

2021年宏观经济分析及大类资产展望

流动性 · 供需关系 · 大类资产

2021.2

鲁证期货 研究所

李荣凯

从业资格号：F3012937

投资咨询号：Z0015266

主要内容

1

2020年四季度观点回顾

2

2020年四季度及全年宏观经济与行情回顾

3

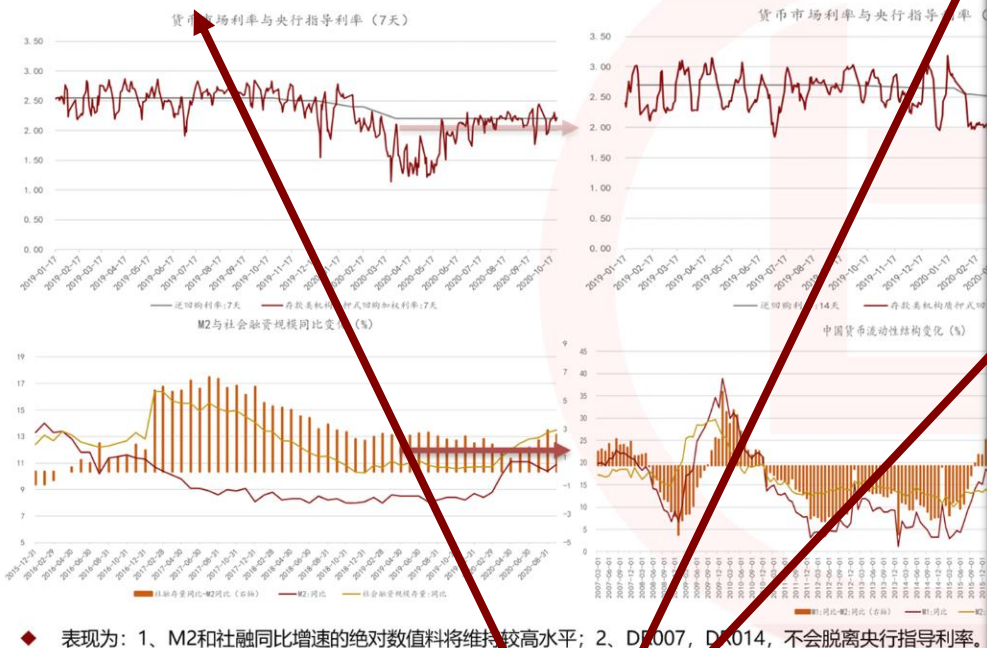
2021年宏观经济形势分析与大类资产展望

2020年四季度观点回顾

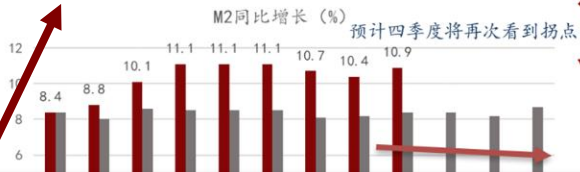
宏观观点 · 大类资产观点

宏观观点

流动性展望：维持总量充裕，结构优化的判断

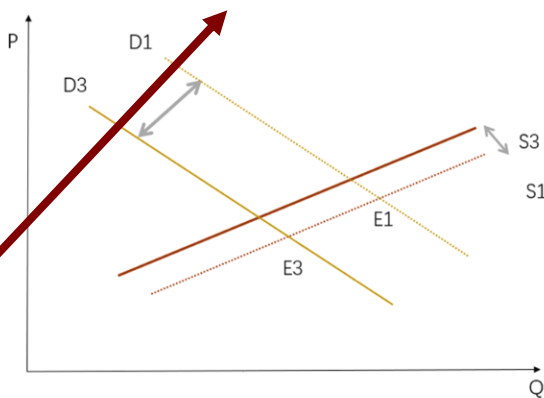


流动性展望：本轮金融扩张周期或将在四季度见顶

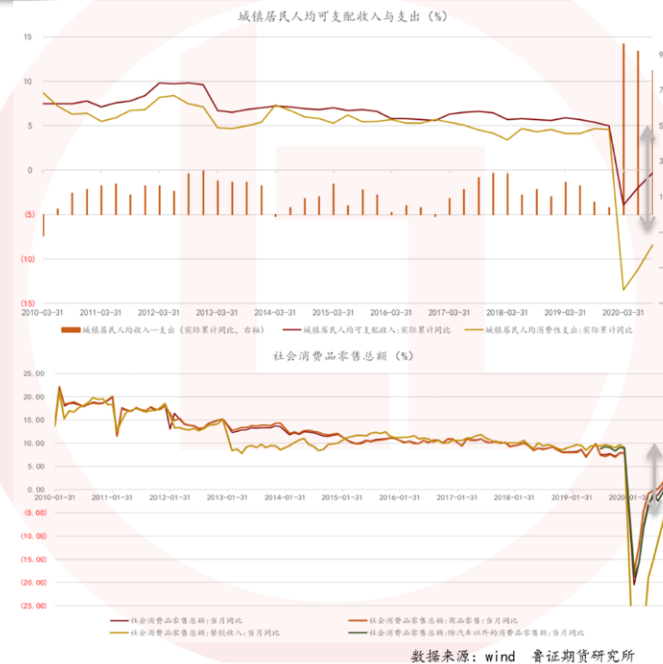


新冠疫情是重大突发公共卫生事件，为应对冲击，金融部门推出了一些特殊政策措施。随着疫情对我国经济冲击高峰过去，经济活动逐步恢复正常，有的政策已经顺利完成阶段性任务，但支持小微民营企业、支持稳就业、支持绿色发展的政策措施将继续坚持，并进一步完善。

供需展望：消费端复苏好于供给端



- ◆ 供给：从工业增加值看，偏供给端的恢复已经基本完成。
- ◆ 消费：有基础：收入转化为支出有基础。
- ◆ 消费：有空间：社会消费品9月份已经出现了加速修复的态势，并且距离疫情前有较大空间。

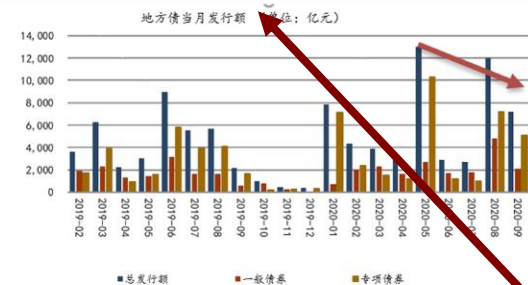


◆ 10月份在三季度宏观交流上，我们指出：

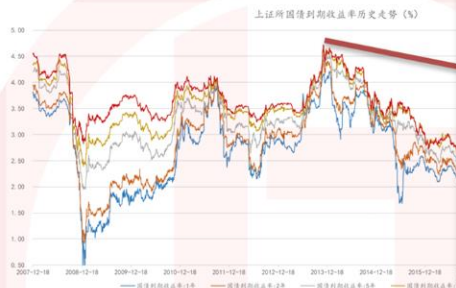
- ◆ (1) 维持总量充裕，结构优化的判断；(2) 流动性方面，本轮金融扩张周期或将在四季度见顶；(3) 供需展望：消费端复苏好于供给端。

大类资产观点

大类资产展望：债券配置价值凸显

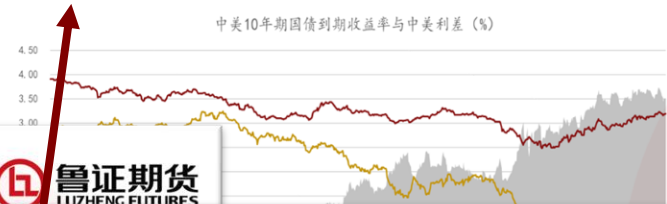


数据来源: wind 鲁证期货研究所

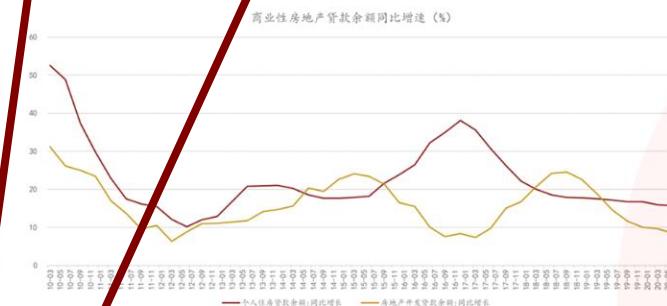


- 央行货币政策的目标是流动性合理充裕，不缺不溢。
- 只要实体收益上不去，债券到期收益率就有顶。
- 居民储蓄搬家，由房地产向金融资产搬家，wind统计今年新发基金份额1.8万亿。据新闻资讯，目前已经
- 本次由于积极的财政政策，导致国债、金融债、地方债由于债券自身供需错配，以及缴款回流已经出现超买，好转债券或有修复。

大类资产展望：股票或在震荡中完成重心上移



大类资产展望：整体或震荡偏弱，商品继续分化



数据来源: wind 鲁证期货研究所

- ◆ 总体来看，工业品或拖累商品整体走弱，但是消费类大宗商品仍然有上行动力，但是有以下几点需要关注。
- ✓ 首先，从货币角度来看，M2和M1对商品价格的冲击边际动力减弱；
- ✓ 其次，风险偏好已经基本归位，风险资产的比较收益已经基本得到修复；
- ✓ 再次，前期资金利率较低，实体企业补库较为充分，透支后续补库存空间
- ✓ 最后，目前就商品价格来看，已经基本符合企业的心里预期价位，具备明显安全边际的品种减少。
- ◆ 具备到商品板块来看：
- ✓ 黑色及有色方面，宏观审慎监管、地产周期、房地产供给侧改革等方面，与房地产关联度较高的工业品，上行动力不足，可考虑作为空头资产；
- ✓ 贵金属方面，一方面美国当前经济形势回收流动性内在动力不足，预计长时间内仍维持宽松环境；另一方面以当前美债收益率水平继续走低空间也有限，因此预期贵金属难有趋势性行情，宽幅震荡为主。当然，考虑美国量宽边际动能已经相对有限，不排除贵金属震荡走弱可能。
- ✓ 农产品方面，白糖、豆粕等具备安全边际的消费类大宗商品，可考虑作为多头配置。

◆ 10月份宏观交流就大类资产方面我们指出：

- ◆ (1) 债券配置价值凸显；(2) 股票或在震荡中完成重心上移；(3) 整体或震荡偏弱，商品继续分化，黑色方面及有色方面震荡偏弱；贵金属震荡，继续好看农产品方面，具备一定的安全边际的可作为多头配置；(4) 此外在外汇方面，维持升值趋势判断。

2020年四季度及全年宏观经济与行情回顾

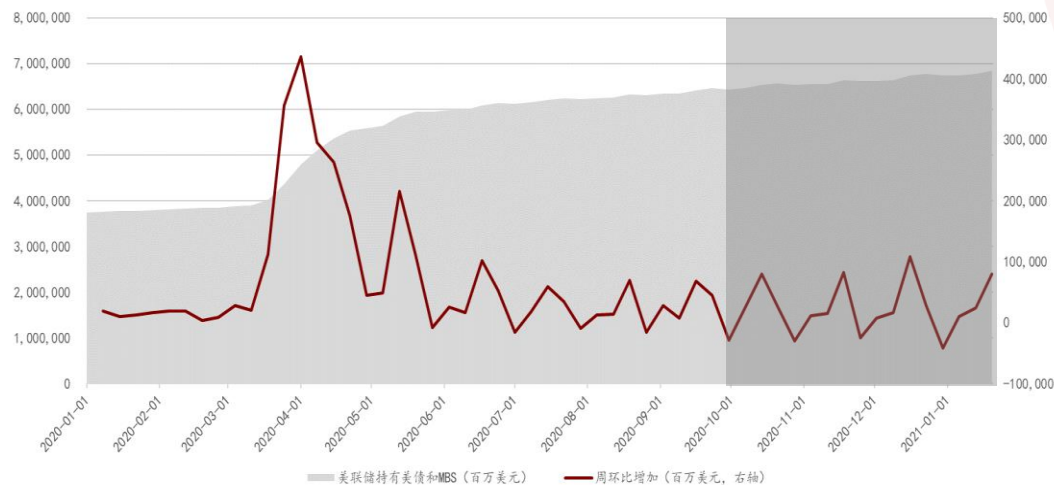
流动性分析 · 供需关系分析 · 大类资产回顾

流动性总量分析：总量充裕、内外分化

世界主要经济体M2同比变化 (%)



美联储持有美债和MBS总量与变化 (周度, 百万美元)

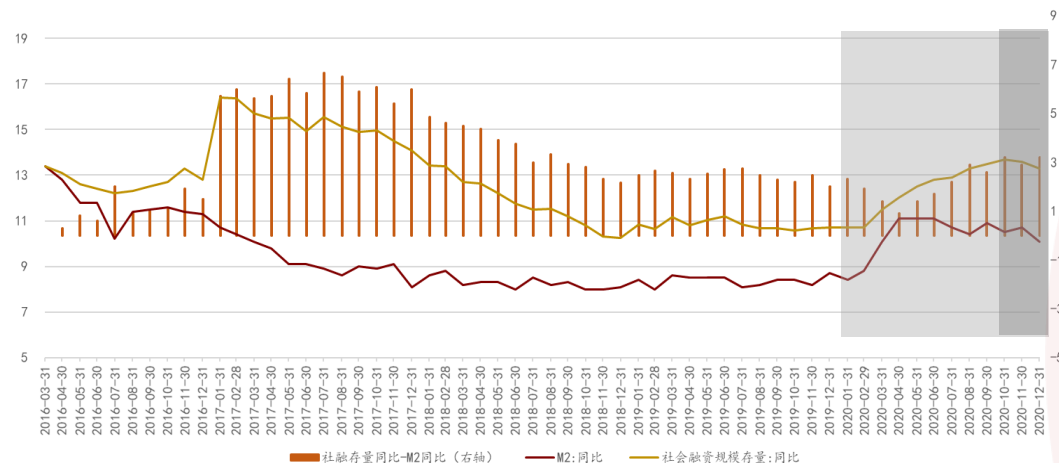


数据来源: wind 鲁证期货研究所整理

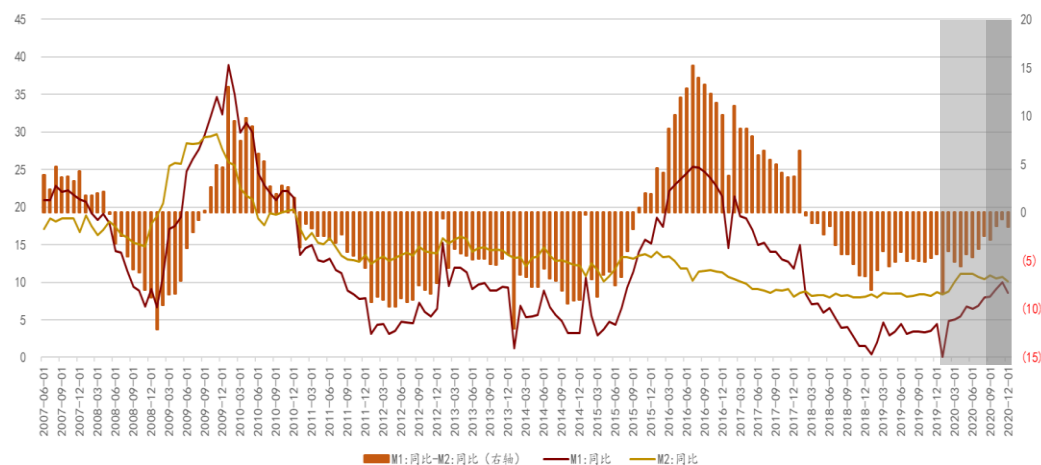
- ◆ 全球货币总量来看, 受制于疫情的反复, 以及就业、通胀等经济复苏的乏力, 全球主要经济体央行均在一定程度上保持了较高的流动性。
- ◆ 四季度方面, 美国M2同比增长24.18%, 25.08%, 25.73%; 中国M2同比增长10.5%, 10.7%, 10.1%; 欧元区M2同比增长10.6%, 10.6%, 11.70%。
- ◆ 从周度频率的美联储资产负债表的数据变化来看, 四季度美联储量化宽松基本维持在每月1200美元的增量, 这与二季度末三季度量宽水平持平基本相当。
- ◆ 值得关注的是, 全球流动性已经出现了分化, 美国方面保持了相对较高的增速、中国方面稳中有落、欧元区方面保持稳定略升。

流动性结构分析：中国本轮金融扩张已经见顶，流动性结构优化

M2与社会融资规模同比变化(%)



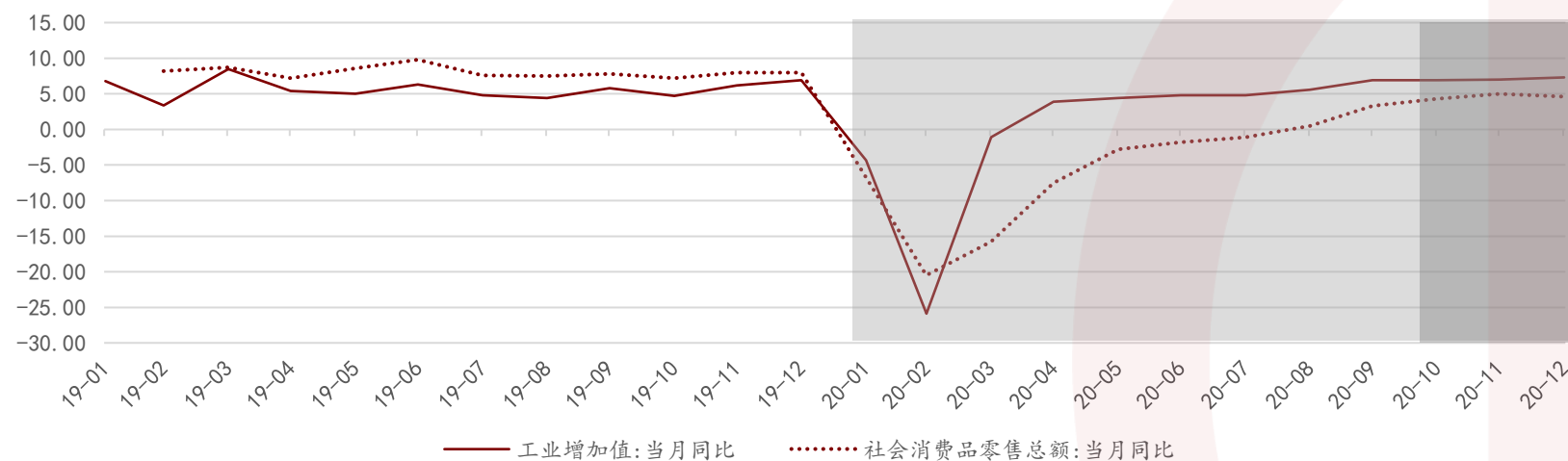
中国货币流动性结构变化(%)



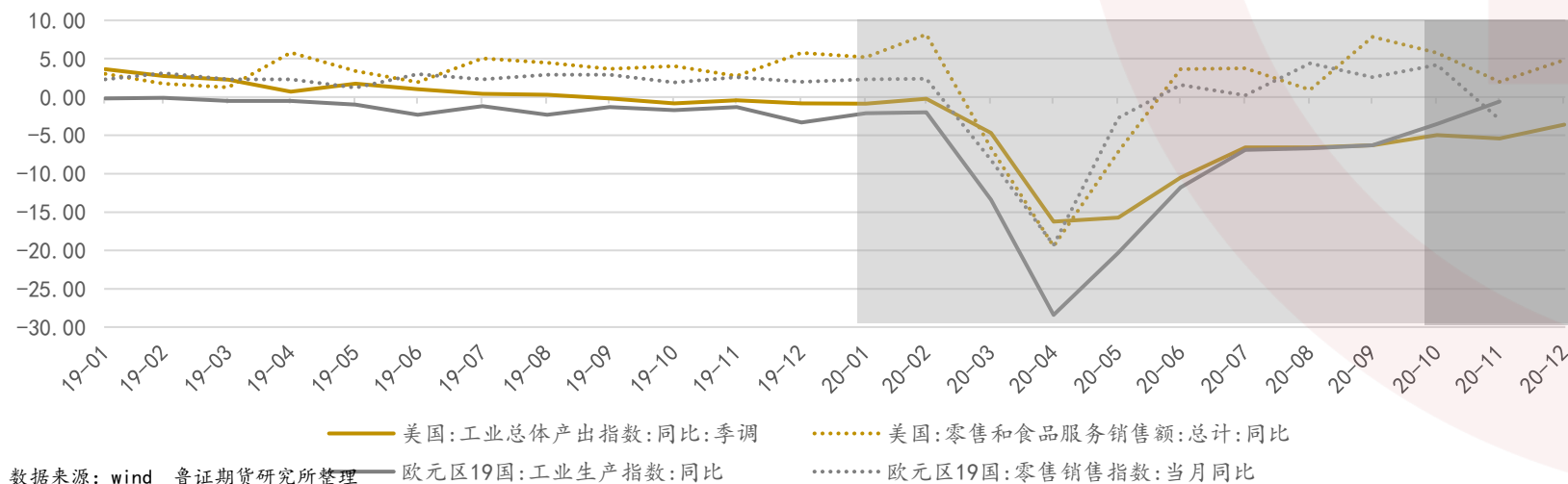
- ◆ 本轮金融扩张，国内流动性总量于2020年7月份从高点回落，随后11月份，社融同比增速出现回落。（滞后期与以往基本吻合，大约一个季度）
- ◆ 统计数据上基本可以得出结论，本轮中国为应对疫情危机的金融扩张已经见顶。
- ◆ 流动性继续优化体现在两个方面：
 - ✓ 一方面，较货币供给总量M2同比增速相比，社融回落更缓，说明由基础货币到信用派生较为流畅，后续信贷需求动力比较健康。
 - ✓ 另一方面，无论是货币剪刀差M1-M2整体趋势，还是M1呈现出较为明确的优化，说明宽基础货币和宽信用的货币政策下，资金进入实体较为顺畅，实体经济活度不断上升。
- ◆ 从流动性角度鸟瞰，在宏观政策的逆周期调节下，本轮经济自我修复速度较快，循环性较好。

供需分析：疫情爆发海内外供需不平衡，导致外贸超预期

中国供给与需求恢复情况



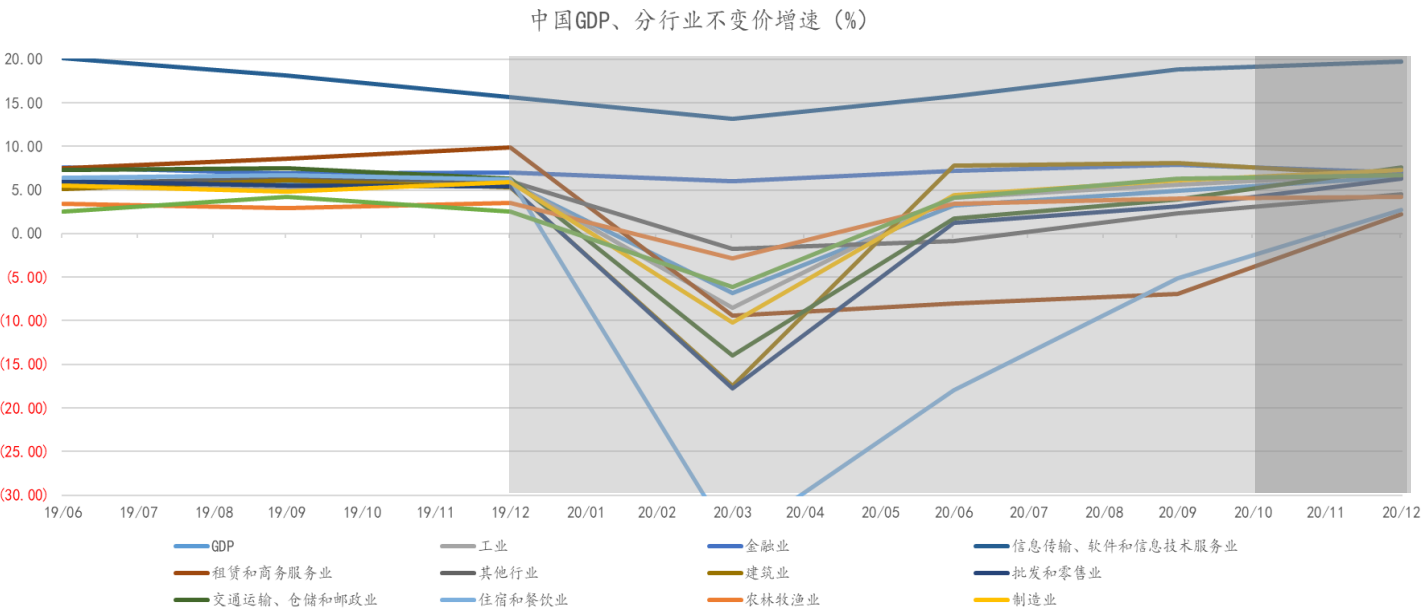
美国和欧元区供给与需求恢复情况



- ◆ 从四季度经济同比增长6.5%贡献来看
 - ✓ 消费对经济增长贡献仅为39.6%，去年同期水平为58.8%；
 - ✓ 投资方面贡献仅为38.3%，去年同期水平为44.3%；
 - ✓ 货物和服务净出口贡献22.1%，去年同期为-2.2%
- ◆ 从月度数据来看（左图）
 - ✓ 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，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，消费恢复空间较大，但供给端恢复已经超过疫情前水平，11、12月工业增加值当月同比增速已经超过去年同期水平。

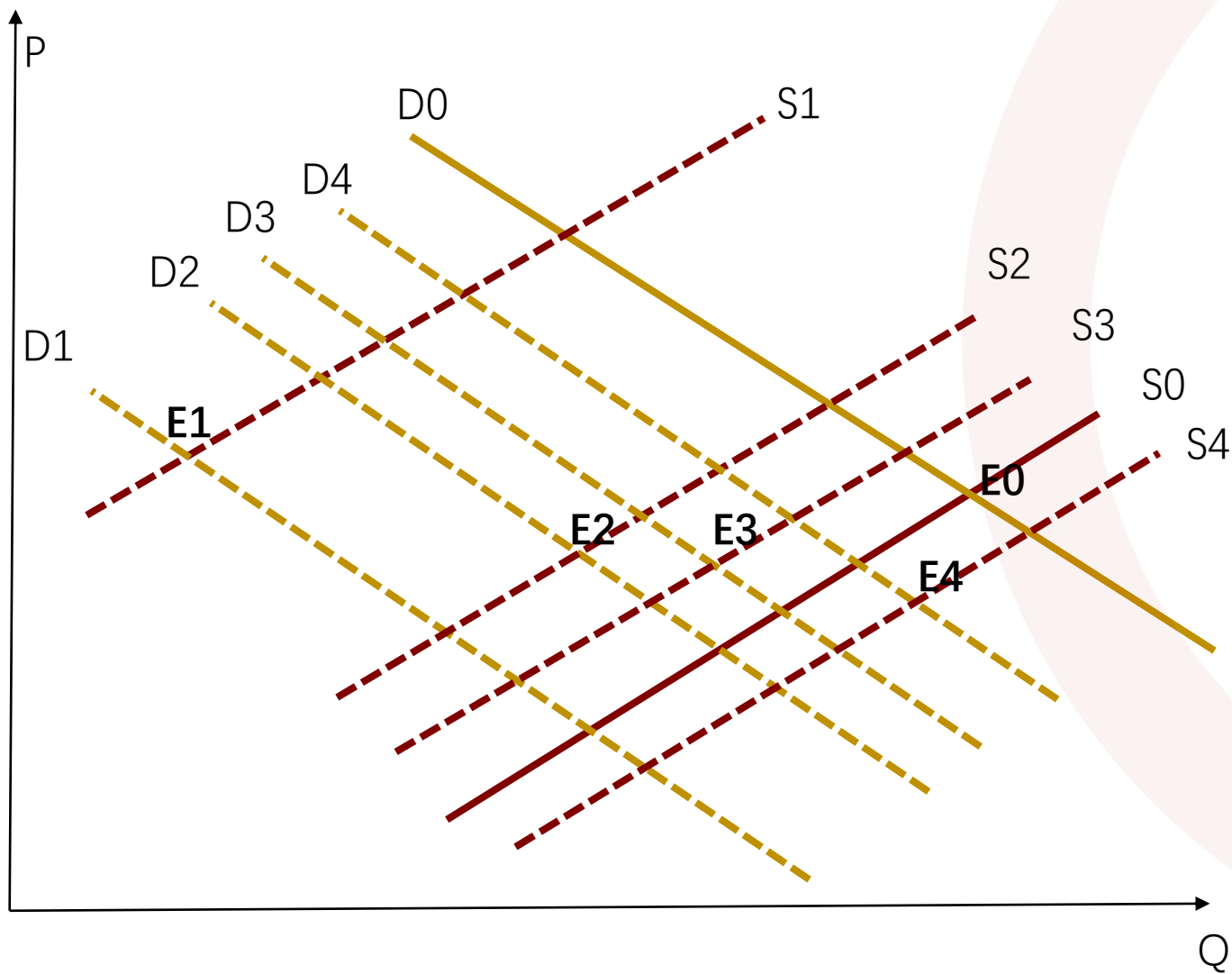
供需分析：各行业总体继续复苏，下游恢复速度快但程度仍较低

对比周期	GDP	农林牧渔业	工业	制造业	建筑业	批发和零售业	交通运输、仓储和邮政业	住宿和餐饮业	金融业	房地产业	信息传输、软件和信息技术服务业	租赁和商务服务业	其他行业
四季度-三季度	1.60	0.20	1.30	1.20	(1.50)	3.20	3.70	7.80	(0.90)	0.40	0.90	9.10	2.20
20年四季度	6.50	4.20	6.90	7.30	6.60	6.30	2.20	2.70	7.00	6.70	19.70	2.20	4.50
19年四季度	5.80	3.50	5.90	5.90	5.30	5.40	15.70	6.20	7.00	2.50	15.60	9.90	6.00



- ◆ 四季度复苏动态方面，各行业整体持续复苏，但是前期复苏较慢的批发和零售、交通运输、住宿和餐饮租赁和商务服务行业复苏明显快于整体水平。显示下游加速复苏。
- ◆ 目前绝对复苏水平方面，如制造业、建筑业、房地产业小幅高于去年同期水平；批发和零售行业也小幅高于去年同期；也需要看到的是，交通运输、住宿和餐饮、租赁和商务服务复苏与同期水平差距较大。
- ◆ 总结来看，上游不同程度超预期复苏，下游快速复苏，但是就恢复的阶段来看下游明显不及上游。

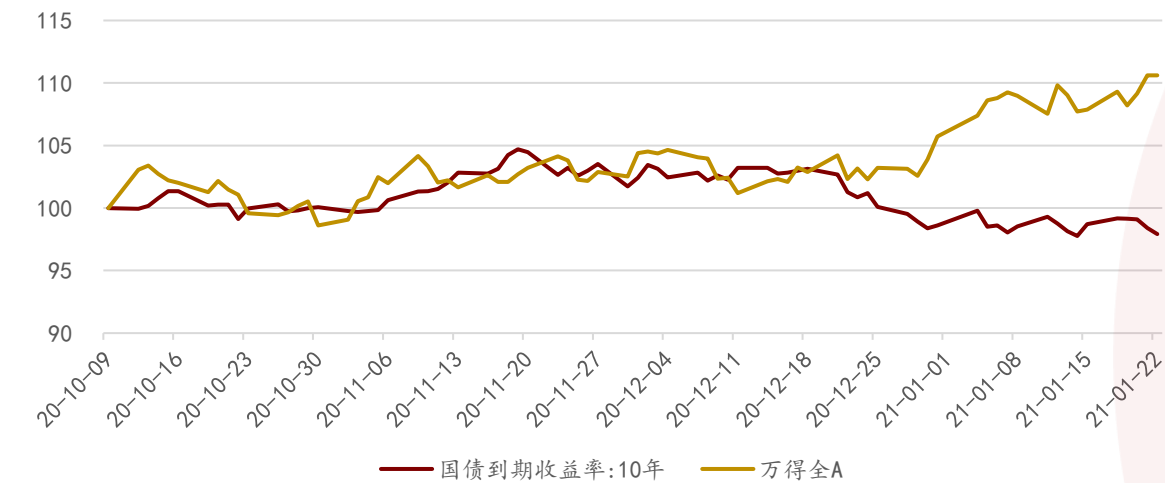
供需分析：2020年宏观供需关系推演



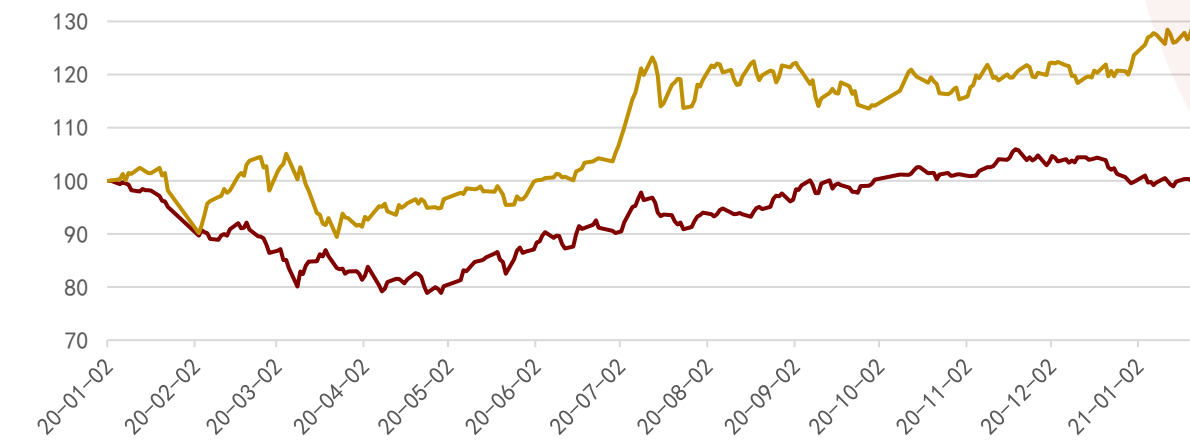
- ◆ 一季度受疫情影响，生产、消费等活动让位于疫情防控，供给和需求大幅收缩。
- ◆ 一季度末和二、三季度以来得益于疫情防控取得显著成效，复产复工、复商复市有序恢复，宏观系统自我修复，但是由于疫情防控的特点、经济体制、宏观供需弹性、疫情对居民收入造成的冲击，供给恢复快于需求。
- ◆ 四季度11月份，受多种因素影响海外疫情全面爆发失控，海外市场供需再次受到冲击，海外居民救济政策下需求不减，但是供应受阻，中国全球供应链稳定器作用得以最大程度上发挥，扮演了世界工厂角色，供给超预期恢复。

大类资产回顾：四季度+2020全年

2020年10月以来利率债、股票走势（定基标准化）

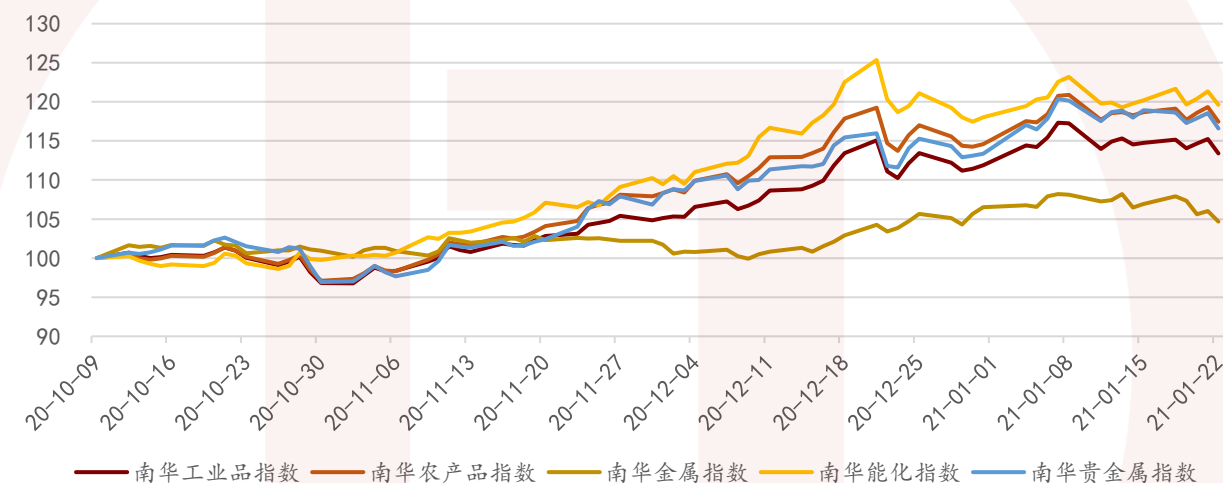


2020年以来利率债、股票走势（定基标准化）

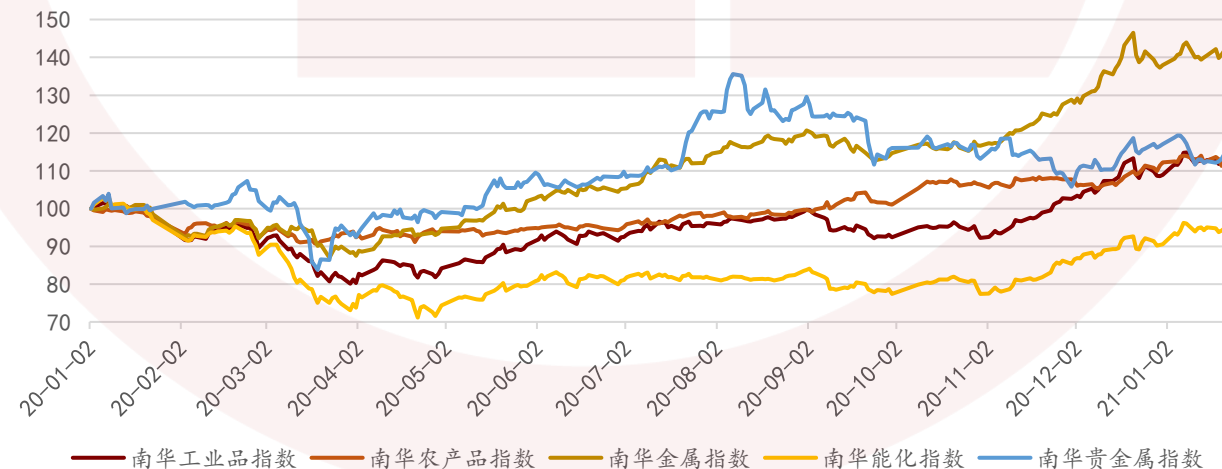


数据来源: wind 鲁证期货研究所整理 — 国债到期收益率:10年 — 万得全A

2020年10月以来大宗商品走势（定基标准化）



2020年以来大宗商品走势（定基标准化）

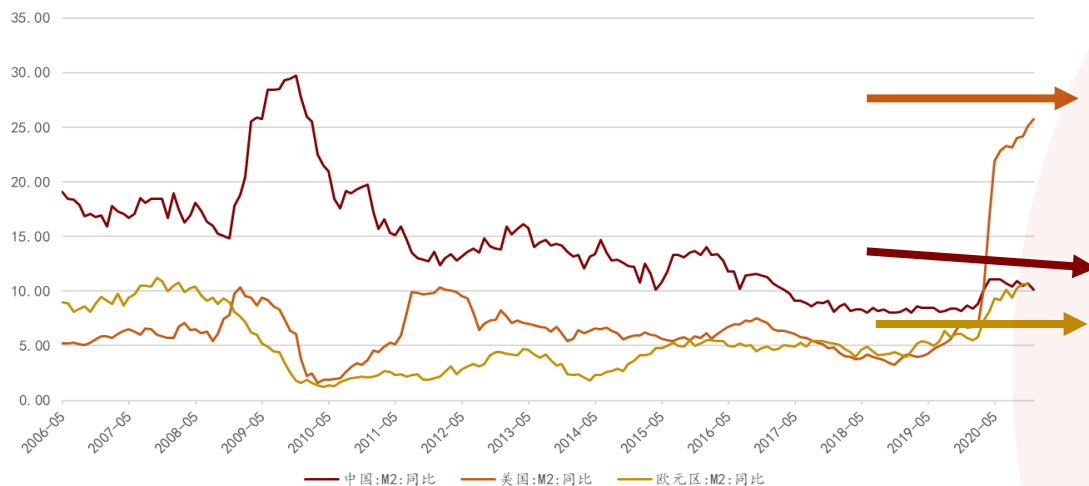


2021年宏观经济形势分析与大类资产展望

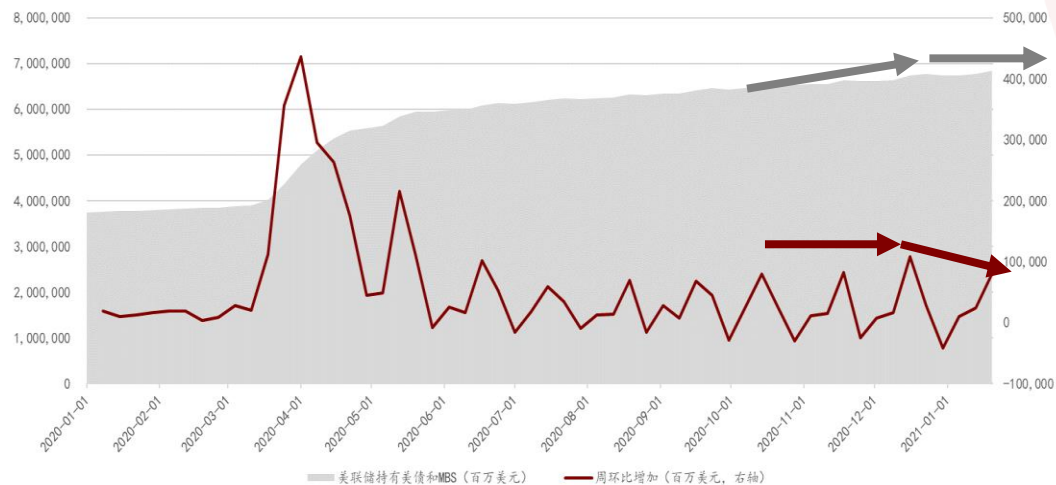
流动性分析 · 供需关系分析 · 大类资产展望

全球流动性展望：上半年延续稳+高的概率较高，不排除下半年看到全球流动性实质性拐点的可能，脱虚向实修复

世界主要经济体M2同比变化 (%)



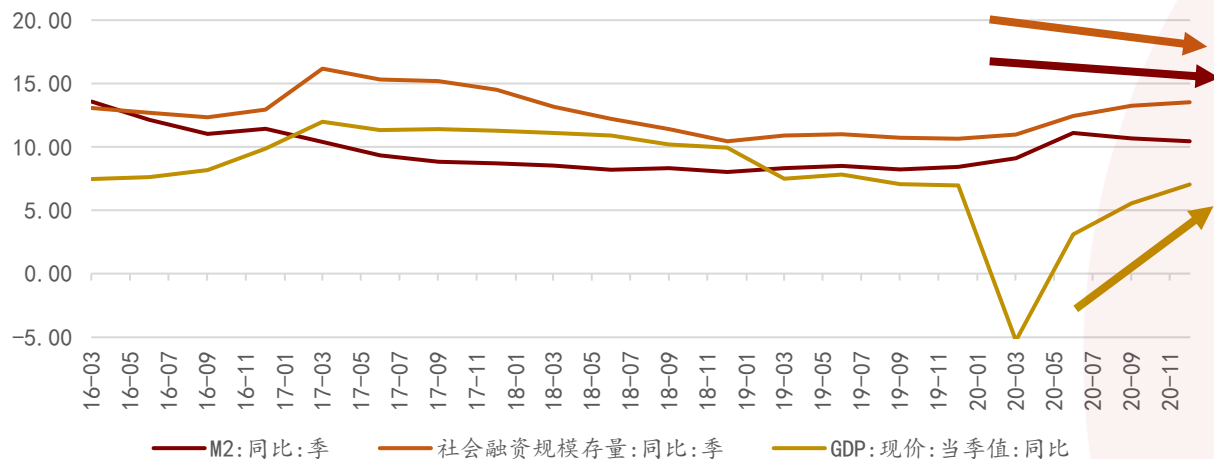
美联储持有美债和MBS总量与变化 (周度, 百万美元)



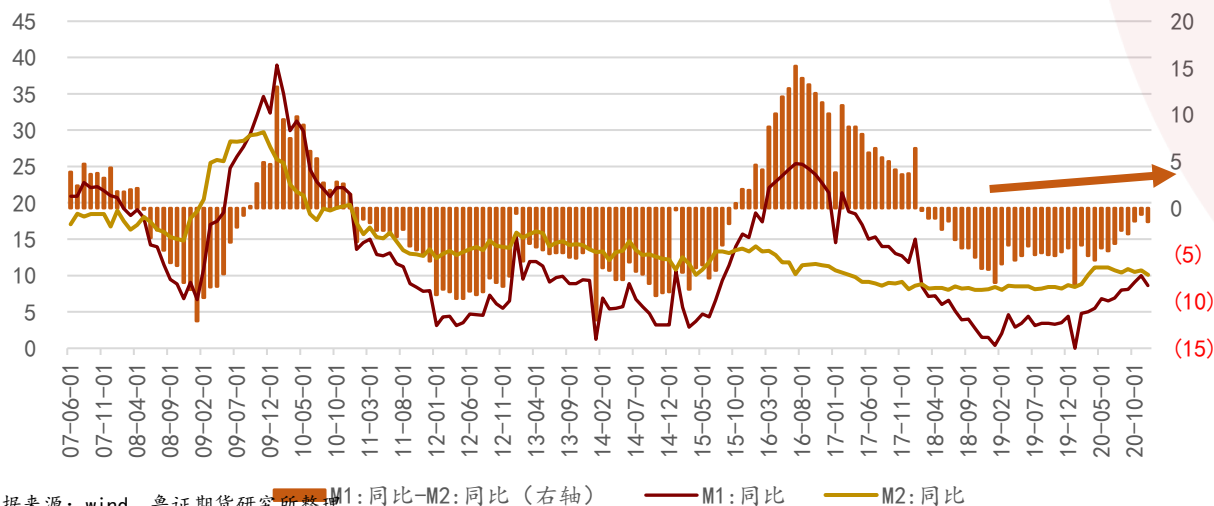
- ◆ 美国方面，2021年美联储维持当前较为充裕流动性水平概率较大，但不排除量化宽松规模减少的可能。欧元区方面，2021年欧洲央行维持流动性总量的可能性仍然较高。
- ✓ 我们提醒，特别是美国民主党已经控制了参议院和众议院，财政政策有望发力，美联储货币政策压力减轻。
- ◆ 中国方面，2021年央行货币政策继续收敛的方向还是非常明确的，但是节奏把握上央行可能要考虑2021年内需与外需动力的转换和防风险。
- ◆ 就流动性结构方面，预计随着海外经济复苏全球流动性脱虚向实有望修复。

国内流动性展望：总量缓转弯，脱虚向实继续缓修复

M2, 社融与名义GDP同比



中国货币流动性结构变化 (%)



◆ 10月21日，2020年金融街论坛年会上，易刚讲话指出：

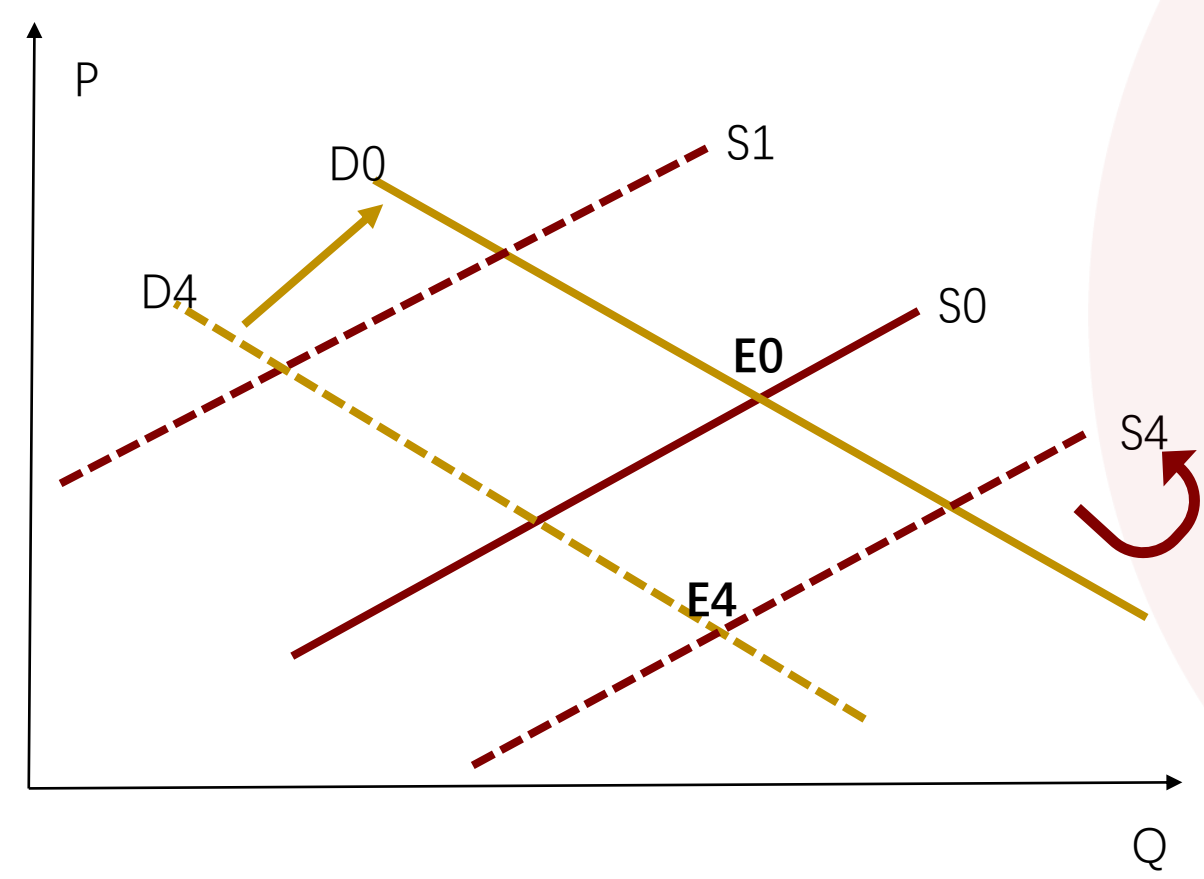
✓ 新冠疫情是重大突发公共卫生事件，为应对冲击，金融部门推出了一些特殊政策措施。随着疫情对我国经济冲击高峰过去，经济活动逐步恢复正常，有的政策已经顺利完成阶段性任务，但支持小微民营企业、支持稳就业、支持绿色发展的政策措施将继续坚持，并进一步完善。

✓ 货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来，保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。尽可能长时间实施正常货币政策，保持正常的、向上倾斜的收益率曲线，为经济主体提供正向激励，总体上有利于经济社会的可持续发展，有利于人民币资产的全球竞争力，帮助我们利用好两个市场、两种资源。

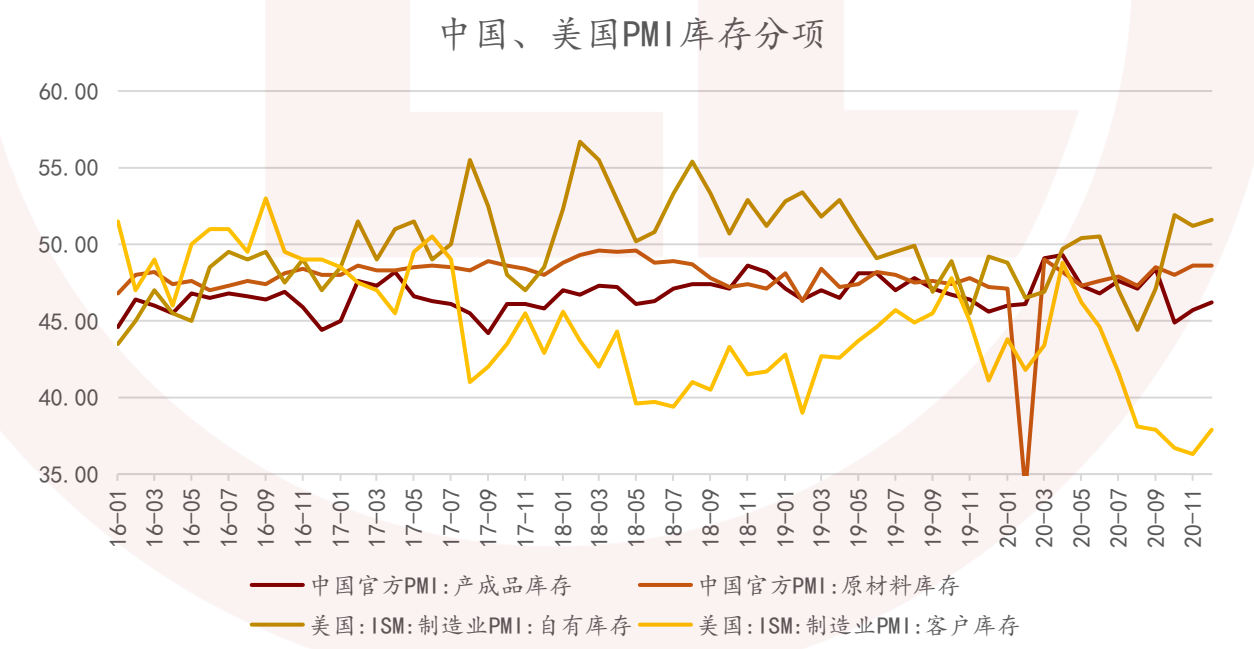
◆ 12月16-18日，中央经济工作会议中就货币政策指出：（对此前转弯节奏有明显修复，预计社融回落幅度较M2要大）

✓ 稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，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，多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持，深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

供需关系展望：外需退潮后内需接力，超预期供给回落



- ◆ 2020年中国宏观经济最大的超预期莫过于外贸超预期。往2021年看，尽管新冠病毒的高传染性、变异可能会导致疫情还会在较长时间蔓延，但是疫苗的接种计划，美欧防控措施升级，北半球天气转暖，将缓解疫情对经济冲击，海外供应链在2021年内得到修复概率较大。
- ◆ 中国目前经济恢复当中基础并不牢靠，主要是消费、投资恢复仍然不足，外贸远超预期。往2021年看，2020年财政发力的滞后效应将显现，内需有望继续恢复。

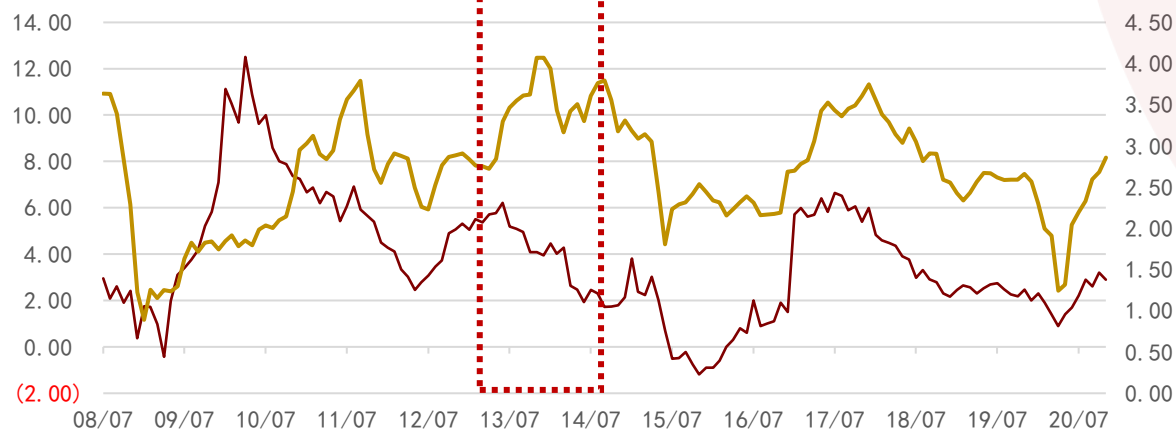


大类资产展望：债券，经济高增长+金融周期回落VS社融大于M2回落+债券供给回落，预期震荡

经济增长与国债到期收益率



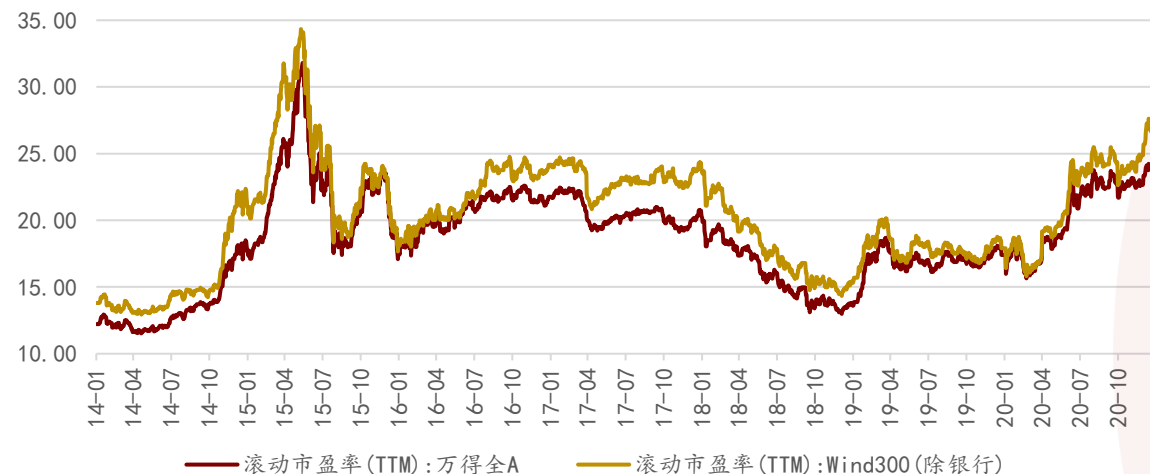
广义货币与国债到期收益率



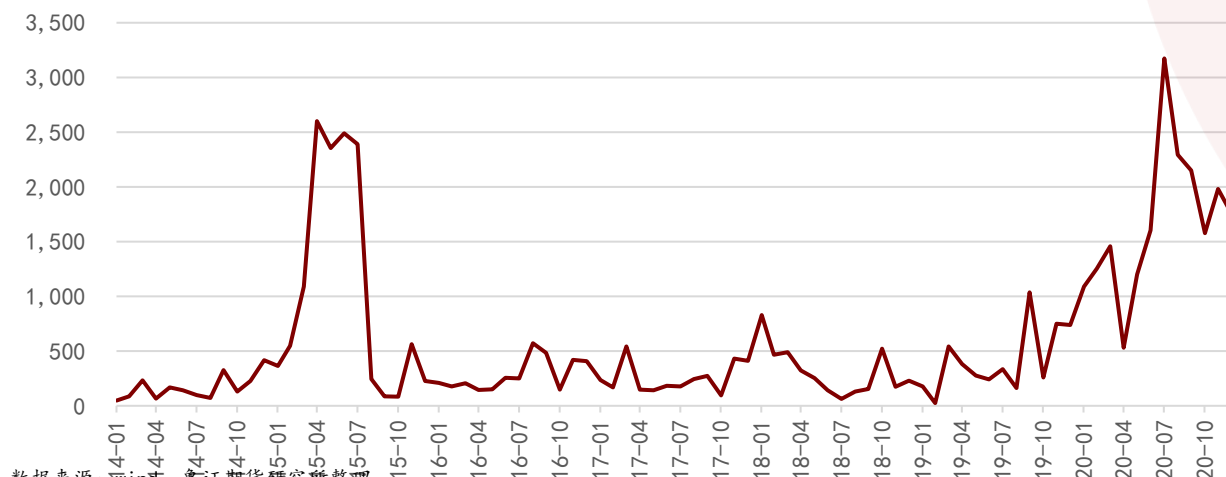
- ◆ 债券到期收益率锚定经济增长水平，并且受到通胀，流动性供需强弱对比影响。
- ✓ 就经济增长方面，剔除2020年基数的影响，在经济动能方面我们预期上半年随着内需逐步恢复，外需仍未大幅退潮，经济增长动能较强，全年增长动力预期前高后低；
- ✓ 社融同比增速回落的交易预期可以期待，但是本轮社融回落可能是圆弧顶，社融同比-M2同比的广义货币需求和供给的差值修复节奏可能相对较缓；
- ✓ 我们认为，2021年债券不容易看到明显的趋势性行情，预期宽幅震荡，但不排除上半年债券到期收益率在震荡中继续寻顶。

大类资产展望：股票，长期看好，但是2021年居民存款搬家VS高估值，提醒管理股票预期

万得全部A市盈率

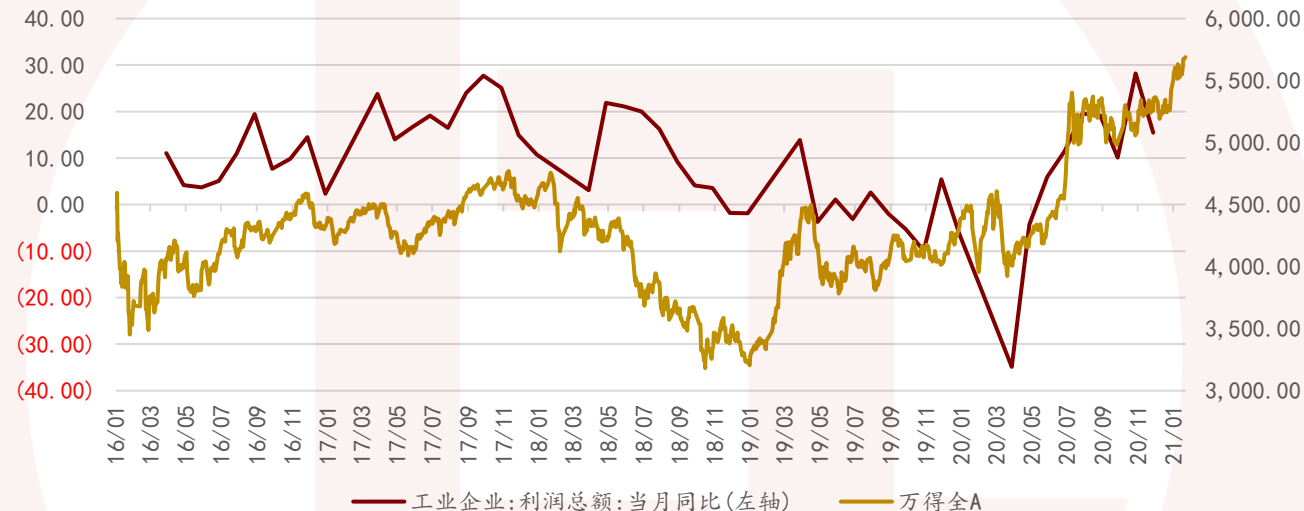


新成立基金份额: 偏股型: 月 (亿份)



数据来源: wind 鲁证期货研究所整理

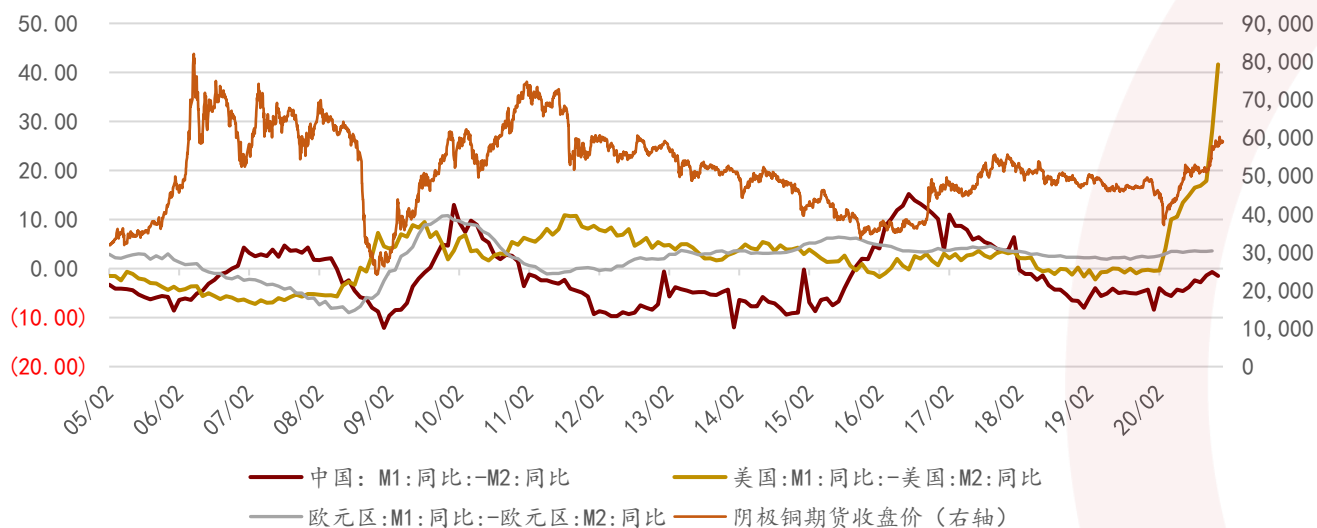
工业企业利润与万得全A



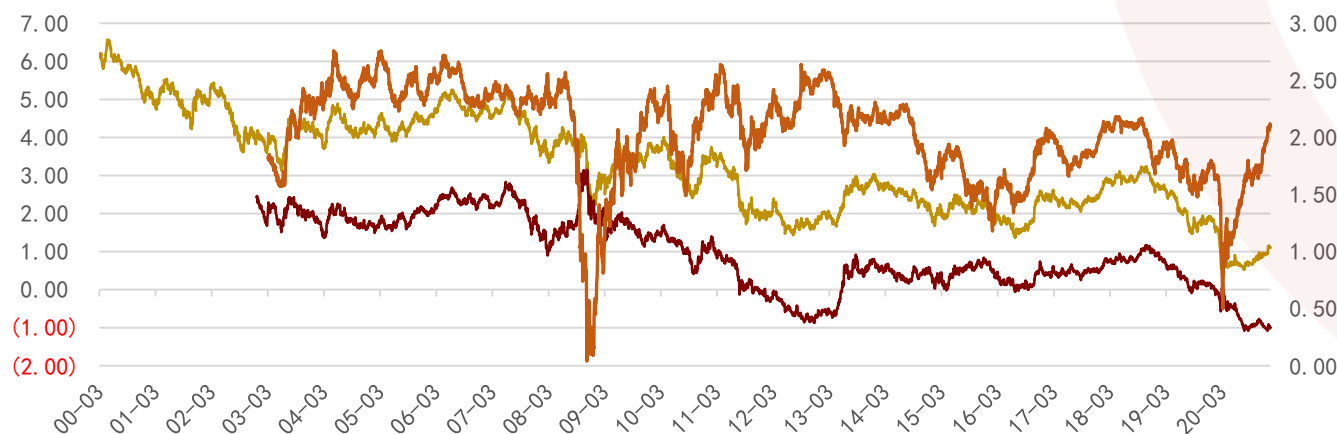
- ◆ A股股票目前已经处于高估值阶段，这一点已经是不争的事实。
- ◆ 本轮疫情以来，工业企业经营指标超预期修复预期上半年还会延续，但是金融周期回落+海外需求退潮，企业效益未来可能会有回落。
- ◆ 当前居民存款搬家+股票市场的温和走势导致了公募基金火爆发行，这是历史首次。
- ◆ 房地产市场压得住，长期看好国内A股，但是2021年提醒管理投资预期。

大类资产展望：商品，2021年是海外经济的复苏年，商品仍是顺周期资产，但提醒流动性预期翻转后的回调

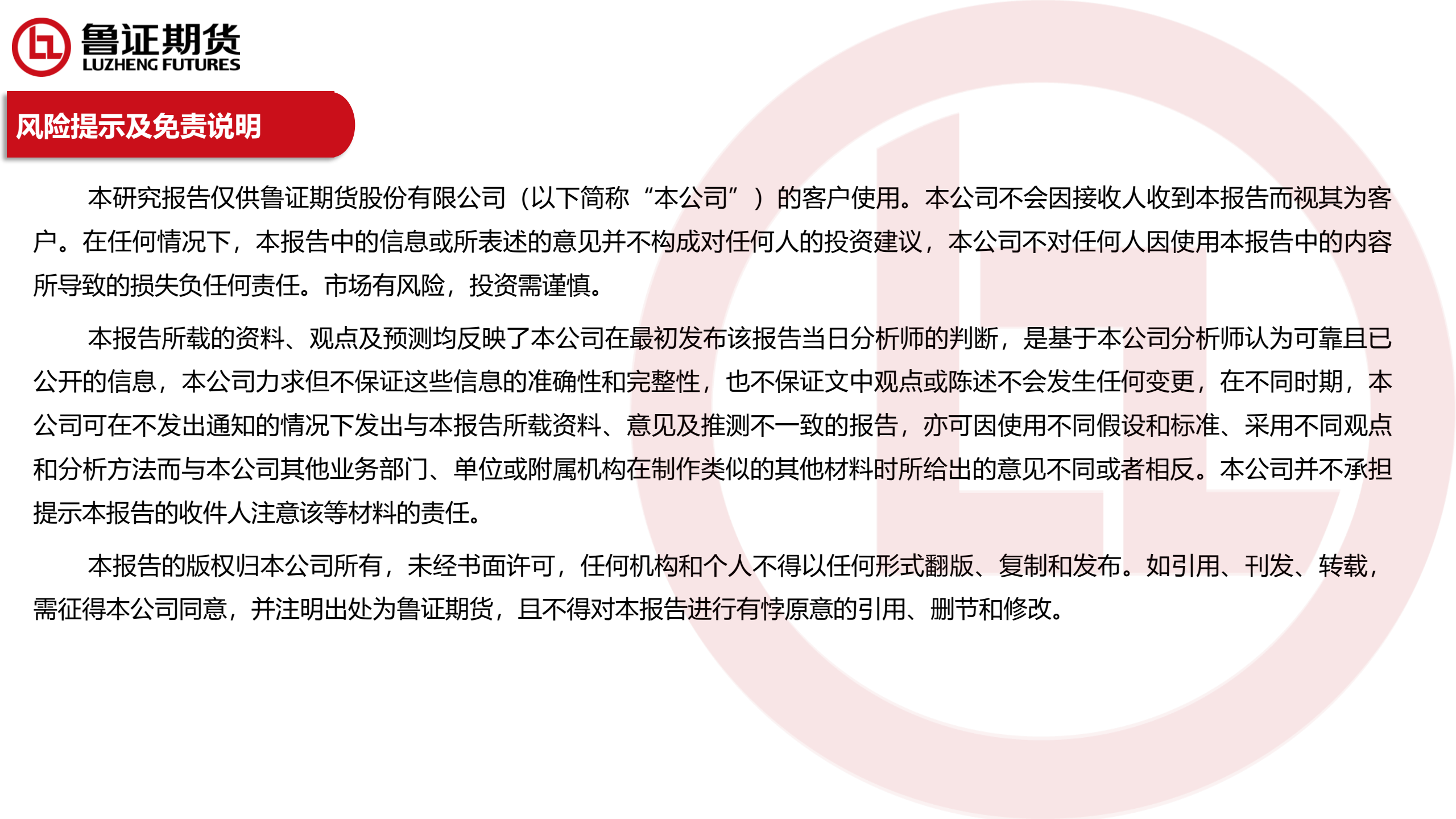
货币结构与上期所阴极铜收盘价



10年期美债与通胀水平（%）



- ◆ 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。
- ◆ 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。
- ◆ 展望2021年，新冠肺炎疫情影响可能仍将存在，但是这影响的更多是经济复苏的节奏而不是方向，因此全球经济在2021年持续复苏，因此从全球市场来看，商品可能仍然是顺周期资产。
- ◆ 需要提醒是，美国民主党同时掌握参议院和众议院，财政政策或许更为顺畅，美联储货币政策压力可能大大减轻。
- ◆ 就商品结构方面，我们预期整体来看，工业品可能好于农产品，海外经济复苏的工业品可能好于国内工业品，关注具备经济复苏基础且有一定安全边际的品种。



风险提示及免责声明

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。

THANKS

2021.2



鲁证期货股份有限公司 研究所

电话: +86-0531-81678688

手机: +86- 133-6106-3969

Email: lironikai1989@163.com

地址: 山东省济南市经七路86号证券大厦15层