

2021年6月21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



花开堪折直须折，莫待无花空折枝

——半年度宏观报告

内容提要

全球（中国之外）新冠肺炎每日新增确诊人数从4月29日的高点90.1万下降至近期的37.9万。随着气温逐步的升高和疫苗接种的稳步推进，预计全球疫情管控措施趋势减弱，全球复工复产趋势稳步推进，但因疫情恢复或已过半，下半年经济继续复苏但动能转弱。疫情受控正呈现分化局面，以美欧为代表的发达国家率先实现群体免疫，以生产和服务业恢复为主的复苏强劲。

美欧PPI和CPI同比回落但维持高位，经济同比增速回落但环比向好，美国非农就业人数持续为正，失业率下降，美联储收紧货币政策，美元指数趋势走高。美国消费远强于生产，随着对居民的疫情补贴退出，美国高于趋势的消费环比趋势回落，随着管控措施的放开，美国生产走强，后续美国基建投资落地，支撑美国生产的韧性。

我国经济增速虽下降，但主要是受基数效应影响，我国制造业和出口较强。我国实体经济杠杆率处于高位，对应系统性风险较大。我国生产端价格快速上升，输入型通胀持续，将使得我国消费端通胀走高，叠加经济增速仍处高位，我国货币政策料将收紧。我国经济趋势复苏，但结构分化明显，消费疲软，中小企业成本端上升很快，叠加海外生产恢复或快于需求，我国出口承压，政策不宜快速收紧，政府将倾向于提振内需，支持中小企业生产经营。由于美元指数大概率走强，经济“美强中稳”，人民币汇率趋势贬值的可能性大，外资净流入的速度或降低甚至转为净流出。

下半年美国和中国经济大概率均处呈现“过热期”特征的类滞胀期，大类资产价格易跌难涨，由于需求仍有支撑或使部分商品价格仍有较大上涨空间，但商品不同品种价格的涨跌或将明显分化。相对而言7月和12月货币政策或是难得的货币政策维持较宽松的时期，8-11月货币政策持续收紧的可能性很大。

下半年，我国CPI同比趋势回升，PPI录得高位，产出缺口趋势下降渐转为负，国内政策边际收紧，人民币汇率大概率贬值，经济周期大概率属于偏过热的滞胀期，市场仍有下跌风险，商品价格预计分化明显。资产配置建议：债券>商品>股票。

单就商品而言：当前整体商品价格处于历史高位，全球生产走强仍对商品价格形成支撑，但因消费缓慢恢复无法支撑商品价格持续增长，需注意回调风险。因全球主要大城市活跃度仍有较大上升空间，原油需求仍较强劲，或相对有较好表现。

风险提示

疫情超预期蔓延；经济增长不及预期；通胀超预期；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、核心观点	4
二、全球经济复苏但动能转弱，货币收紧	5
(一) 疫情恢复或已过半，下半年经济复苏动能或转弱	5
(二) 全球经济高增长，经济景气度高升	8
(三) 全球国债收益率将趋势攀升，货币政策收紧	9
(四) 全球通胀高企，美国通胀年内高点或已达	10
三、美国经济趋势复苏，美联储转鹰	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或不及预期	14
(四) 美国赤字高升，拟提升税率，但阻力大	14
(五) 美国国债收益率近期回落只是暂时，将趋势回升	15
(六) 美联储转鹰，货币政策逐步收紧	17
四、美国或转为生产强于需求，我国或相反	19
(一) 当前消费美强中弱，下半年或美降中升	19
(二) 生产端欧美由弱转强，中国相对转弱	21
(三) 中美处补库存后半段，正从主动转为被动	22
五、中国经济双轮驱动，政策注重结构调节	24
(一) 经济平稳复苏，消费和制造业复苏双轮驱动经济增长	24
(二) 投资增速不及预期，制造业投资强于房地产和基建	25
(三) 零售同比快速下降，但内需整体回暖的确定性高	27
(四) 我国经济复苏不及预期	28
(五) 房地产增速趋势回落	29
(六) 基建投资增速回落但仍强，专项债大概率将加速发行	35
(七) 进口和出口的高增速将趋势回落，但有一定韧性	36
(八) 人民币兑美元或趋势贬值，中美利差大概率收窄	38
(九) 下半年通胀压力较大	40



(十) 我国政策有序缓慢退坡，不急转弯	41
六、类过热的滞胀期大类资产表现	42
(一) 下半年中美经济或均为呈现“过热”特征的类滞胀期	42
(二) “过热”的类滞胀期，国债、原油和工业品表现较优	44
(三) 大类资产配置建议：债券>商品>股票	44
六、风险提示	45
重要声明	46

一、核心观点

国际大环境：

1、随着疫苗接种率的提升，新冠疫情逐渐受控，经济活跃度上升。疫情受控呈现分化局面，以美欧为代表的发达国家率先实现群体免疫，以生产和服务业恢复为主的复苏强劲。

2、美欧 PPI 和 CPI 同比回落但维持高位，经济同比增速回落但环比向好，美国非农就业人数持续为正，失业率下降，美联储收紧货币政策，美元指数趋势走高。

3、美国消费远强于生产，随着对居民的疫情补贴退出，美国高于趋势的消费环比大概率趋势回落，随着管控措施的放开，美国生产走强，后续美国基建投资落地，支撑美国生产的韧性，不过需注意的是共和党反对以加税来增加投资，落地的基建投资金额或不及市场预期。

国内环境：

1、我国经济增速虽下降，但主要是受基数效应影响，我国制造业和出口较强。

2、我国实体经济杠杆率处于高位，对应系统性风险较大，叠加生产端价格快速上升，输入型通胀持续，将使得我国消费端通胀走高，叠加我国经济增速仍处高位，我国货币政策料将收紧。

3、我国经济趋势复苏，但结构分化明显，消费疲软，中小企业成本端上升很快，叠加海外生产恢复或快于需求，我国出口承压，我国货币政策不会快速收紧，政策将倾向于提振内需，支持中小企业生产经营。

4、由于美元指数大概率走强，经济“美强中稳”，人民币汇率趋势贬值的可能性大，外资净流入的速度或降低甚至转为净流出。

5、房地产：2021 年，因房地产政策定调“房住不炒”，不将房地产作为短期刺激经济的手段，严防消费贷和经营贷违规流入房地产、房地产信托资金受限和房地产市场严监管，房地产投资增速预计缓慢趋平后趋势放缓，对经济的拉动有限。

6、基建：基建投资是逆周期调节的重要手段，在经济趋势较快速回升阶段，基建投资增速斜率逐渐由正转负。2021 年没有特别国债发行，地方专项债发行规模减少，财政赤字环比 2020 年或趋平，基建投资增速斜率或走平。

大类资产建议：

下半年，CPI 同比趋势回升，PPI 录得高位，产出缺口趋势下降转为负，国内政策边际收紧，由于美元强势，人民币汇率大概率贬值，经济周期大概率属于偏过热的滞胀期，市场仍有下跌风险，商品价格预计分化明显。资产配置建议：债券>商品>股票。

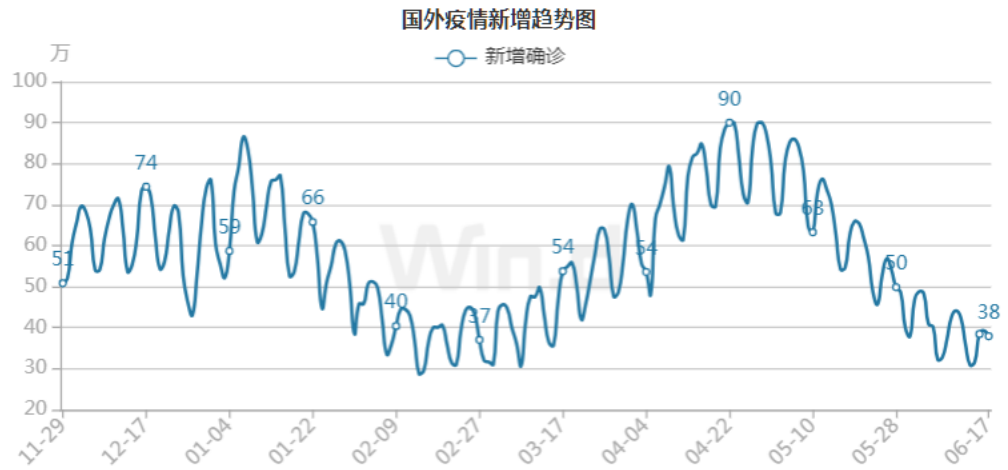
商品：当前商品价格处于历史高位，全球生产走强仍对商品价格形成支撑，但因消费缓慢恢复无法支撑商品价格持续增长，需注意回调风险。因全球主要大城市活跃度仍有较大上升空间，原油需求仍较强劲，或相对有较好表现。

二、全球经济复苏但动能转弱，货币收紧

（一）疫情恢复或已过半，下半年经济复苏动能或转弱

全球（中国之外）新冠肺炎每日新增确诊人数从 4 月 29 日的高点 90.1 万下降至近期的 37.9 万。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，在疫情接种率较低国家疫情仍可能快速蔓延。就趋势看，随着气温逐步的升高和疫苗接种的稳步推进，预计全球疫情管控措施趋势减弱，全球复工复产趋势稳步推进，但因疫情恢复或已过半，下半年经济继续复苏但动能转弱。

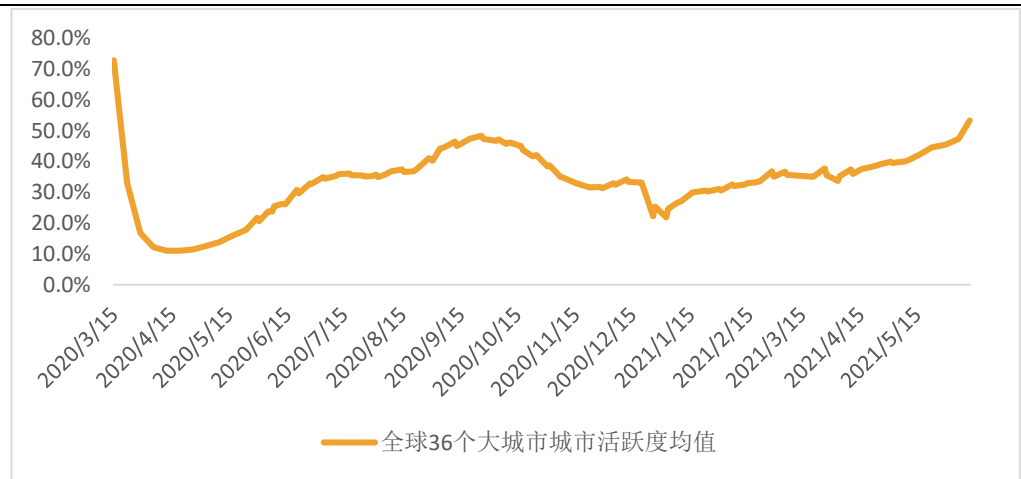
图 1：国外疫情新增人数：单位：人



资料来源：Wind，优财研究院

据 Citymapper 统计的 36 个全球大城市数据，6 月 12 日全球主要 36 个大城市活动指数均值为 53.4%，自 1 月 2 日低点的 21.9% 趋势快速回升，当前活动指数均值较疫情初期 2020 年 3 月 15 日的 72.8% 仍有很大提升空间。6 月 12 日全球主要 36 个大城市活动指数均值为 53.4%，较 6 月 6 日的 47.3%，上升 6.1 个百分点，城市活动指数均值攀升，较 6 月 6 日相对于 5 月 30 日的上升 1.9 个百分点，活动指数攀升速度提升，6 月全球经济活跃度攀升较快。因 6 月 12 日全球主要 36 个大城市活动指数均值的 53.4%，已经离疫情前的 72.8% 接近，下半年经济复苏动能将转弱。

图 2：全球 36 个大城市城市活跃度均值

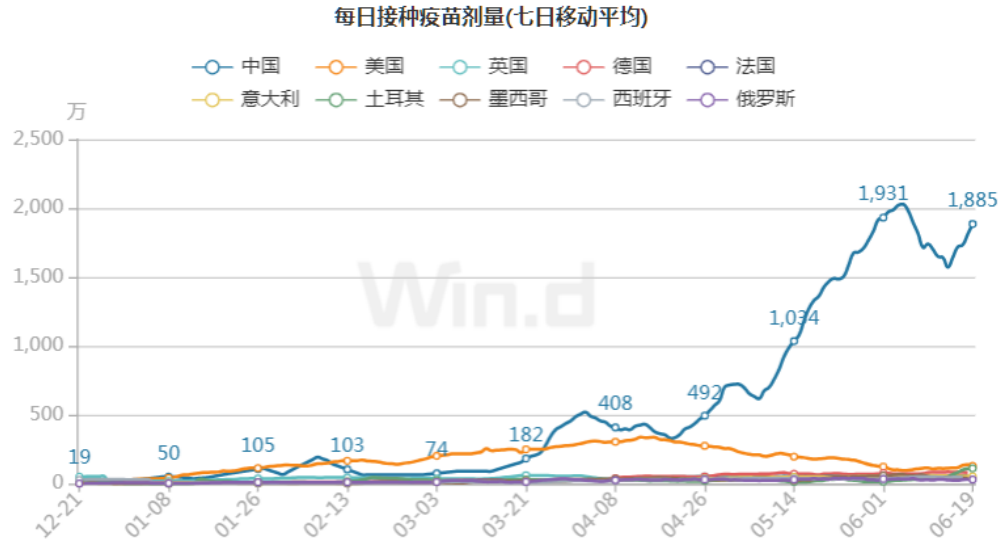


资料来源：Citymapper，优财研究院

美国疾控中心 (CDC) 统计数据显示，截至当地时间 5 月 30 日上午，美国已完成接种新冠疫苗超 2.94 亿剂，已分发疫苗超 3.66 亿剂；近 1.68 亿人至少接种了一剂疫苗，占美国总人口过半；超过 1.35 亿人完全接种疫苗，占比四成以上。拜登表

示，到6月底，美国将能收到足够接种其所有12岁及以上人口的疫苗。美国传染病专家福奇表示，今年初秋时美国人的生活大体能恢复正常。美国经济活动的恢复进一步推动了全球经济的增长。

图3：截止6月21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：中国、美国、德国、日本、英国、法国、意大利、墨西哥、韩国、加拿大、俄罗斯、西班牙、波兰、巴基斯坦、哥伦比亚、印尼、阿根廷等。接种比例较高的国家主要有阿联酋、以色列、智利、英国、匈牙利、美国、加拿大、德国、意大利、西班牙等国。世界主要经济体疫苗接种率的快速提升，为全球经济全面复苏奠定了坚实基础，但需注意的是除中国之外的新兴国家疫苗接种速度偏慢，或使得全球经济发展呈现分化局面，率先达到全民免疫的发达国家经济增长或强于疫苗接种缓慢的新兴国家（中国除外）和落后国家。

表1：截止6月2日主要国家疫苗接种情况：单位：人

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
中国	47.38%	1,931万	68,191万	以色列	122.31%	0.3万	1,059万
美国	88.63%	123万	29,640万	哥伦比亚	19.83%	24万	1,009万
英国	96.06%	54万	6,521万	孟加拉国	6.07%	1.8万	999万
德国	61.52%	75万	5,154万	荷兰	55.39%	11万	949万
法国	54.44%	52万	3,678万	匈牙利	92.15%	9.5万	890万
意大利	58.61%	50万	3,544万	韩国	16.69%	38万	856万
墨西哥	24.04%	47万	3,099万	罗马尼亚	40.93%	7.0万	787万
土耳其	34.83%	14万	2,938万	巴基斯坦	3.32%	25万	734万
俄罗斯	20.09%	33万	2,933万	比利时	59.01%	9.0万	684万
西班牙	58.00%	32万	2,712万	葡萄牙	56.70%	7.6万	578万
加拿大	64.04%	36万	2,417万	希腊	54.61%	8.3万	569万
波兰	54.26%	31万	2,054万	捷克	49.63%	8.1万	531万

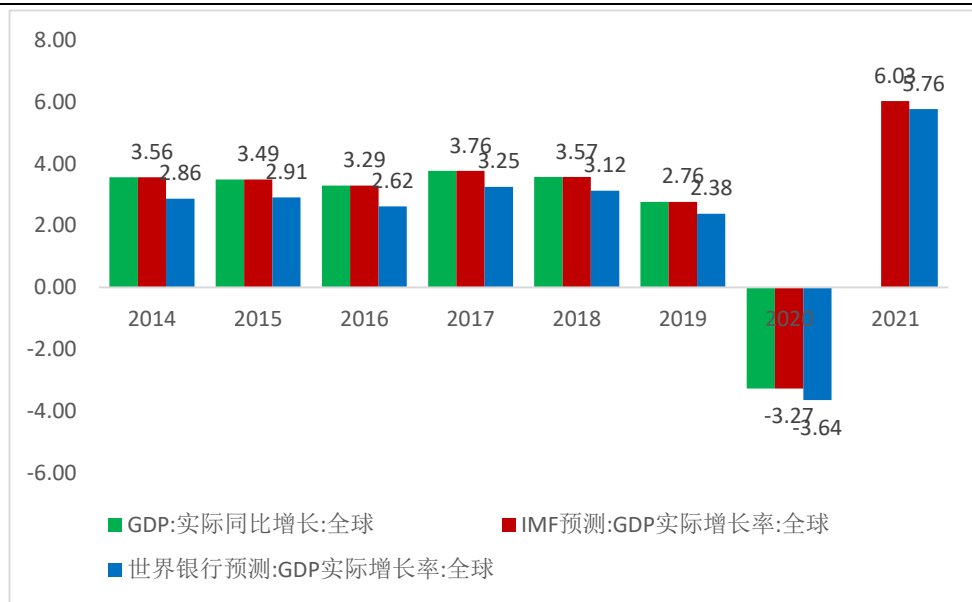
智利	97.73%	16 万	1,868 万	瑞典	51.73%	6.5 万	522 万
摩洛哥	39.05%	18 万	1,441 万	奥地利	57.98%	7.5 万	522 万
沙特	41.17%	16 万	1,433 万	菲律宾	4.73%	14 万	518 万
日本	11.07%	57 万	1,400 万	柬埔寨	27.94%	9.5 万	467 万
阿联酋	131.11%	7.9 万	1,297 万	塞尔维亚	66.91%	4.0 万	455 万
阿根廷	27.65%	18 万	1,250 万	澳大利亚	17.11%	9.6 万	436 万

资料来源: Wind, 优财研究院

(二) 全球经济高速增长，经济景气度高升

IMF 和世界银行分别预测 2021 年全球实际增长率分别为 6.03%和 5.76%，远高于近年的 2.7%-3.8%，全球经济趋势复苏。

图 4：全球经济增速及预测：单位：%



资料来源: Wind, 优财研究院

全球综合 PMI、制造业 PMI 和服务业 PMI 自去年二季度以来趋势回升，近期已经升至近 10 年新高。

图 5：全球 PMI 攀升至历史高位：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

（三）全球国债收益率将趋势攀升，货币政策收紧

为应对疫情对经济的巨大冲击，欧元区、美国、日本采用超级宽松的货币政策，M2 同比去年 3 月以来急剧攀升，至今年 3 月 M2 同比才开始下降，市场流动性开始边际收紧。去年中国疫情管控的非常好，2020 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 同比增速或将快速回落。

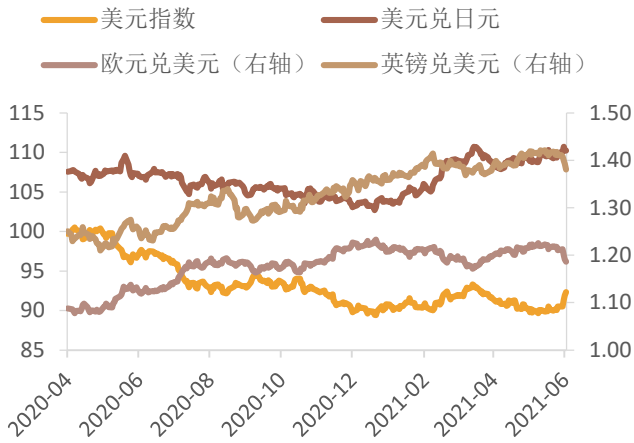
因美联储超宽松的货币政策，美元指数自去年 3 月至今年 1 月逐渐下降；因美国新冠疫情蔓延速度明显下降和经济快速回暖，2 月下旬至 3 月下旬美元指数较快速反弹；因美国经济数据转弱和就业市场疲软，4 月至 5 月美元指数下跌；因美国通胀跃升，经济转强，美联储正逐步收紧货币政策，6 月以来美元指数再度快速攀升。

美联储加息时间节点很可能提前到 2022 年，欧洲拟缩减购债规模。而正是预期美元趋势走强，当前已经有多个国家加息或打算今年加息。截止 6 月 16 日，巴西和俄罗斯今年已 3 次加息，俄罗斯今年已 3 次，土耳其大幅加息等，当前全球主要经

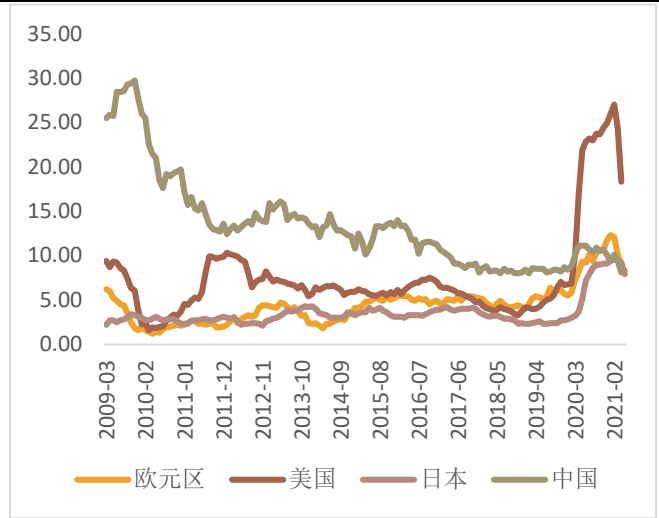
济体基本都开始收紧货币政策。

图 6：全球主要货币走势

图 7：M2 同比下降：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院



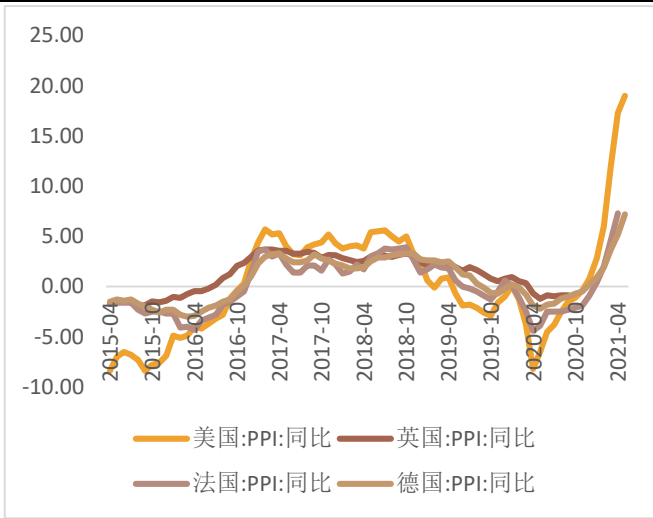
资料来源：Wind，优财研究院

（四）全球通胀高企，美国通胀年内高点或已达

美国 5 月生产者价格高位攀升，通胀压力上升。美国 5 月生产者价格指数(PPI) 同比上涨 19.0%，创 1975 年以来的最大同比涨幅。德国 PPI 达到 7.2%也为 2009 年以来最高，法国 4 月 PPI 录得 7.3%，创历史新高。

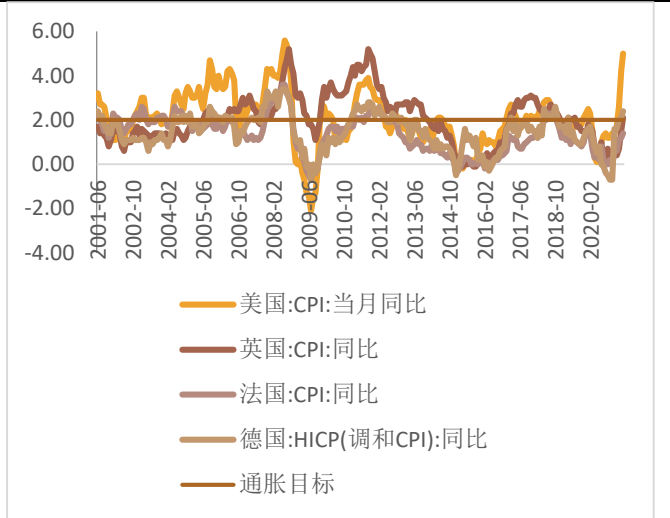
美国 5 月消费者价格指数 (CPI) 同比涨幅升至 5.0%，在大宗商品价格高升、美国政府数万亿美元经济刺激措施出台和劳动力成本升高的情况下，短期高通胀压力较大，虽然下半年 CPI 同比趋势下降，但料将仍维持高位。核心 CPI 同比上涨 3.8%，过去一年来，核心 CPI 同比涨幅都曾保持在 2%以下。5 月，英国 CPI 同比达到 2.1%，为 2019 年 8 月以来最高，德国 HICP 录得 2.4%，为 2018 年 11 月以来最高。

图 8：美、英、法、德 PPI 同比：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

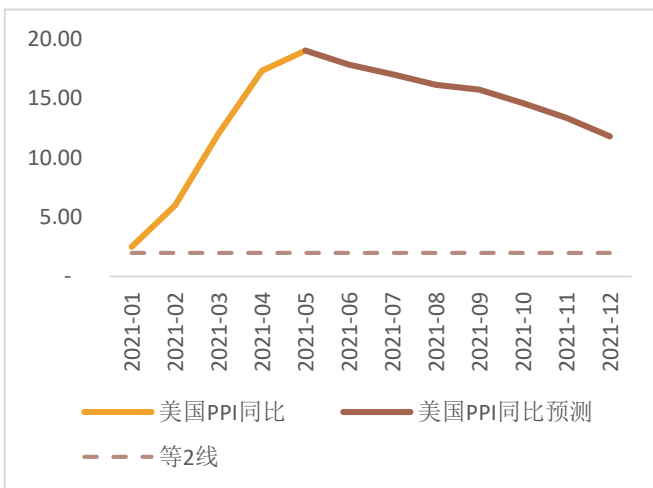
图 9：美、英、法、德 CPI 同比：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

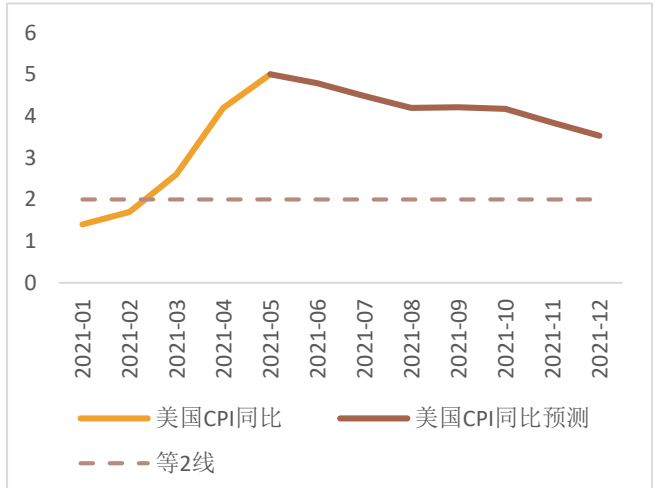
根据我们预测，美国 PPI 同比和 CPI 同比 5 月已经达到全年最高点，之后逐渐下降，高通胀压力逐渐缓解，但因 PPI 同比大概率全年仍高于 9%，CPI 同比大概率全年高于 3%，全年通胀压力仍大。

图 10：美国 PPI 同比及预测：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

图 11：美国 CPI 同比及预测：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

我们判断，美国经济增速、PPI 同比和 CPI 同比在二季度达到最高，之后逐步回落，不过美国下半年 GDP 增速回落主要受基数效应减弱影响，如果美国经济趋势走暖，则应更多视经济为复苏或过热期，市场或更偏好周期股，如果美国经济趋势

走弱，则更多视经济为衰退或滞胀期，市场或更偏好成长股，不过美联储货币政策趋势收紧，下半年美国经济整体大概率处偏过热或偏滞胀，由于美国政府逐步退出居民疫情补贴，消费或短期下降，美国经济偏滞胀的特征或更明显，高估值大类资产价格有较大回调风险。

三、美国经济趋势复苏，美联储转鹰

（一）美国经济趋势复苏

世界银行 6 月 8 日发布最新一期《全球经济展望》指出，预计 2021 年全球经济增长 5.6%，将成为 80 年来经济衰退后达到的最快增速，主要依靠少数几个主要经济体的强劲复苏，许多新兴市场和发展中经济体仍在继续与疫情及其影响作斗争。尽管出现复苏，但到今年年底全球产出将比疫情前预测低 2% 左右。分地区来看，预计 2021 年中国经济增速为 8.5%，此前预期为 7.9%；预计 2021 年美国经济增长速率为 6.8%，此前预期为 3.5%；预计欧元区 2021 年经济增长速率为 4.2%，此前预期为 3.6%；预计 2021 年日本经济增长速率为 2.9%，此前预期为 2.5%。

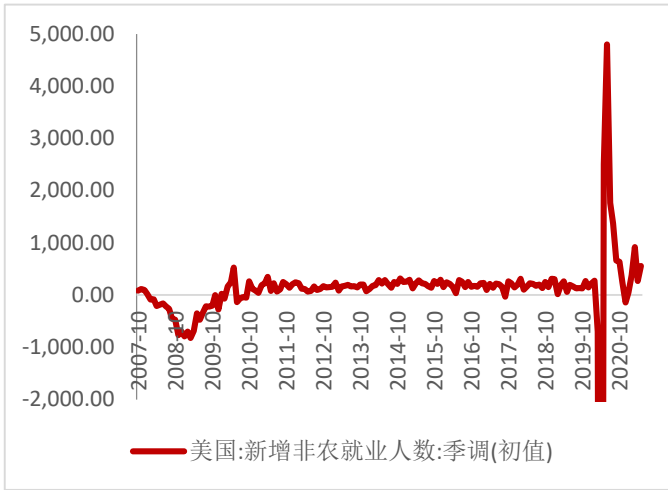
在疫情冲击下，去年二季度美国加大疫情管控措施，失业率飙升，今年 2 月仍处于 5.8% 的高位（2019 年底为 3.5%）。耶伦表示新冠疫情之前为 3.5%，这一水平被普遍认为是有效的充分就业。美联储仍预计 2021 年失业率将降至 4.5%，2022 年和 2023 年分别降至 3.8% 和 3.5%。

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。

美国 4 月非农就业人数增长 26.6 万，失业率 6.1%。市场之前预计美国将新增 100 万个就业岗位，失业率为 5.8%。美国低技能就业岗位缺乏增长。因过去两月人数下修了 7.8 万，4 月数字较疲软。但需注意的是，虽然非农数据不及预期但仍往改

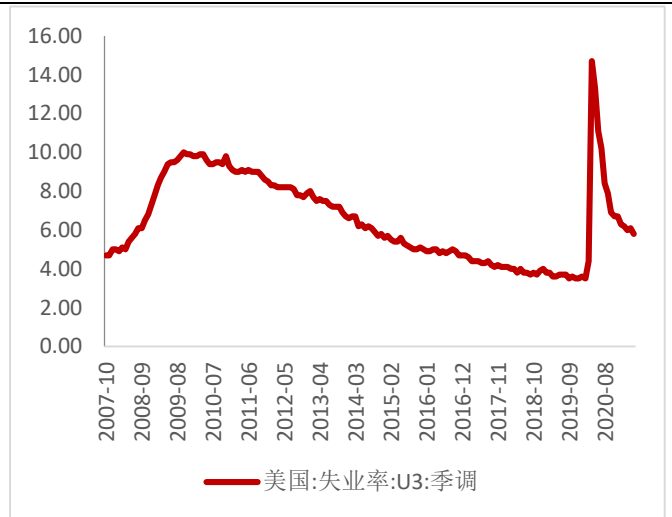
善的方向演进，美国经济趋势复苏不变。

图 12: 美国新增非农就业人数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 美国失业率下降: 单位: %

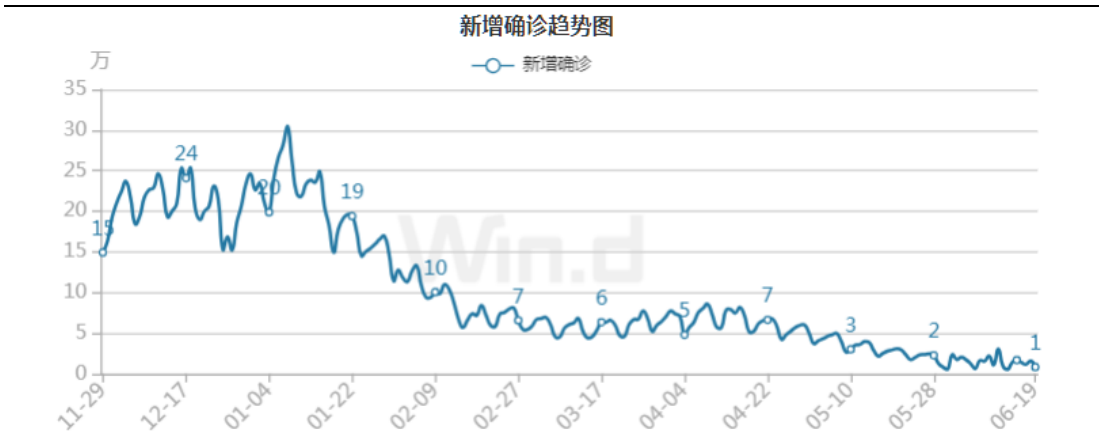


资料来源: Wind, 优财研究院

(二) 美国疫情趋势回落，接种顺利推进

美国疾控中心 (CDC) 数据显示，截至当地时间 5 月 30 日上午，美国已完成接种新冠疫苗超 2.94 亿剂，已分发疫苗超 3.66 亿剂；近 1.68 亿人至少接种了一剂疫苗，占美国总人口过半；超过 1.35 亿人完全接种疫苗，占比四成以上。经济合作与发展组织 (OECD) 近期表示，全球经济前景正在改善，因疫苗的推出使企业得以恢复运营，且拜登向全球最大经济体注入数万亿美元资金。该组织预计今年全球经济增长 5.8%，明年预计增长 4.4%，高于 3 月发布的上一次预测 5.6% 和 4.0%。经合组织在其最新出版的《经济展望》报告中表示，全球经济现已恢复到大流行前的活动水平，但尚未达到全球健康危机之前的预期增长。经合组织预测，在数万亿美元刺激计划的支持下，美国经济今年预计增长 6.9%，高于此前 6.5% 的预期。

图 14：美国疫情新增人数：单位：人



资料来源：Wind，优财研究院

(三) 美国刺激政策的规模或不及预期

当地时间 6 月 8 日，据美国媒体报道，美国总统拜登与共和党参议员小组之间关于基础设施建设法案的谈判已经破裂，双方在基础设施构成和资金分配问题上存在严重分歧。报道称，由于没有达成协议，另外一些两党议员正在悄悄地起草一份备用基建法案，拜登总统在 6 月 8 日已经与其中至少一名议员进行了接触，以寻求后续支持。此前报道，拜登团队提出将拜登的基础设施和就业计划的规模减少约四分之一，降至 1.7 万亿美元，希望以此获得一直在努力限制拜登计划规模的共和党人的支持。共和党早些时候曾提议将拜登 2.25 万亿美元的支出方案削减至 5680 亿美元。拜登的计划包括在传统的实际基础设施项目以及社会计划上的支出。

(四) 美国赤字高升，拟提升税率，但阻力大

美国财政部表示，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。

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，不过共和党人明确反对提升企业税率。

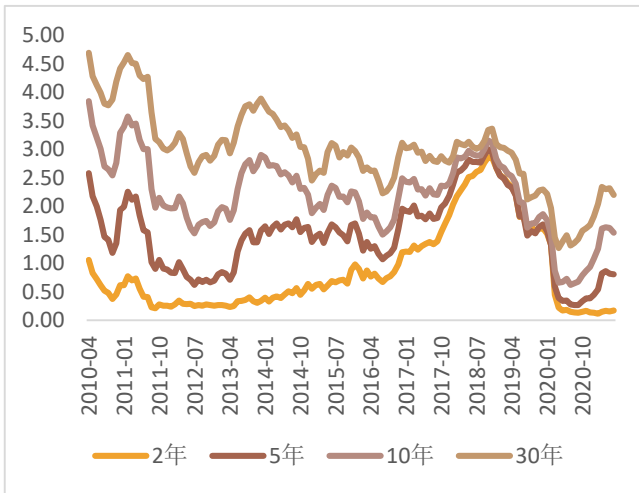
（五）美国国债收益率近期回落只是暂时，将趋势回升

近期 10 年期美国国债收益率快速下降，从 3 月下旬的最高 1.74% 下降至近日的 1.45%，虽然美国经济复苏强劲，但就业市场仍疲软，通胀近期飙升但美联储强调高通胀是短期因素造成的，平复了市场对快速收紧货币的担忧。

但需注意的是，6 月美联储会议，将超额准备金利率 (IOER) 从 0.1% 调整至 0.15%，将隔夜逆回购利率由 0% 调整至 0.05%，美联储点阵图显示，最快 2020 年即会加息，到 2023 年底美联储将加息两次，大超市场预期，在逐渐收紧货币政策背景下，美国国债收益率将趋势回升。

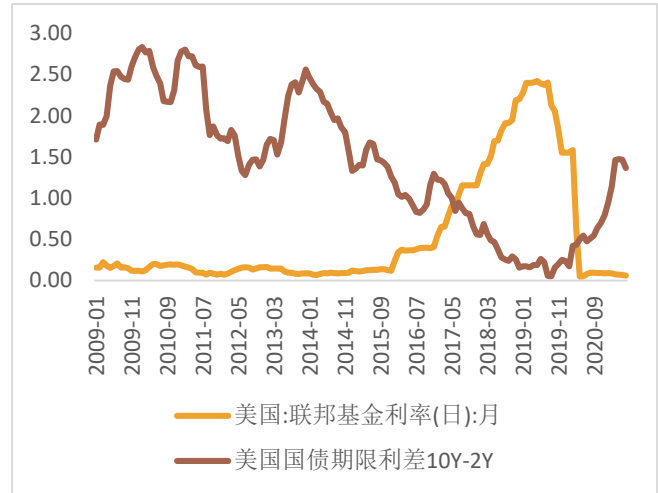
当前与政策利率相关性较高的 2 年期收益率维持去年以来的低位，而以往每轮加息预期与加息周期中，随着短端收益率的快速上行，10-2Y 期限利差走平，在走平之前不需太担心美联储会快速加息。

图 15: 美国国债收益率下降, 将攀升: 单位: %



资料来源: Wind, 优财研究院

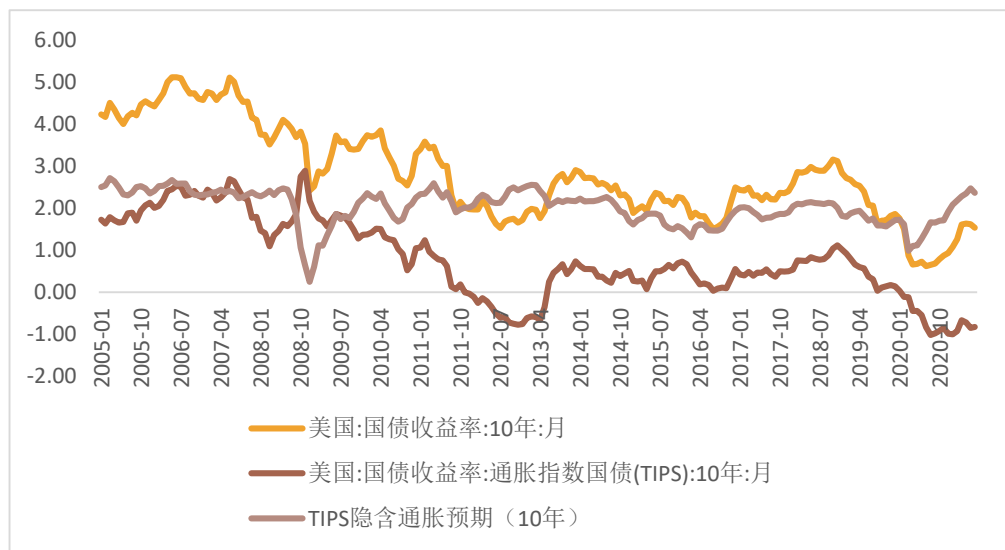
图 16: 美国国债收益率期限利差下降: 单位: %



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。

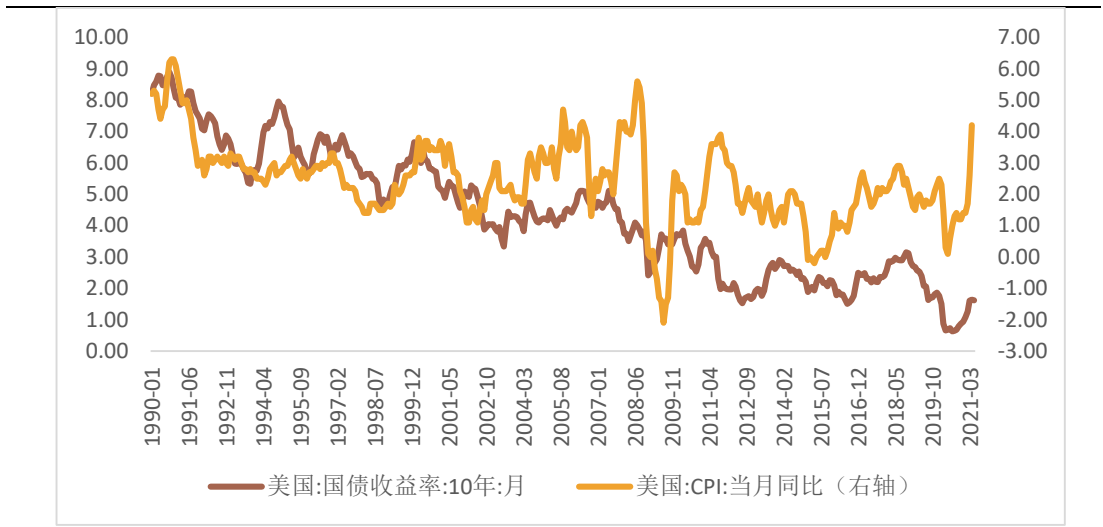
图 17: 本轮美国国债收益率攀升由通胀预期驱动: 单位: %



资料来源: Wind, 优财研究院

美国国债收益率有明显的抑制通胀特性, 在通胀快速上升期, 美国国债收益率一般攀升, 在通胀下降期, 美国国债收益率一般回落, 不过为支付相应债券利息和美国复苏还不均衡计, 长期美债收益率趋势攀升, 但短期空间有限。

图 18: 美国 CPI 同比上升阶段, 美国国债收益率常常上行



资料来源: Wind, 优财研究院

(六) 美联储转鹰, 货币政策逐步收紧

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, 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。

美联储副主席 Richard Clarida 5 月 25 日接受雅虎财经采访时表示, “很可能在未来几次会议上, 我们将开始讨论放慢资产购买步伐。我认为具体将取决于我们获得的数据。”

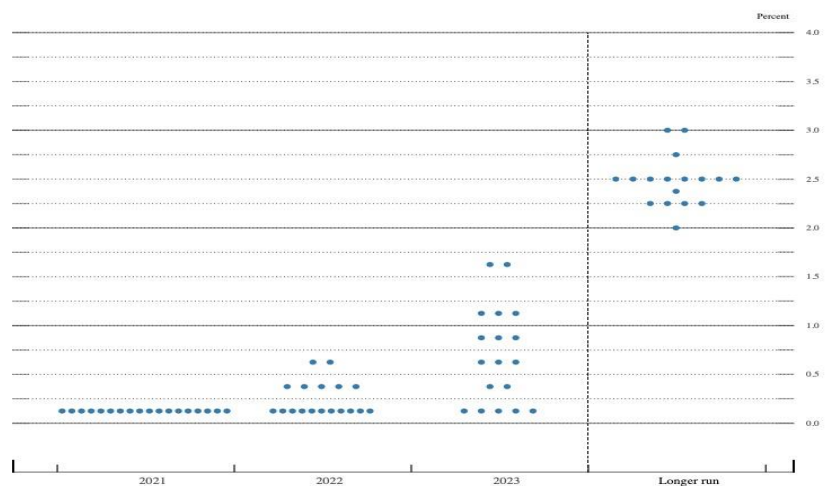
北京时间 6 月 17 日 (周四) 凌晨, 美国联邦公开市场委员会 (FOMC) 公布最新利率决议, 将基准利率维持在 0% - 0.25% 区间不变, 将超额准备金利率 (IOER) 从 0.1% 调整至 0.15%, 将隔夜逆回购利率由 0% 调整至 0.05%, 超出市场预期。美联储声称, 将继续每月增持至少 800 亿美元的国债和至少 400 亿美元的住房抵押贷款支持证券, 直到委员会的充分就业和物价稳定目标取得实质性进展。美联储还大幅上调今年的通胀预期。美联储目前预计今年的通胀率将达到 3.4%, 高于此前预测的 2.4%。美联储仍预计 2021 年失业率将降至 4.5%, 2022 年和 2023 年分别降至 3.8% 和 3.5%。

美联储主席鲍威尔表示: 1、现在讨论加息还为时过早。加息将发生在很长一段时间以后; 我们离最大就业目标还很远。2、通货膨胀可能在未来几个月继续居高不下

下，然后才会有所缓和。我们预计未来几个月供应会增加，通货膨胀会下降。通货膨胀可能会比我们预期的更高、更持久。从长远来看，推高通胀的因素可能只是暂时的。3、近期将开始讨论的是资产购买的路径。逆回购工具正在“发挥作用”。4、当我们感到经济取得实质性的进一步进展时，我们会缩减购债规模；我们会尽我们所能避免市场出现过度反应。5、明年的经济将不会得到同样程度的财政支持；预计明年的增长仍将高于潜力。6、到 2023 年，美联储认为通胀将会更高，这与高就业率有关；到 2023 年，通胀预测的增长更多地反映了资源利用率的提高；预测可能会反映通胀预期风险。7、美联储在改变资产购买计划之前会提前通知。现在的问题是需求非常强劲；美联储仍在更新大银行的资本规则。

美联储 FOMC 6 月点阵图显示，18 位官员中有 13 人支持在 2023 年底前至少加息一次，而 3 月为 7 位；11 位官员预计到 2023 年底至少加息两次；7 名委员预计在 2022 年开始加息。美联储点阵图显示，到 2023 年底，美联储将加息两次。在联邦公开市场委员会会议上，官员们预计今年的通胀率为 3.4%，而 3 月份的预测值为 2.4%。

图 19：2021 年 6 月美联储点阵图



资料来源： 美联储， 优财研究院

表 2: 6 月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	6 月	7.00%	3.30%	2.40%	1.80%
	3 月	6.50%	3.20%	2.20%	1.80%
失业率	6 月	4.50%	3.80%	3.50%	4.00%
	3 月	4.50%	3.90%	3.50%	4.00%
PCE 物价	6 月	3.40%	2.10%	2.20%	2.00%
	3 月	2.40%	2.00%	2.10%	2.00%
核心 PCE 物价	6 月	3.00%	2.10%	2.10%	
	3 月	2.20%	2.00%	2.10%	

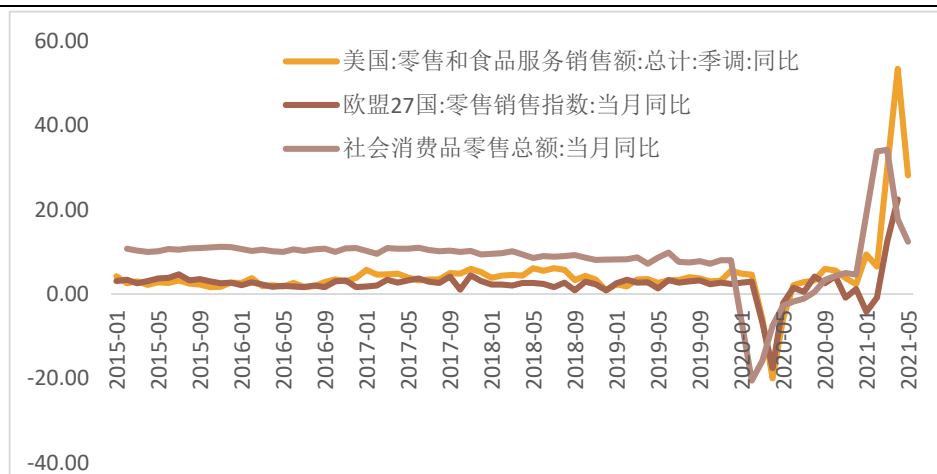
资料来源: 美联储, 优财研究院

四、美国或转为生产强于需求, 我国或相反

(一) 当前消费美强中弱, 下半年或美降中升

因为疫情冲击, 2020 年年初以来消费增速大幅波动, 由于新冠病毒在中国先行快速传播, 去年年初我国进行了严厉的人员流动限制, 消费增速在 1-2 月即达到历史低点, 而欧美疫情在 3 月开始才快速蔓延, 进而缓慢的进行人员流动限制, 消费增速在 3 月开始显著下降, 在 4 月小幅增速达到最低点。我国去年 3 月后复工复产加速, 经济逐步回暖, 而欧美因疫情反复使得复工复产屡受波折, 直到今年复工复产才明显加速, 导致中国和欧美的消费复苏情况差异巨大。

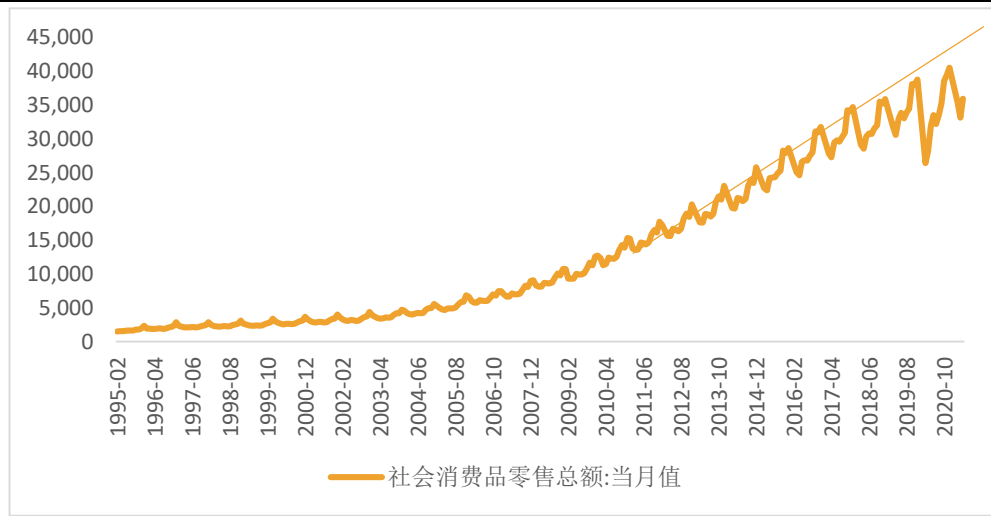
图 20: 我国消费增低于欧美, 不过美国消费增速下降很快: 单位: %



资料来源: Wind, 优财研究院

去年一季度末疫情很快被控制住，国家没有采取大规模投放货币和刺激消费来拉动经济，如果把我国社会消费品零售总额近 10 年的极高点用直线连接，则形成一条社零极高的走势趋势线，如下图所示，疫情之后虽然我国社零总额虽然逐步恢复，但极高点明显低于趋势线，说明我国需求仍较疲弱，一定程度意味着我国消费仍有较强的上升空间。

图 21：我国社零总额低于趋势线

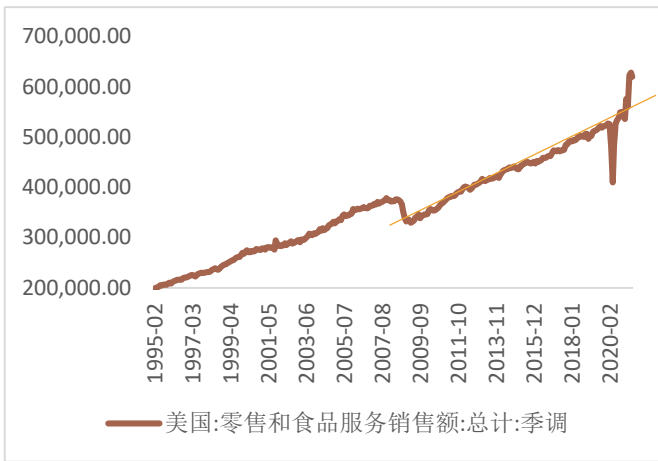


资料来源：Wind，优财研究院

与中国不同的是，美国采取无限制 QE 和对居民直接发放现金，美国 5 月消费即快速攀升，美国今年 1-4 月消费仍在快速攀升且逐渐大幅高于趋势线，在美国经济仍没有恢复至疫情前并且美国退出补贴措施背景下，美国超高的消费不可持续，今年 5 月美国消费较 4 月下降，预计在较长时间美国消费仍将趋势下降。

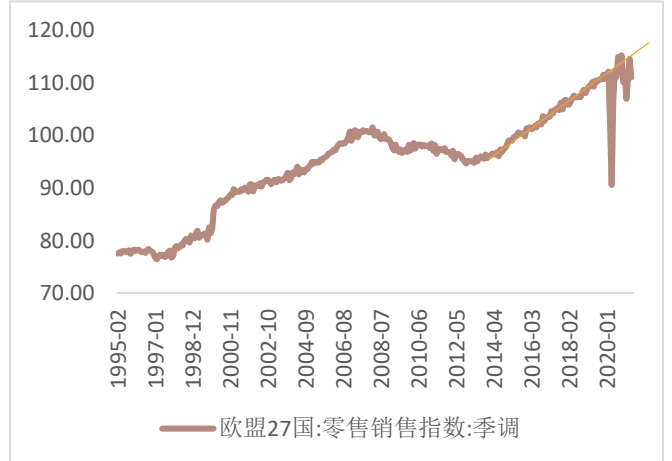
欧洲采取的经济刺激方法与美国类似，也是超宽松的货币政策，但没有直接向民众直接大规模发放现金，这也使得欧洲消费恢复较美国慢，欧洲消费也没有明显的高于趋势线，截止今年 4 月欧盟 27 国零售销售指数已经较前值下降。

图 22：美国消费强于趋势，或下行



资料来源：Wind，优财研究院

图 23：欧盟消费仍相对较弱



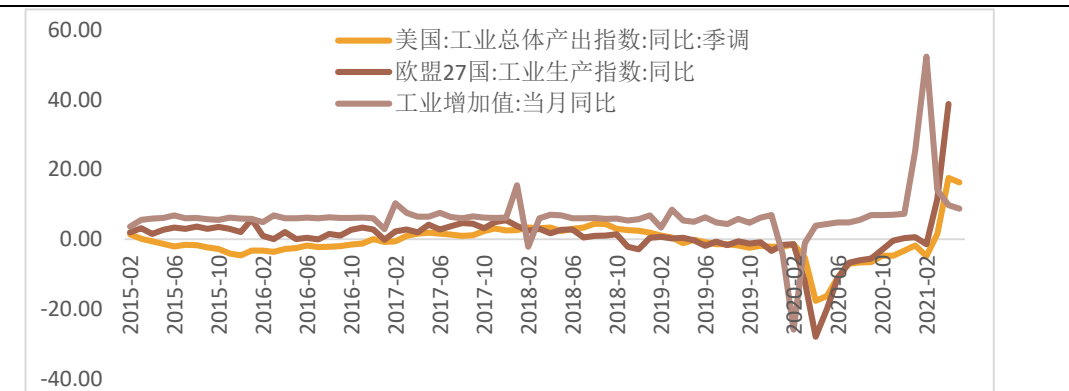
资料来源：Wind，优财研究院

因为美国大概率下半年退出对民众的现金补贴，美国消费趋势下降，而中国和欧洲随经济逐步复苏，消费趋势回暖的概率较大。

（二）生产端欧美由弱转强，中国相对转弱

中国与欧美工业增加值也与消费一样，恢复节奏不同。我国工业增加值同比去年 2 月达到低点，今年 2 月达到最高点，而欧美 4 月工业产出同比达到最低点，今年 4 月达到高点。去年 3 月以来生产端中强欧美弱的格局至今年 4 月开始转变，美欧生产转强而中国相对变弱，不过 5 月开始中国和欧美生产同比均走弱的趋势较为确定。

图 24：中国生产增速已经低于欧美：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

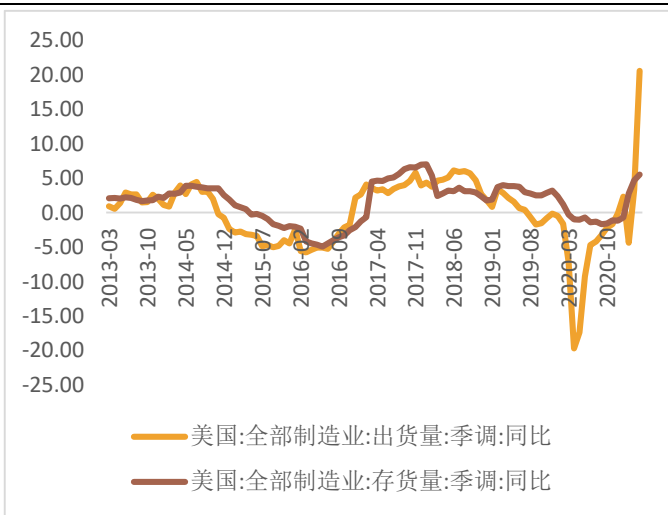
（三）中美处补库存后半段，正从主动转为被动

由于 2020 年美国生产恢复大幅低于消费，使得美国的库存去化较快。去年 10 月以来美国持续补库存。下半年，预计基数效应下，美国企业营业收入增速趋势下降，但因美国生产复苏或快于需求，营业收入增速料将有较强韧性，企业产成品存货累计同比大概率趋势下降，美国或从主动补库存转为被动补库存时期。

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，中国被动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。

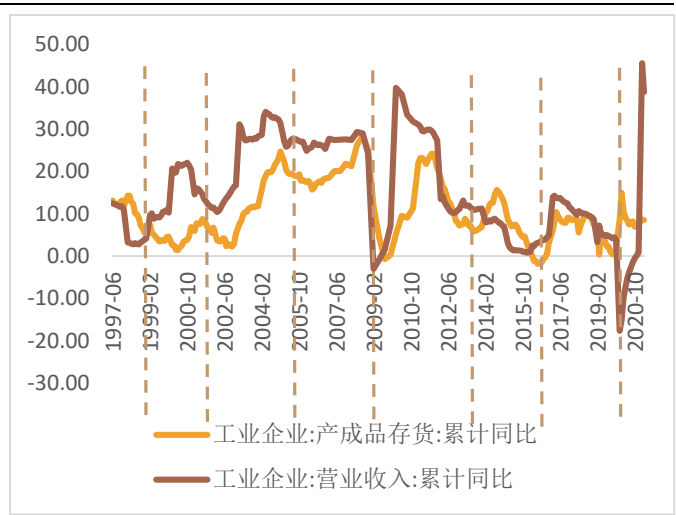
2019 年底我国补库存周期开启，后因为全球疫情快速蔓延，企业快速被动补库存，至去年二季度我国生产逐步恢复，库存下降，至去年 11 月，我国经济恢复加快，企业复又主动补库存，今年 3 月，我国工业企业营业收入累计同比和产成品存货累计同比下降，属于主动去库存。

图 25：美国库存同比上升：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

图 26：我国库存同比小幅缓慢上行：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

虽然今年 3 月，我国工业企业属于主动去库存，但受基数效应影响较大，在所有行业中，只有石油和天然气开采业和石油、煤炭及其他燃料加工业营业收入增速攀升，一定程度利多周期股中相关行业。我们判断，随着基数减弱，企业营业收入累计同比趋势下降，国外当前生产显著弱于需求，今年全球经济趋势复苏，预计国

外生产复苏快于需求，我国企业产成品存货累计同比大概率趋势攀升，说明我国库存周期大概率将处于被动补库存时期。

表 3：2021 年 3 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	降	降
	石油和天然气开采业	升	升
	黑色金属矿采选业	降	降
	有色金属矿采选业	降	降
	非金属矿采选业	降	降
	开采辅助活动	降	降
	其他采矿业	降	降
	农副食品加工业	降	升
	纺织业	降	降
	造纸及纸制品业	降	升
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	降	降
中游	石油、煤炭及其他燃料加工业	升	升
	化学原料及化学制品制造业	降	升
	化学纤维制造业	降	升
	橡胶和塑料制品业	降	降
	非金属矿物制品业	降	降
	黑色金属冶炼及压延加工业	降	升
	有色金属冶炼及压延加工业	降	升
	金属制品业	降	升
	通用设备制造业	降	降
	专用设备制造业	降	降
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	降	降
	电气机械及器材制造业	降	降
	仪器仪表制造业	降	升
	其他制造业增长	降	降
	废弃资源综合利用业增长	降	降
金属制品、机械和设备修理业	降	降	
下游	医药制造业	降	降
	汽车制造	降	降
	计算机、通信和其他电子设备制造业	降	降
	食品制造业	降	升
	酒、饮料和精制茶制造业	降	升
	烟草制品业	降	降
	纺织服装、服饰业	降	升
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	降	升
	家具制造业	降	降
	印刷业和记录媒介的复制	降	降
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	降	升	

资料来源：Wind, 优财研究院

五、中国经济双轮驱动，政策注重结构调节

一季度末以来，我国经济增速下降，但这主要是受基数效应影响，我国制造业和出口较强。

当前我国实体经济杠杆率处于高位，对应系统性风险较大，叠加生产端价格快速上升，输入型通胀持续，将使得我国消费端通胀走高，叠加我国经济增速仍处高位，我国货币政策料将收紧。

因国外生产恢复使我国出口承压，而在经济趋势复苏的背景下，基建和房地产投资增速大概率放缓。驱动经济增长的主动力是消费和制造业投资的恢复。

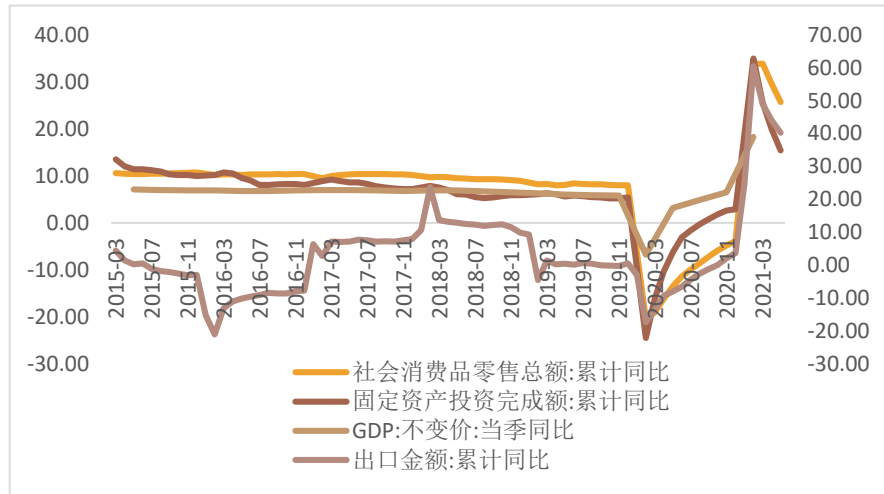
我国经济趋势复苏，但结构分化明显，消费疲软，中小企业成本端上升很快，叠加海外生产恢复或快于需求，我国出口承压，我国货币政策不会快速收紧，政策将倾向于提振内需，支持中小企业生产经营。

（一）经济平稳复苏，消费和制造业复苏双轮驱动经济增长

虽然 5 月经济数据不及预期，但这主要是受基数扰动影响，就累计值两年平均增速看，固定资产投资、社会消费品零售总额、工业增加值均较前值攀升，我国经济复苏的趋势不变。

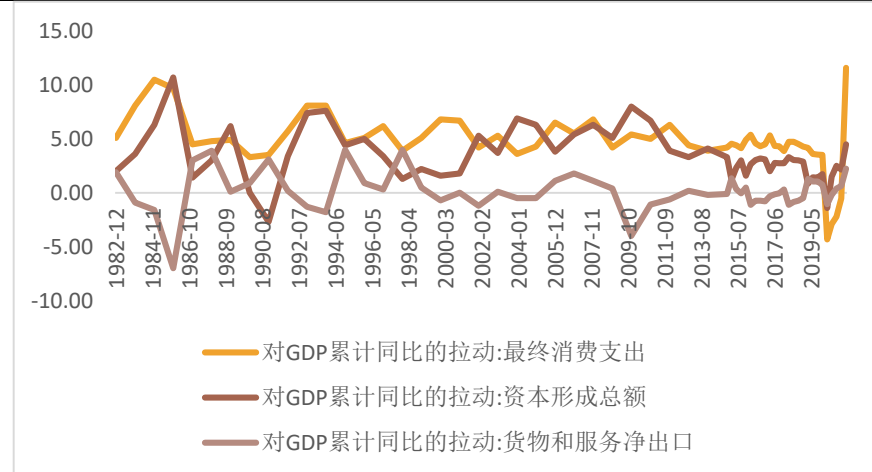
就 2021 年 2-4 季度经济增速走势看：二季度基数效应转弱，同比增速会较大幅回落，但因全球生产和需求或快速回升，同比大概率维持高位；三、四季度，随全球疫苗较普遍接种（尤其是欧美地区大概率逐步达成群体免疫），疫情对全球经济的负面影响将明显减弱，全球经济复苏大概率偏强，虽然基数效应或使得全球经济同比增速回落，但若以两年增速为标准，经济增速仍处加速通道。

图 27：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 28：三驾马车对 GDP 累计同比的拉动，消费最强势：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

（二）投资增速不及预期，制造业投资强于房地产和基建

5 月固定资产投资累计同比 15.4%，不及预期的 17.0%，前值为 19.9%，去年 5 月值为-6.3%。固定资产投资累计值，今年 5 月较 2019 年 5 月增长 8.5%，两年平均增长 4.2%，高于今年 4 月相较于 2019 年 4 月的两年平均增速 3.9%，显示我国固定资产投资仍在恢复。

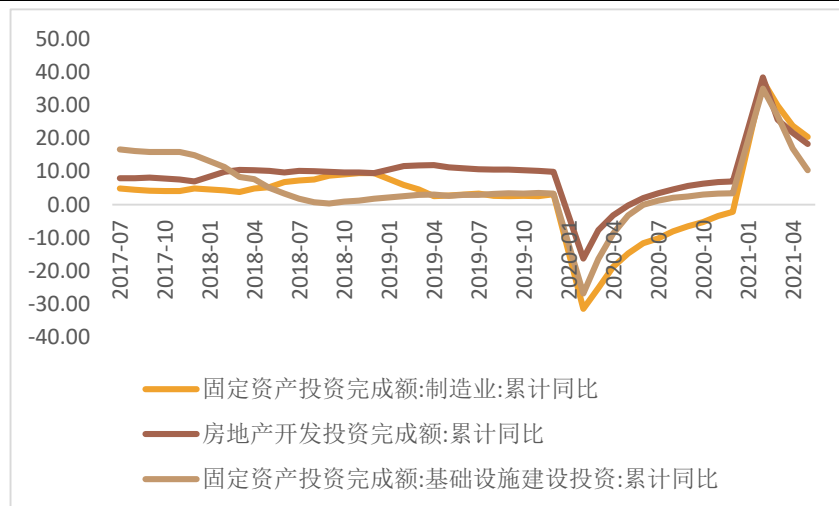
5 月房地产投资累计同比 18.3%，前值下降 3.3 个百分点，去年 5 月值为-0.3%，

今年5月较2019年5月增长17.9%，两年平均增长8.6%，高于今年4月较2019年4月两年平均增长的8.4%，显示在经济恢复仍较缓慢的背景下，房地产投资较高增速对我国经济起到了支撑作用。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年或趋势下降。

5月基建投资累计同比10.4%，较前值下降6.6个百分点，不含电力的基建投资累计同比11.8%，较前值下降6.6个百分点。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，基建投资增速下降。

5月制造业投资累计同比20.4%，较前值下降3.4个百分点，去年5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4-5月制造业投资累计同比攀升至最高，显示制造业投资韧性较强。随着新冠疫苗接种率不断提高，国外疫情蔓延速度下降，欧美等国家或地区逐渐放松管控措施，全球需求逐步恢复，我国制造业投资增速有支撑，但因全球生产恢复空间大于需求，我国投资恢复速度或不及预期。

图 29：制造业、房地产业和基建累计同比增速回落：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

（三）零售同比快速下降， 但内需整体回暖的确定性高

零售同比快速下降。5月社会消费品零售总额同比12.4%，低于预期的12.8%和前值17.7%，较5月社会消费品零售总额较2019年5月增长9.3%，两年平均增速为4.5%，高于4月较2019年4月增长8.8%和两年平均增速为4.3%。5月城镇消费品零售总额同比12.3%，较前值下降5.3个百分点，乡村消费品零售总额同比13.2%，较前值下降4.6个百分点，显示乡村消费增速和城镇消费增速均快速下滑。商品零售同比10.9%，较前值下降4.2个百分点，餐饮收入同比26.6%，较前值下降19.8个百分点，餐饮消费和商品销售均大幅走弱。

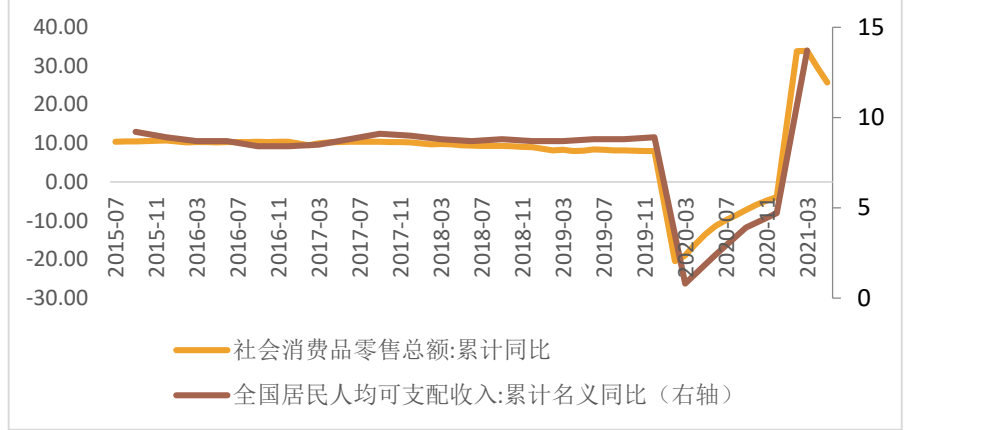
由于今年2-5月累计同比增速与去年低基数相关，2-5月累计同比的高或低的意义不是非常重要，我们更关注，相对于2019年5月累计值的成长情况。

今年1-5月社会消费品零售总额较2019年1-5月两年平均增速为4.3%，高于1-4月较2019年1-4月两年平均增速的4.2%。扣除价格因素，5月份社会消费品零售总额实际增长10.1%，两年平均增长3.0%。从环比看，5月社会消费品零售总额增长0.81%。1-5月，城镇消费品零售额两年平均增长4.4%，高于1-4月的4.3%，乡村消费品零售额两年平均增长3.7%，高于1-4月的3.4%。1-5月，商品零售两年平均增长4.8%，与1-4月的值持平，餐饮收入两年平均增长-0.3%，较1-4月的-0.7%跌幅收窄。

因低基数影响，一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分别录得13.7%、13.7%和12.7%，较去年四季度分别回升9.0、11.6和8.9个百分点。受基数效应减弱影响，居民收入同比大概率放缓，但大概率维持高位，我国内需整体回暖的确定性高。

IMF预计中国GDP实际增速可能达8.44%，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），我国需求或较强劲（相对于疫情前的几年）。

图 30：社零和居民可支配收入累计同比高度相关：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

（四）我国经济复苏不及预期

5月，工业增加值累计同比 17.8%，低于前值的 20.3%，制造业增加值累计同比 19.3%，较前值下降 2.9 个百分点，采矿业增加值累计同比 7.4%，较前值下降 1.0 个百分点。

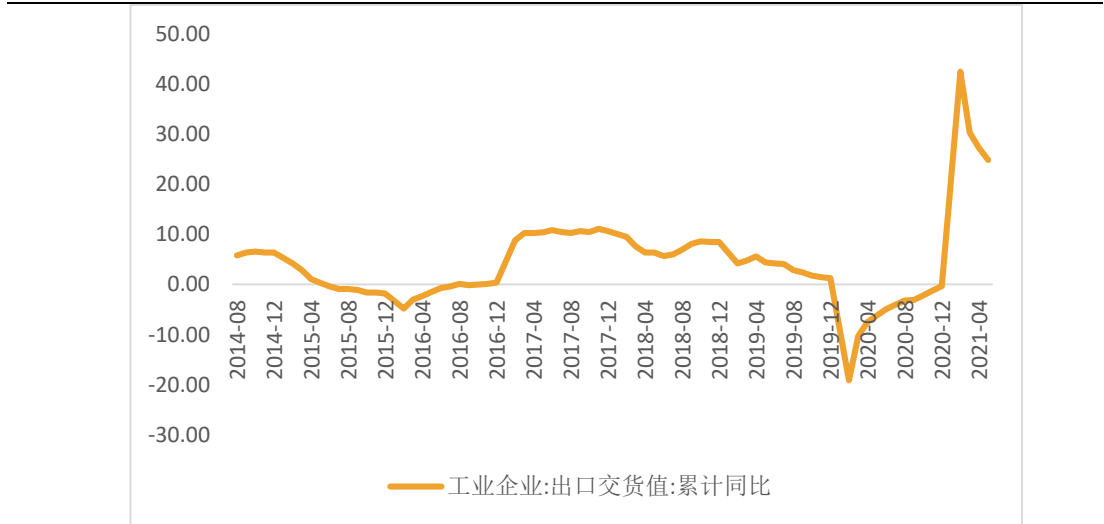
5月规模以上工业增加值同比 8.8%，预期 9.2%，前值 9.8%，我国经济复苏不及预期。工业增加值分项中，5月制造业增加值同比 9.0%，较前值下降 1.3 个百分点，采矿业增加值同比 3.2%，与前值持平，电力、燃气及水的生产和供应业增加值同比 11.0%，较前值上升 0.7 个百分点，制造业复苏较缓慢。

5月增速最快的五个行业分别是：电气机械及器材制造业、金属制品业、汽车制造业、医药制造业和通用设备制造业，这些行业偏中下游；增速最慢的五个行业分别是：有色金属冶炼及压延加工业、食品制造业、纺织业、农副食品加工业和黑色金属冶炼及压延加工业。这些行业偏中上游，显示中下游经济复苏较中上游好，但复苏动能不及中上游。

从出口交货值看，我国 5 月工业企业出口交货值同比 16.9%，较前值下降 1.6 个百分点，显示企业出口交货转弱，5 月出口同比 27.9%，低于预期的 31.9% 和前值的 32.3%，表明我国 5 月出口型企业生产转弱。5 月全球、美国、欧元区制造业 PMI 均较上升显示全球经济复苏。当前欧美逐步放松疫情管控措施，国外需求趋势回升，

短期我国出口增速仍有支撑。

图 31：工业企业出口交货值增速下降但处高位：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

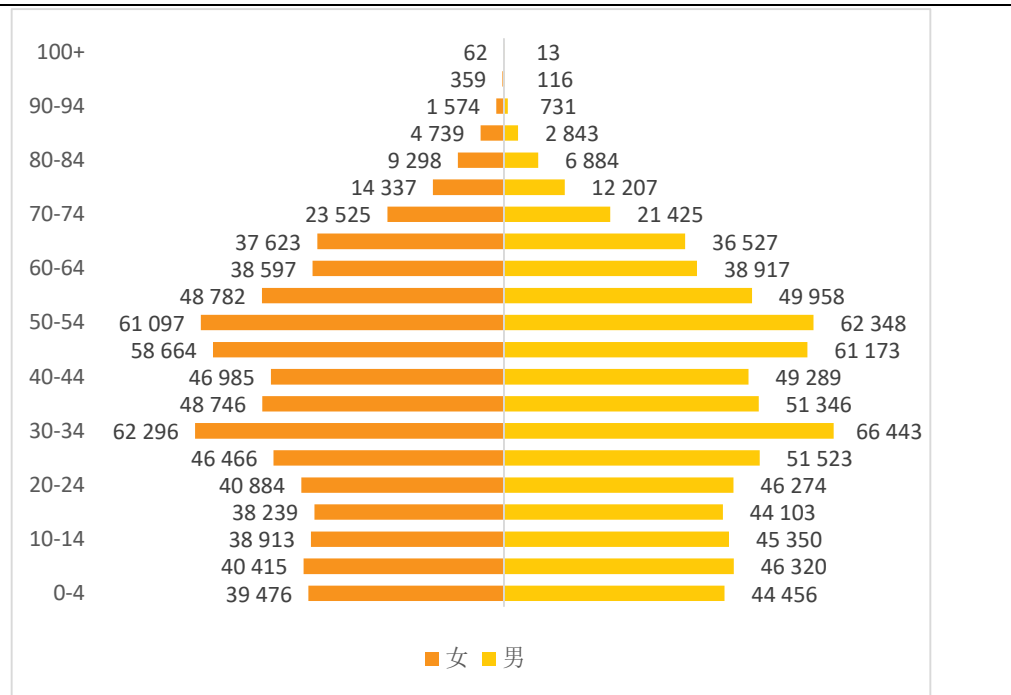
（五）房地产增速趋势回落

较长期看，在未来 15 年，20-34 岁人口数量快速减少，买房主要人群快速减少，制约房地产投资。

政府定调“房住不炒”，稳地价、稳房价、稳预期，提出“三条红线”，压制房地产投资增速。

房地产投资进入低增长期，国务院强调，放开放宽除个别超大城市外的城市落户限制。房地产投资增速或在不同城市分化。

图 32：中国人口结构：单位：人



资料来源：Wind，优财研究院

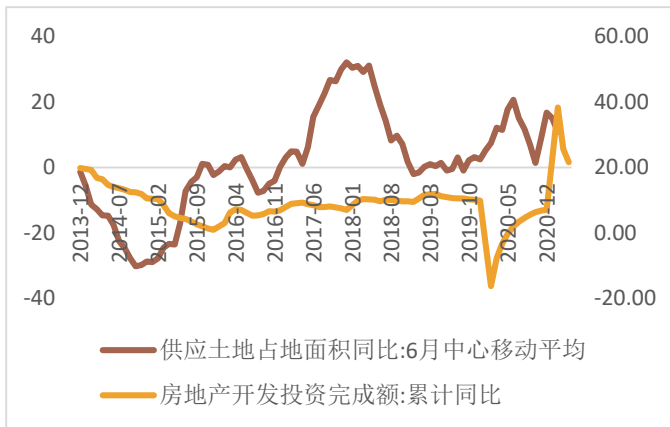
(1) 购置土地面积同比持续下降或拖累房地产投资增速

供应土地占地面积同比领先于房地产开发投资增速，2016 年下半年政府强调“房住不炒”压制了房地产投资增速，平滑了房地产投资增速。

2020 年年中以来供应土地占地面积和本年购置土地面积增速明显放缓，意味着房地产投资增速有较大回落压力。

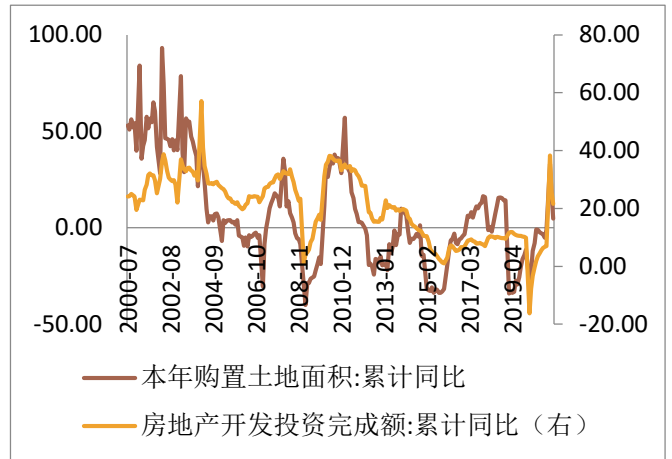
2021 年，因房地产政策定调“房住不炒”，不将房地产作为短期刺激经济的手段，严防消费贷和经营贷违规流入房地产、房地产信托资金受限和房地产市场严监管，房地产投资增速预计缓慢趋平后趋势放缓，对经济的拉动有限。

图 33: 供应土地面积与房地产投资同比: 单位: %



资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: 购置土地面积与房地产投资同比: 单位: %



资料来源: Wind, 优财研究院

(2) 货币政策大概率逐步收紧, 压制房地产投资增速

2018-2019 年, 全球经济整体处衰退期, 中美贸易摩擦加剧, 为应对经济下行的压力, 我国货币政策逐步宽松。

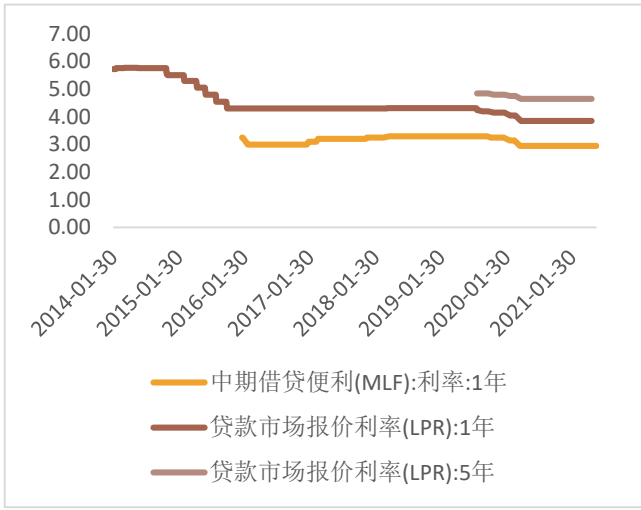
2019 年 8 月 17 日, 央行决定改革完善贷款市场报价利率 (LPR) 形成机制, 8 月 20 日起各银行在新发放的贷款中主要参考 LPR 定价, 并在浮动利率贷款合同中采用 LPR 作为定价基准。

2020 年, 因疫情快速蔓延和全球需求转弱, 我国货币政策加大刺激力度, LPR 利率下降, 2020 年 5 月经济回暖后, LPR 利率维持不变。

我国房贷利率以 5 年期 LPR 利率为基准, 2019 年年底 5 年期 LPR 利率持续调降, 房贷利率持续走低, 刺激了商品房需求, 助推房地产投资增速。随着 LPR 利率维持不变, 2020 年 8 月后房贷利率较长时间维持平稳。

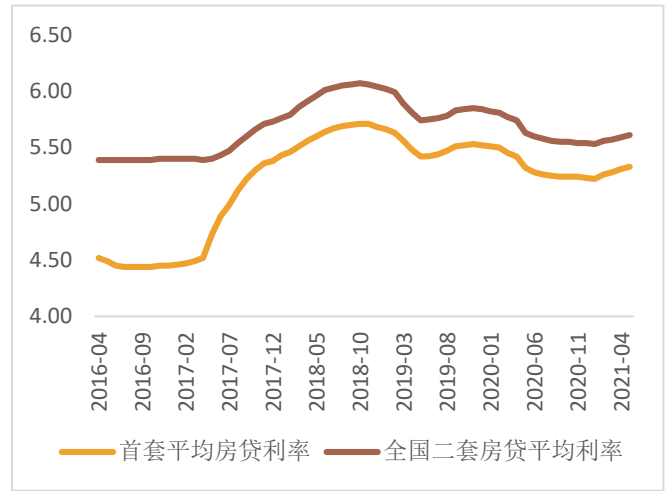
2021 年, 随着全球逐步接种新冠疫苗, 经济增速较快速攀升, 我国货币刺激政策逐步退出, 今年 2 月以来房贷利率逐步攀升, 压制房地产投资增速。

图 35: MLF 及 LPR 利率: 单位: %



资料来源: Wind, 优财研究院

图 36: 首套房与二套房房贷利率: 单位: %

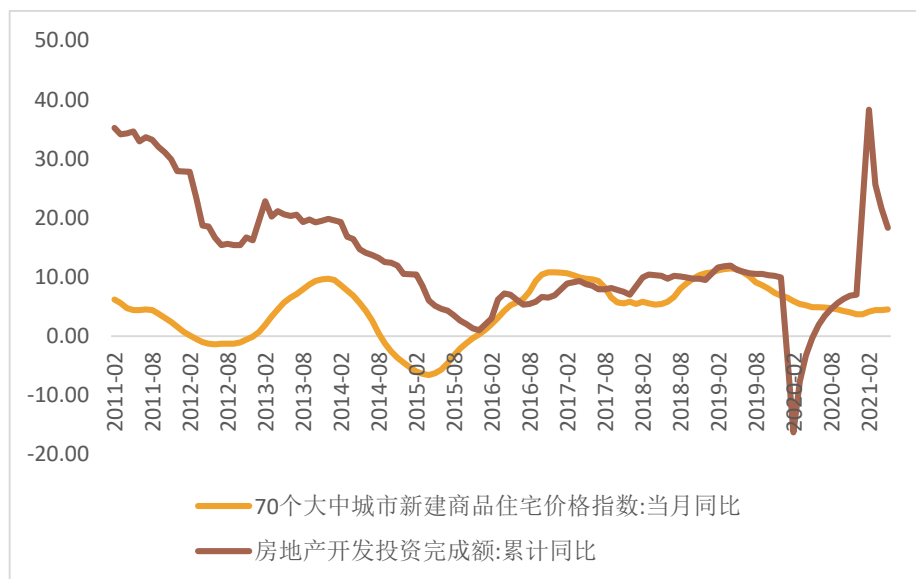


资料来源: Wind, 优财研究院

(3) 商品房销售放缓, 房地产投资承压

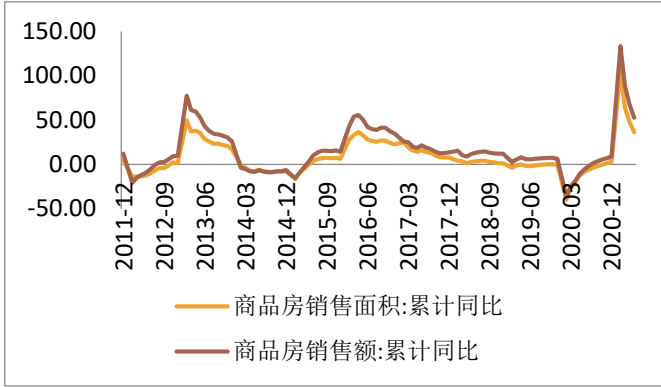
房地产投资增速和住宅价格同比有一定正相关性, 价格指数同比仍在低位, 房地产投资增速承压。商品房销售面积在房贷利率上升的情形下, 增速易降难升。商品房待售面积同比拐头向下, 短期下降趋势或难改变。

图 37: 房地产投资与商品住宅价格同比: 单位: %



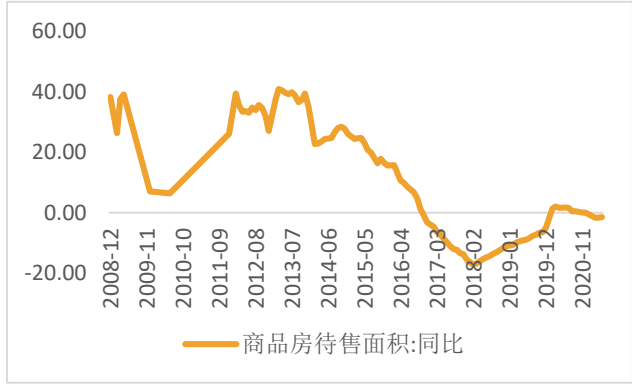
资料来源: Wind, 优财研究院

图 38: 商品房销售额与销售面积同比: 单位: %



资料来源: Wind, 优财研究院

图 39: 商品房待售面积同比: 单位: %

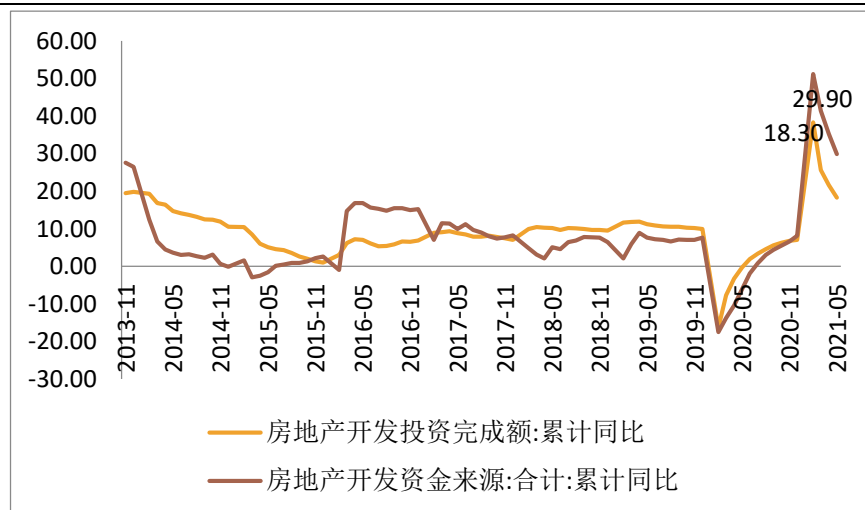


资料来源: Wind, 优财研究院

(4) 房地产资金来源同比承压对房地产投资形成制约

房地产开发资金来源中自筹资金和其他资金为主要组成部分(占比约为 32.5% 和 53.0%)。2020 年, 疫情受控以后房地产自筹资金和其他资金增速均快速回升, 一方面与货币政策大幅宽松有关, 另一方面疫情期间压制的买房需求得到释放。其他资金中定金及预收款和个人按揭贷款占比约为 93%, 主要与居民买房和还房贷相关, 买房需求释放主要驱动的是房地产开发资金来源中其他资金上升。2021 年, 由于房贷利率由平转升, 或使房地产开发资金来源同比增速斜率转平甚至转负, 房地产投资增速承压。

图 40: 房地产投资及房地产资金来源同比: 单位: %



资料来源: Wind, 优财研究院

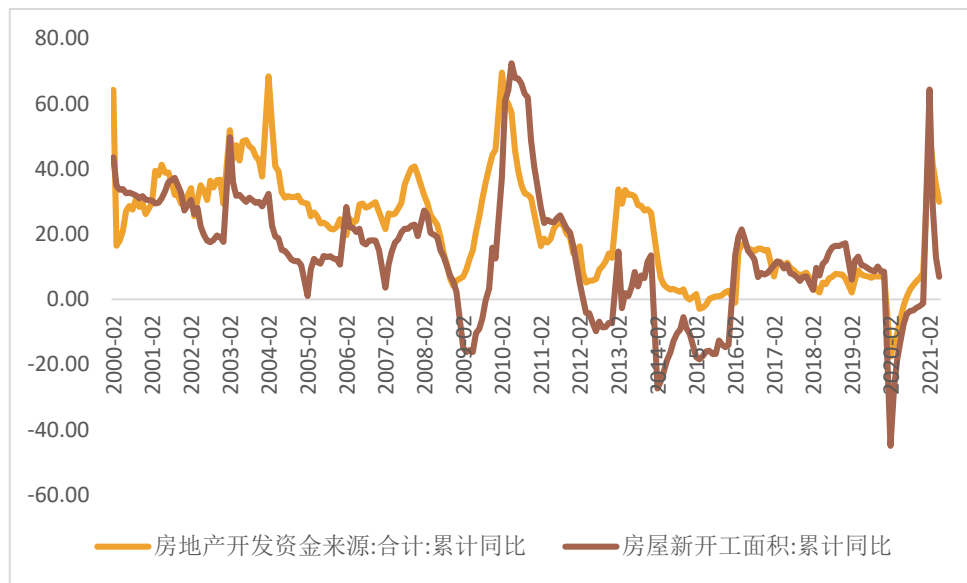
(5) 房地产新开工面积同比增速大概率趋势放缓

新开工面积与房地产开发资金是否充足密切相关。房地产开发资金主要由定金

及预收款、个人按揭贷款和自筹资金相关，截止 2021 年 6 月 19 日，定金及预收款及个人按揭贷款相关的高频指标 30 大中城市商品房成交面积同比已经连续趋势下降。

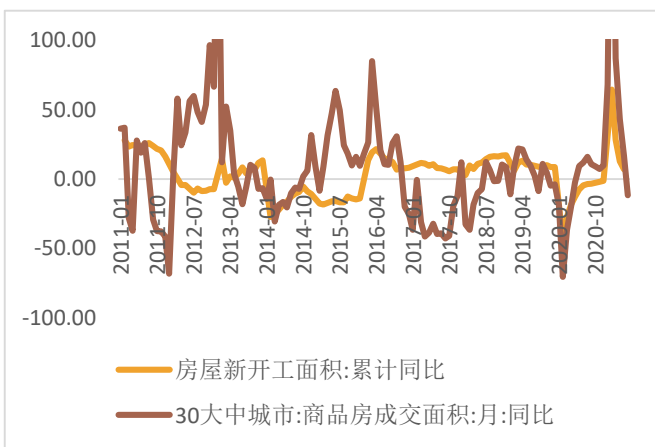
2021 年房贷利率和房地产商贷款利率大概率将趋势攀升、房企“三道红线”和我国货币政策逐渐收紧的背景下预计将趋平甚至下降，即房地产开发资金来源中自筹资金和其他资金同比均受压，新开工面积累计同比大概率趋势放缓。

图 41：房屋新开工面积和房地产资金来源同比：单位：%



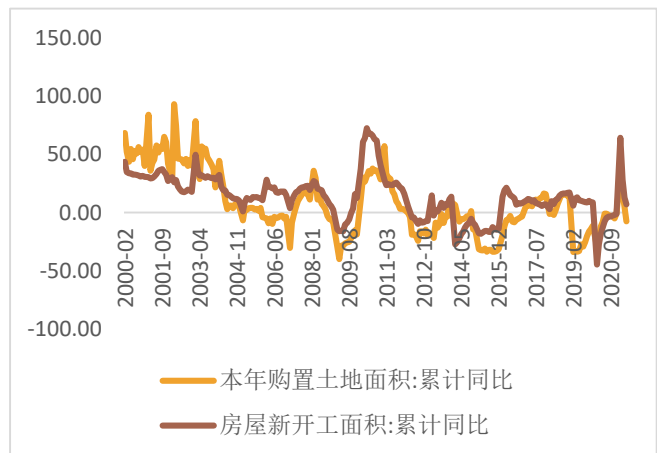
资料来源：Wind，优财研究院

图 42：商品房成交面积与新开工面积同比：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

图 43：购置土地面积与新开工面积：单位：%

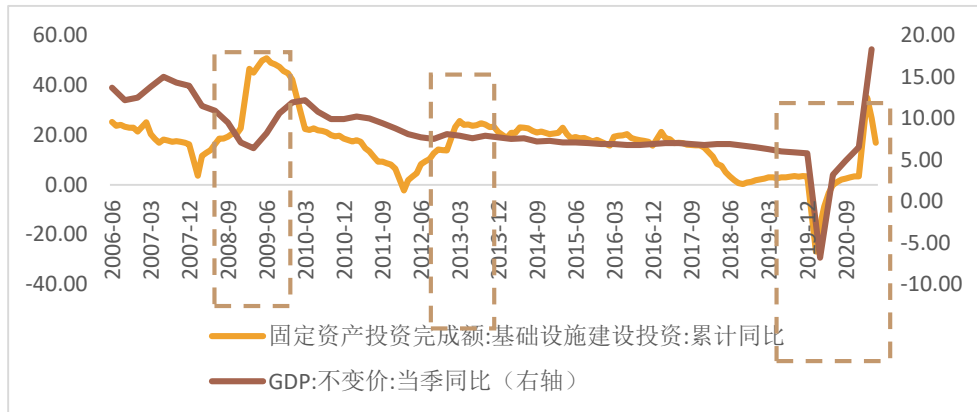


资料来源：Wind，优财研究院

（六）基建投资增速回落但仍强，专项债大概率将加速发行

基建投资是逆周期调节的重要手段，比如在 2008 年次贷危机爆发后我国经济增长失速下滑，政府推出以“4 万亿”为主的经济刺激方案，基建投资增速由 2008 年 2 月低点的 3.56%，快速攀升至 2009 年 8 月的高位 48.38%。在 2012 年我国经济增速快速下行阶段，我国基建投资增速由 2012 年 2 月的-2.36%提升至 2013 年 3 月 25.6%。在经济趋势较快速回升阶段，基建投资增速斜率逐渐由正转负。

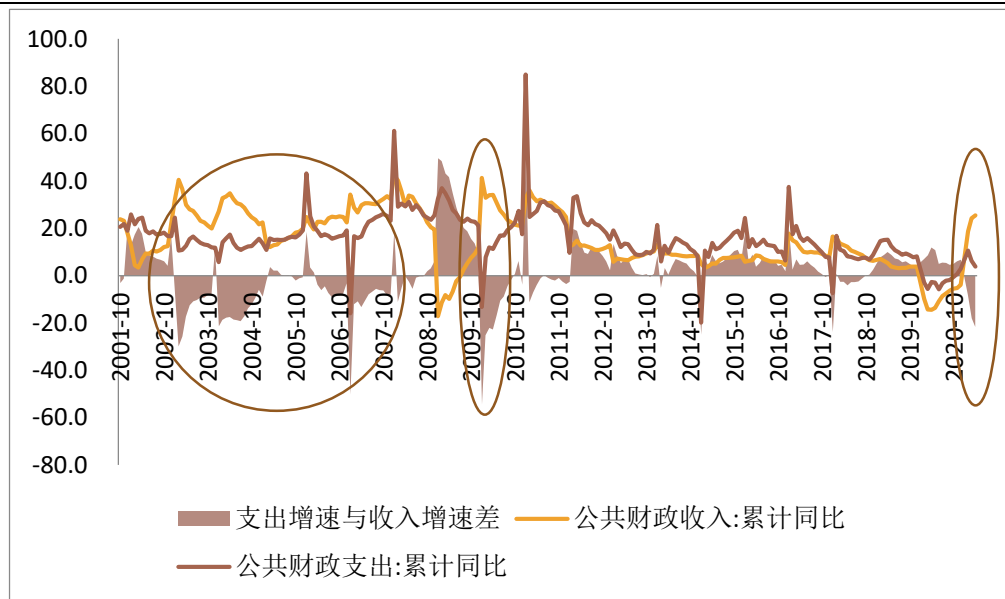
图 44：在经济趋势复苏阶段基建投资增速或放缓：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

在经济受到较大负面冲击而陷入严重衰退时，财政支出增速与收入增速差往往快速拉大，当经济逐步平稳复苏时，财政收支的增速差一半会缩小。2020 年下半年以来经济平稳快速复苏，财政收支增速差逐渐缩小，今年财政收支差已经转负，制约基建投资增速。

图 45：经济趋势复苏阶段财政收支增速差减小：单位：%

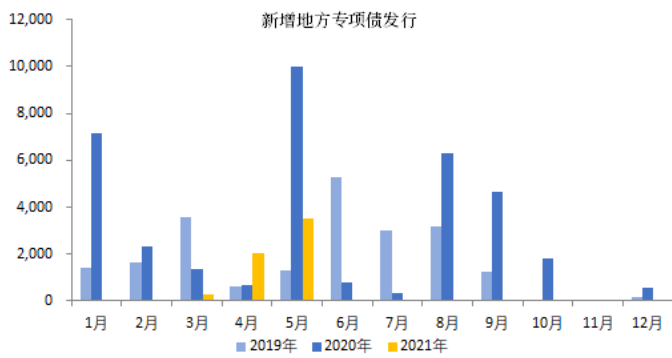


资料来源：Wind，优财研究院

稳增长压力不大决定基建诉求不强，但财政后置叠加资金使用效率提高，基建投资或适度托底。从政策上看，2020年防范化解重大风险取得积极成效，地方政府隐性债务风险得到缓释。财政后置节奏下三季度和四季度前初专项债大概率将加速发行，且由于严格的项目审核和匹配制度，资金使用效率或将相应抬升，财政政策“提质增效、更可持续”，对下半年经济形成支撑作用。预计下半年基建投资两年平均增速小幅加快，整体保持平稳格局。

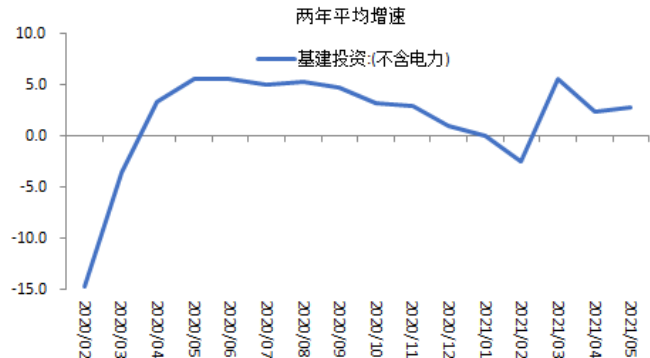
2021年没有特别国债发行，地方专项债发行规模减少，财政赤字环比2020年或趋平，基建投资增速斜率或走平。

图 46：地方债发行后置：单位：亿元



资料来源：Wind，优财研究院

图 47：基建投资两年平均增速回升：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

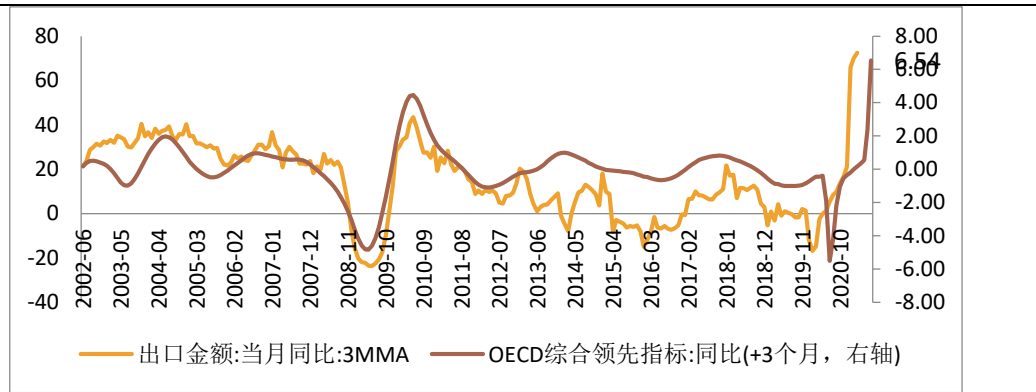
（七）进口和出口的高增速将趋势回落，但有一定韧性

2021年3月31日美元指数达到高点93.44后快速下降至5月25日的低点89.67，下降幅度达到4.20%，在此期间人民币兑美元升值3.51%，人民币升值有利于进口且一定程度拖累出口。5月底后美元指数触底反弹，美元指数6月9日较5月25日上升0.61%，人民币兑美元贬值0.61%。

OECD综合领先指标同比（滞后3个月）仍在攀升中，7月达到6.54%，连续14个月攀升，说明我国出口增速仍有较强韧性。

以美元计，5月出口同比27.9%，低于预期的31.9%，前值为32.3%，累计同比40.2%，前值为44.0%。5月，因基数减弱出口同比下降在预料之中，国外疫情明显下降，消费和生产恢复均有一定程度恢复，使出口同比维持高增速。

图 48：中国出口金额同比与 OECD 综合领先指标同比攀升：单位：%

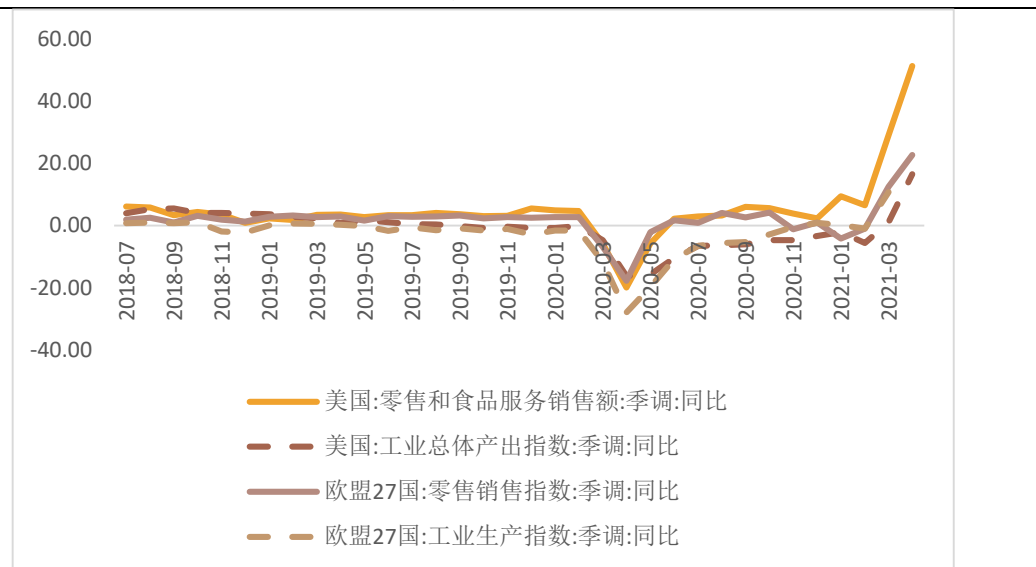


资料来源：Wind，优财研究院

值得关注的是，因去年低基数，4 月美国和欧盟 27 国零售同比较前值大幅攀升，分别录得 51.22%和 22.63%，同样低基数的生产恢复快但不及零售，4 月美国工业总体产出指数季调同比为 16.49%，较前值上升 15.45 个百分点，3 月欧盟 27 国工业生产指数季调同比为 10.70%，较前值上升 11.75 个百分点。5 月以来全球新冠病毒新增确诊人数快速下降，4 月数据显示欧美消费快速回升且消费恢复好于生产，短期支撑我国出口增速。

受去年疫情管控严格的影响，上半年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。

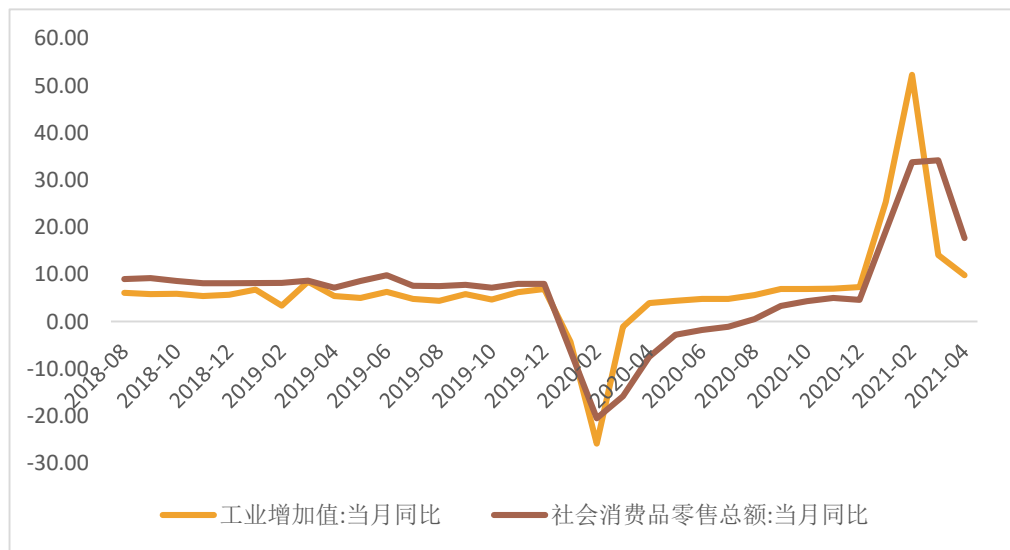
图 49：美国和欧洲消费强于生产：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

我国进口增速长期有一定支撑。IMF 预计中国 GDP 实际增速可能达 8.44%，美欧低于 6.4%。世界银行将 2021 年中国经济增长预期从此前预估的 7.9%上调至 8.5%。这主要得益于中国出口活跃，经济复苏逐渐从公共投资扩大到消费领域。因美欧国民逐步接种新冠疫苗，全球经济活动正逐步回升，美欧对居民的疫情补贴或将逐步退出，叠加美欧消费的基数效应逐步减弱，美欧消费或在 4 月达到极值点后趋势较快回落而中国消费增速有较强韧性（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。下半年，随着美欧疫情接种的持续推进，欧美生产料将逐步恢复，而消费增速趋势下降，我国出口增速大概率趋势下降。

图 50：中国生产强于消费转为消费强于生产：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

（八）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，下半年，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

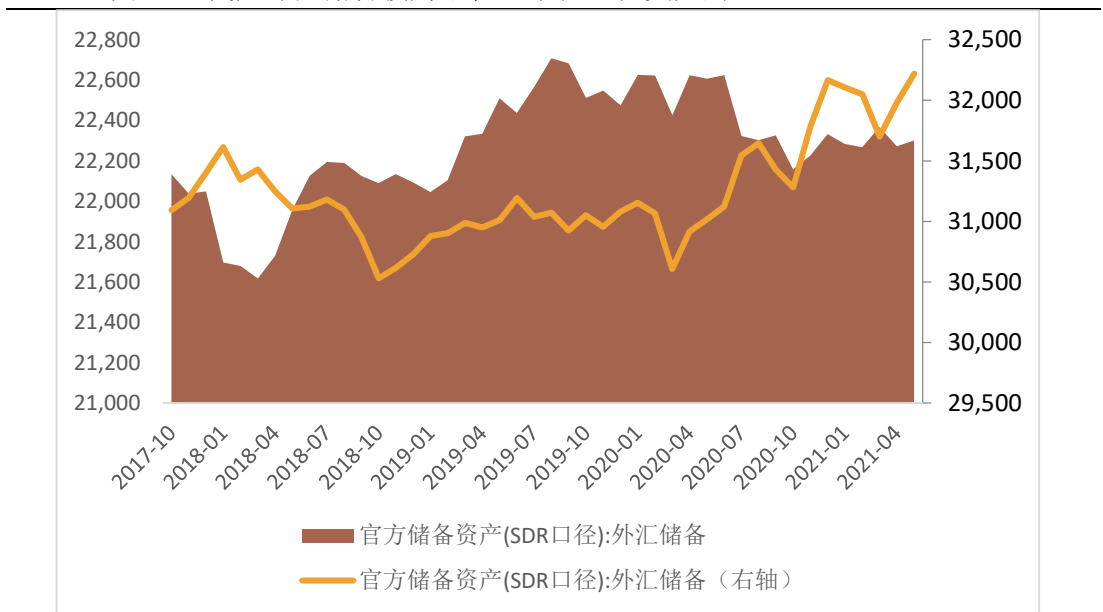
洲等发达国家，美联储货币政策大概率逐步收紧，美元指数有可能趋势回升，中美利差大概率逐步收窄，人民币汇率兑美元趋势贬值的可能性高，外资净流入或趋势减慢甚至转变为净流出。

2021年5月中美10年期国债收益率之差的均值为152BP，低于2021年4月的157BP，截止2021年6月4日，6月中美利差均值为151BP，较5月下降，维持在历史较高位置。美国5月经济数据偏强（ISM制造业PMI和ISM非制造业PMI高于预期和前值等），但就业数据偏弱（5月非农就业数据高于前值但低于预期），美债利率趋势上行但难快速攀升，短期中美利差大概率仍维持高位

美国经济数据趋势走强，叠加美国新刺激法案推进，美债利率或趋势攀升，下半年中美利差大概率继续收窄。

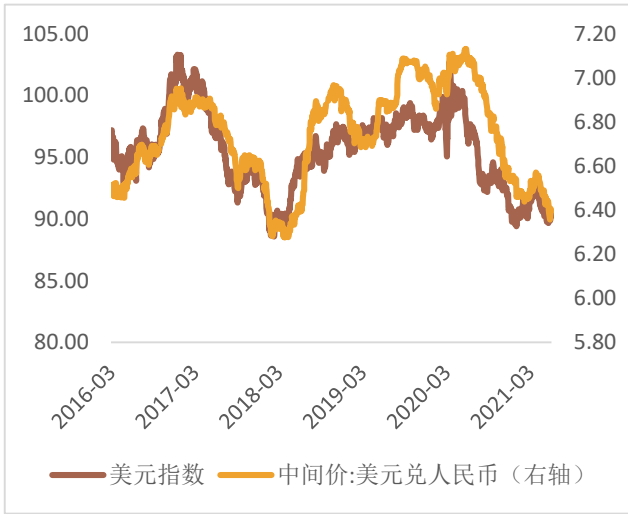
虽然当前欧元区（欧元区，6月Sentix投资者信心指数高于前值和预期，5月Markit制造业PMI终值高于前值和预期，4月零售销售年率高于前值但低于预期）经济数据较强，但欧元区疫苗接种率不及美国，叠加美国大概率边际收紧货币政策，美元指数在下半年大概率上升

图 51：我国外汇储备较为平稳：单位：亿美元/亿 SDR



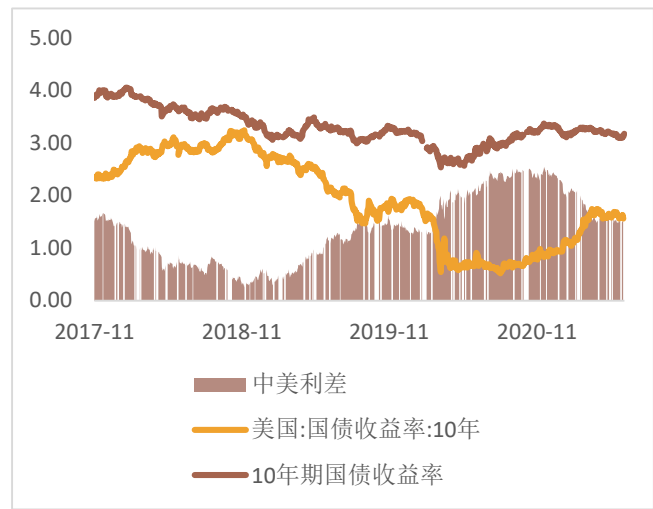
资料来源：Wind，优财研究院

图 52：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 53：中美利差从历史高位回落：单位：%



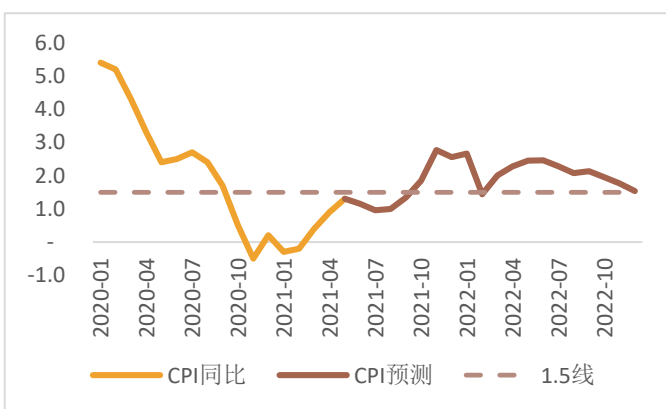
资料来源：Wind，优财研究院

（九）下半年通胀压力较大

综合考虑近年 CPI 环比变化和当前物价走势对 CPI 同比进行预测，CPI 同比大概率趋势上行至 11 月，高点或接近 3%，7-8 月居民端通胀压力较小。

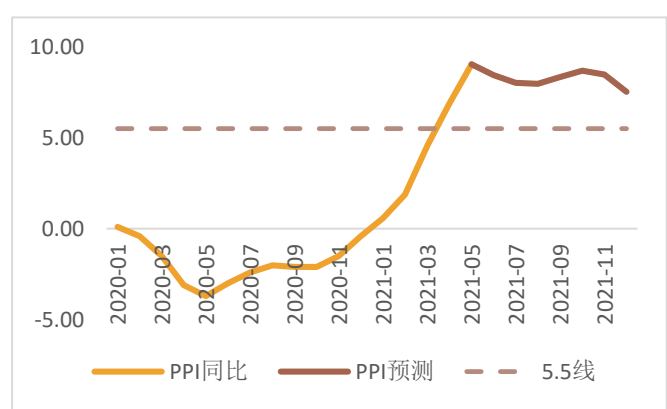
综合考虑近年 PPI 环比变化和当前物价走势对 PPI 同比进行预测，PPI 同比大概率在 5 月已经达到年内最高点，但 6-12 月 PPI 同比大概率高于 5.5%，通胀仍处较高位置。

图 54：中国 CPI 同比及预测：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

图 55：中国 PPI 同比及预测：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

（十）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 56：2021 年政府工作报告目标

	指标	2021 年	2020 年
主要目标	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	-
财政政策	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
货币政策	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

六、类过热的滞胀期大类资产表现

（一）下半年中美经济或均为呈现“过热”特征的类滞胀期

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。

我们判断，美国经济增速、PPI 同比和 CPI 同比在二季度达到最高，之后逐步回落，不过美国下半年 GDP 增速回落主要受基数效应减弱影响，如果美国经济趋势走暖，则应更多视经济为复苏或过热期，市场或更偏好周期股，如果美国经济趋势走弱，则更多视经济为衰退或滞胀期，市场或更偏好成长股，不过美联储货币政策趋势收紧，下半年美国经济整体大概率处偏过热或偏滞胀，由于美国政府逐步退出居民疫情补贴，消费或短期下降，美国经济偏滞胀的特征或更明显，高估值大类资产价格有较大回调风险。

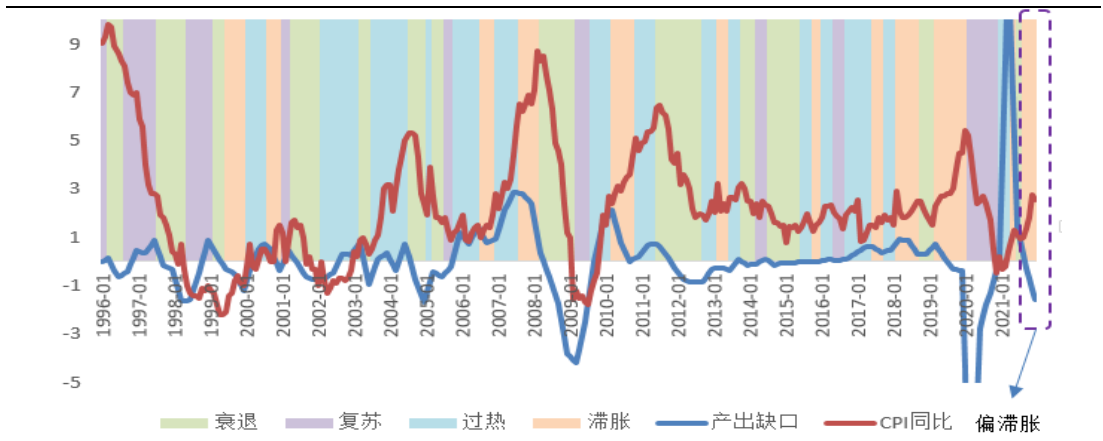
我们判断，1、中国经济增速在一季度达到高点，之后逐步下降。2、7 月 PPI 同比处于高位但下降，CPI 同比下降，经济处偏滞胀类衰退的特征，货币政策大概率维持宽松。3、8 月 PPI 同比下降但处于高位，CPI 同比低位小幅上升，经济处偏衰退的类滞胀期，货币政策易紧难松。4、9-10 月 PPI 同比高位攀升，CPI 同比较快速上升，经济处偏滞胀期，货币政策或进一步收紧。5、11 月 PPI 同比高位小幅下降，CPI 同比快速攀升，经济处偏滞胀期，货币政策进一步收紧的概率较大。6、12 月 PPI 同比高位较大幅下降，CPI 同比下降，经济处类衰退期，货币政策或易松难紧。

值得注意的是，虽然下半年大部分时间处于滞胀期，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,因此当前经济在也会呈现“过热期”的特征。

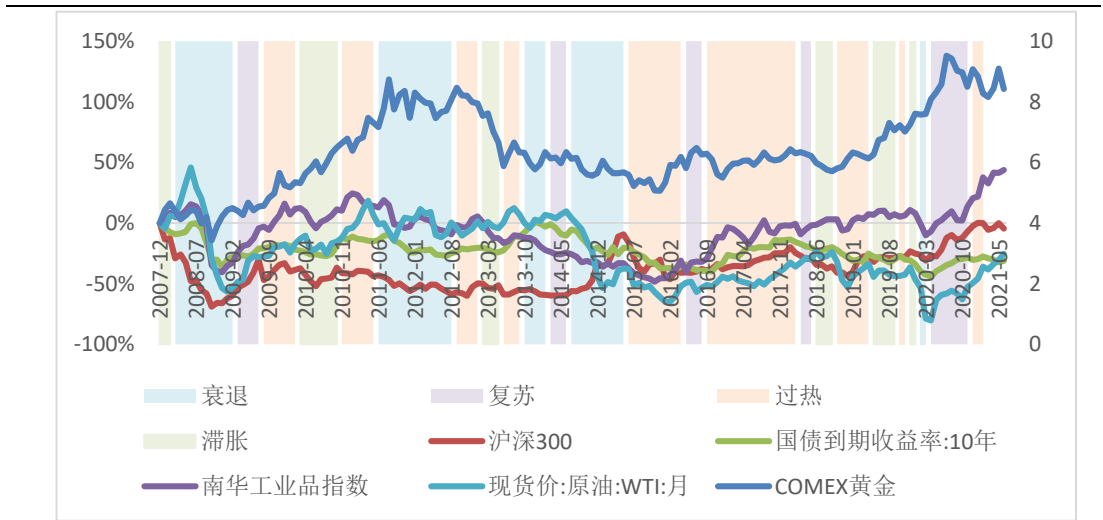
总而言之,下半年美国和中国经济大概率均处呈现“过热期”特征的类滞胀期,大类资产价格易跌难涨,由于需求仍有支撑或使部分商品价格仍有较大上涨空间,但商品不同品种价格的涨跌或将明显分化。相对而言7月和12月货币政策或是难得的货币政策维持较宽松的时期,8-11月货币政策持续收紧的可能性很大。

图 57: 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 58: 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

（二）“过热”的类滞胀期，国债、原油和工业品表现较优

从 2008 年 1 月至 2021 年 3 月涨跌幅看，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，说明市场或偏好国债、原油和工业品。

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

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，过热期和滞胀期中证 500 和沪深 300 表现均不佳，难趋势上涨，阶段性结构性上涨的概率较大。

（三）大类资产配置建议：债券>商品>股票

当前市场基本一致认为经济同比增速(以 2020 年为基准年)在下半年趋势回落，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(下文我们称此情况为经济走强，反之则称为经济走弱)。

下半年，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（全球城市活跃度还有较大提升空间，居民出行增加）。

总之，CPI 同比趋势回升，PPI 录得高位，产出缺口趋势下降转为负，国内政策边际收紧，由于美元强势，人民币汇率大概率贬值，经济周期大概率属于偏过热的滞胀期，市场仍有下跌风险，商品价格预计分化明显。资产配置建议：债券>商品>股票。

单就商品而言：当前商品价格处于历史高位，全球生产走强仍对商品价格形成支撑，但因消费缓慢恢复无法支撑商品价格持续增长，需注意回调风险。因全球主要大城市活跃度仍有较大上升空间，原油需求仍较强劲，或相对有较好表现。

六、风险提示

疫情超预期蔓延；经济增长不及预期；通胀超预期；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”。