类别

宏观策略月报

日期

2021 年 02 月 01 日

建信期货 CCB Futures

宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)
020-38909340
hezq@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)
021-60635739
huangwx@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)
021-60635731
dongb@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3054198

研究员：陈浩(量化)
021-60635726
chenhao@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3048622



央行收紧银根打压债市和房地产投机热潮

近期研究报告

《贵金属专题-数字货币的技术基础与价格影响因素》2021.1.27

《宏观专题-拜登政府时代的中美关系和宏观市场展望》2020.11.13

《宏观专题-例外主义视角下的中美关系演进》2020.11.3

《贵金属专题-不畏浮云遮望眼，金银又到做多时》2020.10.14

《宏观专题-美国总统大选机制以及建国以来政治生态流变》2020.8.29

《宏观专题-新冠疫情与金融危机对宏观经济冲击的比较分析》2020.6.21

观点摘要

- 由于北半球年末假日出行聚餐旺季的副作用，以及英国南非传染性更强的变种新冠病毒，2021 年 1 月上旬全球新冠疫情扩散速度继续加快，日均新增确诊病例最高升至 74.3 万；而随着欧美各国收紧防疫措施，以及新冠疫苗接种的推进，1 月中旬以来各区域新冠疫情扩散速度均有所放缓，全球日均新增确诊病例下降至 52.5；而在中国东北、华北和上海，本土新冠病例分散出现，由于临近中国春节返乡旺季，监管机构要求提高疫情防控力度并鼓励就地过年。经济方面，受到收紧防疫措施影响，中国欧洲一月份经济活动有所放缓，欧元大概率遭遇二次衰退，新一轮疫情救助计划助力美国经济继续复苏。政策方面，美国拜登政府力推新一轮 1.9 万亿美元疫情救助计划，美联储维持现有货币宽松措施并强调经济回到正轨之前不会收紧货币，中国央行收紧货币和信贷措施以遏制债市和房地产杠杆。市场方面，由于拜登政府积极财政政策预期以及中国央行收紧货币举措，中美国债收益率大体上升，金融市场风险偏好和资产估值水平均有所下降，中国新冠疫情小幅恶化以及收紧防疫措施也使得工业商品价格短期偏弱，美欧利差因素以及避险需求支撑美元指数企稳小幅反弹，贵金属冲高回落。

- 2021 年 1 月份全球金融市场风险资产和避险资产除了原油外基本上都是偏弱运行或者冲高回落，这其实也预示了 2021 年全球金融市场走势将不会像 2020 年 4 月份至年底那样一帆风顺。根本的因素在于随着新冠疫苗的接种和新冠疫情的平息，全球逆周期调节政策的撤出也会提上日程，因此股票债券的估值水平必定会有所回落；而新冠疫情的平息将会缓解大宗商品的供需矛盾，因此 2020 年刺激大宗商品价格上涨的核心因素也会有所调整。总体看 2021 年各类资产价格走势将更为复杂，大类资产配置调整频率也要相应提高。展望 2 月份，我们预计流动性将略微宽松，这对中国股债而言都是个好消息；而新冠疫情对全球的负面冲击也会减轻，忧虑在于美债实际利率重启上升趋势。在这个基准判断下我们建议中短期内超配蓝筹股、信用债和原油，标配小盘股和利率债，低配黄金和货币。

目录

一、一月份宏观市场回顾 ..... - 4 -
二、宏观环境评述 ..... - 4 -
2.1 全球新冠疫情得到初步控制 ..... - 4 -
2.2 全球经济复苏步伐有所放缓 ..... - 5 -
2.3 美国货币政策短期稳定中期偏紧 ..... - 7 -
2.4 美国政府正式换届 ..... - 8 -
三、资产市场分析 ..... - 10 -
四、中期资产配置 ..... - 12 -

一、一月份宏观市场回顾

由于北半球年末假日出行聚餐旺季的副作用，以及英国南非传染性更强的变种新冠病毒，2021 年 1 月上旬全球新冠疫情扩散速度继续加快，日均新增确诊病例最高升至 74.3 万；而随着欧美各国收紧防疫措施，以及新冠疫苗接种的推进，1 月中旬以来各区域新冠疫情扩散速度均有所放缓，全球日均新增确诊病例下降至 52.5；而在中国东北、华北和上海，本土新冠病例分散出现，由于临近中国春节返乡旺季，监管机构要求提高疫情防控力度并鼓励就地过年。经济方面，受到收紧防疫措施影响，中国欧洲一月份经济活动有所放缓，欧元大概率遭遇二次衰退，新一轮疫情救助计划助力美国经济继续复苏。政策方面，美国拜登政府力推新一轮 1.9 万亿美元疫情救助计划，美联储维持现有货币宽松措施并强调经济回到正轨之前不会收紧货币，中国央行收紧货币和信贷措施以遏制债市和房地产杠杆。市场方面，由于拜登政府积极财政政策预期以及中国央行收紧货币举措，中美国债收益率大体上升，金融市场风险偏好和资产估值水平均有所下降，中国新冠疫情小幅恶化以及收紧防疫措施也使得工业商品价格短期偏弱，美欧利差因素以及避险需求支撑美元指数企稳小幅反弹，贵金属冲高回落。

二、宏观环境评述

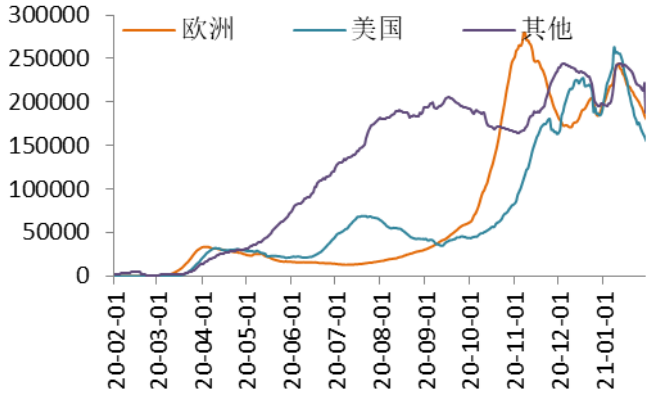
2.1 全球新冠疫情得到初步控制

截至 2021 年 1 月 30 日全球累计确诊新冠病例达到 10296 万，较 2020 年底增加 1908 万，总体感染率达到 1.33%；累计死亡病例达到 222.6 万，总体死亡率 2.16%。全球日均新增确诊病例从 2020 年底的 58.5 万先是上升到 74.3 万然后下降至 52.5 万，1 月中旬以来欧洲、美国以及其他地区新冠疫情均有所缓解，特别是美国日均新增确诊病例从最高峰的 25.8 万下降至 15.6 万。截止 1 月 30 日日均新增确诊病例超过 2 万的国家还有巴西、西班牙、法国和英国。1 月份中国、巴西、英国和德国等国收紧防疫措施力度，而意大利和西班牙等国放松防疫措施力度。

截至 1 月 30 日全球新冠疫苗累计接种 9414 万剂，在接种数量方面领先的国家有美国（2958 万剂）、中国（2400 万剂）、英国（886 万剂）、以色列（473 万剂）和印度（374 万剂）；全球平均接种率（接种人数/总人口）达到 1.21%，在接种率方面领先的国家有以色列（54.7%）、阿联酋（31.5%）、英国（13.1%）、巴林（10%）和美国（8.9%）。总体上看，欧美发达国家和中东石油富国要么有钱要么有疫苗研发能力，本身疫情又较为严重，因此它们往往提前预定了大量疫苗，故在疫苗接种方面走在世界前列；而除中国外的广大发展中国家既没钱有没有疫苗研发能力，

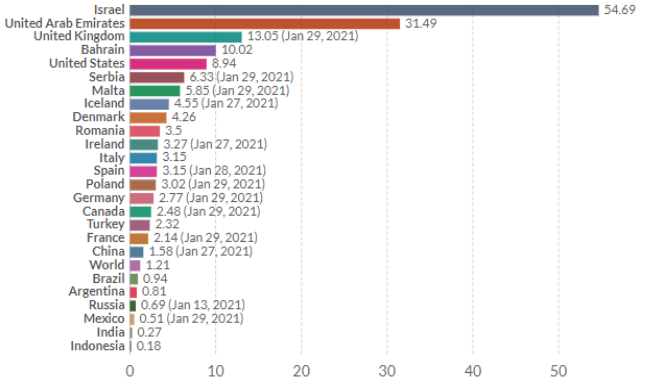
它们只能通过世界卫生组织 COVEX 机制获取有限的疫苗，故而在疫苗接种方面落后于欧美中东国家。

图1：全球新冠疫情扩散情况



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图2：全球新冠疫苗接种情况



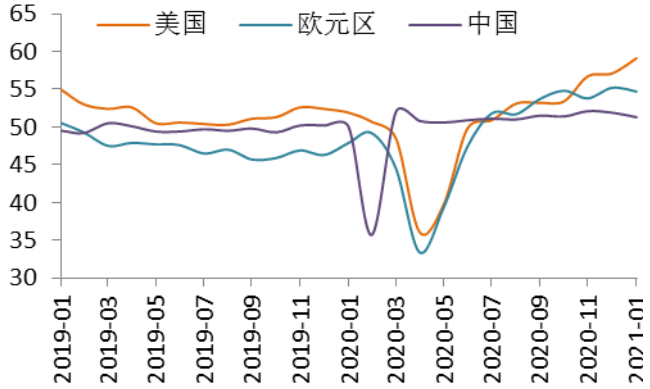
数据来源：Ourworldindata，建信期货研投中心

尽管全球新冠疫苗接种速度正在加快，但目前来说除了以色列和阿联酋等若干小国外，绝大部分国家要想达到群体免疫水平还需要较长时间。因此新冠疫情较为严重的国家，还需要继续坚持佩戴口罩、减少人群聚集等防疫措施，以降低公共卫生系统面临的压力。目前全球处于新冠疫情和新冠疫苗赛跑的第二阶段，人类面对新冠疫情不再是被动防控而是主动接种疫苗，新冠疫情发展的不确定性明显下降；另一方面新冠疫苗接种进度远没达到群体免疫程度，而且新冠疫苗本身的有效性还没得到充分的证明，因此还不能说人类已经战胜新冠病毒。综合而言，欧美央行仍需保持宽松货币政策基调以修复新冠疫情对经济社会的冲击，中短期内全球风险资产价格仍有支撑。但随着新冠疫苗加快接种、新冠疫情得到控制和经济增长前景好转，欧美国债利率回升速度必然快于后金融危机时期，国债利率上升将对大部分金融资产特别是贵金属带来冲击。

2.2 全球经济复苏步伐有所放缓

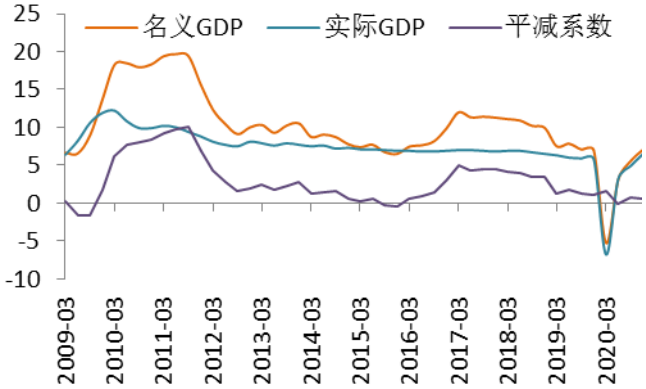
因应冬春季新冠疫情爆发以及部分经济体收紧防疫措施的冲击，2021 年 1 月份全球大部分经济体经济活动有所放缓，中国和欧元区的制造业 PMI 和服务业 PMI 均有所回落，预计中国经济复苏步伐有所放缓，而欧元区大概率经历二次衰退；美国经济增长温和扩张，但就业市场出现扰动，周度初请失业金人数四周移动均值从 2020 年 12 月底的 83.6 万上升到 86.8 万。总体而言我们认为 2021 年 1 月全球经济活动将延续自 2020 年 11 月份以来的放缓趋势，但整体上仍处于复苏格局当中；而且随着新冠疫苗的接种推进以及新冠疫情的逐步缓解，我们预计全球经济复苏力度将很快得以提升。

图3：美欧中制造业PMI



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图4：中国经济增长状况

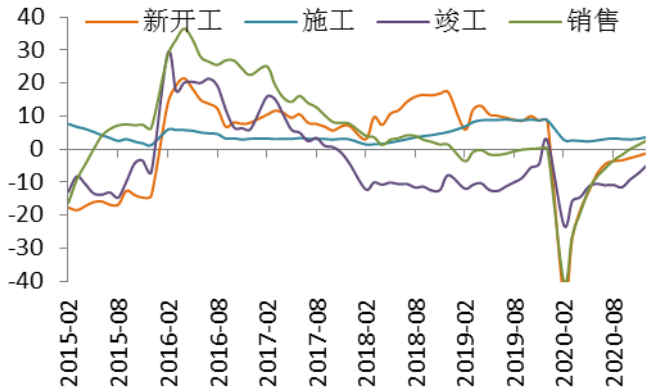


数据来源：Wind，建信期货研投中心

中国2020年四季度实际GDP同比增长6.5%，增速较三季度提升1.6个百分点；2020年全年实际GDP同比增长2.3%，为世界上唯一一个实现正增长的大型经济体；2020年累积名义GDP达到101.6万亿元，为首次突破百万亿元关口。我们预计随着全球新冠疫情的平息和全球经济增长前景的改善，以及国内逆周期调节政策的效用减退，2021年中国GDP季度同比增长大概率前高后低，全年同比增长8%左右，内部消费以及制造业投资支撑中国经济增长，而房地产以及外部需求对中国经济的拉动力度下降。

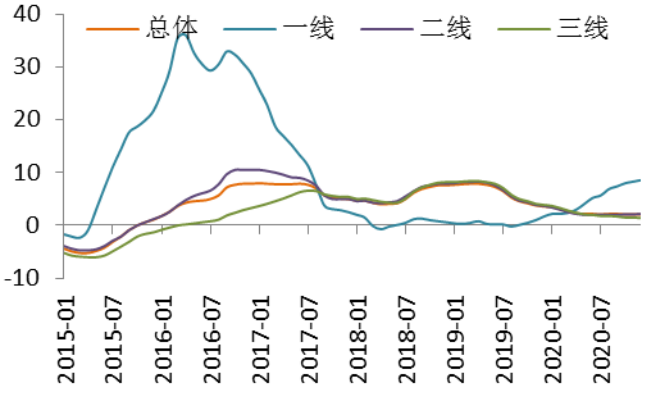
由于在新冠疫情冲击下中国央行保持了较为宽松的货币金融环境，房地产需求对低利率环境较为敏感，而新冠疫情又使得房地产供应端略为受限，2020年房地产竣工面积同比减少4.9%而销售面积同比增长2.6%。供需矛盾带来房价上涨预期，2020年在二三线城市房价总体持稳的情况下，一线城市房价出现较大幅度的上涨；在整体经济增速大幅下滑、居民消费持续疲软的背景下，热点城市房价的大幅上涨引来监管层的高度关注。

图5：中国房地产供需



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图6：中国房价涨速



数据来源：Wind，建信期货研投中心

在2020年8月份出台房企融资三道红线政策、2020年12月出台房地产贷款集中度政策之后，2021年热点城市陆续加强房地产调控，北京银保监局严查个人消费贷款和个人经营性贷款违规流入房地产市场，住建部门多次约谈和持续检查房地产中介机构；上海银保监局对上海辖内商业银行就差别化住房信贷政策执行、住房信贷管理等工作提出要求，建立房地产市场管理与执法联动机制加大力度整顿规范市场秩序；广州深圳银行提高房地产贷款利率，杭州市从住房限购、住房限售、税收调节和无房家庭认定标准及高层次人才优先购房政策等方面进一步加强调控，宁波允许闲置商业、办公、工业用房改建为租赁住房，郑州拟调整土地出让收入分成提高土地出让效率，国家住建部副部长倪虹带队赴上海、深圳等地调研督导房地产市场情况。

2.3 美国货币政策短期稳定中期偏紧

美联储一月议息会议保持联邦基金利率目标区间（0-0.25%）和量化宽松力度（每月800亿美元国债+400亿美元MBS）不变，符合市场预期。

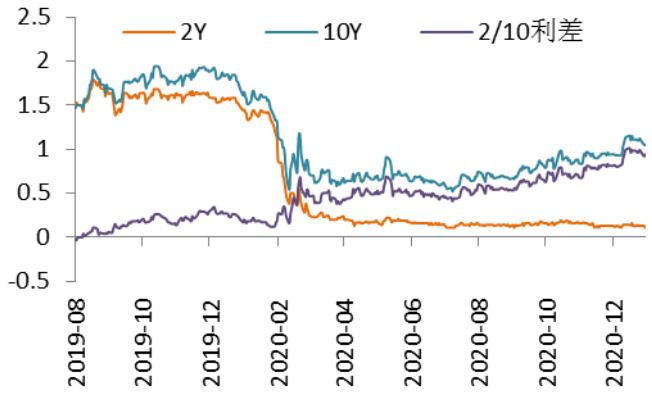
由于新冠疫情的持续恶化，近几个月美国经济活动和就业复苏步伐有所放缓，经济疲软信号集中在受疫情影响最严重的酒店航空等部门。经济发展前景在很大程度上取决于新冠疫苗接种进度和新冠疫情发展过程，目前来看新冠疫情将继续影响经济活动，并对经济前景构成相当大的风险；但新冠疫情的发展具有很大不确定性，因为美国已经大规模展开新冠疫苗接种，而且拜登政府推动美国民众佩戴口罩。假如新冠疫苗接种较为顺利，新冠疫情如期得到缓解，那么在前期财政货币政策的支持下，2021年下半年美国经济表现将较为强劲。总体而言，美联储在判定近期经济疲软的同时，对中期经济活动并不悲观。

鉴于以上经济活动判断，美联储是次议息会议决定将联邦基金利率目标区间维持在0-0.25%，并延续每月1200亿美元资产购买计划，直到劳动力市场状况已经达到符合委员会评估的充分就业水平，通胀率达到2%且在一段时间内适度超过2%。在议息会议后的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔表示目前最重要的工作是帮助经济恢复，目前还没有到讨论削减宽松力度的时机。如果需要削减宽松力度，美联储会提前跟市场沟通，并且采取渐进的可预见性的方式，避免给市场带来扰动。

总体而言，美联储在短期内将对货币政策保持耐心，目前无需担忧美联储削减宽松力度；但如果美国疫苗接种顺利，新冠疫情如期缓解，经济活动就业通胀恢复到美联储合意水平，那么下半年美联储可能会开始讨论削减宽松力度。尽管实际削减QE规模会晚一些（我们预计四季度之前不会削减QE），但即使是讨论本

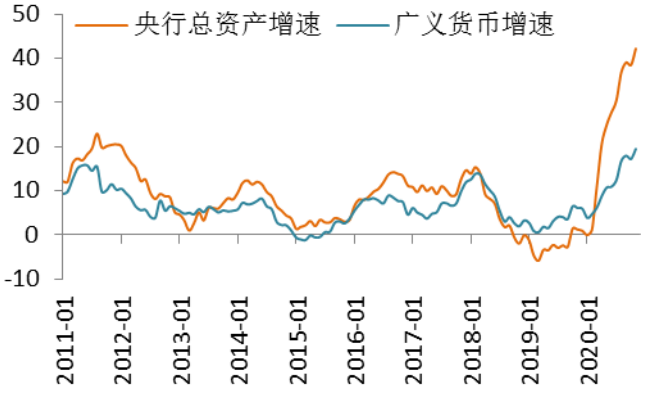
身也会给金融市场估值水平带来压力。

图7：美国国债收益率大致持平



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图8：美欧中日货币金融环境



数据来源：Wind，建信期货研投中心

美联储在承认近期经济活动表现疲软的同时，出于新冠疫苗接种将明显改善中期经济增长前景的预期，以及现有货币财政政策足以应对短期冲击的判断，没有对近期经济疲软态势做出积极响应（仅仅是维持现有措施），更暗示中期货币政策趋于收紧的倾向。这是一个中性偏鹰派的政策声明，昨天美元汇率和美债短期利率因此而有所提振，美国股市和贵金属偏弱调整，美债长期利率在金融市场波动性上升带来的避险需求影响下小幅回落。

但是从中短期角度看，在新冠疫情明显减退、美国经济活动增强以及就业市场回到疫情前水平之前，美联储将继续维持现有宽松货币政策力度；而欧洲情况比美国更为糟糕，欧洲央行收紧货币政策时点肯定会晚于美联储。这意味着中短期内全球货币金融环境仍然极度宽松，2020 年 11 月美欧中日四大经济体合计央行资产和广义货币增速均创下 2011 年以来的新高。宽松货币金融环境以及新冠疫苗逐步接种，将使得全球经济继续处于复苏通道，短期避险需求减退后美元汇率有望延续下跌趋势，环球股市和工业金属等风险资产价格仍有基本面支撑，贵金属维持区间震荡格局。

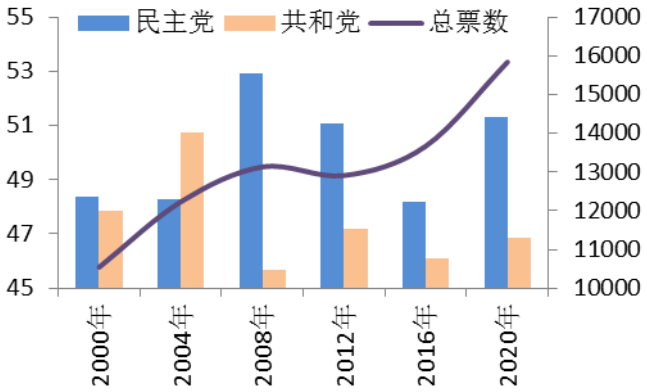
2.4 美国政府正式换届

随着 2021 年 1 月 5 日美国佐治亚州联邦参议院第二轮选举结束，民主党 Ossoff 和 Warnock 分别战胜共和党对手，2020 年美国大选（包括总统选举、众议院全部议员改选和参议院 1/3 议员改选）终于落下帷幕。

在总统选举中，民主党拜登和共和党特朗普分别获得 8127 万和 7422 万张普选票，分别占到全部普选票数的 51.3%和 46.9%；两党的普选票数和占比均较 2016

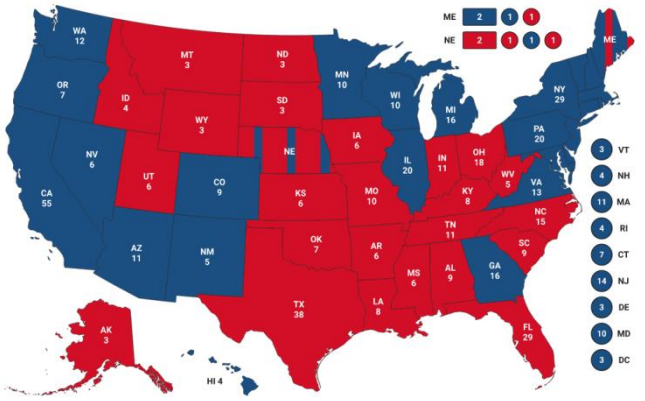
年有所增加，但民主党上升幅度更大。在选举人票方面，民主党拜登和共和党特朗普分别获得 306 和 232 张选举人票，有密歇根、威斯康辛、宾夕法尼亚、亚利桑那、佐治亚等 5 个州从 2016 年支持共和党转向 2020 年支持民主党。值得注意的是 2000 年以来六场总统选举中，虽然共和党赢得三场选举，但在普选票得票率方面共和党只有在 2004 年超过民主党；随着来自拉美和亚洲的移民数量不断增加以及欧裔白人占比的持续下降，如果共和党不改变策略争取拉美裔和亚裔选民，共和党民主党和共和党在 2020 年众议院改选中分别赢得 222 和 211 个席位（纽约州有一场议员选举结果仍存在争议，路易斯安那州有一个席位空缺，因共和党当选议员 Luke 感染新冠后死亡），民主党继 2018 年众议院改选以来继续保持多数党地位，但其席位数比 2018 年改选减少 13 个席位，而共和党席位数则增加 11 个。2021 年 1 月 3 日众议院多数党领袖佩洛西在与少数党领袖麦卡锡的对决中以 216 票对 209 票当选为众议院议长，《华尔街日报》评论称她的微弱多数优势意味着众议院民主党人要在新一届国会中通过立法面临一定程度的困难。

图9：总统大选总票数及两党得票率



数据来源：Wikipedia，建信期货研投中心

图10：2020年美国总统大选形势



数据来源：Foxnews，建信期货研投中心

佐治亚州参议员第二轮选举结束后，民主党和共和党在 2020 年参议院改选后分别赢得 48 和 50 个席位，民主党席位数比上一届多 1 个而共和党少 1 个。虽然共和党名义上仍然是参议院多数党，但由于两个非党派参议院自入院以来都参与民主党党团会议，他们的投票结果在大多数情况下也与民主党主流保持一致，而且当选副总统民主党哈里斯兼任参议院议长，因此在实质投票权方面是民主党 51 票对共和党 50 票，这样拜登政府在政府官员提名和推动法案落地方面能得到参议院的支持。

根据目前的公开资料，拜登政府的经济政策包括以下方面：1、通过增加对公司和高收入个人的税收在 10 年内增加联邦收入 3.3 万亿美元，其中包括对年收入超过 40 万美元的人征收 12.4%的社会保障税，废除特朗普税改新政对高收入个人

的减税政策，将公司税率提高到 28%，按照 39.6%的所得税率对长期资本收益和超过 100 万美元的股息收入征税；2、增加联邦政府对各阶段教育经费的支出，从幼儿园到大学；3、在重建基础设施方面投资 2 万亿美元，注重推广清洁能源在交通系统中的使用；4、在 10 年内支出 6400 亿美元以提供负担得起的安全住房，包括新建住房和租房补贴等；5、免费提供新冠测试和疫苗，争取在短时间内控制新冠疫情；6、通过 4000 亿美元国货购买计划和 3000 亿美元关键技术研发支持创造 500 万个工作岗位，与盟友合作以在与中国的贸易纷争中表现出统一战线。的选民基础必然是不断收缩。

若拜登政府的上述政策纲领完全得以实现，美国的经济竞争力以及通胀预期都会随之上升，美联储货币政策由宽松转向收紧的转折点也会提前，美国国债收益率先陡峭化然后进入熊平格局；美国股市先受到积极财政政策的提振后受到市场利率上升的制约，美元汇率先由于实际购买力下降而贬值后因为相对竞争力增强而升值，对美国海外经济而言大致也是先利多后利空的顺序。但我们预计拜登积极财政政策也会受到美国债务压力和华尔街大金主的制约，在实际推行的时候肯定会有所调整。

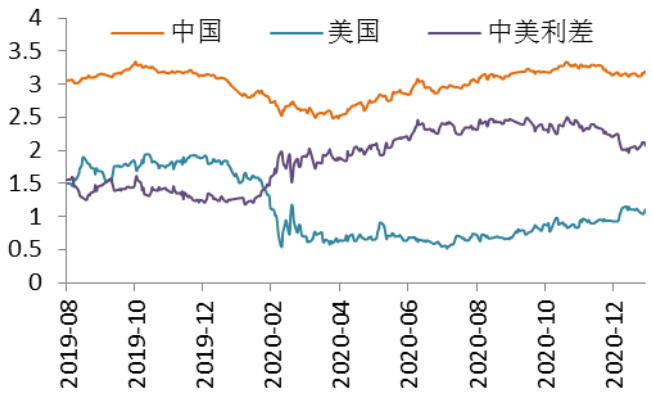
随着民主党在 2020 年美国大选中陆续在总统职位、众议院改选以及参议院改选中取得胜利，市场对于拜登政府积极财政政策的预期也达到顶峰。金融市场已经在此预期指引下有所表现，2020 年 11 月以来美元指数累积贬值 4.9%，美国 10 年期国债收益率累积上升 16BP，美国标普 500 指数累积上涨 14.6%。在佐治亚州参议院第二轮选举结果明确后，有关 2020 年美国大选的不确定性也都消散。一方面我们认为在拜登财政政策正式遇到制约之前，拜登交易（美元偏弱美股偏强美债利率上升）还会延续下去，但短期内我们也要提防买预期卖现实的可能性。

三、资产市场分析

随着佐治亚州联邦参议员第二轮选举尘埃落定以及蓝色浪潮席卷美国的正式确立，市场预期拜登政府将推出大规模财政刺激政策而美联储货币政策也会因此而提前结束宽松，经济前景改善以及通胀预期提升共同推动 2021 年 1 月份美国 10 年期国债收益率回升 18BP；随后美联储表态在新冠疫情消退、经济就业回到疫情前正规之前不会贸然缩减宽松力度，在正式缩减宽松力度之前美联储会与市场充分沟通，而且拜登 1.9 万亿美元的大规模财政刺激计划遭到共和党和温和派民主党的普遍质疑，美债收益率小幅回落。我们判断随着欧美新冠疫苗接种的持续推进以及新冠疫情的逐步缓解，欧美经济增长前景改善的概率低于恶化的概率；在经济就业好转的情况下，美债实际利率会先于美联储货币政策行动之前回升，

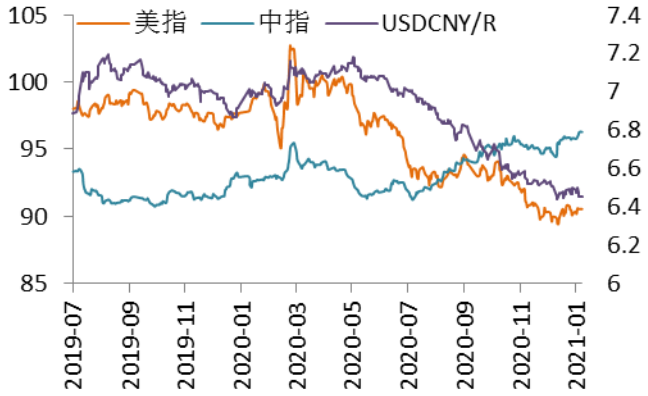
我们维持美国 10 年期国债收益率回升到 1.5%的判断，而且其中实际利率回升幅度大于通胀预期上升幅度。在短期零星新冠病例和防疫措施收紧的影响下，中国经济短期偏弱，为国债收益率提供部分支撑；央行 1 月末收紧银根应该只是短期行为，目的在于打击金融市场投机情绪，而不在于推高实体经济融资利率。但从中期来看，随着短期疲软的消失，以及全球同步复苏预期的兴起，我们预计中国国债收益率还会有上升空间。

图11：中美国债利率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图12：美元和人民币汇率



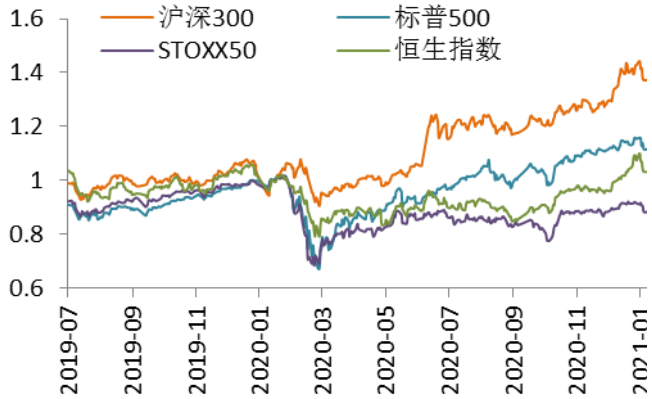
数据来源：Wind，建信期货研投中心

2021 年 1 月份美元指数探底回升但反弹幅度相对有限，拜登政府积极财政政策预期意味着美元实际购买力的削弱，因此对美元汇率构成根本性的利空因素；但是积极财政政策以及疫情防控措施也会使得美国经济加快复苏步伐，从而从经济基本面和利差因素为美元汇率提供支撑。短期内美国疫情对经济的冲击力度弱于欧元区，而拜登政府积极财政政策受到共和党和温和派民主党的质疑，避险需求和利差因素支撑美元汇率，但中期内全球经济同步复苏预期将削弱美元指数的避险需求，我们预计美元指数上半年仍有可能下跌至 88 一线。1 月份人民币对美元汇率偏强运行，疫情错位下的出口需求以及周期错位下的利差因素对人民币汇率仍有支撑，我们预计中短期内人民币汇率依然偏强运行，上半年人民币对美元汇率有望升值到 6.2 一线。

2021 年 1 月份中国股市冲高回落且严重分化，年初在机构调仓和新发基金的推动下股市短期冲高，上证 50 指数和沪深 300 指数均创下历史新高；但随后市场关注点转向估值水平更低的港股，缺乏接力资金的 A 股市场陷入区间震荡；1 月最后一周由于央行意外收紧银根，同时新冠病例零星出现，市场情绪受到打击，A 股市场大幅跳水，万得全 A 指数月度微跌 0.1%，与之相对的是恒生指数月度上涨 3.9%。由于新冠疫情对经济冲击的信号逐一呈现，以及国债收益率上升带来的估值冲击，1 月份欧美股市也普遍偏软，美国标普 500 指数和欧元区 STOXX50 指数

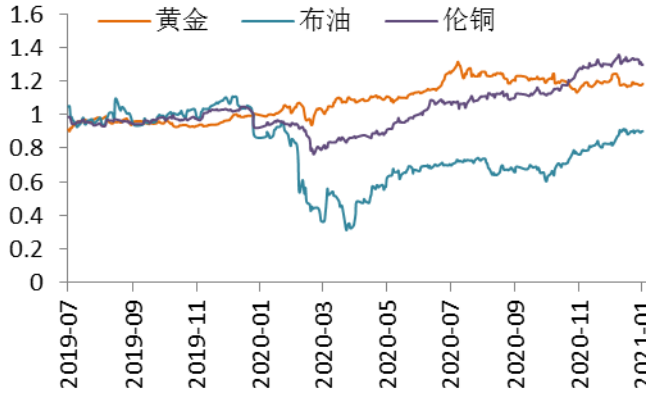
月份均下跌 1.1%。我们预计中外股市将继续受到经济前景改善和估值水平下降的双重影响，中短期来说前者的正面影响超过后者的负面影响，但后者的负面影响将在某个时间点超过前者的正面影响，因此我们对股市的看法是短期偏强中期偏弱，而中国股市弱于欧美及香港股市。

图13：中美欧股票指数(2019年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图14：国际重点商品(2019年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研投中心

由于新冠疫情对短期经济的负面冲击信号逐一呈现，以及中国进入春节需求淡季，1 月份除了受到 OPEC+减产限产支撑的国际油价外，其他工业商品价格大多偏弱运行，1 月份 WTI 原油价格和 LME 铜价分别上涨 7.7%和 0.8%，螺纹钢指数下跌 2.6%。我们相信在新冠疫苗逐步接种和新冠疫情平息信号进一步明确后工业商品价格将回到原有上涨趋势；但新冠疫情平息也意味着部分工业商品的供应增加，因此不同工业商品的上涨空间略有差异。受到数字货币市场带动的投资热潮以及随后美债实际利率上升的影响，1 月份贵金属价格冲高回落；但 1 月末美国散户暴动从股市扩散到大宗商品市场，金银价格因此出现非理性波动。我们认为中短期贵金属有对冲尾部风险的配置需求，但在美债实际利率趋势上升的确定性因素影响下，贵金属价格中期展望偏空，建议投资者把握贵金属价格非理性冲高后的做空机会。

四、中期资产配置

2021 年 1 月份美国积极财政政策预期引发市场利率上升和美联储紧缩预期，中国央行收紧银根打击债市和房地产投机热潮，欧美新冠疫情对经济负面冲击信号逐一呈现，以及中国本土新冠疫情零星出现当局收紧防疫措施等利空因素的影响下，全球金融市场风险资产和避险资产除了原油外基本上都是偏弱运行或者冲高回落。这其实也预示了 2021 年全球金融市场走势将不会像 2020 年 4 月份至年底那样一帆风顺，根本的因素在于随着新冠疫苗的接种和新冠疫情的平息，全球

逆周期调节政策的撤出也会提上日程，因此股票债券的估值水平必定会有所回落；而新冠疫情的平息将会缓解大宗商品的供需矛盾，因此 2020 年刺激大宗商品价格上涨的核心因素也会有所调整。总体看 2021 年各类资产价格走势将更为复杂，大类资产配置调整频率也要相应提高。展望 2 月份，我们预计流动性将略微宽松，这对中国股债而言都是个好消息；而新冠疫情对全球的负面冲击也会减轻，忧虑在于美债实际利率重启上升趋势。在这个基准判断下我们建议中短期内超配蓝筹股、信用债和原油，标配小盘股和利率债，低配黄金和货币。

表1：资产配置建议

大类	细分	中长期	中短期	影响因素
货币	货币	15%	低配 5%	新冠疫情压低中国经济潜在增速，中国货币金融环境难以全面收紧，货币存款收益偏低；
债券	利率债	30%	标配 30%	从全年角度看中长期利率债已经具备配置价值，中短期看在全球经济同步复苏预期下国债收益率仍有上升空间；
	信用债	30%	超配 35%	全球经济同步复苏有利于改善信用债基本面，但中国打破刚兑的努力将增加信用债择券难度；
股票	蓝筹股	10%	超配 12.5%	全球经济同步复苏以及中国金融市场改革开放有利于从基本面和流动性两方面提振蓝筹股；
	中小股	5%	标配 5%	中美科技博弈使得国家继续支持科技企业，但货币金融环境收紧不利于中小股估值；
商品	黄金	5%	低配 2.5%	新冠疫情逐渐平息，美债实际利率趋于上升，宏观基本面不利于贵金属；
	原油	5%	超配 10%	全球经济恢复以及 OPEC+减产推动原油市场从供过于求向供求平衡转变，原油中期上涨趋势不变；
主要事件和风险				新冠疫情发展，逆周期调节政策

数据来源：Wind，建信期货研究中心

【建信期货研投中心】

宏观金融研究团队 020-38909340　　有色金属研究团队 021-60635734　　黑色金属研究团队 021-60635736

石油化工研究团队 021-60635738　　农业产品研究团队 021-60635732　　量化策略研究团队 021-60635726

免责申明：本报告谨提供给建信期货有限责任公司（以下简称本公司）的特定客户及其他专业人士。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“建信期货研投中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部
地址：上海市浦东新区银城路 99 号(建行大厦)5 楼
电话：021-60635548　邮编：200120

深圳分公司
地址：深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 B3211
电话：0755-83382269　邮编：518038

山东分公司
地址：济南市历下区龙奥北路 168 号综合营业楼 1833-1837 室
电话：0531-81752761　邮编：250014

上海浦电路营业部
地址：上海市浦电路 438 号 1306 室(电梯 16 层 F 单元)
电话：021-62528592　邮编：200122

杭州营业部
地址：杭州市下城区新华路 6 号 224 室、225 室、227 室
电话：0571-87777081　邮编：310003

福清营业部
地址：福清市音西街福清万达广场 A1 号楼 21 层 2105、2106 室
电话：0591-86006777/86005193　邮编：350300

郑州营业部
地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2008A
电话：0371-65613455　邮编：450008

宁波营业部
地址：浙江省宁波市鄞州区宝华街 255 号 0874、0876 室
电话：0574-83062932　邮编：315000

总部专业机构投资者事业部
地址：上海市浦东新区银城路 99 号(建行大厦)6 楼
电话：021-60636327　邮编：200120

西北分公司
地址：西安市高新区高新路 42 号金融大厦建行 1801 室
电话：029-88455275　邮编：710075

北京营业部
地址：北京市宣武门西大街 28 号大成广场 7 门 501 室
电话：010-83120360　邮编：100031

上海杨树浦路营业部
地址：上海市虹口杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 811 室
电话：021- 63097527　邮编：200082

广州营业部
地址：广州市天河区天河北路 233 号中信广场 3316 室
电话：020-38909805　邮编：510620

泉州营业部
地址：泉州市丰泽区丰泽街 608 号建行大厦 14 层 CB 座
电话：0595-24669988　邮编：362000

厦门营业部
地址：厦门市思明区鹭江道 98 号建行大厦 2908
电话：0592-3248888　邮编：361000

【建信期货联系方式】

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼
邮编：200120　　全国客服电话：400-90-95533
邮箱：service@ccbfutures.com　　网址：http://www.ccbfutures.com