

## 2021 年信达期货股指国债年报：“双循环+内生增长”背后的故事

2020 年 12 月 20 日

研究员：吕洁

执业编号：F0269991

投资咨询号：Z0002739

辅助人员：陈艺鑫

联系方式：0571-28132591

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市萧山区宁围街道利一路

188 号天人大厦 19-20 层

全国统一服务电话：

4006-728-728

信达期货网址：

www.cindaqh.com

### 核心要点

#### 1. 全球经济和政治面临百年未有之变局

全球格局方面，我们认为随着我国 GDP 占全球份额扩大，而全球 GDP 的负增长，容易导致未来贸易摩擦将进一步增大。欧洲和日本经济进入“负利率+通缩”的衰退期，而美国经济复苏仍会受到疫情反复爆发的拖累，并且未来 3-5 年美元指数将进入下行周期，而全球大宗商品将迎来上涨周期。

#### 2. 国内 GDP 增长模式重回“消费拉动”

我们认为 2021 年 GDP 将恢复消费拉动增长，上半年将 GDP 增速将大幅上升至 10% 以上，而下半年 GDP 增速将回归 5% 左右的正常水平。

投资方面，我们认为 2021 年投资拉动 GDP 的增长和贡献将大幅下降。原因如下：

(1) 预期房地产投资增速下降：我国贯彻“三条红线”和“房住不炒”的政策；

(2) 预期基建投资增速下降：由于城投债等隐性债务水平远高于地方政府债的规模，杠杆率高企，基建对 GDP 拉动有限；

(3) 预期工业增加值同比增速上半上升，下半年下降。由于焦炉和高炉开工率已经接近历史峰值水平，再加上原材料 PPI 大幅上涨，导致 2021 年工业增加值增速较 2020 年下半年改善的空间不大。

消费方面，我们认为 2021 年随着疫情的消退和抗疫政策的退潮，我国将会重回消费拉动 GDP 增长的模式，虽然 2021 年上半年消费增速高达 16%，但是因 2020 年下半年经济恢复速度较快，2021 年下半年消费增速将回归 9%-10% 的水平。

进出口方面，我们认为 2021 年我国贸易顺差将进一步扩大。进口方面，我们认为随着我国经济的恢复快于全球其他国家，进口方面无较大变化；出口方面，我们认为 2021 年随着全球经济复苏，医疗器械、医用物资等抗疫和“宅经济”相关商品的出口将大幅下降，而农产品、工业品等出口规模将恢复性增加。

#### 3. 预计 2021 年无风险利率先升后降

利率方面，我们认为随着 2021 年上半年货币政策从“托底”到退潮，以及信用的大幅收缩，央行主动加息的可能性较小，2020 年上半年信用供需错配的惯性使利率上升。但是由于社融和 GDP 增速长期处于下降趋势，2021 年下半年无风险利率将重回下降通道。因此，我们认为 10 年期国债期货价格先降后升。

#### 4. 看好 2021 年的上证 50 和沪深 300

股指方面，我们认为疫情加快市场出清，随着行业市场集中度提升，龙头股大幅上涨带动上证 50 和沪深 300 成分股领跑市场，预计 2021 年上证 50 将会维持在 3300-4200 震荡上行，沪深 300 在 4700-5800 震荡上行。

## 目录

一、百年未有之变局，欧日负利率，美国经济复苏延迟 .....	4
1.1. 我国 GDP 占全球份额增大，贸易冲突加剧不可避免 .....	4
1.2. 美国经济复苏强于日本和欧洲，但仍受到疫情拖累 .....	5
1.2.1. 美国经济复苏强于欧洲和日本，但是复苏相对迟缓 .....	5
1.2.2. 欧洲和日本长期进入负利率时代 .....	7
1.3. 欧日通缩，美国温和通胀 .....	7
1.4. 2021 年疫情给经济带来的影响仍然存在 .....	8
1.5. 美元指数进入下行周期 .....	9
二、抗疫经济阶段性结束，我国经济回归常态 .....	11
2.1. 2020 年特殊性的“抗疫经济”不可持续 .....	12
三、2021 年投资对 GDP 拉动作用不大 .....	13
3.1. “杠杆高企+三条红线+需求疲弱”制约 2021 年房地产投资增速 .....	13
3.2. 2021 年基建投资同比增速大概率较 2020 年有所下滑 .....	15
3.3. 工业投资受到大宗商品价格上涨拖累 .....	16
四、2021 年消费拉动占主导，社零恢复性增长 .....	18
五、进出口增长存在较大变数 .....	20
5.1. 2021 年海外经济复苏对中国进口依赖程度下降 .....	20
5.2. 海外经济复苏有利于疫情期间需求锐减产品的恢复 .....	21
六、2021 年将无风险利率将先升后降，利率债价格先跌后涨 .....	21
6.1. 2021 年上半年借贷供需错配，助推无风险利率上升 .....	22
6.2. 2021 年央行主动加息的可能性不大 .....	25
6.3. 信用利差扩大，预计 2021 年社会融资同比增速放缓 .....	25
七、2021 年：龙头股的牛市，上证 50 和沪深 300 持续领跑 .....	27
7.1. A 股从系统性牛市到结构性牛市的转变 .....	27

---

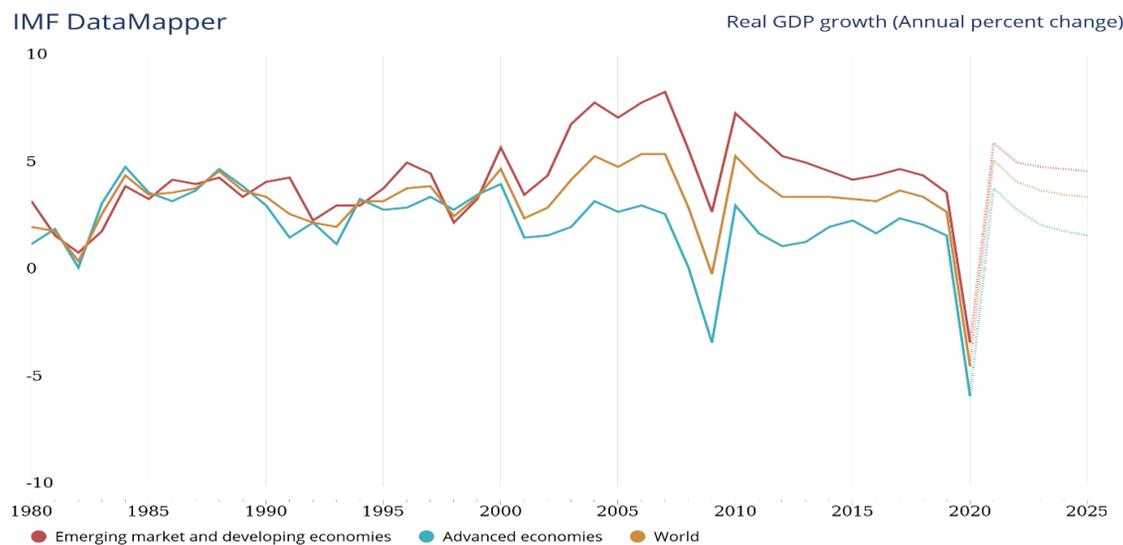
7.2. 美股对 A 股的启示 .....	28
7.3. 产业升级+双循环对支持结构性牛市 .....	30
7.4. 中美利差扩大带动人民币升值，支撑 A 股结构性牛市 .....	31
7.5. 国内 A 股配置需求大幅增加 .....	32
7.6. 预计上证 50 和沪深 300 将大幅上涨 .....	34

## 一、百年未有之变局，欧日负利率，美国经济复苏延迟

### 1.1. 我国 GDP 占全球份额增大，贸易冲突加剧不可避免

我们认为即便没有疫情大规模爆发这一小概率事件的发生，全球经济也即将进入下行周期，未来我国面临的**政治和经济环境不容乐观**。截止 2019 年，全球 GDP 同比增速下降至 2.8%，其中发达国家经济增速仅有 1.8%，而发展中国家 GDP 增速下降至 3.7%，侧面说明即使新冠疫情不在全球范围内大规模爆发，全球经济已经处于 GDP 增速下行的阶段，疫情的大规模爆发只是在 2-3 年内加速了全球经济下降周期的下降速度。

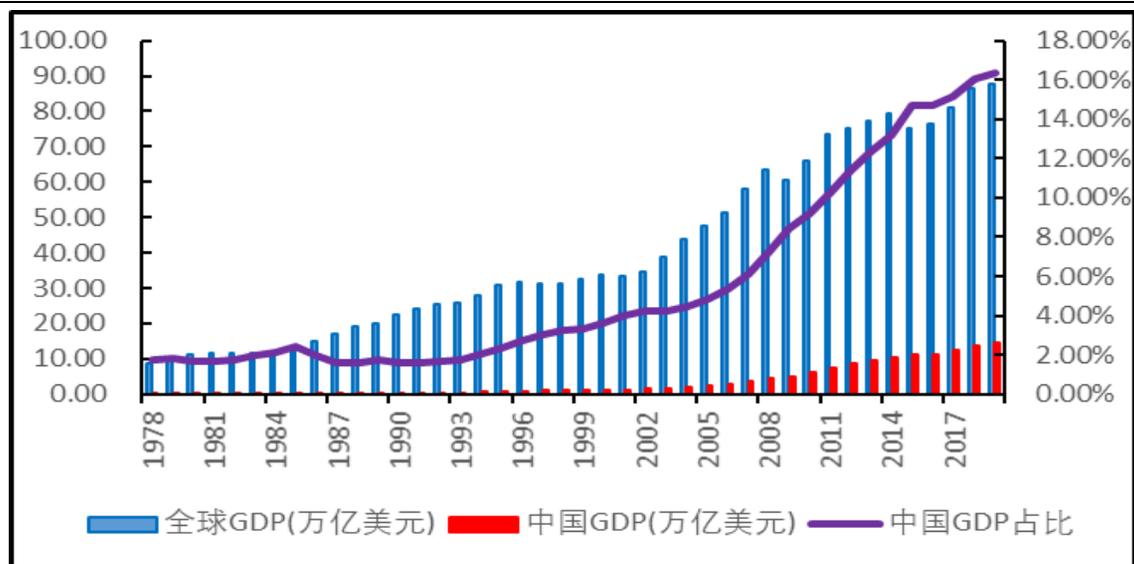
图 1：IMF 预测 2021 年全球经济 GDP 增速大幅复苏



数据来源：IMF，信达期货研究发展中心

另外，根据世界银行的预测，2020 年全球 GDP 增速为-5%，而中国 GDP 因经济复苏超预期逆势增长 2%，中国 GDP 占全球 GDP 的份额将从 16% 上升至 18%，中国在全球经济分配的过程中获得的利益“蛋糕”越来越大。正所谓**人不患寡而患不均**，中国在国际形势上正迎来百年未有之变局，未来长期各国对中国的态度将更加不友好，贸易战和贸易摩擦将会越来越频繁，而中美贸易战仅仅只是一个开始，未来 10 年我国要实现双循环和高科技的突破，任重而道远。

图 2：预计 2020 年中国 GDP 占全球份额将扩大到 18%



数据来源：世界银行，信达期货研究发展中心

## 1.2. 美国经济复苏强于日本和欧洲，但仍受到疫情拖累

我们认为 2020 年全球主要经济体的货币超发必然带来贫富差距的加大，欧洲和日本将长期进入负利率时代，虽然 2020 年疫情冲击下带来的货币超发严重，美国经济复苏预期强于欧洲和日本，但是美国利率上行周期将被推迟。

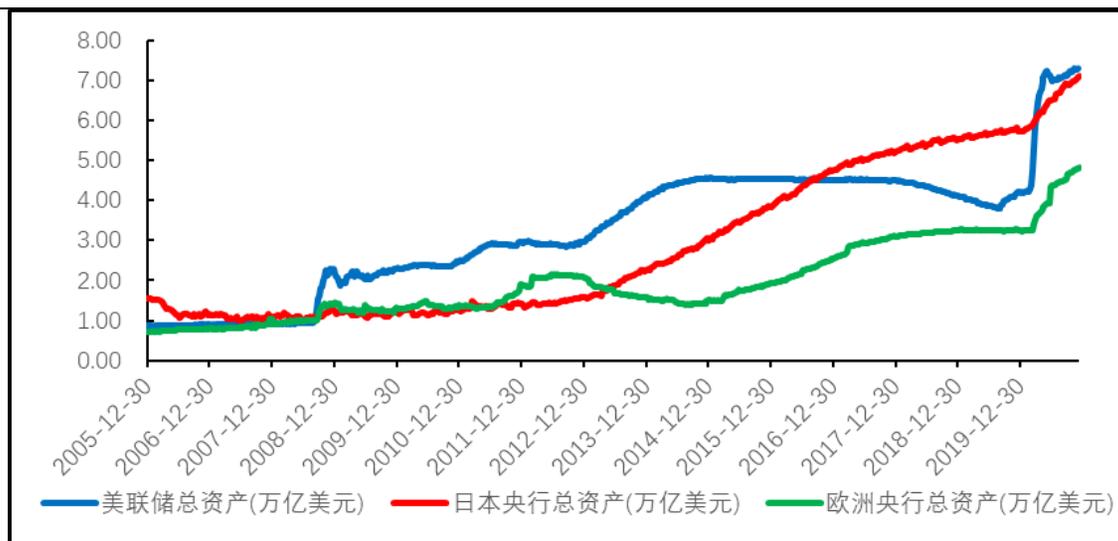
### 1.2.1. 美国经济复苏强于欧洲和日本，但是复苏相对迟缓

一方面，2020 年美联储宽松幅度远超欧洲央行和日本央行。2020 年美国货币超发的额度超过了 2008-2011 年的总和，自 3 月份美国疫情大规模爆发以来，美国 M2 当月同比增速维持在 20%-25% 以上的高位水平，美联储总资产扩张到 70000 亿美元，进而导致美元兑人民币大幅贬值。另外，美股在经过 3 月份以来 4 次熔断杀跌后，道琼斯指数和纳斯达克指数大幅反弹上涨至疫情前的高点，美股反弹幅度远大于欧洲和日本股市的反弹幅度，说明美国经济复苏预期更强。

另一方面，美国长期利率反弹幅度大于短期，说明市场对长期美国经济复苏预期的确定，而短期内对美国经济复苏存在较大的不确定性。但是由于特朗普工作交接过程当中，美国疫情仍然有再一次爆发的可

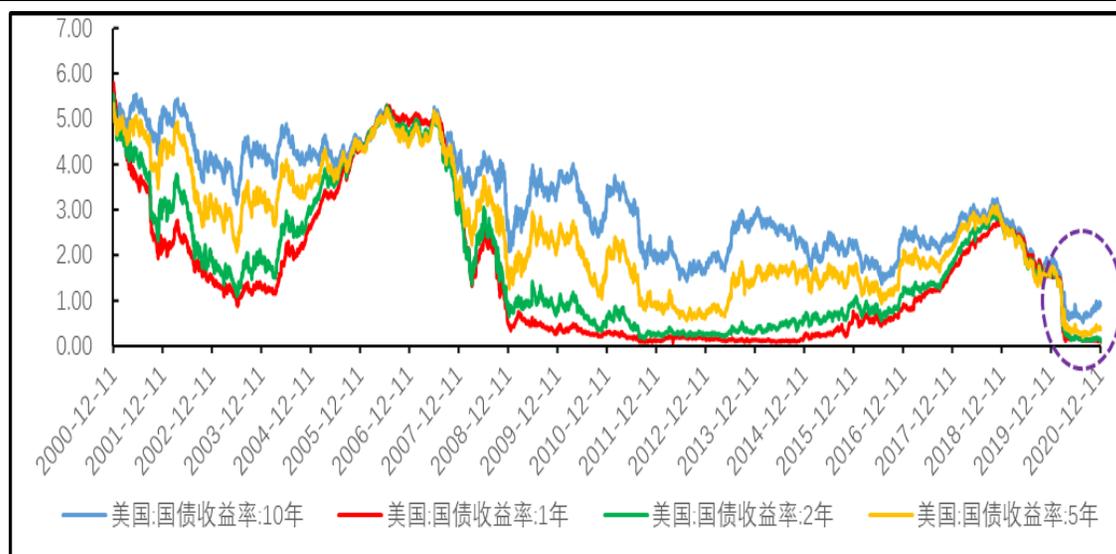
能性，从而拖累美国经济复苏，虽然美国长端利率（10年期国债到期收益率）大幅反弹，但是短期利率（1年期国债到期收益率）仍然相对疲弱。

图 3：2020 年美国货币超发远大于欧洲和日本



数据来源：Wind，信达期货研发中心

图 4：美国短端利率仍处于底部，美国经济复苏被疫情拖累

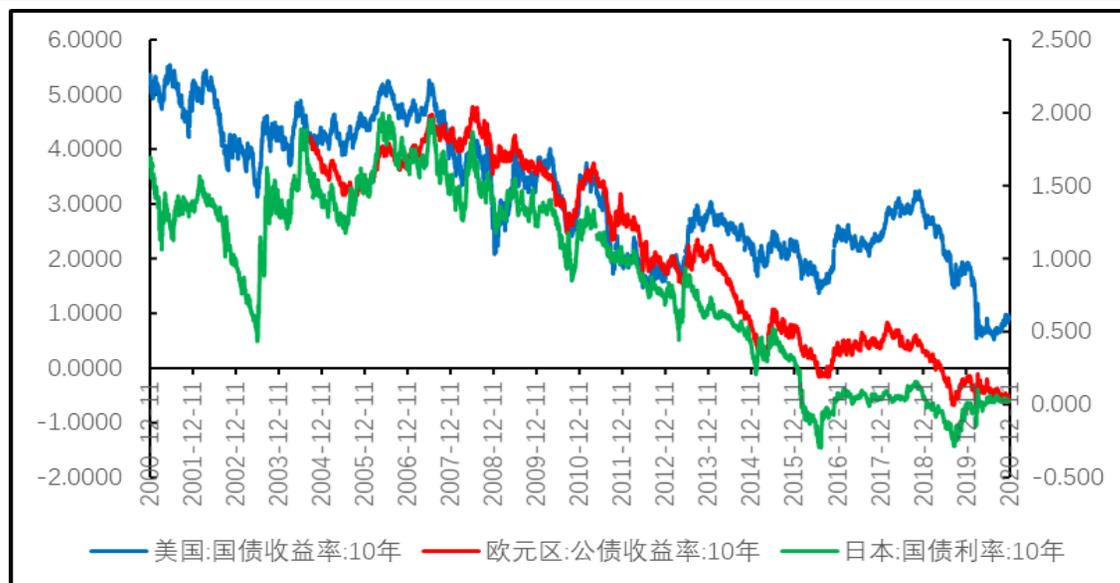


数据来源：Wind，信达期货研究发展中心

### 1.2.2. 欧洲和日本长期进入负利率时代

与美国不同的是，欧洲和日本的经济复苏相对疲弱，其经济长期进入衰退期和负利率时代。在 2020 年 3 月疫情爆发带来恐慌性杀跌后，英国富时指数、法国 CAC 指数、日经指数的反弹幅度远低于道琼斯和纳斯达克，从侧面证明日本和欧洲经济复苏缺乏弹性。

图 5：欧洲日本全面进入负利率时代，美国经济复苏延迟



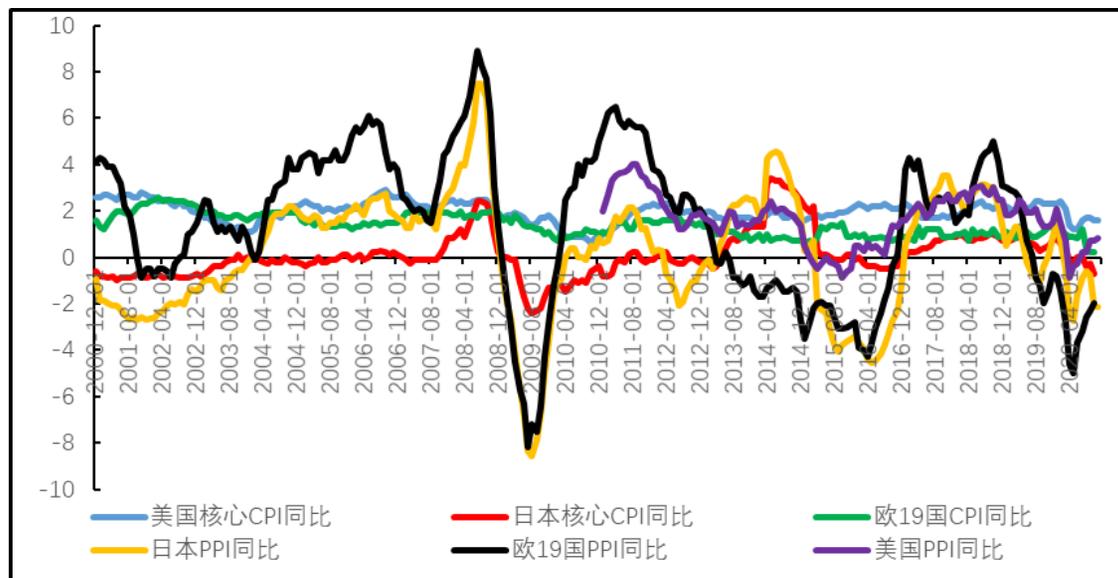
数据来源：iFinD，信达期货研究发展中心

### 1.3. 欧日通缩，美国温和通胀

2020 年欧洲和日本再次大规模量化宽松后，其 CPI 和 PPI 同比增速仍为负值，说明欧洲和日本从 2019 年 7 月起处于通缩状态；而美国虽然在 2020 年经历短暂的通缩，但是很快其 CPI 和 PPI 反弹，但是仍处于历史性的相对低位。

综上所述，我们认为 2021 年欧洲、日本央行和美联储主动加息的可能性不大，美国经济复苏将会迟于预期。

图 6：欧洲日本持续处于通缩状态，美国温和通胀



数据来源：世界银行，信达期货研究发展中心

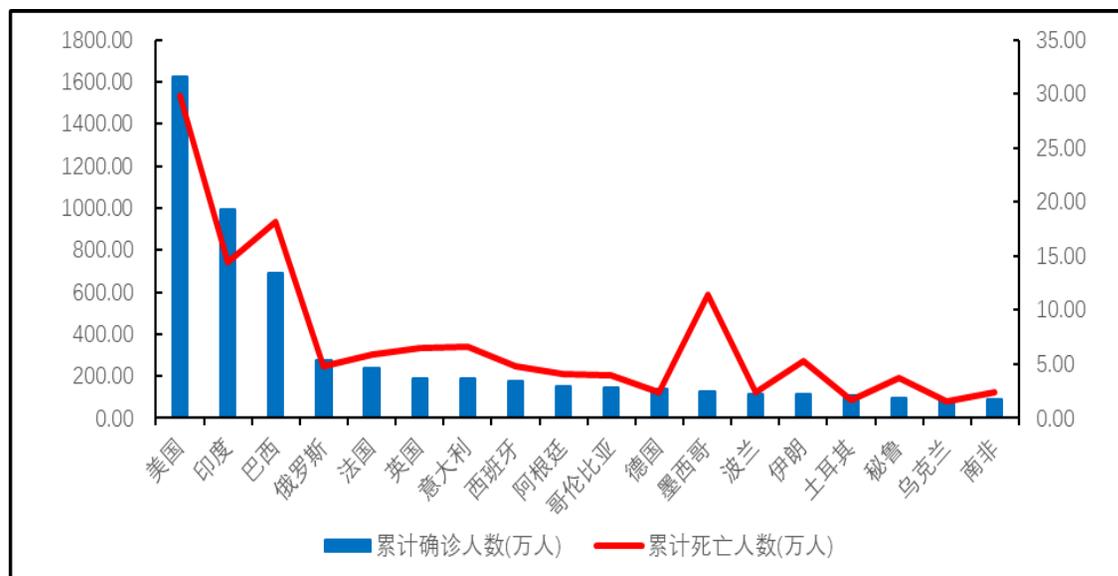
#### 1.4. 2021 年疫情给经济带来的影响仍然存在

我们认为由于海外(特别是欧美国家)疫情的二次爆发,我国难以放开对边境的管控,而旅游业在 GDP 中占比较大的国家(特别是部分欧洲国家)经济难以有效复苏。

从我国的角度看,我国难以放开出入境的管制。由于新冠病毒已经发生变异使得 COVID 的传染率上升,但是病毒的致死率大幅下降,所以我国现有的疫苗针对境外输入已变异病毒的作用不大。即使进行为期 14 天以上的隔离,也难以确定隔离对象是否为无症状感染者。因此,疫情的零星爆发使得我国 2021 年部分区域处于反复管控状态,从而影响这些区域的经济复苏。

从美国的角度看,疫情的反复爆发和失控使得美国经济复苏被不断延迟。美国经济复苏的时点取决于“疫情在什么时候得到有效控制”,由于美国大选的社交隔离做的不到位,截止 2020 年 12 月 16 日,美国近两周单日新增确诊人数均在 20 万人以上,单日新增死亡人数维持在 1 万人以上,相比前 2 个月大幅提升,美国疫情处于更加剧烈的失控状态。

图 7：海外疫情反复爆发和



数据来源：世界银行，信达期货研究发展中心

### 1.5. 美元指数进入下行周期

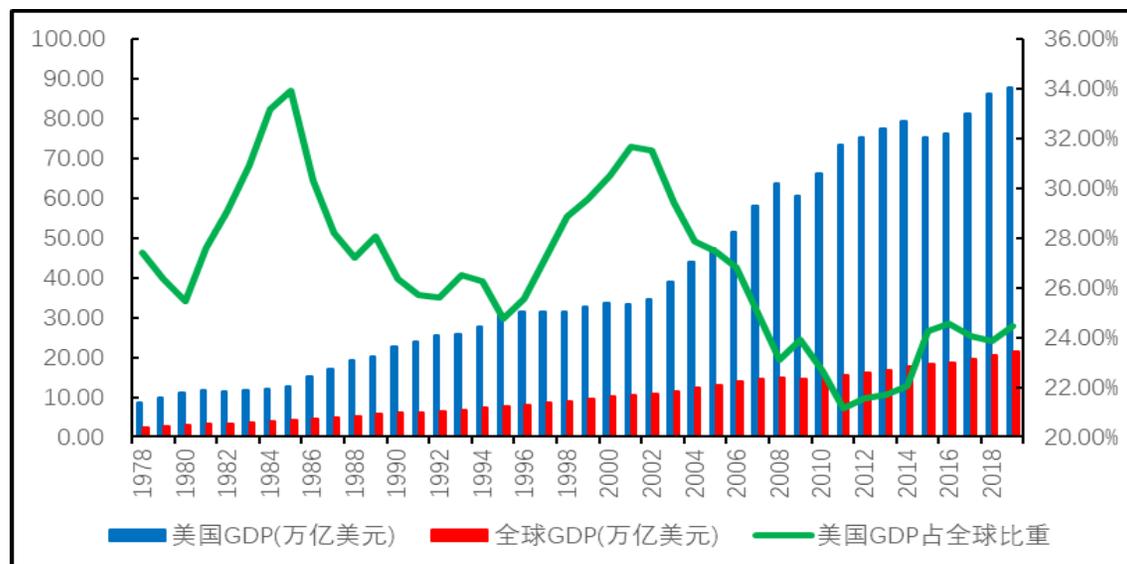
我们认为美元指数将在未来 3-5 年进入下行周期。

一方面，美国利率和 CPI 通胀长期处于下降趋势，且美国 GDP 占全球比重呈下降趋势。从 1985 年至 2019 年，美国 GDP 占全球 GDP 比重从 1980 年的 34% 下降至 2019 年的 24.44%，再加上美国 10 年期国债利率的下降伴随着 GDP 增速的大幅放缓，导致在新冠疫情的冲击下，美国经济下行压力增大，使得美元指数走弱。

另一方面，长期贸易逆差使美元指数长期走弱。美国长期处于贸易逆差状态导致美国对进口外国商品（特别是中国、东南亚等）的依赖性越来越强，对外汇的需求长期是增加的，进而使得美元长期兑一揽子货币贬值。如图 9 所示，美元指数从 1980 年至今每一次高点都是越来越小，而最近 4 年中美贸易战只是让美元指数最新高点仅为 102.69，远低于 1984 年和 2001 年的高点。

更重要的是，美元指数走弱必然伴随着国际大宗商品价格的上涨，我们认为未来 3-5 年国际大宗商品（特别是铁矿石和有色金属等）将进入上涨周期。

图 8：美国占全球 GDP 比重处于下降趋势



数据来源：Wind，信达期货研究发展中心

图 9：美元指数步入下行周期，国际大宗商品走强



数据来源：Wind，信达期货研究发展中心

## 二、 抗疫经济阶段性结束，我国经济回归常态

我们认为 2021 年我国经济将回归常态，2020 年基建投资拉动增长的模式暂告一段落，2021 年我国 GDP 将重回以“消费拉动+制造业恢复”为主导的模式。

一方面则是体现在《十四五规划》重点突出以“内循环+产业升级”为主导的经济模式，在疫情的影响下淡化 GDP 增速目标。我们认为其主要依据有以下几点：

- (1) 房地产投资方面，政府恪守“三条红线”，坚持“房住不炒”；
- (2) 基建投资方面，因地方城投债等隐性债务规模远超于地方政府的债务规模，杠杆率高达 270%，因此基建投资增加在 2021 年不具备可持续性，并且为信用债埋下大量风险和隐患；
- (3) 制造业方面，2020 年三季度和四季度制造业积极补库存推动以铁矿石、焦炭、铜、铝等高度依赖进口的上游原材料大宗商品价格大幅上涨，制造业恢复预期增加，但是 2021 年随着疫情恢复，受到原油、铁矿等上游原材料成本的激增，成本推动对工业增加值的拉动将受到制约；
- (4) 消费方面，由于各行各业的线下实体店的恢复，再加上居民可支配收入的增加将会大幅刺激 2021 年消费的增长，居民杠杆的提升则相对有限，对 2021 年我国社零规模影响不大；
- (5) 进出口方面，我们认为纺织品、医疗器械、机电设备等防疫和“宅经济”相关的商品出口在 2021 年将少于 2020 年，而农产品、钢材等出口规模将在 2021 年随着美国疫情逐步被控制而恢复性增加；
- (6) 政府开支方面，由于我国政策逐步常态化，财政刺激政策边际收紧基调维持不变，再加上预期赤字水平的下降，政府采购和开支在 2021 年增幅有限。

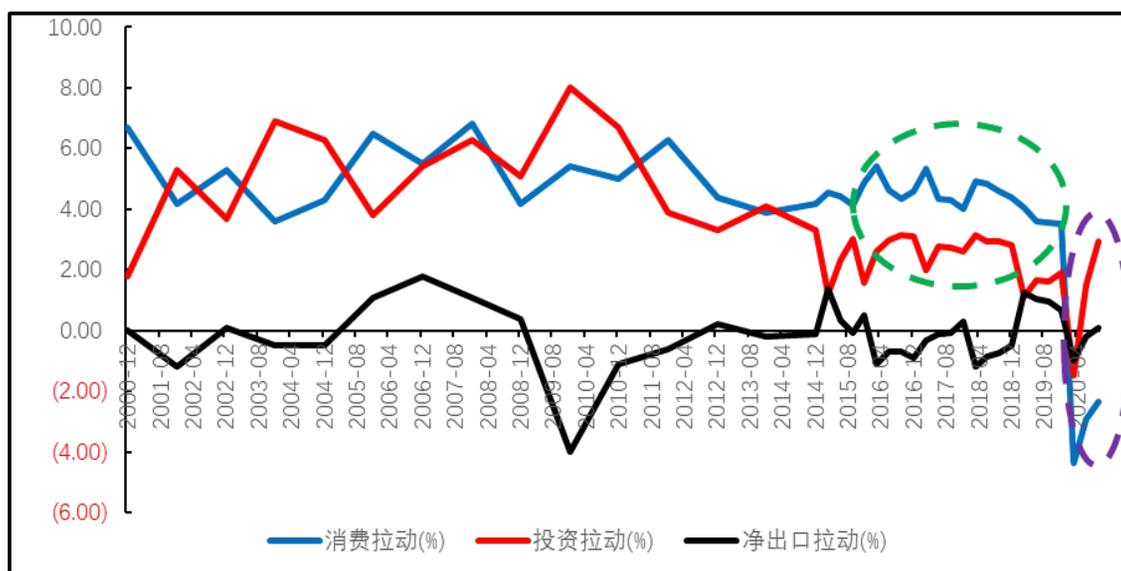
另一方面体现在我国货币政策的边际收紧，我国相关贷款托底政策大幅退潮。随着疫情的阶段性结束，2020 年三季度和四季度我国经济逐步回归常态，货币政策和财政政策从“宽松”转变为“中性”，只要疫情二次大规模爆发、战争等小概率事件不发生，政策边际收紧在 2021 年已成定局。2020 年一季度和二季度社融的大幅增加仅仅只是由抗疫经济的特殊性引起的，抗疫经济的结束意味着社融增速将在 2021 年大幅下降，从而带动 2021 年一季度和二季度国债收益率下降。

## 2.1. 2020 年特殊性的“抗疫经济”不可持续

回首 2020 年，受到新冠疫情的冲击，我国政府采取了宽松的货币政策和财政政策，并且加大了各个省基建投资的力度，从而稳住 GDP 增长，以实现“2020 年全面建成小康社会”的目标，但是消费仍持续疲弱。2020 年一季度 GDP 增速为-6.8%，二季度和三季度实现 V 型反转，分别实现 GDP 增速 3.2%和 4.9%，其中投资拉动 GDP 增速分别为 1.5%和 2.96%。相比之下，消费在受到疫情冲击以后持续疲软，尤其是线下消费大幅下降，2020 年二季度和三季度消费对 GDP 增速的拉动仅为-2.9%和-2.36%。进出口对 GDP 增速拉动则处于居中地位，2020 年三季度进出口对 GDP 增速拉动由负转正达到 0.1%。

我们认为伴随着辉瑞、中国国药等新冠疫苗的持续推出，疫情在四季度大规模二次爆发的可能性不大，2021 年伴随着消费（尤其是线下消费）的恢复，伴随着全球经济的复苏，我国 GDP 增长将重回 2015-2019 年“消费拉动增长”的模式，并且贸易顺差将大幅增加。我们将在本文第 3 章至第 5 章对此做进一步的阐述和论证。

图 10：预计 2021 年将重返以消费拉动 GDP 增长的模式



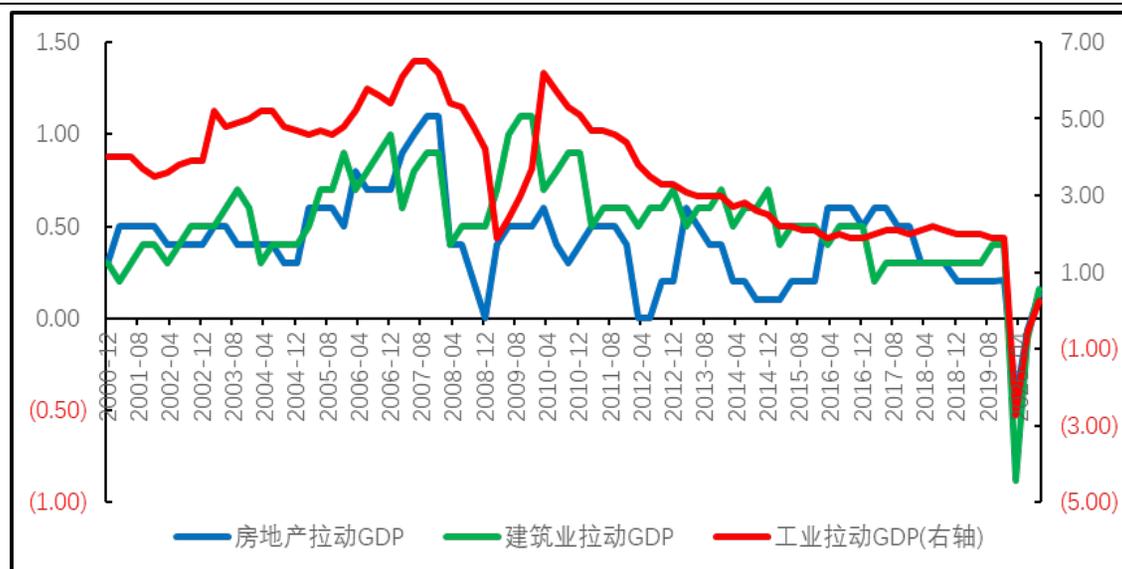
注：绿圈指以消费拉动为主导的模式，紫圈指抗疫经济以投资拉动为主

数据来源：Wind，信达期货研究发展中心

### 三、2021 年投资对 GDP 拉动作用不大

我们认为 2021 年我国投资拉动 GDP 同比增速回落是大势所趋。房地产方面，中央和各地方坚持“三条红线”，坚持“房住不炒和因城施策”，再加上房地产在贷款、债券和信托等维度的杠杆率持续攀升，2021 年房地产投资增速放缓是大概率事件；基建投资方面，2016-2020 年基建投资规模基本保持不变，然而地方城投债等隐性负债规模远远高于显性负债规模，导致 2021 年地方性城投债的到期偿还压力大幅提升，从而制约基建投资难以加速增长；制造业方面，虽然开工率的提升反映制造业投资增加，但是原材料大宗商品价格的大幅上涨使得制造业投资对 GDP 增长的拉动有限。

图 11：房地产、基建、工业同比增速三四季度由负转正



数据来源：Wind，信达期货研究发展中心

#### 3.1. “杠杆高企+三条红线+需求疲弱”制约 2021 年房地产投资增速

近 5 年来，我国政府通过一系列政策遏制房地产投资，并且于 2020 年 8 月提出了对房地产公司的“三条红线”，对房地产公司扩张资产负债表拿地和短期现金周转提出了更加严格的监管要求，再加上 2019 年 9 月颁布的“提前下达的专项债不得用于投资房地产相关领域”，2021 年房地产投资增速大概率将会进一步放缓。

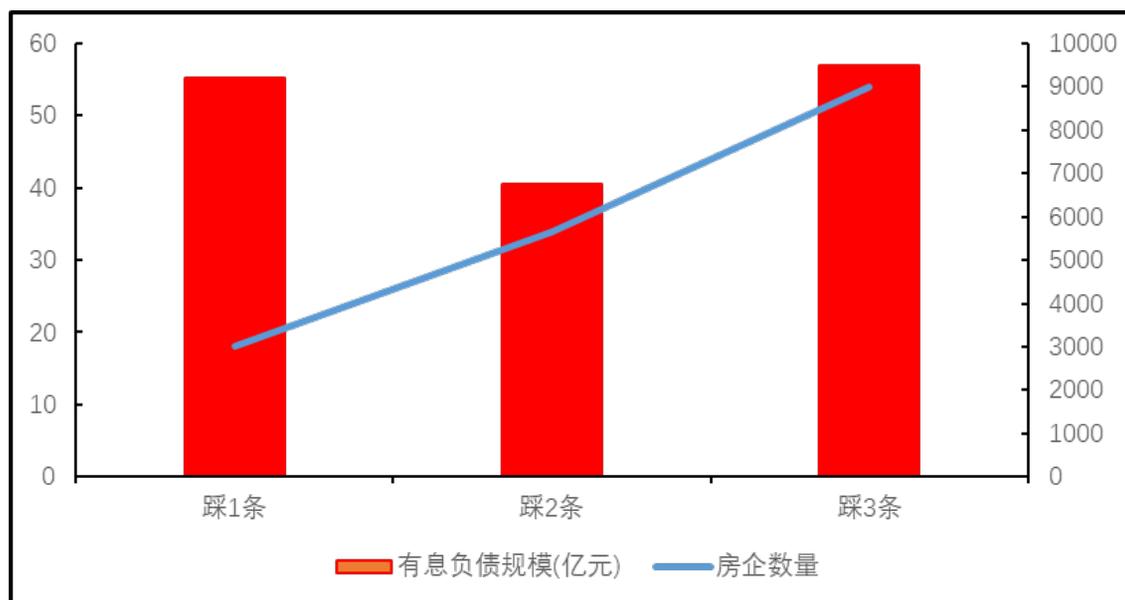
表 1：国家对房地产投资遏制的总基调不变

颁布时期	房地产政策	
201603	因城施策去化房地产库存	
201612	坚持“房住不炒”	
201907	不将房地产作为经济刺激的手段	
201909	提前下达的专项债不得用于房地产相关领域	
202008	红线1	剔除预收账款后资产负债率>70%
	红线2	净负债率>100%
	红线3	现金短债比<1

数据来源：中国政府网，信达期货研究发展中心

另外，房地产企业调整压力较大。从沪深两市房地产上市公司来看，“三条红线”中不满足一条、两条和三条的房地产企业分别有 19 家、34 家和 55 家，截止 2020 年三季度，踩红线的三类房地产上市公司有息负债的增速分别为 6%、13%和 15%，后两类显著高于监管要求的 5%和 0%的限制，调整压力较大。

图 12：沪深房地产上市公司踩线严重，杠杆高企

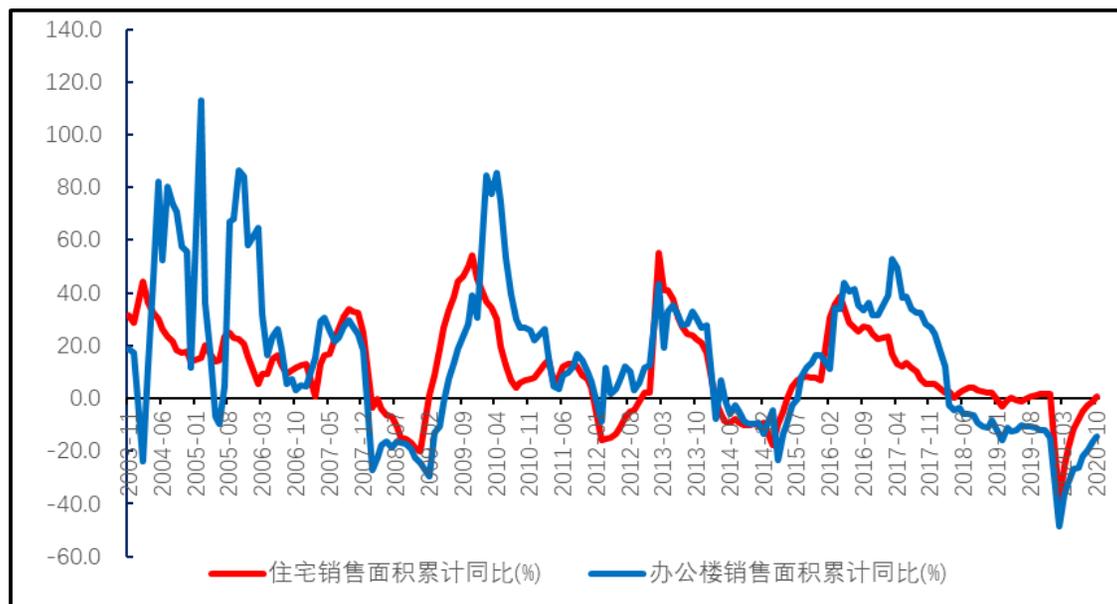


数据来源：Wind，信达期货研究发展中心

房地产写字楼需求不足，线下实体经济和中小企业恢复相对疲弱。从 2017 年 12 月到 2020 年 10 月，写字楼销售面积同比增速低于住宅销售面积同比增速，截止 2020 年 10 月，写字楼销售面积同比增速仍维

持-16%的负增长，而住宅销售面积同比增速由负转正。

图 13：线下经济的冲击恢复不足，写字楼仍同比增长-16%

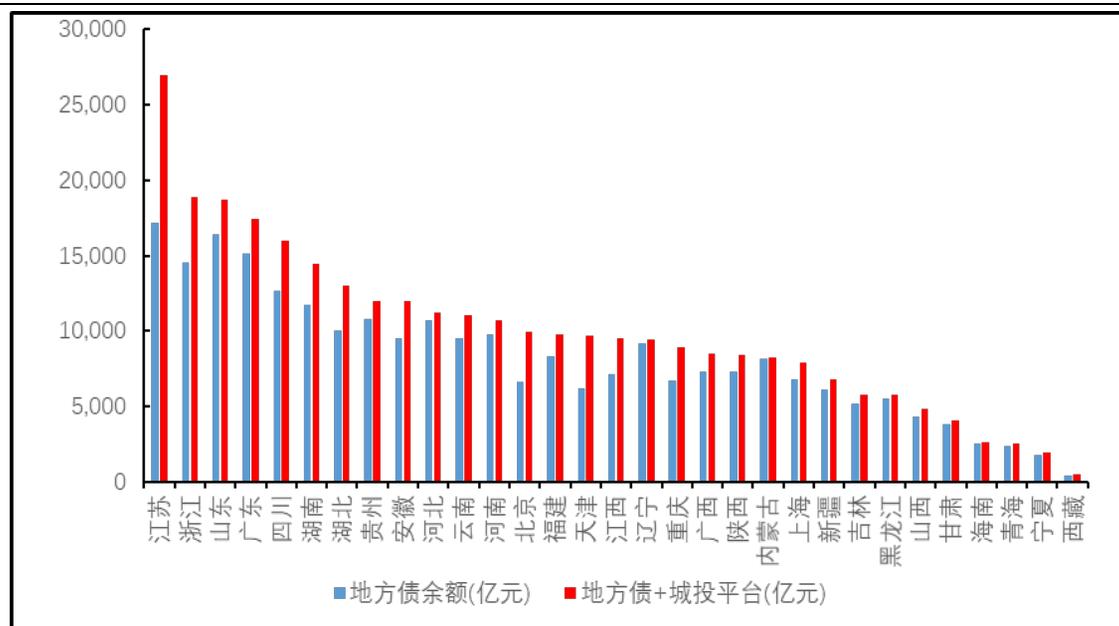


数据来源：Wind，信达期货研究发展中心

### 3.2. 2021 年基建投资同比增速大概率较 2020 年有所下滑

2021 年基建投资增速大概率将会放缓，主要原因是地方隐性负债高企的将会导致基建投资在 2021 年同比增速较 2020 年大幅下滑。如图 11 所示，华东、华南、中部各省的隐性债务高企，部份省市和自治区的城投债余额已经超过了地方政府债的余额。因此，2021 年基建投资同比增速对 GDP 增长的贡献额度与 2019 和 2020 年不会出现太大变化，但是其对 GDP 的拉动作用将大幅减弱。

图 14：地方政府隐性债务高企，城投平台有息负债制约 2021 年基建投资



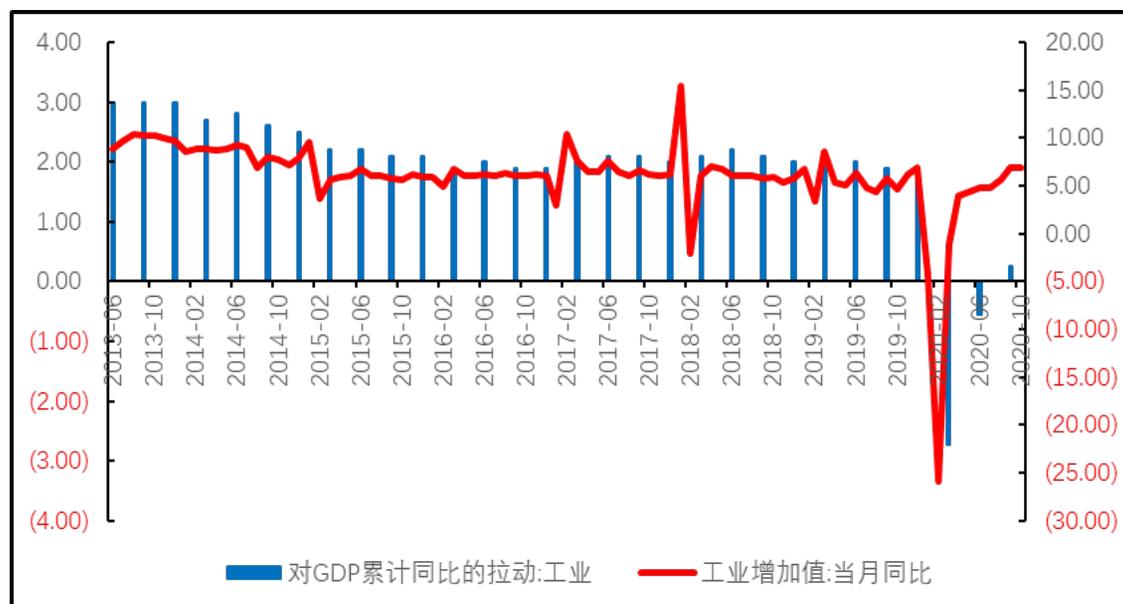
数据来源：Wind，信达期货研究发展中心

### 3.3. 工业投资受到大宗商品价格上涨拖累

我们预计 2021 年工业增加值同比增速将维持在 2019 年的 4%-5%。一方面，工业企业利润总额同比增速已经大幅改善，但继续改善的空间有限，2020 年 10 月我国工业企业利润总额同比增加 25%，由于工业企业存在比较显著的周期性，利润总额进一步改善的空间较小；另一方面，我国规模以上企业高炉和焦炉的开工率已经恢复到历史高位水平，进一步提升的空间有限，从而导致工业增加值同比增长的幅度难以大幅改善。

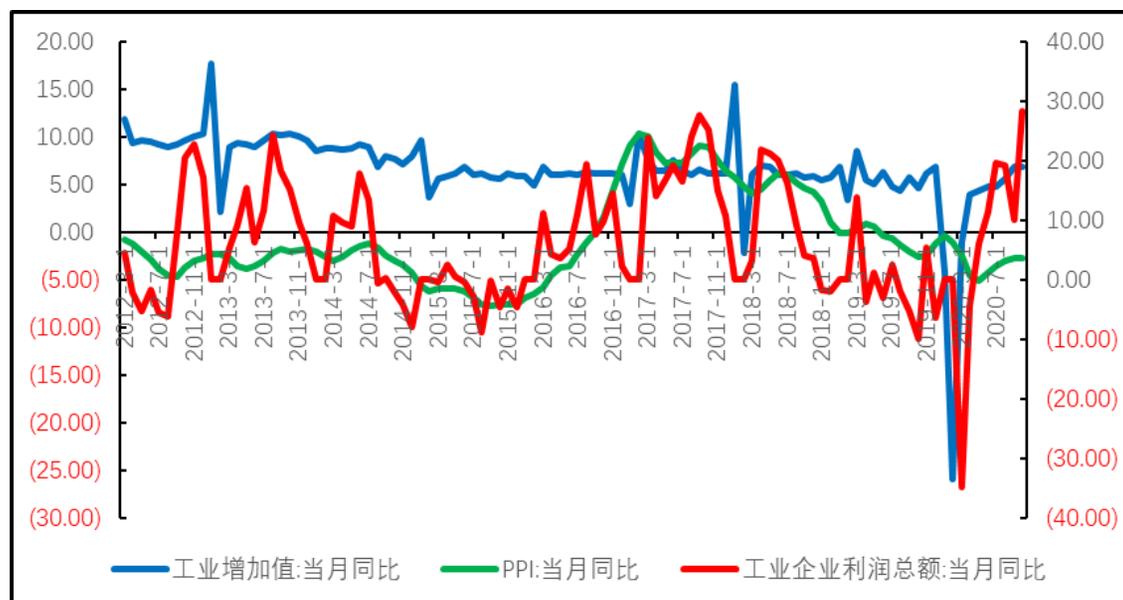
更重要的是，由于供需关系的严重错配，导致焦煤、焦炭、铁矿石、铜、铝等原材料价格大幅上涨，从而使得工业企业利润下行的压力较大，在开工率基本恢复的情况下（假设工业增加对 GDP 的贡献在 2021 年维持在 30%左右），2021 年工业增加值对 GDP 的拉动作用边际减弱。

图 15: 工业增加值对 GDP 拉动不足



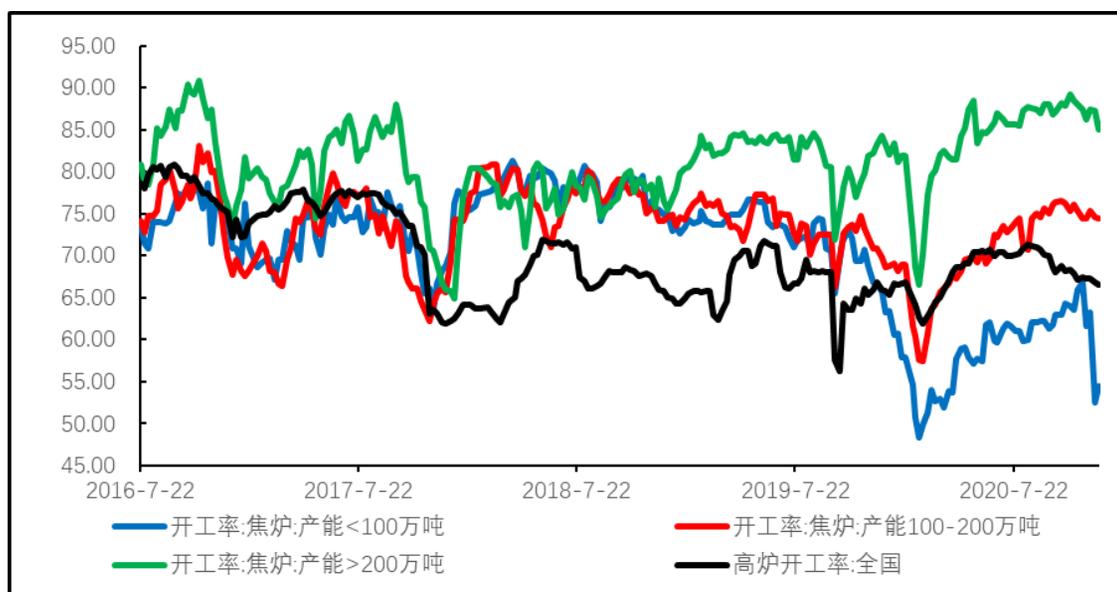
数据来源：Wind，信达期货研究发展中心

图 16: 2021 年下半年工业利润增速受到 PPI 拖累



数据来源：Wind，信达期货研究发展中心

图 17：2021 年开工率提升的空间不大



注：受到环保政策和供给侧改革的影响，由于规模以下企业破产，其开工率不足以参考

数据来源：Wind，信达期货研究发展中心

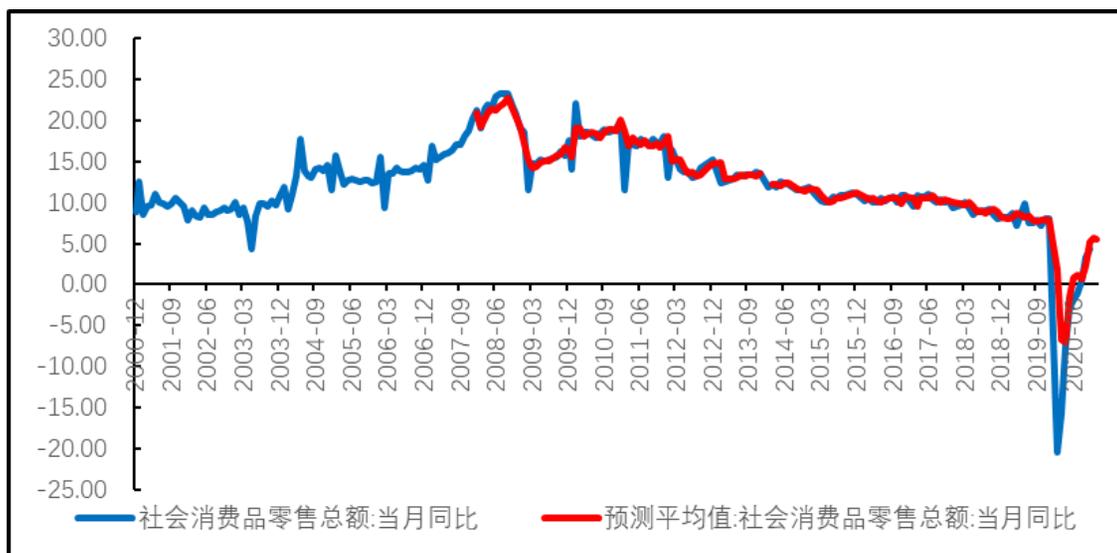
#### 四、2021 年消费拉动占主导，社零恢复性增长

我们认为 2021 年随着疫情的消退和抗疫政策的退潮，我国将会重回消费拉动 GDP 增长的模式，虽然 2021 年上半年消费增速高达 16%，但是因 2020 年下半年经济恢复速度较快，2021 年下半年消费增速将回归 9%-10% 的水平。一方面，我国消费总支出同比增速与 2019 年相差不大，假设维持 2019 年对 GDP 增速贡献 57%-65% 左右的情况下，根据目前市场一致预期 2021 年社会零售总额同比增长 15.9%，GDP 同比增速 8%，则消费对 GDP 拉动 4.5%-5% 左右。另一方面，由于我国人口结构、消费习惯、特征等影响消费的主要因素并没有发生明显改变，受到疫情的影响和冲击，我国居民消费水平增速将继续持续放缓到 8% 以下，从而制约 2021 年下半年消费增长。

根据 2020 年 9 月和 10 月的最新数据，我国社会零售总额同比增速分别为 3.3% 和 4.3%，9 月强于预期，10 月不及市场预期。说明疫情对相关制造业和服务业（尤其是线下消费实体）的影响仍旧存在，并且

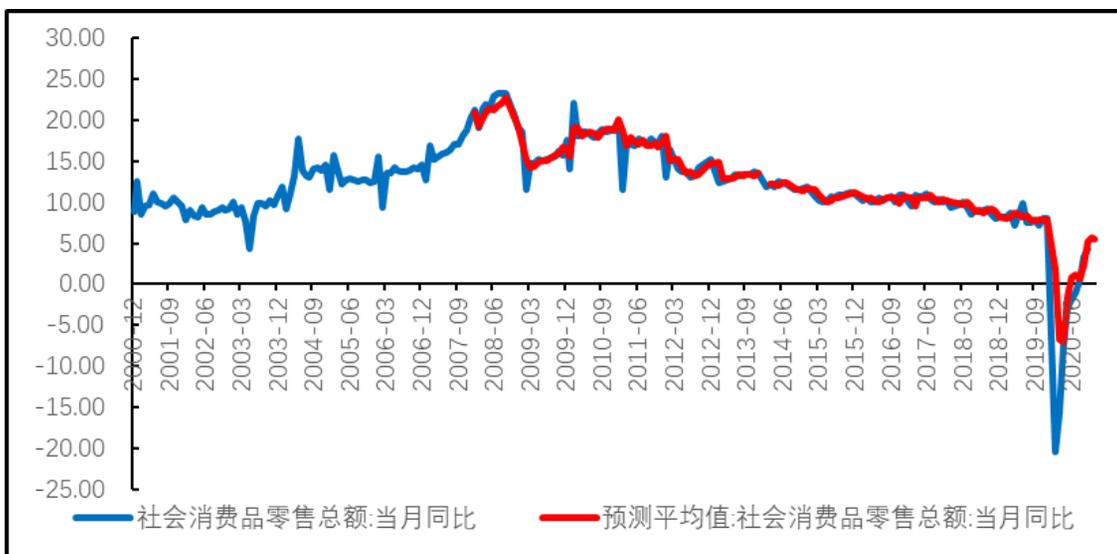
伴随着大量实体店的破产仍然没有带动消费的恢复。

图 18：2021 年社零上半年消费大幅改善，但下半年将回归常态



数据来源：Wind，信达期货研究发展中心

图 19：居民可支配收入增速放缓，制约 2021 年下半年消费增长



数据来源：Wind，信达期货研究发展中心

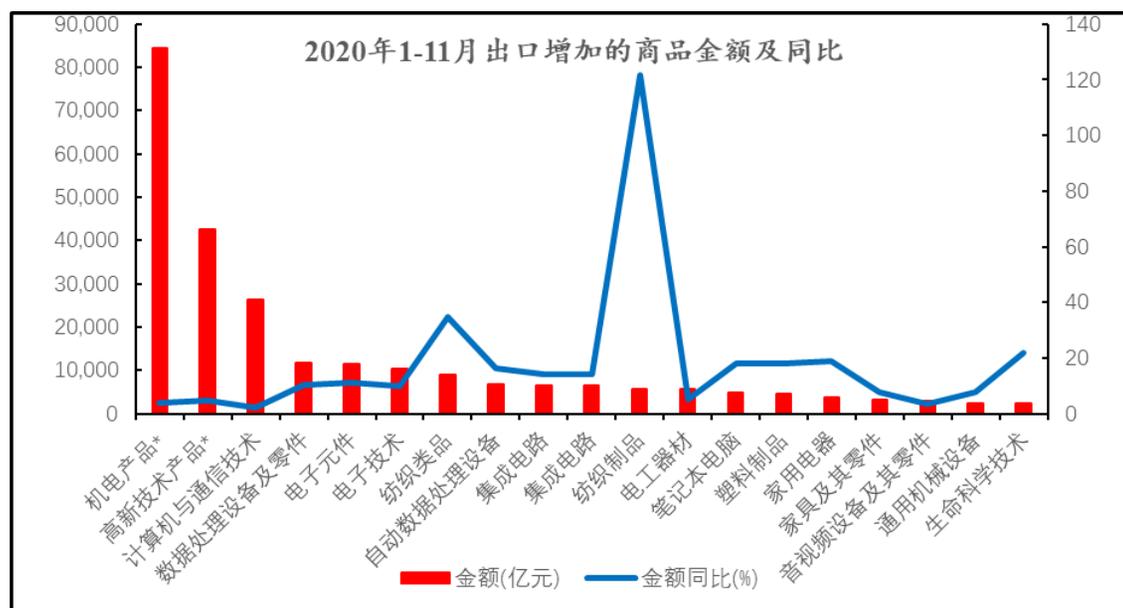
## 五、进出口增长存在较大变数

我们认为 2021 纺织品（包括口罩等防疫物资）、机电产品、罐头和纸浆等与疫情“宅经济”高度相关的商品出口规模将会大幅下降，而其他在 2020 年因疫情出口规模大幅下降的商品（如农产品、手机、钢材等）在 2021 年出口量将会恢复性增长。

### 5.1. 2021 年海外经济复苏对中国进口依赖程度下降

我们认为 2021 年我国出口结构将会改变。一方面，海外在疫情期间对中国进口依赖程度较高的商品（如医药物资、罐头制品、医疗器械等）的需求量将会大幅下降，2019 年相关商品占我国出口总额的 30%，所以相关防疫需求较大的产品在 2021 年出口总额将会大幅拖累出口总额的增长。

图 20：机电产品、防止制品等与防疫和“宅经济”相关的商品在 2020 年出口总额大幅增长

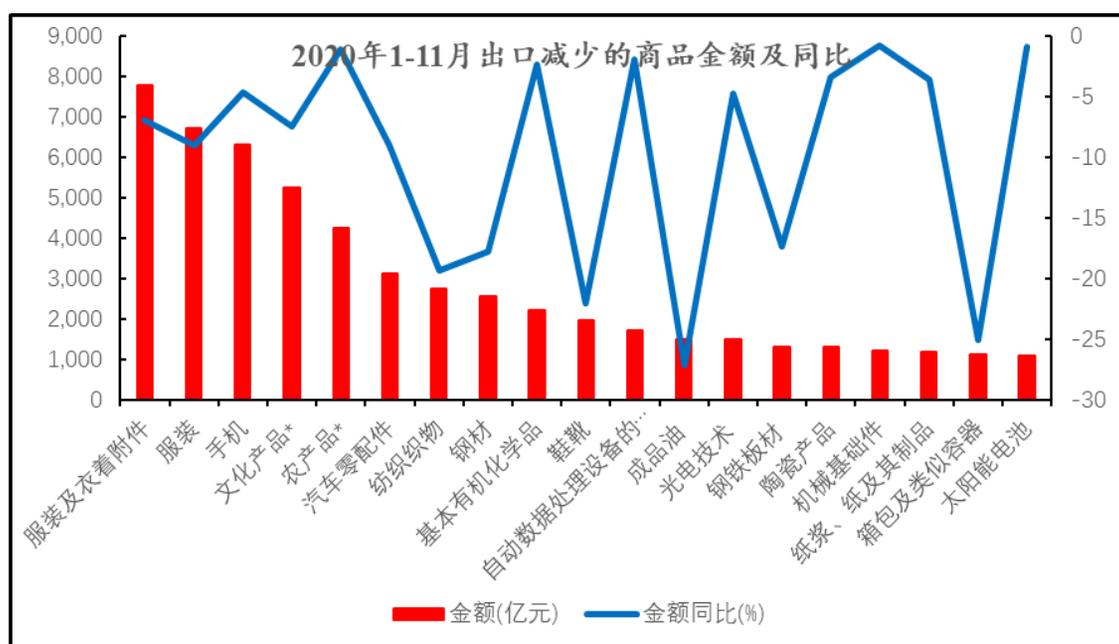


数据来源：海关总署，信达期货研究发展中心

## 5.2. 海外经济复苏有利于疫情期间需求锐减产品的恢复

另一方面，随着海外经济的逐步复苏，2021年经济重回正轨，海外原本需求不足的商品（如肉类、活禽、活猪、家电、水泥熟料、钢材等商品）的需求量将重回正轨。2019年疫情爆发前该类产品占我国出口总额的20%，预计2021年其需求量的恢复对我国出口规模的增长具有一定的促进作用。

图 21：农产品、轮胎、纸浆、家电等商品在 2020 年出口总额大幅下滑



数据来源：海关总署，信达期货研究发展中心

## 六、2021 年将无风险利率将先升后降，利率债价格先跌后涨

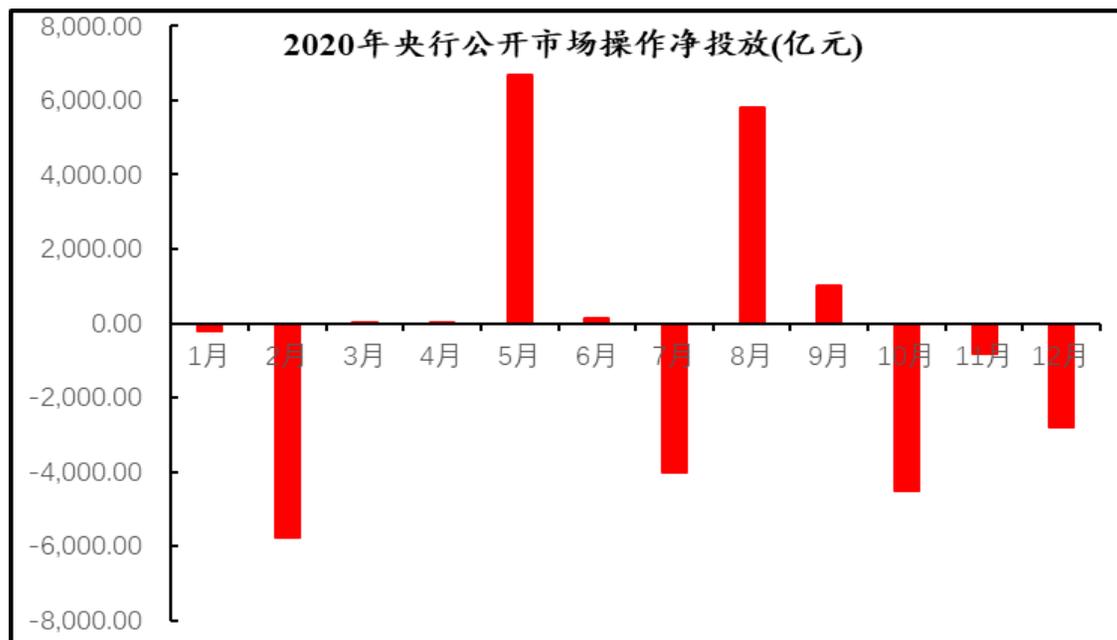
我们认为随着 2021 年上半年货币政策从“托底”到退潮，以及信用的大幅收缩，央行主动加息的可能性较小，2020 年 Q1 信用供需错配的惯性使利率上升。但是由于社融和 GDP 增速长期处于下降趋势，2021 年下半年无风险利率将重回下降通道。

## 6.1. 2021 年上半年借贷供需错配，助推无风险利率上升

货币政策和信用政策边际收紧，资金回流实体，打击资金空转。宽松货币政策的退潮只是应对疫情的特殊状态，而非正常经济发展的常态。从 2020 年 10 月开始，央行公开市场操作净回笼 8100 亿元，说明 2020 年四季度宽松的货币政策在逐步“退潮”，2021 年上半年银行间市场流动性边际收紧的可能性较大。另外，由于信用利差的扩大和 2020 年上半年的大幅放水导致各部门杠杆率激增，尤其是实体经济部门杠杆率高达 270%，为了防止信用风险大规模爆发，2021 年上半年大概率是信用收缩的。

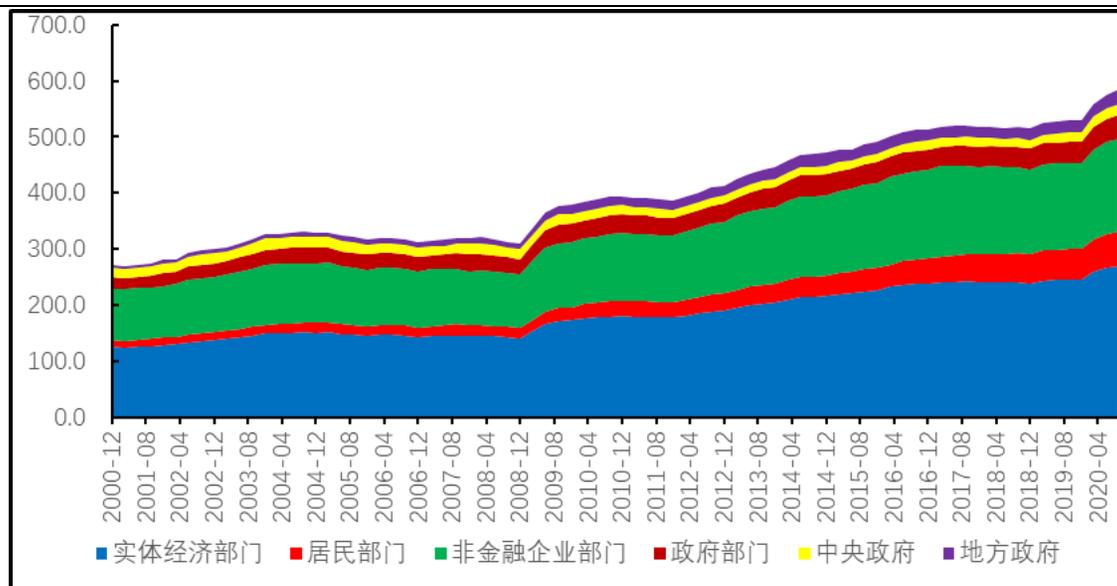
更重要的是，由于 2020 年 M1 和 M2 的剪刀差较大，使得大幅放水的资金很大部分并没有流入实体经济，而是在二级市场上空转，因流动性资金增加驱动的牛市本身可持续就不强，再加上自 2020 年 5 月以来，国家就在监管方面不断加大对资金空转的打击力度，迫使更多资金流入实体，实体对资金的需求增加，而中长期贷款余额同比增速上升使得信用贷款供给大于需求，可能迫使市场利率被动上升。

图 22：四季度以来宽松货币政策逐步“退潮”，流动性边际收紧



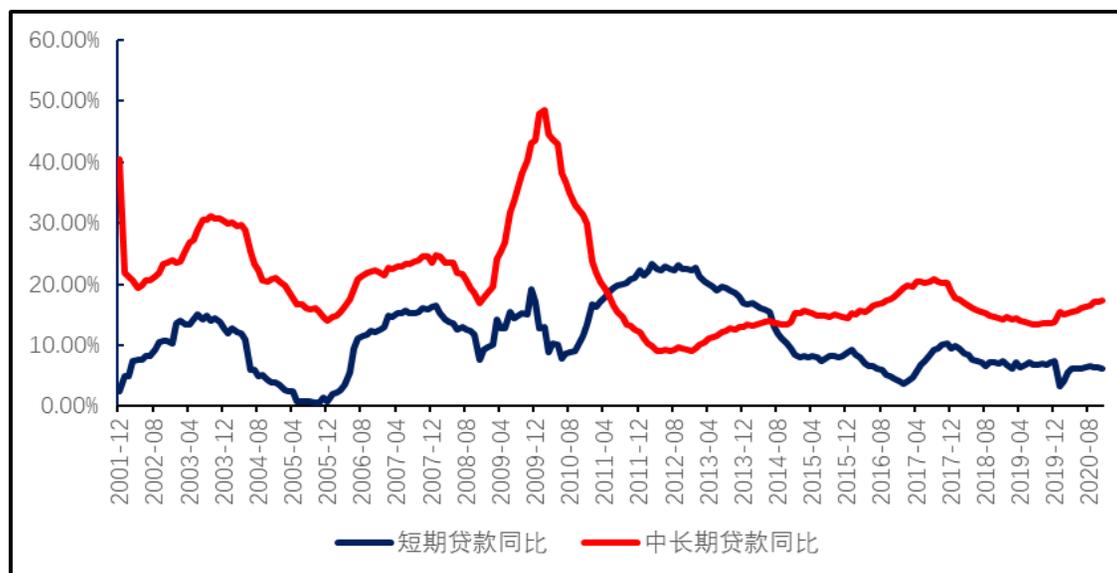
数据来源：中国人民银行，信达期货研究发展中心

图 23：2020 年各部门杠杆率大幅上升



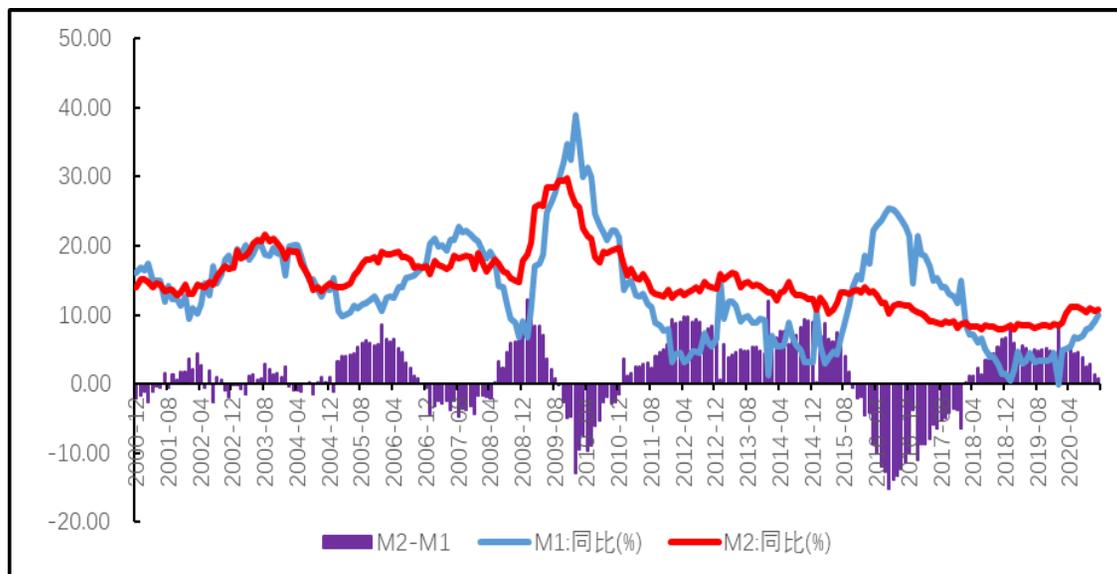
数据来源：国家资产负债表研究中心，信达期货研究发展中心

图 24：中长期贷款余额增速上升，且快于短期贷款



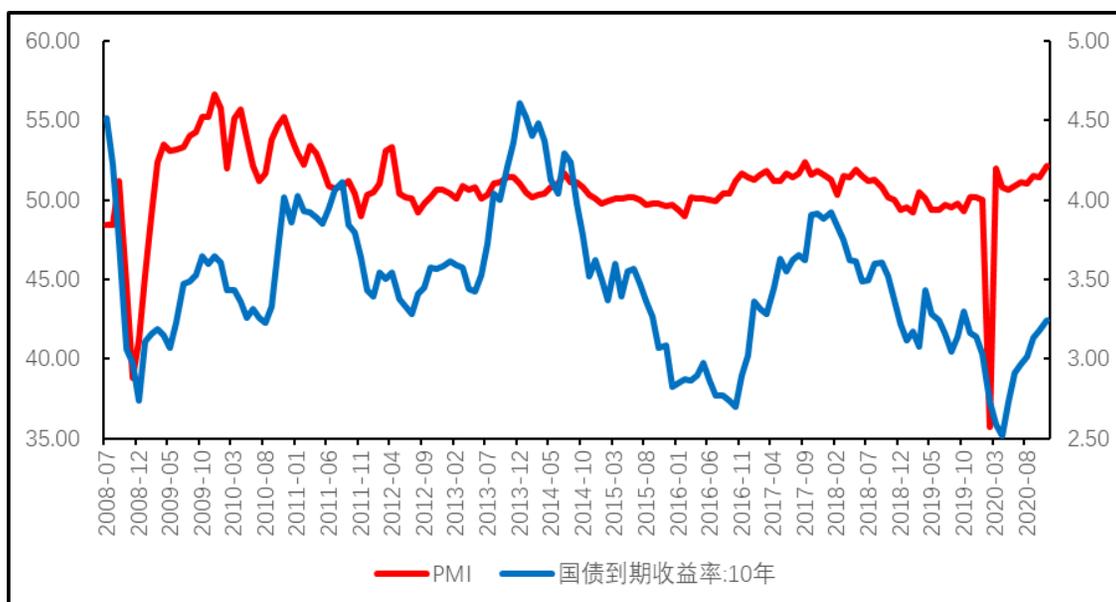
数据来源：中国人民银行，信达期货研究发展中心

图 25: M2-M1 同比下降, 2020 年打击资金空转成效显著



数据来源: 中国人民银行, 信达期货研究发展中心

图 26: 我国制造业 PMI 上升带动长端利率上升

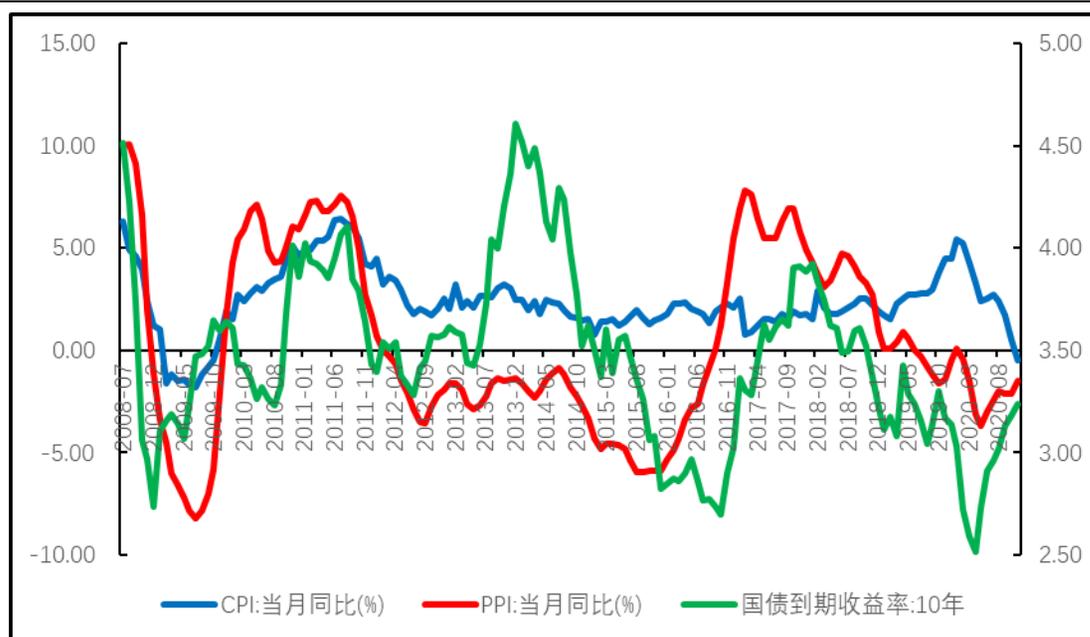


数据来源: 中国人民银行, 统计局, 信达期货研究发展中心

## 6.2. 2021 年央行主动加息的可能性不大

我们认为央行主动加息的可能性不大。主要原因是猪价重新进入下行周期（未来 4-5 年），生猪养殖供给大于需求，非洲猪瘟带来供给的损伤被逐步修复。由于 CPI 当月同比的变动有 40% 以上是猪价变动引起的，因此猪价的下跌大概率使得 CPI 下行的压力增加。根据 2011 年三季度央行加息的主要原因是 CPI 和 PPI 同比增速均处于 5% 以上的高位水平，而此时 CPI 和 PPI 当月同比增速均为负，因此央行不会因为通胀上升而主动加息。

图 27: 猪价拖累 CPI, 2021 年央行主动加息的可能性不大



数据来源：中国人民银行，统计局，信达期货研究发展中心

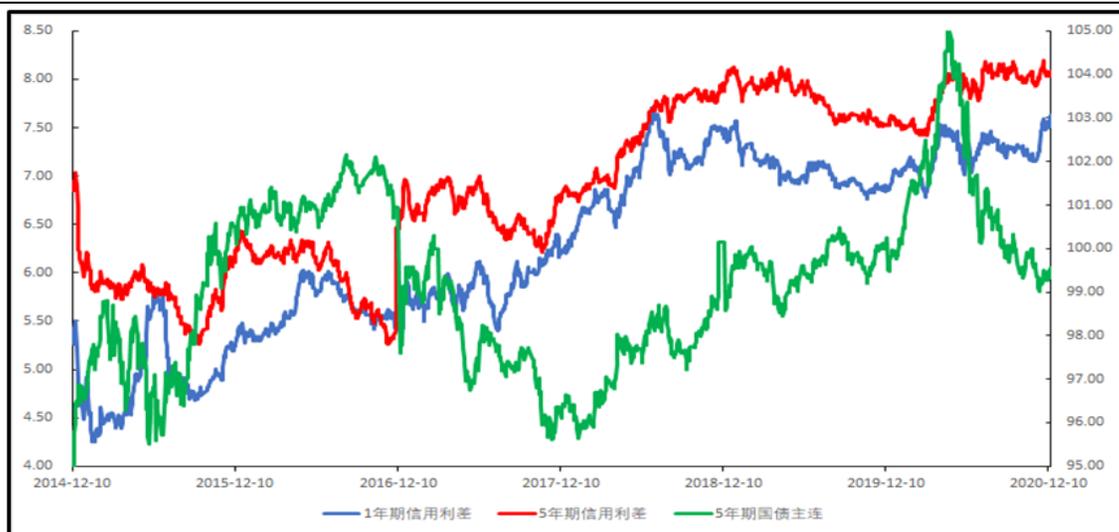
## 6.3. 信用利差扩大，预计 2021 年社会融资同比增速放缓

我们认为 2021 年下半年 GDP 当季同比增速和社会融资存量规模同比增速双降，再加上信用利差的扩大，无风险收益率将重回下降通道。

一方面，从短期来看，受到苏宁股权质押和永煤等信用暴雷事件的催化，信用债保证金比例上升，迫使信用债买方抛售国债等利率债追加保证金；另一方面，从长期来看，随着信用利差的进一步扩大，信用

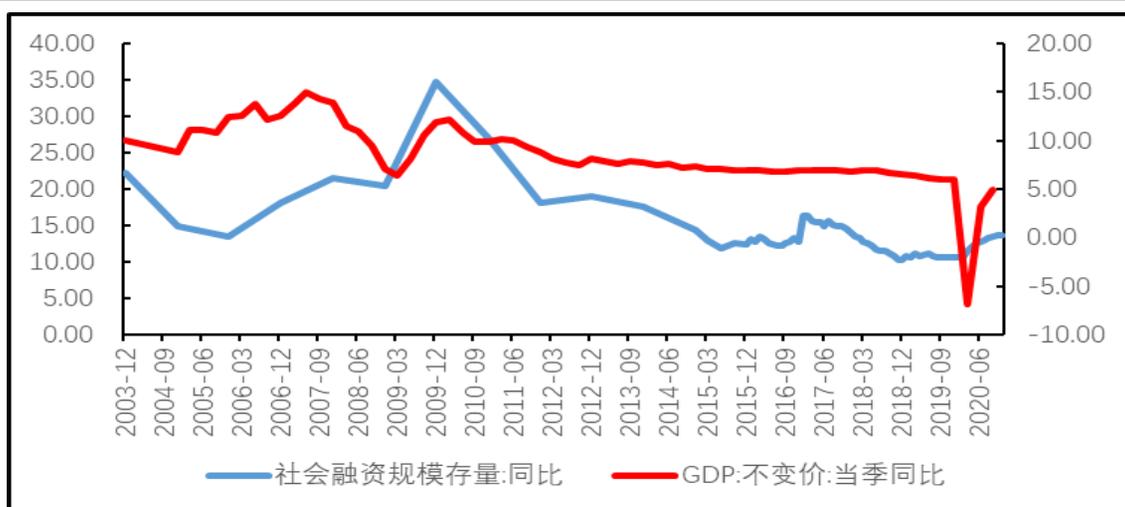
债利率提升，投资者对未来经济增速预期相对悲观，从而造成信用债价格下跌，从而使市场对利率债等避险资产的需求增加，再加上社融和 GDP 增速在 2021 年下半年重回双降通道，无风险利率下行，国债价格上涨。

图 28: A 信用利差扩大，无风险利率上行



数据来源：Wind，信达期货研究发展中心

图 29: 我国长期 GDP 和社会融资余额增速放缓



数据来源：Wind，信达期货研究发展中心

## 七、2021年：龙头股的牛市，上证50和沪深300持续领跑

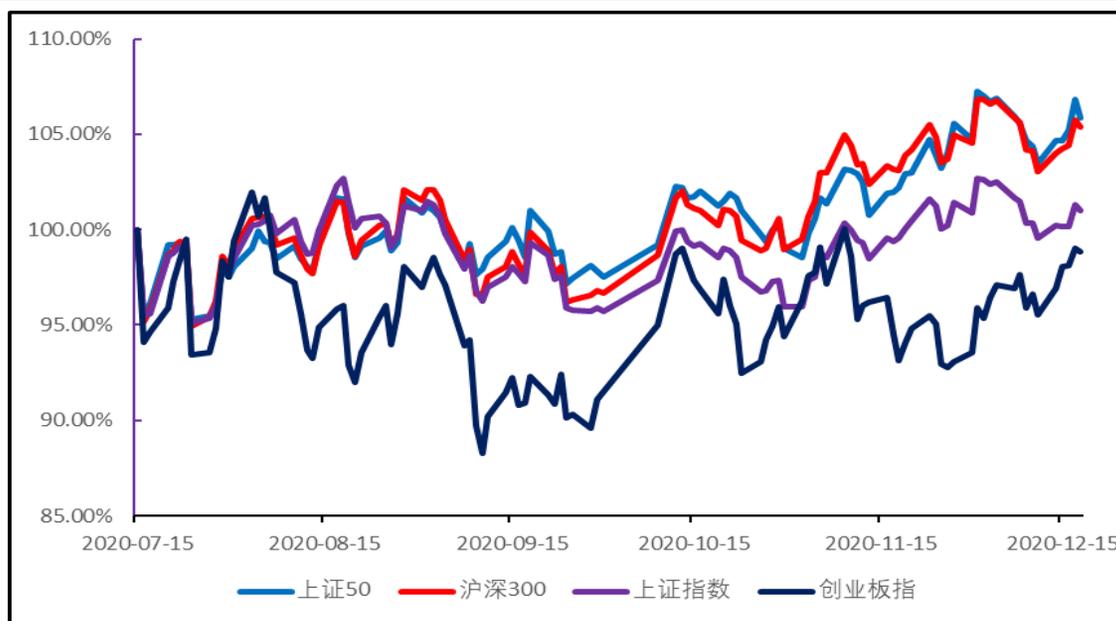
我们认为A股在2021年大幅跑赢全球股市的原因有两个层面。在宏观层面上，由于我国GDP增速仍然维持正增长，并且在全球GDP中的占比将会进一步提升，而全球大多数国家经济变差，导致我国资产具有较强的比较优势；在产业层面上，疫情导致行业出清的速度大幅加快，龙头股和白马股受益于市场集中度的提升和定价能力的增强，从而实现“戴维斯双击”，进而带动股市大幅上涨。

在此期间，虽然沪深300和上证50大幅上涨，但是大多数非龙头的股票反而是市场出清的对象，很容易造成指数上涨但部分投资者仍然亏钱的现象。

### 7.1. A股从系统性牛市到结构性牛市的转变

2020年下半年，A股从系统性牛市到结构性牛市的转变。7月上旬大涨之后，上证50和沪深300连续创新高，大幅跑赢上证指数和创业板指，结构性牛市特征明显。由于疫情使得小规模企业被市场出清，龙头效应导致机构抱团买入行业中掌握资源最多的上市公司。

图30：我国长期GDP和社会融资余额增速放缓



数据来源：Wind，信达期货研究发展中心

## 7.2. 美股对 A 股的启示

参考 1980-2020 年的美国股市，美国 GDP 增速中枢性下移至 2% 左右，可标普 500 指数翻了将近 40 倍。而有意思的是，1970-1980 年美国 GDP 增速维持在 9%-12%，但是标普涨幅连 1 倍都不到。我们认为主要原因有以下 2 点：

### (1) 取其精华去其糟粕

比较美国市值来看，道琼斯工业平均指数、标普 500 指数和纳斯达克指数在编制的过程中会剔除退市和涨幅靠后的公司，同时吸纳优秀的股票。

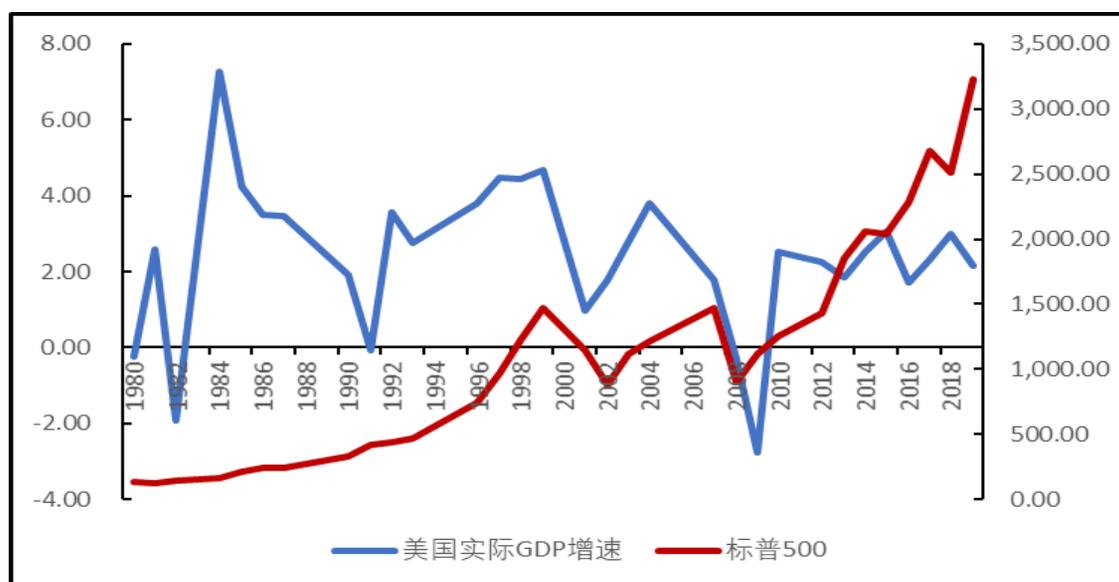
### (2) 资源向龙头集聚

截止到 2020 年，美国行业龙头（包括苹果、特斯拉、福特汽车、Google、FaceBook、通用、微软等）的市值占美股总市值的比率高达 25%，以上龙头的大幅上涨带动美股指数的大幅上涨，而其他非龙头的股票的跌幅较大往往很容易被剔除指数成分。

因此，我们认为随着我国供给侧改革的深入，GDP 增速虽然大幅放缓，但是行业的资源和利润将会越来越集中在行业寡头的手上，而行业寡头大多数都是上证 50 和沪深 300 的成分股，再加上以上 2 种指数也会通过更新成分股样本（剔除涨幅较差的股票），A 股也会大幅增长。

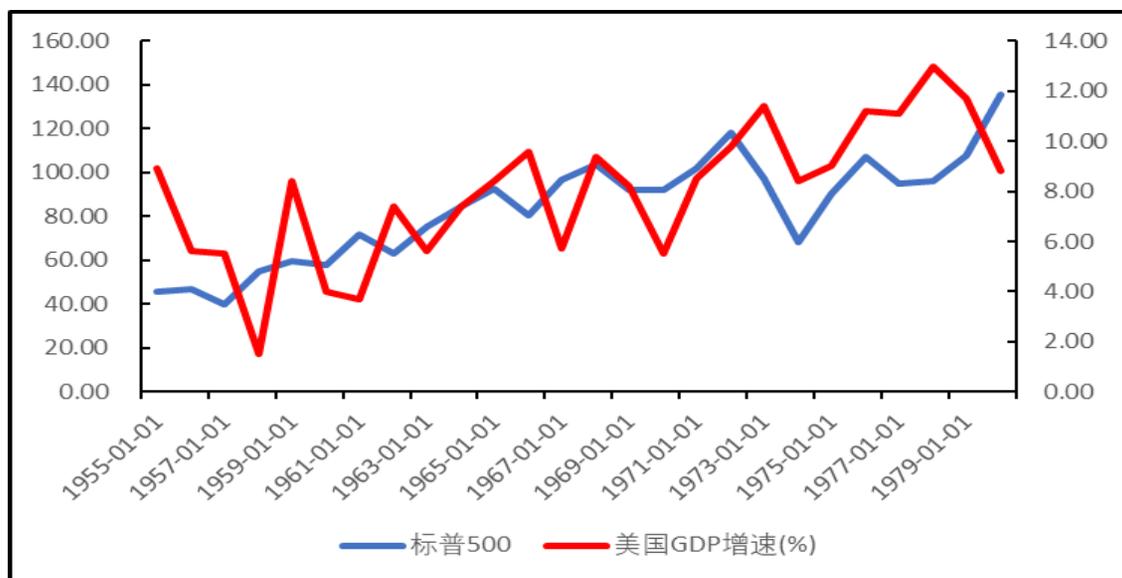
再加上目前沪深 300 的市盈率远低于标普 500，我们认为当前是配置沪深 300 和上证 50 正当时。

图 31: 1980-2020 年 GDP 增速下滑, 标普翻了 40 倍



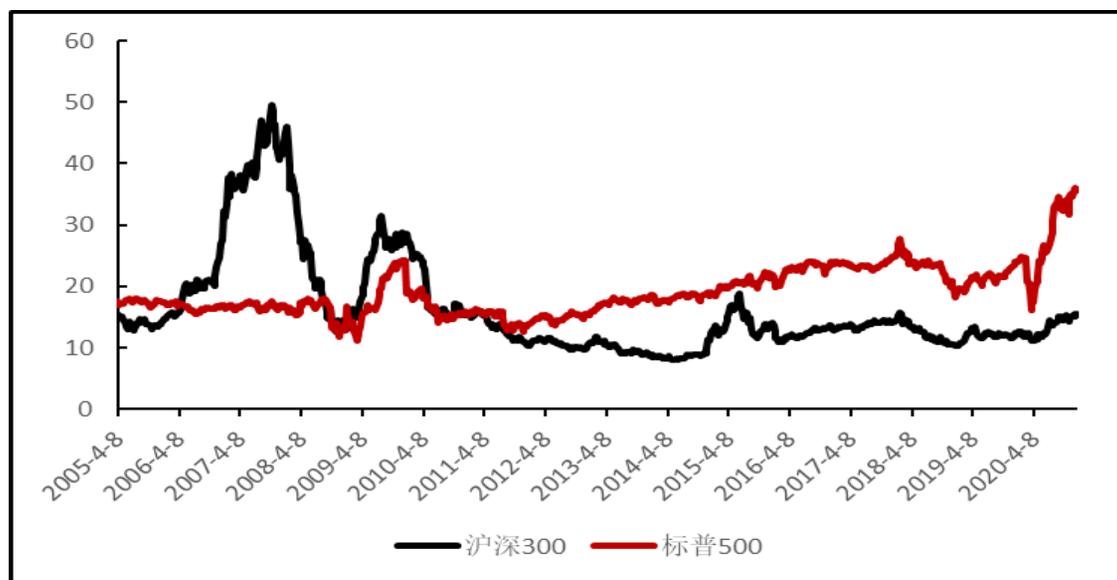
数据来源: Wind, 信达期货研究发展中心

图 32: 1970-1980 年美国 GDP 增速维持 9% 以上, 但是股市上涨幅度不大



数据来源: Wind, 信达期货研究发展中心

图 33：沪深 300 估值远低于标普 500



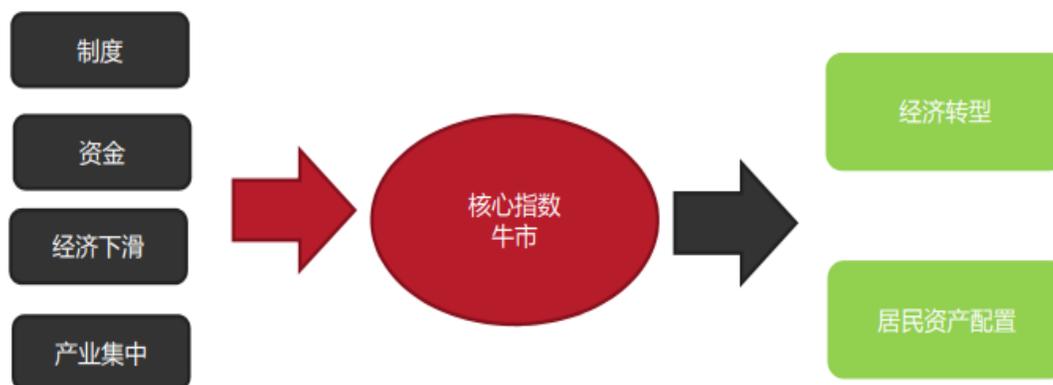
数据来源：Wind，信达期货研究发展中心

### 7.3. 产业升级+双循环对支持结构性牛市

中国经济从高速增长向高质量发展转变，意味着中国经济未来不可能再回到 10% 以上，增速往下是大概率事件，2021 年的 GDP 高增长仅是疫情干扰下的结果。**GDP 增速放缓也意味着传统处于成熟期的行业继续进行兼并重组，行业集中度不断提升。**

**另外消费升级和科技创新**，对消费股和科技股形成重大驱动力，这些个股均是上证 50、沪深 300 的核心股票，核心指数将进一步上涨，但非核心指数股票持续走弱。

图 34：政策对结构性牛市的支持



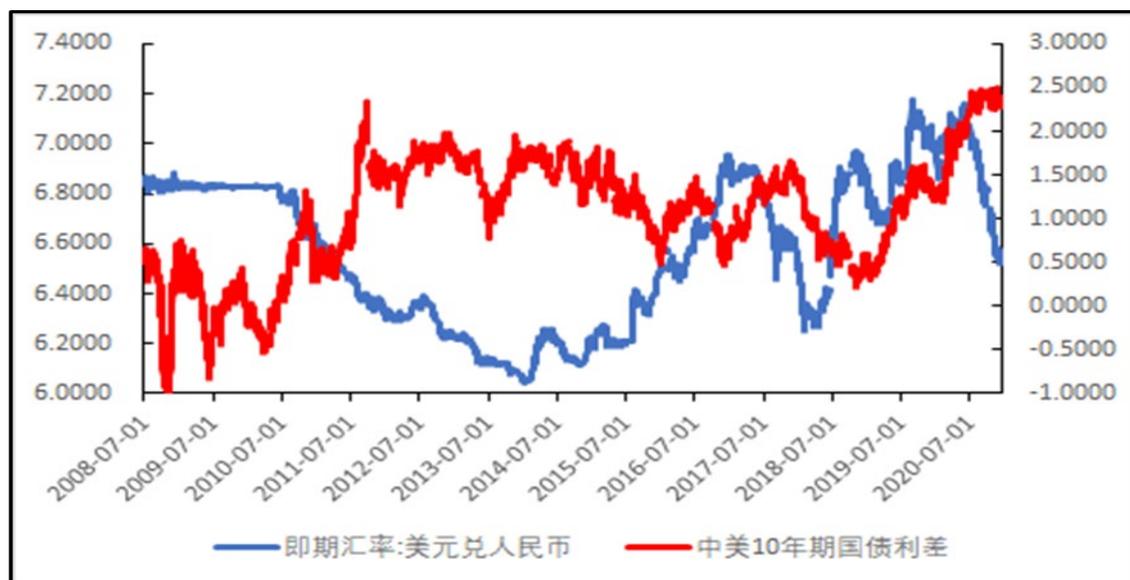
数据来源：Wind，信达期货研究发展中心

#### 7.4. 中美利差扩大带动人民币升值，支撑 A 股结构性牛市

我们认为长期来说，人民币将升值突破 6。一方面，中国在全球市场份额进一步提升，人民币成为全球核心资产之一；另一方面，今年全球央行货币大放水，美、日、韩、印度等国家股市不断创新高，A 股当下市盈率相较于其他国家低估，这也将吸引海外资金流入 A 股。而海外资金更加注重价值投资，目前 A 股的价值股均在核心指数中，如上证 50、沪深 300、深 100、创 50 等，这些核心指数获得资金青睐。

更重要的是，如上文 1.5 节中所述，美元指数即将在未来 3-5 年内进入下行周期，全球经济加速进入滞涨时代，美元指数的下行会支撑人民币汇率进一步走强。

图 35：中美利差持续扩大支持人民币走强，人民币资产需求增加



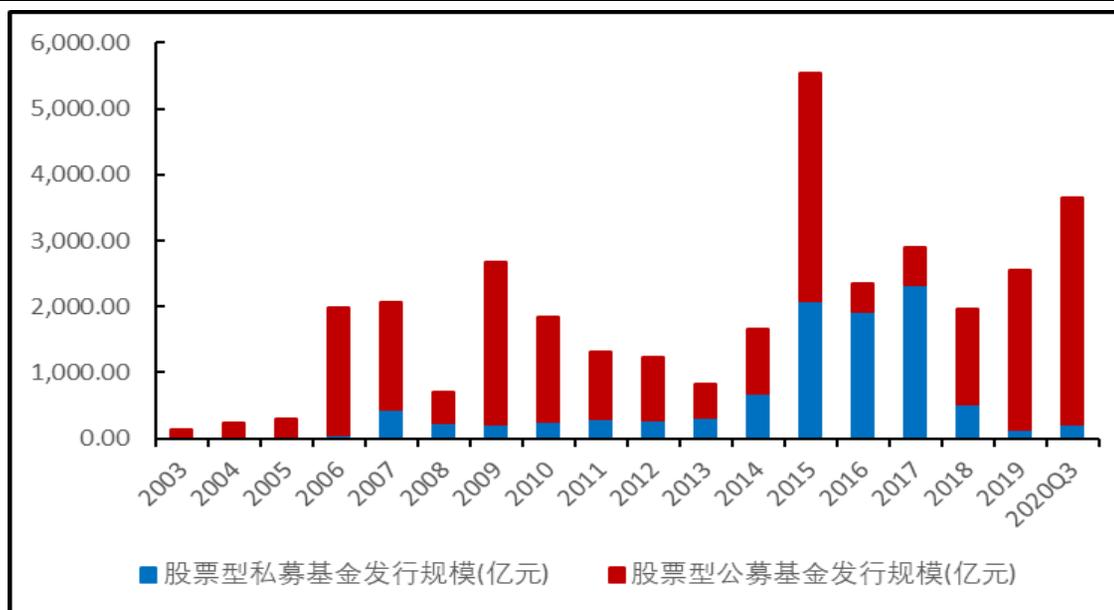
数据来源：Wind，信达期货研究发展中心

### 7.5. 国内 A 股配置需求大幅增加

我们认为居民和社保资金配置 A 股的金额大幅提升，助推 A 股上涨。从居民和企业的角度看，2020 年受到信用债违约、银行理财“负收益”等影响，居民财富配置股票型基金较 2018 年和 2019 年显著上升，截止到 2020 年 9 月 30 日，2020 年前三季度股票型公募基金累计发行规模发已经和 2015 年全年相当，今年大概率将历史创高。再加上经过《资管新规》的管制后，资金配置规范化大幅提升，我们认为 2021 年股票型基金将延续的 2020 年上升的势头。

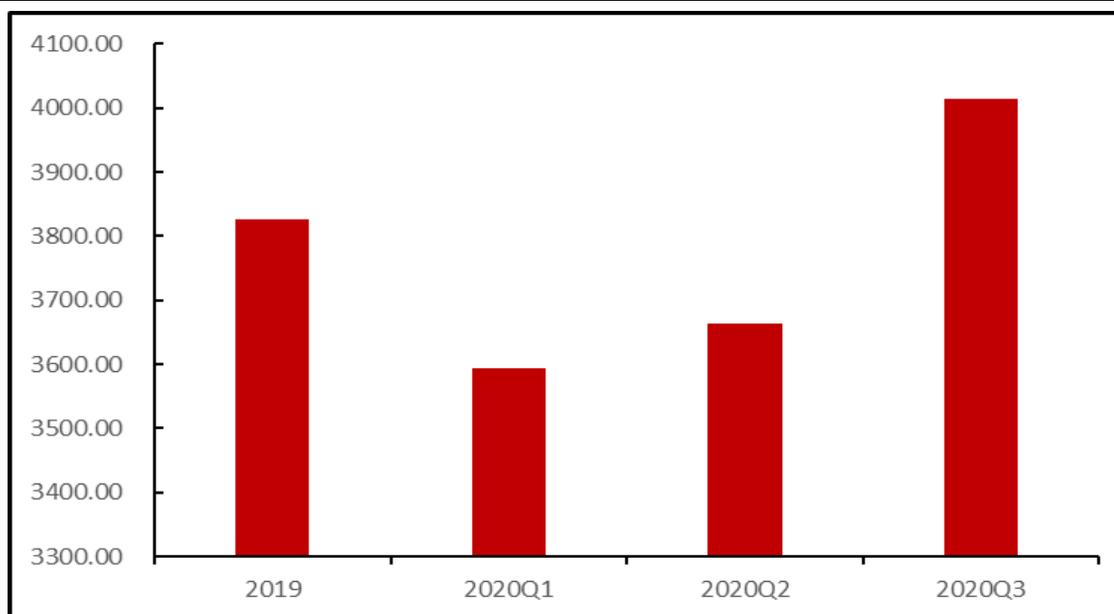
从社保资金的角度看，社保基金持仓大幅增加。2020 年前三季度社保基金持仓市值 3593 亿元增加至 4013 亿元，新增 420 亿元，较 2019 年年底新增 200 亿元。

图 36: 股票型基金发行金额创历史新高



数据来源: Wind, 信达期货研究发展中心

图 37: 2020 年前三季度社保基金持仓大幅上升



数据来源: Wind, 信达期货研究发展中心

## 7.6. 预计上证 50 和沪深 300 将大幅上涨

预计 2021-2022 年上证 50 将会维持在 3300-4200 震荡上行，沪深 300 在 4700-5800 震荡上行。随着我国经济的不断发展和成熟，上证 50 和沪深 300 的市盈率会逐步向标普 500 靠拢，而其上涨主要由权重股和白马股等行业龙头股带动，因此上证 50 和沪深 300 在创 5 年内新高后向 2007 年的高点迈进。

图 37：上证 50 突破创 5 年新高



数据来源：Wind，信达期货研究发展中心

图 38：沪深 300 突破创 5 年新高



数据来源：Wind，信达期货研究发展中心

## 【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378，由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 5 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司全新改版后的新网站 www.cindaqh.com 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您提供最优的服务。公司总部设在杭州，下设 17 家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川、福建、宁波 7 家分公司以及上海、北京、广州、大连、沈阳、哈尔滨、石家庄、乐清、富阳、萧山 10 家营业部，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

## 【雄厚金融央企背景】

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于 1999 年 4 月 19 日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资 100 亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010 年 6 月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012 年 4 月，首家引进战略投资者，注册资本 365.57 亿元人民币。2013 年 12 月 12 日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。



## 【全国分支机构】

<b>分 公 司</b>	<b>金华</b>	浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810	0579-82300876
	<b>台州</b>	浙江省台州市路桥区路北街道双水路 669 号华能国际 10-2 室	0576-82921160
	<b>深圳</b>	深圳市福田区福田街道福安社区民田路 171 号新华保险大厦 2305A	0755-83739066
	<b>苏州</b>	苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室	0512-62732060
	<b>四川</b>	成都市青羊区横小南街 8 号 1 栋 1 单元 15 层 21 号、22 号、23 号	028-85597078
	<b>福建</b>	厦门市思明区湖滨南路 357-359 号海晟国际大厦 11 层 1101 单元	0592-5150160
	<b>宁波</b>	浙江省宁波市鄞州区姚隘路 796 号 9 楼 9-3-2、9-4 室	0574-28839988
<b>营 业 部</b>	<b>北京</b>	北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室	010-64101771
	<b>上海</b>	中国（上海）自由贸易试验区民生路 118 号 2201A	021-58307723
	<b>广州</b>	广州市天河区体育西路 189 号 20A2	020-89814589
	<b>沈阳</b>	沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层	024-31061955
	<b>哈尔滨</b>	黑龙江省哈尔滨南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号	0451-87222486
	<b>石家庄</b>	河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层	0311-89691960
	<b>大连</b>	辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座 2408 房间	0411-84807776
	<b>乐清</b>	浙江省温州市乐清市城东街道旭阳路 6688 号总部经济园 2 幢 803-1 室	0577-27868777
	<b>富阳</b>	浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室	0571-23255888
	<b>萧山</b>	浙江省杭州市萧山区北干街道金城路 358 号蓝爵国际中心 5 幢 3903-2 室	0571-82752636

## 【重要声明】

- 报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财政状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。期市有风险，入市需谨慎。
- 未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。