



格林大华期货有限公司
GELIN DAHUA FUTURES CO., LTD.

2021年宏观经济形势分析 和国债期货交易策略

2021年1月22日

联系我们

研究员：刘洋
邮箱：
Liuyang18036@greendh.com
从业资格：F3063825

独立性声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑均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。

经济平稳恢复，利率波动降低

摘要：

2020年疫情冲击导致中国经济全年V型走势，货币政策相应从宽松到收紧，全年国债期货倒V字走势。我们预期2021年欧美国家经济弱复苏，因为基数原因中国GDP同比增速或将达到8.5%左右，工业生产进入平稳增长，消费逐步回升到正常水平，固定资产投资中基建投资增速保持平稳，房地产开发投资增速小幅回落，制造业投资增速总体回升，出口增速前高后低，全年社融增速大约在11.5%左右，宏观杠杆率保持稳定，宏观经济（环比季调）在2021年上半年是一个温和增长的过程，下半年不确定性增加，或会总体保持平稳。我们预测2021年国债收益率波动幅度会明显降低，10年期国债收益率或以3.2%~3.3%为波动重心，区间大约在3.0%~3.5%。投资策略上，当10年期国债收益率向下接近或突破3%，向上接近或突破3.5%时，结合当时的市场环境和政策变化，分别考虑建立国债期货的空头或多头仓位。在长期国债收益率与短期国债收益率的利差收缩到历史低位时，考虑利差走阔的套利交易。

风险提示：全球疫情变化（疫苗是一个关键变量），货币政策边际变化，信用风险变化，通货膨胀，中美关系。



目录

Part 1

2020年行情回顾

Part 2

影响因素分析

Part 3

2021年行情展望

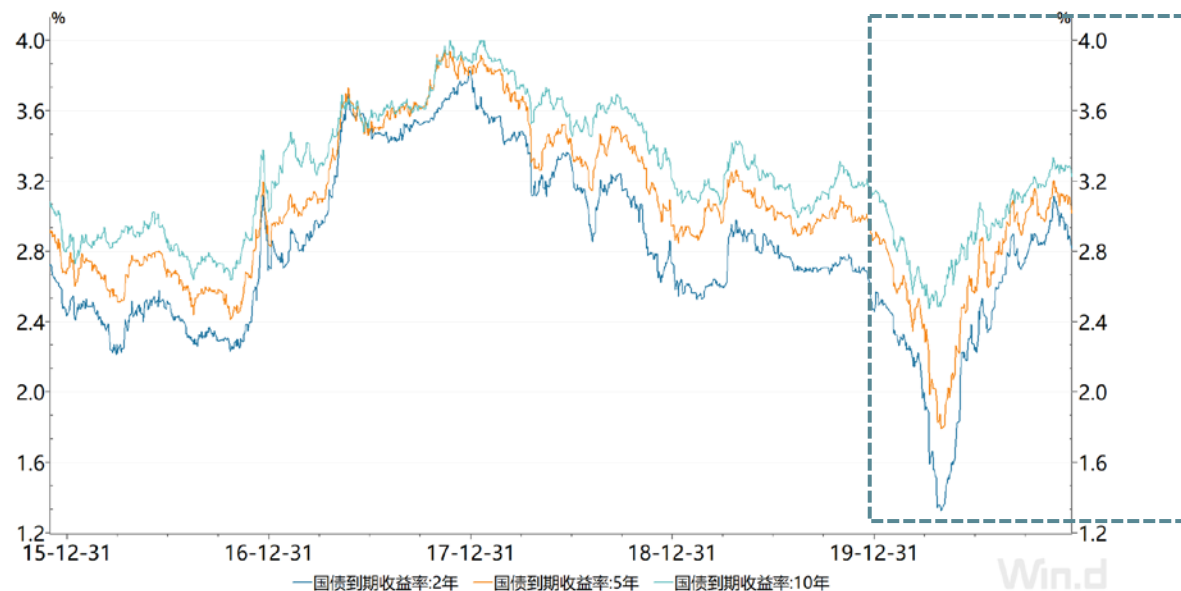
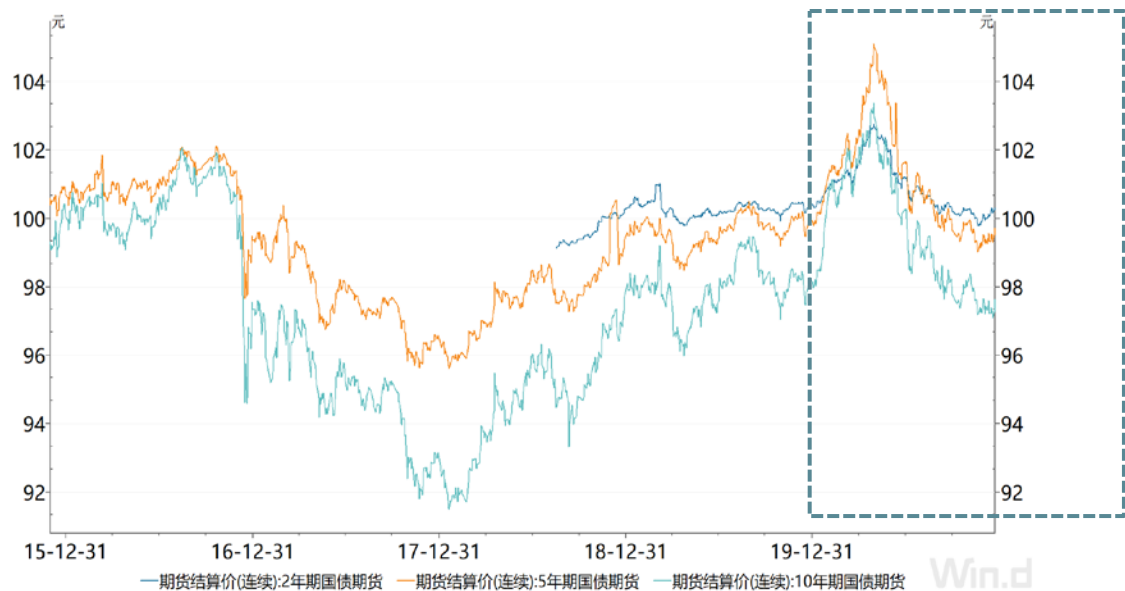
Part 4

风险提示

Part 1 2020年行情回顾

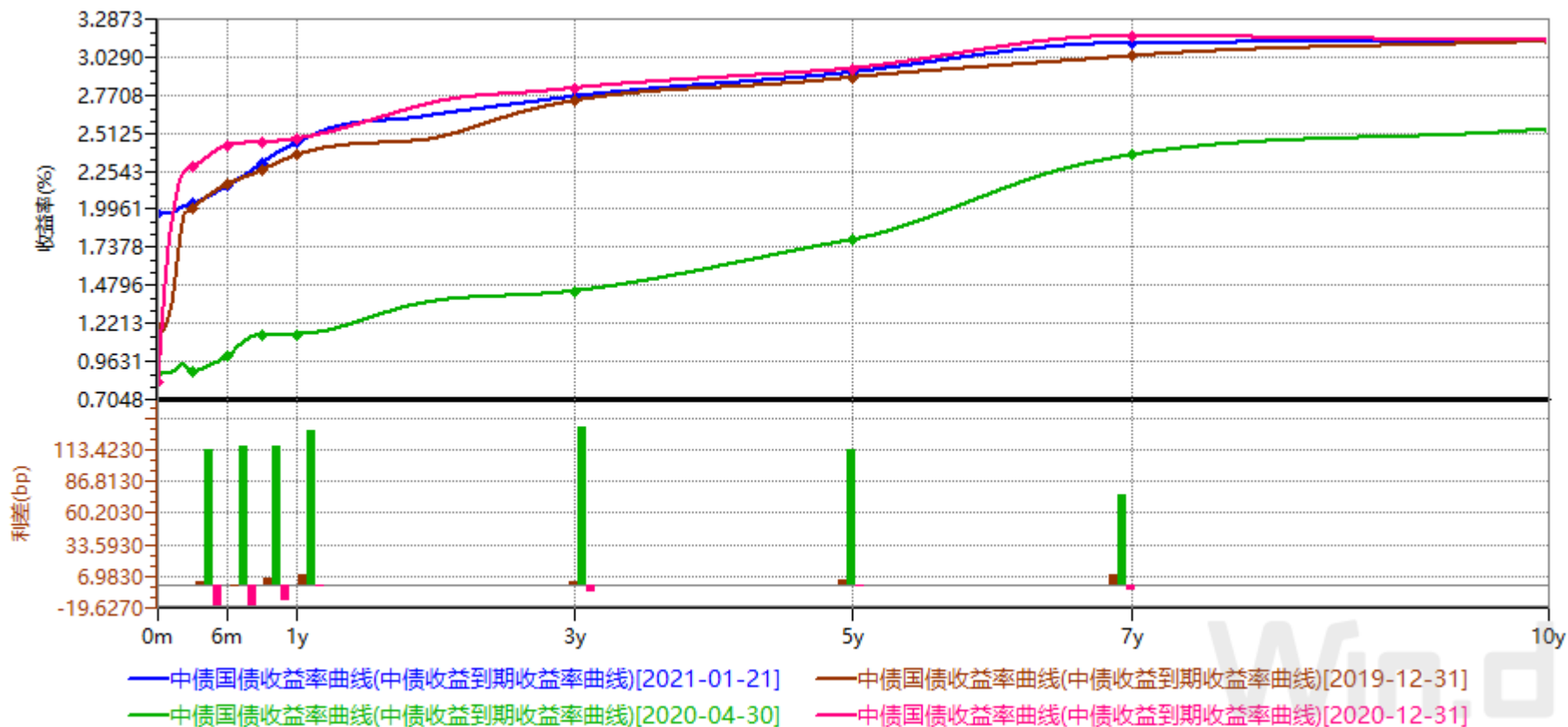
1.1 2020年国债期货走势

- 2020年国债期货整体走势为冲高回落，倒V字型，与之相对应的是国债收益率全年走势为一个V字型，这和疫情对宏观经济造成巨大冲击以及经济增长随后的修复相关。



1.2 国债收益率曲线变动

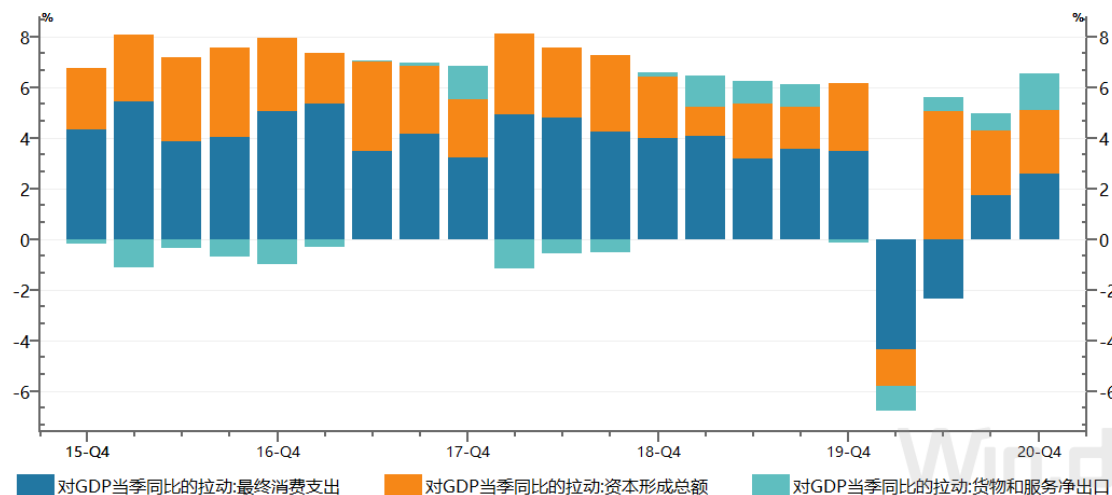
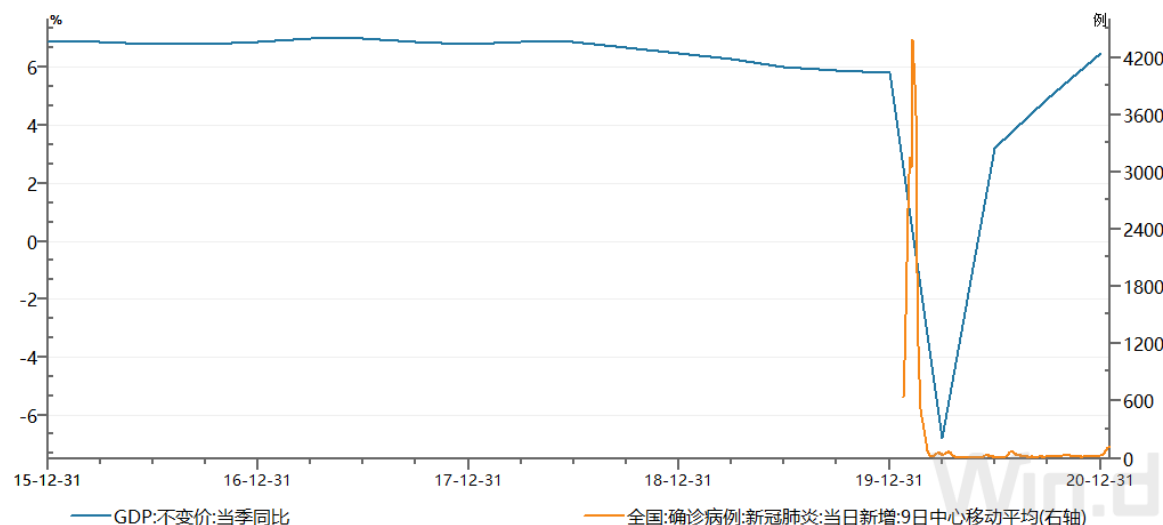
➤ 下图为国债收益率曲线，蓝色是2021年1月21日，粉色线是2020年12月31日，绿色是2020年4月30日，棕色是2019年12月31日。2020国债到期收益率曲线的变动表现为从年初牛陡大幅下行到4月30日左右，然后在5月以后货币政策逐步收紧，市场利率上行，到年末的时候收益率曲线已经整体较年初上升，呈现为略熊平。进入2021年，收益率曲线整体变动不大。



Part 2 影响因素分析

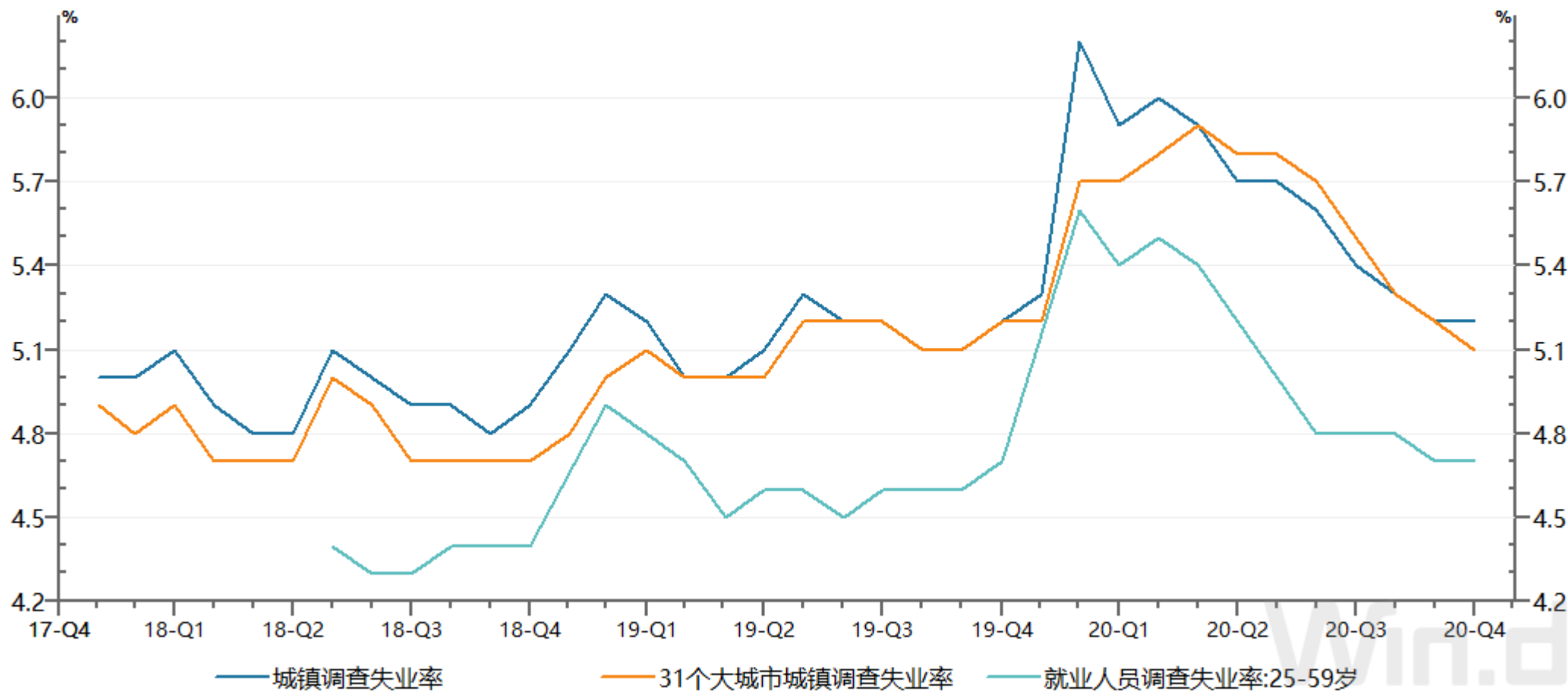
2.1 百年未遇疫情冲击宏观经济

- 2020年全年GDP增长2.3%。2020年疫情在一月末突如其来，在2月份快速爆发，3月初已得到基本控制。一季度的经济被砸出一个深坑，GDP同比下降6.8%，然后二季度V型快速修复GDP同比增长3.2%，三季度继续修复GDP同比增长4.9%，四季度GDP同比增长6.5%，好于2019年四季度的5.8%，也超出市场预期的6.2%。从环比看，经调整季节因素后，四季度GDP环比增长2.6%。
- 疫情对消费和服务业的冲击最为严重，疫情得到控制后，投资和生产恢复的快，消费恢复的较慢。一至四季度最终消费支出分别拉动GDP增长-4.3、-2.3、1.7和2.6个百分点，四季度数据仍显著低于疫情前水平，货物和服务净出口在疫情后为GDP的增长做出了较好的贡献。



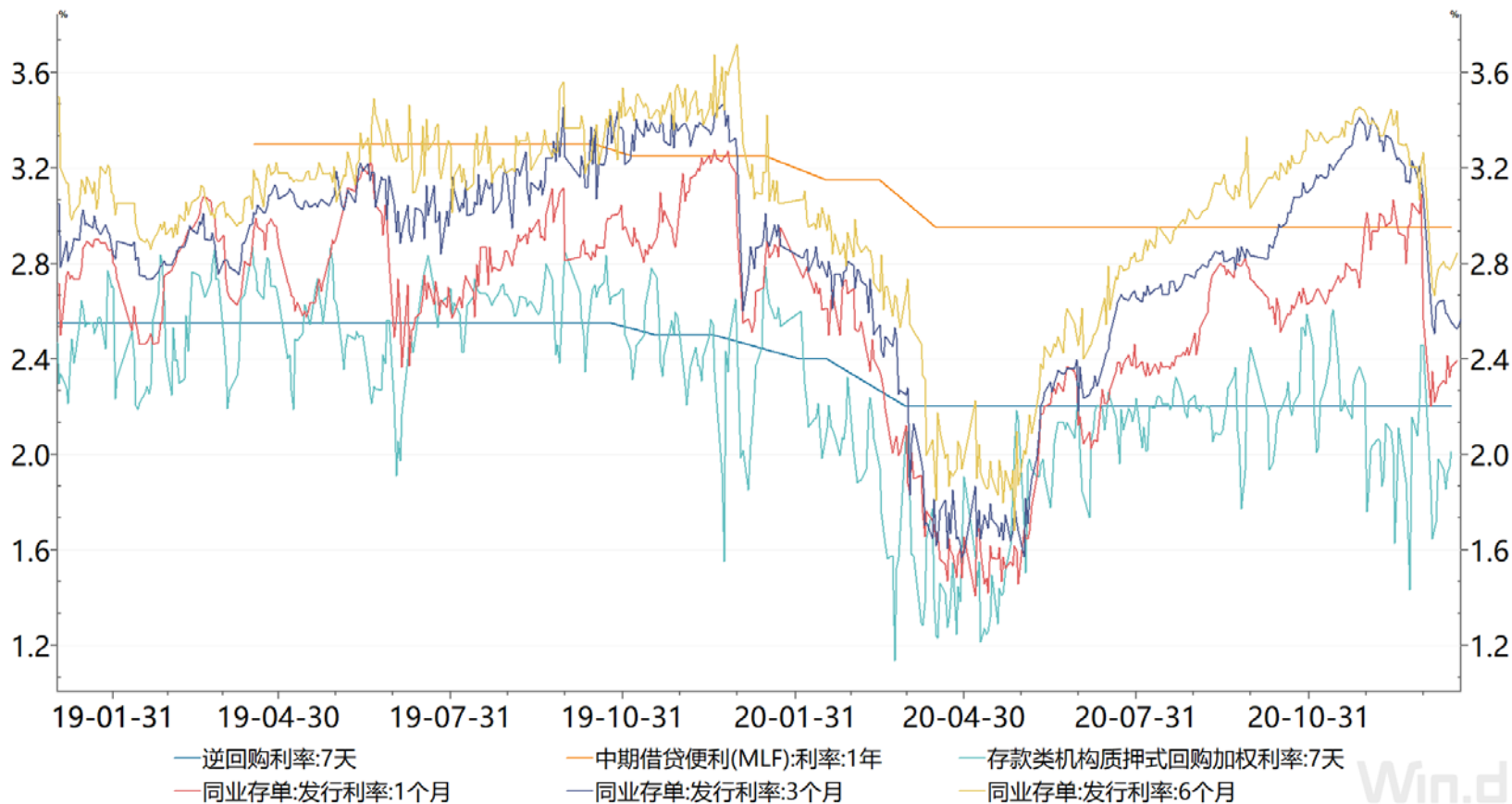
2.2 疫情冲击使宏观政策从“六稳”到“六保”

➤ 2020年4月17日，中共中央政治局召开会议，会议提出，“加大‘六稳’工作力度，保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”。在疫情袭来时，快速控制疫情的同时积极复产复工，保就业位于六保之首，就业牵连着居民的收入，是最基本的民生，快速恢复生产和经济的基本运行成为政策重点。随着疫情得到控制和经济逐步恢复，城镇失业率先在2月创出6.2%的年内高点后逐步回落，到12月已经降到5.2%，与2019年12月的5.2%持平。



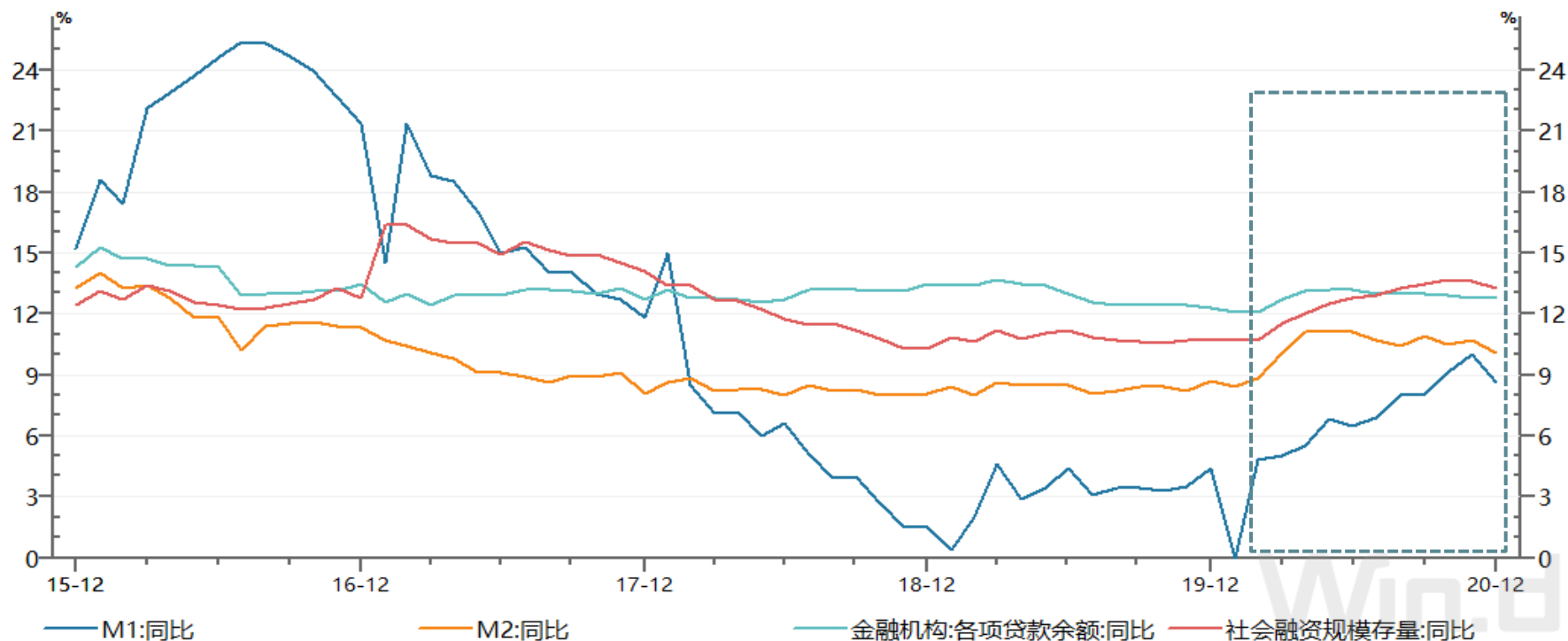
2.3.1 货币政策的变化-利率变化

- 为应对疫情对经济的冲击，春节后央行开始执行宽松的货币政策，先后推出了再贷款、再贴现、定向降准1%、下调超额存款准备金利率等政策工具。央行调降逆回购利率、MLF利率，引导LPR利率下调并带动金融机构人民币贷款加权平均利率下行，特别是货币市场利率下降较快。
- 5月份以后，央行及时开始收回流动性，货币市场利率显著回升，央行打压资金空转套利和压降银行结构性存款，同业存单发行利率持续上升，进入2020年12月开始回落。七天逆回购利率2.2% 和 1年期MLF利率2.95% 是央行的政策性利率，成为市场利率波动的中枢。央行在去年12月保持货币市场流动性宽松的一个背景是12月以永煤信用债违约事件为代表出现了信用风险引起市场波动，并且年底时央行通过MLF投放资金保障跨年流动性平稳。元旦后，货币市场利率继续保持了宽松，逐步回升到央行合意的政策利率附近。



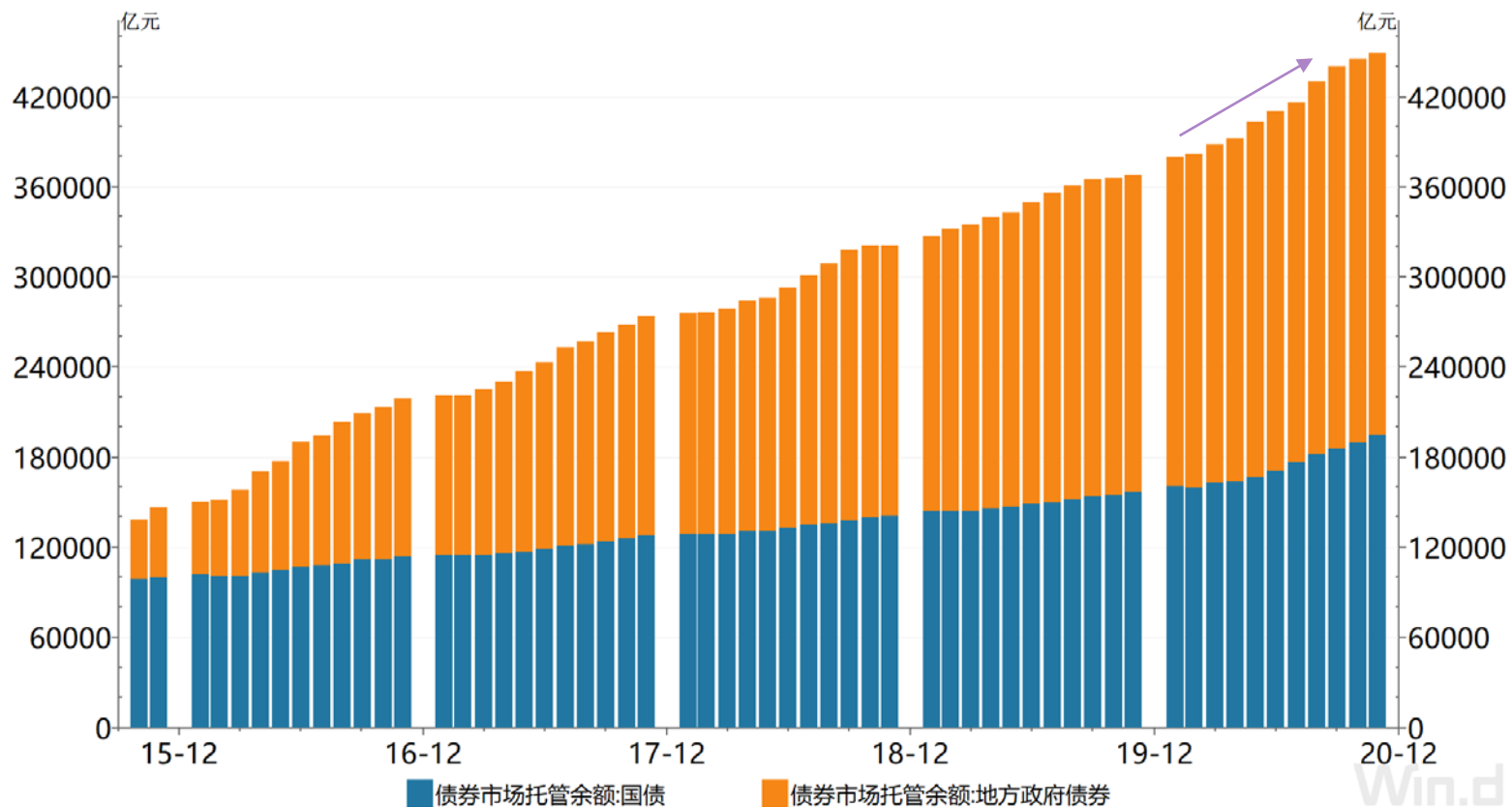
2.3.2 货币政策的变化-货币供应量

- 为应对疫情对经济的冲击，2020年春节后货币宽松推动社融、新增贷款和货币供应量走高。货币供应量的变动比利率变动相对慢。12月新增社融和货币供应量M2增速不及市场预期。12月末M2同比增长10.1%，前值10.7%，市场预期10.7%；M1同比增长8.6%，前值10%为年内高点。12月末人民币贷款余额同比增长12.8%，增速与上月末持平。12月份人民币贷款增加1.26万亿元，与市场预期一致，同比多增1170亿元。12月末社会融资规模存量同比增长13.3%，连续第二个月回落，前值13.6%，10月份为13.7%。12月份社会融资规模增量为1.72万亿元，比上年同期少4821亿元，市场预期2.18万亿元。12月新增社融回落，主要因为信托贷款和未贴现银行承兑汇票回落幅度较大，新增企业债发行也受到当月信用风险事件的影响。12月新增贷款投放保持平稳，基本符合市场预期。12月社融同比增速连续第二个月回落，基本确认去年10月的社融增速高点，有利于降低对未来经济出现过热的担心，央行也就不会快速的收紧货币，对近期债市的稳定有利。



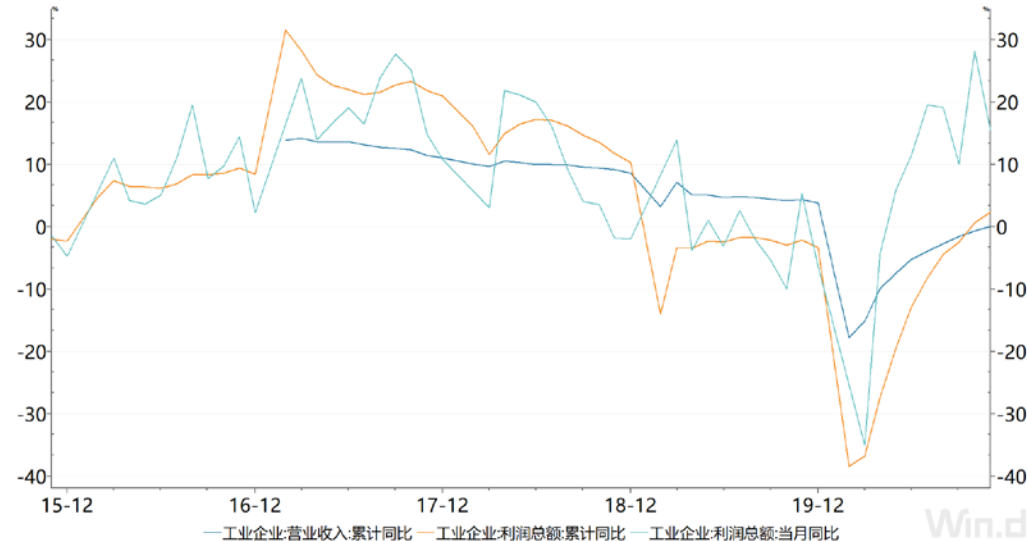
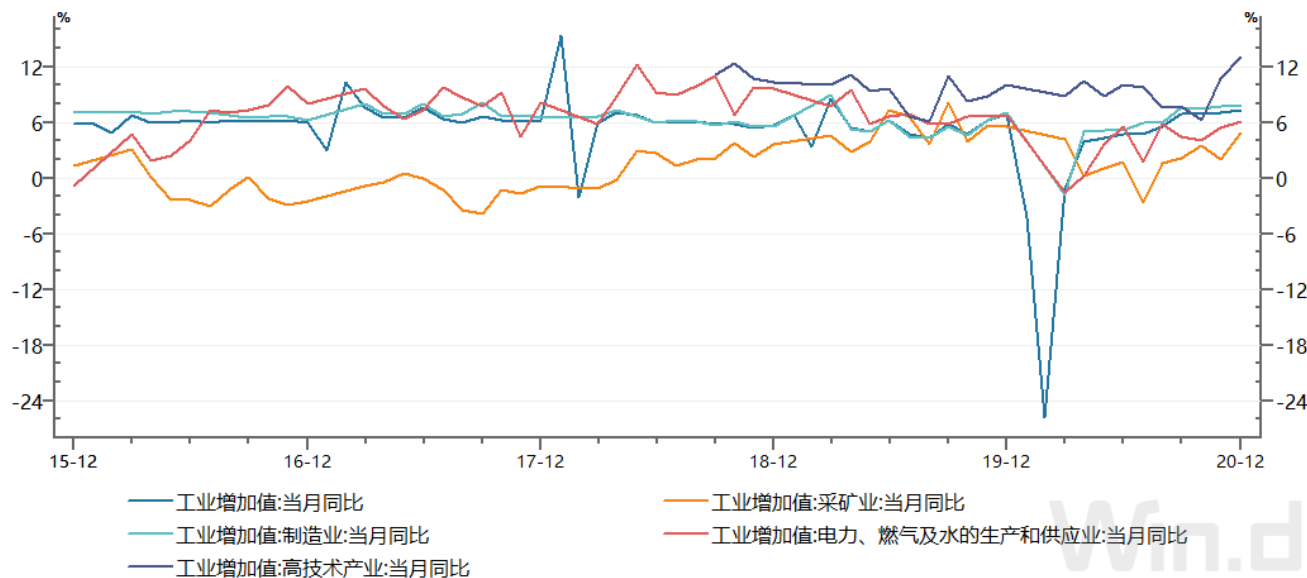
2.4 财政政策的变化

- 为应对疫情，2020年财政政策非常积极，新增3.75万亿地方政府专项债，赤字率突破3%至3.6%，发行1万亿元特别抗疫国债，以及减税降费，财政贴息，延迟缴纳社保等。



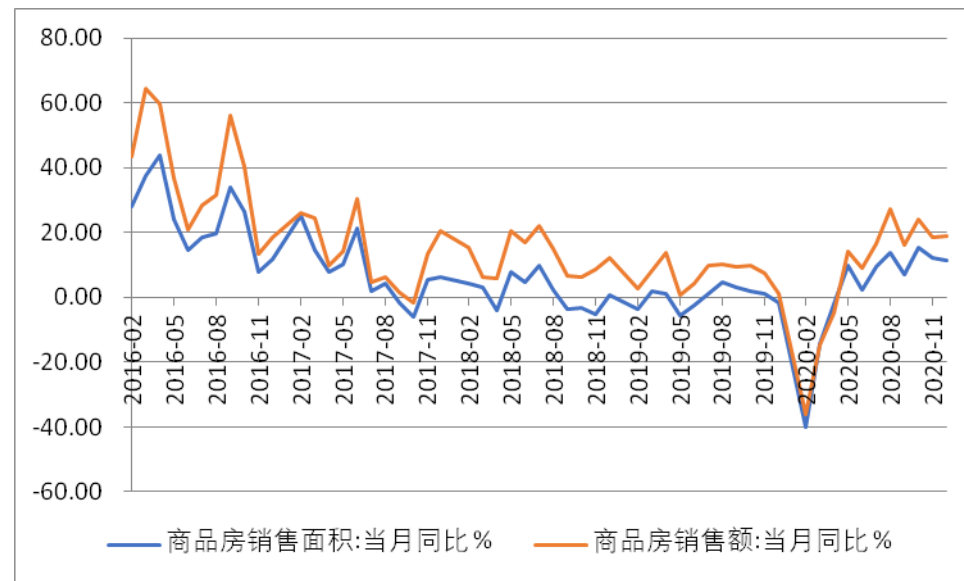
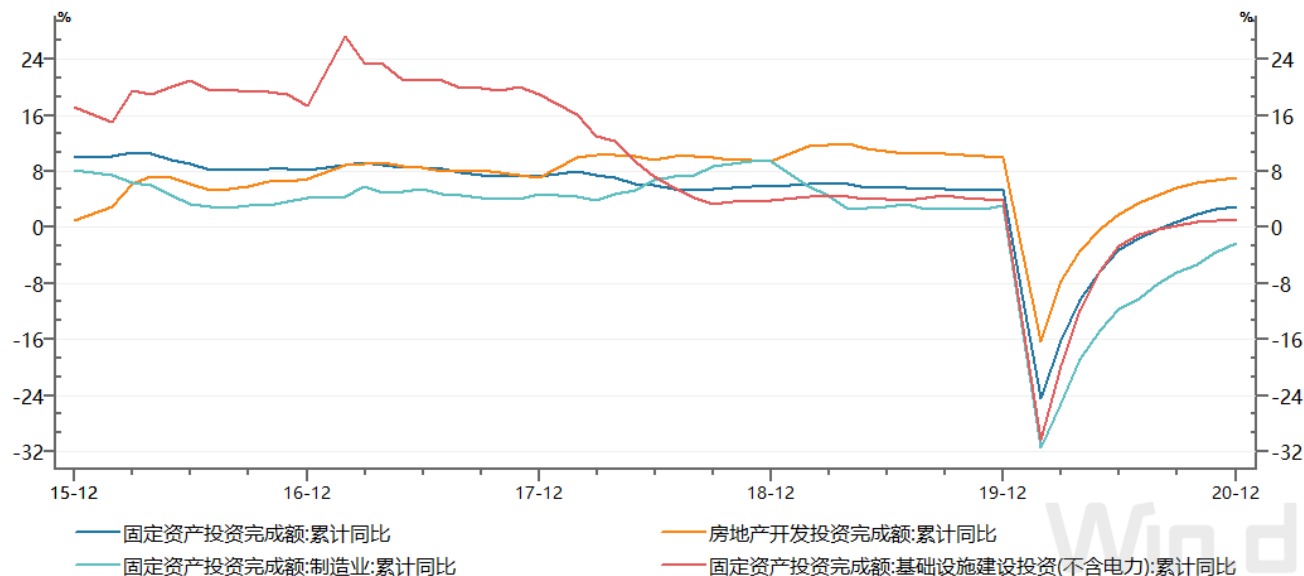
2.5 疫情后工业生产恢复较快

- 工业生产在2月出现断崖式下跌之后，工业生产呈现逐季稳步回升态势。2020年，全国规模以上工业增加值比上年增长2.8%。分季度看，一季度下降8.4%，二、三、四季度分别增长4.4%、5.8%、7.1%。其中，四季度各月均保持较快增长，10、11、12月增速分别达到6.9%、7.0%、7.3%，迭创年内新高，也超过2019年同期的4.7%、6.2%、6.9%。分门类看，2020年，采矿业、制造业以及电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值比上年分别增长0.5%、3.4%、2.0%。2020年，装备制造业增加值比上年增长6.6%，增速与2019年基本持平，高于全部规上工业平均水平3.8个百分点，对全部规上工业增长贡献率达70.6%，三、四季度均实现两位数增长，有力支撑工业增长稳步回升。
- 11月工业企业利润继续保持较高的同比增长。1—11月份，规模以上工业企业实现营业收入94.22万亿元，同比增长0.1%；1—11月份，全国规模以上工业企业实现利润总额57445.0亿元，同比增长2.4%，增速比1—10月份提高1.7个百分点；利润增速快于收入增速。11月当月规模以上工业企业利润同比增长15.5%，仍保持两位数较快增长，前值28.2%，当月利润增速回落主要是由于11月份低基数效应减弱所致。



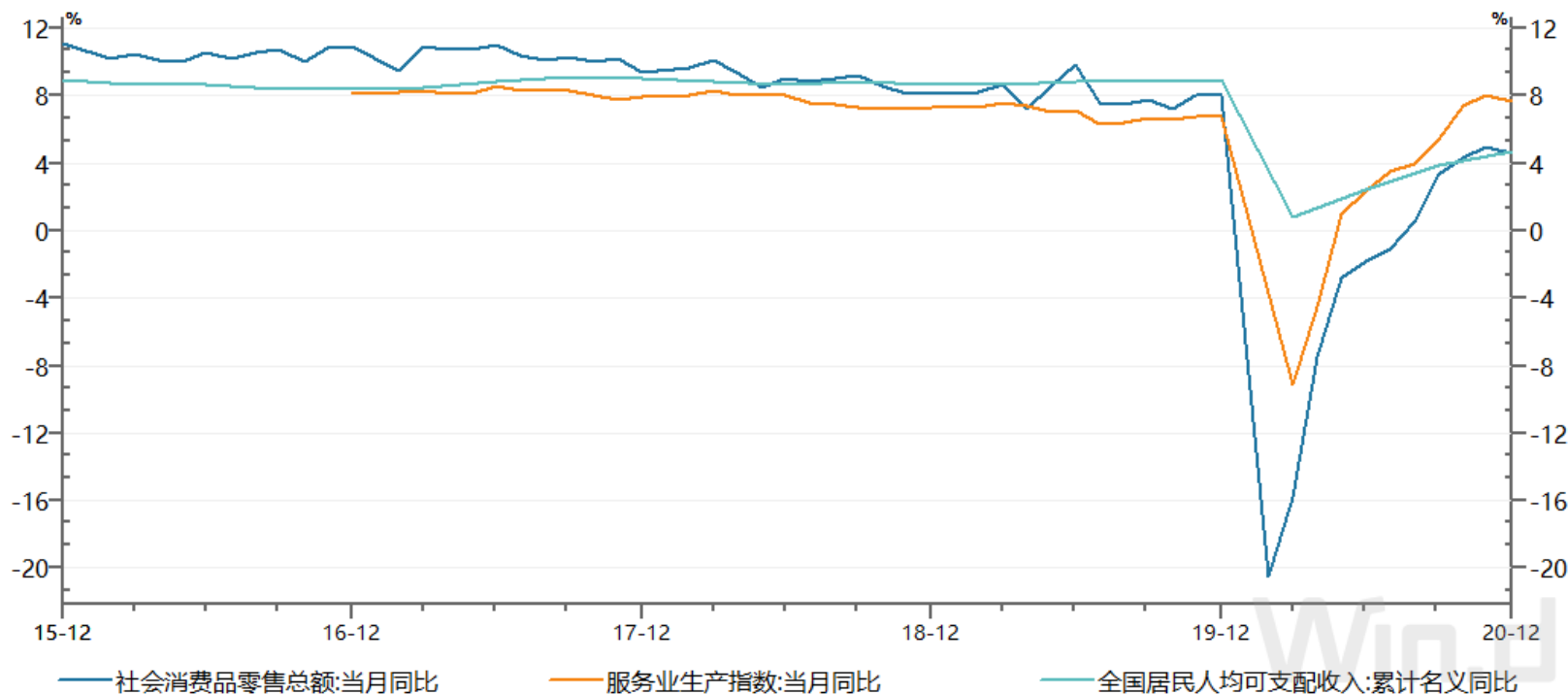
2.6 固定资产投资起到稳定作用

- 2020年全年固定资产投资比2019年增长2.9%，增速比1—11月份和前三季度分别加快0.3和2.1个百分点。2019年全年为5.4%。
- 作为逆周期调节的重要手段，基建投资在年初时被基于厚望，但实际增速不及市场预期。2020年，基建投资同比增长0.9%，增速比1—11月份小幅回落0.1个百分点。2019年全年同比增长3.8%，这与政府2020年财政收入受疫情影响下滑较多有关，也与符合地方专项债投资要求的项目储备相对不足、投资进度较慢有关。
- 相对来说房地产开发投资恢复和增速最快。2020年房地产开发投资比上年增长7.0%，增速比1—11月份加快0.2个百分点，其中，住宅投资增长7.6%，增速加快0.2个百分点。疫情得到控制后商品房销售金额和销售面积都很快恢复、增长较好。
- 制造业投资是三大投资中增速下跌最多、恢复最慢的，2020年，制造业投资比上年下降2.2%，降幅比1—11月份收窄1.3个百分点。



2.7 消费恢复较慢

- 疫情对服务业和居民消费的冲击比较大，居民消费恢复较慢。2020年，社会消费品零售总额391981亿元，比上年下降3.9%，2019年为同比增长8%。社会消费品零售总额同比到8月份才恢复正增长，12月的最新数据为同比增长4.6%，比11月的5%略有下滑。消费也将是2021年中国经济增长的重要力量。消费的较慢增长与居民的收入增长较慢有关，2020年全国居民人均可支配收入名义同比增长4.7%，2019年为同比增长8.9%。2020年全国居民人均可支配收入中位数同比增长3.8%，2019年为同比增长9%。中低收入阶层收入受疫情冲击相对更大，中低端消费增长相对更慢。
- 服务业生产指数在5月份恢复当月同比正增长，12月同比增长7.7%，比11月回落0.3个百分点，总体已恢复到正常增长水平。
- “十四五”规划提出“全面促进消费”，未来如何推动居民收入水平回升和消费意愿增强，对于消费增长空间至关重要。

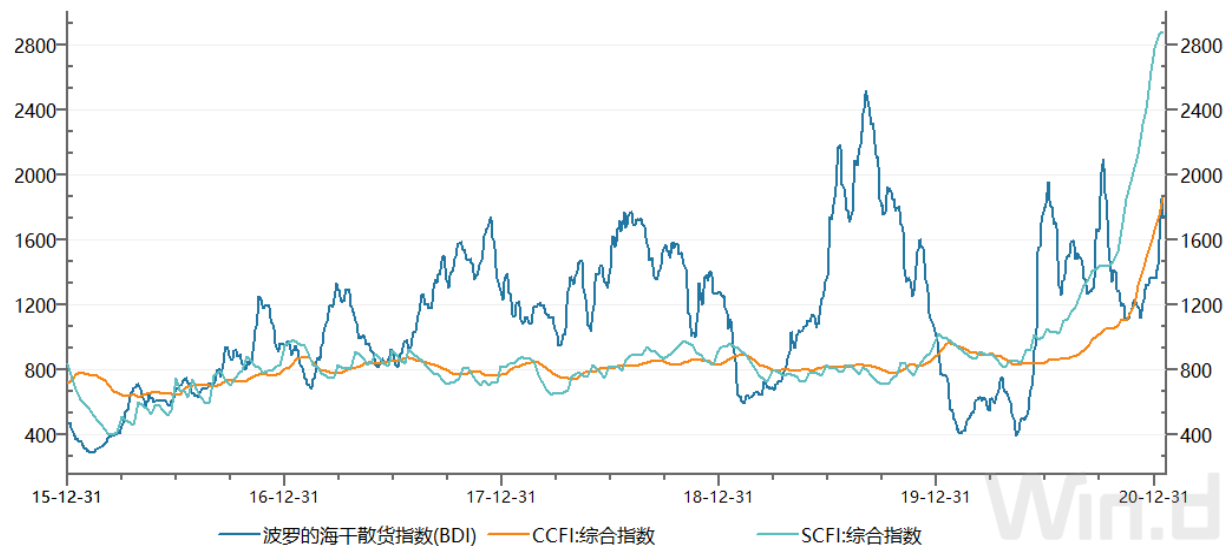
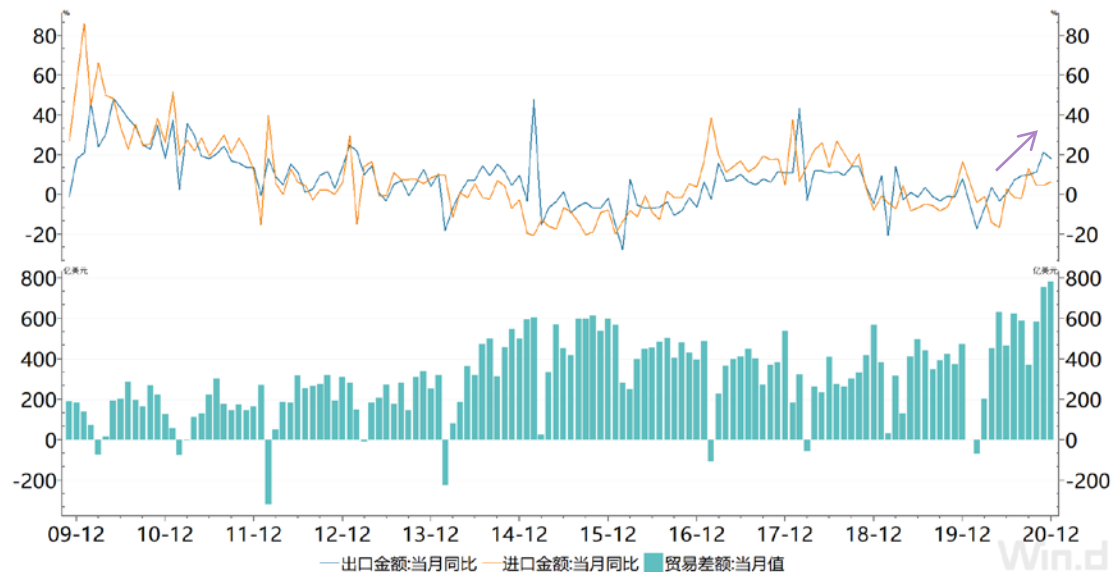


2.8 超预期的出口增长

➤ 在2020年年初疫情爆发后，我们非常担心中国的出口增长，开始是因为国内受疫情传播和隔离控制措施影响，春节后员工返岗延迟、企业复工率低，然后三月份境内疫情控制后，境外疫情又变得严重，出现了一些外贸订单的延迟或取消的现象，同时担心疫情对全球的物流和供应链稳定造成冲击。但是进入7月份以后，中国出口同比快速增长，并持续扩张。背后的原因是中国首先控制住疫情后，快速恢复生产，中国国内完整的制造业链条的优势充分体现。欧美国家因为疫情传播生产受到影响，但是通过财政支出保障居民生活，居民的实际收入受到的影响较小。疫情对人的跨境交流影响较大，对物的跨境流动影响较小。中国的供给和欧美的需求较好的结合在一起，同时印度等国家因为疫情传播对国际市场的供给受到影响，中国产品也挤占其他国家的出口份额。于是在2020年全球贸易萎缩的情况下，中国占全球贸易份额比例大幅上升。中国出口增长较好的品类除了抗疫物资之外，机电类产品也大幅增长，欧美对“宅经济”的实物消费需求大幅增加。

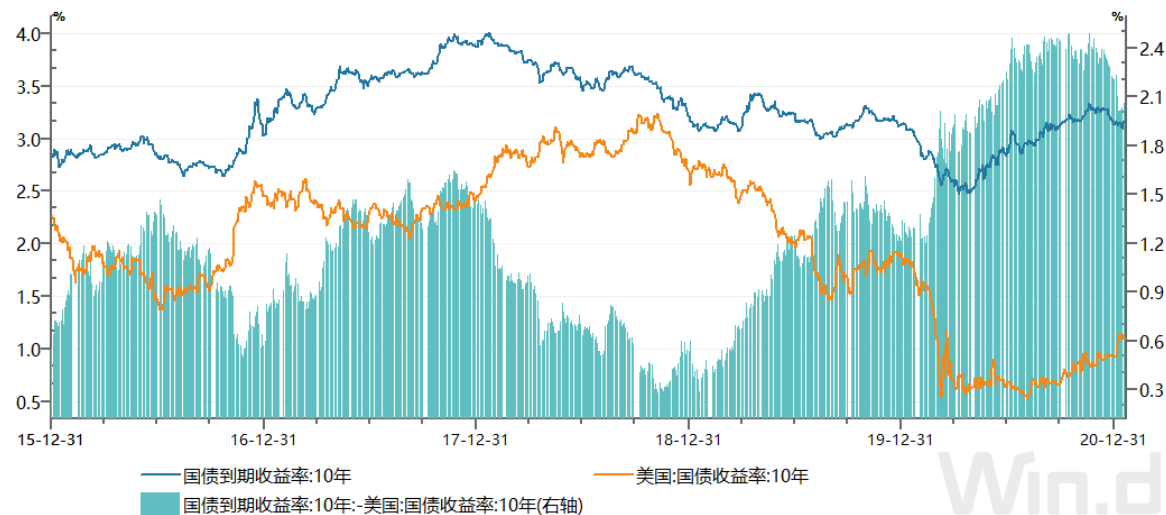
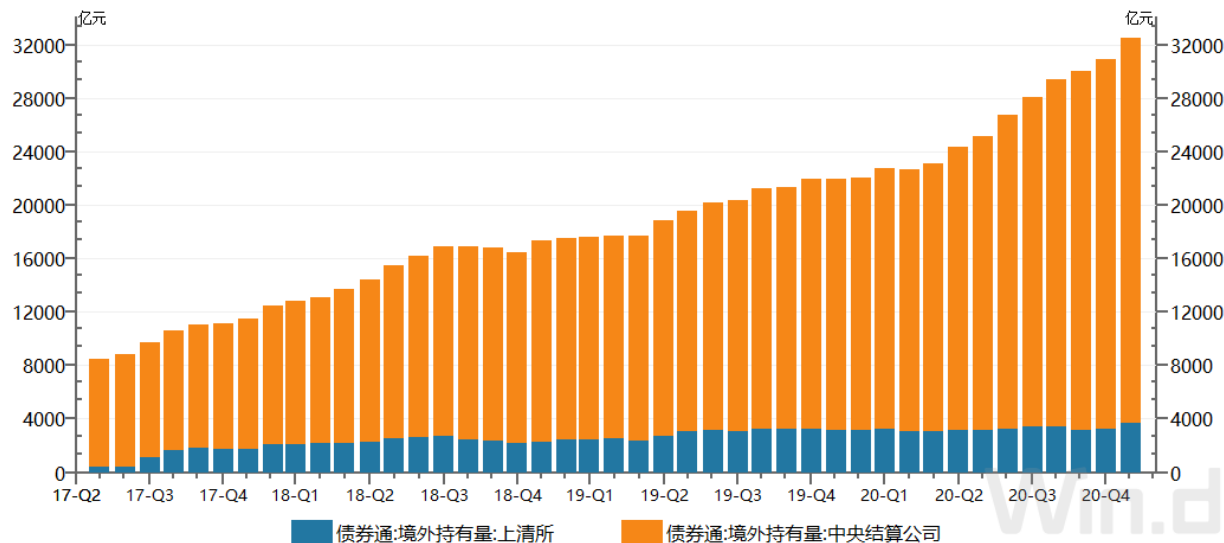
➤ 以美元计价，2020年全年出口同比增长3.6%，进口同比增长-1.1%，贸易顺差5350.34亿美元。2019年全年出口同比增长0.51%，进口同比增长-2.68%，贸易顺差4210.73亿美元。

➤ 去年12月进出口数据，以美元计价，12月出口同比增长18.1%，前值21.1%，好于市场预期的15.2%；12月进口同比增长6.5%，前值4.5%，市场预期4.6%；12月实现贸易顺差781.7亿美元。进入1月份以后波罗的海干散货指数(BDI)、中国出口集装箱运价指数(CCFI)和上海出口集装箱运价指数(SCFI)均持续上扬，显示国际贸易和中国外贸继续向好。



2.9 外资持续流入中国债券市场

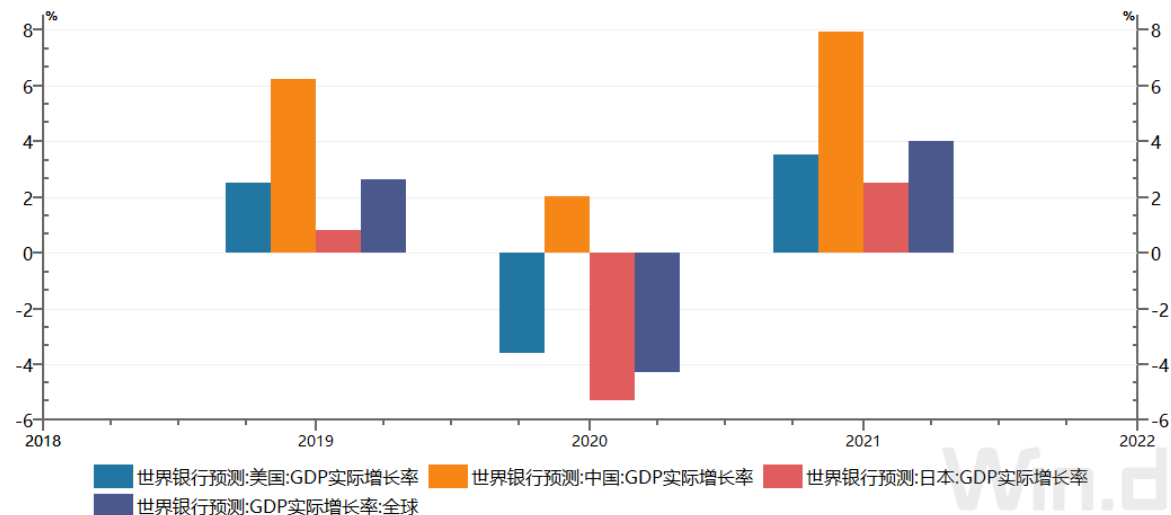
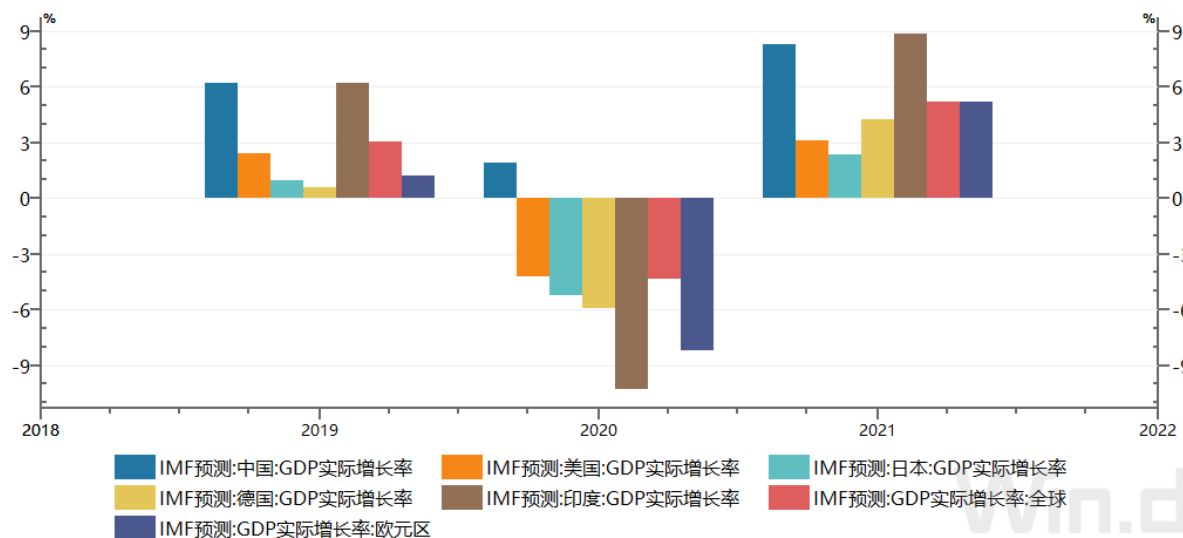
- 截至2020年12月末，债券通数据显示，境外资金持有在上交所和中央结算公司托管的中国债券合计32547亿元，较2019年末的21877亿元，增加10670亿元，已经有分布在34个国家和地区超过2300家外资投资人通过债券通投资中国债券。
- 美国民主党获得控制参众两院。新任财长耶伦在听证会中告诉议员们，美国现在需要一套强大的财政刺激措施，以推动新冠灾区的经济重回正轨。美国10年期国债收益率近期上升在1.1%左右，中国10年期国债收益率在3.15%左右，两国10年期国债收益率利差超过200BP，即使假设2021年美国10年期国债收益率提升到1.5%，中国10年期国债收益率维持在3.2%左右，则两国10年期国债收益率利差仍达到170BP。2021年中国可能继续是全球主要经济体中增长最快的国家，预期人民币汇率兑美元维持强势。2021年人民币债券会继续保持对外资很强的吸引力。



Part 3 2021年行情展望

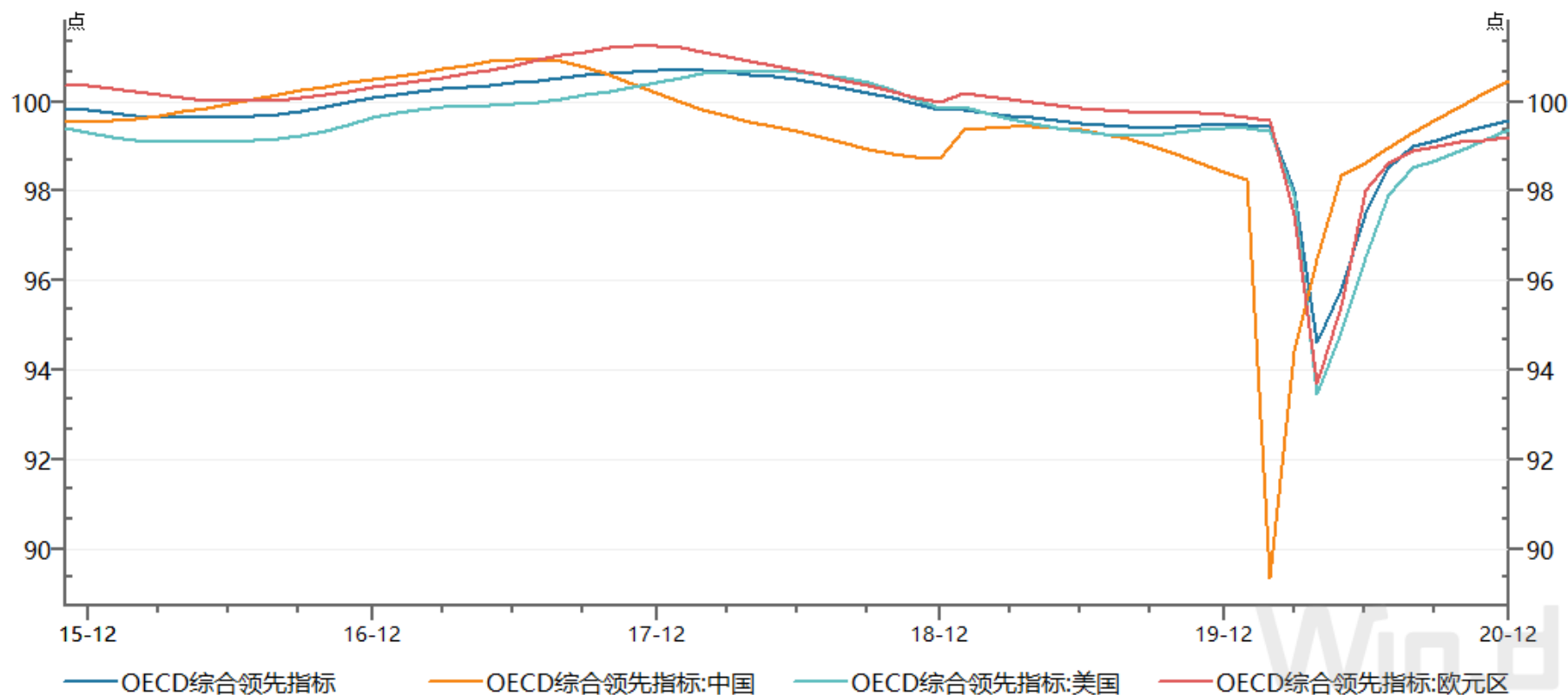
3.1 2021年全球经济弱复苏

- 综合相关报道，2021年疫苗在全球范围内逐步投入使用，中性情景下，到年中的时候发达国家有40%~50%人口获得疫苗注射达到免疫，随着疫情得到控制，发达国家经济会逐步恢复，和中国经济恢复的节奏类似，生产相对恢复较快，服务业恢复较慢。如果疫苗的效果或产量受限，则发达国家疫情得到有效控制会略有推迟到三、四季度。发达国家整体经济完全恢复到疫情前预计可能需要2-3年的时间。
- 这一点从美联储的政策宣示中也可以窥得，美联储最近一期的利率申明（去年12月16日）预计将把基准短期利率维持在接近于零的水平，至少持续到2023年。美联储12月会议纪要（1月7日公布）重申，美联储应承诺维持购债计划不变，直到在实现美联储经济目标的过程中取得“进一步实质性进展”，经济发展的路径将取决于疫情发展，通胀的下行压力将在2021年开始减弱。在12月发布的经济预测中，美联储决策者的预估中值显示，到2021年底失业率将降至5%。这仍远高于2月触及的3.5%低点，但较4月创下的14.7%将有很大改善。
- IMF去年10月份预测2020年全球GDP实际增长率为-4.36%，2021年5.15%；预测美国2020年GDP实际增长率为-4.27%，2021年3.08%；预测欧元区2020年GDP实际增长率为-8.26%，2021年5.15%；预测中国2021年8.24%。
- 世界银行1月预测2020年全球GDP实际增长率为-4.3%，2021年4%；预测美国2020年GDP实际增长率为-3.6%，2021年3.5%；预测中国2021年GDP实际增长率为7.9%。



3.2 中国经济的温和增长（环比季调）会持续到2021年上半年

- 近期欧美国家的疫情传播情况仍不容乐观，疫苗效果尚未明显显现。这样中国生产、欧美消费的格局或持续到2021年年中，上半年中国出口继续保持较快增长。同时中央经济工作会议强调政策不急转弯，财政刺激政策会有逐步退出，货币政策在上半年通胀压力不显著的情形下也很难收紧。我们预期2021年中国GDP实际增速在8.5%左右。
- 1月15日发布的去年12月OECD综合领先指标显示中国为100.45，美国为99.36，欧元区为99.21，预示未来一段时间中国经济增长在边际上依然好于欧美国家。



3.3.1 2021年财政政策和货币政策（一）

➤ 12月18日发布的中央经济工作会议新闻稿中指出，必须清醒看到，疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，我国经济恢复基础尚不牢固。2021年世界经济形势仍然复杂严峻，复苏不稳定不平衡，疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视。2021年宏观政策要保持“连续性、稳定性、可持续性”，政策操作上要“不急转弯”，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度；积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作；稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系。

➤ 央行官员近期表态当前的利率水平和存款准备金率水平是合适的。在1月15日国新办举行2020年金融统计数据新闻发布会上，央行副行长陈雨露表示，2021年稳健的货币政策会更加灵活精准、合理适度，继续保持对经济恢复必要的支持力度；人民银行会坚持**稳字当头，不急转弯**，根据疫情防控和经济社会发展的阶段性特征，灵活把握货币政策的力度、节奏和重点，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，以适度货币增长支持经济持续恢复和高质量发展。陈雨露认为2021年我国的物价水平大概率会保持温和上涨，受上年同期基数的影响，预计全年CPI同比涨幅将会出现先升后稳的走势。货币政策司司长孙国峰司长在回答记者提问时表示，目前经济已经回到潜在产出水平，企业信贷需求强劲，货币信贷合理增长，说明当前利率水平是合适的。目前金融机构平均存款准备金率为9.4%，其中超过4000家的中小存款类金融机构的存款准备金率为6%，不论与其他发展中国家相比还是与我国历史上的准备金率相比，目前的存款准备金率水平都不高。这样可以预期未来的一段时间，央行降低存款准备金率的概率较低，更多通过MLF等工具向市场投放资金。

➤ 央行决定继续实施普惠小微企业贷款延期还本付息政策和普惠小微企业信用贷款支持政策，明确两项直达货币政策工具均延期至2021年3月31日。

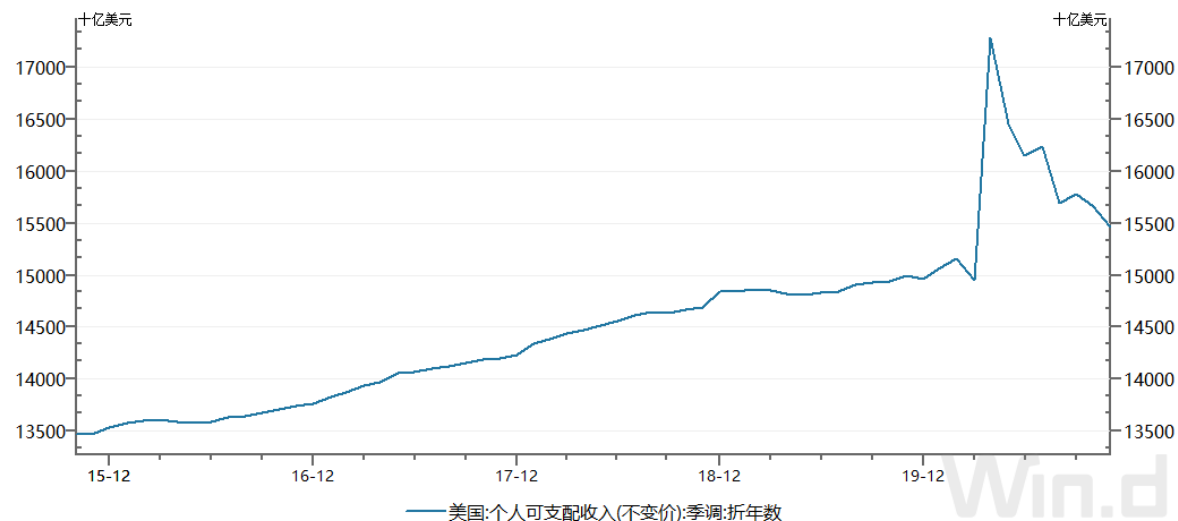
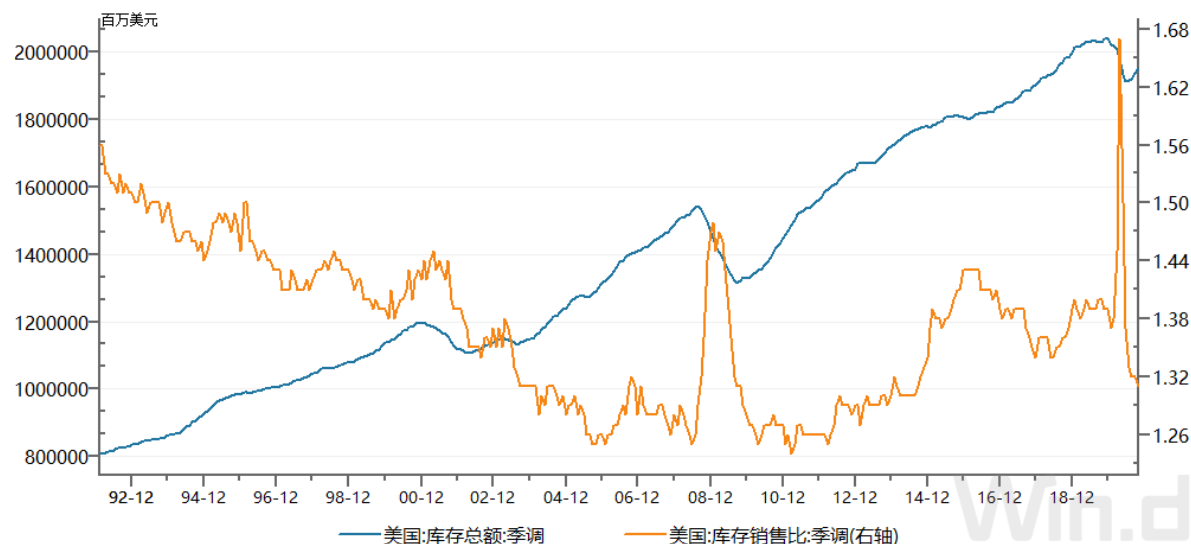
3.3.2 2021年财政政策和货币政策（二）

- 财政部网站1月20日公布了财政部部长刘昆2020年12月31日在全国财政工作会议上的讲话。2021年积极的财政政策“**更可持续**”主要从支出规模和政策力度着眼，兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。合理确定赤字率和地方政府专项债券规模，保持适度支出强度。2021年积极的财政政策“**提质增效**”主要从优化结构和加强管理着眼，进一步完善政策实施机制，着力在及时、精准、有效上下功夫，切实提升政策效能和资金效益。各地要加大预算统筹力度，努力实现跨年度平衡，**政策不急转弯**。
- 2021年财政工作的主要任务精准有效实施积极的财政政策，推动经济运行保持在合理区间。扩大中央财政直达资金范围。持续推进减税降费。综合考虑财政承受能力和实施助企纾困政策需要，要保持一定的减税降费力度，保持政策的连续性。用好地方政府专项债券。要按照“资金跟着项目走”的原则，适当放宽发行时间限制，合理扩大使用范围，提高债券资金使用绩效。债券资金主要用于党中央、国务院确定的重点领域项目，优先支持在建工程后续融资。优化投资结构，重点用于补齐农业农村、生态环保、物资储备、防灾减灾、民生保障等领域短板，推进“两新一重”等重大工程建设。发挥政府投资撬动作用，激发民间投资活力，形成市场主导的投资内生增长机制。推动PPP规范有序发展。促进扩大居民消费。落实国家重大区域战略。推进以人为核心的新型城镇化。推动城镇老旧小区改造和住房租赁市场发展。支持加快科技自立自强。坚持把科技作为财政支出重点领域。强化国家战略科技力量。健全鼓励支持基础研究、原始创新的体制机制。推动产业链供应链优化升级。加强基本民生保障。落实就业优先政策，加大对重点群体就业的帮扶，推动稳住就业基本盘。抓实化解地方政府隐性债务风险工作。
- 相比2020年，1万亿元的抗疫国债不再有，地方政府专项债的发行规模也会较2020年的3.75万亿有小幅收缩，总体上财政刺激政策是一个逐步退出的过程。在财政政策退出的同时，货币政策相应的就不宜较快的收紧，货币政策更多是从量的方向收紧，社融和M2的增速会回落，现在的政策利率水平包括逆回购利率和MLF利率以稳定为主、上升空间预期较小。

3.4 中国出口增速2021年下半年可能回落

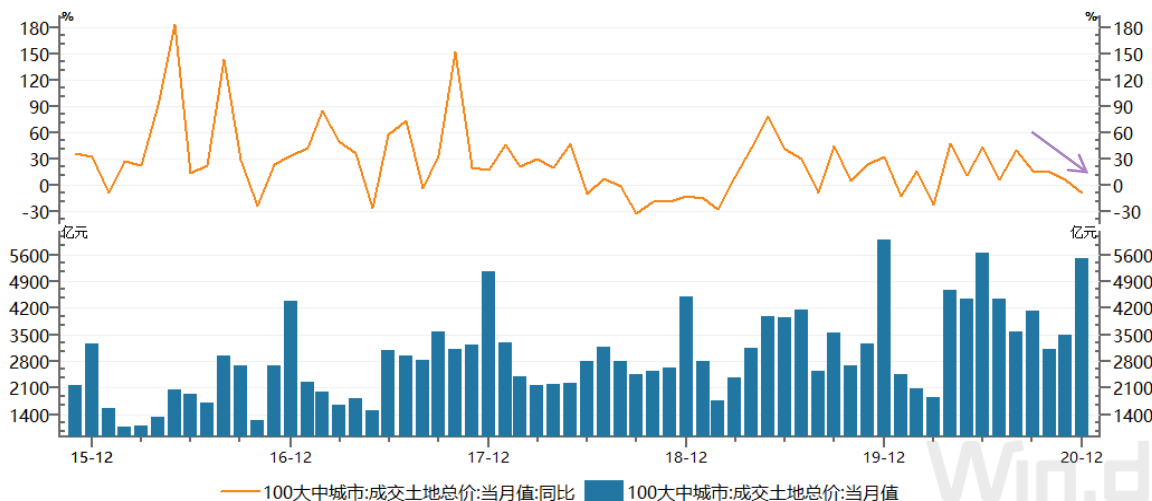
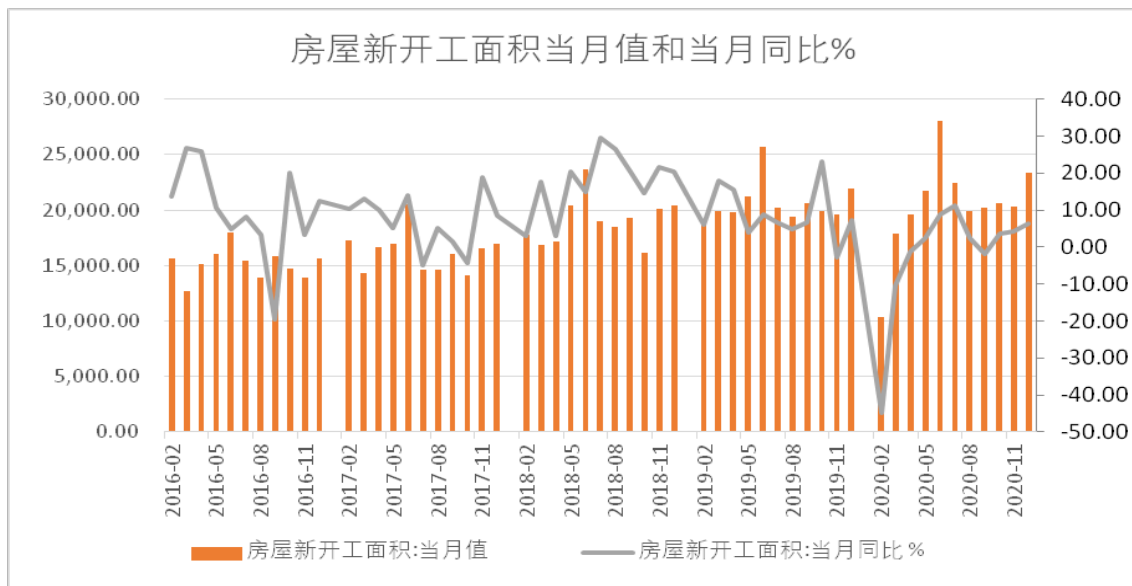
➤ 在我们预测的基本情景假设下，2021年年中发达国家疫情得到基本控制，美欧国家自身的生产开工率开始提高，消费品的补库存初步完成，服务业开始逐步恢复，美欧国内服务业的消费成为居民消费的增长点，取代宅家经济，与中国出口产品相竞争国家的出口份额也得到部分的恢复。中国出口的防疫物资将开始回落，部分产品包括劳动密集型产品的市场占有率会下滑，这样中国出口增速在2020年下半年出口基数较好的基础上2021年下半年将出现回落，出口增速呈现前高后低。

➤ 美国的库存销售比目前位于较低的位置，2021年上半年有一定补库存的需求。美国个人可支配收入2020年因为政府补助的原因反而较往年增加，也是中国2020年出口对美快速增长的重要原因，最近在美国政府在审核通过新的财政支出计划，2021年下半年在疫情控制后财政对个人的收入补贴会下降或取消。



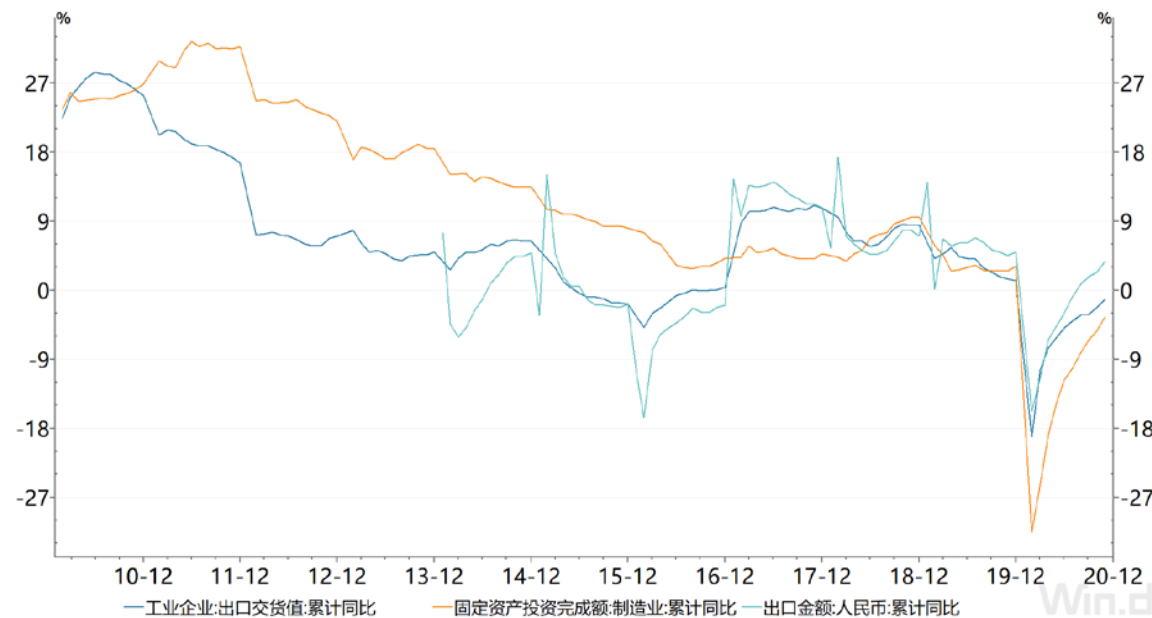
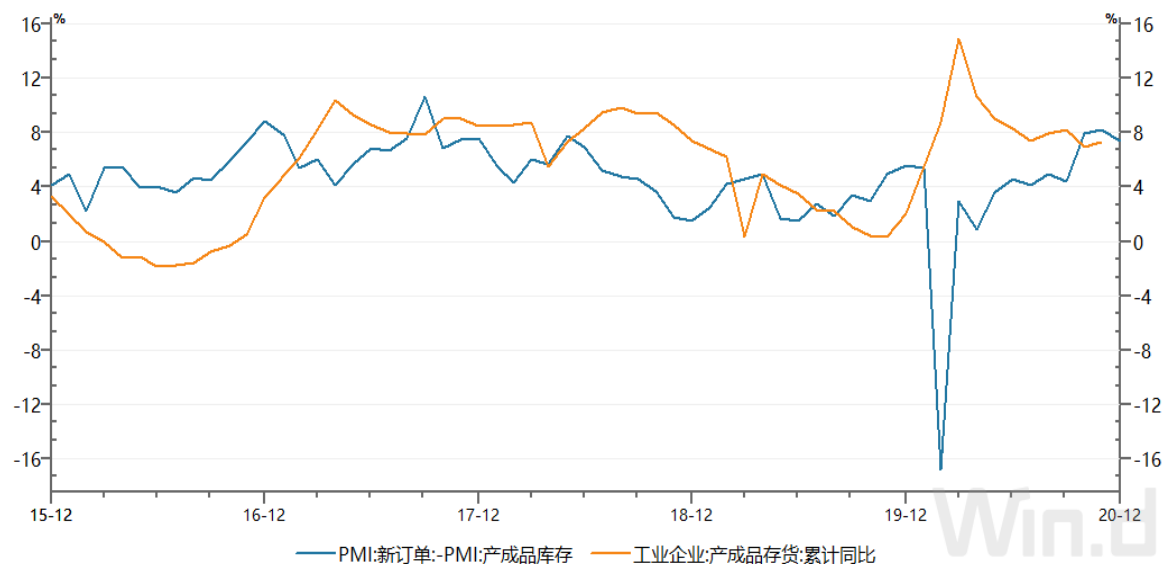
3.5 2021年房地产开发投资增速将比2020年回落

- 中央经济会议在部署2021年重点工作的第七条专门提到了房地产问题，“要解决好大城市住房突出问题，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因地制宜、多策并举，促进房地产市场平稳健康发展。要高度重视保障性租赁住房建设，加快完善长租房政策，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利，规范发展长租房市场”。
- 2020年8月，住房和城乡建设部和人民银行要求12家重点房地产，控制有息债务的增长，设置“三道红线”，根据房地产企业剔除预收款项后的资产负债率不超过70%、净负债与权益比率不超过100%，现金短债比不小于1倍三项指标，设定不同的有息债务增长率。2021年还将扩大三条红线适用的房地产商范围。三条红线的实施将推动房地产商加快开发和销售以回笼资金。
- 央行在12月31日发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，对银行设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限，对超过上限的机构设置过渡期，并建立区域差别化调节机制。大部分银行业金融机构符合管理要求，要求其稳健开展房地产贷款相关业务，保持房地产贷款占比及个人住房贷款占比基本稳定。
- 2020年房地产企业新拿地和房屋新开工面积已经出现放缓。12月新开工同比增速进一步加快至6.3%。12月100大中城市成交土地总价同比增长为-8.05%。预计在融资收紧和房贷收紧的背景下，2021年的房地产开发投资增速将比2020年小幅回落，但仍然保持一定韧性。



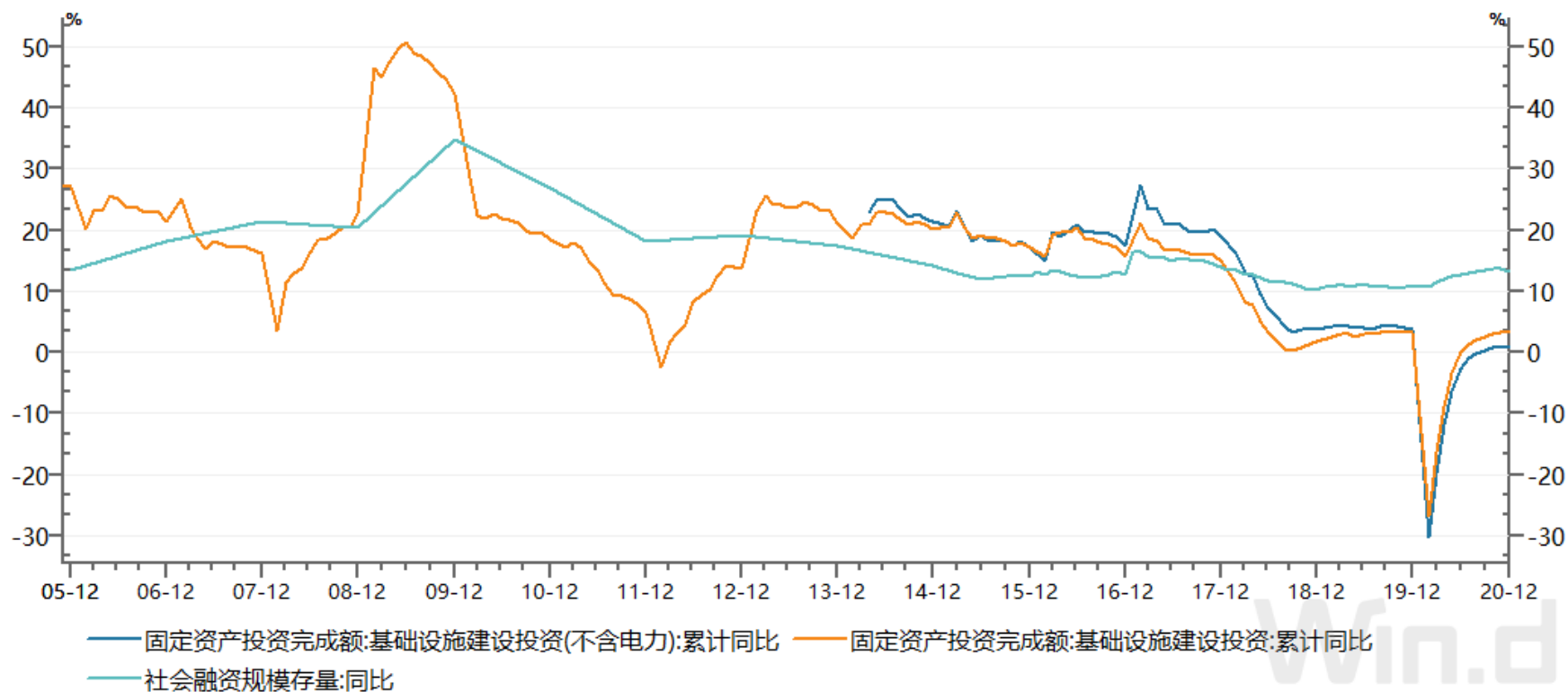
3.6 2021年制造业投资增速整体回升

- 在2020年疫情期间，工业企业出现了被动累库存，工业企业产成品存货累计同比增长在3月份达到年内高点14.9%，在疫情得到控制后，企业主动去库存，然后进入被动去库存。PMI新订单指标-PMI产成品存货可以一定程度反映企业新订单和产成品存货变化之间的差值，2020年四季度该数据快速提升，显示企业的新订单的增速快于产成品存货，企业未来会补库存，也会带动制造业投资的继续增长。
- 制造业投资回升与出口的增长有一定的因果关系，这样如果2021年出口增速在下半年回落则会影响下半年制造业投资的增速。



3.7 基建投资稳定增长

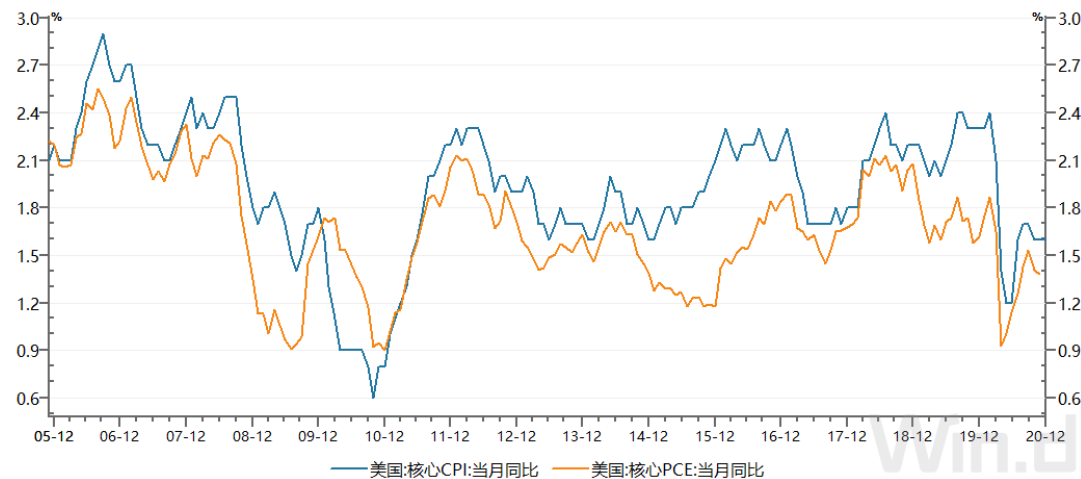
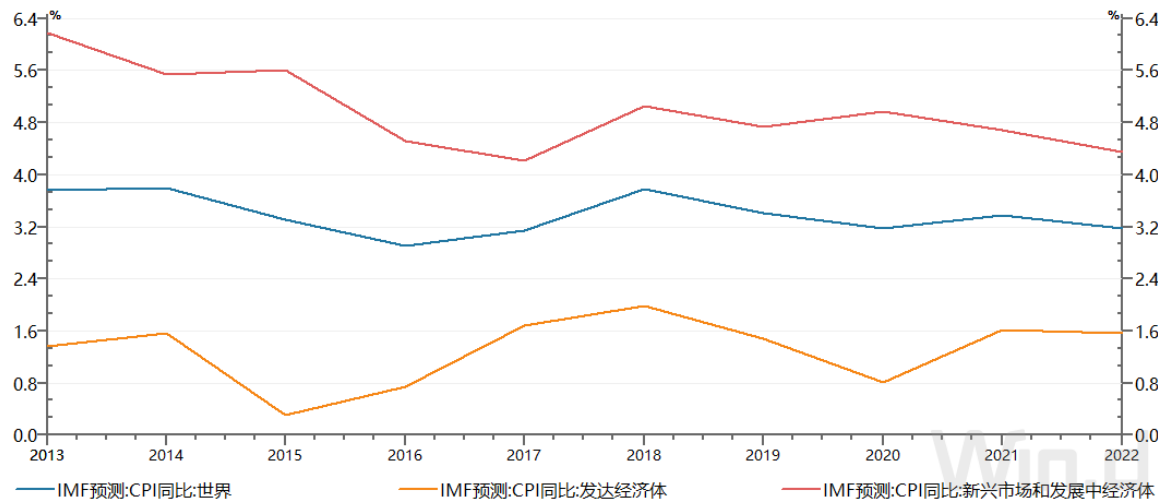
➤ 基建投资作为对冲经济下滑的重要手段，在经济增速恢复正常后，基建投资不会成为发力的对象。从历史走势来看基建投资和社融存量同比增长有一定的同步性，12月社融存量同比增长13.3%，已经连续第二个月回落。预期2021年基建投资（不含电力）将回归到与2019年3.8%相近似的水平。



3.8 全球通货膨胀预期

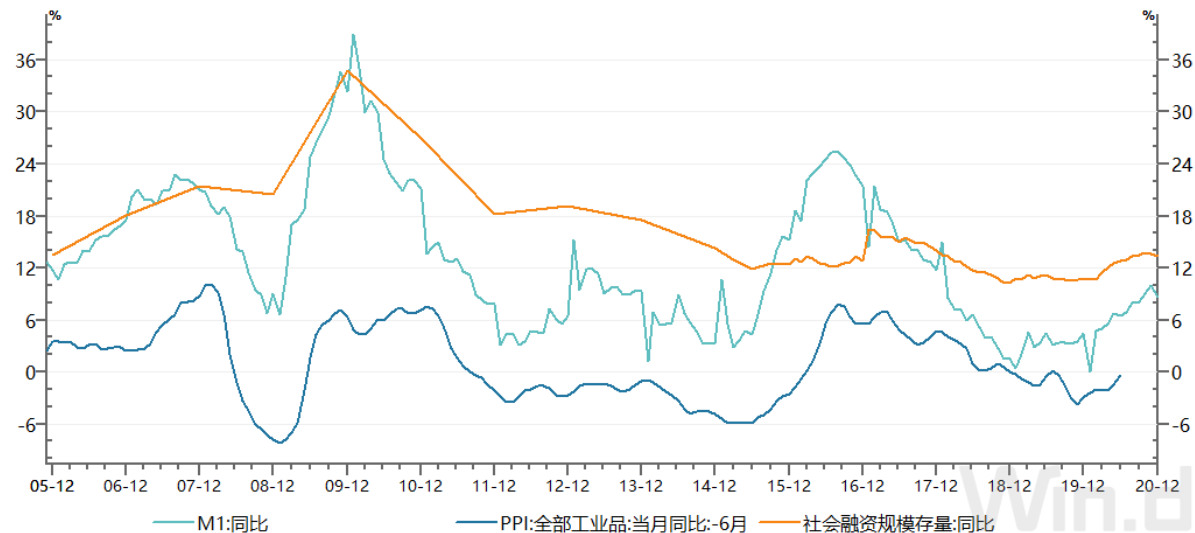
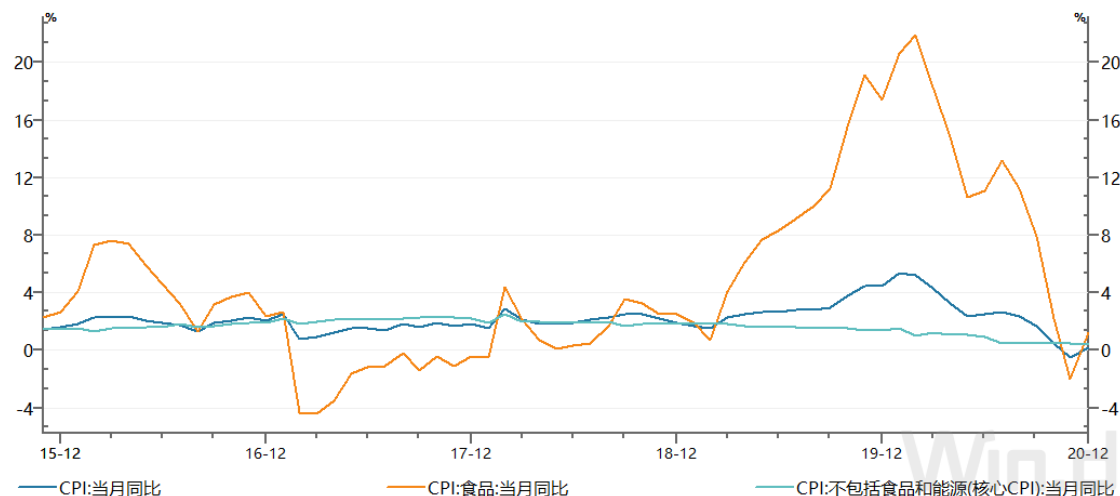
➤ 与全球经济复苏相关联的是对于通货膨胀的担忧。在全球经济弱复苏的情况，需求不足仍然是全球经济主要面对的问题，全球的通货膨胀总体上不会出现大幅上升。影响物价上涨相对变化比较大因素的是原油价格的波动，在原油供给充分的背景下，以及产油国国内财政压力下，OPEC+继续维持偏紧的供给抬升油价的概率较小，油价上升较高也将引发美国页岩油的增产，总体上判断油价不会大幅上升。我们预期2021年全球通货膨胀会比较温和。

➤ 近期拜登宣布了1.9万亿美元的财政刺激政策，被称为“美国救援计划”，整个计划以稳定经济、恢复发展为核心目的，具体包括：大部分符合条件的美国公民每人直接发放1400美元，连同特朗普在去年12月公布的600美元一起，发放到每个美国公民手上的救济总金额将达到2000美元。这份刺激计划还将最低工资从每小时7.25美元提高到15美元；将失业救济金从每周300美元提高到400美元、期限延长至9月底；将未付房租或房贷面临驱逐、丧失抵押品赎回权的暂停期延长至9月底；给州和地方政府3500亿美元补助，给幼儿园、中小学以及大学1700亿美元补助；500亿美元将用于新冠病毒检测，200亿美元用于全国新冠疫苗接种。提案中的关键条款，比如对各州进行援助、医保资金等，都需要在参议院获得至少2/3的“超级多数票”。另一项经济刺激计划将在2月公布，将着眼于改善基础设施、对抗气候变化、推动种族平等长期目标。1.9万亿美元的财政刺激更多还是用来托底和对抗疫情的影响。而后续大的财政刺激计划在国会可能会遇到阻碍。



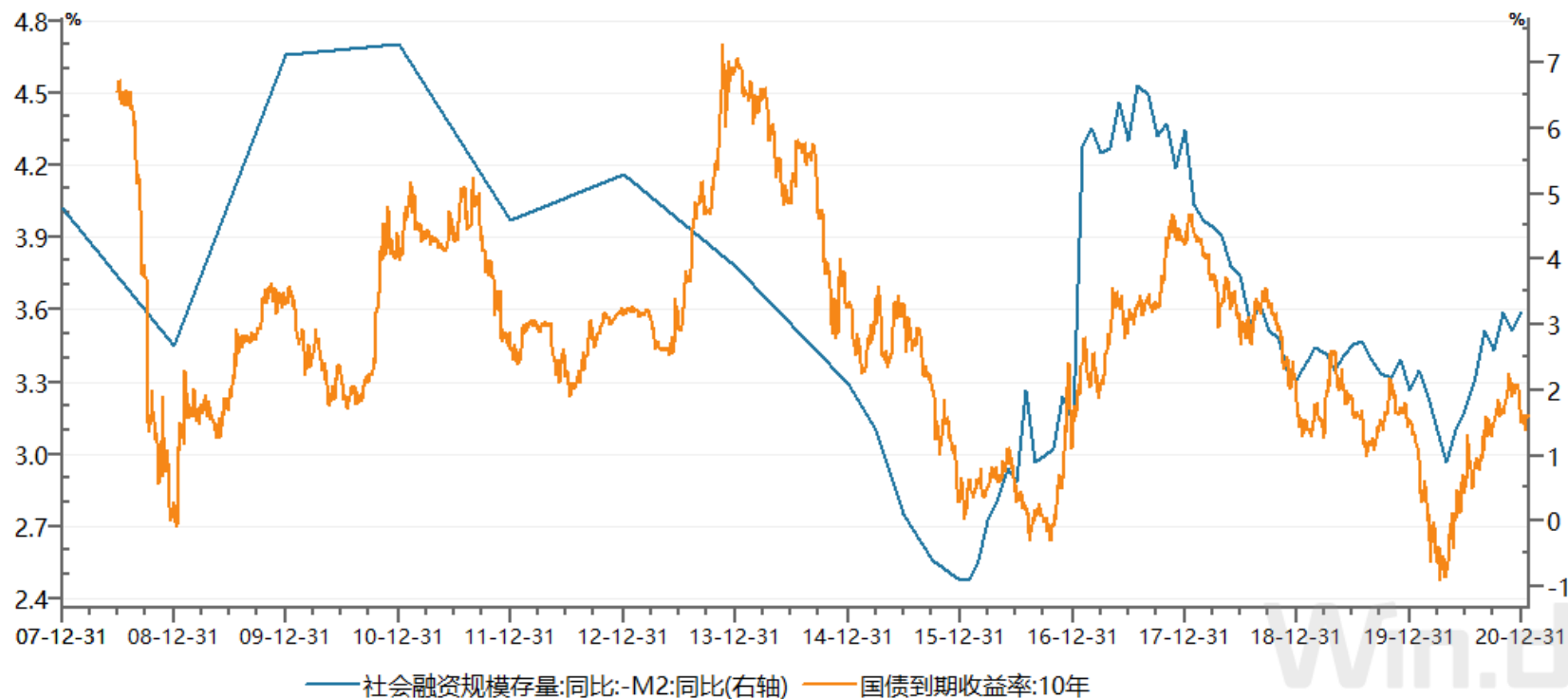
3.9 中国通货膨胀预期

- 截至2020年12月，中国不包括食品和能源的核心CPI同比增长0.4%，之前连续5个月持平在0.5%。随着能繁母猪和生猪存栏量的继续恢复，预计2021年猪肉价格同比会继续回落。货币政策在2020年5月份转向收紧，目前已基本恢复到正常状态。CPI在2021年我们预期在一个比较温和的状态，平均或在1.5%左右。
- 通过观察历史数据，我们可以看到M1对PPI指标的走势有较好预测，大约提前6个月左右，社融存量的同比增长与M1有较好同步性。12月的社融存量增速为13.3%，已连续第二个月回落，社融高点基本已经确定。12月的M1同比增长8.6%，较11月的高点10%回落1.4个百分点，M1也进入高位区域。12月的中央经济工作会议提出保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配。我们假设2021年GDP增速为8.5%，通胀1.5%，名义增速在10%，社融增速在11%~12%。这样，我们预期PPI从12月的同比-0.4%（11月同比-1.5%）到2021年年中达到高位，全年大约在2%左右。
- 因为2021年中国经济增长强于世界主要经济体，我们预计人民币2021年对一篮子货币继续小幅升值，也有利于部分对冲进口商品价格的上涨。



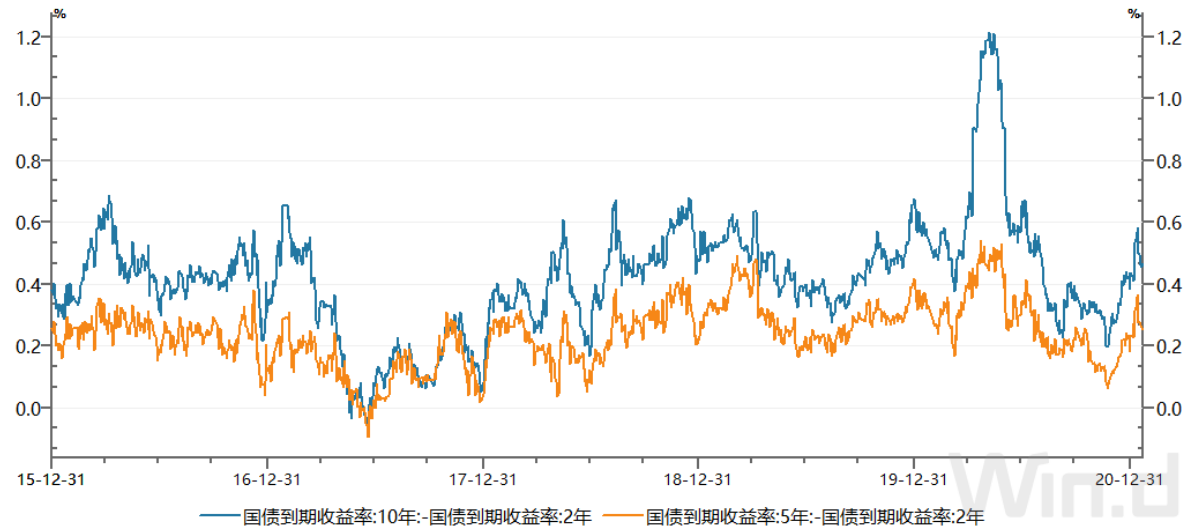
3.10 2021年国债收益率走势预测

➤ 我们预测2021年国债收益率波动幅度会明显降低，10年期国债收益率以3.2%~3.3%为波动重心，区间大约在3.0%~3.5%。我们预期2021年中国GDP同比增速将达到8.5%左右，工业生产会进入平稳常态，消费继续回升至正常增长水平，消费增长是一个慢变量，固定资产投资中基建投资增速保持平稳，房地产投资增速小幅回落，制造业投资总体回升，出口增速前高后低，2021年社融增长将从目前的高位平台向下回落至11.5%左右，宏观经济（环比季调）在上半年是一个温和增长的过程，下半年或总体保持平稳。从国债的供给来说，2021年会较2020年有所回落，抗疫特别国债不再发行，财政赤字率回落，宏观杠杆率保持稳定。人民币债券继续保持对外资的吸引力，外资将持续流入国债市场。富时罗素2020年9月已宣布计划从2021年10月份起将中国债券纳入富时世界国债指数（WGBI）。



3.11 国债期货交易策略

- 我们预期2021年国债收益率波动幅度降低，预期2021年10年期国债收益率以3.2%~3.3%为波动重心，区间大约在3.0%~3.5%。当10年期国债收益率向下接近或突破3%，向上接近或突破3.5%时，结合当时的市场环境和政策变化，分别考虑建立国债期货的空头或多头仓位。
- 当10年期国债收益率与2年期国债收益率的利差，或5年期国债收益率与2年期国债收益率利差重新回到历史水平低位区域，可以考虑做阔利差的套利交易。



Part 4 风险提示

- 全球疫情变化，疫苗研发和注射情况，欧美国家复工复产进度，央行货币政策边际变化，信用风险变化，通货膨胀，中美关系。
- 全球疫情的传播和疫苗的进展都有不确定性。疫苗的有效性、副作用、生产能力，以及民众接受程度都会导致接种进展和效果的不确定性，欧美发达国家能否在2021年年中实现预期的40%~50%的人口接种存在不确定性。两种可能都存在，一种是随着北半球春夏季到来，欧美国家在近期强化隔离措施实施后，疫苗大规模快速启用后，疫情传播像中国2020年3月份那样得到有效控制，生产消费快速恢复；另外一种情形是疫情反复，疫苗实施效果不尽如人意，疫情延续到2021年秋冬季。
- 欧美国家的复工复产进度与疫情和疫苗息息相关，欧美国家经济中消费和服务业占比较，恢复起来相对较慢，比较有利的是与2009年金融危机相比，欧美国家这次对抗疫情主要是政府加杠杆，企业和居民的资产负债表修复的压力相对较小。
- 中国经济的变化有可能超出我们温和增长的预测，特别是下半年有更多的不确定性。
- 永煤信用债事件引发了市场对信用债风险的担忧，连带影响了国债投资的流动性，去年金融委第四十三次会议的及时召开避免了信用风险的连锁反应。信用债一级市场发行可能会因为信用风险规避、发行利率上升而导致发行量大幅下降，一些风险高的企业的再融资受到影响，可能会出现新的信用风险事件。央行牵头整顿信用债评级市场，推动做实评级的同时，也会使一些评级虚高的公司降低评级，导致二级市场债券价格下跌和一级市场发行困难。查处欺诈发行、虚假信息披露、恶意转移资产、挪用发行资金等各类违法违规行为，也会使一些公司的信用债风险暴露。信用风险如果再次集中出现，短期将引起利率债和国债期货价格波动。
- 我们虽然预测中国2021年通货膨胀比较温和，但是有可能超预期波动。油价是其中一个重要的变量，决定油价的供需关系不稳定，还受到地缘政治的影响。欧美国家为应对疫情释放了大量流动性，市场对未来的通胀充满担心。民主党获得控制参重两院，拜登政府和新任财长耶伦计划推出大规模的财政刺激计划，有可能会推高全球大宗商品价格。
- 市场普遍预期拜登政府上台后首先工作重点是美国国内抗疫和恢复美国国内经济，特朗普政府实施的关税和其他对中国的制裁措施即使不向好的方向调整，也不大会再加码。但是如果美国国内矛盾短期激化，有可能引发压力向外转移。

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货品种买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何内容对任何投资所做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。我公司可能发出与本报告意见不一致的其他报告，本报告反映分析师本人的意见与结论，并不代表我公司的立场。未经我公司同意，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。