

宏观季度报告

等待经济数据跟上市场价格脚步

主要观点：

2021 年一季度全球主要大类资产表现较为剧烈，在全球宏观格局相对平稳的支撑下主要资产基本表现为上涨，各类核心资产获得追捧。但 2 月中旬开始，在美债收益率快速走高引发的全球市场流动性冲击影响下陆续出现了回落。此前市场对于经济修复的预期较为一致，价格有较大幅度的体现，但持续缺乏实际需求数据的验证。展望二季度，我们认为全球经济复苏实际情况将是决定市场走势的核心。关注实际需求是否如预期般回升，“等待经济数据跟上市场价格脚步”。

“宏观三要素”方面整体保持平稳。宏观政策上中国“十四五”计划逐步落实与展开，货币政策回归正常化；美国拜登政府上任初期，对内加强疫情控制的同时加码刺激经济修复，美联储保驾护航。宏观经济数据方面，中美两国经济数据喜忧参半，但是伴随着全球疫苗接种的有序进行以及美国 1.9 万亿美元刺激方案的达成，我们仍对全球经济增长有较好预期。宏观事件方面，全球新冠疫情形势明显转好但近期海外疫情有所反复，对全球市场情绪有一定影响，全球疫苗的接种进度延续分化，“后疫情时代”大国博弈逐渐升温，全球政治经济格局提前成为宏观事件的主导因素，并将成为影响全球资产的重要因素。

我们对全球大类资产仍维持整体看涨。核心大宗商品（铜、铝、原油等）将伴随欧美经济修复，在实际需求数据验证下进一步上涨。国内 A 股进入了一段幅度较大、时间较长的中期调整，但进一步大幅调整的空间有限。短期内可能有反弹，但中期静待新催化剂出现。美元一季度大幅反弹，基于美欧疫情控制及宏观形势的相对强弱出现逆转，二季度美欧经济的偏离恐将维持甚至进一步扩大，美元预计延续反弹趋势。

我们维持看好受益于全球经济修复的铜、铝、原油等通胀相关核心资产的表现，维持看好受益于全球经济修复的顺周期行业观点不变。

主要风险：疫情控制不及预期，全球经济增长下行，中美欧关系持续恶化，中美宏观宽松政策退出的时间和力度超越预期。

投资咨询业务资格号：

新证监许可【2020】3 号

宏观策略研究团队

研究员：

周志强

zzq@cloudfutures.cn

从业资格号：F3060545

投资咨询号：Z0014361

闫海东

yanhaidong@cloudfutures.cn

从业资格号：F3061042

投资咨询号：Z0014403

联系人：

郭修远

guoxiuyuan@cloudfutures.cn

从业资格号：F3078100

正文目录

引言.....	4
第一部分 全球宏观格局相对平稳.....	5
一、中美政策进展符合预期.....	5
(一) 中国整体政策进度平稳.....	5
1、中国“十四五”发展目标平稳推进.....	5
2、中国货币政策回归正常化.....	7
(二) 拜登政府聚焦国内经济修复.....	7
1、美国 1.9 万亿美元财政刺激加码经济修复.....	7
2、美联储为经济修复“保驾护航”.....	8
二、全球经济增长相对平稳.....	9
(一) 中国外需强劲，内需偏弱.....	10
1、消费数据走弱，等待刺激政策落地.....	10
2、出口续创新高.....	11
3、制造业推动工业生产活动高速增长.....	13
4、平均增速较低，呈现“制造业>地产>基建”特征.....	13
5、新增社融超预期，年初信贷维持较快增长.....	14
6、CPI 同比维持负区间，PPI 同比修复速度加快.....	14
(二) 美国经济数据逐渐修复.....	16
三、宏观事件继续主导当前宏观格局.....	18
1、新冠疫情形势明显转好，近期出现扰动.....	18
2、疫苗接种进展延续分化.....	19
3、全球政治经济格局提前成为宏观事件的主导因素.....	21
第二部分 大类资产仍存在上涨机会.....	23
一、核心大宗商品等待需求数据驱动.....	23
1、等待需求数据跟上价格脚步.....	23
2、铜、铝、原油等核心大宗商品表现仍值得期待.....	24
3、大宗商品主要风险.....	24
二、国内股指短期或将维持低位整理.....	25
三、美元二季度预计延续反弹趋势.....	27

图表目录

图表 1：2021 年以来主要资产表现情况（截止 3 月 29 日）.....	4
图表 2：“十四五”时期经济社会发展主要指标.....	6
图表 3：2 月社融增速环比回升 0.3%（%）.....	7
图表 4：短期市场利率未出现明显升高（%）.....	7
图表 5：美国 1.9 万亿美元经济刺激计划细则.....	8
图表 6：中国宏观中观截面图.....	9
图表 7：中国 1-2 月数据截面图.....	10
图表 8：美国 1-2 月数据截面图.....	10

图表 9: 全球 PMI 数据.....	10
图表 10: 2021 年 1-2 月社消增速明显偏低 (2021 年 1-2 月值用两年平均增速代替)	11
图表 11: 可选消费中休闲娱乐类消费恢复最快.....	11
图表 12: 1-2 月累计进出口增速大幅增加.....	12
图表 13: 对主要经济体的出口同比均上升.....	12
图表 14: 对主要经济体的进口均上升.....	12
图表 15: 中国 PMI 呈现下降趋势	12
图表 16: 美国制造业 PMI 反弹	12
图表 17: 欧洲制造业 PMI 反弹	12
图表 18: 工业增加值同比增速 (2021 年 1-2 月值用两年平均增速代替)	13
图表 19: 1-2 月固定资产投资累计增速 (%) , 2021 年 1-2 月值用两年平均增速代替)	14
图表 20: 2 月新增社融超预期增长.....	14
图表 21: 2 月社融存量同比回升 (%)	14
图表 22: 2 月 CPI 同比下降 0.2%.....	15
图表 23: 2 月 CPI 环比增长 0.6%.....	15
图表 24: 2 月食品与非食品 CPI 同比变化 (%)	15
图表 25: 八大类分项环比变化 (%)	15
图表 26: 2 月鲜菜和蛋类价格环比分化, 其中水产品 and 鲜果起主要正向影响 (%)	16
图表 27: 2 月 PPI 同比+1.7%, 环比+0.8%.....	16
图表 28: 生产资料快速修复, 生活资料修复停滞 (%)	16
图表 29: 美国耐用品订单 (%)	17
图表 30: 工业产出指数.....	17
图表 31: 美国 CPI (%)	17
图表 32: 美国 PPI (%)	17
图表 33: ISM 制造业.....	17
图表 34: ISM 非制造业.....	17
图表 35: 申请失业救济金人数 (千人)	18
图表 36: 房屋新开工 (千栋, %)	18
图表 37: 全球主要国家当日新增确诊病例数 (例)	19
图表 38: 主要经济体日新增疫苗接种量 (剂每百人)	19
图表 39: 主要经济体接种进度	20
图表 40: 中美相关事件发展.....	22
图表 41: 中欧相关事件发展.....	22
图表 42: 南华综合指数与摩根大通全球综合 PMI 对比.....	24
图表 43: A 股主要股指年初以来表现	25
图表 44: 全球主要股指年初以来表现	25
图表 45: A 股总成交额大幅回落	25
图表 46: A 股主要股指换手率下降 (%)	25
图表 47: 两融余额情况	26
图表 48: 融资买入额占 A 股成交额比例大幅下降	26
图表 49: 年内南北向资金累计净流入 (亿元)	26
图表 50: 风险溢价明显回归 (%)	26
图表 51: 主要股指市盈率 (TTM, %)	26
图表 52: 主要股指市净率 (LF, %)	26

图表 53: 主要 ETF 表现.....	27
图表 54: 人民币兑主要货币 1 月收益走势情况	28
图表 55: 美元兑主要货币 1 月收益走势情况	28
图表 56: 主要经济体 10 年期国债收益率今年以来涨跌幅情况	28

引言

2021 年第一季度即将过去，全球资产价格表现是较为剧烈的。

图表 1：2021 年以来主要资产表现情况（截止 3 月 31 日）

	最新价格	日涨跌幅%	5日涨跌幅%	10日涨跌幅%	60日涨跌幅%	今年以来涨跌幅%
股指						
沪深300	5,048	-0.91	2.48	-1.82	-5.67	-4.16
上证50	3,539	-1.06	2.18	-1.84	-4.68	-2.85
中证500	6,254	-0.42	1.57	-0.32	-1.45	-3.53
创业板指	2,759	-0.46	3.86	0.36	-11.84	-10.38
恒生指数	28,378	-0.70	1.72	-3.49	0.33	3.30
日经225	29,179	-0.86	1.56	-3.44	5.48	7.05
道琼斯工业	32,982	-0.26	1.11	0.36	10.00	9.12
纳斯达克	13,247	1.54	2.07	1.00	1.35	4.32
股票资产						
光伏ETF	1.05	-0.57	5.11	0.77	-14.30	-12.51
新能源车ETF	1.46	-1.15	3.26	-3.58	-13.80	-18.62
银行ETF	1.26	0.32	2.52	-1.25	4.04	12.29
军工ETF	1.04	-3.96	1.36	0.39	-12.36	-24.66
券商ETF	0.99	-1.59	-1.29	-0.50	-10.31	-15.72
科技ETF	1.65	-0.12	3.83	1.72	-11.03	-10.02
芯片ETF	1.07	-0.47	2.29	0.38	-13.01	-12.08
大宗商品						
沪铜	65,600	-1.10	-0.86	-2.26	13.20	13.01
沪铝	17,155	-1.32	-0.03	-3.02	14.90	12.12
WIT原油	60.4	-1.90	3.13	0.55	15.69	26.82
沪胶	13,695	-3.32	-3.59	-10.23	-4.80	-3.42
伦敦金	1,707.5	1.33	-1.12	-1.66	-7.56	-12.11
伦敦银	24.4	1.62	-2.46	-6.38	-9.59	-10.37
美豆	1,367.5	-1.83	-3.31	-1.78	-0.18	4.15
连玉米	2,631	-0.72	-3.13	-2.37	-3.27	-4.71
连铁矿石	1,079.5	-1.42	1.17	0.00	9.59	8.06
沪螺纹	4,935	-0.64	2.77	3.22	15.57	13.55
郑动力煤	730.0	-0.71	5.25	9.05	14.67	9.12
生猪	26,985	0.24	-2.60	-5.33	5.95	-12.04
利率						
中国十年期国债收益率 (BP)	3.2	0.9	0.0	-5.1	1.8	-0.3
十年期国债主力合约	97.49	0.07	-0.06	0.70	-0.19	-0.35
中国SHIBOR隔夜 (BP)	2.12	30	30	16	-116	123
美国十年期国债收益率 (BP)	1.73	1	11	11	66	80
汇率						
人民币指数	118.21	0.19	-0.06	0.21	-0.04	1.08
美元兑离岸人民币	6.56	-0.11	0.25	0.89	1.80	1.70
美元指数	93.18	-0.11	0.32	1.48	2.92	3.68
欧元兑美元	1.17	0.13	-0.28	-1.55	-3.35	-4.25

资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

截止 3 月 31 日数据来看，大宗商品中铜、原油等通胀相关核心资产出现回调，贵金属表现相对落后，国内 A 股出现大幅回调，其背后主要因素在于美债收益率快速上行引发的市场流动性冲击。

第一部分 全球宏观格局相对平稳

从一季度以来的全球宏观环境来看，整体表现相对平稳。

宏观政策方面，中美两国各项主要政策符合预期。中国“十四五”计划逐步落实与展开，货币政策回归正常化；美国拜登政府上任初期，对内加强疫情控制的同时加码刺激经济修复，美联储保驾护航。

宏观经济数据方面，中国1-2月经济数据表现较弱，外需和地产仍具有韧性，但是内需复苏过程呈现稳中偏弱的趋势；美国受寒潮恶劣天气影响，2月经济数据喜忧参半。但是伴随着全球疫苗接种的有序进行以及美国1.9万亿美元刺激方案的达成，我们仍对全球经济增长有较好预期。

宏观事件方面，国内疫情得到控制，年初因国内疫情引发的负面冲击消退。全球疫苗接种逐步加速，美国预计于夏季前实现“全民免疫”，但辉瑞、阿斯利康等疫苗公司对欧盟、发展中国家的供应计划仍然出现延迟，延缓了这些国家接种疫苗的进度；短期内海外尤其是欧洲的疫情出现反复迹象，引发市场对海外需求复苏的担忧。同时，中美欧之间的政治经济摩擦事件频发，全球政治经济格局变化提前成为宏观事件中的主导因素。

总体来看，2021年开局以来，宏观政策和经济数据基本符合我们的预期，宏观事件中全球政治格局提前成为主导因素，超出我们预期。

一、中美政策进展符合预期

（一）中国整体政策进度平稳

一季度以来，中国各项政策推进有序，“两会”后正式公布“十四五”发展目标，对今后五年的发展目标做了明确部署。货币政策延续趋紧，回归正常化，年内明显收紧的概率目前来看并不高。

1、中国“十四五”发展目标平稳推进

图表 2：“十四五”时期经济社会发展主要指标

类别	指标	2020 年	2025 年	年均/累计	属性
经济发展	1.国内生产总值（GDP）增长（%）	2.3	-	保持在合理区间、各年度视情提出	预期性
	2.全员劳动生产率增长（%）	2.5	-	高于 GDP 增长	预期性
	3.常住人口城镇化率（%）	60.6*	65	-	预期性
创新驱动	4.全社会研发经费投入增长（%）	-	-	>7、力争投入强度高于“十三五”实际时期	预期性
	5.每万人口高价值发明专利拥有量（件）	6.3	12	-	预期性
	6.数字经济核心产业增加值占 GDP 比重（%）	7.8	10	-	预期性
民生福祉	7.居民人均可支配收入增长（%）	2.1	-	与 GDP 增长基本同步	预期性
	8.城镇调查失业率（%）	5.2	-	<5.5	预期性
	9.劳动年龄人口平均受教育年限（年）	10.8	11.3	-	约束性
	10.每千人口拥有执业（助理）医师数（人）	2.9	3.2	-	预期性
	11.基本养老保险参保率（%）	91	95	-	预期性
	12.每千人口拥有 3 岁以下婴幼儿托位数（个）	1.8	4.5	-	预期性
	13.人均预期寿命（岁）	77.3*	-	[1]	预期性
绿色生态	14.单位 GDP 能源消耗降低（%）	-	-	[13.5]	约束性
	15.单位 GDP 二氧化碳排放量降低（%）	-	-	[18]	约束性
	16.地级及以上城市空气质量优良天数比率（%）	87	87.5	-	约束性
	17.地表水达到或好于Ⅲ类水体比例（%）	83.4	85	-	约束性
	18.森林覆盖率（%）	23.2*	24.1	-	约束性
安全保障	19.粮食综合生产能力（亿吨）	-	>6.5	-	约束性
	20.能源综合生产能力（亿吨标准煤）	-	>46	-	约束性

注：①〔〕内为 5 年累计数。②带*的为 2019 年数据。③能源综合生产能力指煤炭、石油、天然气、非化石能源生产能力之和。④2020 年地级及以上城市空气质量优良天数比率和地表水达到或好于Ⅲ类水体比例指标值受新冠肺炎疫情等因素影响，明显高于正常年份。⑤2020 年全员劳动生产率增长 2.5%为预计数。

资料来源：《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》 云财富期货投资咨询部

3 月 12 日,《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》全文正式发布,以未来十五年的远景目标为引领,对今后五年的具体发展措施做出了部署。

“十四五”经济社会发展主要指标有三个特点：1、GDP 指标有所淡化,既突出了质量效益又充分考虑到疫情冲击对 GDP 增速带来的不确定性；2、在“十四五”规划的 20 项主要指标中,只有 35%的指标是约束性的,主要集中于绿色生态和安全保障领域。3、非常重视科技创新,目标设定和运作方面可操作性更强。

“十四五”时期目标任务,是对十九届五中全会公报中提出的双循环新发展格局政策框架的全面落实。“十四五”期间,经济发展“质量效益”、“持续健康”的重要性高

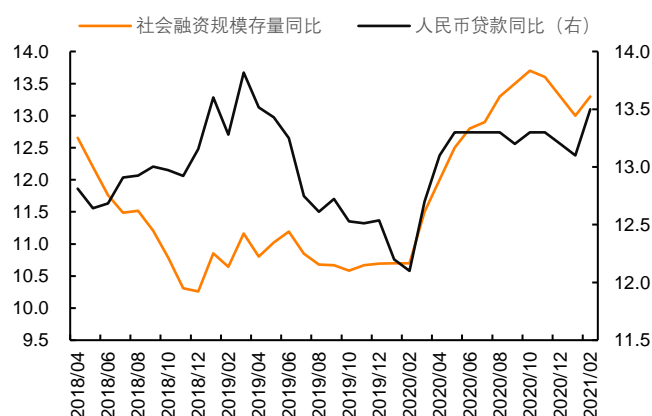
于经济增速的要求，这意味着我们更应关注“双循环”新发展格局下的实体经济结构深层次优化长期方向。

2、中国货币政策回归正常化

“两会”最新发布的《政府工作报告》明确 2021 年中国货币政策的基调是，“稳健的货币政策要灵活精准，合理适度”。早在 2020 年 12 月的中央经济工作会议上就已明确定调今年的宏观政策“不急转弯”，保持连续性、稳定性、可持续性，保持对经济恢复的必要支持力度。中央人民银行也屡次强调 2021 年货币政策“稳”字当头，合理适度，保持定力，不左不右，保持流动性合理充裕。

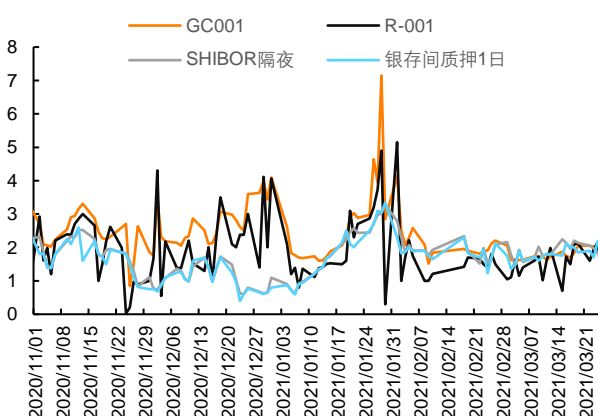
中国的货币政策回归正常化，以有效控制疫情和经济基本面持续改善为基础。我们认为后续国内货币政策伴随经济持续好转，趋紧是主要方向，但明显收紧的概率并不高，尤其是今年上半年更多将维持相对稳定为主，这是由通胀整体温和、经济复苏基础不牢、海外疫情仍严峻等决定的。

图表 3：2 月社融增速环比回升 0.3% (%)



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 4：短期市场利率未出现明显升高 (%)



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

(二) 拜登政府聚焦国内经济修复

1、美国 1.9 万亿美元财政刺激加码经济修复

拜登政府上台初期，延续我们之前预计的施政方针，即“对内加强疫情控制，对外修复盟友关系”。为了进一步加速国内经济修复，3 月 11 日，拜登正式签署“美国救济计划”，1.9 万亿美元的财政刺激正式落地。展望二季度，我们认为拜登政府的政策着力点仍将在美国国内问题，伴随着美国疫苗的快速接种以及财政刺激的落地，美国经济有望在二季度出现“拐点”。

图表 5：美国 1.9 万亿美元经济刺激计划细则

项目	拨款金额	提案细则
超4000亿美元用于新冠疫情应对措施		
抗击疫情	1600亿美元	全国疫苗接种计划：在全国各地建立社区疫苗接种中心
		为购买快速检测资源提供资金，投资扩大实验室能力，支持学校和地方政府实施定期监测方案
		提供紧急救灾资金，确保有足够物资和防护装备，并为各州、地方政府和部落提供联邦补偿
		支持国际卫生和人道主义、国际社会制定和分发新冠肺炎医疗应对措施，恢复美国的全球领导地位
教育	1700亿美元	启动公共卫生就业计划，扩大公共卫生人力，资助10万名公共卫生工作者；保障疫苗在不同群体和社区间公平分配；提高对新毒株测序、检测和疫情分析能力
紧急带薪休假	-	为超过1.06亿人提供紧急带薪休假，14周的带薪病假、探亲假和病假；并为员工人数少于500人的雇主报销这种带薪休假的费用；紧急带薪休假措施延长至9月30日
近10000亿美元个人救济		
直接支付给民众	1400美元/人	向大多数美国人直接支付1400美元支票
失业救济金	300美元/(人周)	将联邦失业救济金增加至300美元/周，延长至9月6日
租房救助	300亿美元	向处境艰难的租房者提供额外救助，并将驱逐禁令和取消抵押品赎回权的暂停期延长至9月30日
补发风险津贴	-	雇主应为一线员工从2020年至今所承担的风险补发风险津贴
儿童保育救助	250亿美元	设立紧急稳定资金，帮助受重创的托儿所支付费用并安全运营
	150亿美元	提供儿童保育费用额外援助，帮助父母重返工作岗位，帮助儿童护理中心重新安全开放并提高工作人员薪资福利
	-	紧急延长儿童保育税收抵免一年，帮助支付儿童保育费用。13岁以下儿童的家庭最多可获得一半税收抵免，一名儿童最多可获得4000美元
儿童和劳动所得税抵免	-	儿童税收抵免年度可退款额提升至3000美元/人，6岁以下儿童为3600美元/人；扩大劳动所得税抵免，无子女成年人最大税收抵免从530美元提高至1500美元
额外现金援助	10亿美元	因疫情而需向贫困家庭提供临时救助（TANF）的额外现金救助
医疗和健康	-	资助延续医保至9月底，确保参保人自行支付医疗费用不超过其收入的8.5%
	40亿美元	扩大药物滥用和精神健康服务管理局以及卫生服务管理局的服务范围
	200亿美元	为退伍军人医保需求提供资金
	8亿美元	打击家暴和性侵
4400亿美元为陷入困境的组织提供支持		
小企业救助	150亿美元	向100余万受疫情影响最严重的小企业直接拨款
	1750亿美元	以350亿美元的投资优质国家、地方、部落和非营利性中小企业融资计划，从而产生1750亿美元用于投资和低息贷款
州和地方政府紧急救助	3500亿美元	确保地方政府为一线工作人员提供支持，同时用于有效分配疫苗、重新开放学校等重要服务
公共交通	30亿美元	由经济发展管理局（EDA）支持经济发展
部落政府救助	200亿美元	为受影响最严重的公共交通机构提供救济
部落政府救助	200亿美元	支持部落政府应对疫情

资料来源：美国国会官网 云财富期货投资咨询部

2、美联储为经济修复“保驾护航”

3月17日美联储召开了3月议息会议，由于此前美债收益率快速上行，因此投资者对于美联储能否“针对性”的采取一些政策措施高度关注。从会议内容以及鲍威尔的讲话来看，除了维持当前利率水平以外，可以总结出以下几点：

(1) 当前经济形势高度不确定，复苏仍然不均衡，其轨迹将极大程度上取决于新冠肺炎疫情，复苏进程远未完成，美联储将继续提供支持；

(2) 短期的价格压力主要来自供给侧的暂时性扰动，而美国的供给侧变化是非常动态的，因此并不会造成持续且较高的通胀压力；

(3) 未来数月的通胀将大幅上扬，但那不足以保证美联储加息，美联储已经为通胀温和上行建模，通胀预期牢牢地锚定在2%左右；

(4) 美联储大部分成员都不认为会（在可预见的未来）加息，已经针对加息问题提供了非常清晰的指引，将在明显地符合那些条件时再加息；

(5) 财政政策将有助于避免疫情留下伤痕，财政救助将加速美国实现充分就业，更长周期内需侧重于投资活动。

从上述要点来看，美联储和鲍威尔认为，当前的增长修复是否能达到美联储的政策目标仍具有不确定性，近期利率的上行更多是对于未来增长预期的正常反应而非造成系统性的金融收紧，因此年内出现大幅的政策调整的可能性基本很低。

二、全球经济增长相对平稳

图表 6：中国宏观中观截面图

分类		主要指标	当期值	上期值	发布频率
工业生产	工业生产	粗钢产量	292.91	294.93	旬
	景气	PMI	50.60	51.30	月
内需	投资	固定资产投资累计同比增速	35.0	2.9	月
		100城市土地交易面积	188.81	625.10	周
	消费	智能手机销量	2134.2	3957.2	月
		乘用车销量	1146514	1880154	月
		30城商品房销售面积	432.51	380.75	周
		社消同比	33.8	4.6	月
	进口	中国进口干散货运价指数	1347.23	1338.79	日
		韩国前20天出口	33869	30435	月
外需	出口运价	中国出口集装箱运价指数	1908.09	1912.13	周
	国外景气	美国PMI	58.7	60.5	月
		日本PMI	49.8	50.0	月
		欧元区PMI	57.9	54.8	月
价格	能源	原油	386	396	日
		动力煤	683	671	日
	金属	铜	66820	66650	日
		铁矿石	1019	1068	日
		螺纹钢	4800	4769	日
	水泥	水泥	146	145	周
	化工品	PTA	4328	4432	日
		沥青	2836	2908	日
		甲醇	2328	2359	日
		塑料	8705	8705	日
	化肥	尿素	9086	9085	日
	农产品	尿素	1921	1962	日
农产品	农产品批发价格200总指数	127.12	127.19	日	

资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

从中美两国月度数据截面图和中国宏观中观数据截面图来看，中国外需强劲、内需偏弱，美国经济数据逐渐修复。

图表 7：中国 1-2 月数据截面图

中国	当月环比	Feb	Jan
GDP:初步核算数:当季同比			
工业增加值:当月同比	26.9	52.3	25.4
出口金额:当月同比	130.1	154.9	24.8
进口金额:当月同比	-9.3	17.3	26.6
贸易差额:当月值	-275.0	378.8	654
固定资产投资完成额:累计同比		35	
社会消费品零售总额:当月同比		33.8	
中国: PMI	-0.7	50.6	51.3
财新: PMI	-0.6	50.9	51.5
CPI:当月同比	0.1	-0.2	-0.3
PPI:全部工业品:当月同比	1.4	1.7	0.3
金融机构:新增人民币贷款:当月值	-2.22	1.36	3.58
社会融资规模:当月值	-3.46	1.71	5.17
M2:同比	0.7	10.1	9.4

资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

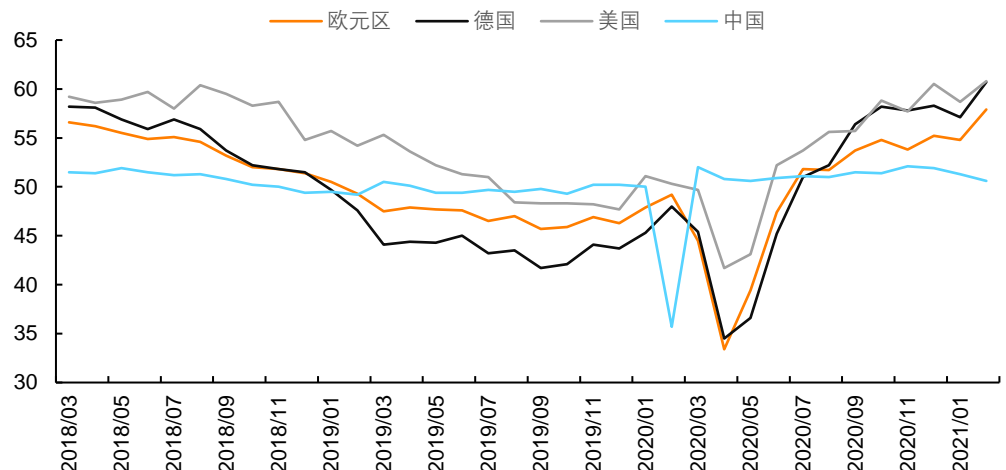
图表 8：美国 1-2 月数据截面图

美国	当月环比	Feb	Jan
美国:GDP:不变价:环比折年率			
美国:CPI:当月同比	0.3	1.7	1.4
美国:核心CPI:当月同比	-0.1	1.3	1.4
美国:新增非农就业人数:总计:季调	213	379	166
美国:新增非农就业人数:私人:合计:当月值:季调	375	465	90
美国:新增非农就业人数:政府:当月值:季调	-162	-86	76
美国:失业率:季调	-0.1	6.2	6.3
美国:成屋销售:折年数:季调	-44	622	666
美国:新建住房销售:折年数:季调	-173	775	948
美国:个人总收入:季调:折年数	-1516.6	19945.6	21462.2
美国:个人消费支出:不变价:季调	-162.7	13119.2	13281.9
美国:零售和食品服务销售额:总计:季调:环比	-10.59	-3.01	7.58
美国:耐用品:新增订单:季调:环比	-4.62	-1.14	3.48
美国:建造支出:折年数:住宅:季调			722379
美国:出口金额:季调:同比			-7.57
美国:进口金额:季调:同比			3.22
美国:贸易差额:季调			-68213
美国:供应管理协会(ISM):制造业PMI	0.3	60.8	60.5
美国:ISM:非制造业PMI	-1.9	55.3	57.2
美国:M2:季调	0.02	0.27	0.25
美国:所有联储银行:资产:总资产	226760	7590111	7363351
美国:联邦基金利率(日)	-0.02	0.07	0.09

资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

从全年主要经济体 PMI 数据来看，欧美上升趋势显现，中国小幅回落，国内外经济修复进度差凸显。

图表 9：全球 PMI 数据



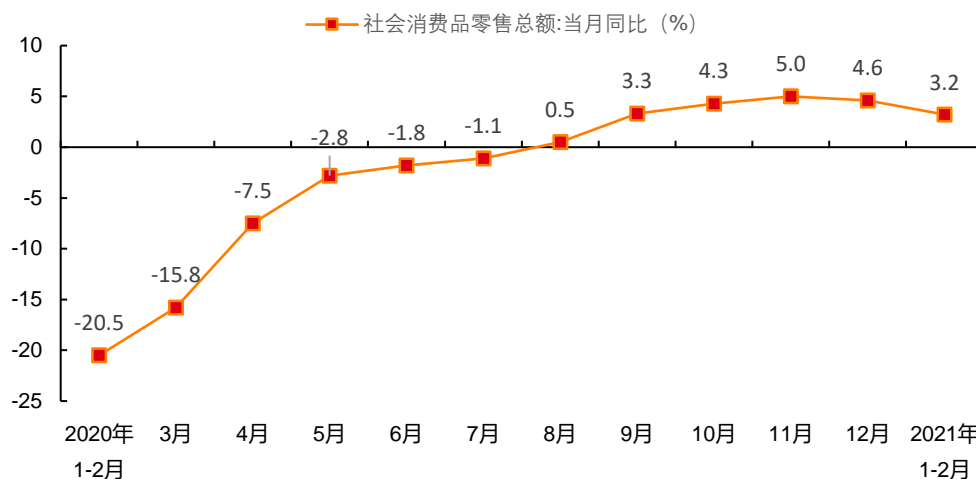
资料来源：Bloomberg 云财富期货投资咨询部

（一）中国外需强劲，内需偏弱

1、消费数据走弱，等待刺激政策落地

2021 年 1-2 月社会消费品零售总额为 69737 亿元，同比增长 33.8%；比 2019 年 1-2 月份增长 6.4%，两年平均增速为 3.2%。扣除价格因素，2021 年 1-2 月份社会消费品零售总额实际增长 34.3%，两年平均增长 1.2%。社零增速明显偏低，证明目前消费仍处于修复过程中，且今年的“就地过年”政策影响偏负。

图表 10：2021 年 1-2 月社消增速明显偏低（2021 年 1-2 月值用两年平均增速代替）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

从行业方面，我们计算了 2 年平均增速。必选消费恢复情况一般，粮油、食品类和饮料类 2 年平均增速分别为 5.3%和 16.2%。可选消费中，生活消费类消费恢复较慢；休闲娱乐类消费维持较高增速，尤其通信器材类 2 年平均增速达 16.9%；地产相关类消费仍在恢复中。

图表 11：可选消费中休闲娱乐类消费恢复最快

	2021年1-2月累计 同比增速 (%)	相比2019年1-2月 增长 (%)	两年平均增长 (%)	2019年1-2月累计 同比增速 (%)
必选消费				
粮油、食品类	10.9	11.0	5.3	10.1
饮料类	36.9	35.1	16.2	8
可选消费				
生活消费	烟酒类	43.9	11.7	5.7
	服装鞋帽纺织品类	47.6	-3.0	-1.5
	日用品类	34.6	16.7	8.0
	中西药品类	16.9	-5.5	-2.8
休闲娱乐	化妆品类	40.7	23.7	11.2
	金银珠宝类	98.7	8.0	3.9
	文化办公用品类	38.3	16.3	7.8
	通信器材类	53.1	36.5	16.9
汽车交运	石油制品类	21.9	-9.6	-4.9
	汽车类	77.6	11.5	5.6
地产相关	家电类	43.2	-4.8	-2.5
	家具类	58.7	-13.2	-6.8
	建材类	52.8	-16.3	-8.5

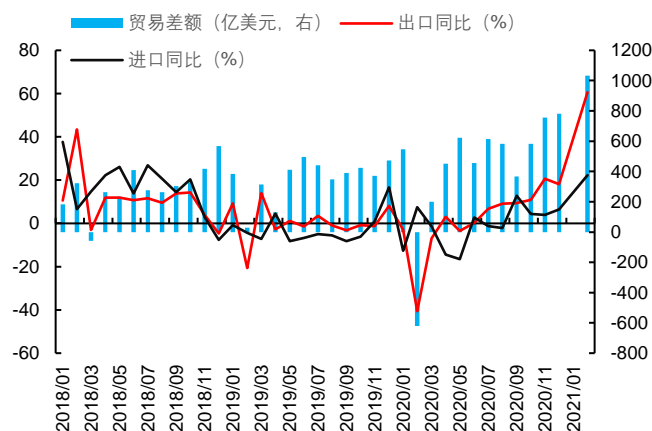
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

2、出口续创新高

2021 年 1-2 月外贸进出口增幅明显、“淡季不淡”，延续了去年 6 月份以来进出口由负转正、持续向好的态势。排除基数效应外，一是欧美等主要经济体生产、消

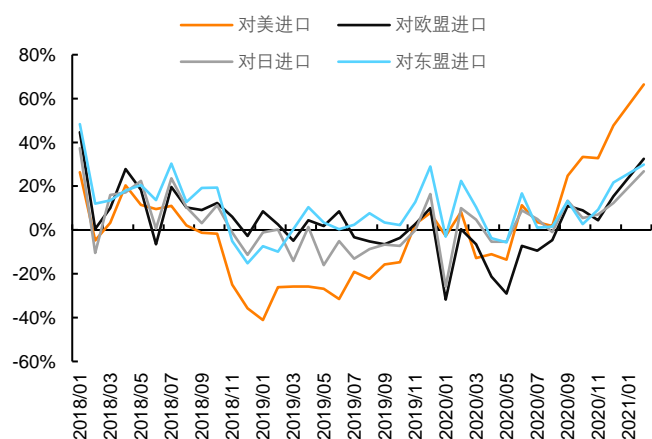
费景气度回升，外需增加带动我国出口增长。二是国内经济持续稳定恢复，拉动进口快速增长。

图表 12：1-2 月累计进出口增速大幅增加



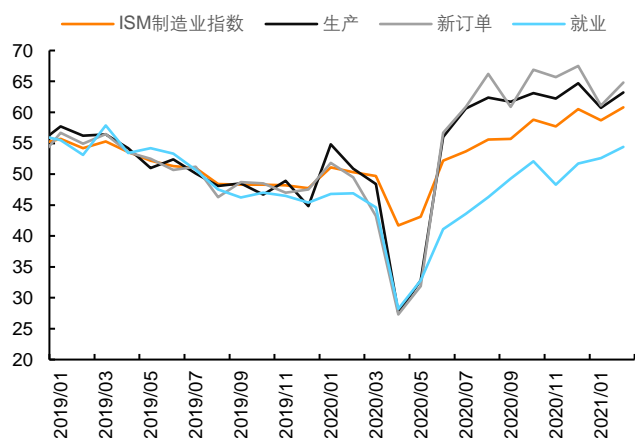
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 14：对主要经济体的进口均上升



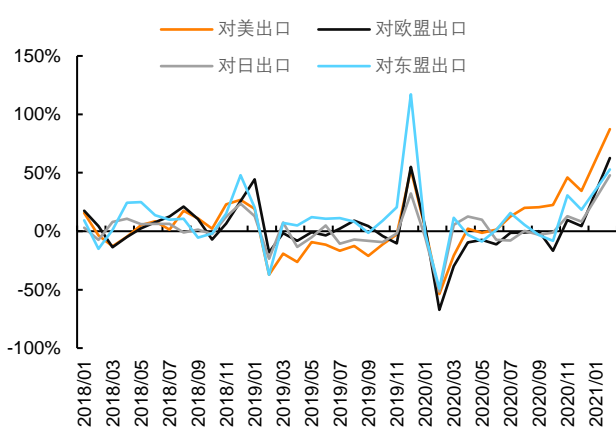
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 16：美国制造业 PMI 反弹



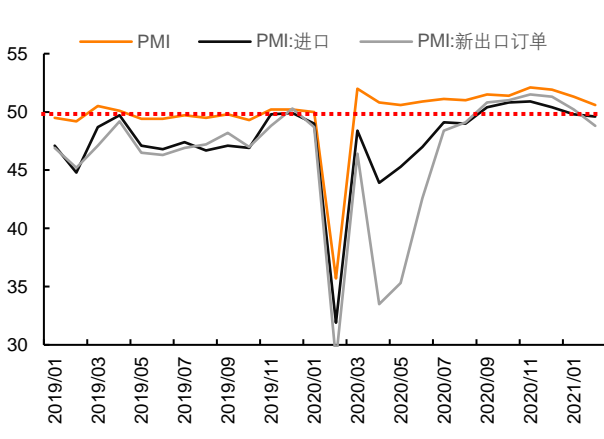
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 13：对主要经济体的出口同比均上升



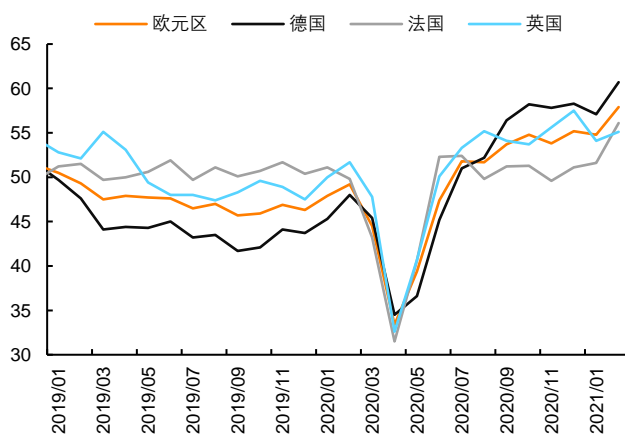
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 15：中国 PMI 呈现下降趋势



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 17：欧洲制造业 PMI 反弹

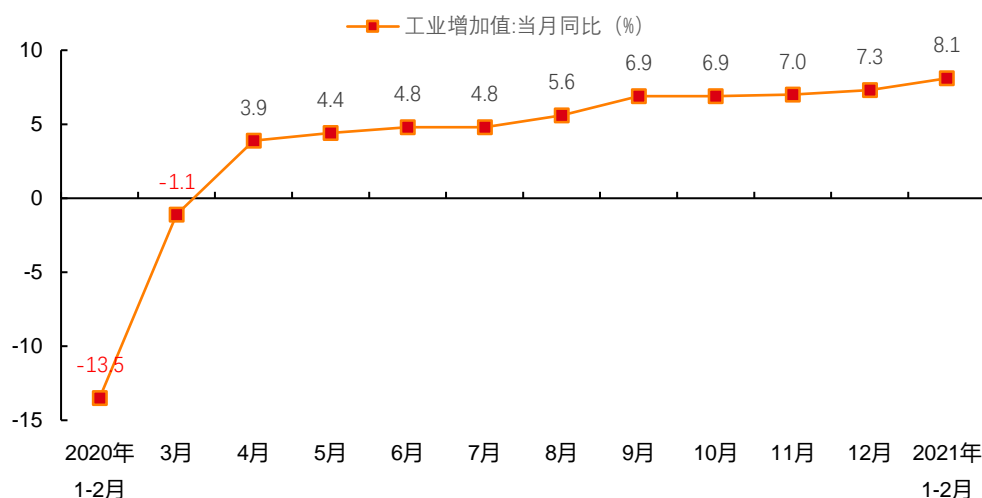


资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

3、制造业推动工业生产活动高速增长

从数据表现来看，2021 年 1-2 月工业增加值同比增速达 35.1%创新高，两年平均增速 8.1%也属于较高水平，环比增速延续上升态势。分大类来看，制造业是工业生产强劲的主因。制造业生产的强劲与出口的强劲相印证，也与 2 月信贷超预期相印证。从核心的制造业行业来看，细分行业也出现了高速增长。从产品产量看，1-2 月同比普遍增长。

图表 18：工业增加值同比增速（2021 年 1-2 月值用两年平均增速代替）

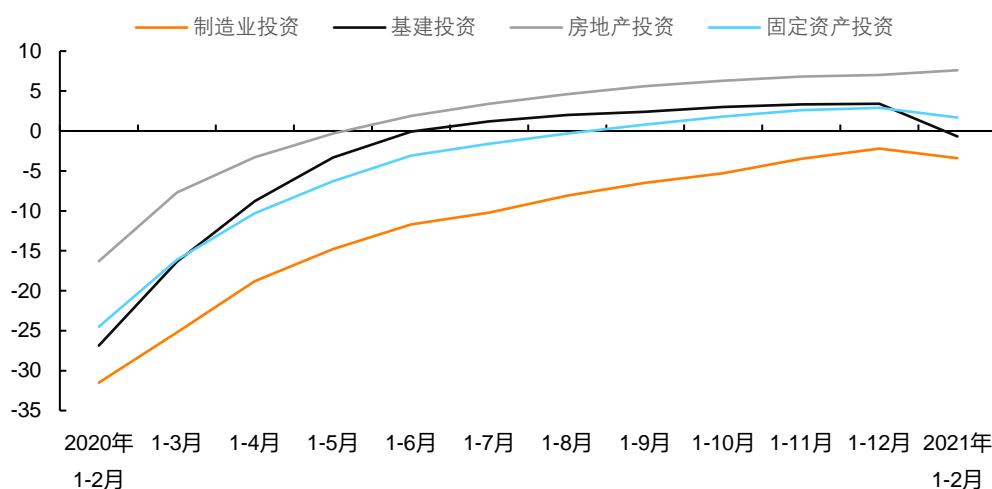


资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

4、平均增速较低，呈现“制造业>地产>基建”特征

分行业看，三大行业的固定资产投资累计投资增速仍在修复通道。根据估算，12 月地产投资增速较 11 月的 10.9%下行至 9.4%；基建投资增速较 11 月的 5.9%再度小幅回落至 4.3%；制造业投资增速较 11 月的 12.5%下行至 10.2%。“制造业>地产>基建”的特征维持不变，增速小幅放缓，但韧性凸显，内生动能持续修复。

图表 19: 1-2 月固定资产投资累计增速 (%)，2021 年 1-2 月值用两年平均增速代替

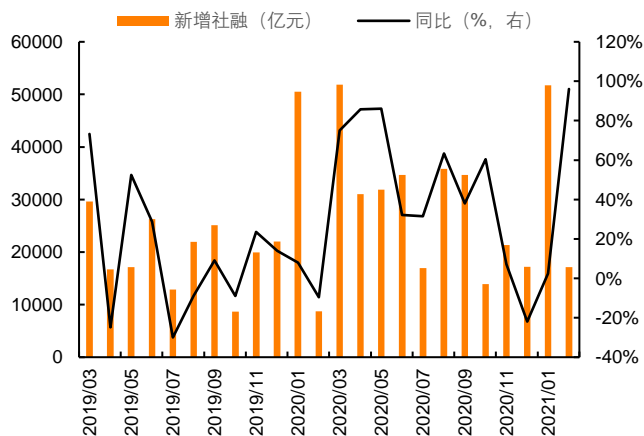


资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

5、新增社融超预期，年初信贷维持较快增长

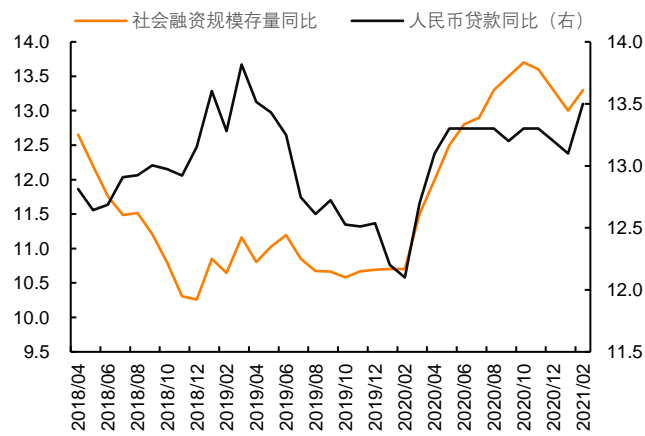
2021 年 2 月新增社融 1.71 亿元，同比增加 8363 亿元，大幅超出预期；社融存量同比增速回升 0.3%至 13.3%。

图表 20: 2 月新增社融超预期增长



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 21: 2 月社融存量同比回升 (%)

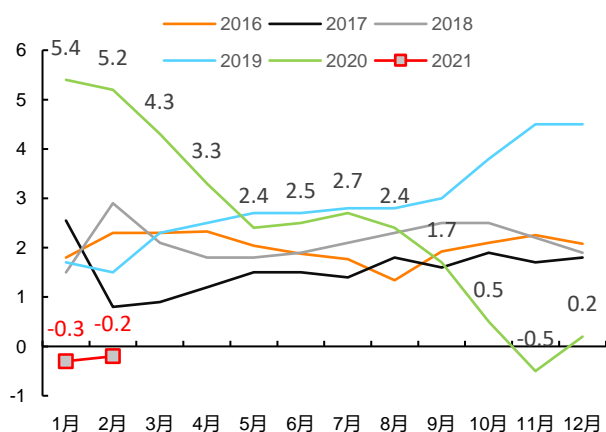


资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

6、CPI 同比维持负区间，PPI 同比修复速度加快

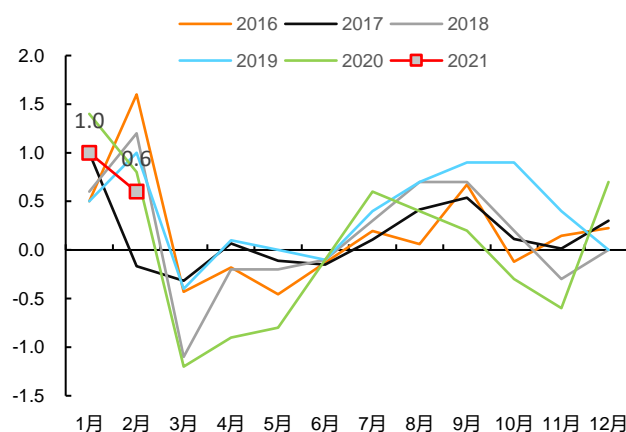
2021 年 2 月, CPI 同比下降 0.2%, 降幅比上月收窄 0.1%。CPI 环比增长 1.0%, 涨幅较上月回落 0.4%。

图表 22: 2 月 CPI 同比下降 0.2%



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

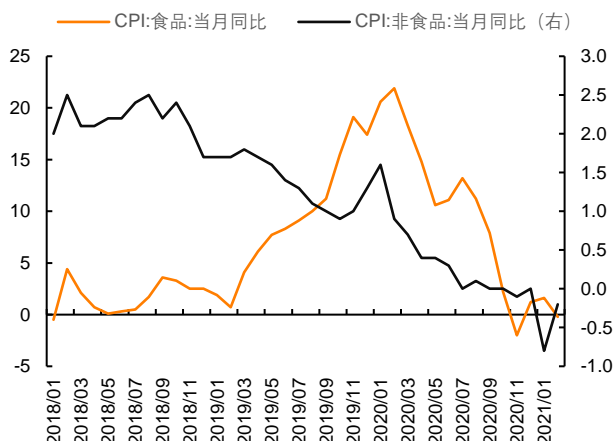
图表 23: 2 月 CPI 环比增长 0.6%



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

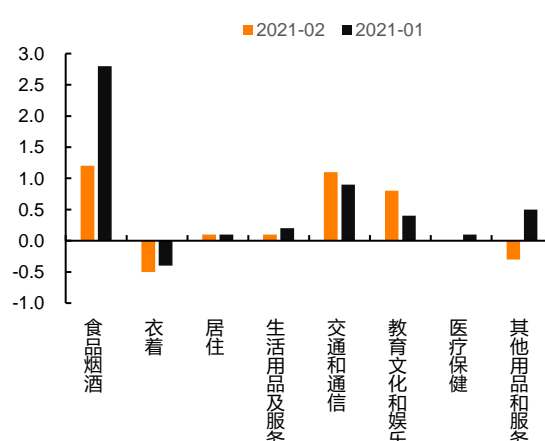
2 月, 食品环比动能减弱, 非食品价格加速回升。从八大类分项来看, 食品烟酒环比涨幅收窄明显, 交通通信、教育文化和娱乐两大分项涨幅扩大, 其他用品和服务分项小幅下降, 其余分项价格变动不大。

图表 24: 2 月食品与非食品 CPI 同比变化 (%)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

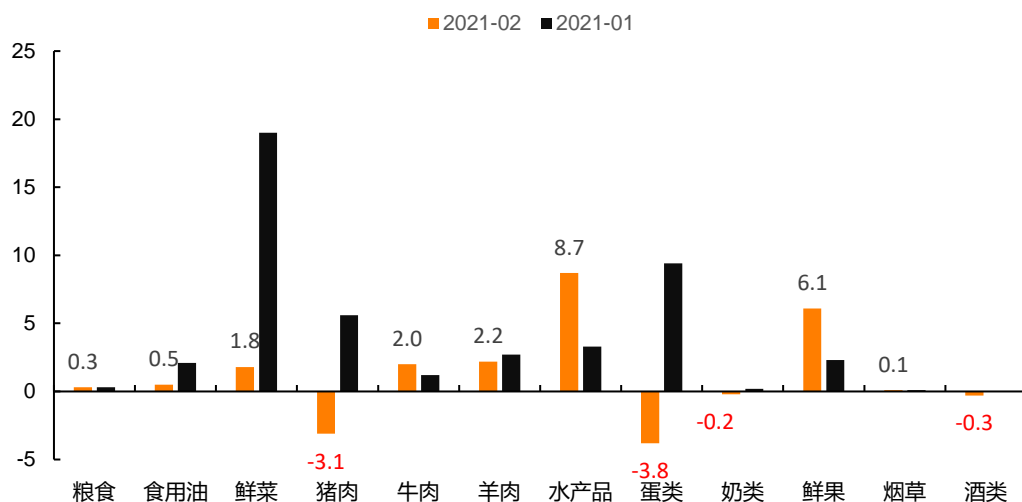
图表 25: 八大类分项环比变化 (%)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

CPI 食品环比上涨 1.6%, 涨幅较上月收窄 2.5%; 同比由上月上涨 1.6%转为下降 0.2%。从分项数据来看, 分项价格在 2 月出现分化, 其中水产品和鲜果是食品价格环比上升的主要影响因素, 而鲜菜、猪肉、蛋类的贡献大大降低。受春节期间消费需求增加和运输成本上升等因素影响, 水产品和鲜果价格分别上涨 8.7%和 6.1%, 涨幅分别扩大 5.4%和 3.8%; 生猪出栏持续恢复, 猪肉价格由上月上涨 5.6%转为下降 3.1%。

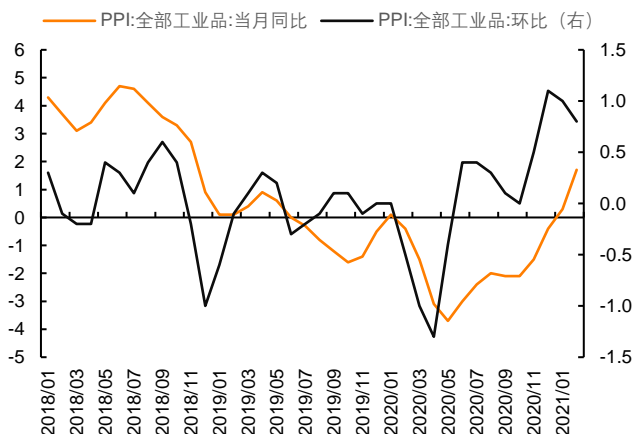
图表 26：2 月鲜菜和蛋类价格环比分化，其中水产品 and 鲜果起主要正向影响（%）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

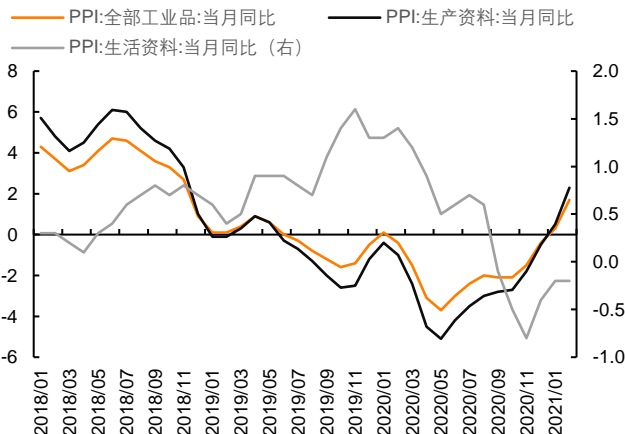
2021 年 2 月，PPI 同比上涨 1.7%，涨幅扩大 1.4%；PPI 环比增长 0.8%，涨幅收窄 0.2%。从两大类看，生产资料价格同比上涨 2.3%，涨幅扩大 1.8%；环比上涨 1.1%，较上月涨幅回落 0.1%。生活资料价格同比下降 0.2%，较上月持平；环比持平。

图表 27：2 月 PPI 同比+1.7%，环比+0.8%



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 28：生产资料快速修复，生活资料修复停滞（%）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

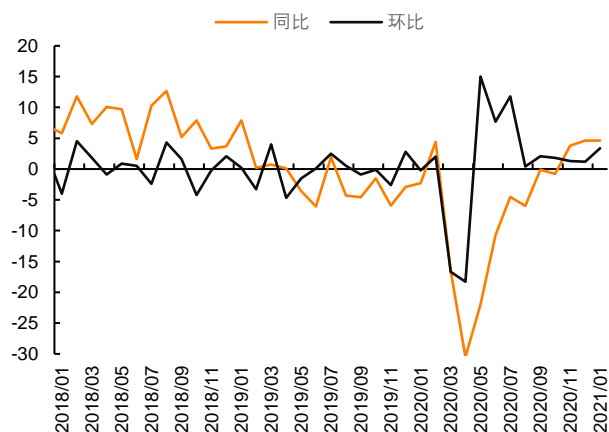
（二）美国经济数据逐渐修复

美国经济数据逐渐修复。1 月耐用品订单环比升 3.4%，前值升 1.2%；同比升 4.6%，较前值持平。2 月工业产出指数有所回落至 104.65，同比下降 4.25%。初申失业金人数频繁往复，反应就业市场改善缓慢。

此外，制造业数据、物价数据处于不断向好的过程，房屋数据出现一定降温。

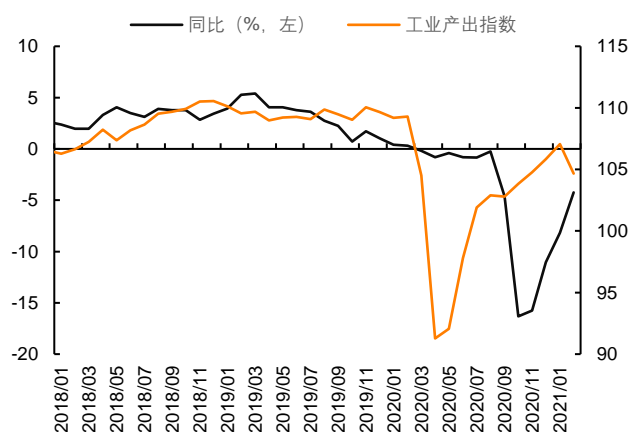
伴随着疫苗的接种、疫情的改善以及新一轮大规模财政刺激的落地，我们相信美国未来几个月的经济数据将表现出更好的修复趋势。

图表 29: 美国耐用品订单 (%)



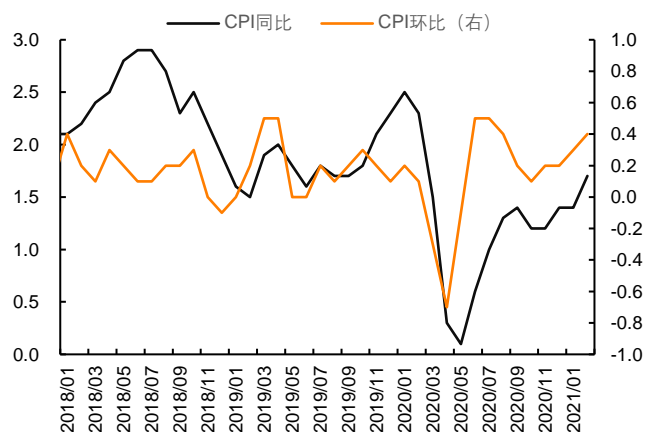
资料来源: Bloomberg 云财富期货投资咨询部

图表 30: 工业产出指数



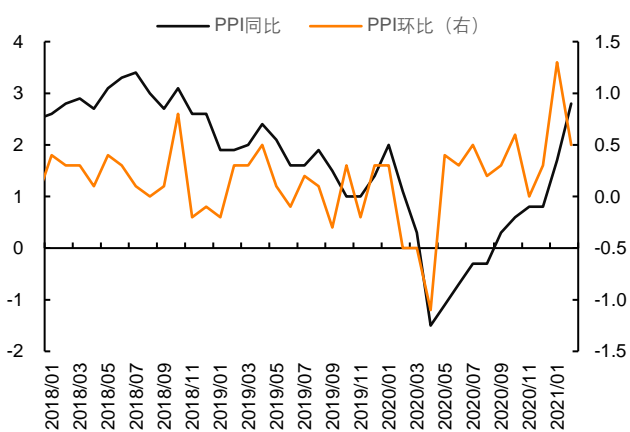
资料来源: Bloomberg 云财富期货投资咨询部

图表 31: 美国 CPI (%)



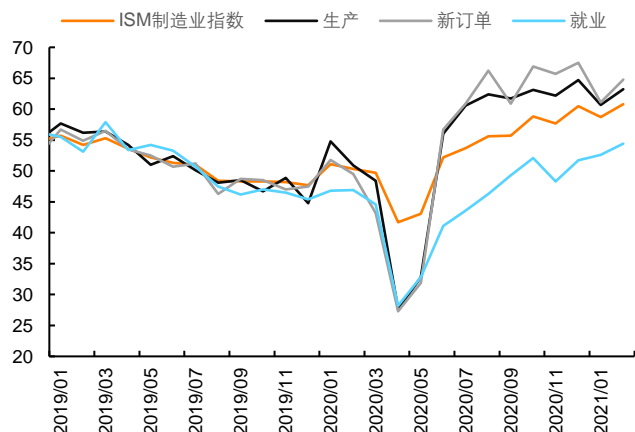
资料来源: Bloomberg 云财富期货投资咨询部

图表 32: 美国 PPI (%)



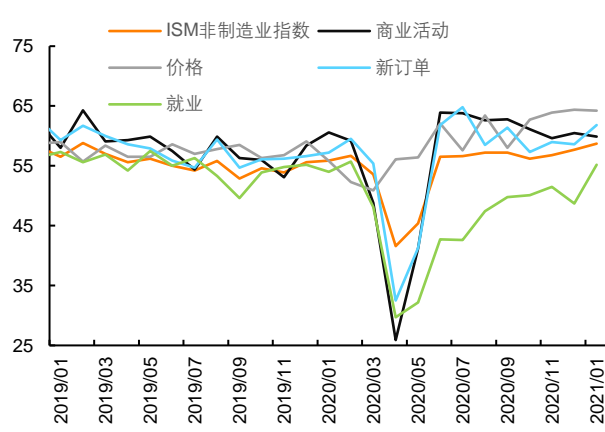
资料来源: Bloomberg 云财富期货投资咨询部

图表 33: ISM 制造业



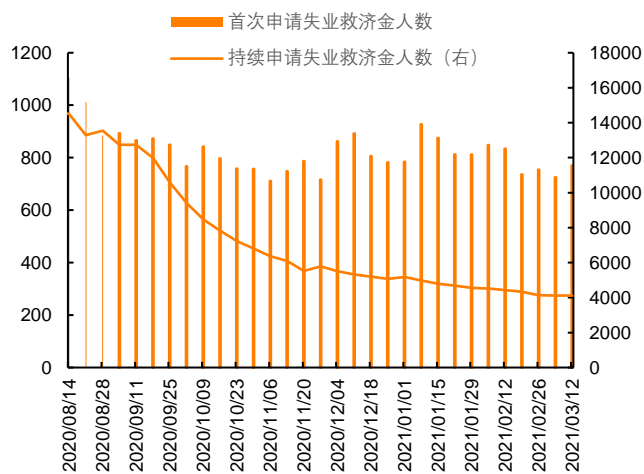
资料来源: Bloomberg 云财富期货投资咨询部

图表 34: ISM 非制造业



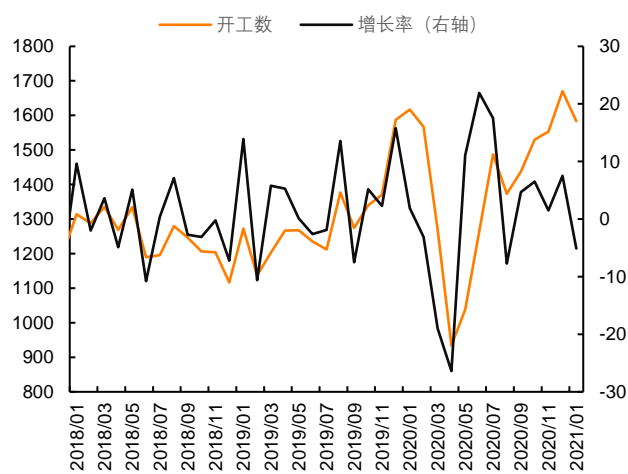
资料来源: Bloomberg 云财富期货投资咨询部

图表 35: 申请失业救济金人数 (千人)



资料来源: Bloomberg 云财富期货投资咨询部

图表 36: 房屋新开工 (千栋, %)



资料来源: Bloomberg 云财富期货投资咨询部

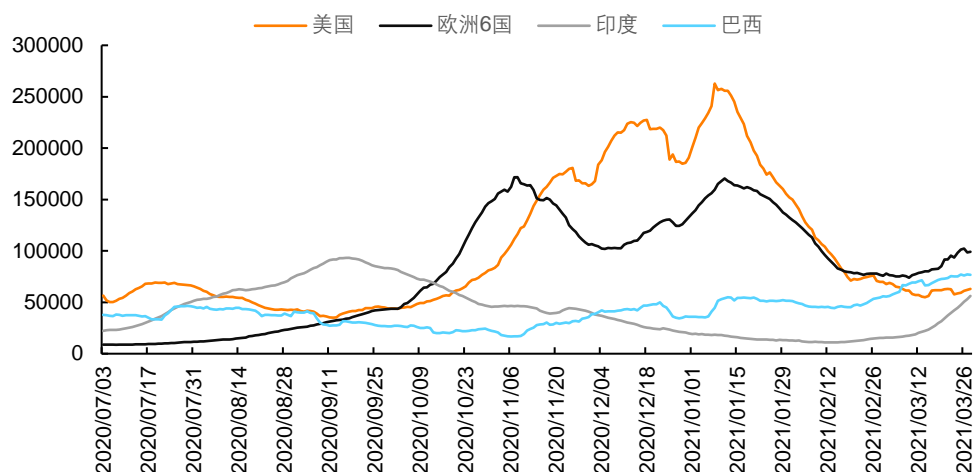
三、宏观事件继续主导当前宏观格局

一季度以来,随着国内外疫情防控措施的严格执行,国内疫情逐渐清零,全球主要国家的疫情形势较 1 月份明显转好。并且,疫苗在全球范围内加速接种,虽然出现了明显的分化现象,但我们相信随着时间的推移,全球接种覆盖早晚会达到,短期的扰动影响的仅是节奏问题。我们在之前的报告中曾提示,展望下半年,一旦美欧疫情显著缓解、疫苗接种达到一定覆盖率之后,全球政治经济摩擦事件将会再次成为宏观事件模块的主导因素。但出乎我们预料的是,自三月份开始,中美欧之间的政治经济摩擦事件就频繁出现,显著影响着全球市场情绪,提前成为宏观事件模块的主导因素。

1、新冠疫情形势明显转好,近期出现扰动

2 月份以来,随着国内外疫情防控措施的严格执行,国内疫情逐渐清零,全球主要国家的疫情形势较 1 月份明显转好,当日新增确诊病例大幅下降。值得注意的是,近期受到阿斯利康疫苗事件的影响,海外尤其是欧洲的疫情出现了反复的迹象,部分欧洲国家延长封锁期限,引发了市场的担忧。

图表 37：全球主要国家当日新增确诊病例数（例）

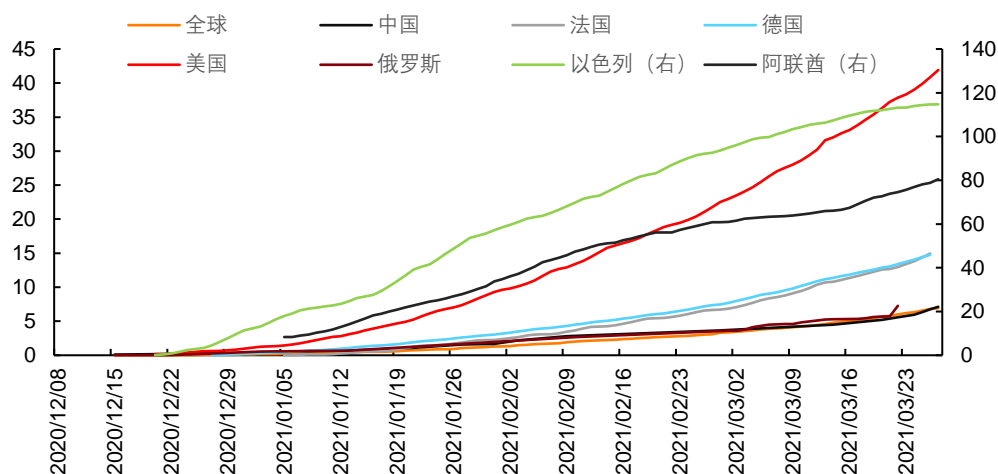


资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

2、疫苗接种进展延续分化

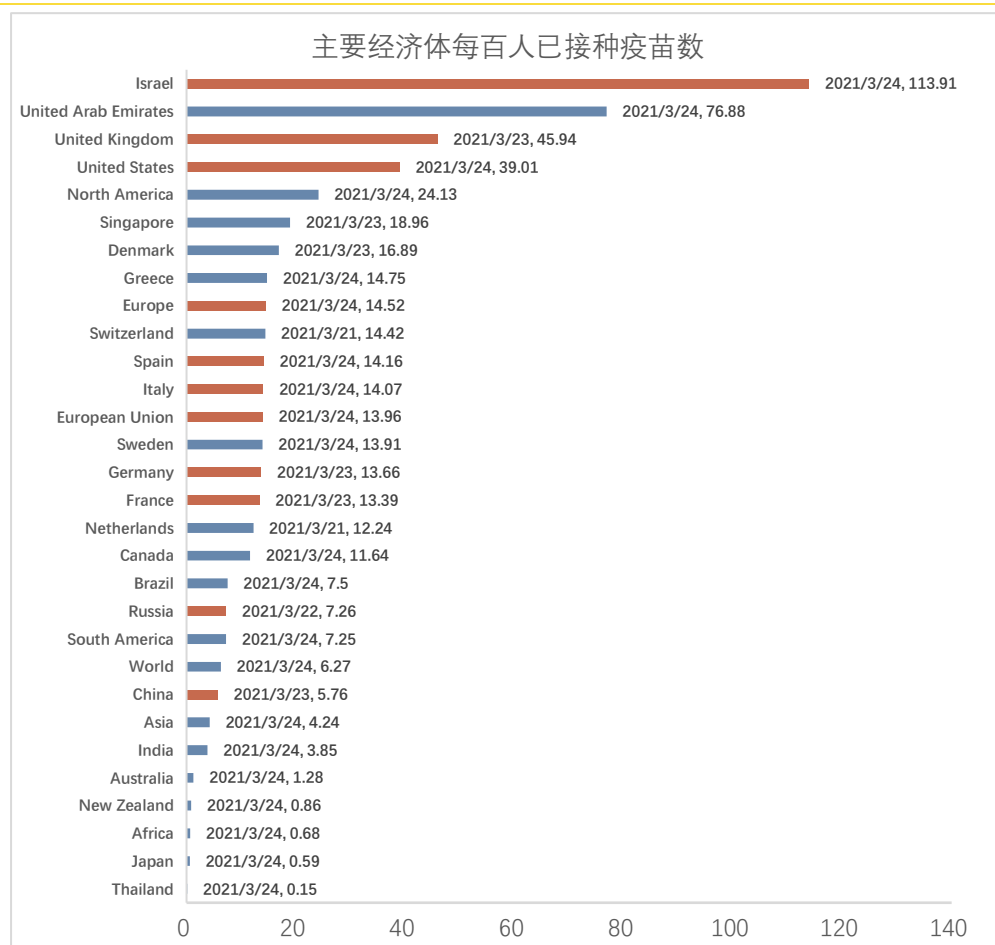
从 1 季度以来的疫苗接种进展来看，目前全球疫苗接种进程延续分化。除了以色列和阿联酋等国进度显著外，主要经济体中美国、英国接种进度遥遥领先，但欧洲的接种进度却不尽人意。主要原因有两方面，一方面是美国、英国制定了详尽的疫苗分配及接种计划并严格实行；另一方面是供应分配问题，主要生产商辉瑞、阿斯利康等公司由于自身生产问题以及其他原因，疫苗供应有所偏好，导致欧洲地区疫苗接种进度缓慢。

图表 38：主要经济体日新增疫苗接种量（剂每百人）



资料来源：Our World In Data 云财富期货投资咨询部

图表 39：主要经济体接种进度



资料来源：Our World In Data 云财富期货投资咨询部

美国当前累计接种 1.28 亿剂、每百人接种 38.3 剂，平均每天接种达 230 万剂，持续加速。按照每天接种 200 万剂的速度，预计夏季之前即可以实现 70% 的免疫人口覆盖目标。而欧盟当前累计接种 0.61 万亿剂、每百人接种 13.6 剂，平均每天接种达 70 万剂，接种速度大大低于美国。阿斯利康此前通知欧盟称原定于二季度交付的 1.8 亿剂疫苗现在可能只能交付不到 9000 万剂，使得欧盟在夏季之前为 70% 成年人接种疫苗的目标可能将受到威胁。

但无论疫苗接种进度如何曲折，无论哪种疫苗出现质量问题，只要各主要生产厂商维持生产进度，只要不断有新的疫苗投入市场，全球接种覆盖早晚会达成。目前来看，接种进度的快慢，对市场节奏的影响更为重要。

3、全球政治经济格局提前成为宏观事件的主导因素

在之前的报告中，我们曾提示，一旦美欧疫情显著缓解、疫苗接种达到一定覆盖率之后，全球的政治经济摩擦事件将会再次成为宏观事件模块的主导因素。但出乎我们预料的是，自三月份开始，中美欧之间的政治经济摩擦事件就频繁出现，显著影响着全球市场情绪，并提前成为宏观事件模块的主导因素。

自拜登政府上任后，中美首次高层会谈结束。双方一度剑拔弩张，在一些问题上仍存在重要分歧，寄希望于看到明确迹象表明中美准备减轻对抗的预期落空，短期影响风险偏好。会后不久，双方就为市场所担忧的“中美冲突”降温。3月20日，杨洁篪在中美高层战略对话结束后表示：这次对话是有益的，有利于增进相互了解。双方在一些问题上仍存在重要分歧，中国将坚定维护国家主权、安全和发展利益。3月24日，美国国务卿布林肯于布鲁塞尔的讲话中表示，“美国不会强迫盟友在美国与中国之间做出“我们或他们”这种选择”，“中国的胁迫性行为威胁到我们的集体安全和繁荣，并且他们正在积极破坏国际体系的规则，但这并不意味着各国不能与中国在存在可能性的方面进行合作”。无独有偶，3月25日，美国总统拜登在白宫召开的首次总统新闻发布会上表示，美国和中国尽管存在激烈竞争，但双方不该寻求对抗，应实现公开贸易以进行有效竞争。

我们首先要明确，中方与美方新政府的首次会谈意义是积极的，代表中美两国避免误解误判、避免冲突对抗、努力解决分歧的决心。但中美关系的本质是霸权国对新兴崛起大国的遏制，国会两党已达成对华强硬的共识，我们要对中美形势的长期性和日益严峻性有清醒的认识和准备。

3月17日，欧盟成员国大使协商同意，就所谓新疆人权问题对中国实施制裁。这是近30年以来，欧盟首次对中国实施制裁。随后，3月24日，欧洲议会决定取消《中欧投资协定》审议会议，拉开了中欧冲突正式的帷幕。随后，中国政府还以颜色，陆续对欧盟、英、加、美进行反制制裁。

图表 40：中美相关事件发展

时间	事件
2021/3/18	应美邀请，由中共中央政治局委员、中央外事工作委员会办公室主任杨洁篪，国务委员兼外长王毅率领的中国代表团及其随行人员抵达美国阿拉斯加州安克雷奇，参加中美高层战略对话。
2021/3/19	美国总统拜登就任以来首次中美高层面对面会谈开场剑拔弩张，双方就人权、贸易、国际联盟问题展开猛烈抨击。
2021/3/20	杨洁篪在中美高层战略对话结束后表示：这次对话是有益的，有利于增进相互了解。双方在一些问题上仍存在重要分歧，中国将坚定维护国家主权、安全和发展利益。
2021/3/22	白宫新闻秘书表示，美国希望与中国就广泛的问题加强直接对话。 拜登押注，以基础设施支出为核心的数万亿美元经济计划不仅可以支撑遭受新冠疫情重创的美国经济，还能确保未来几十年美国对中国的竞争力。 美国、英国、加拿大以所谓“人权”问题为借口，分别对中国新疆有关个人和实体实施单边制裁。
2021/3/24	美国国务卿布林肯表示，美国不会强迫盟国在美国与中国之间做出“我们或他们”这种选择。
2021/3/25	中国棉花协会坚决反对以美国为首的西方各国对中国新疆纺织服装供应链及其相关产品实施任何限制，强烈敦促其停止错误做法。
2021/3/26	美国总统拜登表示，将在下周公布其长期经济复兴计划，承诺增加对中产阶层的支持，并大幅增加投资和基础设施支出，由此加强美国对中国的地位。 美国总统拜登承诺要在创新和基础设施上投入比中国更多的资金，以防止其取代自己成为世界上最强大的国家。
2021/3/27	针对美国、加拿大基于谎言和虚假信息于3月22日对中国新疆有关人员和实体实施单边制裁的行径，中方决定对相关人员和委员会实施制裁，禁止相关人员入境中国内地及香港、澳门特别行政区，禁止中国公民及机构同上述人员交易或同上述实体往来。同时，此前中方对美方在涉疆问题上严重损害中方主权和利益人员的制裁仍然有效。

资料来源：公开信息整理 云财富期货投资咨询部

图表 41：中欧相关事件发展

时间	事件
2021/3/8	中欧投资协定完成，将推动其早日正式签署。
2021/3/13	欧盟委员会发布新闻公报表示，中欧投资协定将给赴华投资兴业的欧洲企业、投资者和服务供应商提供更多法律确定性、更好的市场准入条件及更公平的参与规则。欧盟委员会表示，中国市场规模大、成长迅速，是欧盟的关键贸易伙伴。
2021/3/19	欧盟成员国大使17日协商同意，就所谓新疆人权问题对中国实施制裁，这将是近30年以来，欧盟首次对中国实施制裁。
2021/3/22	中方决定对美方严重损害中方主权和利益、恶意传播谎言和虚假信息的10名人员和4个实体实施制裁，相关人员及其家属被禁止入境中国内地及香港、澳门特别行政区，他们及其关联企业、机构也已被限制同中国进行往来。
2021/3/24	H&M官网发布通告“我们的产品所需要的棉花将不再从那里（新疆）获得”，并称新疆存在“强迫劳动”等，与此同时多个国外品牌纷纷效仿如：NIKE、ADIDAS、GAP、优衣库等。 欧洲议会决定取消《中欧全面投资协定》的审议会议。对此，外交部发言人华春莹表示，中欧投资协定不是一方给予另一方的恩赐，是互利互惠的。
2021/3/25	商务部回应欧洲议会取消《中欧投资协定》审议会议：目前中欧双方谈判部门正在开展必要的法律审核工作。
2021/3/26	新疆维吾尔自治区人民政府发布对美国、英国、加拿大无理制裁的严正声明。

资料来源：公开信息整理 云财富期货投资咨询部

可以说，在一季度末，全球疫情尚没有显著得到控制的时候，大国博弈已经提前开始。“后疫情时代”政治格局的复杂性，将极大程度影响全球经济修复进程，并传导到资本市场。

第二部分 大类资产仍存在上涨机会

自年初开始，基于市场对于在疫苗加速接种背景下全球经济修复的乐观预期，各大类资产普遍出现大幅上涨行情。但从2月中旬开始，各大类资产陆续出现回调现象，尤其是国内A股市场以及原油跌幅显著。此次回调，一是因为大宗商品价格快速上涨引发的高通胀预期，导致美债收益率攀升，形成流动性冲击从而对风险资产形成压制；二是因为缺乏经济数据证实下游需求回升背景下，需求端频发扰动引发担忧。展望二季度，我们认为全球经济复苏实际情况将是决定市场走势的核心。关注实际需求是否如预期般回升，“等待经济数据跟上市场价格脚步”。我们维持看好受益于全球经济修复的铜、铝、原油等通胀相关核心资产的表现，维持看好受益于全球经济修复的顺周期行业观点不变。

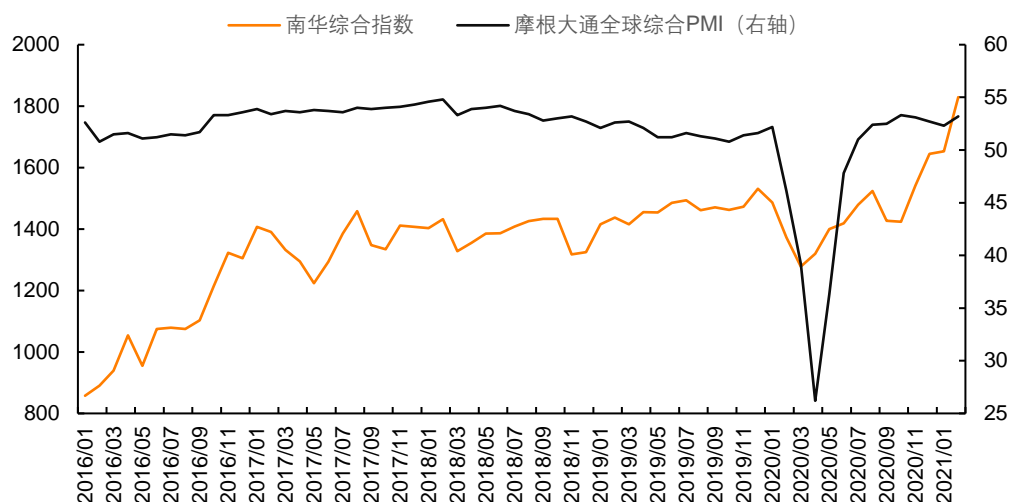
一、核心大宗商品等待需求数据驱动

1月份以来，全球商品市场演绎通胀和海外复苏交易逻辑，大宗商品普遍出现较大幅度的涨幅。与此同时，大宗商品的快速上涨引发了市场对于通胀升温以及各国央行可能会进行货币政策收紧的担忧。伴随着美债收益率快速上行以及美元指数的反弹，大宗商品涨势受阻。3月份以来，大宗商品的走势更是频繁受到自身供需结构尤其是需求端的扰动。展望二季度，我们相信伴随着疫苗的有序接种以及美国大规模财政刺激的助力，海外尤其是美国的经济增长与需求复苏仍是大概率事件，势将提振核心大宗商品的需求。此外，在中美等主要经济体货币政策没有正式转向之前，充裕的流动性仍将是支撑大宗商品上涨的关键因素。

1、等待需求数据跟上价格脚步

一季度以来，虽然市场对2021年全球经济修复的预期较为一致，但数据上尚未充分体现，全球综合PMI仍处于平稳状态。相对的，价格却已经出现了较大幅度的涨幅。由此形成了数据修复与价格上涨之间的节奏差。中国经济在领先于全球开始修复后，目前更多的是追求稳中向好，展望二季度恐难以体现较大幅度的增长，因此对于大宗商品而言，更重要的是海外经济在疫情控制后的修复性增长，尤其以美国最为值得关注。实际需求是否如预期般回升，“数据能否跟上价格脚步”，将决定全球市场未来走势。

图表 42：南华综合指数与摩根大通全球综合 PMI 对比



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

2、铜、铝、原油等核心大宗商品表现仍值得期待

据云期有色组预计，铜、铝当前供应压力较小，传统需求有望于二季度逐步释放，碳中和需求维持高增，需求上升有望驱动库存下降，利于价格上升。据云期化工组预计，在当前原油需求前景不确定性加剧的情况下，原油的短期供应压力相对较低，OPEC+减产或将延期至5月底，美国原油产量恢复缓慢；需求方面，欧洲疫情情况及疫苗接种进度将对油价起到持续性的指引作用，同时重点关注以欧美为代表的海外需求的边际复苏情况，终端需求的不断恢复或将为油价提供新一轮的上升动力。相关内容请详见云财富期货有色组与化工组最新报告。

基于欧美等国仍在抗疫过程中，还没有有效恢复到经济发展中来，我们认为结合各国疫情的逐步改善，对大宗商品需求的回升是大概率事件，核心大宗商品的价格表现值得期待。

3、大宗商品主要风险

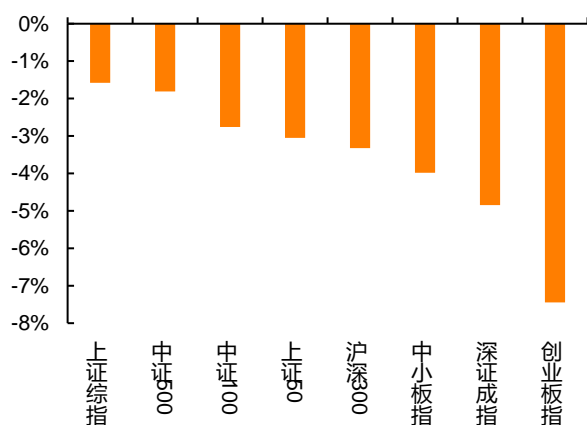
当前大宗商品可能面临的主要风险，一是在价格维持当前高位乃至更进一步再次引发通胀升温担忧，对于中美两国货币政策转向的担忧可能再次显现；二是我们对于上半年的宏观假设出现偏差，即全球疫情没有得到有效控制、全球经济增长预期下行；三是全球政治摩擦延续，对大宗商品持续构成压力。

二、国内股指短期或将维持低位整理

春节后以来，国内 A 股进入了一段幅度较大、时间较长的中期调整，其背后逻辑在于调整前市场存在的脆弱点：1、市场自去年 3 月份见底至春节前累计涨幅较大；2、市场整体估值不低，结构性估值过高；3、市场对于政策与流动性收紧预期增加；4、国内经济增速继续提升的空间有限；5、机构仓位普遍不低且相对集中。

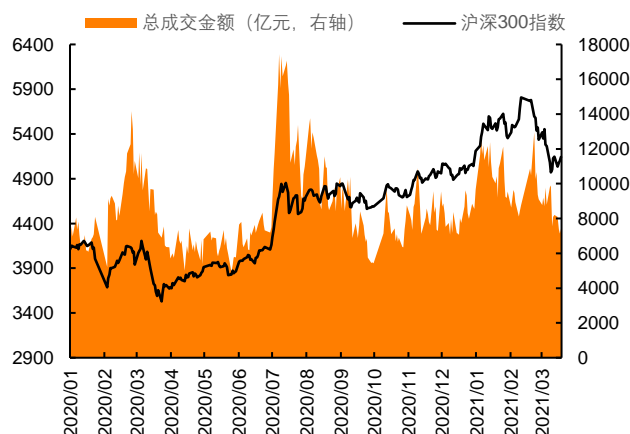
展望二季度，市场大部分下跌可能已完成，进入“磨底期”。市场进一步大幅调整的空间有限，而且存在较为明确的高景气结构行业。短期可能有反弹，但中期仍需静待新催化剂出现。

图表 43：A 股主要股指年初以来表现



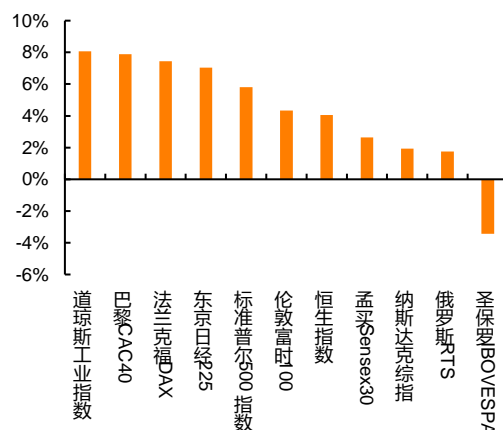
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 45：A 股总成交金额大幅回落



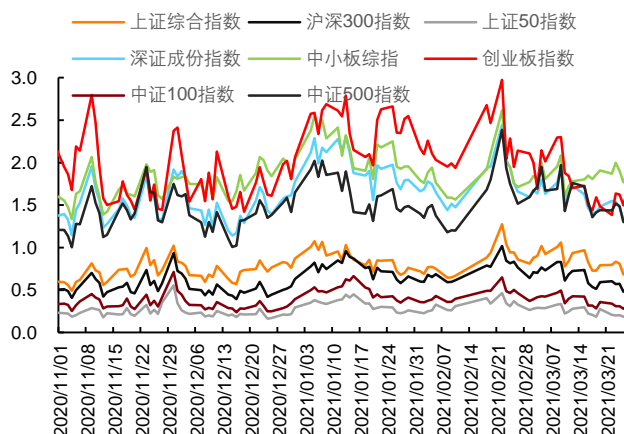
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 44：全球主要股指年初以来表现



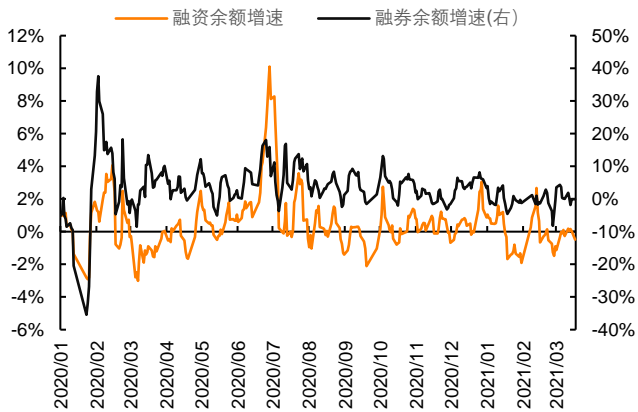
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 46：A 股主要股指换手率下降 (%)



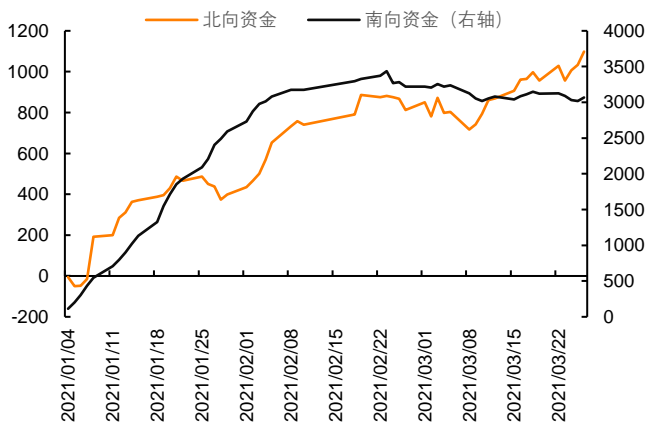
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 47: 两融余额情况



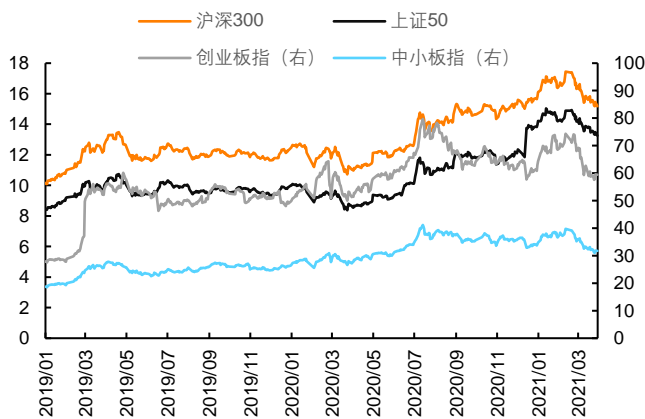
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 49: 年内南北向资金累计净流入 (亿元)



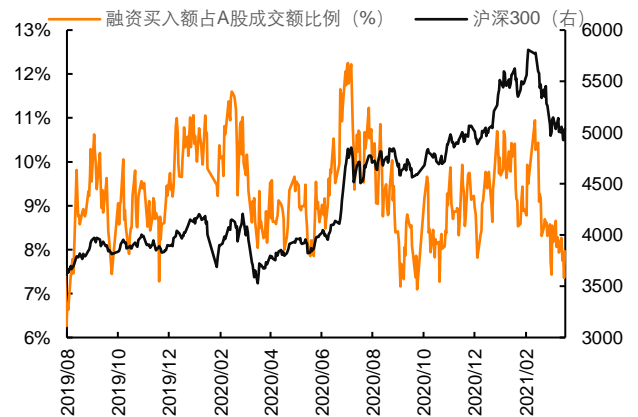
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 51: 主要股指市盈率 (TTM, %)



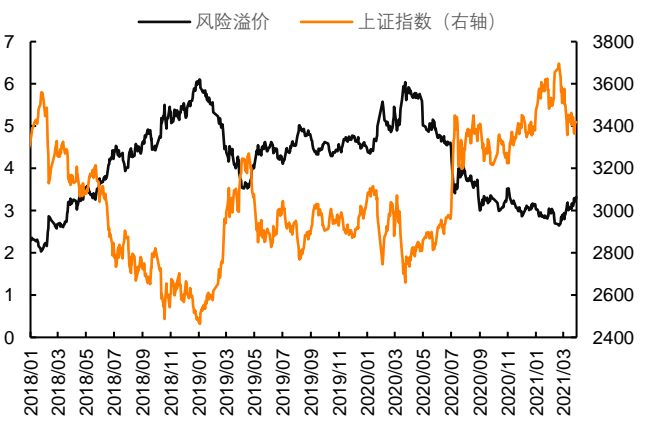
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 48: 融资买入额占 A 股成交额比例大幅下降



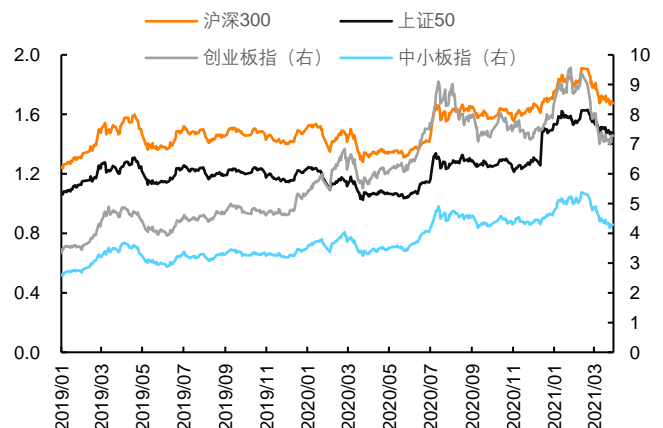
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 50: 风险溢价明显回归 (%)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 52: 主要股指市净率 (LF, %)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 53：主要 ETF 表现

代码	场内简称	标的指数简称	今年以来收益率 (%)	规模变动 (亿元)
510330	华夏300	沪深300	-3.41	-47.2
510050	50ETF	上证50	-3.22	-102.8
510500	500ETF	中证500	-1.72	17.1
159915	创业板	创业板指	-7.54	18.5
159949	创业板50	创业板50	-7.24	21.5
159995	芯片ETF	国证芯片	-8.89	-30.8
159919	300ETF	沪深300	-3.44	-33.0
512660	军工ETF	中证军工	-18.56	23.8
512000	券商ETF	证券公司	-13.47	16.1
512480	半导体	中证全指半导体	-15.58	-10.5
510900	H股ETF	恒生中国企业指数	1.81	3.5
515030	新汽车	CS新能车	-11.30	-20.5
510230	金融ETF	180金融	-0.57	0.4
515790	光伏ETF	光伏产业	-9.05	4.3

资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

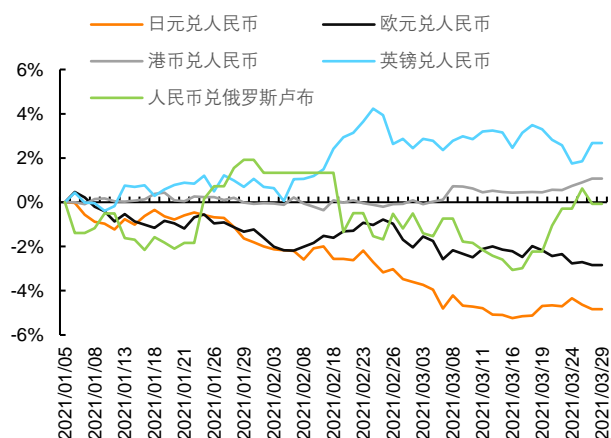
我们用主要行业和指数 ETF 来体现一季度市场行业变化，此前领涨的创业板以及碳中和相关板块均出现大幅回调，年内由涨转跌。

三、美元二季度预计延续反弹趋势

自 2021 年初以来，美元指数一改颓势，自低位的 89.42 大幅反弹至目前 92.6 左右。美元反弹的背后，是美欧疫情控制及宏观形势的相对强弱出现逆转。中短期内，美欧经济的偏离程度对美元走势影响最大。回顾 2020 年，美元持续走弱的背后，是美国疫情控制差于欧洲、拖累经济修复。同样，美元 2021 年以来的大幅反弹，是因为美国疫情加速好转、经济复苏持续加快。美元指数的大幅反弹，一定程度上压制了大宗商品的涨势。

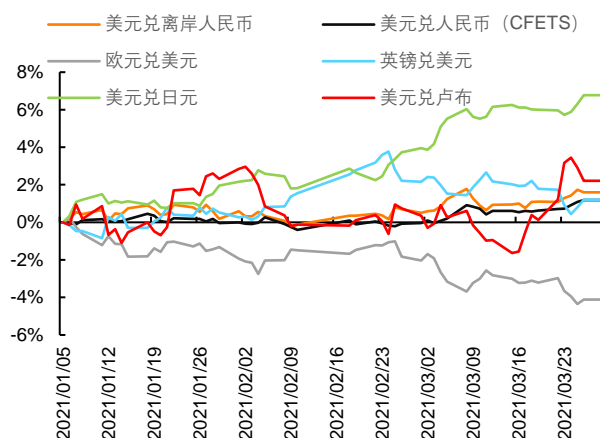
展望二季度，我们认为，美欧经济的偏离恐将维持甚至进一步扩大，美元预计延续反弹趋势。

图表 54：人民币兑主要货币 1 月收益走势情况



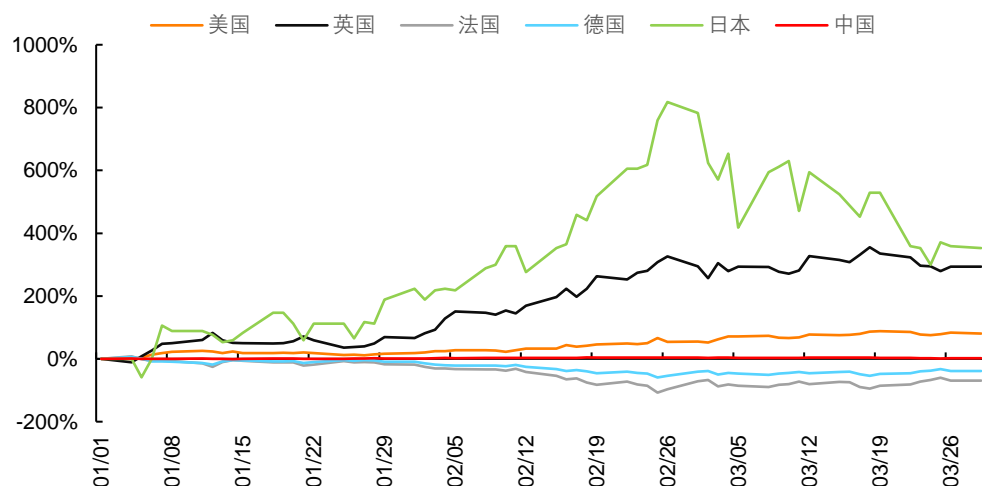
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 55：美元兑主要货币 1 月收益走势情况



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 56：主要经济体 10 年期国债收益率今年以来涨跌幅情况



资料来源：Bloomberg 云财富期货投资咨询部

法律声明

■本报告由云财富期货有限公司制作，本报告所载资料的来源及观点的出处皆被云财富期货有限公司认为可靠，但云财富期货有限公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，云财富期货有限公司不对因使用本报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。本报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使云财富期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使云财富期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有本报告中的材料的版权均属云财富期货有限公司。未经云财富期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本予任何其他人。

■本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述投资标的买卖的出价或征价。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，云财富期货有限公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，云财富期货有限公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而云财富期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

■本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，云财富期货有限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，投资者并不能依靠本报告以取代独立判断。本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

■本报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。本报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

云财富期货有限公司

总部地址：

新疆乌鲁木齐市天山区西河坝后街 137 号瑞达国际大厦 7 楼

上海分公司

地址：上海自由贸易试验区杨高南路 729 号 2102B 室

伊犁营业部

地址：新疆伊犁州伊宁市新市政府片区南环路以南伊宁机场商务写字楼 2003 号

喀什分公司

地址：新疆喀什地区喀什经济开发区空港产业物流区产业服务中心 A 段三楼 301 室

山东分公司

地址：山东省济南市高新区汉峪金谷 A3-4-907 室

深圳分公司

地址：深圳市福田区福田街道福安社区益田路 4068 号卓越时代广场 3904、3905 室