类别

宏观策略月报

日期

2021 年 04 月 02 日

建信期货 CCB Futures

宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)
020-38909340
hezq@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)
021-60635739
huangwx@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)
021-60635731
dongb@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3054198

研究员：陈浩(量化)
021-60635726
chenhao@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3048622



疫情扩散速度再次抬头，中外地缘政治风险升温

近期研究报告

《宏观专题-全球碳中和热潮对宏观市场影响》2021.3.25

《宏观专题-新冠疫苗与新冠疫情的赛跑进入第二阶段》2021.2.5

《贵金属专题-数字货币的技术基础与价格影响因素》2021.1.27

《宏观专题-拜登政府时代的中美关系和宏观市场展望》2020.11.13

《宏观专题-例外主义视角下的中美关系演进》2020.11.3

《贵金属专题-不畏浮云遮望眼，金银又到做多时》2020.10.14

观点摘要

- 美国国债利率相对于欧洲的利差扩大，以及海外疫情反复和中外地缘政治所带来的避险需求，推动3月份美元指数偏强反弹；虽然积极财政政策叠加宽松货币政策必定会在中长期内削弱美元的实际购买力，但中短期来看套利资金和避险资金仍然为美元汇率提供支撑。由于经济增长前景和货币金融环境差异，3月份欧美股市上涨而中港股市调整，由此带来的避险需求使得中国国债收益率小幅回落。全球疫情扩散速度抬头、中国回撤货币财政刺激以及美元指数偏强运行使得3月份工业商品偏弱调整，但全球经济同步复苏预期以及中国碳中和战略为工业商品价格提供底部支撑；避险需求推动下黄金价格小幅反弹，但美元强势之下黄金价格难有出色表现。

- 展望4月份，我们认为随着全球加快新冠疫苗接种进度，全球同步复苏形势将更加明显，这将削弱美元和贵金属的避险需求；拜登政府基建基础设施计划将遭遇更大阻力，积极财政政策对美债收益率和美元刺激力度边际递减，我们判断美债收益率由快速上升阶段转为高位盘整，下半年再重新开始上涨到2.3%附近，美元指数则偏弱调整构筑双底；随着美国国内政治风险上升，拜登政府将集中精力处理国内事务，暂时无暇联合盟友打压中国，同时拜登更加强调中美合作应对气候变化，中外地缘政治风险可能暂时缓解；外部压力减轻而且经济增长前景好转的情况下，中国将更加主动处置房地产违规贷款、遏制金融系统性风险，国内货币金融环境始终处于偏紧状态。在这种情况下，我们预计4月份仍然是大宗商品占优，股票和债券难分秋色，大宗商品中看好工业商品，股市中中小盘股好于大盘蓝筹股，债券中短端好于中长端。

目录

一、三月份宏观市场回顾 ..... - 4 -
二、宏观环境评述 ..... - 4 -
2.1 疫情与疫苗的赛跑陷入僵局 ..... - 4 -
2.2 疫情反复无碍全球经济恢复 ..... - 6 -
2.3 美联储无意打压美债利率 ..... - 8 -
2.4 中国房地产调控殃及池鱼 ..... - 10 -
2.5 中外地缘政治风险升温 ..... - 11 -
三、资产市场分析 ..... - 13 -
四、中期资产配置 ..... - 15 -

一、三月份宏观市场回顾

由于新冠疫苗研发成功消息使得人们放松防疫意识，3 月份除美国外的大部分地区疫情扩散速度有所抬头，3 月 28 日全球日均新增确诊病例数较 2 月底增加 18 万，其中欧洲和亚非拉地区分别增加 7.2 万和 11.3 万；由于全球加速接种新冠疫苗，而现有数据证明新冠疫苗对疫情的确起到抑制作用，我们预计本轮疫情反复幅度相对有限，但仍然会影响到金融市场风险偏好以及部分商品的供需关系。3 月份中外地缘政治风险有所恶化，3 月 18 至 19 日中美外交高管在美国阿拉斯加会晤，会上双方剑拔弩张针锋相对火药味甚浓，中美双方根本分歧进一步呈现出来；3 月 22 日美国联合欧盟、英国和加拿大就虚假的新疆人权问题制裁中国若干个人和实体，中国第一时间强硬反击制裁美欧英加相应个人和实体；我们认为相对于美国特朗普政府，拜登政府会采取更加系统化并且联合盟友共同施压的方式应对中国崛起，但其可预测性较强因此对金融市场冲击力度较小。即使美国疫情防控情况较好并且经济恢复力度也好于欧洲同行，但美国拜登政府继续推出 1.9 万亿美元的新一轮疫情纾困法案，并且准备继续推出规模高达数万亿美元的基础设施建设计划，另一方面美联储出于就业市场远未恢复到充分就业水平的考虑承诺继续维持宽松货币政策环境，积极财政政策叠加宽松货币政策使得美国通胀预期和经济增长预期都明显改善，两者推动美国长端国债利率大幅上升。美国国债利率相对于欧洲的利差扩大，以及海外疫情反复和中外地缘政治所带来的避险需求，推动 3 月份美元指数偏强反弹；虽然积极财政政策叠加宽松货币政策必定会在中长期内削弱美元的实际购买力，但中短期来看套利资金和避险资金仍然为美元汇率提供支撑。由于经济增长前景和货币金融环境差异，3 月份欧美股市上涨而中港股市调整，由此带来的避险需求使得中国国债收益率小幅回落。全球疫情扩散速度抬头、中国回撤货币财政刺激以及美元指数偏强运行使得 3 月份工业商品偏弱调整，但全球经济同步复苏预期以及中国碳中和战略为工业商品价格提供底部支撑；避险需求推动下黄金价格小幅反弹，但美元强势之下黄金价格难有出色表现。

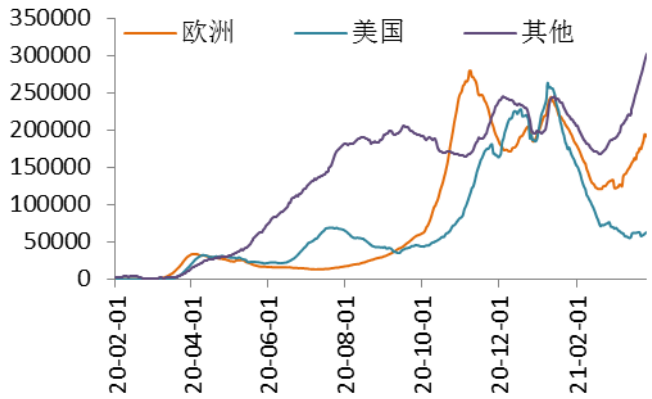
二、宏观环境评述

2.1 疫情与疫苗的赛跑陷入僵局

截至 2021 年 3 月 28 日全球累计确诊新冠病例达到 12781 万，总体感染率达到 1.64%；累计死亡病例达到 279.6 万，总体死亡率 2.19%。全球日均新增确诊病例在 1 月 11 日因北半球年底假日出行聚餐旺季而达到阶段性峰值 74.3 万，随后在强化防疫措施和加快新冠疫苗接种的帮助下快速下降到 2 月 19 日的 35.9 万，

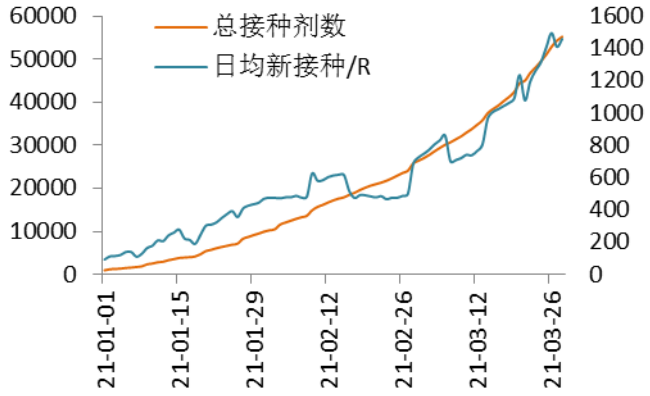
而 2 月下旬以来除美国外的其他地区疫情扩散速度均有抬头，截至 3 月 28 日全球日均新增确诊病例上升到 55.9 万，其中美国、欧洲和其他地区分别为 6.3 万、19.3 万和 30.2 万。疫情反弹较为严重的国家有巴西、印度、法国、土耳其和波兰，而法国、意大利、波兰和德国等欧洲国家也重新收紧防疫隔离措施。我们认为新冠疫苗研发成功消息使得人们倾向于放松防疫警惕，进而导致了这次疫情反弹；但随着全球加速接种疫苗，预计本次疫情反弹的空间和时间都相对有限。

图1：区域新冠疫情扩散情况



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图2：全球疫苗接种情况

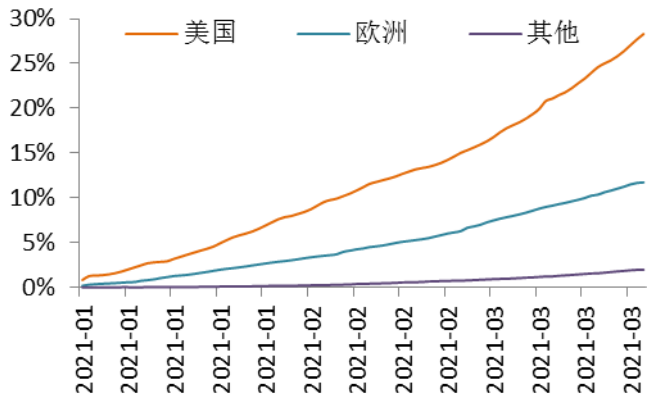


数据来源：Ourworldindata，建信期货研投中心

截至 3 月 28 日全球共接种疫苗 5.52 亿剂，日均接种疫苗达到 1458 万剂，3 月中旬以来接种疫苗速度有所加快；至少接种过一剂疫苗的人数达到 3.15 亿，占到全球总人口的 4%。但是不同经济体之间的疫苗接种进度差异还是很大的，以色列接种率（至少接种一剂疫苗的人数在总人口中占比）达到 603.%，接近集体免疫的程度，英国和美国接种率分别达到 44.4%和 28%；2 月下旬以来这三个国家都没有出现明显的疫情反复现象，说明接种新冠疫情的确可以对新冠疫情起到抑制作用。相比较而言，截至 3 月 28 日欧盟接种率才达到 10.7%，法国、德国和意大利等欧盟国家接种率都是 11%左右。这一方面是由于疫苗产能和供应问题，欧美主流新冠疫苗产家是美国的莫德纳和辉瑞以及英国的阿斯利康，美英自然在疫苗供应上享受到地主之利，欧盟整体以及成员国之间都面临疫苗可得性和公平分配问题。另一方面是由于欧盟在接种阿斯利康疫苗后曾经出现过血栓等严重副作用，欧盟多个国家一度叫停阿斯利康疫苗接种，虽然后续世卫组织和欧洲药品监督局调查认为接种阿斯利康疫苗的潜在风险小于正面收益，欧盟恢复接种新冠疫苗，但毫无疑问的是血栓事件使得欧盟民众接种疫苗的意愿下降，疫苗可得性、公平分配问题以及民众接种意愿将继续使得欧盟接种进度显著落后于美国，我们判断美欧将分别于二季度和三季度达到集体免疫程度。而对于美欧之外的广大发展中国家而言，除了中国和印度等少数几个拥有新冠疫苗研发能力的国家以外，绝大部分发展中国家现阶段只能依赖联合国疫苗分配机制来获得非常少量的疫苗，它

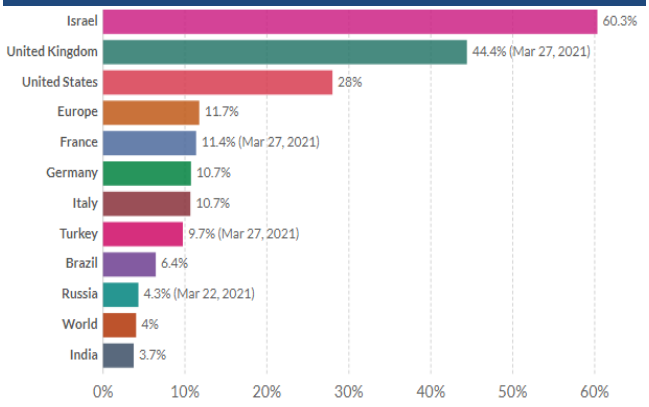
们大部分要到 2022 年才能达到集体免疫程度。

图3：区域疫苗接种情况



数据来源：Ourworldindata，建信期货研投中心

图4：部分经济体疫苗接种进度



数据来源：Ourworldindata，建信期货研投中心

总体而言，各个经济体接种疫苗进度不一使得全球新冠疫情更加分化，不依靠疫苗就能控制住疫情的中国当仁不让仍然处于第一梯队，美国和英国脱颖而出在疫苗接种进度和疫情防控上面处于第二梯队，欧盟等其他发达国家较为落后地处于第三梯队，除中国外的其他发展中国家位于第四梯队。疫情防控程度的不一自然对国家经济发展前景、逆周期调节政策以及利率汇率等基础金融变量产生重要影响。

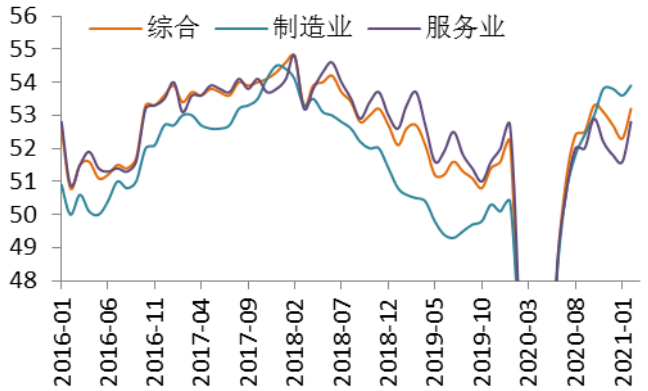
2.2 疫情反复无碍全球经济恢复

2021 年 2 月份摩根大通综合 PMI 实现自 2020 年 11 月份以来首次环比回升，1 月中旬至 2 月中旬新冠疫情扩散速度明显放缓后全球经济活动有重新加速恢复迹象。2 月份摩根大通全球制造业 PMI 录得 53.9%，实现自 2020 年 11 月份以来首次环比回升，且为 2018 年 3 月份以来的高点，其中美国、欧元区、印度和巴西的制造业 PMI 均环比回升且远高于荣枯分界线 50%，中国制造业 PMI 则是连续第 12 个月位于扩张区间，全球经济同步复苏势头进一步明确。

虽然 2 月下旬至今欧洲地区新冠疫情扩散速度明显回升，也有法国、意大利、德国等多个国家收紧防疫措施，但最新公布的 3 月份 Markit PMI 预览数据显示疫情反复暂时没有影响到实体经济，欧元区经济恢复势头在宽松货币政策和欧元汇率贬值的支撑下反而好于美国。3 月份欧元区和美国制造业 PMI 预览分别为 62.4%和 59%，欧元区制造业 PMI 是从 2020 年 11 月以来首次超越美国；3 月份欧元区和美国服务业 PMI 预览分别为 48.8%和 60%，由于服务业与疫情防控措施严松程度明显正相关，因此在服务业方面欧元区还是落后于美国；3 月份欧元区综合 PMI 上升到 52.5%，为 2020 年 8 月份以来最高值。我们认为在新冠疫苗接种和积极财政

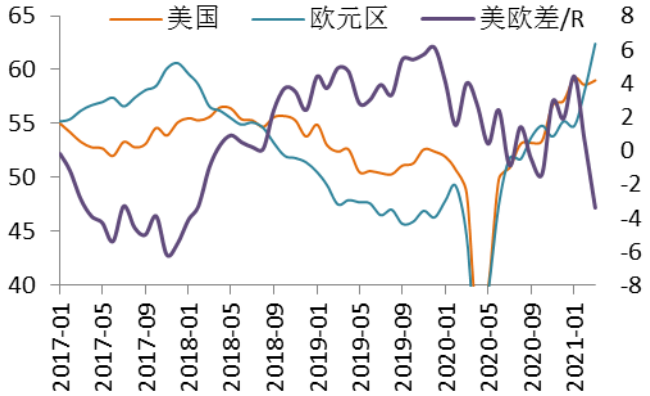
政策的刺激下，美国经济增长势头继续表现良好；但其他国家将从较低水平上加速赶上，美国相对欧洲同行的经济增长差异将会缩小，这意味着支撑美元指数强劲反弹的基本面将受到挑战；一旦美国拜登政府的基础设施建设计划受到阻碍，基本面弱化叠加市场风险偏好转变，持续了三个月的美元指数反弹就有可能告一段落。

图5：摩根大通全球PMI



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图6：美国和欧元区制造业PMI



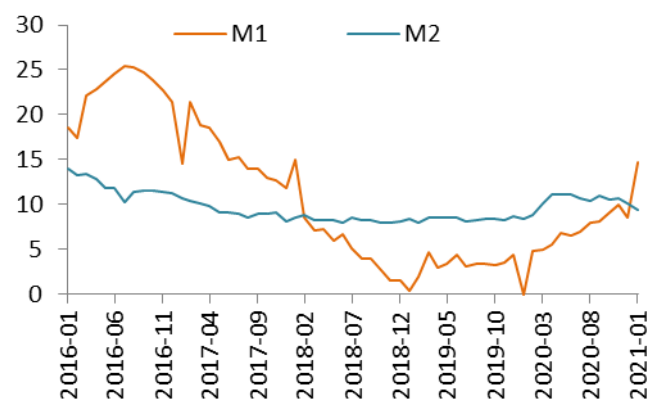
数据来源：Wind，建信期货研投中心

3月份中国制造业PMI环比上升1.3个百分点至51.9%，高于市场主流预期的51.2%。3月份制造业PMI有如下特点：一是供需两端同步回升，生产指数和新订单指数分别为53.9%和53.6%，高于上月2.0和2.1个百分点；二是进出口重返景气区间，春节过后国内市场产需加快释放，加之世界主要经济体经济继续复苏，本月新出口订单指数和进口指数分别为51.2%和51.1%，高于上月2.4和1.5个百分点；三是大中小型企业景气度均有所回升，大、中、小型企业PMI为52.7%、51.6%和50.4%，分别高于上月0.5、2.0和2.1个百分点；四是新动能引领态势良好，高技术制造业和装备制造业PMI分别为53.9%和52.9%，高于制造业总体2.0和1.0个百分点；五是价格指数升至近年高点，受国际大宗商品价格持续高位运行等影响，本月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为69.4%和59.8%，高于上月2.7和1.3个百分点。随着疫情防控成果巩固，消费需求不断释放，服务业加快恢复，3月份服务业商务活动指数为55.2%，高于上月4.4个百分点；3月份天气转暖，企业集中开工，建筑业施工进程加快，建筑业商务活动指数环比上升7.6个百分点至62.3%。

2021年2月份美国新增非农就业37.9万，远超市场预期的19.7万，1月份新增非农就业也从初值4.9万上调至16.6万。从2020年3月份到2021年2月份，新冠疫情给美国累积造成1188万就业损失（考虑到正常情况下月均新增20万非农就业），我们估计美国经济要到2023年底才能恢复到疫情前水平，这与美联储

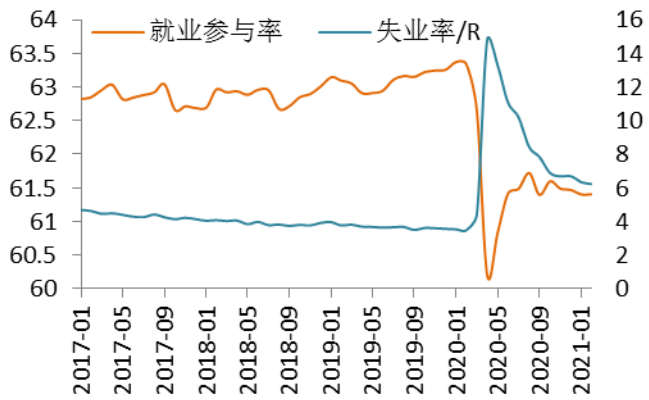
预估 2023 年前不会加息是一致的。2 月份美国商品生产业减少就业 4.8 万人，为 1 月份以来的第二次减员，这与高涨的美国制造业 PMI 就业指数相悖，警惕是短期数据质量问题还是长期隐患。2 月份美国失业率环比回落 0.1 个百分点至 6.2%，就业参与率则维持在 61.4%的较低水平。

图7：中国官方PMI



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图8：美国就业市场情况



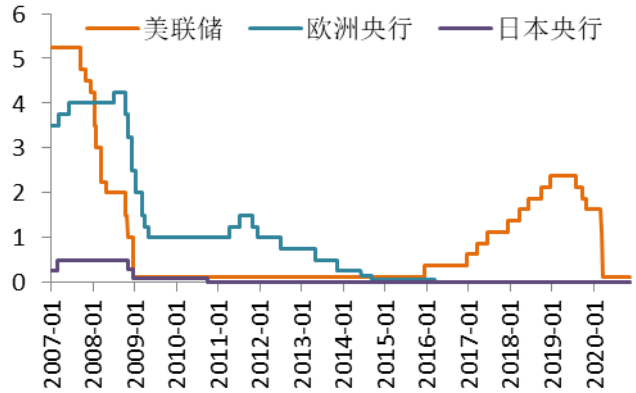
数据来源：Wind，建信期货研投中心

总体上看，虽然全球新冠疫情扩散速度有所抬头，而且中国逆周期调节政策明显回撤，但得益于欧美宽松货币政策和拜登政府积极财政政策，全球经济同步复苏格局得以延续。我们预计随着新冠疫苗接种进度的加快、新冠疫情的逐渐消退以及预防性储蓄的下降，二季度全球经济同步复苏趋势将更加明显，作为世界工厂的中国也将得益于全球经济的同步复苏，这使得逆周期调节政策回撤的同时中国经济增长的韧性增强，从基本面上利多股票和工业商品等风险资产。

2.3 美联储无意打压美债利率

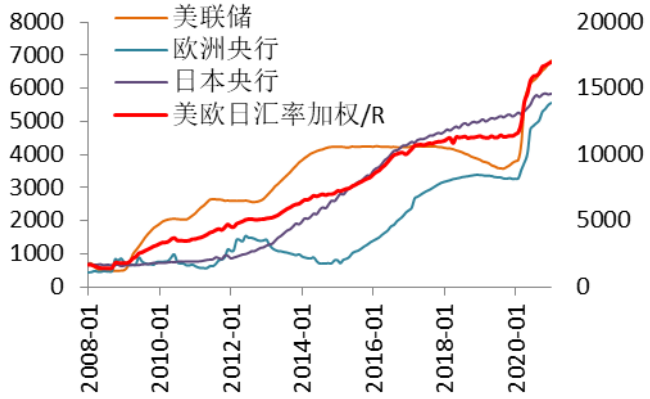
随着拜登政府新防疫措施的起效以及新冠疫苗接种进度的加快，美国新冠疫情扩散速度明显下降，日均新增确诊病例数从 2021 年 1 月 10 日的峰值 25.8 万下降至 3 月 28 日的 6.3 万，降幅达到 19.4 万且远高于全球平均水平。疫情扩散得到控制、拜登政府积极财政政策以及美联储宽松货币政策使得美国经济增长前景明显改善，2 月份美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 分别录得 60.8%和 55.3%，经济复苏速度位居欧美日前列；2 月份美国新增非农就业 37.9 万，前两个月读数也有明显向上修正。但是新冠疫情对美国造成的累计负面冲击依然十分巨大，截止 2021 年 2 月份新冠疫情累计造成美国 1127.3 万人失业(考虑到正常情况下月新增 15 万就业)，61.4%的就业参与率水平也明显低于疫情前的 63.2%；由于防控疫情的措施大部分还没有放开，因此酒店旅游航空等部门依然处于困境当中；原油以及其他大宗商品价格上涨推高通胀预期，但现实通胀依然受到限制，2 月份美国整体 CPI 和核心 CPI 同比分别增长 1.7%和 1.3%。

图9：美欧日央行政策利率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图10：美欧日央行资产规模



数据来源：Wind，建信期货研投中心

在这种情况下，3 月 17 日美联储召开年度第二次议息会议，决定维持政策利率和 QE 购买节奏不变。美联储在会议声明中强调近期经济活动和就业指标转为上升，但受疫情不利影响最严重的部门依然疲弱；当前仍在肆虐的公共卫生危机将继续拖累经济活动、就业和通胀，并对经济前景构成相当大的风险。因此美联储继续维持原有的联邦基金利率目标区间[0,0.25%]和月度购债步伐(每月 1200 亿美元，包括 800 亿美元的国债和 400 亿美元的 MBS)不变。此外美联储主席鲍威尔在议息会议后的新闻发布会上强调三点：1、鲍威尔认为美国经济前景仍存在不确定性，现在还没到讨论削减 QE 的时候，削减 QE 前会与市场充分沟通。2、由于疫情冲击供应收缩而财政刺激需求扩张，今年通胀有上行压力，但美联储不会因为通胀短期超过 2%就匆忙收紧货币政策；货币政策变动要看到就业市场是否有重大改善，包括失业率下降和就业参与率上升。3、鲍威尔暗示除非金融条件显著恶化或者资产价格无序调整，美联储不会贸然干预美债市场；这意味着在美国经济复苏通胀压力上升的背景下，美联储采取扭去操作 OT 或者收益率曲线控制 YCC 的可能性不大；即使美联储认为美债利率上升过快，也是会首先通过口头干预而非直接实施干预行为。

与 2020 年 12 月议息会议相比，美联储在是次会议当中，将 2021 年实际 GDP 增速由 4.2%上调至 6.5%，2022 年预期继续也有所上调但 2023 年预期小幅下调；2021 年底失业率由 5%上调至 4.5%，PCE 通胀率和 PCE 核心通胀率分别由 1.8%上调至 2.4%和 2.2%。总体上看美联储预期在现有货币政策支持下，叠加拜登政府新推出的财政刺激政策，以及新冠疫苗接种的正面影响，2021 年美国经济增长和通货膨胀都会加速；但美联储对 2022 年以后的增长通胀较为保守。在利率点阵图中美联储预期 2023 年前都不会加息，但与 2020 年 12 月会议相比较，认为应该在 2022 年至少加息一次的与会联储官员从 1 人增加到 4 人，认为在 2023 年至少加息一次的与会联储官员从 5 人增加到 7 人。由此可见虽然赞成静观其变的官员还

是占大多数，但随着经济增长前景的改善有越来越多的官员赞成提前加息，到下半年赞成提前加息的官员数目可能多于赞成静观其变的官员数目（18 人参与投票，只需 3 个人转变立场即可）。

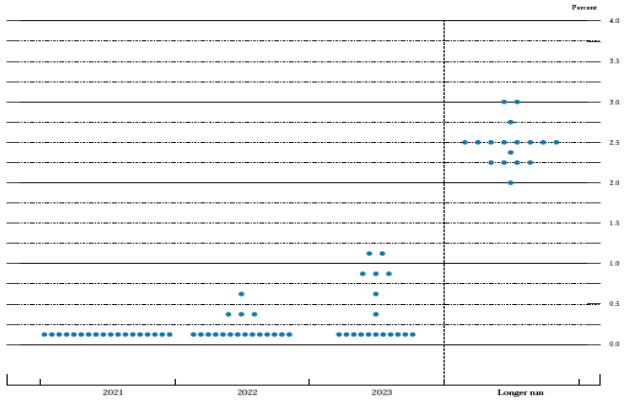
图11：美联储预测材料

Percent

Variable	Median[1]				Central Tendency[2]		
	2021	2022	2023	Longer run	2021	2022	2023
Change in real GDP	6.5	3.3	2.2	1.8	5.8–6.6	3.0–3.8	2.0–2.5
December projection	4.2	3.2	2.4	1.8	3.7–5.0	3.0–3.5	2.2–2.7
Unemployment rate	4.5	3.9	3.5	4.0	4.2–4.7	3.6–4.0	3.2–3.8
December projection	5.0	4.2	3.7	4.1	4.7–5.4	3.8–4.6	3.5–4.3
PCE inflation	2.4	2.0	2.1	2.0	2.2–2.4	1.8–2.1	2.0–2.2
December projection	1.8	1.9	2.0	2.0	1.7–1.9	1.8–2.0	1.9–2.1
Core PCE inflation[4]	2.2	2.0	2.1		2.0–2.3	1.9–2.1	2.0–2.2
December projection	1.8	1.9	2.0		1.7–1.8	1.8–2.0	1.9–2.1
Memo: Projected appropriate policy path							
Federal funds rate	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1–0.4	0.1–0.9
December projection	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1–0.4

数据来源：Wind，建信期货研投中心

图12：美联储点阵图



数据来源：Wind，建信期货研投中心

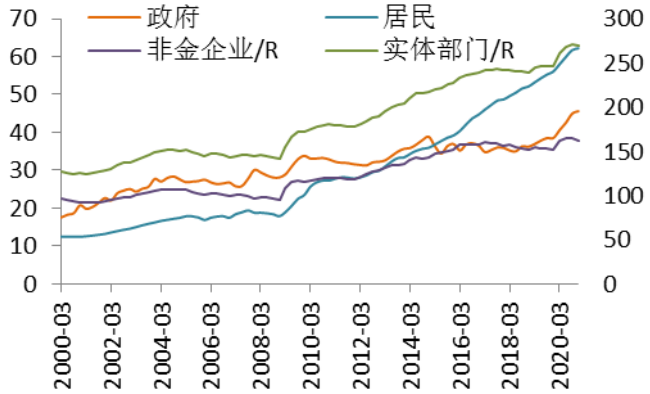
总体上看，美联储吸收后金融危机时期过早过快收紧货币政策的教训，在 2020 年制定了新的货币政策框架，在考虑收紧货币政策时更多考虑到对就业市场的支撑，而不过多担忧通货膨胀的短期上升。因此虽然随着美国接种新冠疫苗的顺利推进和新冠疫情的快速消退，美国经济在拜登政府积极财政政策和美联储现有宽松货币政策的支撑下快速恢复，但由于累积失业人数依然高达千万以及通货膨胀不会持久上升，我们预计美联储在通胀压力之下将保持定力。但这样很可能使得 2021 年美国经济增长和通货膨胀超预期回升，那么美联储就有可能在下半年开始讨论边际收紧货币政策，届时美国短端国债利率也将开始上升，对金融资产的估值压力测试进入第二阶段。

2.4 中国房地产调控殃及池鱼

2020 年 4 月份以来，由于全球央行和政府实施了积极财政政策和宽松货币政策以应对新冠疫情对经济生活的冲击，而防范新冠疫情所必须的大封锁使得供应普遍收缩，因此总供给小于总需求引发严重的通胀预期，供需矛盾最严重的中国大城市房价开始显著回升，宽松货币金融环境下的房价上升进一步引发房地产投资与房价上涨的正反馈。2020 年居民部门债务杠杆率上升 6.1 个百分点至 62.2%，年度上升幅度为历史最高；2021 年 2 月份一线城市房价同比增长 10.8%，为 2017 年 8 月份以来最高值。房价的不理性上涨既增加中国制造生产成本和居民生活成本，又加大金融系统性风险，因此在经济生活常态化后监管层开始收紧房地产调控政策，先后出台政策收紧供需两端的融资可得性（房地产贷款集中度管理、房企融资三道红线）。

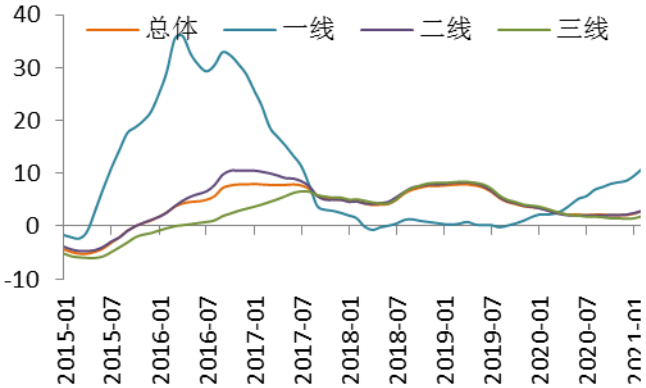
但是由于整体货币金融环境依然偏宽松，通胀预期之下投资者继续追捧核心地段房地产，2021 年一季度十大城市房地产成交面积相比 2019 年同期增长 54%；由于房贷利率较高而且违约率较低，商业银行从自身利润出发也倾向于发放房贷，在房贷额度收紧后投资者继续申请期限更短但利率更低的无抵押经营贷去购房，这样进一步加大了金融系统性风险。2021 年初北京上海深圳等热点城市开始查处经营贷，3 月 26 日银保监会、住建部和中国央行联合发布《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》，从加强借款人资质核查、加强信贷需求审核、加强贷款期限管理、加强贷款抵押物管理、加强贷中贷后管理、加强银行内部管理等方面，督促银行业金融机构进一步强化审慎合规经营，严防经营用途贷款违规流入房地产领域，同时联合开展一次经营用途贷款违规流入房地产问题专项排查。

图13：中国分部门债务杠杆率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图14：中国房价同比增速



数据来源：Wind，建信期货研投中心

我们认为从支持实体经济发展角度出发，监管层还是想尽量不收紧全局性货币政策，而通过窗口指导加强监管的方式抑制房地产市场；但在整体货币金融环境偏宽松而通胀预期的确偏强的背景下，查处经营贷的结果并不能抑制房地产市场，反而是殃及股票市场（因为房地产投资者无法短时间内抛售流动性非常低的房地产，只能抛售流动性更高的股票资产去偿还经营贷），只有债券市场获益（因为股票市场调整所带来的避险需求）。最后在实体通胀压力进一步上升的时候央行将不得不收紧全局性货币政策，届时债券市场利率陡然上升将使得金融市场出现股债双杀现象。

2.5 中外地缘政治风险升温

美国拜登政府上台后市场对中美关系改善存在一定程度上的期待，因为拜登长期在美国政坛活动，其行为比特朗普更有可预测性，并且拜登在竞选总统过程中也曾表示会在气候变化和新冠疫苗等国际课题上与中国合作。然而拜登更加怀念美国独霸世界的昔日荣光，遏制中国崛起是其外交思想的重中之重。拜登不像

特朗普那样对中国死缠烂打，而是先以经济军事实力拉拢西方盟友，而后捏造人权问题联合盟友施压中国，以最终达到将中国排除在其朋友圈之外、削弱中国经济中长期发展潜力、继续充当世界独一霸主的企图。

3 月 18 至 19 日中美外交高官在美国阿拉斯加会晤，双方在开场白阶段就针锋相对，整个会晤期间充满火药味，最后结果可想而知。3 月 22 日美国、欧盟、英国与加拿大以新疆问题为由对中国官员实施制裁，这是美国拜登政府上任以来西方国家首度针对北京采取这类协同行动；北京方面随即反击，对欧盟、英国、加拿大和美国采取惩罚性措施，制裁对象包括议会议员、外交官、机构与相关家属，并禁止他们所在的企业同中国进行贸易往来。之后欧洲议会取消了讨论中欧投资协议的会议，欧洲议会的第二大团体中左翼社会党和民主党表示中国解除制裁是就中欧全面投资协定进行谈判的条件；对此中国外交部发言人表示欧方不能指望一方面讲合作获取实际利益，一方面搞制裁并损害中方权益，这没有道理也根本行不通。

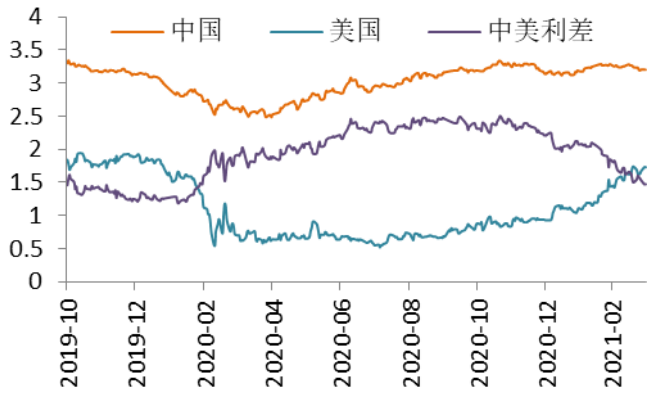
3 月 24 日美国国务卿布林肯和欧盟执委会副主席暨外交及安全政策高级代表博雷利发表声明称，美国和欧盟同意重启有关中国问题的双边对话，并将共同应对俄罗斯的挑战行为，这意味着美国和欧洲将在联手对抗中国的错误道路上越走越远。同一日美国证券交易委员会 SEC 发表声明称，如果外国公司不遵守美国的审计标准，将被从美国证券交易所退市；新规还要求公司向美国证券交易委员会证明，它们并非由外国政府的实体拥有或控制，并列出董事会成员中的 CCP 官员。3 月 25 日拜登在任职总统以来首场记者会上就中美关系明确表示，美国不寻求与中国对抗，但必然会与中国开展激烈竞争，他将在任期内阻止中国超过美国；为了确保美国的领先优势，他将加大对美国基础设施和科研领域的投资，并寻求与盟友在地区问题上向中国施压。中美高层会晤前后，美国国务卿布林肯频频出访欧洲日本，而中国也加强和俄罗斯伊朗土耳其的联系。

相比于特朗普政府单打独斗四处树敌、杀敌一千自损八百的做法，拜登政府结合内在修炼和外部连横的做法对中国威胁更大。这意味着中国面临一个更强大的美国、以及由一个更强大的美国领导的联盟的制衡；而且美国还可以凭借全球储备货币的优势，通过美债利率上升和美元汇率升值来借助全世界的力量。当然中国经济四十年快速发展也积累了丰厚家底，中国的政治体制意味着中国的内在动员能力也优于美国，因此目前谈论中美胜负为时尚早。3 月 25 日美国前国务卿基辛格在伦敦查塔姆社(Chatham House)的一项活动中表示，最终的问题是美国及其西方盟友能否与中国就全球新秩序达成谅解，如果西方国家不能就这一点与中国达成谅解，世界将进入犹如第一次世界大战前的危险时期。

三、资产市场分析

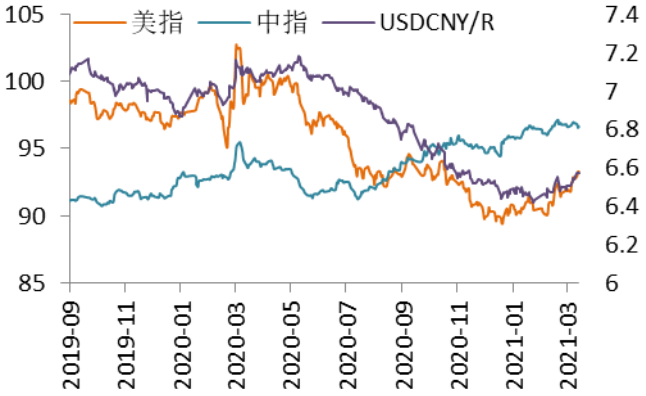
由于中国央行收紧货币流动性、查处违规贷款流入房地产以抑制金融市场杠杆水平并化解金融系统性风险，3 月份中国短端国债利率区间内窄幅震荡；而由于紧缩政策对经济增长前景的抑制、中国股市大幅调整所带来的避险需求以及年初机构的配置需求，长端国债利率有较为明显的回落，国债曲线期限利差有所收窄。但未来一段时间，中国经济增长动能将重新增强，经济增长、PPI 上升压力以及利率债发行将使得长端利率承受下行压力，国债期限利差重新扩张，直到央行真正开始紧缩，国债收益率开始最后一段熊平过程。3 月份美国 10 年期国债利率上升 29BP 至 1.73%，美国经济复苏势头依然良好，但由于利差因素会刺激跨境套利资金，国债利率大幅上升之后配置力量也会有所增强，美国新的财政刺激方案大概率要到下半年才能正式落地，我们判断美债收益率快速上升阶段告一段落而转为区间震荡，波动区间小幅上移；但到下半年美国新的财政刺激方案出台，美联储也将在经济恢复和通胀压力之下开始讨论缩减 QE，届时美国国债曲线也会出现熊平走势。

图15：中美国债利率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图16：美元和人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

2021 年 1 月份以来美元指数在 89 附近探底回升小幅反弹，美欧疫情防控差异以及美国拜登政府的积极财政政策，使得美国经济基本面好于欧洲同行，利差因素驱动跨境套利资金，为美元汇率提供基本面支撑。目前美欧国债利差已经回复到疫情前水平，在宽松货币金融环境和欧元贬值的支撑下目前欧洲经济恢复势头有赶超美国之势，而且美国新的财政刺激计划至少要到下半年才能落地，二季度全球经济同步复苏将削弱美元的避险需求，因此我们判断二季度美元汇率很可能偏弱震荡形成双底，这段时间内全球金融市场也得以迎来一个难得的投资机会窗口。人民币兑美元汇率大致跟随美元指数反向波动，但在上周中外地缘政治风险恶化后，人民币汇率指数小幅走软，这种情况与 2018 年较为相似。

由于监管当局收紧货币流动性并严查违规信贷流入房地产市场，欧美国债收益率上升对全球高估值金融资产的打击影响到基金抱团股和中小型科技股，中外地缘政治恶化打击投资者情绪，中国农历新年过后股市跌跌不休；但在大部分股票都经过一轮调整后，在中国经济增长前景没有根本性转弱、央行货币政策基调维持中性偏紧的情景下，中国股市不具备进入全面性熊市的条件。目前大盘蓝筹股已经具备投资价值，但是由于缺乏新增资金推动，料反弹空间相对有限；但只要大盘蓝筹股不持续下跌，那么利润改善弹性更大的中小型股票在央行实质性收紧货币政策之前就可能迎来一次机会。由于欧美经济增长前景持续改善，而央行依然承诺宽松货币政策环境，因此3月份欧美股市偏强震荡，基本上消化掉美债利率上升的影响，我们预计欧美股市偏强运行的格局可延续到二季度。

图17：中美欧股票指数(2019年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图18：国际重点商品(2019年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研投中心

由于近期欧洲和新兴经济体疫情有所反复，中国逆周期调节政策回撤使得国内经济增长势头放缓，美元指数持续偏强运行，以及中美地缘政治风险上升抑制投资者风险偏好，3月份商品价格大多偏弱调整。具体而言，由于2月下旬以来中美以外的全球大部分地区新冠疫情扩散速度有所抬头并且欧洲多个国家重新收紧防疫措施，全球原油需求的恢复将弱于市场预期，WTI原油主力一度下跌至57美元/桶附近；但苏伊士堵塞消息提振油价，同时市场也寄望于欧佩克在全球新冠疫情反复的情况下继续延长减产协定，因此3月下旬油价反弹至60美元/桶附近。中外地缘政治风险恶化以及中国国内需求旺季迟迟没有启动打击铜价，3月份LME铜价下跌2.8%，谨防供应端松动预期对铜价的影响。欧洲和亚非拉地区新冠疫情反复为贵金属增添部分避险需求，但在美债利率飙升和美元汇率强势的压制下，贵金属整体依然偏弱震荡，反而是工业属性较强的白银跟随其他工业金属而出现较大跌幅。

四、中期资产配置

拜登政府积极财政政策、欧洲和亚非拉疫情反复、中国整顿房地产违规贷款以及中外地缘政治风险是3月份影响全球金融市场的主要事件，美债收益率飙升以及美元指数反弹对美国以外的金融市场施加估值压力。展望4月份，我们认为随着全球加快新冠疫苗接种进度，全球同步复苏形势将更加明显，这将削弱美元和贵金属的避险需求；拜登政府基建基础设施计划将遭遇更大阻力，积极财政政策对美债收益率和美元刺激力度边际递减，我们判断美债收益率由快速上升阶段转为高位盘整，下半年再重新开始上涨到2.3%附近，美元指数则偏弱调整构筑双底；随着美国国内政治风险上升，拜登政府将集中精力处理国内事务，暂时无暇联合盟友打压中国，同时拜登更加强调中美合作应对气候变化，中外地缘政治风险可能暂时缓解；外部压力减轻而且经济增长前景好转的情况下，中国将更加主动处置房地产违规贷款、遏制金融系统性风险，国内货币金融环境始终处于偏紧状态。在这种情况下，我们预计4月份仍然是大宗商品占优，股票和债券难分秋色，大宗商品中看好工业商品，股市中中小盘股好于大盘蓝筹股，债券中短端好于中长端。

表1：资产配置建议

大类	细分	中长期	中短期	影响因素
货币	货币	15%	标配15%	全球经济同步复苏，通胀预期上升，中国央行已经边际收紧货币流动性；
债券	利率债	30%	低配25%	从全年角度看中长期利率债已经具备配置价值，中短期看在全球经济同步复苏预期下国债收益率仍有上升空间；
	信用债	30%	超配35%	全球经济同步复苏有利于改善信用债基本面，但中国打破刚兑的努力将增加信用债择券难度；
股票	蓝筹股	10%	低配7.5%	大幅调整后蓝筹股估值水平回到合理区间，4月或有小幅反弹机会；
	中小股	5%	标配5%	经济增长利润改善背景下，抱团股松动有利于收益弹性更大的中小盘股；
商品	黄金	5%	低配2.5%	新冠疫情逐渐平息，美债实际利率趋于上升，宏观基本面不利于贵金属；
	原油	5%	超配10%	全球经济恢复以及OPEC+减产推动原油市场从供过于求向供求平衡转变，原油中期上涨趋势不变；
主要事件和风险				新冠疫情发展，逆周期调节政策；

数据来源：Wind，建信期货研究中心

【建信期货研投中心】

宏观金融研究团队 020-38909340　　**有色金属研究团队** 021-60635734　　**黑色金属研究团队** 021-60635736

石油化工研究团队 021-60635738　　**农业产品研究团队** 021-60635732　　**量化策略研究团队** 021-60635726

免责申明：本报告谨提供给建信期货有限责任公司（以下简称本公司）的特定客户及其他专业人士。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，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。

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“建信期货研投中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部
地址：上海市浦东新区银城路 99 号(建行大厦)5 楼
电话：021-60635548　邮编：200120

深圳分公司
地址：深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 B3211
电话：0755-83382269　邮编：518038

山东分公司
地址：济南市历下区龙奥北路 168 号综合营业楼 1833-1837 室
电话：0531-81752761　邮编：250014

上海浦电路营业部
地址：上海市浦电路 438 号 1306 室(电梯 16 层 F 单元)
电话：021-62528592　邮编：200122

杭州营业部
地址：杭州市下城区新华路 6 号 224 室、225 室、227 室
电话：0571-87777081　邮编：310003

福清营业部
地址：福清市音西街福清万达广场 A1 号楼 21 层 2105、2106 室
电话：0591-86006777/86005193　邮编：350300

郑州营业部
地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2008A
电话：0371-65613455　邮编：450008

宁波营业部
地址：浙江省宁波市鄞州区宝华街 255 号 0874、0876 室
电话：0574-83062932　邮编：315000

总部专业机构投资者事业部
地址：上海市浦东新区银城路 99 号(建行大厦)6 楼
电话：021-60636327　邮编：200120

西北分公司
地址：西安市高新区高新路 42 号金融大厦建行 1801 室
电话：029-88455275　邮编：710075

北京营业部
地址：北京市宣武门西大街 28 号大成广场 7 门 501 室
电话：010-83120360　邮编：100031

上海杨树浦路营业部
地址：上海市虹口杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 811 室
电话：021- 63097527　邮编：200082

广州营业部
地址：广州市天河区天河北路 233 号中信广场 3316 室
电话：020-38909805　邮编：510620

泉州营业部
地址：泉州市丰泽区丰泽街 608 号建行大厦 14 层 CB 座
电话：0595-24669988　邮编：362000

厦门营业部
地址：厦门市思明区鹭江道 98 号建行大厦 2908
电话：0592-3248888　邮编：361000

【建信期货联系方式】

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼
邮编：200120　　全国客服电话：400-90-95533
邮箱：service@ccbfutures.com　　网址：http://www.ccbfutures.com