国信期货 2021 年投资策略报告

宏观

从库存周期的角度看 2021 年宏观经济走势

2020 年 12 月 27 日

主要结论

美国经济周期：当前美国正处于第一库存周期的**末端**，其特点是可能会出现适度的产能扩张并进入主动补库存的周期。通过观察美国经济复苏的四个指标，除了失业率暂时受到疫情的影响有所抬升，美国企业的库存周期、企业利润以及消费者信心都出现了较为明显的修复情况，预计 2021 年美国经济大概率走的将是稳步修复扩张的逻辑。

中国经济周期：当前中国正处于第一库存周期的**起点**，其特点是以需求恢复、价格恢复以及产能利用率恢复为主要特征。同时“需求侧改革”或将成为促进 2021 年经济修复的主要力量。从出口的角度来看，欧美确定性的补库存周期或将成为支撑 2021 年国内出口的一个确定性的因素。但值得注意的是，随着疫情的好转以及疫苗的推出，支撑人民币升值的核心因素或将改变，人民币汇率或难以重现 2020 年的强势走势。

大宗商品周期：展望 2021 年，大宗商品在经历了较长时间的主动去库存之后，随着国内“需求侧改革”带来的内需增长以及疫情之后外部需求的复苏，叠加国内精准有效不转急弯的货币政策以及海外央行持续宽松刺激计划带来的信贷扩张周期，我们认为 2021 年大宗商品所处的宏观环境与 2009 年较为类似，或将迎来一轮主动补库存的上涨行情，2021 年整体大宗商品价格或将维持强势。

分析师：顾琛
从业资格号：F3038154
电话：021-55007766-6624
邮箱：15228@guosen.com.cn

独立性申明：

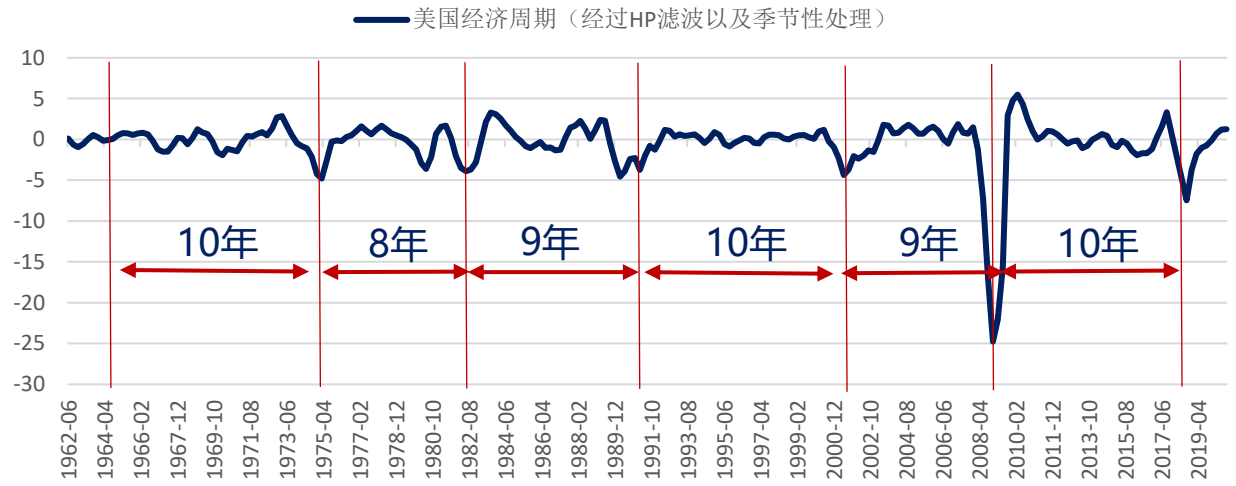
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断 并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、 美国经济周期

1.1 美国的经济周期—产能利润率或将进一步扩张

朱格拉周期指的是设备更替和资本投资驱动周期（10 年左右），代表的是一个国家中长期的经济波动规律，我们通过对美国设备占 GDP 投资的占比的数据，进行 HP 滤波以及季节性处理之后，得到了美国的朱格拉经济周期。自 1962 年至今，美国经历了 6 轮的朱格拉周期，并且在每一轮朱格拉周期中，都会经历三轮 2-4 年的库存周期，**当前美国正处于第六轮朱格拉周期中第一轮库存周期的末端，**这个时期的特点在于在产能周期修复到一定的阶段后，整体社会的产能利用率得到了一定程度的扩张，处于主动补库存的阶段，所以从美国朱格拉经济周期的特征来看，预计 2021 年美国经济周期处于修复后的扩张阶段。

图：美国经济周期



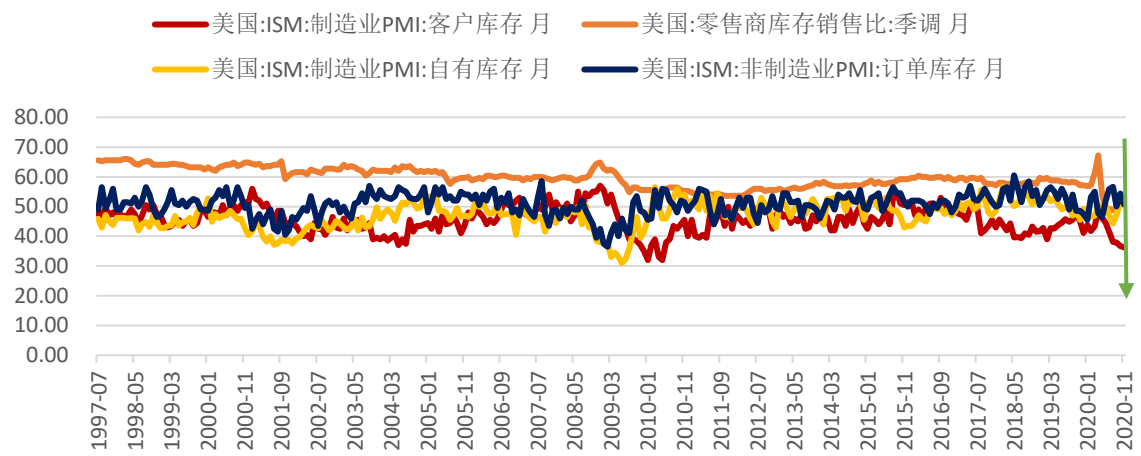
数据来源：wind 国信期货

1.2 2021 年美国经济或将进入主动补库存的修复逻辑

当前疫情虽然对于美国经济出现了确定性的伤害，但我们也注意到，随着美联储的史无前例的救市刺激计划的出台，当前美国的资本市场以及经济数据方面都出现了较为明显的修复。观察美国经济修复逻辑的四大指标是：**社会库存+企业利润的情况+劳动力市场的情况+消费者信心。**这四个指标成立的逻辑是：社会需求的好坏将影响企业库存，库存和企业利润的密切相关性会影响到劳动力市场的兴衰，劳动力市场的好坏将直接影响雇员得到的工资并间接影响社会消费。所以一旦这四个指标出现明显改善，则代表美国经济或进入修复上升期。

从美国社会库存的角度来说，当前美国的社会库存以及库存销售比已经到达了2008年金融危机的低点。表明当前美国企业经历疫情的冲击后，上下游厂商的库存均出现了较为明显的回落，但是消费者的需求依然较为强劲，供给和需求出现了一定的错配，供小于求。所以我们预计随着美联储大规模刺激计划下信贷扩张周期的来临，美国企业或将迎来一轮主动补库存的周期，即商品价格的量价齐升。

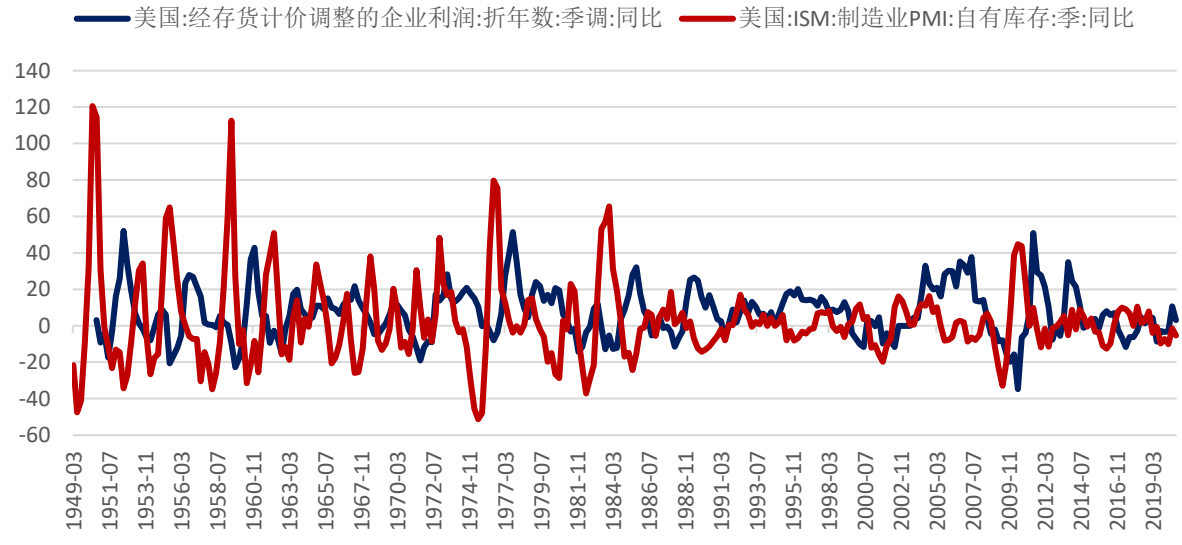
图：美国库存到达了 2008 年以来的历史低点



数据来源：wind 国信期货

从美国企业利润的角度来看，经过统计从1949年到现在，美国企业制造业库存大约领先于美国企业利润月1个季度左右。主要的逻辑是，由于需求好转，企业生产转向积极，产品价格和库存出现了同时的上升，企业利润也将得到一定的改善。当前看2020年末美国企业库存和利润都已经下行到了相对的低点，随着美国企业主动补库存周期的来临，预计美国企业利润或也将迎来一轮修复行情。

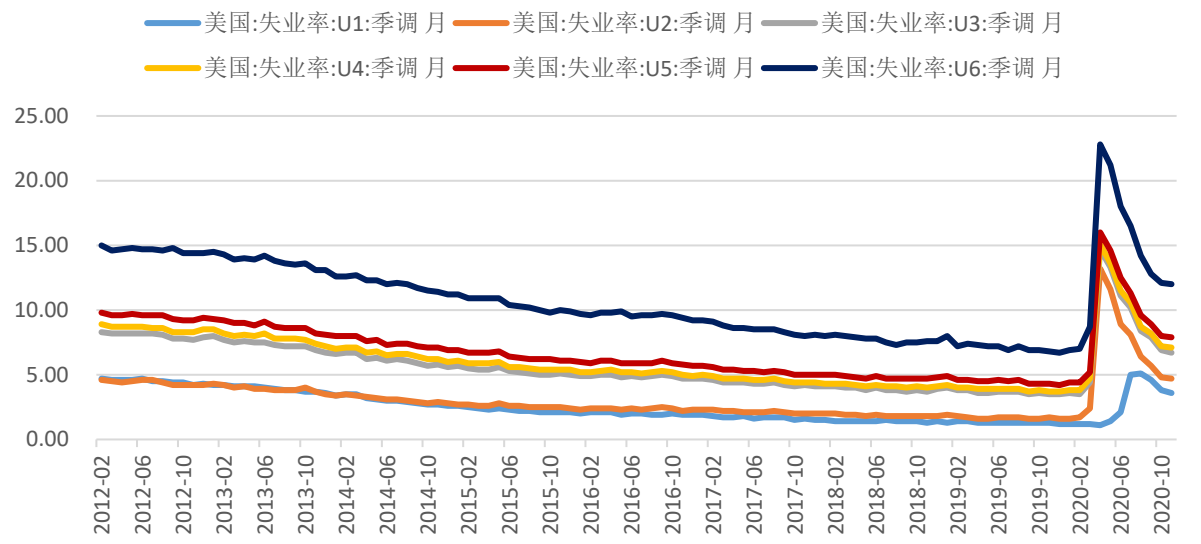
图：美国企业库存周期领先于企业利润周期约一个季度左右



数据来源：wind 海关总署 国信期货

从美国当前的劳动力市场来看依然较为萎靡，根据美国劳工局网站公布的 6 档失业率来看，受疫情影响最大的是覆盖劳动力信息最广的 U6。但值得注意的是，当前美国劳工部公布的失业率 U3 修复的速度快于 U6，表明当前就业不足的情况较为严重，存在着部分想找工作，但是因为疫情和长期劳动市场的摩擦，却找不到的情况。这也比较符合当前由于疫情的原因部分服务业进行了裁员，但劳动力市场供给较为旺盛的现状。所以预计随着 2021 年疫情的好转以及疫苗的推出，被疫情抬升的失业率或将出现较为明显的下降。

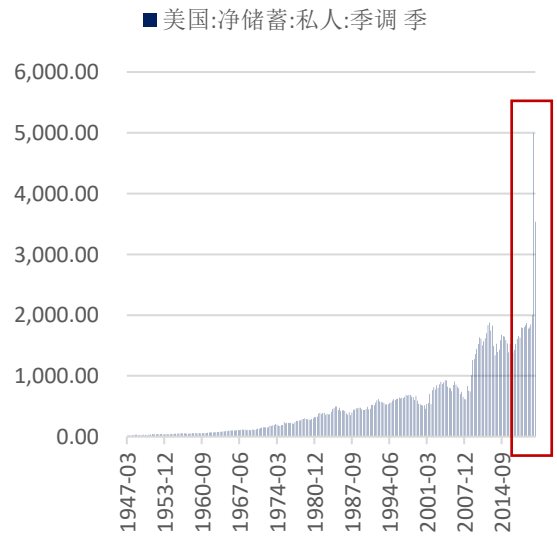
图：美国劳工部公布的美国失业率



数据来源：wind 国信期货

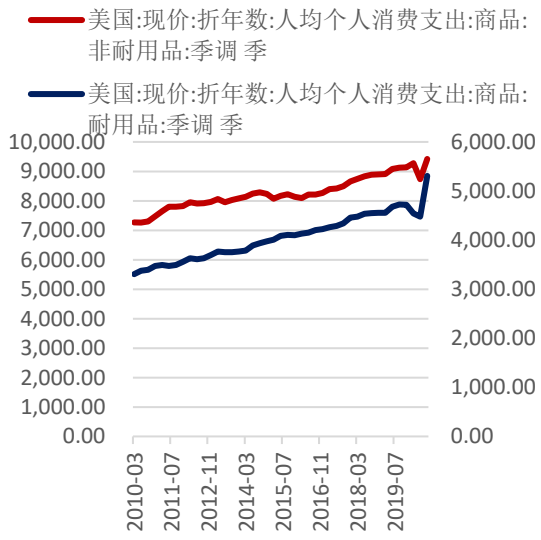
从美国零售消费市场来看，从 2020 年 3 季度起，消费者支出开始超出市场预期，2020 年前三季度，居民商品消费的支出占据消费者总支出的 34%，创 2008 年以来的新高。并且有一个现象值得注意，美国一直是一个低利率以及低储蓄闻名的国家，在 2020 年前美国家庭储蓄率平均只有 5%左右，但是 2020 年受到疫情的影响，，在 2020 年 4 月份美国家庭储蓄率达到了 33.7%，当前虽然恢复到 23%，但这个数字也创了 40 年以来的新高。所以我们认为当前美国家庭较高的储蓄率也是支撑 21 年美国消费持续强劲的重要因素。

图：美国净储蓄



数据来源：wind 国信期货

图：美国耐用品及非耐用品支出



数据来源：wind 国信期货

总体来说，通过观察美国经济修复的四个因素，虽然失业率受到疫情的影响暂时有所抬升，但是美国企业库存、企业利润和居民消费都出现了较为明显的扩张。所以我们认为 2021 年美国经济或将迎来修复扩张的走势。

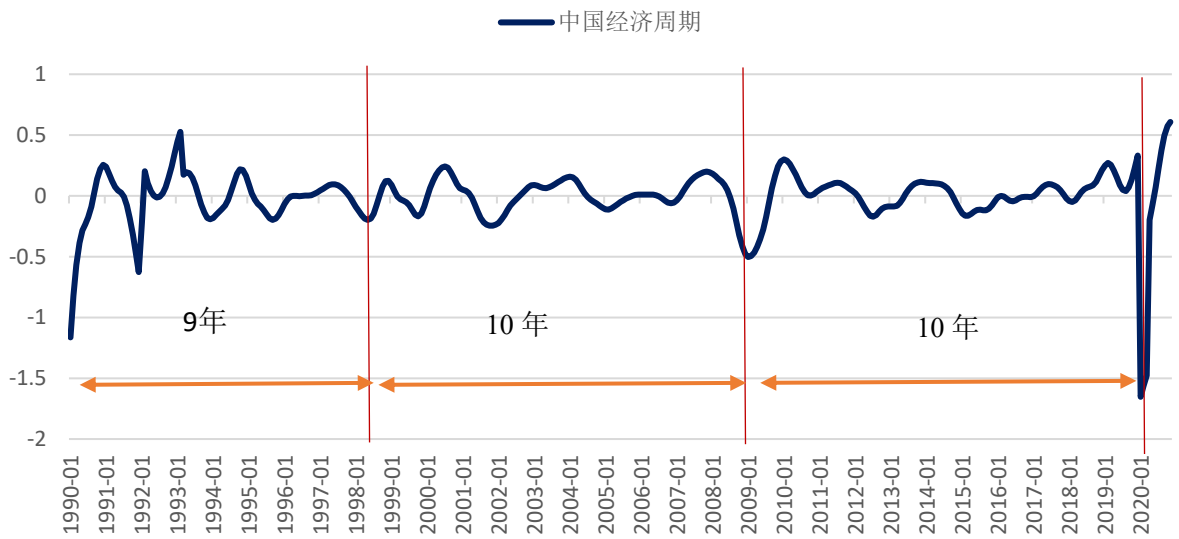
二、 中国经济周期

中国宏观经济部分将从宏观经济重要的5个因子来解构2020年中国经济的细分领域（长周期、消费、投资、进出口、人民币汇率）

2.1 中国的经济周期—产能或将进一步得到修复

从中国的长经济周期来看，**当前中国正处于第四轮朱格拉周期的第一库存周期的起点**。此轮周期从2020年1月左右开启，其特点是主要以需求恢复、价格恢复、产能利用率恢复为主。所以从这个角度来看，2021年中国经济大概率走的是产能修复的逻辑。

图：中国经济周期



数据来源：wind 国信期货

2.2 从拉动经济的三驾马车看2021年中国经济的修复（消费、投资、进出口）

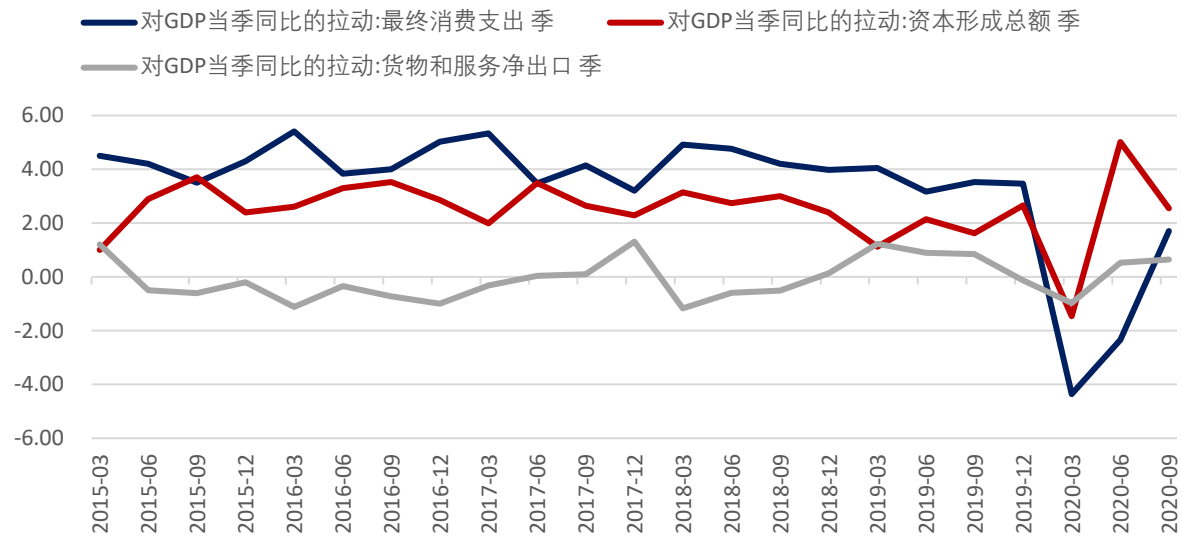
2.2.1 2021年从投资引导转向消费引导了吗？

我们注意到从2020年四季度开始，较为重要的中央工作会议中都将“需求侧改革”提上了重要的位置。无论是中央政治局会议首次提出的“需求侧改革”，强调打通堵点，补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，提升国民经济体系整体效能。还是中央经济工作会议“注重需求侧管理”，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡。十四五规划中也提出了“全面促进消费”，坚持扩大内需这个战略基点，加快培育完整内需体系。这些都意味着2021年消费或将“大有可为”。

从数据上来看，虽然疫情在2020年1季度对于国内经济生产的伤害较大，但是从3季度开始随着国内生产的逐渐恢复以及全球央行大规模的救市行为，国内经济的三驾马车消费、制造业投资以及进出口数据都出现了较为明显的V型反转。从三大需求对于GDP同比拉动的数据来看，我们发现2020年疫情期间经济的恢复主要还是靠投资和净出口拉动，这两项对于GDP的拉动已经超过了历史均值。但是值得注意的是，从2015年至今消费对于GDP的拉动的均值在4%左右，但当前消费对于GDP的拉动才恢复到1.75%左

右，所以根据均值回归的理论，我们认为相较于投资以及进出口，2021 年在消费拉动经济增速方面或有一些确定性的机会。

图：三大需求对于 GDP 的同比拉动

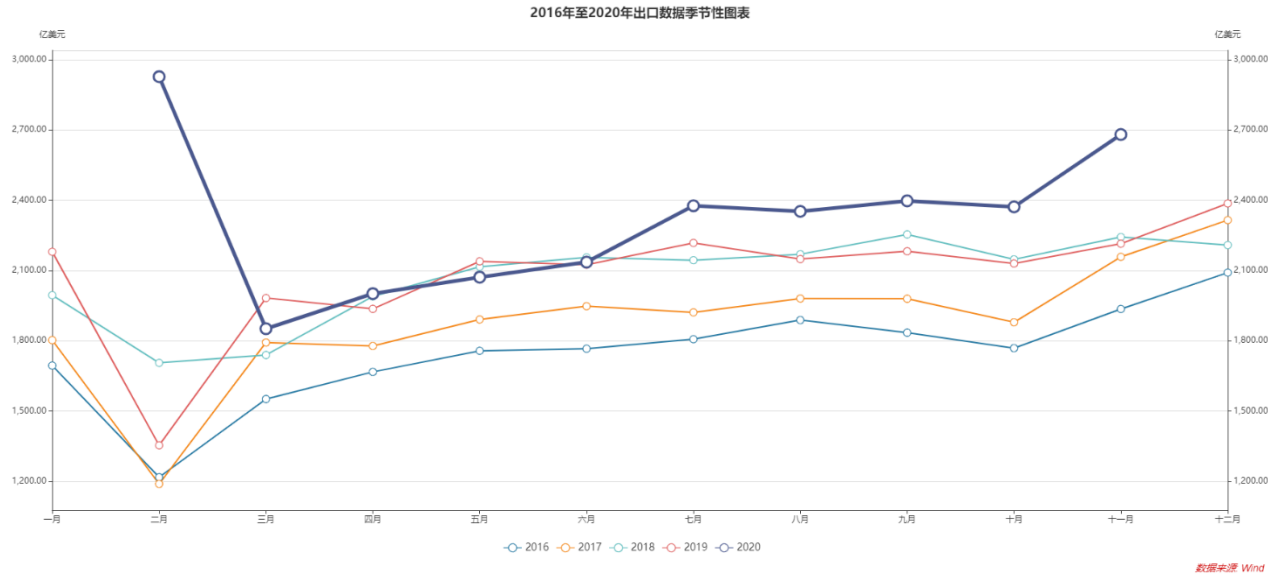


数据来源：wind 国信期货

2.2.2 2021 年出口走势展望---2021 年出口还会这么强劲吗？

出口的增长除了能够直接推动经济增长之外，还能间接推动国内消费，投资结构的改善。根据北京国家发展研究院的测算，出口每增长 10%，基本能推动经济增长 1%，而中国 2020 年 6 月后的出口增速创了 5 年以来的同比新高，11 月 PMI 新出口订单指数更是上行至 51.5%，创 18 年以来新高和 13 年以来同期新高。出口对于 2020 年经济增速的拉动作用不容小觑。

图：2016 年-2020 年出口增速季节性图表



数据来源：wind 国信期货

通过研究发现，我们认为支撑2020年出口爆发式增长主要有两个原因：1、中国对于欧美等国家出口的替代效应的上升。2、疫情带来的防疫物资以及“宅经济”等硬件物资出口的增加。

首先看第一个原因，中国对欧美等国家出口的替代效应上升。从中国出口占全球8大出口国的比重来看，中国出口份额从2019年的19%上升至了2020年3季度的30%左右，而美国的出口份额从之前的17%下降到了14%，东南亚和欧洲等国家的出口份额也分别下降了2-3%。表明由于各国疫情发展的阶段和程度不同，部分欧美以及东南亚工厂由于疫情原因无法开展生产，有一定的制造业订单回流至中国，所以自2020年5月份之后，中国的出口份额上升的一部分原因是替代了部分欧美以及东南亚国家的出口份额。

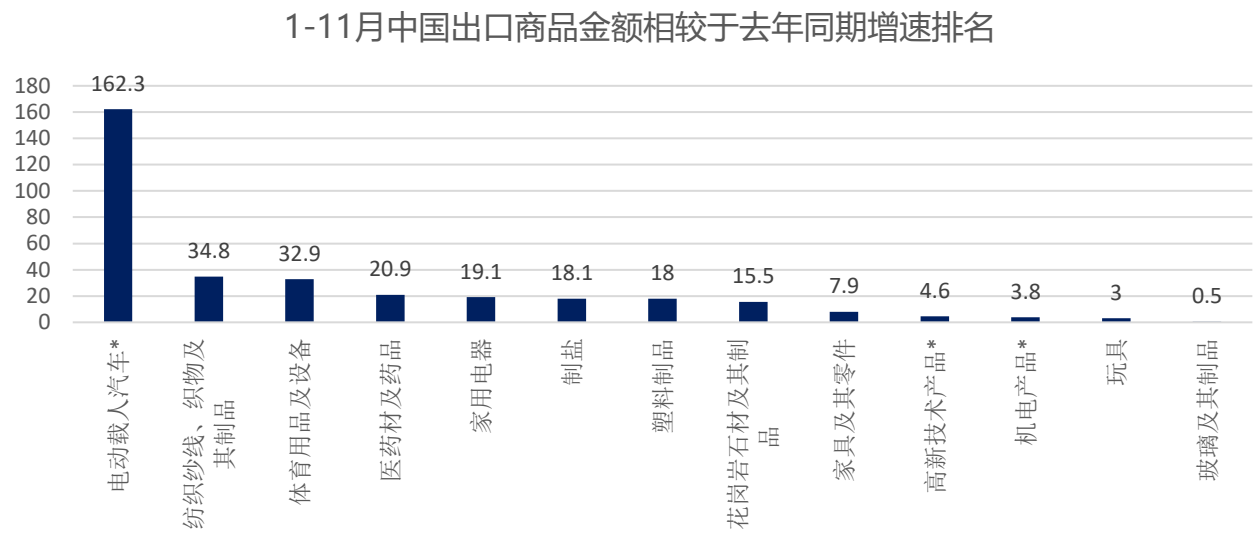
图：中国在全球主要国家出口占比的热力图

	亚洲				美国	欧洲		
时间	中国	日本	越南	印度	美国	法国	德国	意大利
2020-09	29.35%	7.02%	3.37%	3.37%	14.87%	5.55%	5.79%	4.10
2020-08	32.13%	6.74%	3.62%	3.12%	16.12%	4.52%	4.48%	4.14
2020-07	30.79%	6.52%	2.98%	3.07%	14.62%	5.53%	6.26%	4.16
2020-06	30.15%	6.38%	2.96%	3.10%	14.83%	5.45%	5.70%	4.32
2020-05	33.36%	6.29%	2.98%	3.09%	14.58%	4.58%	5.36%	4.31
2020-04	33.02%	7.97%	3.25%	1.68%	15.81%	4.45%	4.03%	4.86
2020-03	24.90%	7.94%	2.69%	2.89%	18.10%	5.73%	5.35%	4.75
2020-02	33.78%	6.64%	2.15%	3.20%	15.27%	5.15%	5.05%	4.11
2019-11	26.99%	7.14%	2.75%	3.14%	16.69%	5.70%	5.41%	4.68
2019-10	25.09%	7.16%	2.64%	3.09%	16.78%	6.17%	5.98%	5.13
2019-09	26.91%	7.30%	2.84%	3.21%	16.54%	5.56%	5.34%	4.72
2019-08	27.84%	7.49%	3.17%	3.37%	17.92%	4.97%	4.30%	4.39
2019-07	26.46%	7.32%	2.70%	3.13%	15.88%	6.07%	6.09%	4.50
2019-06	26.28%	7.54%	2.67%	3.10%	17.05%	5.90%	5.70%	4.69
2019-05	25.83%	6.41%	2.60%	3.60%	17.18%	6.07%	5.92%	4.88
2019-04	24.66%	7.60%	2.54%	3.32%	17.18%	6.18%	5.50%	4.97
2019-03	23.43%	7.66%	2.65%	3.87%	17.55%	6.13%	5.55%	5.31
2019-02	19.02%	8.13%	2.05%	3.78%	18.26%	6.64%	5.98%	5.36
2019-01	27.62%	6.48%	2.53%	3.35%	16.42%	5.90%	5.17%	4.70
2018-12	28.01%	7.94%	2.49%	3.53%	17.04%	5.79%	5.18%	4.24
2018-11	26.63%	7.26%	2.56%	3.10%	16.67%	5.92%	5.60%	4.70
2018-10	24.98%	7.47%	2.42%	3.10%	17.10%	6.29%	5.88%	5.03
2018-09	27.26%	7.25%	2.48%	3.37%	16.84%	5.57%	5.23%	5.09
2018-08	27.39%	7.61%	2.64%	3.51%	17.64%	4.97%	4.48%	5.11
2018-07	25.95%	7.32%	2.46%	3.12%	16.15%	6.15%	6.11%	5.09
2018-06	25.42%	7.56%	2.34%	3.20%	17.11%	6.01%	5.83%	4.99
2018-05	25.83%	7.04%	2.44%	3.53%	17.65%	5.61%	5.88%	4.98
2018-04	24.67%	7.86%	2.28%	3.22%	17.07%	6.13%	5.56%	4.90
2018-03	20.83%	8.34%	2.53%	3.49%	17.87%	6.57%	6.18%	5.29
2018-02	22.71%	7.97%	1.91%	3.47%	17.05%	6.38%	5.99%	5.10
2018-01	25.62%	7.05%	2.60%	3.26%	16.08%	6.06%	5.49%	5.20

数据来源：wind 国信期货

第二个原因，疫情带来的防疫物资以及宅经济等硬件物资出口的增加。从出口增速的角度来看，前11个月出口增速最高的是电动载人汽车，出口增速达到了162.3%，纺织纱线织物、体育用品以及医药材料及药品的增速都在20%以上，高新技术产品和机电产品的出口增速也达到了4%左右。

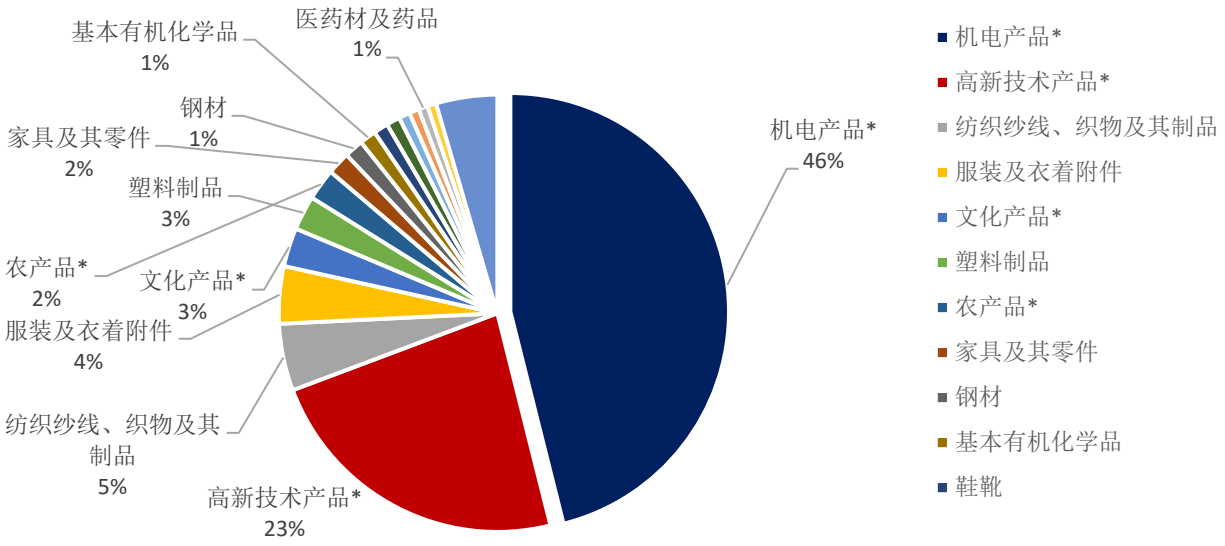
图：1-11 月中国出口商品金额相较于去年同期增速的排名



数据来源：wind 国信期货

但值得注意的是，从出口金额的总量上来看，机电和高新技术产品占出口总量超过 60%以上，纺织纱线占出口总量比例在 5%左右，电动载人汽车占总体出口增速的比例不到 0.5%，所以虽然电动载人汽车增速创历史新高，但是对于整体出口增速的拉动力度较小。而作为出口金额总量占比总量较高的机电产品以及纺织纱线织物，这两个部分包含了口罩医疗物资以及代表“宅经济”的笔记本电脑以及硬件的出口。经过测算发现，2021 年 1-6 月口罩及防疫物资的出口同比增速最高，达到了 121.9%，医疗仪器及器械的增速同比达到 46%，对于 2020 年 1-6 月份的出口增速的拉动分别达到了 31%以及 9%，是带动 1-6 月出口增速上涨的主要因素。同时由于疫情限制了部分的外出社交，“宅经济”开始在全球兴起，6-11 月笔记本电脑和平板电脑的出口增速达到了 17%左右，对于出口增速的贡献率达到了 3%。所以从出口数据的细分项来看，医疗防疫物资的出口以及“宅经济”带来的机电产品的出口是促使 2020 年出口增速表现亮眼的主要因素。

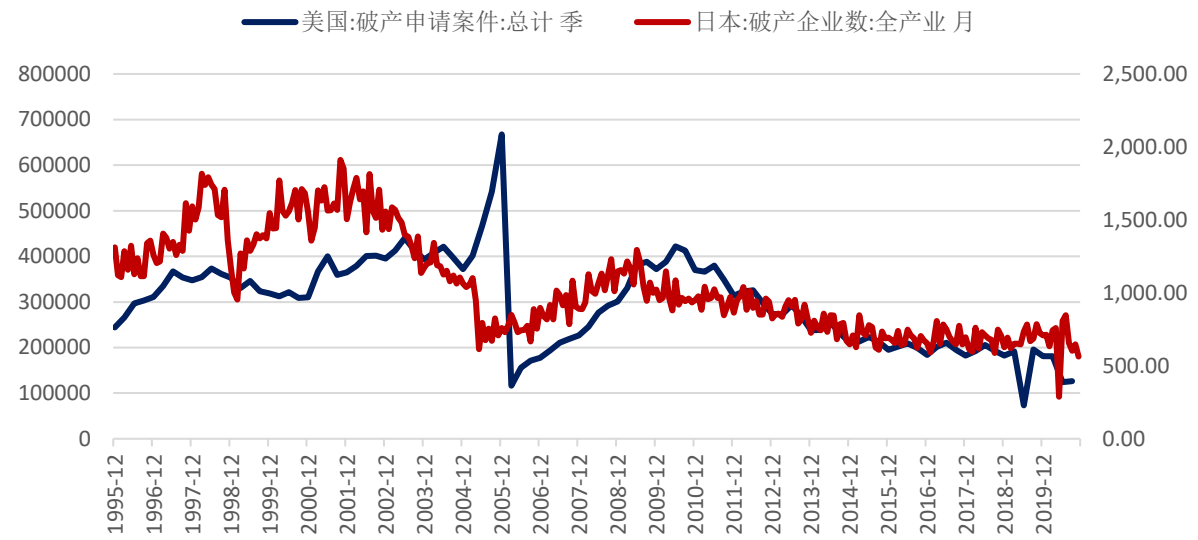
图：机电产品、高新技术产品以及纺织制品占出口金额的比重最高



数据来源：wind 海关总署 国信期货

至此我们得到了带动 2020 年出口增速上升的两个最主要的原因。但从可持续的角度来看，此次疫情虽然暂停了全球多个国家的生产经营活动，但并没有对经济内部自生性的循环产生破坏，同时由于各个国家经济补助措施的出台，疫情并没有使全球企业破产的数量出现非常明显的增加，整体企业破产量都不到 08 年金融危机的一半，所以随着疫苗出台或是疫情对经济的影响减弱以后，全球大部分企业的生产供给能力依然存在，中国对于全球部分国家的出口替代效应在 2021 年难以延续，同时防疫物资和“宅经济”对于出口的支撑或也将出现明显的下行，所以支撑 2020 年出口增速的两个因素可持续性较差，难以成为继续支撑 2021 年出口增速的理由。

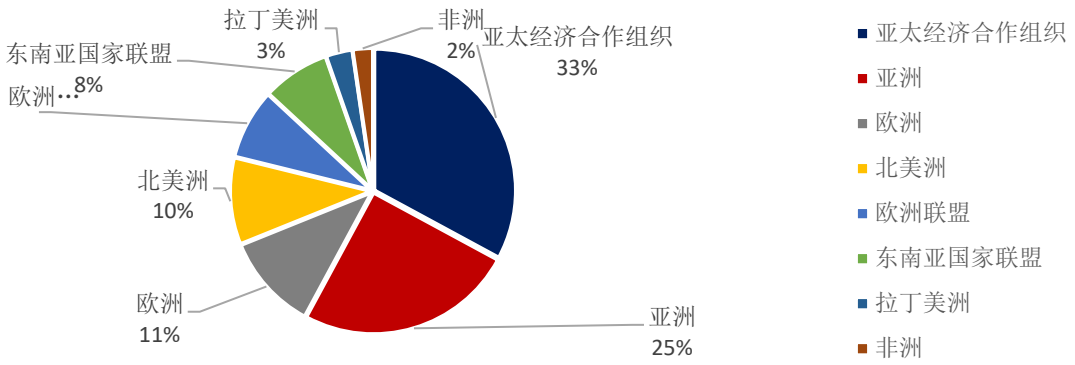
图：美日破产企业数并没有出现明显的上升



数据来源：wind 国信期货

同时我们注意到，自 2018 年 4 月中美贸易冲突升级以来，美国增加了对于中国部分商品的关税，并使得中国对美出口总量产生了一定的影响。根据海关总署公布的数据，2019 年中国对欧盟的进出口总值上升了 14.3%，对东盟的进出口总额上升至 10.23，对美的进出口总额下行至 10%，对日本的进出口总额上升至 0.4%。虽然对美进出口数据出现了较大幅度的下行，但是整体 2019 年整体出口份额增速还是上升了 0.5%。当前亚太经济合作组织以及欧洲占了整体中国出口总额的一半以上，美国只占出口总额的不到 10%，说明对于中国对其他国家出口份额的上升可以有效的抵消对于对美出口份额的下行的影响。

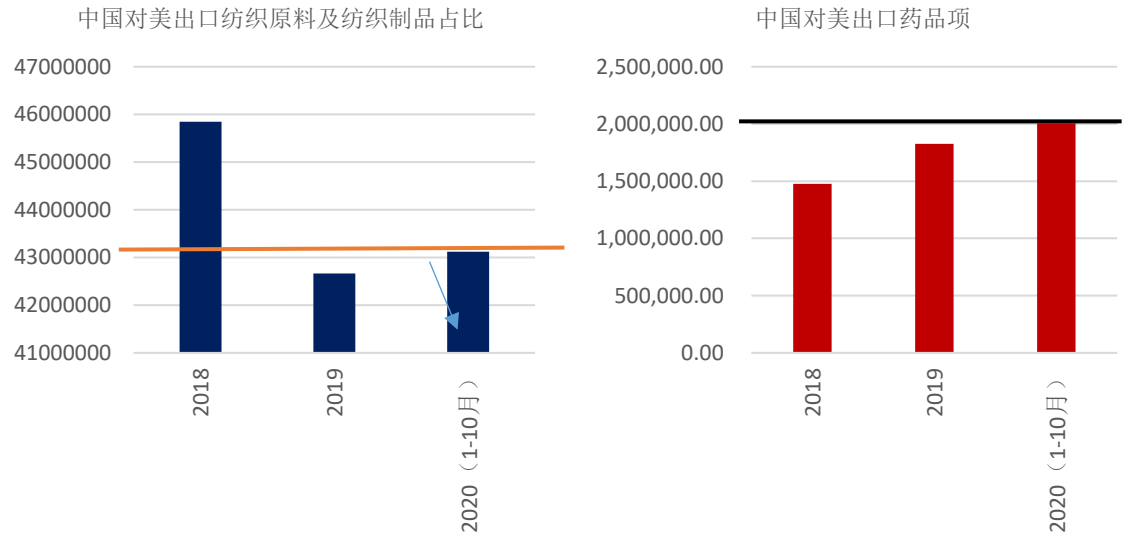
图：中国主要出口国家金额占比



数据来源：wind 海关总署 国信期货

所以虽然关税对于中国对美出口的影响依然存在，但是我们对于 2020 年对美出口总量并不悲观，2020 年前 11 个月，中国对美国出口增长 6.9%，对美贸易顺差 2 万亿元，增加 6.8%。主要有两个原因：首先从对美出口的细分项来看， 2020 年 1-10 月中国对美的纺织制品以及药品出口已经超过 2019 年对美出口的全年总量。将对对美出口数据产生一定的支撑。

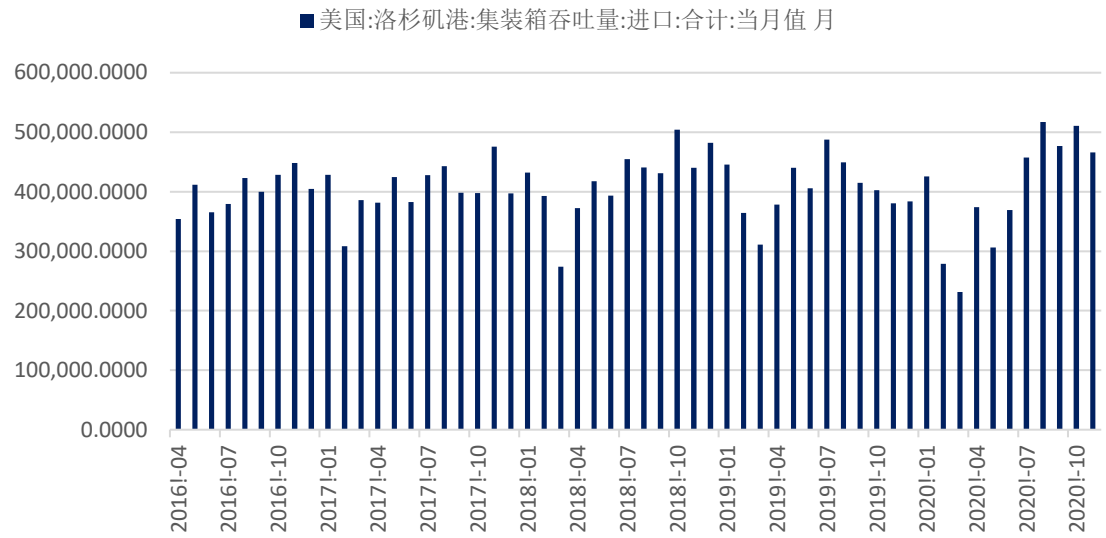
图：中国对美出口细分项中，2020 年 1-10 对美纺织制品以及药品的出口量已经超过 2019 年全年的总量



数据来源：wind 海关总署 国信期货

其次从美国到港的中国物品的进口数据来看，美国的洛杉矶港作为美国最大的集装箱货物处理港以及许多中国货物的门户，在今年 11 月的吞吐量达到了 114 年以来的新高。同时从港口卸船的数据来看，随着圣诞节以及新年欧美消费旺季来临，码头工人卸船数量已经超过平时卸船数量的一倍，这些数据都表明当前美国对于中国出口的商品需求的强劲。

图：美国洛杉矶港口吞吐量

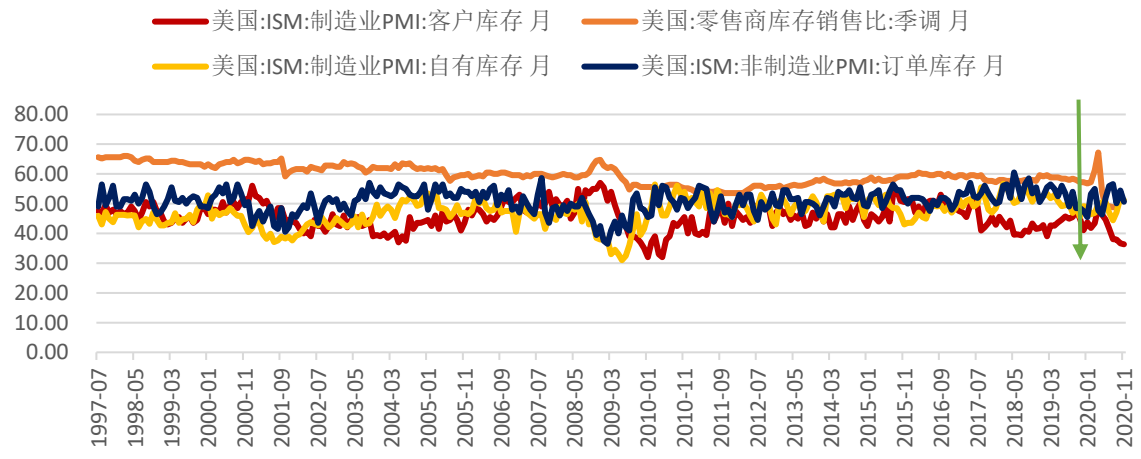


数据来源：wind 海关总署 国信期货

所以总体来看，中美贸易摩擦的关税对于在 2020 年中国对美出口的影响能被对其他国家的出口份额上升进行有效替代，同时受到疫情防疫物资出口以及美国消费需求强劲的影响，预计中美贸易摩擦对于 2020 年全年中国对美出口总量的影响较小。

展望 2021 年，我们认为，虽然促使 2020 年出口上涨的因素并不能完全成为支撑 2021 的出口增速的原因，但是由于欧美等国家历经了 1 年左右疫情的冲击，虽然工厂开工受到了阻碍，但是消费需求依然较为强劲，供需方面出现了一定的错配，当前整体欧美的社会库存已经出现了较快幅度的下行，并到达了历史的低位，从数据的角度来看，其中美国零售商库存销售比已经下行至 2008 年金融危机以来的新低。表明当前整体社会消费能力较强，未来或将迎来一个较为确定的主动补库存的周期，叠加当前全球较为宽松的信贷扩张周期以及欧美即将出台的财政刺激计划，2021 年中国对外出口的规模以及外需增量扩张的确定性在提高，预计这些因素或将给 2021 年的中国出口提供一个强有力的支撑。

图：美国制造业库存到达历史低点



数据来源：wind 海关总署 国信期货

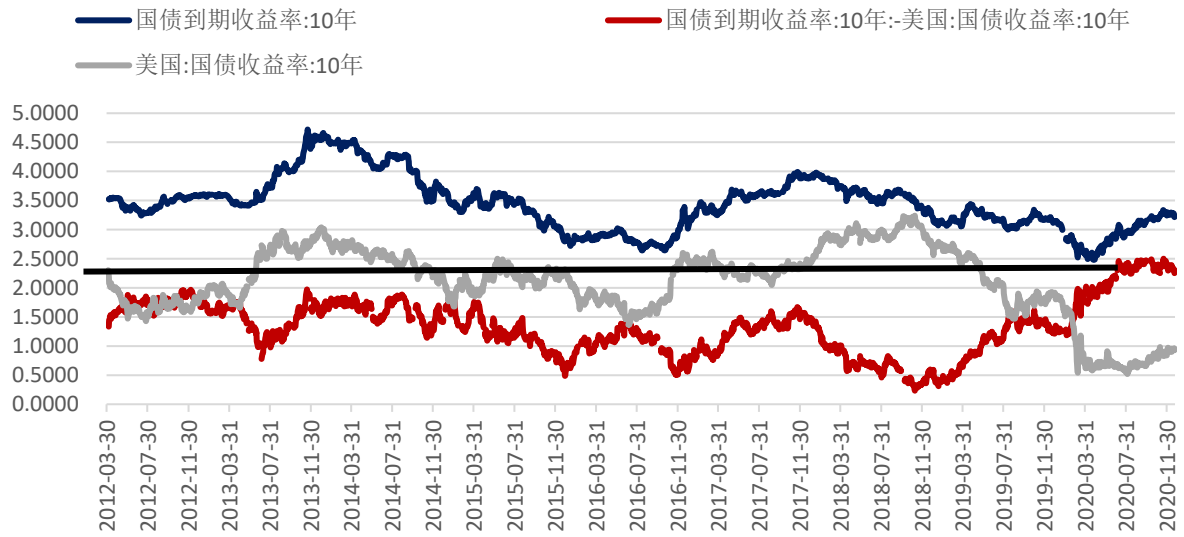
2.3 2021 年人民币汇率是否依然能保持强势

我们试图从影响人民币汇率的 5 各因素(中美利差、国际收支、核心通胀率、外汇储备以及人民币汇率的构成因子)分析 2021 年人民币汇率的走势。

从中美利差的角度来看，美国十年期国债利率下行到了历史较低位 0.949,，而中美 10 年国债利差走高至 2.29,创了 2007 年以来的新高。由于一个国家利率水平的高低直接反应了该国借贷资本供求的情况，中美利差的波动也将直接影响外资的流动情况。由于当前中国利率长期高于美国利率的时候，中国金融资产的收益率会相应的高于美国，在这种情况下，中国金融资产的吸引力更高，外资短期内或将进入中国市场，并带来美元兑人民币汇率的升值。

同时从 2021 年国内货币政策的导向来看，央行在中央经济工作会议中指出 2021 年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性，并强调政策操作上不急转弯，这为明年实施财政货币政策定下了基调。说明当前国内货币政策依然坚持以稳为主，精准滴管。在 2020 年信贷结构持续改善的情况下，经济逐步修复，短期内国内大面积降息降准的可能性回落，而美联储 2021 年的宽松经济刺激计划依然箭在弦上，在货币政策没有发生大面积转向的前提下，当前中美的货币政策出现了一定的背离，中美利差或仍将维持在一个较高的区间内运行，并给于人民币一定的升值支持。

图：中美利差



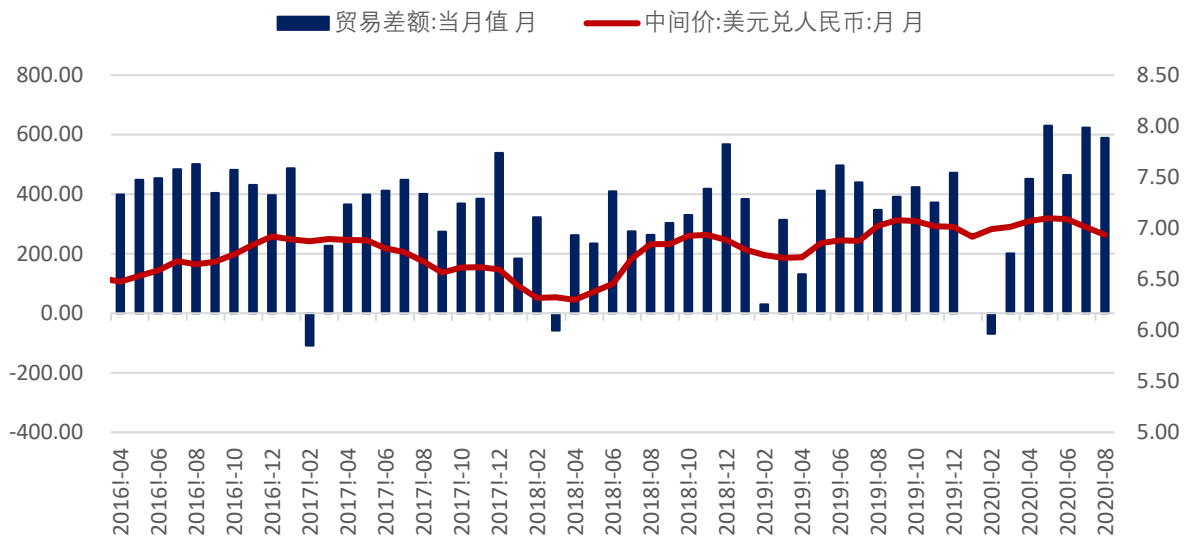
数据来源：wind 国信期货

从国际收支的角度来看，国际收支指的是一国居民和非居民在一定时期各项经济交易的货币价值的总和，反映的是一个国家在一定时期对外贸易收支的综合状况。一般来说，国际收支包含经常和资本两个项目。从 2020 年前三季度来看，受到疫情对于全球医疗系统冲击的影响,、前三季度防疫物资出口总金额持续上升，外贸方面已经连续三个季度出现了贸易顺差。所以我国外汇市场会出现对于美元的供给增加，需求减少的情况，当美元的供给大于需求的时候，美元贬值，进一步为人民币汇率升值提供支持。

同时值得注意的是，从理论上来说，经常项目和资本项目是互补的，即当经常项目出现顺差时资本项目可能将出现逆差。但是我国由于疫情管控相较于其他国家更为有效，经济复苏的程度领先于其他国家，人民币计价资本在国际市场上吸引力上升，所以出现了经常项目顺差（即出口大于进口）和资本项目顺差

（外资流入大于本国资本输出）这样的双顺差的情况，目前看来海外疫情出现了反复的迹象，但是国内经济复苏的进程相较于其他国家依然较快，预计 2021 年 1 季度双顺差仍将延续，或将继续加强人民币升值的动力。

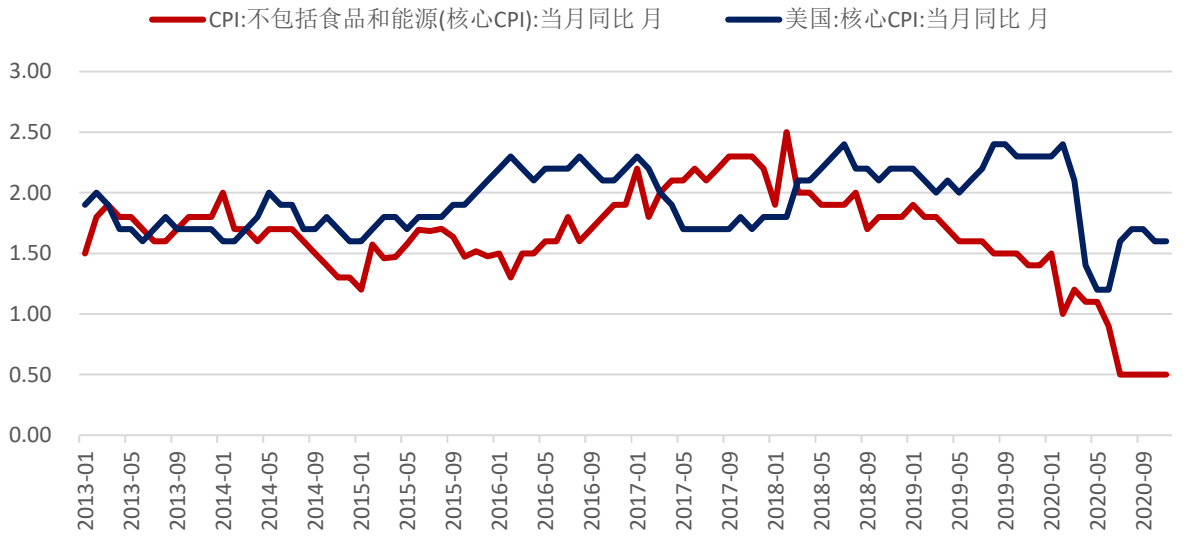
图：国际贸易收支和人民币汇率之间的关系



数据来源：wind 国信期货

从核心通胀率的角度来看，由于中美货币政策的不同步，中国当前的核心通胀率低于美国，说明当前人民币代表的实际价格相较于美元更高，降低了中国在国际市场上的出口商品和劳务成本，增加了中国的外汇收入，推动人民币升值。而 2021 年大概率中美两国的货币和财政政策不会发生方向性的改变，核心通胀率的背离或将在 2021 年持续推动人民币的强势。

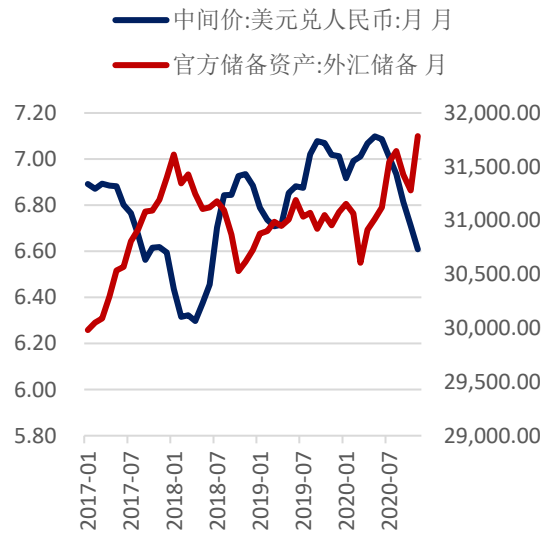
图：美国核心通胀率由于中美两国核心通胀率不同而出现了分岔



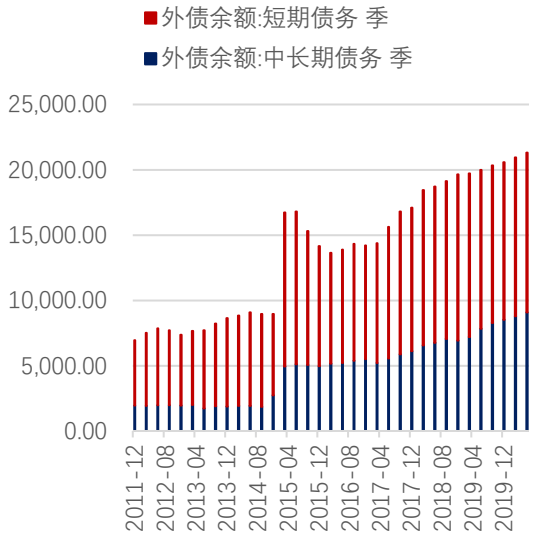
数据来源：wind 国信期货

从外汇储备的角度来看，一般来说，一个国家货币稳定与否，在很大程度上取决于这个国家的外汇储备所能保证的外汇流动性。当前我国外汇储备充足，并且出现了持续上升的情况，在一定程度上支持人民币汇率的升值，增强了人民币汇率的稳定性。同时较高的外汇储备也意味着人民币资产的吸引力在增强，并且由于国内疫情控制的程度和经济恢复的程度较好，持续吸引外资进入中国市场，人民币资产逐步成为外资投资的“避风港”，同时我们也注意到近期银行代客结汇顺差持续扩大，也反映出了企业对于人民币汇率的预期较为稳定，进一步支撑人民币汇率的升值。

图：外汇储备和人民币汇率成反比



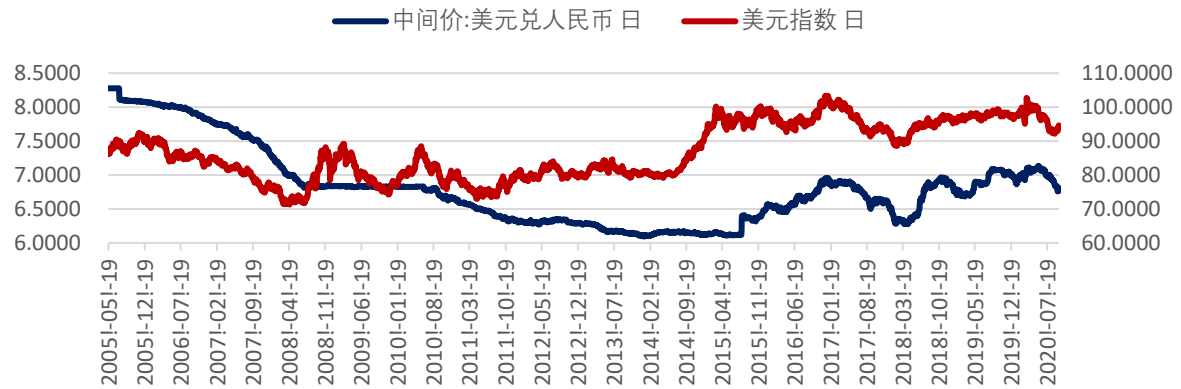
图：外债余额持续增加



数据来源：wind 国信期货

从人民币汇率的组成来看，人民币汇率指数主要参考三个指标：外汇交易中心正式发布的 CFETS 人民币汇率指数，国际清算银行货币篮子（BIS）和国际货币基金组织 SDR 货币篮子。其中 CFETS 的美元权重 22.4%，BIS 中美元权重 17.8%，SDR 中美元权重 46.85%。所以通过了解人民币汇率指数的构成，我们发现美元的走势对于人民币汇率来说至关重要。对于美元来说，当前美联储无上限的财政刺激计划以及非常规货币财政政策带来的负溢出效应，或将持续推动美元的贬值。这对于 2021 年人民币汇率的升值来说也增添了一份助力。

图：人民币汇率和美元走势



数据来源：wind 国信期货

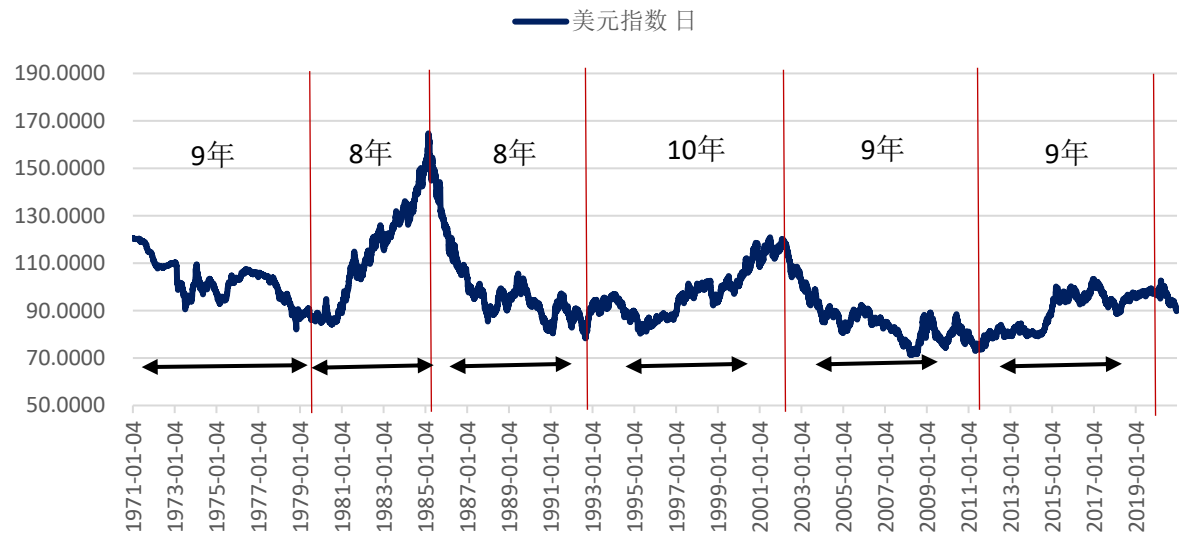
总体来看，从分析影响人民币汇率的 5 个重要因素（中美利差、国际收支、通胀水平、外汇储备以及人民币汇率的构成机制）来看，疫情带来的中美货币政策不同步是支撑 2020 以及 2021 年人民币汇率强势的核心因素，但一旦疫情出现好转，则这个支撑 2021 年人民币汇率的升值因素或将消失，人民币的强势或难以维持，提醒投资者注意风险。

三、2021 年大宗商品周期

3.1 美元周期

从美元的角度来看，从 1970 年开始美元指数每 8 年左右会有一轮趋势性行情，上一轮美元指数的行情从 2011 年开始，经历了 9 年左右的上升行情，从 2020 年开始正式进入了美元回落的行情，预计从长周期角度来看，美元 2021 年依然在下行的趋势性行情中。

图：美元指数周期

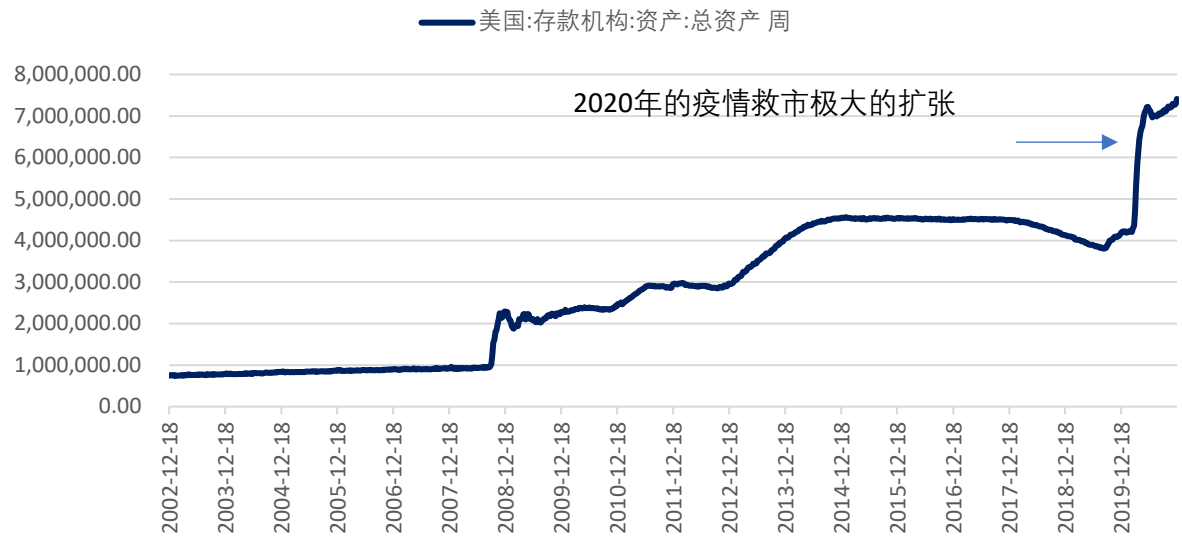


数据来源：wind 国信期货

面对突如其来的疫情，美联储也使用了史无前例的宽松刺激政策，此次救市行动被视为有史以来最为激进的救市行动。根据美联储前主席伯南克对于非常规刺激政策分类的角度来说，一般分为 4 步：1、将基准利率降为 0；2、直接购买长期国债压缩利率；3、直接购买风险资产压缩风险溢价以及长期风险利率；4、大规模减税扩张财政支出（直升机撒钱）。2008 年金融危机的时候美联储只采用了前 3 种方式救市，但是 2020 年是美国政府 90 年以来首次通过 4 种方式全面增加货币的供应量，分别是从财政部通过经济刺激和 PPP 贷款注入约 3 万亿美元的直接财政刺激、通过调整联邦基金利率实行“零利率”的政策，、通过 QE 政策购买国库券直接扩张美联储的资产负债表，使用直升机撒钱的方式将 2500 亿美元的现金补助直接发放给美国公民。这样的行为也使得 2020 年美联储的 M1 的供应量增长了 40%，并使得美联储的资产负债表出现了极速扩张，创出了 2008 年金融危机以来的新高。但值得注意的是，2020 年的救市举动不同于 2008 年，2008 年的 3 轮 QE 可以通过刺激计划的逐步推出从而缩小美联储的资产负债表，但是由于 2020 年美联储使用了直升机撒钱的刺激政策，这种救市行为将使得货币永久的留在资产负债表中，造成资产负债表的永久性扩张。虽然美联储的救市举动拯救了美国市场的流动性，但是从另外一个角度来说，这个举动也间

接的造成了美国货币信用内生性的下降，即带来美元的贬值。所以从美元自身的长期下行的周期以及大规模经济刺激计划的角度来说，预计 2021 年美元大概率是下行的走势。

图：美联储资产负债表

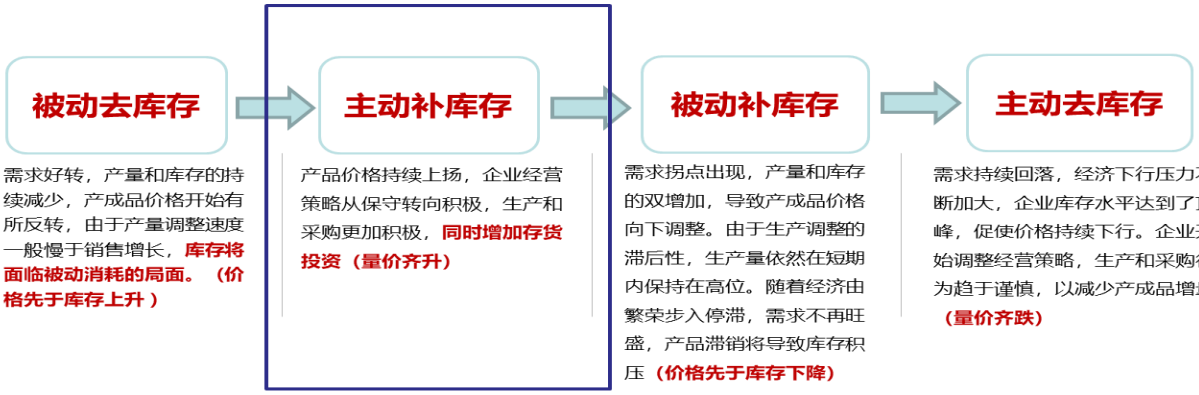


数据来源：wind 国信期货

3.2 大宗商品周期

在中国大宗商品市场中，库存周期对于价格的指导作用比较明显。**研究库存周期的目的是为了寻找价格阶段性的高点和低点。**库存周期被划分为被动去库存，主动补库存，被动补库存和主动去库存四个阶段。**当经济复苏时，**需求好转，产量和库存的持续减少，产成品价格开始有所反转，由于产量调整速度一般慢于销售增长，库存将面临被动消耗的局面，企业进入被动去库存阶段。**当经济繁荣时，**产品价格持续上扬，企业经营策略从保守转向积极，生产和采购更加积极，同时增加存货投资。此时，企业进入主动补库存阶段。**当经济衰退时，**需求拐点出现，产量和库存的双增加，导致产成品价格向下调整。由于生产调整的滞后性，生产量依然在短期内保持在高位。随着经济由繁荣步入停滞，需求不再旺盛，产品滞销将导致库存积压，此时，进入了被动补库存的阶段。**当经济萧条时，**需求持续回落，经济下行压力不断加大，企业库存水平达到了顶峰，促使价格持续下行。企业开始调整经营策略，生产和采购行为趋于谨慎，以减少产成品增量，进入了主动去库存的阶段。

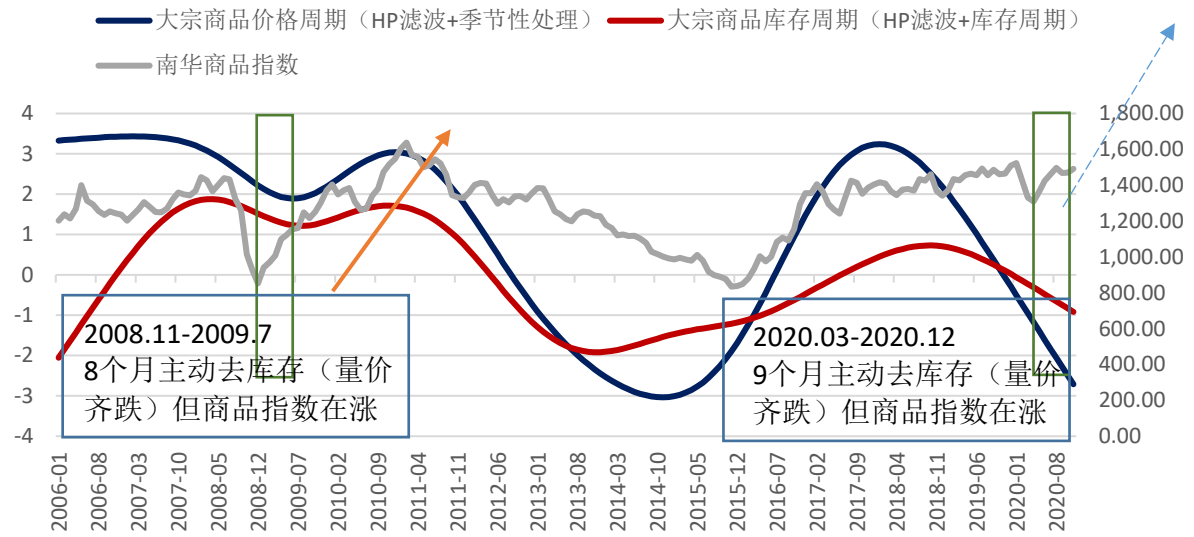
图：库存周期的四个阶段



数据来源：wind 国信期货

从大宗商品周期的角度来看，我们当前大宗商品的库存周期以及宏观环境都与 2008 年末较为相似。通过观察 2006 年至今的大宗商品库存周期数据，绝大多数时间商品指数和库存周期基本是同向的走势，即大宗商品在主动去库存周期的时候（库存周期和价格周期齐跌），商品的期货价格指数通常也是下跌的，但是当大宗商品在主动补库存周期的时候（库存周期和价格周期齐涨），大宗商品期货价格指数也是上涨的。但是值得注意的是在过去 14 年中，只发生过两次背离的情况，即大宗商品在主动去库存周期的时候（库存周期和价格周期齐跌），商品期货指数出现了上涨，两次时间分别是 2008.11 月-2009.7 月，另一次是当前 2020.03 月-2020.12 月，我们认为出现这样的情况主要是为这两个阶段都处于较为特殊的宏观环境。

图：大宗商品价格以及库存周期与商品指数的比较



数据来源：wind 海关总署 国信期货

2008 年底正值全球金融危机，大多数生产企业由于金融危机导致企业破产市场风险偏好回落，经济下行压力增大，消费动力不足，积压的库存到达顶峰促使价格下行，企业开始调整经营策略，谨慎经营。但是与此同时全球央行开始大规模的救市，大规模流动性的释放以及信贷周期的扩张，市场风险偏好的回升带来了 2008.11-2009.7 月第一轮大宗商品价格的修复行情，而接下来 2009 年 8 月份以后的行情，主要是受到经济修复后主动补库存以及信贷周期扩张的影响。再来看 2020 年大宗商品这波上涨行情，2020 年 3 月到 2020 年 11 月，受到疫情的压制，社会整体需求和企业生产经营活动也出现了一定的回落，所以这段时间大宗商品整体价格的上涨，和 2008 年末类似，主要也是靠全球央行的放水以及流动性的推动。

展望 2021 年，我们认为在经历大宗商品较长时期的主动去库存之后，随着一个较为确定性的国内“需求侧改革”带来的内需增长以及疫情之后外部需求的复苏，叠加国内精准有效不转急弯的货币政策以及海外持续宽松刺激计划带来的信贷扩张周期，2021 年大宗商品所处的宏观环境与 2009 年较为类似，或将迎来一轮主动补库存的行情，2021 年整体大宗商品价格或将维持强势。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，仅为投资者教育用途而准备，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。