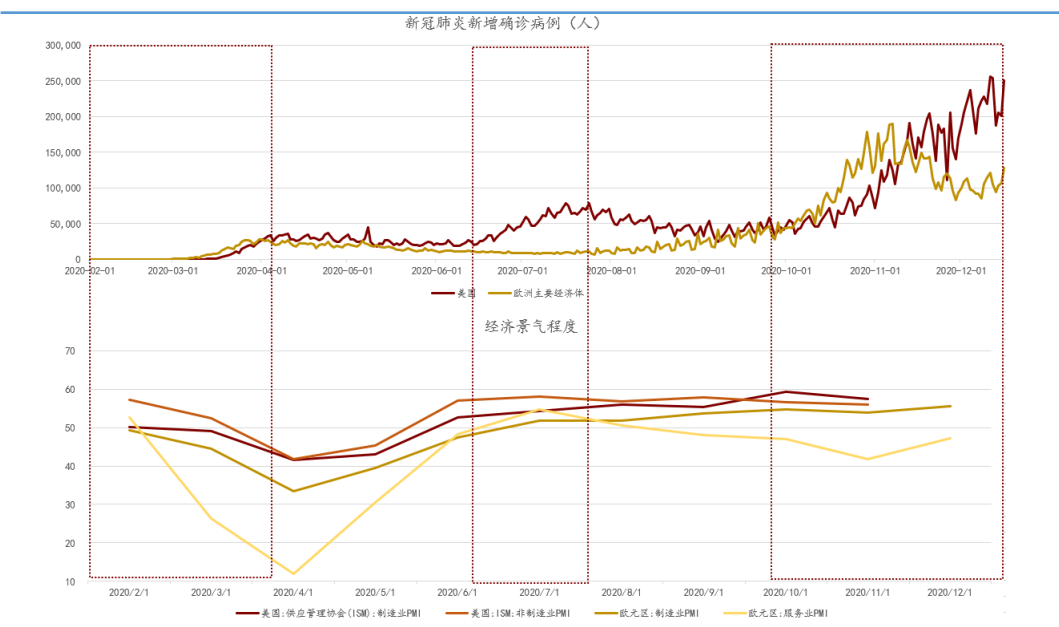
—2021 年宏观经济分析与大类资产展望

一、 2020 年大类资产交易逻辑与资产价格走势回顾

（一）疫情下大类资产交易的核心仍是经济预期，这一点并没有发生变化

2020 年新冠肺炎疫情无疑是影响全球金融市场史无前例的黑天鹅事件，当前全球疫情蔓延已经处于第三轮爆发阶段。本次疫情与以往最大的区别在于 COVID-19 远出乎意料的传染性，新冠肺炎零星散发初期若未能做出快速反应疫情便会快速蔓延，一旦形成爆发性蔓延之势便难以控制，这一点相信市场已经达成共识。目前来看，除了中国以外，全球其他主要经济体均没有对疫情实现非常有效的控制。

图 1：疫情蔓延与经济景气程度



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

目前疫情仍在加速蔓延，但大类资产的价格表现与第一轮疫情蔓延时期显著不同，是否大类资产交易逻辑已经发生变化？从统计数据来看，尽管当前疫情处于第三轮爆发的加速蔓延阶段，全球当日新增确诊病例超过了 70 万例远远大于三月份峰值 7.8 万例，但是大类资产价格并没有出现今年三月份的极端波动。我们认为，这是因为第二轮和第三轮疫情爆发并没有对宏观经济造成出乎意料的冲击。正是如此，金融市场也并没有因为疫情的再次快速蔓延而动摇经济复苏的预期，市场风险偏好也就没有受到明显冲击，相应全球主要央行也基本上采取了较为温和的对应方式。

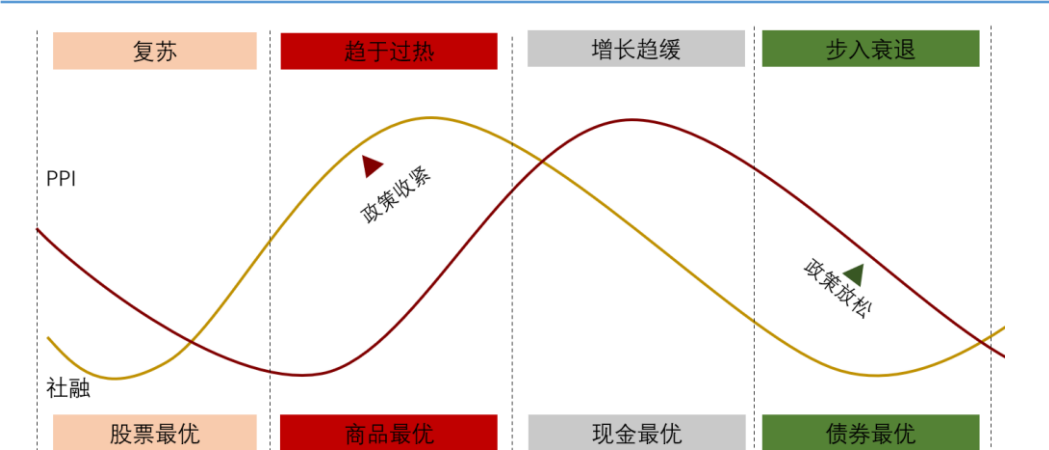
因此，尽管大类资产价格影响因素是非常复杂的，市场风险偏好、央行货币政策，疫苗研发与推进计划等因素均可能会对大类资产价格走势均产生不同程度的影响，但是这些因素仅是间接变量，大类资产核心交易的逻辑仍是宏观经济的预期，这一点并没有发生变化。

（二）货币与通胀周期反映经济预期与现实，可作为大类资产走势研判的视角

无论是从宏观角度还是微观角度来看，资产价格波动受流动性影响，由自身供需关系决定。市场机制在配置资源要素方面效率优势明显，但是也存在资本逐利产能过度积累，市场有效需求不足等问题，因而各国央行均会通过货币政策对宏观经济周期性波动进行逆周期调节，以让经济处于合理区间运行，因而货币周期在反映经济方面是较为领先的。就供需关系方面，通胀水平可以理解为整个宏观经济系统的价格，是宏观系统供给与需求双方实际博弈的最终结果。

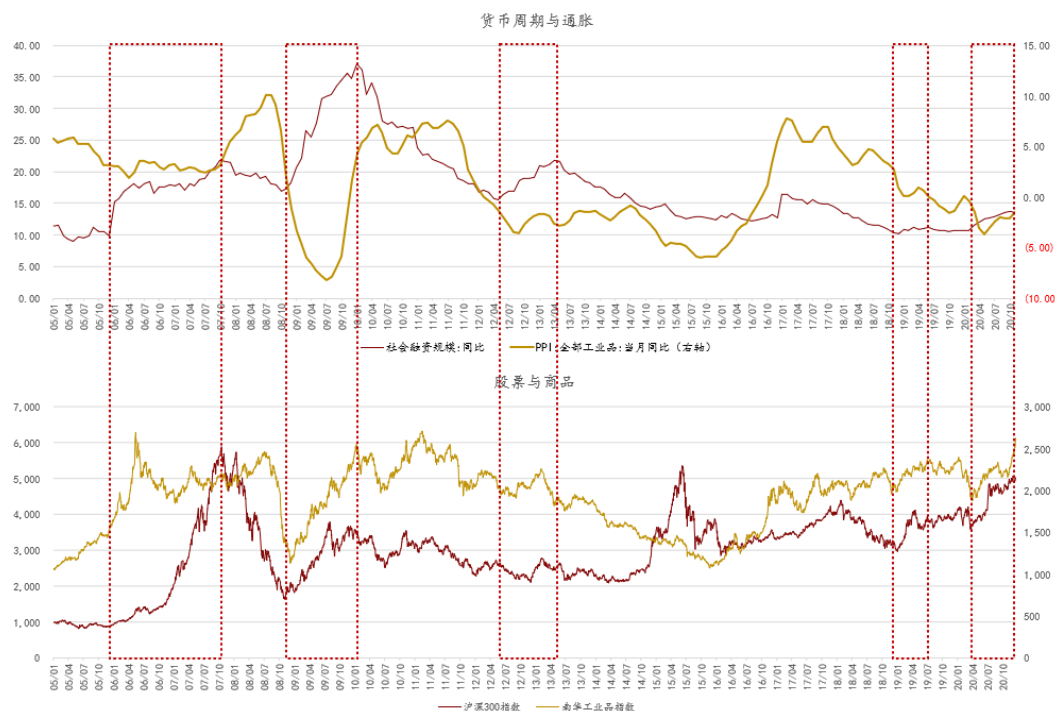
我们发现，通过采用社会融资规模与 PPI 走势，可以反映上述投研思路，并且在统计数据的频率、波动和可操作性方面有一定的可取价值。

图 2：货币、通胀周期与资产配置



数据来源：鲁证期货研究所

图 3：2005-2020 年货币、通胀周期与股票、商品



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

通过回顾历史 15 年的宏观的历史走势我们认为：

1、通过把握货币与通胀周期可以揭示宏观经济走势进而研判大类资产走势，历史统计数据稳定性尚可；

2、一方面，2014-2015 年股票市场出现牛市行情，社融和 PPI 指标组合并没有给出信号，这主要是因为前期工业产能持续扩张造成产能过剩宏观经济周期性下行，尽管央行逆周期调节宽松基础货币，但是基础货币并没有转换为信用派生进入实体，因而尽管 M2 同比增速走高但社融同比增速持续下降，流动性进入股票市场空转。另一方面，2016 年工业品出现大牛行情该指标也没有给出信号，主要是为应对产能过剩经济周期下行，国家方面通过供给侧改革主动去产能加速市场出清，由此黑色产业链持续上涨带动工业品价格指出大幅上扬。上述历史两个阶段均有一定的特殊性。

3、回顾 2020 年，疫情以来中国央行通过降低存款准备金率、再贷款再贴现、创新直达实体经济的货币政策工具等方式向市场提供货币支持，以应对疫情对经济的冲击。从实际情况来看，社融同比增速随 M2 同比增速走升，说明前期央行的政策效果显现，基础货币的投放确实转化实际的信用派生给到实体经济到位的支持，这与 2014-2015 年有明显区别。在宏观实际供需方面，尽管目前 PPI 同比增速尚未回正，但是已经出现了拐头，这反映了宏观实际供需正在不断修复，需求拉动下价格走升。因此，从宏观视角来看，上市公司在资金支持（社融）与低成本（PPI）市场环境盈利预期增强，股票指数率先走升；商品价格也在市场需求逐步恢复后快速走高。

因此，今年以来股票和商品先后上涨和不同阶段的强弱对比关系与中国经济在疫情以后的复苏周期较为吻合，全年资产价格走势顺周期特征较为明显。

二、 2021 年宏观经济展望

（一）全球流动性总量分析：延续稳+高的概率较大，国内外或有分化

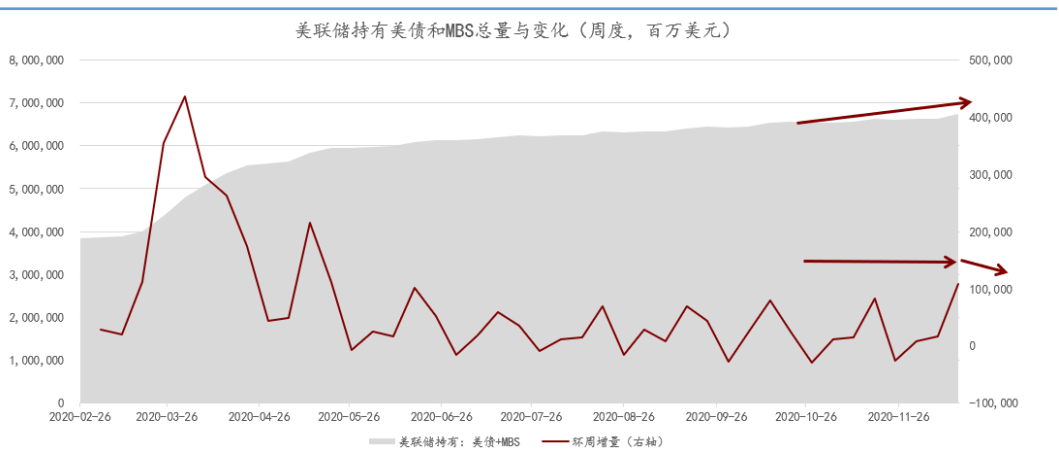
为应对疫情，全球主要央行实施了不同程度扩张性货币政策，美联储尤为积极，这一点与 08 年金融危机中国货币政策更为积极明显不同，我们认为这主要取决于两国不同的经济结构。2019 年，美国实际 GDP 同比增长 2.2%，其中消费拉动 1.64%，投资拉动 0.7%，净出口拉动为负。本次疫情影响最大的消费，因而这将重挫美国经济增长动力，所以美联储在本次疫情当中货币政策非常积极，以避免经济陷入恶性衰退，宽松超出预期有一定合理性。

1、美国方面，2021 年美联储维持当前较为充裕流动性水平概率较大，但不排除下半年量化宽松规模减少的可能

美联储货币政策重点考量就业和通胀水平，目前在新的政策框架中其对通胀的容忍度也有所提升。在 12 月份美联储议息会议上鲍威尔重申，美联储将继续每月至少购买 1200 亿美元的债券，直到在实现委员会的最大就业和价格稳定目标方面取得实质性进一步进展为止。此外，美联储预计，2020 年底核心 PCE 通胀预期中值为 1.4%，2021 年底 PCE 通胀预期中值为 1.8%（2020 年 11 月为 1.6%）。根据美联储的目标来看，美国经济恢复距离货币政策目标仍有较大空间，

但是需要提醒的是，考虑到疫苗大规模接种后，若疫苗效果能够达到一般预期，经济大概率能够逐步实现自我修复，因而尽管美联储加息和退出量化宽松大概率看不到，但是可能会降低量宽规模。

图 4：美联储资产负债表：美债+MBS 总量与环周变化



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

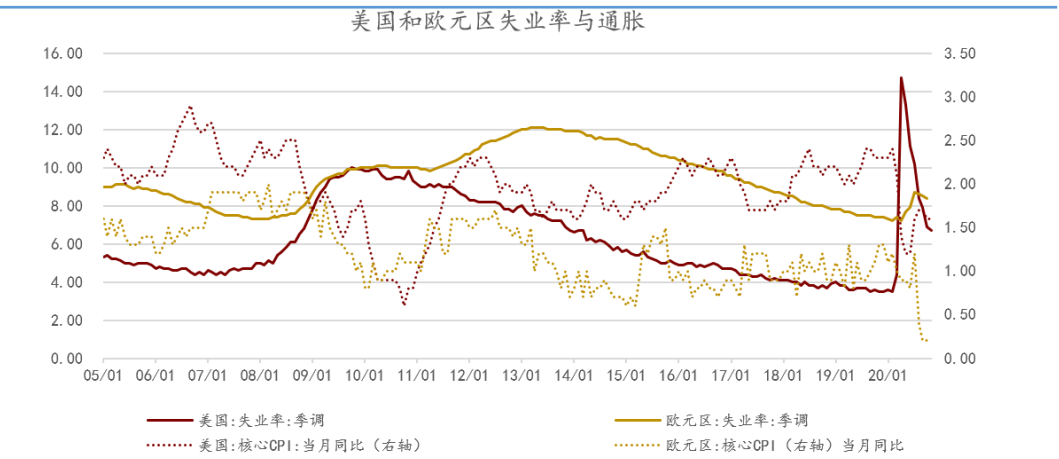
2、欧元区方面，2021 年欧洲央行维持流动性总量的可能性仍然较高

在 12 月份的欧洲央行议息会议决定，将大流行资产购买紧急计划的额度从原来 1.35 万亿增加 5000 亿至 1.85 万亿，将资产净购买周期延长至 2022 年 3 月（原为 2021 年 6 月），将本息再投资时间至少延长到 2023 年底（此前为 2022 年底）等。此外，欧洲央行预期 2020-2023 年欧元区通胀率分别为 0.2%（9 月预测 0.3%），1.0%（9 月预测持平），1.1%（9 月预测 1.3%），1.4%，即下调了 2020 年和 2022 年的通胀增速预期。

总体来看，欧央行对未来两年经济展望较 9 月更加悲观，这一点与 12 月美联储预期未来经济较 9 月份乐观不同，这一点也可以从疫情再次爆发以来欧元区服务业 PMI 明显走弱在统计上印证。

若进一步再讲欧元区与美国失业与通胀进行对比，我们认为 2021 年海外市场大概率会维持当前流动性总量水平。

图 5：美国与欧元区失业率与通胀



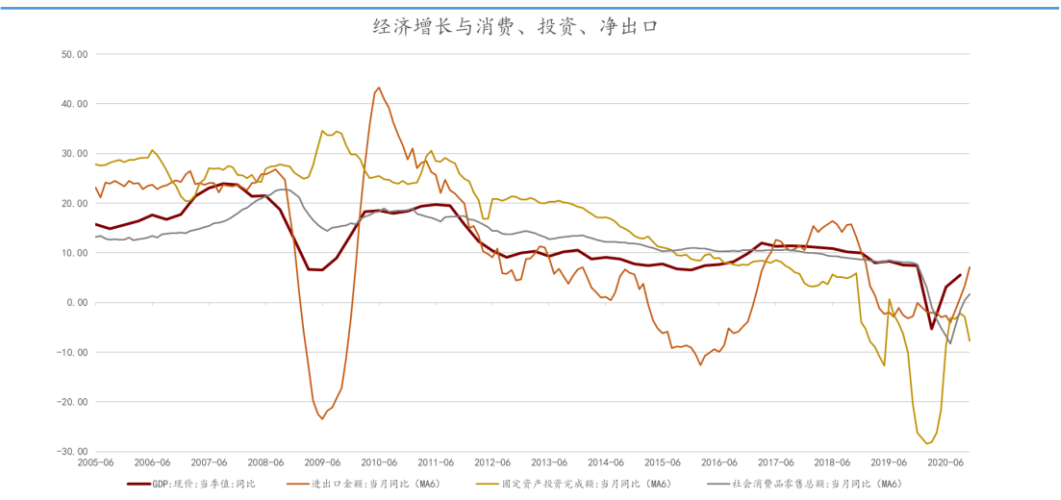
数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

3、中国方面，2021 年流动性总量方向转弯已定，但是节奏不会急

我们曾在 10 月 23 日在鲁证研究微信公众号发表文章《2020 年金融街论坛信号解读——本轮金融扩张或将见顶》，分析了央行具备在保持稳健的货币政策总基调下，灵活实现流动性和信贷归位的现实基础，指出了四季度我们大概率能够看到金融扩张的拐点，实际情况确实如此，11 月社融同比增速 13.7%较 10 月份 13.6%回落 0.1 个百分点，较 M2 同比增速回落滞后了 4 个月。

展望 2021 年，12 月份的中央经济工作会议已经绘制的大致蓝图，即转弯方向已定，但节奏不会急，因为我国经济恢复基础尚不牢固。目前中国当前经济面临的主要任务是恢复和稳定经济增长，尽管整体恢复好于预期，但是存在结构性能问题，即内需恢复不足，外需恢复远超预期。2020 年三季度中国消费对经济增长贡献仅为 34.9%，去年同期水平为 58.8%；投资方面 1-11 月份投资累计同比增速为 2.6%，去年同期水平为 5.2%，民间固定资产投资尽管 1-11 月份累计同比回正，为 0.2%，但是去年同期水平为 4.5%。反倒是 1-11 月份出口累计金额同比上升 2.5%，去年统计水平-0.22%。此外 10 月和 11 月出口金额当月同比分别增长 14.5%和 25.4%，去年同期水平为-0.7%和 6.3%。

图 6：经济增长与消费、投资、净出口



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

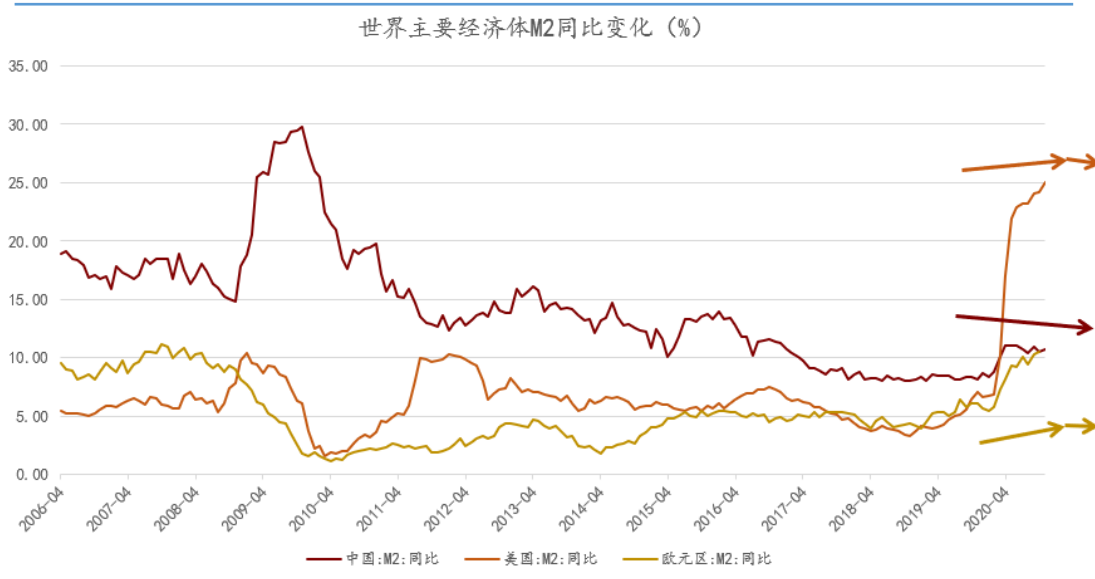
注：上图由于季节性波动较大，为平滑曲线同比数据采用 6 期移动平均 (MA6)。

往明年看，若一季度后新冠肺炎疫苗接种后，外需明年大概率前高后低，后续经济持续恢复需要内需发力。

2021 年央行货币政策继续收敛的方向还是非常明确的，但是节奏把握上央行可能要考虑 2021 年内需与外需动力的转换。

如果分上下半年来看，预期上半年 M2 同比增速可能先稳再降低，而社融同比增速圆弧回落可能性较大，社融同比增速和 M2 同比增速劈叉结构或有所恢复；下半年若经济增长的内需动力投资和消费恢复统计数据证实，M2 和社融继续同比可能回落，若外需退潮后内需动力不足预期货币政策可能要继续保持稳定。

图 7：预计 2021 年世界主要经济体 M2 同比变化



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

（二）全球主要经济体流动性结构分析：中国、美国和欧元区预计在复苏中交替脱虚向实

2020 年全球主要经济体央行向市场投放了十分充裕的流动性，特别是美联储可谓史诗级别的放水漫灌。回顾 2020 年，美联储资产负债表已经从 3 月上旬的 4.29 万亿美元大幅扩增到 12 月中旬的 7.41 万亿美元，增幅达到 72.72%。美国广义货币 M2 指标方面，11 月同比增速也达到了 25.07%，这一同比增速是美国自 1960 年以来的最高水平，远超 20 世纪 70 年代滞胀危机时期的同比增速高点 13.81%，以及 08 年次贷危机时期的同比增速高点 10.36%。

那么往后来看这部分流动性能否从金融系统进入实体，对此我们给与肯定的答案，并且预计 2021 年可能是全球经济体逐步复苏，资金交替甚至是共振脱虚向实。

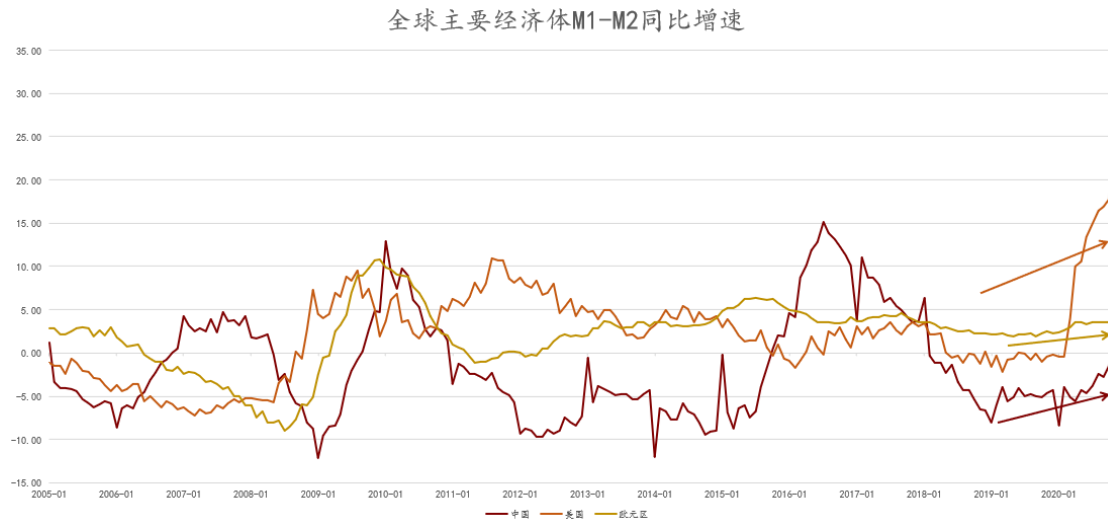
一方面，本次疫情导致的经济衰退并非是周期性的产能过剩导致，而是意料外的疫情导致了人口流动大幅下降，引致其他生产要素流动大幅下降，这是本次疫情前期经济下滑的主要原因。因此，本质上来看，本次疫情危机是由经济系统的外部变量冲击导致，而非内生性因素，所以预计未来经济复苏资金在金融与实体间传导较为流畅。

另一方面从经验来看，在 2020 年的后疫情阶段，由于经济重启后防疫管控有所放松，一些国家和地区出现了不同程度的反弹甚至是大规模的爆发。但是我们能够看到明显的边际变化是，疫情对经济冲击力度大幅下降，即便是美国在第三轮疫情爆发后期宏观经济实际受到的冲击也有限。此外，从中国经验来看，三月份复工复产以来，随着人流活跃度上升，部分省份和地区也出现了零星散发的情况，但是中央政府以及相关部门抗疫、防疫经验丰富，应急管理反应能力快速有效，核酸检测为代表的医疗资源显著提升，因而疫情管控非常得力，并没有对经济、社会活动造成明显冲击。

因此，往后来看我们认为，退一步看即便是没有疫苗或者疫苗效果不能达到市场预期，疫情对经济的冲击更大程度上影响的是复苏的节奏，经济复苏的方向大概率不会发生逆转，因而流动性结构修复有望延

续，流动性结构预计继续优化。

图 8： 2021 年世界主要经济体 M2 同比变化分析

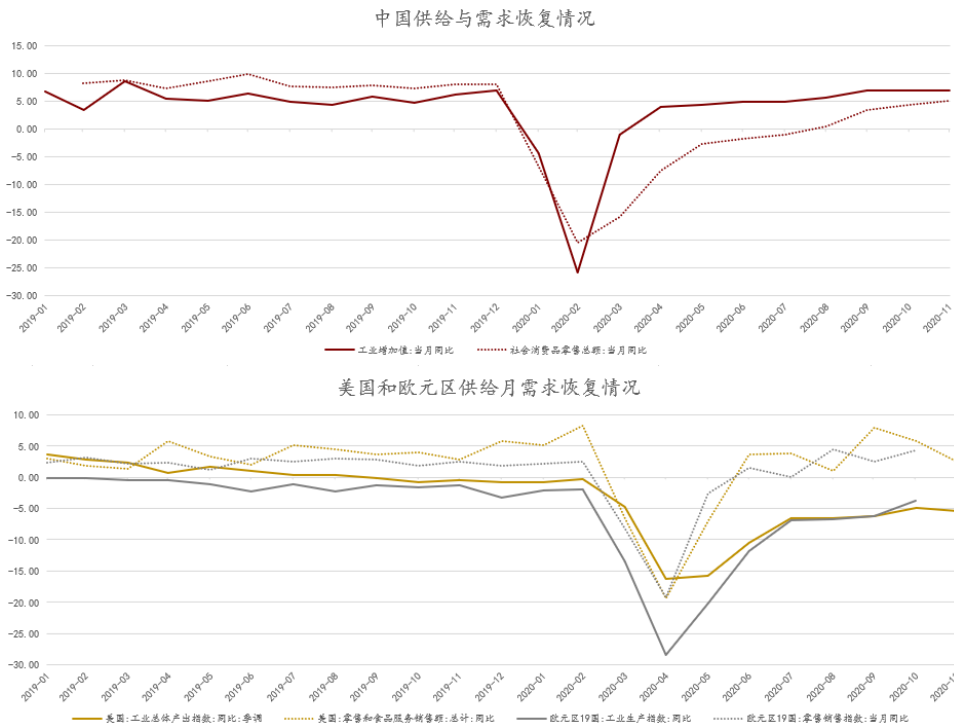


（三）宏观经济供需分析：美国、欧元区供给潜力大于需求，中国需求潜力大于供给，关注通胀压力可能提前在疫苗接种前

自经济复苏以来，由于中国和美国政治体制不同，抗疫、防疫理念不同，所面对各自经济结构、居民行为习惯不同，因而政府部门采取了既有共性但又有差别经济恢复计划。尽管双方基本思路均是通过扩张的性宏观政策来应对经济冲击，但是在具体措施方面有所差别。中国方面，将着力点放在落实“六保”任务，关注保证市场主体恢复。疫情最严峻时期，在党中央、国务院的领导下国有企业在托底保供方面发挥了重要作用，为民营企业的其他市场主体复苏赢得了喘息时间，可以说是民退国进。美国方面，由于总统制+联邦制+三权分立的体制弊病，在抗疫、防疫、财政政策等方面难以形成举国合力，因而美联储采用了大水漫灌思路应对经济冲击，政策着力点更多聚焦保护消费主体，疫情救济政策方面基本等同于直升机撒钱模式。欧元区情况与美国类似。因而海外消费能力明显好于预期。

因此，在疫情后经济复苏以来，我们发现中国与海外复苏情况有明显区别，中国供给恢复明显快于需求，海外刚好相反。我们认为，这也是后疫情时期，海外疫情越是严峻，中国出口越是强劲，外贸恢复显著超出市场预期，因为国内和海外财政正共同作用于中国供给端。

图 9：海内外主要经济体供需恢复情况对比



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

基于上述统计数据，展望 2021 年我们认为：

一、海外方面，供给恢复空间较大，消费水平大致已经恢复到疫情前水平，甚至欧元区 10 月消费同比增速已经超过去年同期水平。中国方面，消费恢复还有一定空间，但供给端恢复已经恢复到疫情前水平，甚至 11 月工业增加值当月同比增速已经超过去年同期水平。

二、目前乃至全球疫苗接种前，全球供需格局仍将是供给端全球需求，尽管供需总量缺口可能不容易看到，但是区域间供需缺口可能比较明显。进一步再往后看，随着疫苗大面积接种，海外供给端或加速重启，全球供需结构或将演变成全球供给全球需求，区域间供需矛盾将会有所缓解。

三、货币超发是通胀的必要非充分条件，还需要看供需方面是否有总量缺口以及区域之间的供需错配。根据上述分析，由于海外供给修复前全球不同经济体之间可能存在区域供需错配，本轮全球经济复苏可能会导致通胀压力提前，这可能与以往经济周期性复苏有明显区别。

三、 2021 年大类资产展望

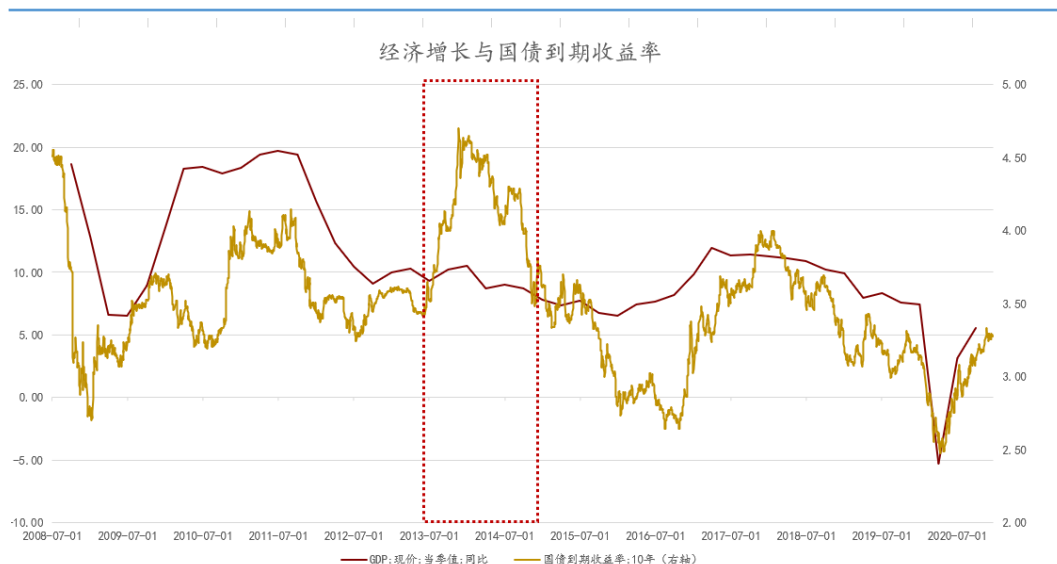
基于前述分析展望 2021 年大类资产我们认为：当前全球经济复苏的周期尚未结束，大类资产走势周期性特征可能仍然较为明显，以顺周期思路为主线安排资产配置为宜。由于外需的强势当前中国经济可能已经处于阶段性的加速复苏阶段，海外市场仍处于弱势复苏阶段。再往后看，随着海外供给端修复，海外市场可能进入相对快速的复苏阶段，外需走弱国内经济可能由强劲增长转为增长趋缓，这一情景可能出现在明年下半年。

宏观配置策略上注意以下三点，一是、把握通胀的市场预期差以及通胀前置节奏变化与过往的差异；二是，由于美联储货币宽松的重大影响，全球流动性十分充裕状态在上半年乃至全年来看可能还会延续，资产价格仍在水中交易，市场波动尽管较 2020 年可能有所退潮，但是市场波动可能也并不低，特别是在市场预期反转后；三是、大类资产方面上下半年风格变化可能较大，商品资产表现预期好于股票和债券资产。从宏观周期角度看商品资产的结构我们预期工业品好于农产品，特别是与海外经济复苏关联度较高的资产。提醒关注海外经济工业品需求退潮后的预期反转引发的回落风险。

（一）国债：全年看或没有趋势性行情，年内结构行情把握上有一定难度

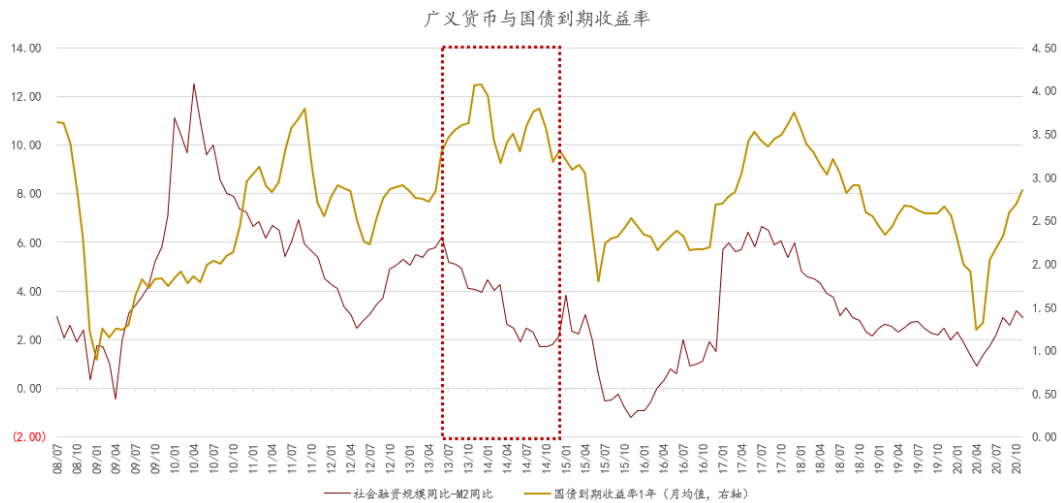
债券到期收益率锚定经济增长水平，并且受到通胀，流动性供需强弱对比影响。一、就经济增长方面，剔除 2020 年基数的影响，在经济动能方面我们预期上半年随着内需逐步恢复，外需仍未退潮，经济增长动能较强，全年增长动力预期前高后低；二、尽管市场对于经济增长因素或已经 PRICE IN，但是对于通胀反映或并不充分；三、社融同比增速回落的交易预期可以期待，但是本轮社融回落可能是圆弧顶，社融同比-M2 同比的广义货币需求和供给的差值修复节奏可能相对较缓。

图 10：经济增长与国债到期收益率



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

图 11：经济增长与国债到期收益率



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

总体来看，国债到期收益率可能在修复社融同比增速预期回落后再次转升寻顶，下半年可能会有所回落，但由于难有趋势性行情节奏方面把握难度较大，关注央行货币政策工具运用。

（二）股票：最佳配置时机或已经过去，估值修复已经完成需要等待业绩兑现重新定价

从宏观角度来看股票资产，关注 M1-PPI 指标较多，前者反映经济活度和实体流动性溢出，后者反映上市收入与成本，逻辑较为顺畅。此外，剔除特殊阶段历史上该指标统计稳定性相对较好，有一定的参考价值。

图 12：股票、流动性、通胀



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

往后来看，我们认为：一、M2 领先于社融大约一个季度，社融小幅领先或同于 M1，目前社融拐点处于等待确认阶段。但是我们前面也指出，本次社融同比增速可能是圆弧顶，所以未来 M1 增速修复大概率仍会延续，但是修复的时间主要关注；二、基于报告前部分供需与通胀分析，目前尽管 PPI 同比增速仍然为负，但是目前已经拐头向上，由于供需关系海内外区域错配，PPI 修复速度可能较快。从这一角度来看，不排除股票在上半年可能会有压力，下半年后者到四季度可能会好一些。

事实上，由于各方面原因 2020 年股票市场的涨幅在一定程度上透支了后续空间，估值修复已经完成，甚至在部分板块估值已经偏高，需要盈利能力兑现消化高估值来重新定价。目前中国处于居民存款由房地产市场向金融市场搬家的阶段，外资也在持续看好中国金融资产，因此市场并不缺少增量资金，这一点需要关注。

整体来说，我们始终认为，只要房地产市场炒作投资需求能够压得住，股票市场就能在不断的资本市场环境优化中起来，长期看好中国股票资产，但是提醒管控 2021 年的投资预期。

（三）商品：顺周期资产，趋势性会有需要警惕通胀预期反转后的回调

从宏观角度看商品资产我们关注 M1-M2 这一指标较多，因为资金脱虚向实的过程就是实体经济好转的时候，商品表现自然不会差。从历史来看，这一指标相对较为稳定。流动性结构已经在前部分进行了分析，此处不再赘述。

图 13：世界主要经济体货币结构与铜价



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

我们重点提醒关注该资产的投资者以下几点。

一、考虑到国内与海外市场供需端复苏错配，通胀压力可能集中体现在疫苗接种之前，全年来看通胀水平预期前高后低，这与以往危机后经济复苏或许有明显区别，需要引起关注。

二、尽管 12 月份以来市场已经在交易提前到来的通胀，但是通胀预期可能并没有达成一致，市场仍然存在一定的通胀节奏的预期差。

三、重点关注商品在一季度和二季度前半段海外疫苗规模接种前的配置价值，但是需要警惕交易一致性后，通胀预期反转风格快速切换引发的回调风险，经过我们分析这个节奏有可能出现在二季度。

四、关注商品资产的安全边际，以及海外经济复苏关联性较高的大宗商品。

（四）风险提示

- 1、疫苗效果不及预期，抗疫防疫管控不力，导致海外市场恢复超预期滞后；
- 2、预期一致性。

免责声明

本研究报告仅供鲁证期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为鲁证期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。