



宏观金融 年度报告

宏观经济
国债 股指 恒指 外汇

2021

ANNUAL REPORT



目 录

不急转弯：“经济进”与“政策退”的权衡

——宏观策略 2020-2021 年度报告

1. 迈好第一步：长期经济发展格局的视角	5
2. 不急转弯：短期宏观经济政策的视角	6
2.1. 积极财政政策	6
2.2. 稳健货币政策	6
3. 内外回暖：宏观总需求结构的视角	7
3.1. 扩大消费	7
3.2. 增强投资增长后劲	8
3.3. 外需复苏与份额转移	11
4. 通胀隐现：宏观总价格水平的视角	12
4.1. CPI 通胀无忧	12
4.2. PPI 通胀隐现	13
5. 复苏共振：宏观经济周期的视角	14
5.1. 经济中周期	14
5.2. 经济短周期	14
6. 宏观经济概述及大类资产配置建议	15
6.1. 宏观经济概述	15
6.2. 大类资产配置建议	16

过往不泣，未来不惧

——国债期货 2020-2021 年度报告

1. 回首 2020	18
2. 展望 2021	25
2.1. 经济基本面：经济渐进修复	25
2.2. 政策面：货币政策相机抉择，财政政策回归常态	27
2.3. 债券供给：总量回落，压力缓解	29
2.4. 海外市场：扰动依旧	30
2.5. 期债后市展望	30

股指转弯不急，回归常态

——股指期货 2020-2021 年度报告

1. 2021 年中国经济展望.....	33
1.1. 2020 年经济和疫情回顾.....	33
1.2. 货币政策由宽松转为中性.....	34
1.3. 财政政策由积极回归正常.....	36
2. A 股 2021 年市场投资策略.....	37
2.1. A 股上市公司盈利改善.....	37
2.2. A 股估值较年初有较大提升.....	38
2.3. A 股市场资金存在压力.....	39
2.4. 股指期货 2021 年投资展望.....	42

风正一帆悬

——恒指期货 2020-2021 年度报告

1. 恒生指数 2020 年回顾.....	45
1.1. 恒生指数 2020 年回顾.....	45
1.2. 香港市场资金流向.....	47
1.3. 恒生指数估值概况.....	50
2. 香港市场的机遇与挑战.....	52
2.1. 香港市场的机遇.....	52
2.2. “中方涉军企业”投资禁令的影响.....	53
3. 恒生指数 2021 年展望.....	55

不急转弯：“经济进”与“政策退”的权衡

——宏观策略 2020-2021 年度报告

摘要：

本文从长期经济发展格局、短期宏观经济政策、宏观总需求结构、宏观总价格水平、宏观经济周期等五个视角，对 2021 年中国宏观经济进行展望。

从长期经济发展格局的视角来看，明年重点是“迈好构建双循环新发展格局的第一步”。

从短期宏观经济政策的视角来看，明年宏观政策会保持连续性、稳定性、可持续性，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上“不急转弯”。

从宏观总需求结构的视角来看，2021 年在构建“双循环新发展格局”背景下，扩大内需尤其是扩大消费是确定的，制造业设备投资有望走上行周期，基建和房地产投资基本持稳；外需共振复苏背景下，出口份额的下滑并不必然导致出口增速大幅走弱。中国经济在全球率先走出疫情危机后，2021 年继续走向复苏。

从宏观总价格水平的视角来看，CPI 同比仍有望保持低位、似乎不必担忧通胀；但从 PPI 来看，通胀若隐若现，甚至不排除超预期的可能。

从宏观经济周期的视角来看，无论是中周期还是短周期，中国经济 2021 年都大概率处于复苏阶段。

根据宏观经济与大类资产表现之间的映射关系，对 2021 年大类资产表现展望如下：

股票将在大类资产中表现较优，尤其是顺周期类的相关行业板块，有望成为阶段性行情主线；而科技成长类行业是本轮长期结构性慢牛行情的主线，在近几个月的波段调整之后，明年有望再度表现出色；大消费相关行业尽管近两年涨幅较大，估值消化需要时间，但大消费行业长期趋势向好、穿越牛熊，即使出现暂时休整，也会是强势休整，行业内表现超预期的优质个股仍将持续上涨。

大宗商品表现次之。经济复苏前期大宗商品的需求回暖带动产能利用率提升，价格涨幅相对温和；而到了复苏后期乃至过热期才会是大宗商品表现最佳的时期。

利率债表现相对较差。经济复苏、通胀回暖、货币政策边际收紧，利率债难以有好的表现，行情可能由当前的熊平转向熊陡。在经济增长不及预期、通胀不及预期、国际市场避险情绪上升等个别时期或许有短期反弹，但难以形成中期上涨趋势，至多转入中期震荡。而一旦经济增长或通胀超预期，利率债表现将更差。

人民币汇率升值趋势放缓。决策层对于人民币快速升值的容忍度可能在下降；人民币升值的趋势未必改变，但速度和斜率将放缓。

基于上述分析，**2021 年大类资产配置策略**建议如下：

增加股票类资产配置权重，尤其是增加顺周期类、科技类行业的配置权重，立足更长周期可继续配置大消费类行业；适当配置大宗商品；利率债权重不宜过高，尤其是谨慎对待中长久期利率债。进口企业等用汇主体可抓住有利时机锁汇。

风险因素：疫苗有效性风险、地缘政治风险等。

正文

本文从长期经济发展格局、短期宏观经济政策、宏观总需求结构、宏观总价格水平、宏观经济周期等五个视角，对 2021 年中国宏观经济进行展望，并在此基础上提出大类资产的宏观配置策略。

1. 迈好第一步：长期经济发展格局的视角

2020 年以来，中央在多个重大会议和场合提出“构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”，标志着中国经济发展战略的重大转变。

2020 年 12 月 16 日至 18 日中央经济工作会议提出，“**加快**构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。结合当前中美博弈、全球化与逆全球化博弈的国际环境，“加快”的提法，显示出了紧迫性。会议明确要求，“构建新发展格局明年要**迈好第一步，见到新气象**”。与以往相比，2021 年无论是制度改革还是政策制定，会带有“构建新发展格局”的鲜明印记。

对于如何“构建新发展格局”，中央经济工作会议作出了明确回答：“要紧紧扭住供给侧结构性改革这条主线，注重需求侧管理”。

供给侧结构性改革自 2015-2016 年提出之后，一直是这些年经济工作的主线，2021 年也不例外。例如，中央经济工作会议提出 2021 年八大重点任务，排在前两位的都是供给侧改革的内容：一是强化国家战略科技力量；二是增强产业链供应链自主可控能力。再比如，第五项任务是“解决好种子和耕地问题”，在中央经济工作会议上单独鲜明的列出“种子问题”，实属罕见。这些问题，实际上都是亟待解决的供给侧“卡脖子”问题，都是供给侧改革“补短板”的重要方面，都是为了产业链供应链自主可控、为了维护经济安全。

但是，在“供给侧结构性改革”这条主线之外，此次中央经济工作会议提出“注重需求侧管理”，是一个新的信号。12 月 11 日中央政治局会议首次提出“需求侧改革”，引发了市场的热烈讨论。“改革”比“管理”感觉上对利益格局的调整力度更大一些，更偏向于长期的制度建设一些。政治局

会议关于“需求侧改革”的提法，在中央经济工作会议中也得到了一些体现，例如，“必须在合理引导消费、储蓄、投资等方面进行有效制度安排”，就体现了需求侧制度改革之义。

总之，需要在“构建新发展格局”的语境下去理解“需求侧改革”、“需求侧管理”，以及“扩大内需这个战略基点”。

2. 不急转弯：短期宏观经济政策的视角

中央经济工作会议对 2021 年的短期宏观经济政策总的表述是：

“明年宏观政策要保持**连续性、稳定性、可持续性**。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，政策操作上要更加**精准有效，不急转弯**，把握好政策时度效。要用好宝贵时间窗口，集中精力推进改革创新，以高质量发展为‘十四五’开好局”。

近几个月来，金融市场对明年的宏观经济政策，总担心疫情过后宏观政策常态化过程中会不会过快收紧，甚至出现“政策悬崖”。对此，中央经济工作会议一锤定音：“不急转弯”。宏观政策正常化过程会是渐进的，视经济恢复程度而定的。

2.1. 更可持续、保持强度的积极财政政策

中央经济工作会议对财政政策的表述是：

“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，党政机关要坚持过紧日子”。

财政政策的基调不变，还是“积极”，会保持**适度**的支出强度；同时，也强调更可持续，**量入为出、不会过度刺激**。

2.2 灵活精准、合理适度的稳健货币政策

中央经济工作会议对货币政策的表述是：

“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，多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，加大对

科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持，深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。

货币政策的基调不变，还是“稳健”；与财政政策一样，强调了“合理适度”，同时“灵活精准”。会议还用货币供应量、社会融资规模、宏观杠杆率三个指标对货币政策进行了定量描述，与近年来央行货币政策报告的描述基本一致：货币供应量、社会融资规模同名义经济增速基本匹配，而宏观杠杆率保持基本稳定。简而言之，货币政策“稳杠杆”而非“去杠杆”。

此外，值得注意的是，继 2017 年之后，在中央经济工作会议公告中再次提及“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，显示出决策层对于今年 5 月份之后人民币快速升值的容忍度在下降。人民币升值的趋势未必改变，但速度和斜率或将放缓。

综上，无论是财政政策、还是货币政策，基调都是“适度”，虽然疫情非常时期的宽松肯定要退出，但不会“急转弯”，不会出现“政策悬崖”。只有显著的“经济进”，才会有显著的“政策退”。

3. 内外回暖：宏观总需求结构的视角

中央经济工作会议明确提出，“坚持扩大内需这个战略基点。形成强大国内市场是构建新发展格局的重要支撑”。明年扩大内需基本没有什么悬念，尤其是扩大消费需求的趋势非常明确，投资需求也具有很强的韧性。疫苗开始推广后外需逐步回暖也是明确的，但目前市场担心出口份额转移可能导致出口大幅走弱，对此仍有一定的争论。

以下，我们对总需求“三驾马车”消费、投资、出口分别进行分析和展

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_636

