策略

2021 年资产配置策略

报告原因：年度资产配置策略

均衡配置，行稳致远

2021 年 1 月 25 日

资产配置研究/年度策略

山证策略团队

分析师：

麻文宇 CFA

执业登记编码：S0760516070001

电话：010-83496336

邮箱：mawenyu@sxzq.com

梁迪柯 CFA

执业登记编码：S0760518070001

电话：010-83496302

邮箱：liangdike@sxzq.com

李杰 CPA

执业登记编码：S0760520090001

邮箱：lijie@sxzq.com

研究助理：

翟子超 FRM

邮箱：zhaizichao@sxzq.com

山证宏观固收团队

分析师：

郭瑞

执业证书编号：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业证书编号： S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

研究助理：

邵彦棋

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层 山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

- **降低预期收益率，追求稳健回报**

整体来看，我们认为 2021 年投资者应降低全年预期收益率，以追求稳健回报为主，降低资产波动。参考均值方差与风险平价模型，我们建议 A 股维持标配、降低利率债配置、标配信用债、超配有色金属、标配原油与黑色系商品、适当对黄金进行配置分散对冲组合波动风险。

注：配置方案比例仅针对机构客户，个人投资者需联系财富顾问进行个性化配置。

- **年内 A 股呈结构市，长期依旧看好**

A 股方面，在经历了 2019-2020 波澜壮阔的两年行情后，市场整体估值来到相对高位，估值进一步提升的概率显著降低，目前主要驱动力转变为疫情后的基本面修复。而考虑到经济逐渐正常化的趋势，部分政策开始逐渐回归常态，估值后续可能会受到压制。但考虑到在房住不炒的主基调下居民资金向权益市场转移趋势不会转变、政策收缩速度相对缓和等因素，预计估值不会出现快速回落，我们预计 A 股全年预期收益在 10%-12%水平，给予标配建议。虽然 A 股整体预期收益并不算太高，但是市场内仍有大量结构性机会。长期来看，外资、保险、居民等资金持续流入 A 股进行财富配置仍是大势所趋，A 股长期表现仍值得期待。

- **利率债熊仍未结束，建议降为低配**

利率债方面，我们整体判断熊市仍未结束，预计利率上半年震荡走高，下半年或有机会。2021 年经济增速在短期仍会表现强势，但不考虑基数效应的话，扩张或在二季度结束，后续基本面对债市的利空压力或明显减轻。从货币政策来看，我们认为 2021 年货币政策有一定转紧的可能，主要有三个方面的原因：1.政府融资、2.杠杆水平、3，通胀回升。从基本面和货币政策来看，我们认为 2021 年货币政策或将成为主导债熊的逻辑。因此我们大幅调降利率债配置比例，建议低配。

- **利率上行信用债具配置价值，建议维持标配**

信用债方面，我们认为信用债仍然具备一定配置价值。第一，利率大概率还会向上，信用债票息策略仍然占优。第二，在总需求持续修复的情况下，我们判断工业企业库存边际增速会回归到常态，PPI 将继续回暖，工业企业盈利能力继续改善。第三，目前信用利差水平较高，能一定程度对抗利率上行风险。第四，虽然市场情绪受永煤控股、华晨汽车、紫光集团等事件冲击后恢复较慢，但随着央行呵护资金面和债券市场基础设施建设相关政策加速完善，未来债券市场生态有望继续修复。但是 2021 年我们认为信用债仍将受到一定压力：一是疫情发展态势难以预测，难免给企业经营状况和短期偿债能力造成阶段性影响，信用的主动收缩风险依然存在。二是 2021 年信用债

到期量较大，尤其是中低评级到期规模占比高于 2020 年水平，因此如果信用收缩过快，企业面临的再融资风险将继续扩大。三是 2020 年国企违约占比大幅提升，国企信仰再次受到挑战，虽然目前逐渐在修复，但 2021 年违约事件如果持续发生，国企信仰能否如期回暖不确定性更大。综上，我们认为相比去年四季度应适当降低信用债配置比例，建议标配。

- **复苏助力、供给扰动，建议继续超配有色金属**

有色方面，我们继续看好，建议保持超配。首先我们预计全球经济 2021 年大概率回暖，有色需求显著上升为有色金属提供较强支撑。其次，目前工业企业产成品存货累计同比也处于历史低位，在全球经济持续回暖的预期下，我们预期下游产成品将迎来补库存阶段，带动对于上游工业金属的需求。再次，部分有色品种受天气、罢工、意外事件等因素影响存在极大的不确定性。整体来看，我们判断有色金属供需预期将维持在紧平衡状态，继续建议超配有色金属。

- **原油处于动态平衡阶段，维持标配**

原油方面，我们预计 2021 年需求显著增加，供给保持稳定，但原油始终处于动态平衡的情况，在无重大经济事件发生的前提下需求上升推动油价上升的同时也会带动供给的增加。此外，我们预判美元保持中性，美联储宽松信息基本已经被油价反应，货币层面较难推动油价持续升高。短期来看，拜登当选总统的清洁能源政策可能会在一定程度上通过成本端推高油价，但是对伊朗相对友好的态度也有可能推高伊朗原油出口。整体我们判断 2021 年油价中性偏强，维持标配建议。

- **黑色系供需平稳，降为标配**

黑色系方面，整体我们认为 2021 年将较为平稳，虽然需求有望回暖、库存也处于低位，但黑色系价格 2021 年较难出现趋势性行情。下游需求整体都较为稳定，而供给在 2021 年有望小幅增加，虽然年内可能出现季节性波动但是整体价格走势预计较为平稳，建议降低至标配。

- **向上动力不强，但分散对冲价值上升，建议仍对黄金进行配置**

我们整体判断黄金 2021 年具备小幅向上的动力，但是并不会形成较明显的趋势性行情。首先美元进入弱势周期对黄金具备支撑。其次，全球通胀有望回升而黄金的通胀对冲属性可以助力金价偏强。但是，当前已经较为极端的低利率环境 2021 年有望出现拐点对金价形成打压。长期而言，逆全球化、科技发展速度下行等因素纷纷导致经济难以出现趋势性上行，黄金仍然具备配置的价值。根据量化结果，配置方案中黄金比例从去年 5%上升至 15%左右水平，主要原因并非预期黄金未来上行幅度较大，而是在当前其他资产较低的收益预期下黄金持有机会成本较低，其低波动并可以分散组合风险的特点被放大，相应地，权重也得到显著上升。我们基于全组合风险分散对冲的原则，而非博取更高收益的角度考虑，仍建议对黄金进行一定比例的配置。

- **风险提示：**

1.逆周期政策调整力度和节奏超预期，2.宏观经济大幅波动 3.信用债风险进一步升级，4.金融、监管政策超预期收紧，5.美国方面更激进的对华政策，中美冲突升级，6.疫苗研发上市及推广进程不及预期，疫苗效果不及预期。

目录

一、 2020 山证大类资产组合表现优异，2021 年多商品重均衡 10

二、 宏观长期背景：低增长、低通胀、低利率、高债务 11

1. 劳动力下滑抑制经济增长，人口老龄化加重社会负担 11
2. 亟待技术突破引领经济走出困局 11
3. 2021 难以终结逆全球化进程 12
4. 高债务为市场带来巨大风险 14

三、 宏观短期背景：经济复苏，货币政策稳步退出 15

1. 国际经济持续回暖 15
2. 国内经济处于复苏期间 17
3. CPI 上半年趋势性回落，PPI 上行，大宗商品超预期恐影响货币政策 26
4. 我国货币政策逐步回归常态化，美联储预计 2021 年按兵不动 30

四、 2021 年权益资产展望 35

1. 2021 年市场前高后低，强化三条主线配置机会 35
2. 2021 年货币政策预计将于 2009-2011 类似，A 股表现不俗 37
3. A 股整体估值合理偏高，预期收益率在 10-11%水平 39

五、 2021 年利率及债市展望 41

1. 鉴往知今：利率在熊市中的规律 41
2. 利率债研判：上半年震荡走高，下半年或有机会 45
3. 2021 年还有哪些灰犀牛 46
4. 信用债研判：利率上行， 信用债具配置价值 47

六、 2021 年商品展望 48

1. 预计黄金 2021 年表现弱于 2020 48
2. 有色金属有望全年维持强势 51
3. 原油供需动态均衡，2021 难有大行情 55
4. 煤炭供需双升，2021 年难复刻去年表现 59

5. 钢铁供给上升，需求预计缓步回落 63

五、风险提示 **66**

1. 逆周期政策调整力度和节奏超预期 66
2. 宏观经济大幅波动 66
3. 信用债风险进一步升级 66
4. 金融、监管政策超预期收紧 66
5. 美国方面更激进的对华政策，中美冲突升级 66
6. 疫苗研发上市及推广进程不及预期，疫苗效果不及预期 66

图目录

图 1:2020 年山证大类资产配置策略表现 10
图 2:资产配置模型量化结果 10
图 3：劳动力预计将在 2021 年左右开始快速下滑 11
图 4：劳动力与 GDP 增速关系显著 11
图 5：中国全要素生产率持续下滑 12
图 6：中国创新指数（R&D 经费占 GDP 比例） 12
图 7：全球化进程已经逆转 13
图 8：全球出口/GDP 变化 13
图 9：KOF 全球化指数 13
图 10：名义利率与名义经济增速高度相关 14
图 11：全球债务 2020 年不断飙升 15
图 12：超 7 万亿美元新兴市场债券和贷款将到期 15
图 13：全球经济基本恢复 15
图 14：全球 PMI 15
图 15：至目前为止经济恢复的四个阶段 17
图 16：2021 年实际 GDP 同比预测 18
图 17：汽车零售同比对整体社零具有带动作用 19
图 18：房地产销售对汽车零售增速的领先性 19
图 19：石油及制品类消费与油价相关性较强 20
图 20：竣工领先家电零售同比约 15 个月 20
图 21：2020 年基建增速小幅不及预期 20
图 22：2020 年地方债发行低于 2019 年同期 20
图 23：最近几年房地产投资连续走高 21
图 24：18 年新开工维持高增速 22
图 25：新开工走弱施工韧性较强 22
图 26：设备工器具投资的周期性 22
图 27：利润是制造业投资强劲的必要条件 23
图 28：产能利用率是制造业投资强劲的必要条件 23

图 29：疫情后生产与原材料库存背离更为明显 23
图 30：我国出口主要与海外工业周期相关 24
图 31：第一阶段：防疫物资出口二季度达到高位 24
图 32：第二阶段：宅经济和替代效应的出口需求 25
图 33：第三阶段：工业品和消费品近期出口走强 25
图 34：猪肉项对 CPI 同比的带动 26
图 35：2021 年猪肉价格还要面临两个高基数时期 26
图 36：生猪供给近期已明显修复 26
图 37：近几年食品与非食品价格出现严重背离 27
图 38：正常情形下，核心 CPI 与产出缺口相关 27
图 39：PPI 同比主要由生产资料分项带动 28
图 40：生产资料价格同比与产出缺口具有相关性 28
图 41：PPI 同比与原油价格同比具有强相关性 28
图 42：对 2021 年 PPI 同比的预期 28
图 43：近期生活资料同比主要受到食品项的影响 29
图 44：2016-2019 年 PPI 与 CPI 走势分化 30
图 45：2016-2019 年 PPI 与 CPI 走势分化 30
图 46：利率已恢复至去年水平 31
图 47：M2 增速仍维持高位 31
图 48：地方债发行吸收了多余流动性 32
图 49：企业债券融资增速高于政府 32
图 50：财政中的社保支出大幅提高 32
图 51：新增就业人数仍低于去年同期 32
图 52：美国通胀同比增速 33
图 53：6 月 FOMC 点阵图 33
图 54：9 月、12 月 FOMC 点阵图 33
图 55：美国失业情况 34
图 56：美国 ISM 指数 34
图 57：1 年国债到期收益率 37

图 58：10 年国债到期收益率 38
图 59：上证综指历史 PE 39
图 60：沪深 300 历史 PE 39
图 61：上证综指历史 PB 40
图 62：沪深 300 历史 PB 40
图 63：2020 年 10Y-1Y 期限利差走势 42
图 64：2020 年 10Y 国开-国债利差走势 43
图 65：2007.01-2007.11 时期的 10Y 国开-国债利差 44
图 66：2009.01-2011.02 时期 10Y 国开-国债利差 44
图 67：2013.05-2013.11 时期的 10Y 国开-国债利差 44
图 68：2016.10-2017.11 时期 10Y 国开-国债利差 44
图 69：货币政策收紧发生在熊市尾声阶段 45
图 70：中债国债和信用债总全价指数 47
图 71：信用利差走势 47
图 72：年内金价整体走强 48
图 73：美国财政赤字（折合 2019 年现值） 49
图 74：美联储资产负债表 2021 年将进一步扩张 49
图 75：美元指数与金价呈明显负相关性 50
图 76：美国通胀同比增速 50
图 77：美国 10 年期国债与 TIPS 利率扩大 50
图 78：欧美日国债收益率皆处历史低位 51
图 79：金价与 TIPS 呈负相关关系 51
图 80：铜、铝价格全年先抑后扬 52
图 81：国内电解铝库存 52
图 82：LME 铜库存 52
图 83：工业企业产成品存货累计同比 53
图 84：铜下游终端消费 53
图 85：铝下游终端消费 53
图 86：电解铝、氧化铝产能明显受限 54

图 87：年内原油价格呈 V 字走势 55
图 88：原油需求 2021 年将进一步增长 56
图 89：中国、欧洲、美洲原油需求情况 56
图 90：美国原油库存基本恢复至历史中值 57
图 91：美元与原油价格呈负相关关系 58
图 92：美国活跃钻机数仍未恢复至疫情前水平 58
图 93：动力煤期货收盘价 59
图 94：焦煤期货收盘价 59
图 95： 原煤月度产量 59
图 96：动力煤月度产量/年度产量（万吨） 60
图 97：焦煤月度产量/年度产量（万吨） 60
图 98： 动力煤各行业当月消费量（万吨） 61
图 99：动力煤当月供需缺口（万吨） 61
图 100：焦煤当月供需缺口（万吨） 61
图 101：炼焦煤库存 62
图 102：中国煤炭进口来源国 62
图 103：煤炭进口量（万吨） 62
图 104：炼焦煤当月进口量（万吨） 62
图 105：年内钢价整体呈 V 字走势 63
图 106：钢铁行业投资同比增速 63
图 107：年内钢价整体呈 V 字走势 64
图 108：年内钢价整体呈 V 字走势 65
图 109：钢铁行业投资同比增速 65

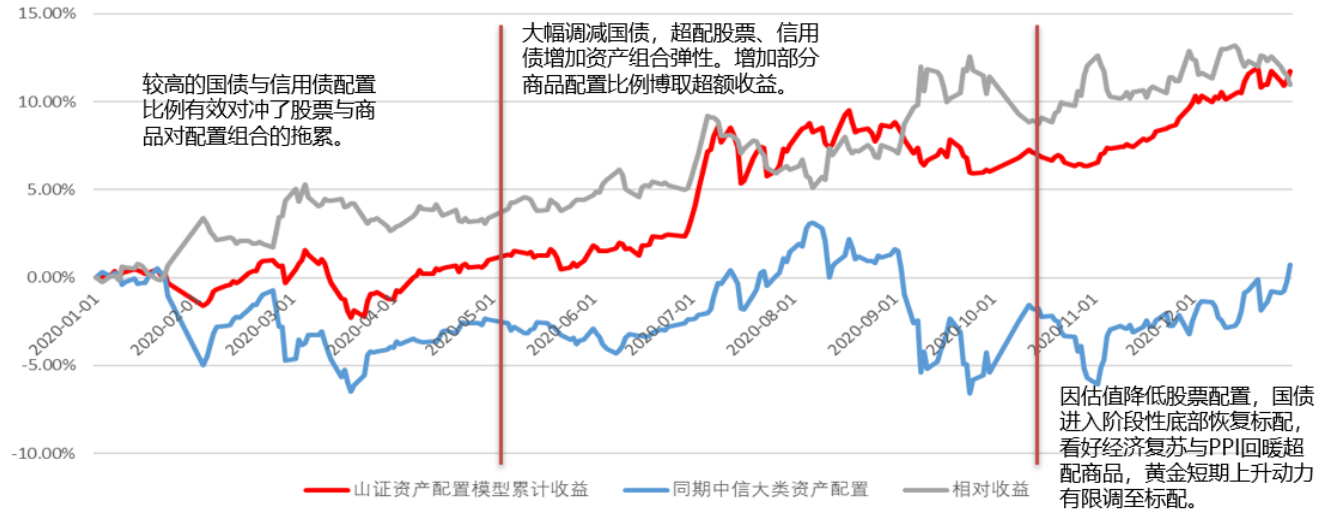
表目录

表 1：疫苗研发现状 16
表 2：1 年期国债收益率上行期间 A 股涨跌幅 37
表 3：1 年期国债收益率上行期间 A 股涨跌幅 38
表 4：过往熊市中 10Y 国债收益率的变动情况 41
表 5：过往熊市中 10Y-1Y 期限利差高低点位情况 42
表 6：五轮熊市中 10Y 国开-国债利差高低点位情况 43
表 7：ICSG2021 年预测（单位：万吨） 54

一、 2020 山证大类资产组合表现优异，2021 年多商品重均衡

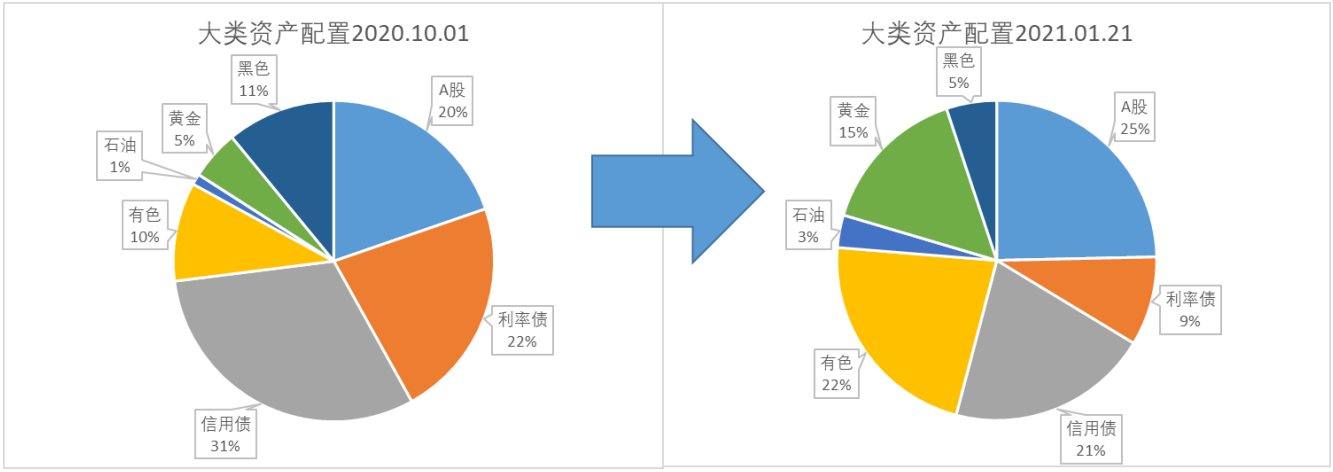
2020 年以来，我们大类资产配置方案较中信大类资产配置相比，具备波动更小、收益更高、连续性更好的特点。**年内实现绝对收益 11.71%，相对收益 10.97%表现不俗。**年内我们对大类资产配置组合进行 2 次重要调整，起到较好的作用。年初我们给予 A 股标配、利率债超配、公司债标配、黄金超配、商品低配评级，利率债与黄金大幅提升组合相对基准收益表现而低配商品则帮助组合避免了大幅下跌。5 月初在国内疫情得到有效控制，全球流动性大幅宽松的背景下我们上调 A 股为超配、利率债降为低配、黄金继续维持超配、商品由低配上调至标配，A 股、黄金双双发力带动组合快速走强。10 月，考虑到估值因素我们调降 A 股为标配、调升利率债标配、信用债延续标配、上调商品为超配、下调黄金为标配，整体表现平稳。

图 1:2020 年山证大类资产配置策略表现



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2:资产配置模型量化结果



数据来源：Wind，山西证券研究所

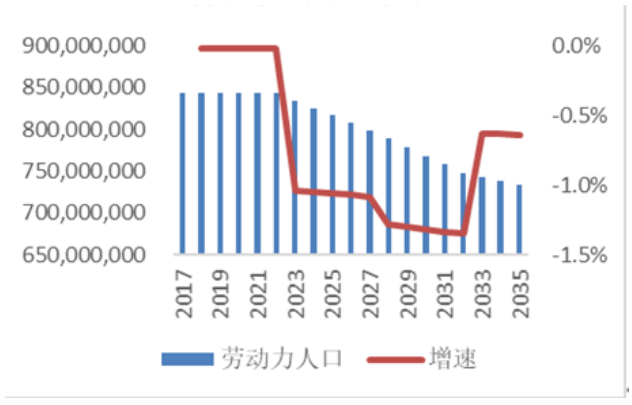
2021 年配置相较 2020 年应更为均衡。首先我们维持 4 季度超配商品的策略，整体大幅上调商品类配置比例，内部结构中我们建议增加有色配置比例、降低黑色系配置。其次，在 2021 年资产预期收益率都显著下降的背景下我们维持黄金标配建议，考虑到分散、对冲组合作用在低预期收益背景下被显著放大，可以适当提升比例。A 股年内我们预计前低后高，以结构性行情为主，维持标配，但考虑到资金增加 A 股配置的长期趋势，建议适当增加 A 股配置比例。利率债方面我们认为债熊仍未结束，建议显著降低配置比例。信用债在利率上行中高票息仍具备一定吸引力，但配置力度可以适当降低，维持标配评级。

二、 宏观长期背景：低增长、低通胀、低利率、高债务

1. 劳动力下滑抑制经济增长，人口老龄化加重社会负担

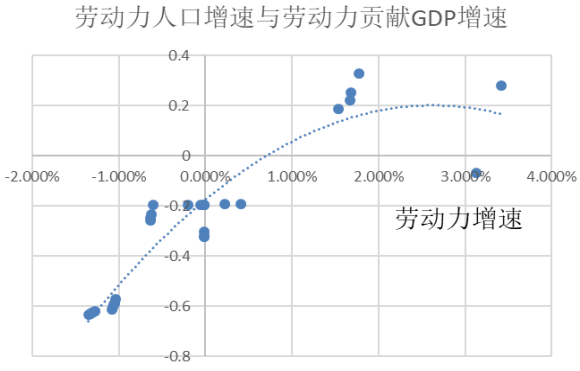
当前我国潜在劳动力人口增速趋势性回落，预计到 2035 年我国利率长期趋势仍将向下，而股票估值中枢大概率维持稳定，估值均值回归将成为较长时间的股票配置策略。我国潜在劳动力人口增速于 2014 年转负，此后持续下行，而根据我们的测算，下行幅度会在 2022 年激增至 1%，同时这一下行趋势将持续超过 10 年时间，劳动力缺失问题将愈发显著。而从以往经验与数据统计来看，劳动力人口增速与 GDP 增速息息相关，2035 年之前劳动力人口下行将会对经济产生持续压力，进而对我国各类资产价格、估值产生重大影响。

图 3：劳动力预计将在 2021 年左右开始快速下滑



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：劳动力与 GDP 增速关系显著



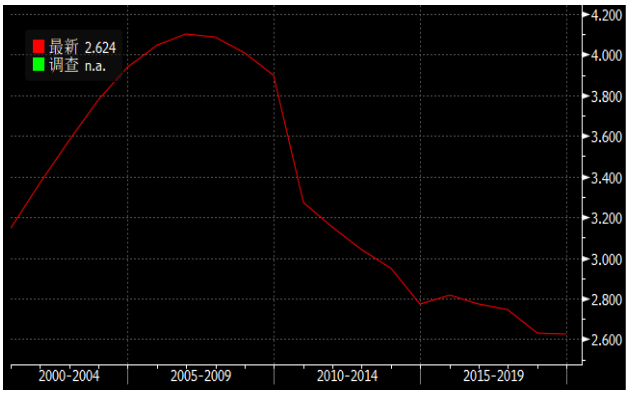
数据来源：Wind，山西证券研究所

2. 亟待技术突破引领经济走出困局

当前逆全球化进程加剧、民粹主义、保护主义盛行也将令 TFP 增长显著受阻，科技突破的难度变大，

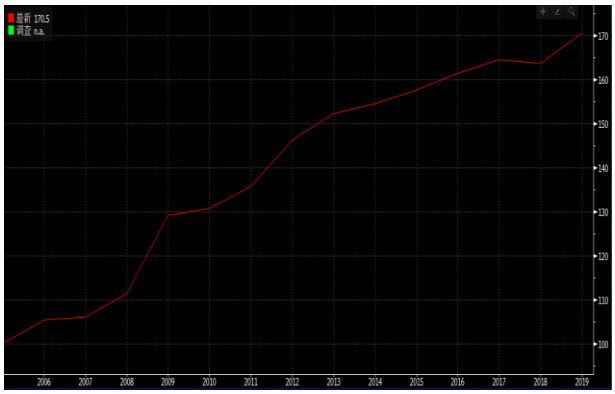
依靠科技提升生产力也已经进入了相对瓶颈期，上市公司整体长期业绩增速预期较难出现显著跃迁。从历史数据来看，我国曾在 1991 年-2006 年见到 TFP 贡献经济增速的大幅上涨，但我们观察到近年来国内 TFP 出现了显著的下滑。**国内 R&D 投入虽然持续增长，但边际增速也开始出现下滑，而且 R&D 投入传导到 TFP 还存在时滞和效率的问题。**

图 5：中国全要素生产率持续下滑



数据来源：Bloomberg，山西证券研究所

图 6：中国创新指数（R&D 经费占 GDP 比例）

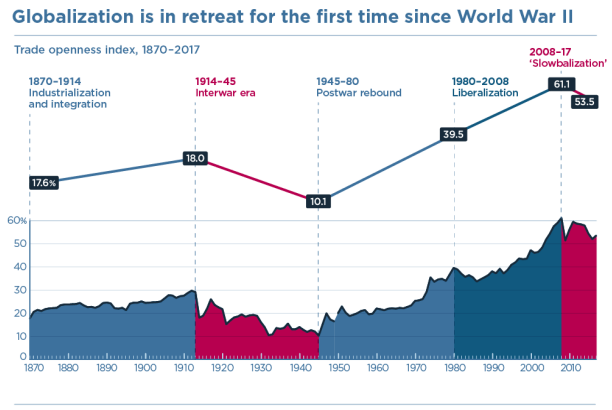


数据来源：Bloomberg，山西证券研究所

3. 2021 难以终结逆全球化进程

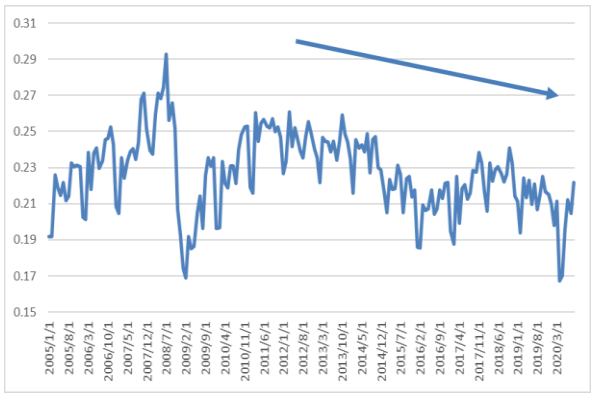
二战后长达 70 多年的全球化进程已经逆转，经济全球化更是基本停滞。2008 年金融危机之前，全球贸易在十多年内一直以两倍于全球 GDP 的增速扩张，然而近年来全球贸易出现了持续性的低迷。从贸易名义金额来看，全球贸易额增速已经连续六年低于 GDP 增速，为二战以来少见。2020 年新冠疫情影响下，贸易额与 GDP 增速差距进一步拉大，从剔除价格因素的贸易量看，根据 WTO 十月预测，2020 年全球商品贸易量将陷入-9.2%的负增长，然而对同期 GDP 增速预测仅为-4.1%。全球出口占全球 GDP 的比例于 2012-2014 年左右达到峰值，随后开始震荡下行。

图 7：全球化进程已经逆转



数据来源：Bloomberg，山西证券研究所

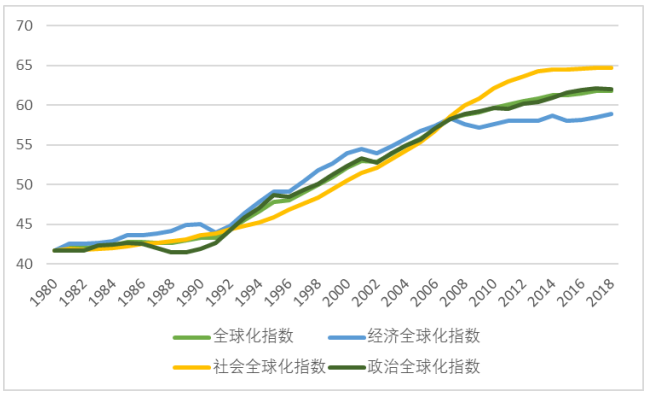
图 8：全球出口/GDP 变化



数据来源：Bloomberg，山西证券研究所

逆全球化浪潮无疑是导致全球贸易陷入低迷的首要原因。近年来，国际间的对抗日益加剧，这些趋势反映在英国退欧公投、欧洲民族主义运动、美国贸易政策的逆转以及不断增加的关税和其他贸易壁垒。

图 9：KOF 全球化指数



数据来源：Bloomberg，山西证券研究所

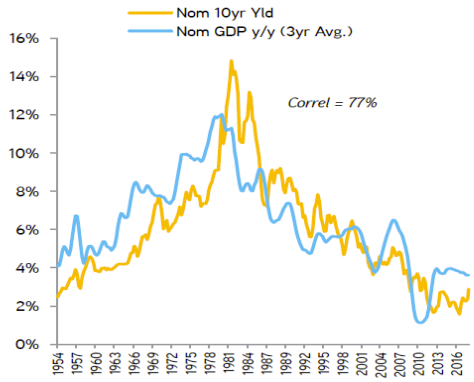
本轮新冠疫情将对经济全球化带来更大的冲击。首先，应对疫情多数国家采取了隔离和封闭措施，短期对国际贸易、全球供应链产生立竿见影的负面冲击；其次，在这轮疫情过去之后，更多国家的政策将强调内向发展、自主可控的重要性，并向内向型经济转变；最后，企业的全球化战略也将随之调整，处于安全、有保障的考量，将缩短国际供应链环节，加大自研自产投入，减少对国际供应商的依赖。

2020 年 RCEP 签署及中欧全面投资协定谈判完成，叠加拜登上任有望缓和中美关系等事件将一定程度上缓解逆全球化的进程，但这并不意味着着这一进程的彻底结束。**我们预计全球经济效率仍处于长期下行的周期中。**

4. 高债务为市场带来巨大风险

当前欧日美已全面进入零利率时代，**短期来看，利率在疫情结束后有望随着经济修复而反弹**，但长期视角下前述的包括人力、技术与全球化在内等几大要素都在削弱长期经济增速甚至开始转为愈发严重的反向拖累，**在经济长期下行背景下，利率较难出现长期趋势性上行。**

图 10：名义利率与名义经济增速高度相关



数据来源：Bloomberg，山西证券研究所

在长期的低利率环境下，政府、企业和居民部门大肆举债，都已经背上了极为沉重的债务负担。而为了应对本轮疫情的强烈冲击，全球债务规模更是在短时间内进一步急剧增长，这将对国家财政形成巨大压力，冲击国家主权信用，限制企业投资扩张空间，同时也为全球金融市场埋下了不稳定的因素和不知何时就会被引爆的地雷。

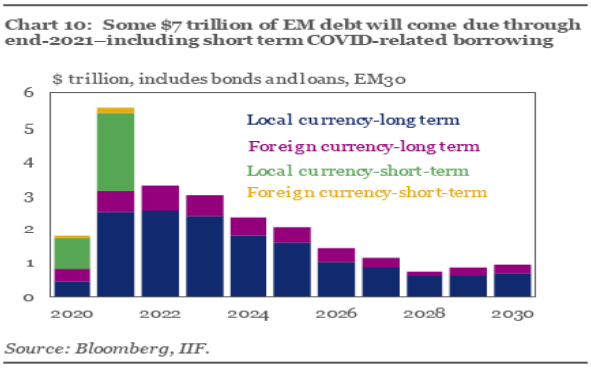
2020 年，全球债务总量超过 277 万亿美元，占全球 GDP 的 365%以上，相较去年增加了 45%，相较 2008 年金融危机时更是高出 83%。不包括金融部门的债务是 210 万亿美元，占全球 GDP 的 274%，高于去年的 194 万亿美元(240%)。除中国外，外币债务占新兴市场除金融部门以外债务总额的 20%。严重依赖外币债务意味着巨大的流动性风险和偿付能力风险，在全球遭遇共同危机、风险偏好大幅波动之时将遭受更大的冲击。同时，我们还注意到，2021 年将有超过 10 万亿美元的全球债券和贷款到期，其中超过 7 万亿美元来自于新兴市场。

图 11：全球债务 2020 年不断飙升



数据来源：Bloomberg，山西证券研究所

图 12：超 7 万亿美元新兴市场债券和贷款将到期



数据来源：Bloomberg，山西证券研究所

长期低利率环境也将大幅缩减央行货币政策的操作空间。常规降息（针对短期利率）无法产生预期的效力，只能转向非常规的货币政策工具，冲击银行、保险等金融机构固有的盈利模式。在长期视角下，流动性的泛滥将催生更多的交易和投机行为，2020 年金融空转现象在全球都非常明显，货币宽松对推动经济复苏的效果式微，更多则呈现出金融资产、大宗商品价格大涨，脱离经济基本面支撑的金融市场虚假繁荣也将为下一次危机埋下祸根。

综上所述，从长期而言，人口老龄化问题愈发严峻、技术进步进入瓶颈期、逆全球化和民粹主义浪潮肆虐，都将对我国经济潜在增速产生持续的压制，2021 年全球经济复苏并不会彻底解决全球范围内的低增长、低通胀、高债务的趋势，**科技创新与内需改革是我国未来长期投资的重要主题机会。**针对技术进步进入瓶颈期、逆全球化等长期问题，十九届五中全会对截至 2025 年的中国发展的五年目标和 2035 年远景目标提出建议，科技与内需成为了我国经济在未来 5-15 年的重要发力方向，根据目标我们测算 2020-2035 我国经济增速基本需要维持 5.1%水平，通过测算我们预计 2035 年前我国劳动力人口年均会向下影响 GDP 增速 0.8%-0.9%，而投资边际对经济拉动正在以每年 0.2%左右的速度下降，那么预计未来 15 年科技对经济的贡献增速较当前预计年均上升 0.1%-0.2%水平。

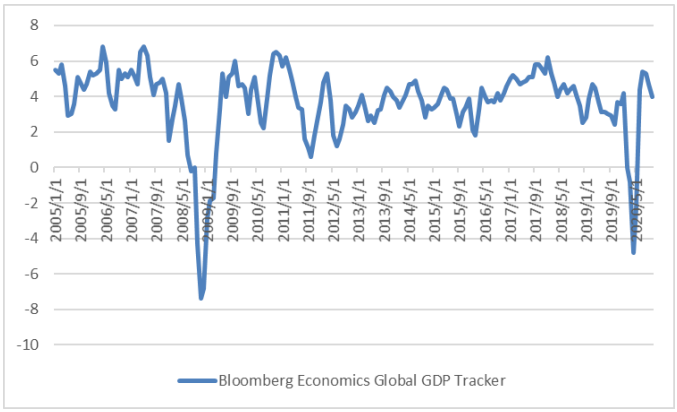
三、 宏观短期背景：经济复苏，货币政策稳步退出

1. 国际经济持续回暖

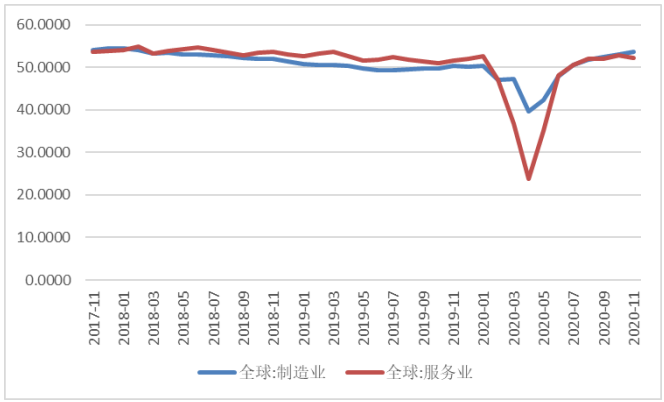
受欧美等国家疫情影响，全球在 2020 年二季度经济活动明显下降，其中非制造业受影响显著大于制造业，但从 2020 年**三季度以来经济持续回暖，目前已基本恢复至疫情前水平。**

图 13：全球经济基本恢复

图 14：全球 PMI



数据来源：Bloomberg，山西证券研究所



数据来源：Wind，山西证券研究所

面对新冠大流行，全球免疫有望。国际上有三只疫苗已经公布三期数据，分别是德国 BioNTech 公司和美国制药巨头辉瑞联合研发的 mRNA 疫苗、美国生物制药公司 Moderna 研发的 mRNA 疫苗以及牛津大学和阿斯利康公司联合研发的腺病毒载体疫苗。辉瑞宣布其疫苗对抗病毒有效性为 95%，Moderna 宣布其疫苗有效性高达 94.5%，而阿斯利康宣布其疫苗有效性为 70%，但成本大大低于前两种疫苗、对保存冷链要求更低、保存时间更长，更易于储存和运送到世界各地。**三者的 2021 年产能预计可以达到 25-30 亿剂，基本可以完成全球范围的免疫工作。**

表 1：疫苗研发现状

	辉瑞&BioNTech	Moderna	牛津大学&阿斯利康
疫苗类型	mRNA 疫苗	mRNA 疫苗	腺病毒载体疫苗
有效性	95%	94.50%	70%（两种给药方案有效性分别为 90%和 62%）
价格	19.5 美元/剂	60 美元/两剂	3-4 美元/剂
紧急授权使用	十一月下旬	十二月上中旬	12/05 以前
最早广泛接种应用时间	2021 年四月	2021 年四月	2021 年一季度
产量	2021 年生产多达 13 亿剂疫苗	2021 年在全球生产 5 至 10 亿剂的新冠疫苗	2021 年 1 季度生产 7 亿剂
	已与美国政府签订了 19.5 亿美元的合同，从 2020 年开始提供 1 亿剂疫苗，此外还与欧盟、英国、加拿大和日本达成了供应协议。	已经承诺向包括美国、加拿大和瑞士在内的几个国家供应 1.75 亿至超过 6.1 亿剂疫苗	已与英国政府签订 1 亿剂疫苗合同

储存要求	疫苗可在零下 20 摄氏度下保存长达六个月，或在正常冷藏条件下（2- 8 摄氏度）保存一个月	在零下 75 摄氏度条件下进行超冷存储，或在冰箱中保存 5 天	在正常冷藏条件下（2- 8 摄氏度）保存至少六个月
国内合作方	复星医药	暂无	暂无

资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

我国疫苗研发情况同样顺利，截至十二月，全球共十一支新冠疫苗进入三期临床试验阶段，其中五支来自中国。三支属于病毒灭活疫苗，一支属于腺病毒载体疫苗，一支属于重组蛋白疫苗。国药集团旗下的新冠疫苗在 2020 年 7 月被批准紧急使用以来，目前已有数十万人紧急接种，没有一例严重不良反应，其中注射疫苗后的离境人员，有 5.6 万人，无一例感染。目前两款疫苗的生产工厂已经完成建设，预计 2021 年产能将达到 10 亿剂以上，将优先保证中国使用。两支新冠灭活疫苗皆在最后的全力冲刺阶段，**11 月末国药集团已向国家药监局提交了新冠疫苗上市申请**，而国药集团中国生物北京生物制品研究所研发的疫苗也已**于 12 月 9 日在阿联酋获批上市，三期数据显示有效率达 86%**。科兴中维研制的灭活疫苗也早已于 7 月获批我国新冠疫苗紧急使用，并于 8 月全面启动了新冠灭活疫苗的生产，产能约为每年 3 亿剂。上述两种疫苗基本在 2021 年可以覆盖我国全部人口，根据疫情传播学，**我国接种 3-6 亿人口就可以将 R^2 下降至 0.6 以下，彻底避免疫情再次大规模爆发的可能。**

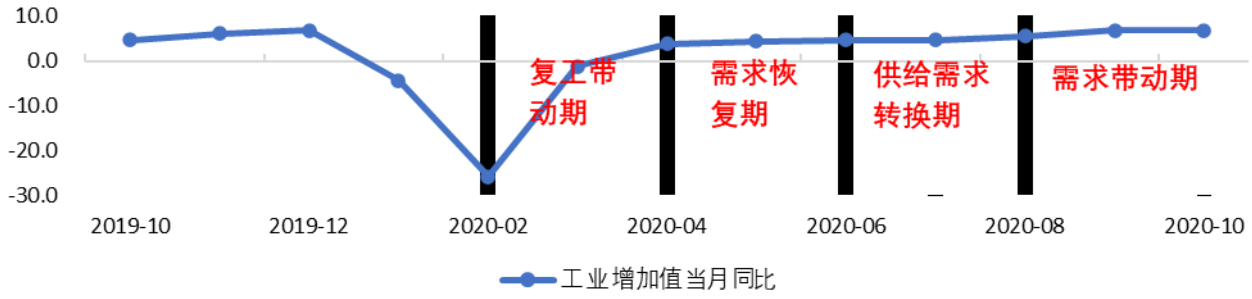
如果疫苗进展顺利，那么**预计全球范围 30-35 亿人次将接种疫苗，新冠疫情全球大流行有望在 2021 年得到有效控制。目前美、英等国都已**批准使用辉瑞疫苗，开始全国接种。拜登表示**就职 100 天内将为美国人接种 1 亿剂新冠疫苗**，而美国新冠疫苗项目负责人也表示有信心**美国能在 2021 年中为所有美国人接种新冠疫苗**。

2. 国内经济处于复苏期间

2020 年受新冠疫情影响，国内一季度经济增速大幅回调。但疫情受控后二季度开始 GDP 增速反弹，2020 年前三季度 GDP 累计增速达到 0.7%，实现了累计增速同比的转正，经济稳健复苏。**无论是官方 PMI 还是财新 PMI，自 2020 年 3 月份以来，均处于扩张区间，印证了宏观经济仍处于复苏区间。**

在 2020 年宏观中期报告中我们将经济的复苏过程简单总结为四个阶段，即复工带动期，需求恢复期，供给需求转换期和需求带动期。从目前看，经济恢复的基本脉络与我们预期的几乎一致。

图 15：至目前为止经济恢复的四个阶段

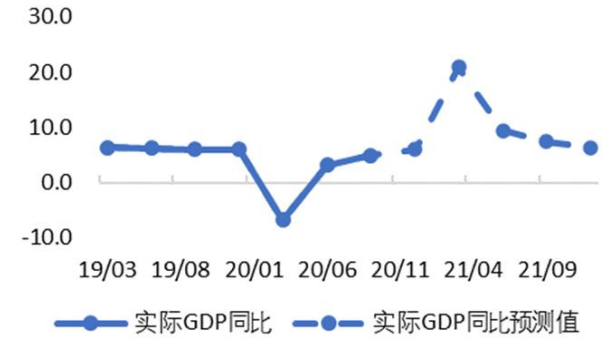


数据来源：Wind，山西证券研究所

展望 2021 年，我们预计经济复苏的态势仍旧延续。考虑到 2020 年一季度经济增速仅为-6.8%，预计这一低基数将促使 2021 年上半年经济维持较高增长；而由于三、四季度经济持续恢复、GDP 增速回升，下半年增速则会显著下降。总体来看，全年经济将呈现 “前高后低”的态势，但上半年的高增速并不意味着经济出现过热，下半年的经济增速回落也并不意味着经济变差。

具体经济增速来看，我们判断高点将出现在 2-3 季度。考虑到 2020 年的基数影响导致 2021 年 GDP 同比将无法反映经济的好坏，除了对名义 GDP 增速做出预测之外，我们也将对名义 GDP 增速的实际隐含增速做出估计以观察 2021 年的具体经济趋势。我们对 2021 年四个季度 GDP 增速的预测分别为 20.0%，9.4%，7.5%，6.3%，全年增速大约为 10.3%。同时，2021 年四个季度 GDP 的实际隐含增速则为 6.3%，6.5%，6.4%，6.2%，高点出现在 2 季度，全年接近或略高于我们的预估潜在增速。

图 16：2021 年实际 GDP 同比预测



数据来源：Wind，山西证券研究所

2.1 消费韧性较强，2021 年预期先低后高。

展望 2021 年，在上半年疫情对消费产生扰动的背景下我们**预计消费先低后高，消费需求有可能被延迟，但整体复苏态势有望延续。**主要考虑因素是疫苗，按照国药、辉瑞、Moderna 三方疫苗当前的生产预期，预计 2021 年全球接种人次将超过 30 亿，2021 年内全球疫情基本可以得到控制，疫情被控制后经济复苏下消

费者收入及消费意愿将进一步提升，全球消费有望迎来全面复苏。但下半年消费有走弱风险。从消费结构上来说，2021 年下半年走弱风险或来自于汽车消费的走弱，但可选类消费、石油制品类消费以及服务类消费有望在 2021 年持续回暖。我们判断，2021 年上半年社零同比或达到 30%以上，下半年单月增速逐渐降至 7%左右，全年增速约 20%。除此之外，考虑到服务类消费与疫情的高相关性如果 2021 年疫苗大规模投入使用，服务类消费增速同样有望回升并较大幅度提振整体消费。

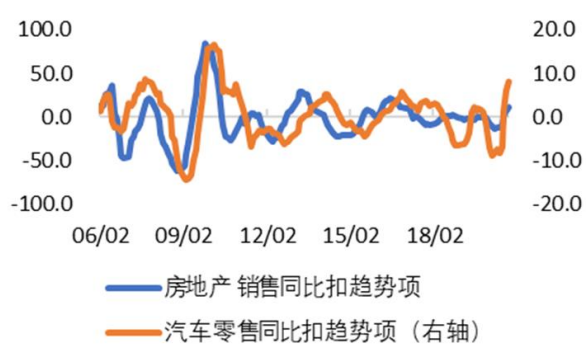
2021 年汽车消费增速先高后低的主要因素有三：第一，政策对消费的支撑有望持续，但大概率不会出台更强劲的刺激政策。第二，目前对于汽车销售具有半年领先型的 M1 和地产销售增速还未出现拐点，因此明年上半年汽车销售还会保持强劲。第三，基数效应在明年前低后高。因此我们认为虽然汽车的销售水平有望保持强劲，但在基数效应的作用下，下半年汽车消费增速将开始回落，并**带动整体商品消费在下半年开始走弱**。

图 17：汽车零售同比对整体社零具有带动作用



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 18：房地产销售对汽车零售增速的领先性



数据来源：Wind，山西证券研究所

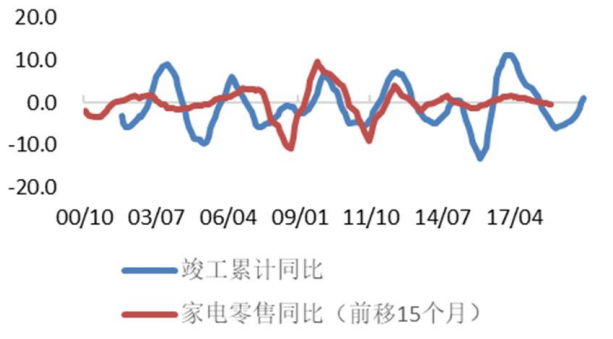
除汽车外，其他主要消费项，如石油及制品类、家电家具等后地产周期类商品消费，均有可能在明年回暖，使消费水平处于高位。石油及制品类消费主要与全球工业需求相关。明年海外主要经济体经济逐渐复苏是大概率事件，从而带动石油及制品类消费走高。家电和建材等地产后周期类商品方面，考虑到近期竣工有一定起色，我们判断目前可能是一轮竣工周期的新起点，因此家电和建材需求仍有支撑。

图 19：石油及制品类消费与油价相关性较强



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 20：竣工领先家电零售同比约 15 个月



数据来源：Wind，山西证券研究所

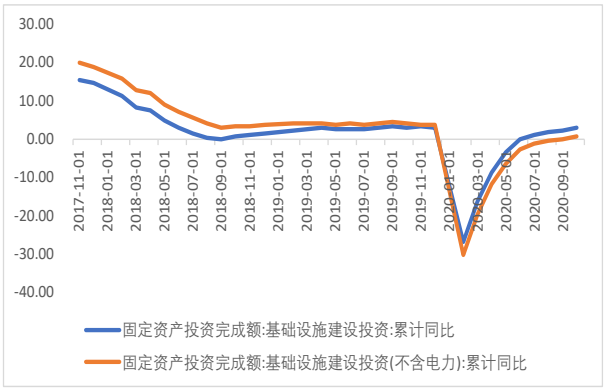
2.2 基建投资既无断崖式下跌的风险，但也难超预期

展望 2021 年，我们判断基建增速将维持低位，**既无断崖式下跌的风险，但也难超预期**。随着经济持续复苏，逆周期调节的必要性降低，因此 2021 年国债发行规模及赤字率将大概率低于 2020 年，财政对基建的支持力度预期会有所减弱，基建投资较目前水平将出现一定下行。不过基建增速的下行不会过快，全年增速仍有望保持在相对中性的水平，主要原因有二：

其一，从公共财政角度看，**2020 年对基建投资不利的因素在 2021 年都会出现偏积极的变化**。第一，随着企业收入恢复，税收收入正在逐渐提高，预计 2021 年公共财政收入要明显好于 2020 年，这就会使得收入对支出的制约减弱。第二，由于 2021 年扶贫工作完成，且疫情对居民生活的影响明显减弱，因此对民生领域更大规模支出的必要性降低，这将使得有更多公共财政资金流向基建领域。

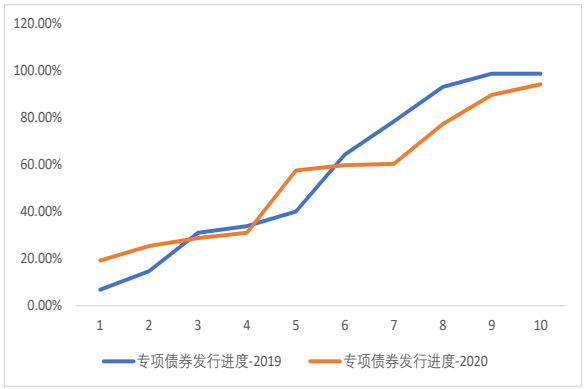
其二，2020 年由于前面提到的地方债集中发行偏晚，加之四季度北方进入停工期，一部分工程施工期将延续到 2021 年，**为基建增速提供保障**。

图 21：2020 年基建增速小幅不及预期



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 22：2020 年地方债发行低于 2019 年同期



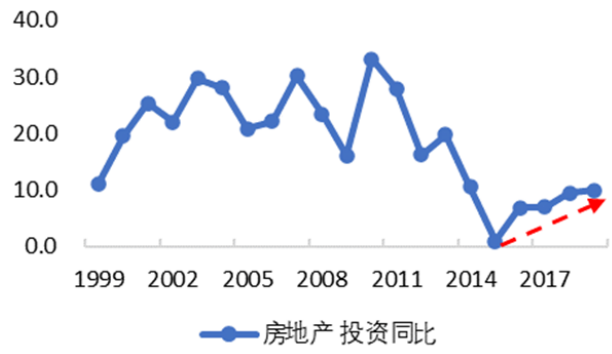
数据来源：Wind，山西证券研究所

综上，我们判断 2021 年基建投资增速在一季度达到高点，随后逐渐回落，但在上半年仍能达到 7%左右增速，在年底回落至 4%左右。

2.3 地产投资韧性超预期，2021 面对一定下行压力

本年地产投资韧性超市场预期。从 2015 年底开始，房地产投资进入新一轮上升周期。2020 年疫情中断了这轮周期，但房地产投资在需求端各项中率先实现复苏，目前房地产当月投资同比甚至超过疫情前水平。最近几年，房地产投资的韧性持续超预期，以往的周期性在明显弱化。

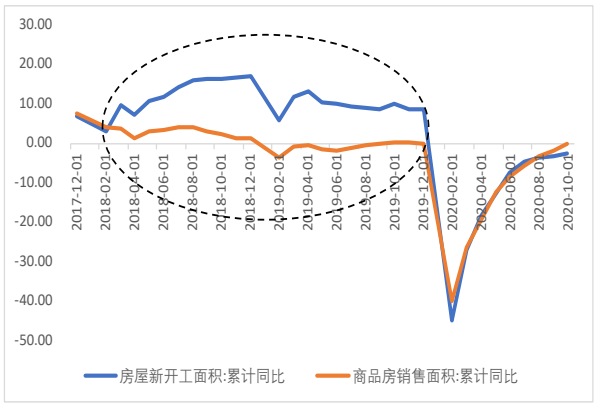
图 23：最近几年房地产投资连续走高



数据来源：Wind，山西证券研究所

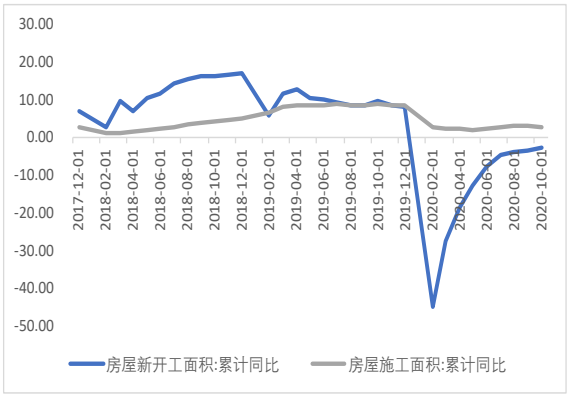
展望 2021 年，房地产投资同比可能会出现这轮周期真正拐点（不考虑疫情的扰动），但下行幅度不会过于剧烈，更可能在目前水平略下移。房企融资三道红线下，地产买地意愿下降。年中，监管部门提出房企融资的三道红线，即“剔除预收款后的资产负债率不得高于 70%、净负债率不得高于 100%、现金短债比不小于 1 倍”。虽然相关措施还未正式生效，但购置土地面积增速已经出现明显回落。从新开工增速来看，地产步入下行周期，“抢开工”现象大概率不会再演。2018 年时，新开工增速与销售、施工出现背离，原因在于当时房地产市场热度较高，房企通过加速新开工仍可实现加速推盘，加速销售，抢占市场份额。但当下房地产市场热度下降，新开工抢销售意义不大。施工增速韧性较强，但难以超预期。影响地产投资增速的最大的变量是货币政策。从目前来看，货币政策以紧利率为主，数量上仍较为宽松，宽松的货币环境有助于地产销售，销售超预期下会带动投资走强。但货币政策边际收紧是大概率事件。因此综合来看，地产投资以稳为主，难超预期。

图 24：18 年新开工维持高增速



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 25：新开工走弱施工韧性较强



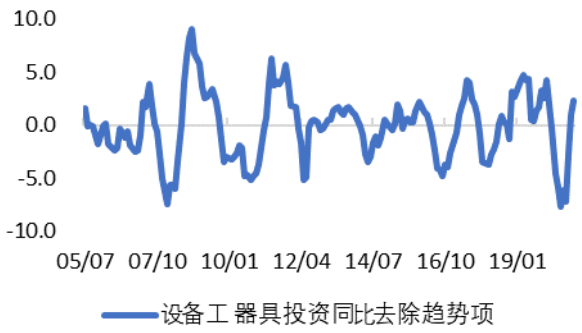
数据来源：Wind，山西证券研究所

2.4 制造业加速恢复

制造业投资的当月同比已经回到疫情前水平，对于 2021 年后续是否能继续上升，我们认为概率较大，主要原因如下。

1）**2021 年制造业可能迎来新一轮设备购置周期。**设备工器具的投资具有一定的周期性，这可以用机器具有使用寿命来解释，当机器到达一定使用年限，就必须进行更换。一般来说，设备工器具投资周期大约为 3-4 年，本轮设备购置周期大约从 2017 年二季度至今，这可以从固定投资完成额中的设备工器具购置同比的变化看到。因此，按照设备购置周期的规律来看，2021 年有较大概率进入新一轮设备购置周期。另外，中央经济工作会议也提到“要扩大制造业设备更新和技术改造投资”，2021 年对设备更新投资或有一定政策支持。

图 26：设备工器具投资的周期性

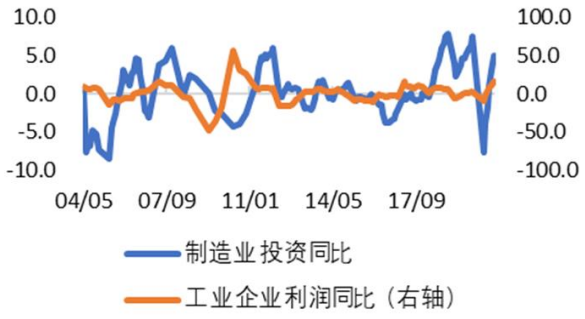


数据来源：Wind，山西证券研究所

2）**目前制造业投资的有利条件均有一定持续性。**工业企业利润和产能利用率是制造业投资的必要条件，

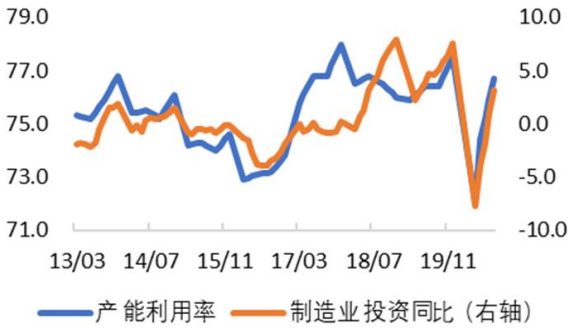
目前这两个指标均明显走高。2020 年工业企业利润在收入和成本两端均表现较好，其中成本端主要与前期对企业的减税降费政策有关，而收入端则与需求扩张相关。对于 2021 年，因为工业企业利润同比受工业品价格影响较大，考虑到 2021 年 PPI 大概率回升，我们预计工业企业利润增速有望进一步走高，为制造业投资进一步扩张提供条件。

图 27：利润是制造业投资强劲的必要条件



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 28：产能利用率是制造业投资强劲的必要条件



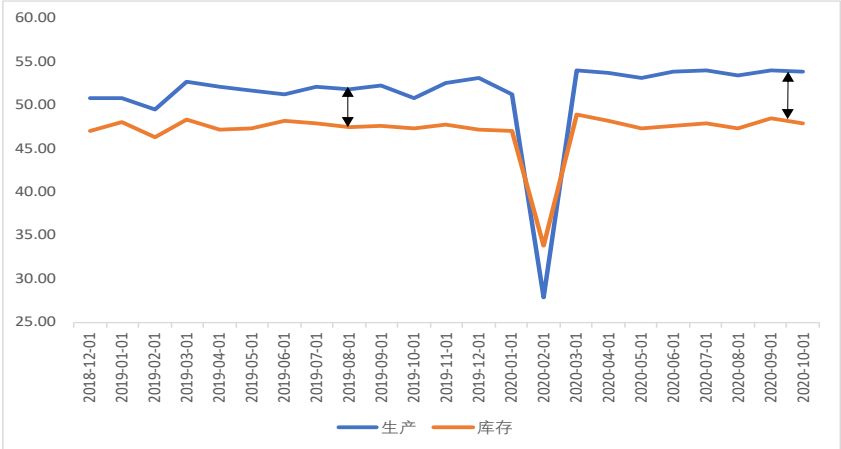
数据来源：Wind，山西证券研究所

3）**拉动制造业投资的出口和消费有望在一段时期内维持稳定**。2020 年房地产和基建施工对制造业的支撑也有望延续到 2021 年上半年。2021 年从整体看，出口和消费不弱，而制造业投资走势具有被动性，需要其他需求端项来带动。因此在房地产施工、出口和消费对制造业的拉动效应下，制造业投资后续有望继续保持强劲势头。

4）**2021 年周期品将延续涨价态势。**

2021 年周期品将延续涨价态势也是制造业投资的一大因素，这一趋势根源是供需错配。

图 29：疫情后生产与原材料库存背离更为明显



数据来源：Wind，山西证券研究所

疫后需求迅速释放可能迎来短期大宗商品供需错配。此前受疫情影响，全球周期品需求疲软，厂商主动或非主动（因疫情停工或倒闭）压缩产能。而疫情一旦得到有效控制，需求迅速回升，短期商品迎来供

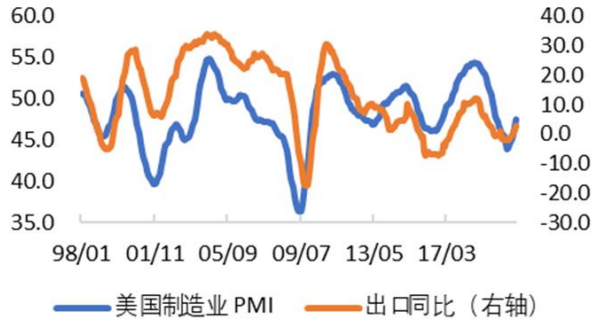
需错配，商品价格有望在短期内快速上涨。从中国摆脱疫情后的经验来看，全球大类商品库存迅速下降，一旦疫情结束预计当前库存相对复苏的需求是严重不足的。

目前，我们已观察到由需求上升去库存向补库存转化的迹象，未来供需分化有望不断收敛，新一轮补库存周期逐步开启。在疫情大概率被控制的假设下，预计美国社会活动可能在 2021 年 6-7 月恢复正常，整体经济活动供需格局可能届时恢复，届时中美贸易可能回归至 2018-2019 中值水平。2020 年四季度与 2021 年一季度企业有在欧美疫情结束复苏前补库存的动力。

2.5 疫情下产业链转移现象导致出口屡超预期

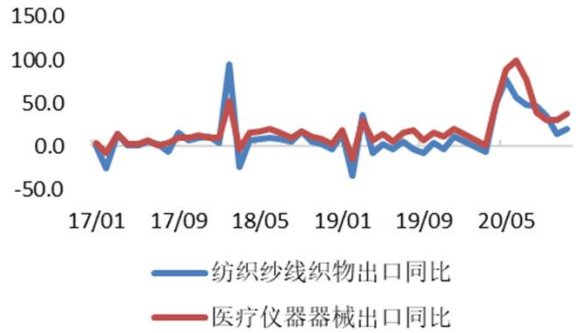
2020 年出口超预期主要原因是海外疫情导致产业链转移至国内，虽然前期低端消费品和工业半成品的出口受到了海外疫情的冲击，但防疫物资、与远程办公相关的通讯电子产品、以及部分高附加值制造业商品的出口对传统出口品形成了替代。根据出口商品结构的变化，2020 年出口可以分为两个阶段，第一阶段在欧美疫情集中爆发时，我国出口的主要商品为防疫物资。而第二阶段海外复工后，我国出口商品逐渐由防疫物资逐渐转成复工商品。目前我们已经能看到第三阶段的端倪，随着海外复工开始恢复，需求开始回暖，工业半成品和低端消费品这类传统消费品出口在逐渐恢复。

图 30：我国出口主要与海外工业周期相关



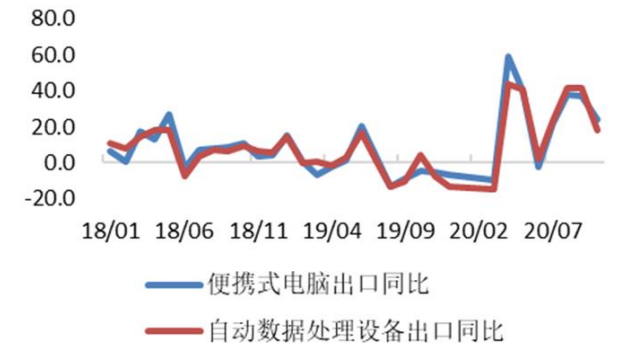
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 31：第一阶段：防疫物资出口二季度达到高位



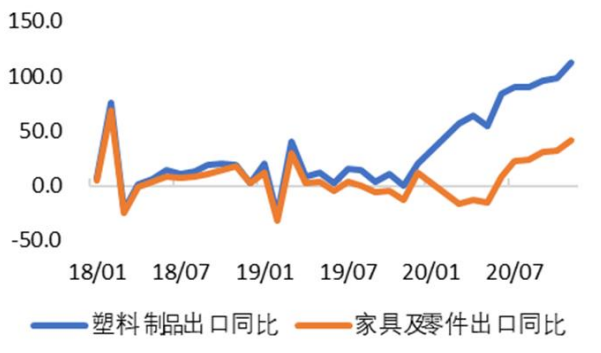
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 32：第二阶段：宅经济和替代效应的出口需求



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 33：第三阶段：工业品和消费品近期出口走强



数据来源：Wind，山西证券研究所

对于 2021 年出口，刨除基数效应的变化，我们认为，随着海外复工深入，虽然产业链回流现象将存在但并不会导致出口大幅收缩，**2021 年出口大概率保持较强韧性**。主要原因如下：

首先，传统消费品和工业半成品的出口有望对冲回流欧美的生产。目前工业半成品和低端消费品的出口正在恢复，并且此前我国出口一直与海外需求具有相关性，因此在 2021 年海外需求大概率处于恢复的趋势中，出口受到海外需求恢复的支撑同样是大概率事件。

其次，我们认为产业链回流是长期过程，这会保证 2021 年出口增速并不会因为欧美疫情的恢复而大幅回落。我们认为产业链回流是长期过程的原因有二：1）海外疫情客观上制约产业链回流。尽管海外复工深入，但疫情在欧美和新兴市场并没有得到控制。对于海外企业来说，短期将生产线回流具有较大风险。2）产业链回流具有成本。产业链无论是转移至我国还是从我国回流都有转移成本。从海外转移至我国是相关企业客观上保生产，属于不得已而为。但从我国重新回流就需要考虑转移成本，对于那些转移成本较高的大型制造行业，即便海外疫情得到有效控制，复工程度回到疫情前，但考虑到转移成本，回流仍应该是渐进的，甚至有可能部分生产线永久转移至我国。

因此，我们认为，2021 年出口在商品结构上会呈现“此消彼长”的变化。2020 年出口比较强劲的防疫物资类宅经济、通讯电子设备等商品或在 2021 年海外疫情控制下逐步回落。而初级工业品、工业半成品、低端消费品将在海外复工需求和消费需求下接力上述商品。同时，受供应链替代影响较大的化工、橡胶、塑料、汽车等商品出口会缓慢回落。综上，我们预计 2021 年上半年出口增速约为 10%，下半年在基数效应下回落至 6%-7%，全年增速约为 8%。

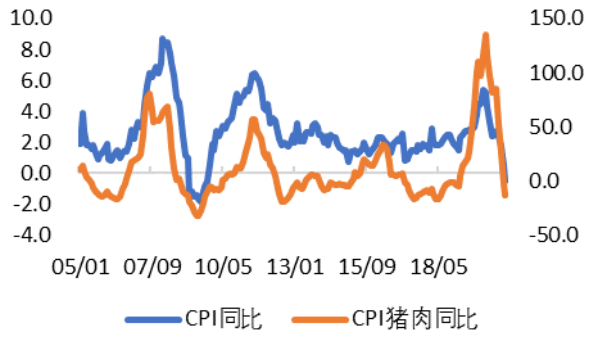
2021 年出口并不是完全没有风险，但**风险主要集中在政治外交领域**。贸易战时我国对应出口增速明显下行，而拜登上台之后的贸易政策、外交政策还存在不确定性，因此可能构成 2021 年出口的风险。

3. CPI 上半年趋势性回落，PPI 上行，大宗商品超预期恐影响货币政策

3.1 CPI 受猪肉价基数影响 2021 上半年将趋势性回落

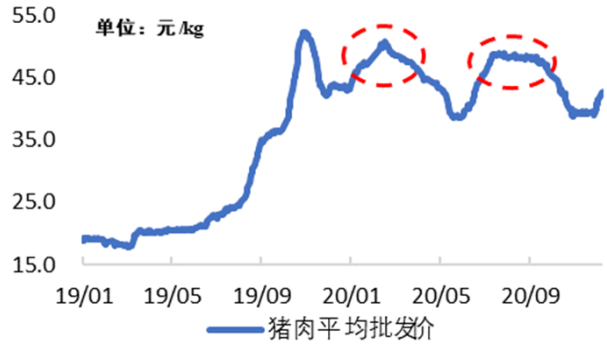
CPI 明年上半年受猪肉价格基数影响可能出现趋势性回落。CPI 主要受到食品价格影响，食品价格又主要受猪肉价格影响。所以，我们将通过猪肉价格预判 CPI 的未来趋势。从过去一年的猪肉批发价格走势可以看到，猪肉在 2021 年 2 月份和三季度还要面临两个高基数时期。而从猪肉价格走势来看，由于近期全国各地陆续入冬，猪肉需求回暖，猪肉价格下降势头停滞。我们认为，到 2021 年 2 月春节前，均为猪肉高需求时期，猪肉价格有望保持平稳，猪肉价格同比的波动主要由基数效应所影响。而到了 2021 年 3 月份后，考虑到天气转暖，需求开始收缩，同时猪肉供给触底转升，猪肉价格有望进入快速下行阶段。因此至少到 2021 年三季度，猪肉价格同比可能都不会出现明显的改善。但从 2021 年三季度末开始，随着基数效应大幅度减弱，猪肉价格同比有望进入上升阶段，从而带动 CPI 同比修复。

图 34：猪肉项对 CPI 同比的带动



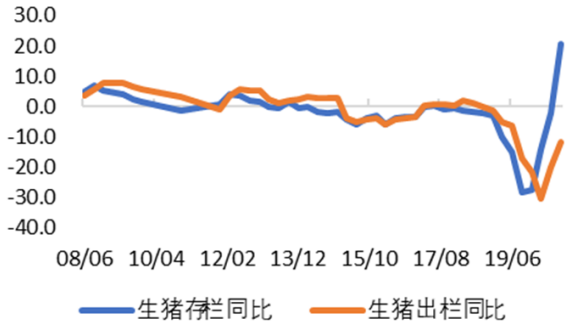
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 35：2021 年猪肉价格还要面临两个高基数时期



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 36：生猪供给近期已明显修复



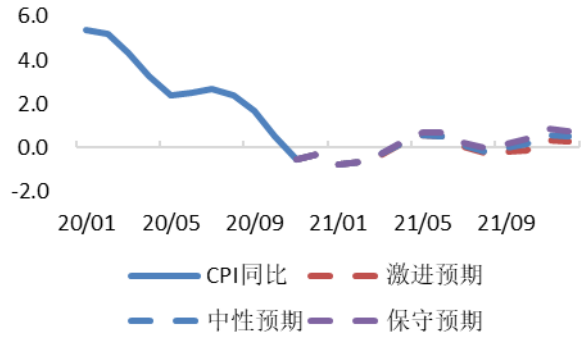
数据来源：Wind，山西证券研究所

由于目前生猪存栏同比明显高于过去几年，我们认为 2021 年猪肉价格下行速度也会非常快。我们假设

2021 年四季度，猪肉批发价格达到 25 元/kg，20 元/kg 和 15 元/kg 三种情形。且为了估算方便，假设猪肉价格下降是匀速的。而非猪肉价格我们简单用过去五年平均进行预测，并按照当前权重加总，简单的得到了 2021 年 CPI 同比的大致走势。我们可以看到，即便是在保守预期下（猪肉价格下降至 25 元/kg），2021 年 CPI 同比也将在 0%附近徘徊，高点未超过 1%。其中一季度处于通缩区间，在激进预期下，三季度 CPI 同比也将处于通缩区间。

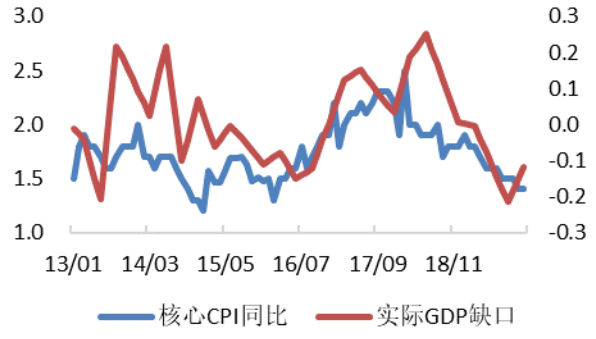
考虑到 CPI 同比最近两年主要由猪肉单一商品价格带动，且猪肉价格变动与其他商品价格变动出现背离，因此**CPI 同比作为政策目标的意义明显弱化。**所以，2021 年 CPI 同比的波动不会影响政策以及利率的走势，比 CPI 总体变化更关键的是 CPI 下面非食品和核心 CPI 的变化。扣除食品因素来看，核心 CPI 持续保持稳定，已经连续五个月保持 0.5%的稳定同比增长。我们认为，2021 年我们大概率能看到核心 CPI 同比的上升。首先，从周期的角度来看，核心 CPI 同比一直与产出缺口相关。前期，由于生产恢复前期领先于需求恢复，产出缺口扩大，核心 CPI 同比下行。但随着需求逐步恢复，产出缺口也将在 2021 年逐渐修复，带动核心通胀 CPI 同比的上升。其次，核心通胀中服务类项目占比很大，所以 2021 年服务类消费回暖易引发服务类项目的通胀，支撑核心通胀走高。

图 37：近几年食品与非食品价格出现严重背离



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 38：正常情形下，核心 CPI 与产出缺口相关



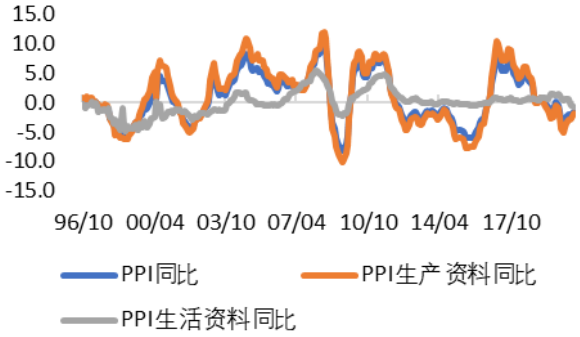
数据来源：Wind，山西证券研究所

3.2 PPI 在低基数影响下有望呈现先高后低的局面

对于 PPI 同比，考虑到低基数因素我们认为 2021 年可能出现线稿后低的局面。首先，从历史上看，生产资料同比的变动主导了 PPI 同比的变动。而历史上，生产资料价格同比同样与产出缺口具有较强相关性。主要原因在于需求端的投资项，尤其是房地产和基建投资项，对大宗商品价格的拉动非常明显。在房地产和基建投资有望在最近一到两个季度内维持高景气度的判断下，对生产资料价格同比的拉动有望持续至 2021 年大部分时间。其次，PPI 同比受到原油价格影响非常大，PPI 同比与原油期货价格同比具有较强且稳定的相关性。正像我们此前所述，在 2021 年在全球复苏带动下，原油价格或出现明显修复，美国也可能进

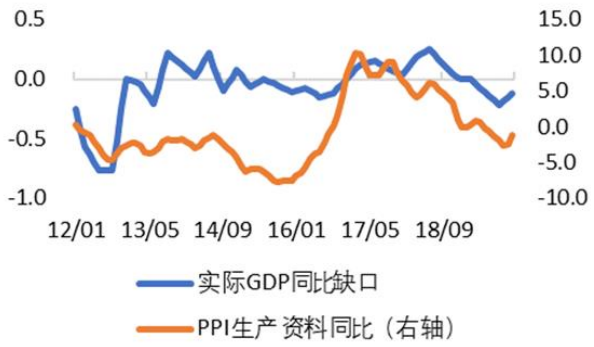
入新一轮补库周期，带动原油价格的回升。

图 39：PPI 同比主要由生产资料分项带动



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 40：生产资料价格同比与产出缺口具有相关性



数据来源：Wind，山西证券研究所

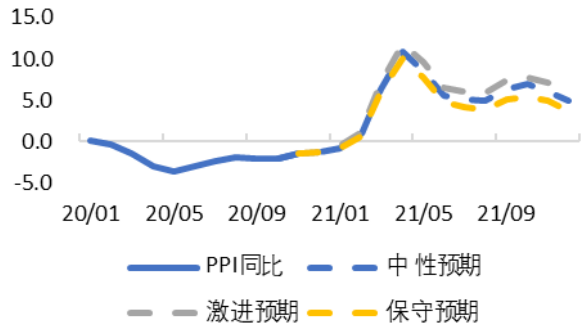
图 41：PPI 同比与原油价格同比具有强相关性



数据来源：Wind，山西证券研究所

我们根据原油价格与 PPI 稳定的相关性，对 2021 年 PPI 同比大致走势进行预测判断 2021 年 PPI 下半年中枢有望在 4%-6%区间。因为原油价格在 2020 年 4 月和 9-10 月走低，故 2021 年同期低基数会对油价同比产生支撑。目前看，2021 年 PPI 同比或在低基数的推动下在一季度转正，并在 4 月份快速达到峰值 10%附近，随后开始下行。但因为 2020 年原油价格基数较低，所以 PPI 同比下行幅度或有限。我们分三种情况进行讨论，假设油价 2021 年下半年升至 70 美元/桶，则 2021 年下半年 PPI 同比中枢或在 7%；如果油价 2021 年下半年升至 65 美元/桶，则 2021 年下半年 PPI 同比中枢或在 6%；如果油价 2021 年下半年升至 60 美元/桶，则 2021 年下半年 PPI 同比中枢或在 4%。

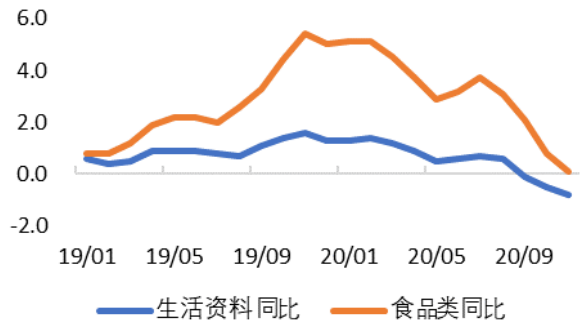
图 42：对 2021 年 PPI 同比的预期



数据来源：Wind，山西证券研究所

对于 PPI 同比我们做出三点提示。首先，2021 年 PPI 同比的走高一方面有工业品价格本身走高的原因，另一方面也有低基数效应。所以，与 GDP 实际增速类似，在低基数的影响下，尽管 PPI 同比明显走高，但不一定意味着经济出现过热，经济是否过热还是需要比照当时工业品实际的价格水平而定。其次，PPI 同比波动本身就比 CPI 同比剧烈，历史上 PPI 同比的扩张周期中，PPI 同比高点经常会超过 50%，因此我们的预测并非代表着 PPI 同比出现严重通胀。最后，我们对 PPI 同比的预测相对简单，有以下两个因素会在 2021 年对 PPI 同比中枢产生较大影响。1）除了原油，2021 年在全球经济复苏的带动下，很可能形成工业原材料价格共振的局面。如果大部分工业品价格回升，那么我们对 PPI 的预计就存在低估。2）食品价格会通过 PPI 生活资料项中的食品类分项影响 PPI 同比。近期食品价格同比的大幅走低已经影响到了 PPI 同比修复的斜率，我们预计 2021 年食品价格同比难有明显起色，因此 2021 年食品价格或会拉低整体 PPI。

图 43：近期生活资料同比主要受到食品项的影响



数据来源：Wind，山西证券研究所

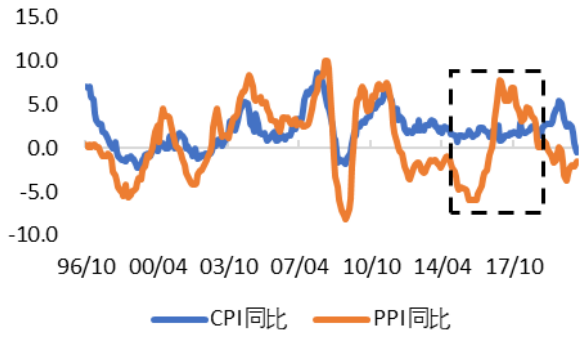
3.3 当前 PPI 更好解释通胀，警惕 PPI 超预期引发货币调控

根据我们上文的分析，**2021 年大部分时间里 CPI 和 PPI 走势会处于分化过程中。**

大部分时间里 CPI 和 PPI 都与经济正相关，但最近几年，PPI 同比明显与经济强弱更相关。2016-2019 年间经济变化与 PPI 同比更为接近，因此当时货币政策的变化也与 PPI 同比变化更相关。即在 PPI 同比上

升的阶段采取加息，在 PPI 同比下降的阶段采取降准。根据我们的分析，2021 年 CPI 的变化来自于猪肉供给的恢复，而 PPI 的变化来自于全球需求的共振，那么显然 2021 年 PPI 应该与经济更相关。所以我们认为，2021 年货币政策可能相较于 CPI 更关注于 PPI。当然，刨除了食品和油价的核心 CPI 同样与经济的供需缺口相关，所以该指标在近几年的地位也越来越高。

图 44：2016-2019 年 PPI 与 CPI 走势分化



数据来源：Wind，山西证券研究所

目前看，2021 年 PPI 同比的走高不会引发央行的调控，但目前还不能排除 PPI 同比走高超预期的可能。央行此前分别在 2009 年一季度和 2013 年一季度的货币政策报告中指出，基数效应会使得通胀指标同比不能反映价格的短期变动。如果 2021 年 PPI 的走高，低基数贡献很大，我们认为央行并不一定会采取实际的收紧活动。但是，如果 2021 年工业品和消费品价格在需求带动下开始上升，并使 PPI 和核心 CPI 大幅走高，那么不排除货币政策对价格进行调控。

图 45：2016-2019 年 PPI 与 CPI 走势分化



数据来源：Wind，山西证券研究所

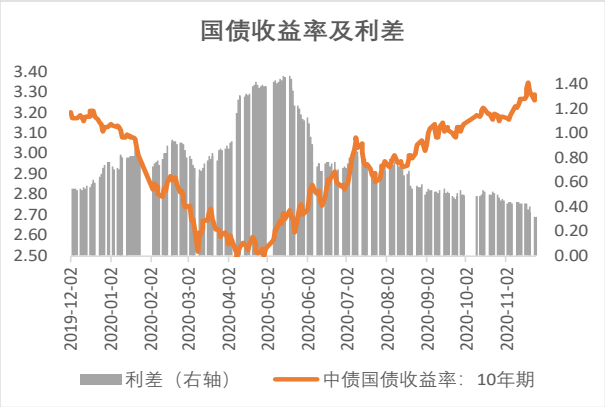
4. 我国货币政策逐步回归常态化，美联储预计 2021 年按兵不动

4.1 2021 超常规货币政策有望逐步退出

为应对疫情的影响，2020 年初央行采取了超常规的货币政策来稳定经济。从价格方面来看，央行通过

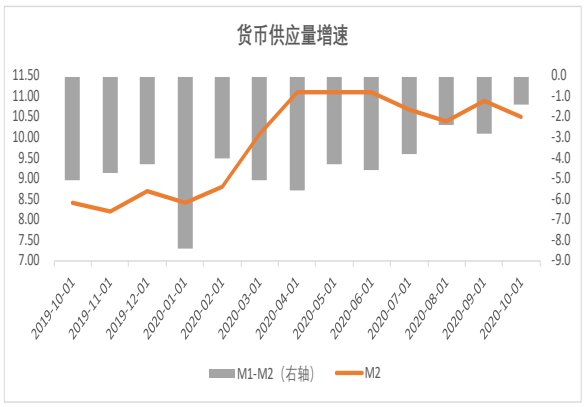
降低政策利率来降低资金成本，十年国债利率在 2 月份明显下行，在 5 月份初经济企稳后逐步回升。从数量方面来看，货币供应量明显增加，M2 增速重回两位数。2020 年的 CPI 中枢在 2.5%左右，全年 GDP 增速在 2%左右，M2 明显高于经通胀调整后的 GDP 增速，货币环境较为宽松。

图 46：利率已恢复至去年水平



数据来源：Wind，山西证券研究所

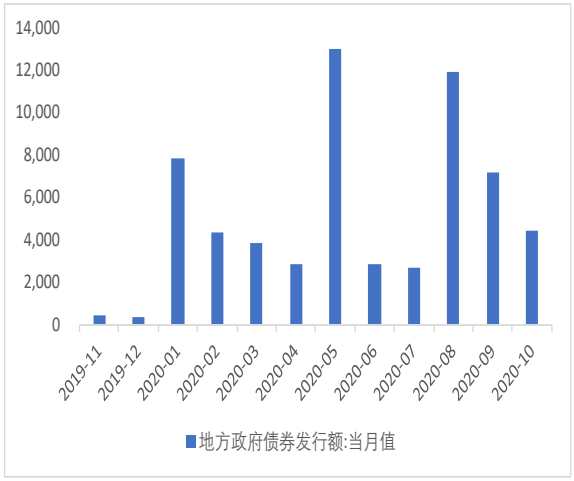
图 47：M2 增速仍维持高位



数据来源：Wind，山西证券研究所

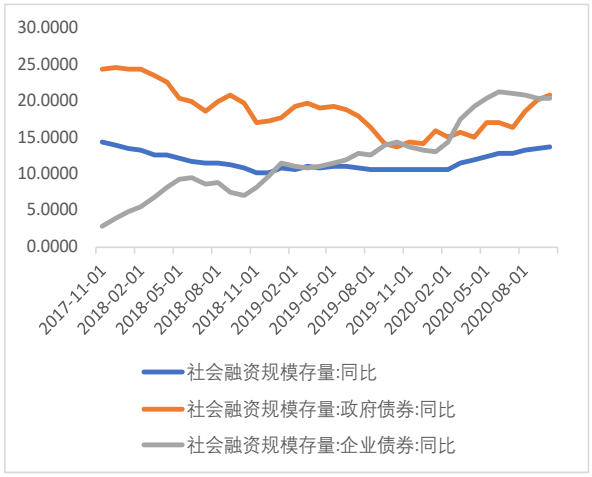
从 2020 年二季度开始，金融委及央行官员在多个场合明确表示，疫情期间一些特殊性、阶段性的货币政策工具要适时退出。此后，在维持流动性充裕的前提下，央行的货币政策开始出现边际收紧。即使此后地方债发行迎来高峰，央行也并未再度释放流动性来对冲。由此随着地方债的发行，前期释放的流动性被动回收。从数量上看，虽然 M2 增速仍旧维持高位，但由于政府融资的挤出效应，无风险利率上行，企业债券融资增速下降，也佐证了货币政策在边际收紧。新出炉的央行三季度货币执行报告中有两点值得关注：其一是报告多次提及“我国经济增长好于预期”，这是实施货币政策正常化的底气所在。其二是提到了全球经济体“财政可持续性风险”以及“资本市场估值缺乏经济基本面支撑”，央行对货币政策过于宽松带来的溢出效应十分警惕。货币政策走向常态化，社融规模重回与潜在经济增速相匹配是货币政策下一阶段的重点方向。

图 48：地方债发行吸收了多余流动性



数据来源：Wind，山西证券研究所

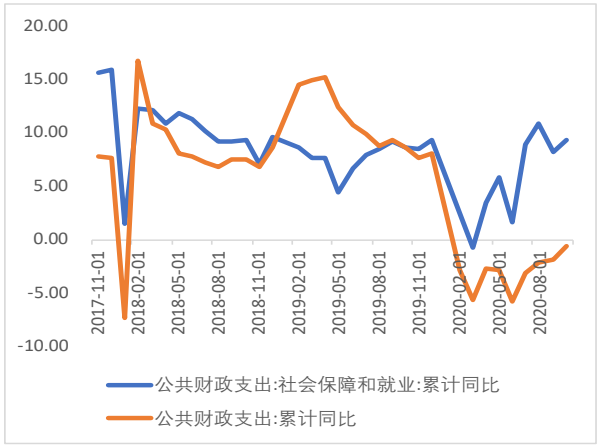
图 49：企业债券融资增速高于政府



数据来源：Wind，山西证券研究所

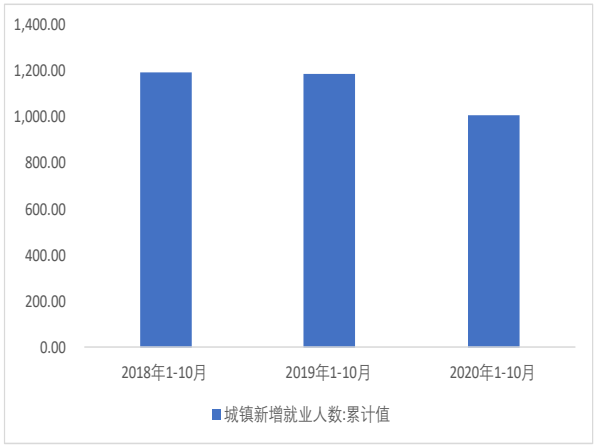
展望 2021 年，我们认为一些疫情期间特设的货币政策工具会逐步退出，但退出的节奏不会太快。原因有三：其一，国务院领导人近期特别强调中国将保持宏观政策连续性稳定性，意味着货币政策不会很快退出。其二，本次疫情冲击消费端，消费端还未完全复苏。从新增就业人数来看，1-10 月的新增就业人数已完成了两会的目标，但仍旧低于去年同期。本年度财政中用于保民生的资金显著增加，对冲了经济下行带来的就业压力。在经济内生动能尚未全面恢复的背景下，稳定市场主体和稳定就业需要财政和货币配合发力。其三，央行也提及要保持流动性合理充裕。具体来看，就是要“科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点，既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞‘大水漫灌’，不让市场的钱溢出来”。

图 50：财政中的社保支出大幅提高



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 51：新增就业人数仍低于去年同期



数据来源：Wind，山西证券研究所

对于货币政策退出的过程，我们从数量型工具和价格型工具两个角度来说：

对于数量型工具，我们认为**整体退出的过程应是先减少数量型工具的投放**，或者改变结构性工具的目标，再逐步过渡到减少和停止数量型工具的运用。在疫情期间，运用的主要数量型工具包括降准、再贷款、

再贴现以及两个工具。我们认为，数量型工具里面，两个工具可能率先做出调整。对于再贷款和再贴现，初期两者可能会减少投放量，然后再停止投放。对于降准，由于信号意义过强，除非经济严重过热，2021 年大概率不会升准。而升准也可能通过相对短期的 MLF 投放进行置换。

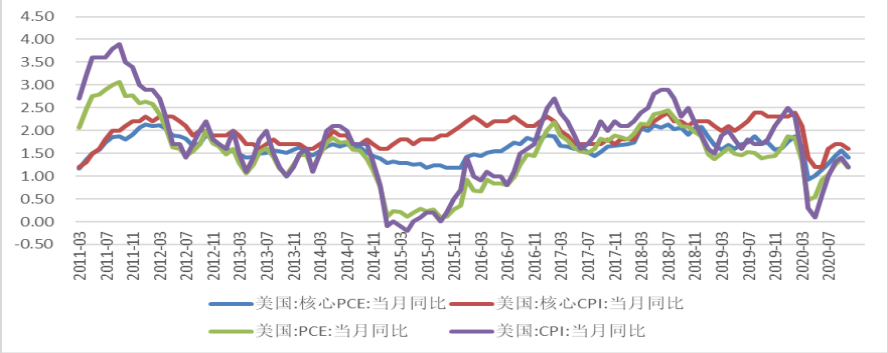
对于价格型政策的退出（也就是提升公开市场操作利率），我们认为，**升息或发生在 2021 年下半年。**不过，在此之前，央行可能会先通过对公开市场投放量的控制提升资金利率，从而为升息留下空间。

4.2 美国货币政策 2021 年预计按兵不动

整体来看，2021 年美联储潜在货币政策明显偏鸽。预计 2021 年美联储将按兵不动，基准利率大概率不会变化，购买债券的速度具备不确定性，目前信息来看不会大幅减慢。

核心通胀率支持美联储按兵不动。在九月 FOMC 会议中，美联储修改了长期目标与货币政策声明，表示将实行长期战略“平均通胀目标制”提高对通胀的容忍度：即在通胀低于 2%一段时间后，货币政策将力求让通胀未来在稍高于 2%的水平运行一段时间，以达到 2%的平均通胀目标。实行该目标的根本原因是美国通胀同比增速长期低于 2%的目标水平，其中美联储最关注的核心 PCE 除 2012Q1 和 2018Q2-4 短暂超过 2%以外一直低于 2%。

图 52：美国通胀同比增速

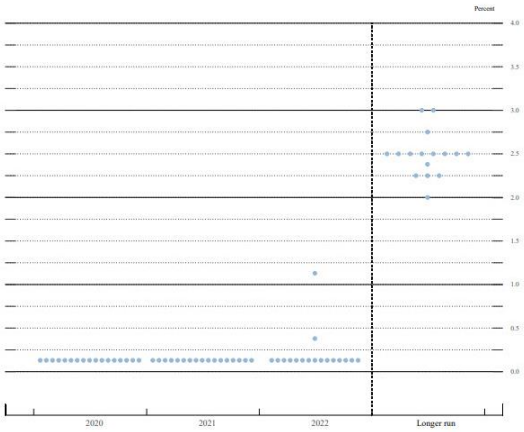


数据来源：Wind，山西证券研究所

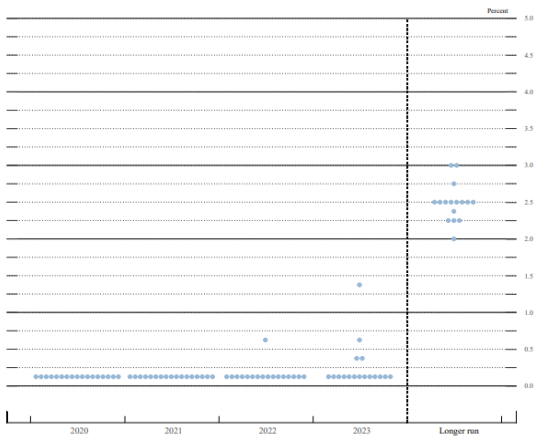
平均通胀目标提升美联储对通胀的容忍度。在十二月 FOMC 会议中，美联储官员投票决定继续将联邦基金利率的目标区间维持在 0%至 0.25%之间。同时表示**在通胀率已升至 2%并有望在一段时间内适度超过 2%之前**，保持当前的目标区间。公布的利率点阵图显示美联储将维持现利率水平直至 2023 年，晚于此前六月公布的点阵图显示的将维持现利率水平至 2022 年，同时 2020 年制订的平均通胀目标制意味着美国未来一段时间内对通胀的容忍程度加大，因此目前来看 **2021 年大概率不会加息。**

图 53：6 月 FOMC 点阵图

图 54：9 月、12 月 FOMC 点阵图



数据来源：Wind，山西证券研究所



数据来源：Wind，山西证券研究所

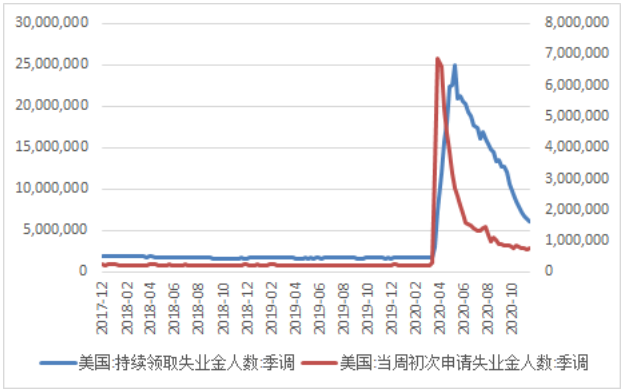
购买债券方面，2020 年 FOMC 会议中美联储官员表示：1.**在就业和通胀目标实现充分的重大进展之前**，将继续每月增持 800 亿美元的美国国债和 400 亿美元的住房抵押贷款支持证券。2.目前不需要调整购债计划，如果调整将包括**增加购买力度**或在不增加购买规模情况下将转向**购买期限更长的债券**。不考虑缩减资产购买力度。3.在经济长期复苏前，政策都将**保持宽松**。

考虑到十二月美联储应财政部要求归还 3 月份大规模财政刺激计划中尚未动用的 4500 亿美元闲置资金，因此在提出的两个举措中，**预期如果未来调整购债计划，更大可能将转向购买长期债券。**

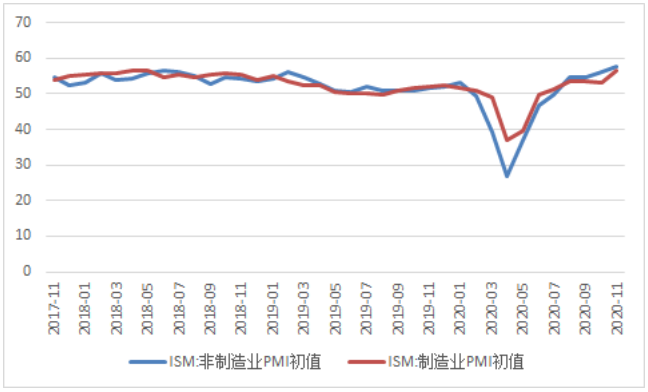
美联储调整购债计划的可能性较小。主要原因有四：其一，市场方面，美联储的宽松货币政策必须以经济增速、失业率、核心通胀三大因素为依据。截至 11 月 的经济数据都显示美国经济增速整体明显回升，通胀整体也呈上升趋势：美国 11 月 Markit 制造业及服务业 PMI 初值分别为 56.7 和 57.7，远超预期的 53 和 55.3，超过前值 53.4 及 56.9。同时，失业率虽然仍未恢复至疫情前水平，但整体呈下降趋势。同时，美联储官员的经济预测也明显变得更乐观：目前预期 2020 年美国经济将收缩 2.4%，好于九月预计的 3.7%，同时预期 2021 年的经济增长率为 4%-5%,相较之前也略有提高。其二， 美国十二月末刚刚通过总额 9000 亿美元的大规模财政刺激政策。其三，拜登新提名支持大规模财政刺激的前美联储主席珍妮特·耶伦为财政部长，而美联储一直强调财政政策对于经济的支撑性强于货币政策，因此一旦耶伦成功上任财政部长，美国将再度实行大规模财政政策，货币政策调整必要性将降低。其四，美联储表示在就业和通胀目标实现充分的重大进展之前将维持目前购债速度，美联储长期通胀目标为 2%，而目前其对 2021 年的通胀预测仅为 1.8%。**因此，预期美联储继续维持现有货币政策的持续性以继续观察市场。**

图 55：美国失业情况

图 56：美国 ISM 指数



数据来源：Wind，山西证券研究所



数据来源：Wind，山西证券研究所

四、 2021 年权益资产展望

1. 2021 年市场前高后低，强化三条主线配置机会

2021 年，“十四五”开局之年：经济的强势复苏有望在上半年延续，但同时逆周期政策的退出也将更加明确，**市场驱动力从流动性宽松转变为基本面盈利修复，和时代机遇、政策利好所带来的市场风险偏好提升。**从海外、基本面、政策、流动性、资金五个维度来看，我们判断 2021 年**市场走势大概率前高后低，全年指数整体增幅有限，需降低整体收益预期。**

海外：纵观全球，我们认为 2021 年全球经济复苏具备较高的确定性，对权益市场影响偏正面。首先，在新冠疫苗进展顺利的前提下，我们预估 2021 年疫情大流行有望在全球范围内彻底结束，多数经济体 2021 年有望回到疫情前水平。其次，中美关系在 2021 年仍然具备较高不确定性，但我们判断相较特朗普执政时期将有所改善。另外，加入 RCEP 有利于我国双循环战略，未来对欧美国家进出口依赖程度降低，有望一定程度上解决当前产业链两头在外的困局。最后，我们判断美联储 2021 年大概率保持按兵不动，虽然购债力度可能较 2020 年有所减弱，但预计不会对资本市场造成过大的扰动。

基本面：内外环境双重改善助力经济和企业盈利加速复苏：疫苗上市降低各方不确定性，疫情大概率被有效控制的前提下，全球需求也将进一步回暖，1-10 月国内工业企业产成品存货增速较 1-9 月的 8.2%回落至 6.9%，显示企业产成品库存压力明显缓解，工业企业的生产随着利润的改善明已基本恢复到常态，此前生产恢复更多依赖政策扶持，而随着库存和工业企业生产能力触底同时全球范围需求复苏强劲，我们预计 2021 年一季度企业有加速补库存的动力，**工业企业新一轮补库存周期将逐步开启。**我国内生消费需求在疫苗推广、促消费政策实施、经济修复、居民就业与收入改善等多重因素作用下也将进一步复苏，尤其是**线下服务类消费有望释放出更多前期被压抑的需求。总体而言，制造业投资、服务类消费将代替地产、基建链条成为引领国内经济下一阶段复苏的新动能。**

政策面：2021 年十四五规划全文预计在两会期间发布，十四五期间的发展方向与政策措施将得到进一步细化，有利于提升市场对经济高质量增长的乐观预期和投资者风险偏好。内循环、双循环格局将在多个层面、多个领域得到落实，充分发挥我国超大规模市场优势和内需潜力，引导居民和企业预期，增强消费和投资动力，形成经济正循环，有利于中长期提升中国经济的韧性和权益资产的配置价值。**资本市场改革加速推进，制度与市场不断规范化成熟化发展，全面注册制落地可期，资本市场也将迎来新一轮发展机遇。**

流动性：伴随经济复苏深化，2021 年的宏观流动性环境大概率收紧，不利于股市估值大幅度的提升。回顾 2020 年，流动性环境经历了从超常规宽松到适度宽松再到回归常态的变化，其背后是经济从急剧下滑到供给修复再到需求修复的状态变化。**展望 2021 年，我们预计经济继续复苏支持财政、货币端政策进一步回归常态化，一些疫情期间特设的货币政策工具会逐步退出，但退出的节奏不会太快**，将“科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点，既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞‘大水漫灌’，不让市场的钱溢出来”，另外信用债违约频发、房企债务高企等风险也更加受到高层的重视，“管理好风险，管理好改革和开放顺序风险，管理好金融机构风险，管理好房地产市场风险（易纲行长）”的必要性大幅提升。我们已经注意到近来债市长短端收益率均在上行，同时短端收益率上升更多导致长短端息差收窄，实则已经释放出宏观流动性进一步回笼的信号。

资金面：市场新增资金持续，IPO 注册制改革后预计股票供需将处于相对稳定。从股市资金供需主体来看，在资本市场改革红利不断、人民币资产价值持续提升的背景之下，居民、公募、保险、外资、银行理财等资金仍将持续性进入股市，另外**全面注册制实施后，短期情绪会一定程度冲击 A 股资产价格，但长期来看 A 股首发的融资效率将迈上新的台阶，并不会对 A 股市场产生明显的资金抽血效应。总体看股市资金面有望维持稳态运行。**经济增速、利差和制度优势背景下，人民币汇率进入中长期升值通道，未来几年万亿量级外资有望持续流入中国资本市场。

复苏与政策收紧夹缝下，预计市场大概率前高后低，仍以结构性机会为主。经济的强势复苏有望在上半年延续，但同时逆周期政策的退出也将更加明确，市场驱动力从流动性宽松转变为基本面盈利修复，和时代机遇、政策利好所带来的市场风险偏好提升。市场走势大概率前高后低，全年指数整体增幅有限，需降低整体收益预期，在防御风险的前提下，重点把握风格行业轮动与主题投资带来的阶段性、结构性投资机会。

行业配置上，我们推荐以下三条主线：

（1）**经济复苏深化主线：** 2021 年一二季度交际，建议重点加仓受益于经济复苏深化，供需缺口进一步打开、景气度显著改善、盈利加速修复的上游周期（煤炭、有色）、中游制造（化工、机械等）与恢复弹性较大的可选消费板块（线下服务消费（旅游、酒店等）、景气度有望延续的地产后周期消费（汽车、家电、

家居））。

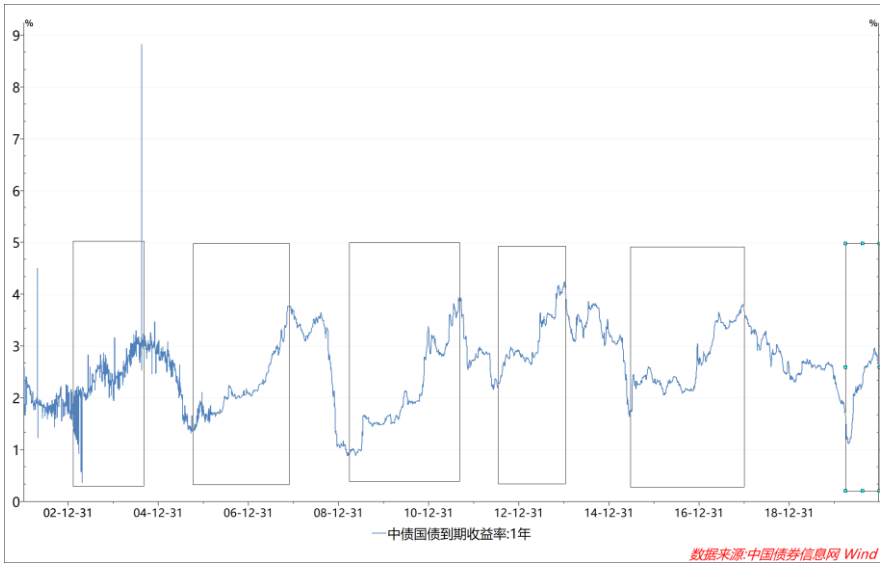
（2）**低估值修复主线：**估值处于历史低位、基本面和行业风险预期来到明确拐点的银行、保险，以及受益于资本市场交易活跃、制度改革全面推进的龙头券商板块，可作为底仓品种持续性地配置。

（3）**科技强国主线：**十四五+双循环发展格局的时代背景下，科技创新的战略地位得到进一步提升，这无疑是未来几年我国经济与资本市场发展的主线，建议持续跟进芯片、5G、云计算、信创、新能源与新能源汽车等多行业领域的主题投资机会。

2. 2021 年货币政策预计将于 2009-2011 类似，A 股表现不俗

从目前我国经济恢复与杠杆风险等原因进行分析，**我们判断 2021 年利率整体将呈现震荡上行趋势**（详见利率债研究部分）。通过历史来看，短端利率震荡上行期一共出现过 6 次，结果如下。

图 57：1 年国债到期收益率



数据来源：Wind，山西证券研究所

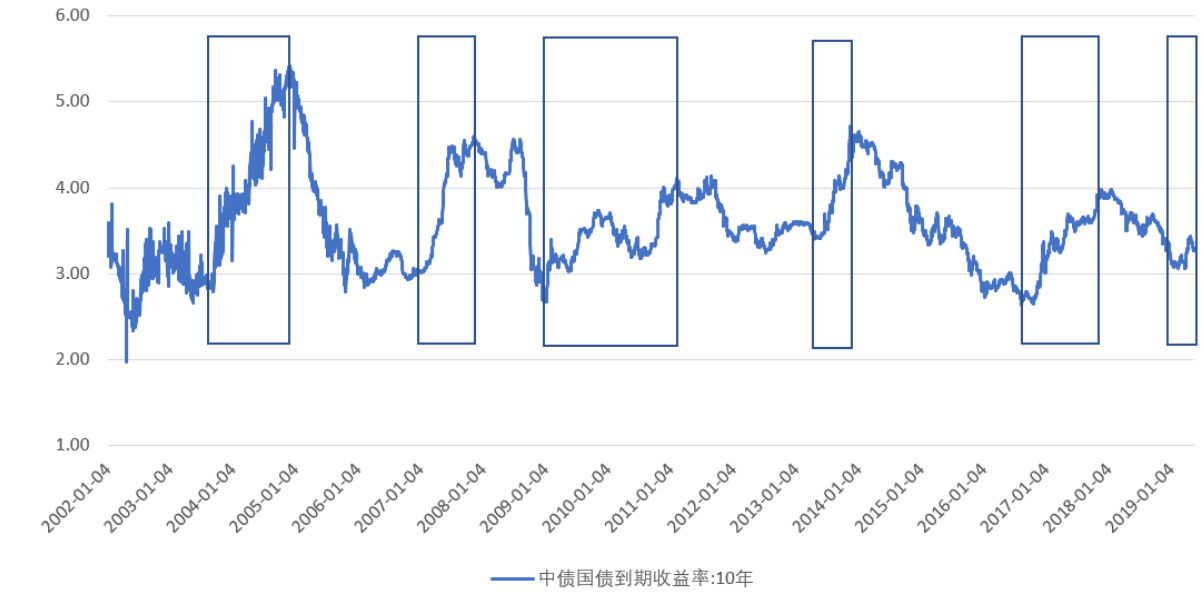
表 2：1 年期国债收益率上行期间 A 股涨跌幅

		上证指数（涨幅）	沪深 300（涨幅）	年均（涨幅）/上证	年均（涨幅）/沪深 300
2003/2/1	2004/9/1	-10.52%	-12.56%	-6.64%	-7.93%
2005/12/1	2007/12/1	343.19%	442.15%	171.59%	221.07%
2009/3/1	2011/3/1	39.47%	51.35%	19.74%	25.67%
2012/6/1	2014/1/1	-10.80%	-11.47%	-6.82%	-7.25%
2015/7/1	2017/12/1	-22.45%	-10.44%	-9.29%	-4.32%
2020/4/1	2020/12/1	23.32%	34.56%	34.98%	51.85%

数据来源：Wind，山西证券研究所

2021 年货币政策对 A 股影响神似 2009-2011，但不排除下半年向 2017-2018 转变。从短端利率变化看 A 股表现并未出现显著特征，主要原因我们认为短期利率仅反映短期流动性，并未反映出当时的经济基本面与政策意图。**我们认为 2021 年货币政策大概率与 2009-2011 之间的政策较为相似，**皆为逐渐收回之前过度宽松的流动性，这一趋势在 2020 年 3-4 季度就已经出现。同时我们也需要注意的是 2021 年下半年杠杆率情况，如果杠杆率在 2021 年 3 季度仍在继续上升我们担忧 4 季度政策倾向可能会更接近 2017 年左右的去杠杆。

图 58：10 年国债到期收益率



数据来源：Wind，山西证券研究所

表 3：1 年期国债收益率上行期间 A 股涨跌幅

序号	时期	时长（月）	上证综指涨幅	上证综指月化涨幅	沪深 300 涨幅	沪深 300 月化涨幅
1	2003.09-2004.12	16	-10.9%	-0.7%	-15.2%	-0.9%
2	2007.01-2007.11	11	82.1%	7.5%	132.1%	12.0%
3	2009.01-2011.02	26	59.5%	2.3%	78.2%	3.0%
4	2013.05-2013.11	7	2.0%	0.3%	-0.3%	0.0%
5	2016.10-2017.11	14	10.4%	0.7%	23.1%	1.7%
6	2020.04 至今	8	22.3%	2.8%	35.6%	4.5%

数据来源：Wind，山西证券研究所

长端国债上行周期 A 股大概率上行。从十年期国债来看，在历史上 6 次上行期中 5 次上证都出现上涨，而十年期国债利率往往与经济同步甚至领先，我们预计十年期国债利率在 2021 一季度仍将震荡上行。

从这个角度来看预计 2021 年 A 股上半年要强于下半年。

3. A 股整体估值合理偏高，预期收益率在 10-11%水平

图 59：上证综指历史 PE



数据来源：Wind，山西证券研究所

静态看，当前估值下上证将承受较大压力。从历史来看，A 股估值的均值回归趋势较为明显，上证 PE 在 15.6 左右水平，相较过去十年的历史中值 13.23 处于历史相对高位。我们通过研究 PE 回归到历史中值期间沪深 300 的涨跌幅来估算未来沪深 300 涨跌幅。历史中可参考的时期共有三段，PE 回到中值所用时间分别为 4 个月零 3 天（2011/04/29-2011/09/02），3 个月零 6 天（2015/10/30-2016/02/05）以及 3 个月零 20 天（2018/02/23-2018/06/15）。期间上证综指的年化涨幅分别为-38.1%，-68.2%以及-26.5%。而 PE 在达到这一估值后未来一年内的涨跌幅分别为-20.19%，0.99%以及-20.48%。

图 60：沪深 300 历史 PE



数据来源：Wind，山西证券研究所

沪深 300 当前估值处于较为极端位置，未来表现恐受拖累。沪深 300PE 估值为 15.54，相较历史中值 12.06 同样相对处于历史高位。我们同样通过研究 PE 回归到历史中值期间沪深 300 的涨跌幅来估算未来沪深 300 涨跌幅。历史中可参考的时期同样共有三段，PE 回到中值所用时间分别为 4 个月 11 天（2011/04/08-2011/08/19），1 个月 09 天（2015/07/24-2015/09/02）以及 5 个月零 3 天（2018/01/19-2018/06/22）。期间沪深 300 的年化涨幅分别为-44.66%，-206.33%以及-37.41%。而 PE 在达到这一估值后未来一年内的涨跌幅分别为-28.90%，-21.12%以及-30.63%。

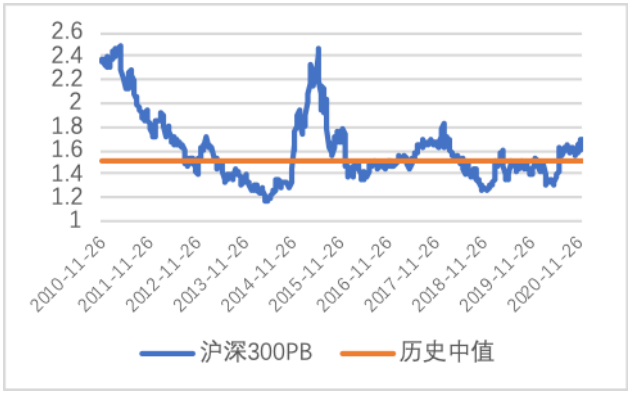
当前经济周期较为特殊，PEttm 需考虑 2020 年 1-2 季度非正常业绩情况。仅从 PE 估值来看 A 股 2021 年压力偏大，但是这一估值水平内含了 2020 年 1-2 季度受疫情冲击 EPS 大幅下降的情况。

图 61：上证综指历史 PB



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 62：沪深 300 历史 PB



数据来源：Wind，山西证券研究所

如果从 PB 的角度来看，**当前市场 PB 处于一个相对合理位置**，上证 PB 略低于历史中值，沪深 300 略高于历史中值。因此，我们认为**从 PE 对应历史走势研究当前 A 股并不合理。**

预计 2021 年上证 EPS 上行支撑 A 股，估值难再提升，全年波动在 3300-3750 之间。从 EPS 和 PE 双向来看，现阶段上证综指 PE 估值为 15.61，相较过去十年的历史中值 13.23 相对处于历史高位，从这一估值回到历史中值 PE 跌幅约为-15.25%。截至 12 月 25 日，朝阳永续对 2021 年上证综指 EPS（每股收益平均值）的预测为 0.746 元，相较 2020 年的 0.631 同比增加 18.22%。如果与历史中值做比较，上证指数合理点位应在 3400 点一带，结合 PB 来看，当前上证 PB 估值处于历史 50%分位水平，在较为宽松的货币政策配合下预计 A 股估值短期有脉冲但是估值提升不会是全年的主基调。在货币政策趋于稳定的背景下，我们认为 A 股全年预期收益预期在 10-11%水平，全年点位波动可能在 3300-3750 之间。

沪深 300 当前性价比较 A 股整体偏弱，高估值大幅拖累全年预期收益率。沪深 300PE 估值为 15.54，相较历史中值 12.06 同样相对处于历史高位，从这一估值回到历史中值跌幅约为-22.39%。沪深 300EPS 的预

测则为 0.943，相较 2020 年的 0.814 同比增加 15.85%。但是从 PE 来看沪深 300 已经处于较为极端的位置，年内估值回落具有较大的概率。从 PB 来看，目前沪深 300 处于 80%分位水平，一旦货币逐渐向常态靠拢估值回归幅度相对上证指数风险更为明显，预计沪深 300 全年收益预期在 6%左右水平。

整体来看，A 股与历史相比，估值已经脱离底部，**在货币政策不急转弯的背景下预计经济前景预期将成为左右 A 股走势的最重要的力量。**

五、 2021 年利率及债市展望

1. 鉴往知今：利率在熊市中的规律

1.1 10Y 国债收益率变化与历史熊市的比较

从 2020 年 5 月份开始，债市进入了新一轮熊市。**与过去几轮熊市对比可以看到，到目前为止，熊市持续的时间长度上只超过了 2013 年熊市，幅度上远小于任意一轮熊市。**因此无论从熊市的持续时间，还是从熊市的上升幅度看，目前利率的调整应该还没有到位。并且，从当前基本面来看，经济扩张仍是进行时；从货币政策来说，目前货币政策取向也不会重新转为放松，甚至根据我们前文分析，有收紧的可能。这些都意味着目前的债市熊市没有结束。

表 4：过往熊市中 10Y 国债收益率的变动情况

序号	时期	低点（%）	高点（%）	幅度（bp）	时长（月）
1	2003.09-2004.12	2.78 （2003.09.15）	5.41 （2004.12.06）	263	16
2	2007.01-2007.11	3.00 （2007.01.10）	4.60 （2007.11.16）	160	11
3	2009.01-2011.02	2.67 （2009.01.07）	4.12 （2011.02.10）	145	26
4	2013.05-2013.11	3.41 （2013.05.02）	4.72 （2013.11.20）	131	7
5	2016.10-2017.11	2.65 （2016.10.21）	3.99 （2017.11.23）	134	14
6	2020.04 至今	2.50 （2020.04.29）	3.35 （2020.11.19）	85	8

数据来源：Wind，山西证券研究所

1.2 10Y-1Y 国债期限利差变化与历史熊市的比较

除了利率水平本身，我们还关注了期限利差和国开-国债利差。从 10Y-1Y 期限利差来看，2020 年期限利差呈现倒“V”走势。年初，货币政策为应对疫情而采取的宽松政策导致短端利率下降幅度大于长端，期限利差走阔。而在债市进入熊市后，期限利差至今呈现单边收窄的趋势。与 10Y 利率相似，期限利差的单边收窄也可以分为两个阶段，熊市开始到 6 月中旬为第一阶段，从 6 月中旬至今为第二阶段，第一阶段的期限利差下降的斜率要远大于第二阶段。

图 63：2020 年 10Y-1Y 期限利差走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

与过往几轮熊市的期限利差变化相比，到目前为止，期限利差的变化属于中性。可以看到，本轮熊市期限利差的高点位置出现在熊市初期，高于最近两轮熊市，但低于再之前的三轮熊市。而目前出现的期限利差最低点高于 2003.09-2004.12、2013.05-2013.11 和 2016.10-2017.11 这三轮熊市，低于另两轮熊市。从期限利差变化的幅度看，本轮熊市期限利差变化幅度大于 2007.01-2007.11、2013.05-2013.11 和 2016.10-2017.11 这三轮熊市，小于另两轮熊市。因此，根据历史数据并不能给出目前期限利差变化的方向。

表 5：过往熊市中 10Y-1Y 期限利差高低点位情况

序号	时期	低点（%）	高点（%）	幅度（bp）
1	2003.09-2004.12	0.24 （2003.09.19）	2.72 （2004.11.10）	248
2	2007.01-2007.11	0.73 （2007.11.29）	1.82 （2007.06.21）	109
3	2009.01-2011.02	0.51 （2010.12.27）	2.29 （2009.03.06）	178
4	2013.05-2013.11	-0.05 （2013..06.24）	0.65 （2013.05.03）	70
5	2016.10-2017.11	-0.07	0.74	81

		（2017.06.19）	（2016.12.06）	
6	2020.04 至今	0.31 （2020.11.23）	1.47 （2020.05.13）	116

数据来源：Wind，山西证券研究所

1.2.1 10Y-1Y 国开-国债利差变化与历史熊市的比较

从国开-国债利差来看，2020 年 10Y 国开-国债利差走势可谓“一波三折”，呈现“N”型走势。如图所示，年初至疫情期间，国开-国债利差收窄。债市转熊后，5-6 月份，国开-国债利差在低位波动。7 月份后，因为股市转牛，债基面临赎回压力，导致债基持有的国开债大规模抛售，国开-国债利差迅速拉大。但从 10 月份后，国开-国债利差又重新开始收敛。

图 64：2020 年 10Y 国开-国债利差走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

与过往几轮熊市的 10Y 国开-国债利差变化相比，到目前为止，国开-国债利差波动幅度仍然偏窄，后续再度扩大的可能性较大。可以看到，本轮熊市国开-国债利差的高点位置仅高于 2007.01-2007.11 这轮熊市。低点位置相对于历史的熊市偏中性，高于 2003.09-2004.12 和 2007.01-2007.11 这两轮熊市，持平于 2009.01-2011.02 这轮熊市，低于最近两轮熊市。从国开-国债利差变化的幅度看，本轮熊市的变化幅度小于历史中任意一轮熊市。因此，我们判断后续 10Y 国开-国债利差有再度扩大的可能。

表 6：五轮熊市中 10Y 国开-国债利差高低点位情况

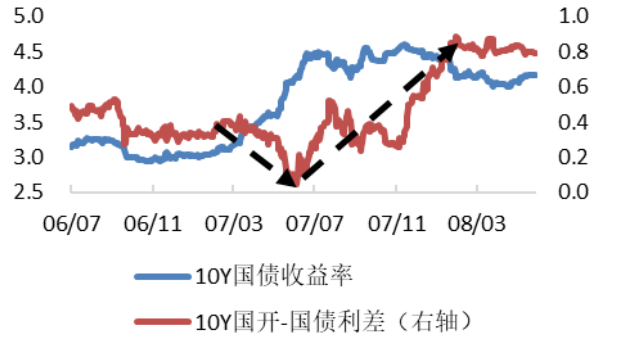
序号	时期	低点（%）	高点（%）	幅度（bp）
1	2003.09-2004.12	-1.24 （2004.12.01）	0.68 （2004.03.22）	192
2	2007.01-2007.11	0.05 （2007.06.06）	0.55 （2007.11.29）	50

3	2009.01-2011.02	0.24 （2010.09.13）	0.74 （2009.04.08）	50
4	2013.05-2013.11	0.63 （2013..07.10）	1.16 （2013.11.11）	53
5	2016.10-2017.11	0.32 （2016.10.08）	0.96 （2017.11.22）	64
6	2020.04 至今	0.24 （2020.06.23）	0.60 （2020.09.24）	36

数据来源：Wind，山西证券研究所

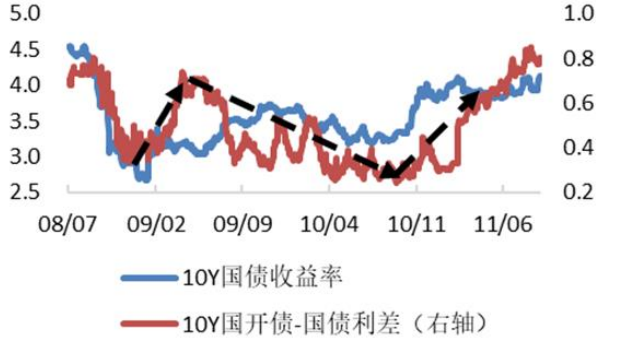
我们还发现，除了 2003.09-2004.12 最早一轮熊市外，后续四轮熊市中，10Y 国开债利率的最高点出现均滞后于 10Y 国债利率。也就是说，当 10Y 国债利率达到熊市顶点时，国开-国债利差是倾向扩大的。我们对此现象的解释是，在国债利率到达高点时，银行配置盘已有足够动力进场，而债基的交易盘还会担心利率的后续走势，因此国债利率的顶点通常早于国开债利率的顶点。所以考虑到当前国开债-国债利率正趋于收窄，或许也意味着国债利率还未到达顶点，且国开-国债利差后续大概率会重新出现走阔趋势。

图 65：2007.01-2007.11 时期的 10Y 国开-国债利差



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 66：2009.01-2011.02 时期 10Y 国开-国债利差



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 67：2013.05-2013.11 时期的 10Y 国开-国债利差

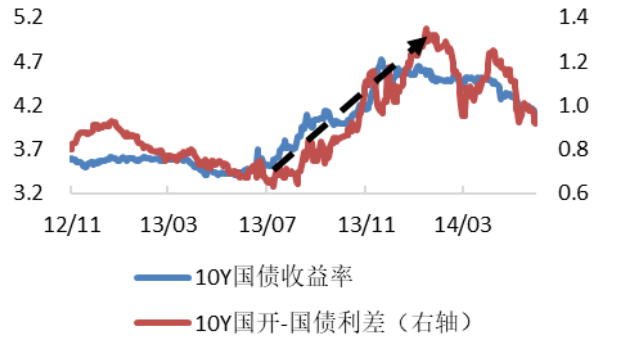


图 68：2016.10-2017.11 时期 10Y 国开-国债利差



数据来源：Wind，山西证券研究所　　数据来源：Wind，山西证券研究所

2. 利率债研判：上半年震荡走高，下半年或有机会

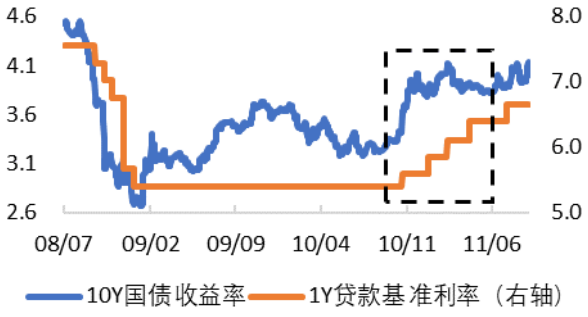
根据我们上文对宏观分析，以及本轮熊市逻辑推演，我们判断目前利率债熊市仍未结束，2021 年上半年或处在熊市下半场。上下半场最主要的区别是，下半场利率不再是单边上行的过程，应该是一个震荡上行的过程，在熊市的过程中或存在时间和空间都有一定想象力的交易性机会。

从基本面来说，正像前文分析，2021 年经济增速在短期仍会表现强势，但不考虑基数效应的话，扩张或在二季度结束，后续基本面对债市的利空压力或明显减轻。但是我们也提示基本面的两个风险，一是工业品价格的上升或超预期。目前，包括我们在内，大部分的预期是工业品价格的上升不会引起严重通胀，但目前确实不能排除工业品价格在国内国际需求共振下大幅上涨的风险。第二个风险是经济扩张到顶点后的下行幅度。目前主流预期是经济增速到拐点后拐头立即向下，但我们提示经济在恢复到顶后也有概率维持两到三个季度强势，或小幅下行。这些因素或推迟利率转牛的时点，甚至引发利率继续走升。

从货币政策来看，我们认为 2021 年货币政策有一定转紧的可能。短期货币政策还会维持资金面和流动性平衡，不会有明显的收紧取向。首先，信贷的压降部分取决于政府债券融资量，政府债券融资量则会在两会期间确认。其次，杠杆率自然回落的水平要等到名义增速相对平稳后才能确定。因为基数效应，2021 年一季度面临着实际增速高点，二季度面临着 PPI 同比高点，这都会有助于名义增速走升。最后，2021 年二季度 PPI 同比大概率达到全年高点，届时通胀压力也会有相对较为明确的答案。

从基本面和货币政策来看，我们认为 2021 年货币政策或将成为主导债熊的逻辑。尽管基本面或在惯性作用下在上半年依然呈现扩张趋势，但在超过潜在增速后，扩张的趋势将逐渐弱化，利率对基本面扩张也将逐渐钝化。虽然在 2020 年 5 月份后，央行对狭义流动性的管理开始回归正常化，但并没有出现过往熊市中具有明确收紧信号的动作。并且，资金利率中枢上移之后，大部分时间里还是处在正常的波动范围内。因此，2021 年如果央行开始主导货币边际收紧，利率必然会再次面临重定价。正像我们上文所介绍的，过往熊市中，往往上半程由货币政策及流动性主导，下半程由基本面和货币政策共同主导。但货币政策主导熊市下半程的情况并非没有先例，同样在 2009 年-2010 年那轮熊市中，货币政策真正的收紧发生在 2010 年四季度，以当年 10 月 19 日加息为标志，而事后看，这个时间段基本已处在熊市尾声。但在货币政策收紧的影响下，10Y 利率还是很快达到那轮熊市的高点。从逻辑上说，因为这两轮熊市前，经济增速均遭遇了较为严重的外部冲击，因此货币政策从宽松到收紧相对就更为谨慎，观察期持续时间更长。

图 69：货币政策收紧发生在熊市尾声阶段



数据来源：Wind，山西证券研究所

综上，我们预判，利率在 2021 年上半年应该是一个震荡上行的过程。上行的风险期或在 2021 年中期，主要风险点来自于货币政策的收紧，货币政策收紧的背后是 M2 和社融增速与潜在名义增速匹配的压力，杠杆率压降的压力以及通胀的隐性压力。同时，二季度经济表现仍可能偏强，PPI 同比在基数效应下或迎来年内高点，这都会对利率新一波上行推波助澜。在货币政策的利空下，期限利差将继续收窄，而国开-国债利差将重新走阔。

相对来说，短期对债市来说是相对比较友好。目前，基本面的扩张与经济增速的基数效应扰动基本处在预期中，且 2021 年一季度大部分时间处于数据真空期。同时，在春节前后，货币政策也不太可能大幅收紧，引发市场波动。

而在 2021 年下半年，债市可能会出现时间上和空间上都具有想象力的机会。一方面，经济扩张见顶，同时 PPI 同比也大概率经过全年高点，全年通胀压力基本确定，基本面风险基本落地。同时，如果央行此前采取一定收紧政策，或在 2021 年下半年进入新一轮观察期，如果经济收缩压力扩大，货币政策也可能会转向边际放松。

3. 2021 年还有哪些灰犀牛

不过，2021 年下半年对债市来说还存在一定风险，甚至导致利率重新上升。只不过在目前时点，这种预期过于遥远，也无法进行准确判断。所以在报告的最后，我们仅进行提示。

首先，2021 年下半年，国内经济有一定概率在扩张的惯性下保持强劲，这种情况在货币政策迟迟不退出的情形下有较大可能性出现，这将导致经济增速拐点的利多无法如期兑现。

第二，原油价格在国内及海外需求的共同带动下，有超预期升高的可能。如果新涨价效应超过基数效应，或导致 2021 年 PPI 同比高点不是出现在二季度，或者在四季度出现另一高点。如果大宗商品价格 2021 年的走高出现共振，且带动下游消费品价格走高，也或导致央行在明年持续对价格进行调控，这将对利率产生新的利空因素。

第三，货币政策收紧的时点可能延后至下半年。因为货币政策的收紧本身就会面临产生“政策悬崖”的风险，所以历来货币政策的调控都是“易松难紧”。虽然 2021 年货币政策面临着不少压力，但为了避免“政策悬崖”，实际的退出可能会不断延后，直到经济确认出现过热，货币到了不得不收的情况才开始真正收缩。同时考虑到杠杆率直到 2021 年下半年才停止下降，央行也可能等到下半年才开始对杠杆率进行压降。这些因素都可能导致货币政策在 2021 年下半年才开始收紧。如果上述风险某一项或某几项成为现实，2021 年利率在下半年或仍处于熊市。

4. 信用债研判：利率上行， 信用债具配置价值

2020 年，信用债整体表现好于利率债。截止 2020 年 12 月 29 日，中债国债和信用债总净价指数涨跌幅分别为-0.74%、-1.07%；中债国债和信用债总全价指数涨跌幅分别为-0.58%、0.18%，显示信用债票息策略占优。分阶段看，从全价角度考虑，在上半年经济基本面和流动性主导的情况下，利率债表现好于信用债，但从 7 月初开始，随着经济回暖逐渐被市场所接受以及资金面的边际收敛，利率债开始走弱，信用债受票息支撑，全价绝对收益开始跑赢利率债。

2020 年信用利差整体呈现了 N 型走势。春节后市场经历了短暂的担忧，但在流动性推动下信用利差开始走低。3 月及 4 月初虽然利率债收益率不断探底，但信用利差却显著回升至较高水平，主要源于几个方面，一是 3 月疫情和经济走势仍不明朗，但流动性却度过最为宽松阶段，二是与 3 月首次违约企业开始陆续出现扰动市场情绪有关，三是利率下降导致的信用利差被动走扩。4 月中旬至 9 月，受利率持续走升和信用债配置价值显现等因素影响，信用利差在震荡中走低。但在 6 月初至 7 月中旬出现过一段时期的信用利差反弹，主要和该段时期桑德环境、泰禾集团等主体密集违约有关。10 月以来，信用利差再次走升，其中中低评级信用利差再次接近历史新高，高评级信用利差也达到了 72.5%的历史分位水平。

图 70：中债国债和信用债总全价指数



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 71：信用利差走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

展望 2021 年，我们认为信用债依然具有一定的相对配置价值。第一，利率大概率还会向上，信用债票

息策略仍然占优，从历史情况来看，利率上行期间信用债绝对收益水平好于利率债。第二，在总需求持续修复的情况下，我们判断工业企业库存边际增速会回归到常态，PPI 将继续回暖，工业企业盈利能力继续改善。第三，2020 年 10 月以来，信用利差再次走升，中低评级信用利差再次接近历史新高，高评级信用利差也达到了 72.5%的历史分位水平，目前信用利差保护较好，能一定程度对抗利率上行风险。第四，虽然市场情绪受永煤控股、华晨汽车、紫光集团等事件冲击后恢复较慢，但随着央行呵护资金面和债券市场基础设施建设相关政策加速完善，未来债券市场生态有望继续修复。不利之处在于，一是 2021 年货币政策和信用政策大概率继续常态化，但由于疫情发展态势难以预测，难免给企业经营状况和短期偿债能力造成阶段性影响，信用的主动收缩风险依然存在。二是 2021 年信用债到期量较大，尤其是中低评级到期规模占比高于 2020 年水平，因此如果信用收缩过快，企业面临的再融资风险将继续扩大。三是 2020 年国企违约占比大幅提升，国企信仰再次受到挑战，虽然目前逐渐在修复，但 2021 年违约事件如果持续发生，国企信仰能否如期回暖不确定性更大。

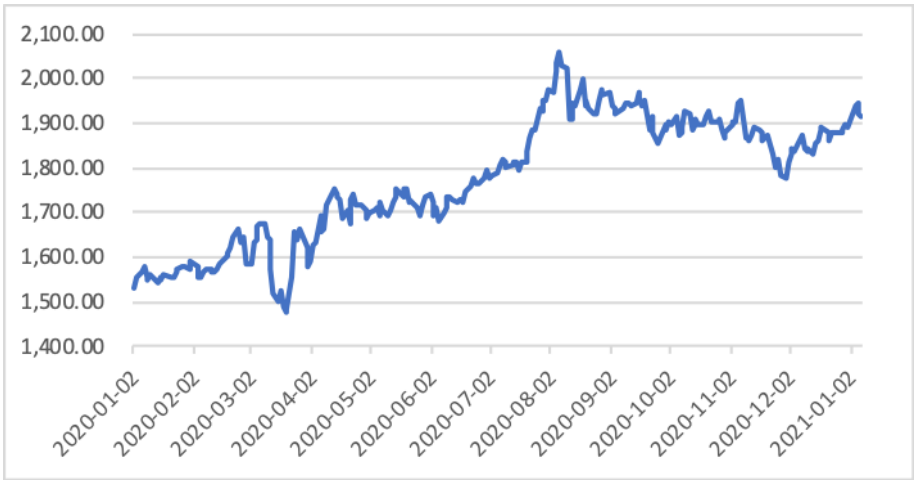
具体策略：（1）资质及久期策略上，建议以配置高评级品种为主，优质标的可适当拉长久期增厚收益。目前高评级城投债利差保护整体好于高评级产业债。（2）产业债方面，需综合考虑基本面、政策面和利差保护等因素，其中利差保护较好的行业可关注机械、通信、传媒、商贸等，基本面稳定或边际好转的行业可关注煤炭板块，鉴于周期行业盈利恢复到一定程度可能回落，建议谨慎拉久期。（3）房地产行业方面，中高评级房地产信用利差分位达到 80%以上，具有较好的利差保护。尽管低评级房企信用利差保护更足，但鉴于房地产 2021 年依然维持严调控的基调，低等级房企融资形势是否能够改善需要进一步观察，建议谨慎下沉资质。（4）城投债方面，从评级看，高评级及低评级城投信用利差保护充足，中评级也具有一定的利差保护。从期限看，3 年以下信用利差保护好于 5 年以上，而中等期限信用利差保护较弱。

六、 2021 年商品展望

1. 预计黄金 2021 年表现弱于 2020

2020 年黄金价格整体走强，前八个月全球疫情导致经济不确定性飙升促使黄金作为避险资产价格大幅上行，年内最高点突破 2050 美元/盎司，但 8 月末期起经济恢复稳定后金价震荡回调。具体而言，截至 12 月 31 日 COMEX 金价为 1892.70 美元/盎司，年内涨幅达 24.77%。截至 1 月 7 日 COMEX 金价为 1912.20 美元/盎司，年内涨幅达 26.06%。

图 72：年内金价整体走强



数据来源：Wind，山西证券研究所

影响金价走势的主要因素包括美元走势、美元利率、通货膨胀以及避险需求。我们判断 2021 年黄金将呈震荡走势，主要原因有三：

首先，美元进入弱势周期。截至 12 月 31 日，美国新冠累计确诊病例已突破 1989 万例。死亡总数达到 34.4 万例。 疫情影响下美国经济遭重挫，12 月底国会通过总额约 9000 亿美元的疫情经济纾困法案，但拜登仍旧呼吁更多财政政策刺激经济。有美媒预测，拜登上任后可能会将疫情期间个人救助金由每人 600 美元提高至 2000 美元，抗疫相关的财政刺激规模也将由 9000 亿美元提升至 1.5 万亿美元左右。大规模政策刺激下，美国财政赤字将进一步增大。2020 年美国政府预算赤字总额超过 3.1 万亿美元，几乎是 2009 年金融危机后美国财政赤字水平的两倍（2009 年约 1.6 万亿美元）。而财政赤字进一步扩大背景下，美联储购买政府债券也将促使美联储的资产负债表扩大。12 月 23 日，美联储资产负债表达到创纪录的 7.4 万亿美元，较 3 月初的 4.2 万亿美元增加 3.2 万亿美元。彭博 12 月调查显示，大多数经济学家预测 2021 年美联储资产负债表将再扩张 1.44 万亿美元。

图 73：美国财政赤字（折合 2019 年现值）

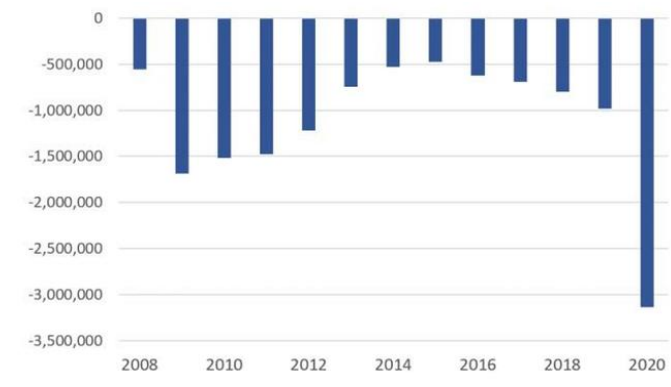


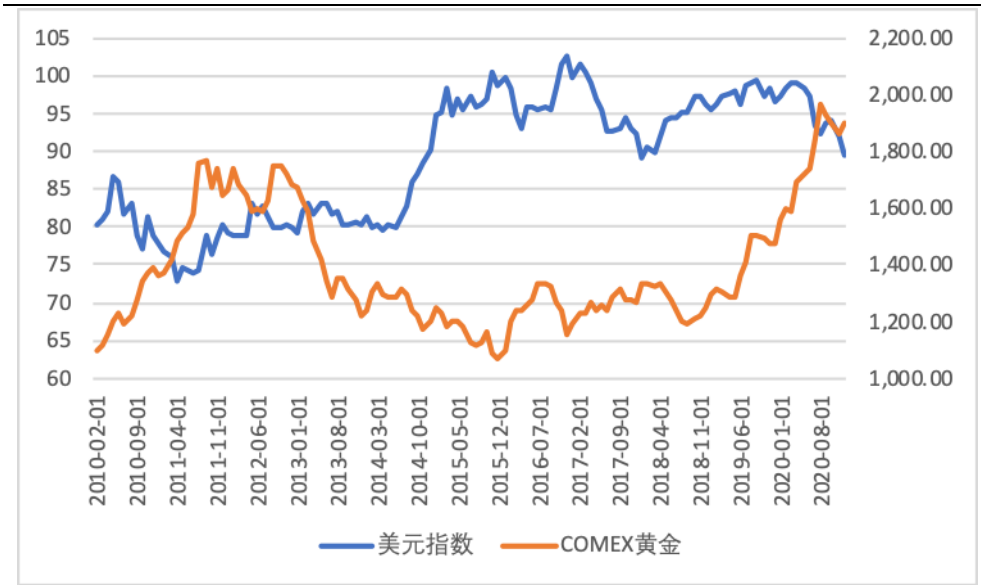
图 74：美联储资产负债表 2021 年将进一步扩张



数据来源：Wind，山西证券研究所　　数据来源：Wind，山西证券研究所

高额的财政预算导致财政赤字进一步扩大、美联储实行无限量宽松货币政策以及随着全球经济回暖市场对于非美货币的走高期待，三大因素叠加，美元指数持续走弱。12 月 30 日美元指数在亚市早盘刷新 2018 年 6 月以来新低至 89.54。然而一月民主党赢得佐治亚州席位选举，成功控制参议院使得美国出台新一轮刺激政策的可能性加大，叠加在刺激政策下经济可能快速复苏，促使美联储可能最早于 2021 年下半年或年底开始货币政策正常化，在这两个因素下市场观点开始转变。展望 2021 年，我们对美元保持中性预期。回顾过往历史，美元指数与金价整体明显呈现负相关性，因此短期内中性美元指数将带动金价保持稳定。

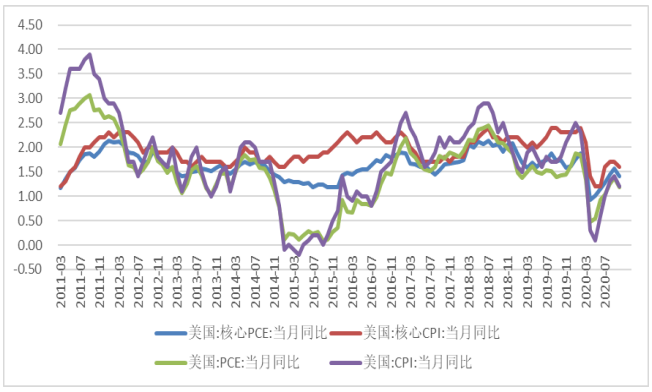
图 75：美元指数与金价呈明显负相关性



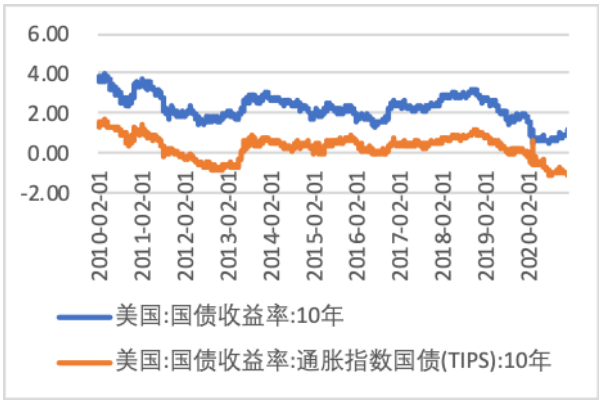
数据来源：Wind，山西证券研究所

其次，全球通胀有望回升。2020 年 11 月美国 CPI 同比增速为 1.2%，而最关注的核心 PCE 同比增速为 1.38%，皆不及市场预期。9 月美联储宣布实行“平均通胀目标制”，制订 2%的平均通胀目标，意味着即使未来美国通胀高于 2%，一段时间内美国也不会急于加息，这一制度为市场带来未来一段时间内对美国通胀持续走高的预期，对金价形成支撑。2021 年以来国债与 TIPS 的剪刀差扩大也反映了市场的这一预期。

图 76：美国通胀同比增速　　图 77：美国 10 年期国债与 TIPS 利率扩大



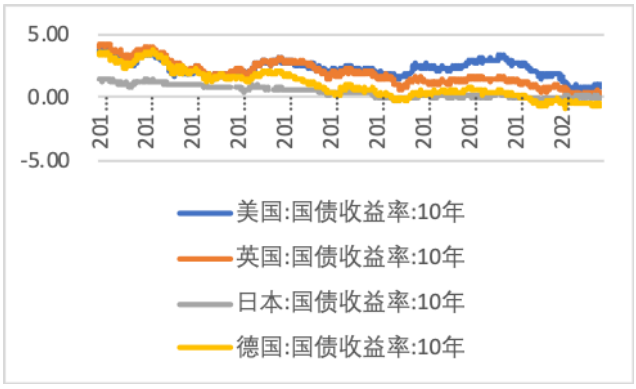
数据来源：Wind，山西证券研究所



数据来源：Wind，山西证券研究所

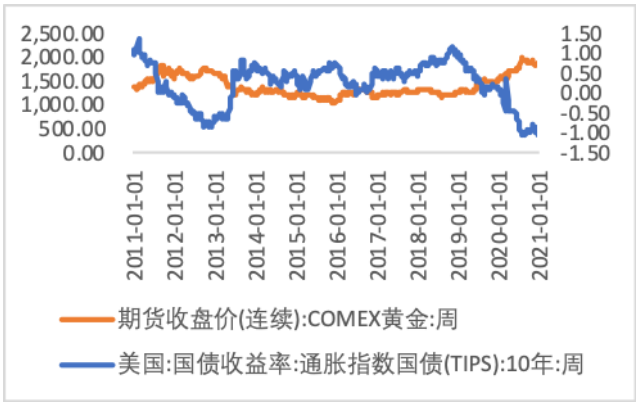
然而无论是国债利率还是 TIPS 利率都很难有再次下跌的空间，疫情过后的反弹预期将对金价形成压制。疫情爆发以来，包括英、美在内多个国家为刺激经济进一步降息，当前欧美日已全面进入零利率时代，美国 TIPS 利率当前也已经连续 12 个月保持负值。回顾历史数据，历史最低 TIPS 利率为 2012 年 12 月的-0.87%，而当前 TIPS 利率已跌破并且保持五个月低于这一历史最低值。然而这一零利率甚至负利率难以长期保持，考虑到 2021 年经济大概率复苏，我们判断疫情结束后利率有望反弹回升，因此对金价造成打压。

图 78：欧美日国债收益率皆处历史低位



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 79：金价与 TIPS 呈负相关关系



数据来源：Wind，山西证券研究所

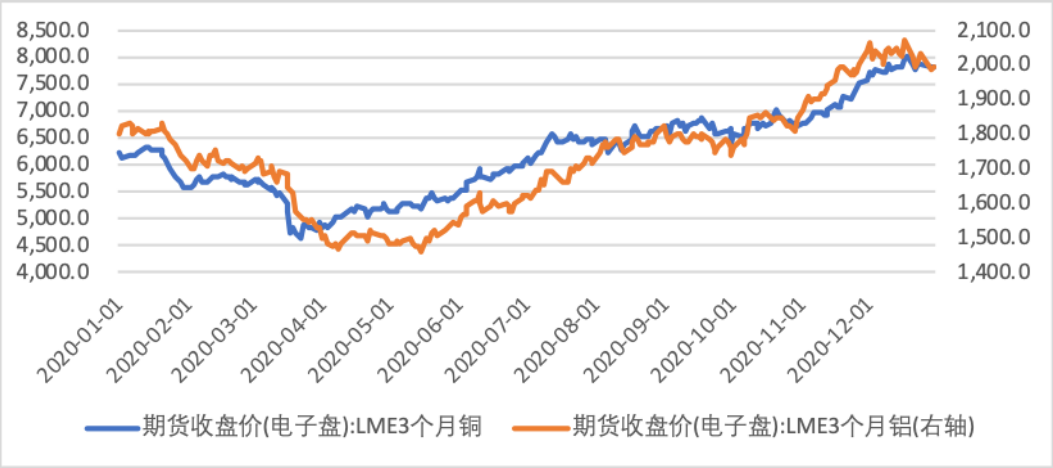
但长期而言，逆全球化、科技发展速度下行等因素纷纷导致经济难以出现趋势性上行，**因此长期而言，黄金仍然具备配置的价值。**

2. 有色金属有望全年维持强势

工业金属方面，2020 年全年铜、铝价先抑后扬，呈现 V 字走势。全球经济在疫情爆发后受严重冲击，带动铜、铝价格急速下跌，LME 铜价三月跌至 4601 美元/吨，LME 铝价五月跌至 1460 美元/吨，均创年来新低。但三季度以来经济持续回暖叠加供给紧张带动铜/铝价格快速上涨。截至 2020 年 12 月 30 日，LME 铜价为 7819 美元/吨，较年内低点上涨 69.9%，年初上涨 26.0%；LME 铝价为 1995 美元/吨， 较年内低点

上涨 36.6%，年初上涨 10.8%，均刷新近年来新高。

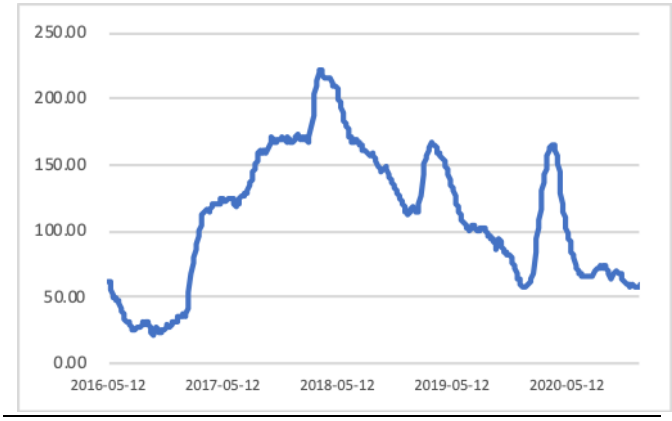
图 80：铜、铝价格全年先抑后扬



数据来源：Wind，山西证券研究所

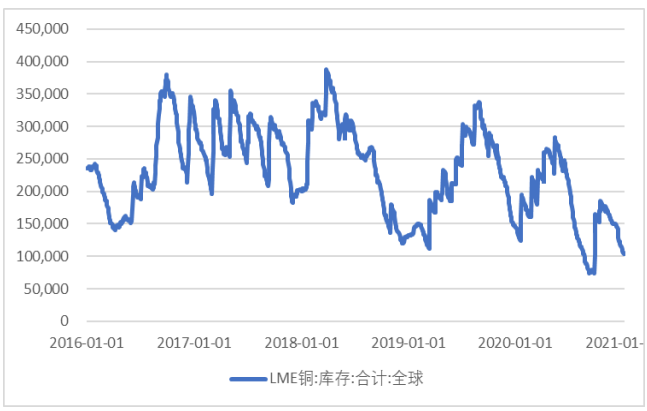
2021 年经济复苏需求回暖的预判下，工业金属价格将得到足够的支撑。铜、铝作为工业金属处于产业链上游，与房地产、建筑、汽车等行业是上下游关系，因此景气度与经济高度相关，周期性强。影响工业金属价格走势的主要因素包括流动性、供需、库存及成本，我们通过这些因素分析铜及铝两大金属 2021 年走势。库存方面，2020 年工业金属库存下滑明显，当前铜、铝库存都属于历史低位。2020 年我们经历了被动补库存、主动去库存、被动去库存阶段，当前处于被动去库存阶段和主动补库存阶段的交界。在被动去库存阶段，供给保持稳定的同时需求开始复苏，价格触底反弹；而主动补库存阶段，供给跟随快速上升的需求一起上升，价格继续上涨。当前铜、铝的库存及价格都印证了我们这一判断。伴随 2021 年经济复苏需求回暖，我们判断市场将开启补库存周期，为有色金属价格提供支撑。

图 81：国内电解铝库存



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 82：LME 铜库存



数据来源：Wind，山西证券研究所

需求：

全球经济回暖，2021 年进入下游产成品补库存阶段，上游工业金属需求强烈。全球 PMI 四月以来持续回升 ，目前基本恢复至疫情前水平，印证了全球经济处于复苏区间。根据世界银行一月预测，全球经济在 2020 年萎缩 4.3%后有望在 2021 年恢复增长，预计 2021 年发达经济体及新兴市场和发展中经济体经济将分别增长 3.3%和 5%，其中中国经济有望增长 7.9%，全球复苏将带动投资回升。同时，经济复苏下消费者收入及消费意愿也将进一步提升，带动全球消费的全面复苏。目前工业企业产成品存货累计同比也处于历史低位，我们预期下游产成品将迎来补库存阶段，带动对于上游工业金属的需求。

图 83：工业企业产成品存货累计同比

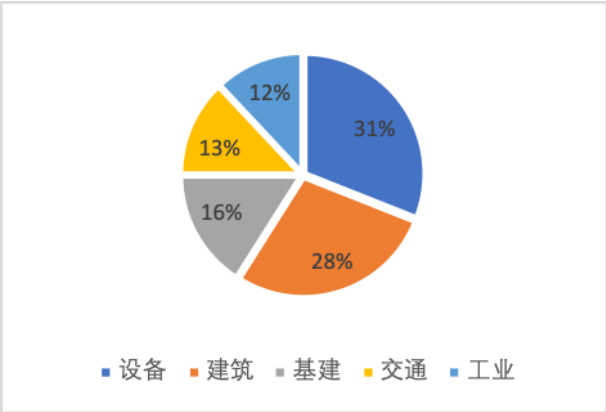


数据来源：Wind，山西证券研究所

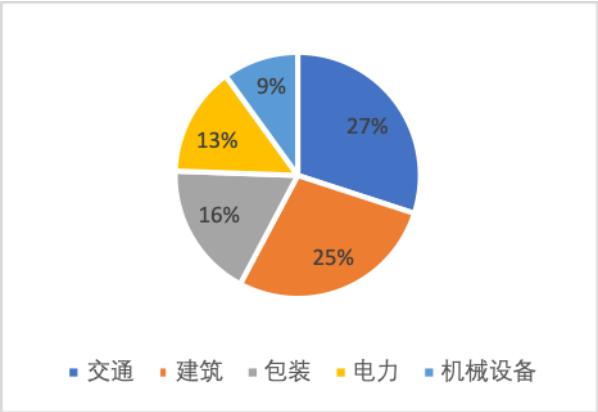
制造业加速回暖、地产基建具备韧性，有色需求边际增量明显。根据国际铜研究小组（ICSG）发布的《The World Copper Factbook 2020》，铜下游终端消费主要集中在设备、建筑、基建、交通及工业用途，分别占比 31%、28%、16%、13%以及 12%；根据英国商品研究所 CRU 发布的数据，铝下游终端消费主要集中于交通、建筑、包装、电力、机械设备，分别占比 27%、25%、16%、13%、9%。前面我们提到预期 2021 年地产、基建具备一定韧性，而制造业将加速恢复，因此我们判断铜、铝需求将迎来一波行情，带动价格上涨。

图 84：铜下游终端消费

图 85：铝下游终端消费



数据来源：Wind，山西证券研究所



数据来源：Wind，山西证券研究所

铜供给预计将持续受到扰动难快速提升。2020 年受疫情影响，主要产铜国产量均一定程度下降。铜矿山方面，根据国际铜研究小组（ICSG）2020 年 10 月数据显示， 2020 年全球铜矿山产量 2022.3 万吨，同比下降 1.5%。 但 2021 年疫情结束后铜矿产量恢复，预期 2021 年全年产量将达到 2115.1 万吨，同比增加 4.6%。精炼铜方面，ICSG 预测 2021 年精炼铜供给量达到 2481.5 万吨、需求量达到 2474.5 万吨，全球供需状况由 202 年的短缺 5.2 万吨转为过剩 7 万吨。但值得注意的是过剩的 7 万吨不到供给量的 1%，同时铜供给量受天气、罢工、意外事件等因素影响存在极大的不确定性，因此供需预期将维持在紧平衡状态。

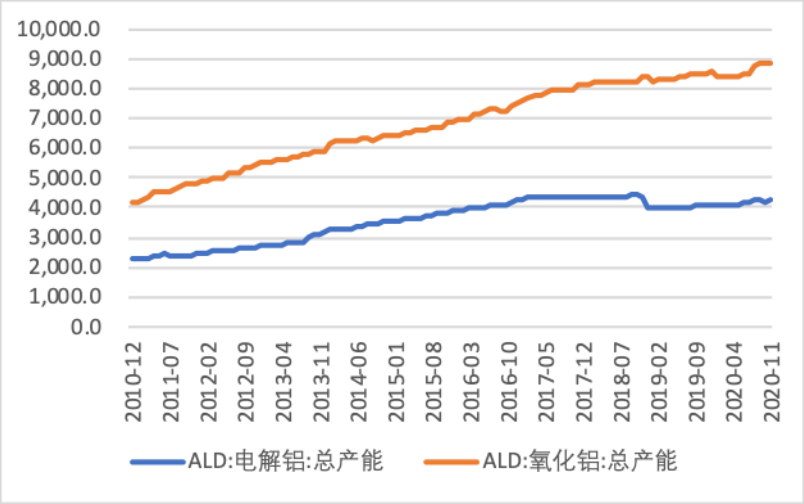
政策施压铝供给，产量增幅难追上需求回暖速度，2021 年铝价预计延续强势。十八大以来国家对电解铝行业进行了宏观调控，在《关于印发清理整顿电解铝行业违法违规项目行动工作方案的通知》、《关于印发部分产能严重过剩行业产能置换实施办法的通知》等政策的影响下，电解铝总产能“天花板”形成，铝新增产能极其有限，因此供给量将继续保持低增速。根据 SMM 预计，2021 年我国电解铝产量将增长 218 万吨，增幅 5.9%，而电解铝消费增速将为 6%，因此供需将同样保持在紧平衡状态。

表 7：ICSG2021 年预测（单位：万吨）

ICSG2021 年预测（单位：万吨）									
	铜矿山产量			精炼铜产量			精炼铜需求量		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
产量/需求量	2052.8	2022.3	2115.1	2404.5	2443.4	2481.5	2442.8	2448.6	2474.5
同比增速	-0.2%	-1.5%	4.6%	-0.1%	1.6%	1.6%	-0.2%	0.2%	1.1%

数据来源：Wind，山西证券研究所

图 86：电解铝、氧化铝产能明显受限



数据来源：Wind，山西证券研究所

3. 原油供需动态均衡，2021 难有大行情

原油 2020 年 V 字反转。受新冠疫情扩散、世界经济衰退导致需求大幅减少、OPEC 谈判破裂沙特大幅增产以竞争市场份额、美国页岩油产量增加导致油管输送能力及油库爆满等因素的影响，国际市场原油价格在 2020 年前四个月暴跌，WTI 原油期货结算价甚至在 4 月 20 日收盘于-37.63 美元，历史上首次出现负值。但四月起 OPEC 如期开始大规模减产对油价形成托底，全球原油价格开始回升，整体呈 V 型走势。四季度受欧美第二波疫情影响原油价格小幅震荡下跌，但随后疫苗传来落地消息，市场信心改善刺激原油需求增长，截至 1 月 11 日，油价基本收复三月以来的跌幅。

图 87：年内原油价格呈 V 字走势

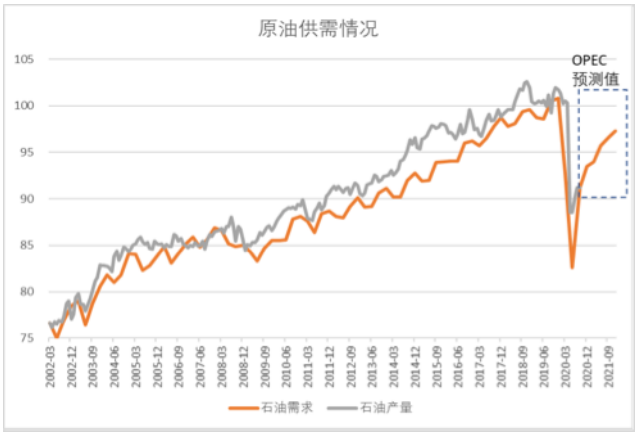


数据来源：Wind，山西证券研究所

原油价格有望在 45-65 美元/桶之间波动。对于 2021 年原油价格走势，考虑到截至 1 月 11 日油价已从去年年底的 50 美元/桶飙升至 55 美元/桶，我们判断原油有望在 45-65 美元/桶的价格范围内区间震荡。影响原油价格走势的主要因素包括：全球经济、原油供需关系，OPEC 各国市场竞争关系，美元表现，地缘政治。我们通过这些因素对 2021 年的原油价格做出判断：

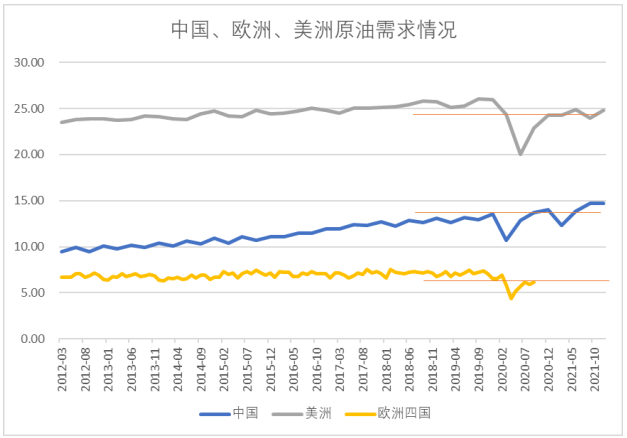
1. **目前油市仍处于供给收紧与需求不振的博弈状态。**2020 年度出现原油产能过剩，OPEC12 月报告显示，2020 年原油全球总供给量约为 9348 万/日，原油总需求量为 8999 万桶/日，存在 350 万桶/日的产能过剩。这一过剩产能主要集中在上半年度，而 5 月开始，OPEC 开始实施史上幅度最大的减产协议，5-6 月 OPEC 减产 970 万桶/日，7-12 月减产 770 万桶/日，在持续减产下原油价格持续上涨。而 2021 年减产协议也将继续履行，12 月 OPEC 会议上各国就新的减产力度达成一致，目前 2021 年 1 月-2022 年 4 月减产量为 720 万桶/日，相较原计划 570 万桶/日的减产幅度进一步增大，对于供给端形成利好，减小油价上行压力。

图 88：原油需求 2021 年将进一步增长



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 89：中国、欧洲、美洲原油需求情况



数据来源：Wind，山西证券研究所

疫情对石油需求产生剧烈影响。2020 年前三个季度只有中国需求基本与去年同期持平，其余地区有平均近 10%的降幅，而美国和欧洲成品油消费受第二波疫情影响，在 7-9 月间始终徘徊在疫情前 90%左右的水平，二次封城严重打击尚处于恢复期中的需求端。

2021 年疫苗成功落地有望带动原油需求回归常态。宏观背景中我们提到预期 2021 年全球 30-35 亿人口有望接种新冠疫苗，在此背景下全球疫情再次加重可能性相对降低。同时，全球各国也已经推出大规模法案刺激经济复苏，同样对原油需求恢复形成支撑。OPEC 预计 2021 年全球原油需求将较 2020 年的 8999 万桶/日增长 590 万桶，至 9589 万桶/日。而 EIA 预计 2021 年全球原油需求将较 2020 年的 9220 万桶/日增长 560 万桶，至 9,777 万桶/日。整体来看，预期需求仍然未达到 2019 年水平，整体需求预期仍然考虑到疫情在

2021 年延续，如果疫苗情况顺利需求端有重回 1 亿桶上方的可能性，这也是 2021 年原油做多的重要因素之一。

原油库存已经回落至历史中值水平。2020 年受疫情影响,原油库存从年初的 106603 万桶飙升至 7 月的 119520 万桶，但随着 OPEC 减产的顺利推进以及经济回暖带动需求复苏，目前原油库存已经基本恢复至历史中值水平。根据 EIA 报告显示，2020 年上半年全球原油库存以 650 万桶/日的速度上升，下半年以 240 万桶/日的速度下降。EIA 预测 2021 年库存将继续小幅下降，下降速度为 60 万桶/日。从目前的库存来看基本处于稳定状态，一旦疫情超预期得到控制我们预计原油具备补库存动力，进一步推升原油需求。从需求与库存的情况来看我们认为原油在 2021 年具备较强的不确定性与较高的弹性，伴随着疫苗和疫情消息面变化波动较 2021 年不会出现明显收敛。

图 90：美国原油库存基本恢复至历史中值



数据来源：Wind，山西证券研究所

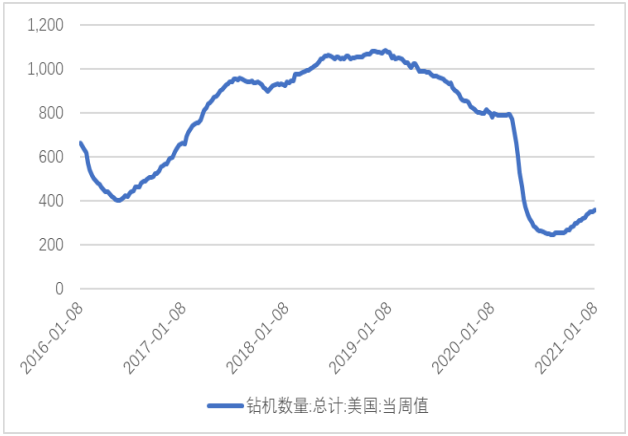
2.美元中性预期难对油价产生较大影响。回顾历时十年数据，美元指数与原油价格呈显著负相关关系。2020 年美国高额的财政预算导致财政赤字持续扩大、美联储实行“无上限”量化宽松政策以及欧盟财政一体化的加深提振市场对于欧元的信心，三大因素叠加引发市场对于弱美元预期。然而一月民主党出乎意料赢得佐治亚州席位选举，成功控制参议院使得美国出台新一轮刺激政策的可能性加大，叠加在刺激政策下经济可能快速复苏，促使美联储可能最早于今年下半年或年底开始货币政策正常化这两个因素下，市场观点开始转变。展望 2021 年，我们对美元保持中性预期，美元因素在 2021 年对原油价格影响预计有限。

图 91：美元与原油价格呈负相关关系



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 92：美国活跃钻机数仍未恢复至疫情前水平



数据来源：Wind，山西证券研究所

3.**拜登当选将对全球能源格局产生影响。**拜登赢得美国大选，同时一月民主党赢得佐治亚州席位选举，使得民主党成功控制参众两院，在此情况下拜登实施其竞选纲领中提到对于清洁能源计划的可能性增大。与特朗普相比，拜登明确表示将限制化石行业发展，着重发展清洁能源。

拜登新政短期提升油企成本支撑油价，但长期打击原油需求抑制油价。此前拜登提出了诸多对油气生产的限制措施，包括限制甲烷排放、限制输气管道穿越边境和联邦土地、取消页岩油生勘探与开采企业的税收优惠等措施，将提高原油生产成本，对原油价格形成支撑。同时，今年受疫情影响，美国活跃钻机数从年初的 800 部左右下降至 7 月的 250 部。虽然之后数量有一定提升，但迄今为止仍未恢复至疫情前水平的一半。而今年油价骤降下美国多家石油生产商申请破产保护，对产能造成永久性削减，挪威能源咨询公司 Rystad Energy 表示 2021 年美国页岩油产量将减少四分之一。同时，拜登大力支持清洁能源也将促使部分美国能源巨头转而投资清洁能源。减少原油生产的资本开支将带动原油供应下降，而考虑到对于清洁能源的投资建成需要一定时间，因此供给下降速度将大于需求，这一供需错配也将支持原油价格上涨。

当前原油 2021 年价格走势仍具备较大不确定性。全球新冠疫情不断反复，疫苗接种进程不给及预期，为原油需求预期埋上阴影。同时，供给端 OPEC 各国减产能否达到预期仍然存疑。虽然各国如今表示不愿意再重复三月谈判破裂导致油价骤跌的覆辙，但是如约履行减产建立在油价自 7 月后保持稳定的重要基础上，而目前油价已经有所上升，同时存在大量闲置产能，因此各国在油价上涨后是否愿意牺牲利益继续履行目前的减产计划仍然难以确定。

同时，地缘政治风险也具有诸多不确定性。特朗普在任期间持续加大伊朗制裁制度，伊朗原油供应持续受美国制裁影响，拜登上任之后可能会重新和伊朗建立关系，但美伊关系已经存在长期裂痕，且原油供应将作为美伊谈判的重要筹码之一，因此短期内恢复原油供应仍有一定难度。目前伊朗表示 2021 年将扩大

原油出口，从目前的 30 万桶/日增至 230 万桶/日。三重因素叠加，将为 2021 年原油价格走势造成阴影。

黑色系方面，整体我们认为 2021 年将较为平稳，虽然需求有望回暖、库存也处于低位，但黑色系价格 2021 年较难出现趋势性行情。首先，需求端来看下游需求整体都较为稳定，而供给在 2021 年有望小幅增加，虽然年内可能出现季节性波动但是整体价格预计还是较为平稳。

4. 煤炭供需双升，2021 年难复刻去年表现

图 93：动力煤期货收盘价



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 94：焦煤期货收盘价



数据来源：Wind，山西证券研究所

2020 全年煤价呈 “V”型反转走势，动力煤价格先跌后涨，2 月起煤矿延迟复工，多以消库存为主，建材、化工等行业出现弱需求；随着市场回暖，国内煤价从 5 月初开始反弹回位于 600 元/吨上；随后环保安全检查及进口煤限制，国内煤炭供应偏紧，而冷冬影响扩大需求，年底煤价加速上涨。焦煤与动力煤走势基本一致，1-4 月受疫情影响震荡走弱，焦煤跌至 1035.5 元/吨；复产复工后下游需求带动焦煤价格缓慢恢复；9-12 月澳煤限制、蒙煤因疫情通关不畅，国内安全检查、需求旺盛，多因素刺激焦煤价格强势上涨。

图 95： 原煤月度产量

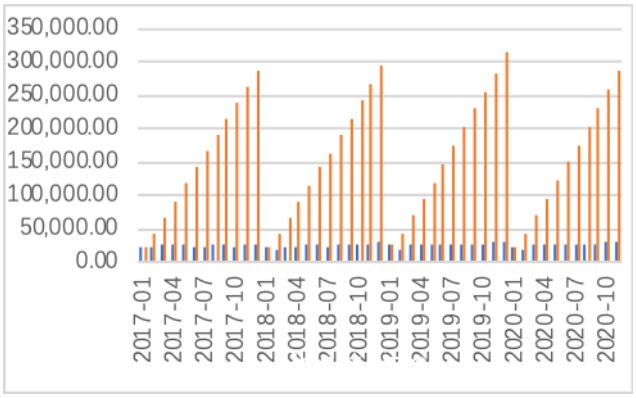


数据来源：Wind，山西证券研究所

供给层面， 煤炭行业整先增后减，随后恢复。2 煤炭行业经历 2002-2012 年高速增长期，至 2013 年煤炭生产量、消费量历史性走高，分别达 39.7 亿吨和 28 亿吨。伴随中国宏观经济增速放缓、产业结构调整中国煤炭行业整体供过于求，行业存在产能积压现象。2016 年起，基础建设投入减缓，煤炭行业开始供给侧结构性改革，大幅度去产能，中国煤炭产量下降至 2018 年 36.8 万吨，年复合增长率达-1.3%。

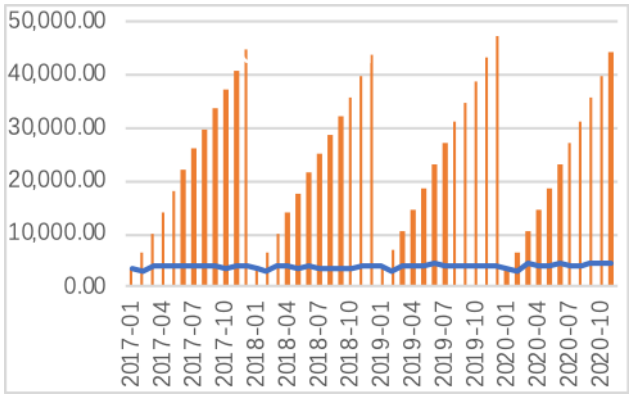
煤企减少，但产能产量陆续释放，供需关系将逐渐从偏紧向宽松转变。受“十四五”煤控影响，供给侧继续优化，2020 年 1-11 月份，全国原煤产量 34.82 亿吨，同比增长 0.4%，相对于 2019 年有微幅增量，本年度国内原煤供应整体表现平稳。截止 2020 年，煤企数量将进一步减至 3000 家以内，大型现代化矿产成为生产主力，随着产能产量继续释放、运输能力进一步提高，供求关系将趋于宽松，供需将逐步转向过剩。**预计 2021 煤价相对稳定，总体维持在绿色区间。**

图 96：动力煤月度产量/年度产量（万吨）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 97：焦煤月度产量/年度产量（万吨）

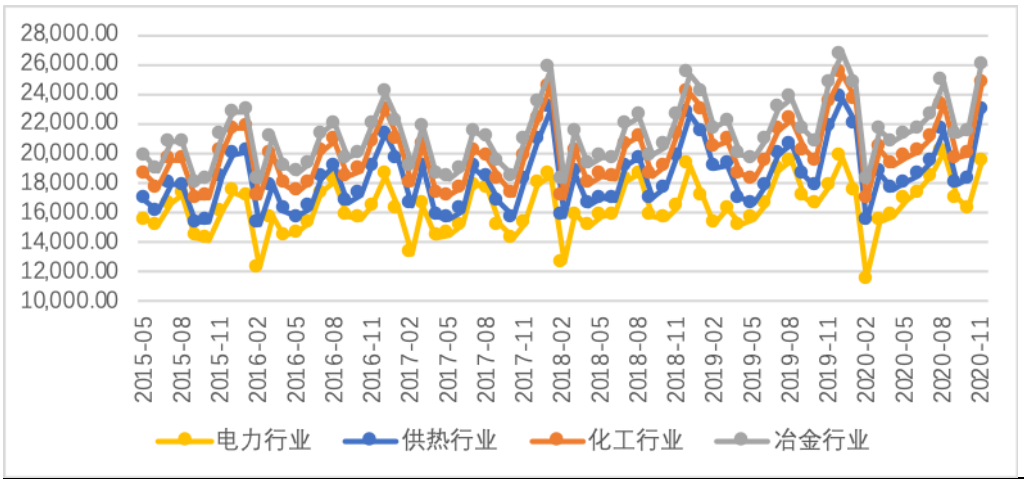


数据来源：Wind，山西证券研究所

2021 年预计动力煤产量将重新增加。供给方面，动力煤在 2017 年-2020 年中，每年年产量累计分别在 28.73 亿吨，29.60 亿吨，31.25 亿吨，28.67 亿吨（1-11 月）,同比 2019 增长 0.94%。与港口动力煤市场可供资源关联紧密的鄂尔多斯、榆林和晋北地区，已经实现了动力煤资源和价格联动，预计 2021 动力煤生产有望增产。

国内优质焦煤资源短缺，国内焦煤生产预计较 2020 年产量会维持相对稳定。焦煤供给方面，1-10 月总产量 39.78 亿吨，同比增加 2.39%，全年产量突破 4.8 亿吨，3 月份焦煤产量迅速反弹，提高 49%，国内煤矿生产持续性及抗风险能力大幅提升，供给侧改革成果已显。020 年焦煤新增产能 1500 万吨左右，产能基本饱和，2021 煤矿产量明显增加概率较小。

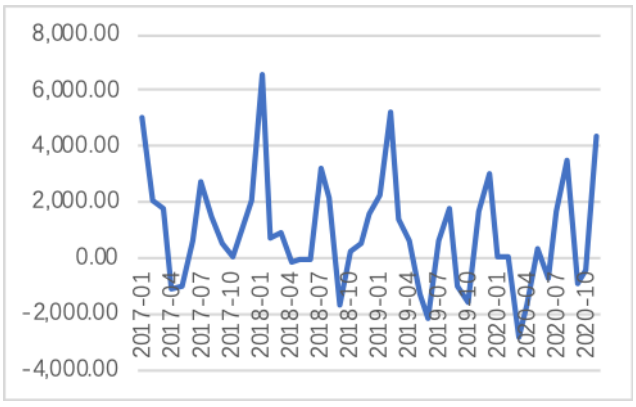
图 98： 动力煤各行业当月消费量（万吨）



数据来源：Wind，山西证券研究所

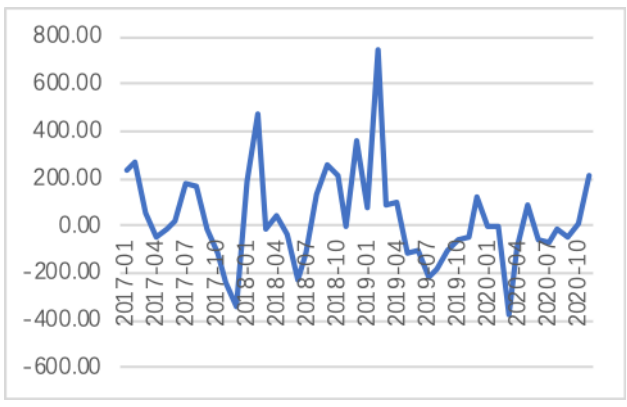
需求层面，**预计 2021 年经济回暖，用电需求有望扩大，动力煤增加延续。**11 月份，火电增速由负转正，极大拉动动力煤需求。整体电力生产明显加快。11 月份，发电量 6419 亿千瓦时，同比增长 6.8%，增速比上月加快 2.2 个百分点；日均发电 214.0 亿千瓦时，环比增加 17.4 亿千瓦时。1—11 月份，发电量 66824 亿千瓦时，同比增长 2.0%。

图 99：动力煤当月供需缺口（万吨）



数据来源：Wind，山西证券研究所

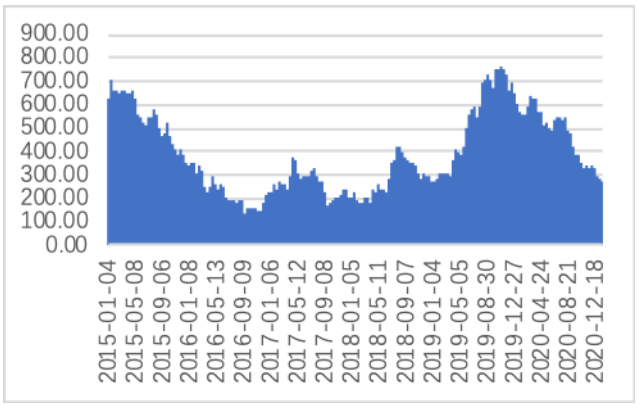
图 100：焦煤当月供需缺口（万吨）



数据来源：Wind，山西证券研究所

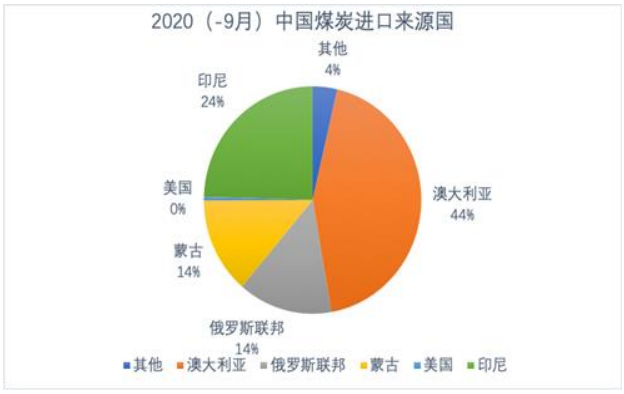
2021 年暖冬概率较高，动力煤需求冬季集中释放概率较小，难出现趋势性行情。受拉尼娜事件影响，我国今冬总体冷空气相对频繁，平均气温降低约 2 度。2020 冬液化天然气现货供应有限，燃气发电波动较大，替代效应下动力煤需求相对提升，供需缺口增大。**预计 2021 年我国东北部转受厄尔尼诺效应影响，冷夏暖冬，冬季气温有所回升。**

图 101：炼焦煤库存



数据来源：Wind，山西证券研究所

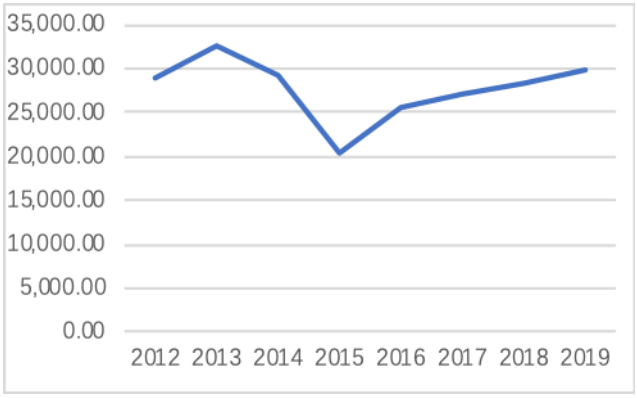
图 102：中国煤炭进口来源国



数据来源：Wind，山西证券研究所

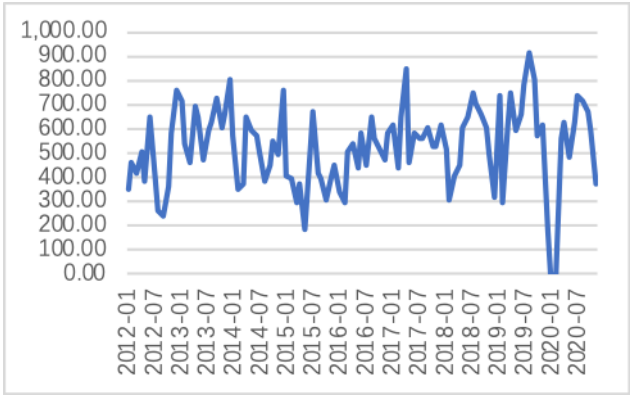
与历史相比，目前焦煤库存处于低位，但需求有望被国内增量填补。主要原因有二：其一，受季节性影响，进入 11 月后煤炭需求较大，而主产地晋陕蒙地区在十月下旬及十一月份均有事故和暴雪发生，供应紧缩。其二，产地释放增量有限，保供面临较大压力。产地安检停减产、煤矿超产带来的安全压力，产地释放的增量有限，未来煤炭产量有可能通过缓慢爬坡来匹配增长的需求。最后进出口方面，如图所示，2020 年前 9 个月，澳大利亚进口煤占我国进口煤总量 43.55%，其中焦煤的比重为 51.50%，占焦煤产量近 6%。澳煤禁令颁布后，短期内其他国家难以弥补缺口，加剧供给紧张。但考虑到持续严格的进口煤政策，**预计 2021 年缺口仍将主要由国内产地填补，国内焦煤价格受进口收缩刺激上涨。价格与需求的同时改善将为焦煤行业销量提供增长空间。**

图 103：煤炭进口量（万吨）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 104：炼焦煤当月进口量（万吨）



数据来源：Wind，山西证券研究所

煤炭进出口政策具备较大的不确定性。2020 年 1-10 月进口 2.53 亿吨，同比下降 8.3%，**预计 2021 年，全年煤炭进口预计下降至 2.5-2.7 亿吨，**同比进一步下降，2021 煤炭供应弹性降低。进口增量仍是短期内

平抑煤价的主要因素。但出于澳煤进口禁令政策的连贯性，**预计 2021 年全面放开进口可能性较低**，当前新增 2000 万吨配额或主要以印尼、俄罗斯煤炭为主。**总体来看，2021 年进口调控方面仍存在政策空间。**

预计 2021 年煤炭整体稳定偏强，但难出现长期大幅上涨。宏观经济仍保持复苏态势，煤炭消费继续增长，全年行业利润将有所改善。此外，受煤炭企业智能化，煤炭清洁化政策影响，多地大型煤企整合重组，煤炭市场供应格局也将出现较大变化。内循环下煤炭企业规模效益有望扩大，大型煤企的市场影响力进一步增强。短期内，国内煤炭市场受进口煤下降影响，国内煤炭产量可能会有所提高。预计 2021 年煤炭价格温和上涨，煤企业绩有效改善:动力煤价格震荡上涨，预计在 550-620 元/吨区间徘徊;焦煤供需偏紧，预估在 1400-1800 元/吨震荡。长期来看，受碳中和目标影响，煤炭需求可能下降，煤炭产量与价格难以出现长期的大幅上涨。

此外，我们也对投资者做出三点风险提示：其一，密切关注煤炭产能释放。由于煤炭行业产能优化推进，投资者需注意市场走势，关注可能出现的煤炭产能超过预期，供应大于需求局面。其二，进入 11 月后煤炭需求较大，而主产地晋陕蒙地区在十月下旬及十一月份均有事故和暴雪发生，各产区多数煤矿以保证安全为主，供应紧缩，对市场弹性影响较大。其三，新能源的替代效应。受碳中和及国家“十四五”进一步深化供改，风能、天然气、页岩气等其他清洁能源可能会对煤炭市场产生影响。

5. 钢铁供给上升，需求预计缓步回落

2020 年钢价整体呈现 V 字走势，一季度受疫情影响需求减缓，叠加刚性需求导致库存快速攀升，钢价小幅下降，从年初的 139.65 点下滑至 4 月最低点 128.09，累计跌幅达 8.28%。 而二季度开始随着复工复产钢价开始稳步上升。截至 12 月 31 日，myspic 钢价指数 164.76，全年累计涨幅达 17.98%。

图 105：年内钢价整体呈 V 字走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 106：钢铁行业投资同比增速



数据来源：Wind，山西证券研究所

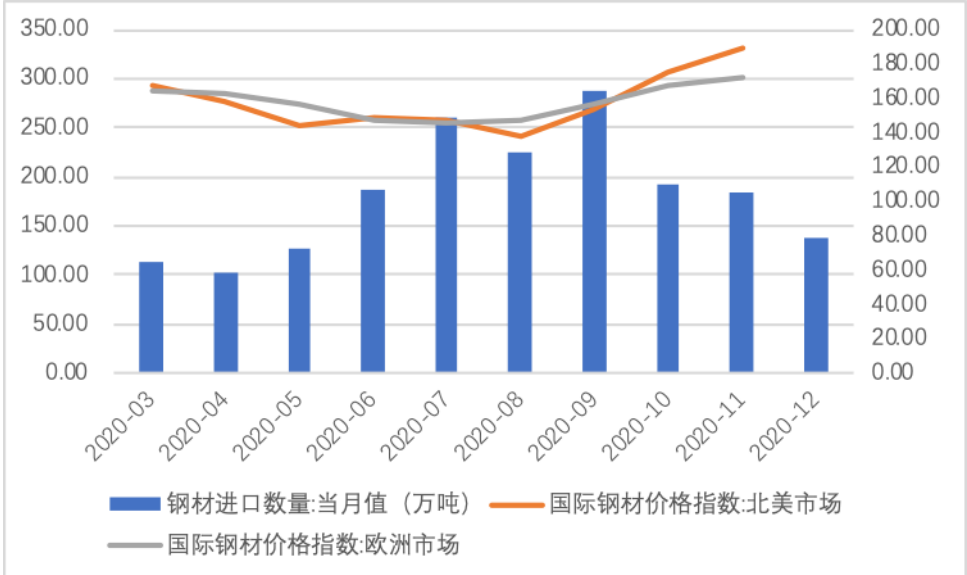
供给方面，2021 年钢铁产量有望持续升高。2020 年钢铁行业持续产能扩张，预计 2021 年新建炼铁产

能 2907 万吨，新建炼钢产能 2503 万吨。虽然新建产能伴随旧产能的淘汰，但产能置换下置换后的产能实际产量大于被置换掉的僵尸产能，导致**实际产量反而升高，带动行业供应增量。**2016 年供给侧改革以来，我国钢厂产能明显受限，但近几年的持续改造下钢厂自身环保水平逐渐提升，被限制的产能逐渐减少，环保影响逐渐趋弱。同时，持续改造下高炉利用率再创新高，高利用率带动钢铁毛利提升。国家统计局数据显示，2020 年 1-11 月（12 月数据暂未公布）我国粗钢产量达 96115.80 万吨，同比增长 5.5%；钢材产量达 120202.80 万吨，同比增长 7%。产能置换导致的新增产能叠加钢厂高效率生产，2021 年供给有望持续提升。

2021 年新建产能有望下降。工信部部长肖亚庆在 2021 年全国工业和信息化工作会议上指出，要围绕碳达峰、碳中和目标节点，实施工业低碳行动和绿色制造工程。钢铁行业作为能源消耗高密集型行业，要坚决压缩粗钢产量，确保粗钢产量同比下降。2021 年，工信部将加大力度，坚决压缩粗钢产量，并将发布新版钢铁行业产能置换实施办法。征求意见稿中敏感区域的产能置换比例有 1.25:1 调整为 1.5:1，同时产能置换区域范围新增了安徽省、汾渭平原区域等地，在这一政策背景下，预计 2021 年粗钢产量将降至 10.5 亿吨（按 2020 年 1-11 月产能折合全年测算）以下，钢铁产量增速放缓。

钢铁进口预计保持中性。海外供给方面，2020 年全年钢材进口 2023.3 万吨，同比增长 64.4%，其中进口主要集中在三季度海外需求快速收缩导致价格下滑期间，而四季度随着海外钢材价格上涨进口量下降。预期 2021 年在海外恢复供给价格下降基础上，进口将保持中性。

图 107：年内钢价整体呈 V 字走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

需求趋于稳定，增量来源于制造业。需求方面，根据冶金工业规划研究院发布的《2021 年我国钢铁需求预测成果》报告显示，今年全年我国粗钢产量将首次突破 10 亿吨，钢材消费量将达到 9.8 亿吨以上，同

比增长 9.6%，均创出历史新高，而 2021 年我国钢材需求量预期为 9.91 亿吨，同比增长 1%。

钢铁的五大主要品种中，对于长材（螺纹钢和线材）的需求主要自于基建、地产行业，而对于板材（热轧卷板、冷轧卷板和中厚板）的需求主要来自于制造业，其中主要包括机械、汽车和家电。在短期宏观背景中我们对上述行业做出了 2021 年的判断，接下来我们将对其做出简单回顾。

基建地产低位抑制螺纹，制造业投资回暖促进板材。基建方面，我们判断 2021 年基建增速将维持低位，无断崖式的风险但也难超预期。地产方面，本年地产投资韧性超市场预期，2021 年投资同比预期将在目前水平略微下移。综合来说，虽然对于 2021 年的需求形成支撑，但不会大幅提振需求，因此对长材的价格影响保持中性。而制造业方面，考虑到 2021 年迎来新一轮设备购置周期以及目前制造业投资的有利条件均有一定持续性，我们预期 2021 年制造业将加速恢复，因此有望拉动板材需求促进价格上涨。

钢材出口有望小幅上涨。海外需求方面，根据海关总署发布数据显示 2020 年我国钢材出口 5367.1 万吨，同比下降 16.5%，出口下降主要是海外需求下降所致。但今年年底商务部、海关总署联合发布的《商务部 海关总署 2014 年第 90 号公告》调整加工贸易禁止类商品目录，将 97 个钢铁类产品从禁止出口类目调初。出口限制放宽，海外疫情受控需求回升，叠加我国相对海外具有价格优势，出口预期将部分回升。但考虑到海外疫情恢复后各国供给也将进一步恢复带动价格下降，我国价格优势预期将相对削弱，因此总的来说钢材出口预期小幅上涨。

成本端方面，铁矿石有下降空间拖累钢价。2020 年铁矿石进口量为 11.7 亿吨，较上年的 10.69 亿吨增加 9.5%。对应金额 8228.7 亿元人民币（约合 1189.44 亿美元），同比增加 17.4%。两者均创下历史新高。我国铁矿石主要依赖进口，而定价权掌握在海外矿山巨头手中。今年受澳大利亚、巴西疫情影响，年内铁矿石价格创新高，截至目前进口平均单价从 3 月的 89.76 元升至 12 月的 121.38 元，涨幅超 35.2%，连带支撑钢材价格上涨。但随着澳大利亚、巴西等主要进口国疫情好转有望恢复供给，或为铁矿石价格带来下降空间。同时，成本下降将增加钢企利润。

图 108：年内钢价整体呈 V 字走势

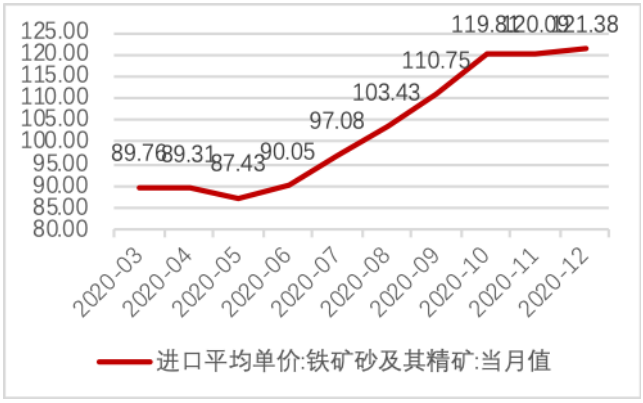
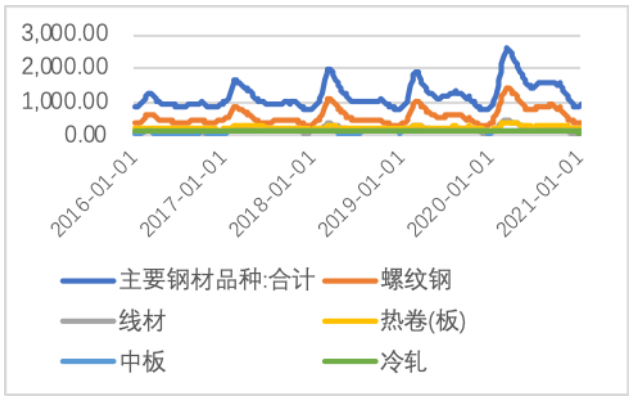


图 109：钢铁行业投资同比增速



数据来源：Wind，山西证券研究所　　数据来源：Wind，山西证券研究所

库存方面，当前库存处于正常水平，难对 2021 年钢价产生大幅影响。2020 年前期受疫情停工停产影响，由于行业供给相对较为刚性，钢材库存大幅攀升，3 月库存创 2600 万吨的高位，为有史以来最高库存记录，较去年同比增速达 46%。二季度开始国内疫情稳定叠加政策刺激经济，企业纷纷复工复产，需求带动库存恢复至正常水平，四季度进入秋冬钢厂停工，库存进一步快速下降，目前基本恢复正常水平，因此 2021 年对钢材价格影响有限。

2021 年钢铁供需双升，但成本下行可能拖累钢价。虽然对于钢材需求有望出现一定上涨，然而在目前产能置换模式下供应也同步提升，且较需求具有更大的提升可能，因此供需同时上涨情况下，对价格影响中性偏空。同时，成本端铁矿石价格有望在具有定价权的海外国家疫情缓解后回落，因此也会带动钢铁价格出现一定回落。然而《新版钢铁行业产能置换实施办法》实施时间仍未确定、铁矿石国际巨头垄断格局下是否会下调铁矿石价格等因素下，2021 年铁矿石价格仍具多重不确定性，因此我们对于 2021 年的钢材价格整体保持中性偏空的判断。

五、风险提示

1. **逆周期政策调整力度和节奏超预期**
2. **宏观经济大幅波动**
3. **信用债风险进一步升级**
4. **金融、监管政策超预期收紧**
5. **美国方面更激进的对华政策，中美冲突升级**
6. **疫苗研发上市及推广进程不及预期，疫苗效果不及预期**

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，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本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336