

2021年3月22日

Experts of financial  
derivatives pricing  
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

·从业资格编号 F3070864

·投资咨询编号 Z0015179

联系人：杨谱

·从业资格编号 F3078457

## 偏过热的滞胀期，大类资产表现或分化

### 内容提要

近期新冠肺炎新增确诊人数从2月14日的低点28.3万快速上升至54.8万，与此同时，疫苗接种再起波澜，多个国家宣布暂停接种阿斯利康疫苗。我们认为，随着全球逐步放松疫情管控措施，聚集行为增加，疫情仍可能再度快速蔓延。不过就趋势看，随着气温逐步升高和疫苗接种稳步推进，全球疫情管控措施将趋势放松，全球复工复产稳步推进。

去年8月以来，全球10年期国债收益率快速攀升，但直至今年2月中旬才引起大类资产价格较大幅下跌。与去年三季度以来由通胀预期上行推升10Y美债收益率不同的是，近期10年期美债收益率快速走高更多的是由实际收益率上行推动，更多的是反映经济修复加快。

全球制造业PMI已经回升至枯荣线上方，我们认为，全球疫情逐步可控，封锁措施趋势放松，疫情对经济的拖累渐小，全球经济景气度有望维持趋势向上的局面。

虽然美联储反复强调将对维持宽松政策保持耐心，继续为经济提供所需的支持，但美国货币政策正在边际收紧。以往每轮加息预期与加息周期中，随着短端收益率的快速上行，10-2Y期限利差走平，在走平之前不需太担心美联储会快速加息。

3月两会强调，今年要保持宏观政策连续性稳定性可持续性，促进经济运行在合理区间。宏观政策要继续为市场主体纾困，保持必要支持力度，不急转弯。

我们判断二季度：人民币兑美元大概率趋势贬值；货币政策边际收敛，但对经济的冲击较小；稳定实体经济部门杠杆率；M2同比和社融存量同比趋势缓慢回落；中国实际贷款利率继续回落，或紧信用；通胀（CPI同比和PPI同比）趋势回升；基建和房地产投资增速大概率放缓但整体平稳；国外疫情再度快速蔓延和生产恢复使我国出口承压；驱动经济增长的主动动力是消费和制造业投资的复苏。

我们判断今年二季度处类滞胀期（经济增速放缓且通胀上行），但二季度的滞胀主要是受去年基数扰动所致。如果以2019年为基准年计算，3-6月处类过热期。二季度大类资产价格表现大概率既有滞胀期的特色也有过热期的特点。

我们认为二季度，如果经济逐步走强，将使得市场更多的以过热期看待大类资产价格走向，原油和工业品价格大概率走高；如果经济走弱，则市场或会更多的以滞胀期看待大类资产价格走向，国债或较为强势，其他大类资产价格均有回调的风险，如果考虑当前大类资产估值水平的话，我们认为该情形下原油价格有较强支撑。

### 风险提示

疫情在全球超预期蔓延；经济增长不及预期；美元指数大幅走强



请务必仔细阅读正文之后的声明

## 目录

一、全球趋势复苏，国债收益率攀升 .....	4
(一) 全球疫情趋势受控，欧美疫苗接种有序推进 .....	4
(二) 全球景气度趋势回升，库存周期推进 .....	6
(三) 全球国债收益率攀升，货币政策收敛 .....	8
二、美国经济趋势复苏，货币政策边际收敛 .....	12
(一) 美国经济趋势复苏 .....	12
(二) 美国疫情趋势回落，接种顺利推进 .....	13
(三) 美国刺激政策的规模庞大 .....	14
(四) 美国赤字高升，拟提升税率 .....	15
(五) 美国国债收益率快速攀升，加息仍遥远 .....	16
(六) 美联储维持宽松，但边际收紧 .....	17
三、中国经济双轮驱动，政策不急转弯 .....	20
(一) 经济平稳复苏，2021 年消费和制造业复苏双轮驱动经济增长 .....	20
(二) 投资增速全年大概率前高后低，制造业投资恢复较慢 .....	23
(三) 居民收入增长支撑零售趋势回升，乡村明显弱于城镇 .....	24
(四) 中国经济复苏好于预期 .....	26
(五) 我国出口偏强，但二季度出口仍承压 .....	27
(六) 我国库存周期开启，补库存从下游向中上游传导 .....	29

(七) 人民币兑美元或趋势贬值，中美利差大概率收窄.....	30
(八) 我国政策有序缓慢退坡，不急转弯 .....	32
四、类过热的滞胀期大类资产表现 .....	33
(一) 拜登胜选以来宏观环境发生巨大变化 .....	33
(二) 二季度我国经济进入类过热滞胀期 .....	36
(三) 类过热滞胀期，市场或偏好原油、工业品和国债 .....	38
五、二季度投资建议 .....	39
(一) 大类资产配置建议 .....	39
(二) 部分大类资产价格已经处于历史高位，有回调风险.....	39
六、风险提示 .....	41
重要声明 .....	42

## 一、全球趋势复苏，国债收益率攀升

### （一）全球疫情趋势受控，欧美疫苗接种有序推进

全球（中国之外）新冠肺炎每日新增确诊人数自1月7日录得新增确诊人数最高值（突破85.9万）后，趋势回落。不过近期新冠肺炎新增确诊人数从2月14日的低点28.3万快速上升至近期的54.8万。与此同时，疫苗接种再起波澜，多个国家宣布暂停接种阿斯利康疫苗，或影响疫苗的顺利接种。我们认为，随着全球逐步放松疫情管控措施，聚集行为正增加，疫情仍可能再度快速蔓延，全球疫情管控措施仍可能边际加强。不过就趋势看，随着气温逐步的升高和疫苗接种的稳步推进，全球疫情管控措施将趋势放松，全球复工复产趋势推进。

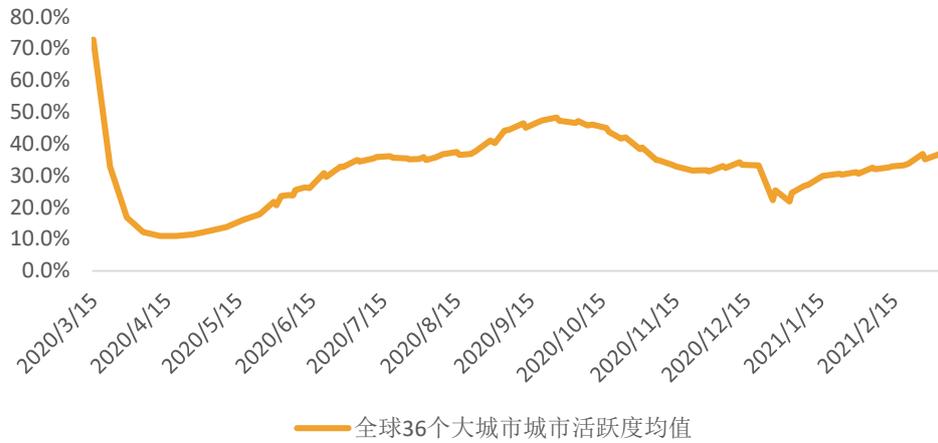
图1：国外疫情新增人数：单位：人



资料来源：Wind，优财研究院

据Citymapper统计的36个全球大城市数据，3月6日全球主要36个大城市活动指数均值为36.7%，较2月28日的35.1%，上升1.6个百分点，连续9周上升，较2月28日相对于2月21日的上升1.4个百分点，城市活动指数均值攀升，显示全球经济活跃度提高。截止3月6日，全球主要36个大城市活动指数均值远低于去年3月15日的72.8%，当前经济复苏处于中期。

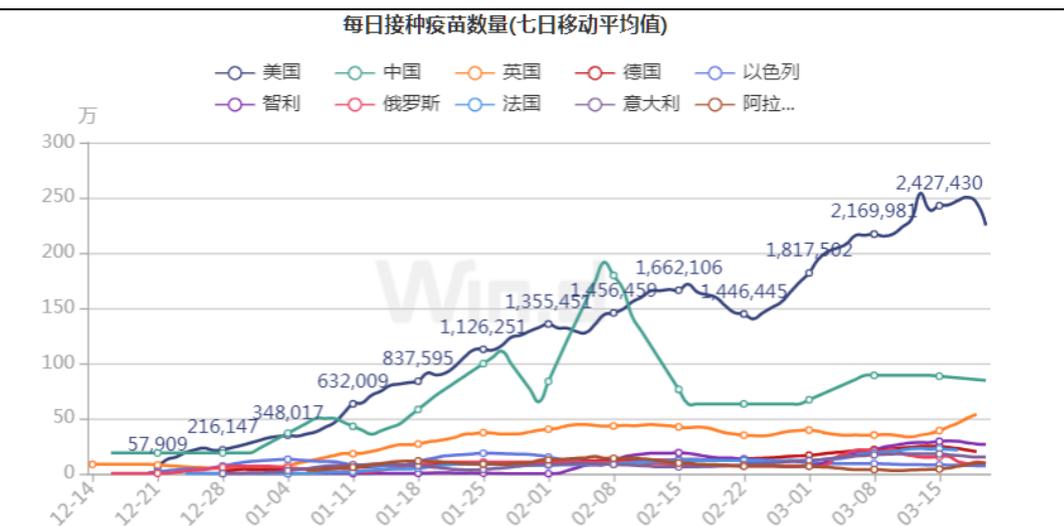
图 2：全球 36 个大城市城市活跃度均值



资料来源：Citymapper, 优财研究院

3 月 2 日，拜登宣布，到 5 月底，美国将有足够疫苗供应全美所有成年人。美国此前已向强生公司订购 1 亿剂疫苗，并向 Moderna 公司和辉瑞公司订购 6 亿剂两剂接种疫苗。如果加上拜登宣布的新“订单”，美国将拥有 8 亿剂新冠疫苗，足够为 5 亿人接种。

图 3：截止 3 月 22 日部分国家每日接种疫苗数量：单位：剂



资料来源：Wind, 优财研究院

当前接种较快的国家主要有：美国、中国、英国、智利、德国、法国、摩洛哥、墨西哥、意大利等。接种比例较高的国家主要有以色列、阿联酋、智利、英国、美国、塞尔维亚等国。

表 1：截止 3 月 18 日主要国家疫苗接种情况

地区	接种比例	7 日平均接种	累计接种量	地区	接种比例	7 日平均接种	累计接种量
美国	33.8%	247 万	11304 万	孟加拉国	2.8%	80918	458 万
中国	4.5%	89 万	6498 万	加拿大	9.0%	11 万	341 万
英国	39.8%	42 万	2703 万	阿根廷	5.9%	13 万	267 万
德国	11.8%	24 万	985 万	沙特	7.4%	13 万	258 万
以色列	110.5%	73775	956 万	罗马尼亚	11.8%	50240	227 万
俄罗斯	5.4%	11 万	782 万	塞尔维亚	30.5%	40612	208 万
智利	40.7%	29 万	778 万	荷兰	11.0%	38270	189 万
法国	11.1%	23 万	755 万	匈牙利	19.3%	55234	186 万
意大利	11.9%	16 万	720 万	希腊	12.9%	22145	135 万
阿联酋	69.1%	66073	683 万	比利时	10.6%	25415	123 万
摩洛哥	17.2%	20 万	636 万	瑞典	12.1%	30370	122 万
西班牙	12.5%	97854	586 万	葡萄牙	11.8%	20801	120 万
墨西哥	3.7%	18 万	474 万	捷克	10.9%	36086	117 万
波兰	12.2%	74152	461 万	奥地利	12.3%	33798	111 万
总计		693.6 万	32832 万				

资料来源：Wind，优财研究院

## （二）全球景气度趋势回升，库存周期推进

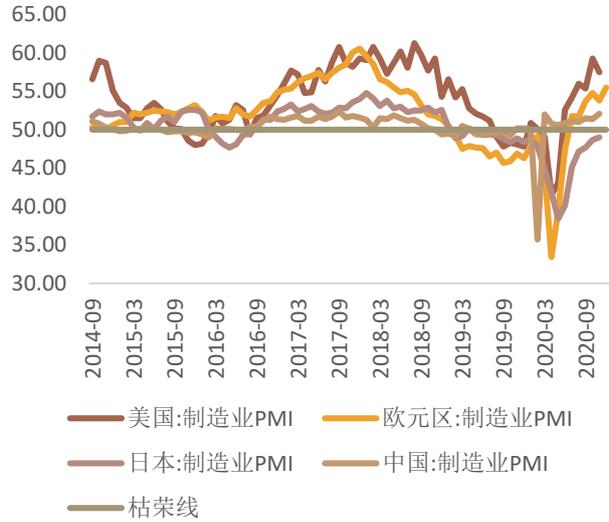
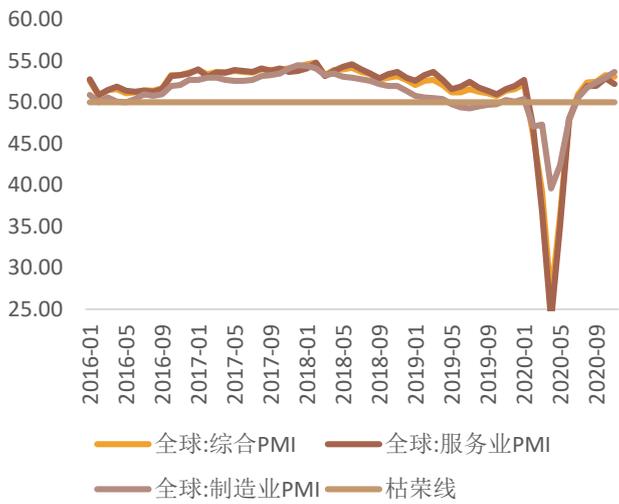
### 1、全球景气度趋势回升

2020 年年中以来美国、欧元区、中国、日本制造业 PMI 攀升，全球经济活跃度攀升。全球制造业 PMI 已经回升至枯荣线上方，随着全球复工复产稳步提升，直至 2021 年年底全球经济景气度有望趋势上升，全球经济正从疫情冲击中恢复。

我们认为，全球疫情逐步可控，封锁措施趋势放松，疫情对经济复苏的拖累渐小，全球经济景气度有望维持趋势向上的局面。

图 4: 全球 PMI 重回枯荣线上方: 单位: %

图 5: 主要经济体景气度趋势攀升: 单位: %



资料来源: Wind, 优财研究院

资料来源: Wind, 优财研究院

## 2、全球部分国家和地区的库存周期推进

美国、欧盟、日本和韩国工业生产 2020 年 4 月、5 月大幅下滑, 去年 6 月以来趋势回升, 显示疫情对全球企业生产的影响渐小。

2021 年欧美加快疫苗的接种, 疫情管控措施大概率趋势放松直至取消, 全球工业产能将较快速有序释放。

由于 2020 年欧美生产恢复大幅低于消费, 使得欧美的库存去化较快。当前美国已经开启补库存, 根据美国 PPI 同比走势判断, 需求的走高使企业产品价格同比攀升, 企业补库存行为明显; 日本产成品库存同比仍在去化中, 当前处于同比的历史低位, 因生产同比回升, 预计 2021 年二季度逐步开启库存回补; 中国与欧美国家的不同在于, 2020 年中国生产明显强于消费, 中国进出口占全球的比例快速攀升, 随着国外产能的恢复, 中国企业产能提升幅度或明显小于欧美, 中国补库存的力度或小于欧美, 大致节奏或是 2021 年上半年中国产能较明显强于欧美, 2021 年下半年中国产能强过欧美的程度较明显减弱。

图 6：美国库存同比反弹：单位：%

图 7：日本库存同比仍在下探：单位：%

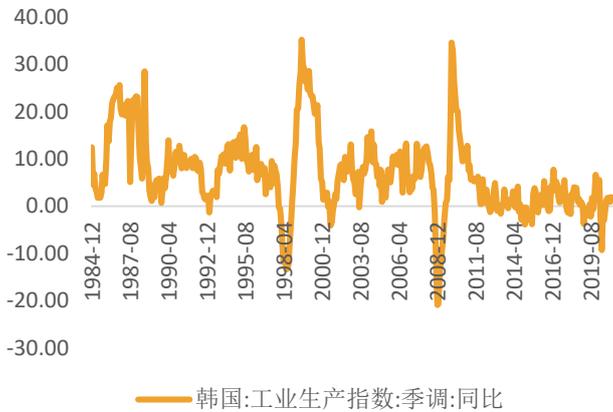


资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

图 8：韩国工业产出同比反弹：单位：%

图 9：中国库存同比企稳：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

### （三）全球国债收益率攀升，货币政策收敛

#### 1、全球国债收益率趋势上升，M2 同比或逐步下降

去年 8 月以来，全球 10 年期国债收益率快速攀升，但至今年 2 月中旬才引起大类资产价格的较大幅下跌，今年 3 月 18 日美国 10 年期国债收益率突破 1.71%，再

度引起全球风险大类资产价格较大幅下跌（商品，股市，金价）。英国央行行长贝利近期表示，最近金融市场利率的上升与经济前景的改善相符。

为应对疫情对经济的巨大冲击，欧元区、美国、日本 M2 同比在去年 3 月以来急剧攀升，至今年 1 月 M2 同比仍在攀升，市场流动性维持宽松。去年中国疫情管控的非常好，去年 4 月工业增加值同比已经回正，M2 同比在去年 9 月达到近年最高点后趋势下降。国内外经济复苏节奏的分化，使得全球货币政策松紧程度分化，中国 M2 同比在回落后或逐步平稳，美国、欧元区和日本的 M2 同比增速或逐渐回落。

图 10: 10 年期国债收益率: 单位: %

图 11: M2 同比: 单位: %



资料来源: Wind, 优财研究院

资料来源: Wind, 优财研究院

## 2、美元指数或趋势上升，短期西方国家难升息

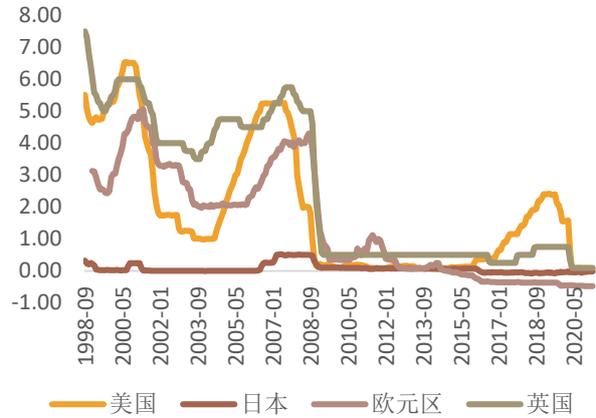
美元指数自去年 3 月至今年 1 月逐渐下降, 2 月下旬以来美元指数较快速反弹。近期美元指数攀升主要是因为美国新冠疫苗接种速度远快于欧元区叠加美国刺激政策出台。受美元指数攀升影响，欧元兑美元、英镑兑美元和日元兑美元均下降。

图 12: 全球主要货币走势



资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 基准利率: 单位: %



资料来源: Wind, 优财研究院

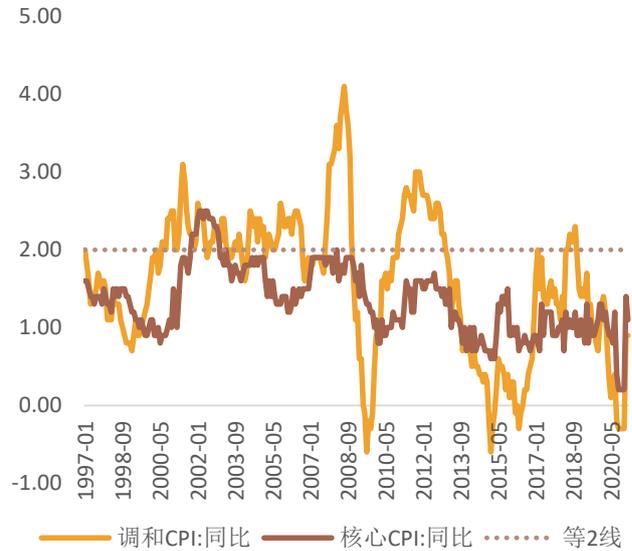
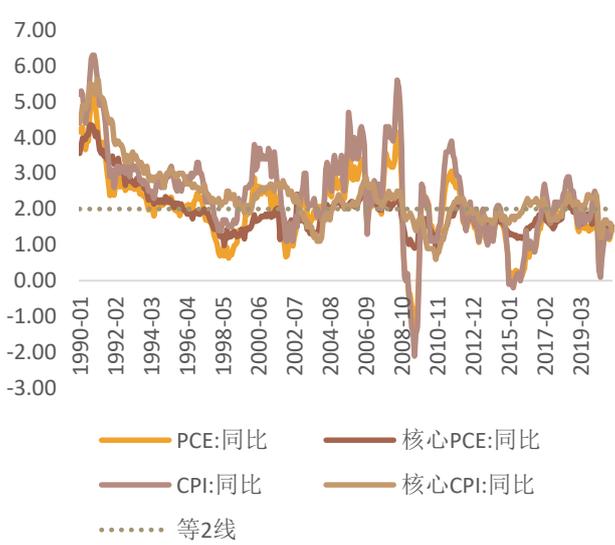
### 3、西方国家通胀仍低，对政策影响小

2009 年以来美国关键通胀指数, PCE、核心 PCE、CPI 和核心 CPI 同比长期处于 2% 以下, 即使在美国 2015 年至 2019 年的加息周期时期, 美国通胀仍处历史(1990 年以来) 较低位置, 由于低基数、超级宽松的货币环境、大力度的财政支持政策和逐步强劲的经济复苏, 美国通胀势必快速攀升, CPI 同比和 PCE 同比大概率突破 4%, 美联储设定 2% 以上的。2012 年 1 月, 美联储将核心 PCE 年率涨幅 2% 定为长期通胀目标。当前美联储允许通胀短期超过 2%。美联储圣路易斯联储主席布拉德称, 欢迎通胀率持续在 2% 以上的情况出现, 如果一段时间内通胀比美联储目标高, 达到 2.5%, 是可以接受的。

欧元区调和 CPI 同比 2013 年以来绝大部分时期处于 2% 下方, 欧元区今年 3 月中旬以来疫情再度快速蔓延, 疫苗接种放缓, 需求回升缓慢, 或使得今年欧元区通胀仍难突破 2%, 今年欧元区货币政策大概率收敛而不是大幅收紧。

图 14: 美国通胀: 单位: %

图 15: 欧元区通胀: 单位: %



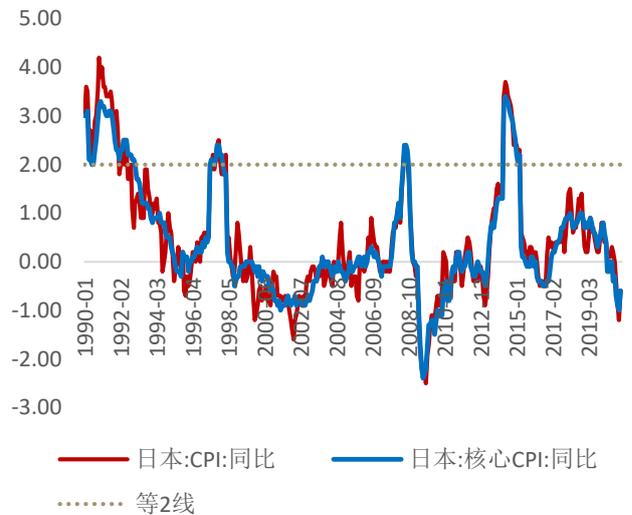
资料来源: Wind, 优财研究院

资料来源: Wind, 优财研究院

韩国 CPI 同比和核心 CPI 同比近期回升明显, 但仍只在 1%附近震荡, 离 2% 线有较大距离, 短期通胀对货币政策制约很小。日本上世纪 90 年代中期以来 CPI 同比和核心 CPI 同比绝大部分时候都低于 2%, 近期虽然小幅回升但仍处-0.5%左右的低位, 日本处深度老龄化社会, 通胀短期难快速攀升。

图 16: 韩国通胀: 单位: %

图 17: 日本通胀: 单位: %



资料来源: Wind, 优财研究院

资料来源: Wind, 优财研究院

## 二、美国经济趋势复苏，货币政策边际收敛

### （一）美国经济趋势复苏

高盛首席经济学家 Jan Hatzius 预计，从 2021 年一季度到四季度，美国 GDP 将分别增长 6%、11%、8.5% 和 6.5%，意味着 2021 年美国 GDP 同比增速将为 8%，超出华尔街共识预期的 6%。高盛将 2022 年美国 GDP 预期提高 50 个基点至增长 2.9%，高于市场预期的 2.6%。高盛还预计，到 2021 年底，美国失业率将达到 4%，低于市场预期，预计到 2022 年失业率将下降到 3.5%，2023 年降至 3.2%。

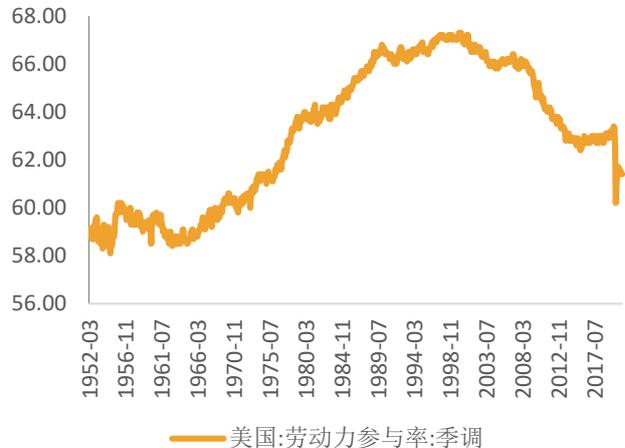
当地时间 1 月 26 日 IMF 发布的最新一期《世界经济展望报告》中预计，2021 年全球经济将增长 5.5%，中国经济将增长 8.1%。IMF 预计 2021 年发达经济体及新兴市场和发展中经济体经济将分别增长 4.3% 和 6.3%。其中，美国和欧元区经济将分别增长 5.1% 和 4.2%。

对于 2022 年，IMF 预计全球经济将增长 4.2%。发达经济体及新兴市场和发展中经济体经济将分别增长 3.1% 和 5.0%。其中，美国和欧元区经济将分别增长 2.5% 和 3.6%，中国经济增长 5.6%。

在疫情冲击下，去年二季度美国加大疫情管控措施，失业率飙升，今年 2 月仍处于 6.2% 的高位（2019 年底为 3.5%）。耶伦表示新冠疫情之前为 3.5%，这一水平被普遍认为是有效的充分就业，由于在疫情期间因育儿责任而导致 400 万人退出劳动力市场，近期有效失业率实际接近 10%。美国财政部长耶伦称，如果拜登的 1.9 万亿美元抗疫纾困刺激计划中的措施能够实施，美国可能在 2022 年恢复充分就业，这一预期比许多现有预期提前 2 到 3 年。她还表示绝对没有理由经历长期缓慢的复苏。美国劳动力参与率 2015 达到阶段性低点后一路攀升至 2020 年初，在疫情冲击下劳动力参与率大幅下降，在美国逐步放松疫情管控后参与率回升明显，但近期有所回落，美国劳动力市场恢复至疫情前仍任重道远。

图 18: 美国失业率下降: 单位: %

图 19: 美国劳动力参与率处于低位: 单位: %



资料来源: Wind, 优财研究院

资料来源: Wind, 优财研究院

## (二) 美国疫情趋势回落, 接种顺利推进

当地时间 3 月 11 日晚, 美国总统拜登发表全国讲话, 他给美国各州下达指令, 在 5 月 1 日前让所有成年人都有资格接种新冠疫苗, 同时呼吁美国民众不要放松警惕, 继续遵守防疫规定。此举的目的是在 7 月 4 日前使美国接近恢复正常, 让美国人在独立日假期中至少以小规模的群体为单位进行聚会。

据 3 月 13 日消息, 美国疾病控制与预防中心的数据显示, 3 月 12 日美国人接种的 Covid-19 疫苗剂量总计已超过 1 亿剂。美国疾病控制与预防中心 (CDC) 的数据显示, 约有 3,500 万人已经完全接种了疫苗, 占美国成年人口的 13.5%。CDC 表示, 超过 6590 万人至少注射了一针两剂疫苗。

美国总统拜登 3 月上半月在白宫表示, 美国将再增购 1 亿剂只需单剂接种的新冠疫苗。他说, 此举是为增加美国应对疫情“最大限度的灵活性”, “我们总是有可能遇到意想不到的挑战, 或出现新的疫苗接种需求”。由强生公司研制的单剂接种新冠疫苗 2 月底获美国紧急使用授权。3 月 2 日, 拜登宣布, 到 5 月底, 美国将有足够疫苗供应全美所有成年人。美国此前已向强生公司订购 1 亿剂疫苗, 并向 Moderna

公司和辉瑞公司订购 6 亿剂两剂接种疫苗。如果加上拜登宣布的新“订单”，美国将拥有 8 亿剂新冠疫苗，达到 5 亿人接种量。

### （三）美国刺激政策的规模庞大

美国总统拜登 3 月中旬签署了 1.9 万亿美元的新冠纾困救助法案，使该法案正式生效。该法案是拜登政府任内的首个重大立法项目。新一轮刺激法案，包含向个人分发支票、延长失业保险、向州和地方政府拨款、提高疫苗接种和检测能力等多个方面。向大多数美国人直接支付 1400 美元刺激支票。

美国国会通过拜登的 1.9 万亿美元刺激法案后，拜登政府及在国会的民主党人准备推动下一个立法优先事项，那就是价值数万亿美元的基础设施建设法案。既要拟定吸引共和党人的立法，以翻修老化的桥梁、道路和宽带网络，又要实现拜登在清洁能源和种族平等方面的计划，这对拜登政府来说可能有难度。

美国财政部长耶伦表示，拜登政府正在努力推动就业市场在今年早些时候或明年初“回归正轨”。耶伦表示：“我们真的很担心这场危机会造成永久伤疤，我们将竭尽所能尽快帮助劳动力市场回到正常轨道。通过全力推进疫苗接种和重新开放学校，我认为我们有望在今年早些时候或明年使劳动力市场重回正轨。”2 月美国有近 1000 万人失业，达到疫情爆发前的近两倍，说明劳动力市场复苏缓慢。

2021 年 3 月 3 日，白宫发布《Interim National Security Strategic Guidance》强调，美国将加倍进行科技投资，包括在研发、基础计算技术和国内领先制造领域，以实现许多国家战略目标，包括经济、健康、生物技术、能源、气候和国家安全领域。美国将建设 21 世纪的数字基础设施，包括通用的、负担得起的高速互联网访问和安全的 5G 网络。

拜登政府和国会民主党人希望改善美国的基础设施，应对气候变化，振兴正在改善的美国经济。据报道拜登的顾问们最快将于 3 月底向他提交一份计划，该计划将把复苏计划分为两部分。其中一项将投资于促进制造业、改善交通系统、扩大宽

带接入和减少碳排放。报告称，另一项计划将通过投资带薪休假、普及学前教育和社区大学来减少经济不平等。预计拜登将首先推进基础设施建设。据透露的消息，拜登政府将推出 3 万亿美元基建计划，政策或在今年底或明年初出台。

#### (四) 美国赤字高升，拟提升税率

美国财政部近期表示，由于抗击疫情的支出仍高，美国政府 2 月份的预算赤字为 3110 亿美元，创该月最高纪录。在 2021 财年的前五个月，达到创纪录的 1.047 万亿美元，赤字增长 68%。2 月份的支出也增长了 32%，至 5590 亿美元，其中失业救济相关成本和医疗支出增幅最大。2 月的收入和支出均创历史新高。

去年以来，美国财政赤字快速攀升，市场预计美国总统拜登正在计划自 1993 年以来首次大幅提高联邦税率，以帮助支付 1.9 万亿美元刺激法案之后的长期经济方案。与 1.9 万亿美元的抗疫纾困法案不同，美国政府下一个举措的规模预计会更大，而且不会仅仅依靠政府举债作为资金来源。

美国财政部长耶伦近期表示，美国总统拜登尚未提议征收财富税，也尚未决定是否设立财富税，但这是美国政府“可以考虑”的事情。马萨诸塞州民主党参议员沃伦近期重新提出了她的民主党总统初选纲领中的一个关键点，并提议立法，对资产净值超过 5,000 万美元的家庭每年征收 2% 的“千万富翁”税，对 10 亿美元以上的家庭征收 1% 的附加税。

拜登在竞选期间提议对企业利润、资本利得和股息以及最富有的个人征收更高的税，但没有支持征收财富税。大规模基建计划引起市场对加税的担忧，拜登在竞选总统期间表示，他愿意提高税收来支付各种议程项目。当时，拜登支持将企业税率提高到 28%。拜登支持将最高边际税率提高到 39.6%，并以更高的普通所得税税率对资本利得和股息征税。

耶伦近期在接受采访时承认，随着时间推移，“政府将”必须“提出控制赤字的建议”。她还指出，由于利率处于历史低位，政府债务的利息支付“相对于经济规模

仍然相当低”。

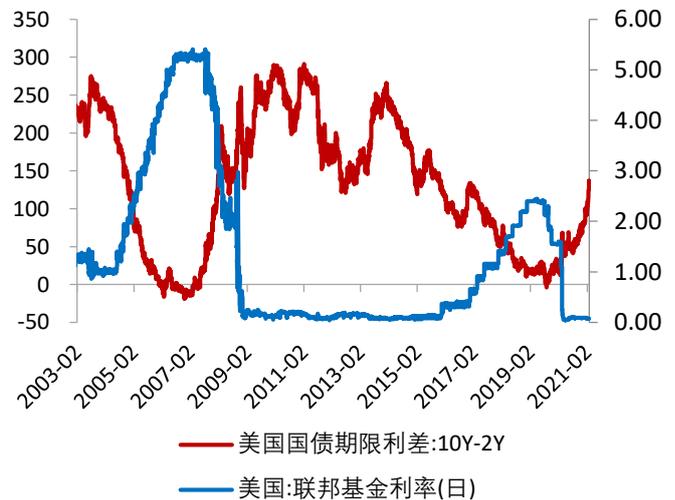
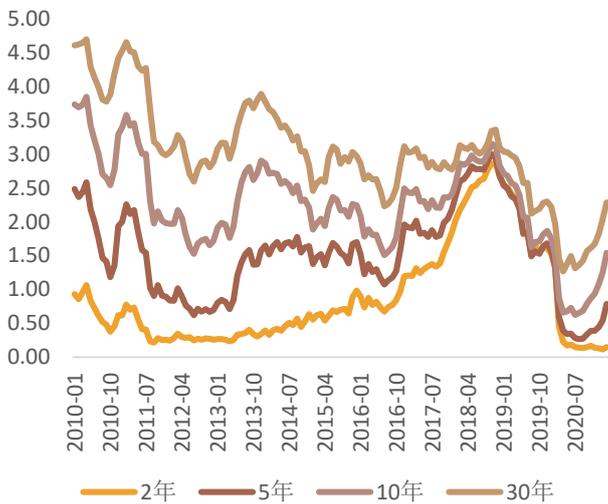
### (五) 美国国债收益率快速攀升，加息仍遥远

3月中旬，10年期美国国债收益率盘中飙升超1.71%，为去年2月以来最高水平，主要是受疫苗接种和大规模刺激承诺刺激。当前市场关注5年期收益率，该期限收益率最近几周大幅上升，市场推测美联储可能需要比官员们所暗示的提前启动加息周期。在刺激推动复苏预期加强之际，5年期与30年期国债收益率之差扩大。

虽然美国5年期、10年期和30年期国债收益率快速攀升，但与政策利率相关性较高的2年期收益率维持去年以来的低位，而以往每轮加息预期与加息周期中，随着短端收益率的快速上行，10-2Y期限利差走平，在走平之前不需太担心美联储会快速加息。

图 20: 美国国债收益率升降速度分化: 单位: %

图 21: 美国国债收益率期限利差: 单位: %



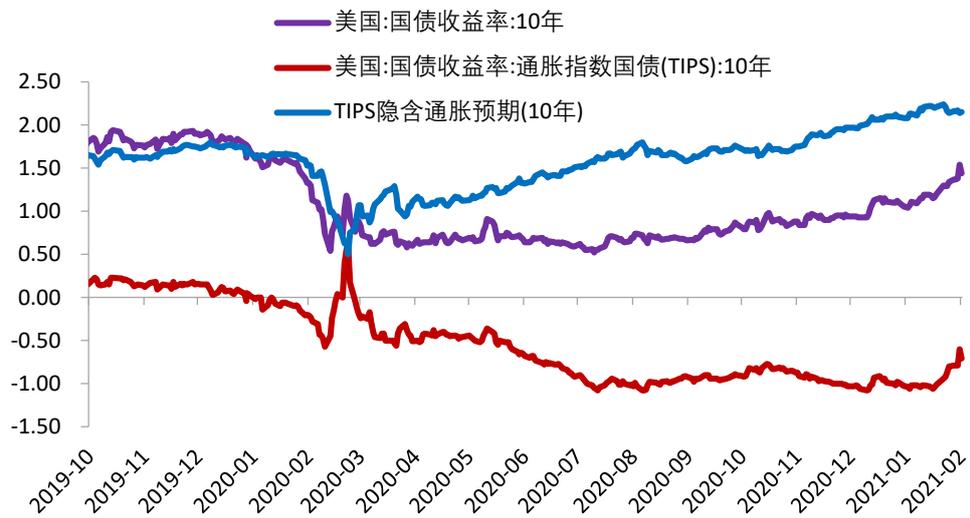
资料来源: Wind, 优财研究院

资料来源: Wind, 优财研究院

本轮美债收益率快速上行主因美国疫情逐渐好转、经济修复预期加快、以及再通胀预期的推动。与去年三季度以来由通胀预期上行推升10Y美债收益率不同的是，

近期 10 年期美债收益率快速走高更多的是实际收益率上行的推动，更多的反映经济修复加快的预期。

图 22：近期美国国债收益率攀升由复苏驱动：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

## (六) 美联储维持宽松，但边际收紧

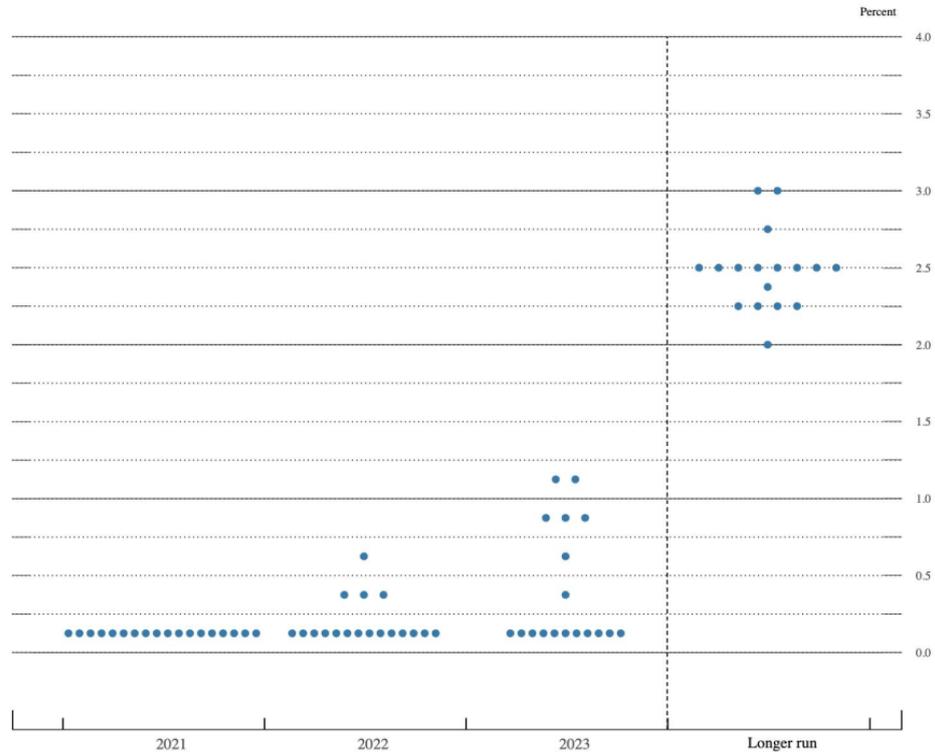
虽然美联储反复强调将将对维持宽松政策保持耐心，继续为经济提供所需的支持，在实现 2% 的长期通胀和最大化就业目标方面看到实质性的进一步进展才可能考虑缩表，但美国货币政策正在边际收紧。

北京时间 3 月 18 日（周四）03: 00，美国联邦公开市场委员会（FOMC）公布最新利率决议，将基准利率维持在 0%-0.25% 区间不变，将超额准备金率（IOER）维持在 0.1% 不变，将贴现利率维持在 0.25% 不变，符合市场预期。美联储声明重申，维持资产购买步伐不变，直至经济取得实质性进一步进展。新冠疫情仍将对经济构成巨大风险。经济发展路径将在很大程度上取决于疫情的进程，包括接种疫苗的进展。美联储大幅提高了对美国经济增长的预期，但表示尽管前景改善且今年转向通胀，但预计到 2023 年都不会加息。

美联储主席鲍威尔新闻发布会上称: 1、美国经济面临的危险一年前就很明显了, 只要有需要, 美联储将继续提供支持。大部分美国联邦公开市场委员会 (FOMC) 委员表示不会在 2023 年之前加息。2、经济复苏是不平衡的。正在进行的疫苗接种为今年晚些时候恢复正常生活提供了希望。商品支出显著增加, 但服务支出仍然低迷。美联储政策制定者 (对于经济) 的预测已被明显上修。劳动参与率仍然低于疫情前的水平。失业率仍在上升。3、鲍威尔指出通胀率仍低于 2% 的目标, 随着经济继续恢复运转, 超越基础效应可能会给价格带来上行压力。未来数月的通胀将大幅上扬, 但那不足以保证美联储加息; 通胀预期牢牢地锚定在 2% 左右。物价的一次性上涨可能只会对通胀产生短暂的影响。通胀率在 2% 以上的短期上升不符合提高利率的标准。3、现在还不是开始讨论缩减购债规模的时候。我们希望在缩减购债规模之前提供尽可能多的通知。金融环境维持宽松仍十分重要。

美国联邦储备 3 月 19 日表示, 补充杠杆率 (SLR) 的减免措施将如期于 3 月 31 日到期。计划重新评估“补充杠杆率”, 以确保它在“高储备”环境下仍能发挥作用。相信允许规则到期不会削弱美国国债市场的流动性也许造成市场混乱。国债市场已经稳定, 大银行有充足的资本。SLR 要求大型银行的资本至少等于其资产的 3%, 而对于具有系统重要性的最大机构而言, 则应为 5%。根据 2020 年 4 月的规则变更, 允许放款人在计算比率时从资产中暂时排除持有的美国国债和央行储备现金。

图 23: 2021 年 3 月美联储点阵图



资料来源：美联储，优财研究院

美联储预测, 长期联邦基金利率预期中值为 2.5%, 去年 12 月预期为 2.5%; 2021 年底联邦基金利率预期中值为 0.1%, 去年 12 月预期为 0.1%; 2022 年底联邦基金利率预期中值为 0.1%, 去年 12 月预期为 0.1%; 2023 年底联邦基金利率预期中值为 0.1%, 去年 12 月预期为 0.1%。

美联储大幅上调 GDP 预期。2022 年底 GDP 增速预期中值为 3.3%, 去年 12 月预期为 3.2%; 2023 年底 GDP 增速预期中值为 2.2%, 去年 12 月预期为 2.4%; 长期 GDP 增速预期中值为 1.8%, 去年 12 月预期为 1.8%。

大幅调高通胀预期。2021 年底 PCE 通胀预期中值为 2.4%, 去年 12 月预期为 1.8%; 2022 年底 PCE 通胀预期中值为 2.0%, 去年 12 月预期为 1.9%; 2023 年底 PCE 通胀预期中值为 2.1%, 去年 12 月预期为 2.0%; 长期 PCE 通胀预期中值为 2.0%, 去年 12 月预期为 2.0%。

就业预期乐观。2021 年底失业率预期中值为 4.5%，去年 12 月预期为 5.0%；2022 年底失业率预期中值为 3.9%，去年 12 月预期为 4.2%；2023 年底失业率预期中值为 3.5%，去年 12 月预期为 3.7%；长期失业率预期中值为 4.0%，去年 12 月预期为 4.1%。

表 2：美联储对经济和通胀的预测

经济数据预测	预测月份	2021 年	2022 年	2023 年	长期
GDP	3 月	6.50%	3.30%	2.20%	1.80%
	去年 12 月	4.20%	3.20%	2.40%	1.80%
失业率	3 月	4.50%	3.90%	3.50%	4.00%
	去年 12 月	5.00%	4.20%	3.70%	4.10%
PCE 物价	3 月	2.40%	2.00%	2.10%	2.00%
	去年 12 月	1.80%	1.90%	2.00%	2.00%
核心 PCE 物价	3 月	2.20%	2.00%	2.10%	
	去年 12 月	1.80%	1.90%	2.00%	

资料来源：美联储，优财研究院

### 三、中国经济双轮驱动，政策不急转弯

回顾 2020 年，得益于逆周期调节和国内外疫情的巨大差异，我国基建投资、房地产投资和出口恢复快，需求回升慢。预计 2021 年，我国财政政策和货币政策边际收敛，基建和房地产投资增速大概率平稳放缓，国外生产恢复使我国出口承压。今年驱动经济增长的主动力是消费和制造业投资的恢复。

#### （一）经济平稳复苏，2021 年消费和制造业复苏双轮驱动经济增长

2020 年四季度 GDP 不变价同比 6.5%，较第三季度的 4.9% 大幅攀升，四季度 GDP 不变价累计同比 2.3%，较前值增加 1.6 个百分点，回升明显。四季度第一产业、第二产业和第三产业 GDP 不变价同比分别为 4.1%、6.8% 和 6.7%，较三季度分别上

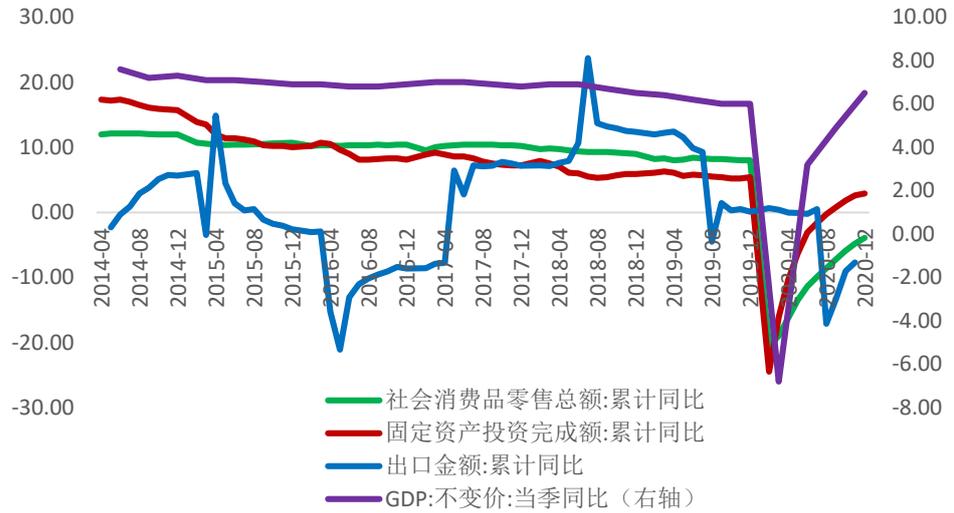
升 0.2、0.8 和 2.4 个百分点，显示第三产业复苏最快，第二产业次之。第一产业、第二产业和第三产业 GDP 不变价当季同比已经高于去年同期增速。

展望 2021 年，2021 年 3 月两会强调，今年要保持宏观政策连续性稳定性可持续性，促进经济运行在合理区间。在区间调控基础上加强定向调控、相机调控、精准调控。宏观政策要继续为市场主体纾困，保持必要支持力度，不急转弯，根据形势变化适时调整完善，进一步巩固经济基本盘。我们判断，二季度，人民币兑美元有可能趋势贬值；货币政策边际收敛，但对经济的冲击较小；稳定实体经济部门杠杆率；M2 同比和社融存量同比趋势缓慢回落；中国实际贷款利率高位回落，或紧信用；通胀（CPI 同比和 PPI 同比）趋势回升；二季度，基建和房地产投资增速大概率放缓但整体平稳，国外疫情再度快速蔓延和生产恢复使我国出口承压，驱动经济增长的主动力是消费和制造业投资的恢复。按照 IMF 对全球经济体 GDP 实际增长率的预测，2021 年中国的增速高于欧美和新兴经济体，由于消费增速将回归 GDP 增速，预计消费将成为拉动 2021 年经济增长的主动力。我们判断，2021 年，全球需求趋势性回暖确定，全球制造业补库存周期开启，驱动制造业投资增速趋势回升。

就 2021 年 GDP 同比增速的走势看：一季度大概率因基数效应（2020 年一季度 GDP 处于低位）而大幅走高；二季度基数效应仍偏强，如果彼时全球疫情受控，全球生产和需求快速回升，则二季度大概率维持同比的高位，如果彼时全球疫情仍快速蔓延导致全球生产和需求回升缓慢，则二季度同比增速很大概率较一季度大幅回落；三、四季度，随全球疫苗较普遍接种（尤其是欧美地区大概率逐步达成群体免疫），疫情对全球经济的负面影响将明显减弱，全球经济复苏大概率偏强，虽然基数效应或使得全球经济同比增速回落，但大概率逐渐触底后进入加速通道，我国 GDP

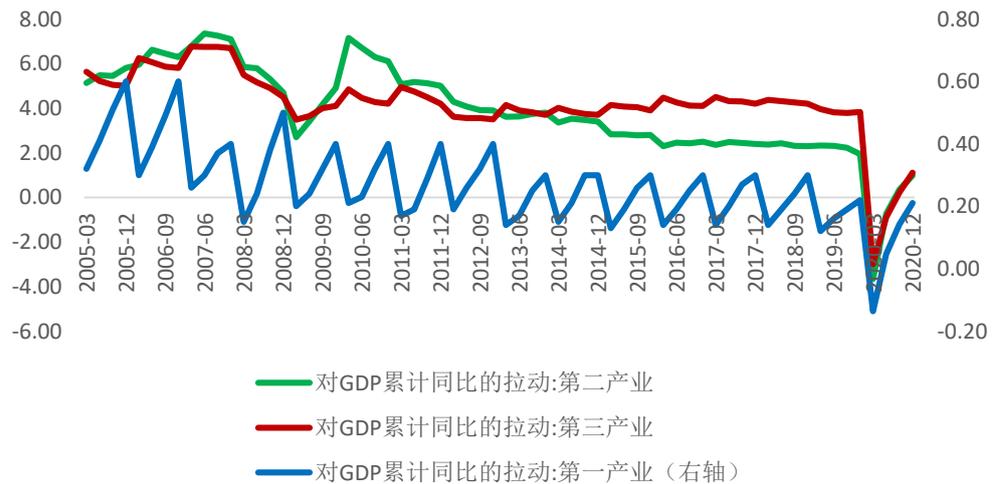
同比增速也大概率触底逐步攀升。

图 24: GDP 增速与消费、投资和出口累计同比: 单位: %



资料来源: Wind, 优财研究院

图 25: 三大产业对 GDP 累计同比的拉动: 单位: %



资料来源: Wind, 优财研究院

## （二）投资增速全年大概率前高后低，制造业投资恢复较慢

2020年12月固定资产投资累计同比2.9%，不及预期的3%，较前值上升0.3个百分点。今年2月固定资产投资累计同比35.0%，不及预期的38.1%，去年2月值为-24.5%，基数效应是2月固定资产投资累计同比陡升的主要原因。今年2月较2019年2月的值增长0.86%，远低于2019年2月相对于2018年2月的增长6.1%，显示我国经济还没有恢复到往年增长水平。

房地产投资累计同比38.3%，去年2月值为-16.3%，今年2月较2019年2月的值增长15.68%，高于2019年2月相对于2018年2月的11.60%，显示在经济恢复仍较缓慢的背景下，房地产投资较快速攀升对我国经济起到了支撑作用。房屋新开工面积累计同比64.3%，房屋竣工面积累计同比40.4%，房地产开发资金来源累计同比51.2%，其中自筹资金累计同比34.2%，定金及预收款累计同比96.3%，个人按揭贷款累计同比63.7%。商品房销售面积累计同比105%，今年2月较2019年2月的值增长23.1%。本年购置土地面积累计同比33.0%。从高频数据看，截止3月13日，3月100大中城市成交土地面积日均值较2019年3月增长-32.8%，较2月相对于2019年2月的增速跌幅收窄6.0个百分点，指向3月房地产投资有支撑。在房企“三道红线”和政策边际收紧的背景下，房地产投资增速2021年承压。

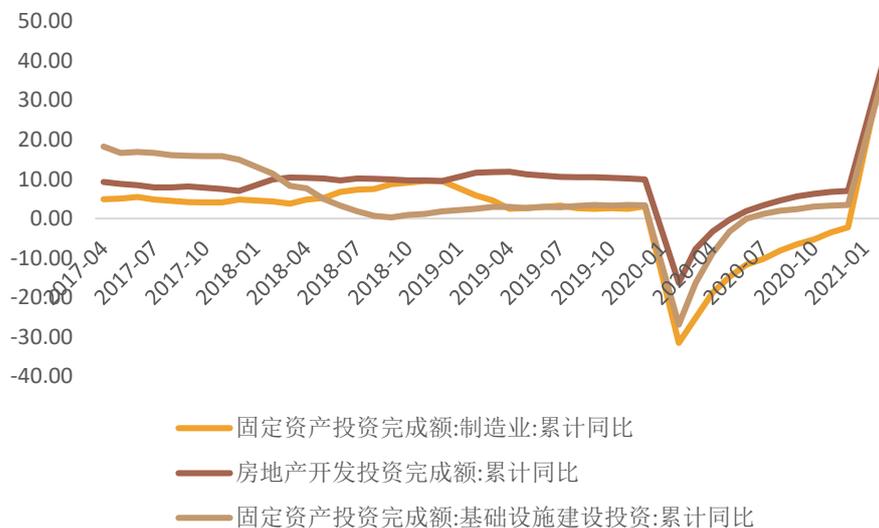
2月基建投资累计同比34.95%，不含电力的基建投资累计同比36.60%。基建投资是逆周期调节的重要手段，2021年不发行特别国债，地方专项债发行规模减少，赤字率较2020年下降较多，在经济趋势较快速回升阶段，基建投资增速斜率或下降。

2月制造业投资累计同比37.3%，去年2月制造业投资累计同比在三大投资类别（房地产投资、基建投资和制造业投资）中最低，今年2月制造业投资累计同比相对于其他两大投资类别没有明显抬升，显示制造业投资恢复仍较慢。制造业13个已经出来数据的大类累计同比增速均大幅上升，其中较前值上升最多的是化学原料

及化学制品制造业、专用设备制造业、农副食品加工业、电气机械及器材制造业和金属制品业，这些行业偏中上游。累计同比增速较前值上升最少的是汽车制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业、有色金属冶炼及压延加工业、纺织业和医药制造业，这些行业大部分集中在下游。随着新冠疫苗接种顺利推进，国外疫情蔓延速度趋势下降，欧美等国家或地区趋势逐渐放松管控措施，全球需求逐步恢复，制造业投资增速趋势回升，但因全球生产恢复快于需求恢复，我国投资增速回升速度或不及预期。

2月民间投资累计同比 36.4%，显示对宏观环境敏感的民间投资增速回升，我国家民间投资信心有所恢复。2月民间投资增速上升幅度低于制造业，显示民间投资恢复相对缓慢，国外生产快速恢复背景下，民间投资增速回升速度短期或仍低于制造业。2月农、林、牧、渔业投资累计同比 59.9%，采矿业累计同比 15.8%。

图 26: 制造业、房地产业和基建累计同比快速上升: 单位: %



资料来源: Wind, 优财研究院

### (三) 居民收入增长支撑零售趋势回升，乡村明显弱于城镇

2月社会消费品零售总额同比 33.8%，高于预期的 31.7%。2月城镇消费品零售

总额同比 34.9%，乡村消费品零售总额同比 26.7%，显示乡村消费增速大幅低于城镇消费增速。商品零售同比 30.7%，餐饮收入同比 68.9%，商品零售和餐饮收入同比大幅跃升，主要与基数效应相关。

今年 1-2 月社会消费品零售总额较 2019 年 1-2 月增长 5.56%，低于 2019 年 1-2 月相对于 2018 年 1-2 月的 8.2%。今年 1-2 月城镇消费品零售总额较 2019 年 1-2 月增长 7.72%，略低于 2019 年 1-2 月相对于 2018 年 1-2 月的 8.0%。今年 1-2 月乡村消费品零售总额较 2019 年 1-2 月增长-6.79%，大幅低于 2019 年 1-2 月相对于 2018 年 1-2 月的 9.1%，显示乡村消费增长大幅弱于城镇。今年 1-2 月商品零售较 2019 年 1-2 月增长 6.53%，低于 2019 年 1-2 月相对于 2018 年 1-2 月的 8.0%。今年 1-2 月餐饮收入较 2019 年 1-2 月增长-2.29%，大幅低于 2019 年 1-2 月相对于 2018 年 1-2 月的 9.7%。餐饮收入恢复明显慢于商品零售。

由于今年 2 月累计同比增速与去年低基数相关，2 月累计同比的高或低意义不是非常重要，我们更关注，相对于 2019 年 2 月累计值的成长情况。

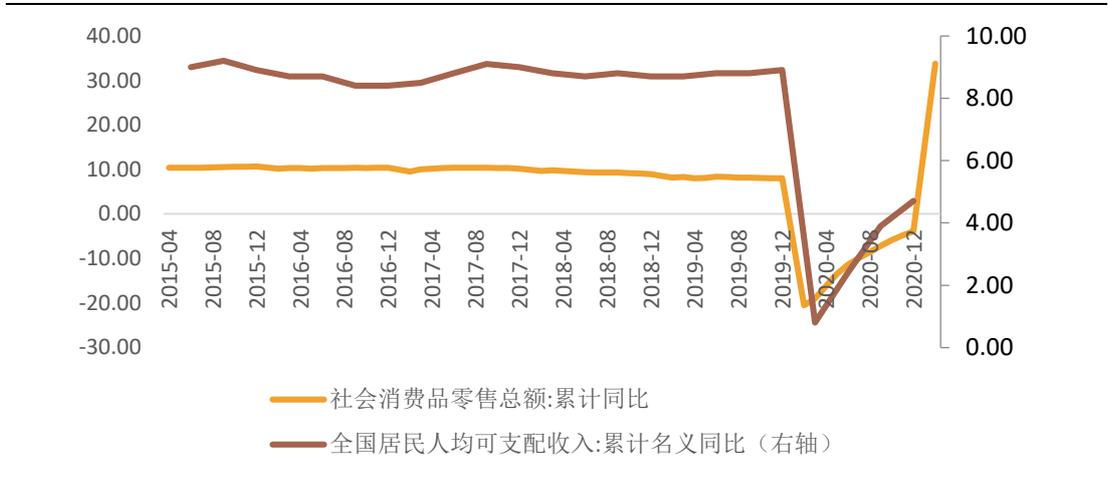
从具体门类 2 月零售总额累计值相对于 2019 年 2 月累计值增速看，增长为正的分别为通讯器材类、饮料类、化妆品类、日用品类、文化办公用品类、烟酒类、汽车类、粮油、食品类和金银珠宝类，为正的产业偏向受疫情冲击较小的产业；增长为负的行业分别为建筑及装潢材料类、家具类、石油及制品类、中西药品类、家用电器和音像器材类和服装鞋帽、针、纺织品类。具体门类消费数据显示消费复苏分化明显，为负的行业偏向受疫情冲击较大的产业，受疫情冲击较严重产业的需求恢复仍缓慢。

四季度我国居民人均可支配收入回升明显，累计名义同比、累计实际同比和中位数累计同比较三季度分别回升 0.8、1.5 和 0.6 个百分点，今年上半年居民收入同比有望继续攀升，我国内需回暖的确定性高。

IMF 预计中国 GDP 实际增速可能达 8.1%，中国消费增速（2020 年累计同比为-3.9%）有较强攀升动能（消费实际增速向 GDP 实际增速回归），我国需求在

2021 年将强势攀升。

图 27：社零和居民可支配收入累计同比攀升：单位：%



资料来源： Wind， 优财研究院

#### (四) 中国经济复苏好于预期

1-2 月工业增加值同比 35.1%，高于预期的 31.3%，说明我国经济复苏好于预期。工业增加值分项中，1-2 月制造业增加值同比 39.5%，采矿业增加值同比 17.5%。

从具体行业看，2 月 17 个已经公布累计同比的行业均大幅跃升。增速最快的五个行业分别是：汽车制造业、电气机械及器材制造业、通用设备制造业、金属制品业和专用设备制造业；增速最慢的五个行业分别是：电力、热力的生产和供应业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、农副食品加工业和食品制造业。这些行业上中下游均有，显示上中下游经济复苏分化不明显。

从出口交货值看，我国 2 月工业企业出口交货值累计同比 42.5%，2 月累计值较 2019 年 2 月累计值增长 11.8%，较 2019 年 2 月相对于 2018 年 2 月的增长 4.2% 攀升明显，显示企业出口交货较强，我国 1-2 月出口型企业生产增速回升。与我国 2 月制造业 PMI 下降不同的是，2 月全球制造业 PMI、美国 ISM 制造业 PMI、欧元区制造业 PMI 和日本制造业 PMI 均较 1 月较大幅攀升，显示中国和欧美制造业景气度分化，当前欧美趋势放松疫情管控措施，国外需求逐步回升，我国出口增速有支撑。

图 28: 工业企业出口交货值增速跃升: 单位: %

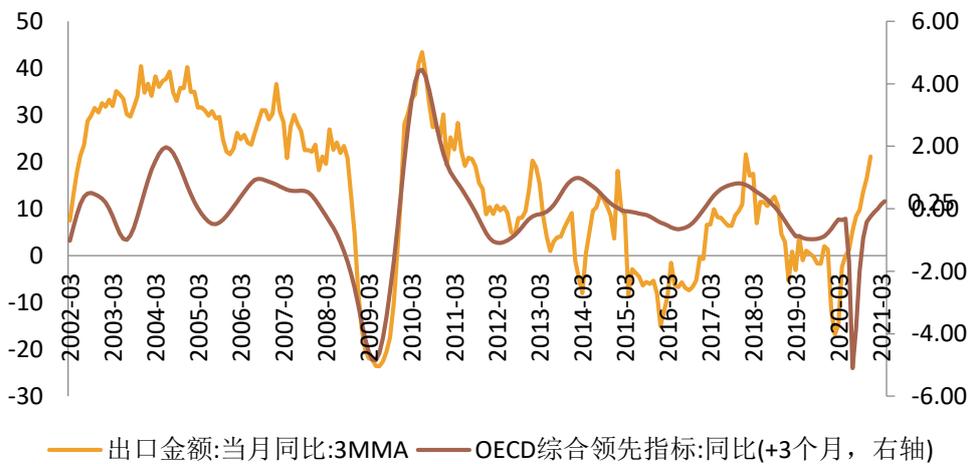


资料来源: Wind, 优财研究院

### (五) 我国出口偏强, 但二季度出口仍承压

2021 年 1-2 月美元指数大幅走强, 2 个月共涨 1.09%, 美元兑人民币即期汇率升值 1.24%, 人民币升值有利于进口且一定程度拖累出口。我国 2 月制造业 PMI 下降, 其中制造业生产 PMI 和新出口订单 PMI 较大幅下降 (统计局公布的是季调后的 PMI 数据), 指向我国出口同比增速承压, 但因为 2 月包含春节长假, 二季度出口环比有支撑。

图 29: 中国出口金额同比与 OECD 综合领先指标同比攀升: 单位: %

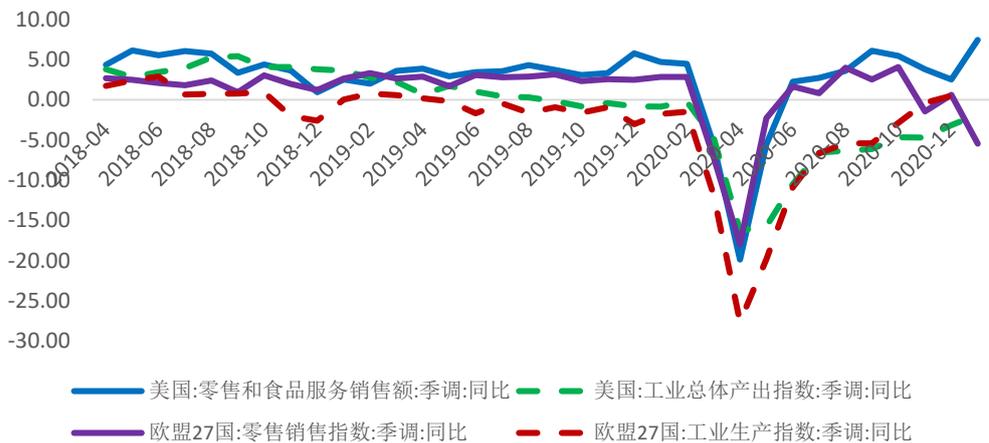


资料来源: Wind, 优财研究院

受去年疫情管控严格的影响，今年 1-2 月我国进口和出口增速的基数均低，使得我国进口和出口增速高增长，随着国外产能的恢复和基数效应逐渐减弱，我国进口和出口的高增速将趋势回落，逐步回归至全球经济复苏推升需求的逻辑。

值得关注的是，截止今年 1 月，美欧生产同比快速上升，而需求同比升降分化。1 月欧盟 27 国零售销售指数季调同比回落至-5.45%，较去年 10 月达到的高点 4.07%大幅回落；从全球主要经济体和国家的 GDP 增速看，美国、日本和欧元区在去年四季度 GDP 增速仍未转正，欧元区四季度 GDP 同比甚至较三季度跌幅扩大 0.7 个百分点，一定程度说明上半年国外需求难于快速恢复，或使得我国出口增速承压。

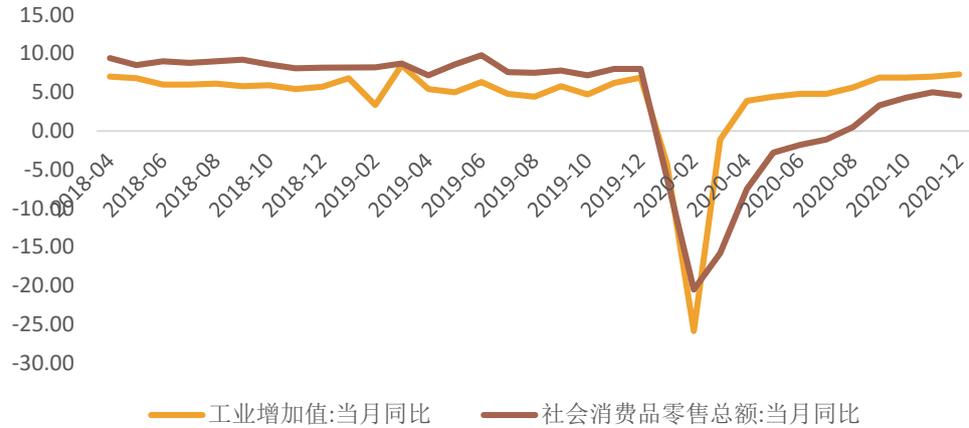
图 30：美国和欧洲消费强于生产：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

截止去年 12 月中国社零增速仍较大幅低于前年同期（4.6%对 8.0%），IMF 预计中国 GDP 实际增速可能达 8.1%，美欧低于 6.0%。因美欧国民逐步接种新冠疫苗，全球经济活动正逐步回升，在此背景下，如果美欧对居民的疫情补贴逐步退出，则美欧消费将攀升乏力而中国消费增速有较强攀升动能（消费实际增速向 GDP 实际增速回归），我国需求大概率由 2020 年的外强于内逐渐转变为 2021 年的内强于外。1 月欧盟 27 国零售同比大幅下降，显示美欧的高增速消费不可持续，2021 年我国需求内强于外或比较明显。

图 31: 中国生产强于消费: 单位: %

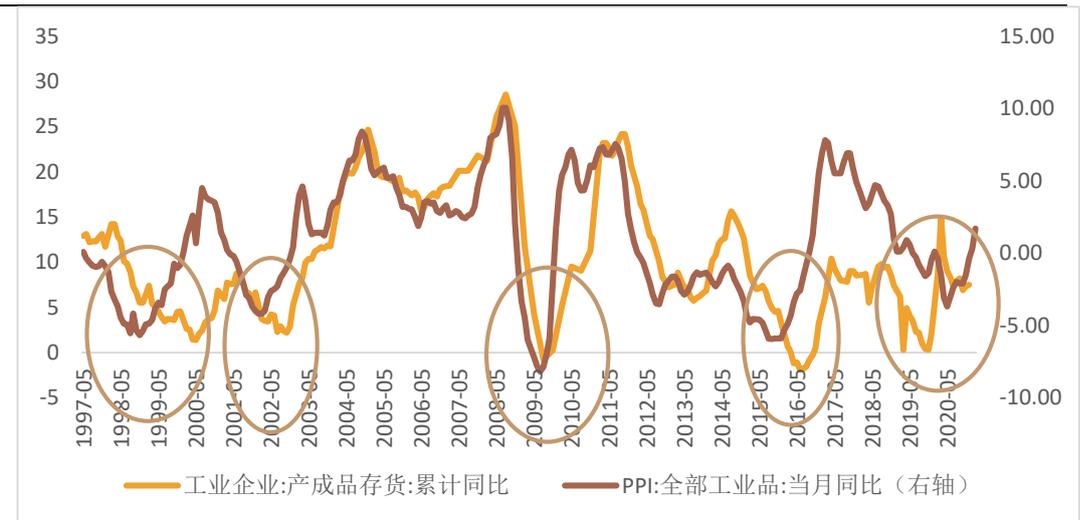


资料来源: Wind, 优财研究院

## (六) 我国库存周期开启, 补库存从下游向中上游传导

我国库存周期与 PPI 同比周期具有很强的相关性, 且 PPI 同比拐点出现的时间要领先半年到 1 年, 近期 PPI 同比拐点出现的时间为 2020 年 5 月, 至今已经 10 个月, 我国库存周期已经有开启的迹象。

图 32: 我国库存周期开启: 单位: %



资料来源: Wind, 优财研究院

就制造业分行业库存周期看, 上中下游大部分行业营业收入增速回升, 下游行

业库存回补的行业明显多于中上游，由于下游行业率先得益于需求复苏，库存回补的速度较中上游更快，预计企业补库存将由下游逐步传导至中上游。

表 3：2020 年 12 月中国制造业营业收入增速和产成品存货增速走势

制造业库存周期		营业收入增速	产成品存货增速
上游	煤炭开采和洗选业	升	升
	石油和天然气开采业	升	升
	黑色金属矿采选业	升	升
	有色金属矿采选业	升	降
	非金属矿采选业	升	降
	开采辅助活动	升	降
	其他采矿业	平	升
	农副食品加工业	降	降
	纺织业	升	升
	造纸及纸制品业	升	降
中游	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	平	降
	石油、煤炭及其他燃料加工业	平	降
	化学原料及化学制品制造业	升	升
	化学纤维制造业	升	升
	橡胶和塑料制品业	升	升
	非金属矿物制品业	升	降
	黑色金属冶炼及压延加工业	升	降
	有色金属冶炼及压延加工业	升	降
	金属制品业	升	升
	通用设备制造业	升	平
	专用设备制造业	平	升
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	升	降
	电气机械及器材制造业	升	升
	仪器仪表制造业	升	降
	其他制造业增长	升	降
废弃资源综合利用业增长	升	升	
金属制品、机械和设备修理业	降	升	
下游	医药制造业	升	升
	汽车制造	升	升
	计算机、通信和其他电子设备制造业	升	降
	食品制造业	平	升
	酒、饮料和精制茶制造业	升	升
	烟草制品业	降	升
	纺织服装、服饰业	升	降
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	升	降
	家具制造业	平	升
	印刷业和记录媒介的复制	升	升
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	升	平	

资料来源：Wind, 优财研究院

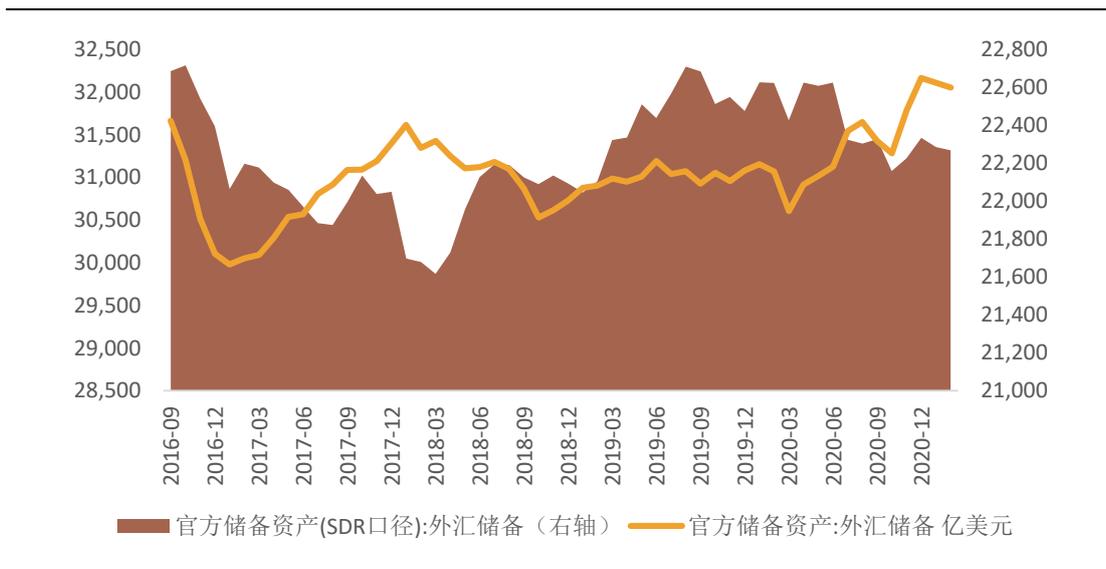
## （七）人民币兑美元或趋势贬值，中美利差大概率收窄

自我国 2015 年“811”汇改以来，人民币汇率与美元指数的相关性高，使得我国相对于全球主要非美货币汇率较稳定。我国汇率的相对稳定，有助于我国与国外的资金相互流动。

2021年，二季度，美国大概率率先取得群体免疫，美国经济复苏节奏或快于欧洲等发达国家，美联储货币政策大概率逐步收紧，美元指数有可能趋势回升，中美利差大概率逐步收窄，人民币汇率兑美元趋势贬值的可能性高，外资净流入或趋势减慢甚至转变为净流出。

2021年2月中美10年期国债收益率之差的均值为199BP，低于2021年1月的208BP，截止2021年3月5日，2021年3月中美利差均值为178BP，较2月较大幅下降，中美利差从历史高位快速回落。美国经济数据趋势走强，叠加美国新刺激法案顺利推进并且美国民主党控制两院使得后续推出积极财政政策的可能性大，美债利率或趋势攀升，二季度中美利差大概率继续收窄。

图 33：我国外汇储备较为平稳：单位：亿美元/亿 SDR



资料来源： Wind, 优财研究院

图 34：人民币汇率与美元指数走势相似



资料来源：Wind，优财研究院

图 35：中美利差从历史高位回落：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

## （八）我国政策有序缓慢退坡，不急转弯

政策有序缓慢退坡，经济增长注重平稳性。今年政府工作报告将经济增长目标设定为 6% 以上，尽管低于市场预期的 8% 左右，但考虑到经济的平稳增长、结构的优化升级，6% 以上的目标增速更加体现出了政策的中长期目标以及持续性。就业目标恢复至疫情前的要求、通胀目标下调至 3% 左右，货币政策要灵活精准、合理适度，积极的财政政策要提质增效、更可持续，稳杠杆而并非去杠杆。

今年赤字率安排降至 3.2%，仍处在 3% 的红线以上，财政赤字规模 35700 亿元，比去年减少 1900 亿元，其中中央财政赤字 27500 亿元，地方财政赤字 8200 亿元。专项债 3.65 万亿元，减少 1000 亿，不再发行特别国债。

图 36: 2021 年政府工作报告目标

	指标	2021 年	2020 年
<b>主要目标</b>	实际GDP增速 (%)	6以上	未设目标
	CPI同比 (%)	3	3.5
	城镇新增就业 (万人)	1100	>900
	城镇调查失业率 (%)	5.5	6
	城镇登记失业率 (%)	-	5.5
	国际收支	基本平衡	基本平衡
	进出口	量稳质升	促稳提质
	宏观杠杆率	基本稳定	-
<b>财政政策</b>	定调	积极、增效持续	积极、更加积极有为
	赤字率 (%)	3.20	>3.6
	财政赤字 (万亿)	-	3.76
	中央赤字 (万亿)	-	1.83
	地方赤字 (万亿)	无特别国债	1.93+1万亿特别国债
	地方专项债 (万亿)	3.65	3.75
<b>货币政策</b>	定调	稳健、更加灵活合理适度	稳健、更加灵活适度
	M2同比 (%)	与GDP名义增速相匹配	增速明显高于去年
	社融余额同比 (%)	与GDP名义增速相匹配	增速明显高于去年
	利率	综合融资成本稳中有降	综合融资成本明显下降

资料来源：根据公开信息整理，优财研究院

## 四、类过热的滞胀期大类资产表现

### (一) 拜登胜选以来宏观环境发生巨大变化

回顾媒体宣布拜登胜选美国总统以来主要宏观事件，宏观环境已经较去年有巨大变化。拜登当选，使得全球贸易摩擦加剧转向贸易合作；去年 12 月以来全球疫苗接种的速度明显加快，1 月中旬至今国外疫情蔓延速度快速放缓，国家疫情管控措施边际放松，复工复产将趋势推进，使得全球高度关注疫情蔓延转向经济复苏进程，资产定价的逻辑由政策积极转向经济基本面的修复和政策如何收紧。

2020 年 11 月 7 日，在拜登赢下宾夕法尼亚州之后，他已获得赢得胜选所需的 270 张选举人票，美国有线电视新闻网 (CNN) 和美国全国广播公司(NBC)和英国广播公司 (BBC) 等多家外媒先后发布预测，民主党总统候选人拜登当选。受美国经济数据超预期 (初请失业金人数、ISM 制造业 PMI)、美联储鸽派发言 (美联储

公布了十一月 FOMC 决议，美联储主席鲍威尔重申动用所有联储工具支持经济的承诺) 和美国大选逐步落地影响，当周美国股市大涨，标普 500 指数周累涨 7.32%，道指周累涨 6.87%，纳指周累涨 9.01%。

当地时间 2021 年 1 月 6 日，美国多家媒体统计民主党议员 Jon Ossoff 在佐治亚参议员选举中击败了共和党现任参议员 David Perdue。在此之前，另一名民主党人 Raphael Warnock 击败现任共和党参议员 Kelly Loeffler。意味着民主党成功在国会两院均占多数，为拜登接下来推行政策扫清了障碍。受美国 PMI（制造业和服务业）数据强劲、美国特朗普承诺有序交接权利和美国民主党控制美国国会两院等影响，当周美国主要股指上涨，标普 500 指数周累涨 1.83%，道指周累涨 1.61%，纳指周累涨 2.43%。

美国华盛顿特区当地时间 1 月 20 日，拜登在国会大厦前宣誓就任美国第 46 任总统。拜登的百日施政计划包含了一些他能迅速采取的举措，比如通过发布行政命令来扭转特朗普的一些举措，以及让美国重新加入先前退出的国际协议。还有一些需要国会配合的目标，比如，1.9 万亿美元新冠疫情纾困案以及确认他对内阁人选的提名。受美国新一轮财政刺激措施有望出台和美国总统权力顺利交接等影响，美国当周主要股指上涨。标普 500 指数周累涨 1.94%，道指周累涨 0.59%，纳指周累涨 4.19%。

2 月 5 日当周受美国新一轮财政刺激法案有望维持大规模和疫情蔓延速度大幅放缓等影响，美国参议院以 51-50 票的表决结果，通过了总统乔·拜登 1.9 万亿美元疫情救济计划的一个预算蓝图。当周美国主要股指大幅上涨。标普 500 指数周累涨 4.65%，道指周累涨 3.89%，纳指周累涨 6.01%。1 月，财新中国服务业 PMI52.0，为近九个月最低，环比下降 4.3 个百分点。1 月 31 日，央视财经发布《基金投资正本清源对资本市场有利》。评论中认为，“当前资本市场上投资基金的狂热现象值得警惕和深思。”“要从专业的角度对投资者预警市场风险。有的优秀基金经理人对产品加以限购，拒绝热钱，控制基金规模，保护现有投资人的收益。”当周中国股指涨跌分化，金融股指数累涨 1.92%，周期股指数累跌 0.61%，消费股指数累涨 3.87%，

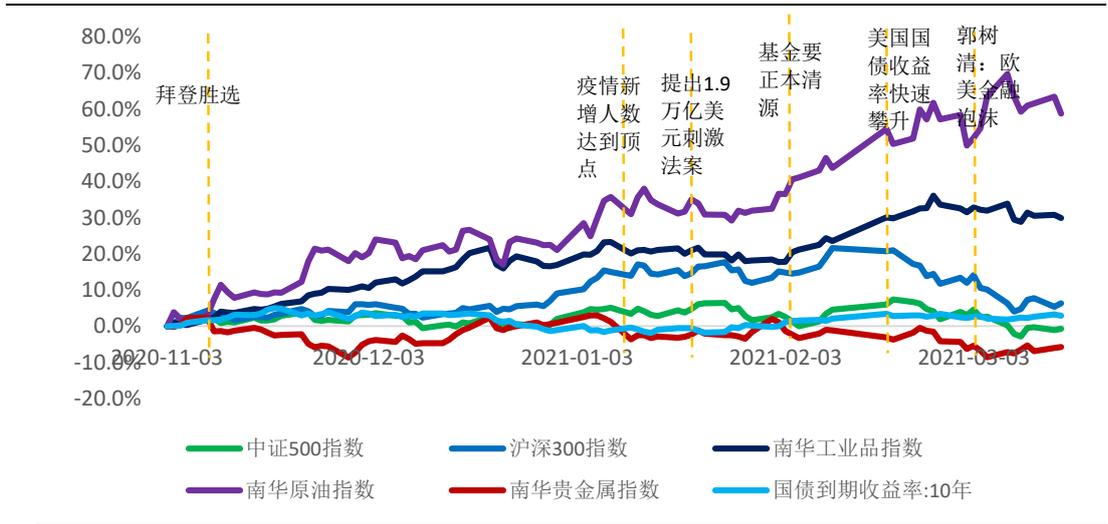
成长股指数累跌 2.31%，稳定股指数累跌 4.14%。

2月美国国债收益率快速上升，10年期国债收益率2月17日升至近一年高位水平1.331%。全球债市创下2013年以来最差年度开局，市场投资者认为全球经济显露复苏迹象，使得债市承压。但美联储当周公布的货币政策纪要强调将维持超宽松的货币政策立场，不会在近期削减购债规模，缓解了美债收益率上涨引起的市场忧虑。无风险利率的上升降低公司的未来现金流，削弱了股票估值。主要受美债收益率快速上涨、初请失业金数据不及预期、美国新一轮财政刺激法案有望出台等影响，当周美国主要股指涨跌分化，标普500指数周累跌0.71%，道指周累涨0.11%，纳指周累跌1.57%。央行旗下《金融时报》：当前已不应过度关注央行操作数量，否则可能对货币政策取向产生误解。重点关注的应当是央行公开市场操作利率、MLF利率等政策利率指标，以及市场基准利率在一段时间内的运行情况。当周国内主要股指涨跌分化，金融股指数累涨2.96%，周期股指数累涨3.05%，消费股指数累跌1.71%，成长股指数累涨0.30%，稳定股指数累涨4.74%。

银保监会主席郭树清3月2日在国新办新闻发布会上表示，疫情发生以来，各国都采取了积极财政政策和极度宽松的货币政策，这都可以理解。现在看一些副作用开始显现，比如，欧美发达国家的金融市场和实体经济严重背道而驰，担心这一情况迟早会被迫调整。“很担心国外金融市场的泡沫问题哪一天会破灭，现在中国市场与外国市场高度相连，外国资本持续流入。不过，目前来看，外国资本流入的规模和速度还在可控范围内。美债收益率近期快速上涨、市场对通胀快速上升的担忧加剧、美国ADP就业数据不及预期、美国新一轮财政刺激法案有望出台和美联储释放鸽派言论等影响，当周美国主要股指涨跌分化，标普500指数周累涨0.81%，道指周累涨1.82%，纳指周累跌2.06%。2021年政府工作报告：2021年发展主要预期目标是国内生产总值增长6%以上；赤字率拟按3.2%左右安排、比去年有所下调，不再发行抗疫特别国债。当周国内主要股指涨跌分化，金融股指数累涨0.51%，周期股指数累跌0.01%，消费股指数累跌6.67%，成长股指数累涨0.50%，稳定股指数累涨2.50%。

3月初以来, 大类资产价格涨跌分化, 除国债和原油上涨幅度较高外, 沪深 300、中证 500、贵金属和工业品价格均较大幅下跌。究其原因, 主要有: 美债收益率较快速上升、美国经济数据向好、通胀预期上升、美联储收紧货币政策的担忧加剧。

图 37: 拜登胜选以来我国大类资产变化: 单位: %



资料来源: Wind, 优财研究院

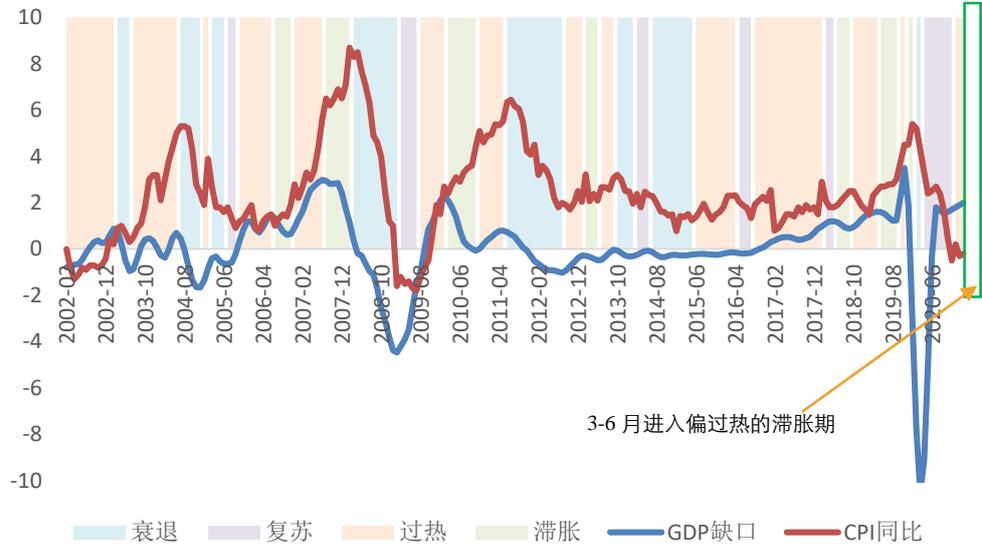
## (二) 二季度我国经济进入类过热滞胀期

我们把通胀上行且经济增速放缓阶段称为滞胀期, 把通胀上行且经济增速加速阶段称为过热期, 把通胀下行且经济增速放缓阶段称为衰退期, 把通胀下行且经济增速加速阶段称为过热期。

此处以经济增速是否放缓用产出缺口来衡量, 用季度 GDP 实际增速计算产出缺口, 产出缺口处上升通道则判断经济增速加速, 产出缺口处下降通道则判断经济增速放缓。

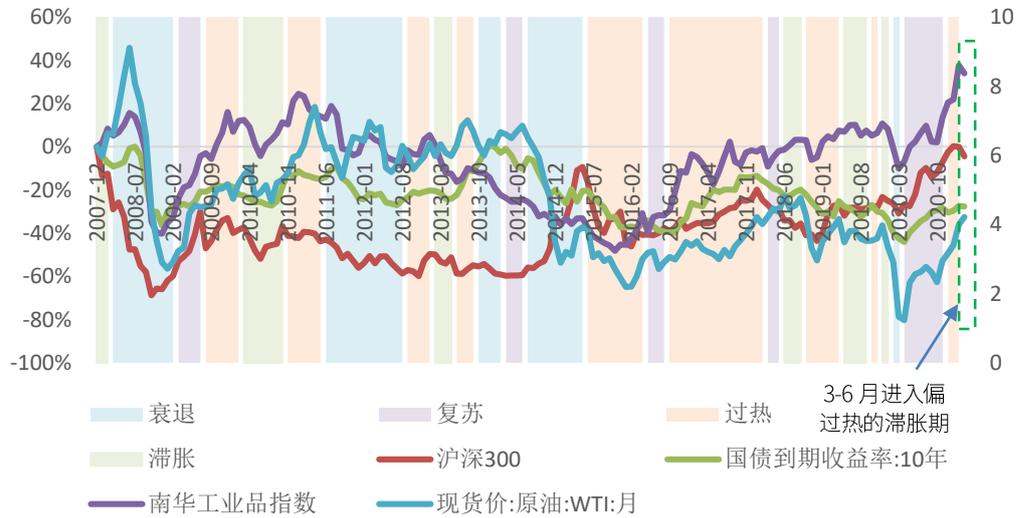
按上述定义, 我们判断今年 2 月处于过热期, 3-6 月处于类滞胀期, 但由于 3-6 月处于类滞胀期主要是受去年基数效应扰动所致, 如果以 2019 年为基准年计算, 我们认为 2-6 月处于类过热期, 因此, 我们把 3-6 月称为类过热的滞胀期, 大类资产价格表现大概率既有滞胀期的特色也有过热期的特点。

图 38: 2002 年 2 月以来我国所处阶段: 单位: %



资料来源: Wind, 优财研究院

图 39: 2007 年 12 月以来经济不同阶段大类资产价格走势



资料来源: Wind, 优财研究院

### (三) 类过热滞胀期，市场或偏好原油、工业品和国债

从 2008 年 1 月至 2021 年 3 月（截止 3 月 16 日）涨跌幅看，在复苏期原油、工业品、中证 500 和沪深 300 月涨跌幅为正，且原油价格涨跌幅均值最大；在过热期，原油和工业品月涨跌幅均值为正且数值较大；在滞胀期，国债、中证 500 和原油月涨跌幅均值为正，不过数值较小。当前处于类过热的滞胀期，说明市场或偏好原油、工业品和国债。

表 4：2008 年 1 月至 2021 年 3 月大类资产价格月均涨跌幅

指标名称	中证 500	沪深 300	国债到期收益率:10 年	南华工业品指数	现货价:原油:WTI
复苏	3.24%	3.75%	-0.59%	2.44%	7.00%
过热	-0.15%	0.04%	-0.54%	1.70%	1.51%
衰退	0.21%	-0.56%	1.04%	-2.30%	-4.02%
滞胀	0.33%	-0.78%	0.78%	-0.20%	0.05%
均值	0.54%	0.30%	0.11%	0.37%	0.53%

资料来源：Wind，优财研究院

就上涨概率看，过热期原油价格上涨概率最高，滞胀期国债价格上涨概率最高，类过热的滞胀期市场或偏好原油和国债。

表 5：2008 年 1 月至 2021 年 3 月大类资产上涨概率

指标名称	中证 500	沪深 300	国债到期收益率:10 年	南华工业品指数	现货价:原油:WTI
复苏	70.8%	70.8%	45.8%	70.8%	66.7%
过热	46.9%	57.8%	51.6%	53.1%	65.6%
衰退	60.0%	46.7%	55.6%	31.1%	35.6%
滞胀	46.2%	50.0%	73.1%	57.7%	57.7%

资料来源：Wind，优财研究院

虽然当前处于滞胀期，但“滞”主因去年超低基数的影响，当前并非传统意义上的滞胀期，如果我们把同比的基准期设定为 2019 年，或许更能代表当前经济所处阶段。由于今年全球经济趋势回暖，2019 年为基准期的经济周期处于经济增长期，因此当前经济在更类似于“过热期”。

过热期工业品和原油表现要远好于债券和股票，滞胀期债券表现最好，而中证 500 好于沪深 300。就当前的市场表现看，截止 3 月 17 日，3 月原油价格上涨 5.37%，10 年国债主力合约上涨 0.42%，沪深 300 和中证 500 分别下跌 4.42% 和 2.18%，南华工业品下跌 2.75%，金价下跌 0.17%。

表 6：2021 年以来大类资产价格表现

指标名称	中证 500	沪深 300	国债:10 年	南华工业品	现货价:原油:WTI	COMEX 黄金	周期
2021-01	-0.33%	2.70%	-0.27%	1.12%	7.58%	-2.72%	过热期
2021-02	0.29%	-0.28%	-1.06%	13.03%	17.82%	-6.31%	过热期
2021-03	-2.18%	-4.42%	0.42%	-2.75%	5.37%	-0.17%	滞胀期

资料来源：Wind，优财研究院

## 五、二季度投资建议

### （一）大类资产配置建议

当前市场基本一致认为经济同比增速（以 2020 年为基准年）在二季度趋势回落，但以 2019 年为基准年的经济增速应该会逐步回升或以月为频率的经济环比数据有可能走强（下午我们称此情况为经济走强，反之则称为经济走弱）。

我们认为二季度，如果经济逐步走强将使得市场更多的以过热期看待大类资产价格走向，原油和工业品大概率走高；如果经济走弱则市场或会更多的以滞胀期看待大类资产价格走向，国债或较为强势，其他大类资产价格均有回调的风险，如果考虑当前大类资产估值水平的话，我们认为该情形下原油价格有较强支撑。

### （二）部分大类资产价格已经处于历史高位，有回调风险

当前沪深 300PE 位于历史高位，近期达到 2016 年以来最高位，今年 2 月中旬以来风格偏好由大盘股转向小盘股、由偏好高市盈率转向偏好低市盈率，沪深 300 调整的可能性加大。沪深 300PE 的倒数（可以理解为风险收益率）与 10 年期国债到期收益率（无风险利率）之差（可以理解为权益类投资的风险溢价）已经位于历史低位，说明相对于国债，沪深 300 的吸引力处于低位。

图 40: 沪深 300 风险溢价: 单位: %



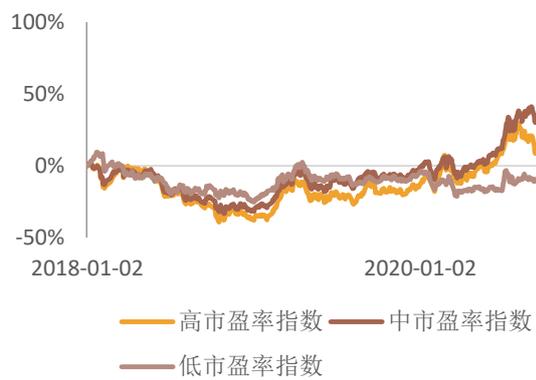
资料来源: Wind, 优财研究院

图 41: 2018 年 1 月以来涨幅



资料来源: Wind, 优财研究院

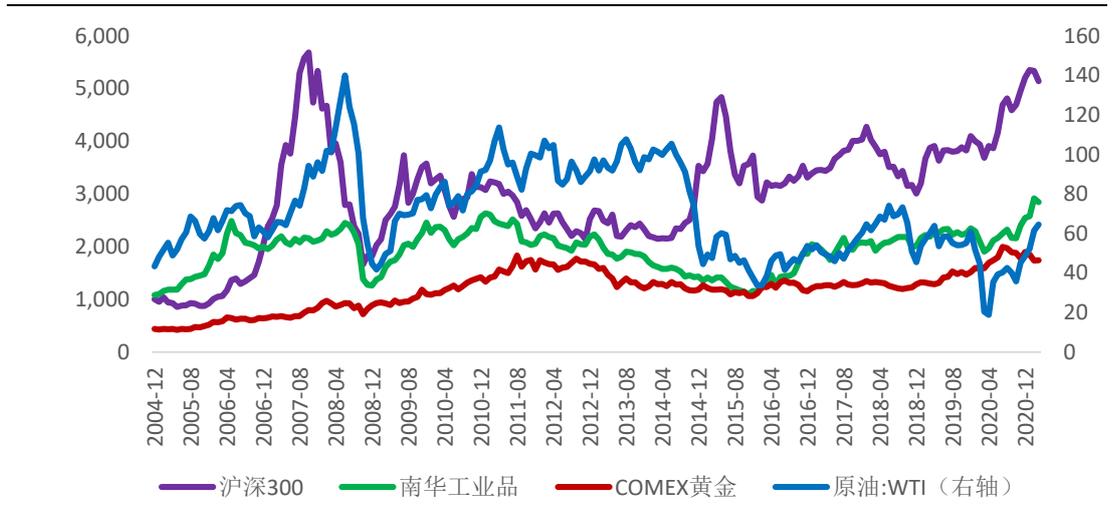
图 42: 2018 年 1 月以来涨幅



资料来源: Wind, 优财研究院

当前多数大类资产价格处于较高位置, 最大的风险为估值回落。考察 2004 年 12 月至 2021 年 3 月时间段, 沪深 300 指数 2 月达到历史次高位后回落, 南华工业品 2 月创下历史最高值后回落, COMEX 黄金价格 2020 年 7 月达到最高后趋势回落。WTI 原油价格近期已经突破 64 美元/桶, 但仍处于较低位置。

图 43: 2004 年 12 月以来大类资产价格走势



资料来源: Wind, 优财研究院

## 六、风险提示

疫情在全球超预期蔓延; 经济增长不及预期; 美元指数大幅走强。

## 重要声明

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。