

金工研究/深度研究

2021年01月19日

林晓明 SAC No. S0570516010001
研究员 SFC No. BPY421
0755-82080134
linxiaoming@htsc.com

黄晓彬 SAC No. S0570516070001
研究员 0755-23950493
huangxiaobin@htsc.com

源洁莹 SAC No. S0570119080125
联系人 0755-82366825
yuanjieying@htsc.com

刘依苇 SAC No. S0570119090123
联系人 0755-23950493
liuyiwei@htsc.com

相关研究

1《金工：2020Q4 中国 ETF 市场全景回顾》2021.01
2《金工：景气上行，三维度看食品饮料投资机会》
2021.01
3《金工：微软 AI 量化投资平台 Qlib 体验》2020.12

连雨需知春渐去，莫待一晴入夏深

2021 全球主要市场量化资产配置年度观点

2021 年实体经济持续复苏，股票商品或加速上行，债市趋势机会或在明年
基于金融经济系统的整体性视角，根据大宗、PPI、CPI、利率（债券）、股票、美元等六大类指标的周期相位关系，研判 2021 年大类资产配置机会与风险。2021 年全球实体经济持续复苏是主旋律，股票、大宗或将延续 2020 年行情，债券逐渐盘底走稳，美元大周期下行，黄金避险价值凸显。全球主要金融经济指标在三周期上的相位差体现了周期同源异象性的规律，反映出价值沿生产链条传导的逻辑，实体经济与虚拟经济的相互引导与竞争关系，自然资源与信贷资源供需变化的周期特征。

2021 全球宏观经济状态与历史类似阶段对比：风险资产或延续上行

通过对周期状态的分析和研究，我们对全球经济所处状态及大类资产价格运动方向及投资价值进行判断。当前实体经济短周期向上、中周期下行、长周期上行的状态类似于 2003-2004 年，本轮短周期底点预计出现在 2023 年初。大宗商品同比拟合序列上行，全年都将处于正值较高位置，在基本面持续复苏的背景下，2021 大宗商品有望延续牛市，与其正向联动但略有滞后的全球物价指标在 2021 年或将上行。股票在 2021 年或延续上行行情，受基钦周期上行影响盈利仍有望继续复苏，2021 年新兴市场相比于发达市场股市高贝塔优势延续，下半年基钦周期拐点附近风险或有所提升。

2021 债券或企稳盘底，美元指数三周期下行，黄金或优于美债美元

避险资产方面，主要国家利率同比或在 2021 年下半年触顶，真实序列顶点通常晚于同比序列顶点，因此我们预测 2021 年利率大概率走平或上行，债券企稳盘底，趋势性机会需静待明年或今年年底。美元指数三周期下行，美元大概率继续走弱。受美元走弱、实际利率较低等因素的影响，大周期上行阶段的黄金相比美债和美元或仍有相对优势。

全球主要市场三周期在 2021 年对不同资产的影响总结

将宏观经济指标和金融资产价格一起对比分析，发现不同指标的相位存在差异。代表实体经济的商品短周期与股票同向，与美元、债券反向，CPI 和 PPI 相位略滞后于商品。2021 实体经济持续复苏，股票和大宗商品或仍具投资机会。中长周期上商品与股票存在相位差，与美元基本反向。商品中长周期上行指示全球经济长线向好，对资本市场中长线估值形成压力；美元指数受长周期影响较为显著，2021 年长周期趋势下行，美元或将持续走低。

风险提示：本文对各类资产价格变化的方向性判断均是基于年度视角，短期内的投资者情绪波动或政策冲击引起的相对高频的市场变化，需要结合其他高频研究方法给出预测。

正文目录

2020 疫情冲击不改短周期上行，2021 周期规律仍将引导市场主线	3
2020 年配置观点回顾：预测股市、商品和贵金属上行，债市、美元走弱	3
2021 年预测观点概述：股票商品或延续 2020 年上涨行情，黄金好于美元	3
2021 全球股票商品或延续上行行情，债券趋势机会需待明年	7
2021 年全球宏观经济周期状态与 2003-2004 年类似，复苏是主旋律	8
大宗商品三周期上行状态类似 2003-2004，2021 年大概率延续牛市表现	9
实体经济基钦周期持续上行，股市或加速上涨，今年市场大概率好于去年	13
本轮基钦周期上行期可大致分为四阶段，今年大概率延续上行阶段四：复苏且流动性适度	13
根据全球股指周期状态与历轮基钦周期实际涨跌规律判断：2021 年出现拐点风险较低	15
周期上行阶段弹性更高的新兴市场常常表现更优，今年 A 股或有高贝塔优势	18
2021 年全球主要国家 CPI 和 PPI 或整体呈现出上行趋势	19
今年主要国家利率大概率走平或上行，债市趋势性投资机会大概率在明年	21
美元长周期下行趋势已定，本轮周期拐点对部分新兴市场已造成负面冲击	24
美元走弱，美债实际收益率转负，大周期上行阶段的黄金或仍有相对优势	25
全球市场三周期在 2021 年对不同资产的影响总结	28
基钦周期：今年股商、债或延续去年的行进方向并有强化，拐点风险较低	28
中、长周期：实体经济上行带来盈利复苏对资本市场估值形成中长期压力	29
风险提示	32
附录：数据指标汇总	33

2020 疫情冲击不改短周期上行，2021 周期规律仍将引导市场主线

2020 年配置观点回顾：预测股市、商品和贵金属上行，债市、美元走弱

在 2020 年 1 月 16 日发布的华泰金工 2020 年全球市场量化资产配置年度观点报告《小周期争明日，大周期赢未来》中，通过对周期状态的分析和研究，我们对 2020 年的资产价格走势提出了以下预测：

1. **股票和大宗商品上行**：2020 年实体经济短周期上行主导市场行情，股指三周期叠加状态及大宗商品三周期上行状态类似 2002-2003 年，股市和大宗商品的短周期机会或过渡到大级别投资机会；
2. **债市走弱**：全球主要国家利率短周期上行，债市或结束两年牛市逐渐走弱；
3. **美元贬值**：美元指数三周期共振下行，对美元造成贬值压力的同时，也会在短期内提振黄金等美元计价贵金属的名义价格；
4. **黄金上行**：黄金中长周期相对状态类似 1984 和 2001 年，存在中长期配置机会以及短期规避极端风险的价值，预测 2020 年 8 月前黄金到达 420 元/克；
5. **价格指数上行**：CPI 和 PPI 短周期相位与实体经济短周期相位相近但略有落后，两者将随实体经济复苏而逐渐回暖。

在本年度的全球市场量化资产配置报告中，我们将延续此前年度观点预测的方法论，采用华泰金工周期系列研究中发现的周期规律，对各类资产在周期中的位置进行更新，并通过周期外推来预测未来一年的资产价格走势。

在开始阐述 2021 年资产配置观点之前，我们先简要回顾一下 2020 年各类资产价格和物价指数的实际表现。从权益类资产来看，我国上证指数、美国标普 500 指数、MSCI 亚洲指数和 MSCI 全球指数均在 2020 年录得正收益，股指点位超过疫情之前；南华指数和 CRB 指数大多数上涨，金属指数涨幅最大。疫情虽在短期内对风险资产造成冲击，但未对其整体走势造成影响。

从债券、黄金、美元等固收类资产来看，2020 年我国利率顺应短周期趋势，从二季度开始触底上行，对债市带来压力；而欧美国利率因疫情冲击而在一季度遭遇较大幅度的下挫，随后一直保持在低位。黄金价格从年初到 8 月持续上行，在 7 月突破 420 元/克的预测值，8 月冲高到接近 450 元/克，随后缓慢震荡下行。美元指数则在 2020 年初小幅上行，在疫情冲击期间经历下跌-短暂反弹后，即进入下行轨道，从 3 月 19 日的年内高点 102.69 点一路回落至 12 月底的 90 点以下，下跌幅度为 12.36%，相比年初下跌幅度为 6.69%。

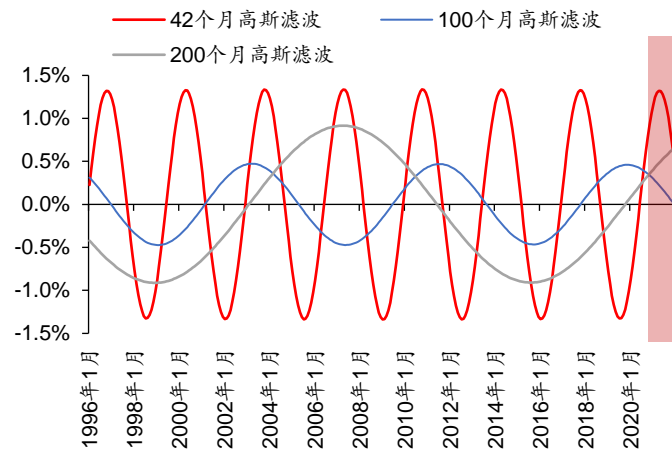
从物价指数的实际走势来看，2020 年我国 CPI 受猪肉等食品价格触顶回落的影响而持续回落，受 2019 年下半年猪价高企的影响，下半年同比数据持续大幅回落；2020 年各国 PPI 走势受疫情影响较大，前两季度持续下行，后半年随经济复苏而逐渐回升，但同比数据仍保持在负值区间。

2021 年预测观点概述：股票商品或延续 2020 年上涨行情，黄金好于美元

商品指数三周期同比拟合序列预计 2022 年中转负，2021 年价格相对 2020 年上涨可期

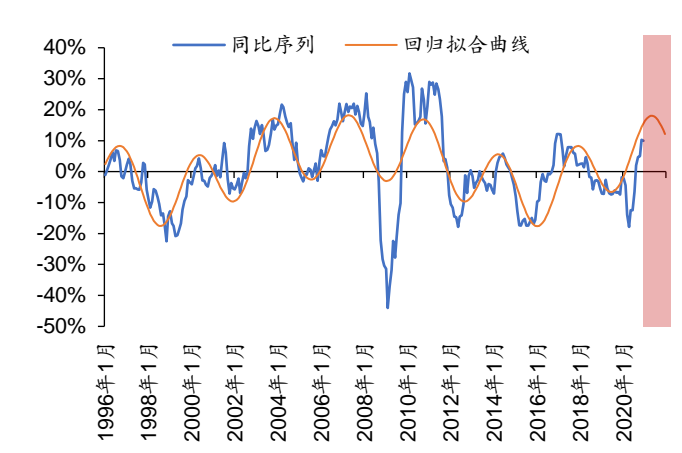
实体经济与金融市场的周期现象反映经济系统状态的变化，运用周期规律对经济系统状态进行测度是判断各类资产投资机会与风险的根本基础。以 CRB 大宗商品指数为代表的全球实体经济三周期滤波结果显示，目前短、长周期上行，中周期下行但处于正值区间，三周期拟合同比序列预计在 2021 年处于正值区间的较高位置，2022 年中期才会下降到负值区间，2023 年初为本轮周期底部，这就意味着 2021 年商品价格序列会相对 2020 年进一步抬升，因此我们认为 2021 年商品牛市或将延续。

图表1: CRB 综合现货指数同比序列三周期滤波



资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 截至 2020 年 12 月

图表2: CRB 综合现货指数周期三因子拟合同比序列

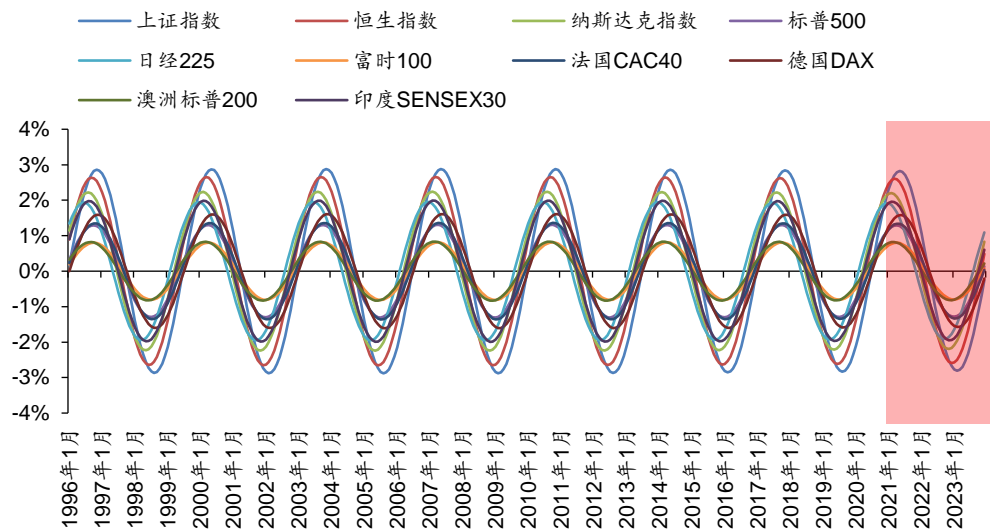


资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 截至 2020 年 12 月

2021 年全球主要股票市场拐点风险较低，投资机会有望延续至年底

全球主要股指的 42 个月短周期于 2019 年 8 月进入上行通道，下一低点大概率出现在 2023 年初。短期来看基钦周期仍处于上行通道，叠加基本面回暖与经济复苏的确认，股票市场 2021 年或具备较佳投资机会。

图表3: 全球主要股指对数同比序列 42 个月滤波图



资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 截至 2020 年 12 月

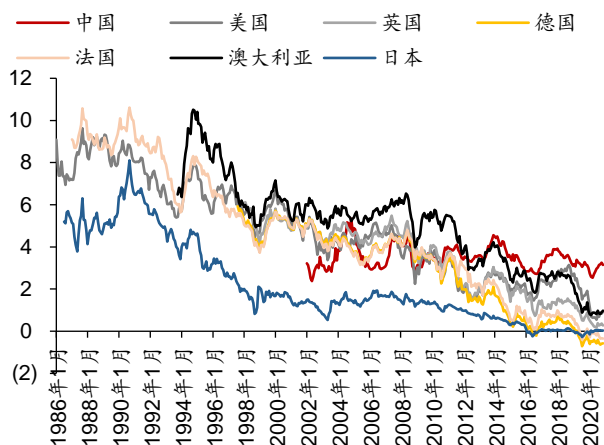
此外，从 1995 年至今历轮完整基钦周期上行阶段新兴市场与发达市场的涨幅来看，平均而言新兴市场年化收益率领先发达市场 9.99pct，说明在周期上行阶段新兴市场收益优势较为明显。本轮基钦周期运行至 2020 年 12 月底已经历 17 个月，MSCI 新兴市场指数的年化收益相比 MSCI 发达市场指数仅领先不足 2.5Pct，远低于历史平均。因此，2021 年新兴市场有望在收益表现上领先于发达市场，或具备更佳的投资机会。

进一步地，回顾历轮基钦周期的滤波拐点与实际市场拐点可以发现，实际市场周期的涨跌呈现一定程度的不对称性，通常而言市场上涨的时间相较下跌的时间更长。且统计发现全球各主要股票市场实际顶部的出现时间大概率晚于滤波顶部，从滤波顶部到实际市场顶部的区间内，平均而言各股指仍呈现可观涨幅。参照过往相似周期状态进行外推估计，本轮基钦周期今年二三季度滤波拐点后，市场或仍存上涨空间，投资机会有望延续至年底。

2021 年主要国家利率大概率走平或上行，债市趋势性投资机会大概率在明年

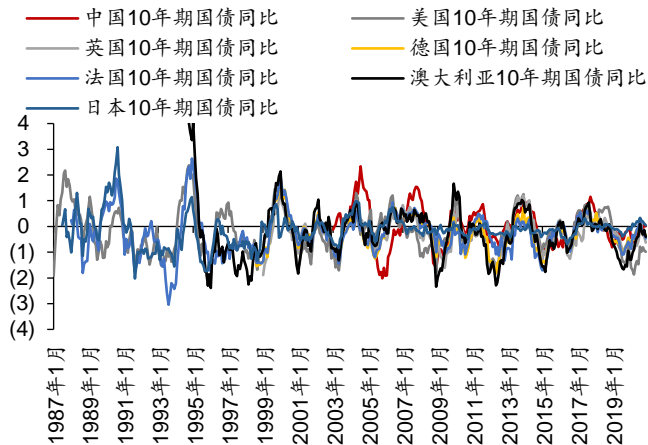
对各国十年期国债利率做月度 12 期差分的“同比”处理，趋势项被去除后可以清晰地看出各国国债收益率存在周期波动的规律，并且各国利率在短周期上存在明显的同步性。对“同比”处理后的利率序列进行滤波分析，结果显示，各国十年期国债同比滤波结果多为短周期能量最强。主要国家利率短周期在 2020 年到 2021 年上半年间均处于上行通道，并将在 2021 年年中触顶。但同比序列的走势不能直接与真实序列走势划等号，真实序列上行下行时间长度并非对称，上行时长通常略大于下行时长，因此真实序列拐点通常晚于同比序列正弦波拐点。由此我们推断，2021 年债市大概率走平或上行，趋势性机会或需静待明年或今年年底。

图表4：主要国家十年期国债利率（1986-2020）（单位：%）



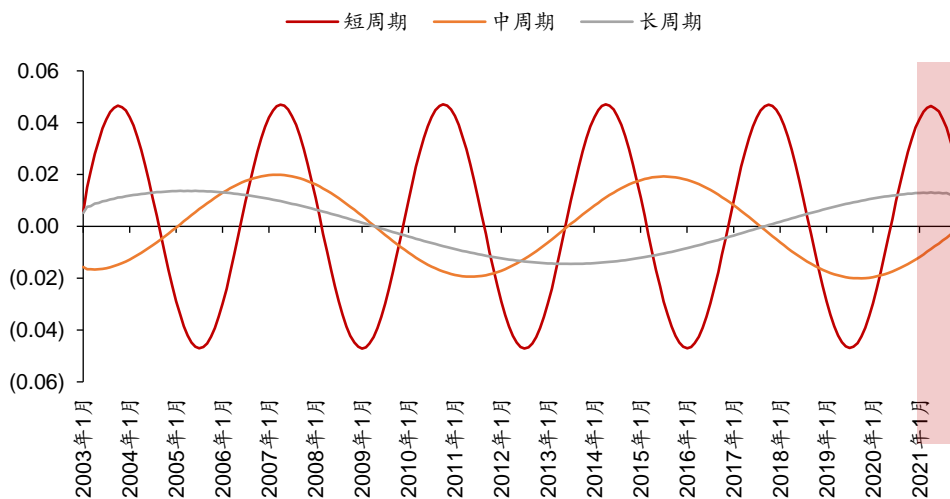
资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月

图表5：主要国家十年期国债利率 12 期差分（1987 年起始）（单位：%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月

图表6：全球利率三周期状态

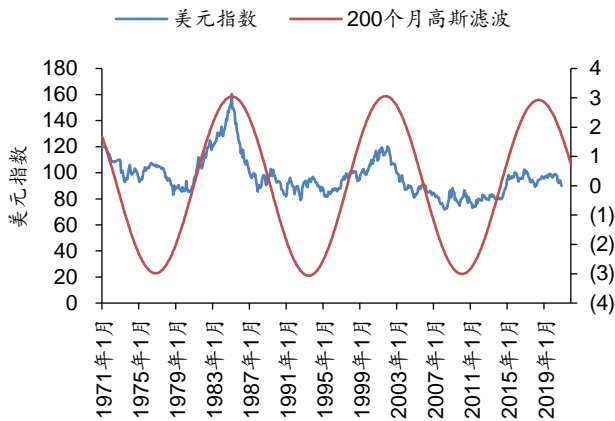


资料来源：Wind，华泰证券研究所

美元指数长周期下行趋势已定，本轮周期对部分新兴市场已造成负面冲击

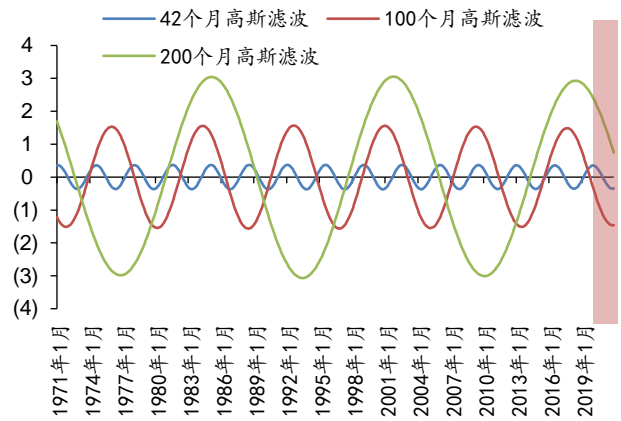
200 个月的长周期决定了美元指数长期运行方向；100 个月和 42 个月的周期决定了美元指数中短期的次级趋势。当前美元指数长周期正从顶部拐点下行，考虑到美元指数三周期当前均处于下行状态，预测 2021 年美元指数或将持续下行。

图表7：美元指数及其 200 个月高斯滤波结果



资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月

图表8：美元指数三周期高斯滤波结果

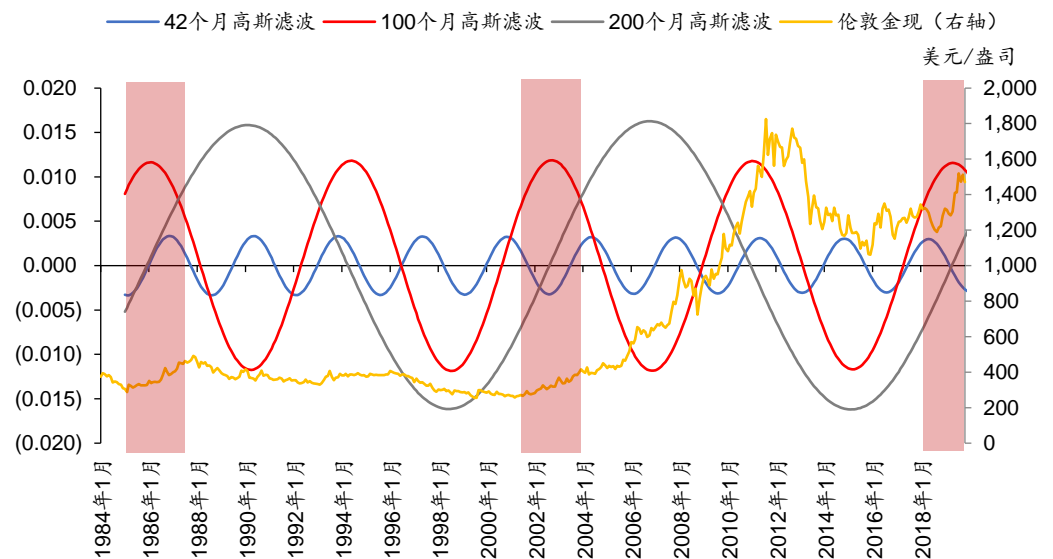


资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月

2021 年黄金保值功能或将凸显，相对美元美债具配置优势

从中长期影响因素来看，黄金的中长期走势与三个指标有着显著的相关关系：代表其货币属性的美元指数（反向）、代表其商品属性的 CRB 指数（同向），以及代表其金融属性的美国十年期国债收益率（反向）。如前所述，我们预测 2021 年美元指数三周期共振下行延续当前下行趋势；2021 年大宗商品或将延续当前上行趋势；美国国债实际收益率已处负值区间，且在经济不振的短期内可能无法恢复到正值区间，降低黄金投资机会成本。三者叠加，黄金价格在未来一年内或仍有中长周期级别的投资机会。

图表9：伦敦金现三周期滤波



资料来源：Wind，华泰证券研究所

而如果从中短期影响因素来看，黄金价格还会受到通胀水平的影响。参考 2008 年全球经济危机期间，在 2007-2009 年经济下行压力较大的阶段，黄金因其避险价值受到投资者青睐，价格持续上行。而在后续 2009-2011 年的经济复苏阶段，黄金则成为了抵御通胀的优质资产，表现优于标普 500。此次全球经济在疫情重挫下各国财政刺激力度空前，未来经济复苏阶段，抗通胀价值或将持续凸显。

整体来看，通胀压力逐渐增加、美元指数持续下行，对黄金价格或有提振作用；黄金长周期滤波处于上升中段，中周期处于周期顶部正值区间，或推动金价以较高的速度上涨。在短中长期各项影响因素的相互叠加之下，黄金相对美元和美债具有一定配置优势。

2021 全球股票商品或延续上行行情，债券趋势机会需待明年

各类资产价格与实体经济之间有着十分紧密的联系，它们都随着实体经济的周期性扩张和收缩而往复波动，也会反过来影响到实体经济的周期运行。从简化的角度来看，实体经济方面：

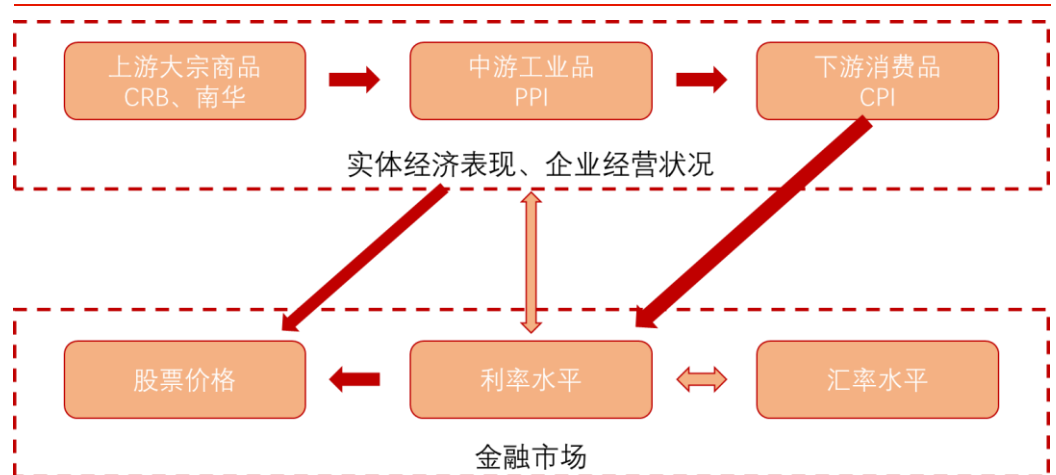
- 1) 原材料等大宗商品的价格由社会供给与需求的关系决定。当实体经济基钦周期处于扩张阶段，首先最灵敏的上游大宗商品价格指数会上涨，其涨幅会传导到中下游的 PPI，最终传导到下游的 CPI。

而金融市场方面：

- 1) 利率水平由政策、通胀水平和实体经济状况决定。基钦周期扩张阶段政策利率、CPI 和实体经济增速提升，带动利率水平同步提升。而利率水平的提升又会反过来降低实体经济中企业融资意愿，影响实体经济增速。所以利率水平虽与实体经济同步周期波动，但也会对其产生负反馈作用。
- 2) 股票价格由资金充足度和实体经济中上市公司的经营状况决定，其变动受到实体经济和利率水平周期波动的影响，因此相位略有滞后，但与之基本同向。
- 3) 汇率水平由各国利率的相对高低决定，当一国利率上行，国际资本会流入该国，提升对该国货币的需求，从而推高汇率。同时，国际资本的流入又会满足该国资金需求，反过来减缓利率水平的上涨趋势。汇率水平虽与利率水平同步周期波动，但也会对其产生负反馈作用。

可以看到，实体经济物价与各类金融资产价格之间都是紧密联动且周期往复的。在华泰金工周期系列报告中，我们也通过量化手段发现，全球各国宏观经济指标和各类资产价格，均具有 42 个月左右、100 个月左右和 200 个月左右的共同周期，我们将其称之为华泰金工三周期体系。因此本节中，我们也将各类资产价格放在统一的三周期体系之下进行讨论，对七类主要的金融资产和经济指标即大宗商品、CPI、PPI、利率、股票、美元、黄金的周期状态进行详细分析，对 2021 年资产价格和经济指标变化做出研判。

图表10：全球实体经济与金融市场联动关系简化示意图



资料来源：Wind，华泰证券研究所

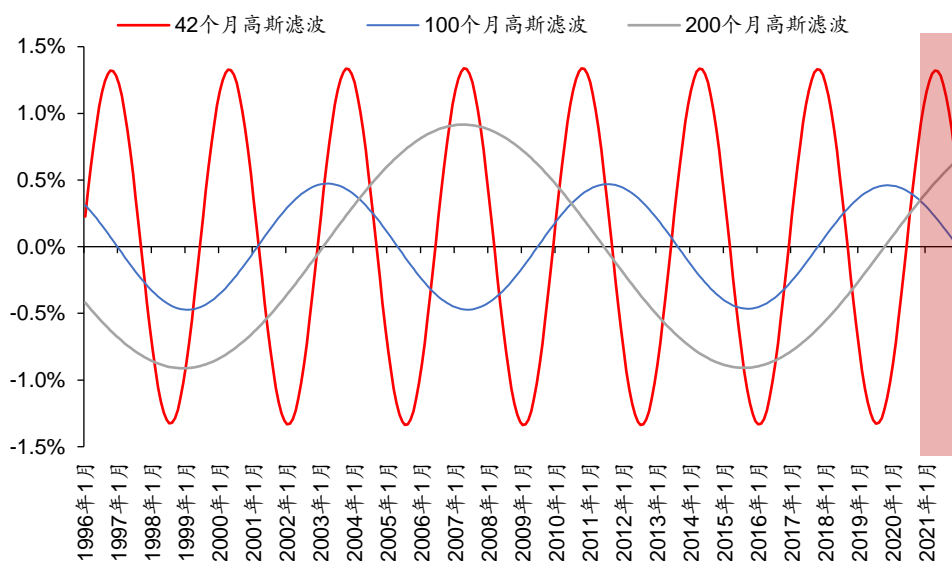
本文选取 CRB 综合现货指数作为大宗商品市场的表征，选取中国、美国、日本、英国、法国、德国等主要经济体的 CPI、PPI、十年期国债收益率作为全球市场物价与利率水平的代表，选取 10 个全球主要股指（上证综指、恒生指数、纳斯达克指数、标普 500、日经 225、富时 100、法国 CAC40、德国 DAX、澳洲标普 200、孟买 SENSEX30）作为全球股票市场的表征。通过对各指标的同比序列（利率除外）进行量化滤波的方式提取金融经济指标中的主要周期成分并加以合成。下文除非特殊说明，对股指、大宗商品指数、美元指数、黄金及 CPI、PPI 均采用其同比序列零均值化后进行周期滤波分析，对利率指标采用其原始序列与去年同期差值进行周期滤波分析。

2021 年全球宏观经济周期状态与 2003-2004 年类似，复苏是主旋律

在华泰金工的前期研究中，我们论证了股票、债券、大宗商品、房地产四大类资产中，如果按照贴近实体经济的程度排序，应是大宗商品 > 股票 > 债券 > 房地产，大宗商品对实体经济的变化最敏感，适合作为基本面状态的观测窗口，因此后文我们提取 CRB 综合现货指数的三周期来表征实体经济的周期状态。

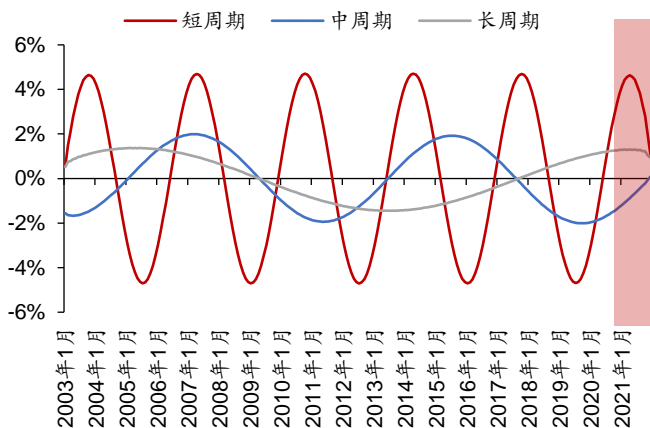
除此以外，全球利率水平也能一定程度上帮助判断宏观经济的状态。当经济基本面向好时，企业盈利增加，融资需求扩张，推动利率上行，反之则利率水平回落。为了判断全球利率周期状态，我们把中、美、日、英、法、德几个主要经济体的十年期国债收益率三周期滤波后分别进行合成，对比利率合成指标和代表实体经济走势的 CRB 同比序列三周期滤波结果，利率与实体经济的短周期基本同向变动，这说明短周期的经济基本面变化会带动对信贷资源的供给需求发生变化，并同步反映到利率水平上。

图表11：CRB 综合现货指数同比序列三周期滤波图



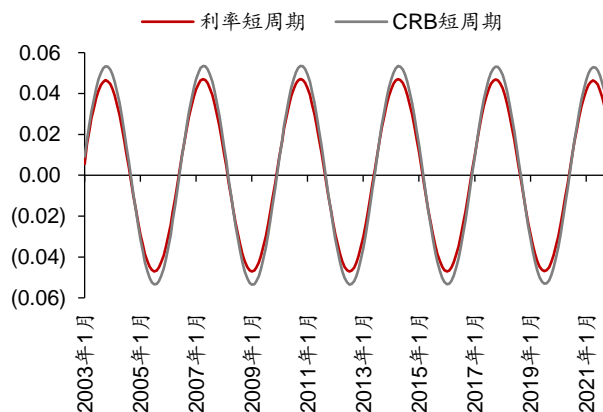
资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至2020年12月

图表12：全球利率三周期滤波图



资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至2020年12月

图表13：全球利率和 CRB 同比序列短周期（振幅经调整）



资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至2020年12月

对比上面 CRB 同比和利率的周期滤波结果，可以看出 2021 年宏观经济周期状态类似于 2003-2004 年，当前正处于经济复苏向好的态势。

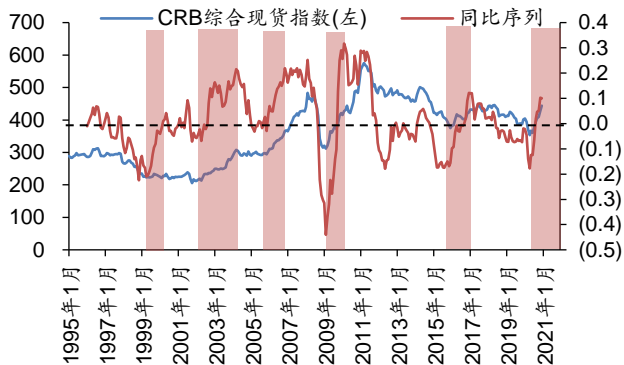
大宗商品三周期上行状态类似 2003-2004，2021 年大概率延续牛市表现

2021 年大宗商品同比序列处于正值区间的较高位置，价格指数往往会延续上行

大宗商品的牛熊是实体经济景气度的直接反映，商品价格的长期上行代表了经济的需求强于供给，实体经济整体上行；反之，商品价格的长期下行代表经济的需求弱于供给，实体经济整体下行。本节我们将对 CRB 综合现货指数的三周期状态展开分析，考察大宗商品的价格趋势及投资机会，并进一步推断实体经济的需求与供给，对 2021 年的实体经济进行预判。

从下左图可以看出，对 CRB 综合现货的价格指数取同比之后，当同比序列向上或处于正值区间时，商品价格往往是上涨的。当前同比序列正处于向上的正值区间，类似历史上 2000 年、2002-2004 年、2006 年、2009-2010 年、2016 年的情况，这五个区间里大宗商品均录得正收益。结合前文 CRB 同比序列的三周期的滤波状态：短、长周期向上，中周期刚从顶部区域下降，2021 年的大宗商品周期状态更类似于 2003-2004 年。下面右图模型显示，同比序列的三周期回归拟合预测曲线在 2022 年中期才会下降到负值区间，因此整个 2021 年，大宗商品的同比序列仍处于正值区间的较高位置，因此我们认为商品价格大概率会继续走高。

图表 14：CRB 综合现货价格指数序列与同比序列



资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月

图表 15：CRB 综合现货指数同比序列与拟合同比序列



资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月

图表 16：CRB 综合现货指数三周期状态

CRB 综合现货指数同

比序列	上一底点时刻	下一底点时刻	上一顶点时刻	下一顶点时刻	当前状态	当前区间
42 个月周期	2019/07	2023/01	2017/10	2021/04	上行	正
100 个月周期	2015/09	2024/02	2019/11	2028/03	下行	正
200 个月周期	2015/08	2032/04	2007/04	2023/12	上行	正

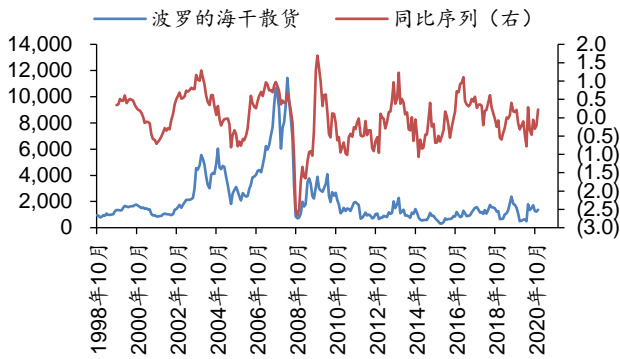
资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月

波罗的海干散货指数领先 CRB 综合现货指数，预计 2022 年一季度同比才会转负

波罗的海干散货指数（BDI 指数）由主要航线的即期运费加权计算而成，反映了干散货交易量的变化情况，是航运业的重要经济指标。同时，因为散装船运以运输工业原料和民生物资为主，所以行业与大宗商品原材料的价格密切相关，也在一定程度上反映了全球经济的景气度。因此波罗的海干散货指数被称为大宗商品的“风向标”，指数的走势对于全球大宗商品的研究具有指导价值。

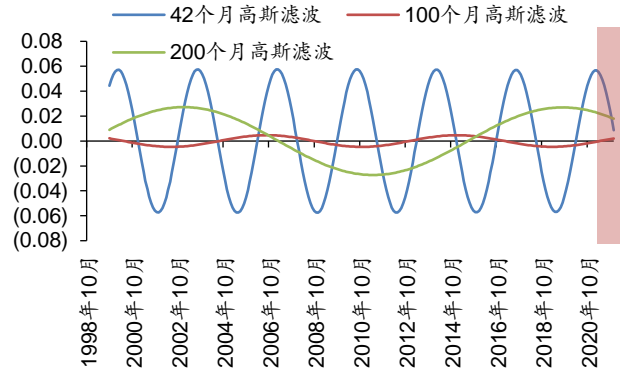
波罗的海干散货指数存在显著的 42 个月左右的短周期和 200 个月左右的长周期。从三周期滤波图可以看出，波罗的海干散货指数的三周期规律与 CRB 综合现货指数类似，短周期振幅最大，说明波罗的海干散货指数受短周期影响最明显；中周期振幅较小，长周期有一定振幅，表明指数在一定程度上更受长周期驱动。

图表17: 波罗的海干散货指数及其同比序列



资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 截至 2020 年 12 月

图表18: 波罗的海干散货指数周期三因子序列

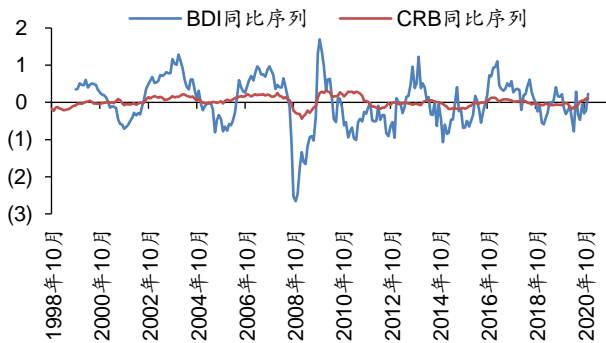


资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 截至 2020 年 12 月

考察波罗的海干散货指数与 CRB 综合现货指数的关系，从同比序列可以直观发现，两者走势一致性较高，而波罗的海干散货指数的波动明显更大，规律性也更容易被跟踪与识别，更有利于分析和研究商品的未来走势。从周期滤波的结果来看，波罗的海干散货指数的短周期相位略微领先于 CRB 综合现货指数的短周期，在长达 20 余年的数据中，短周期滤波的顶点与底点均稳定领先 1 到 3 个月。此外，两个指数均是短周期振幅最强，可以认为这一领先滞后关系对于两者的走势判断具备显著的指导意义。同时，考虑波罗的海干散货指数和 CRB 综合现货指数的 200 个月高斯滤波，可以发现波罗的海干散货指数的长周期相位均明显领先于 CRB 综合现货指数。

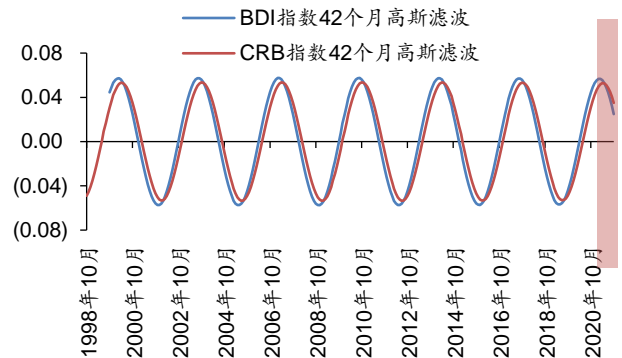
综合来看，波罗的海干散货指数的周期相位稳定领先于 CRB 综合现货指数，两个指数的走势虽然主要由短周期驱动，但长周期的规律也佐证了波罗的海干散货指数可以作为大宗商品的领先观察指标的结论。

图表19: BDI 指数与 CRB 综合现货指数同比序列



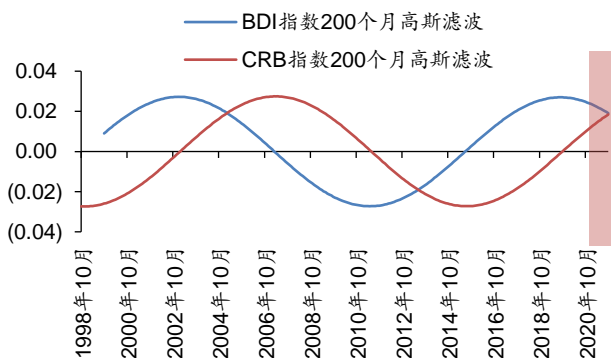
资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 截至 2020 年 12 月

图表20: BDI 指数与 CRB 综合现货指数 42 个月高斯滤波(经振幅调整)



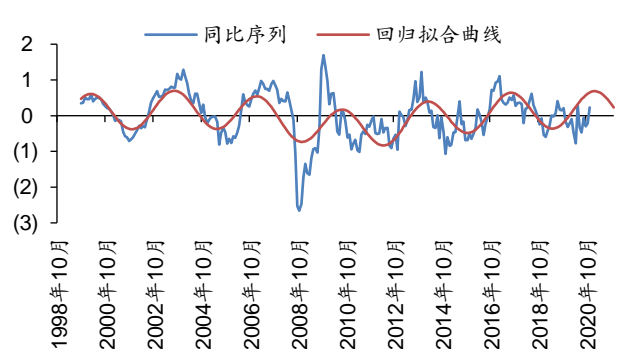
资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 截至 2020 年 12 月

图表21: BDI 指数与 CRB 综合现货指数 200 个月高斯滤波(经振幅调整)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 截至 2020 年 12 月

图表22: BDI 指数同比与三周期拟合同比序列



资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 截至 2020 年 12 月

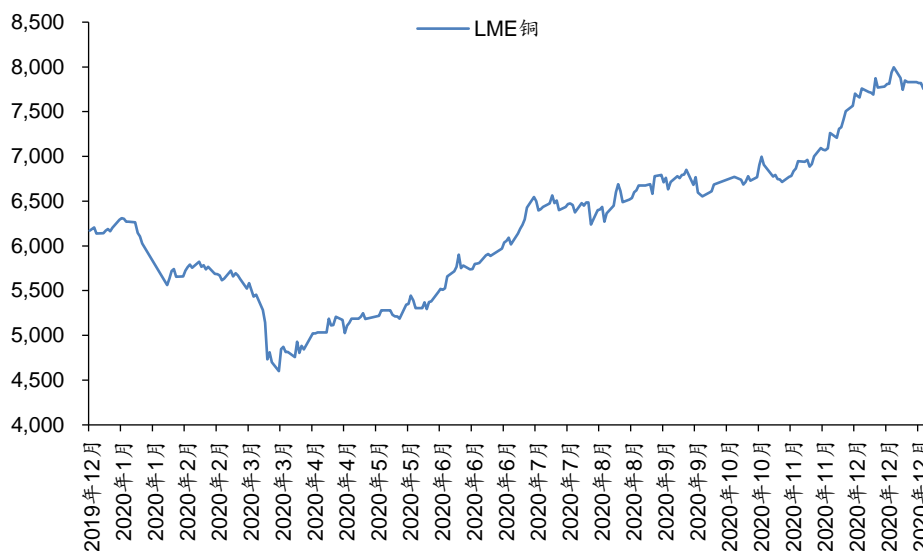
根据波罗的海干散货指数的周期滤波图可以看出，三周期叠加后拟合同比序列在今年仍可继续上升至二季度，随后依然在正值区间，预计到 2022 年同比才会转负，2023 年出现周期底部，因此波罗的海干散货的周期状态，也进一步佐证了 2021 年大宗商品价格上升趋势仍可延续的结论。

2021 仍可以看好以基本金属和原油为代表的大宗商品

对于具体的商品品种，我们主要考虑 LME 铜和 ICE 布油的走势与投资机会。如前文所述，2021 年全球宏观经济状态与 2003-2004 年类似，经济复苏将是主旋律，在此背景下铜和原油等商品的需求有望进一步回暖，为价格回升提供有力支撑。

首先在基钦周期回升的背景下分析铜和原油的供需情况。2020 年铜价先抑后扬，年初疫情导致市场对铜的需求预期大幅萎缩，LME 铜价从每吨 6200 美元附近下降至 4600 美元。随着全球货币刺激以及中国国内的复工复产，铜下游需求逐步回暖，而南美等铜矿开采又受到疫情冲击，导致铜价稳步回升，年底价格接近 8000 美元/吨。据安泰科，20-21 年全球铜矿计划扩产约 40 万吨和 67 万吨，矿山投扩产计划受疫情影响有所放缓，因此预期 2021 年冶炼铜的供需紧平衡状态将延续。当前全球铜的库存处于近五年的历史低位，随着基钦周期上行，2021 年的铜的消费逐渐回暖，或支撑铜价进一步提升。

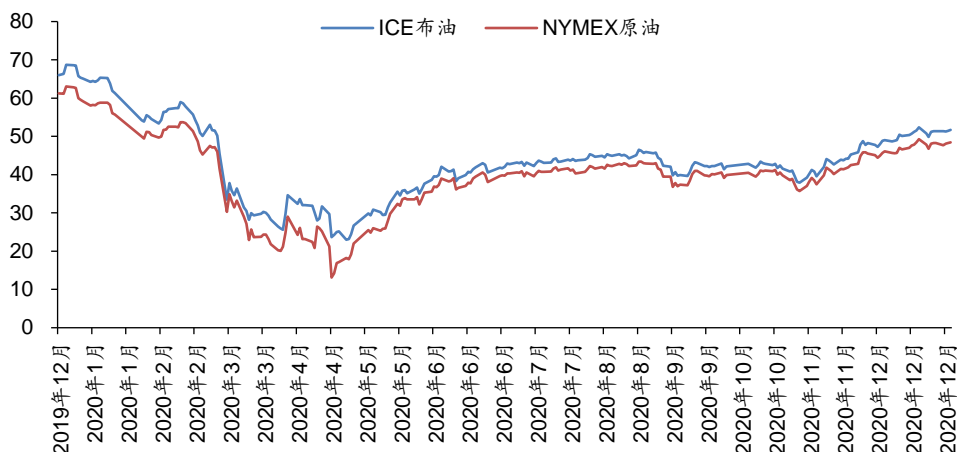
图表23： 2020 年 LME 铜价格走势（美元/吨）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2020 年油价总体呈“V 字+震荡”走势，疫情全球爆发前，布伦特原油价格曾高达 65 美元/桶，而后快速走低形成 V 底，反弹后修复至 40 美元关口并维持震荡。从供给端来看，2020 年 12 月 OPEC+ 对 2021 年的减产力度达成一致，并且着力落实减产计划的顺利实施，因此 2021 年不太会出现供给骤增的局面，油价下行空间有限。而需求端上，随着基钦周期上升，全球的复工复产会使得原油需求面临回暖。因此可以继续看好 2021 年的油价表现。

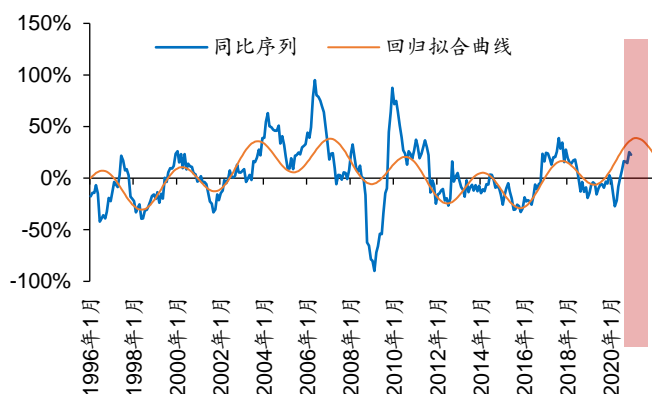
图表24： 2020 年原油价格走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

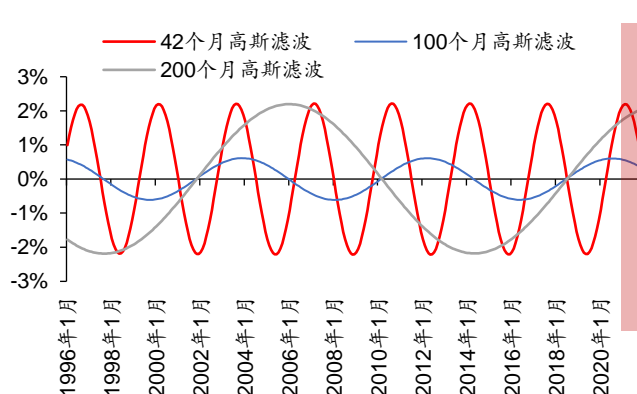
另一方面，从铜和原油价格同比序列的三周期滤波图来看，回归拟合曲线的整体拟合效果较好。2021 年预测同比序列均处于历史较高位置，直到 2022 年下半年才会进入负值区间，意味着今年价格序列有望在 2020 年的基础上继续走高。因此总体来说，我们认为 2021 仍可以看好以基本金属和原油为代表的大宗商品。

图表25： LME 铜同比序列与拟合同比序列



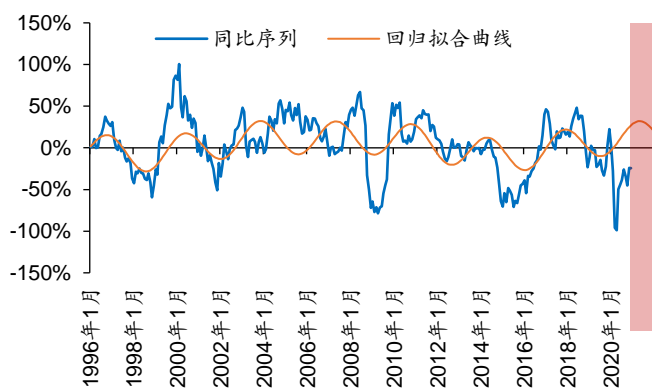
资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月

图表26： LME 铜周期三因子序列



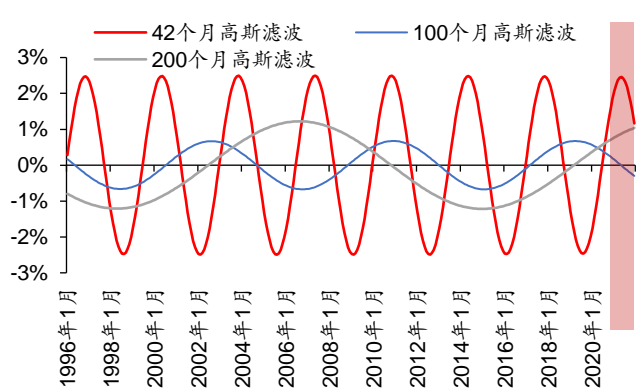
资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月

图表27： ICE 布油同比序列与拟合同比序列



资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月

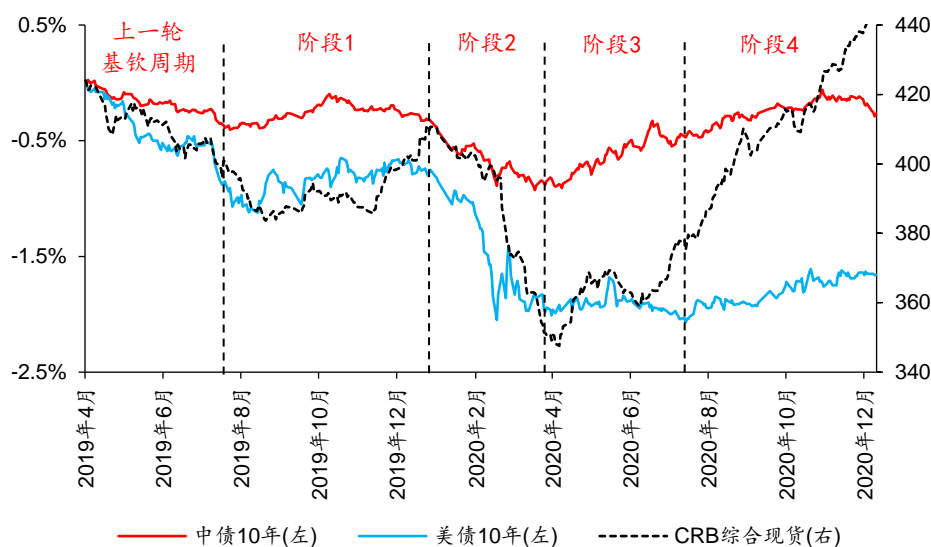
图表28： ICE 布油周期三因子序列



资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月

实体经济基钦周期持续上行，股市或加速上涨，今年市场大概率好于去年
本轮基钦周期上行期可大致分为四阶段，今年大概率延续上行阶段四：复苏且流动性适度
 根据三周期滤波结果，本轮基钦周期自 2019 年 8 月进入上行期。2020 年一季度受到新冠疫情的影响，全球风险事件频发，较以往的历轮周期而言，本轮基钦周期的走势相对复杂。我们以中国 10 年期国债收益率表征国内流动性环境，以美国 10 年期国债收益率表征海外流动性环境，以 CRB 综合现货指数表征实体经济需求，综合对本轮基钦周期的走势进行复盘与分析。

图表29：中、美 10 年期国债到期收益率及 CRB 综合现货指数的走势



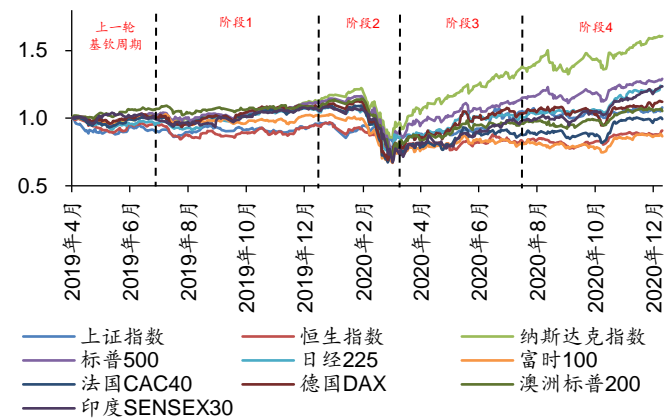
资料来源：Wind，华泰证券研究所

截至 2020 年 12 月 31 日，本轮基钦周期上行期的走势可以大致分为四个阶段：

1. 阶段 1：2019 年 8 月初至 2019 年 12 月底，中美 10 年期国债收益率和 CRB 综合现货指数先后止跌企稳，而后震荡盘升，反映出实体经济的信贷需求和生产资料需求在回暖，印证了上一轮基钦周期拐点为 2019 年 7 月的结论。
2. 阶段 2：2020 年初至 2020 年 3 月底，新冠疫情突然爆发，打乱了基本面企稳回升的节奏，国内外流动性环境持续宽松，CRB 指数也拐头向下，基本面进入二次探底期。
3. 阶段 3：2020 年 4 月至 7 月，由于国内率先从新冠疫情的肆虐中恢复过来，叠加海外疫情蔓延导致的产能缺口，国内基本面快速复苏，流动性环境边际收紧，但是海外由于疫情持续恶化，处于流动性持续宽松的状态。
4. 阶段 4：2020 年 8 月至今，尽管海外疫情仍未得到有效控制，但是疫苗的持续推进加强了民众对于基本面回归正轨的预期，国内外流动性都处于边际收紧的趋势，CRB 综合现货指数也快速上行，体现需求逐步回暖。

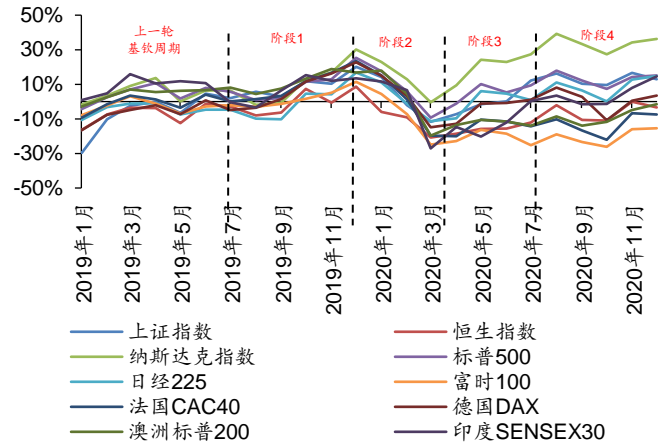
对应上述四阶段的划分，本轮基钦周期全球主要股票指数及其同比序列的走势如下图所示。可以看出，在第一阶段中各个股指呈现攀升趋势，同比序列也相应抬升；第二阶段股指大幅下跌，同比序列同步下滑；第三第四阶段股指明显拐头向上，同比序列止跌回升。

图表30: 全球主要股票指数本轮周期四阶段走势



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

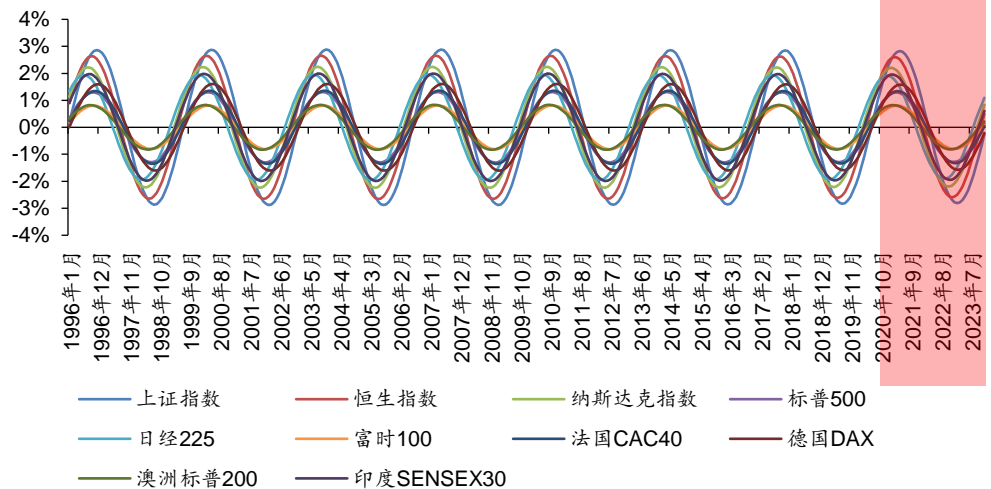
图表31: 全球主要股票指数同比序列本轮周期四阶段走势



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

当前基钦周期仍处于上行通道，2021 年有望延续阶段 4 的特征，叠加基本面回暖与经济复苏的确认，股票市场或具备较佳投资机会。根据周期滤波结果，本轮周期的底部大概率出现在 2022 年四季度到 2023 年一季度，从时间区间来看 2022 年股票市场的风险或高于 2021 年。对于 2021 年而言，在基钦周期上行的环境下，流动性有望维持在适中水平，建议结合中国 10 年期国债收益率和美国 10 年期国债收益率考察海内外流动性环境。流动性的收紧或是周期顶部拐点的警示信号，大概率出现在今年四季度以后。

图表32: 全球主要股指对数同比序列 42 个月滤波图



资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 截至 2020 年 12 月

图表33: 全球股指周期底点日期统计

	42 个月滤波上一底点时间	42 个月滤波下一底点时间
上证综指	2019 年 8 月	2023 年 2 月
恒生指数	2019 年 6 月	2022 年 12 月
纳斯达克	2019 年 5 月	2022 年 11 月
标普 500	2019 年 7 月	2023 年 1 月
日经 225	2019 年 3 月	2022 年 9 月
英国富时 100	2019 年 7 月	2023 年 1 月
法国 CAC40	2019 年 7 月	2023 年 1 月
德国 DAX	2019 年 8 月	2023 年 2 月
澳洲标普 200	2019 年 6 月	2022 年 12 月
印度 SENSEX30	2019 年 5 月	2022 年 11 月

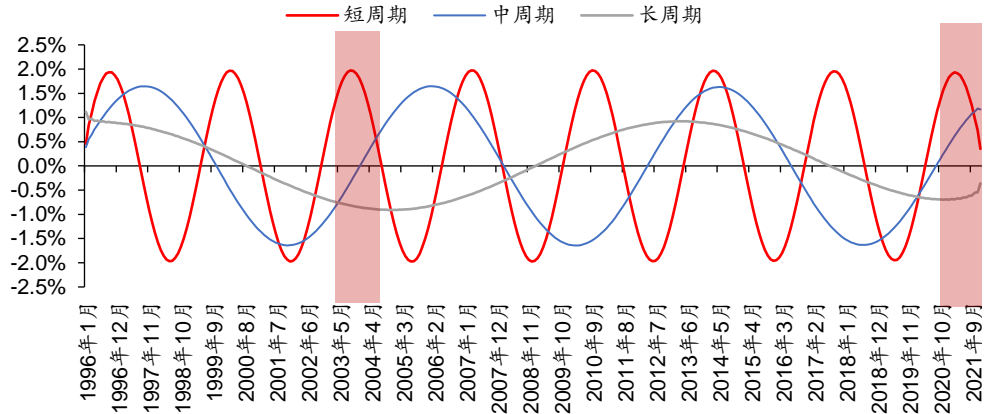
资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 截至 2020 年 12 月

根据全球股指周期状态与历轮基钦周期实际涨跌规律判断：2021 年出现拐点风险较低

全球主要股指周期状态类似 2003-2004 年，今年股市有望复制 2004 年的高收益风险比

我们提取全球主要股票指数同比序列的 42 个月、100 个月、200 个月周期滤波序列并分别进行相位合成，得到如下图所示的全球股指三周期序列，综合表征全球股票市场的三周期状态。当前短周期、中周期均处于上行通道，长周期下行，周期状态与 2003-2004 年较为类似。

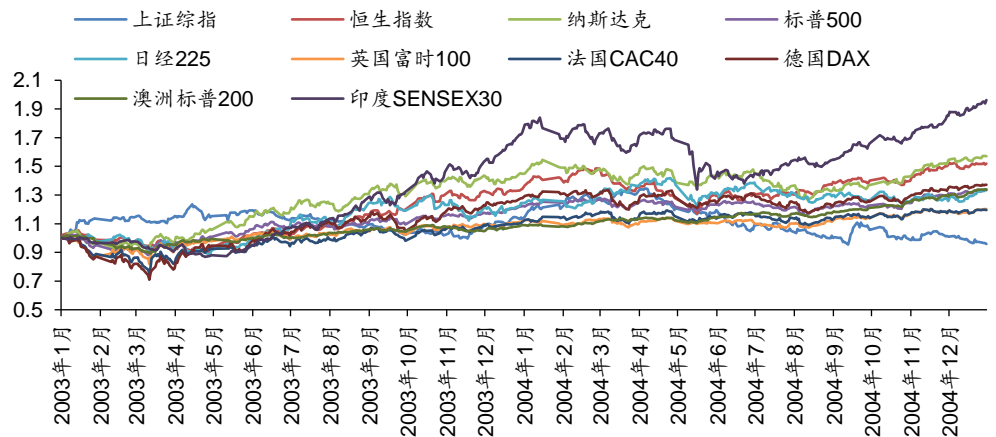
图表34： 全球主要股指同比序列三周期相位合成曲线



资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至2020年12月

从滤波结果来看，2001年12月短周期开始上行，2005年6月为下一个底部拐点。结合2003-2004年全球主要股票指数的价格走势，我们可以进一步对今年股票市场进行分析预判。整体而言，2003-2004上半年全球各股票指数均呈现较为明显的上行趋势，2004年下半年后各股指走势呈现一定分化，大多数股票指数呈震荡走势，特别地，印度 SENSEX30 在2004年下半年涨幅明显，而同期上证综指则明显下行。

图表35： 2003-2004 年全球主要股票指数价格走势（起点归一化调整）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们统计了全球主要股指在2003-2004两年内相较于2003年1月1日的最大涨跌幅，如下表所示。可以看出，在短周期上行超过一年后，各个股指后续仍有较佳投资机会，2003-2004两年内相较2003年1月1日的最大涨幅平均可达43%，涨幅最少的英国富时100指数和法国CAC40指数也有20%的最高涨幅，印度 SENSEX30 指数相较2003年初的最大涨幅达到96%。另一方面，各个主要股指在2003-2004两年内相较2003年1月1日的平均最大跌幅仅为14%，远低于平均最大涨幅。可见2003-2004年整体而言股票市场有较高的投资性价比。

图表36： 2003-2004 年各股指相较 2003.1.1 的最大涨跌幅

	较 2003.1.1 最大涨幅	较 2003.1.1 最大跌幅
上证综指	35%	-5%
恒生指数	52%	-10%
纳斯达克	57%	-8%
标普 500	33%	-12%
日经 225	42%	-11%
英国富时 100	20%	-18%
法国 CAC40	20%	-25%
德国 DAX	37%	-29%
澳洲标普 200	34%	-11%
印度 SENSEX30	96%	-13%
平均值	43%	-14%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

历轮基钦周期实际市场涨跌时长不对称，平均而言上升阶段更长，2022 年或风险更高

根据前文全球主要股票指数同比序列的滤波结果，本轮基钦周期下一底部或出现在 2023 年初。进一步回顾历轮基钦周期的滤波拐点与实际市场拐点可以发现，实际市场周期的涨跌呈现一定程度的不对称性，通常而言市场上涨的时间相较下跌的时间更长。

具体地，对历轮基钦周期的滤波拐点和全球各主要股指的实际拐点统计结果如下，其中每一轮基钦周期的划分以 42 个月滤波的底部为界，实际市场顶部与滤波顶部相距月份为正表示实际市场顶部晚于滤波顶部。

图表37： 1998 年 7 月-2002 年 1 月实际市场顶部（滤波顶部为 2000/3/31）

	实际市场顶部	实际市场顶部与滤波顶部相距（月）	实际市场顶部相较滤波顶部涨跌幅
上证综指	2001/6/13	14.43	24.56%
恒生指数	2000/3/28	-0.10	-4.89%
纳斯达克	2000/3/10	-0.69	-9.42%
标普 500	2000/3/24	-0.23	-1.89%
日经 225	2000/4/12	0.39	2.44%
英国富时 100	1999/12/30	-3.02	-5.63%
法国 CAC40	2000/9/4	5.16	10.12%
德国 DAX	2000/3/7	-0.79	-5.77%
澳洲标普 200	2001/6/29	14.96	11.39%
印度 SENSEX30	2000/2/11	-1.61	-15.71%
平均值	2000/6/25	2.85	0.52%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表38： 2002 年 2 月-2005 年 6 月实际市场顶部（滤波顶部为 2003/9/30）

	实际市场顶部	实际市场顶部与滤波顶部相距（月）	实际市场顶部相较滤波顶部涨跌幅
上证综指	2004/4/6	6.21	30.02%
恒生指数	2005/6/28	20.94	27.23%
纳斯达克	2004/12/30	15.02	21.90%
标普 500	2005/3/7	17.23	23.03%
日经 225	2004/4/26	6.87	19.03%
英国富时 100	2002/3/19	-18.41	-23.04%
法国 CAC40	2002/3/28	-18.12	-33.13%
德国 DAX	2002/3/19	-18.41	-40.38%
澳洲标普 200	2005/6/17	20.58	36.05%
印度 SENSEX30	2005/6/30	21.01	61.54%
平均值	2004/3/9	5.29	12.23%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表39： 2005 年 7 月-2008 年 12 月实际市场顶部（滤波顶部为 2007/3/31）

	实际市场顶部	实际市场顶部与滤波顶部相距（月）	实际市场顶部相较滤波顶部涨跌幅
上证综指	2007/10/16	6.54	91.33%
恒生指数	2007/10/30	7.00	59.78%
纳斯达克	2007/10/31	7.04	18.07%
标普 500	2007/10/9	6.31	10.16%
日经 225	2007/7/9	3.29	5.64%
英国富时 100	2007/6/15	2.50	6.73%
法国 CAC40	2007/6/1	2.04	9.48%
德国 DAX	2007/7/16	3.52	17.18%
澳洲标普 200	2007/11/1	7.07	13.91%
印度 SENSEX30	2008/1/8	9.30	59.68%
平均值	2007/9/13	5.46	29.19%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表40： 2009 年 1 月-2012 年 6 月实际市场顶部（滤波顶部为 2010/9/30）

	实际市场顶部	实际市场顶部与滤波顶部相距（月）	实际市场顶部相较滤波顶部涨跌幅
上证综指	2009/8/4	-13.87	-23.50%
恒生指数	2010/11/8	1.28	11.66%
纳斯达克	2012/3/26	17.85	31.83%
标普 500	2012/4/2	18.08	24.35%
日经 225	2010/4/5	-5.85	-17.37%
英国富时 100	2011/2/8	4.31	9.78%
法国 CAC40	2011/2/18	4.64	11.90%
德国 DAX	2011/5/2	7.04	20.85%
澳洲标普 200	2010/4/15	-5.52	-8.38%
印度 SENSEX30	2010/11/5	1.18	4.66%
平均值	2010/12/27	2.91	6.58%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表41： 2012 年 7 月-2015 年 12 月实际市场顶部（滤波顶部为 2014/3/31）

	实际市场顶部	实际市场顶部与滤波顶部相距（月）	实际市场顶部相较滤波顶部涨跌幅
上证综指	2015/6/12	14.40	154.09%
恒生指数	2015/4/28	12.92	28.40%
纳斯达克	2015/7/20	15.65	24.29%
标普 500	2015/5/21	13.68	13.81%
日经 225	2015/6/24	14.79	40.74%
英国富时 100	2015/4/27	12.89	7.66%
法国 CAC40	2015/4/27	12.89	19.98%
德国 DAX	2015/4/10	12.33	29.50%
澳洲标普 200	2015/4/27	12.89	10.90%
印度 SENSEX30	2015/1/29	9.99	32.59%
平均值	2015/5/7	13.24	36.19%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表42： 2016 年 9 月-2019 年 6 月实际市场顶部（滤波顶部为 2017/9/30）

	实际市场顶部	实际市场顶部与滤波顶部相距（月）	实际市场顶部相较滤波顶部涨跌幅
上证综指	2018/1/24	3.81	6.29%
恒生指数	2018/1/26	3.88	20.32%
纳斯达克	2019/5/3	19.07	25.68%
标普 500	2019/6/20	20.65	17.26%
日经 225	2018/10/2	12.07	19.23%
英国富时 100	2018/5/22	7.69	6.85%
法国 CAC40	2018/5/22	7.69	5.82%
德国 DAX	2018/1/23	3.78	5.70%
澳洲标普 200	2019/6/20	20.65	17.70%
印度 SENSEX30	2019/6/3	20.09	28.72%
平均值	2018/9/28	11.94	15.36%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

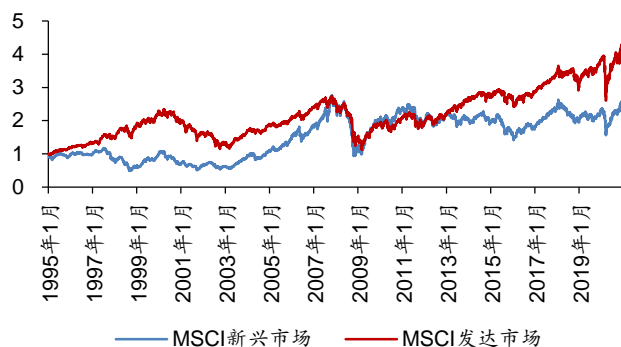
从上述图表可以看出，全球各主要股票市场历轮周期的实际市场顶部与周期滤波顶部会出现一定偏差，实际市场顶部的出现时间大概率晚于滤波顶部，且从滤波顶部到实际市场顶部的区间内，平均而言各股指仍呈现可观涨幅。

前文我们根据滤波结果判断当前三周期叠加状态类似 2003-2004 年，事实上在 2002 年 2 月-2005 年 6 月的一轮周期中，各主要股指的实际拐点平均来看晚于滤波拐点约 5 个月，实际市场顶部相较滤波顶点处涨幅平均超过 12%。因此我们判断当前股票市场或仍存上涨空间，投资机会有望延续至 2022 年初。更为保守地，在过往历轮周期中，实际市场顶部与滤波顶部最为接近的一轮是 1998 年 7 月-2002 年 1 月，而该轮周期中实际市场顶部比滤波顶点晚三个月左右。按照当前全球主要股票指数的滤波结果，本轮周期滤波拐点大概率出现在今年二三季度，外推三个月可知股票市场在年底前或仍有投资机会，对于股票市场来说，2022 年风险或更高。

周期上行阶段弹性更高的新兴市场常常表现更优，今年 A 股或有高贝塔优势

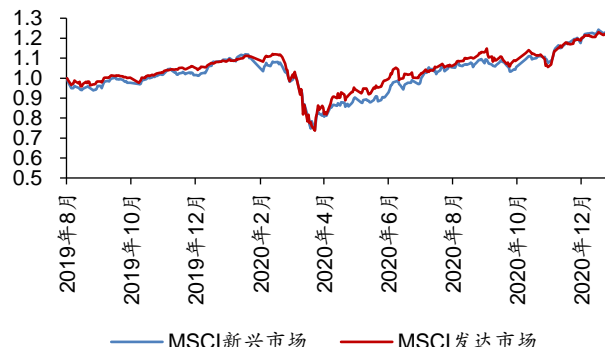
观察 1995 年至今 MSCI 新兴市场指数和 MSCI 发达市场指数的走势可以发现，整体来看成熟市场的上行趋势较为平稳。本轮基钦周期 2019 年 8 月启动，虽然经历了较为复杂的四阶段行情，但总体上资金倾向于流入弹性更高的新兴市场，使得新兴市场相对发达市场的表现具备一定优势。

图表43： 1995 年以来 MSCI 新兴市场与发达市场走势（起点归一）



资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月

图表44： 2019 年 8 月以来 MSCI 新兴市场与发达市场走势（起点归一）



资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月

图表45： 2019 年 8 月以来 MSCI 新兴市场指数与发达市场指数风险收益指标

	总收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤	夏普比率	Calmar 比率
MSCI 新兴市场	25.81%	18.89%	22.56%	-33.89%	0.84	0.56
MSCI 发达市场	23.60%	17.31%	26.09%	-34.20%	0.66	0.51

资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月

进一步地，我们统计 1995 年至今历轮完整基钦周期内 MSCI 新兴市场指数和 MSCI 发达市场指数在上行阶段的风险收益指标，如下图表所示。除 2012 年 7 月至 2014 年 3 月新兴市场整体表现不如发达市场外，其余历轮周期的上行阶段，新兴市场指数在年化收益和夏普比率上均优于发达市场。需要指出，即便新兴市场收益表现更佳，但在年化波动率和最大回撤的风险指标上，发达市场有较大概率占优。

图表46： 1998 年 7 月-2000 年 4 月 MSCI 新兴市场指数与发达市场指数风险收益指标

1998.7-2000.4	总收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤	夏普比率	Calmar 比率
MSCI 新兴市场	35.03%	19.32%	22.49%	-34.60%	0.86	0.56
MSCI 发达市场	24.62%	13.82%	16.33%	-20.53%	0.85	0.67

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表47： 2002 年 1 月-2003 年 10 月 MSCI 新兴市场指数与发达市场指数风险收益指标

2002.1-2003.10	总收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤	夏普比率	Calmar 比率
MSCI 新兴市场	23.26%	13.38%	16.44%	-30.02%	0.81	0.45
MSCI 发达市场	-5.75%	-3.50%	19.22%	-31.31%	-0.18	-0.11

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表48： 2005 年 7 月-2007 年 4 月 MSCI 新兴市场指数与发达市场指数风险收益指标

2005.7-2007.4	总收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤	夏普比率	Calmar 比率
MSCI 新兴市场	71.72%	37.35%	17.17%	-24.53%	2.17	1.52
MSCI 发达市场	38.01%	20.81%	10.16%	-11.54%	2.05	1.80

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表49： 2009 年 1 月-2010 年 9 月 MSCI 新兴市场指数与发达市场指数风险收益指标

2009.1-2010.9	总收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤	夏普比率	Calmar 比率
MSCI 新兴市场	78.71%	42.89%	24.77%	-21.78%	1.73	1.97
MSCI 发达市场	25.25%	14.84%	21.62%	-27.49%	0.69	0.54

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表50： 2012 年 7 月-2014 年 3 月 MSCI 新兴市场指数与发达市场指数风险收益指标

2012.7-2014.3	总收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤	夏普比率	Calmar 比率
MSCI 新兴市场	4.62%	2.84%	13.70%	-18.27%	0.21	0.16
MSCI 发达市场	33.97%	19.84%	10.64%	-7.87%	1.87	2.52

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表51： 2016 年 1 月-2017 年 9 月 MSCI 新兴市场指数与发达市场指数风险收益指标

2016.1-2017.9	总收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤	夏普比率	Calmar 比率
MSCI 新兴市场	40.89%	23.21%	14.60%	-10.40%	1.59	2.23
MSCI 发达市场	22.67%	13.25%	10.75%	-8.53%	1.23	1.55

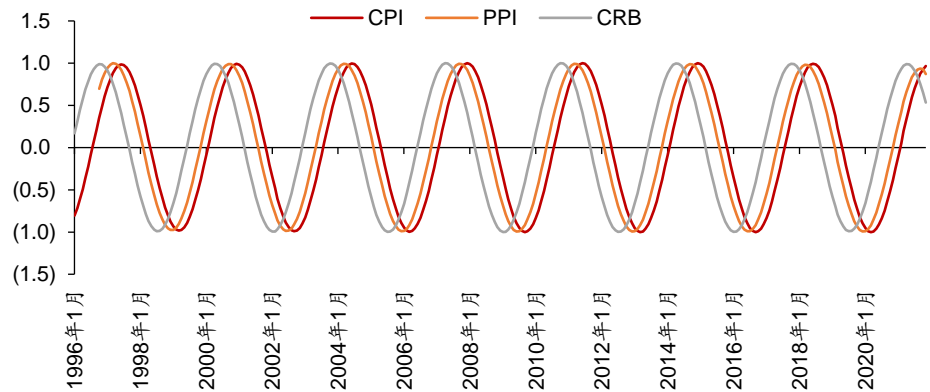
资料来源：Wind，华泰证券研究所

从历轮基钦周期上行阶段新兴市场与发达市场的涨幅来看，平均而言新兴市场年化收益率领先发达市场 9.99pct。特别地，若 2012 年 7 月至 2014 年 3 月不计入统计样本，则 MSCI 新兴市场指数在历次周期上行阶段的平均年化收益率为 27.23%，相较 MSCI 发达市场指数的 11.85% 高出 15.38pct，说明在周期上行阶段新兴市场收益优势较为明显。

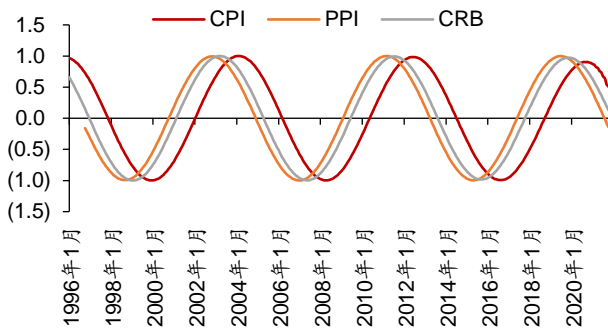
本轮基钦周期运行至 2020 年 12 月底已经历 17 个月，MSCI 新兴市场指数的年化收益相比 MSCI 发达市场指数仅领先不足 2.5pct，远低于历史平均。因此 2021 年新兴市场有望在收益表现上领先于发达市场，或具备更佳的投资机会。

2021 年全球主要国家 CPI 和 PPI 或整体呈现出上行趋势

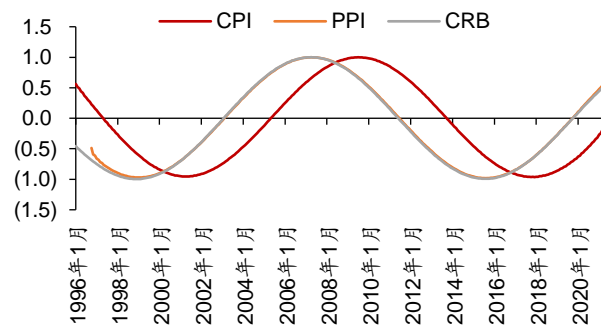
大宗商品价格指数与 PPI、CPI 两个宏观指标关系较为密切：大宗商品指数代表上游生产资料的价格，PPI 代表中上游工业产成品价格，CPI 则代表下游消费品价格。CRB 指数的波动通过产业链向 PPI 指数传导，传导路径较为顺畅；而从 PPI 到 CPI 指数的传导则会由于统计口径差异、供求矛盾甚至价格管制等因素而存在一定的阻碍，导致传导不畅，产生时滞。因此 CRB 指数的短、中、长三周期相位均与 CPI、PPI 相近，与 PPI 同步或略微领先于 PPI，PPI 领先于 CPI，三者的正向联动关系较为明显。

图表52： 全球市场 CRB、PPI 与 CPI 同比短周期相位对比图

资料来源：华泰证券研究所，截止 2020 年 12 月

图表53： 全球市场 CRB、PPI 与 CPI 同比中周期相位对比图

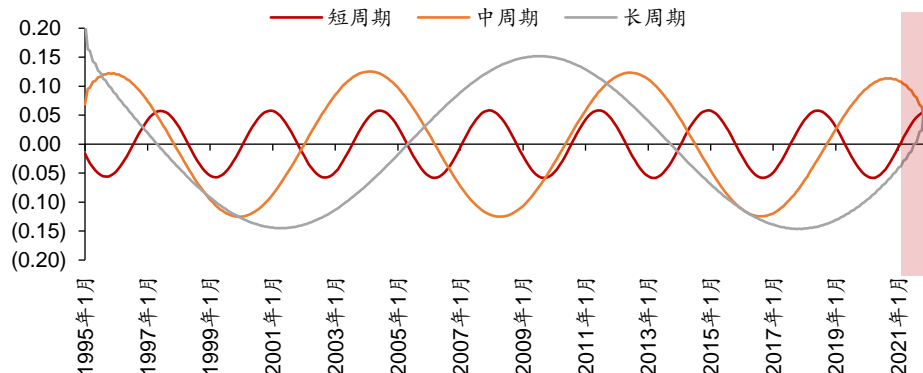
资料来源：华泰证券研究所，截止 2020 年 12 月

图表54： 全球市场 CRB、PPI 与 CPI 同比长周期相位对比图

资料来源：华泰证券研究所，截止 2020 年 12 月

相位合成得到的全球 CPI 同比三周期滤波显示，2021 年全球 CPI 中周期处于触顶回落阶段，长周期处于上行阶段，短周期在 2021 年全年处于上行阶段，于四季度触顶，整体来看 CPI 或在 2021 年全年处于上行区间。单独滤波结果也显示，中国、美国、德国、英国、法国和日本等世界主要国家的 CPI 或在 2021 年处在上行区间。

此外，在 CPI 的历史预测中，翘尾因素对于 CPI 的影响很大，若某段时间内物价发生大幅异常波动，则 CPI 同比序列下一年的走势除了受到周期的影响之外，还会受到该异常值的影响。2019 年底至 2020 年初，我国国内猪肉价格发生大幅波动，带动食品 CPI 同比和 CPI 同比大幅上升，预计 2021 年初翘尾因素的影响方向与周期运行方向一致，不会对 CPI 走势的周期预测结果产生方向性的影响。

图表55： 全球 CPI 同比三周期滤波

资料来源：Wind，华泰证券研究所，截止 2020 年 12 月

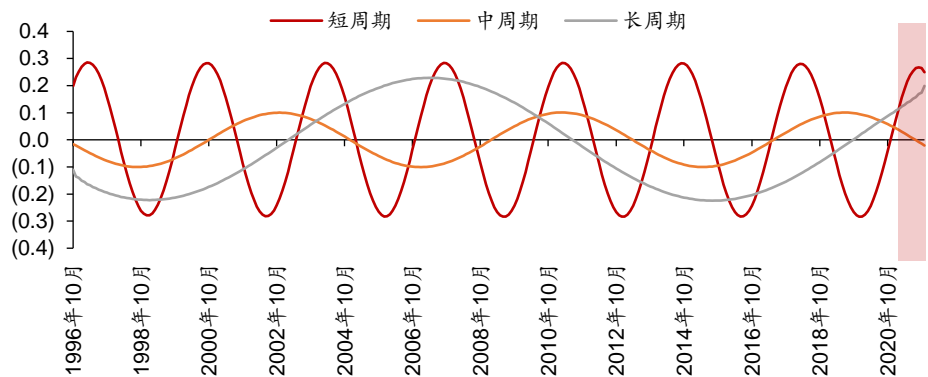
图表56： 全球 CPI 三周期状态

全球 CPI 同比序列	上一底点时刻	下一底点时刻	当前状态	当前区间
42 个月周期	2020/03	2023/09	上行	负
100 个月周期	2016/09	2025/01	下行	正
200 个月周期	2017/07	2034/03	上行	负

资料来源：华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月

2021 年，全球 PPI 同比短周期和长周期均处于加速上行阶段，中周期处于下行阶段。三周期叠加，全球 PPI 受短周期触底回升和长周期持续上行的影响较大，滤波结果显示 PPI 将随着实体经济短周期的走势运行，在 2021 年整体呈现出上行的趋势。

图表57： 全球 PPI 同比三周期滤波



资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月

图表58： 全球 PPI 三周期状态

全球 PPI 同比序列	上一底点时刻	下一底点时刻	当前状态	当前区间
42 个月周期	2019/12	2023/06	上行	正
100 个月周期	2015/06	2023/10	下行	正
200 个月周期	2015/08	2032/04	上行	正

资料来源：华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月

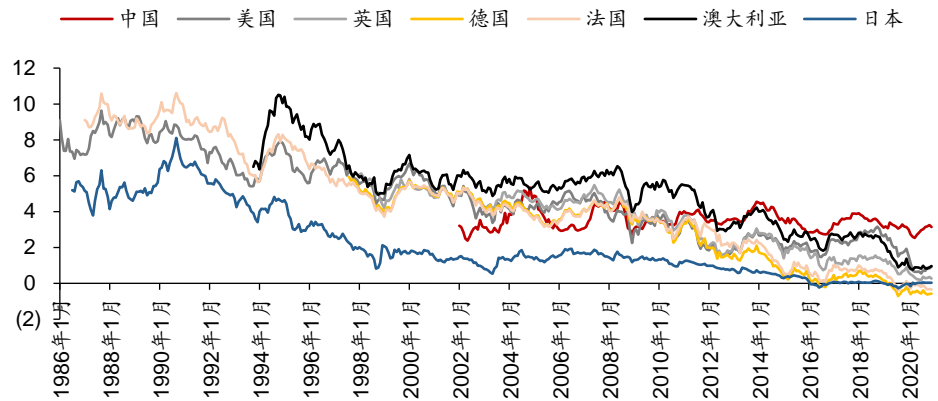
今年主要国家利率大概率走平或上行，债市趋势性投资机会大概率在明年

本节着重研究利率的周期状态。前述小节中所研究的大宗商品、CPI、PPI 分别从生产链条的不同环节体现了商品及原材料资源价格的变化。利率则体现了信贷资源价格的变化。自然资源和信贷资源的供给需求关系从不同角度反映实体经济的变化情况。

在对利率做量化滤波预测时，该指标具有一定的特殊性：一方面，利率本身即为资产的收益率，对其进行取同比操作没有明确的经济含义；另一方面，数据可得期间的利率指标的变化存在明显的趋势性，为不平稳序列，必须进行一定的操作使之具备平稳性，才能进一步通过滤波方法提取周期。因此，我们以当年利率减去上年同月利率来构造利率“同比”，将利率“同比”作为利率周期研究的对象。

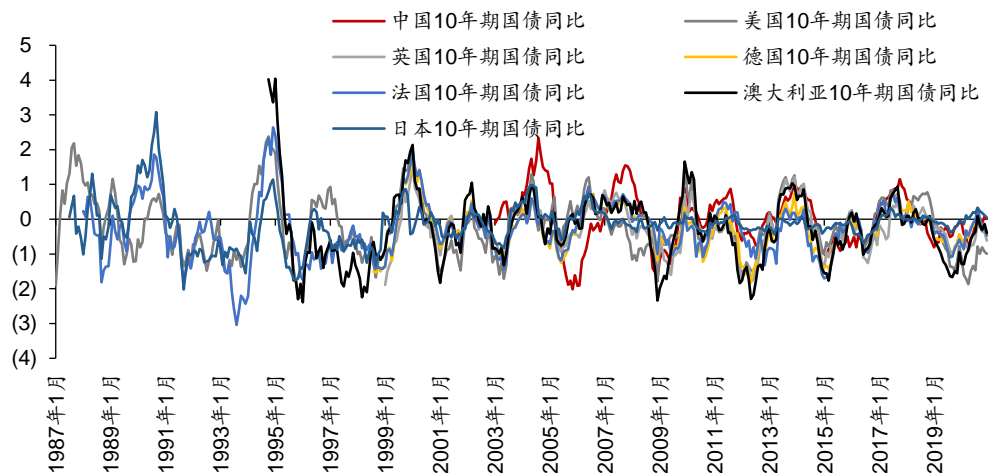
此外，需要注意的是，同比序列的“拐点”并不意味着真实序列的拐点：从底部拐点来看，同比序列的底部拐点相比真实序列拐点会提前 4 个月左右出现；而从顶部拐点来看，原始顶部拐点两侧的长度并非完全对称，上行时长通常大于下行时长，因此同比序列的顶部拐点不一定能够准确指示原始序列的顶部拐点，仅可用作参考，因此在下文中我们将主要关注利率的周期底部拐点以及其当前所处位置。

我们选取起始于 1986 年 1 月，截至 2020 年 12 月的各国十年期国债收益率的月度数据展示如下。从图中可见，大部分国家的利率均不平稳，在长期趋势的影响下，利率短周期的同步性较难观测。

图表59： 主要国家利率曲线（1986 年起始）（单位：%）

资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月

而对利率做“同比”处理后，各国利率的趋势项被去除。从下图中可以清晰的看出各国国债收益率存在周期波动的规律，并且各国利率在短周期上存在明显的同步性。

图表60： 主要国家十年期国债利率同比（1996 年起始）（单位：%）

资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月

接下来我们对“同比”处理后的利率序列进行滤波分析，结果显示，各国十年期国债同比滤波结果多为短周期能量最强。其中，中国、美国、德国、英国、澳大利亚和法国国债同比滤波均为短周期能量最强，中长周期能量较小；仅日本的国债收益率同比序列存在一定的中长期趋势，虽然短周期不是能量最强的周期，但其规律也是清晰可见的。因此接下来我们将主要关注利率的短周期走势。

图表61： 各国十年期国债同比序列三周期滤波能量强度排序

	短周期	中周期	长周期
中国国债	1	2	3
美国国债	1	2	3
德国国债	1	2	3
英国国债	1	2	3
澳大利亚国债	1	2	3
法国国债	1	2	3
日本国债	2	3	1

资料来源：华泰证券研究所

下图表中的滤波结果显示，主要国家利率同比序列短周期上一底点与 2020 年 12 月的时点相距 16 个月左右，同比序列短周期当前均处于上行通道。多数国家利率同比序列的短周期滤波将会在二三季度达到正弦波峰的位置，仅日本利率三周期状态较为特殊，能量较强的中长周期均处于上行接近顶部区域的状态，抵消了短周期触顶下行的影响，其同比序列或将在 2021 年全年保持震荡。

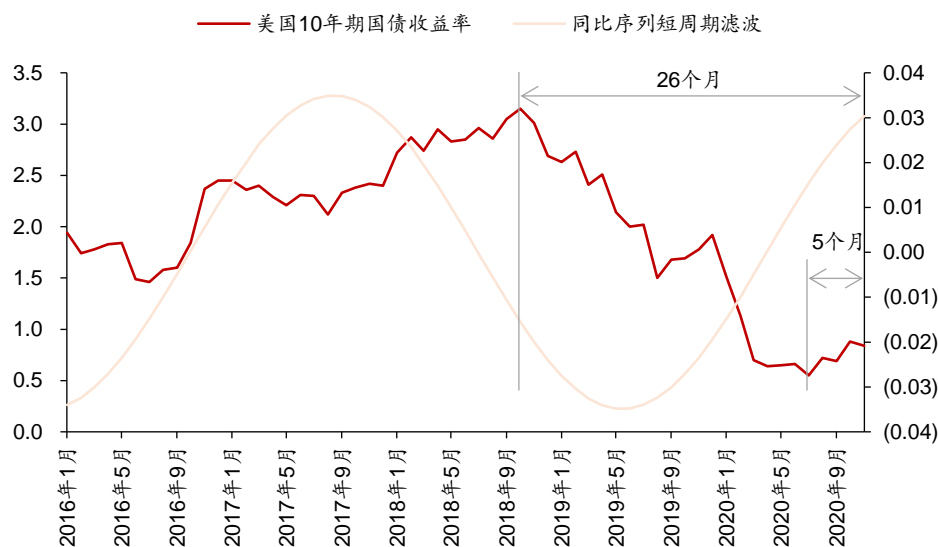
图表62： 全球主要国家利率短周期底部拐点出现时间

指标名称	上一底点时刻	下一底点时刻	当前状态
中国 10 年期国债收益率	2019 年 9 月	2023 年 3 月	上行
美国 10 年期国债收益率	2019 年 5 月	2022 年 11 月	上行
日本 10 年期国债收益率	2019 年 9 月	2023 年 3 月	上行
英国 10 年期国债收益率	2019 年 7 月	2023 年 1 月	上行
法国 10 年期国债收益率	2019 年 8 月	2023 年 2 月	上行
德国 10 年期国债收益率	2019 年 6 月	2022 年 12 月	上行
澳大利亚 10 年期国债收益率	2019 年 5 月	2022 年 11 月	上行

资料来源：华泰证券研究所

但如前所述，同比序列的触顶并不意味着真实序列的触顶。对比历轮同比序列短周期滤波拐点与原始序列的拐点可以发现，原始序列的周期涨跌呈现一定程度的不对称性，且短周期相位相对同比序列有一定滞后。其中美国十年期国债利率原始序列距离上一个顶部拐点仅 26 个月，距离上一个底部拐点仅 5 个月，按照周期长度来推算，今年全年或将仍处于上行阶段。

图表63： 美国十年期国债收益率及同比短周期滤波

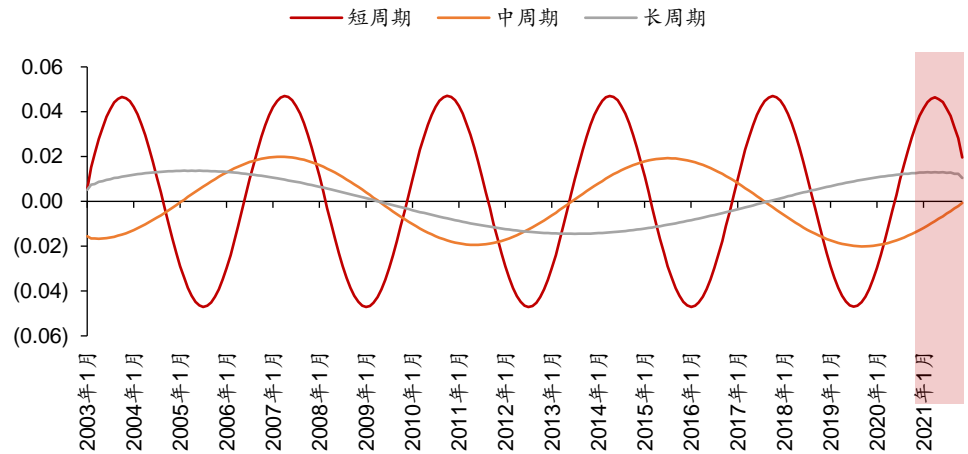


资料来源：Wind，华泰证券研究所

此外，受到疫情影响，2020 年利率同比序列短周期滤波虽处于上行区间，但各国真实利率却是持续下行的。各国利率当前均已处于历史低位，美国等国家实际利率已处于负值区间，利率下行可能性较小，2021 年更可能出现上行或横盘震荡的走势。

我国十年期国债利率从 2020 年 4 月已经开始回升，美国十年期国债利率也已出现缓慢回升的趋势，随着利率持续升高，债券投资性价比会逐渐提升。当利率提高到一定水平，股债天平将向债券端倾斜，此时债券市场将迎来趋势性机会。我们推断，今年债市整体处于调整阶段，下半年企稳盘底，大概率在今年年底或明年年初，债券的性价比或逐渐提升。

图表64： 全球利率三周期状态

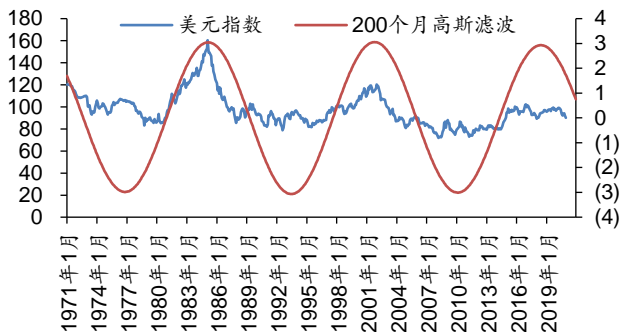


资料来源：Wind，华泰证券研究所

美元长周期下行趋势已定，本轮周期拐点对部分新兴市场已造成负面冲击

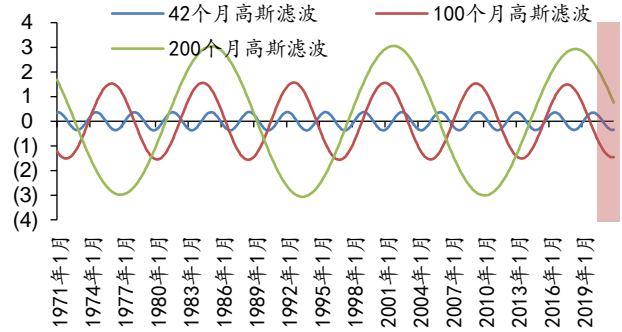
美元指数从 2020 年 3 月以来逐步下跌，从 102 点下降至 12/31 的 90 点。从三周期滤波图中我们发现：美元指数受长周期影响最大，200 个月的长周期决定了美元指数长期运行方向；100 个月和 42 个月的短周期决定了美元指数中短期次级趋势。当前美元指数正处于长周期顶部拐点区域。考虑到美元指数三周期当前均处于下行状态，预测 2021 年美元指数或将持续下行。

图表65： 美元指数及其 200 个月高斯滤波结果



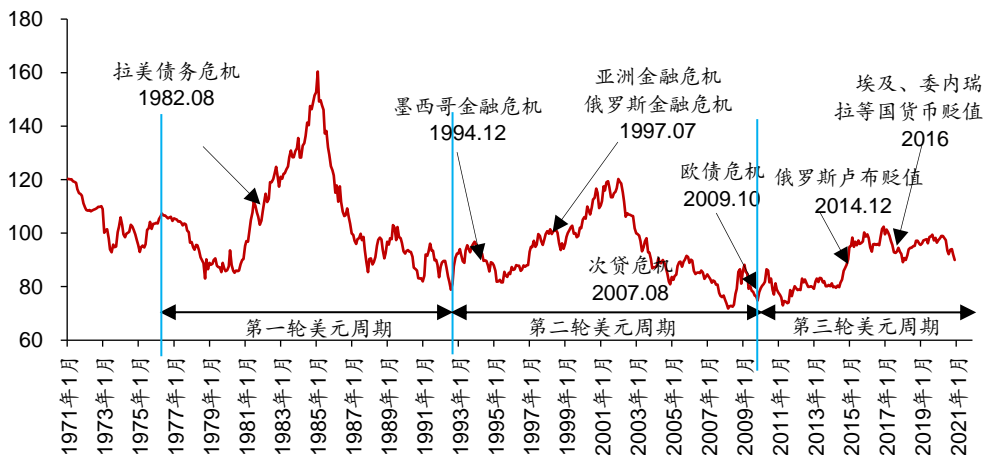
资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月

图表66： 美元指数及其 42 个月高斯滤波结果



资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月

图表67： ICE 美元指数周期与新兴市场危机



资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月

图表68： 新兴市场危机事件梳理

事件名称	发生时间	所处美元周期	美元周期阶段
拉美债务危机	1982 年 8 月	第一轮 (1977.02-1993.01)	强
墨西哥金融危机	1994 年 12 月	第二轮 (1993.01-2009.09)	强
亚洲金融危机	1997 年 7 月	第二轮 (1993.01-2009.09)	强
俄罗斯金融危机	1997 年 10 月	第二轮 (1993.01-2009.09)	强
次贷危机	2007 年 8 月	第二轮 (1993.01-2009.09)	弱
欧债危机	2009 年 10 月	第三轮 (2009.10-至今)	强
俄罗斯卢布贬值 (最大贬值幅度 74%)	2014 年 12 月	第三轮 (2009.10-至今)	强
埃及、委内瑞拉、尼日利亚货币贬值 (最大贬值幅度分别为 59%、71%、37%)	2016 年	第三轮 (2009.10-至今)	强
土耳其、阿根廷、俄罗斯、巴西、南非货币贬值 (最大 2018-2019 年贬值幅度分别为 46%、56%、21%、25%、25%)	2018-2019 年	第三轮 (2009.10-至今)	强

资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月

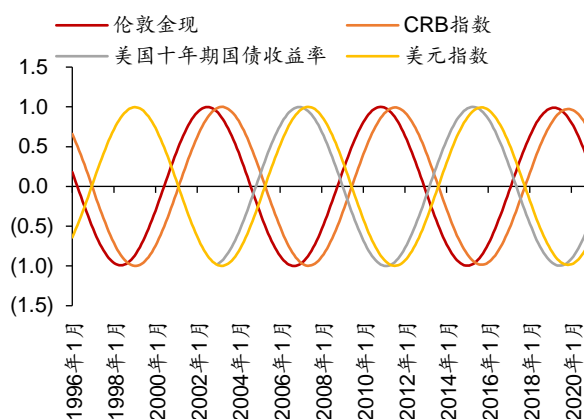
观察美元指数周期变化与新兴市场货币危机事件发生的时间点，我们发现：新兴市场货币危机的发生与美元周期高度相关，历轮美元上升期及顶部拐点附近，都伴随着新兴市场货币危机与金融危机的爆发。本轮美元指数顶部区域附近，土耳其、阿根廷等国家的货币已出现了较大幅度的贬值，并一定程度上影响了该国经济。随着美元走弱的趋势加强，国际资本会流入新兴市场，部分国家未来有望迎来新的投资机会。

美元走弱，美债实际收益率转负，大周期上行阶段的黄金或仍有相对优势

我们在 2019 年 5 月发布的月报《大周期拐点的黄金中长线配置机会》以及 2019 年 8 月 26 日发布的深度报告《二十年一轮回的黄金投资大周期》中对黄金的中长期规律进行了深入研究。在报告中，我们依靠经济逻辑和周期工具，从定性和定量的角度论证了黄金的中长期走势与三个指标有着显著的相关关系：代表其货币属性的美元指数（反向）、代表其商品属性的 CRB 指数（同向），以及代表其金融属性的美国十年期国债收益率（反向）。

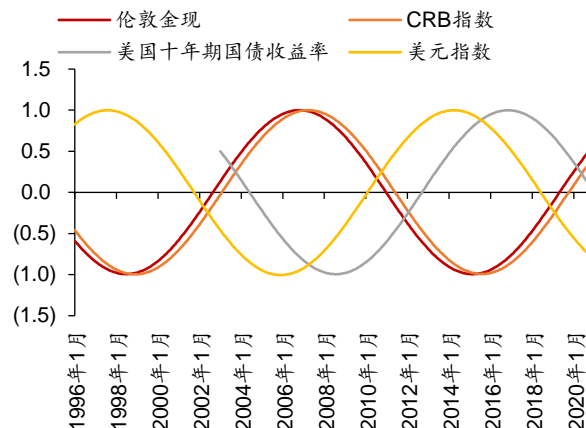
如前所述，当前美元指数正处于下行趋势中，我们预测 2021 年美元指数三周期共振下行，延续当前趋势；大宗商品当前正处于上行趋势中，我们预测 2021 年大宗商品长周期上行，中周期处于正值区间，延续当前趋势；美国国债实际收益率已处负值区间，且在经济不振的短期内可能无法恢复到正值区间，降低黄金投资机会成本。三者叠加，黄金价格在未来一年内或仍有一定投资机会。

图表69： 各指标中周期状态（1996.01-2020.12）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

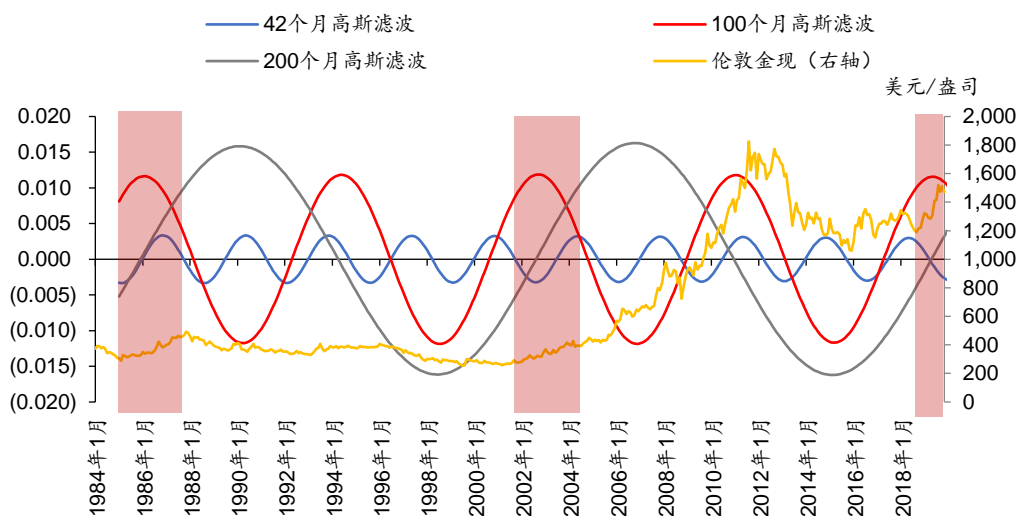
图表70： 各指标长周期状态（1996.01-2020.12）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

以2020年12月31日的数据进行滤波观测，我们发现当前黄金长周期处于上升中段，中周期处于周期顶部正值区间，推动黄金价格以较高的速度增长。这种周期状态类似于1984年和2001年，接近20年才会出现一次，每次出现均伴随着较大的投资机会。此外，黄金的上涨具有较强的持续性，历次黄金持续上涨的时长最短为34个月，此次上涨时长为27个月，距离历史趋势上涨的最短时长仍有7个月的差距。

图表71： 当前黄金同比序列的中长周期状态类似1984年与2001年

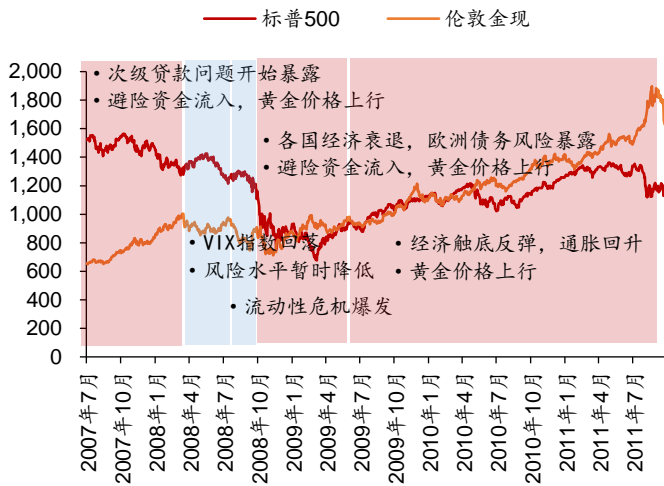


资料来源：Wind，华泰证券研究所

而如果从中短期影响因素来看，黄金价格还会受到通胀水平和股价变动的影响。在2020年5月6日发布的《黄金的短期价格影响因素与规律》报告中，我们采用向量自回归模型-格兰杰因果检验-脉冲响应分析的定量研究方法对常见的黄金价格短期影响因素进行检验后发现，美国通胀率变动是伦敦金价变动的格兰杰原因，通胀率上行会导致金价在短期内上行。

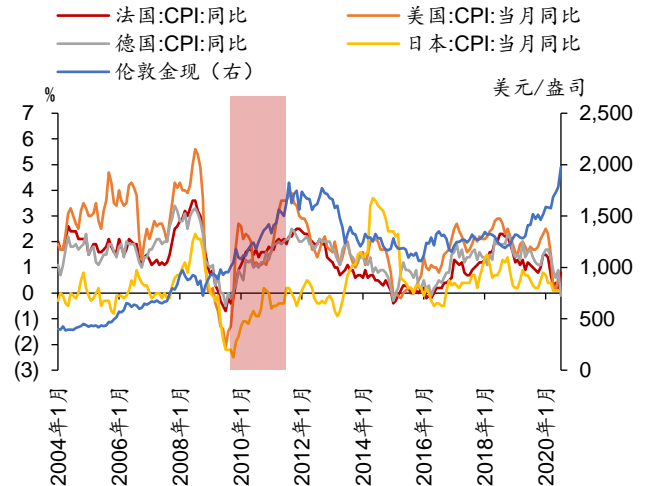
参考2007-2011年，在经济下行压力较大的阶段，黄金因其避险价值受到投资者青睐，价格持续上行。而在后续经济复苏阶段，黄金则成为了抵御通胀的优质资产，表现优于标普500。而此次在疫情的重挫下全球经济跌落谷底，各国经济刺激政策频出，美国等国家的财政刺激计划规模远超2008年，未来经济复苏阶段，抗通胀价值或将持续凸显。此外，伦敦金现和COMEX黄金均以美元计价，美元大周期的下行对黄金的名义价格也有直接的提振作用。

图表72： 危机阶段避险需求推动，后危机时代抗通胀需求凸显



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表73： 2010-2011 年金价与通胀齐升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

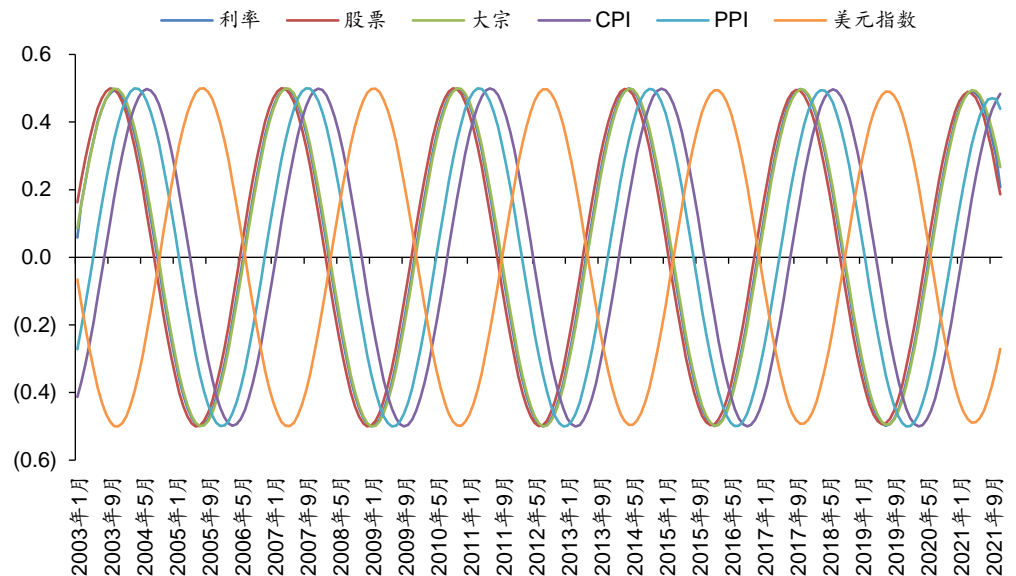
整体来看，短周期拐点通胀压力逐渐增加、美元指数持续下行，对黄金价格或有提振作用；黄金长周期滤波处于上升中段，中周期处于周期顶部正值区间，或推动金价以较高的速度上涨。在短中长期各项影响因素的相互叠加之下，黄金相对美元和美债具有一定配置优势。

全球市场三周期在 2021 年对不同资产的影响总结

金融经济系统是一个复杂的内生系统，周期或是其背后稳定的驱动力。各个宏观经济指标和金融资产价格从不同的角度对系统进行观测，都是系统状态的低维反映。任何单一变量的波动都不足以刻画整体的系统状态，我们认为应当从不同的维度对系统进行观察，并根据观察的结果相互验证，综合推理系统可能的状态。本节将详细分析六类主要的金融经济指标即大宗商品、CPI、PPI、利率（债券）、股票、美元在短中三周期上的相位关系及内在的经济学原理，并分析 2021 年周期对各变量的影响。

基钦周期：今年股商、债或延续去年的行进方向并有强化，拐点风险较低
 通过提取各变量的短周期滤波结果并加以合成，我们得到六类金融资产和宏观经济指标的短周期相位图如下：

图表74：全球主要金融资产与经济指标短周期相位图（振幅经调整）

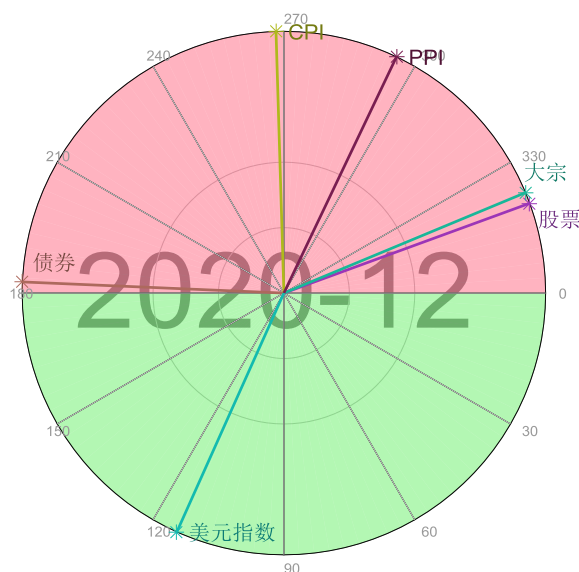


资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月

我们对各类指标的短周期相位关系进行规律总结，得到如下主要结论：短周期上各变量相位关系较为稳定，为股票~利率~大宗商品>PPI>CPI>美元¹。其中股票、大宗商品等交易资产数据领先于 CPI、PPI 等统计指标数据；“股票~大宗商品”说明同为风险资产的二者在短周期上相位保持一致，而它们与利率同向变化则反映出在短周期上企业对信贷资源与原材料资源的需求同步变动，且股债之间存在“跷跷板”效应；“大宗商品>PPI>CPI”正好对应了库存周期中原材料传导至上中游的工业产成品，再传导至下游的消费品的生产链关系；

当前时点各资产短周期的相位关系，我们还可以通过时钟图来呈现滤波结果。

¹ “>”代表“领先于”，“~”代表“基本同步”，下同。

图表75： 短周期当前时点相位时钟图

资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月

时钟图与周期滤波图对当前时点的判断基本一致，2020 年 12 月底数据显示各类资产遵从“股票~大宗商品>PPI>CPI>债券>美元”的相位领先滞后关系。

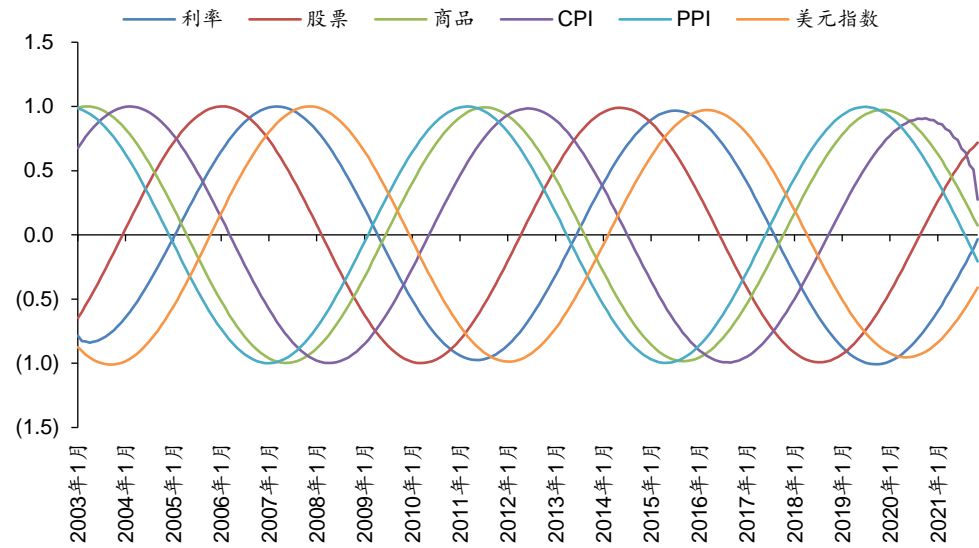
对于股票、债券和大宗商品三类受短周期影响较大的资产来说，当前股票和商品的短周期均处于上行轨道，且短周期的下一底点大概率处于 2023 年初。同时，债券资产的短周期刚步入上行轨道，短期来看投资性价比大概率不如风险资产，其投资价值或在进攻类资产风险释放后得以凸显。

另一方面，虽然 PPI 和 CPI 的走势并非由短周期主导，但 2021 年实体经济大概率回暖，大宗商品价格有望提振，结合 PPI 和 CPI 短周期持续上行的预判，PPI 和 CPI 同比大概率上行，全球或将面临一定的通胀压力。

同时，美元指数短周期的见顶回落也一定程度上反映出 2021 年基钦周期上行期间的主线投资逻辑：2021 年全球实体经济持续复苏，资金的价格即利率有望上涨，资金倾向于流入新兴市场股市等风险资产以获取高贝塔收益。全年来看拐点风险相对较低，债券资产表现或不如风险资产。

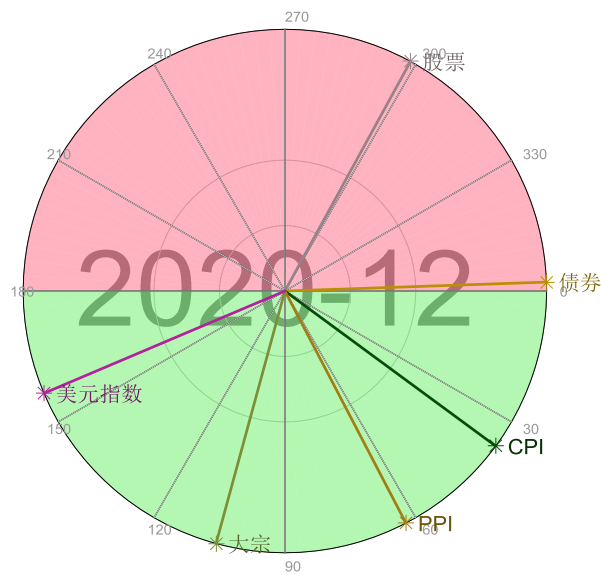
中、长周期：实体经济上行带来盈利复苏对资本市场估值形成中长期压力
 通过提取各变量的中周期滤波结果并加以合成，我们得到六类金融资产和宏观经济指标的中周期相位图如下：

图表76： 不同资产的中周期滤波结果（振幅经调整）



资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月

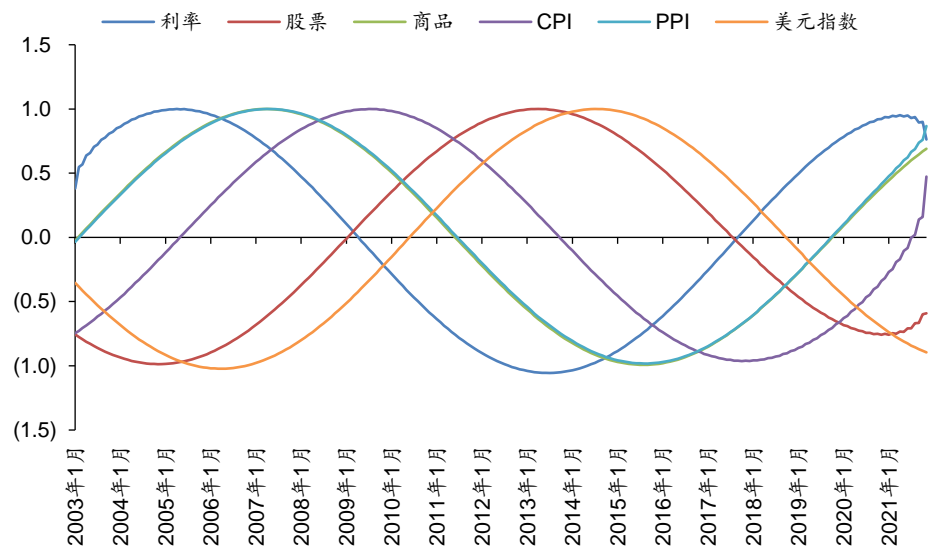
图表77： 中周期当前时点相位时钟图



资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月

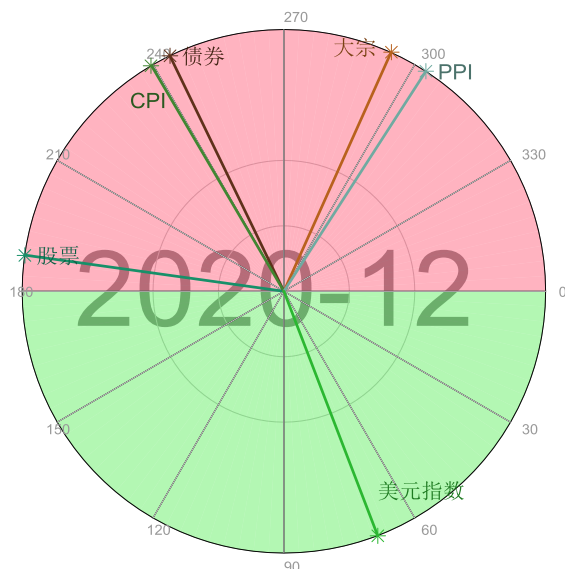
对各类指标的中周期相位关系进行梳理，得到如下主要结论：中周期上各变量总体呈现出“大宗商品>PPI>CPI>债券>股票>美元”的相位规律。首先考察代表实体经济走势的大宗商品与代表通胀情况的物价指标 CPI、PPI，三者相位接近，大宗商品最为领先，PPI 与 CPI 紧随其后，均处于下降区间，这与实体经济运行过程中价值在产业链上的传导过程一致：供给与需求关系影响自然资源的价格（大宗商品），进一步传导至生产者价格（PPI）和消费者价格（CPI）。PPI 与 CPI 的相位差说明中上游的生产端价格变动传导到下游的消费端存在一定的时滞。进一步考察股指与债券，二者中周期相位上债券领先于股指，仍处于上行阶段，但落后于大宗商品与物价指标。如果以股票市场代表虚拟经济的状态，上述相位关系说明，中周期上实体经济与虚拟经济的走势存在互相竞争资本的关系。利率即资金的价格，反映生产过程中信贷资源的供需情况，中周期上自然资源的供需情况向信贷资源的传导存在一定滞后。美元目前已进入中周期下行后期，2021 年或将持续下行。六类金融资产和宏观经济指标的长周期相位图如下：

图表78：不同资产的长周期滤波结果（振幅经调整）



资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月

图表79：长周期当前时点相位时钟图



资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至 2020 年 12 月

对各类指标的长周期相位关系进行梳理，得到如下主要结论：长周期上各变量总体呈现出“PPI~大宗商品>债券~CPI>股票>美元”的相位规律。与中周期上发现的规律类似，代表实体经济走势的大宗商品与代表通胀情况的物价指标 PPI、CPI 三者相位接近，目前均处于上行阶段。股票市场代表的虚拟经济与实体经济相位差也较为明显，体现中长期视角下，实体经济与虚拟经济争夺信贷资源，实体经济的繁荣对虚拟经济有一定的抑制作用。此外，债券与 CPI、大宗、PPI 相位接近，同处长周期上行阶段，较好体现了长期视角下实体经济投资回报率与原材料及物价指标走势的一致性；而美元在长周期上相位与代表实体经济的大宗商品反向，印证其避险资产属性，目前处于长周期下行区间。

风险提示

本文对各类资产价格变化的方向性判断均是基于年度视角，短期内的投资者情绪波动或政策冲击引起的相对高频的市场变化，需要结合其他高频研究方法给出预测。

附录：数据指标汇总

本文采用的数据指标汇总如下：

图表80：数据来源汇总

	指标名称	简称	数据来源	指标代码	数据底层来源	数据可得区间	实际采用区间
股票类	上证综指	上证综指	Wind	000001.SH	Wind	1990/12-2020/12	1995/01-2020/12
	恒生指数	恒生指数	Wind	HIS	Wind	1990/12-2020/12	1995/01-2020/12
	纳斯达克指数	纳斯达克指数	Wind	IXIC.GI	Wind	1990/12-2020/12	1995/01-2020/12
	标普 500	标普 500	Wind	SPX.GI	Wind	1990/12-2020/12	1995/01-2020/12
	日经 225	日经 225	Wind	N225.GI	Wind	1990/12-2020/12	1995/01-2020/12
	富时 100	富时 100	Wind	FTSE.GI	Wind	1990/12-2020/12	1995/01-2020/12
	法国 CAC40	法国 CAC40	Wind	FCHI.GI	Wind	1990/12-2020/12	1995/01-2020/12
	德国 DAX	德国 DAX	Wind	GDAXI.GI	Wind	1990/12-2020/12	1995/01-2020/12
	澳洲标普 200	澳洲标普 200	Wind	AS51.GI	Wind	1990/12-2020/12	1995/01-2020/12
	孟买 SENSEX30	孟买 SENSEX30	Wind	SENSEX.GI	Wind	1990/12-2020/12	1995/01-2020/12
	大宗商品 CRB 现货指数:综合:月	CRB 现货指数	Wind	s7	\	1947/01-2020/12	1995/01-2020/12
美元指数	美元指数	美元指数	Wind	USDX.FX	纽约棉花交易所	1971/01-2020/12	1995/01-2020/12
CPI	CPI:当月同比	中国 CPI 同比	Wind	M0000612	国家统计局	1914/01-2020/12	1995/01-2020/12
	美国:CPI:当月同比	美国 CPI 同比	Wind	G0000027	美国劳工部	1914/01-2020/12	1995/01-2020/12
	日本:CPI:当月同比	日本 CPI 同比	Wind	G1254021	日本统计局	1914/01-2020/12	1995/01-2020/12
	英国:CPI:同比	英国 CPI 同比	Wind	G0006217	英国统计局	1914/01-2020/12	1995/01-2020/12
	法国:CPI:同比	法国 CPI 同比	Wind	G1400632	法国统计局	1914/01-2020/12	1995/01-2020/12
	德国:CPI:同比	德国 CPI 同比	Wind	G1500815	德国统计局	1914/01-2020/12	1995/01-2020/12
	中国 PPI:全部工业品:当月同比	中国 PPI 同比	Wind	M0001227	国家统计局	1961/01-2020/12	1996/10-2020/12
	美国 PPIACO	美国 PPI 同比	美国联邦储备银行经济研究数据网站 https://fred.stlouisfed.org/series/PPIACO			1961/01-2020/12	1996/10-2020/12
PPI	日本:生产者价格指数:同比	日本 PPI 同比	Wind	G1200007	日本央行	1961/01-2020/12	1996/10-2020/12
	英国:产出 PPI:工业品:同比	英国 PPI 同比	Wind	G0006262	英国统计局	1961/01-2020/12	1996/10-2020/12
	法国:PPI:同比	法国 PPI 同比	Wind	G1400001	法国统计局	1961/01-2020/12	1996/10-2020/12
	德国:PPI:同比	德国 PPI 同比	Wind	G1500009	德国统计局	1961/01-2020/12	1996/10-2020/12
	利率 中债国债到期收益率:10 年:月	中国利率	Wind	s1	中债估值中心	1953/04-2020/12	2002/01-2020/12
	美国:国债收益率:10 年:月	美国利率	Wind	s2	美联储	1953/04-2020/12	2002/01-2020/12
	日本:十年期国债基准收益率	日本利率	Wind	G1217160	日本央行	1953/04-2020/12	2002/01-2020/12
	英国:十年期政府国债收益率	英国利率	Wind	G1304712	\	1953/04-2020/12	2002/01-2020/12
利率	法国:国债收益率:10 年:月	法国利率	Wind	s3	法兰西银行	1953/04-2020/12	2002/01-2020/12
	德国:国债收益率:10 年:月	德国利率	Wind	s4	德国央行	1953/04-2020/12	2002/01-2020/12
	澳大利亚:国债收益率:10 年:月	澳大利亚利率	Wind	s5	澳大利亚储备银行	1953/04-2020/12	2002/01-2020/12

资料来源：Wind，华泰证券研究所

需要注意的是，金融资产和经济指标的变化包含趋势性变化和周期性波动等部分，趋势性变化关注时间序列的长期变化趋势，周期性波动关注时间序列的均值回归特性，提取金融资产和经济指标的周期状态时，需要先去原始序列中的趋势性变化部分，否则会导致周期项提取不准确。因此，在使用滤波方法提取数据的周期状态之前，需要根据数据的特性进行一定的预处理操作：对 CPI 同比和 PPI 同比等平稳序列，去除其均值项使之零均值化，以避免对长周期分量提取的影响；对资产价格指标则先取同比，再去均值，使其具备平稳性，且取同比后其变化与经济指标同比变化更加具备可比性，对于周期研究意义更为明显。

免责声明

分析师声明

本人，林晓明、黄晓彬，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林晓明、黄晓彬本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2021 年华泰证券股份有限公司