

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 年美国宏观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：

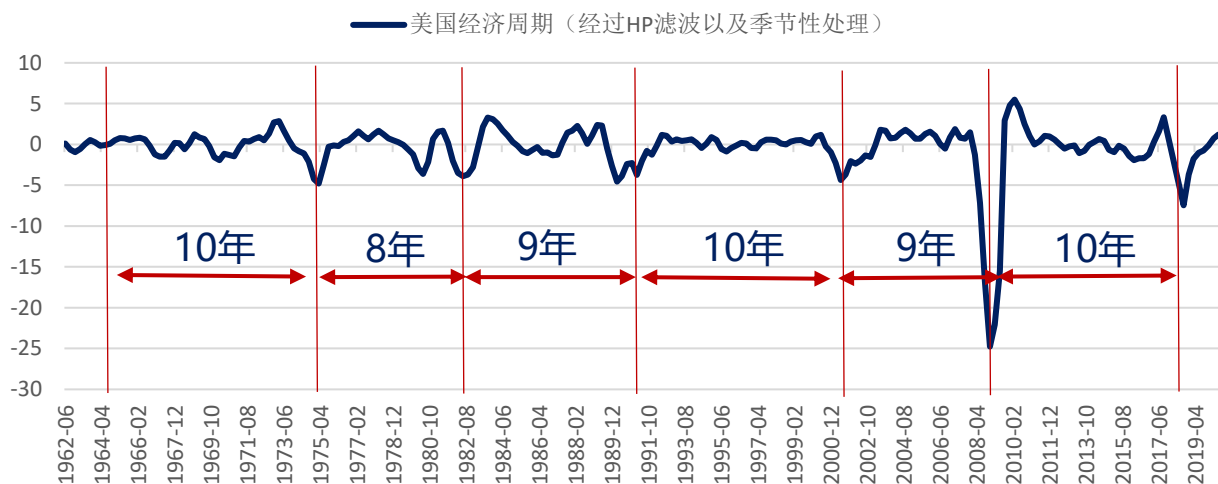
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

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 年美国的经济周期处于修复后的扩张阶段。

图：美国经济周期



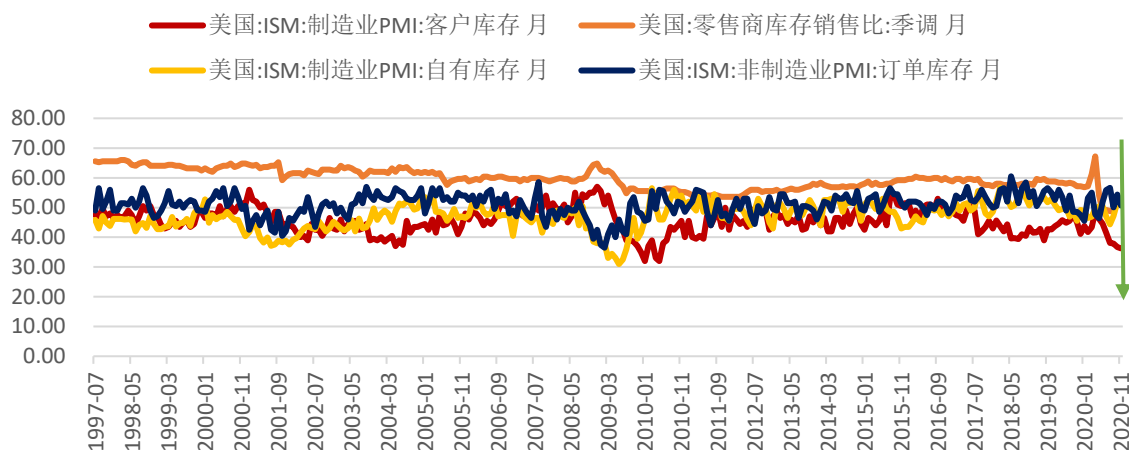
数据来源：wind 国信期货

1.2 2021 年美国或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。

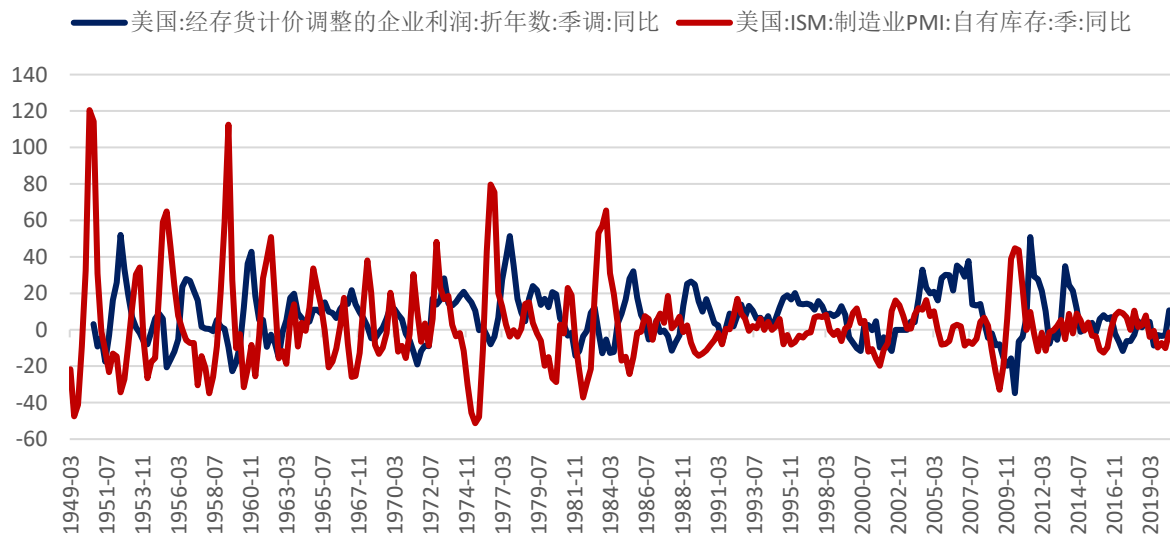
图：美国库存到达了 2008 年以来的历史低点



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。

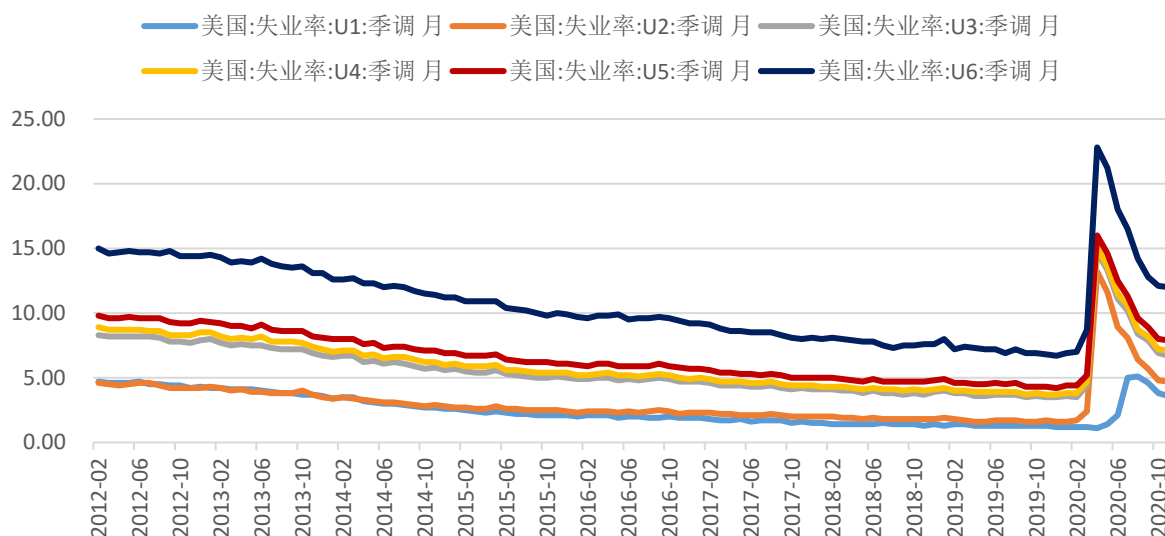
图：美国企业库存周期领先于企业利润周期约一个季度左右



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。

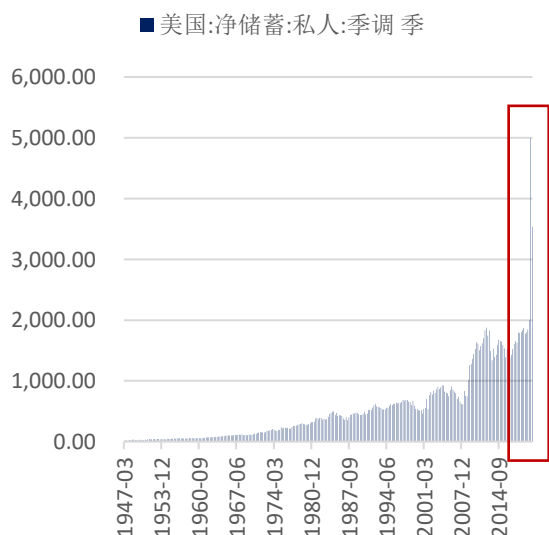
图：美国劳工部公布的美国失业率



数据来源：wind 国信期货

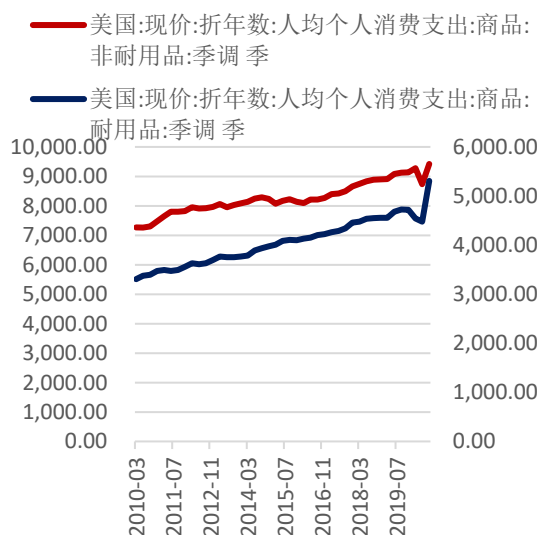
从美国零售消费市场来看，从 2020 年 3 季度起，消费者支出开始超出市场预期，2020 年前三季度，居民商品消费的支出占据消费者总支出的 34%，创 2008 年以来的新高。并且有一个现象值得注意，美国一直是一个低利率以及低储蓄闻名的国家，在 2020 年前美国家庭储蓄率平均只有 5% 左右，但是 2020 年受到疫情的影响，在 2020 年 4 月份美国家庭储蓄率达到了 33.7%，当前虽然恢复到 23%，但这个数字也创了 40 年以来的新高。所以我们认为当前美国家庭较高的储蓄率也是支撑 21 年美国消费持续强劲的重要因素。

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。

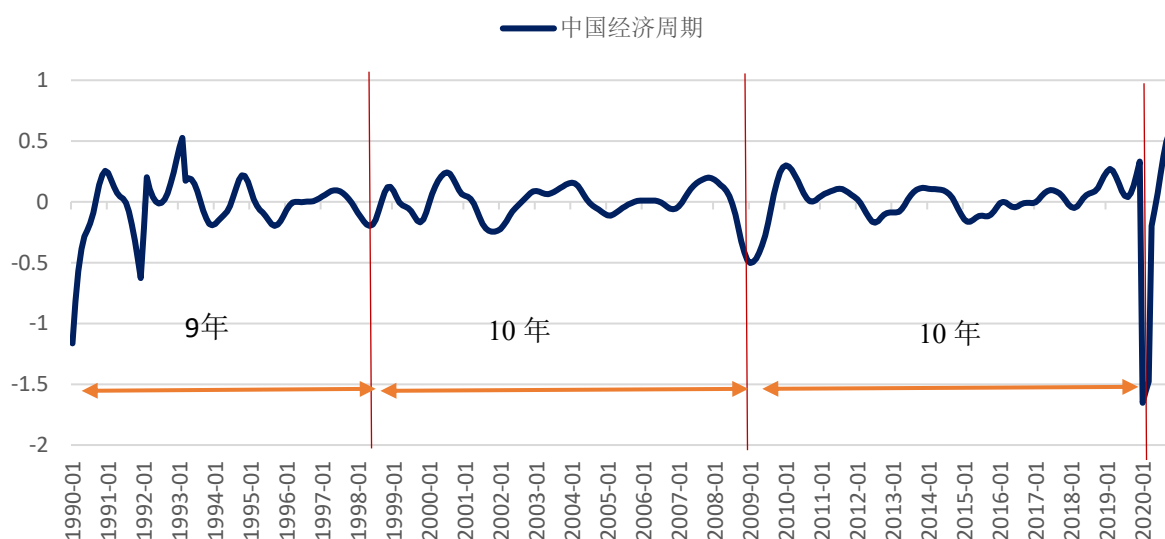
二、 中国经济周期

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）

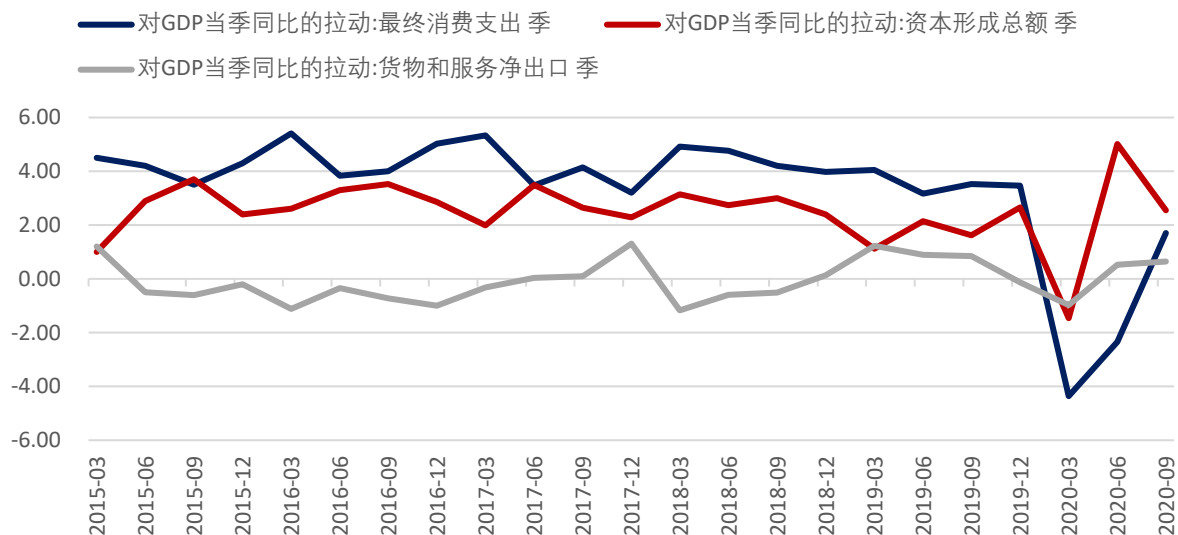
2.2.1 2021 年从投资引导转向消费引导了吗？

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

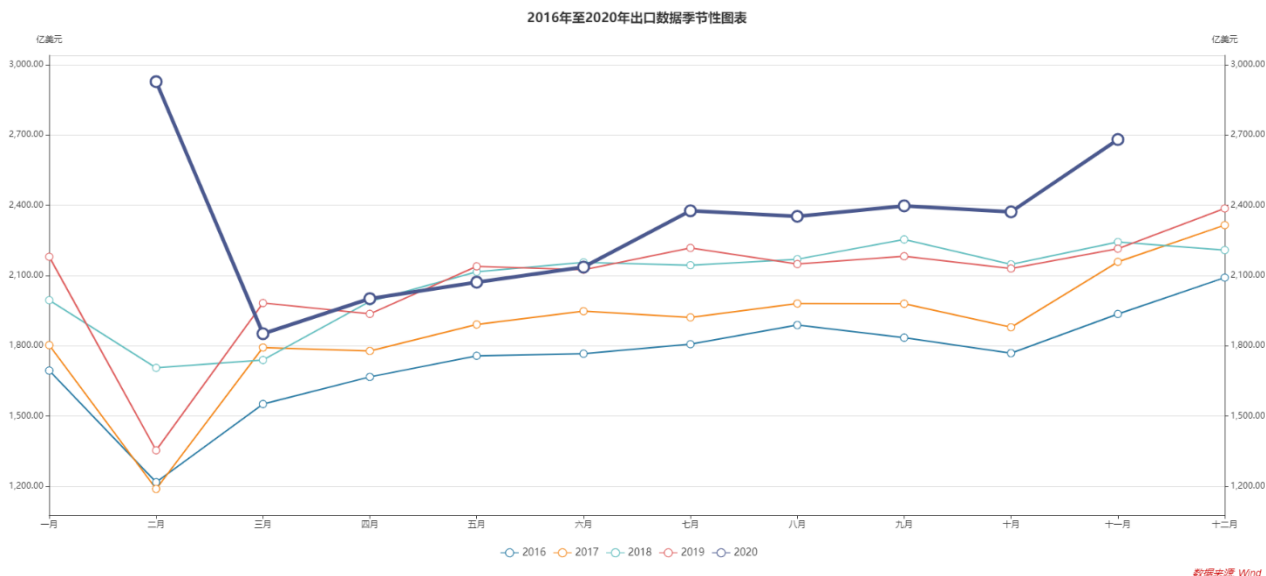


数据来源：wind 国信期货

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% 上升到了 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

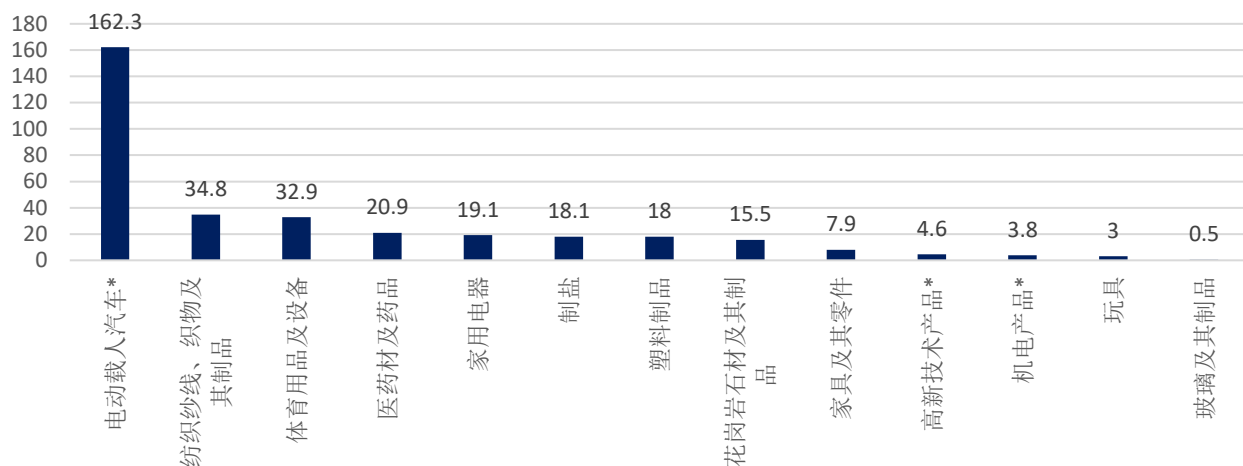
时间	亚洲				美国	欧洲		
	中国	日本	越南	印度	美国	法国	德国	意大利
2020-09	29.35%	7.02%	3.37%	3.37%	14.87%	5.55%	5.79%	4.10%
2020-08	32.13%	6.74%	3.62%	3.12%	16.12%	4.52%	4.48%	4.14%
2020-07	30.79%	6.52%	2.98%	3.07%	14.62%	5.53%	6.26%	4.16%
2020-06	30.15%	6.38%	2.96%	3.10%	14.83%	5.45%	5.70%	4.32%
2020-05	33.36%	6.29%	2.98%	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

1-11月中国出口商品金额相较于去年同期增速排名



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



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_580

