方正中期期货
FOUNDER CIFCO FUTURES

全球宏观经济季报

疫情进展与政策应对 美欧经济复苏分化

作者：宏观经济组 李彦森 史家亮

执业编号：F3057750（从业） Z0016243（投资咨询）

联系方式：010-68578820 /shijialiang@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2021年4月5日星期一

摘要：

2021 年以来，全球疫情好转趋势明显，当然欧洲三次疫情和变异毒株影响市场情绪和需求预期，但是不改变好转趋势；随着疫苗接种的加速，叠加天气转暖利于疫情的防控，疫情好转趋势更加明显，预计在下半年则会进入尾声，当然疫苗在发达国家和发展中国家的分配不均问题是后期的一大风险点。

疫苗广泛接种有效缓解疫情形势后，欧美日等经济体经济将会进入强劲复苏期；2021 年全球经济将会强势复苏，因为疫情扰动和政策应对，美欧经济复苏的步伐和幅度差距愈发明显。另外，疫情影响与政策应对的大环境下，疫情新常态下亦面临诸多的新风险点，如疫苗安全风险和分配不均问题、主权债务危机风险、通胀风险等。

疫情冲击，政策应对以及经济强劲复苏大环境下，资产配置机会依然较为明显。美债收益率和美元指数仍有上涨空间；CRB 大宗商品指数短期回落不改上半年强势趋势，二季度仍有上涨空间；避险和抗通胀黄金短期回落正是二季度逢低配置的机会；将会逐步从供给主导转向需求主导，二季度布伦特原油仍有测试 70 美元关口的较大可能；有色板块已经处于高位，但是宏观和供需共振下，有色金属板块仍有上涨的空间。

综上，2021 年二季度，疫情对全球金融经济的影响继续减弱，局部疫情风险影响相对有限；美欧等主要经济体均进入强劲复苏期，二季度维持宽松的经济政策不变。对于金融和商品市场而言，宏观和供需共振下，大宗商品及美欧股市等风险资产仍有上涨空间，抗通胀资产亦维持逢低做多思路，谨慎做空，债券资产暂时仍不建议配置。二季度末，商品市场将会迎来回调，债券市场配置价格显现，故二季度中下开始减少商品资产配置，增加债券资产配置。当然，经济恢复和资产配置转折点可能会因预期走完而提前出现，可能会提前到二季度中期。

更多精彩内容请关注方正中期官方微信

请务必阅读最后重要事项

目 录

第一部分 欧洲疫情有反弹迹象 宽松政策二季度将会持续 3
一、 欧洲疫情再度反弹 疫苗接种依然为关注焦点 3
二、 美欧宽松经济政策持续 下半年将迎来转向 6
三、 CRB 商品指数大幅上涨后 迎来震荡调整期 9
四、 美元指数持续反弹 年内将会继续上涨 13
第二部分 美欧经济间比较优势会更加明显 16
一、 欧美 Q1 经济趋缓 Q2 则会达到年内峰值 16
二、 2021 年仍有诸风险点需警惕 19
三、 美债收益率持续上涨 后市仍将持续上涨 22
第三部分 疫苗接种速度加快 美国经济强势复苏 26
一、 美国二季度 GDP 同比将会达到年内峰值 27
二、 美联储重申政策宽松立场 2021 年上半年货币政策稳定为主 29
第四部分 欧洲三次疫情抬头 经济复苏劣势更加明显 32
一、 欧洲二、三次疫情持续冲击经济 32
二、 疫情拖累法德经济表现 疫情过后将会迎来强劲复苏 33
三、 欧元区二、三次疫情冲击 经济二次探底难以避免 34
四、 欧洲央行虽决定加快购债速度 但无意扩大刺激规模 35
五、 英国经济一季度大幅回落 然可以避免双底衰退 36
第五部分 日本经济连续增长 日本央行则维持宽松政策 40
一、 日本经济连续两个季度增长 40
二、 日本企业活动持续低迷 经济复苏动力不足 42
三、 日本将会维持宽松政策不变 43
第六部分 疫苗接种决定修复进展 新兴市场经济复苏程度有限 46
第七部分 全球宏观综合展望及资产配置分析 48
一、 全球宏观经济综合展望 48
二、 2021 年二季度资产配置分析 49

第一部分 欧洲疫情有反弹迹象 宽松政策二季度将会持续

一、 欧洲疫情再度反弹 疫苗接种依然为关注焦点

2020 年以来，新冠肺炎疫情成为全球最核心的系统性风险，经济、贸易、金融甚至是政治等各领域均受到不同程度的冲击，疫情风险的消退对于经贸金融和政治等各领域的修复和稳步上涨至关重要，而当前影响仍未结束。从全球新增确诊和累计确诊趋势图分析，全球疫情拐点已过，好转趋势非常明显，然 3 月以来，欧洲疫情出现反弹的明显迹象，特别是阿斯利康疫苗安全危机以来，欧洲三次疫情愈发严重，德法等主要经济体均采取新一轮的管控措施；美国疫苗接种速度快于预期，新增确诊病例大幅下降，但是下降速度在放缓。截止到 3 月底海外确诊病例突破 1.3 亿例，累计死亡接近 290 万。美国确诊病例接近 3200 万，死亡突破 56 万；欧洲累积确诊病例突破 4000 万，死亡突破 91 万。

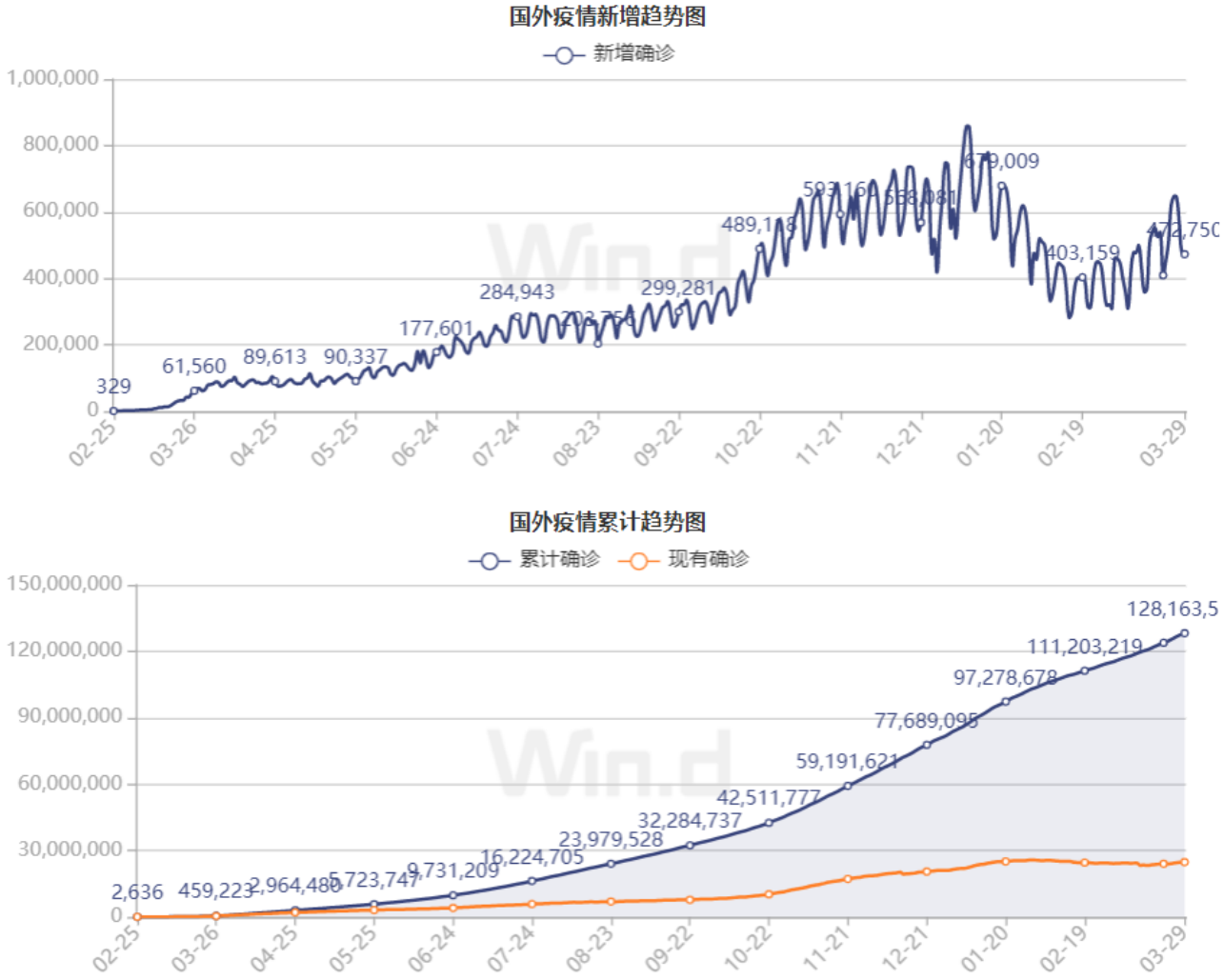

图 1 海外疫情趋势走势图

数据来源：Wind、方正中期研究院

当前，虽然欧洲疫情再度恶化，但是全球疫情好转趋势依然；全球主要经济体新增确诊病例均大幅下降，随着疫苗的接种，进一步下降的趋势非常明显，巴西、印度等新兴市场疫情好转趋势则不明显，主要是其疫苗接种进展缓慢，国内二次疫情风险依然存在，特别是需要防输入性疫情风险。欧洲三次疫情恶化，再度引发德法等主要经济体新一轮的严格社交管控，但是疫情的影响相对有限，失控的可能性小。2021 年二三季度，随着疫苗接种速度的加快和接种人数的增加，叠加天气转暖利于疫情的防控，疫情好转趋势将会更加明显，疫情在下半年则会进入尾声，在 2022 年上半年则会基本结束，历时两年的新冠肺炎疫情亦将会过去。当然疫情

的好转趋势度，与疫苗的接种和分配等问题密切相关，疫苗的广泛接种（群体免疫）是新冠肺炎疫情进入尾声的关键。

当前，疫苗的接种进展为关注的重点，2021 年以来，中国、美国、英国等主要经济体继续加大疫苗接种速度，其中中国和美国接种的人数最多，美国疫苗接种已经接近 15000 万，中国疫苗接种已经突破 10000 万，其次为英国和德国等国接种人数相对较多。从接种比例来看，以色列和阿拉伯联合酋长国的接种比例最高，以色列的接种比例接近 120%，已经完成全民接种第一剂疫苗，当接种比例接近 200%时即完成群体免疫，阿拉伯联合酋长国的接种比例亦达到 80%以上，中国和美国因为人口基数问题使得接种比例偏低。随着疫苗的量产和加大接种，不论是接种人数还是接种比例均出持续的大幅上涨。这有利于经济的渐进复苏。

全球疫苗接种进度TOP10

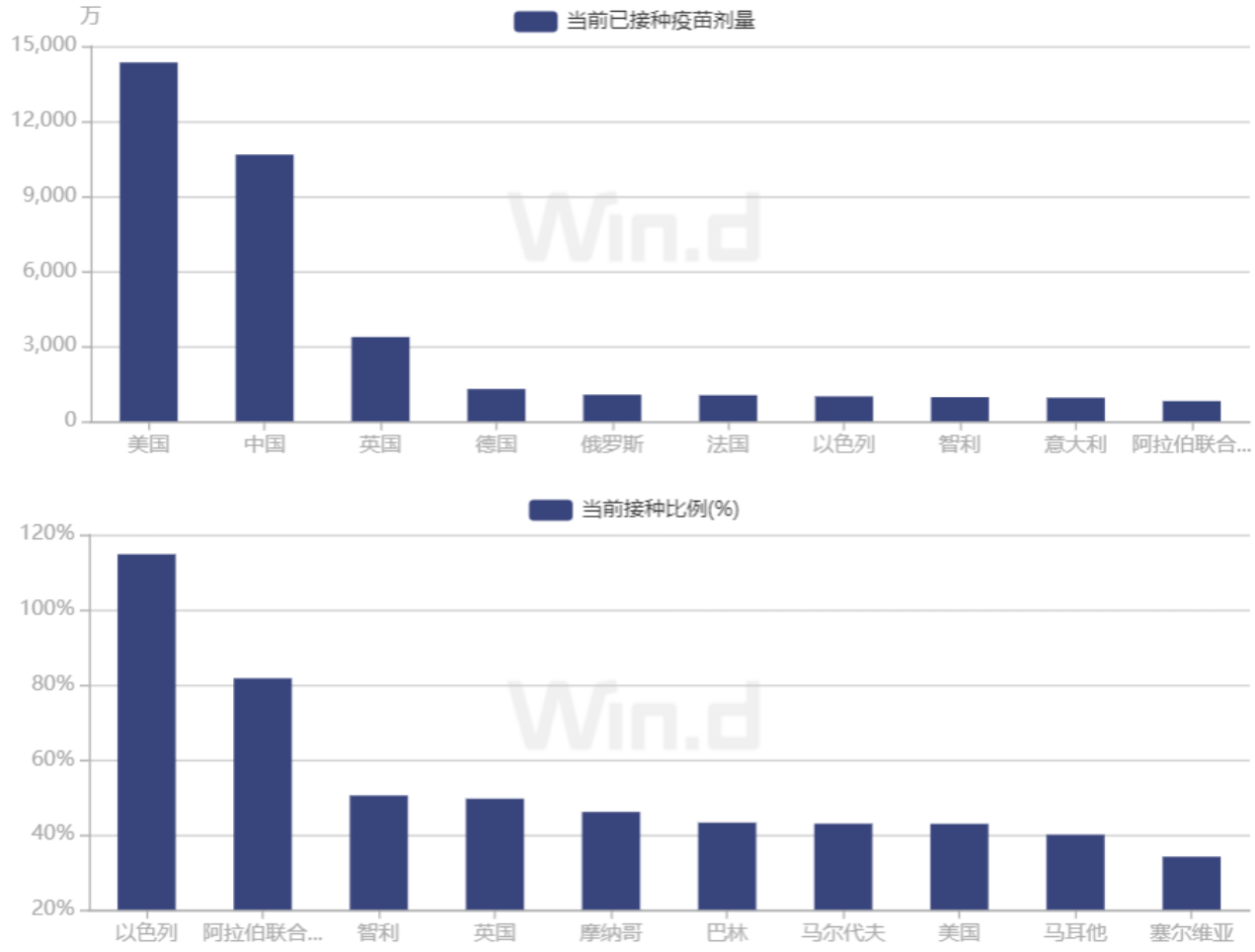

图 2 全球疫苗接种进度

数据来源：Wind、方正中期研究院

当前存在的一个比较大的风险点是疫苗分配不均的问题。美国、英国和加拿大等主要发达国家因为其权利和经济实力获得足够多的疫苗购买权和疫苗购买量，而印度、巴西、秘鲁和南非等主要发展中国家因为经济实力和政治话语权的偏弱，无法获得足够的疫苗购买权和疫苗购买量，故发展中国家的疫苗接种进展远远落后于发达国家，这对于全球疫情的整体防控是不利的。美英等发达国家疫情因为疫苗接种而出现明显好转，大多数发展中国家疫情则因为疫苗接种进展缓慢而依然严重，这种疫苗分配失调和疫情控制失衡情况下，疫情风险的消退速度将会大打折扣。另外，美英等发达国家疫情好转，大宗商品的全球有效需求上升，而作为主要资源国的发展中国家疫情依然严重，大宗商品的供给端恢复偏慢，如此，大宗商品的全球供需矛盾会进一步的加剧，商品市场矛盾愈发严重将会进一步造成大宗商品价格的扭曲。

二、 美欧宽松经济政策持续 下半年将迎来转向

疫情冲击下，市场恐慌情绪引发全市场的抛售，严格的社交管控措施使得经济和贸易活动陷入半停滞状态，2020 年全球经济深度衰退中。欧美日等央行迅速推出超宽松的货币政策，以避免金融和商品市场出现更大的危机，避免流动性危机发展为金融危机，更是降低经济危机的程度；主要经济体政府亦采取积极的财政刺激措施，从需求侧调控经济，降低经济危机的影响；各主要经济体在 2020 年下半年进入渐进复苏阶段，其复苏进展与本国疫情防控和相关政策密切相关。

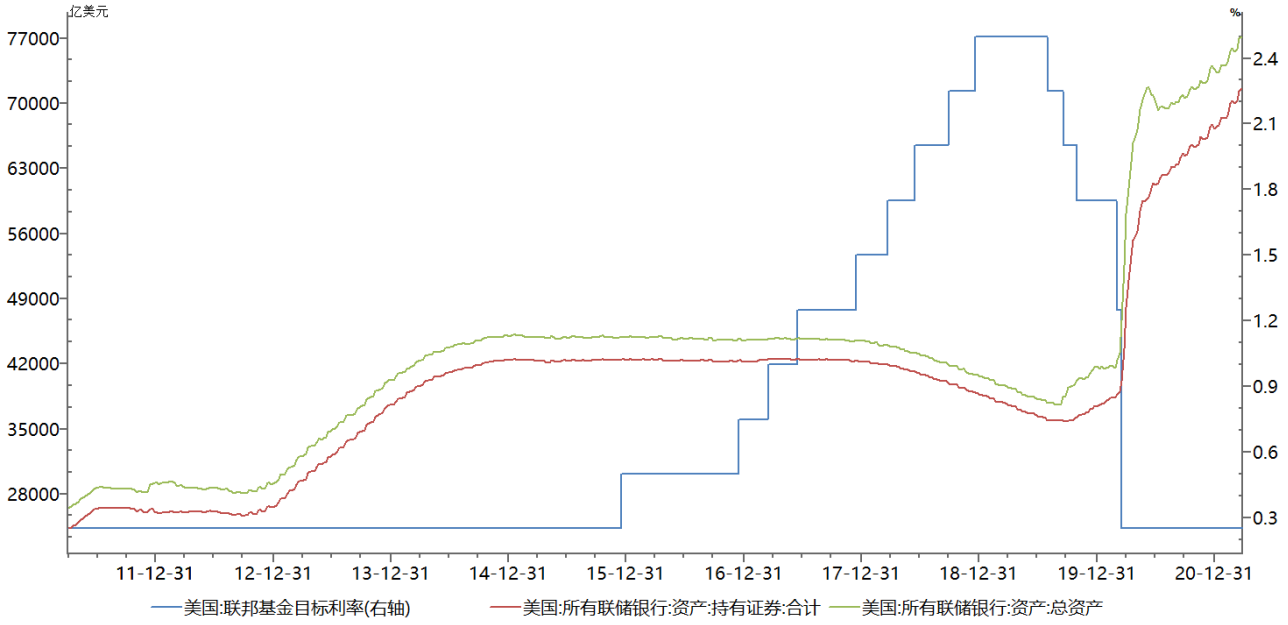

图 3 美联储超宽松货币政策分析图

数据来源：Wind、方正中期研究院

因疫情、体制和政策目标不同，美欧 2021 年经济政策将会出现分化。无论是从美联储议息会议来看，还是从美联储官员讲话，亦是从美国经济情况分析，美联储的货币政策以稳为主，超低利率保持不变，量化宽松政策相对稳定；但是美联储官员的讲话则出现较大的变化，已经从鸽派基调逐步转向鹰派基调，特别是鲍威尔的讲话，鹰派转向特别明显。拜登入主白宫并且民主党控制国会两院，新一轮的 1.9 万亿规模财政政策刺激措施落地，而美联储虽然没有跟进加大购债规模为其提供资金，但是维持当前购债规模稳定的可能性大；财政纾困法案通过后，拜登则再次推出新基建计划，需要重点关注新基建计划的规模和方向；整体而言，基于疫情防控、经济继续复苏和财政政策需求，超宽松的货币政策在二季度不变。三季度，随着疫苗接种速度的加快带来群体免疫的实现，疫情风险的消退和美国经济的繁荣表现，叠加美国宽松的财政政策的退出，美联储将会开始讨论缩减购债规模，即释放缩减购债规模的信号。美联储官员方面，美联储官员亦会在鹰派转向的路上越走越远。利率方面，美国经济相对于欧洲等其他经

济体的比较优势愈发明显，美国经济亦逐步进入繁荣期，叠加金融危机后的加息路径参考，我们预计美联储将会在 2022 年开始加息，2022 年加息一次，2023 年则会加快加息步伐。

疫情冲击下的欧洲央行，在流动性陷阱困境下没有进一步的降息，而是采取一篮子量化宽松政策。3 月议息会议，欧洲央行表示将继续在紧急抗疫购债计划(PEPP)下进行净资产购买，总规模为 1.85 万亿欧元，至少到 2022 年 3 月底；基于对融资条件和通胀前景的联合评估，欧洲央行预计下一季度购买 PEPP 的速度将显著高于今年头几个月，将继续通过其再融资操作提供充足的流动性，二季度的购买力将大幅提高。欧洲央行行长拉加德表示，今年总体经济形势将有改善，即将公布的数据表明，一季度经济继续疲软；收益率上升会给融资环境带来风险，不加以控制可能会导致过早的紧缩；加快购债的决定得到了货币政策委员们的一致支持，随时准备根据需要调整所有工具；央行不会被暂时的通胀跃升蒙蔽，不会采取收益率曲线控制措施。当前，欧洲基准利率已经处于负值，处于流动性陷阱状态，进一步降息的作用不大，故进一步降息的可能性小；欧洲央行更多的可用措施主要在于量化宽松规模及政策的调整。虽然疫情风险出现恶化，但是整体依然在好转，欧洲央行将会维持宽松政策不变，进一步宽松的可能性小。财政政策方面，欧盟在 2020 年艰难通过 7500 亿欧元的欧盟复苏基金计划，已经为欧盟财政联盟的形成迈出了重要的一步，在当经济形势没有持续恶化背景下，欧盟再度统一欧元区主要国家，推出新的财政政策的可能性非常小；并且 7500 亿美元的复苏基金计划依然没有实施，具体的分配仍然在讨论中，亦说明欧盟财政统一的艰难性，后期推动新的财政政策的可能性微乎其微。

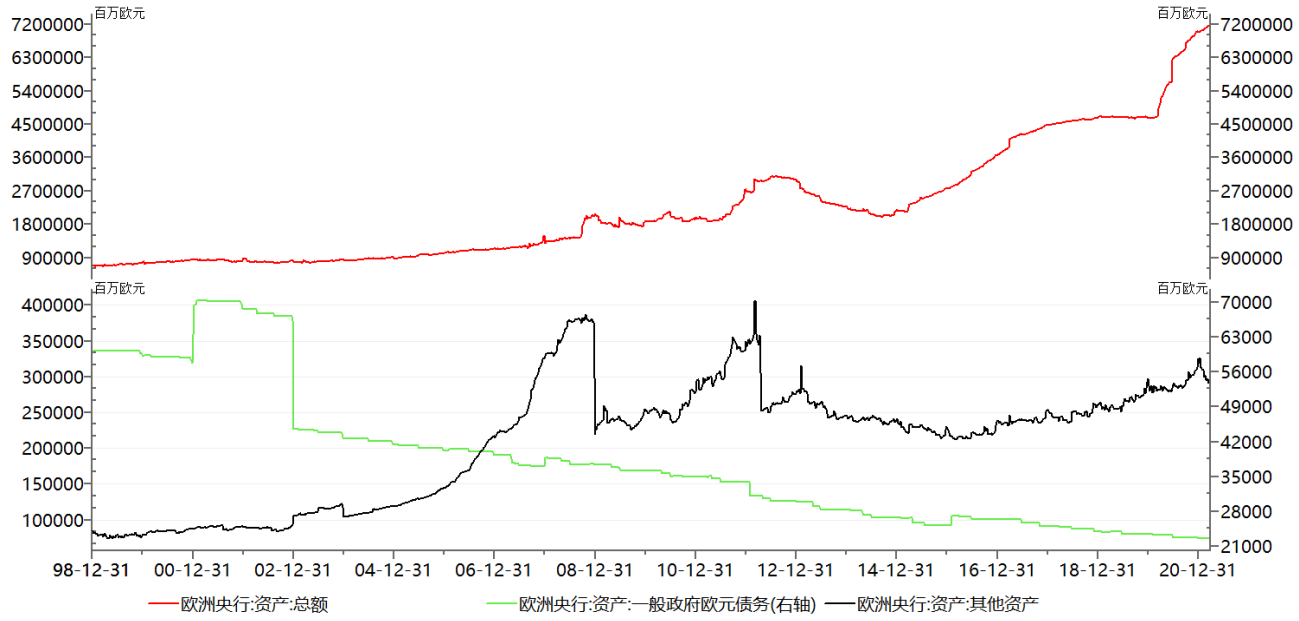

图 4 欧洲央行宽松货币政策分析图

数据来源：Wind、方正中期研究院

三、 CRB 商品指数大幅上涨后 迎来震荡调整期

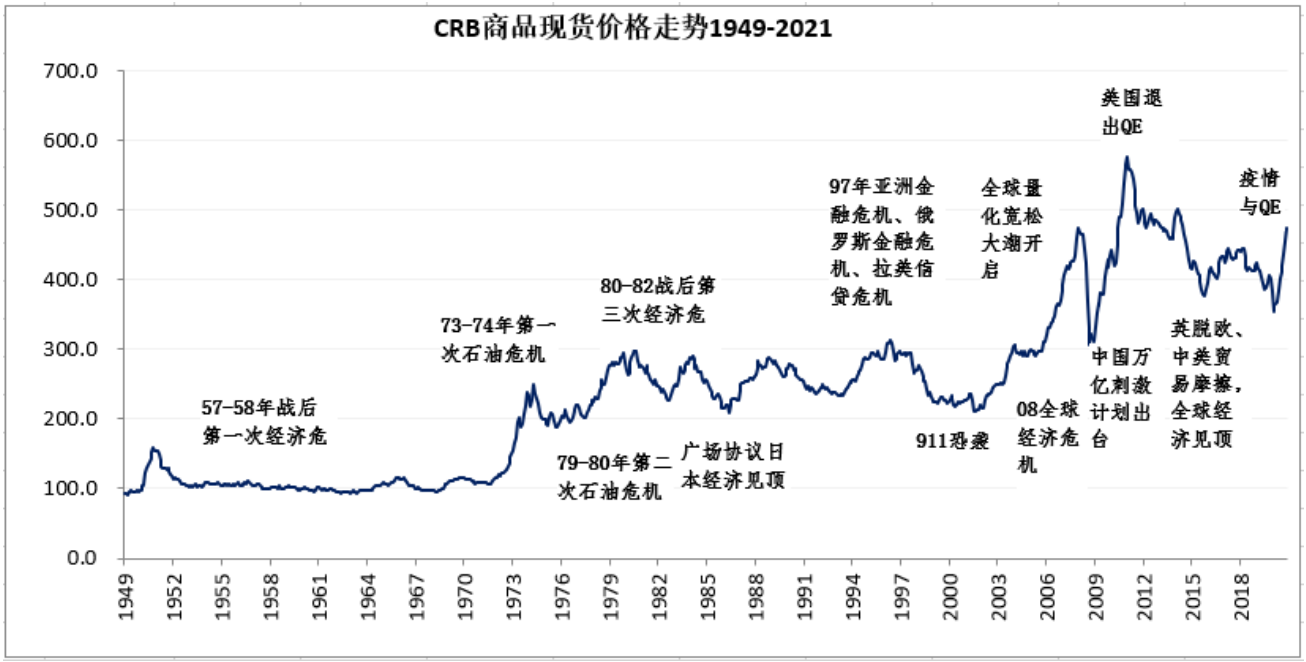

图 5 CRB 商品现货指数走势 1947-2021

数据来源：Wind、方正中期研究院

纵观 CRB 指数长期走势，自 2000 年以来，大致可分为八个阶段。

第一阶段：2001 年 1 月-2003 年 6 月，美联储为减轻股市泡沫破裂、“9.11”恐怖袭击以及华尔街会计作假丑闻等一系列事件对美国经济的影响，先后进行 13 次降息，从 6.5%下调至自 1958 年以来的最低水平 1%。美联储的降息政策极大地刺激了房地产业和信贷消费的发展，由此带来的财富效应极大地推动了美国经济的增长；其次，欧元区、日本经济复苏以及新兴国家崛起，拉动 CRB 商品期货价格指数快速上涨，迅速摆脱 10 年的颓势，由 2001 年的 181.8 点上扬至 2008 年 7 月的 473.9 点峰值。

第二阶段：2007-2011 年，次贷危机、欧债危机相继迸发，需求、避险两者之间 CRB 商品期货价格指数蹦极式跳跃。

2007-2008 年次贷危机全面爆发，美国股市标准普尔 500 指数下跌 45%，房价从 2006 年高峰下跌 20%，次贷危机迅速蔓延至全球。CRB 商品期货价格指数呈断崖式下跌，由 2008 年 7 月的 473.9 点跌至 12 月份的 208.5 点附近，用时仅 5 个月。

2009-2011 年，希腊首相帕潘德里欧宣布前任首相隐瞒了大量的财政赤字，随即引发市场恐慌，三大评级机构纷纷下调了希腊的主权债务评级，投资者抛售希腊国债同时，爱尔兰、葡萄牙、西班牙等国的主权债券收益率也大幅上升，欧洲债务危机全面爆发。伴随各国相继实行经济刺激计划以及弱势美元政策，CRB 商品期货价格指数强力反弹升至 370.7 点位附近然后出现大幅下跌，累计最大跌幅 39%。

第三阶段：2011-2013 年，世界经济步入后危机时代，经济复苏乏力，CRB 指数走势与 1980-1996 年相似，不改弱势震荡格局，步入区间长期震荡调整格局。2012 年 12 月美国实施 QE4，CRB 指数升至 300 点位附近，上升力度较 QE3 明显减弱。2013 年全球商品市场呈现出上半年大幅下跌，下半年为见底反弹后震荡走势，从 2013 年全年来看，中国经济等金砖国家

经济放缓、全球大宗商品去库存化、美国开始退出持续四轮的 QE 政策和欧洲经济复苏还漫长是大宗商品价格再下一个台阶的主要成因。

第四阶段：2014 年至 2017 年，全球经济增长不平衡，美国强劲复苏、欧洲日本经济反复、新兴经济体增长放缓，美元指数持续上涨并创 2003 年以来新高，CRB 指数步入底部宽幅震荡阶段。国际大宗商品市场供大于求局面受到中国供给侧改革影响而短期出现供需错配，黑色金属、有色金属、建材化工品价格出现大幅反弹，原油、铁矿石、煤炭和金属矿粉等中国进口依赖度较高的商品价格也受中国进口大幅增长出现反弹。2016 年大宗商品市场呈现出见底大幅回升的走势，部分品种如焦煤、焦炭、动力煤、螺纹钢、热轧卷板等中国特色商品价格涨幅居全球商品市场前列，涨幅平均为 110%。而反映全球大宗商品市场价格指数的 CRB 商品期货指数受有色金属、石化能源和农产品期货反弹止跌回升。2016 年以来全球大宗商品市场出现大幅反弹，此轮大宗商品的熊市基本见底，2017 年大宗商品市场受高价格影响迅速补充库存和释放产能来弥补短期供给的短缺。

第五阶段：2014 年至 2018 年，全球经济增长不平衡，美国经济向好但是已经出现见顶迹象、欧洲日本经济增长出现反复偏下、新兴经济体发展形势动荡，美元指数持续上涨虽然有所回调但是仍处于相对高位，CRB 指数步入宽幅震荡阶段。在需求走弱的背景下，供给端的限制成为大宗商品价格波动的主旋律，我国供给侧改革和环保政策的反复影响下，部分品种如焦煤、焦炭、动力煤、螺纹钢、热轧卷板等中国特色商品价格波动幅度增加。

第六阶段：2019 年全球经济共振性放缓，美国经济增长动力不足韧性下降，日欧经济底部震荡继续走弱，新兴市场分化严重，中国印度经济稳中有降，俄罗斯、巴西和南非经济放缓，美国政府极端贸易政策引起全球贸易局势紧张，需求不足。因此，CRB 现货价格指数继续震荡走弱，并可能进一步走弱。在全球经济受到贸易摩擦以及地缘政治危机等因素的影响下，进入 2019 年大宗商品需求端受到贸易局势影响，受中美贸易等国际贸易局势影响，部分商品如

铁矿石、豆类粕类以及棉花等波动较大。国际原油价格也在中东地缘政治对供给的不确定性影响下大幅波动，并且带动 CRB 商品期货指数在底部持续震荡并且有走弱迹象。

第七阶段:新冠肺炎疫情先后在中国、欧美等发达国家以及巴西印度等新兴市场国家爆发，严格的社交管控措施使得经济陷入停滞，市场情绪陷入恐慌，大宗商品价格在 3 月中下旬出现断崖式下滑，CRB 商品期货指数本就走弱的趋势，出现断崖式下滑。

第八阶段：疫情在全球全面爆发后，美欧央行采取超宽松的货币政策，美欧政府采取大规模财政政策，市场恐慌情绪大幅缓解，叠加经济的持续复苏，商品市场实现 V 型反弹， CRB 商品现货指数出现大幅上涨，完全收复 3 月份的跌幅后继续上涨。

随着疫苗接种速度的加快，全球疫情好转趋势明显，疫情风险逐步消退，市场风险偏好情绪上升；全球经济进入强劲复苏期，大宗商品需求强劲继续提振大宗商品价格；全球央行保持宽松的货币政策不变，持续的宽松放水利好大宗商品；通胀预期持续上涨，通胀压力下大宗商品亦有上涨的动力与趋势，故 CRB 指数持续的上涨，2 月数据已经达到 2014 年 10 月以来新高位置。

3 月以来，基于通胀预期和实际利率的上涨影响，十年期美债收益率持续上升，后市仍有上涨空间，这对大宗商品价格产生利空影响；而美元指数亦从 2 月中旬以来持续的反弹，已经逆转了下行趋势，这对于以美元计价的大宗商品价格而言亦形成利空；美债美元的强势表现对大宗商品价格形成利空。另外，欧洲三次疫情出现恶化趋势，这冲击大宗商品的需求预期。故持续上涨的大宗商品在 3 月份出现震荡偏弱调整的趋势，但是回调程度有限，没有逆转整体的上涨趋势。在宽松政策和经济强劲复苏带动需求和供给依然偏弱矛盾下，大宗商品在二季度仍有一波上涨趋势，仍可以考虑逢低做多。二季度末开始，全球经济开始由强劲复苏逐步回归常态，货币政策亦会逐步转向，对于大宗商品而言形成较大的冲击，故二季度末开始面临大宗商

品的回调，需注意风险。当然，随着大宗商品价格的持续飙升，大宗商品价格转折点将会因预期走完而提前出线，可能会出现在二季度中期，需要重点关注。

四、 美元指数持续反弹 年内将会继续上涨

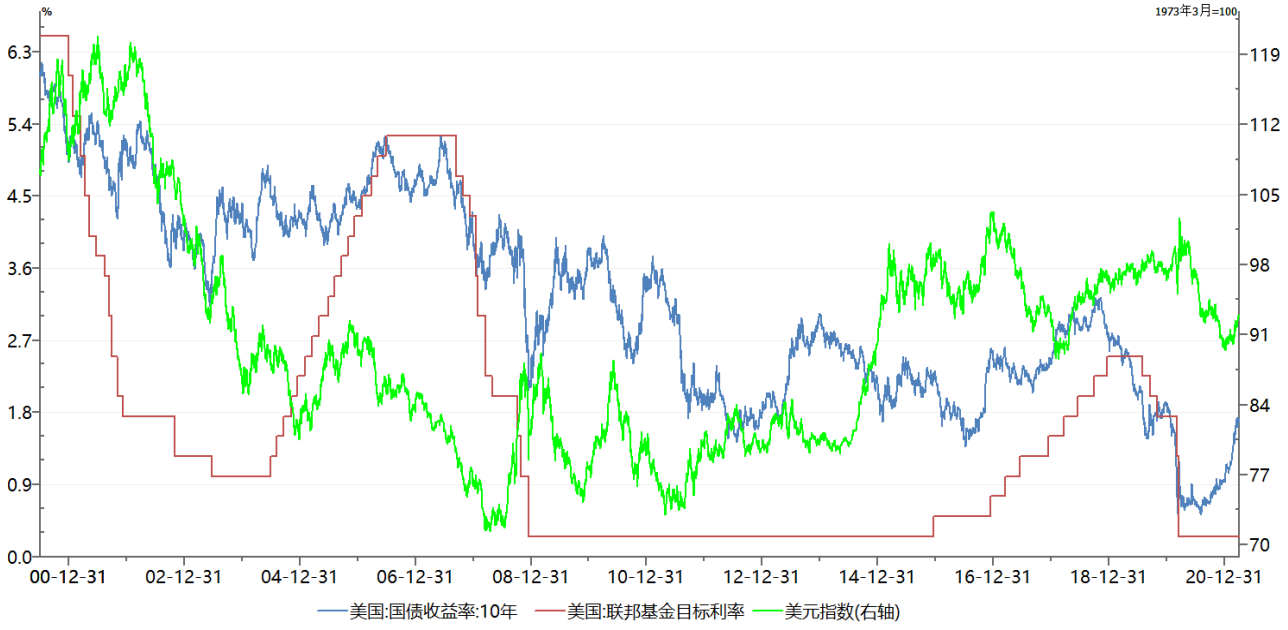

图 6 美元指数、联邦基准利率与美债收益率

数据来源：Wind、方正中期研究院

欧洲三次疫情愈发明显增加避险情绪，美欧经济比较优势更加突出，经济复苏前景乐观，美联储官员表态出现鹰派转向，美元指数继续涨至 93 上方，美元今年以来的涨幅已超过 3.6%。我们认为美元指数在年内将会继续反弹，年中前后涨至 94.7 上方的可能性比较大，主要因素在于以下几个方面：

第一，因为内生经济增长动力和疫情消退的速度的区别，美国经济复苏的步伐和幅度均强于欧洲，美国具有较强的比较优势，随着欧洲三次疫情抬头迹象的愈发明显，德国、法意大利

等欧洲主要经济体的新一轮的防疫管控措施的实施，欧洲经济将会再度受到冲击，那么欧美经济复苏的步伐和幅度差距加大，美国经济的比较优势更加明显，这有利于美元指数的走强。

第二，随着疫苗接种速度的加快，美国疫情风险在消退，疫情防控方面，美国相对于中国以外的其他经济体具有较强的优势，这有利于美国经济的复苏，亦增加美国经济相对于全球主要经济体的比较优势，这对于美元信用形成利好，提振美元指数。

第三，当前，疫情风险在逐步消退，但是依然没有临近尾声，欧洲三次疫情再度抬头，疫苗安全问题不断出现，疫苗的分配不均问题亦较为突出，而中东、美俄、美伊和“其他”等地缘政治风险依然存在，这增加了资金的避险需求，在黄金整体偏弱的背景下，作为全球核心支付手段的美元受到避险资金的青睐。

第四，因为疫情风险依然存在，继续冲击经济，美国联邦政府的抗疫纾困法案落地，需要美联储购债为其提供资金，美国就业和通胀没有达到美联储的目标区间，故美联储依然在维持当前宽松的货币政策，维持 1200 亿美元的购债规模不变，美联储议息会议亦显示到 2023 年都不会加息；但是随着，美国经济进入繁荣期，美国财政政策的逐步退出，通胀和就业出现实质性进展，美联储货币政策亦会逐步的转向，预计下半年将会逐步释放缩减购债规模的信号，2022 年开启加息，货币政策的转向预期，对于美元形成利多。

第五，拜登政府上台后，美国政治从不确定性回归确定性和稳定性，拜登政府加大防疫管控措施，加大经济刺激措施刺激经济恢复，重新加入或重启世界诸多组织，并且在规划新一轮的大规模的基建计划，旨在提振经济、减少碳排放和减少经济不平等现象。美国当前社会虽然分裂严重，但是政治的确定性和稳定性会增加美元的信用，进而提振美元指数。

第六，美元指数是综合反映美元在国际外汇市场的汇率情况的指标，用来衡量美元对一揽子货币的汇率变化程度；一揽子货币包含欧元（57.6%）、日元（13.6%）、英镑（11.9%）、加拿大元（9.1%）、瑞典克朗（4.2%）、瑞士法郎（3.6%）；故欧元和英镑的走势对美元指数影响非

常大。当前，欧洲三次疫情有抬头趋势，经济复苏相对缓慢，英欧关系因疫苗出口问题二有所紧张，货币政策仍然宽松，欧元和英镑相对弱势，对于美元指数而言形成反向利多。

故在以上因素的影响下，美元反弹趋势明显，年中前后涨至 94.7 上方的可能性比较大；下半年继续表现强势，突破 95 后，不排除上探 97.8 的可能。然长期来看，美国经济在全球的占比在下降，货币超发严重冲击美元信用体系，美元长期震荡走弱的趋势依旧，强阻力位在 88 附近。

第二部分 美欧经济间比较优势会更加明显

一、 欧美 Q1 经济趋缓 Q2 则会达到年内峰值

世界三大经济组织及欧盟全球主要经济体经济预测（20210326）																
GDP预测（同比）	IMF（2020-1-29）				世界银行（2020-1-29）				经合组织（2020-3-26）				欧盟（2020-2-25）			
	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年
全球经济预测	2.8	-3.5	5.5	4.2	2.8	-3.5	4	3.8	2.8	-3.5	5.6	4				
美国经济预测	2.2	-3.5	5.1	2.5	2.2	-3.5	3.5	3.3	2.2	-3.5	6.5	4	2.2	-3.5	3.7	2.5
中国经济预测	6	2.3	8.1	5.6	6	2.3	7.9	5.2	6	2.3	7.8	4.9				
欧元区经济预测	1.3	-6.6	4.2	3.6	1.3	-6.6	3.6	4	1.3	-6.6	3.9	3.8	1.3	-6.6	3.8	3.8
英国经济预期	1.5	-10	4.5	5					1.5	-9.9	5.1	4.7	1.3	-10.3	3.3	2.1
日本经济预测	0.3	-4.9	3.1	2.4	0.3	-4.9	2.5	2.3	0.3	-4.9	2.7	1.8	0.3	-4.8	2.7	0.9
俄罗斯经济预测	2	-3.1	3	3.9	2	-3.1	2.6	3	2	-3.1	2.7	2.6				
巴西经济预测	1.4	-4.1	3.6	2.6	1.4	-4.1	3	2.5	1.4	-4.1	3.7	2.7				
南非经济预测	0.1	-6.9	2.8	1.4	0.1	-6.9	3.3	1.7	0.1	-6.9	3	2				

图 7 世界三大经济组织及欧盟经济预测统计

数据来源：Wind、方正中期研究院

疫情防控应对与疫苗接种速度决定了经济的复苏路径。2020 年，中国采取严格的社交管控措施，举全国之力控制疫情，经济复苏亦是最为强劲，录得 2.3%的增长，为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家；作为疫情第二阶段以及二次疫情核心爆发地的美欧等国，因为对疫情的防控管制措施的不同，其死亡人数、经济的衰退程度和复苏进展亦不同。欧洲疫情得到有效的控制，然冬季二次疫情全面爆发；美国疫情因为政府防控不利和民众的自由主义影响而持续的恶化，三次疫情再度冲击复苏的经济；故欧美 2020 年经济均出现大幅衰退，欧洲则因为经济内生经济增长动力不足和疫情严格防控影响，其经济衰退程度要严重于美国，且其复苏进展亦不及美国，欧洲三次疫情引发新一轮的管控措施则继续冲击欧洲经济，欧美之间的经济比较优势更加明显。从全球 2020 年经济数据来看，全球经济亦因为疫情的影响，出现 3.5%的衰退，欧洲衰退程度低于全球水平，而中国则是高全球水平 5.8 个百分点，故中国经济在全球经济中的比重再度加大。

随着疫苗的接种速度加速，疫情风险逐步消退，全球经济将会持续的强势复苏，从世界三大经济组织的预期来看，2021 年，中国经济增速依然是最快的，可以达到 8%以上，美国经济增速亦可以达到 6%以上，而欧元区经济增速则弱一些，可能在 4 %左右。对于 2021 年全球经济增速而言，2021 年，全球经济将会出现 6%-6.5%的增长，经济渐进修复将会持续。当前三大经济组织的预测依然偏滞后，随着疫情风险的消退，经济复苏的幅度将会加大，故三大经济组织在接下来的新一期经济预测报告中会继续提高经济预测水平。

世界主要投行经济预测（20210326）																				
GDP预测（同比）	花旗集团				高盛				摩根大通				德银				摩根士丹利			
	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年
全球经济预测					2.8	-3.5	6.6	4.7	2.8	-3.5	7	4.5	2.8	-3.5	6.2	4.5				
美国经济预测	2.2	-3.5	5.4	3	2.2	-3.5	6.9	4.5	2.2	-3.5	6.2	6.2	2.2	-3.5	6.6	4.7	2.2	-3.5	6.5	5
中国经济预测	6	2.3	8.2	5.5	6	2.3	8	5.7	6	2.3	9.5	5.6	6	2.3	10	5.6	6	2.3	9	5.4
欧元区经济预测	1.3	-6.6	3.6	4.3	1.3	-6.6	5.1	4.4	1.3	-6.6	5.3	4.9	1.3	-6.6	4.6	4.8	1.3	-6.6	4	4.5
日本经济预测	0.3	-4.9	1.9	2.8	0.3	-4.9	2.8	2.2	0.3	-4.9	4.2	2.4	0.3	-4.9	2.7	2.3	0.3	-4.9	2.7	2.4
GDP预测（同比）	巴莱克银行				美银美林				瑞银集团				瑞士信贷				富国银行			
	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年
全球经济预测	2.8	-3.5	6.4	4.7	2.8	-3.5	5.6	4.4	2.8	-3.5	6.6	5.5					2.8	-3.5	6.4	4.1
美国经济预测	2.2	-3.5	6.7	4	2.2	-3.5	6.5	5	2.2	-3.5	6.6	6.3	2.2	-3.5	5.7	3.5	2.2	-3.5	6.4	5.7
中国经济预测	6	2.3	9.4	5.5	6	2.3	8.5	5.6	6	2.3	8.2	6	6	2.3	7.1	5.2	6	2.3	9.3	5.7
欧元区经济预测	1.3	-6.6	3.9	4.3	1.3	-6.6	3	3.4	1.3	-6.6	5	5.3	1.3	-6.6	4.4	3.8	1.3	-6.6	4	3.5
日本经济预测	0.3	-4.9	2.6	2.7	0.3	-4.9	3.2	2.9	0.3	-4.9	3.7	3	0.3	-4.9	1.7	1.9	0.3	-4.9	3.4	2.3

图 8　主要投行对经济增速依然悲观

数据来源：Wind、方正中期研究院

2020 年中欧美等主要经济体的表现，均超过市场预期，说明疫情新常态背景下，世界主要经济体的的复苏强劲与韧性十足；随着疫苗的广泛推广，经济复苏将会更加强劲，故世界主要投行继续小幅提升各主要经济体 2021 年的经济预期。下面分国家具体分析：

全球方面，从现有数据来看，2020 年全球经济萎缩 3.5%，其表现超过市场预期。基于疫苗的进展、宽松的经济政策以及经济复苏的表现，各主要投行对全球经济增速预期相对乐观，经济增长的预期区间上调为 6%-6.5%。虽然全球疫情依然严重，但是政策应对和疫苗的进展，均有利于经济的复苏，经济超预期复苏将会持续，我们预计 2021 年经济将会出现 6.2%-6.5%的增长。

美国方面，美国 2020 年经济录得 3.5%的萎缩，与全球经济增速持平，亦高于市场的普遍预期，说明美国经济韧性十足，与美国超宽松的经济政策刺激亦有直接的关系。随着疫苗的广泛接种，美国经济将会持续的强劲复苏。世界主要投行对于美国 2021 年经济预期更加乐观，经济增速区间上调为 6%-6.5%之间。鉴于美国经济的韧性，美国大规模的财政刺激措施的影响，以及疫苗广泛接种的疫情风险的消退，2021 年美国经济将会强劲复苏，或出现 6.3%-6.8%的增长。分季度来看，一季度经济依然维持零增长左右，二季度因低基数影响会出现 12%-12.5%的涨幅，随后走弱，但是依然会维持在 6%附近。

中国方面，中国疫情最先得到有效的控制，中国经济开启了全面复工复产，外需亦拉动中国经济，中国 2020 年经济增速亦达到超预期的 2.3%正增长。2021 年，从实际 GDP 来看，经济复苏叠加低基数影响，预计 2021 年一季度 GDP 明显加速，二季度开始增速逐步回落，四季度恢复至正常水平附近；全年 GDP 可能在 8.5%-9.5%区间。从分项上看，制造业周期是经济的主要推力，基建对经济仍有一定支持，而房地产仍将承受一定压力，是主要的风险。消费需求尤其是服务消费将继续复苏，外需回升需关注海外经济体复工复产情况。

欧元区方面，内生增长动力本就不足的欧元区，严格的防疫措施对经济形成严重的冲击，叠加英国脱欧的冲击，经济深度衰退，录得 6.8%的萎缩，比其他发达国家更加严峻。2021 年欧元区经济则会大幅修复反弹，然三次疫情的出现引发新一轮的社交管控措施，经济表现将会在原来预期的基础上走弱，主要投行亦小幅下调预测区间，为 4%-5%。基于疫情的有效防控和协议脱欧的影响，随着全球经济持续复苏拉动有效需求，预计 2021 年 GDP 将会出现 4.5%-5.5%的增长。分季度来看，一季度经济依然维持 2%-2.5%的负增长，二季度因低基数影响会出现 12%左右的涨幅，随后走弱，会维持在 3%-4%附近。

日本方面，疫情冲击下，日本内需不足表现突出；以贸易导向性为核心的日本经济，进出口持续受到疫情的冲击，严重拖累日本经济。本就因全球贸易下滑和日本内需下降而处于小幅

衰退的日本经济，在疫情冲击下陷入深度的衰退。日本 2020 年经济萎缩 4.8%，2021 年则出现反弹，反弹的幅度要小于中欧美等国，主要投行的预期区间为 2.5%-3.5%。2021 年全球经济的复苏将会有助于日本进出口贸易的恢复，带动经济幅度的幅度，预计 2021 年日本经济将会出现 3%-3.5%的增长。分季度来看，一季度经济依然维持 2%-2.5%的负增长，二季度因低基数影响会出现近 8%左右的涨幅，随后持续走弱，四季度或跌至 2%以下。

二、 2021 年仍有诸风险点需警惕

随着疫苗的广泛接种，当前已经进入后疫情时代，仍有诸多风险点需要警惕，最主要的就是疫苗安全和疫苗分配不均问题，主权债务危机风险、贸易冲突和地缘政治风险、通胀继续上涨风险以及资产泡沫风险。

2021 年上半年，随着疫苗的量产与广泛应用，叠加天气转暖利于疫情的防控，疫情好转趋势已经非常明显，将会持续好转，疫情在下半年则会进入尾声，在 2022 年初则会基本结束，历时两年的新冠肺炎疫情亦将会过去。当然疫情的好转趋势度，与疫苗的接种和分配等问题密切相关，疫苗的广泛接种（群体免疫）是新冠肺炎疫情进入尾声的关键。然而疫苗安全问题和疫苗分配不均问题尤为重要。美国、英国和加拿大等主要发达国家，因为权利和经济实力获得足够多的疫苗购买权和疫苗购买量；而印度、巴西等主要发展中国家，因经济实力和政治话语权偏弱，无法获得足够的疫苗购买权和疫苗购买量。发达国家疫情好转，发展中国家疫情严重，疫苗分配失调和疫情控制失衡情况下，疫情风险的消退速度将会大打折扣。发达国家疫情好转，大宗商品的全球有效需求上升，而作为主要资源国的发展中国家疫情依然严重，大宗商品的供给端恢复偏慢，大宗商品的全球供需矛盾会进一步的加剧，大宗商品价格的扭曲。

主要央行资产负债表规模大增，长期危害严重。美联储等央行肆无忌惮印钞，虽短期内有利于维稳美国及全球金融市场与经济，但长期危害极大。海外央行大放水，是美国等主要经济

体债务危机向全球转嫁的过程，会导致美元等货币的外汇储备国遭受严重损失；主要央行可以利用美元等货币铸币税，抄底全球优质廉价资产，在全球范围内无成本的获取收益；未来，大放水将会给其他国家带来输入型通胀，不仅扰乱其他央行的货币政策，还会扰乱各国正常的经济秩序；美元等主要外汇的超发还会带来国际货币体系的动荡。随着美国经济强劲复苏带来的美元指数的反弹走强，资金回流美国将会再度冲击非美国家金融体系，增加非美央行的债务还款压力。为应对资金回流美国，新兴市场不得已加息稳定外汇市场，这种饮鸩止渴的操作对于国内市场会形成潜在的重大风险点。

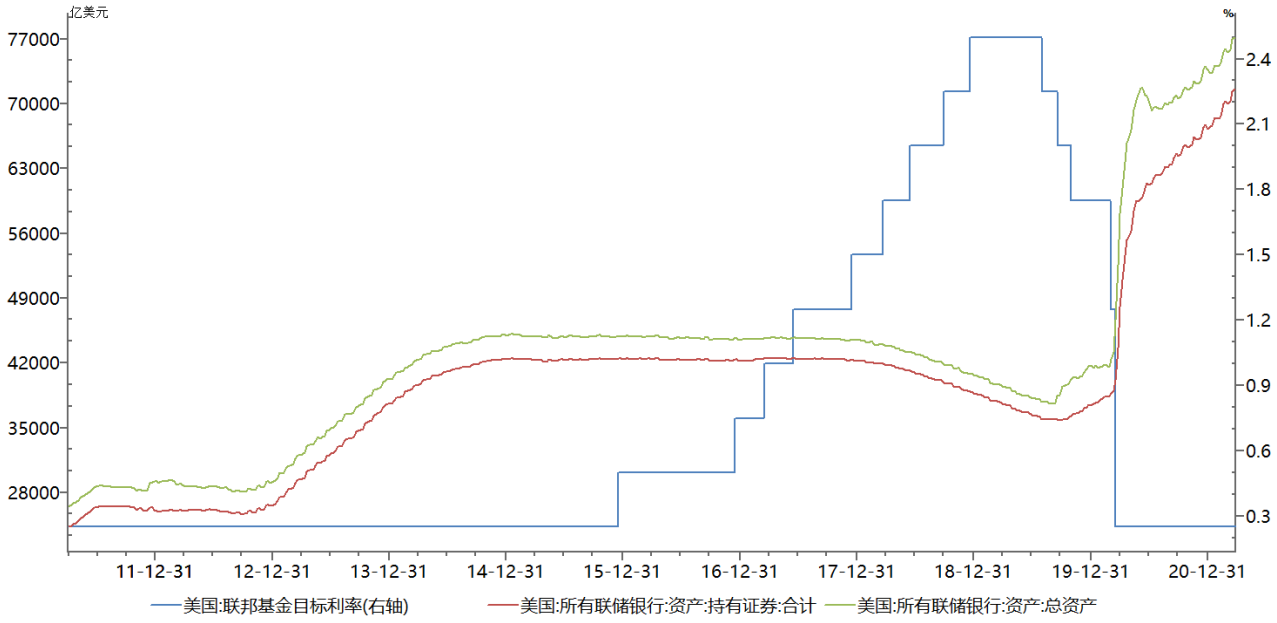

图 9 美国央行资产负债表规模

数据来源：Wind、方正中期研究院

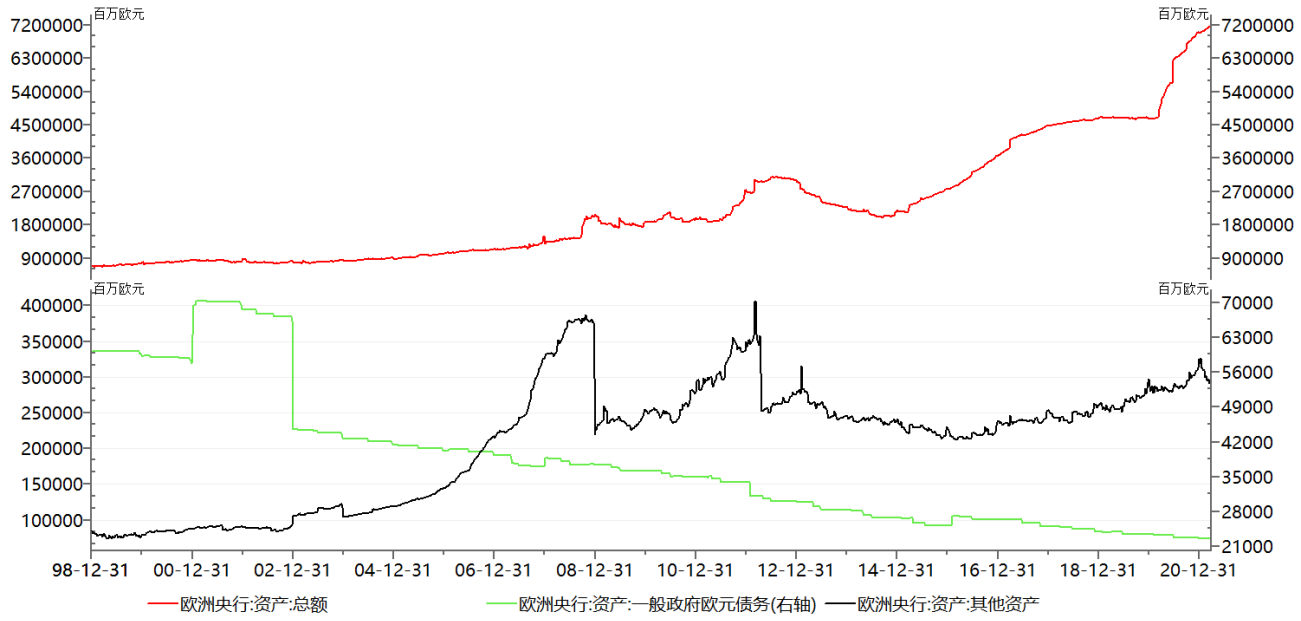

图 10 欧洲央行资产负债表规模

数据来源：Wind、方正中期研究院

政府方面，美国政府实施了五轮近 5.4 万亿的财政规模刺激，持续的财政刺激措施使得美国政府债务压力剧增,财政赤字大幅增加。而其他国家,日本政府债务占 GDP 的比重达到 200%以上，英国政府一般债务占 GDP 的比例达到 100%以上，意大利、阿根廷等其他主要国家债务占 GDP 的比例远超 100%。超宽松经济刺激，大幅度提升各国的财政赤字，使得政府债务负担飙升，而疫情冲击经济，企业停产或接近破产，政府税收收入大幅下降，故政府的收入支出失衡，债务负担或引发新一轮主权债务危机。欧洲的希腊、意大利、土耳其等经济体，不排除出现致债务危机的可能，要警惕新一轮的主权债务危机风险。

2021 年一季度，欧美通胀预期持续上涨，当前仍需警惕通胀风险。美国方面，经济持续超预期复苏， 2021 年在 2020 年低基数的背景下将有所放大，很多直接进入到居民部门，需求强劲将会直接拉动通胀的上行，当前美国通胀预期较高，对市场亦形成通胀预期交易；年中前后，随着原油价格的调整、基数的正常回归和经济过热风险的逐步解除，通胀将会有所回落并

趋于稳定。欧元区方面，2020 年三季度以来，欧元区通胀同比连续低于零，为欧元创立以来的最低水平，离接近 2%的物价稳定目标渐行渐远，但是通缩压力并不改变 2021 年的通胀压力，大放水必然会带来通胀的上行，叠加原油价格的持续上涨和经济的强势复苏，以及低基数的影响，2021 年，欧元区通胀将会进一步的走高。宽松政策、经济复苏以及低基数影响，2021 年通胀风险在所难免，国内则要谨防输入性通胀风险。

地缘政治风险仍需警惕。根据历史观察，每轮疫情或者大灾难之后，在没有新的经济增长点出现前，主要经济体政府往往会挑起局部的热战，来转移国内矛盾和国内民众关注焦点，即将不断恶化的国内矛盾转移到国外，从而稳定千疮百孔的国内社会和经济，当前依然不例外。后疫情时代，5G 通信继续发展，但是还难以算作新的经济增长点，故各主要经济体均以转移国内矛盾至国际来减轻国内的压力，中东局势的升级，美俄美伊和“其他”的地缘政治风险持续爆发，并不断恶化，这些风险点均不利于经济和贸易的恢复，中美贸易关系尤其需要关注。故 2021 年需要继续警惕这些风险点。

此外，全球央行大放水引发的信用危机、资产泡沫等衍生风险也需要警惕。2021 年是全球经济渐进复苏的关键期，主要经济体经济命途多舛，机遇与挑战并存，能够合理应对诸多风险的经济体复苏将会更快更有比较优势，并在经济复苏中引领全球。

三、 美债收益率持续上涨 后市仍将持续上涨

自美联储 12 月会议纪要释放讨论缩减购债规模的信号（1 月 6 日）后，十年期美债收益率开启上涨趋势；随后，疫苗接种速度加快，疫情风险逐步消退，美国经济进入强劲复苏期，叠加油价价格上涨使得原油价格持续上涨，通胀预期大幅增加，十年期美债收益率继续上涨；3 月以来，美国经济强劲预期，使得实际利率持续的上涨，叠加美联储对美债收益率的态度，

这成为该时间段美债收益率继续飙升的核心因素，已经从 1 月初的 0.92 涨至接近 1.8，涨幅接近 100%。

一般来说，国债收益率受到本国实际经济增速、货币政策、通胀预期、国债市场供需平衡状态和其他避险和资产配置需求等因素的影响，而不同类型的经济体以及不同的时期，不同因素的影响逻辑和程度均不同。对于美债而言，影响美债的其他因素主要是避险和资产配置等因素的影响，其走势取决于美国实际经济增长情况、美联储货币政策、通胀预期和以“美国财政、全球配置以及避险需求”等因素主导的供求结构。

基于“名义利率=实际利率+通胀” 的核心逻辑进行分析。一般而言，十年期美债收益率代表名义利率、十年期通胀指数国债（TIPS）代表实际利率，十年期美债收益率与 TIPS 收益率差值反映通胀。我们通过对十年期美债收益率与 TIPS 差值与美国通胀（CPI 同比）和布伦特原油价格（一般认为原油价格变动与通胀预期变动密切相关，走势相似度高）走势进行了对比分析发现，美债收益率与 TIPS 差值与布伦特原油价格的相关度显著高于与美国通胀的相关度，故名义利率和实际利率的差值为通胀预期更为准确。故名义利率与实际利率之间的关系则调整为“名义利率=实际利率+通胀预期”，而通胀预期的变动与原油价格变动显著性强。

基于以上逻辑分析，影响十年期美债收益率变动的核心因素则是通胀预期和实际利率。1-2 月，实际利率虽然有小幅的回升，但是回升幅度有限，叠加美国联邦政府筹资需要维持低利率降低融资成本、美联储维持超宽松的货币政策影响，故 1-2 月对于美债收益率影响最大的便是通胀预期和原油价格的变动。2 月下旬以来，美国疫情风险在逐步的消退，美国经济强劲复苏的预期在上升，美国实际利率在回升，这成为该阶段美债收益率大幅上涨的核心因素；当美联储官员继续强调美债收益率上涨，体现出投资者对疫苗接种进展和经济增速的信心，美债收益率则是涨到了近一年的高位 1.78%。近期，原油价格的回落意味着通胀预期有所缓解，美债收益率亦小幅回落。

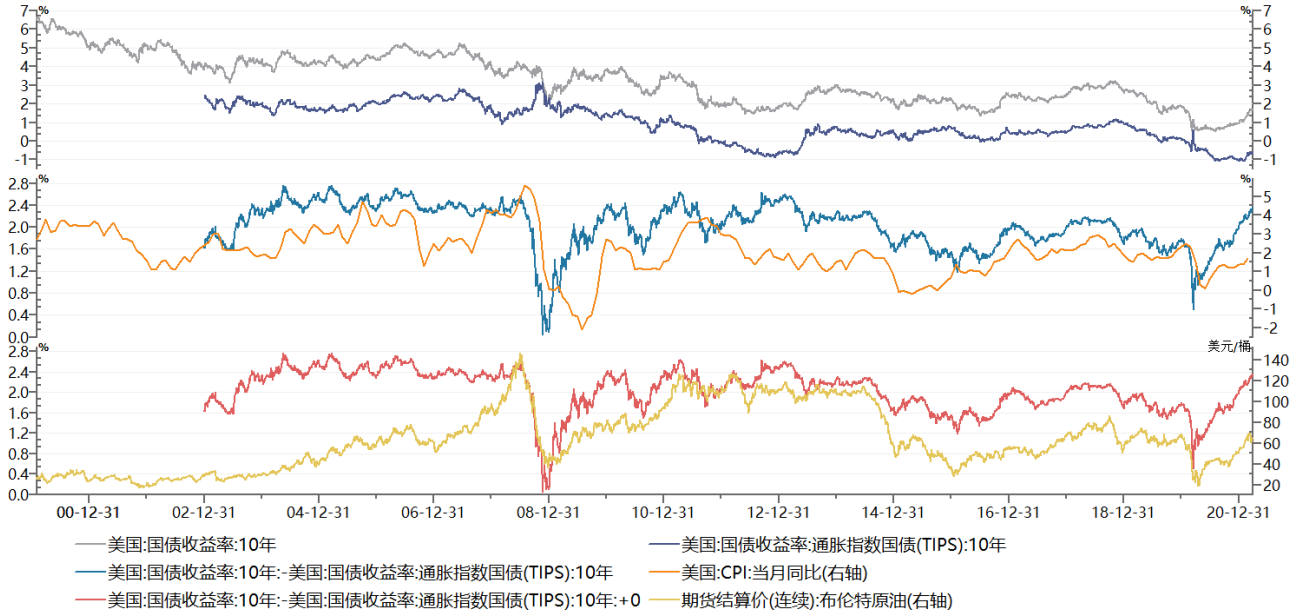

图 11 美债逻辑分析图

数据来源：Wind、方正中期研究院

在 OPEC+减产和全球原油需求逐步恢复影响下，原油价格已经恢复到疫情前的水平，其上涨亦为美债收益率的上涨提供了动力，回落亦在一定程度上拖累美债收益率；在上半年，宏观层面的乐观情绪以及市场普涨气氛对油价有进一步的提振，原油价格仍有上涨的空间，通胀预期仍较强，对于美债收益率形成支撑，叠加实际利率的震荡偏强走势，美债收益率将会稳定在 1.6-1.8 的水平，不排除突破 1.8%的可能。



图 12 美债收益率走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

下半年，通胀预期和通胀会出现回调，其下降对美债收益率形成负面影响；而随着美国经济进入繁荣期，经济强劲利好实际利率，美财政宽松政策的效果减弱，联储开始逐步的调整货币政策，将会释放缩减购债规模的信号，美国实际利率将会出现大幅增加，美实际利率的上行幅度或将显著高于油价调整等对通胀预期的负面影响，因此十年期美债收益率仍有望在第三季度继续上升，将会涨至 2%左右；2022 年，美债收益率涨至 2.5%-3%的可能性大。

第三部分 疫苗接种速度加快 美国经济强势复苏

拜登入驻白宫后，中美贸易关系有缓和的迹象，然而并没有实质性的好转，当前仍有恶化的趋势；当然上半年，拜登仍然会率先致力于疫情防控和经济复苏，亦会继续修复与盟友的关系以及重新加入气候组织等，这已经开始实施并将会坚持下去；民主党掌控国会两院，前任美联储主席耶伦担任财政部部长，财政部和美联储行动的一致性会加强，拜登政府新一轮 1.9 万亿规模的财政刺激措施落地后，市场的关注焦点在于新的基建计划的进展。另外，财政刺激计划的实施，通过发债来筹集资金，虽然美联储没有跟随联邦政府行动，但是美联储维持当前的购债规模不变，这亦是被迫买单的表现，下半年则会开始讨论缩减购债规模的货币政策转向问题，预计 2022 年开始第一次加息。

美国一季度宏观经济依然受到疫情的影响，然表现强势的供需和景气数据则凸显美国经济强势复苏的启动。疫情方面，美国新冠肺炎新增确诊数量高位回落，好转趋势明显，疫情风险逐步消退；疫苗接种方面，美国政府积极推动疫苗接种，疫苗接种速度加快，接种规模已经接近 15000 万，后期将会加快接种速度，二季度末到三季度初实现初步的群体免疫可能性大。政策方面，财政政策更加积极，1.9 万亿财政刺激落地后，拜登政府将会逐步推出大规模基建计划，美联储则亦维持当前宽松，但是鹰派转向已现，下半年会释放缩减购债规模的信号，2022 年开始加息。消费方面，在年初发放的每人 600 美元财政刺激支票助力下， 1 月美国零售销售意外迅猛增长，暂时跳出 2020 年年末假日购物季连续三个月环比下滑的窘境，消费者支出是美国经济最大组成部分，其迅猛增长凸显经济复苏的强势，2 月份出现小幅回落；新一轮的 1.9 万亿财政刺激计划实施，每人 1400 美元的现金支票的刺激下，居民可支配收入和消费需求将会进一步上涨，促进经济的繁荣。就业方面，美国就业市场复苏加速，虽然 1 月非农数据表

现不及预期让市场失望，2 月非农数据表现强劲，失业率已经降至 6.2%，3-4 月则会降到 6%以下；新增非农就业达到 38 万，预计 3 月将会达到 50 万以上，就业市场的疲弱态势依然存在，但是整体向好趋势非常明显。通胀方面，美国通胀继续温和上涨，距离 2%的通胀目标越来越近，通胀预期则是持续飙升，亦说明通胀上涨的必然性，2021 年上半年通胀上涨趋势持续，高点会出现在 5-6 月份，将会突破美联储的通胀目标，下半年则会小幅走弱。经济景气方面，美国经济景气指数持续上涨，2 月制造业 PMI 再度回到 60 以上，表明该行业持续从新冠疫情造成的干扰中持续复苏，为经济强势复苏提供动力。

在当前宏观经济表现下，叠加疫苗加速接种后，美国疫情会得到有效的控制，美国经济亦会强势修复，或出现 6.2%-6.7%的增长。分季度来看，一季度经济依然维持零增长左右，二季度因低基数影响会出现 12%-12.5%的涨幅，随后走弱，但是依然会维持在 6%附近。故 GDP 同比增长率的峰值会出现在二季度，整体呈现先弱后强再走弱的趋势，但是经济复苏是持续的，年底或能回到疫情前的经济水平。拜登政府新一轮 1.9 万亿规模的财政刺激措施落地后，市场的关注焦点在于新的基建计划的进展。财政刺激计划的实施，通过发债来筹集资金，虽然美联储没有跟随联邦政府行动，但是美联储维持当前的购债规模不变，这亦是被迫买单的表现，下半年则会开始讨论缩减购债规模的货币政策转向问题，预计 2022 年开始第一次加息。

一、 美国二季度 GDP 同比将会达到年内峰值

继 2020 年二、三季度经济大跌大涨，均刷新二战以来记录后，美国第四季度 GDP 年化季率终值录得 4.3%，虽然远低于 33%的前值，但是表现强于 4.1%的市场预期；美国第四季度 GDP 增长既反映了经济从早些时候的大幅下滑中持续复苏，也反映了新冠疫情以及美国一些为应对疫情所采取的限制措施的持续影响。同比来看，美国 2020 年全年 GDP 增速录得-3.5%，为 2009 年以来首次录得负值，且创 1946 年以来新低；尽管美国经济第四季度增长，但无法弥补疫情

对二季度、三季度造成的巨大冲击。另外，最为美国经济的核心组成部分，美国四季度消费者支出年化季率初值录得 2.3%，不及 2.5%的预期。新冠疫情重创了美国服务行业，使得经济丧失经济动能，并且数以百万计的美国人失业并陷入贫困。疫情和新财政刺激支出计划的缺失再次抑制了消费者支出，零售数据出现回落，并且这在一定程度上盖过了强劲的制造业和楼市的影响；2020 年末，新冠肺炎疫情感染人数三次攀升，加上政府救助资金的到期，美国大选混乱的影响，经济从疫情中复苏的势头减弱，故四季度经济复苏势头受到影响。

分季度具体分析，一季度，虽然疫苗接种速度在持续的加快，疫情蔓延趋势得到有效的控制，疫情风险逐步消退，然而疫情对经济的冲击依然存在，加上部分地区封锁措施仍未完全解除，2021 年一季度美国经济仍将会录得零增长或者小幅增长；二季度开始，疫苗接种速度继续加快，疫情风险的消退和刺激措施的实施，叠加低基数影响，美国经济或将出现 12%-12.5%的增长；三四季度经济增长幅度则会迅速的回落，稳定在 6%附近。

美国 2020 年全年 GDP 亦会萎缩 3.5%，符合我们 2020 年的预期；2021 年，疫苗量产后将会广泛的接种，美国疫情会得到有效的控制，美国经济亦会持续的修复，预计 2021 年美国经济将会出现 6.2%-6.7%的增长，GDP 同比增长率的峰值会出现在二季度，整体呈现先弱后强再走弱的趋势，但是经济复苏是持续的，年底能回到疫情前的经济水平。

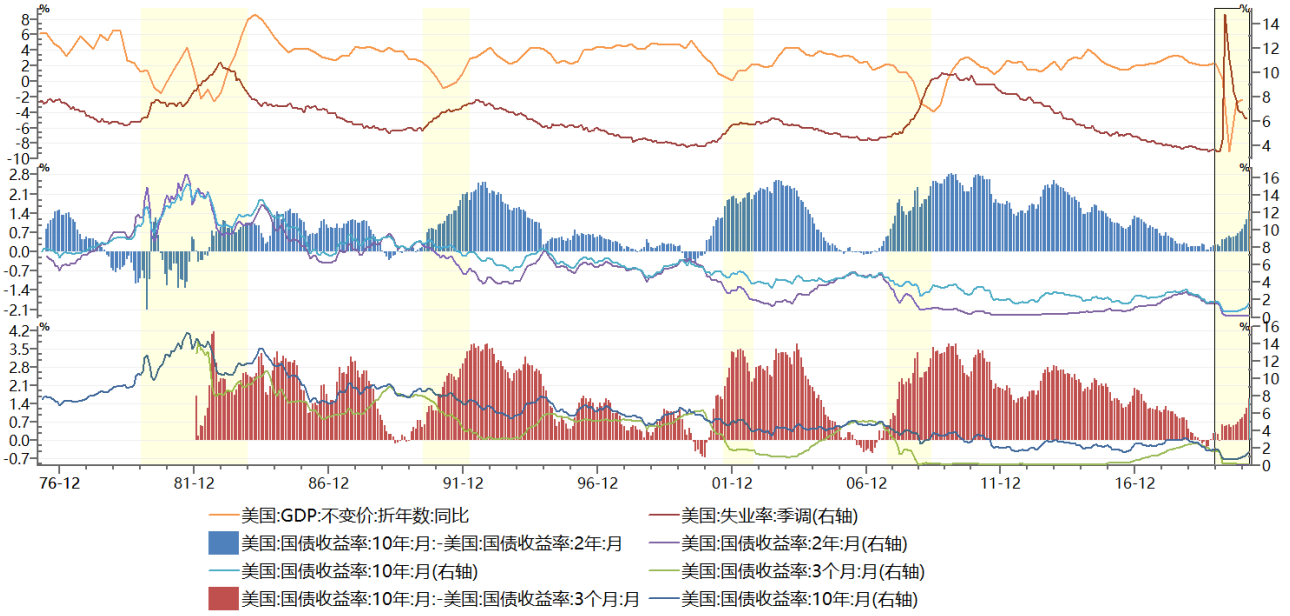

图 13 美国 GDP 与利率倒挂走势图

数据来源：Wind、方正中期研究院

二、 美联储重申政策宽松立场 2021 年上半年货币政策稳定为主

美联储 3 月议息会议公布了会议决议、声明和点阵图、以及经济预测等，基本符合我们预期，鲍威尔讲话亦继续维持鸽派立场，唯一所出人意料的是鲍威尔对美债收益率持续上涨的容忍度。具体而言，美联储将基准利率维持在 0%-0.25%不变，点阵图预计将维持利率在当前水平直至 2023 年，并且维持当前资产购买步伐直至充分就业和物价稳定目标取得实质性进展。另外，美联储上调 2021-2022 两年的 GDP 增速预期，下调 2023 年的 GDP 增速预期；上调今明后三年的 PCE 和核心 PCE 通胀预期，维持长期 PCE 通胀预期不变。在新闻发布会上，鲍威尔表示没有必要对美国国债收益率上升做出反应，透露将在未来几天公布一些补充杠杆率（SLR）的消息。现在还不是开始讨论缩减购债规模的时候，需要看到实际进展，才能开始逐步缩减购债规模。若收缩刺激措施，将尽可能提前发出通知。利率点阵图等预期不足以触发美

联储行动，将等到明显达到条件的时候才会加息。整体呈现鸽派立场。

然 3 月底，美联储的行动和官员的讲话开始出现鹰派转向。其一，针对 3 月底到期的临时杠杆率规则，美联储不会延长该临时实施的监管放松措施，美国大型银行将不得不从 4 月起恢复持有针对美国公债和央行存款的额外坏账准备资本金；其二，美联储官员卡普兰表示，预计美债收益率将升至 1.75%-2%，不支持用货币政策来影响收益率曲线；由于供应问题，2021 年的物价将会飙升，预计美联储将在 2022 年开始加息；其三，美联储主席鲍威尔 3 月 25 日接受 NPR 采访时表示，随着经济的好转，将逐步减少所购买的美国国债和抵押贷款支持证券的数量；并在经济几乎完全恢复之时，撤回在紧急时期提供的支持。当前，美联储虽然维持宽松的政策不变，直到经济出现实质性进展，但是不论是讲话还是行动，均体现出美联储的鹰派转向趋势，随着美国经济强劲复苏的持续，这一渐露头角的鹰派态度将会更加明显。

二季度，疫情风险依然存在，经济复苏所需的经济刺激需求依然存在，整体超宽松的货币政策和财政政策上半年不变。三季度，随着疫苗接种速度的加快带来群体免疫的实现，疫情风险的消退和美国经济的繁荣表现，叠加美国宽松的财政政策的退出，美联储将会开始讨论缩减购债规模，即释放缩减购债规模的信号。美联储官员方面，美联储官员亦会在鹰派转向的路上越走越远。利率方面，美国经济相对于欧洲等其他经济体的比较优势愈发明显，美国经济亦逐步进入繁荣期，同时参考金融危机后的加息路径，我们预计美联储将会在 2022 年开始加息，2022 年加息一次，2023 年则会加快加息步伐。

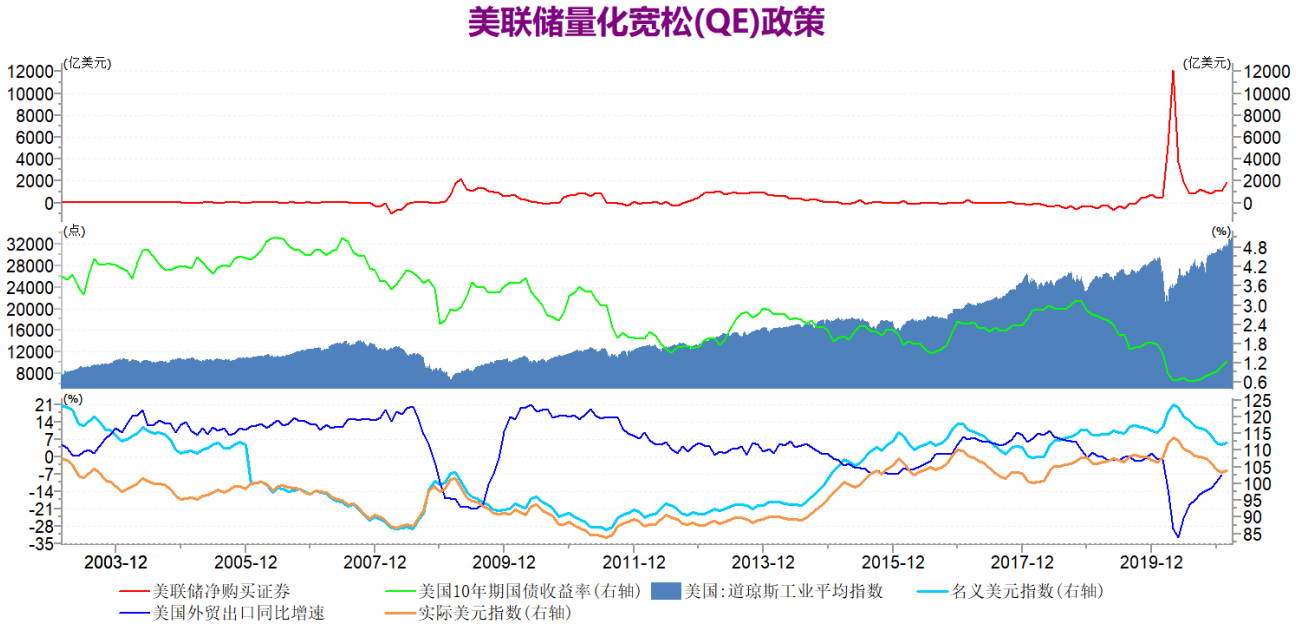

图 14 美联储量化宽松

数据来源：Wind、方正中期研究院

第四部分 欧洲三次疫情抬头 经济复苏劣势更加明显

两次疫情冲击，使得因英国脱欧和制造业危机而元气大伤的欧洲陷入经济衰退深渊，欧元区和英国在 2020 年均陷入深度衰退中。欧洲央行和欧盟及各国政府均采取超宽松的经济刺激措施，欧盟亦通过 7500 亿欧元的欧盟复苏基金计划，刺激经济实现快速修复。2020 年末，欧洲二次疫情全面爆发，新增确诊病例远高于一次疫情时的新增确诊病例，经济管控措施陆续实施，经济复苏的步伐和幅度受到冲击，经济复苏再度放缓，将出现二次回落风险。2021 年 3 月，欧洲三次疫情再度抬头，德法等经济体再度采取封锁措施，对经济形成冲击。疫情继续冲击欧元区经济，预计一季度将会继续呈现负增长，二季度开始强势反弹，三、四季度则会回归常态。但是因为内生经济增长动力不足和政治因素，欧元区经济的复苏进展和幅度均不及美国，随着三次疫情的爆发，与美国的差距会加大，这在一定程度上不利于欧元的走势。另外，超宽松的经济政策，本就债务危机严重的欧盟及各国政府，超宽松的经济政策将会加大赤字率和债务负担，未来主权债务危机或难以避免。

英国方面，二次疫情的爆发，约翰逊再度加大经济活动管控力度，经济复苏的步伐和幅度受到冲击，持续复苏的经济在四季度再度走弱，但是疫情的有效防控使得英国避免了二次探底的发生；2020 年，因为疫情和脱欧的冲击，英国经济或出现 9.9%的萎缩；2021 年，随着疫情的有效管控，英国协议脱欧的有序进行，经济活动将会持续的恢复，经济将会持续的复苏，预计 2021 年 GDP 将会出现 3%-4%的增长。具体季度来看，一季度将会出现 7%-7.5%的负增长，二季度则会大幅反弹至 15%左右，随后走弱，稳定在 4%-5%附近；顶峰将会因为基数问题而出现在二季度。

一、 欧洲二、三次疫情持续冲击经济

2020 年秋冬季以来，欧洲二次疫情全面恶化，社交隔离措施和经济活动管控再度提上日程，法国、德国、英国、西班牙等主要经济体陆续采取新一轮的管控。二次疫情的严重程度远高于一次疫情，欧洲单日新增确诊人数最多时达到接近 40 万，法国单日新增确诊人数峰值达到 9 万，欧洲累积确诊人数亦突破 4000 万，其严重程度远高于美印等国。随后，英国出现变异毒株，其传染性和致死率更为严重，英国疫情再度恶化，管控措施再度升级，并且已经逐步转移到欧洲各国甚至是世界主要经济体，这再度加剧了市场的恐慌情绪。值得庆幸的是，当前的疫苗对英国的变异毒株依然有效，这大大降低了其危害性。2021 年 3 月以来，欧洲三次疫情呈现爆发的趋势，而阿斯利康疫苗的安全性问题对疫情的防控效果大幅减弱，法国、德国、意大利等主要经济体均采取新一轮的管控措施，经济再度受到冲击。

虽然欧洲一次疫情防控比较到位，有效控制住了疫情，但是在 2020 年夏天没有坚持住严格的防疫措施，社交管控措施放开的过早，防疫措施被忽略，故没能有效的预防二次疫情的爆发，而英国出现的变异毒株则加大疫情的严重程度。欧洲二次疫情峰值虽然已过，但是风险依然存在，只能等待疫苗的广泛接种来应对之。在二次疫情和英国变异毒株的冲击下，欧洲经济亦出现二次回落。而三次疫情爆发和阿斯利康疫苗的安全问题，对的经济的冲击再度出现，使得欧洲与美国的经济差距愈发明显。欧洲疫情的控制寄希望于疫苗的广泛接种，随着疫苗接种速度的加快，欧洲疫情将会在三季度得到有效的控制，对经济的影响亦逐步消退。

二、 疫情拖累法德经济表现 疫情过后将会迎来强劲复苏

受二次疫情以及政府再度加强社交管控影响，季节性调整后，德国 2020 年第四季度的国内生产总值仅环比小幅增长了 0.1%，虽略微好于零预期，但是远低于 8.5%的前值。德国第四季度的恢复态势明显放缓，尤其对私人消费和服务业造成重创，仅靠商品出口和建筑业投资为经济提供部分支撑。2020 年全年 GDP 方面，德国 GDP 同比萎缩 5%，这是 2009 年以来首次

陷入衰退，亦创下 1945 年以来的第二大跌幅。因为疫情防控的有效性，经济表现依然好于市场预期和金融危机期间的经济表现。疫情冲击下，德国一季度 GDP 依然会偏弱，随后则会持续强劲复苏。

法国方面，受二次疫情和封城影响，2020 年第四季度国内生产总值环比下降 1.3%，虽略好于预期，但是远低于前值；2020 年全年经济萎缩 8.3%，为自第二次世界大战以来创纪录的严重经济衰退，其中居民消费下降 7.1%为最核心的拖累因素之一。法国疫情依然严重，一季度 GDP 依然会偏弱，随着疫情的有效控制，二季度开始将会进入强势复苏阶段。德法经济体的略超预期表现以及后市走势亦决定了欧元区 GDP 的表现和后市走势。

2021 年，随着疫苗的接种加速和疫情风险的消退，法国和德国经济本应该进入强劲复苏期，1-2 月强劲的宏观数据亦说明了经济复苏的强劲。然三次疫情再度来袭，法国和德国等欧洲主要经济体加大防疫管控力度，经济复苏受到影响，故一季度经济仍将会偏弱；二季度开始，经济进入强劲复苏期。

三、 欧元区二、三次疫情冲击 经济二次探底难以避免

受二次疫情和再次封锁影响，欧元区第四季度 GDP 年率终值录得-4.9%，表现高于-5%的市场预期，然较第三季度的-4.3%出现回落，但仍然处在双底衰退的边缘。据欧洲统计局统计，欧元区 2020 年 GDP 全年增速萎缩 6.8%，远低于全球和美国-3.5%的增速。当前，二次疫情得到有效控制后，再度爆发三次疫情，变异毒株持续冲击经济，阿斯利康疫苗亦出现安全问题，欧洲主要经济体再度采取严格的防疫措施，这意味着欧元区经济出现双底衰退的可能性是非常大的，疫苗的广泛接种将会逐步改变这一疲弱态势，预计二季度开始，经济将会进入强势复苏中，但是其复苏的步伐和幅度均弱于美国。分季度来看，一季度经济依然维持 2%-2.5%的负增

长，二季度因低基数影响会出现 12%左右的涨幅，随后走弱，会维持在 3%-4%附近。基于疫情的有效防控和协议脱欧的影响，随着全球经济持续复苏拉动有效需求，预计 2021 年 GDP 将会出现 4.5%-5.5%的增长。

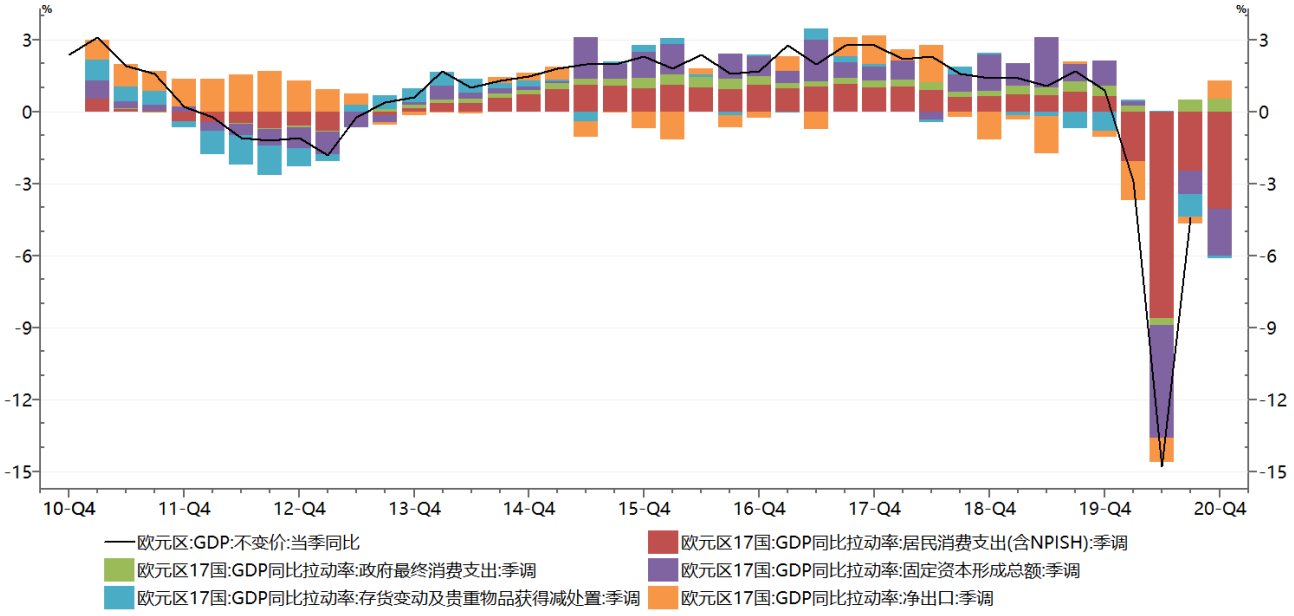

图 15 欧元区 GDP 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

四、 欧洲央行虽决定加快购债速度 但无意扩大刺激规模

欧洲央行 3 月议息会议基本符合预期，利率决议按兵不动，维持基准利率和量化宽松政策不变，承诺未来几个月加快购债步伐以遏制债券收益率上升；据知情官员透露，尽管欧洲央行承诺将加快购买速度以使收益率受控，但多数官员无意扩大 1.85 万亿欧元的紧急债券购买计划，此外，如果经济前景允许，购买速度将会放缓；据报央行的月购债规模将在 600 亿至 1000 亿欧元之间。

随后的新闻发布会，欧洲央行行长拉加德表示，2021 年一季度经济继续疲软，总体经济形势将有改善；收益率上升会给融资环境带来风险，不加以控制可能会导致过早的紧缩；加快

购债的决定得到了货币政策委员们的一致支持，随时准备根据需要调整所有工具；央行不会被暂时的通胀跃升蒙蔽，不会采取收益率曲线控制措施。

欧洲央行的决议和声明符合我们预期，维持当前宽松政策不变，并承诺在必要情况下，调整购债规模，向持怀疑态度的市场表示，该行决心为稳健的经济复苏奠定基础。我们认为欧洲基准利率已经处于负值，处于流动性陷阱状态，进一步降息的作用不大，故进一步降息的可能性微乎其微。欧洲央行更多的措施主要在于量化宽松规模及政策的调整；当前，二次疫情对欧元区经济的影响已经开始减弱，三次疫情影响存在但是有限，随着疫苗的使用和有效的管控，经济将处于持续好转中，货币政策暂时没有进一步宽松的必要，后期则会视疫情进展和经济复苏程度进行微调。

五、 英国经济一季度大幅回落 然可以避免双底衰退

自 2016 年 6 月脱欧公投通过后，英国和欧盟就进入长达四年之久的脱欧谈判，历经多次谈判失败与延期后，期间更有谈判破裂的危险，在 2020 年 12 月 31 日的最后脱欧期限来临前，英欧均作出让步，最终实现协议脱欧，英欧经济关系得以重塑，经贸合作将在新框架下有序进行，这有利于英国和欧盟经济的复苏，亦有利于英镑欧元的持续上涨，仍有较大的上涨空间。

欧洲二次疫情爆发之际，英国出现变异毒株，其传染性和致死率比之前的新冠病毒要高很多，引发市场的恐慌，英国则再度封城封国亦加大防控措施，避免疫情的持续恶化。英国应对变异新冠病毒的提级防控措施，使英国经济在去年第三季度刚有所好转后再度趋缓。虽然当前新冠疫苗在英国已经开始接种，但仅仅接种了 3000 万，接种比例仅有 50%，对于疫情的防控效果依然有限，一季度经济依然无法得到实质性的上涨。随着疫情接种的加快，英国、经济、社会生活等逐步开启复苏之路，世界主要投行亦是上调了 2021 年英国经济增长的预期。

经济增长具体数据来看，英国四季度GDP和2020年GDP数据方面，英国2020年第四季度GDP同比终值下降7.3%，略好于-7.8%的预期和初值，第四季度政府支出进一步复苏，商业投资也在一定程度上复苏；12月GDP环比增长1.3%，其表现好于1%的预期增和-2.6%的前值,12月份的超预期增长意味着英国经济有可能避免自上世纪70年代以来再次出现双底衰退现象。英国四季度GDP数据小幅上升，再次证实了英国经济的韧性，尽管当时英国正处于11月的封锁期。2020年英国GDP下滑9.9%，刷新历史新低，较此前历史最大年降幅高出逾一倍，亦是全球主要经济体中衰退程度最严格的国家；英国疫情蔓延和变异毒株的出现，叠加英国脱欧的负面影响，对英国经济的冲击非常明显。由于疫情限制收紧，第一季度的经济状况将会继续受到打击，但由于疫苗的快速推出，2021年第二季度的前景看起来很光明。

双底衰退是指经济体经济短暂脱离衰退后，然后再度陷入衰退；经济衰退通常被定义为连续两个季度出现经济萎缩。虽然从11月开始，英国再度收紧疫情防控措施，对经济形成一定的冲击，然新冠疫情检测和疫苗接种的加速对12月经济数据形成较大的利好，去年第四季度经济保持了增长态势；去年10月至12月，英国经济总体增长1%。随着疫情的冲击和疫苗接种的不及预期，防疫措施的收紧冲击，预计今年第一季度英国经济活动将急剧下降，或出现7%以上的跌幅；但是疫苗接种计划的实施以及逐步放宽的限制措施，英国经济增长将会从第二季度开始加快，故双底衰退得以避免的可能性大。

二次疫情的爆发，约翰逊再度加大经济活动管控力度，经济复苏的步伐和幅度受到冲击，持续复苏的经济在四季度再度走弱，但是疫情的有效防控使得英国避免了二次探底的发生；2020年，因为疫情和脱欧的冲击，英国经济出现9.9%的萎缩；2021年，随着疫情的有效管控，英国协议脱欧的有序进行,经济活动将会持续的恢复,经济将会持续的复苏,预计2021年GDP将会出现5%-5.5%的增长。具体季度来看，一季度将会出现6.5%-7.5%的负增长，二季度则会

大幅反弹至 15%左右，随后走弱，稳定在 4%-5%附近；顶峰将会因为基数问题而出现在二季度。

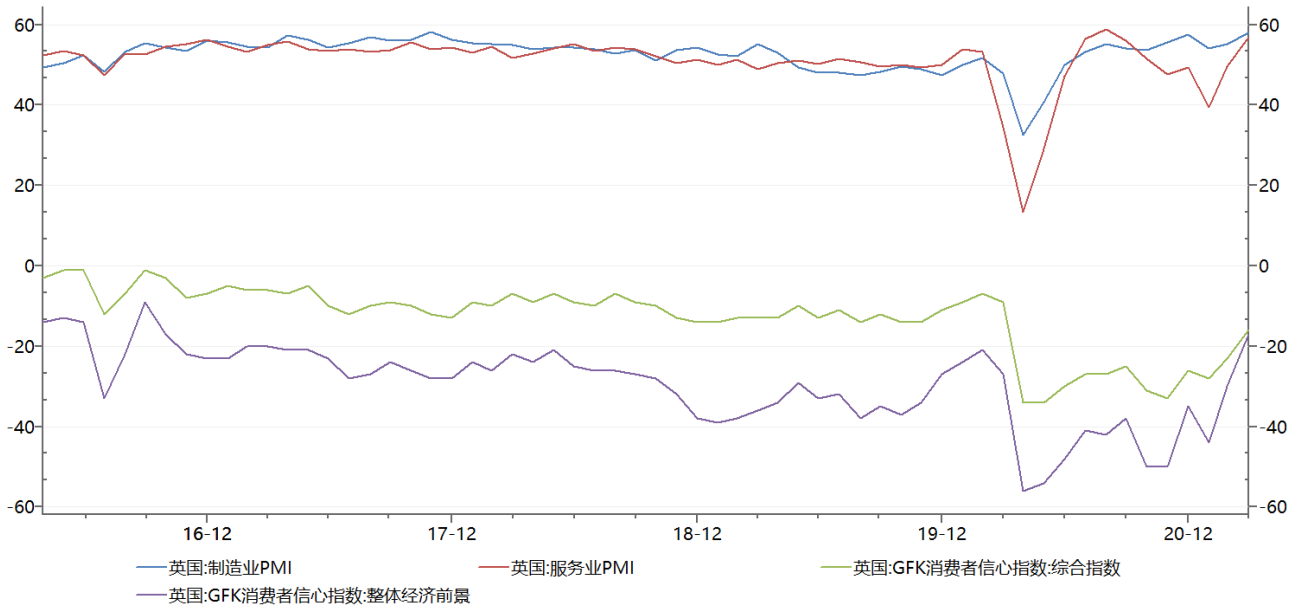

图 16 英国企业活动与消费者信心指数

数据来源：Wind、方正中期研究院



图 17 利率、国债与英镑

数据来源：Wind、方正中期研究院

第五部分 日本经济连续增长 日本央行则维持宽松政策

日本疫情的有效防控，经济复苏效果明显，日本经济亦是连续两个季度增长。随着疫情风险的逐步消退，全球有效需求的恢复，以出口贸易导向型为核心的日本经济受到提振，亦会迎来加速修复，2021 年全球经济的复苏将会有助于日本进出口贸易的恢复，带动经济幅度的幅度，预计 2021 年日本经济将会出现 3%-3.5%的增长。分季度来看，一季度经济依然维持 2%-2.5%的负增长，二季度因低基数影响会出现近 8%左右的涨幅，随后持续走弱，四季度或跌至 2%以下。虽然日本经济在持续复苏，但是复苏的程度依然有限，疫情风险依然没有解除，故日本央行维持宽松的货币政策和日本政策维持宽松的财政政策，对于经济的持续复苏至关重要。故在 2021 年前三季度，日本政府财政政策和日本央行货币政策不会急转弯，会继续当前的宽松，刺激经济继续回暖。

一、 日本经济连续两个季度增长

日本 2020 年经济增速初值及四季度经济数据公布，日本 2020 年实际 GDP 下降 4.8%，为 2009 年以来首次下降，疫情对日本的经济冲击非常严重。日本第四季度实际 GDP 年化环比初值增 12.7%，为连续第二个季度增长，虽然不及 22.9%的前值，但是表现强于 9.5%的预期，第四季度虽然比上一季度有所放缓，但仍保持了较高的增长率；第四季度 GDP 环比增长 2.8%，表现虽不及 5.3%的前值，但是强于 2.3%的预期。

日本疫情的有效防控，对于日本经济的复苏影响效果明显，日本经济亦是连续两个季度增长。随着疫情风险的逐步消退，全球有效需求的恢复，以出口贸易导向型为核心的日本经济受到提振，亦会迎来加速修复，一季度表现可能依然会偏弱一些，但是随后则会迎来强势复苏期。

2021 年全球经济的复苏将会有助于日本进出口贸易的恢复，带动经济幅度的幅度，预计 2021 年日本经济将会出现 3%-3.5%的增长。分季度来看，一季度经济依然维持 2%-2.5%的负增长，二季度因低基数影响会出现近 8%左右的涨幅，随后持续走弱，四季度或跌至 2%以下。

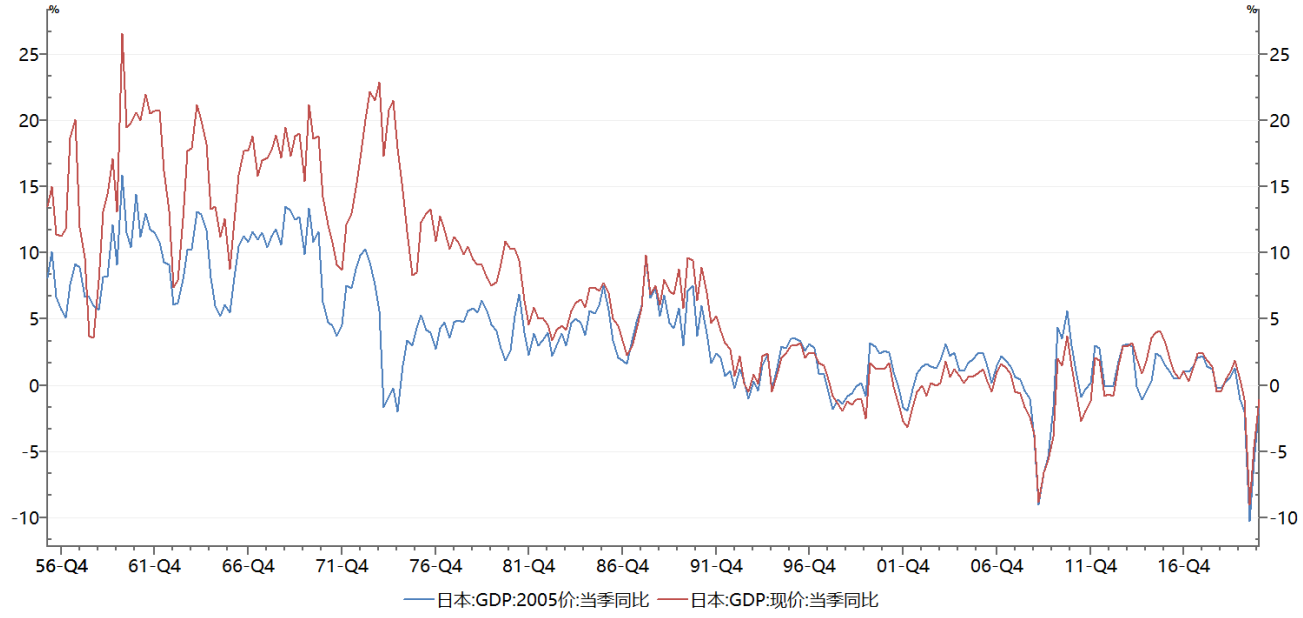

图 18 日本 GDP 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

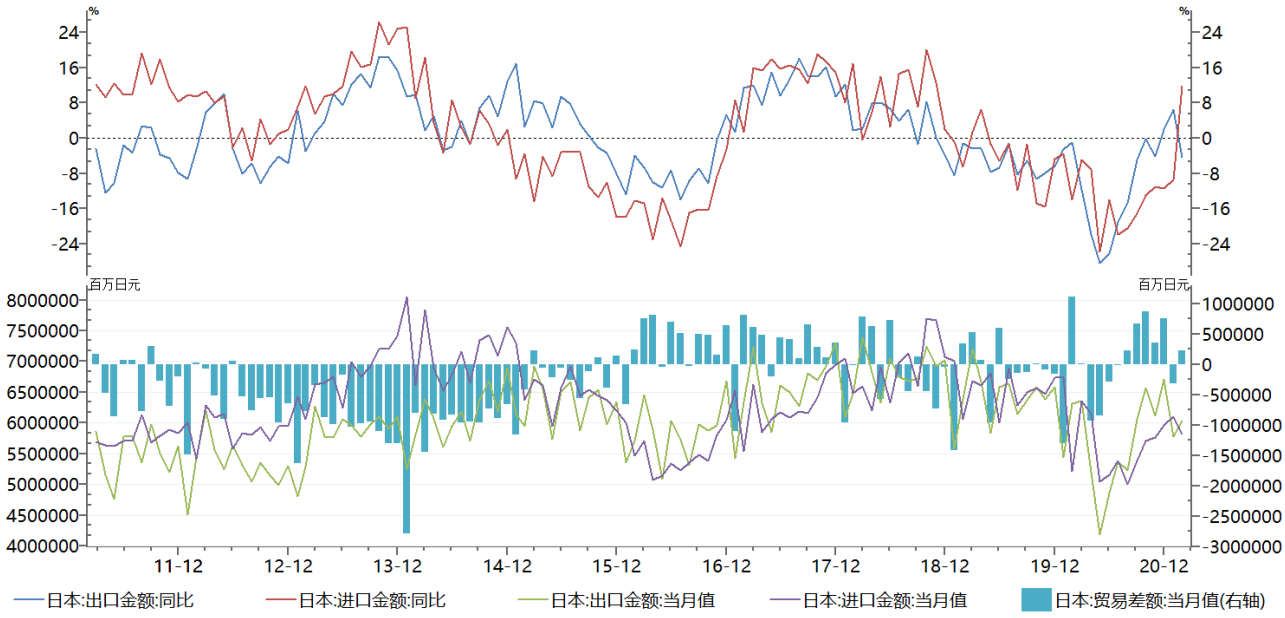

图 19 日本进出口走势与预测

数据来源：Wind、方正中期研究院

二、 日本企业活动持续低迷 经济复苏动力不足

最新数据显示，日本 2 月日经/Markit 制造业 PMI 初值录得 52，表现强于 51.4 的前值，持续扩张恢复；3 月日经/Markit 服务业 PMI 初值录得 46.5，表现略强于 45.8 的前值，仍然处于萎缩期；基于制造业和服务业的疲弱表现，日本 3 月日经/Markit 综合 PMI 初值仍然处于萎缩中。日本经济增长动力不足，依然会拖累一季度经济表现。和欧美企业活动的持续扩张相比，日本企业活动依然低迷，经济增长动力不足，日本内在的经济结构性问题凸显。PMI 数据背后，是整个供应链的疲弱，疫情影响需求是近因，但早在疫情之前，动荡便已经开始，产能过剩阴影笼罩，贸易摩擦此起彼伏。私营部门产出下滑，令制造业 PMI 指数整体承压，亦为第四季度经济疲软设定基调，日本经济在未来数月或将面临挑战。

日本制造业和服务业企业活动虽然持续边际好转，但是整体依然处于萎缩状态，经济增长动力不足，二次疫情风险显现，外需不足，日本企业活动将会再度受到冲击，经济增长动力不足。在经济增长动力不足背景下，经济复苏幅度受到影响，一季度经济仍将处于萎缩中；然经济复苏的趋势依然不变，主要是进出口贸易的修复在拉动经济复苏，预计日本 2021 年经济将会继续好转。

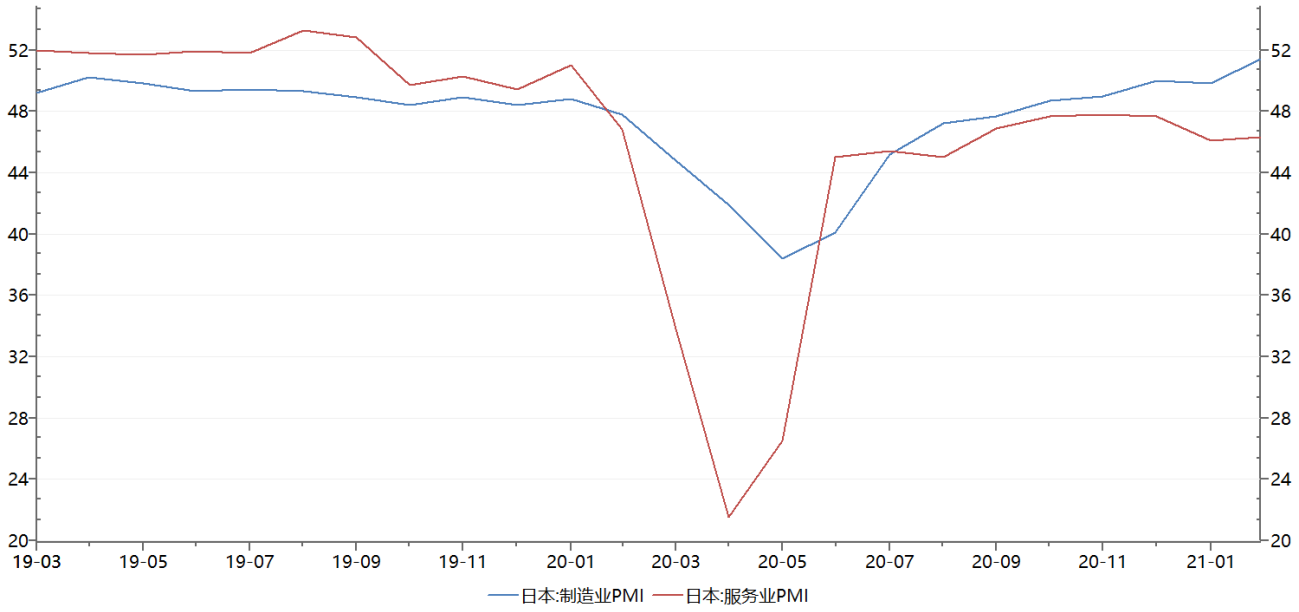

图 20 日本制造业和服务业 PMI

数据来源：Wind、方正中期研究院

三、 日本将会维持宽松政策不变

日本央行 3 月议息会议整体符合预期。会议摘要显示，利率决议维持不变，但取消 6 万亿日元 ETF 购买目标下限，扩大国债收益率波动区间。几位央行决策者认为，遭受疫情冲击的国内经济开始出现亮点，他们同时并讨论了使央行超宽松货币政策更可持续的举措。确保当前的政策框架能够以稳定的方式持续下去，对于承诺保持宽松的货币政策非常重要；希望当前的政策框架能够形成未来几年货币宽松政策的基本指导。日本央行对货币基础的承诺，在显示其不会轻易退出超宽松政策的决心方面发挥了关键作用。从稳定市场价格的角度来看，让长期收益率在日本央行目标上下浮动 0.25%是可取的，必须在一定程度上通过使用新的市场操作工具以使新的收益率目标区间得以应用。在物价方面，一些委员警告称通缩或长期物价停滞风险仍是日本央行的主要担忧，即使一些西方经济体出现通胀上升情况。

日本央行行长黑田东彦此前表示，宽松政策将继续，并有望长期保持，尚未考虑退出。日

本消费物价预计将逐步加速，不过实现 2%的目标需要时间。将根据当前的指导方针继续灵活地购买 ETF，现在考虑退出宽松政策和 ETF 购买还为时过早，购买 ETF 仍是必要的政策。

整体而言，日本央行维持基准利率、10 年期国债收益率目标以及 12 万亿日元 ETF 购买上限不变，但将 10 年期国债收益率波动区间调整为-0.25%至 0.25%，并删除 6 万亿日元年度 ETF 购买目标。货币宽松政策将持续更长时间，将在需要时引入新的工具来设定利率限制。鉴于日本央行的信息是保持其持续的宽松立场，日本央行可能并不急于减少债券购买。预计 10 年期收益率不会达到 0.25%这一所容许区间的上限，曲线的变陡会非常温和。超长期债券的减码步伐会非常缓慢。

财政方面，日本财务大臣麻生太郎表示，日本、英国、美国和法国等多数 G7 集团国家同意，现在不是撤回对受疫情打击的经济体的财政支持的时候。何时从疫情危机模式转向财政恢复模式至关重要，主要经济体应协调时机。日本的财政状况已经严重恶化，需要关注债券收益率。

虽然日本经济在持续复苏，但是复苏的程度依然有限，疫情风险依然没有解除，故日本央行维持宽松的货币政策和日本政策维持宽松的财政政策，对于经济的持续复苏至关重要。故在 2021 年前三季度，日本政府财政政策和日本央行货币政策不会急转弯，会继续当前的宽松，刺激经济继续回暖。

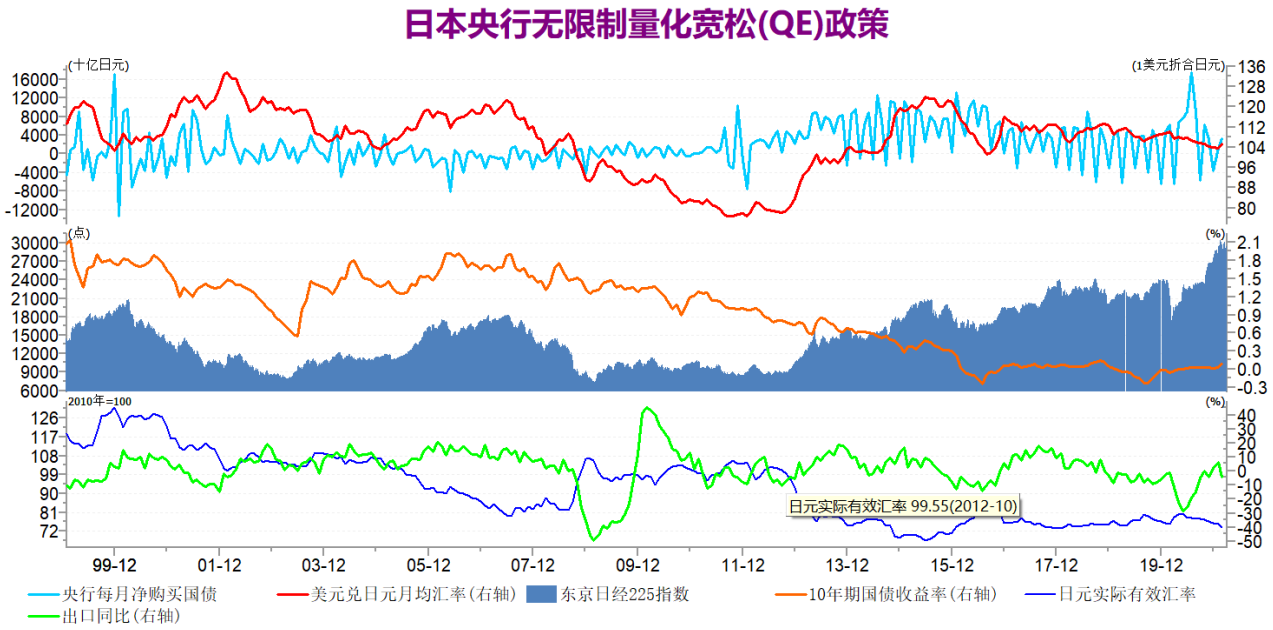

图 21　日本央行无限量 QE 政策

数据来源：Wind、方正中期研究院

第六部分 疫苗接种决定修复进展 新兴市场经济复苏程度有限

新兴市场方面，新冠肺炎疫情的趋势依然是最大的风险点，而政府对疫情的防控程度和疫苗的接种速速，则决定了本国经济的复苏状况。2021 年以来，新兴市场疫情虽然有明显好转，但是巴西、印度和南非的疫情依然严重，特别是巴西和印度的疫情依然处于失控的状态，俄罗斯疫情有好转的迹象，但是依然处于二次疫情的困境中。作为老牌强国的俄罗斯可以借助辽阔的地域环境和先进的医疗技术和医疗资源，以及比较先进的疫苗接种应对疫情。印度、巴西和南非以及整个非洲医疗技术和医疗资源都较为匮乏，政府当局难以做出有效的应对措施，疫情大面积蔓延，疫苗购买权和疫苗购买量亦有限，短时间内将会难以有效控制；巴西政府疫情防控措施不力，导致疫情大范围蔓延，整个国家疫情亦处于失控的状态。新兴市场疫情的大爆发对于本国经济的冲击将会比欧美发达国家更为严重，疫情的防控救助将会更加艰难，对经济的冲击亦会非常严重。当前，新兴市场疫情峰值虽然已过，但是依然严重，并且救助措施相对有限，故疫情风险将会继续冲击经济。

在疫情冲击下，印度、南非和巴西等新兴市场国家二季度经济均出现创纪录的萎缩，特别是印度二季度 GDP 同比大幅下跌 24%；三季度经济开始复苏反弹，但是同比依然偏弱，印度和南非依然维持 6%-7%的萎缩；四季度经济复苏速度加快，印度经济则反弹至正增长，虽然涨幅仅有 0.41%，而南非依然维持 4%的萎缩。全年来看，2020 年，俄罗斯经济萎缩 3.1%，巴西经济萎缩 4.1%，南非经济萎缩 6.9%，印度方面，印度 GDP 将萎缩 7.7%，这也是印度 40 年来最糟糕的经济表现。

疫情对新兴市场的冲击尤为严重，疫情的有效防控亦直接作用于经济的复苏进展。俄罗斯疫情防控效果较为明显，故俄罗斯的经济衰退幅度有限，且复苏进展较快，预计 2021 年 GDP

将会增长 3%-4%；巴西疫情较俄罗斯严重，政府防疫无为是疫情失控主要原因，没有采取社交管控措施，故生产生活影响相对有限，2021 年 GDP 将会出现 3.5%-4.5%的萎缩；南非经济本就处于衰退期，疫情的发展则使得经济陷入深度衰退中，预计南非 2021 年 GDP 或出现 3%-3.5%的增长；印度 2021 年开始复苏反弹，或出现 8%-10%的增长。新兴市场国家将会继续深化量化宽松政策，积极开展财政政策调控，当然未来的债务危机亦比较严重。

整体来看，因为疫情的发展与防控情况的差异，新兴市场国家经济复苏将会出现较大的分化，印度和南非经济将会因为疫情的持续恶化而表现最差，俄罗斯因为疫情防控的有效性则会表现最好，巴西经济表现亦会比较差，但是其复苏进展会快于印度和南非。

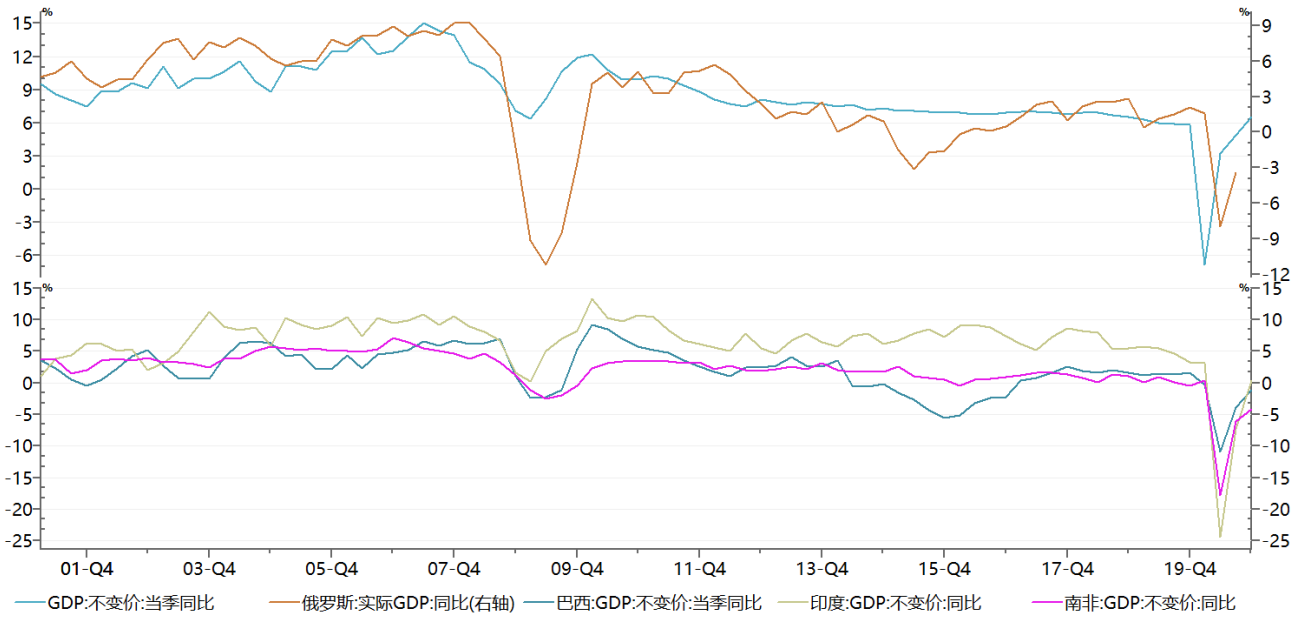

图 22 新兴市场国家 GDP 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

第七部分 全球宏观综合展望及资产配置分析

一、 全球宏观经济综合展望

2021 年以来，全球疫情好转趋势明显，当然欧洲三次疫情和变异毒株的影响市场情绪和需求预期，但是好转趋势不变；随着疫苗接种的加速，叠加天气转暖利于疫情的防控，疫情好转趋势更加明显，预计在下半年则会进入尾声，当然疫苗在发达国家和发展中国家的分配不均问题是后期的一大风险点。

疫苗广泛接种有效缓解疫情形势后，欧美日等经济体经济将会进入强劲复苏期；2021 年全球经济将会强势复苏，因为疫情扰动和政策应对，美欧经济复苏的步伐和幅度差距愈发明显。另外，疫情影响与政策应对的大环境下，疫情新常态下亦面临诸多的新风险点，如疫苗安全风险和分配不均问题、主权债务危机风险、通胀风险等，这些风险点仍需要警惕。

疫情风险逐步消退，世界主要经济体均开启强劲复苏周期。拜登入主白宫后，重点解决疫情和经济复苏问题，美国经济复苏为主旋律；拜登政府新一轮 1.9 万亿规模的财政刺激措施落地后，市场的关注焦点在于新的基建计划的进展。财政刺激计划的实施，通过发债来筹集资金，虽然美联储没有跟随联邦政府行动，但是美联储维持当前的购债规模不变，这亦是被迫买单的表现，下半年则会开始讨论缩减购债规模的货币政策转向问题，预计 2022 年开始第一次加息。

疫情继续冲击欧元区经济，预计一季度将会继续呈现负增长，二季度开始强势反弹，三、四季度则会回归常态。受二次和三次疫情影响，叠加内生经济增长动力不足和政治因素，经济复苏的步伐和幅度均慢于美国。另外，超宽松的经济政策，本就债务危机严重的欧盟及各国政府，超宽松的经济政策将会加大赤字率和债务负担，未来主权债务危机或难以避免。

随着疫情风险的逐步消退，全球有效需求的恢复，以出口贸易导向型为核心的日本经济受

到提振，预计 2021 年日本经济将会出现 3%-3.5%的增长。当然，疫情风险依然没有解除，故日本央行维持宽松的货币政策和日本政策维持宽松的财政政策，对于经济的持续复苏至关重要。

二、 2021 年二季度资产配置分析

疫情冲击，政策应对以及经济强劲复苏大环境下，资产配置机会依然较为明显。

首先重点关注美元指数和美债收益率，因为美元指数和美债收益率是大宗商品的锚。美债收益率方面，二季度，通胀预期仍较强，对于美债收益率形成支撑，叠加实际利率的震荡偏强走势，美债收益率将会稳定在 1.6-1.8 的水平，不排除突破 1.8%的可能。二季度末始，通胀预期的下降对美债收益率形成负面影响；美国经济强劲复苏，联储开始释放调整货币政策信号，实际利率大幅增加，实际利率的上行幅度或将显著高于油价调整对通胀预期的负面影响，因此十年期美债收益率仍有望在第三季度继续上升，不排除涨至 2%以上的可能；2022 年将会回到 2.5%-3%区间。

美元指数方面，欧洲三次疫情愈发明显增加避险情绪，美欧经济比较优势更加突出，经济复苏前景乐观，美联储官员表态出现鹰派转向，美元指数继续涨至 93 上方，美元今年以来的涨幅已超过 3.6%。我们认为美元指数在年内将会继续反弹，年中前后涨至 94.7 上方的可能性比较大。

CRB 大宗商品指数方面，3 月以来，美债美元的强势表现对大宗商品价格形成利空；另外，欧洲三次疫情出现恶化趋势，这冲击大宗商品的需求预期。故持续上涨的大宗商品在 3 月份出现震荡偏弱调整的趋势，但是回调程度有限，没有逆转整体的上涨趋势。在宽松政策和经济强劲复苏带动需求和供给依然偏弱矛盾下，大宗商品在二季度仍有一波上涨趋势，仍可以考虑逢

低做多。二季度末开始，全球经济开始由强劲复苏逐步回归常态，货币政策亦会逐步转向，对于大宗商品而言形成较大的冲击，故二季度末开始面临大宗商品的回调。

全球主要经济体继续维持宽松的量化宽松政策，美债美元整体强势使得黄金大幅下跌，我们依然认为短期回落正是抗通胀黄金二季度配置的机会。疫情好转后，全球经济强劲复苏，原油的需求将会持续恢复，当然 OPEC+产油国的产量亦会逐步的增加，但是整体需求会拉动油价，我们认为油价将会逐步从供给主导转向需求主导，二季度布伦特原油仍有测试 70 美元关口的较大可能。

对于有色板块而言，当前已经处于高位，特别是铜铝价格均处于高位，美债美元上涨使其回调，但是回调幅度有限；考虑到经济基本面的持续复苏、美欧持续的宽松经济政策、供需出现矛盾等因素影响，我们认为有色金属板块仍有上涨的空间，因此二季度依然建议回调做多，谨慎做空。

整体来看，2021 年二季度，新冠肺炎疫情对全球金融市场和全球经济的影响继续减弱，局部疫情风险影响相对有限；随着疫苗接种速度加快，美欧等主要经济体均进入强劲复苏期，欧美等主要经济体则维持超宽松的经济政策不变，促进经济的复苏。对于金融和商品市场而言，经济的强势复苏、超宽松的经济政策、通胀风险的显现等因素，大宗商品及美欧股市等风险资产仍有上涨空间，抗通胀资产亦维持逢低做多思路，美债美元强势使得出现回调，应该选择逢低时加仓商品资产，谨慎做空，债券资产暂时仍不建议配置。二季度末，商品市场将会迎来回调，而债券市场配置价格更加明显，故二季度中下开始减少商品资产配置，增加债券资产配置。当然，经济恢复和资产配置转折点可能会因预期走完而提前出现，可能会提前到二季度中期，需要密切关注。

联系我们：

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层； 上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 7C	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层； 上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 11 层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881295
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路 48 号楼 4 层 408 室	010-68578987
河北分公司	唐山市路北区金融中心 A 座 2109、2110 室	0315-5396886
上海分公司	中国（上海）自由贸易试验区浦东南路 360 号 2307 室	021-50588107/ 021-50588179
湖南第一分公司	长沙市雨花区芙蓉中路三段 569 号陆都小区湖南商会大厦 26 层 2618、2619、2620、2621、2622、2623 室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路 53 号楷林商务中心 C 座 2304、2305、2306 房	0731-84118337
北京朝阳营业部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼 19 层 2201 室	010-85881205
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路 9 号 1 号楼 12 层 8-9 号	010-62681567
北京石景山营业部	北京市石景山区金府路 32 号院 3 号楼 5 层 510、511 室	010-66058401
天津营业部	天津市和平区大沽北路 2 号 2608、2609	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津经济技术开发区第一大街 79 号泰达 MSD-C3 座 1506 单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街 7 号正翔国际 S1-B81107	0472-5210710
保定营业部	保定市朝阳北大街 2238 号汇博上谷大观 B 座 1902、1903 室	0312-3012016
邯郸营业部	邯郸市丛台区中华大街 89 号大连友谊时代广场 B 座 1105 室	0310-3053688
青岛营业部	青岛市市南区香港中路 61 号阳光大厦 21 楼 EH 单元	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路 329 号和融公寓 2 幢 1 单元 5 层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路 118 号 4 幢 1 单元 1F101 室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	中国（上海）自由贸易试验区南洋泾路 555 号 909 室、906 室	021-58381123
上海世纪大道营业部	中国（上海）自由贸易试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 11 层 07 单元	021-58861093
上海南泉北路营业部	中国（上海）自由贸易试验区南泉北路 429 号 1703 室	021-58991278
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路 132 号 17-6、17-7、17-8 室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦 5 幢 1010 室	0571-86690056

常州营业部	江苏省常州市钟楼区延陵西路 99 号嘉业国贸大厦 3201、3202 室	0519-86811201
南京营业部	南京市栖霞区紫东路 1 号 E2 栋 444 室	025-58061185
南京洪武路营业部	南京市秦淮区洪武路 359 号 1803、1804 室	025-58065958
苏州营业部	苏州工业园区通园路 699 号苏州港华大厦 1606 室	0512-65162576
苏州东吴北路营业部	苏州市姑苏区东吴北路 299 号（吴中大厦 9 层 902B、903 室）	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路 520 号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道 1619 号国际金融中心 A 座 307 室	0791-83881026
武汉营业部	武汉市硚口区沿河大道与武胜路交汇处武汉硚口区长江食品厂 C 地块旧城改造商业、办公楼栋/单元 18 层 7 号	027-87267756
岳阳营业部	岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际 11 栋 102 号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路 999 号中央商业广场 32/1124、1125（1 栋 1110、1111）	0731-28102713
郴州营业部	郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城 1 栋 10 楼	0735-2859888
长沙黄兴中路营业部	长沙市芙蓉区黄兴中路 168 号	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路 666 号时代广场（19 层 1902 号）	0736-7318188
深圳营业部	深圳市福田区梅林街道梅都社区中康路 128 号卓越梅林中心广场（北区）2 号楼 806	0755-82521068
广州营业部	广州市天河区林和西路 3-15 号 35 层 07,35 层 08,35 层 09	020-38783861
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 24 楼	021-20778922

重要事项：

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。