作　　者：宏观经济研究组　李彦森　史家亮
执业编号：F3050205（从业）　Z0013871（投资咨询）
联系方式：010-68578820 /shijialiang@foundersc.com
成文时间：2021年2月1日星期一

疫苗接种与政策应对 欧美经济复苏趋势不改

——2021 年 2 月全球宏观经济月报

方正中期期货 李彦森 史家亮

摘要

2021 年 1 月，疫情依然严重，变异毒株继续冲击经济，疫苗接种进展不及预期亦加剧市场恐慌。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，疫情将会出现明显好转趋势，疫情在下半年则会进入尾声。

欧美经济在 2020 年均陷入深度衰退中，虽然 2020 年下半年持续复苏，但是因为二次疫情和变异毒株的冲击，经济修复放缓，欧洲经济更是面临二次探底的风险。疫苗的接种进展为当前经济复苏的核心影响因素，当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。拜登入主白宫后，重点解决疫情和经复苏问题，美国经济复苏为主旋律，将会持续进行，美国将会再度推出万亿的财政刺激措施，而美联储维持当前的宽松货币政策不变，后面不排除为财政政策买单的可能，将会在 2021 年底或 2022 年初开始讨论缩减购债规模。

2021 年，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，全球经济深度衰退后均进入渐进复苏中，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，经济的渐进复苏、超宽松的经济政策、通胀风险逐步显现、美元的弱势等因素影响下，市场风险偏好较强，大宗商品及股市等风险资产仍有上涨空间，抗通胀贵金属仍有上涨空间，当然难免出现小幅回调风险，应该选择超跌或逢低时加仓风险资产，暂时谨慎长线做空。

目 录

第一部分 疫情接种进展不及预期 宽松政策将会持续 3
一、 全球疫情仍无好转趋势 疫苗进展为关注焦点 3
二、 美欧宽松经济政策将会持续 5
三、 CRB 商品指数 V 型反弹 未来仍有上涨空间 7
四、 美债飙升助美指反弹 然 2021 年震荡走弱趋势不变 11
第二部分 欧美 2020 年经济表现超预期 全球经济渐进复苏持续 13
一、 欧美经济复苏趋缓 不改渐进复苏趋势 13
二、 2021 年仍有诸风险点需警惕 16
第三部分 疫情防控与政策应对 美国经济复苏主旋律持续 19
一、 美国 2020 年经济增速创 1946 年以来新低 20
二、 美联储重申政策宽松立场 2021 年货币政策稳定为主 21
第四部分 欧洲经济二次探底 经济复苏步伐缓慢 23
一、 欧洲二次疫情和英国变异毒株持续冲击经济 24
二、 二次疫情拖累法德经济表现 疫情过后将会迎来强劲复苏 24
三、 欧元区经济或出现 7%的萎缩 2021 年或出现 5%的增长 25
四、 欧洲央行维持宽松政策，拉加德讲话依然鸽派 26
五、 英欧经济协议重塑 变异毒株使得英国经济复苏缓慢 27
第五部分 疫情防控与外贸恢复 日本经济渐进复苏 29
一、 疫情和内外需主导日本经济变动 29
二、 日本企业活动持续低迷 经济复苏动力不足 31
第六部分 疫情应对决定修复进展 新兴市场经济复苏分化 33
第七部分 全球宏观综合展望及资产配置分析 35
一、 全球宏观经济综合展望 35
二、 2021 年资产配置分析 35

第一部分 疫情接种进展不及预期 宽松政策将会持续

一、 全球疫情仍无好转趋势 疫苗进展为关注焦点

2020 年以来，新冠肺炎疫情取代全球贸易争端，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。无论是从新增确诊还是累计确诊趋势图分析，全球疫情仍然没有好转的趋势，仍然处于恶化中。截止到 1 月底海外确诊病例突破 1 亿例，累计死亡突破 220 万。美国确诊病例突破 2700 万，死亡突破 45 万；欧洲累积确诊病例突破 3000 万，死亡突破 70 万。

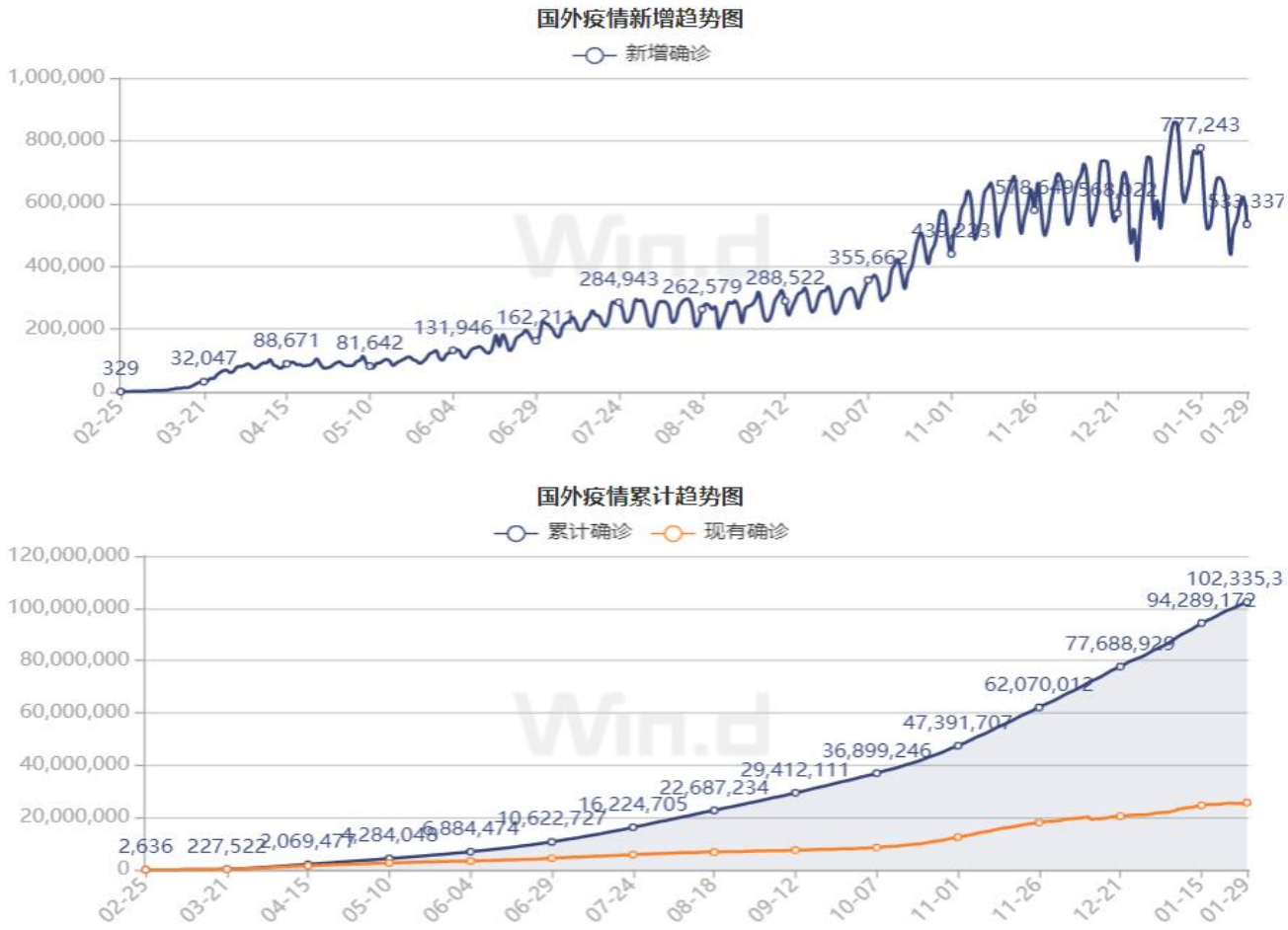


图 1 海外疫情趋势走势图

数据来源：Wind、方正中期研究院

欧洲二次疫情的全面爆发将全球二次疫情推向顶峰，而英国出现的变异毒株再次加大市场的恐慌，欧洲各主要经济体则采取新一轮的社交管控措施以应对二次疫情的冲击，持续复苏的经济则再度恶化，当前，欧洲二次疫情虽然顶峰已过，但是依然较为严重。二次疫情未结束之际，三次疫情来袭。美国政府防疫的不作为，美国大选集会无视社交距离的要求以及温度下降加快疫情蔓延。国内方面，2020 年冬季以来，北京、大连、天津、河北、东三省以及上海等地陆续出现疫情风险。政府社交管控加强，春节临近，多地政府提倡工作地过年，减少春节期间人员流动，降低疫情继续传播风险。人员流动控制、异地过年等政策，传统旺季需求将会受到一定的冲击，但是冲击相对有限。

当前，欧洲二次疫情依然严重，美国三次疫情持续恶化，巴西、印度等新兴市场疫情仍没有明显好转的趋势，国内二次疫情风险依然存在。2021 年初，天气寒冷利于疫情的传播，疫情不会出现明显好转趋势，将会继续影响经济。二季度，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，疫情将会出现明显好转趋势，疫情在下半年则会进入尾声，历时两年的新冠肺炎疫情亦将会过去。当然疫情的大幅好转，与疫苗的问世、量产和分配等问题密切相关，疫苗的大量使用是新冠肺炎疫情进入尾声的关键。

当前，疫苗的接种为关注的重点，2021 年以来，中国、美国等主要经济体逐步加大疫苗的接种，其中中国和美国接种的人数最多，均在 2000 万以上，美国已经接近 3000 万，其次为英国和以色列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，以色列的接种比例突破 50%，阿拉伯联合酋长国的接种比例亦达到 30%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。

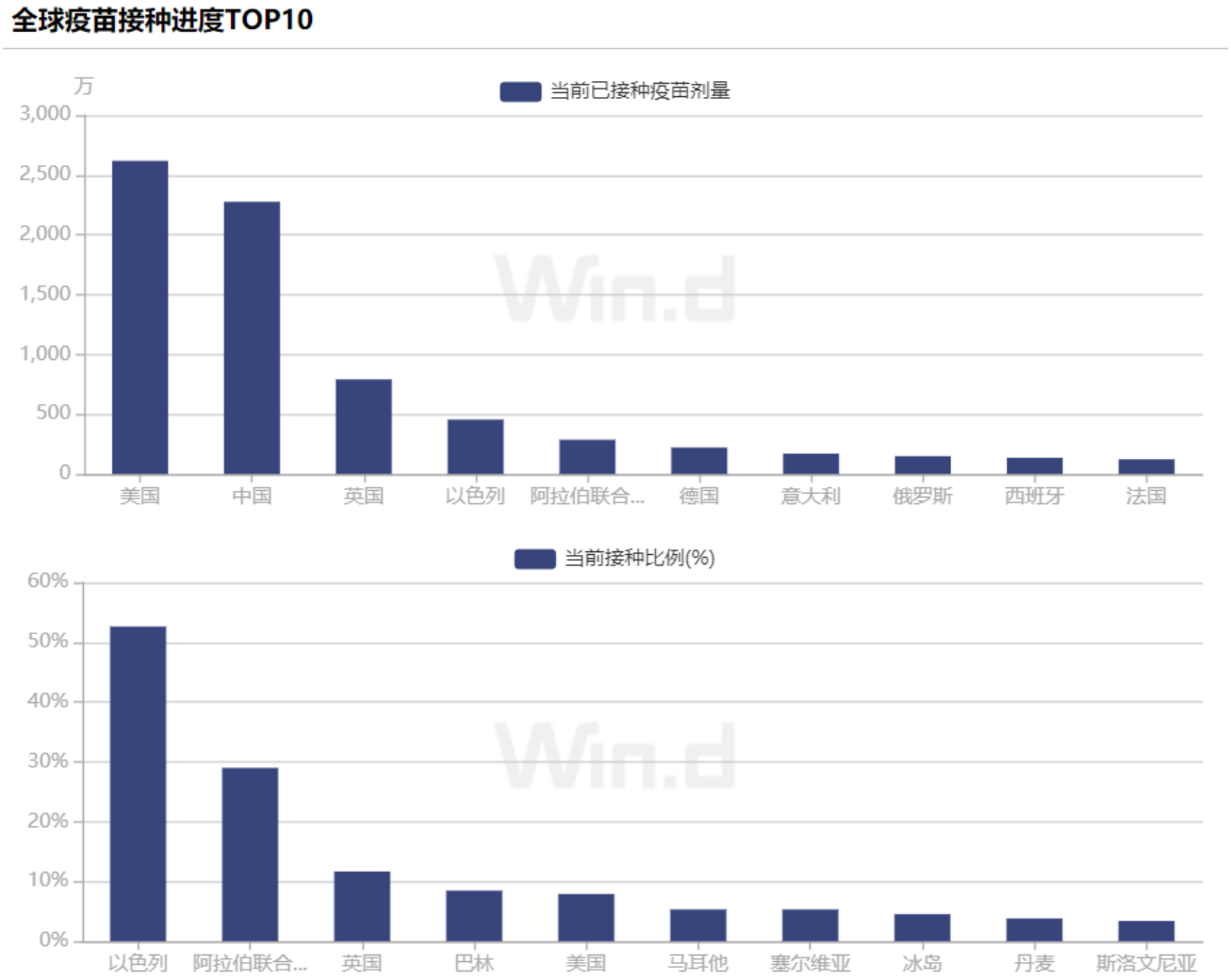


图 2 全球疫苗接种进度

数据来源：Wind、方正中期研究院

二、 美欧宽松经济政策将会持续

疫情冲击下，市场恐慌情绪引发全市场的抛售，金融市场和商品市场均出现大幅下跌，美元指数因为流动性危机而出现大幅上涨，从而加剧金融市场和商品市场的跌幅；严格的社交管控措施使得制造业和服务业均陷入停滞，经济和贸易活动陷入半停滞状态，全球经济陷入深度衰退中。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。

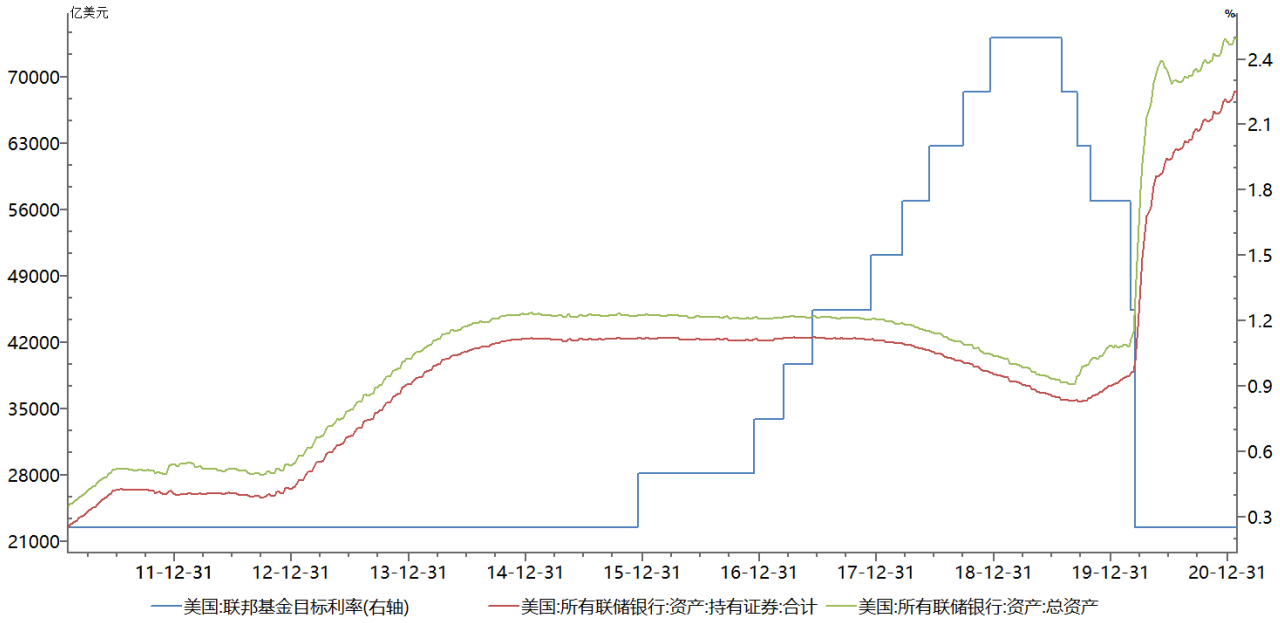


图 3 美联储超宽松货币政策分析图

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，美联储的货币政策会相对稳定，超低利率保持不变，量化宽松政策相对稳定。美国大选结束后，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（后期会调整）财政政策刺激措施将会推出，而美联储被迫买单，不排除推出新的量化宽松政策的可能（当前国债发放规模要远大于美联储购债规模），整体超宽松的货币政策和财政政策不变。随着疫情风险的消退和美国经济的回归常态化，2021 年底或者 2022 年初，美联储或开始讨论缩减购债规模。

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，最近的议息会议亦是维持总规模 1.35 万亿欧元的购债规模，依然强调将会动用所有工具来应对疫情和经济。欧洲央行行长拉加德表示，欧元区第四季度增速为负值，经济复苏有所延缓，但未偏离正轨，2021 年复苏的希望依然存在，毫无疑问欧洲央行将保持有利融资条件，央行将长期参与市场，确保经济有足够的廉价资金来应对新冠疫情及其后果；如果融资条件仍然有利，债券购买计划可以缩小，但如果需要更大的行动来维持有利的融资条件，则可以扩大。另外，欧洲央行据悉对市场排除降息可能性感到不安，认为需强调降息仍是可行选项。欧洲央行管委 Kazaks 指出，如果情况发生变化，不排除降息；现在无需降息，因为其他工具更为合适。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。欧洲央行更多的措施主要在于量化宽松规模及政策的调整。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。

三、 CRB 商品指数 V 型反弹 未来仍有上涨空间

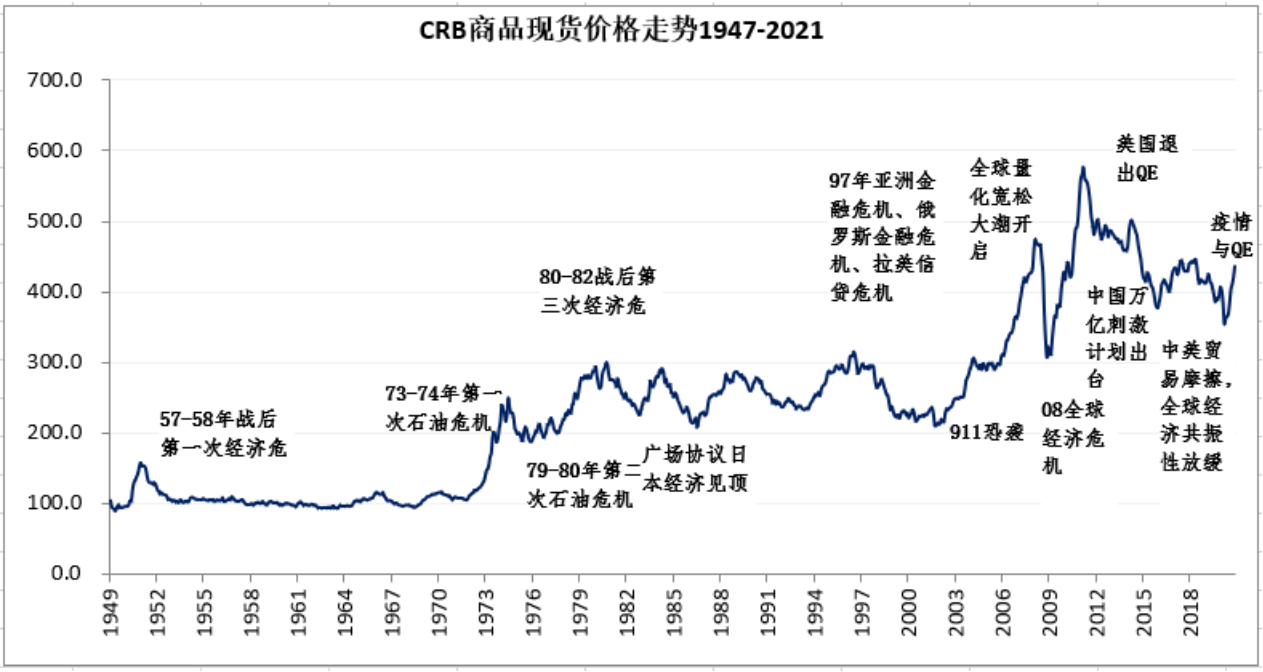


图 4 CRB 商品现货指数走势 1947-2021

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，大致可分为七个阶段。

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。随后，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。

2021 年初，欧美央行量化宽松政策仍然持续，美国政府新一轮的近两万亿财政刺激措施在国会通过后进入实施阶段，美联储亦会局部的为财政刺激买单，流动性继续释放背景下，有

助于大宗商品价格的持续上涨，并且全球主要经济体经济将会持续的复苏，亦有助于大宗商品价格的上涨，CRB 指数仍有上涨的空间。

四、 美债飙升助美指反弹 然 2021 年震荡走弱趋势不变



图 5 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

2020 年上半年，新冠肺炎疫情在海内外先后爆发，市场情绪极度恐慌导致全资产抛售，流动性危机较为严重，在流动性危机和避险需求的影响下，美元指数持续上涨至 103 的近期高位。随着欧美央行一系列的量化宽松措施的实施，流动性危机缓解，美元指数上涨趋势结束；美联储超低的利率水平和超宽松的货币政策，持续为市场注入流动性，美国政府近 3 万亿的财政刺激措施，叠加美国疫情持续恶化冲击美国经济基本面，美元指数持续下跌至 91.7，跌幅达到 10.95%；9 月后，美国大选、美国新一轮财政刺激措施的谈判困局以及美国经济的复苏等因素，使得美元指数则处于 90-94.7 的区间震荡调整；2021 年初，随着拜登入主白宫，新一轮的

财政刺激措施推出预期大增，美元指数跌破 90 关口；但是在美联储会议纪要释放缩减购债规模信号后，美元指数触底反弹，再度回到 90 美元上方。

展望 2021 年，诸多因素将综合影响美元走势。

第一，2021 年，美国货币政策相对稳定，超低的利率保持不变，实际利率本就处于负值区间，随着通胀的持续上升，实际利率将会进一步的回落，这将会使得美元指数继续承压下行；

第二，美国政府将会推出新一轮的近两万亿财政刺激措施，财政刺激措施亦会使得美元指数承压；美国经济在全球经济中的占比逐步下降，这亦会使得美元承压；

第三，相对于欧元和英镑的强势预期，美元承压；并且欧洲一直在加大新结算体系的推广，以降低以美元为结算货币的 SWIFT 国际资金清算系统的统治力，试行以欧元为结算货币的 INSTEX 贸易往来支持工具，从而逐步降低美元的影响力；

第四，随着中国经济在全球经济中的占比在增加等因素影响，美国经济总量在全球经济总量中的占比在下降，这对于美元而言是不利的；

第五，当然随着疫情和疫苗的进展，美国经济将会迎来持续的复苏，美国经济基本面相较于欧洲经济基本面具有比较优势，这将会避免美元指数出现大幅的回落。

我们认为美元指数局部反弹存在，但是反弹空间相对有限，整体将会是震荡走弱的趋势；后市来看美元指数跌破 90 关口后，会持续测试 88 的关键支撑位，若跌破则不排除跌至 80 的可能；在没有特殊影响因素下，美元指数将会在 84-95 的区间内偏弱震荡。

第二部分 欧美2020年经济表现超预期 全球经济渐进复苏持续

一、 欧美经济复苏趋缓 不改渐进复苏趋势

世界三大经济组织及欧盟全球主要经济体经济预测（20210130）																
GDP预测（同比）	IMF（2020-1-30）				世界银行（2020-1-30）				经合组织（2020-1-30）				欧盟（2020-1-30）			
	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	4.2	3.7				
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	3.2	3.5	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	8	4.9				
欧元区经济预测	1.3	-7.2	4.2	3.6	1.3	-7.4	3.6	4	1.3	-7.5	3.6	3.3	1.3	-7.8	4.2	3
英国经济预期	1.5	-10	4.5	5					1.5	-11.2	4.2	4.1	1.3	-10.3	3.3	2.1
日本经济预测	0.3	-5.1	3.1	2.4	0.3	-5.3	2.5	2.3	0.3	-5.3	2.3	1.5	0.3	-5.5	2.7	0.9
俄罗斯经济预测	2	-3.6	3	3.9	2	-4	2.6	3	2	-7.3	5					
印度经济预测	6.1				6.1				6.1							
巴西经济预测	1.4	-4.5	3.6	2.6	1.4	-4.5	3	2.5	1.4	-6	2.6	2.2				
南非经济预测	0.1	-7.5	2.8	1.4	0.1	-7.8	3.3	1.7	0.1	-8.1	3.1	2.5				

图 6 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

2020年以来，新冠肺炎疫情取代贸易争端，成为全球核心的系统性风险，疫情防控应对则决定了经济的复苏路径。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；而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，而欧洲则因为经济内生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。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。

随着疫苗的广泛接种，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5%，而

欧元区经济增速则弱一些，达到 4.5%左右。对于 2021 年全球经济增速而言，2021 年，全球经济将会出现 5%-5.5%的增长，经济渐进修复将会持续。

世界主要投行经济预测（20210130）																				
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	6.4	4.6	2.8	-3.5	5.8	4.3	2.8	-3.5	6.2	4.5				
美国经济预测	2.2	-3.5	5.1	1.6	2.2	-3.5	6.4	4	2.2	-3.5	5.5	3.7	2.2	-3.5	5.9	4.4	2.2	-3.5	5.9	4.1
中国经济预测	6	2.3	8.2	5.5	6	2.3	8		6	2.3	9.4	5.6	6	2.3	10	5.6	6	2.3	9	5.4
欧元区经济预测	1.3	-7.3	3.6	4.3	1.3	-6.9	5.2	4	1.3	-7.3	4.9	5	1.3	-7.4	5.6	4.4	1.3	-7.2	5	
日本经济预测	0.3	-5.1	2	2.3	0.3	-5.3	3.3		0.3	-5.1	3	2.7	0.3	-5.4	1.5	2.8	0.3	-5.2	2.4	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	5.7	4.6	2.8	-3.5	5.4		2.8	-3.5	6.1	5					2.8	-3.5	5.7	3.9
美国经济预测	2.2	-3.5	6.1	3.9	2.2	-3.5	5	3	2.2	-3.5	5	4.3	2.2	-3.5	4.9	3.5	2.2	-3.5	4.6	4.8
中国经济预测	6	2.3	8.4	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	9.4	5.7
欧元区经济预测	1.3	-7	3.3	5.6	1.3	-7	2.9	3.4	1.3	-7.4	6.2	5	1.3	-7.2	5	4.2	1.3	-7.4	3.2	3.5
日本经济预测	0.3	-5.3	2.7	2.3	0.3	-5.2	2.4	2.9	0.3	-5.3	2.7	2.2	0.3	-5	1.7	1.9	0.3	-5.3	3	2

图 7 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，故世界主要投行开始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、宽松的经济政治以及经济复苏的表现，IMF 已经将2021 年全球经济增速上调为 5.5%；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在 5.5%-6.2%。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 5.5%-5.8%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，说民美国经济韧性十足，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。世界三大经济组织和主要投行对于美国 2021 年经济预期比较乐观，经济增速区间预计在 5%-6%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 5.5%-6%的增长。

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;中性和乐观预期下,全年 GDP 分别在 8.5%和 9.5%左右。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，已经公布的德国和法国经济虽然分别录得了 5%和 8.3%的萎缩，但是依然高于市场的悲观预期,这一方面说明欧洲严格的防疫措施虽然损害了经济,但是损害的程度有限，另一方面则说明欧元区经济亦会表现略超预期，或录得 7%-7.4%的萎缩。2021 年欧元区经济则会大幅修复反弹，世界主要经济组织和主要投行的预测区间在 4%-5.5%。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 5%-5.5%的增长。

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。日本经济已经连续四个季度衰退，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。世界主要投行关于日本 2020 年经济预期空间为-5.1%--5.3%之间，2021 年则出现回调，回调的幅度要小于中欧美等国，预期区间为 2.5%-3%。我们认为 2020 年日本 GDP 将会萎缩 5.1%；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。

二、 2021 年仍有诸风险点需警惕

当前，全球疫情进入新常态，拜登入主白宫，最大政治风险亦接触，贸易争端风险预期减弱，经济复苏将会成为核心焦点。2021 年是全球经济复苏的关键期，然后仍有诸多风险仍需警惕，最核心的则是疫情以及疫苗风险、债务风险、通胀风险、地缘政治风险以及资产泡沫风险等。全球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。

疫苗接种进展为核心焦点。虽然在 2021 年，疫情会因为疫苗的的量产和广泛接种而出现明显好转，但是疫情好转趋势的明显迹象是何时，疫情仅仅是好转还是彻底被有效防控仍然值得思考，疫苗量产并接种的时间、规模以及有效性等均需要深入思考，这将会影响全球经济复苏的速度和幅度；另外，疫苗是有成本的商品，需要支付一定的费用，那么对于经济落后国家和地区的民众能否有机会接种疫苗，这才真正决定了疫情的有效控制与否。若疫苗无法得到彻底的有效控制，那么对于经济的冲击将会长期存在，对生命安全的威胁长期存在。故虽然 2021 年疫情会因为疫苗的广泛使用而出现大幅好转，经济将会持续复苏，但是仍然要警惕后疫情时代的疫情和疫苗风险。

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。

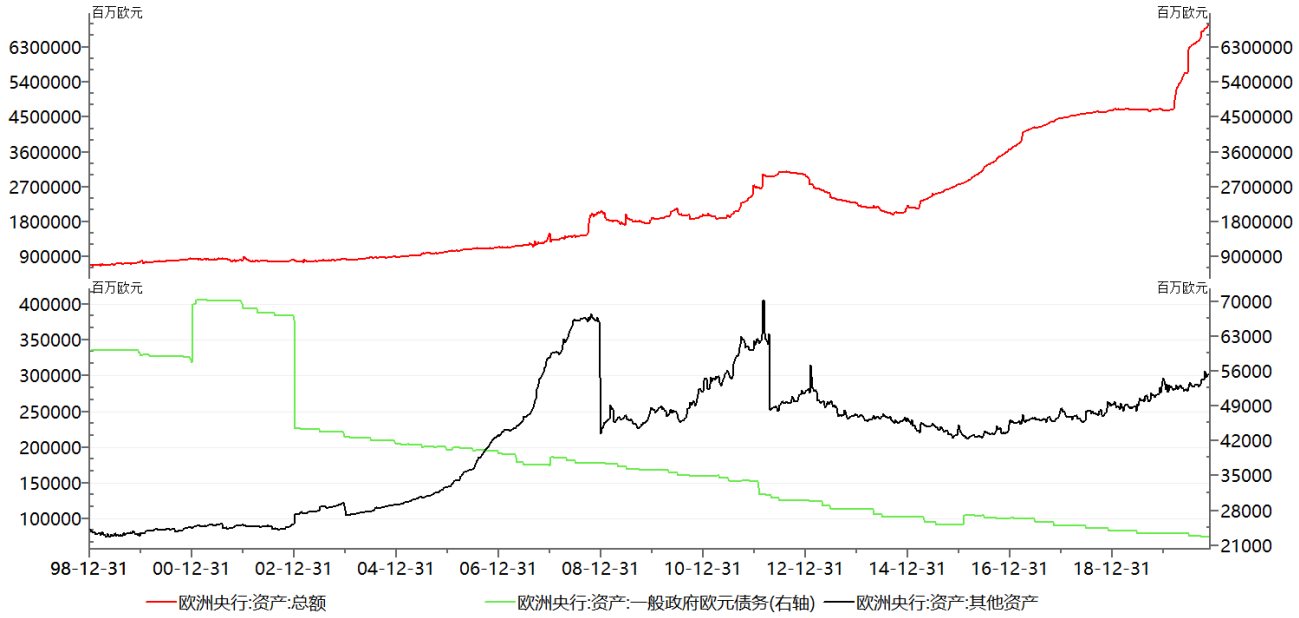


图 8 欧洲央行资产负债表规模

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 4 万亿的财政规模刺激，并且新一轮的近 2 万亿规模财政刺激计划在推进中，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。

2020 年虽然一度出现通缩压力，但是 2021 年仍需警惕通胀风险。美国方面，经济持续超预期复苏，美国通胀在 2020 年下半年温和复苏，2021 年在 2020 年低基数的背景下将有所放大；但是，在联储和联邦政府持续放水背景下，通胀幅度有多高，持续时间有多长，仍有不确定性。2020 年释放的流动性，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。欧元

区方面，2020 年 3 月以来，疫情冲击使得需求断崖式下降，降低物价水平，另外受到欧盟复苏基金设立及其他一些利好政策，欧元持续升值压低了进口价格，抑制了通胀；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。随着经济的持续复苏，需求将会进一步的修复，叠加低基数的影响，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。

此外，中东、美俄等地缘政治风险依然存在，英国虽然协议脱欧但是局部的分歧仍需要继续谈判，贸易争端虽因为拜登的当选出现缓和趋势，但是贸易风险仍未完全解除，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。

第三部分 疫情防控与政策应对 美国经济复苏主旋律持续

拜登正式入驻白宫，中美贸易关系稍有缓和，拜登将会率先致力于疫情防控和经济复苏，亦会修复与盟友的关系以及重新加入气候组织等；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，民主党大规模的财政刺激措施将将会陆续推出，并且财政部和美联储行动的一致性会加强，故随着财政刺激计划的实施，美联储或被迫买单，最起码会维持当前的购债规模或者会小幅增加购债规模。

美国宏观经济依然受到疫情的冲击。疫情方面，美国新冠肺炎新增确诊数量虽然有所下降，但仍处于高位，且没有明显好转趋势；疫苗接种方面，美国政府积极推动疫苗接种，接种规模已经接近 3000 万，后期将会加大接种速度。政策方面，财政政策更加积极，新的万亿刺激规模将会推出，美联储则亦维持当前宽松，后期或为财政政策买单。消费方面，12 月零售销售数据凸显消费需求在三轮疫情冲击下有所回落但仍然有韧性，消费者信心持续低迷，若新一轮的万亿财政刺激计划实施，则有望进一步提振居民可支配收入和消费需求。就业方面，美国就业市场复苏再度趋缓，12 月季调后非农就业人口意外减少 14 万人，自去年 4 月份以来首次录得负值，1 月初请失业金人数亦维持高位，就业数据表现不佳，市场期待额外财政刺激。通胀方面，美国通胀温和上涨，距离 2%的通胀目标越来越近，2021 年温和上涨趋势持续。经济景气方面，12 月制造业 PMI 超预期升至 28 个月以来的最高值，非制造业 PMI 超预期反弹，一定程度上缓解了市场对美国经济受第三轮疫情冲击的担忧，说明美国经济韧性较强，复苏动力强劲。

在当前宏观经济表现下，叠加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 4%-4.5%的增长，GDP 同比增长率的峰值会出现在二、三季度，整体呈现先弱后强再走弱的趋势，但是经济复苏是持续的，能回

到疫情前的经济水平的可能性不大。美国大选结束后，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（后期会调整）财政政策刺激措施将会推出，而美联储被迫买单，不排除推出新的量化宽松政策的可能，整体超宽松的货币政策和财政政策不变。

一、 美国 2020 年经济增速创 1946 年以来新低

继二、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 年化季率初值录得 4%，略不及 4.2%的市场预期，远低于 33%的前值，消费、地产、制造业等领域复苏步伐参差不齐。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 2.5%，不及 3.1%的预期，远不及 41%的前值。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。当前情况下，疫情至今尚未得到有效控制，疫苗接种进展不及预期，加上部分地区封锁措施仍未解除，2021 年一季度美国经济或进一步放缓；二季度开始，随着疫苗的广泛接种，美国经济将会持续的强劲复苏。

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 4%-4.5%的增长，GDP 同比增长率的峰值会出现在二、三季度，整体呈现先弱后

强再走弱的趋势，但是经济复苏是持续的，能回到疫情前的经济水平的可能性不大。美国大选结束后，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（后期会调整）财政政策刺激措施将会推出，而美联储被迫买单，不排除推出新的量化宽松政策的可能，整体超宽松的货币政策和财政政策不变。

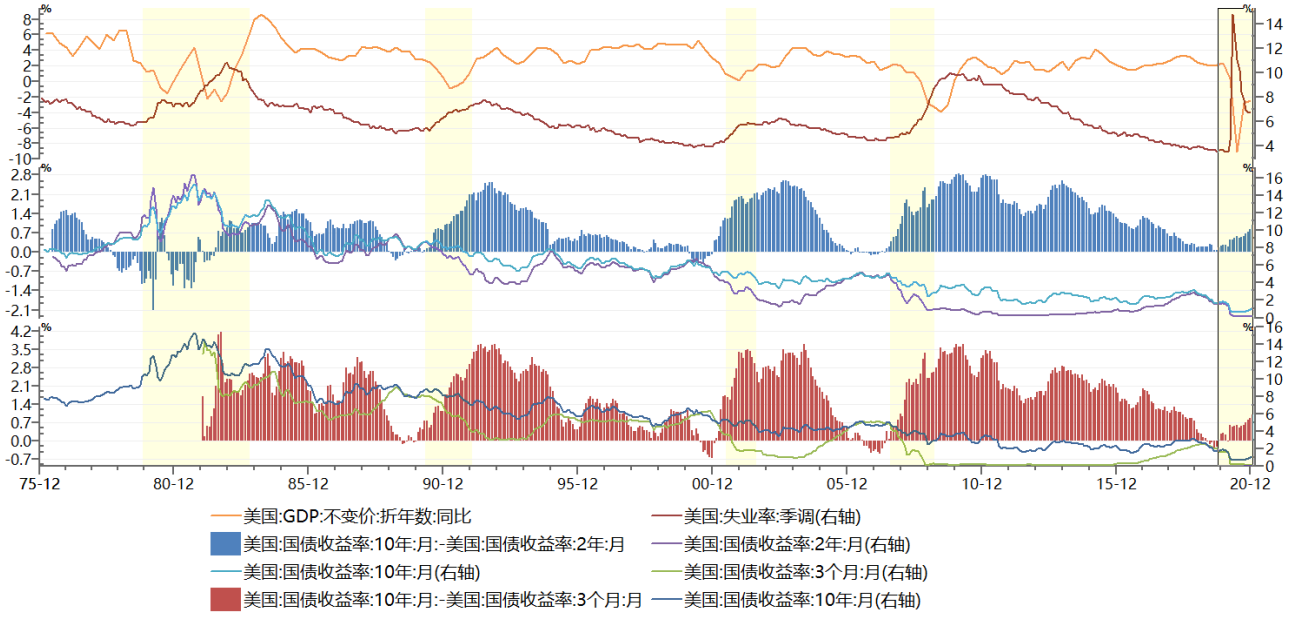


图 9 美国 GDP 与利率倒挂走势图

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 年货币政策稳定为主

美联储 1 月议息会议为 2021 年度第一次议息会议，整体维持宽松政策不变，维持购债规模不变，从当前美国经济复苏情况和就业市场情况出发，当前的货币政策将会较长时间内维持稳定。本次议息会议决议与以往所不同的主要在于，美联储意识到美国经济和就业市场的再度疲弱，疫情中短期对经济均构成重大风险，强调疫苗接种的进展对经济路径的影响，这些因素

的综合影响下，联储货币政策更应该以稳为主，或根据疫情和经济复苏进展进行购债规模的小范围调整。

鲍威尔讲话鸽派程度强于联储会议声明，美联储主席鲍威尔警告称美国经济复苏步伐放缓，在疫情没有结束的情况下，美联储距离撤出大规模经济支持措施还很遥远，讨论宽松政策退出为时过早；继续重申财政政策的必要性；这亦说明美联储依然是情绪上的引导，轻易不会再度采取新的宽松措施，以不会短时间内讨论缩减购债规模问题。

美国大选结束后，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（后期会调整）财政政策刺激措施将会推出，而美联储被迫买单，不排除推出新的量化宽松政策的可能，整体超宽松的货币政策和财政政策不变。随着疫情风险的消退和美国经济的回归常态化，2021 年底或者 2022 年初，美联储或开始讨论缩减购债规模。

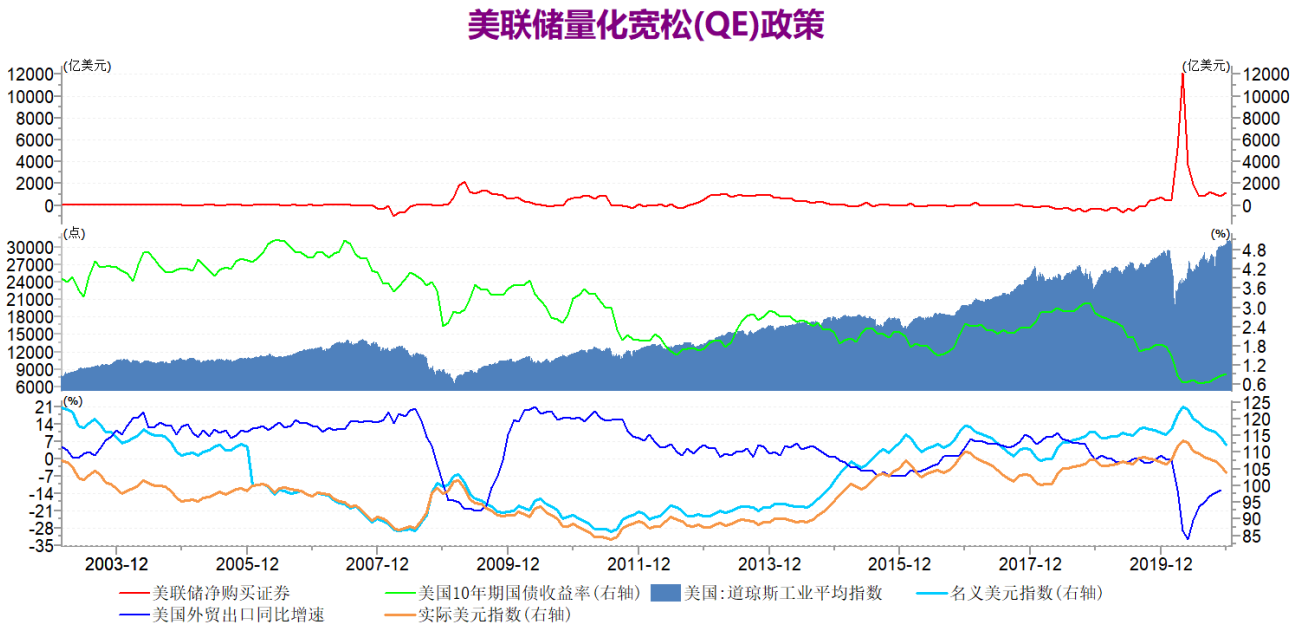


图 10　美联储量化宽松

数据来源：Wind、方正中期研究院

第四部分 欧洲经济二次探底 经济复苏步伐缓慢

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，欧元区和英国二季度均出现20%的同比萎缩。二季度末，欧洲严格的管控措施使得疫情进入尾声，经济复工复产陆续推进，欧洲经济将会实现快速复苏。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。欧洲经济超预期复苏，三季度经济超预期修复。然而 9 月以来，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，不排除出现二次探底的可能。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。

6-9 月份，欧洲疫情出现明显的好转，社交隔离的严控措施陆续放松，复工复产的经济复苏陆续开展，6-9 月份经济景气指数和投资信心指数均出现明显的好转，6-9 月份制造业和服务业企业活动持续好转，当然上涨出现边际放缓趋势，欧元区三 GDP 将会朝阳区你修复。然而 9 月以来，欧洲疫情再度恶化，经济管控措施再度提升日程，经济复苏的步伐和幅度再度受到影响，经济复苏开始趋缓，四季度经济将会回落，欧元区经济或出现二次探底。预计 2020 年欧元区 GDP 将会出现 6.5%-7.5%的萎缩；当然因为经济自身问题，欧元区萎缩程度严重于美日等国，二次疫情将会加大欧元区经济萎缩程度，欧洲央行将会继续深化量化宽松政策；2021 年，随着疫情的有效管控和协议脱欧后的市场修复，预计欧元区经济将会出现 5%-6%的增长，欧洲央行将继续维持量化宽松政策，财政政策进一步行动的概率小。

英国方面，同欧元区一致，疫情进入尾声，二季度经济陷入深度衰退中，三季度明显好转，二次疫情爆发和脱欧谈判陷入僵局则会冲击经济，复苏的步伐和幅度均会受到影响，英国四季度经济将会再度回落，呈现先强后弱的复苏模式；预计英国 2020 年经济则会出现 10%-11%的

萎缩。英国将会在 12 月 31 日协议脱欧，部分未谈妥选项在 2021 年继续谈判，疫情得到有效控制，经济活动将会持续的恢复，经济将会持续的复苏，2021 年经济将会出现 6%-7%的增长，顶峰将会因为基数问题而出现在二季度。

一、 欧洲二次疫情和英国变异毒株持续冲击经济

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 3000 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。

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，但是依然严重，只能等待疫苗的广泛接种来应对之。

二、 二次疫情拖累法德经济表现 疫情过后将会迎来强劲复苏

欧洲主要经济体德法均公布四季度 GDP 初值和 2020 年经济增长初值，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，故在此影响下，依然看多欧元。

三、 欧元区经济或出现 7%的萎缩 2021 年或出现 5%的增长

已经公布的德国和法国经济虽然分别录得了 5%和 8.3%的萎缩，但是依然高于市场的悲观预期，这一方面说明欧洲严格的防疫措施虽然损害了经济，但是损害的程度有限，另一方面则说明欧元区经济亦会表现略超预期，或录得 7%-7.4%的萎缩。当前，英国协议脱欧顺利完成，英欧经济关系得以协议重塑，疫苗的接种将会大大缓解疫情风险，全球经济持续复苏，有效需求大幅增加将会助力欧元区制造业的复苏，为经济增长提供动力。2021 年欧元区经济则会大幅修复反弹，世界主要经济组织和主要投行的预测区间在 4%-5.5%。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 5%-5.5%的增长。

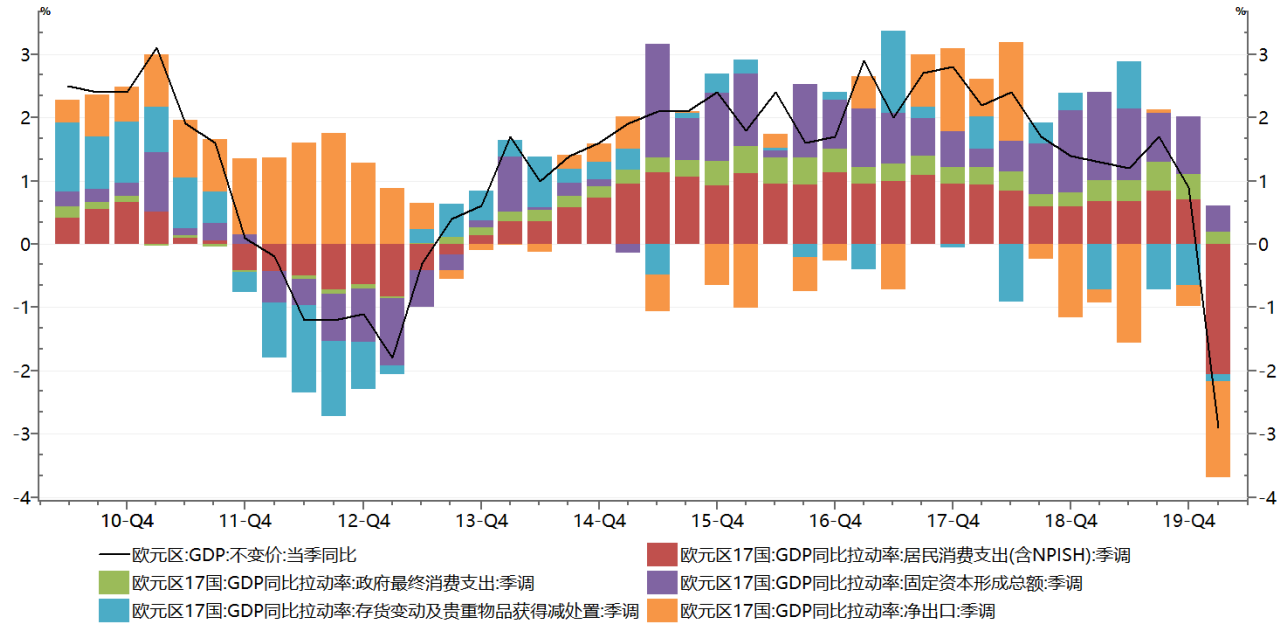


图 11 欧元区 GDP 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

四、 欧洲央行维持宽松政策，拉加德讲话依然鸽派

欧洲央行 1 月议息会议宣布维持货币政策不变，维持三大关键利率不变，重申非常宽松的货币政策立场，紧急债券购买计划规模保持在 1.85 万亿欧元不变；如果能维持有利的融资条件，可能无需完全使用购债额度。在随后的新闻发布会上，欧洲央行行长拉加德表示，疫苗接种计划是重要的里程碑，但疫情仍对欧元区和全球经济构成重大风险；欧元区经济前景仍然面临下行风险，但已经不再那么突出；充足的货币政策刺激措施是必要的，需要实施宽松的财政政策；她还表示欧洲央行正密切留意欧元汇率。

随后，欧洲央行行长拉加德再度表示，欧元区第四季度增速为负值，经济复苏有所延缓，但未偏离正轨，2021 年复苏的希望依然存在。毫无疑问欧洲央行将保持有利融资条件，央行将长期参与市场，确保经济有足够的廉价资金来应对新冠疫情及其后果；如果融资条件仍然有利，债券购买计划可以缩小，但如果需要更大的行动来维持有利的融资条件，则可以扩大。而

欧洲央行管委 Kazaks 指出，如果情况发生变化，不排除降息；现在无需降息，因为其他工具更为合适。

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小。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严重，但是随着疫苗的使用和有效的管控，已经处于好转中，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。对于欧元而言，短期内影响不大，长期我们依然看涨欧元。

五、 英欧经济协议重塑 变异毒株使得英国经济复苏缓慢

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已经实施 1 个多月，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，但仅仅接种了不足 1000 万，接种比例仅有 10%而已，对于疫情的防控效果依然有限。英国何时能真正迎来疫情拐点、经济、社会生活的全面恢复仍然未知，经合组织亦是下调了 2021 年英国经济增长的预期。

经济增长具体数据来看，英国 2020 年 11 月国内生产总值环比下滑 2.6%，远不及 0.4%的前值，二次衰退愈发明显，亦是结束此前连续 6 个月环比增长的态势，英国经济在经历 2020

年二季度的探底之后迎来二次探底困境，这趋势在 12 月-1 月亦难以发生改变。从季度数据来看，英国 2020 年三季度 GDP 环比增长 16%，同比为-8.6%，经济衰退程度并没有明显的改善。英国经济 2020 年第四季度走势不乐观的迹象从 10 月已经显现，四季度 3 个月 GDP 月率为 10.2%，相比第三季度已经出现明显下滑势头。故英国经济二次探底难以避免。

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，预计持续复苏的经济在四季度或再度走弱，英国经济出现二次探底的趋势；2020 年，因为疫情和脱欧的冲击，英国经济或出现 10%-11%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，顶峰将会因为基数问题而出现在二季度。

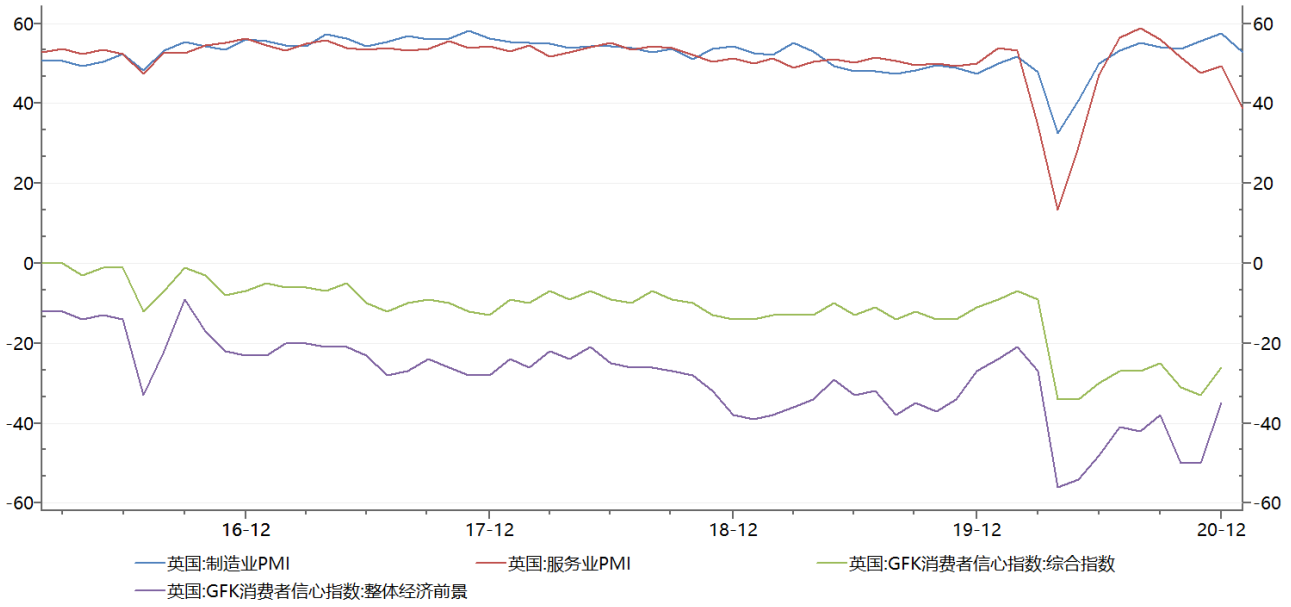


图 12 英国企业活动与消费者信心指数

数据来源：Wind、方正中期研究院

第五部分 疫情防控与外贸恢复 日本经济渐进复苏

日本疫情爆发时间早于欧美等国，日本政府的严格防控使得日本疫情短时间内得到了有效控制，然而 4 月份再次呈现爆发的趋势，全国进入紧急状态。虽然 5 月份中下旬日本疫情出现明显好转，但是三季度以来日本疫情再度严重，冲击经济复苏步伐。疫情大流行背景下，东京奥运会不得不延期一年举办，对经济和信心的影响较为明显。安倍首相因为身体原因意外辞职，菅义伟当选新一任首相，政治风险将会影响消费者和投资者信心。全球疫情持续恶化背景下，有效需求不足，以贸易导向性为核心的日本经济受到外贸的冲击，这对日本经济的影响亦较为严重。

秋冬季全球疫情持续的恶化，有效需求不足将会继续制约以贸易导向性为核心的日本经济；在综合影响下，预计日本四季度经济环比仍处于正增长态势，但是增长幅度要大幅小于三季度环比数值，日本四季度 GDP 同比将会继续边际好转，但是好转幅度有限，仍将会处于衰退期，突破零增长的可能性微乎其微。我们认为 2020 年日本 GDP 将会萎缩 5.1%；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。

一、 疫情和内外需主导日本经济变动

本就处于衰退边缘的日本经济，在疫情的冲击下陷入深度衰退中，2020 年二季度环比折年率大幅萎缩 28.8%，刷新历史新低；随着疫情的好转与企业复工复产影响，日本三季度经济从疫情后创纪录跌势中强劲反弹，三季度季调后实际 GDP 季率初值录得 5%，表现超过市场预期和-7.9%的前值；GDP 年化季率初值录得 21.4%，远超预期和-28.1%的前值，日本第三季度 GDP 增速为 1980 年有可比数据以来最大。从现价当季同比来看，日本三季度 GDP 当季同

比为-4.8%，表现略强于-8.9%的前值；日本经济已经连续四个季度的衰退，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，超宽松的货币政策和积极的财政政策的刺激作用亦有限。

2020 年四季度以来，日本疫情再次出现恶化趋势，不断刷新单日新增确诊人数，日本本就疲弱的内需将会再度受到影响；而秋冬季全球疫情持续的恶化，有效需求不足将会继续制约以贸易导向性为核心的日本经济；在综合影响下，预计日本四季度经济环比仍处于正增长态势，但是增长幅度要大幅小于三季度环比数值，日本四季度 GDP 同比将会继续边际好转，但是好转幅度有限，仍将会处于衰退期，突破零增长的可能性微乎其微。我们认为 2020 年日本 GDP 将会萎缩 5.1%；2021 年全球经济的复苏将会有助于日本进出口贸易的恢复，扩大经济修复的幅度，预计 2021 年日本经济将会出现 3%-3.5%的增长。

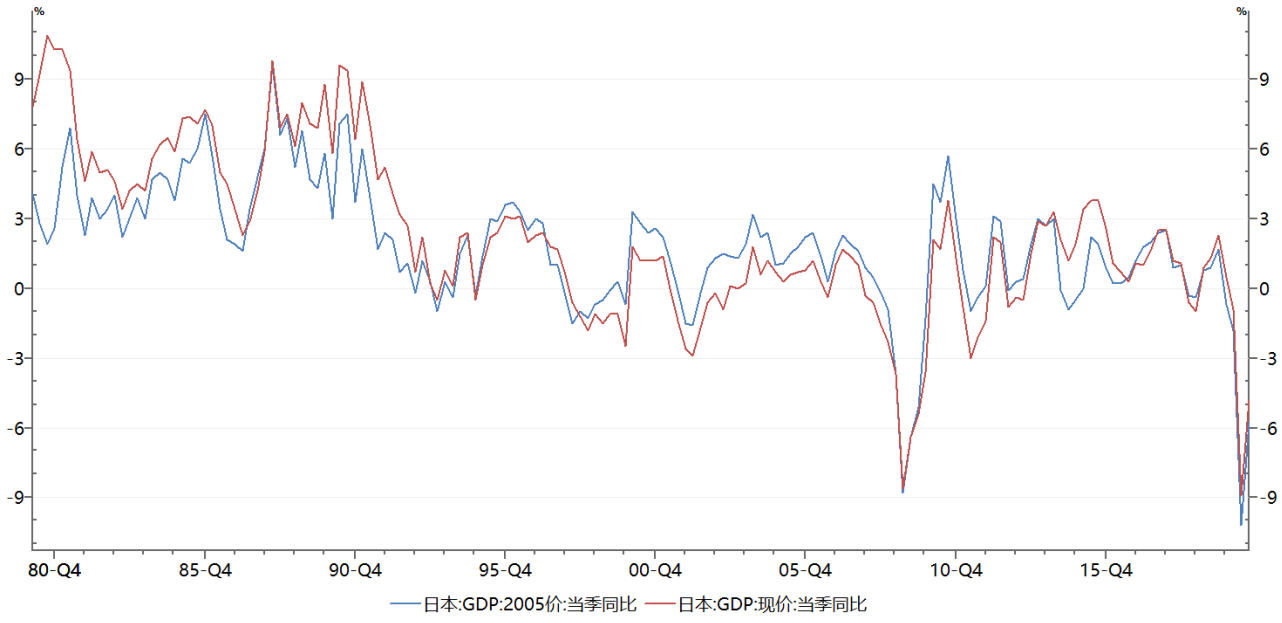


图 13 日本 GDP 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

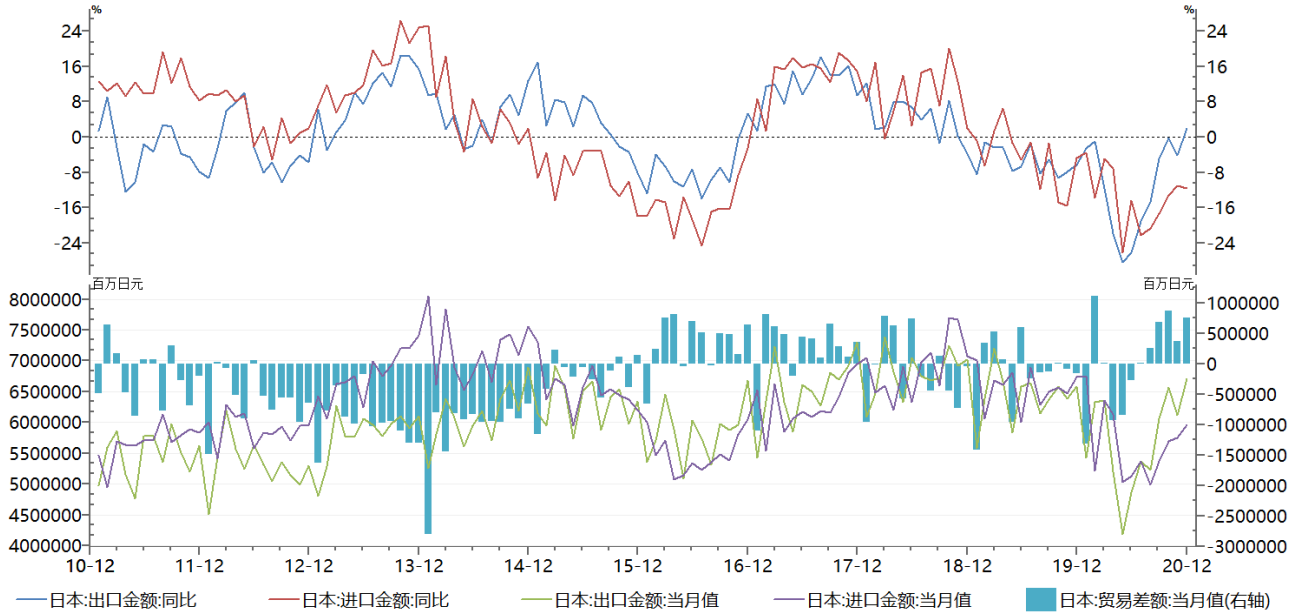


图 14 日本进出口走势与预测

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 1 月日经/Markit 制造业 PMI 初值录得 49.7，不及 50 的前值，再度回落至荣枯线下方； 1 月日经/Markit 服务业 PMI 初值录得 45.7，表现不及前值，仍然处于萎缩期；基于制造业和服务业的疲弱表现，日本 1 月日经/Markit 综合 PMI 初值录得 46.7，不及 48.7 的前值，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，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，预计日本四季度以及2021年经济将会继续好转。

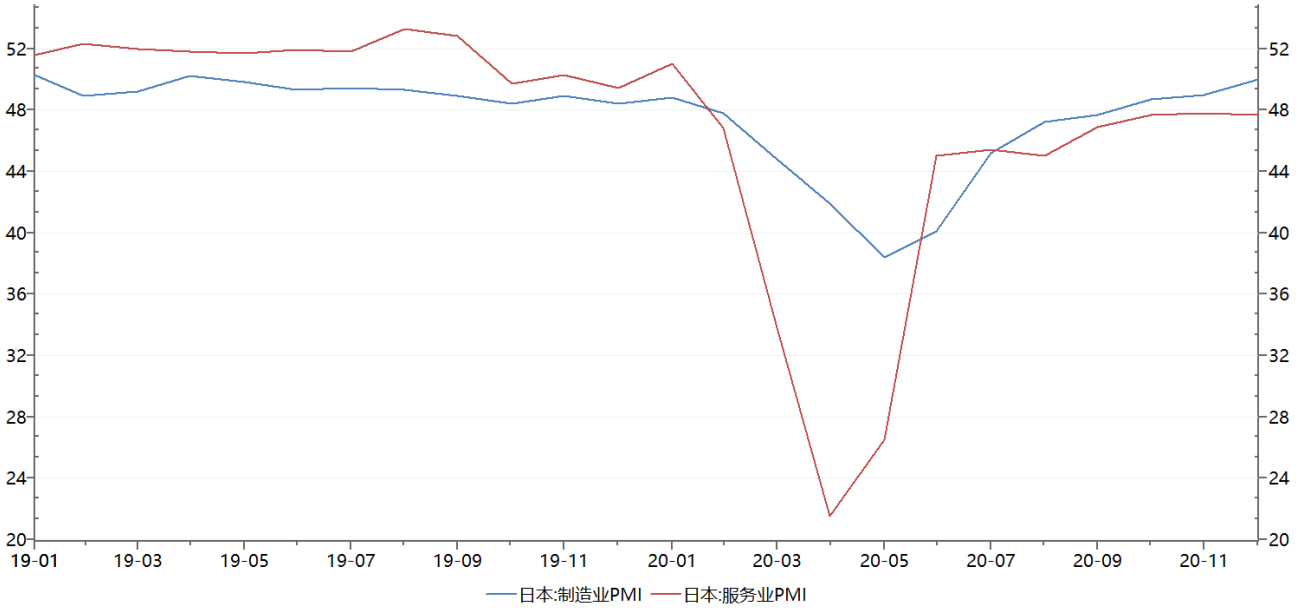


图 15 日本制造业和服务业 PMI

数据来源：Wind、方正中期研究院

第六部分 疫情应对决定修复进展 新兴市场经济复苏分化

新兴市场方面，新冠肺炎疫情的恶化依然是最大的风险点，而政府对疫情的防控程度则决定了本国经济的复苏状况。2020 年下半年以来，巴西、印度和南非的疫情依然严重，特别是印度的疫情完全陷入失控的状态，俄罗斯疫情有好转的迹象，但是接着陷入二次疫情的困境中。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，应对疫情，并且俄罗斯率先推出疫苗大幅缓解市场恐慌情绪。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，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%；三季度经济复苏动力较强，印度、巴西、南非和俄罗斯的制造业 PMI 和服务业 PMI 均大幅好转，为经济复苏提供动力，然经济虽然触底反弹修复，但是印度和南非的经济同比依然处于较大的萎缩中，印度同比跌 7.5%；另外几个经济体的央行均采取宽松的货币政策，多次降息和购债释放流动性刺激经济，政府方面亦是加大财政政策支持，从供需两端来调控经济，刺激经济回暖。预计几个经济体的四季度 GDP 将会继续环比增长，但是增长幅度大幅下降；但是同比恢复有限，依然处于衰退周期；2021 年一季度 GDP 环比涨幅继续回落，同比依然好转，但是同比突破零的可能性小。

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 2020 年 GDP

将会萎缩 3.5%-4%，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，2020 年 GDP 将会出现 4%-5%的萎缩，2021 年则会出现 3%-4%的增长；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 2020 年 GDP 将会萎缩 7%-8%，2021 年开始复苏，但是复苏程度有限，经济增长动力不足，2021 年 GDP 或出现 2%-3%的增长；印度疫情完全失控，正常的生产生活受到极大的影响，4 月服务业 PMI 更是跌至 5.4 的历史低点，经济深度衰退可见一斑，预计 2020 年 GDP 将会出现 10%-12%的萎缩；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。

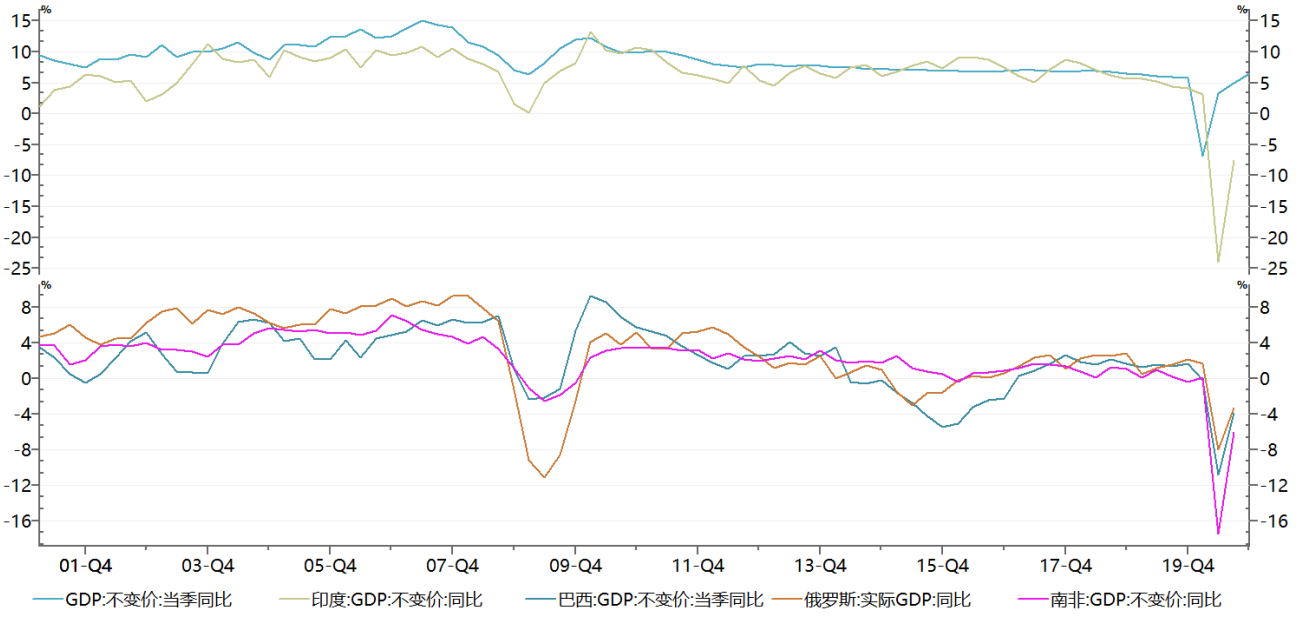


图 16 新兴市场国家 GDP 走势

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

2020 年以来，新冠肺炎疫情取代全球贸易争端，成为全球最核心的系统性风险，当前依然制约经济的复苏。2021 年 1 月，疫情依然严重，变异毒株继续冲击经济，疫苗接种进展不及预期亦加剧市场恐慌。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，疫情将会出现明显好转趋势，疫情在下半年则会进入尾声，因此需要重点关注疫苗的量产和分配问题。

欧美经济在 2020 年均陷入深度衰退中，虽然 2020 年下半年持续复苏，但是因为二次疫情和变异毒株的冲击，经济修复放缓，欧洲经济更是面临二次探底的风险。疫苗的接种进展为当前经济复苏的核心影响因素，当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。当然疫情影响与政策应对，疫情新常态下亦面临诸多的新风险点，如疫苗推广不及预期风险、主权债务危机风险、通胀风险等，这些风险点仍需要警惕。

拜登入主白宫后，重点解决疫情和经复苏问题，美国经济复苏为主旋律，将会持续进行，美国将会再度推出万亿的财政刺激措施，而美联储维持当前的宽松货币政策不变，后面不排除为财政政策买单的可能，将会在 2021 年底或 2022 年初开始讨论缩减购债规模问题。受二次疫情影响，欧洲经济衰退程度要严重于美国，并且面临二次探底风险，经济复苏的步伐也是偏缓慢，欧洲央行将会维持宽松的货币政策以应对之，继续加码财政刺激的可能性相对较小。疫情的防控程度和全球有效需求的恢复程度，制约以贸易导向性为核心的日本经济，随着全球紧急复苏，日本经济将会随之渐进复苏，日本的货币政策和财政政策都将会以稳为主。新兴市场方面，依然是疫情的防控程度决定经济复苏的分化。

二、 2021 年资产配置分析

疫情冲击，政策应对以及经济渐进复苏背景下，资产配置机会依然较为明显。

外汇方面重点关注美元指数，因为美元指数是大宗商品的锚。2021 年，美国货币政策相对稳定，超低的利率保持不变，实际利率本就处于负值区间，随着通胀的持续上升，实际利率将会进一步的回落，这将会使得美元指数继续承压下行；美国政府将会推出新一轮的近两万亿财政刺激措施，财政刺激措施亦会使得美元指数承压；美国经济在全球经济中的占比逐步下降，这亦会使得美元承压；相对于欧元和英镑的强势预期，美元承压；并且欧洲一直在加大新结算体系的推广，以降低以美元为结算货币的 SWIFT 国际资金清算系统的统治力，试行以欧元为结算货币的 INSTEX 贸易往来支持工具，从而逐步降低美元的影响力；随着中国经济在全球经济中的占比在增加等因素影响，美国经济总量在全球经济总量中的占比在下降，这对于美元而言是不利的；当然随着疫情和疫苗的进展，美国经济将会迎来持续的复苏，美国经济基本面相较于欧洲经济基本面具有比较优势，这将会避免美元指数出现大幅的回落。美元指数局部反弹存在，但是反弹空间相对有限，整体将会是震荡走弱的趋势；后市来看美元指数跌破 90 关口后，会持续测试 88 的关键支撑位，若跌破则不排除跌至 80 的可能；在没有特殊影响因素下，美元指数将会在 84-95 的区间内偏弱震荡。对于欧元和英镑而言，现在估值依然偏低，整体依然看涨，欧元或将上探 1.25，英镑突破 1.35 后或有机会上探 1.43。

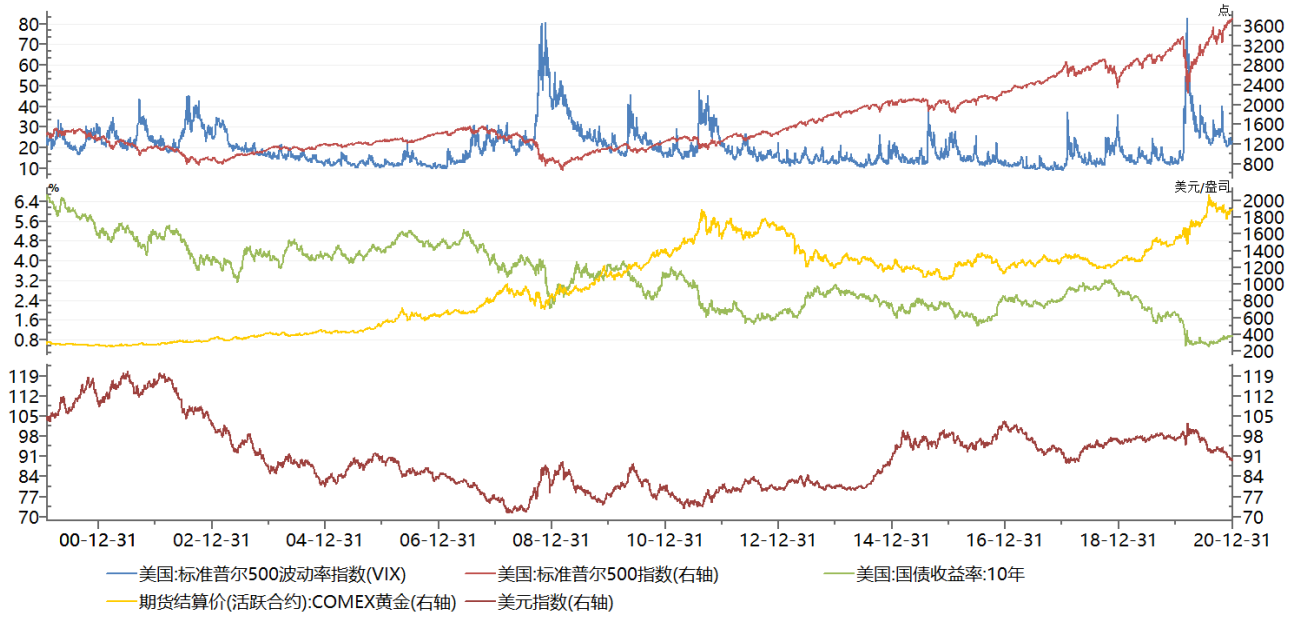


图 17 美元、美债与美股

数据来源：Wind、方正中期研究院

大宗商品整体方面，2021 年，欧美央行量化宽松政策将会持续，美国政府新一轮万亿财政刺激措施将会实施，流动性继续释放背景下，有助于大宗商品价格的上涨，并且全球主要经济体经济将会持续的复苏，亦有助于大宗商品价格的上涨。

全球主要经济体将会维持超宽松的量化宽松政策，2021 年通胀压力逐步显现，美元整体维持弱势，避险和抗通胀的黄金仍有上涨的空间，短期的回落不改变整体的趋势，短期回落正是长期配置的机会。疫情好转后，全球经济渐进复苏，原油的需求将会逐步的恢复，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，叠加美元指数弱势影响，我们认为 2021 年布伦特原油将会回到 60 美元上方。

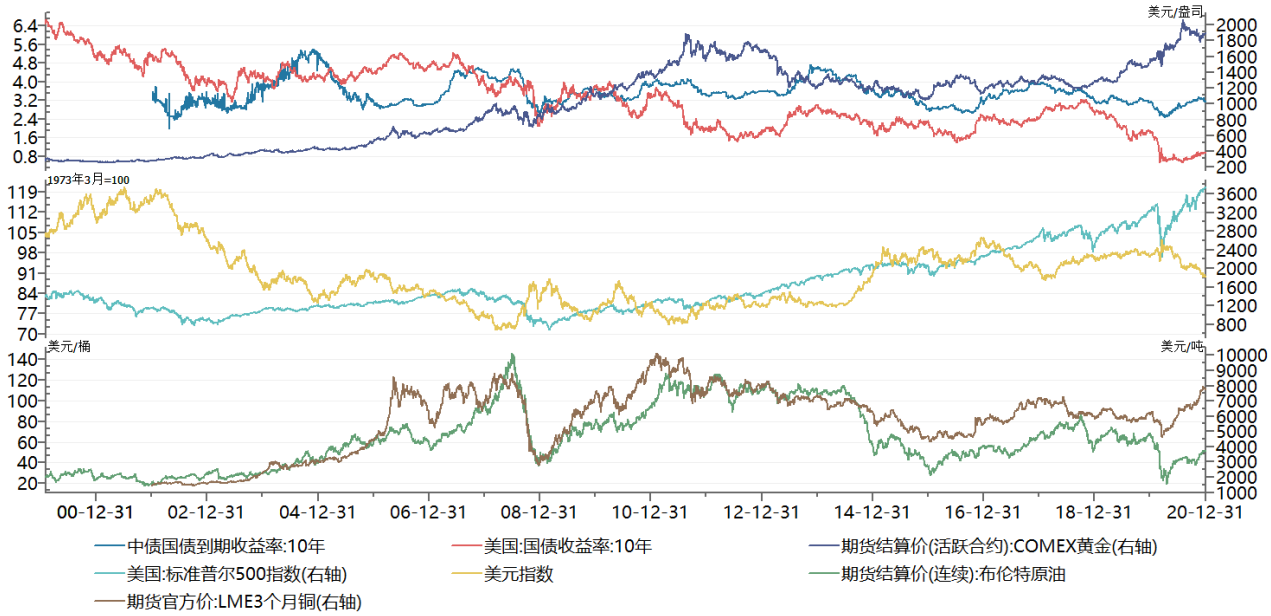


图 18 大类资产走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

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，但是考虑到经济基本面的持续复苏、美欧持续的超宽松经济政策、美元指数的弱势等宏观因素，我们认为有色金属板块仍有上涨的空间，因此建议回调做多，谨慎做空。

整体来看，2021 年，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，全球经济深度衰退后均进入渐进复苏中，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，经济的渐进复苏、超宽松的经济政策、通胀风险的显现、美元的弱势等因素，市场风险偏好高涨，大宗商品及股市等风险资产仍有上涨空间，抗通胀资产仍有上涨空间，当然难免出现小幅回调风险，应该选择超跌或逢低时加仓风险资产，谨慎长线做空。

行方正 以致远

重要事项：

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，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。本报告版权归方正中期所有。

联系方式：

方正中期期货研究院

地址：北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 楼

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

电话：010-68578010、68578867、85881117

传真：010-68578687

邮编：100037