

## 全球流动性变局下的大类资产结构性机会

### 一、下半年内外货币和财政政策、经济运行位置或显著分化

1、下半年欧美货币宽松政策和财政刺激政策仍有空间；而中国货币政策逐步正常化，但积极的财政政策有望再度发力托底

2、下半年内外经济节奏分化显著：欧美复苏延续 VS 国内“类滞胀”

三季度欧美经济仍将延续复苏趋势，四季度增长动能要看基建计划；三季度国内经济延续“类滞胀”格局，四季度若无逆周期宽松政策或陷入小幅衰退。

3、美联储 Taper 节奏是全球市场核心焦点，下半年美国长端利率有望继续走强

我们注意到在美联储 6 月议息会议上已经透露出一定鹰派信号；但是，美联储目前关心就业更胜过通胀，短期宽松仍将延续；伴随美国经济持续复苏，后续通胀超预期叠加失业人数逐步减少，下半年美国 taper 预期较强，我们预计 9 月会议开始讨论 Taper；近期美国联邦基金市场过剩的流动性引发市场广泛关注，我们认为流动性最宽裕的时刻即将过去。

4、下半年美元指数或脱离底部震荡区间，呈现阶段性反弹态势

短中期来看，美债利率（特别是美欧利差）上行对美元有一定支撑作用；美欧疫情差距和经济差距将支持美元指数阶段性反弹。长期来看，等待错位复苏，新兴市场疫情控制后，全世界复苏下带来弱美元趋势不改。

### 二、商品：三季度商品整体中性震荡，四季度商品整体谨慎偏空，外需型商品强于内需型商品

1、国内结构性“类滞胀”下商品表现分化严重，能源、黄金表现较为坚挺，其他板块下跌为主

我们认为，此时段各品种的基本面定价权重开始上升，建议淡化趋势型交易策略，更加重视品种间的对冲配置型策略。

2、内需型商品（黑色建材、传统有色、煤炭）需求回落将延续至 7 或 8 月份，后续有待观察逆周期托底政策发力强度，若不及预期，四季度或面临内需小幅衰退风险

3、外需型商品（原油及成本支撑链条化工品、新能源和轻量化金属）需求改善和韧性将延续到四季度并触顶

4、下半年黄金面临中性震荡风险，待美联储 Taper 落地后战略性逢低做多

5、下半年商品策略展望

三季度商品整体中性震荡，四季度商品整体谨慎偏空；

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 FICC 组

侯峻

从业资格号：F3024428

投资咨询号：Z0013950

联系人：

彭鑫

☎ 010-64405663

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号：F3066607

蔡劭立

☎ 0755-82537411

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3063489

投资咨询号：Z0014617

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

外需型商品（原油及成本支撑链条化工品、新能源和轻量化金属）>内需型商品（黑色建材、传统有色、煤炭）；

品种强弱：原油、燃料油、沥青>铜、铝、镍>黄金>其他品种。

三、股市：三季度股指期货中性；四季度关注 IC 逢低做多结构性机会；下半年防御板块相对抗跌，科创、创业板核心标的和原油通胀板块或走出独立行情

1、上半年国内股指跑输全球，风格层面周期价值跑赢成长

2、长期资金以及境外资金加快进入 A 股趋势未变，源头活水不断涌入

3、三季度国内股市面临“类滞胀”宏观情境，A 股短线面临压力

在类滞胀情境下，大中小盘股均录得负收益，大盘股风格（中证 100）以及小盘股风格表现相对强势，金融和消费风格跌幅最少。

4、下半年风格或面临再切换，由顺周期和防御转向科技成长，关注科创和创业板 50、石油通胀板块

5、三季度三大股指期货中性配置，四季度可逢低多配中证 500 股指期货

三季度国内可能面临类滞胀情境，考虑到历史上类滞胀的宏观情境下，国内申万一级 28 个行业均录得下跌，国内股市表现疲软，三季度我们对国内三大股指期货维持中性判断。

四季度随着国内经济逐步向潜在经济增速回归，经济将面临稳增长压力，为刺激经济上行，国内货币政策或转向边际宽松，利率有向下的压力，这对于国内成长股估值具有较强支撑，可逢低多配更偏成长性的中证 500 指数。

#### 四、债市：下半年长端利率小幅回落概率较大

国内利率的拐点主要看“经济顶”，经济拐点对于利率拐点的领先性更强，目前看 4 月份经济已基本确认见顶。我们认为下半年中国利率将跟随经济走出三季度震荡，四季度回落的趋势。整体而言，三季度经济仍旧在地产与出口的韧性驱动下高位运行，但经济动能已然过了最富活力的阶段。同时叠加积极财政后置，三季度专项债供给增大的扰动，我们认为三季度利率走势仍将偏于震荡。四季度随着地产和出口的回落，经济内生性的制造业投资于消费将缓慢复苏，整体经济继续小幅下行，回归潜在增速水平，利率将小幅回落。此外，考虑到四季度国内货币政策或再次适度宽松，也利于利率的下行。

#### 五、下半年大类资产配置策略展望

我们仍旧维持 2021 年风险资产配置前高后低的总体判断

基于第一至第四部分的分析，我们的下半年大类资产配置策略偏于结构性和对冲性思路：

- 1、多外需+空内需商品；关注国内三季度逆周期刺激强度和“碳中和”供给侧减产落实情况，若大超预期，则黑色建材、传统有色金属需求或出现节奏性反弹。
- 2、空股指+多国债；关注股指期货结构性机会：四季度 IC 偏多。
- 3、空商品市场货币；美元偏强、RMB 偏弱。

美联储货币政策预期变化下的大类资产走势参考：

我们判断今年 8 月美联储可能会在杰克森霍尔央行会议上公布 Taper 信息，并且在年底正式公布 Taper 的时间表。从美联储上轮的 Taper 从预期出现到落地的经验来看：

Taper 预期酝酿阶段资产价格反响较低，美元指数小幅反弹，美债利率震荡，中、美股指延续上行态势；

美联储官宣 Taper 后资产价格受到较强冲击，美债利率快速走高，股指尤其是沪深 300 快速下行，黄金也录得明显下跌；

美联储从官宣 Taper 到公布时间表间隔近 7 个月，期间美联储持续呵护市场，美债利率宽幅上行，中、美股指有所反弹；

Taper 落地后资产价格波动相对较低。

## 六、风险展望

- 1、警惕美元收紧趋势下的新兴市场债务违约风险
- 2、谨防新型变异病毒突破现有疫苗防护屏障

## 目 录

|                                                                                      |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 一、下半年内外货币和财政政策、经济运行位置或显著分化.....                                                      | 5  |
| 1.1 下半年欧美货币宽松政策和财政刺激政策仍有空间.....                                                      | 5  |
| 1.2 下半年中国货币政策逐步正常化，但积极的财政政策有望再度发力托底.....                                             | 7  |
| 1.3 下半年内外经济节奏分化显著：欧美复苏延续 VS 国内“类滞胀”.....                                             | 9  |
| 1.3.1 三季度欧美经济仍将延续复苏趋势，四季度或将阶段性见顶.....                                                | 10 |
| 1.3.2 三季度国内经济延续“类滞胀”格局，四季度若无逆周期刺激政策或陷入小幅衰退.....                                      | 16 |
| 1.4 美联储 Taper 节奏是全球市场核心焦点，下半年美国长端利率有望继续走强.....                                       | 20 |
| 1.5 下半年美元指数或脱离底部震荡区间，呈现阶段性反弹态势.....                                                  | 26 |
| 二、商品：三季度商品整体中性震荡，四季度商品整体谨慎偏空，外需型商品强于内需型商品.....                                       | 28 |
| 2.1 国内结构性“类滞胀”下商品表现分化严重，能源、黄金表现较为坚挺.....                                             | 28 |
| 2.2 内需型商品（黑色建材、传统有色、煤炭）需求回落将延续至 7 或 8 月份，后续有待观察逆周期托底政策发力强度，若不及预期，四季度或面临内需小幅衰退风险..... | 29 |
| 2.3 外需型商品（原油及成本支撑链条化工品、新能源和轻量化金属）需求改善和韧性将延续到四季度并触顶.....                              | 31 |
| 2.4 下半年黄金面临中性震荡风险，待美联储 Taper 落地后战略性逢低做多.....                                         | 34 |
| 2.5 下半年商品策略展望.....                                                                   | 35 |
| 三、股市：三季度股指期货中性；四季度关注 IC 逢低做多结构性机会；下半年防御板块相对抗跌，科创、创业板核心标的和原油通胀板块或走出独立行情.....          | 36 |
| 3.1 上半年国内股指跑输全球，风格层面周期价值跑赢成长.....                                                    | 36 |
| 3.2 长期资金以及境外资金加快进入 A 股趋势未变，源头活水不断涌入.....                                             | 39 |
| 3.3 下半年国内“紧信用”依然延续，海外“taper”预期或施压风险偏好.....                                           | 41 |
| 3.4 三季度国内股市面临“类滞胀”宏观情境，A 股短线面临压力.....                                                | 44 |
| 3.5 下半年风格或面临再切换，由顺周期和防御转向科技成长，关注科创和创业板 50、石油通胀板块.....                                | 47 |
| 3.6 三季度三大股指中性配置，四季度可逢低多配中证 500 股指期货.....                                             | 49 |
| 四、债市：下半年长端利率小幅回落概率较大.....                                                            | 50 |
| 4 国内利率的拐点主要看“经济顶”，国债长端利率下半年小幅回落概率较大.....                                             | 50 |
| 五、下半年大类资产配置策略展望.....                                                                 | 54 |
| 5.1 我们仍旧维持 2021 年风险资产配置前高后低的总体判断.....                                                | 54 |
| 5.2 当前全球大类资产表现情况参考.....                                                              | 54 |
| 5.3 美联储货币政策预期变化下的大类资产走势参考.....                                                       | 55 |
| 六、风险展望和分析.....                                                                       | 57 |
| 6.1 警惕美元收紧趋势下的新兴市场债务违约风险.....                                                        | 57 |
| 6.2 谨防新型变异病毒突破现有疫苗防护屏障.....                                                          | 58 |

## 一、下半年内外货币和财政政策、经济运行位置或显著分化

### 1.1 下半年欧美货币宽松政策和财政刺激政策仍有空间

货币政策层面来看，后疫情时代下的央行负债扩张“刹车难”。目前，全球央行购债速度并未明显放缓，货币政策层面的利好驱动至少还能延续到今年四季度。我们认为本轮全球央行扩表至少要到四季度才会看到拐点的信号，出现实质缩表甚至还要看到明年一季度。

首先，目前仅有欧洲央行 PEPP 明确规划到 2022 年 3 月，而美联储和日本央行尚未公布明确的扩表路径，以当前扩表速度结合最新政策估测，到今年年底，美、欧、日央行还将分别扩表 0.6 万亿、0.73 万亿和 0.9 万亿美元。需要解释的是，日本央行今年以来负债表规模下降主要是受今年美元兑日元升值 3.1% 影响，实际上日本央行今年仍扩表约 2.44 万亿日元。

其次，我们判断美联储可能会在 8 月杰克森霍尔央行会议上公布 Taper 信息，并在年底会议公布 Taper 时间表，至少到明年一季度才有望出现资产负债表实际性收紧：目前 5 月非农就业人数与疫情冲击前的 2020 年 2 月非农就业人数相比，缺口仍有 763 万。为了推动就业市场继续改善，美国已有多州宣布将提前终止原本于 9 月 6 日到期的失业补贴，促进居民返回就业市场，同时夏季到来会促进服务业如休闲酒店业恢复从而促进服务业就业恢复。因此美联储对于连续 2 个月低于市场预期的就业数据，至少也需要 2 个月的就业数据来确认就业市场的改善。同时市场的通胀预期阶段性缓和，也缓和了美联储提前收紧货币政策的压力。

财政政策层面则有较大想象空间。首先是拜登 1.7 万亿美元的基建计划，按 8 年平均投放测算，折年均约 1.2 万亿人民币的刺激规模，政策力度上并不亚于国内 2008 年 11 月到 2010 年底的“四万亿”计划。另外，欧盟 7500 亿欧元复苏基金取得重大进展，6 月 1 日欧委会表示欧盟 27 国已经全部递交复苏基金的使用计划，目前规划是今年向欧洲各经济体注入 1000 亿欧元，并在 2021-2026 年间每年共发放 1500 亿-2000 亿欧元。欧盟还明确要求“复苏基金至少 37% 的开支用于支持气候目标的投资与改革，20% 的开支用于数字转型。”上述的积极财政政策下，新能源汽车，光伏、风电等电力生产和供应行业，交通运输等基建行业以及房地产需求均将持续受益。

时间上我们认为财政转化为实际需求最快要到今年 10 月。目前拜登政府的 1.7 万亿基建计划仍未获得共和党内部的支持，并且考虑到需要“预算协调法案”，美国的积极财政政策至少要到今年 10 月后的新财年才有望通过。而欧洲各国的复苏计划，根据“欧洲动态”网站透露，欧委会审核耗时 2 个月，欧洲理事会审批也需要 1 个月，那也至少要到今年 9 月才会看到刺激计划陆续实施。

表1: 主要经济体货币和财政政策一览

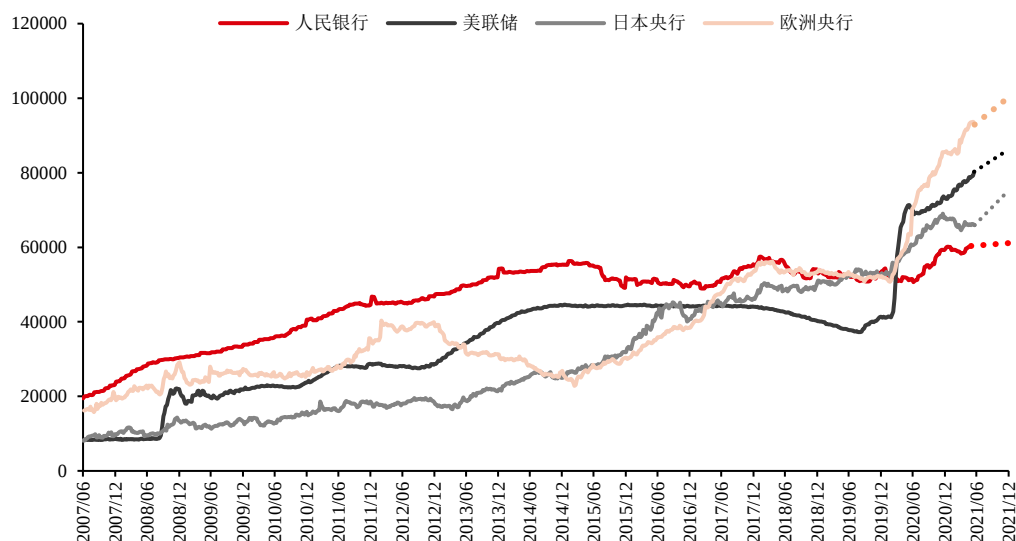
单位: %

| 政策类型     |      | 美国                                                                                                                                                                                                         | 欧洲                                                                                                              | 日本                                                                                                                                       |
|----------|------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 货币<br>政策 | 关键词  | 1200 亿美元/月购债                                                                                                                                                                                               | 1、总量为 1.85 万亿欧元的 PEPP 至少延续到 2022 年 3 月<br>2、TLTRO III 延续<br>3、200 亿欧元/月购债                                       | 1、扩大国债利率目标范围<br>2、删除 6 万亿日元年度 ETF 购买目标                                                                                                   |
|          | 具体内容 | 6 月会议纪要:<br>1、将超额存款准备金利率由 0.1%上调至 0.15%, 将隔夜逆回购利率由 0%上调至 0.05%;<br>2、点阵图大幅前移: 2022 年有 7 位官员认为应加息; 2023 年有 13 位官员认为应加息;<br>3、鲍威尔: 点阵图对未来利率走势的预测并不是很好。                                                       | 6 月议息会议:<br>1、二季度加快购债速度;<br>2、通胀仍然低迷, 欧元区 5 月 HICP 同比增长 2%, 拉加德表示美国通胀对欧元区的溢出效应有限;<br>3、讨论退出 PEPP 为时尚早           | 6 月议息会议按兵不动<br>1、每年按需购买 ETF 和 J-REIT, 上限为 12 万亿日元;<br>2、每年按需购买企业债和商业票据, 上限为 20 万亿日元;<br>3、收益率曲线控制政策, 通过无限限制购买国债将 10Y 国债利率维持在正负 0.25% 范围内 |
| 财政<br>政策 | 关键词  | 1、为期 10 年的 2.35 万亿基建计划 (近期将为 1.7 万亿 但未公布详情)<br>2、加税计划                                                                                                                                                      | 7500 亿欧元的欧洲复苏计划取得重大进展                                                                                           | 疫情以来公布三轮共 307.8 万亿支出计划 (额外财政预算+财政支出计划)                                                                                                   |
|          | 具体内容 | 2.35 万亿基建计划 (最初公布版):<br>1、交通运输系统 6710 亿;<br>2、水电网络建设 3110 亿;<br>3、住房和配套措施 3780 亿;<br>4、振兴制造业 5800 亿;<br>加税计划:<br>1、企业所得税税率从 21%提高至 28%<br>2、提高最高档个人所得税 (37%至 39.6%)<br>3、资本利得税 (100 万美元收入以上人群, 20%到 39.6%) | 各国获得 3125 亿欧元拨款和 3600 亿欧元贷款:<br>至少 37%的开支用于支持气候目标的投资;<br>20%的开支用于数字转型。<br><br>清洁能源、建筑业、充电桩、高速宽带、数字化、教育等行业均将加大投资 | 第三轮刺激 (2020/12/8), 实际支出 19.2 万亿日元, 主要用于补足企业和居民, 抗疫。                                                                                      |

数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 1： 主要央行资产负债表

单位：亿美元



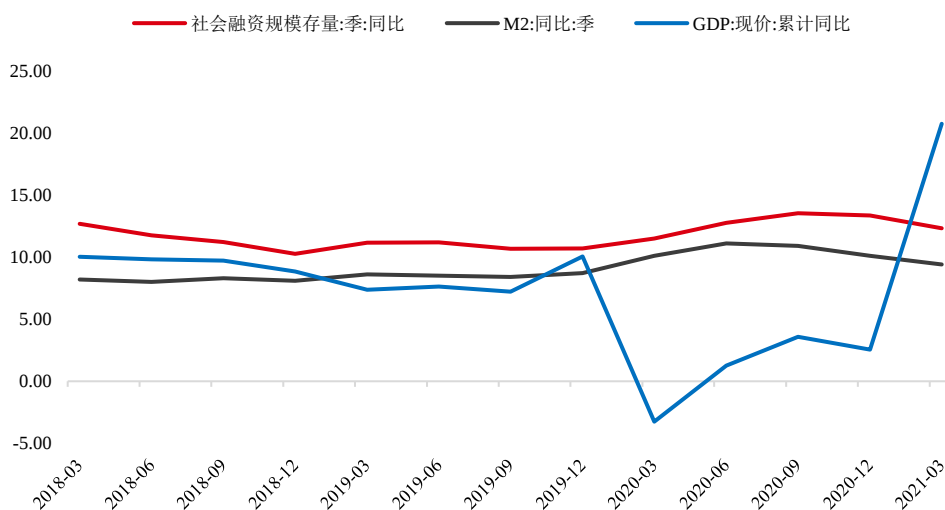
数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 1.2 下半年中国货币政策逐步正常化，但积极的财政政策有望再度发力托底

稳定宏观杠杆率是未来一段时间内我国货币政策的核心任务，具体举措就是要保持社融、M2 与名义 GDP 增速相匹配。我们认为，全年名义 GDP 增速预计在 11% 左右，按此匹配社融与 M2，未来货币政策大概率趋于正常化，其更多体现在结构性“紧信用”而不是直接加息。根据我们的观测，本轮债务周期已于一季度见顶并确认下行，下半年房地产、僵尸和不良企业、甚至国企城投端定向紧信用的力度或将加大。

图 2： 社融、M2 与名义 GDP 增速的关系密切

单位：%

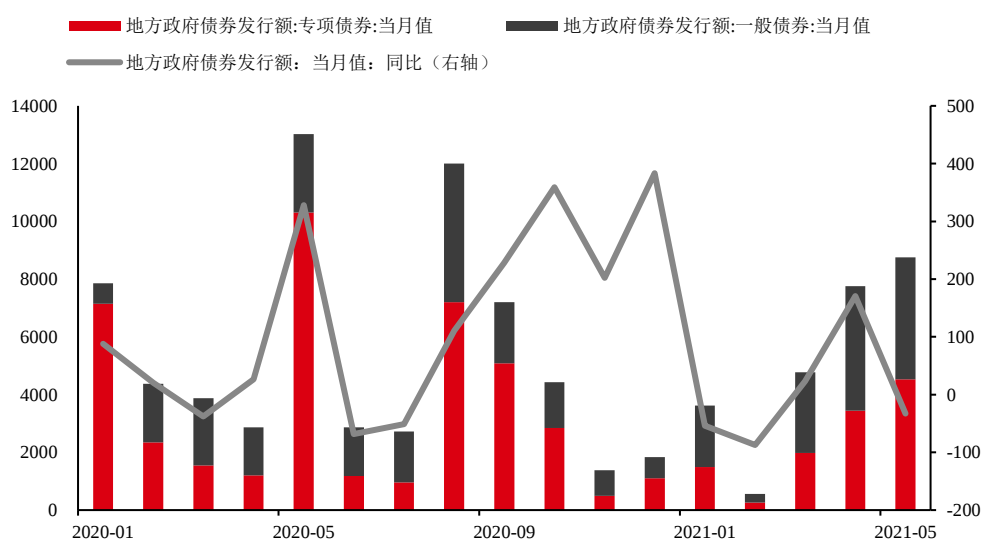


数据来源：Wind 华泰期货研究院

为防止经济短期过热，上半年国内财政政策较为收敛，但相较正常年份相比(除 2020)，仍延续了适度宽财政的路径。财政部数据显示，2021 年 1-5 月，全国发行地方政府债券 25463 亿元，近为 2020 年同期的 55%，接近 2019 年同期水平。但是，1-5 月专项债发行远不及去年同期，且专项债占政府债发行总量的比例较低；此外，5 月城投债净融资为负。6 月 7 日财政部部长刘昆表示，2021 年适当放宽专项债券发行时间限制，合理把握发行节奏，提高债券资金使用绩效，由此可见，短期内政府强力财政支出意愿不强。

图 3： 地方政府债发行规模落后于往年季节性

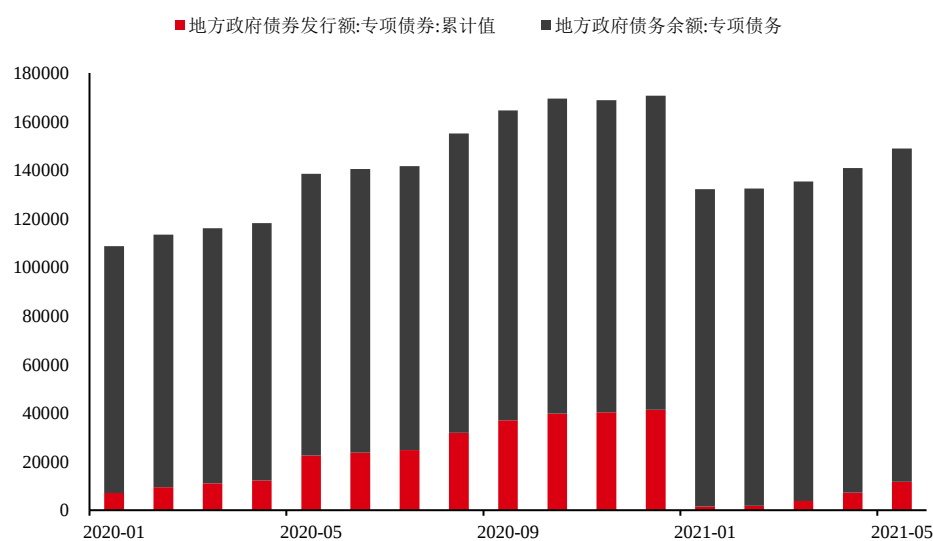
单位：亿元，%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4： 地方政府专项债占比较低

单位：亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

但是，我们认为，由于下半年经济下行压力陡增（具体下文阐述），专项债发行节奏有望再加速。我们预计，2021 年全年地方政府合计新增债务近 4 万亿，仍将有力稳定下半年基建投资。此外，根据我们的测算，2021 年全年中央和地方财政坐拥 10.7 万亿债务总限额空间，弹药充裕足以应对突发性重大风险事件。

图 5： 政府财政空间评估测算表

单位：亿元

| 单位：亿元           | 中央政府债务新增 | 地方政府债务新增 | 中央政府债务余额 | 地方政府债务余额 | 中央限额   | 地方限额   |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|--------|--------|
| 2014年末          |          |          | 95655    | 154074   | 100708 |        |
| 2015年末          |          |          | 106600   | 147568   | 111908 | 160074 |
| 2016年末          | 13467    | 5989     | 120067   | 153558   | 125908 | 171874 |
| 2017年末          | 14703    | 11542    | 134770   | 165100   | 141408 | 188174 |
| 2018年末          | 14837    | 18762    | 149607   | 183862   | 156908 | 209974 |
| 2019年末          | 18431    | 29210    | 168038   | 213072   | 175208 | 240774 |
| 2020年末          | 40868    | 43543    | 208906   | 256615   | 213008 | 288073 |
| 2021年末<br>合理使用F | 21982    | 39554    | 230888   | 296169   | 240508 | 332774 |
| 2021年末<br>限额打满F | 31602    | 76159    | 240508   | 332774   | 240508 | 332774 |

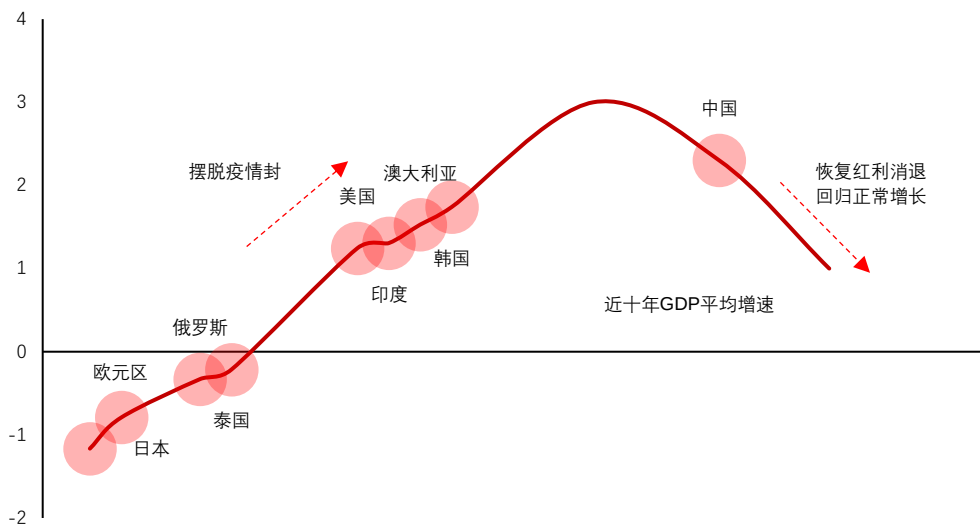
数据来源：Wind 华泰期货研究院

### 1.3 下半年内外经济节奏分化显著：欧美复苏延续 VS 国内“类滞胀”

由于各国货币、财政宽松和疫情防控节奏均存在差异，我们从二季度全球主要国家实际 GDP 增速趋势中，可以明显看出当下各国经济已经走上了分化的道路。其中，中国的进程最快，甚至已经出现了见顶回落的趋势，目前主要依靠出口强韧性支撑；而美国和澳大利亚恢复相对居中，其消费和制造领域仍存在一定恢复空间；日本和欧元区恢复最为滞后，欧元区在消费和财政政策上仍有明显的发力空间。

展望下半年，我们认为内外经济节奏将出现显著的分化，即欧美复苏延续而国内经济陷入“类滞胀”，在没有逆周期调控政策的干预之下，或国内或将继续滑落至小幅衰退路径。

图 6: 疫情冲击下各国经济的恢复程度(二季度实际 GDP/10 年平均实际 GDP, 1 为近十年平均增速, 横坐标对应疫情所造成的影响) 单位: 倍



数据来源: Wind 华泰期货研究院

### 1.3.1 三季度欧美经济仍将延续复苏趋势, 四季度或将阶段性见顶

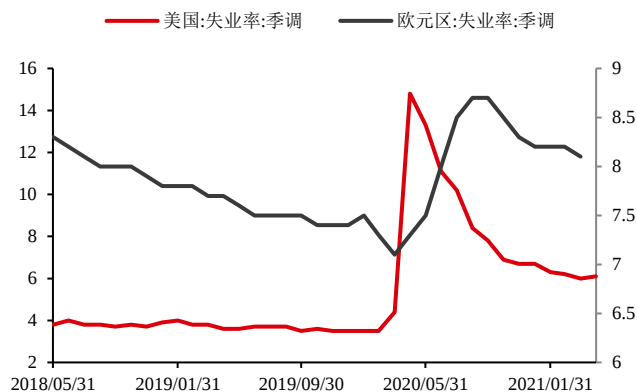
**三季度欧美经济将延续复苏态势, 四季度要看基建投资力度。**我们认为疫情以来, 美国的经济修复路径为商品消费-设备投资-服务消费-基建投资。2020 年中以来, 我们相继看到下游消费恢复, 以及美国的持续补库存, 而在实现全面疫苗接种后, 欧美将迎来疫情限制政策的全面放开, 届时三季度有望迎来服务消费的回补, 并拉动全球经济的进一步走强, 但与此同时, 全球疫苗接种推进也意味着供需缺口的进一步收拢; 到了四季度服务消费、补库存乃至供需缺口等利好因子基本到了阶段顶部, 以基建投资为主的财政政策则决定了四季度欧美经济的增长动力。

**群体免疫后的全面放开, 有望带动消费进一步改善。**从各国疫苗接种情况来看, 6 月 21 日美国每百人接种剂量达到 95%, 德国、西班牙、意大利、法国依次占比 80%、77.7%、77%、71.6%。可以看到美国到二季度末基本能够实现居民疫苗覆盖, 而欧盟要到二季度末能够覆盖 70% 的居民, 到三季度末实现完全覆盖。我们可以看到, 疫苗的大量接种有效的制约了疫情的传播, 目前主流疫苗仍对当前变种病毒有较好的防护作用, 根据我们的推测, 到今年底全球基本可以实现群体免疫的目标。

**欧美商品消费和服务消费正在全面复兴。**首先是欧盟和美国的失业率仍未恢复至疫情前水平, 最新的失业率数据显示, 美国和欧盟分别为 5.8% 和 8%, 对应 2019 年 11 月失业率是 3.5% 和 7.4%; 其次, 从道路拥挤度数据来看, 以 2019 年均值为 100% 作为基数, 截至 6 月 16 日北美和欧洲道路拥挤度录得 89% 和 66%, 仍未恢复到疫情前水平。

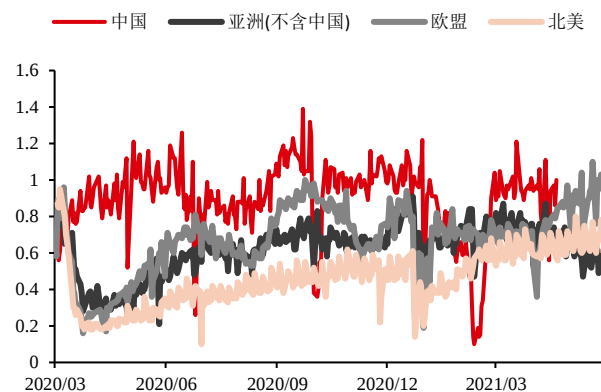
从消费的内部结构来看，服务消费仍有较大增长空间。美国居民目前消费主要集中于商品尤其是耐用品消费，原因在于因为疫情的管控并没有放开，服务消费需求无法得到充分的释放，目前仍有较大增长空间。

图 7: 欧洲和美国的失业率 单位: %



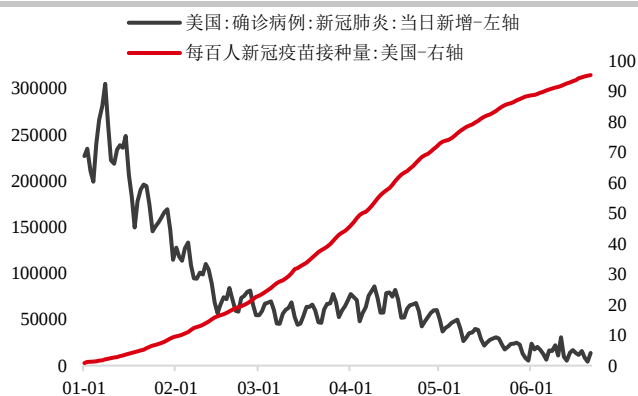
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: 欧洲和北美的交通拥堵指数 单位: %



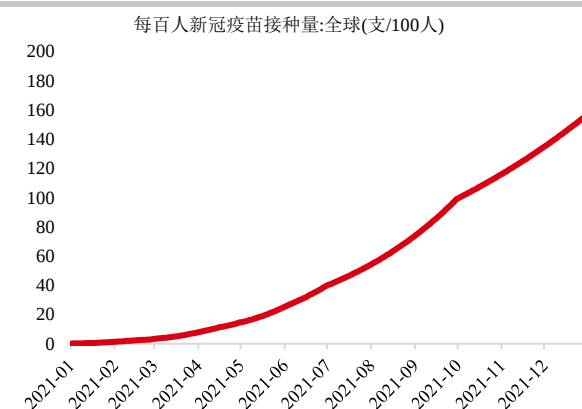
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 美国 Q2 疫情基本受控 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 年底全球接种量接近 155 支/百人 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 美国消费支出

单位: %

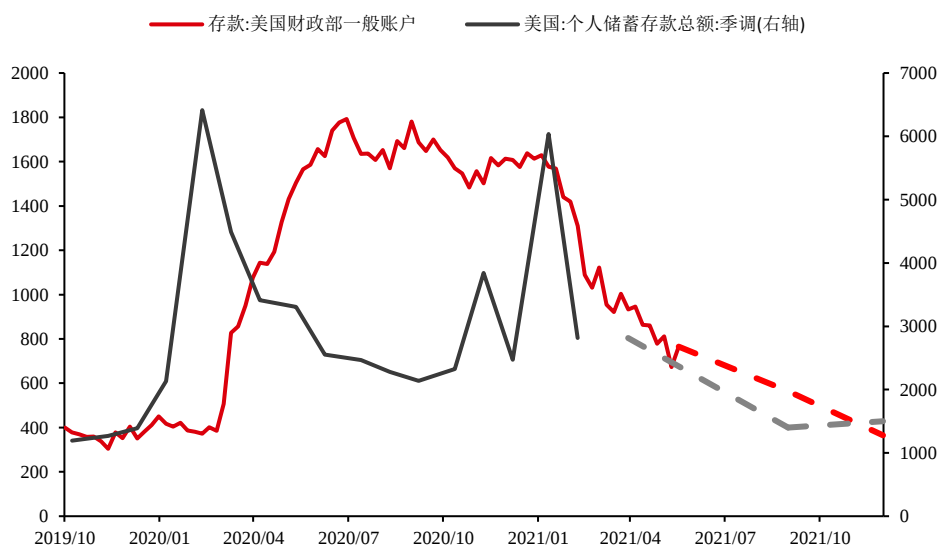


数据来源: Wind 华泰期货研究院

欧美的居民和政府部门存款也支持终端需求进一步改善。在政府抗疫政策补贴下,欧美政府和居民部门较疫情前仍有较大增长;以2019年11月作为疫情前的基准相比较,2021年6月11日欧洲政府在央行的存款账户余额增加了3350亿欧元,2021年4月美国个人储蓄总额增加1.6万亿美元,而2021年6月16日美国财政部在央行的存款余额多增3869亿美元。随着疫情防控政策逐步退出,以及政府积极财政政策的落实,疫情以来欧盟的居民和政府部门新增存款将转化为消费,有望拉动终端需求进一步改善。

图 12: 疫情后美国居民和政府部门支出仍有较大增长潜力

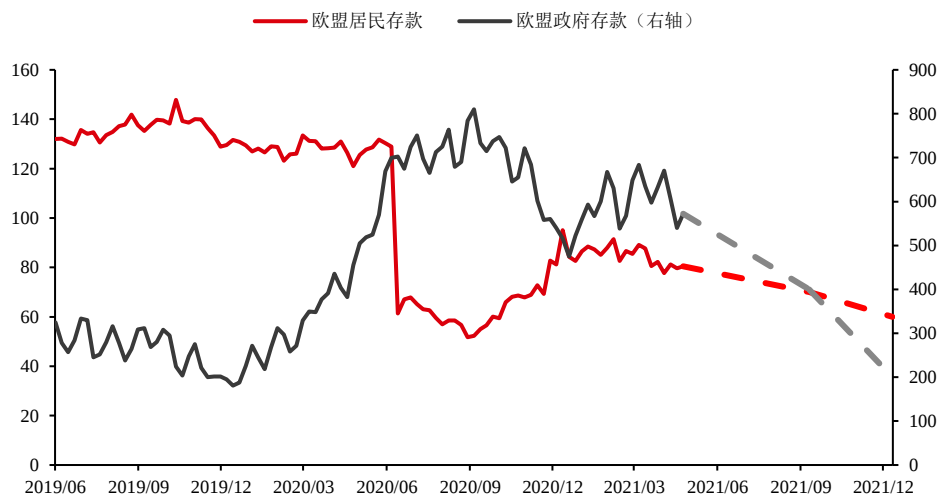
单位: 十亿美元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 疫情后欧盟政府部门支出仍有较大增长潜力

单位: 十亿欧元

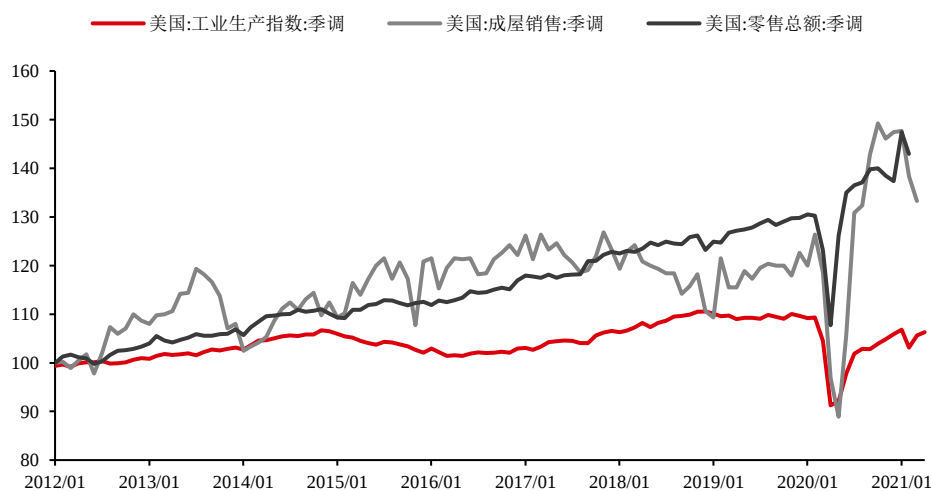


数据来源: Wind 华泰期货研究院

后续美国供需缺口有望进一步收窄。年初以来的岗位空缺扩大、新兴市场疫情乃至运力紧张是造成供需缺口扩大的主要原因，而该因素也会随着全面免疫而得到持续改善。从整体供需来看，以 2012 年 1 月为基数，我们可以明显看到美国的工业生产和零售总额间的差额迅速扩大，两者间的指数差（零售总额-生产）从 2019 年 11 月 19 迅速扩大，我们认为造成供需缺口有两个重要原因，1、供应受限，印度、巴西、智利、秘鲁等重要原材料供应国目前仍受疫情困扰；2、运力紧张和贸易限制，受疫情限制和运力紧张影响，原材料从供应地区向需求地区运输也受到较大影响。随着三季度末实现群体免疫，供需缺口将逐渐扭转。

图 14: 美国供需缺口仍较大（基期=2012 年 1 月）

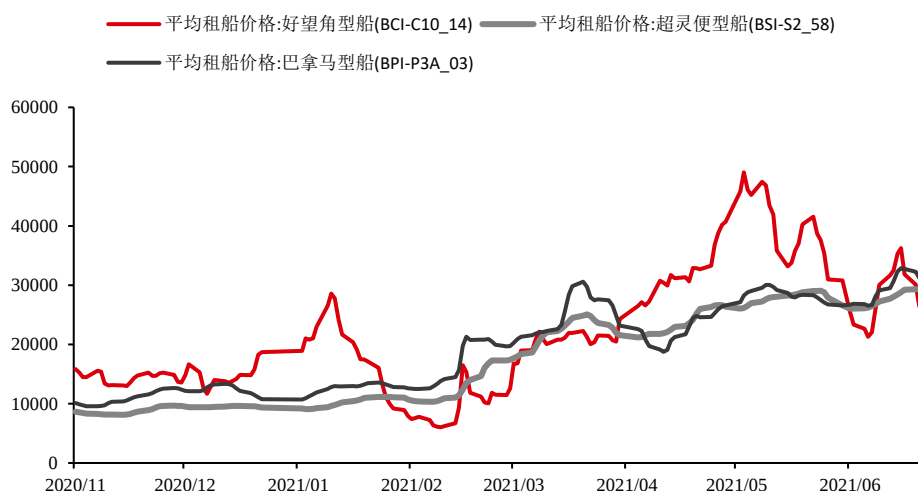
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 运力紧张的局面将逐渐缓解

单位: 美元/天



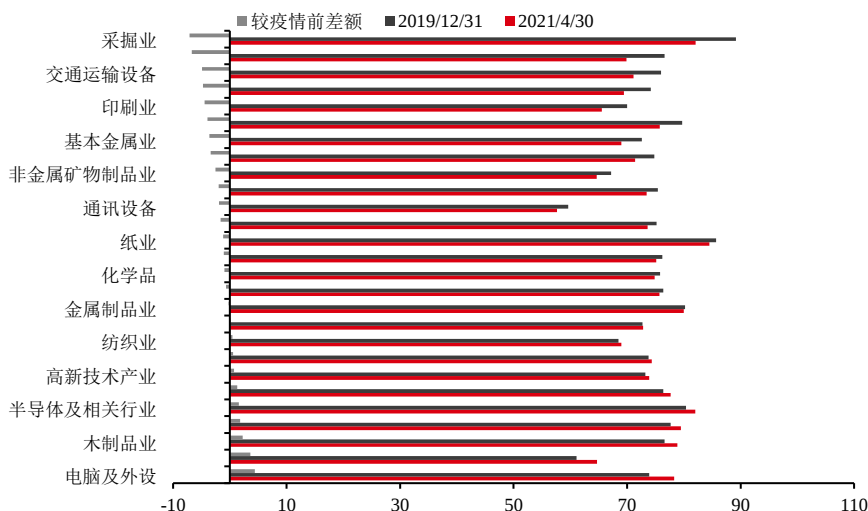
数据来源: Wind 华泰期货研究院

供需缺口进一步拆分也存在两种情况，一种是上游供给短缺造成下游无法生产，汽车行业是典型代表，由于芯片等半导体的供应不足导致今年以来汽车行业产能无法提升。另一种是需求过于强劲，使得产能利用率快速回升，上游供应不足以弥补缺口，以钢铁行业为例，今年以来全球铁矿石需求快速上升，尽管我国进口大增但也难以弥补缺口。

目前来看，美国上游供应恢复相对较慢，而下游产能利用率已经基本恢复到疫情前的水平，并且在当前各国环保政策的限制下，下游产成品产能存在上升瓶颈。从上文分析来看，我们认为三季度是处于供需双增的阶段，原油和有色产业链受益相对明显，而到了四季度则需要观察需求端能否进一步改善。

图 16: 美国供需缺口也存在于上下游结构中（分行业产能利用率）

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 17: 美国上下游的产能利用率情况 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: 上下游产能利用率和物价对比 单位: %

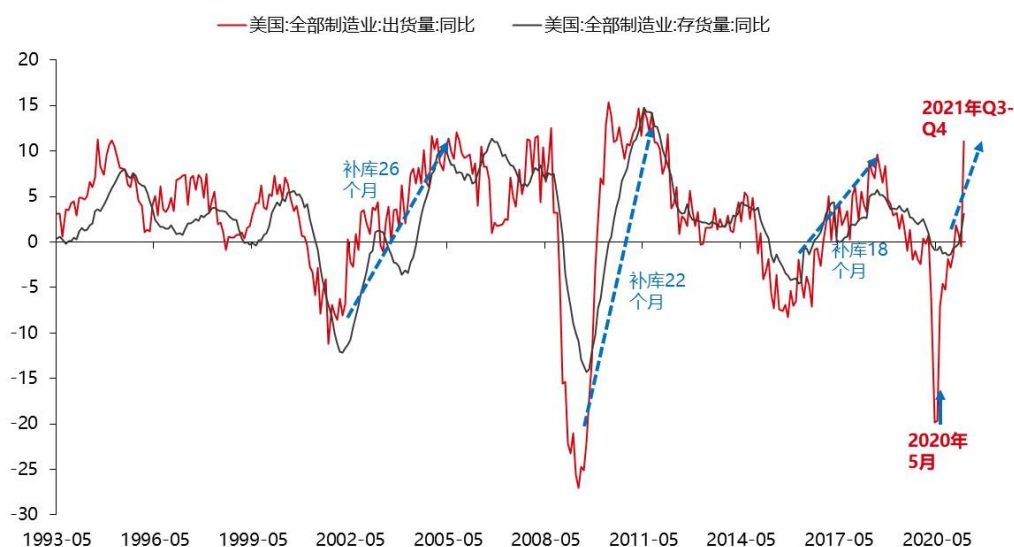


数据来源: Wind 华泰期货研究院

值得我们警惕的是,美国库存周期指向其经济或在四季度见顶,后期需关注美国基建计划何时落地以对冲下行压力。从美国库存周期来看,近3轮美国补库均不短于18个月,而本轮美国的补库周期开始于2020年5月,从库存周期的经验来推算至少将延续至今年四季度末;原材料供应底部需要看原材料供应国的疫情以及全球疫苗接种进展,时间上难以给出准确判断,而全球航运指数或许可以作为重要的跟踪信号;终端需求的顶部预计最晚出现,除了当前欧美劳动市场复苏进程放缓外,拜登的1.7万亿基建计划以及欧盟的7500亿欧元刺激也有望拉动需求。

图 19: 美国库存周期

单位: %



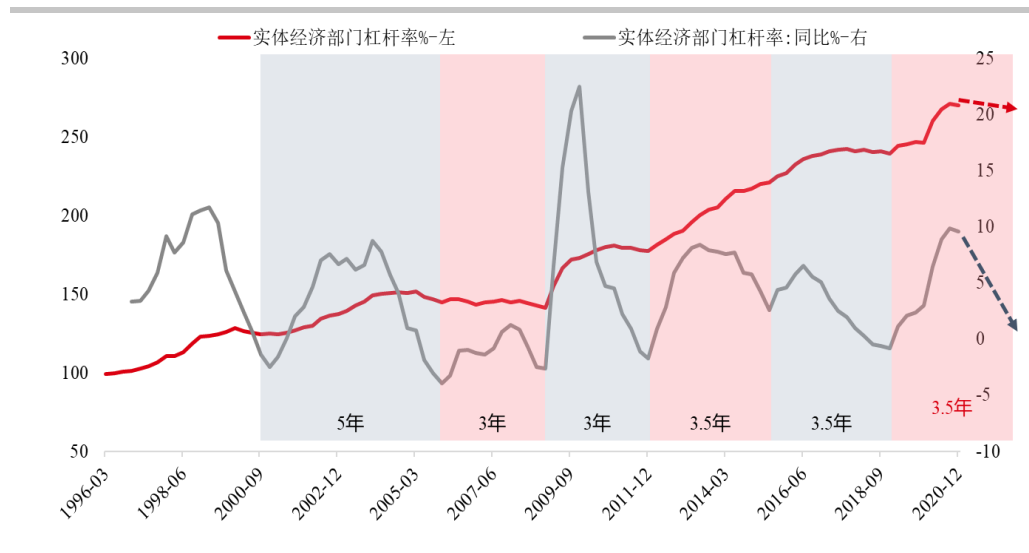
数据来源: Wind 华泰期货研究院

### 1.3.2 三季度国内经济延续“类滞胀”格局，四季度若无逆周期刺激政策或陷入小幅衰退

我们认为，二季度国内经济已基本确认见顶。首先是信贷指标早于 2021 年 2 月见顶，在“保持宏观杠杆率以稳为主”的指引下，央行通过降低基础货币投放、限制资金违规流入地产市场、压降基建专项债支出等调控手段为信贷降温，社会融资存量和银行信贷余额等领先指标见顶指向后续经济增速将逐渐放缓。当前国内债务规模较大并且利息成本居高不下，政府在抑制债务泡沫不允许其再扩大，因此，我们看到本轮债务周期的顶部也已经基本确认，与债务高度相关的宏观杠杆率增速拐点已经在一季度末出现，根据以往经验，债务周期下行阶段至少要延续一年半以上。

图 20： 国内债务周期见顶回落

单位：%



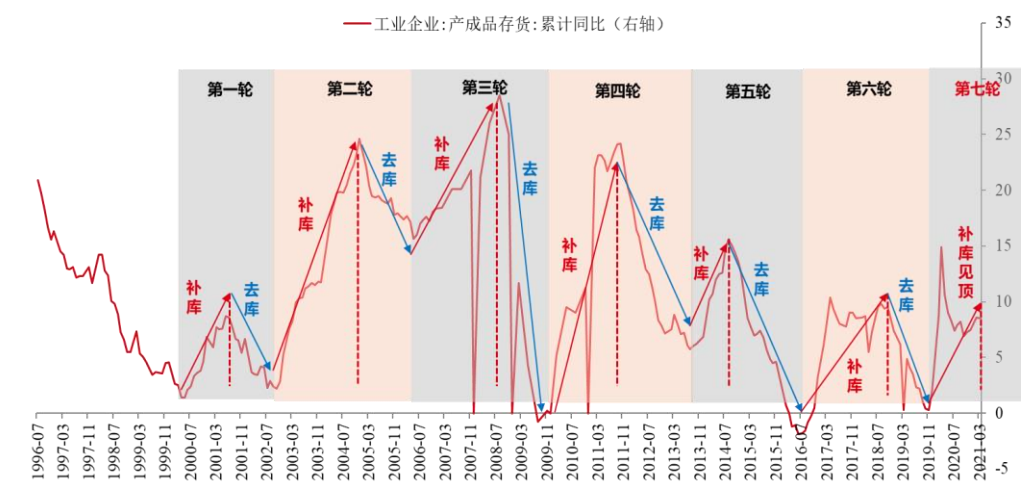
数据来源：Wind 华泰期货研究院

其次是构成国内经济的三驾马车也确立见顶回落，出口、消费、投资三驾马车的累积同比增速均见顶回落显示后续经济已经进入下行趋势。在消费相对疲弱、投资下行确认的境况下，支撑国内经济韧性的出口的后续表现最为关键，根据我们的出口预测模型，三季度末出口周期大概率也将确认顶部。此外，随着后续欧美工业生产逐步恢复，以及东南亚各国逐步走出疫情泥潭，我国的出口替代效应将被一定程度削弱。

第三是国内补库周期也已近于尾声。我们对历史上七轮库存周期进行了回溯，按照平均时间估测，同时结合我们的货币-信贷-库存周期传导模型验证，发现本轮补库过程大概率延续至二季度末结束。

图 21： 第七轮补库周期已近于尾声

单位：%

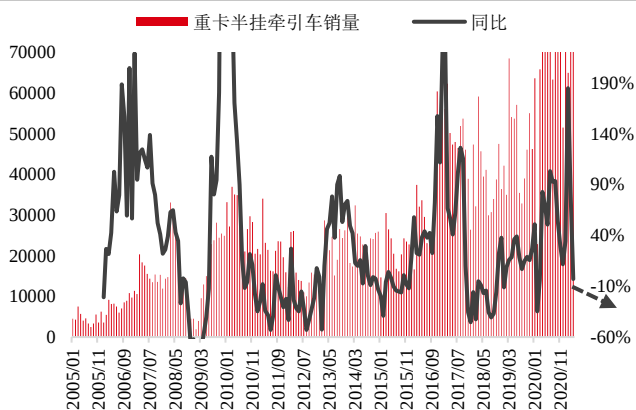


数据来源：Wind 华泰期货研究院

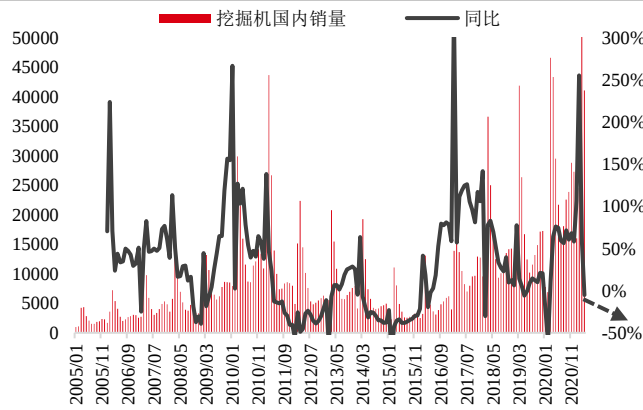
此外，我们从反映全国物流景气度的重卡牵引车以及反映全国上游采矿和下游建设的挖掘机销量增速在4月份双双转负，也进一步印证周期经济已经见顶回落。此外，根据我们调研，5-6月数据不容乐观、继续下行。

图 22： 4月重卡牵引车销量增速转负 单位：%

图 23： 4月挖掘机销量增速转负 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院



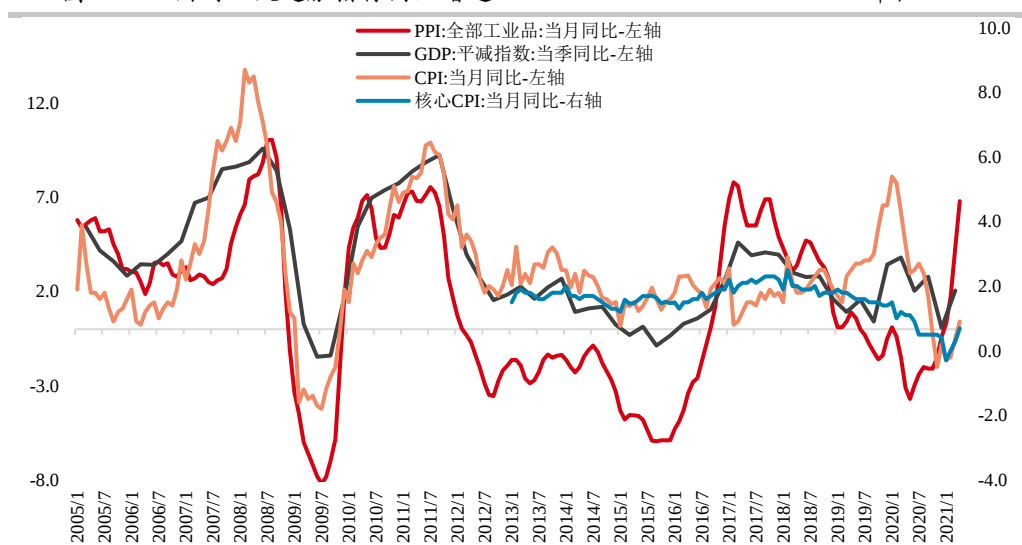
数据来源：Wind 华泰期货研究院

当前国内经济已陷入工业品结构性“类滞胀”，该经济情境大概率延续至三季度。那么首先我们要了解一下什么是“滞胀”经济环境。“滞胀”全称为停滞性通货膨胀，在宏观经济学中，特指经济停滞与高通货膨胀并存的情境，该时段下往往伴随企业产能利用不足、居民部分失业、物价偏高的经济现象。简单的说就是指物价上升，但经济停滞不前，它是通货膨胀长期发展的结果。

我们先筛选合理的通胀指标，国内常用的通胀指标主要有 GDP 平减指数、CPI、核心 CPI 和 PPI 四大指标。由于 PPI 工业生产者出厂价格指数，能够反映一定时期内全部工业产品第一次出售时的出厂价格总水平的变动趋势和变动幅度的相对数。2005 年以来，PPI 一直具有显著的周期性，波动率较高，由于我国经济结构以工业周期经济为支柱，因此，我们选取 PPI 这个月度通胀指标进行分析。

图 24： 国内四大通胀指标同比增速

单位：%

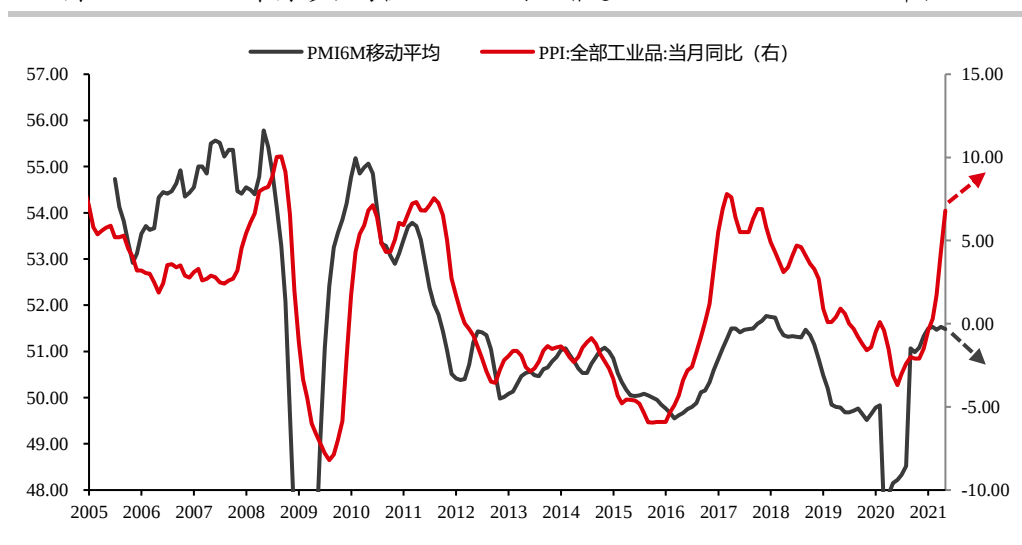


数据来源：Wind 华泰期货研究院

然后我们选取工业周期经济的两大月度核心指标“PMI”和“克强指数”，与 PPI 进行拟合后发现，二者均指向当前宏观情境处于结构性“类滞胀”阶段。

图 25： PMI 6 个月移动均值 VS PPI 同比增速

单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 26: 克强指数 VS PPI 同比增速

单位: %

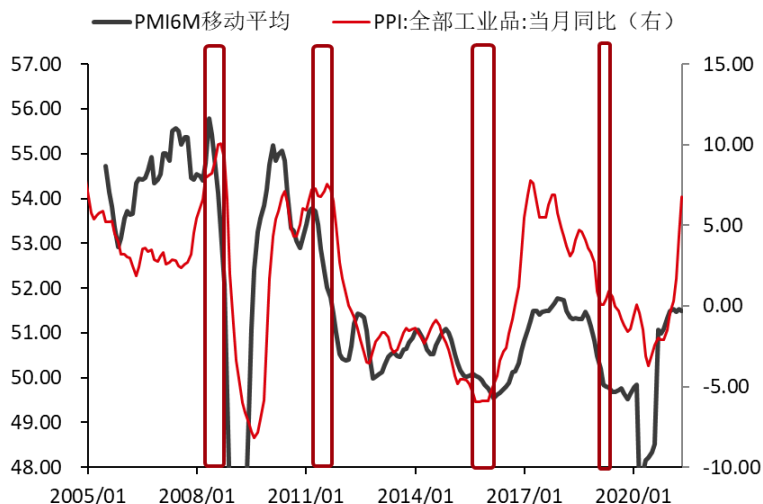


数据来源: Wind 华泰期货研究院

我们对历史上处于经济增速下滑且物价处于高位的时间区间进行统计, 2008 年 4 月-8 月、2011 年 3 月-8 月、2015 年 9 月-2016 年 1 月以及 2018 年 4 月-2018 年 9 月均处于上述宏观情境。2021 年 3 月至今, 为第五轮类滞胀阶段, 我们研究发现, 以往四轮类滞胀持续时间为 5-6 个月, 按此推导, 本轮类滞胀或将延续至 7-8 月份。

图 27: 国内类滞胀时段下的 PMI vs PPI 同比

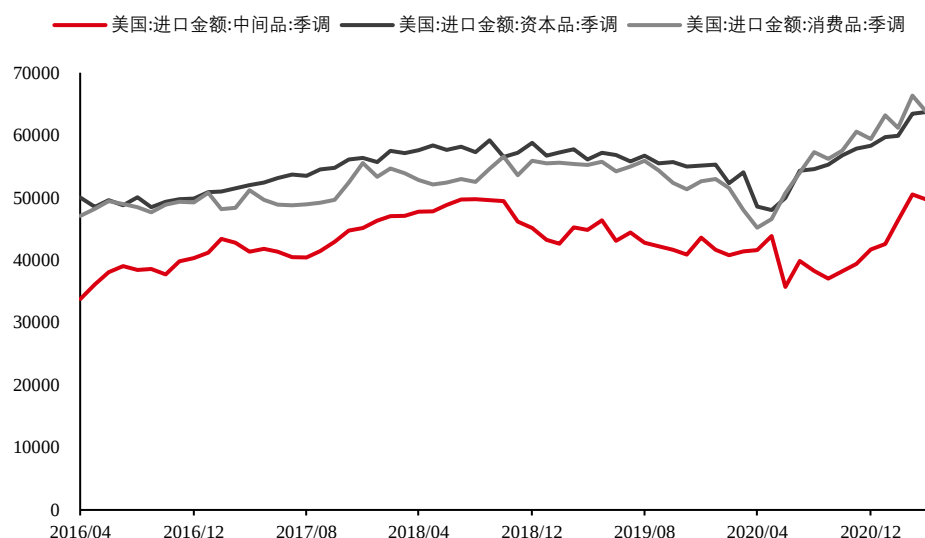
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

展望四季度, 国内出口产业链面临走弱风险, 加之地产周期将进一步走弱, 倘若没有强有力的逆周期刺激政策托底投资和消费, 四季度或将面临小幅衰退的风险, 但是经济断崖风险很低。

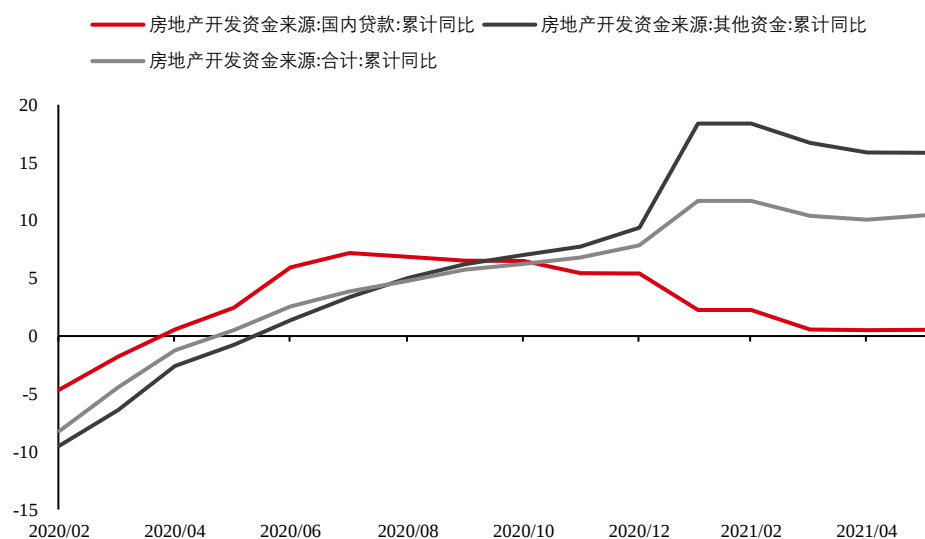
图 28: 随着本土工业生产复苏, 美国进口逐渐向上游靠拢 单位: 百万美元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 29: 房地产开发资金来源

单位: %



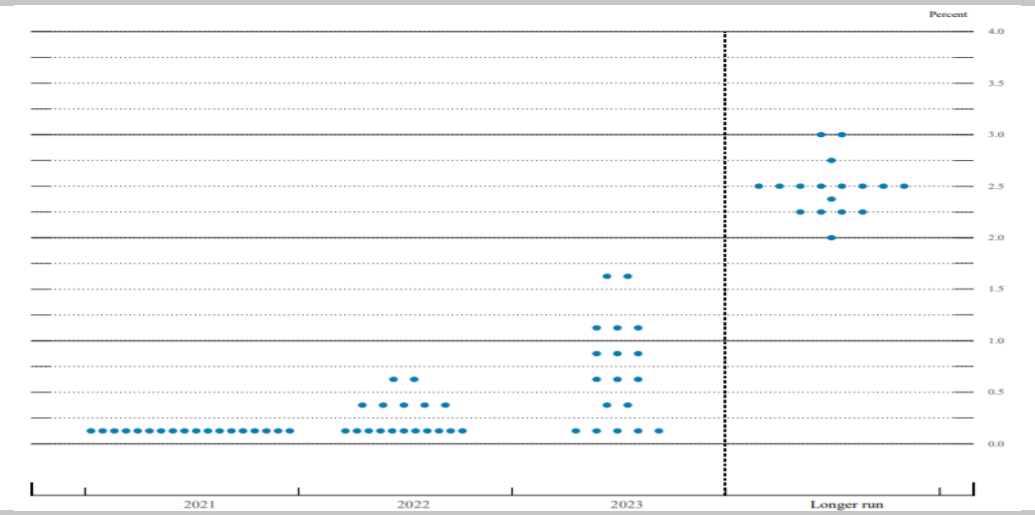
数据来源: Wind 华泰期货研究院

#### 1.4 美联储 Taper 节奏是全球市场核心焦点, 下半年美国长端利率有望继续走强

我们注意到在美联储 6 月议息会议上已经透露出一定鹰派信号: 美联储承认近期通胀上涨超出预期, 并且表示已经开始讨论考虑 Taper 计划; 利率点阵图大幅前移, 18 位官员中, 有 13 人支持 2023 年底前至少加息一次, 较 3 月增加 6 位, 7 名官员支持明年加息, 较 3 月增加 3 位, 而我们目前所跟踪的美联储鹰派票委图中仅跟踪到 5 名鹰派发言的委员。18 个

FOMC 会议参与者给出的 2023 年联邦基金利率水平的中位数为 0.625%，较当前高出 0.5%，隐含两次加息。

图 30： 美联储最新更新的点阵图 单位：无



数据来源：Wind 华泰期货研究院

表2: 美联储官员 2021 最新鹰鸽分布表 (截至 2021/6/24) <sup>1</sup> 单位: %

| 姓名       | 职位         | 投票权    | 发言时间      | 言论内容                                                                                                                                                                                                                  | 鹰鸽程度 |
|----------|------------|--------|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 拉斐尔·博斯普克 | 亚特兰大联储主席   | 2021票委 | 2021/6/23 | 预计美联储可能将在未来几个月决定放缓资产购买, 同时他赞成在2022年开始加息, 预计美联储将在2023年加息两次。预计今年通胀为3.4%。                                                                                                                                                | 🐦🐦   |
| 罗伯特·卡普兰  | 达拉斯联储主席    | 2023票委 | 2021/6/23 | “随着美国经济取得实质性进一步进展, 我认为这比人们预期的更早。我认为从风险管理角度, 如果我们开始调整对国债和抵押贷款证券的购买, 情况会更好。”随着今年两年通胀超过美联储设定的2%目标以及失业率低于4%, 他预计美联储将在2022年首次加息。                                                                                           | 🐦🐦   |
| 詹姆斯·布拉德  | 圣路易斯联储主席   | 2022票委 | 2021/6/18 | 面对蓬勃发展的经济和不断上升的通胀风险, 美联储必须保持“灵活性”, 并强调自今年年初以来, 美联储的政策已经略微偏向鹰派。他预计2021年通货膨胀率将达到3%, 因此有必要在2022年底前加息, 并表示美联储需要召开几次会议以确定如何削减刺激措施。                                                                                         | 🐦🐦   |
| 帕特里克·哈克  | 费城联储主席     | 2023票委 | 2021/6/2  | “我们认为我们应在适当时候缓慢、谨慎地减小债券购买规模, 等时机到了, 这就是我们需要开始讨论的事情。在考虑负利率之前有很高的门槛。”                                                                                                                                                   | 🐦🐦   |
| 理查德·克拉里达 | 美联储副主席     | 永久投票权  | 2021/5/25 | 美联储认为, 随着经济重新开放, 目前的价格上涨将自行缓解, 但“如果这些压力持续更久, 并将我们的价格稳定使命置于风险之中, 我们将认识到这一点, 通过我们的沟通和工具, 我认为我们将能够抵消这一点, 这将有利于维持经济复苏。”“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。”                                                   | 🐦    |
| 玛丽·戴利    | 旧金山联储主席    | 2021票委 | 2021/6/23 | 看好美国经济, 预计势头相当强劲。开始讨论何时降低资产购买速度是合适的。今年晚些时候, 明年初可能会达到缩减购债的“实质性进一步进展”门槛。                                                                                                                                                | 🐦    |
| 埃斯特·乔治   | 堪萨斯联储主席    | 2022票委 | 2021/5/24 | 在某个时刻, 美联储将需要面对何时缩减购买规模的问题。乔治告诫不要在疫情大流行时代采取“僵化”的货币政策方法, 这一时代可能会有与过去几年不同的通货膨胀和就业动态, 并影响美联储目前的政策框架。                                                                                                                     | 🐦    |
| 托马斯·巴尔金  | 里士满联储主席    | 2021票委 | 2021/5/21 | 里士满联储主席巴尔金也提出了类似观点, 他表示, 自1月以来, 美国经济取得了进展吗?答案是肯定的。他说, 经济反弹让美联储朝改变政策路线的门槛取得实质性进一步进展更近了一步。                                                                                                                              | 🐦    |
| 莱尔·布雷纳德  | 美联储理事      | 永久投票权  | 2021/6/1  | 如果通胀出现实质性波动, 或持续在2%以上, 美联储有工具和引导其回落。                                                                                                                                                                                  | 🐦    |
| 迈克尔·鲍曼   | 美联储理事      | 永久投票权  | 2021/6/23 | 经济可能会超过疫情前的峰值。通胀已经上升, 并可能进一步上升。供应链瓶颈可能需要一段时间才能缓解。随着供应链问题的解决, 价格上涨的压力可能会减轻。将继续密切关注形势, 并根据需要调整我的展望。                                                                                                                     | 🐦    |
| 埃里克·罗斯格伦 | 波士顿联储主席    | 2022票委 | 2021/6/23 | 经济正强劲复苏; 疫苗接种速度比预想中要快; 经济正接近充分就业水平; 预计明年通胀将略高于2%; 与通胀相关的风险非常突出。金融市场并不认为通胀将会持续高位运行。预计大多数物价上涨现象将在2022年反转。美联储不会因为通胀担忧就先发制人地加息, 而是会等待出现实际的通胀再行动; 推升通胀因素比联储之前预计的影响大, 但会随时间推移消减; 1970年代恶性通胀重演的可能性极低; 必要时, 联储准备动用工具引导通胀降至目标。 | 🐦    |
| 杰罗姆·鲍威尔  | 美联储主席      | 永久投票权  | 2021/6/23 | 预计今年的经济增长率在6%到7%之间; 通胀预期有所上升, 但尚未达到令人担忧的水平。美联储应该有有条不紊地缩减购债规模, 并与公众沟通, 以避免意外。                                                                                                                                          | 🐦🐦   |
| 洛雷塔·梅斯特  | 克利夫兰联储主席   | 2022票委 | 2021/6/23 | 预计今年美国GDP增速为7%, 失业率在4.5%左右, 明年的GDP增速可能在3%-3.5%之间; 近期通胀急剧上升是暂时的, 预计今年通胀率约为3.5%, 明年会下降至约2%; 缩债时机将取决于数据的变化, 美联储正在研究全套数据, 并将考虑到经济的不确定性。                                                                                   | 🐦🐦   |
| 约翰·威廉姆斯  | 纽约联储主席     | 永久投票权  | 2021/6/23 | “我在季度经济预测摘要的预测范围内仍然没有加息, 因为我们需要时间才能真正实现最大就业, 而且我相信这些较高的通胀将是过渡性的。至少到2023年都反对美联储加息。”                                                                                                                                    | 🐦🐦   |
| 尼尔·卡什卡利  | 明尼阿波利斯联储主席 | 2023票委 | 2021/6/19 | “高通胀很可能是暂时的, 我们的问题是高通胀持续的时间是否足以影响通胀预期。如果我们看到通胀预期开始改变, 美联储行动的事实将有助于锚定预期。”他同时称: “我们可能是错的, 但我们有应对的工具, 所以正确的风险管理方法就是我们现在的做法。”                                                                                             | 🐦🐦   |
| 兰德尔·夸尔斯  | 美联储理事      | 永久投票权  | 2021/6/1  | 在通胀长期高于目标之前, 美联储不会加息。如果每个月都看到4%的通货膨胀率, 会非常担心。美联储对通胀的反应不会和过去一样。                                                                                                                                                        | 🐦🐦   |
| 克里斯托弗·沃勒 | 美联储理事      | 永久投票权  | 2021/5/14 | “我无论如何都不急于讨论缩减QE。”让通胀持续达到2%比很多人想象的难度大, 美国发生通胀失控的风险很小。对于有关用工短缺的报道, 他回应称, 在这方面不是很适合用“过热”这个词评价, “我不担心失业率降得太低”。对于经济前景, 他说有很多理由对经济会走强更有信心。                                                                                 | 🐦🐦   |
| 查尔斯·埃文斯  | 芝加哥联储主席    | 2021票委 | 2021/5/5  |                                                                                                                                                                                                                       | 🐦🐦   |

数据来源: 华泰期货研究院根据公开信息整理

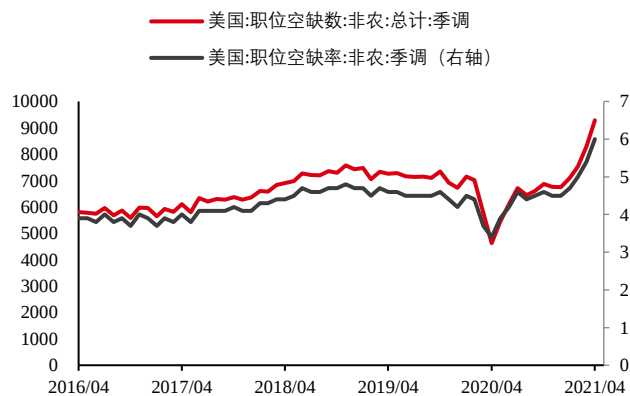
美联储主席鲍威尔在近几次议息会议中一直强调 Taper 的触发因素, 表示美联储只需在双重目标 (就业最大化与通胀目标) 取得实质性进展时即会 Taper。通胀方面, 美国 5 月 CPI 同比增长 5%, 高于市场预期的 4.7%, 并创 2008 年 8 月以来最大涨幅; 核心 CPI 同比增长 3.8%, 高于市场预期的 3.5%, CPI 数据连续第二个月超预期上行。此外, 大宗商品价格 2021 年之后继续大幅抬升, 目前 CRB 综合指数较年初大幅上涨超 50%, 快速上涨的商品价格抬升市场通胀预期, 美国 CPI 以及核心 CPI 数据明显超过美联储设定的平均 2% 的目标, 密歇根大学以及纽约联储银行调查的未来一年的通胀预期结果再度刷新阶段新高。通胀目标目前已经达到触发 taper 的条件。

<sup>1</sup> 2021 年票委只有 11 人, 因 1 个美联储理事席位暂空缺

值得重视的是，作为美国货币政策当局的美联储，关心就业更胜过通胀。2020 年美联储修改货币政策框架，从盯住 2% 的通胀目标改为一定时期平均通胀水平为 2%，并允许一定时期内通胀在可控的情况下略微超过 2%。平均通胀目标框架的修改无疑增强了美联储对于通胀的容忍性，事实上，从伯南克掌舵美联储以来，美联储对于就业市场就更加关心。在上一轮退出 QE 的过程中，美联储也在时刻强调着就业市场的恢复。如今的美联储不仅强调就业整体的恢复，鲍威尔甚至强调不同族裔的就业恢复情况。这也意味着，单一的通胀短暂走高较难撼动美联储的宽松政策。

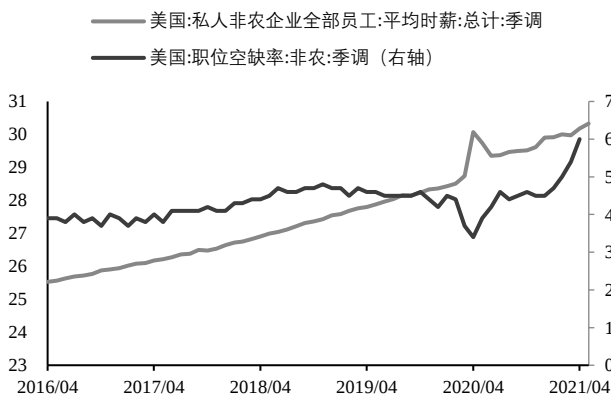
非农数据连续两月不及预期，市场对于 Taper 的担忧迅速降温。美国劳工部公布数据显示，美国 5 月季调后非农就业人口增 55.9 万人，预期增 67.4 万人，前值由增 26.6 万人上修为增 27.8 万人，4 月预期 99.8 万人；5 月失业率为 5.8%，预期为 5.9%，前值为 6.1%；5 月平均每小时工资环比增 0.5%，预期增 0.2%，前值增 0.7%；5 月劳动参与率为 61.6%，预期为 61.8%，前值为 61.7%。可以看到，美联储最关心的非农就业数据连续 2 个月不及预期，因此在 5 月数据公布后美债利率下行，美元走弱，市场对于 Taper 的担忧迅速下降。美联储触发 Taper 的条件，并不是就业一定要恢复到疫情之初，而是需要确认美国经济恢复在坚实的道路，即美联储官员所述“直到通胀和就业取得实质性进展”。可以看到，美国目前面临的是劳动力市场供应短缺，平均时薪持续上涨的用工荒。

图 31: 美国职位空缺率凸显用工荒 单位:千人, %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 32: 美国平均时薪持续上涨 单位: 美元, %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

伴随美国经济持续复苏，后续通胀超预期叠加失业人数逐步减少，下半年美国 taper 预期较强，我们预计 9 月会议开始讨论 Taper，本次会议维持政策不变。目前 5 月非农就业人数与疫情冲击前的 2020 年 2 月非农就业人数相比，缺口仍有 763 万。主要是政府补贴导致居民劳动参与率下降，同时服务业的恢复空间仍较大。近期美国疫苗接种速度下降，日均接种量约为 120 万剂次，远低于高峰时 300 万剂次，主要是由于剩余未接种人群接种意愿较低，这也推后了美国群体免疫实现的时点。美国已有多州宣布将提前终止原本于 9 月 6 日期满

的失业补贴，促进居民返回就业市场，同时夏季到来会促进服务业如休闲酒店业恢复从而促进服务业就业恢复。因此美联储对于连续 2 个月低于市场预期的就业数据，至少也需要 2 个月的就业数据来确认就业市场的改善。同时市场的通胀预期阶段性缓和，也缓和了美联储提前收紧货币政策的压力。这体现在美国各期限实际利率走势平稳，恐慌预期不强。

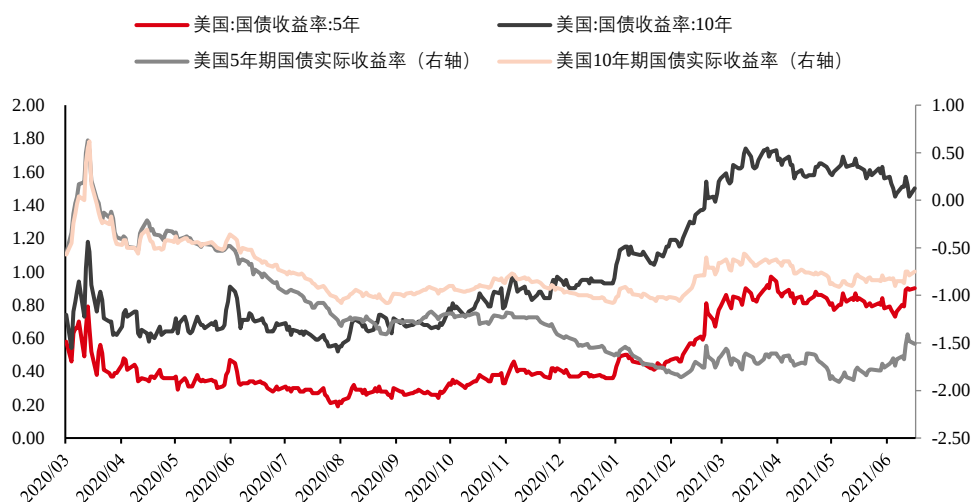
我们预计美联储可能会在 8 月杰克森霍尔央行会议上公布 Taper 信息，并在 9 月议息会议上正式在声明中加入 Taper 讨论的信息，并在年底会议公布 Taper 时间表，真正的减量操作或将在 2022 年一季度开始兑现。

**近期美国联邦基金市场过剩的流动性引发市场广泛关注，我们认为流动性最宽裕的时刻即将过去。**对于短期资金市场而言，TGA 账户余额削减会带来大量的银行体系准备金的增加，因此美国银行间市场的利率持续承压。对于美国银行间市场而言，简单说只有银行可以存在美联储账户上获得准备金的利息。对于货币市场基金，房地美，房利美等大型非银金融机构而言，多余的准备金要么转化为短期的国库券（T-bills），要么转化为美联储的隔夜逆回购操作（Overnight Reverse Repurchase, ON RRP）。由于 2020 年长端利率持续处于低位，美国财政部发行的国债久期大多偏长，亦或者去年发行的短期国库券在一年后到期归还，整个国债市场上存量的短期国库券在下降，对于货币市场基金等机构而言，手里的流动性急需找到另外的安全出口。ON RRP 工具可以理解为非银机构在美联储获得的隔夜利率，相当于美联储回收银行间市场流动性的手段。面对持续的 QE 与 TGA 账户的削减，美国银行间市场准备金持续宽松，叠加上述短期国库券存量下降的背景。2021 年 3 月 17 日，联储宣布将 ON RRP 中每位交易对手的日限额从 300 亿美元提升至 800 亿美元，也正是有利于回收短端市场的流动性，缓冲短期利率下行的压力，同时可以看到 ON RRP 用量的持续上升。为了应对名义利率突破“0 下限”的压力，6 月议息会议美联储对目前的利率走廊进行技术微调，即提高 IOER 和 ON RRP 利率各 5 个 BP 来限制短期名义利率为负，由于美联储并未更改政策利率区间（0%-0.25%），因此不可将此解读为加息。从 2 月份开始削减算起，TGA 余额大概下降了 9000 亿美元，TGA 余额在目前 7600 亿规模，未来按照财政部的规划将在 7 月底前削减至 4500 亿左右，以应对 8 月份到期的债务上限约束。在那之后，9 月份最新的指引中需要回升到 7500 亿的规模，同时创造流动性的 QE 也将有紧缩的预期，流动性最宽松的时间可以说已经即将过去。当然，美国货币市场目前的流动性仍旧可以称得上“泛滥”。但边际上的紧缩预期也将一定程度支撑美债利率的上行。

**下半年美债长端利率有望继续走强。**我们认为，下半年美联储 Taper 预期渐行渐近，并且流动性最宽裕的时刻即将过去，这将直接支撑美债长端利率趋于走强。结合我们前文对美国经济趋势的分析判断，整体上美国仍旧有一到两个季度的经济景气周期，长期利率本质上来说是经济周期的顺周期变量，因此下半年美国经济的形势支持一个震荡上行的美债利率。

图 33: 美国国债收益率

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

此外,我们还回溯了 2013 年 Taper 时期美元于美债的表现。其结果为,讨论期:2013.2-2013.5.21:美债利率震荡,美元指数小幅反弹;宣布期:2013.5.22-2013.12.17;美债利率迅速走高,美元指数震荡下行;实行期:2013.12.18-2014.10,美元指数震荡上行,美债收益率震荡下降。整体而言,美债利率更容易受到市场恐慌的影响。2013 年 5 月 22 日著名的“紧缩恐慌”仍旧烙印在投资者心中,美债利率的迅速调整带来金融市场的动荡。但我们预计本轮 Taper 并不会重演上一次的动荡。首先,美联储极其重视与市场的沟通,反复强调一定会提前与市场沟通 Taper 计划,不会突然宣布;其次,市场也通过上次的恐慌学习了经验,目前对于下半年逐步退出 QE 已有充分预期。但不得不说,收紧的货币政策仍是下半年支持美债利率上行的主要旋律。

图 34: 2013Taper 时期美债与美元走势

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

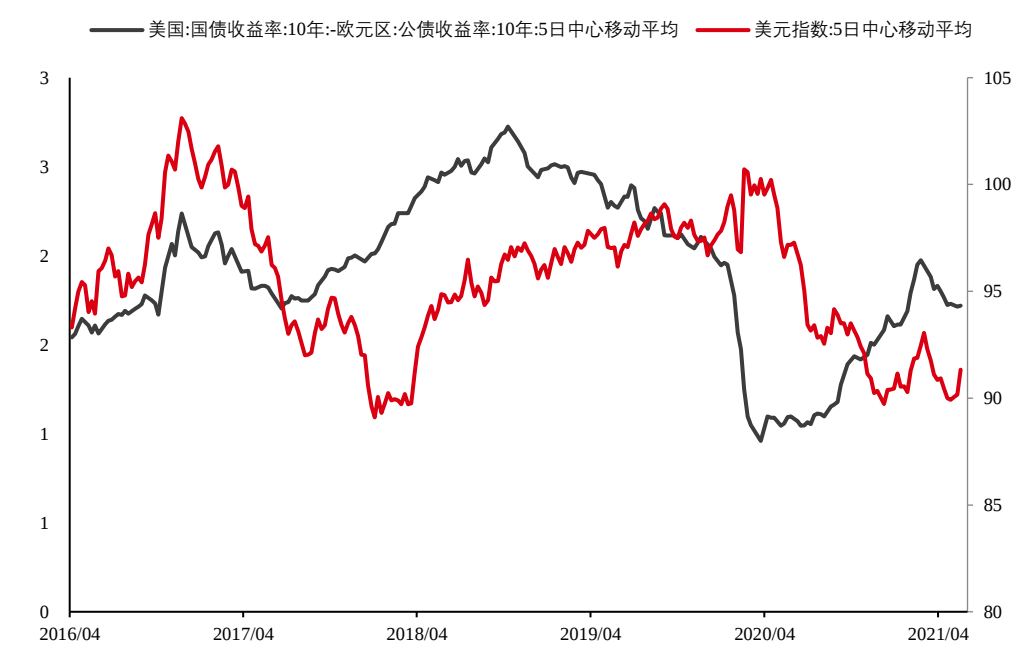
### 1.5 下半年美元指数或脱离底部震荡区间，呈现阶段性反弹态势

美元指数是一种加权指数，包含了若干货币对和权重，美元指数中欧元占比高达 57.6%，因此短期决定美元指数表现的关键因素实际上是美国与欧洲的强弱对比。2020 年以来，这一强弱体现在利率差异、疫情差异以及经济基本面差异上。这也是为什么在下文介绍上一次紧缩恐慌时期，美元指数并没有表现出特别明显的紧跟美国货币政策的规律。

**美债利率（特别是美欧利差）上行对美元有一定支撑作用。**根据观测，美债利率上行可以带动美元指数阶段性反弹，近年来美欧利差与美元走势较为相关。但是，从长周期来看，美债名义利率与美元指数的相关性仅有 0.47。这说明美元利率与汇率具有一定联动性，但只能解释部分因素。展望下半年，我们认为美债名义利率震荡上行的背景下，美元指数在一定程度上仍旧得到支撑。

图 35: 近年来美欧利差与美元走势较为相关

单位: %

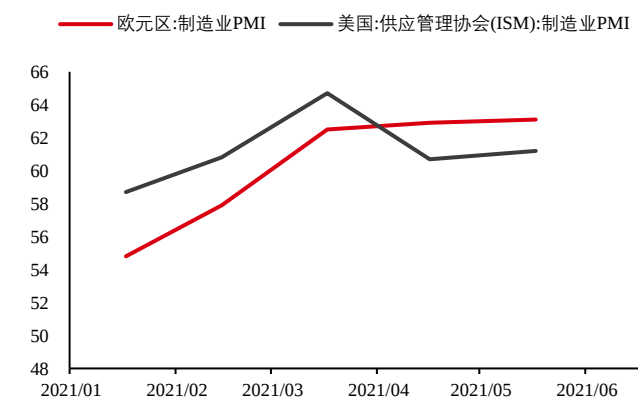


数据来源: Wind 华泰期货研究院

**美欧疫情差距和经济差距将支持美元指数阶段性反弹。**从疫苗接种角度来看，美国疫苗接种率显著好于欧洲整体。但是 4 月下旬以来每百人新冠疫苗接种数量斜率显著快于美国，因此走出了一波弱美元的行情，但是未来随着美国面临的情况也可能出现在欧洲，即不愿接种的人群会逐渐拉低接种速度，美欧疫苗接种的预期差可能再度发生逆转。从经济复苏角度来看，美国经济目前高位运行的态势仍旧在全球范围内属于强势，随着美国补贴退坡，一方面美国经济已经展示出了运行的韧性，另一方面政策的外溢效果或将减小，这可能继续支撑美国经济高位运行的韧性强于欧洲。

图 36: 美欧 PMI 走势表示经济差

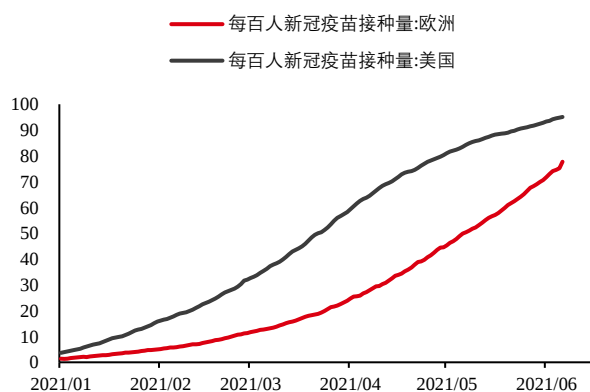
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 37: 美欧疫情差

单位: 剂次



数据来源: Wind 华泰期货研究院

等待错位复苏，新兴市场疫情控制后，全世界复苏下带来弱美元趋势不改。短周期中，美欧的利差、美欧经济预期差是驱动美元指数短期走势的关键因素。那么长周期中，美国的货币政策具体扮演了什么样的角色？整体而言，美元指数所包含的周期是长于货币政策周期的。一轮完整的美元周期中，可以看到包含了 2 至 3 轮的美国货币政策周期。一般来说，美元会受到美联储加息而走强，但不可一一对应，比如 1986 年开始的加息也没有带来美元指数的走强，2003 年的加息也未改变美元的弱势。同时，美联储的宽松也会带来美元走弱，但也绝不是每次都如此。所以长期内视角下不应该仅仅跟随美联储货币政策而判断长期趋势。新冠疫情的发生，伴随着美联储在 2020 年 3 月至 4 月的大规模宽松货币政策可能是美元指数由强转弱的关键转折因素。2002 年 2 月至 2011 年 7 月是上一轮美元弱势周期，持续 9 年，足以包含一轮完整的美国经济周期和一轮完整的美联储加息和降息周期。因此我们可以这么理解，第一，具有金融属性的美元周期，驱动着全球层面的经济周期；而美联储的货币政策更多的考虑本国的经济周期。第二，美联储的货币政策周期相对美元周期来说是一个短周期，引导全球信用扩张与收缩的美元周期是一个包含美国国内短期债务周期的长周期。长期来看，等到新兴市场疫情控制后，全世界共振复苏下，大宗商品出口国以及修复的风险偏好，将带来全球美元信用的扩张，弱势美元支持世界经济的格局不会改变。

## 二、商品：三季度商品整体中性震荡，四季度商品整体谨慎偏空，外需型商品强于内需型商品

### 2.1 国内结构性“类滞胀”下商品表现分化严重，能源、黄金表现较为坚挺

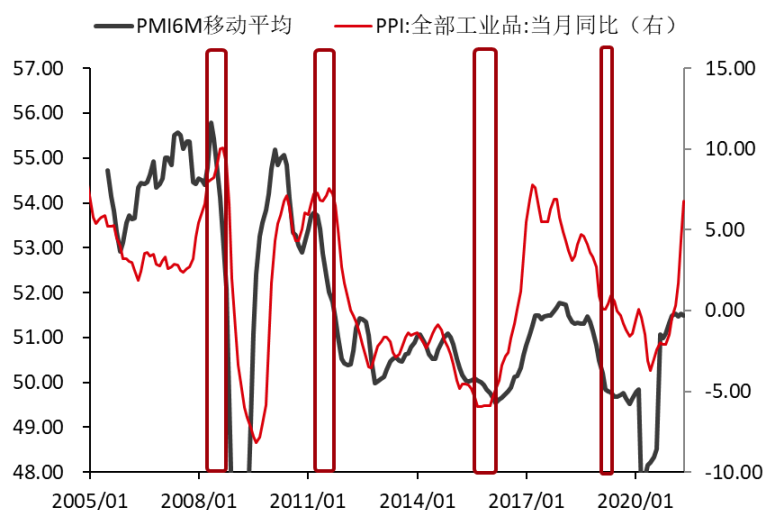
传统的经济滞胀研究一般采用 GDP 同比增速，但是，我们考虑到 GDP 数据为季度公布，划分出的滞胀区间较为粗糙，因此选取 PMI 6 个月移动均值（也能够较为精确的反映月度级别变化趋势）以及 PPI 数据。

我们对历史上处于经济增速下滑且物价处于高位的时间区间进行统计，2008 年 4 月-8 月、2011 年 3 月-8 月、2015 年 9 月-2016 年 1 月以及 2018 年 4 月-2018 年 9 月均处于上述宏观情境。2021 年 3 月至今，为第五轮类滞胀阶段，我们研究发现，以往四轮类滞胀持续时间为 5-6 个月，按此推导，本轮类滞胀或将延续至 7-8 月份。

我们对国内结构性“类滞胀”时段下的商品板块进行了测算，结果显示分化严重，其中，贵金属、能源板块表现相对坚挺，其他板块下跌为主。我们认为，此时段各品种的基本面定价权重开始上升，建议淡化趋势型交易策略，更加重视品种间的对冲配置型策略。

图 38: 国内类滞胀时段下的 PMI vs PPI 同比

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 39: 国内类滞胀时段下的商品板块表现

单位: %

| 历史上的类滞胀时段   | 非金属建材 | 谷物  | 贵金属 | 化工   | 煤焦钢矿 | 能源  | 软商品  | 油脂油料 | 有色   | 商品指数 |
|-------------|-------|-----|-----|------|------|-----|------|------|------|------|
| 08年4-8月     | #N/A  | -6% | -8% | 17%  | #N/A | 24% | -16% | -2%  | -7%  | -6%  |
| 11年3-8月     | -15%  | -6% | 25% | -14% | 0%   | 0%  | -27% | -1%  | -7%  | -10% |
| 15年9月-16年1月 | -2%   | 0%  | 0%  | -9%  | -8%  | -7% | -4%  | -1%  | -11% | -10% |
| 18年4-9月     | -1%   | 8%  | -3% | 21%  | 25%  | 16% | -2%  | 0%   | -1%  | 10%  |
| 21年3月-目前    | 29%   | -1% | 6%  | -4%  | 11%  | 17% | -3%  | 6%   | 8%   | 10%  |

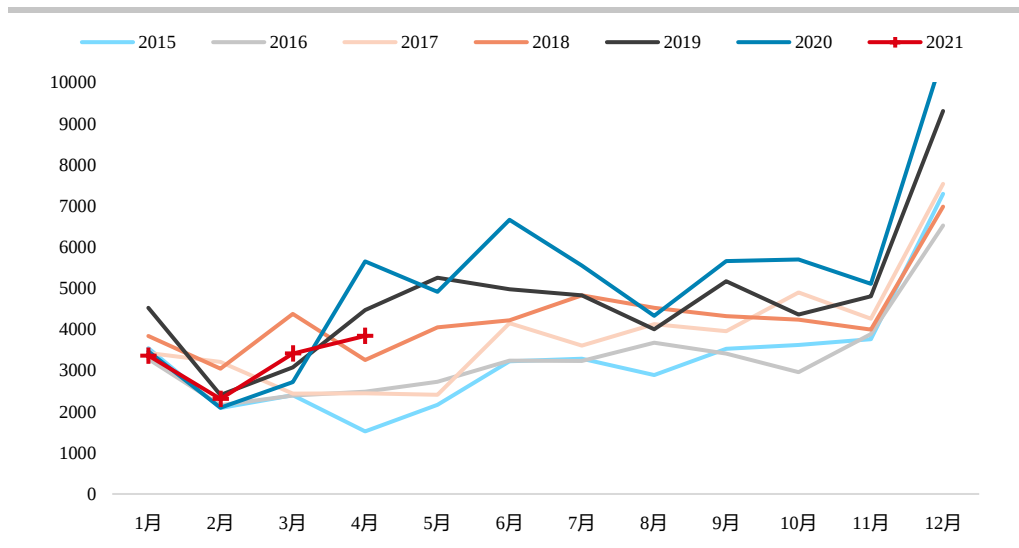
数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 2.2 内需型商品（黑色建材、传统有色、煤炭）需求回落将延续至7或8月份，后续有待观察逆周期托底政策发力强度，若不及预期，四季度或面临内需小幅衰退风险

国内投资项下行拖累内需型商品需求。近期地产调控加码发力，扰动并削弱未来几个月建设周期韧性。中央高层会议指出，要坚持房住不炒，要保持战略定力，后续将延续总体稳健为主、局部严控过热的态势。近期政策：融资“三条红线”实行，目标是稳存量、控增量、去杠杆；近期严控银行房贷限额以及开发贷款，并出台大城市集中拿地政策。本质上看，各类“严控”政策核心是为了房地产健康发展，避免泡沫化。节奏上，由于大中城市集中拿地

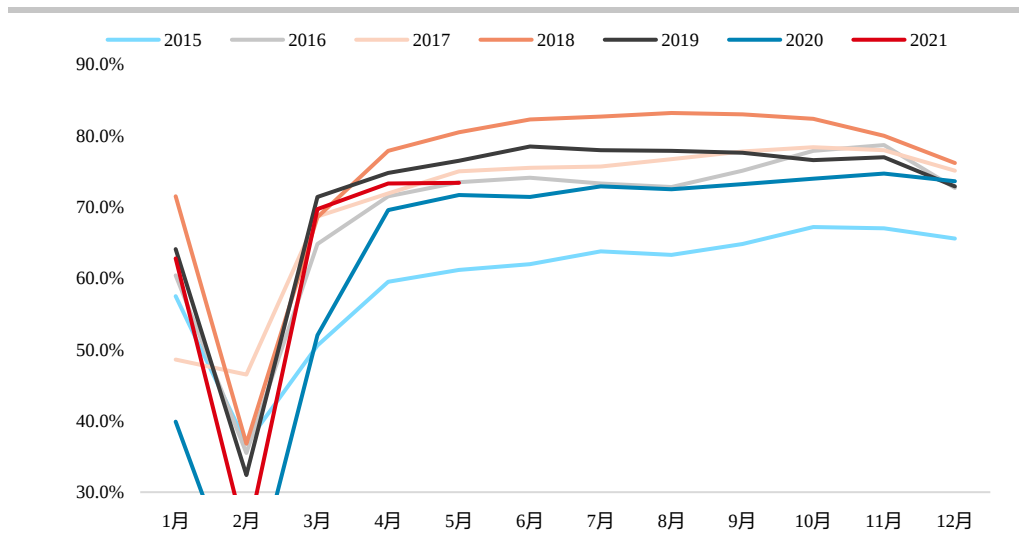
政策扰动地产建设周期，今年 1-5 月拿地下滑较大，预计后续集中供地投放后会有一定的改善，但是已经实质性冲击 5、6、7、8 月份的地产新开工总量，预计未来几个月地产建设相对疲弱，利空黑色建材和传统有色商品需求。

图 40: 商品房建设领先指标: 1-5 月三百城拿地持续处于历年低位 单位: 万平方米



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 41: 商品房施工领先指标: 5 月全国塔吊开工率偏弱运行 单位: %

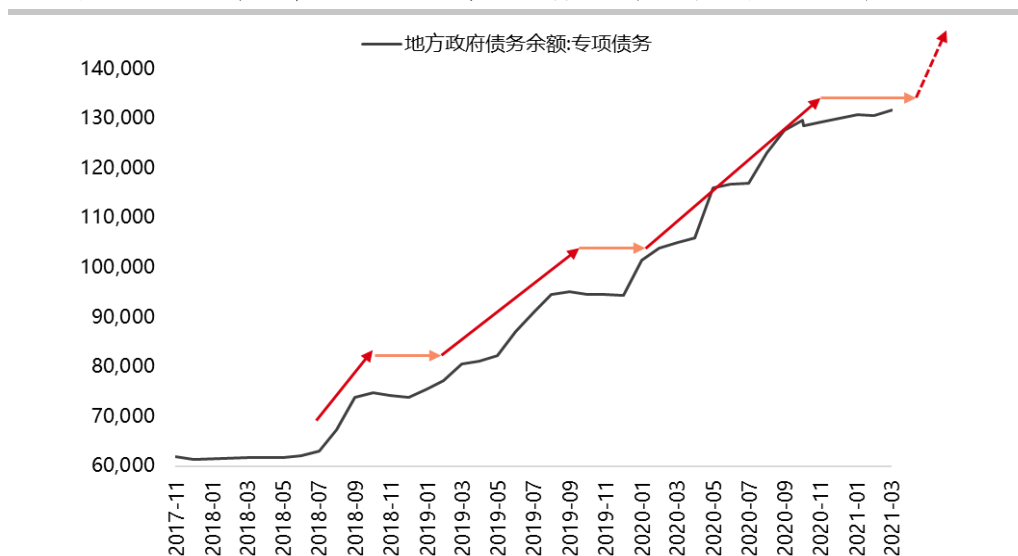


数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

后续重点关注基建发力再托底和房地产新开工再改善的时间点。值得注意的是，“碳中和”下钢铁行业去产能政策预期无法证伪，且 6 月地方政府专项债投放量明显增大，财政刺激

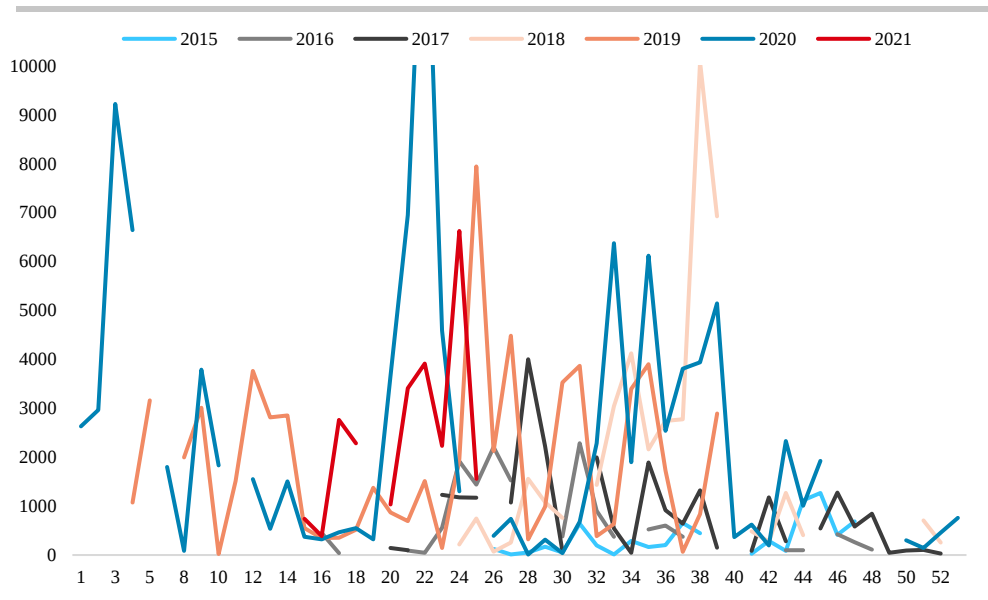
逆周期托底或已再度开启，因此三季度单边做空内需商品存在一定风险。若宽松政策不及预期，四季度或面临内需小幅衰退风险，届时内需商品或将迎来较为确定的逢高做空机会。

图 42： 下半年经济下行压力陡增，专项债发行节奏有望再加速 单位：亿元



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 43： 6 月上中旬专项债加速投放，上半月就已接近万亿体量 单位：亿元

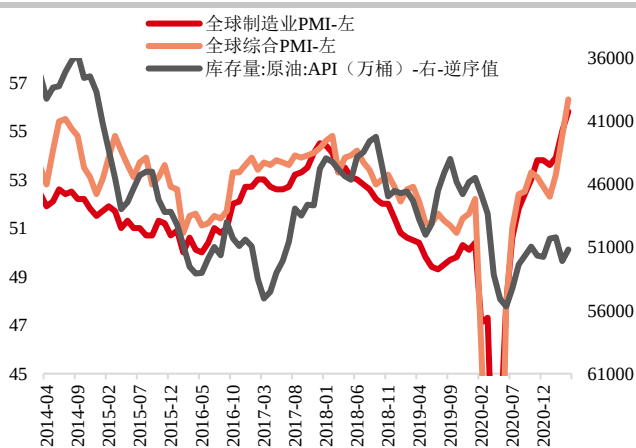


数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

**2.3 外需型商品（原油及成本支撑链条化工品、新能源和轻量化金属）需求改善和韧性将延续到四季度并触顶**

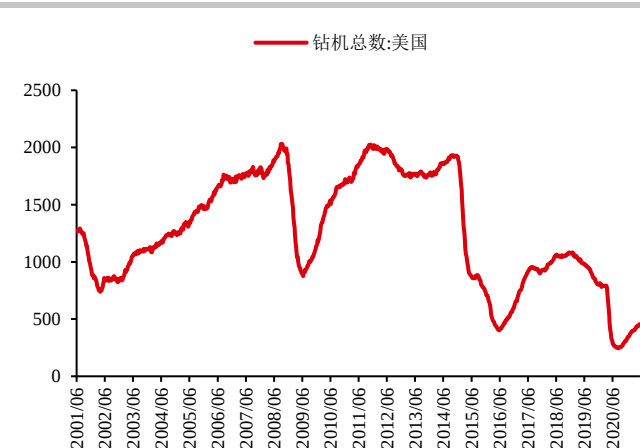
原油基本面有望进一步好转，带动原油成本支撑链条化工品（燃料油、沥青等）延续上涨趋势。首先是供应端难以迅速放量，1、OPEC 谨慎限产并去化积累过剩库存的政策不会快速退出，我们预计沙特取消自愿减产+其他成员国小幅增产后，限产联盟总体增产幅度不会超过 200 万桶/日，OPEC 依然会人为控制产量；2、美国页岩油钻井数恢复缓慢，由于页岩油生产商优先将利润返还给股东作为回报不急于增产，美国上游资本开支依然较难出现大幅增长；3、伊朗原油重新回归或导致 OPEC 调整增产计划，近期美伊双方均称伊核谈判取得进展，目前伊朗有近 200 万桶/日的剩余产能以及约 3600 万桶的原油库存短期会给市场带来一定冲击，但截至目前为止，协议仍尚未达成，且伊朗政府换届，强硬派领导人莱西当选，为后续的谈判带来不确定性。总体而言，占原油需求近 70% 的运输、出行需求恢复是支撑原油链条的核心逻辑，并且供应端年内仍难以迅速放量。后续伊朗石油重返市场后 OPEC 是否会调整增产计划也相当重要。

图 44： 原油库存去化和全球经济热度正相关单位:%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 45： 美国页岩油供给短期难以大幅增加 单位:个



数据来源：Wind 华泰期货研究院

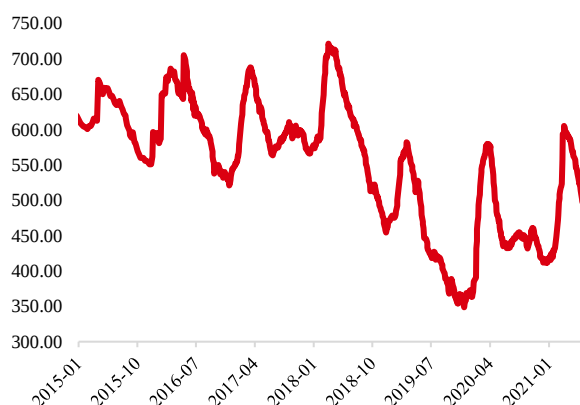
海外需求复苏、环保和基建政策预期将对新能源金属形成较强支撑。在整体商品中，受到政策红利最强的无疑是有色板块，近两年来全球主要经济体相继公布了温室气体的排放计划，规划在 2030 年实现碳排放减半，2050-2060 年实现“零排放”，为实现这一目标，各国纷纷制定了新能源汽车、光伏、风电等环保行业的规划。从我们目前整理的政策内容来看，美国、中国、欧盟到 2030 年，全球年均风电和光伏装机目标在 1.67 亿千万，以铜为例，根据我们有色组的测算光伏系统中每 1000 千瓦约 4.5 吨的耗铜量，那仅光伏一项就对铜带来年均 7.5 万吨的需求提振，占总产量约 1%；新能源如果按年均 200 万辆新能源汽车增量来测算（纯电动：油电混合=8:2），其中，新能源纯电动汽车每台耗铜 90KG，油电混动汽车每台耗铜 60KG，年均铜的需求边际增量也在 4.1 万吨，占总产量约 0.5%。

表3: 主要国家环保政策汇总

|       | 美国                                                                                                                  | 欧洲                                                                                                                                           | 中国                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|-------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 光伏和风电 | 拜登:<br>2035 年实现 100%无碳电力以及清洁能源发电;<br>目前美国一次能源中可再生能源占比仅 4.69%;<br>达到目标 2020-2035 年光伏需要年均新增 0.58 亿千瓦、风电年均新增 0.31 亿千瓦。 | 2020 年 11 月, 欧委会:<br>计划将使欧盟的海上风电装机容量(不包括英国)从当前的 0.12 亿千瓦增长到 2030 年的 0.6 亿千瓦, 到 2050 年达到 3 亿千瓦。2030 年以后, 欧盟每年 0.03 亿千瓦的海上风电装机容量需要达到 0.07 亿千瓦。 | 2020 年 12 月 12 日, 总书记: 到 2030 年, 非化石能源占一次能源消费比重将达到 25%左右, 风电、太阳能发电总装机容量将达到 12 亿千瓦以上, 截至 2020 年 9 月我国风电和光伏合计为 4.4 亿千瓦, 则意味着每年 0.75 亿千瓦的装机目标。<br>2021 年 4 月 19 日, 《关于 2021 年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知 (征求意见稿)》:<br>2021 年, 全国风电、光伏发电发电量占全社会用电量的比重达到 11%左右, 后续逐年提高, 到 2025 年达到 16.5%左右。 |
| 新能源汽车 | 1740 亿美元电动汽车扶持计划                                                                                                    | 各国已经形成较为完备的新能源汽车扶持政策的体系并且补贴力度不断加大;                                                                                                           | 《新能源汽车产业发展规划 (2021-2035 年)》:<br>到 2025 年, 新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20%左右;<br>2021 年起, 国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域的公共领域新增或更新公交、出租、物流配送等车辆中新能源汽车比例不低于 80%。                                                                                                                                |
| 碳排放   | 4 月 22 日拜登:<br>到 2030 年将温室气体排放量比 2005 年减少 50%-52%;<br>美国经济最迟在 2050 年实现零排放。                                          | 《欧盟 2030 气候目标计划》到 2030 年, 欧盟温室气体排放将比 1990 年降低至少 55%; 2050 达到气候中和的目标。                                                                         | “碳达峰、碳中和”:<br>2030 年前碳达峰、2060 年前实现碳中和                                                                                                                                                                                                                                         |

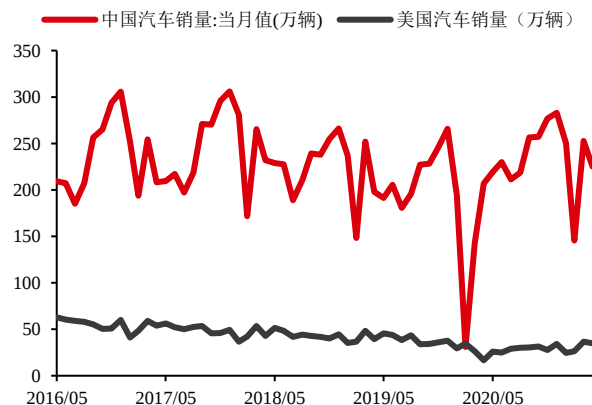
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 46: 全球有色显性库存持续去化 单位:万吨



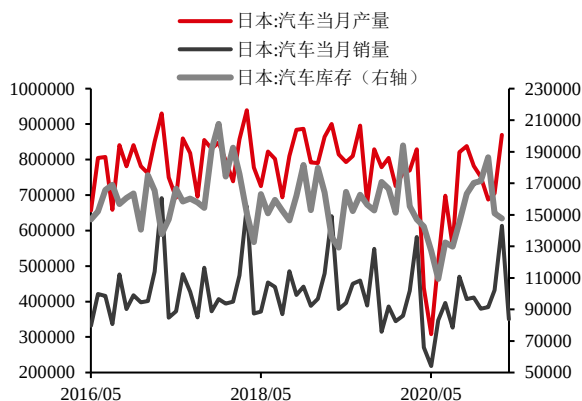
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 47: 全球汽车销量仍火热 单位: 万辆



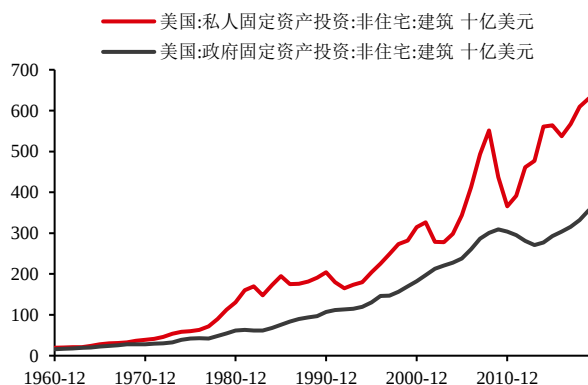
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 48: 日本汽车产销和库存情况 单位:辆



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 49: 美国基建投资情况 单位:十亿美元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 2.4 下半年黄金面临中性震荡风险，待美联储 Taper 落地后战略性逢低做多

下半年我们判断黄金走势将分成两个阶段,我们还是将美债实际利率拆分成名义利率和 CPI 来展开分析:

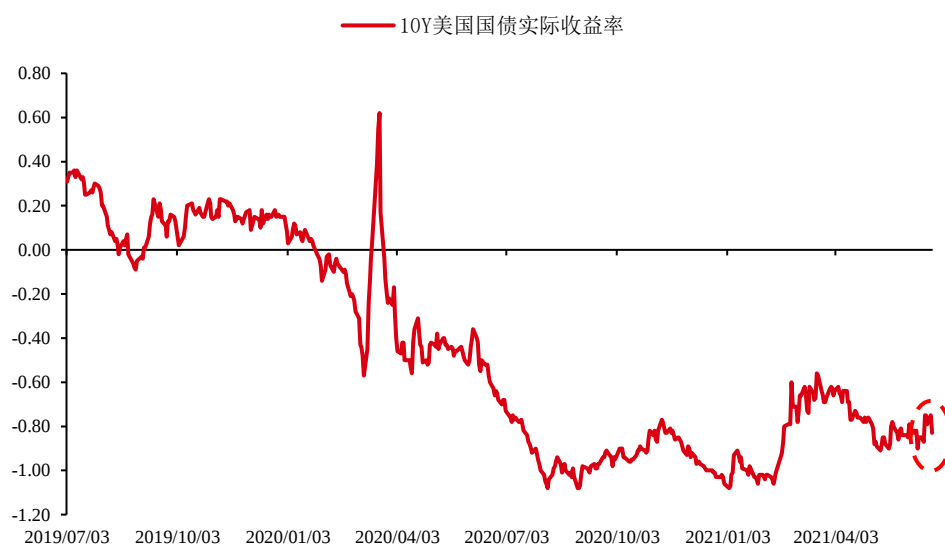
一是截至美联储官宣 Taper 前,黄金仍有一定上行的机会。从 6 月美联储议息会议后 10Y 美债利率不涨反跌,以及我们分析历史上 Taper 预期酝酿阶段 10Y 利率震荡都可以看出,在 Taper 官宣前,尤其是当下美国流动性泛滥的阶段,美国 10Y 名义利率预计将维持低位。与此同时,随着原油价格的进一步走高,以及美国通胀向各个行业进一步传导下,美国 CPI 仍有进一步走高的空间,因此我们判断在这个阶段,美国 CPI 进一步走高将支撑黄金上行。

二是美联储官宣 Taper 后至 Taper 落地,黄金将出现明显震荡。前文我们已经分析到,美联储官宣 Taper 后美债利率快速走高,名义利率将带动实际利率上行,而且强劲的经济基本面本身就会推升实际利率,进而冲击黄金价格,这个阶段黄金将面临震荡调整风险。

最后需要提到的是我们认为黄金在 Taper 落地后可以战略性逢低做多逻辑如下: 1、经济预期下行以及避险利好。在疫情红利消退以及美联储货币收紧的双重冲击下,四季度美国经济或将迎来见顶、明年上半年或继续下行,并且有可能引发新兴市场金融和主权债务等风险事件; 2、长期通胀利好。根据我们的 CPI 预测模型来看,美国在未来较长一段时间 CPI 均将维持在 3% 以上,美联储此前投放的天量流动性将使得美国同样面临滞胀情境,偏于利好黄金。

图 50: 美联储 6 月议息会议后美债实际利率不涨反跌

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 51: 美国 CPI 预测图

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 2.5 下半年商品策略展望

三季度商品整体中性震荡, 四季度商品整体谨慎偏空;

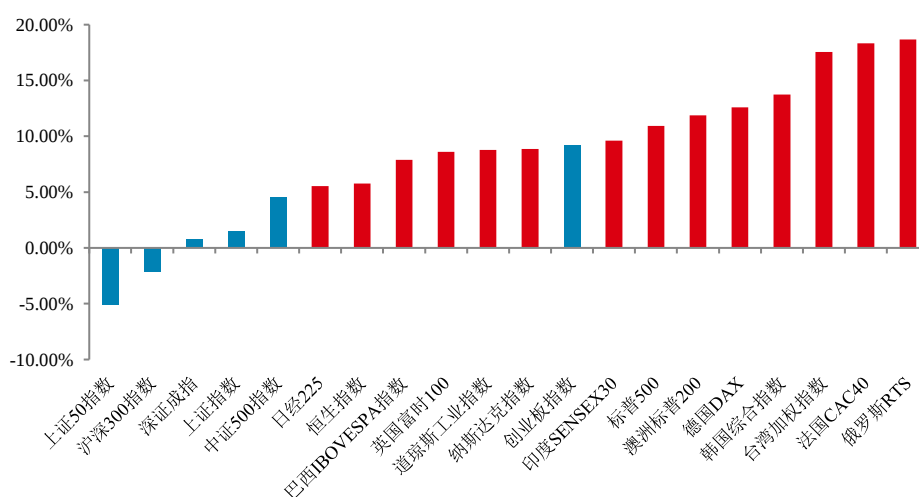
外需型商品(原油及成本支撑链条化工品、新能源和轻量化金属) > 内需型商品(黑色建材、传统有色、煤炭); 品种强弱: 原油、燃料油、沥青 > 铜、铝、镍 > 黄金 > 其他品种。

### 三、股市：三季度股指期货中性；四季度关注 IC 逢低做多结构性机会；下半年防御板块相对抗跌，科创、创业板核心标的和原油通胀板块或走出独立行情

#### 3.1 上半年国内股指跑输全球，风格层面周期价值跑赢成长

2021 年上半年，全球主要国家的财政政策以及货币政策仍维持偏宽松，在一定程度上对风险资产形成支撑。除国内股市外，全球主要股指均录得正涨幅。我国最快从疫情的阴霾中走出，最快实现经济的正常化，货币政策由疫情时的紧急纾困逐渐转向正常化，目前国内宏观杠杆率在稳步下行，社融增速以及 M2 同比增速下行趋势确认。较早回归正常化的货币政策也使得国内股市表现偏弱。

图 52: A 股截至 6 月 18 日涨幅落后全球 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

风格层面来看，全球上半年股指风格走势较为一致，价值跑赢成长，顺周期胜率较高。过去十年间，全球股指风格较为一致，以原材料为代表的价值行业大幅跑输以信息科技为代表的成长行业。上半年，由于美债长端利率的快速回升叠加商品供需错配所带来的大宗商品价格的快速上行，价值风格跑赢成长。

图 53: 过去十年全球股指风格较为一致

单位: 无

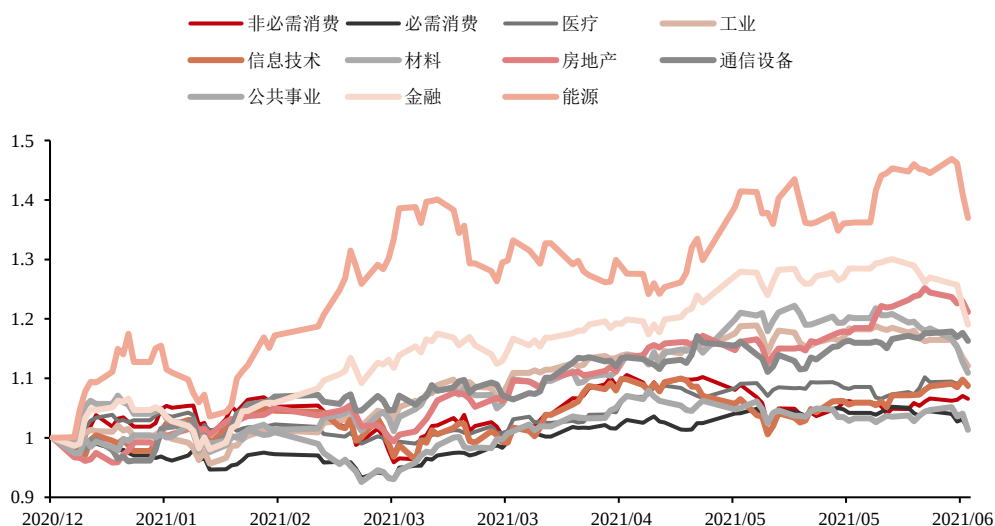


数据来源: Wind 华泰期货研究院

美股方面,上半年受益于原油价格上行的能源行业(+36.97%)、受益于利率不断上行的金融行业(+19.06%)、以及其他顺周期中的工业行业(+12.09%)以及材料行业(+10.92%)涨幅领先。美股价值风格年初至今也持续跑赢成长风格,罗素 1000 成长/价值的比值中枢不断下移,由去年 10 月份的 2 左右下行至目前的 1.6 左右。

图 54: 标普 500 各行业走势 (以 2020 年 12 月 31 号数据为基准)

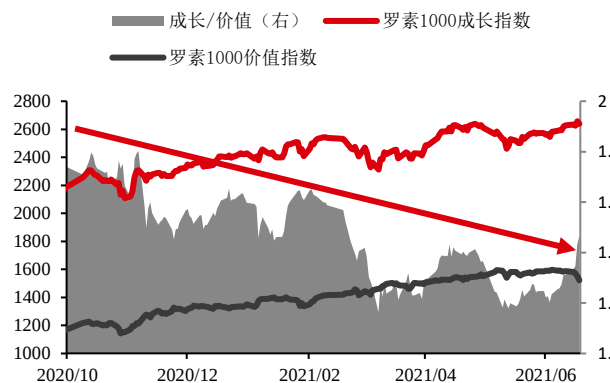
单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

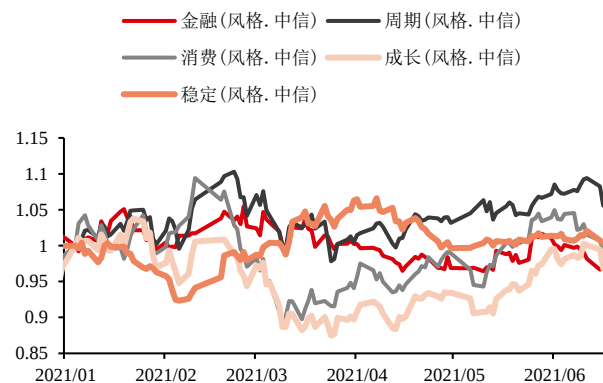
国内股指方面，国内周期风格年初至今上涨超 7%，而成长风格同期仅上涨 0.3%，大幅跑输周期。分行业来看，年初至今，钢铁板块（+18.85%）、采掘板块（+17.97%）、化工板块（+14.65%）、有色金属板块（+8.8%）、银行板块（+7.3%）等顺周期板块涨幅明显领先。

图 55： 罗素 1000 成长/价值 单位:点, 无



数据来源：Wind 华泰期货研究院

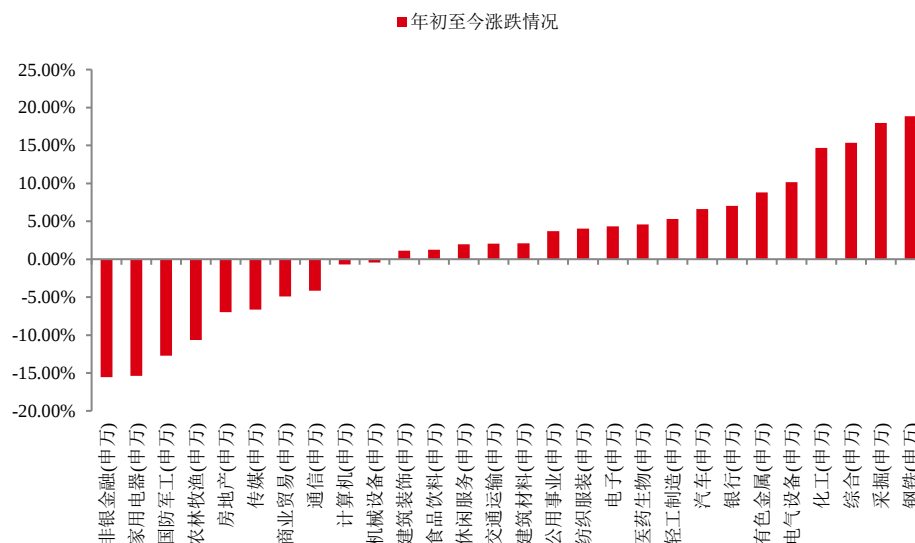
图 56： 国内风格走势 (2020 年底为基准) 单位: 无



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 57： 国内申万一级各行业年初至今涨跌情况

单位: %

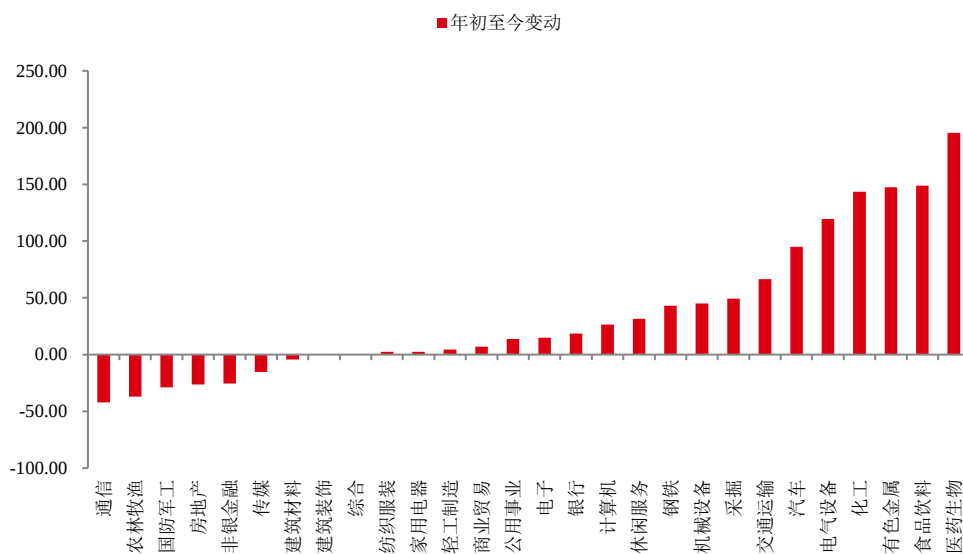


数据来源：Wind 华泰期货研究院

资金的选择与股指风格较为一致。国内来看，国内融资融券资金流入有色金属（+147.5 亿元）、化工（+143.58 亿元）、采掘（+49.26 亿元）、钢铁（+43.03 亿元）等顺周期行业较多。美股方面，近几个月 ETF 资金主要流向了顺周期行业。能源行业 2020 年 9 月份至今一直维持资金净流入；工业行业自 2020 年 3 月份至今一直维持资金净流入，材料行业以及金融行业 ETF 资金依然维持大幅净流入趋势。

图 58: 融资融券资金流入申万一级行业情况

单位: 亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

表4: 标普 500 分行业 ETF 的净流入或流出数量

单位: 百万美元

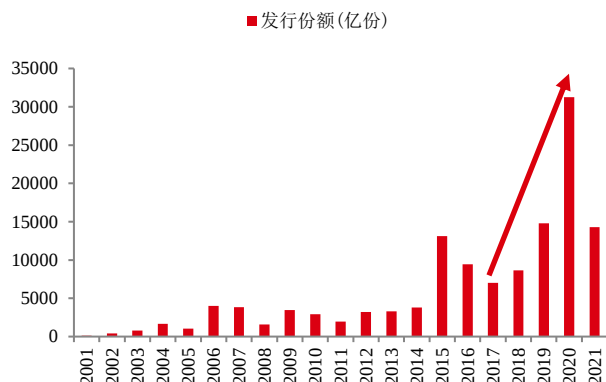
| 行业     | 5/2021 | 4/2021    | 3/2021    | 2/2021   | 1/2021   | 12/2020  | 11/2020  | 10/2020  |
|--------|--------|-----------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 通信     | 335.3  | 11.73117  | -133.3169 | 643.1587 | -741.611 | 275.1948 | 765.3403 | 128.6854 |
| 非必需消费品 | 293.0  | 1038.534  | 1023.368  | 1814.503 | 240.4749 | 663.1887 | 1063.933 | 256.8474 |
| 必需消费品  | 599.4  | -619.3591 | -392.6109 | -1424.55 | -1372.29 | -1465.79 | 195.0695 | -8.04888 |
| 能源     | 380.2  | 1106.965  | 4,119.50  | 2300.253 | 1960.392 | 2150.587 | 1646.296 | 325.0629 |
| 金融     | 4606.6 | 2262.134  | 4,713.73  | 4922.797 | 5899.051 | 2008.964 | 3282.234 | -211.918 |
| 医疗保健   | 946.4  | 484.1236  | -1238.167 | 438.8002 | -895.064 | 381.6354 | 1720.323 | -677.478 |
| 工业     | 112.2  | 341.9119  | 2,555.13  | 1398.87  | 914.7851 | 1004.459 | 2450.9   | 331.9391 |
| 材料     | 2682.8 | 1810.03   | 292.6117  | 1160.456 | 998.065  | 1241.765 | 1951.676 | 489.2682 |
| 房地产    | -251.7 | 1370.886  | 422.6257  | 2557.22  | -555.146 | 2120.051 | -23.8233 | 1262.114 |
| 科技     | -806.8 | 471.4003  | 277.052   | 1832.453 | -76.2938 | -617.42  | 999.2544 | 118.9829 |
| 公用事业   | -431.7 | -60.43041 | 406.4399  | -772.405 | 251.9899 | 59.91388 | -133.384 | -111.112 |

数据来源: Wind 华泰期货研究院

### 3.2 长期资金以及境外资金加快进入 A 股趋势未变, 源头活水不断涌入

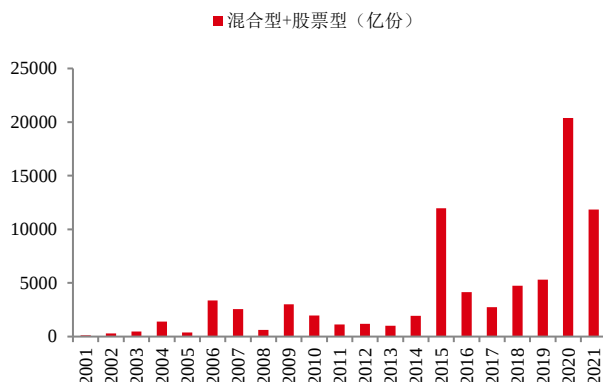
在居民财富管理需求日益增长的背景下, 未来基金或成为居民财富管理的主力军。截至 2021 年 6 月 21 日, 我国基金发行份额超过 14300 亿份, 接近 2019 年全年水平; 股票型和混合型基金的发行份额接近 11850 亿份, 接近 2015 年全年水平, 市场投资者通过基金进入 A 股市场越来越普遍。

图 59: 2021 年至今基金发行额接近 2019 年全年  
单位:亿份



数据来源: Wind 华泰期货研究院

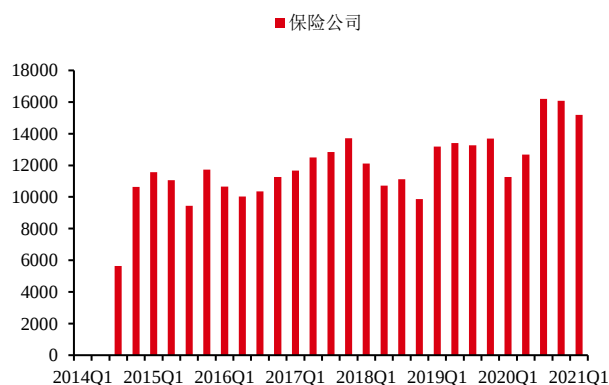
图 60: 股票型+混合型基金接近 2015 年全年水平  
单位: 亿份



数据来源: Wind 华泰期货研究院

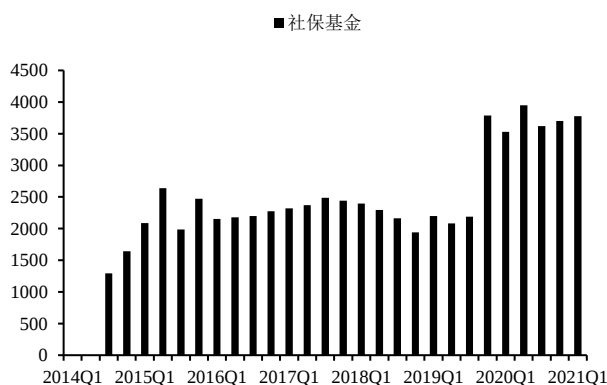
**政策鼓励, 中长期资金加快进入股市。**证监会主要领导在多个公共场合表示将在投资端推出更多务实举措, 推动各类长期资金入市。监管部门正有序引导长线资金积极布局直融市场, 鼓励理财、信托、保险等为资本市场增加长期稳定资金, 推动养老基金在资本市场上的占比达到世界平均水平。同时年金基金投资权益类资产比例的政策上限提高 10 个百分点、险资投资权益类资产设置差异化监管比例最高可至公司总资产的 45%, 长线资金入市规模进一步扩大, 对形成长期慢牛有着积极作用。目前保险公司权益类资产配置比例持续扩大, 连续三个季度突破 1.5 万亿元; 社保基金持有 A 股市值近三个季度稳步抬升, 目前持有 A 股超过 3700 亿元。

图 61: 保险公司持股金额处于历史高位单位:亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 62: 社保基金持股金额处在历史高位 单位:亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

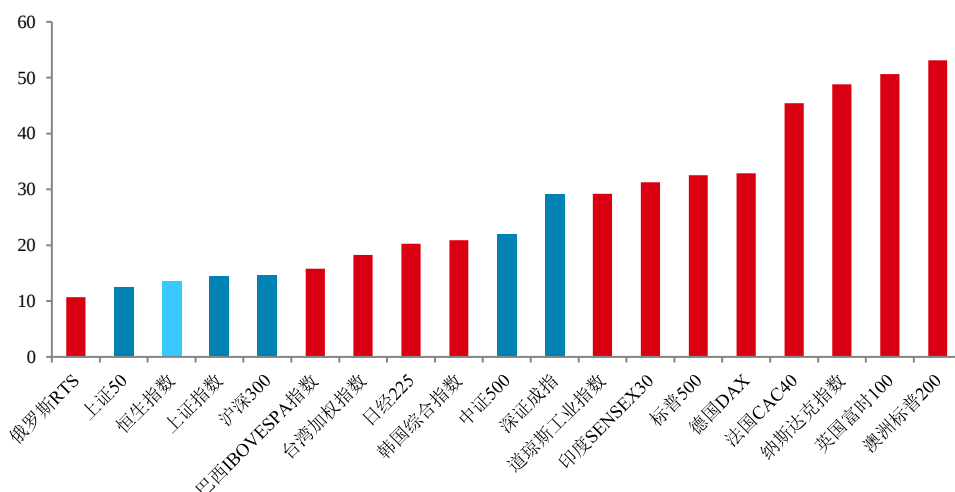
人民币资产对于外资仍具有较大吸引力, 北上资金未来仍会大幅流入 A 股。中国 2021 年全年的经济增速将会达到 8.2%, 在全球来看遥遥领先, 国内经济的基本面在 2021 年仍会对人民币汇率

形成较强支撑。人民币的持续升值也会在一定程度上吸引境外资金对于人民币资产的配置。北上资金 2021 年累计净流入 A 股超 2000 亿元，累计净流入额为历史同期最高。

A 股的估值优势仍在。上证 50 指数、上证综指以及沪深 300 指数的估值在全球主要股市中依然排名倒数第二、第四以及第五位，相较于其他国家股指较为便宜，也会在一定程度上吸引境外资金进入。

图 63： 全球主要股指的动态市盈率

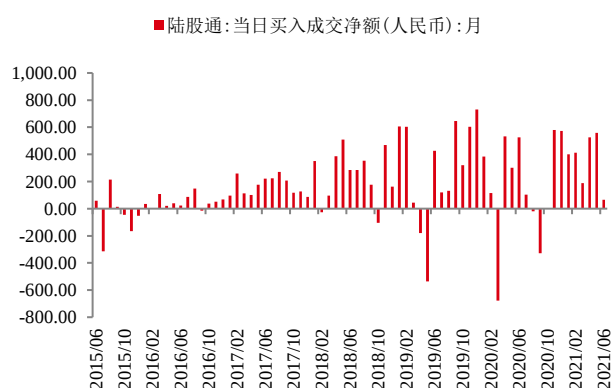
单位：倍



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 64： 最近几个月份北上资金大幅流入 A 股

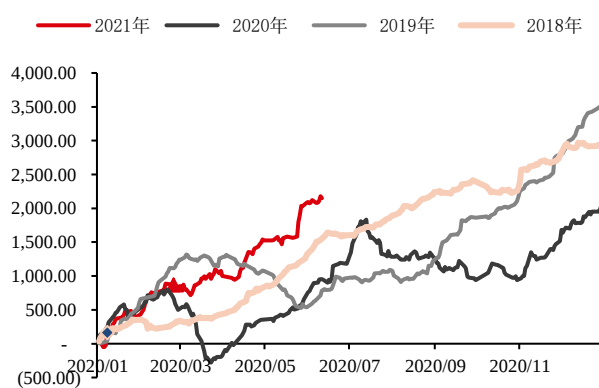
单位:亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 65： 2021 年北上资金累计净流入超 1400 亿元

单位：亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

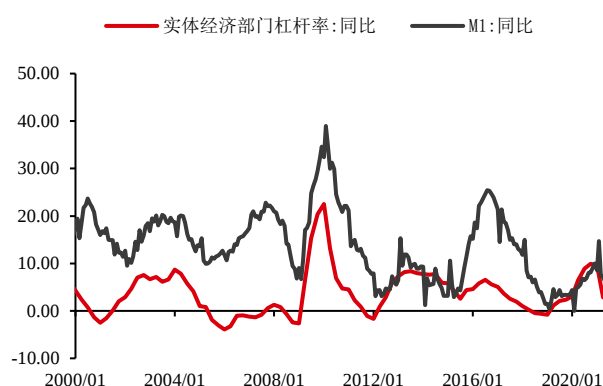
### 3.3 下半年国内“紧信用”依然延续，海外“taper”预期或施压风险偏好

下半年“紧信用”宏观环境料仍会延续，宏观流动性的弱化会对 A 股形成扰动。货币政策

执行报告中提出稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持稳字当头，不急转弯，把握好政策时效，处理好恢复经济和防范风险的关系，保持好正常货币政策空间的可持续性。完善货币供应调控机制，把好货币供应总闸门。货币政策最宽松的时期已经过去，目前社融同比增速、M2 同比增速下行趋势已经确认。历史上，社融同比增速和 M2 同比增速回落时，主要股票指数走势均偏弱。尽管“紧信用”格局是大基调，但仍存有国内货币政策边际宽松的可能，国内经济增速目前逐步向潜在经济增速回归，若下行斜率过大，不排除央行边际宽松推动经济回升，边际宽松会对 A 股有所支撑。

图 66: 实体部门杠杆率与 M1 有较大相关性

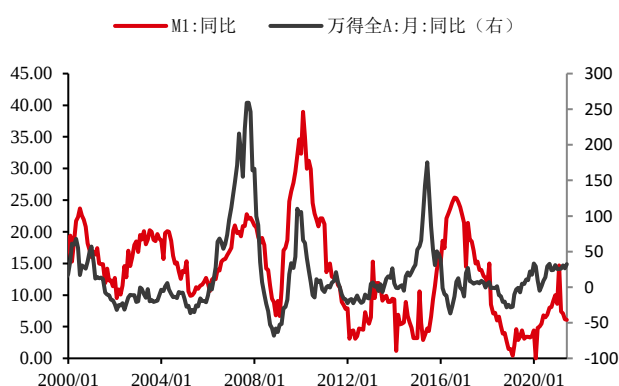
单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 67: 宏观流动性与股市走势具有较大相关性

单位: %



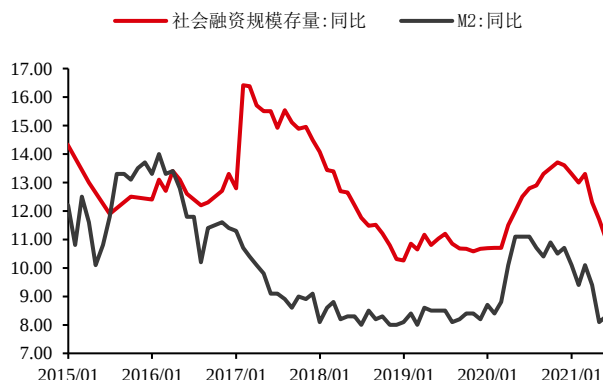
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 68: 过剩的流动性与 WIND 全 A 走势 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 69: 社融与 M2 下行趋势确认 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

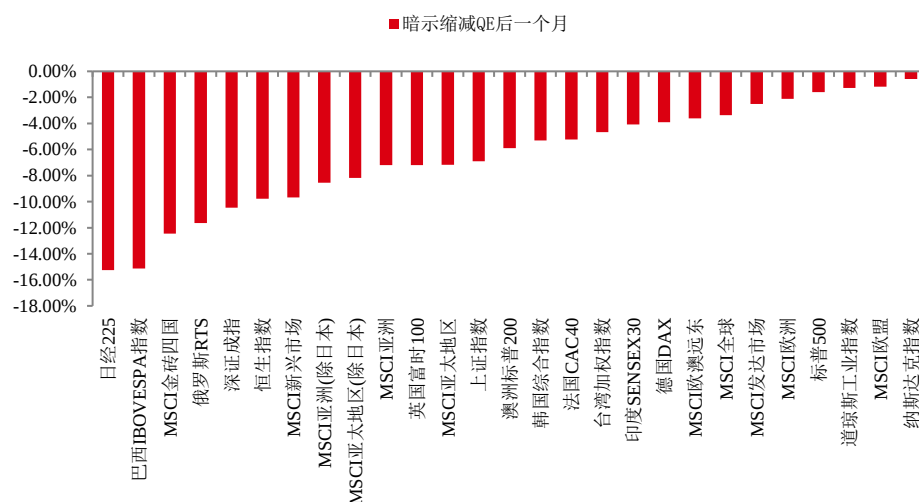
前文判断了美联储下半年公布 Taper 的轨迹，回溯历史，暗示缩减 QE 到正式缩减 QE 期间，全球股市面临压力。上一轮缩减 QE 发生于 2013 年，2013 年 5 月 22 日，伯南克在国会听证会中首次提及可能在未来削减 QE3 购买规模，2013 年 12 月 18 日 FOMC 会议上，

美联储正式宣布 QE 减量正式开始，一直到 2014 年 10 月 29 日 FOMC 会议宣布 QE3 正式结束。上述时间线可以大致分为两段（美联储暗示缩减 QE 至正式宣布缩减 QE）以及（最终缩减 QE 至缩减 QE 结束）。本文对上述两段时间区间内全球主要股指的表现进行统计。

从历史表现来看，对于市场冲击最大的阶段为暗示缩减 QE 信号发出之时，暗示缩减 QE 后一个月，全球主要股指均录得下跌，新兴市场 (-9.67%) 表现明显弱于发达市场 (-2.51%)。正式缩减 QE 至缩减 QE 结束阶段，市场的恐慌情绪有所减弱，统计的全球主要股指（共统计 27 个标的）标的中 17 个股指标的期间均为正涨幅。

图 70： 暗示缩减 QE 后一个月全球主要股指表现

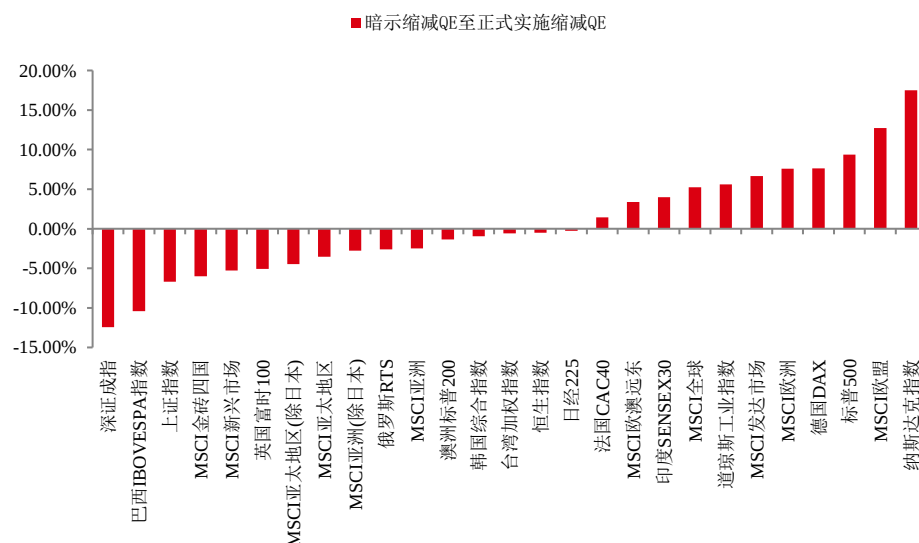
单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 71： 暗示缩减 QE 到正式实施缩减 QE 主要股指表现

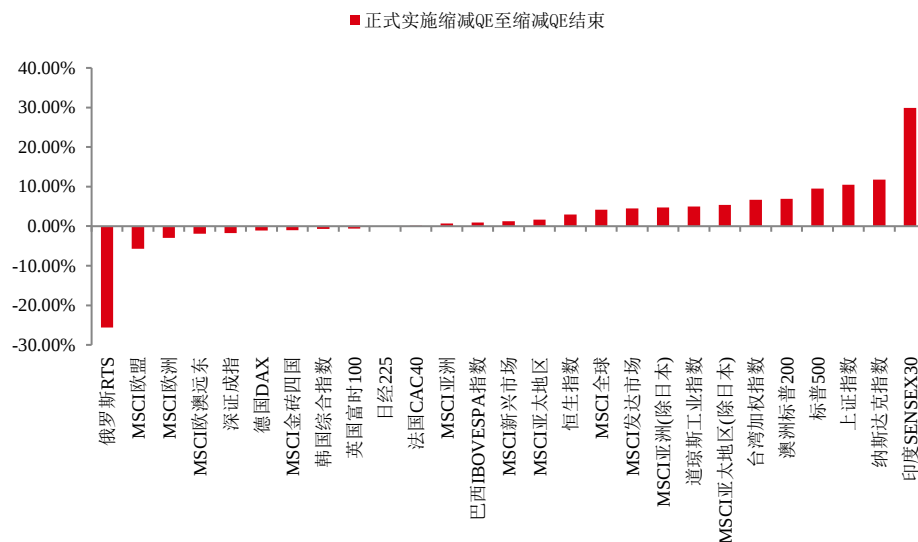
单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 72: 正式实施缩减 QE 至缩减 QE 结束 主要股指表现

单位: %



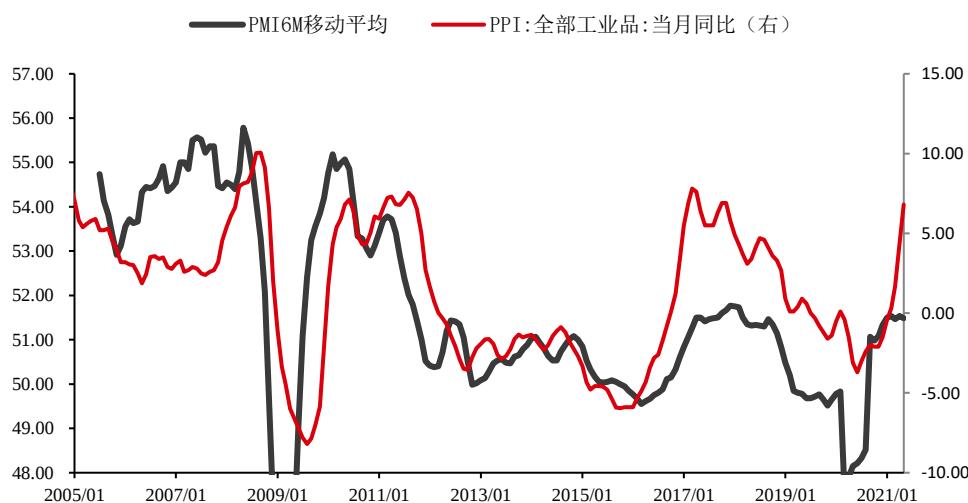
数据来源: Wind 华泰期货研究院

### 3.4 三季度国内股市面临“类滞胀”宏观情境，A股短线面临压力

历史上对于滞胀阶段的统计多利用 GDP 同比数据以及 PPI 数据，但是考虑到 GDP 数据季度公布，划分滞胀时间区间时较为粗糙，本文选取 PMI 数据（也能够反映经济的变化趋势）以及 PPI 数据，对历史上处于经济增速下滑且物价处于高位的时间区间进行统计。2008 年 4 月-8 月、2011 年 3 月-8 月、2015 年 9 月-2016 年 1 月以及 2018 年 4 月-2018 年 9 月处于上述宏观情境。本文对上述四段时间区间进行研究，观察上述时间区间内国内股市的表现情况。

图 73: PPI 以及 PMI 走势情况

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

类滞胀阶段下,国内股市表现偏弱,过去四次滞胀阶段,国内申万一级 28 个行业均录得下跌,跌幅超过 25%的有有色行业以及国防军工行业。食品饮料、银行以及非银金融行业相对抗跌,跌幅均在 10%以下。

申万二级行业来看,所有行业均录得下跌,跌幅超过 30%的包括航空运输Ⅱ(-31.19%)、航运Ⅱ(-31.99%)以及船舶制造Ⅱ(-34.53%),跌幅在 10%以下的包括饮料制造(-0.94%)、机场Ⅱ(-5.51%)、畜禽养殖Ⅱ(-6%)、保险Ⅱ(-6.95%)、银行Ⅱ(-9.92%)等。

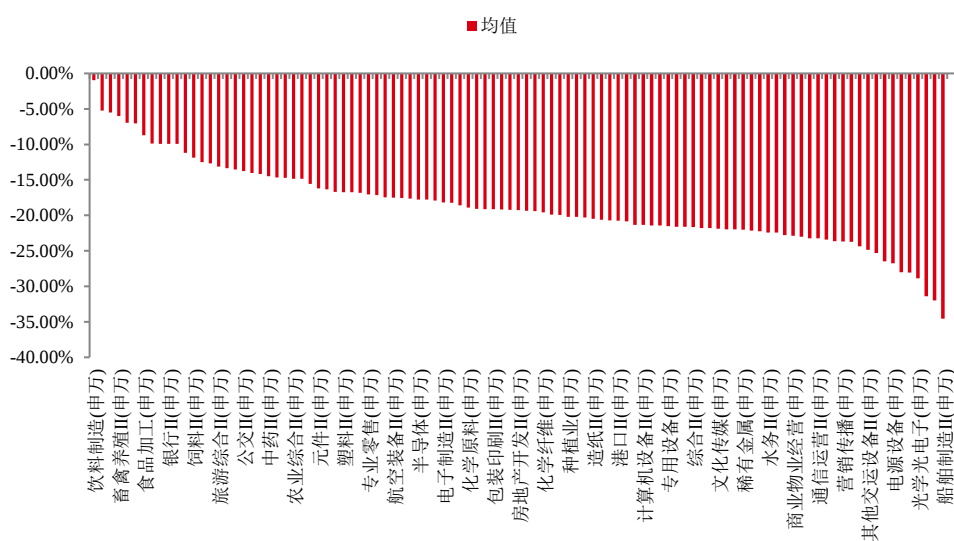
综合来看,在类滞胀条件下,食品饮料、金融行业等防御性板块表现相对抗跌。

图 74: 过去四次类滞胀阶段国内各行业表现均值 (申万一级行业) 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 75: 过去四次类滞胀阶段国内各行业表现均值 (申万二级行业) 单位: %

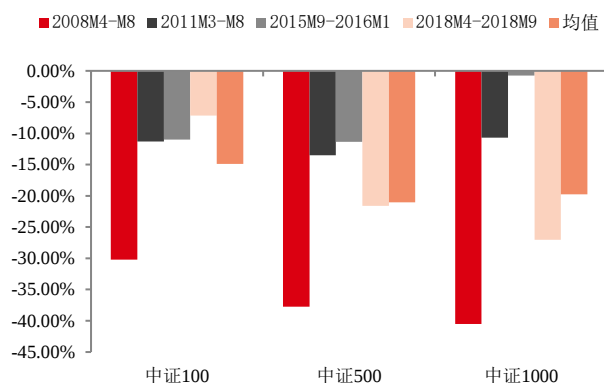


数据来源: Wind 华泰期货研究院

风格层面, 在类滞胀情境下, 大中小盘股均录得负收益, 但从相对强弱来看, 大盘股风格 (中证 100) 以及小盘股风格表现相对强势。过去四次类滞胀情境下, 中证 100 平均下跌 14.91%, 中证 1000 平均下跌 19.75%, 中证 500 平均下跌 21.04%。

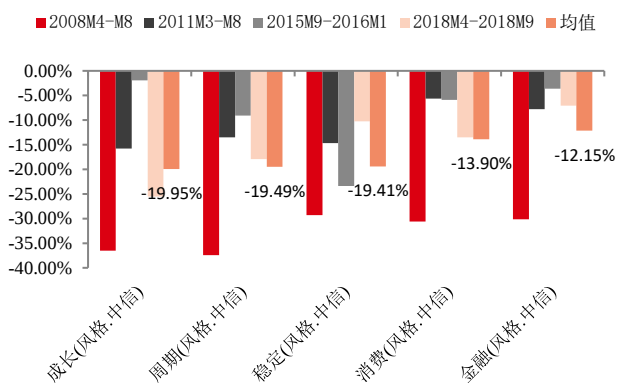
过去四次类滞胀情境下, 金融和消费风格跌幅最少。消费风格下跌 12.15%, 金融风格下跌 13.9%, 成长风格、周期风格以及稳定风格跌幅均在 19% 左右。

图 76: 类滞胀阶段下大中小盘表现 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 77: 类滞胀情境下各类风格表现 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

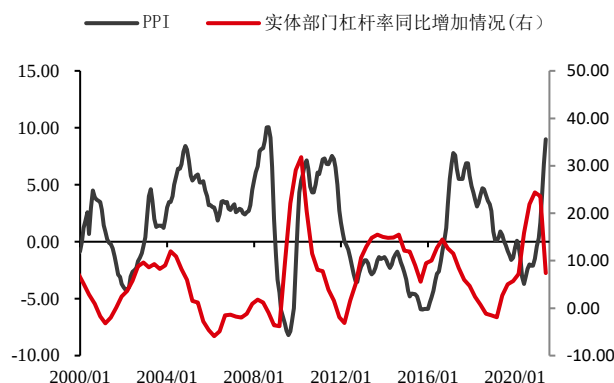
### 3.5 下半年风格或面临再切换，由顺周期和防御转向科技成长，关注科创和创业板 50、石油通胀板块

受益于大宗商品价格快速上行以及美债利率上半年的快速上行，上半年全球股市风格有所切换，价值跑赢成长，顺周期板块大幅跑赢。三季度随着国内经济逐步向潜在经济增速回归，经济将面临下行风险，为刺激经济增长，四季度国内货币政策或转向边际宽松，利率有向下的压力，支撑成长风格股票估值，市场风格或重回成长。

进入 5 月份以来，国家高层对于科技领域的关注较高，科技板块的相关催化较多。国家科技体制改革和创新体系建设领导小组第十八次会议 5 月 14 日在北京召开，中共中央政治局委员、国务院副总理、国家科技体制改革和创新体系建设领导小组组长刘鹤主持会议并讲话，此次会议还专题讨论了面向后摩尔时代的集成电路潜在颠覆性技术，此次会议从国家层面再次强调了科技发展的重要性。

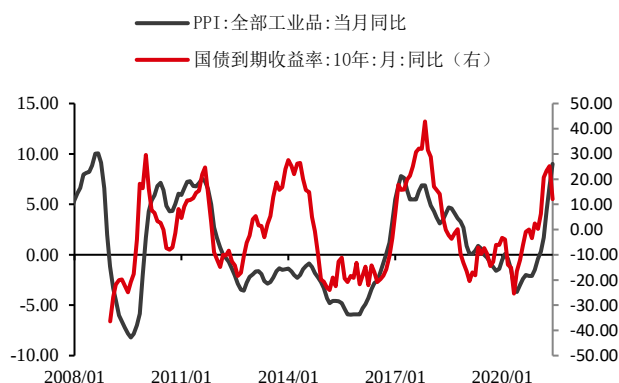
国内利率的阶段下行压力也利于科技成长板块。从经济增速来看，中国 5 月国民经济保持稳定恢复,但主要生产需求指标增速有所放缓，不及预期，国内经济增速逐渐回归潜在水平施压国内利率。从债务周期看，国内的债务周期下行一般持续一年半以上，随着 2020 年第三季度的货币政策执行报告中强调“跨周期调节”、“把好货币供应总闸门”，国内货币政策逐渐回归正常，国内宏观杠杆率目前显著下行，国内利率下半年面临压力。

图 78: 实体部门杠杆率同比领先 PPI 约半年 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 79: 利率中枢与通胀中枢较为一致 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

政策支持叠加经济增速趋缓带来利率下行压力，下半年可重点关注科技成长板块的阶段性反弹机会。国内利率的下行对于科技板块、创业板指数以及成长风格股票具有较强支撑。科创板机会也可重点关注，科创板成立两年来已挂牌了约 300 家公司，分布在电子、通信、计算机、生物医药、新材料、新能源等多个领域，其中不乏一些欣欣向荣的朝阳行业和一批细分领域的隐形冠军，科创 50 指数为科技核心资产，下半年也可密切关注，科创 50 指数目前已经刷新阶段新高。

图 80: 国债收益率与科技板块走势 单位:%，点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 81: 国债收益率与科技板块走势 单位:%，点

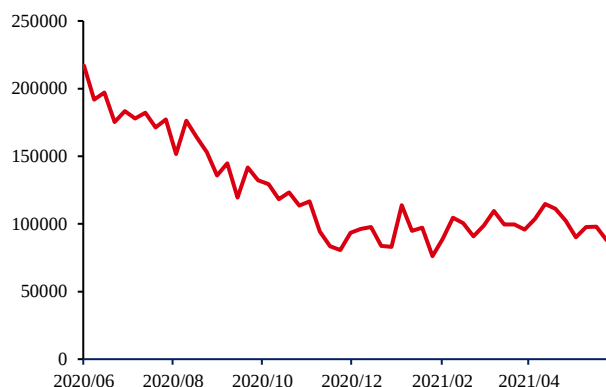


数据来源: Wind 华泰期货研究院

除科技板块之外，石油天然气板块我们认为仍可继续关注。从近几个月的情况来看，尽管 OPEC 组织在 5 月和 6 月分别增产了 35 万桶且沙特增产了 60 万桶，但是全球原油库存整体仍在快速削减，在一定程度意味着供不应求的情况依然存在。与此同时，夏季作为传统的汽柴油消费旺季，今年 7—9 月将是一个明显的油品去库存阶段，原油的供需两端均有较强

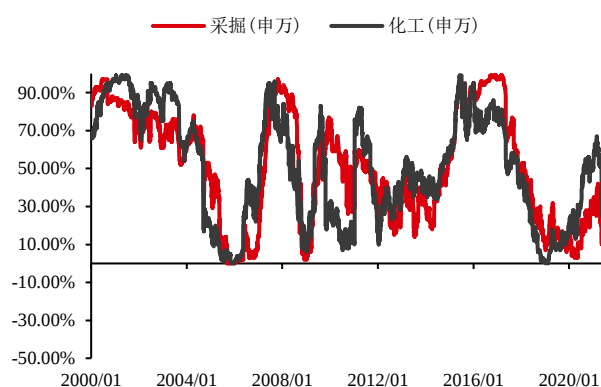
支撑，下半年原油仍有上行动力。原油价格处于高位将持续催化石化、采掘板块，下半年可关注原油通胀受益板块的投资机会。

图 82: 全球原油浮式库存 单位:千桶



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 83: 采掘和化工 PE 历史分位处低位水平 单位:%



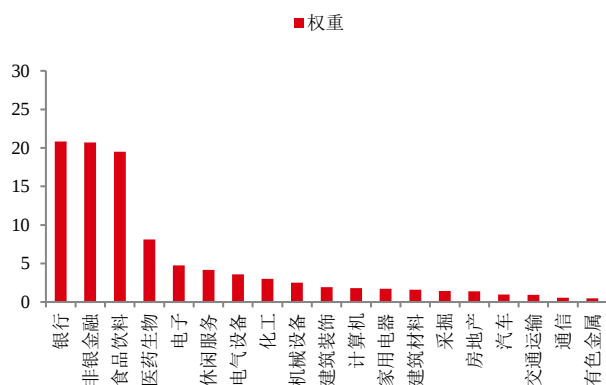
数据来源: Wind 华泰期货研究院

### 3.6 三季度三大股指中性配置，四季度可逢低多配中证 500 股指期货

基于前文分析，三季度国内可能面临的类滞胀情境，考虑到历史上类滞胀的宏观情境下，国内申万一级 28 个行业均录得下跌，国内股市表现疲软，三季度我们对国内三大股指期货维持中性判断。四季度随着国内经济逐步向潜在经济增速回归，经济将面临稳增长压力，为刺激经济上行，国内货币政策或转向边际宽松，利率有向下的压力，利率下行的条件对于国内成长股估值具有较强支撑，可多配更偏成长性的中证 500 指数。

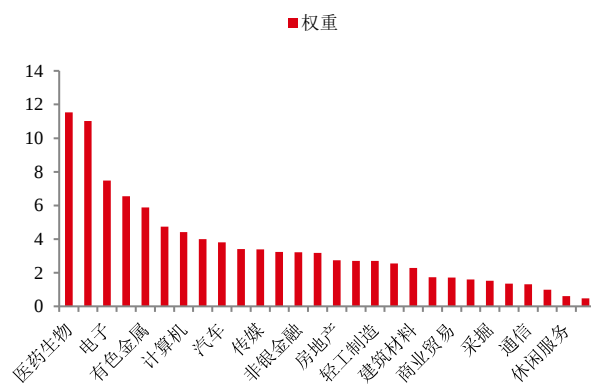
拆分三大股指期货对应行业的分布情况来看，上证 50 指数以及沪深 300 指数行业分布主要集中于银行板块、非银板块以及食品饮料板块，其中上证 50 指数上述三个行业的合计权重为 61.06%，沪深 300 指数上述三个行业的合计权重为 39.4%。中证 500 指数的行业分布主要集中于医药生物板块、化工板块、电子板块，上述三个行业的权重合计为 30.01%，相对而言，中证 500 指数更具成长性。

图 84: 上证 50 指数权重分布 单位:%



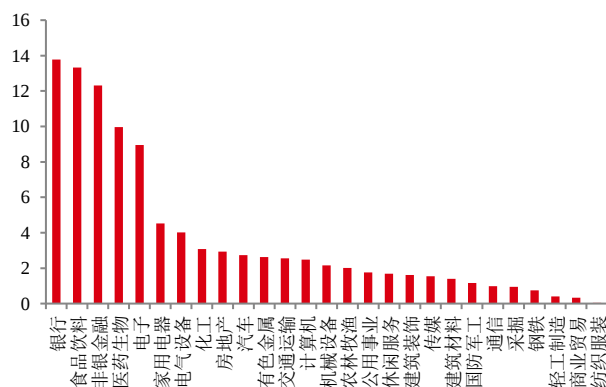
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 85: 中证 500 指数权重分布 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 86: 沪深 300 指数权重分布 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

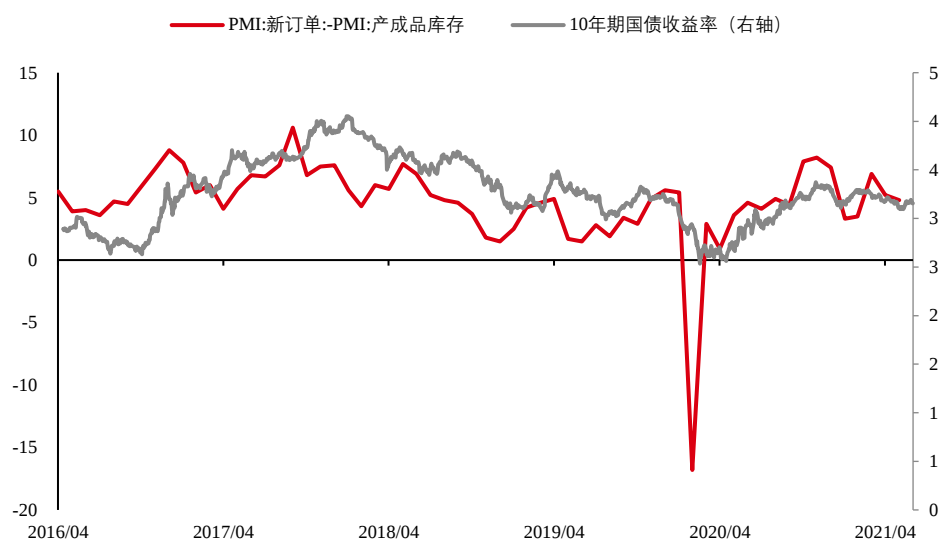
## 四、债市：下半年长端利率小幅回落概率较大

### 4 国内利率的拐点主要看“经济顶”，国债长端利率下半年小幅回落概率较大

下半年国内经济基本面将见顶回落。用 PMI 新订单-PMI 产成品库存为代表的 PMI 动能指标，在经济见顶的判断后逐渐回落，因此与之具有较高相关性的十年期国债在下半年也会随着经济见顶而逐步回落。

图 87: PMI 动能回落

单位: %

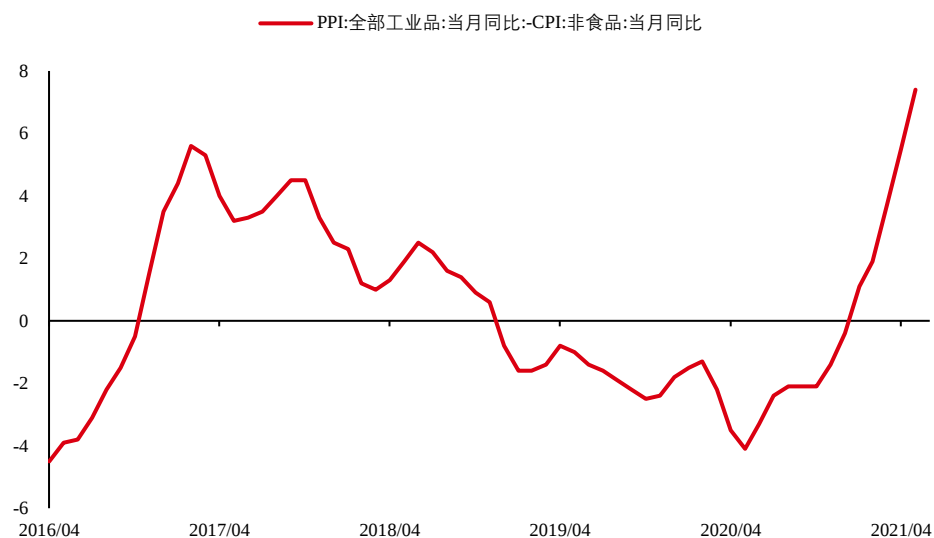


数据来源: Wind 华泰期货研究院

货币政策在四季度边际上宽松的概率较大。目前 PPI 与 CPI 剪刀差达到了历史高位, 未来大宗商品价格见顶回落后, 中国面临的通胀压力并不显著, 因此若经济逐渐从高位回落, 中国的货币政策空间较大。尽管面临美联储收紧货币政策的扰动, 但我国在内外冲突时期通常秉持以内为主的货币政策, 因此货币政策空间较大。同时中国潜在经济增速持续下台阶, 我们认为四季度利率回落的概率较大。

图 88: PPI 与 CPI 剪刀差达到高点

单位: %

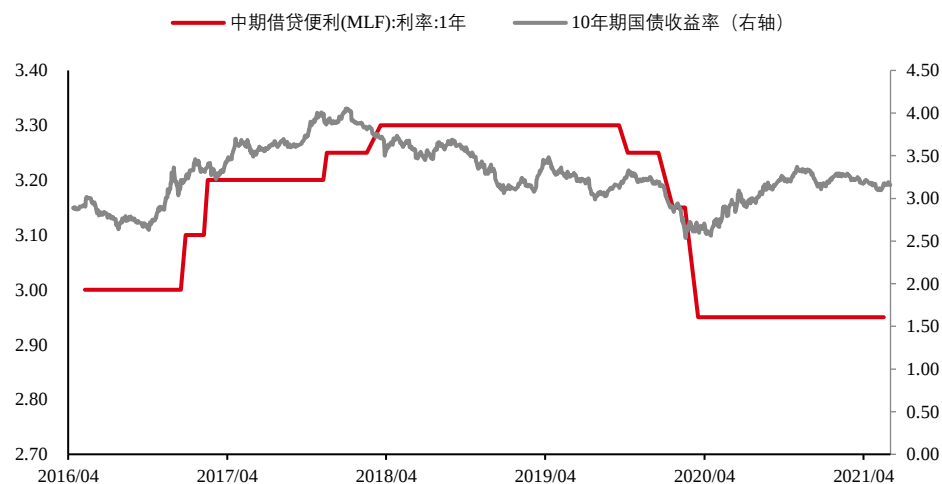


数据来源: Wind 华泰期货研究院

目前观察到,整体利率震荡中枢仍在下行。在中国债券市场,商业银行1年期同业存单(AAA)通常与十年期国债利率水平接近。而商业银行1年期同业存单(AAA)的定价基准按照目前的货币政策框架而言是1年期的MLF操作利率,而目前1年期MLF利率水平显著低于2019年,因此未来10年期国债收益率也应随着利率中枢而下行。

图 89: MLF 中枢下行

单位: %

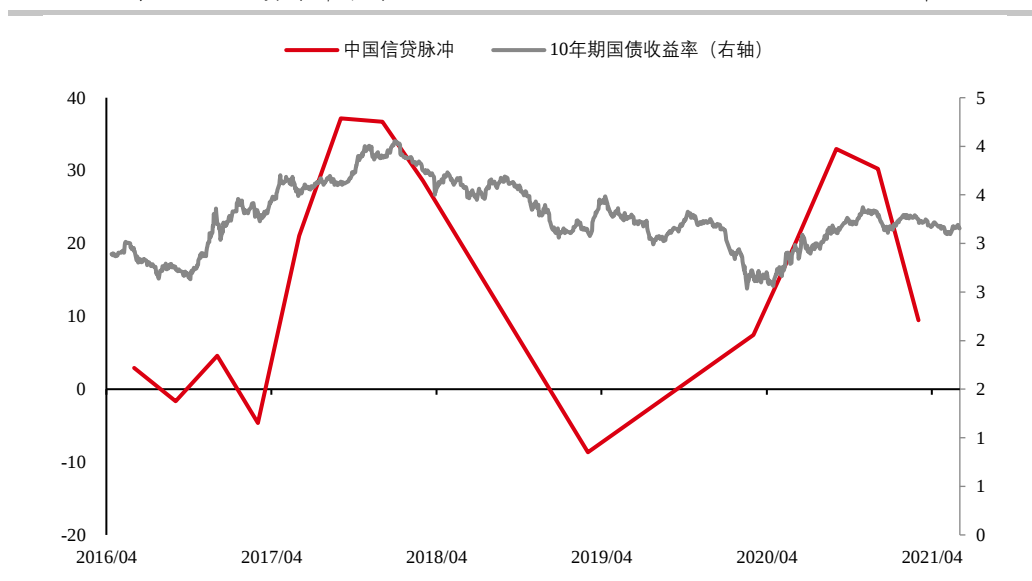


数据来源: Wind 华泰期货研究院

**广义信贷脉冲领先于利率回落。**中国信贷脉冲,反映的是中国信贷增量的二阶变化。我们使用过去12个月的除股票融资以外的新增社融除以滚动的名义GDP,二者比例的同比变化作为中国信贷脉冲的表示。相比于传统的社融存量同比,该指标的相关性更好。我们预计下半年社融同比增速将逐渐企稳,伴随经济增速也回归均衡,信贷脉冲将趋于稳定,因此利率水平也将跟随回落。

图 90： 信贷脉冲下行

单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

综上所述，国内利率的拐点主要看“经济顶”，经济拐点对于利率拐点的领先性更强，目前看 4 月份经济已基本确认见顶。基于前文对中国经济后续走势的判断，**我们认为下半年中国利率将跟随经济走出三季度震荡，四季度回落的趋势**。整体而言，三季度经济仍旧在地产与出口的韧性驱动下高位运行，但经济动能已然过了最富活力的阶段。同时叠加积极财政后置，三季度专项债供给增大的扰动，我们认为三季度利率走势仍将偏于震荡。四季度随着地产和出口的回落，经济内生性的制造业投资于消费将缓慢复苏，整体经济继续小幅下行，回归潜在增速水平，利率将小幅回落。此外，考虑到四季度国内货币政策或再次适度宽松，也利于利率的下行。

## 五、下半年大类资产配置策略展望

### 5.1 我们仍旧维持 2021 年风险资产配置前高后低的总体判断

图 91： 2021 年市场运行节奏：前高后低

**大类资产配置 (Q1~Q2)：把握主升行情，逢低做多三大方向**

**通胀和利率上行、全球复苏大势、美元相对疲弱**

**大宗商品**  
消费类优先

**全球**  
顺周期/  
低估值  
股票

**商品市场**  
货币

**大类资产配置 (Q3~Q4)：类滞胀和衰退渐行渐近（先国内后欧美，外盘资产表现将强于内盘资产），风险逐步暴露**  
**Q3中国经济抵抗式阴跌（Q4货币或适度再宽松托底）、国内部分债务出清与限售股抛售、Q4欧美经济反弹接近尾声**

**多外需空**  
**内需商品**  
(注意Q3和  
Q4节奏切换)

**空股指**  
**多国债**  
(结构性机会：  
Q4成长偏多)

**空商品**  
**市场货币**  
(美元偏强、  
RMB偏弱)

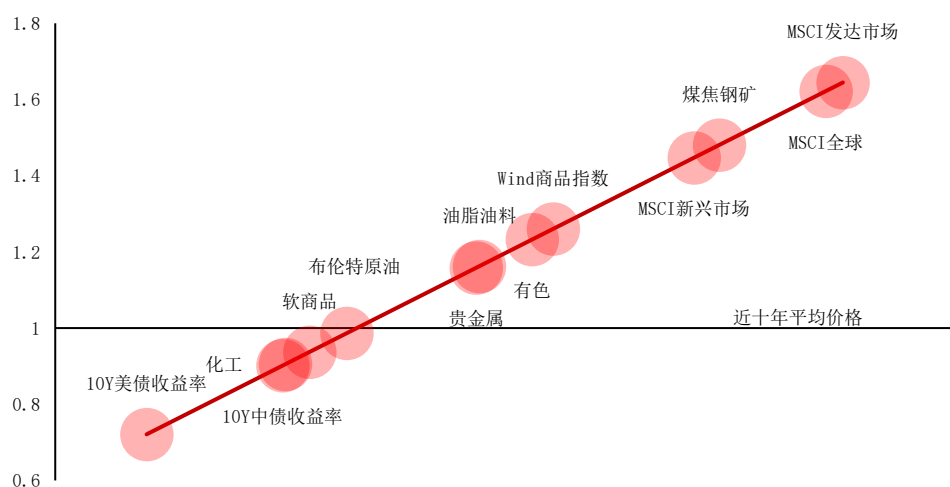
数据来源：华泰期货研究院

### 5.2 当前全球大类资产表现情况参考

截至目前，全球大类资产的表现：受益于全球央行宽松大潮的各国股指涨幅最大，中美利率也处于偏低水平，商品则存在一定分化，Wind 大类指数中，焦煤钢矿领涨，处于近十年的相对高位，其次是有色和贵金属，原油、软商品和化工处于均线或均线以下。

图 92: 各类资产目前的偏离程度(现价/近十年平均价)

单位: 倍



数据来源: Wind 华泰期货研究院

### 5.3 美联储货币政策预期变化下的大类资产走势参考

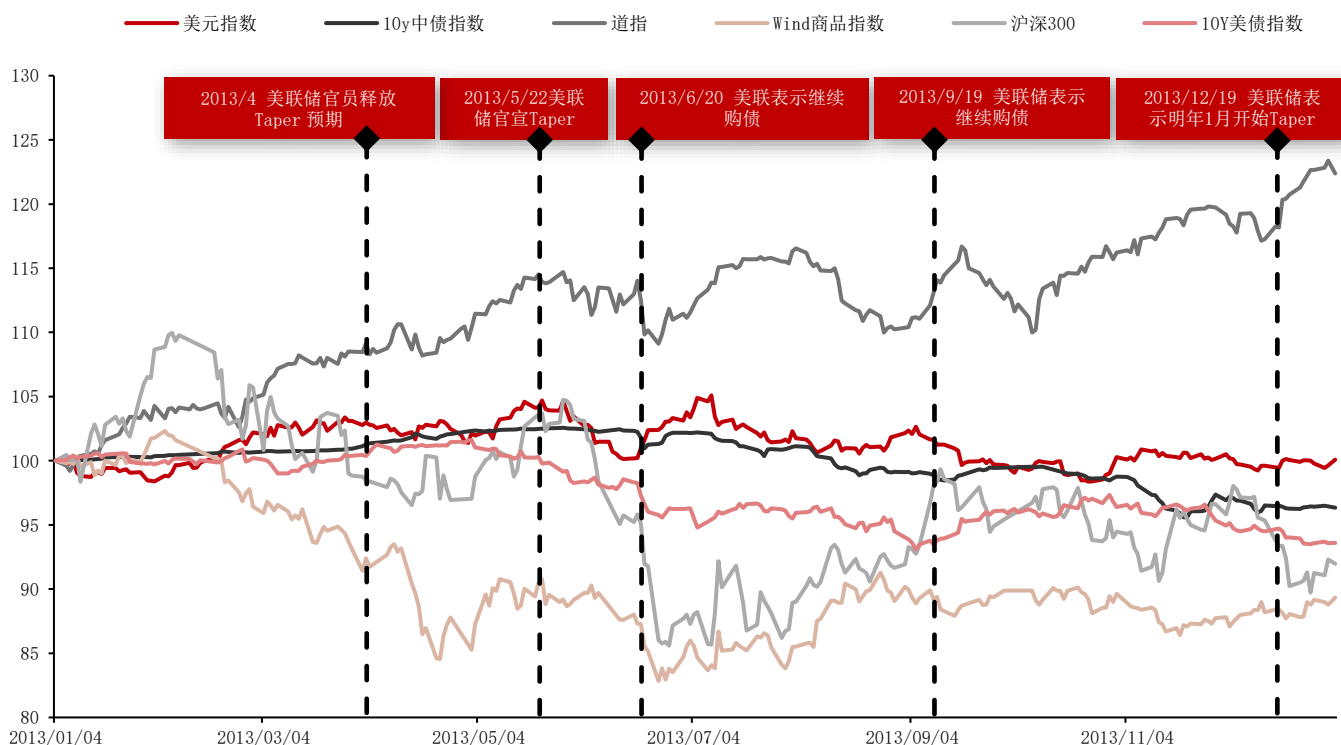
2021 年下半年, 美联储货币政策预期变化将成为影响大类资产走势的重要因素。

我们判断今年 8 月美联储可能会在杰克森霍尔央行会议上公布 Taper 信息, 并且在年底正式公布 Taper 的时间表。从美联储上轮的 Taper 从预期出现到落地的经验来看:

- 1、Taper 预期酝酿阶段资产价格反响较低, 美元指数小幅反弹, 美债利率震荡, 中、美股指延续上行态势;
- 2、美联储官宣 Taper 后资产价格受到较强冲击, 美债利率快速走高, 股指尤其是沪深 300 快速下行, 黄金也录得明显下跌;
- 3、美联储从官宣 Taper 到公布时间表间隔近 7 个月, 期间美联储持续呵护市场, 美债利率宽幅上行, 中、美股指有所反弹;
- 4、Taper 落地后资产价格波动相对较低。

图 93: 历史上美联储 Taper 预期及落地下大类资产的表现 (2013/1/4=100)

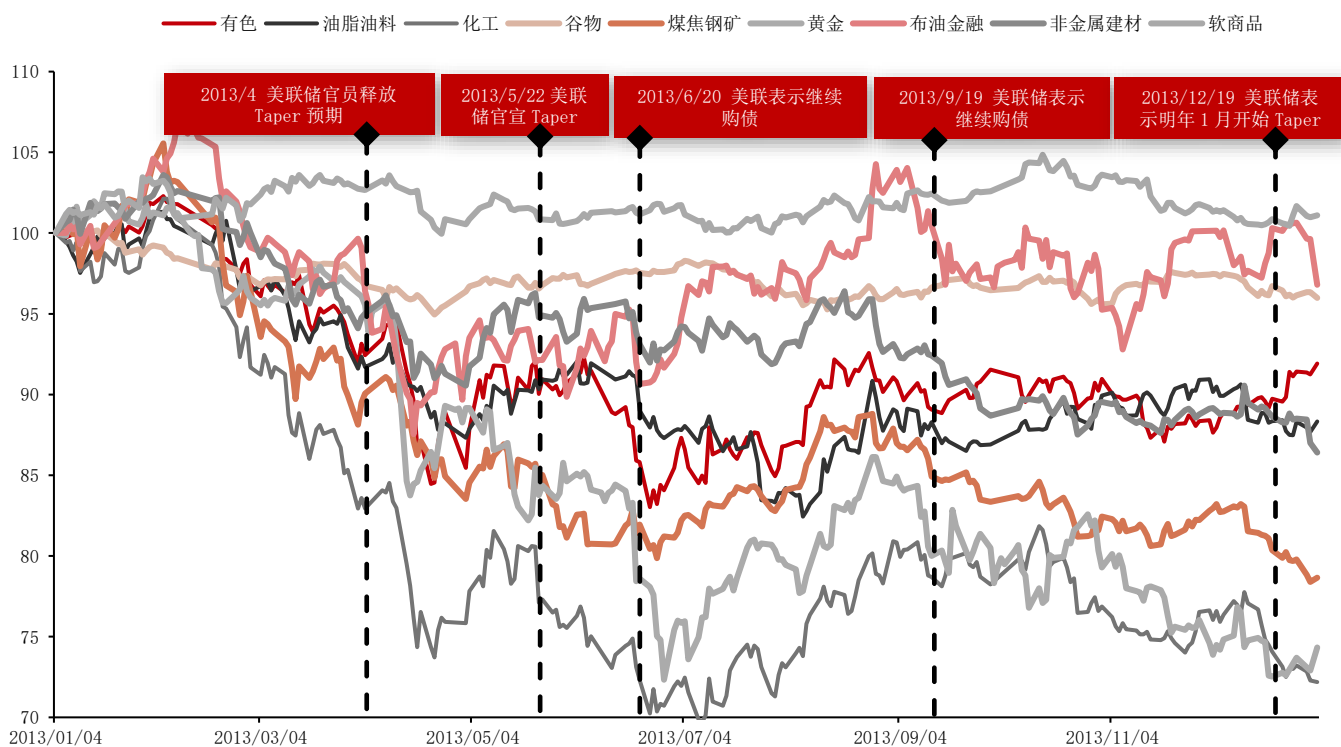
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 94: 历史上美联储 Taper 预期及落地下 Wind 商品指数的表现 (2013/1/4=100)

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

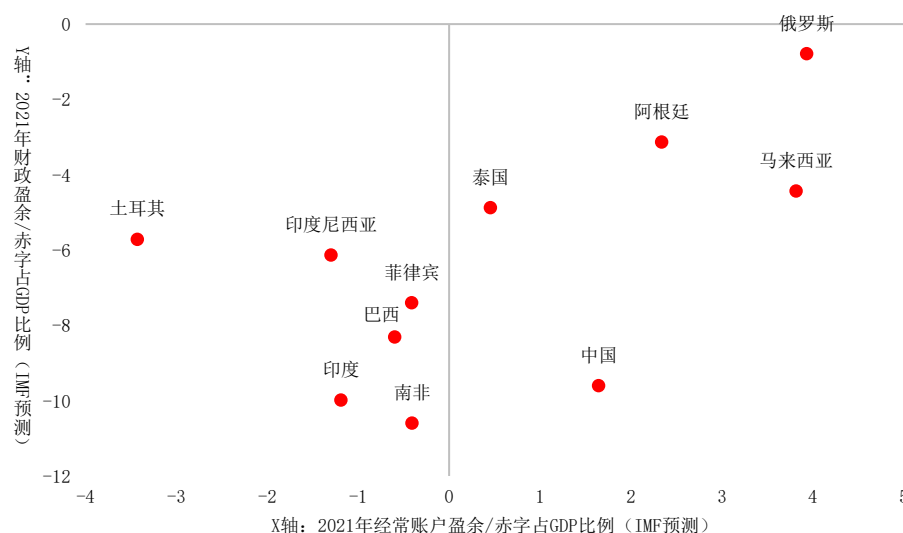
## 六、风险展望和分析

### 6.1 警惕美元收紧趋势下的新兴市场债务违约风险

下半年面对美联储收紧货币的冲击下，新兴市场面临较强的资本外流风险，我们从流动性和备兑能力来寻找相对脆弱的国家。其中，对外依赖程度高、外汇及物资储备低国家，例如巴西、俄罗斯、南非、智利、墨西哥、土耳其、马来西亚、印尼等值得密切关注。一旦资金大幅流出这些相对脆弱的国家，依托在其汇率上的所有资产均将面临抛售的压力，甚至会发生金融危机的风险：1、对外依赖度较高、偿债能力差的国家风险越大，我们选用财政赤字率来衡量政府偿债能力，持续的财政赤字必然意味着政府杠杆率只会越来越高，选取经常账户赤字来衡量对外依赖程度，从2021年数据来看，土耳其风险最大，印度、印尼、巴西、南非、菲律宾等国家风险也值得关注；2、外债占比较高、而外汇储备不足的国家在出现资产抛售、资金外流时金融系统更为脆弱，阿根廷和印度尼西亚2021年一季度的外汇储备甚至都不能覆盖对外债务，菲律宾、马来西亚和巴西等国家仅次之。

此外，部分国家本身经济及货币体系相对脆弱，一旦为了应对美联储收紧货币政策进行提前加息，部分国内股指估值过高，以及杠杆率过高的国家也会面临金融风险，目前土耳其、俄罗斯、巴西等新兴市场国家已经进入了货币紧缩阶段。其中阿根廷、巴西、越南股指风险相对较大，较2016年6月23日涨幅超过200%。印度、土耳其、俄罗斯涨幅也接近200%。

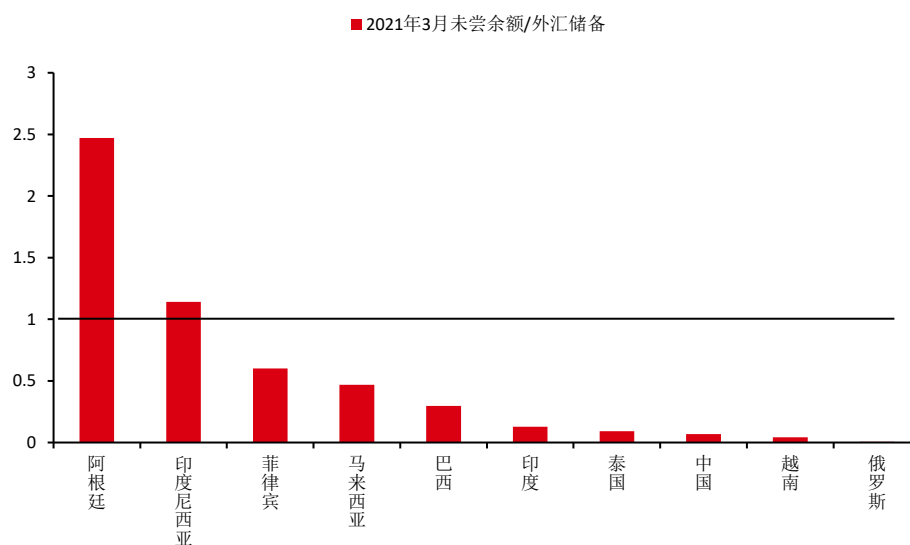
图 95： 主要新兴市场国家财政赤字和经常账户赤字情况 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 96: 主要新兴市场国家外债/外汇储备

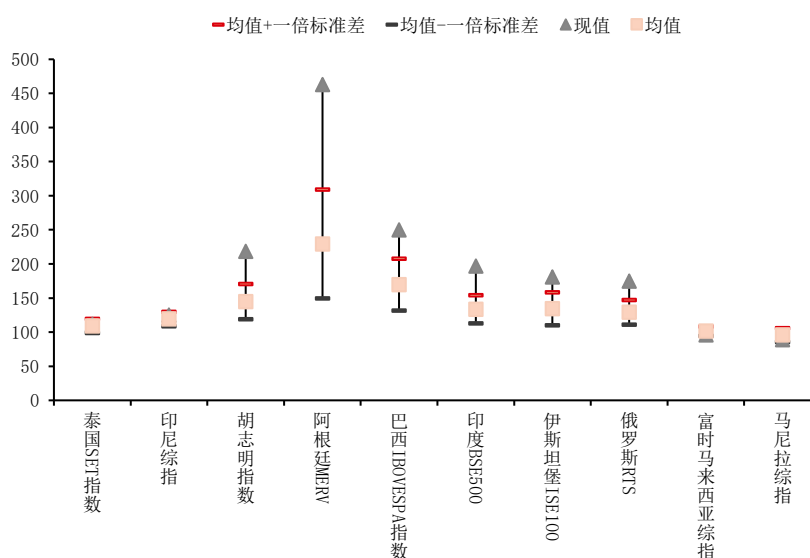
单位: 倍



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 97: 新兴市场国家股指 (2016/6/23=100)

单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 6.2 谨防新型变异病毒突破现有疫苗防护屏障

尽管目前全球疫苗接种进度持续推进, 新增病例也逐步下降, 但也不能完全排除变异病毒风险再度激增的可能。截至 5 月 31 日, 根据世界卫生组织官网的记录, 共记录了 10 种新冠病毒变种, 包含 4 种“须关切变种”及 6 种“待观察变种”。

需要特别指出的是,近期引发国内疫情反复的新冠变种病毒 Delta 呈现出一定突破疫苗防护屏障的迹象。该变种在疫苗接种率接近 50% 的英国引起了新一轮的确诊增长,据英国《卫报》所报道的英国公共卫生署(PHE)数据(6月11日),目前英国 90% 的感染病例,都是由 Delta 变异病毒所致。Delta 变异毒株较过去的原初毒株传播能力提升 100%,并且已经在全球超过 80 个国家出现,它正在成为全球主要流行的新冠病毒变异株。

尽管疫苗仍未失效,但病毒仍在持续变异。好消息是,根据《柳叶刀》的最新研究,目前疫苗对于 Delta 变种的有效性虽然略有降低,但仍然十分显著。该研究估计,辉瑞疫苗对于 Delta 毒株的保护率为 79%,牛津阿斯利康为 60% (但是其他风险较高),而避免重症风险的保护水平,与普通毒株相似。坏消息是新冠病毒仍在持续不断的变异,越南卫生部 5 月 29 日表示,越南发现了一种疑似为 Alpha 和 Delta 混合体的新型变种,这种混合体传播性更强,能在空气中快速传播。因此当下仍处于全球疫苗接种和病毒变异赛跑的关键阶段,变异病毒再度激增的风险不容忽视。

图 98: 英国接近 50% 的疫苗完全接种率却难以抵御 Delta 变种扩散 单位: 例&%



数据来源: Wind 华泰期货研究院



## ● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)