

## 中信证券研究部



**诸建芳**  
首席经济学家  
S1010510120003



**崔嶸**  
首席海外宏观分析师  
S1010517040001



联系人：蔡尚佑

## 核心观点

**预计下半年全球经济复苏推向高潮，但力度仍有分化。欧美经济将明显修复，美国年内需求 Q2 环比改善幅度最大。欧美货币宽松基调延续，财政刺激渐次实施。配置方面，估值驱动将让位于盈利增长驱动，风险资产下半年可能震荡走高，我们看好股票 > 大宗 > 债券。**

■ **2021 年 H2 全球经济复苏推向高潮，但力度仍有分化。**预期下半年全球经济复苏有三个主要特征：1) 疫苗接种加快、刺激政策落地进一步强化全球经济复苏预期，我们上调了今年和下半年的全球 GDP 增速预测；2) 疫苗接种进度不同步决定了国别间经济修复仍有分化，预计发达国家复苏进度领先新兴国家；3) 预计 2021 年底全球经济相对疫情前趋势值的缺口在 2 万亿美元左右，完全恢复正常至少要到 2022 年后。基准情形下，预计 2021 年全球经济增速将达 6% 左右。下半年欧美经济将明显修复。美国供需缺口有望收敛，服务消费将接力商品消费成为主要支撑。欧元区下半年财政发力将助推经济上行。我们预计 2021 年美国、欧元区、日本的实际 GDP 增速分别达 7.0%、4.1%、2.0%，其中美国 Q2 环比改善幅度最大。

■ **美国整体通胀自 Q2 高点逐步回落至 2-3% 左右。**低基数因素和后疫情时期经济繁荣存在的扭曲是美国通胀 Q2 同比异常高值的主因。下半年随着美国接近“群体免疫”，生产端的逐步恢复趋势仍是大概率事件，而需求端在财政补贴退坡后的支撑力度可能减弱，供需缺口有望在 Q3 后逐步收敛。此外，预计全球芯片短缺的问题会在 2021H2 有所好转，对美国核心 CPI 的影响有限；预计年末美国整体通胀同比自 Q2 高点回落至 2-3% 左右。

■ **美联储下半年将释放 Tapering 信号，欧央行货币正常化相对滞后。**未来一年美联储货币政策制定的侧重点在就业而非通胀，下半年美国就业市场供给恢复有望加快，明年中期美国实现充分就业的概率大，支持美联储 Tapering 开启。我们预计年内在 8-9 月份美联储会逐步向市场释放未来缩减 QE 的预期；Q4 公布相关细节计划，年底或明年初执行 Tapering。预计欧央行货币正常化的时点将明显滞后于美联储，PEPP 计划至少持续至 2022 年 3 月，边际政策收紧最早可能出现在 2022 年中期。

■ **拜登基建与欧洲复苏基金将在下半年落地，关注拜登加税幅度。**预计拜登的基建计划大概率在今年 9-10 月通过“预算调节”方式落地。拜登的基建相关支出主要通过提高企业和居民税率来实现，尽可能平衡赤字。我们预计拜登政府将会采取循序渐进的做法，初期的加税规模会有一定折扣，企业所得税税率可能从 21% 上调至 25%。欧洲方面，复苏基金有望在今年 6-7 月获得最终批准，可能于 2021 年 7 月开始正式投资支出，对 Q3 欧洲经济、特别是受疫情冲击较严重的边缘国家经济带来明显提振。

■ **资产配置建议：风险资产震荡走高，股票 > 大宗 > 债券。**在疫苗广泛有效应用的假设下，预计发达国家经济复苏将推向高潮，新兴国家经济复苏力度尽管存在差异且滞后于发达国家，但也处于边际改善的趋势。通胀预期 Q2 冲高后回落，但预计在 2021H2 整体需求恢复背景下，通胀中长期上行的预期仍难以证伪。美联储货币宽松基调延续，但正常化预期渐起，财政支出计划渐次实施，但以平衡赤字并举的方式推进。流动性盛宴下的估值驱动将让位于盈利增长驱动，风险资产下半年可能震荡走高，我们看好股票 > 大宗 > 债券。

■ **风险因素：**下半年主要风险来自全球新冠疫情的反复和美国政策的不确定性。

## 目录

<b>宏观经济展望 .....</b>	<b>1</b>
经济增长：全球复苏推向高潮，但力度仍有分化 .....	1
通货膨胀：下半年“冲高回落”，中长期取决于政策方向 .....	9
货币政策：货币宽松基调延续，正常化预期渐起 .....	12
财政政策：财政支出渐次推进，平衡赤字并举 .....	16
<b>大类资产配置 .....</b>	<b>19</b>
债券：长端美债收益率缓步上行，警惕实际利率冲击 .....	19
汇率：预计美元指数 Q3 末可能由弱转强 .....	20
大宗：短期仍受益，逢高可减仓 .....	20
股票：盈利支撑美股牛市后半场，波动可能加大 .....	21
资产配置建议：风险资产震荡走高，股票>大宗>债券 .....	22
<b>风险因素 .....</b>	<b>23</b>

## 插图目录

图 1：基准情形下 2021 年全球经济预计增长将达到 6%左右	2
图 2：2021 年全球经济增长预测相比去年底预期有所上调	3
图 3：美国财政刺激计划对全球经济的外溢效应显著	3
图 4：当前疫苗种类超过 10 多种，但仅有 4 种疫苗覆盖超过 40 个国家，仍有大量国家未有疫苗覆盖	3
图 5：当前疫苗接种最快的国家包括以色列、英国、美国等	4
图 6：今年年底之前全球各国经济复苏的分化还会进一步加大	4
图 7：基准假设下，2021 年年底全球经济 GDP 缺口在 2 万亿美元左右，完全恢复正常至少要到 2022 年之后	5
图 8：相比 08 年金融危机，去年以来美国供需缺口显著扩大	6
图 9：美国居民消费支出环比变化	6
图 10：美国 2021 年 GDP 预测（同比与环比折年率）	7
图 11：欧洲边缘国家的财政刺激力度较弱	8
图 12：欧洲复苏基金将主要分配给边缘国家	8
图 13：日本新冠疫情持续，疫苗接种进度偏慢	9
图 14：日本财政刺激力度明显弱于美国	9
图 15：美国供给恢复显著慢于消费	10
图 16：供需缺口与美国通胀预期	10
图 17：美国 CPI 权重中服务类大于商品类价格	10
图 18：台积电和三星营收成本彭博一致预期预示 9 月芯片短缺缓解	10
图 19：2021 年美国 CPI 价格走势预测	11
图 20：2021 年美国 PCE 价格走势预测	11
图 21：预计 2022 年中期美国就业接近恢复至疫情前水平	12
图 22：美国职位空缺率、离职率反映就业需求旺盛	12
图 23：美联储资产负债表规模与结构变化	14
图 24：美联储未来三年的购债节奏	14
图 25：欧央行资产负债表规模与结构变化	15
图 26：欧洲复苏基金推行时间线	18
图 27：美国 10 年期国债收益率与经济增长走势	19
图 28：10 年期美债利率与实际利率走势	19
图 29：美国和日本 2 年期国债收益率利差	20
图 30：美国和中国 2 年期国债收益率利差	20
图 31：全球原油供给与需求将逐步正常化，且趋于平衡	21
图 32：预计下半年油价中枢维持在 60-65 美元	21
图 33：CRB 现货价格走势与全球经济增长	21
图 34：黄金价格与实际利率、通胀预期走势	21
图 35：标普 500 指数表现贡献分解	22
图 36：美联储货币流动性边际趋紧	22
图 37：美股以 CAPE 计算的风险溢价变化	22
图 38：美股 SP500 指数 2021 年行业盈利预测	22
图 39：2021 年以来大类资产总回报率表现	23
图 40：未来 6 个月大类资产配置建议	23

## 表格目录

表 1：2020 年除中国外全球主要国家经济均出现较大幅度的下滑.....	1
表 2：全球主要经济体实际 GDP 增速和 CPI 预测.....	9
表 3：美联储 QE 操作的历史回顾.....	13
表 4：欧央行自 2020 年疫情爆发以来采取的主要宽松措施 .....	15
表 5：拜登主要的计划加税措施和未来税收收入拆分 .....	17
表 6：欧洲复苏基金的投向 .....	18
表 7：2021 年 H2 全球大类资产配置建议.....	23

## ■ 宏观经济展望

### 经济增长：全球复苏推向高潮，但力度仍有分化

距离 2020 年初新冠疫情爆发已过去一年，疫情带来的地区封锁给全球经济造成了巨大冲击。回顾过去五年，各国经济增长自 2017 年之后均出现了不同程度的放缓，大部分国家在 2019 年都进入了低增长的状态，而新冠疫情则进一步加速了全球经济的下滑。2020 年全球 GDP 总量萎缩 3.3%，贸易总量下滑 8.5%，经济衰退程度完全不亚于次贷危机时期。分国家来看，2020 年美国实际 GDP 同比下滑 3.5%，欧元区下滑 6.6%，日本下滑 4.8%，新兴市场国家除中国外包括印度、南非、巴西等国均出现了较大幅度的下滑。

表 1：2020 年除中国外全球主要国家经济均出现较大幅度的下滑

实际 GDP 同比 (%)	2017	2018	2019	2020	2021E
全球	3.8	3.6	2.8	-3.3	6.0
发达经济体	2.4	2.2	1.6	-4.7	5.1
美国	2.2	2.9	2.2	-3.5	6.4
欧元区	2.4	1.9	1.3	-6.6	4.4
德国	2.5	1.5	0.6	-4.9	3.6
法国	2.3	1.7	1.5	-8.2	5.8
意大利	1.6	0.8	0.3	-8.9	4.2
西班牙	3.0	2.4	2.0	-11.0	6.4
日本	1.9	0.3	0.3	-4.8	3.3
英国	1.8	1.3	1.4	-9.9	5.3
加拿大	3.0	2.0	1.9	-5.4	5.0
新兴市场和发展中经济体	4.7	4.5	3.6	-2.4	6.7
中国	6.9	6.7	6.0	2.3	8.4
俄罗斯	1.5	2.5	1.3	-3.1	3.8
巴西	1.1	1.3	1.4	-4.1	3.7
南非	1.3	0.8	0.2	-7.0	3.1
印度	6.7	6.1	4.2	-8.0	12.5

资料来源：IMF 预测，Bloomberg，中信证券研究部

在各国政府的大规模政策刺激下，全球经济自 2020 年下半年开始复苏。一方面，各国疫情从去年下半年开始改善，新冠病毒的死亡率明显降低，疫苗接种也在逐步进行，部分经济限制逐渐开始解除；另一方面，全球各国政府纷纷推出了大规模的财政和货币刺激，各国需求修复相对较快，特别是商品消费的需求快速回到了疫情前的水平。当前全球经济正处于疫情影响逐渐弱化，发达经济体经济加速修复的阶段。

展望下半年，预计全球经济复苏有三个主要特征：

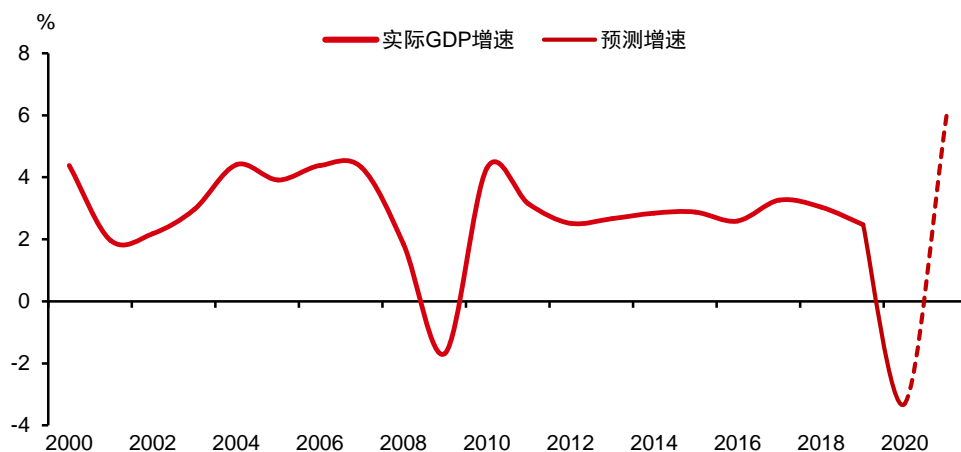
第一， 疫苗接种加快强化全球经济复苏预期；

第二， 疫苗接种进度不同步决定了国别间经济修复仍有分化；

第三， 基准情形下，全球经济完全恢复正常至少要到 2022 年之后。

毫无疑问，下半年全球经济恢复的程度和节奏与疫苗和疫情的变化息息相关。基准情形下，我们预计疫苗将在今年的二三季度逐步普及，欧美主要发达国家在今年下半年有望实现群体免疫，新兴市场大概滞后一年时间，在 2022 年实现群体免疫。在此假设下，**我们预计 2021 年全球经济增速将达到 6% 左右**，Q2 将是全球经济环比增速最快的时期，欧美主要发达国家是下半年全球经济恢复的主力军，在低基数下有望实现较高增长。

图 1：基准情形下 2021 年全球经济预计增长将达到 6% 左右



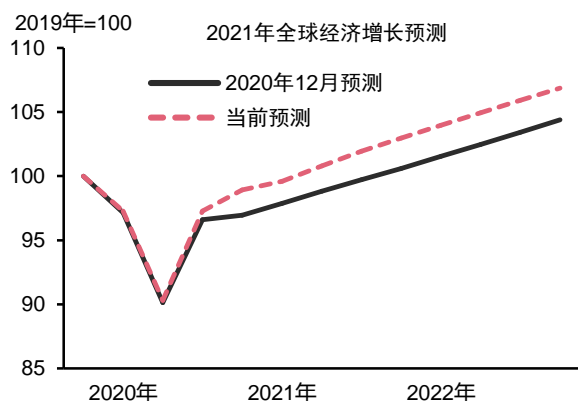
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部预测

### 特征一：疫苗接种加快强化全球经济复苏预期

相比于去年底的预期，我们上调了今年和下半年的全球 GDP 增速预测。主要基于两点原因：1）主要国家的疫苗接种进度比预期更快。去年年底我们预计美国最早要到 2020 年 12 月底批准疫苗上市，预计到 2021 年 Q2 末近一半美国人接种疫苗。但从实际疫苗的接种进度来看，辉瑞疫苗在去年 12 月初就获得了美国政府的特许批准，12 月底就开始在美国大量接种，到今年 3 月份，美国每百人疫苗接种量已经超过 40 剂，截至目前已经超过 70 剂/百人，接种进度明显好于预期。此外，英国和欧洲的疫苗接种进度也较快，近期有明显的加速迹象。按照当前的接种进度测算，预计美国和英国到 6 月底-7 月就能接近群体免疫，大部分欧洲国家有望在年底或明年年初接近群体免疫。2）各国财政刺激力度较强，其中美国财政刺激计划对全球经济的外溢效应显著。今年 3 月中旬落地的美国抗疫财政刺激规模为 1.9 万亿美元，与去年底 9000 亿美元的财政刺激合在一起总规模接近 3 万亿美元，这些都将在今年落地并实施，预计将对短期美国经济带来较强的拉动，同时还会对其他国家产生较强的需求外溢效应。根据 OECD 测算，美国今年的财政刺激政策将会拉动美国经济增长相比之前增长 3.8%，同时拉动全球经济增长 1.1%，对加拿大、日本、欧元区、中国等国都有明显的外溢效应。

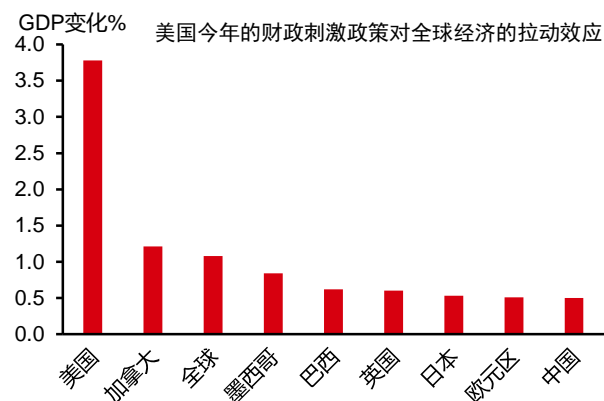


图 2：2021 年全球经济增长预测相比去年底的预期有所上调



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部预测

图 3：美国财政刺激计划对全球经济的外溢效应显著

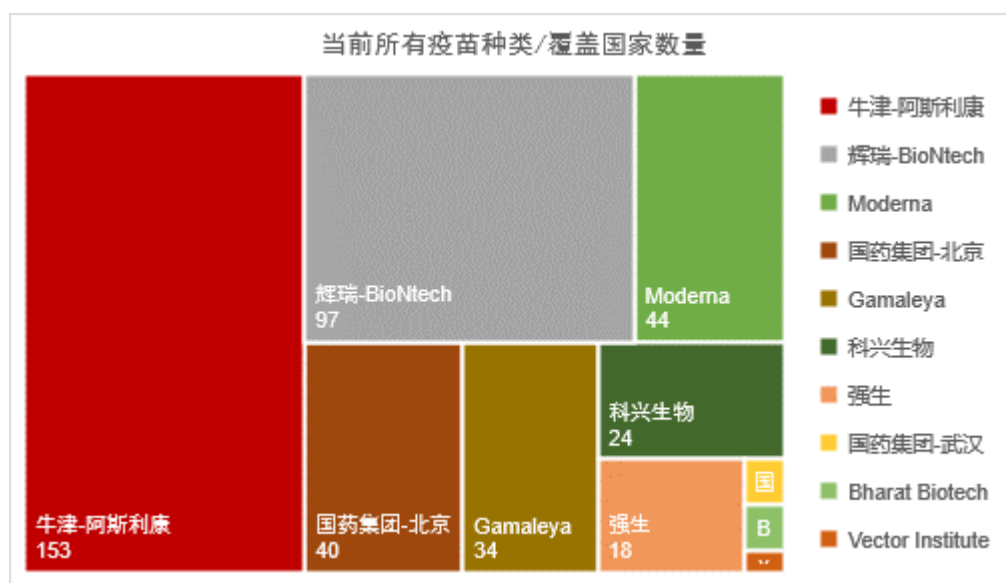


资料来源：Bloomberg，OECD 预测，中信证券研究部

### 特征二：疫苗接种进度不同步决定了国别间经济修复仍有分化

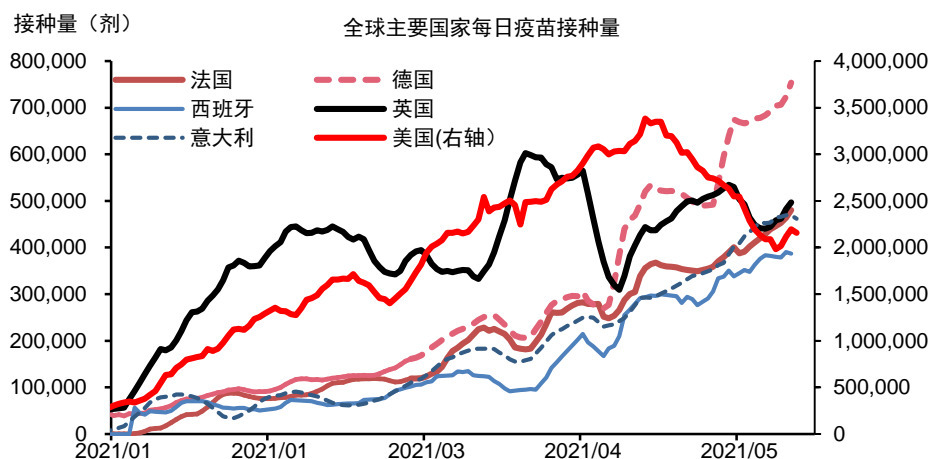
从国家和地区层面来看，预计下半年全球各国经济复苏仍有分化，主要原因在于疫苗储备和接种进度的不同步。从当前的疫苗种类来看，累计已经有超过 10 种上市疫苗可供接种，但其中仅有包括牛津-阿斯利康、辉瑞-BioNtech、Moderna 以及中国国药集团疫苗 4 种疫苗覆盖超过 40 个国家，仍有近 1/4 的国家尚未有疫苗覆盖，剩下大部分国家也仅有一种疫苗可供接种。同时，现有苗覆盖的国家疫苗接种的进度也分化较大。其中疫苗接种最快的国家包括以色列、英国、美国等国，接种疫苗的人口占比已经达到 40%-60%；但目前仍有 80% 左右的国家接种人口比例仍低于 10%。疫苗储备和接种进度的不同步意味着下半年各国经济修复仍有分化。根据 OECD 的预测，到 2021 年 Q4 大部分发展中国家相距疫情前的 GDP 缺口仍然较大，而美国 GDP 缺口有望在年底接近转正，日本、德国的缺口也好于全球平均水平，而印度、西班牙、英国等表现相对较弱。

图 4：当前疫苗种类超过 10 多种，但仅有 4 种疫苗覆盖超过 40 个国家，仍有大量国家未有疫苗覆盖



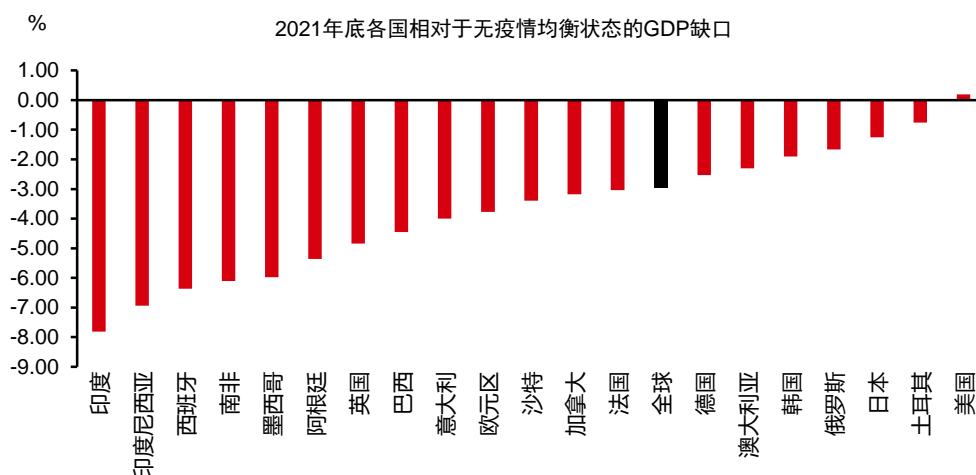
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 5：当前疫苗接种最快的国家包括以色列、英国、美国等



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 6：今年年底之前全球各国经济复苏的分化还会进一步加大



资料来源：OECD 预测，中信证券研究部

### 特征三：基准情形下，全球经济完全恢复正常至少要到 2022 年之后

疫情演化和疫苗接种进度仍是下半年影响全球经济复苏的最大变量，主要的下行风险在于疫苗接种进度偏慢（可能由于疫苗储备不够或接种意愿不强）以及新冠病毒变异导致疫情反复或疫苗失效，对应的经济增长将会受到明显抑制。当然，如果疫苗接种进度加快，封锁措施解除之后疫情也没有大规模反复，则全球经济复苏可能会比预期更加乐观。

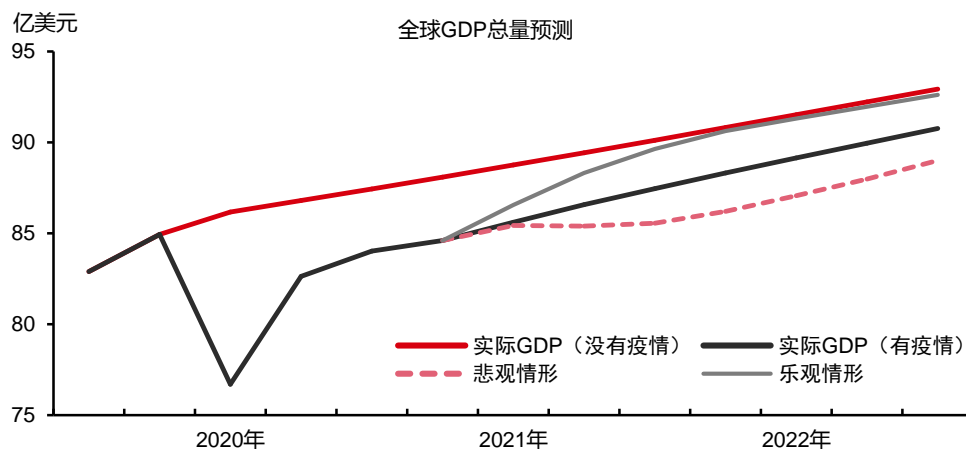
**基准情形下，预计 2021 年全球经济增速将达到 6% 左右。**对应的假设是疫苗将在今年的二三季度逐步普及，欧美主要发达国家在今年下半年有望实现群体免疫，新兴市场滞后一年时间（2022 年）实现群体免疫。预计到 2021 年年底，全球经济修复后的 GDP 缺口（相对于疫情前趋势值）在 2 万亿美元左右，完全恢复正常至少要到 2022 年之后。



**乐观情形下，预计 2021 年全球经济增速将达到 7%以上。**假设疫苗在二三季度快速推进，疫情明显改善，大部分国家群体免疫的时点提前。在此情形下，全球经济在下半年有望加速恢复，到 2021 年年底，全球经济就能恢复至接近疫情前的水平。

**悲观情形下，预计 2021 年全球经济增速仅为 4.5%左右。**假设主要国家疫苗接种意愿下降或病毒变异导致疫苗接种进度显著低于预期，新冠病毒变异导致疫情大规模反复，大部分国家群体免疫的时点延后至少半年至一年。在此情形下，全球经济在下半年将难以出现明显反弹，到 2021 年年底全球经济的修复缺口预计将从基准情形的 2 万亿美元扩大至 5 万亿美元，恢复至正常状态的时点进一步延后。

图 7：基准假设下，2021 年年底全球经济 GDP 缺口在 2 万亿美元左右，完全恢复正常至少要到 2022 年之后



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部预测

## 美国：下半年服务消费有望接力，供需缺口逐步收敛

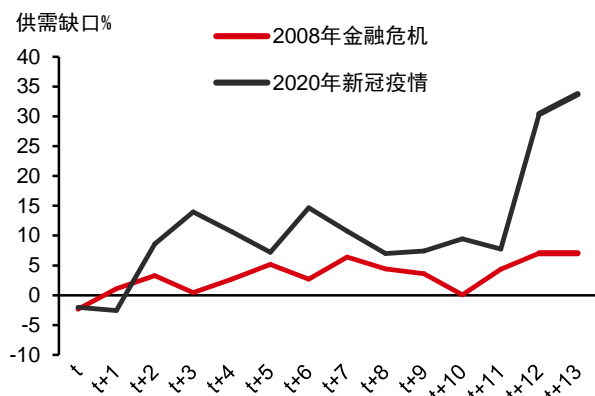
**美国供需缺口有望在 Q2-Q3 较快收敛。**自去年新冠疫情爆发以来，美国国内的供需缺口明显扩大。如果我们以 08 年金融危机作为一个参考样本，在同样经济大幅下滑的阶段，2020 年的新冠疫情带来的供需缺口变化要显著得多，且近期尚未出现收敛迹象。究其原因，美国需求端在大规模财政刺激政策的保护下冲击相对较小，尤其是居民商品消费甚至还高于疫情前的状态，相反生产端受到经济封锁和社交隔离的抑制下滑较多，导致美国的供需缺口出现了持续扩大的情况。这充分体现了 2020 年新冠疫情对经济供需两端的冲击与传统经济危机有本质的差异。传统的经济危机往往带来的是供需同时萎缩，而这一轮疫情带来的主要是供给端的限制，需求端反而表现相对稳定。往后看，下半年关注的美国经济修复的重点也主要在供给端的变化，核心取决于疫苗接种和疫情的走势。当前美国有大量的疫苗储备、疫苗接种进度也较快，预计在 6 月底-7 月就能接近群体免疫，因此，我们预计下半年美国供给端受到的限制将会逐渐解除，供需缺口有望在 Q2-Q3 较快收敛。

**服务消费有望接力支撑美国经济恢复。**疫苗接种和疫情好转的意义除了帮助供给尽快恢复，也能推动受疫情影响较大的服务业更早地回归正常，因此下半年需求端的服务消费回升可能成为美国经济恢复的主要亮点。去年至今，美国商品消费一直表现较好，背后主要的推动因素来自于美国多轮财政刺激政策。从去年 4 月的 2 万亿美元《CARES 法案》

到今年累计 3 万亿美元的抗疫财政刺激政策，均包含大量直接向居民和小企业提供的现金补贴和转移支付，很好地保护了美国居民和小企业的现金流，这对短期商品需求有显著拉动，而服务消费受限于场景缺失而表现较弱。但今年随着美国国内疫苗接种的快速推进，服务消费也逐渐开始有所起色。5 月 13 日美国 CDC 再次放松了社交隔离规定，允许已经完全接种的美国人在室内和绝大部分室外活动都可以不用戴口罩，鼓励接种疫苗的群众回归正常生活。这也意味着后续服务消费，特别是一些需要接触场景的行业，包括餐饮、住宿、旅游等可能会快速恢复。

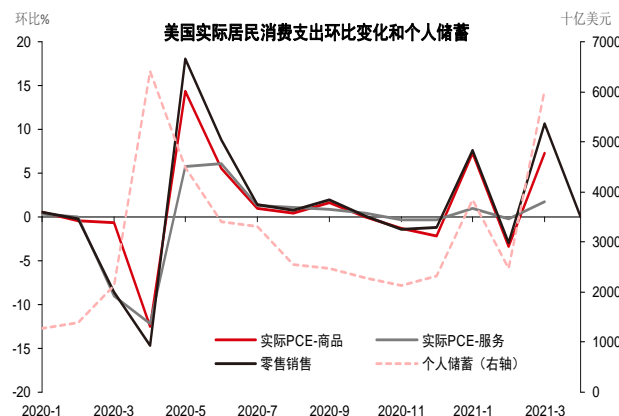
**预计美国年内需求 Q2 环比改善幅度最大。**展望下半年，考虑到疫情对生产端和消费场景的限制逐渐解除，我们对 Q2-Q3 美国经济的恢复相对乐观，在此期间预计美国经济将会迎来一轮明显的修复，疫情导致的供需缺口有望收敛，服务消费有望接力商品消费成为支撑美国经济恢复的主要动能。我们预计 2021 年美国实际 GDP 将增长 7.0%，今年 Q2-Q3 经济将明显改善，环比折年率预计分别为 10.0%、6.8%，其中需求 Q2 环比改善幅度最大。今年下半年到明年 Q2 美国经济增长动能将会逐步放缓，预计环比折年率从 6-7% 回落至 3% 左右。

图 8：相比 08 年金融危机，去年以来美国供需缺口显著扩大



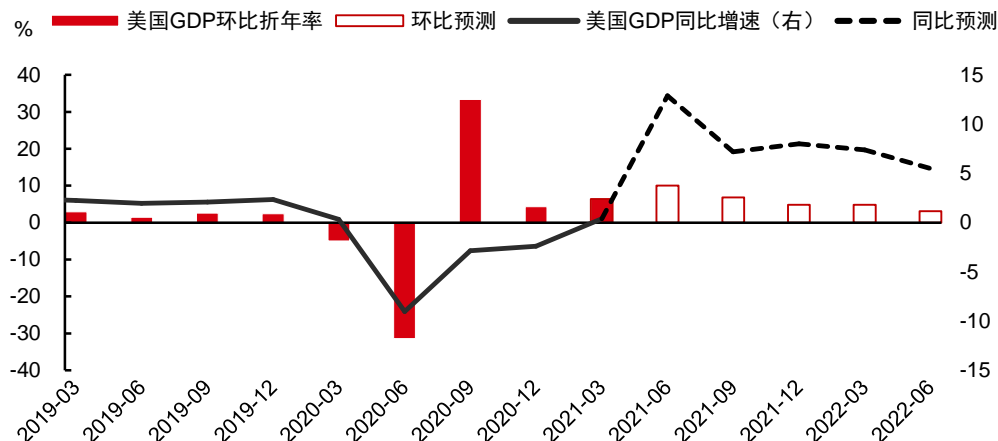
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部；t 分别为两次危机的起始点，定义金融危机 t=2008 年 11 月，新冠疫情 t=2020 年 3 月。

图 9：美国居民消费支出环比变化（%）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 10：美国 2021 年 GDP 预测（同比与环比折年率）



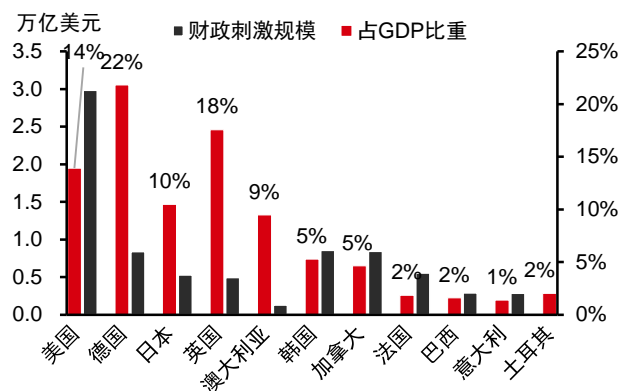
资料来源：BEA, Bloomberg, 中信证券研究部预测

## 欧元区：下半年财政发力助推经济上行

**欧元区经济去年受到疫情的冲击较大。**2020 年欧元区 GDP 总量萎缩 6.6%，总体经济表现弱于美国。主要原因有三个方面：1）欧元区的新感染率和死亡率都偏高，去年下半年又经历了第二波疫情爆发，封锁措施再度加速了欧元区经济下滑；2）欧洲财政政策刺激力度相对弱于美国，特别是一些边缘国家，比如西班牙、意大利等国受到债务约束限制无法扩张赤字；3）欧元区自身经济动能偏弱，长期债务问题一直困扰欧元区多个国家的经济发展，负利率又约束了货币政策可以发挥作用的空间，经济较长时间处于低增长状态。因此总体来看，欧元区经济去年表现相对更差，整体下滑幅度明显大于美国。

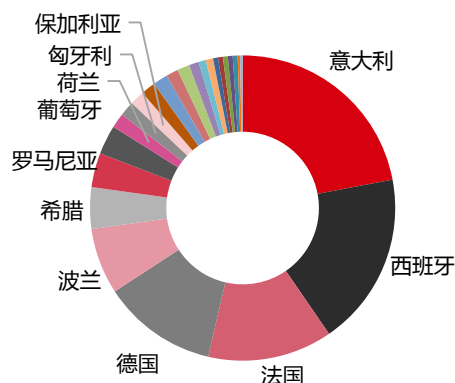
**下半年财政复苏基金将助推欧元区经济回升。**近期欧洲疫苗接种进度有所加快，疫苗储备充足，同时考虑到下半年财政刺激政策（欧洲复苏基金）将逐步落地实施，我们预计下半年欧洲经济也将迎来一轮上行，预计 2021 年欧元区经济增速为 4.1% 左右。欧洲复苏基金很可能将于今年 7 月正式开始发放。由于该计划的资金将主要用于今年下半年和明年的经济支持，且主要用于支持经济基础较差的边缘国家，包括意大利、西班牙等。因此，我们预计今年下半年复苏基金落地有望对欧元区，特别是受疫情冲击较严重的国家和地区经济带来明显提振。不过，长期的债务和负利率问题使得欧元区经济缺乏明显内生性增长动能，特别是南欧国家的负债较高、产业优势较弱，疫情加剧了这些脆弱经济体的衰退和债务风险。因此我们预计下半年欧元区经济恢复有亮点，但到明年整体的经济动能依然偏弱。

图 11：欧洲边缘国家的财政刺激力度较弱



资料来源：IMF, Bloomberg, 中信证券研究部

图 12：欧洲复苏基金将主要分配给边缘国家



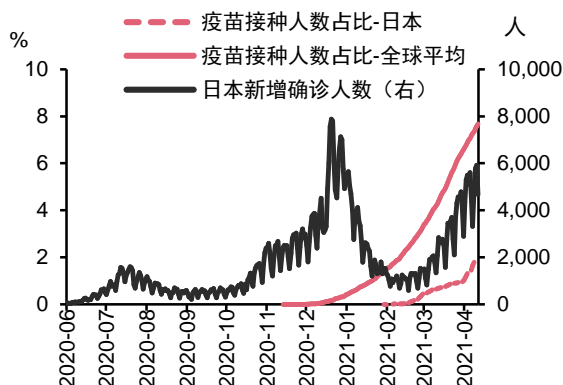
资料来源：欧盟, 中信证券研究部

## 日本：下半年经济恢复动能不及欧美

**日本疫情发展仍面临较大不确定性。**当前日本疫情进一步蔓延，5 月每日新增确诊人数超 5000 人，接近去年疫情最严重时的高点，且尚未有拐点向下的趋势。4 月 23 日日本政府曾第三度重启“紧急状态”，5 月 14 日日本首相菅义伟再度将原本到期的“紧急状态”延长至 5 月底，并扩大了“紧急状态”的州县范围。与此同时，当前日本疫苗接种人数（至少接种一剂）占比不到 2%，远低于全球平均的 8%，接种进度偏慢也意味着日本距离群体免疫仍有较长的路要走，因此当务之急依然是防范疫情，短期疫情反复以及随之而来的新封锁措施对经济的冲击仍然十分显著。

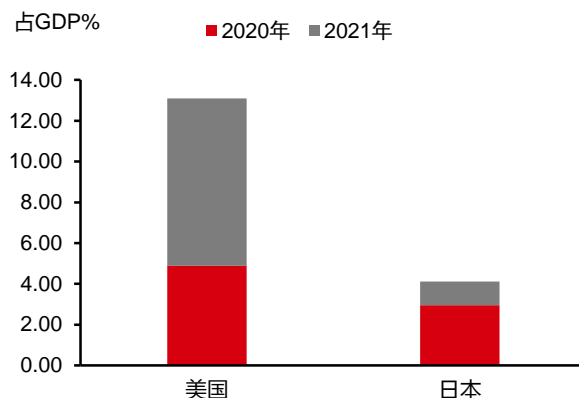
**预计下半年日本经济恢复动能不及欧美。**从今年下半年日本的经济增长路径来看，我们预计日本 Q3 经济增长依然较慢，最早在今年 Q4 才可能出现较快的经济修复，但难有大的起色。一方面是由于疫情的再度爆发和新的经济封锁措施延后了经济恢复的时点；同时日本大规模接种疫苗的时间可能也会相应推迟至今年的 7-8 月。另一方面，日本财政刺激力度偏弱，近两年的累计财政支出仅为 4% 左右，显著低于美国，再加上日本经济本身也缺乏足够的内生增长动能，如果疫情没有得到良好控制，今年的东京奥运会即使召开也只能采取无观众模式，这意味着东京奥运会给日本政府带来的经济成本将会明显大于收益。综合考虑以上因素，我们预计 2021 年日本经济增速在 2%-2.5% 左右，不及欧美经济增速。

图 13: 日本新冠疫情持续, 疫苗接种进度偏慢



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

图 14: 日本财政刺激力度明显弱于美国



资料来源: OECD, 中信证券研究部 注: 2021 年数据截至 5 月 15 日

表 2: 全球主要经济体实际 GDP 增速和 CPI 预测 (E 表示预测值)

	2020Q4	2021				2020 年	2021 年 E	2022 年 E
		Q1	Q2E	Q3E	Q4E			
GDP 增速								
美国	4.3	6.4	10.0	6.8	4.8	-3.5	7.0	4.0
欧元区	-2.8	-2.4	5.6	8.5	4.9	-6.6	4.1	4.2
日本	11.6	-5.1	5.0	4.5	2.3	-4.7	2.0	2.1
CPI 同比								
美国	1.3	1.9	3.8	3.3	3.3	1.2	3.0	2.3
欧元区	-0.3	1.0	1.7	2.0	2.3	0.3	1.7	1.3
日本	-0.8	-0.4	-0.1	0.1	0.8	0.0	0.1	0.6

资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部预测; 预测值中季度值为实际 GDP 环比折年率, 年度值为同比增速

## 通货膨胀: 下半年“冲高回落”, 中长期取决于政策方向

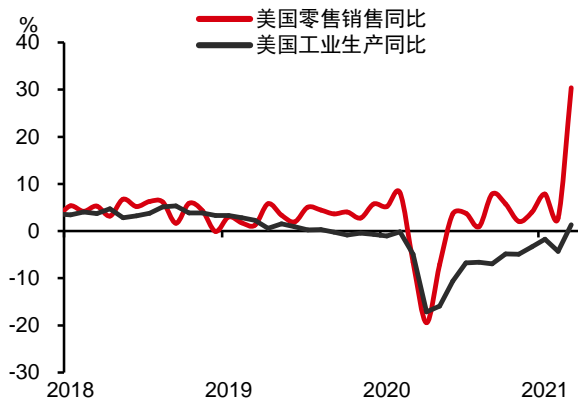
全球通胀的上行风险主要来自美国。后疫情时代全球通胀修复的不均衡性不仅表现在资源品供需错配下的阶段性价格上涨, 而且各国因政策着力点的不同而表现出终端通胀压力的差异。前者主要对资源品依赖国带来较大的输入通胀压力, 而后者则主要集中在财政刺激力度空前的美国。不过, 我们认为, 低基数因素和后疫情时期经济繁荣存在的扭曲是美国通胀 Q2 同比异常高值的主因, 而下半年美国整体通胀应会从 Q2-Q3 的暂时性高通胀逐步回归常态。中长期来看, 拜登后续大规模基建/家庭投资计划是否可持续, 能否通过提升工会权力和最低薪资保障、减缓贫富差距等来解决劳动力市场的结构性问题, 进而根本上扭转持续多年的“扁平的菲利普曲线”是中长期美国通胀上行压力需要关注的核心问题。

从供需的维度, 美国通胀预期将伴随供需正常化而冲高回落。2020H2 以来, 欧美疫情反复使得海外的供给恢复显著慢于需求, 以美国为主的发达国家在大规模财政刺激的推动下国内需求显著回升, 因此海外供需错配推升大宗资源品价格的同时也抬升了全球通胀预期。历史数据显示, 每当美国的供需缺口转正都会带来美国通胀预期的快速上行, 这一轮通胀预期的持续上升也不例外, 更多源于供需缺口扩大的影响, 而非全球经济需求过热。在当前拜登政府的财政刺激力度不减的情形下, 预计美国居民的消费需求仍会维持旺盛,



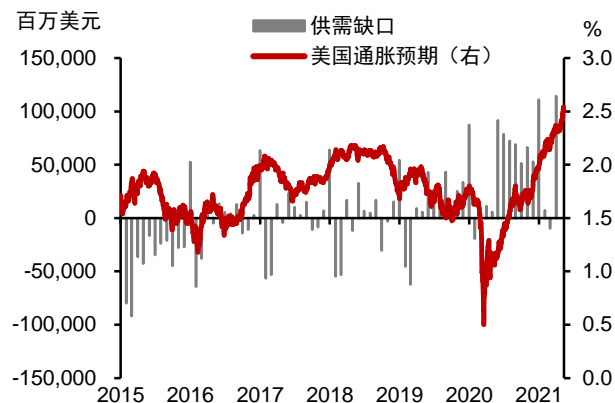
供给端完全恢复仍需要一段时间，通胀预期仍会维持在相对高位。但是，2021H2 随着欧美国接近“群体免疫”，海外生产端的逐步恢复趋势仍是大概率事件，而需求端在财政补贴退坡后的支撑力度也会减弱，供需缺口有望在 Q3 之后逐步收敛，这意味着通胀预期可能伴随供需正常化而出现冲高回落的走势。

图 15：美国供给恢复显著慢于消费



资料来源：BEA, Bloomberg, 中信证券研究部

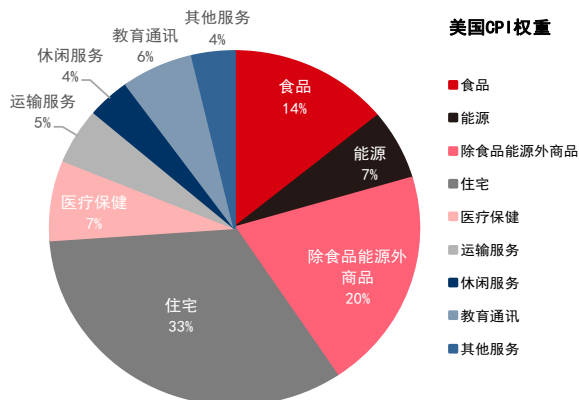
图 16：供需缺口与美国通胀预期



资料来源：BLS, Bloomberg, 中信证券研究部

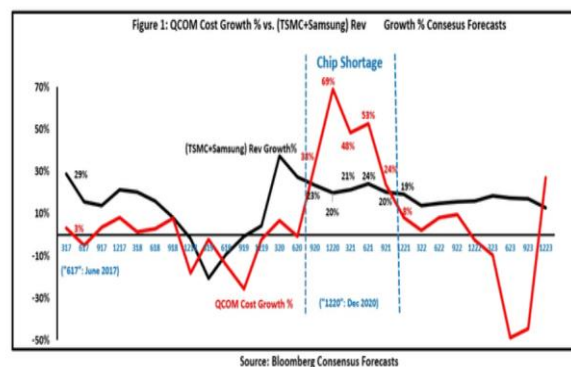
**全球供应链冲击（芯片短缺）对美国核心 CPI 的影响有限。**疫情对全球供应链的冲击直接导致部分大宗商品价格创新高，不过，我们预计其对美国核心 CPI 的影响有限。一方面，除食品和能源外商品在美国 CPI 权重占比 20%，远低于服务类价格 60% 的权重。另一方面，芯片短缺等供给瓶颈更多是周期性因素导致，而非结构性因素。预计全球芯片的供给会在 2021H2 好转，从而减弱这部分商品价格对整体 CPI 上涨的压力。4 月美国核心 CPI 涨幅超预期，源于二手车和对疫情敏感的交通出行服务价格上涨显著，而权重最大的住宅服务价格环比变化平稳。其中二手车价格环比上涨 10%（贡献核心 CPI 环比涨幅的 0.3 个点），主因芯片短缺下新车低库存间接导致的价格上涨。考虑到汽车芯片在半导体应用领域占比不高（约 11%）以及汽车芯片的生产时间大约四个月左右，预计芯片短缺造成的美国汽车相关品类涨价效应会在 9 月后有所缓解。

图 17：美国 CPI 权重中服务类大于商品类价格



资料来源：BLS, Bloomberg, 中信证券研究部

图 18：台积电和三星营收成本彭博一致预期预示 9 月芯片短缺缓解



资料来源：Bloomberg



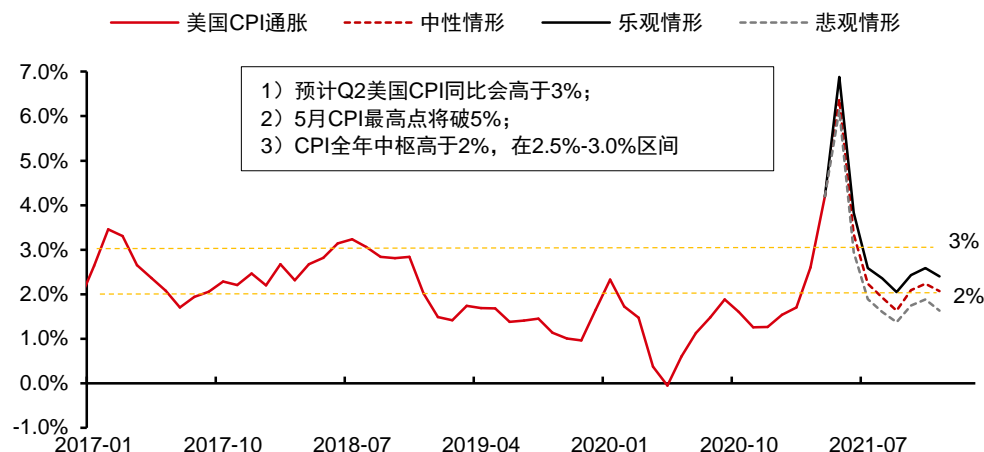
**美国 2021 年通胀定量预测：**我们在《今年美国通胀会有多高？》报告（2021/2/26）中对美国通胀进行了定量的预测。趋势上，预计 2021 年美国整体通胀水平“冲高回落”，5 月份 CPI 同比最高，年末总体回落到 2% 左右。按照原油和薪资增速的假设不同，结合最新趋势我们分别更新了乐观、中性、悲观的通胀走势预测如下：

乐观情形下（2021 年布油价格中枢为 65 美元/桶以上，薪资增速企稳回升至高于疫前水平），预计美国全年 CPI 和 PCE 物价指数同比增速中枢分别为 3.0% 和 2.5%；

悲观情形下（布油价格中枢为 55-60 美元/桶左右，薪资增速快速回落至低于疫前水平），预计美国全年 CPI 和 PCE 物价指数同比增速中枢分别为 2.5% 和 2.0%；

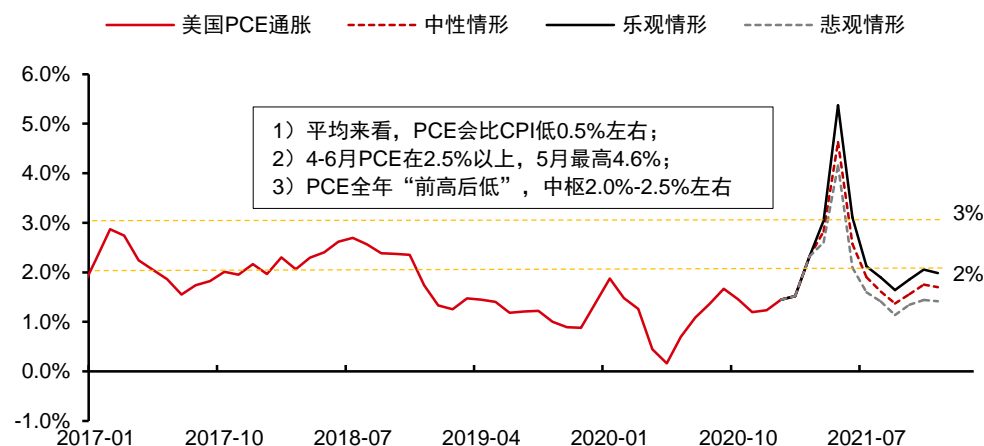
中性情形下（布油价格中枢为 60-65 美元/桶左右，薪资增速快速回落至低于疫前水平），预计美国全年 CPI 和 PCE 物价指数同比增速中枢分别为 2.7% 和 2.3%。

图 19：2021 年美国 CPI 价格走势预测



资料来源：BEA, Bloomberg, 中信证券研究部预测

图 20：2021 年美国 PCE 价格走势预测



资料来源：BEA, Bloomberg, 中信证券研究部预测

## 货币政策：货币宽松基调延续，正常化预期渐起

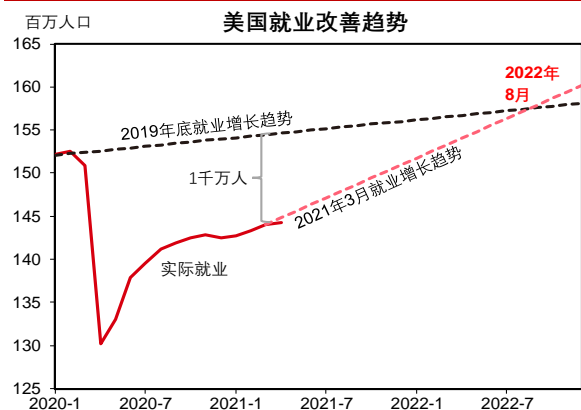
### 美联储：Tapering 信号最早或在下半年释放

未来一年美联储货币政策制定的侧重点在就业而非通胀。美联储货币政策一直致力于实现充分就业和通胀 2% 的双重目标。去年 9 月美联储将通胀框架变更为“平均物价 2%”的目标，并多次重申将允许通胀在一段时期内适度高于 2%。由于低基数、疫情和全球供应链冲击，美联储认为今年 Q2-Q3 美国通胀将暂时性大幅回升，符合其“平均物价 2%”的目标，能够促使美联储修正这一观点的门槛很高。我们判断，今年 Q3 时美联储能得到的一个季度的通胀数据不足以改变美联储对通胀暂时性上升的看法，最早可能改变美联储对通胀看法的时点可能在明年中期。因而，未来一年美联储货币政策制定的侧重点在就业而非通胀。预计美联储 Q2-Q3 基本仍会维持目前对货币政策的指引不变。

下半年美国就业市场供给恢复有望加快。当前美国就业市场也存在供需错配的现象。一方面，美国劳动力市场总体就业缺口修复尚需时日：相对疫情前目前有约 8 百万就业缺口，相对 2019 年底趋势有约 1 千万就业缺口。但另一方面，美国就业需求旺盛：职位空缺率创有记录以来新高；离职率反映对就业前景的乐观程度接近 2017-2018 年；每个职位空缺对应的失业人口数已经从去年的高峰水平 5.0 大幅下降至 1.1 左右，预示未来就业趋势向好。就业市场的供需错配很大程度是受到疫情外出工作安全性、照顾儿童、财政救济金高于正常薪资收入等因素影响，这一现象预计在 9 月份疫苗普及和财政救助到期后会有所消退，从而加快就业市场供给的正常恢复。

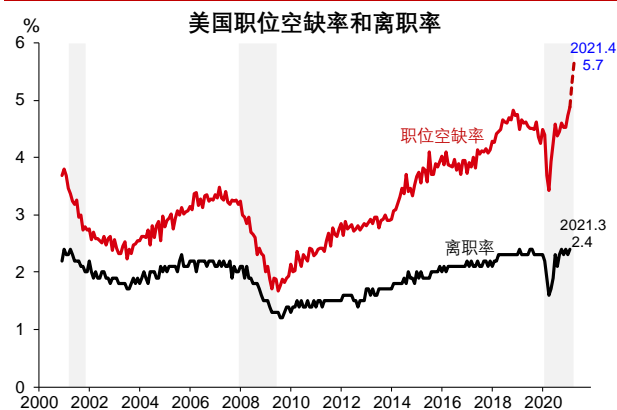
明年中期美国实现充分就业概率大，支持 Tapering 开启。如果按 3 月美国就业增长趋势外推，则 2022 年 5 月-8 月美国就业增长大概率能恢复至 2019 年趋势增长水平。也就是说，彼时美国就业基本能够修复疫情后造成的失业缺口，这意味着美联储明年中期不再需要继续推行 QE 宽松。因为，我们预计年内在 8-9 月份美联储会逐步向市场释放未来缩减 QE（Tapering）的预期；Q4 公布相关细节计划，年底或明年初执行 Tapering，预计美联储用 6-12 个月时间完成缩减后，再通过到期债券再投资维持一段时间资产负债表规模不变，而后到 2023 年初再考虑加息事宜。

图 21：预计 2022 年中期美国就业接近恢复至疫情前水平



资料来源：BLS, Bloomberg, 中信证券研究部预测

图 22：美国职位空缺率、离职率反映就业需求旺盛



资料来源：Bloomberg, 中信证券研究部

**上一轮 QE 如何退出？**上一轮 QE 从 2012 年 9 月开始，边际变化的时点出现在 2013 年 5 月。2013 年 5 月 22 日时任美联储主席伯南克讲话首次提到，美联储可能会在未来的议息会议上开始考虑削减债券购买量。2013 年 12 月 18 日，美联储议息会议正式决定，从 2014 年 1 月开始，每个月购买美国国债的规模将从 450 亿美元削减至 400 亿美元，此后按照每月缩减 100 亿美元的购债节奏逐步退出量化宽松。2014 年 10 月结束资产购买，正式结束第三轮量化宽松。2015 年 12 月宣布第一次加息。从美联储 QE 的历史经验来看，美联储货币政策正常化的路径大致会经历“提前表态——缩减 QE——结束 QE——加息”的过程。按照第三轮 QE 的经验，美联储会在加息前 2 年左右的时间提前释放缩减 QE 的信号，从结束 QE 到加息一般也会间隔 1 年左右。

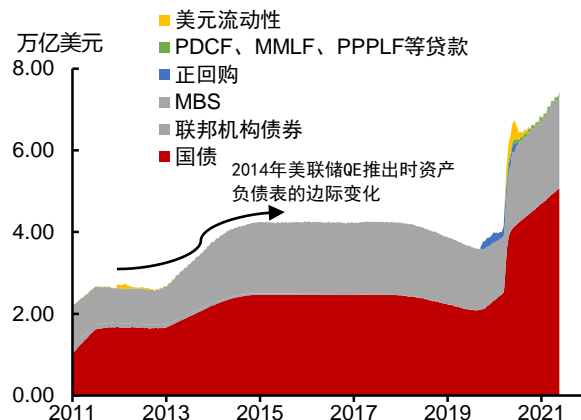
**鲍威尔逐步引导市场对货币政策边际变化的预期。**今年 3 月 25 日鲍威尔在讲话中首次提及缩减 QE，认为随着美国就业和通胀目标更加接近，美联储将会逐渐缓慢地减少购买美国国债和 MBS。值得注意的是，鲍威尔虽然释放了一些未来 Tapering 的信号，但這些举动实际上是鲍威尔在提前引导市场预期，与市场沟通未来经济数据达到目标后美联储会采取的相应措施，并不能看作是货币政策边际收紧的信号。鲍威尔在 4 月份的 FOMC 议息会议的新闻发布会上提到 Tapering 的触发条件是美国经济取得较大进展（substantial further progress），相对于加息条件——“通胀和就业取得实质性进展”来说门槛更低。按照目前的疫苗接种进度，美国三季度接近“群体免疫”的时点可能成为下个美联储释放边际收紧信号的时点。

表 3：美联储 QE 操作的历史回顾（美元）

工具	操作时间	最终规模	购买/抵押/贴现资产条件	执行方式
QE1	2008.11.25	20000 亿	购买机构债、MBS、中长期国债	2008 年 11 月 25 日，美联储直接购买 1000 亿美元房利美、房地美以及联邦住房贷款银行债务以及 5000 亿美元抵押贷款支持证券（MBS）。2009 年 3 月 18 日，联邦住房贷款机构直接债务购买规模从 1000 亿美元扩大至 2000 亿美元；机构 MBS 购买规模从 5000 亿美元扩大至 1.25 万亿美元；3000 亿美元中长期美国国债。
QE2	2010.11.4	12670 亿	购买美国中长期国债	2010 年 11 月 4 日，美联储发货币购买 6000 亿美元美国长期国债，每个月购买额为 750 亿美元，直到 2011 年第二季度。2011 年 9 月 21 日，“扭曲操作”（Operation Twist），在 2012 年 6 月底之前购买 4000 亿美元 6-30 年期中长期债券，同一时间段内出售规模相当的 3 年期或更短期国债。2012 年 6 月 20 日，延长“扭曲操作”，2012 年年底前购买 2670 亿美元长期国债，同一时间段内出售规模相当的 3 年期或更短期国债。
QE3	2012.9.13	9000 亿	购买美国中长期国债	2012 年 9 月 13 日，每月 400 亿美元 MBS；2013 年 1 月起，在原有每月 400 亿美元 MBS 的基础上，增加每月 450 亿美元的长期美国国债。从 2014 年 1 月开始，每个月购买美国国债的规模将从 450 亿美元削减至 400 亿美元，象征退出量化宽松。
退出 QE	QE3 退出节奏回顾： 1) Taper Talk（2013.5）：2013 年 5 月 22 日时任美联储主席伯南克讲话首次提到，美联储可能会在未来的议息回会议商开始考虑削减债券购买量。 2) 开始 Tapering（削减 QE）：从 2014 年 1 月开始，每月购买美国国债规模从 450 亿美元削减至 400 亿美元，此后按每月缩减 100 亿美元的购债节奏逐步退出。 3) 结束 QE：2014 年 10 月结束资产购买，正式结束第三轮量化宽松。 从历史经验来看，美联储收紧货币政策的路径大致会经历“提前表态——缩减 QE——结束 QE——加息”的过程。按照第三轮 QE 的经验，美联储会在加息前 2 年左右的时间提前释放缩减 QE 的信号，从结束 QE 到加息一般也会间隔 1 年左右。			

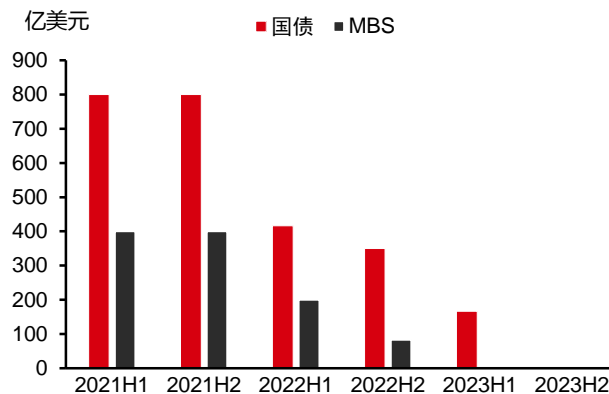
资料来源：美联储，中信证券研究部

图 23：美联储资产负债表规模与结构变化



资料来源：美联储，Bloomberg，中信证券研究部

图 24：美联储未来三年的购债节奏



资料来源：美联储，Bloomberg，中信证券研究部预测

### 欧央行：下半年维持宽松政策，边际收紧最早可能在 2022 年中期

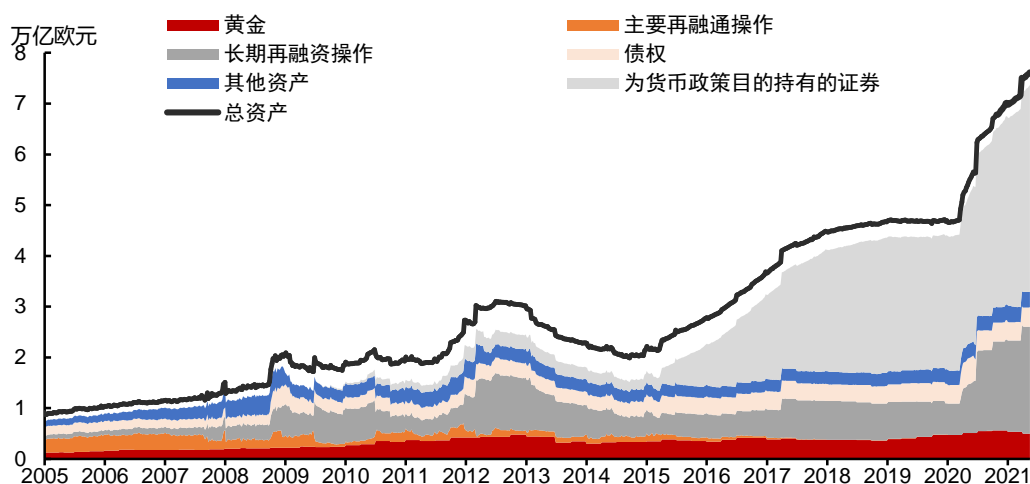
欧央行当前的基准利率仍然维持在 -0.5% 的负利率不变（存款利率），后续对于利率的调整可能会非常谨慎，未来一两年不管是加息还是降息的可能性都会比较小。实际上，自欧央行采取负利率以来，其货币政策思路从价格调整转变为了数量调整，主要工具包括长期再融资操作(LTROs)、非定向紧急长期再融资操作(PELTROs)、QE 资产购买(如 PSPP、PEPP) 等数量工具。资产购买方面，欧央行除了常规 QE 每个月购买 320 亿欧元以外，针对疫情的大规模资产购买(PEPP)的计划总规模也高达 1.85 万亿欧元，且该计划将会持续至 2022 年 3 月。

展望下半年，我们预计欧央行仍然会维持宽松的政策不变，其货币政策正常化的过程会相对滞后于美联储，预计边际政策收紧最早可能在 2022 年中期。核心原因有以下几点：

- 1) 从经济增长来看，我们预计欧元区 2021 年的经济增速为 4.1%，2020 年为 -6.6%，两年平均增速仍为负增长。而美国 2021 年的增速预计为 7.0%，2020-2021 年两年平均增速为正。欧洲经济增长的修复要弱于美国，其货币政策的退出预计也会滞后于美联储。
- 2) 从通胀水平来看，欧央行预计 2021 年欧元区 CPI 增速为 1.5%，低于欧央行的政策目标 2%。相比之下，美联储预计 2021 年美国 PCE 同比增速为 2.4%，出现了明显的回升且高于 2%。与此同时，欧央行此前也多次强调当前的欧元区通胀上行主要受到去年德国下调增值税税率、HICP 权重调整、原油价格上涨等临时性因素影响，未来通胀是否能持续回升仍有待观察。

**预计欧央行货币正常化的时点将明显滞后于美联储。**从实际经济和通胀的恢复状态来看，欧洲经济回到常态经济还有较长的路要走，且欧洲经济的复苏程度也要显著弱于美国，因此，我们预计下半年欧央行仍然会维持较为宽松的货币政策，且货币正常化的时点将会明显滞后于美联储。欧央行 3 月议息会议上指出未来一个季度 PEPP 的购债速度将显著加快。鉴于 PEPP 在购买时间、购买资产类别以及购买各国的比例方面的灵活性，未来一段时间 PEPP 可能还将是欧央行应对经济冲击的主要工具。我们预计该计划至少持续至 2022 年 3 月，边际政策收紧最早可能出现在 2022 年中期。

图 25：欧央行资产负债表规模与结构变化

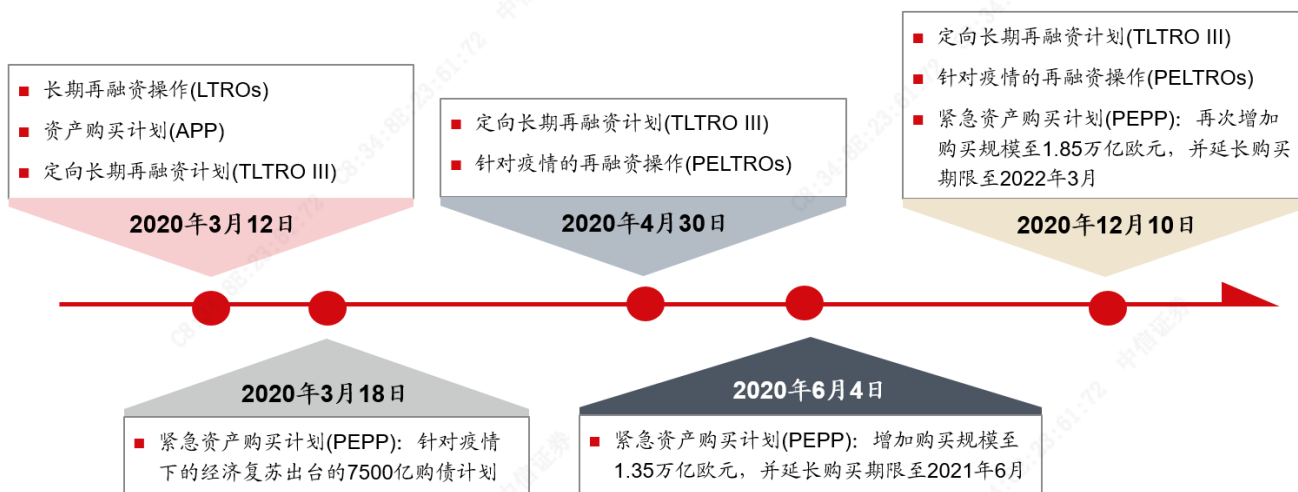


资料来源：欧央行，Bloomberg，中信证券研究部

表 4：欧央行自 2020 年疫情爆发以来采取的主要宽松措施

出台时间	政策工具	具体内容
3 月 12 日	长期再融资操作(LTROs)	为银行提供 3-12 个月的中期流动性,旨在帮助银行免受短期市场流动性紧张冲击
	资产购买计划(APP)	在 2020 年底额外增加 1200 亿欧元的资产购买规模,折算到每个月为 120 亿欧元。欧央行每月资产购买规模从 200 亿欧元提升至 320 亿欧元
	定向长期再融资计划 (TLTRO III)	下调 TLTRO III 利率 25bp 至[-0.75%,-0.25%],银行申请额度上限由此前的等于 2019 年银行贷款存量的 30%上调至 50%
3 月 18 日	疫情紧急资产购买计划 (PEPP)	购买 7500 亿欧元私人 and 公共部门债券
4 月 30 日	定向长期再融资计划 (TLTRO III)	将 TLTRO III 的利率再次下调 25bp 至[-1.00%,-0.50%],甚至低于欧央行的基准利率 50bp
	针对疫情的再融资操作 (PELTROs)	新增 7 次针对疫情的再融资操作 (PELTROs), 并相对此前 LTROs 利率下调 25bp。此次的 PELTROs 为欧央行针对疫情设立的新工具, 利率相对更低 (固定利率为-0.25%), 期限在一年左右 (从 2020 年 5 月开始), 旨在为欧元区金融体系提供即时流动性支持
6 月 4 日	疫情紧急资产购买计划 (PEPP)	增加 PEPP 购买规模 6000 亿欧元至总规模 1.35 万亿欧元, 延长 PEPP 购债期限至 2021 年 6 月底, 并将再投资期限延长至 2022 年底。
12 月 10 日	定向长期再融资计划 (TLTRO III)	将 TLTRO III 的利率优惠期延长 1 年至 2022 年 6 月; 在 2021 年下半年增加 3 次 TLTRO III 操作; 并增加银行通过 TLTRO III 贷款的额度, 从总贷款规模的 50%提高至 55%。
	针对疫情的再融资操作 (PELTROs)	2021 年新增 4 次针对疫情的再融资操作 (PELTROs)
	疫情紧急资产购买计划 (PEPP)	增加 PEPP 购买规模 5000 亿欧元至总规模 1.85 万亿欧元, 延长 PEPP 购债期限至 2021 年 3 月底, 并将再投资期限延长至 2023 年底。





资料来源: 欧央行, 中信证券研究部

## 财政政策: 财政支出渐次推进, 平衡赤字并举

### 拜登基建计划有望下半年通过, 加税幅度值得关注

**抗疫刺激计划将继续推动美国在 Q2-Q3 维持扩张态势。**从抗疫刺激计划来看, 今年 3 月中旬落地的刺激规模为 1.9 万亿美元。与去年底 9000 亿美元的抗疫财政刺激合在一起, 总规模接近 3 万亿美元。该计划增加了居民支票的发放、提高了失业救助金、同时新增了对州和地方政府的补贴。总体来看, 该法案对于居民的转移支付规模(个人支票+失业救济)超过 7000 亿美元, 甚至明显高于《CARES 法案》居民转移支付规模(5000 多亿美元), 且对居民的补贴会持续至今年的 8 月。我们预计该法案落地的推动将会有利于今年 Q2-Q3 美国居民可支配收入继续上行、居民消费动能加速回升, 特别是耐用品相关的商品消费仍将维持高景气扩张。

**“拜登基建计划”将主要通过加税的方式进行融资。**拜登在 4 月宣布了其竞选时承诺过的“拜登基建计划”。该计划分为两个部分(《美国就业计划》+《美国家庭计划》), 总规模接近 4 万亿美元。其中《美国就业计划》更加侧重对传统基建和重点产业的配套建设和升级, 而《美国家庭计划》则主要侧重于民生领域的补贴支持。目前两个计划均处于提议阶段, 尚未进入国会讨论和投票。值得注意的是, 两项财政刺激计划均包含对应的加税方案, 拜登政府的提议是希望通过在不增加预算赤字的情况下增加开支, 因此采取了对居民和企业的加税措施来为弥补支出增加的赤字。其中, 《美国就业计划》提出将在未来 8 年时间完成总额逾 2 万亿美元的基础设施投资, 并将通过提高公司税率的方式在未来 15 年内增加联邦政府收入约 2 万亿美元; 《美国家庭计划》提出 10 年内投资约 1 万亿美元用于免费教育和幼托服务等, 8000 亿美元用于税收抵免, 并通过提高个人所得税和资本利得税在未来 10 年内筹集 1.5 万亿美元。按拜登的计划, 这两部分税收基本覆盖了拜登基建的支出规模, 并将永久性减少赤字。

**预计拜登的基建计划大概率在今年 9-10 月落地。**拜登基建法案与加税计划打包的做法, 预计将遭到共和党的激烈反对。以参议院共和党领袖麦康奈尔为首的共和党人此前曾



多次表示反对加税；且 2022 年即将举行中期选举，民主党内部保守派也可能为了选票不完全支持拜登的加税法案。如果拜登希望通过加税来覆盖基建支出，在参议院获得 60 票通过的概率极小。我们预计拜登之后仍需要利用一年一次的“预算调节”（仅需参议院 51 票通过即可生效）的方式推进，最早可能在今年 9-10 月（新的财政年度）将法案送到国会投票通过，并在 2022 年开始实施。

**加税相关的措施推行阻力较大，进展存在不确定性。**后续我们预计拜登政府将会采取循序渐进的做法，初期的加税规模会有一定折扣（比如民主党参议员曼钦提出的将企业所得税从 21% 加到 25%）。展望未来，拜登的加税能否悉数兑现也与中期选举和拜登能否连任有较大关系，后续进展存在不确定性。从加税的影响来看，拜登的加税计划实施之后，预计将在未来两年贡献联邦税收收入在 3000-4000 亿美元/年，加税对企业投资和居民消费会有一定的抑制作用。长期来看，加税能缩减美国赤字，减轻美国政府的债务压力，有利于提高潜在生产率、创造更加公平的竞争环境。

表 5：拜登主要的计划加税措施和未来税收收入拆分

拜登主要计划的加税措施	个人所得税：将最高个人所得税税率从 37% 上调至 39.6%					
	资本利得税：对年收入超过 100 万美元的人按普通税率对资本利得和股息征税，从 20% 提高至 39.6%					
	社会保障税：对年收入超过 40 万美元的人征收社会保障工资税					
	企业所得税：将企业所得税最高税率从 21% 提高到 28%					
	企业最低税率：对大公司的账面收入征收 15% 的最低税（年净收入至少 1 亿美元）					
	跨国公司税率：将美国跨国公司的全球最低税率从 10.5% 提高至 21%，并提议其他国家统一最低税率制度					
预计未来税收收入拆分	(亿美元)	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
	个人所得税	983	1075	1117	1118	1120
	企业所得税	409	780	960	1063	1158
	其他	38	1505	1743	1859	1992
	加税产生财政总收入	1430	3360	3820	4040	4270

资料来源：美国国会，中信证券研究部

## 欧洲复苏基金预计下半年正式开始实施，拉动边缘国家经济

**欧洲复苏基金预计 6-7 月将正式开始实施。**去年提出的欧洲复苏基金计划目前仍处于审核阶段，按照欧盟最新的时间线，欧元区各国需在 4 月 30 日之前将《国家复苏计划》（NRRP）提交给欧盟委员会，委员会将在 6 月底之前对计划进行评估，可根据方案要求减少 NRRP 的总规模，比如 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等。之后欧洲理事会将会在 1 个月内投票批准执行。因此我们预计复苏基金有望在今年 6-7 月的欧洲理事会中获得最终批准，复苏基金很可能将于 2021 年 7 月开始正式投资支出，对 Q3 欧洲经济产生正面支撑。由于该计划的资金将主要用于今年下半年和明年的经济支持，因此，我们预计今年下半年复苏基金落地有望对欧元区、特别是受疫情冲击较严重的国家和地区经济带来明显提振。

**欧洲复苏基金主要用于支持边缘国家的疫后经济复苏。**欧洲复苏基金计划总规模为 7500 亿欧元，将主要通过发行共同担保债券来为其融资，其中 3900 亿欧元将以直接拨款的形式为受疫情冲击最为严重的国家提供资金支持，3600 亿欧元将以低息贷款的方式发

放。按计划，直接拨款将会优先发放至 2023 年（70%的拨款将于 2021~2022 年发放，剩余部分将于 2023 年发放），2023 年之后将主要以低息贷款为主。这意味着这些资金将优先通过转移支付的方式直接支持欧洲的边缘国家，我们预计这次受疫情冲击严重的西班牙、意大利将分别获得 850 亿欧元和 710 亿欧元的无偿拨款（赠款）。从复苏基金的投向来看，大部分资金将用于支持疫情下的经济复苏，其中 6725 亿欧元将投向复苏与韧性工具（RRF，占比近 90%），其他则用于支持科学研究、乡村发展、国家合作等方面。

表 6：欧洲复苏基金的投向

项目	金额（亿欧元）
复苏与韧性工具（RRF）	6725
赠款（Grants）	3600
贷款（Loans）	3125
凝聚力计划（ReactEU）	475
欧洲科研援助（Horizon Europe）	50
欧洲投资计划（InvestEU）	21
乡村发展支持（Rural Development）	75
绿色转型基金（JTF）	100
欧盟营救计划（RescEU）	19
外部支持计划（NDICI）	35
总计	7500

资料来源：欧盟委员会，中信证券研究部

图 26：欧洲复苏基金推行 timeline



资料来源：欧盟委员会，中信证券研究部预测

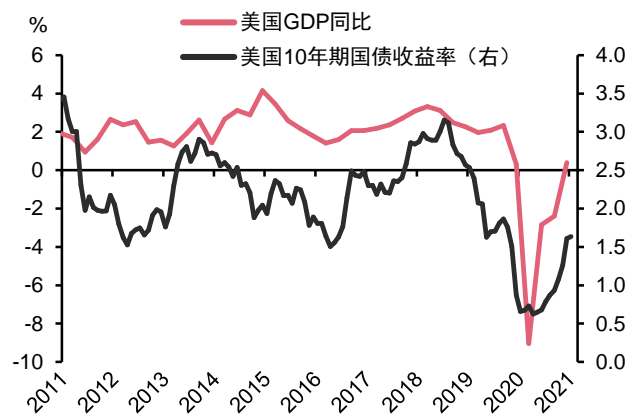
## ■ 大类资产配置

### 债券：长端美债收益率缓步上行，警惕实际利率冲击

**全年长端美债收益率上行趋势相对确立。**去年在疫情冲击下，全球各国经济出现了大幅下滑，以美联储为首的全球主要央行采取了极其宽松的货币政策，10 年期美债收益率在去年年中接近 0.5%，实际利率下降到了-1%以下，二者均创下历史新低。此后随着海外经济的逐渐修复，美债收益率总体呈现见底回升的趋势。往后看，下半年全球经济整体处于复苏态势，美国经济也处于一轮周期修复的过程中，长端利率缓步上行的趋势相对明确。

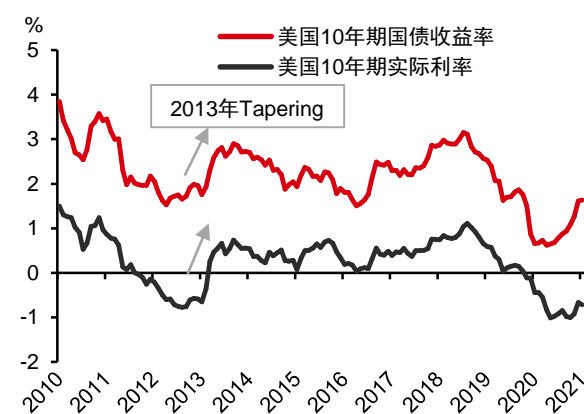
**政策预期影响美债利率上行斜率，警惕实际利率冲击。**全球经济复苏决定了美债利率的趋势，而货币政策预期的变化则决定了美债利率上行的斜率。一旦货币政策出现预期之外的收紧，将会推动实际利率快速上行，从而加速美债利率的进一步上行。当前虽然美债名义利率已经出现了明显的见底回升，但实际利率仍处于相对较低的水平。今年以来，10 年期美债收益率上行 70bp，而实际利率仅上行 26bp，反映了市场还没有开始过多计入美联储货币政策收紧的预期。展望下半年，随着通胀预期在下半年“冲高回落”，实际利率 Q2 以来的放缓告一段落，同时 Q4 市场预期将逐步反映美联储明年货币政策正常化预期，预计实际利率也将会筑底回升，从而推动美债利率随之上行。当然，由于今年美联储非常注重提前与市场沟通，预计对债券市场的冲击会相对弱于 2013 年 Tapering 时期，但仍需要警惕实际利率意外上行带来的流动性紧缩冲击。总体来看，我们预计下半年 10 年期美债收益率运行区间将在 1.5%-1.9%。

图 27：美国 10 年期国债收益率与经济增长走势



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 28：10 年期美债利率与实际利率走势



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

## 汇率：预计美元指数 Q3 末可能由弱转强

预计美元指数 Q2-Q3 走势偏弱，但 Q4 可能受益于美联储紧缩预期而转强。历史上来看，在全球经济复苏的宏观趋势下，风险偏好改善，资金更多流向非美货币，从而推动美元指数周期性走弱，我们认为下半年全球经济仍处于复苏周期中，特别是 Q2-Q3 在全球疫苗普及推广、政策刺激尚未退出的情景下，全球主要国家经济修复弹性相对更大，预计美元指数在 Q2-Q3 将维持弱势。但随着三季度末美联储边际收紧宽松政策的预期发酵，美元指数可能由弱转强，预计二季度美元指数低点在 88-89 区间，而 Q4 可能上行至 93 左右。

图 29：美国和德国 2 年期国债收益率利差



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 30：美国和中国 2 年期国债收益率利差



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

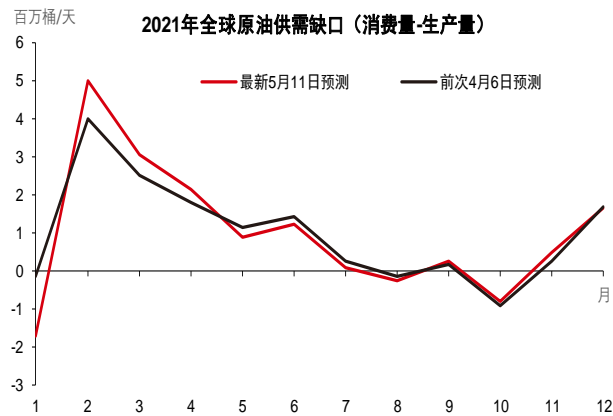
## 大宗：短期仍受益，逢高可减仓

短期局部疫情带来的供给约束仍有利部分大宗商品价格，同时全球经济复苏对大宗商品需求也有一定支撑；但拉长半年至一年的维度来看，大宗涨价的核心逻辑还是来自于供需错配，以及极低利率等金融属性的推动，后续随着供需格局的逐渐改善以及利率的回升，大宗商品的全面大幅上涨缺乏强有力的支撑。在基准情景全球需求于今年 Q2-Q3 见顶的判断下，我们预计大宗普涨的行情大概率不晚于三季度左右结束。分品种来看，下半年原油和工业金属的表现将相对好于贵金属。

**原油：**整体来看，预计今年原油需求仍会维持较高水平，但供给回升可能成为原油价格的风险因素。今年下半年我们预计原油供需将逐步回归到疫情前水平，供需缺口收窄意味着原油价格波动可能加大。从需求端来看，二三季度随着疫苗的大规模应用，实体需求对原油价格还有支撑。与此同时，根据 EIA 的预测，原油供需缺口有望在今年 7-8 月回归均衡状态，原油价格中枢难以继续大幅抬升。供给的博弈意味着油价持续高于页岩油盈亏平衡成本的概率很低，但也不排除地缘政治的突发事件加大原油价格的波动。因此我们对全年的油价中枢依然维持谨慎乐观的态度。基准情形下，我们预计短期布伦特油价可能冲高至 65 美元/桶以上，下半年可能会有所回落，全年布油中枢可能在 60-65 美元/桶左右。

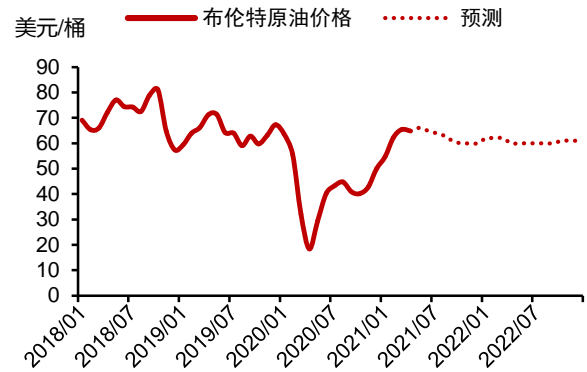
**贵金属：**在全球经济复苏、通胀预期回升的背景下，金融属性偏强的贵金属 Q2 依然会有一定表现。但往后看，一旦三季度美联储货币政策出现边际变化，实际利率可能再次转向上行，从而抑制贵金属价格的表现。

图 31：全球原油供给与需求将逐步正常化，且趋于平衡



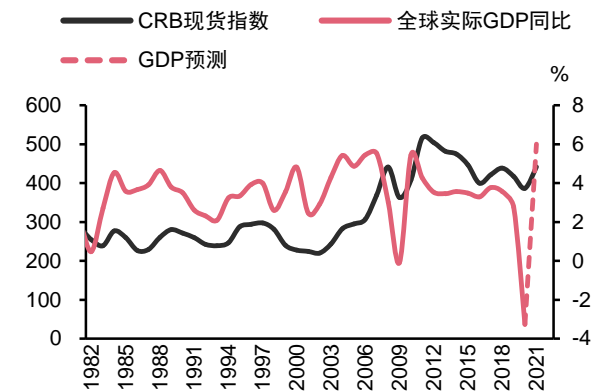
资料来源：EIA（含预测），中信证券研究部

图 32：预计下半年油价中枢维持在 60-65 美元



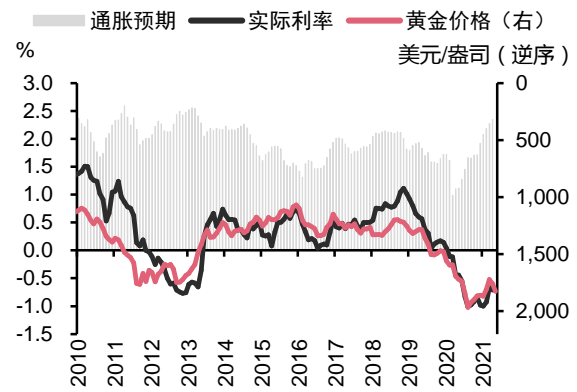
资料来源：EIA（含预测），中信证券研究部

图 33：CRB 现货价格走势与全球经济增长



资料来源：Bloomberg（含预测），中信证券研究部

图 34：黄金价格与实际利率、通胀预期走势



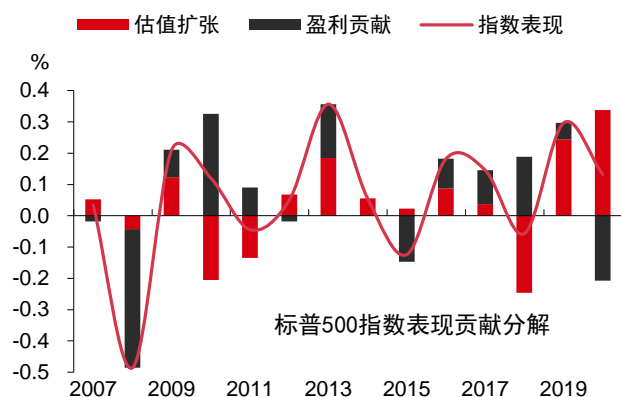
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

## 股票：盈利支撑美股牛市后半场，波动可能加大

**盈利支撑美股牛市进入后半场。**自 2019 年美联储开启本轮降息周期以来，美股上涨的主要驱动力来自估值，而非盈利。我们认为，2021 年由流动性带来的估值驱动将让位于盈利增长贡献。目前美股以 CAPE 计算的风险溢价率 ERP 在 2.7% 左右，处于其长期均值 3%（方差大约 2.1%）下方，整体美股估值属于中等略高水平（部分股票估值明显偏高）。下半年随着美国经济复苏推向高潮，美联储将逐步开启货币政策正常化，无论美联储资产负债表规模变化或货币供给 M2 同比增速均难以再度大幅提升，美股牛市将进入主要靠盈利驱动的牛市后半场，由于政策不确定性增加，股市波动性可能加大。根据 Factset 最新预测，标普 500 整体行业 Q2 盈利增速有望由 Q1 的 51.9% 进一步提升至接近 60%，预计 Q3 和 Q4 盈利增速放缓至 22.2% 和 16.9%，全年预计实现 33.7% 的盈利高增长。行业板块方面，预计金融、原材料、可选消费和电信服务 2021 年盈利增速可实现两位数增长。

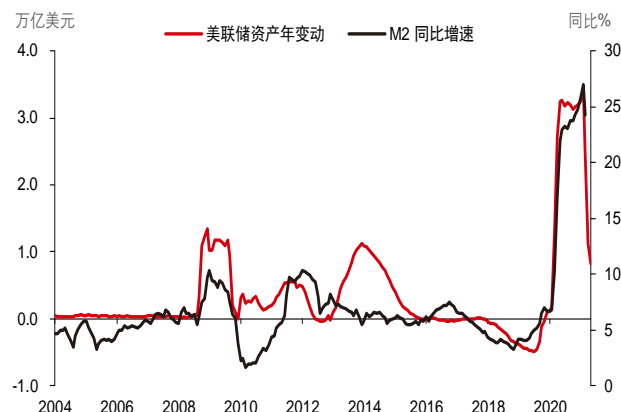


图 35：标普 500 指数表现贡献分解



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 36：美联储货币流动性边际趋紧



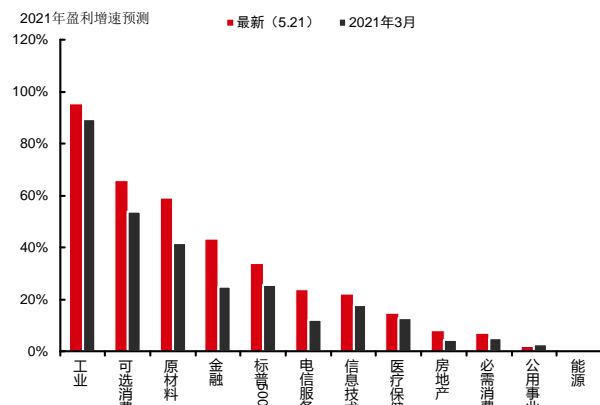
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 37：美股以 CAPE 计算的风险溢价变化



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部 注：美股估值按 ERP+7%及以上定义为估值便宜，ERP0%附近定义为估值昂贵，大致分别对应 ERP 在历史均值的 95%和%5%分位。

图 38：美股 SP500 指数 2021 年行业盈利预测



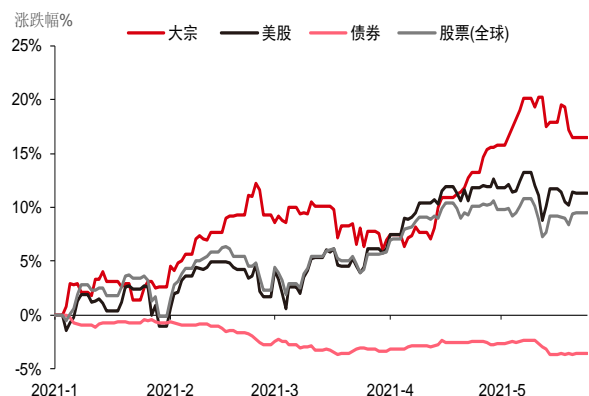
资料来源：Bloomberg，Factset 预测，中信证券研究部

## 资产配置建议：风险资产震荡走高，股票>大宗>债券

在 2021 年 H2 疫苗广泛有效应用的假设下，预计发达国家经济复苏将推向高潮，新兴国家经济复苏力度尽管存在差异且滞后于发达国家，但也处于边际改善的趋势。基准情形下，2021 年全球经济预计可实现 6%的较高增长，其中，美国实际 GDP 有望实现 7%左右的增长，创 1980 年代以来最高。全球通胀预期 Q2 冲高后回落，但预计在 2021H2 整体需求恢复背景下，通胀中长期上行的预期仍难以证伪。美联储货币宽松基调延续，但正常化预期渐起，财政支出计划渐次实施，但同时以平衡赤字并举的方式推进。流动性盛宴下的估值驱动将让位于盈利增长驱动，风险资产下半年可能震荡走高，我们看好股票>大宗>债券。预计美股牛市将进入主要靠盈利驱动的牛市后半场，由于政策不确定性增加，美股市场的波动性可能加大。



图 39：2021 年以来大类资产总回报率表现



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 40：未来 6 个月大类资产配置建议

类别	超配	平配	低配
股票	✓		
债券			✓
商品		✓	
货币	USD		JPY, EUR

资料来源：中信证券研究部

表 7：2021 年 H2 全球大类资产配置建议

		++	+	0	-	--
股市	美国		✓			
	欧元区		✓			
	日本		✓			
	新兴国家		✓			
国债	美国				✓	
	欧元区				✓	
	日本				✓	
	新兴国家				✓	
企业债	投资级-美国			✓		
	投资级-欧洲			✓		
	高收益-美国		✓			
	高收益-欧洲		✓			
汇率	美元		✓			
	欧元			✓		
	日元				✓	
	新兴国家			✓		
大宗	黄金			✓		
	原油			✓		
	工业金属			✓		
	农产品			✓		

资料来源：中信证券研究部

注：-代表低配/看空；0 代表中性；+代表高配/看多。

## ■ 风险因素

2021 年 H2 全球经济面临的主要风险集中在全球新冠疫情的反复和美国政策的不确定性。全球供应链修复的缓慢可以带来通胀超预期上行，鲍威尔面对美联储政策转向的呼声是否能保持耐心有不确定性。下行风险表现在部分资产泡沫冲高后快速调整的负向溢出效应；拉美、非洲和东南亚新兴市场国家疫情进一步蔓延，影响全球需求和国际贸易的恢复。

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

**未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。**

**中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。**