增长修复通胀触底 债市持坚股市分化

寇 宁、车美超

一德期货宏观战略部

一德期货
FIRST FUTURES

寇 宁
宏观经济分析师
期货从业资格号：
F0262038
投资咨询从业证书号：
Z0002132
邮箱 kouning@ydqh.com.cn

车美超
宏观经济分析师
投资咨询从业证书号：
Z0011885
邮箱 chemeichao@ydqh.com.cn

一德期货 宏观战略部

电话：（022）28130235
网址：www.ydqh.com.cn
地址：天津市和平区徐州道 12 号万通中心 802-804
邮编：300051

■ 内容摘要

- 2021 年开年，国内经济延续恢复，但受国内局部疫情反弹及就地过年等政策的影响，内需受到冲击，修复仍存空间。
- 尽管供给扩张对开年经济构成支撑，但受内需疲弱的影响，国内经济运行稳中偏弱，通胀回升乏力，企业利润高位承压。
- 2020 年末以来，受国内局部散发疫情的影响，餐饮消费修复放缓，拖累了消费修复。后市随着国内疫情稳定，餐饮、服务类消费有望在二季度快速修复。此外，2020 年下半年商品房销售持续回暖将带动房地产相关消费持续改善，预计二季度国内消费将加速修复。
- 二季度在美国更大规模的财政刺激下，海外需求仍将对国内出口形成支撑。此外，3 月底以来，欧美疫情全面反弹，海外生产恢复受到制约，预计海外供需缺口仍将支撑国内出口维持高位。
- 2021 年，政府并未提前下达专项债额度，年内基建投资或主要集中在下半年发力，预计二季度基建投资增长将出现显著的回落。
- 随着终端需求的改善，制造业投资二季度将逐步恢复。
- 在当局严控房地产的背景下，销售对房地产新开工的拉动作用较弱，安装工程及其他费用将成为房地产投资的主要支撑，预计年内房地产投资增长将出现回落，但降幅不大。
- 二季度 CPI 将触底企稳，但鉴于收入增长下滑压低 CPI 波动中枢，年内国内总体通胀压力不大。
- 预计二季度货币政策仍将在维持政策利率及市场利率波动中枢的稳定的同时，保持流动性合理充裕，货币投放仍将保持流动性紧平衡的状态。

■ 核心观点

二季度，经济实现增长修复预计将成为经济运行的主逻辑，国内经济将呈现经济修复增长，通胀触底企稳，政策稳中趋紧的状态。金融资产无论在绝对估值还是相对估值上，均将向经济常态化水平回归。

相对股市而言，债市具备更高的配置价值，股票市场在受估值压力与盈利支撑下将呈现震荡走势， 行业板块将出现分化，可选消费、信息技术后市具备较好的配置价值。

预计二季度 PPI 同比将延续上涨。但随着海内外需求修复及基数支撑的减弱，二季度或是年内 PPI 增长的高点。

二季度美元指数大概率延续反弹，但国内经济保持高增及外资流入为人民币提供有力支撑，人民币汇率整体或出现宽幅震荡，稳中走贬的格局。

目录

1. 供给支撑经济 内需仍待修复 1

2. 经济常态回归 通胀触底企稳 2

2.1 疫情冲击消退 消费快速回升 2
2.2 海外需求缺口仍存 出口有望维持强劲 2
2.3 制造业投资趋势恢复 投资需求弱势持稳 3
2.4 通胀触底企稳 总体压力有限 4
2.4 货币边际收紧 流动性紧平衡 5

3. 资产估值回归 商品涨势延续 6

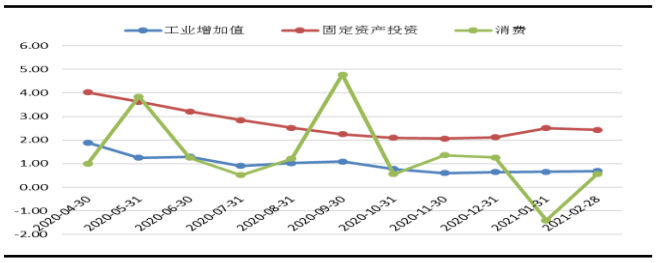
3.1 债市底部持坚 股市震荡分化 6
3.2 内外需求修复 工业品涨势延续 7
3.3 人民币汇率宽幅波动 或稳中走贬 8

免责声明 11

1.供给支撑经济 内需仍待修复

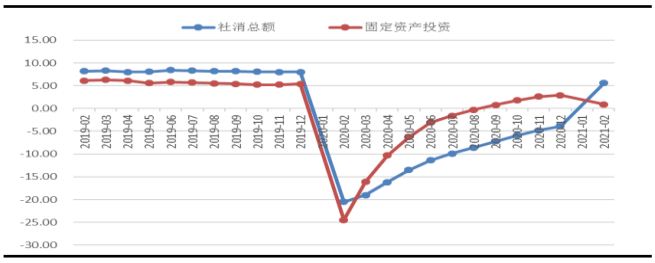
2021 年开年，国内经济延续恢复，但受年初国内局部疫情反弹及就地过年等防疫政策的影响，以消费为代表的内需修复受到一定的冲击，经济修复势头有所放缓，而外需持续改善下，出口高增及由此拉动的国内生产的持续加快成为开年经济增长的主要支撑。2021 年 1-2 月，国内出口累计同比增长 60.6%，创历史新高，规模以上工业增加值环比增长逐月加快，但消费受国内局部疫情影响自去年底以来的修复态势环比一度下降，开年以来维持弱势（见图 1）。2012 年前两个月，国内固定资产投资与消费品零售总额同比 2019 年同期分别增长 5.6%、0.9%，较 2019 年 1-2 月 8.2%、6.1%的增速仍有较大差距，内需修复仍存空间（见图 2）。

图 1：国内工业增加值、投资、消费环比同比增长率（%）



资料来源：iFinD

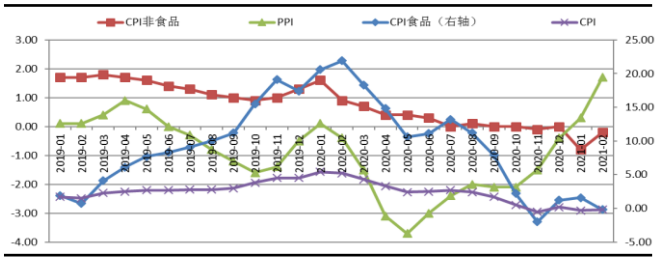
图 2：国内消费、投资累计同比增长率（%）



资料来源：wind，2021 年数据为同比 2019 年同期

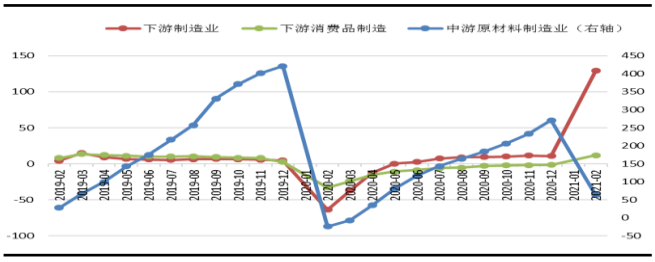
由于国内生产修复快于需求，开年以来 PPI 环比增长由 2020 年 12 月的 1.1%逐月回落至 1%、0.8%，同时，以 CPI 非食品价格为代表的非贸易部门价格同比加速回落，并拖累 CPI 同比转跌，与 PPI 分化再度加大（见图 3）。此外，制造业企业利润增长显示，在制造业企业利润总体加速修复的背景下，开年以来受终端需求疲弱的影响，下游消费品制造业利润改善依旧乏力，中游原材料制造部门，受供给扩张的压力利润增速边际放缓，仅下游制造业利润出现明显改善。20201 年 1-2 月，中游原材料制造业总体利润累计同比增长 2.49 倍，两年复合增长率 63.4%，下游消费品部门利润累计同比增长 86.21%，年复合增长 129.25%，下游制造业利润增长 13.5 倍，复合增长率 11.76%（见图 4）。因此，尽管供给扩张对开年经济构成支撑，但总体看，受内需疲弱的影响，开年国内经济运行稳中偏弱，通胀回升乏力，企业利润高位承压。

图 3：国内 CPI、PPI 当月同比增长率（%）



资料来源：wind

图 4：主要制造业行业利润累计同比增长率（%）



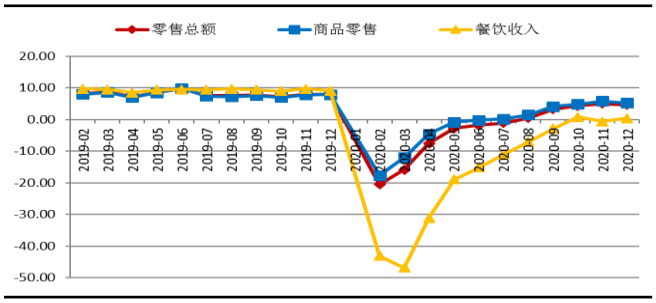
资料来源：iFinD，2021 年数据为两年复合增长率

2. 经济常态回归 通胀触底企稳

2.1 疫情冲击消退 消费快速回升

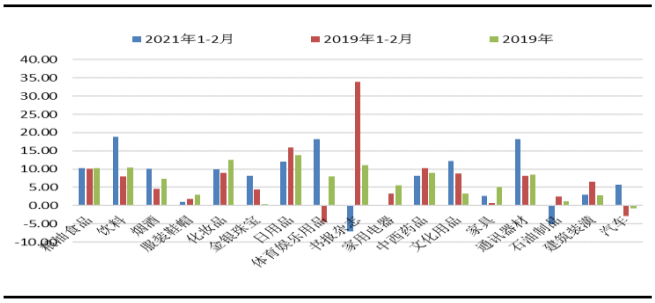
2020 年末以来，受国内局部散发疫情的影响，餐饮消费自去年下半年以来的加速修复趋势明显放缓，总体上拖累了消费修复的斜率。开年以来，餐饮消费增长延续乏力，1-2 月累计同比较 2019 年同期下降 2.3%，远低于 2019 年 9.7%的增速。同时，商品零售增长稳定，增速持续强于消费总体增长，其中，除建筑装潢、家具家电等房地产相关消费外，主要可选品消费增长显著好于 2019 年及 2019 年同期水平，实现恢复（见图 6）。后市看，一方面，在就地过年等疫情防控措施下，国内疫情反弹得到控制，本土新增确诊病例基本维持清零状态，3 月，国内服务业景气明显改善，服务业 PMI 环比大幅上涨 4.4%至 55.2%，为 2020 年 12 月以来新高，受年初局部疫情影响较大的住宿、租赁及商务服务、居民服务等行业商务活动指数回升至景气区间，后市随着国内疫苗接种的普及，餐饮、服务消费场景制约将进一步解除，餐饮、服务类消费有望在二季度快速修复。此外，房地产相关消费受疫情导致商品房销售年初大幅下降的影响，2020 年总体修复较慢。但 2020 年二季度以来伴随商品房销售增长触底反弹，房地产相关消费自 2020 年四季度增长加快，考虑到 2020 年下半年，商品房销售持续回暖，由此带动房地产相关消费或于二季度持续改善，并支撑商品消费维持较快增长。综合预计，二季度国内消费将加速修复。

图 5：社会消费品零售总额当月同比增长率（%）



资料来源：wind

图 6：主要消费品零售额累计同比增长率（%）



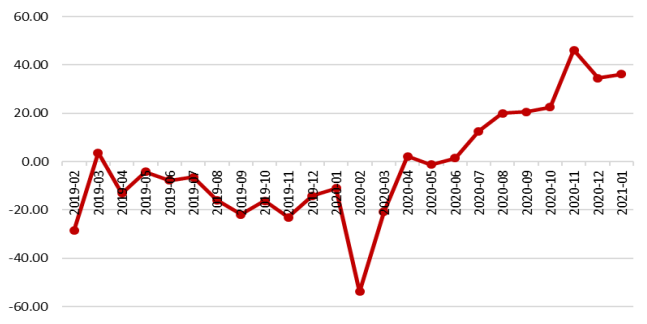
资料来源：iFinD，2021 年数据为两年复合增长率

2.2 海外需求缺口仍存 出口有望维持强劲

2021 年 1-2 月，受海外经济景气持续回暖的拉动，国内出口增长保持强劲，贸易顺差维持高位，对国内经济增长形成较强的拉动。疫情以来，在国内疫情率先控制，生产率先修复的背景下，国内生产弥补了海外市场因疫情导致供给受限造成的供求缺口，是我国出口高增的主要原因。根据 WTO《全球贸易数据与展望报告》，2020 年，全球货物贸易量下滑 5.3%，而中国全年进出口额同比增长 1.51%，在此背景下，2020 年中国出口额占全球的比重由疫情之前的 13%左右攀升至 14.7%。疫情以来，在美国大规模财政刺激及居民收入补贴下，美国国内需求迅速改善，但由于国内生产回升较慢，国内需求的增长加大了美国对我国进口的依赖，从我国对美出口增长变

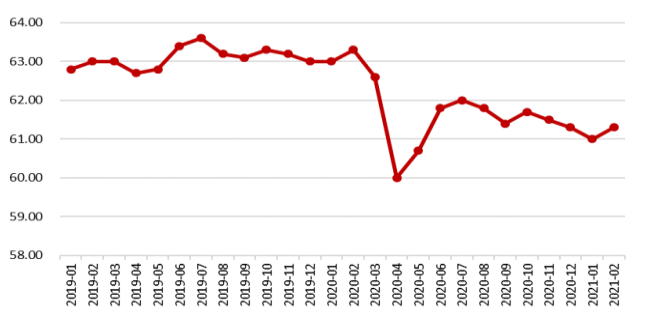
化可见，2020 年下半年，随着美国疫情缓和及年初财政刺激政策起效，美国经济景气改善的同时，对我国进口同步加速增长（见图 7）。预计二季度在美国更大规模的财政刺激下，海外需求相对自身供给的更强改善仍将对国内出口形成支撑。一方面，根据 2020 年 12 月及 2021 年 3 月，美国先后通过的 9000 亿美元刺激计划及《美国救助计划法案》，2021 年，财政对居民个人的收入补贴合计达 2000 美元/人，显著高于 2020 年 1200 美元/人，年内财政刺激对国内需求的刺激更强，与此同时，在高额的收入补贴下，美国低收入人群逐渐退出劳动力市场，美国劳动参与率 2020 年下半年以来，在需求回升的背景下，持续下降至近 40 余年的最低水平（见图 8），因此，相对于大规模财政刺激带来需求的快速修复，供给端受劳动力市场制约，预计难以快速修复，美国国内贡献缺口或持续存在。此外，3 月底以来，欧美疫情全面反弹，欧洲国家重启封锁，海外生产恢复或进一步受到制约，综合预计，二季度海外市场供需缺口仍将支撑国内出口维持高位。

图 7：我国对美出口额当月同比增长率（%）



资料来源：wind

图 8：美国劳动参与率（%）



资料来源：wind

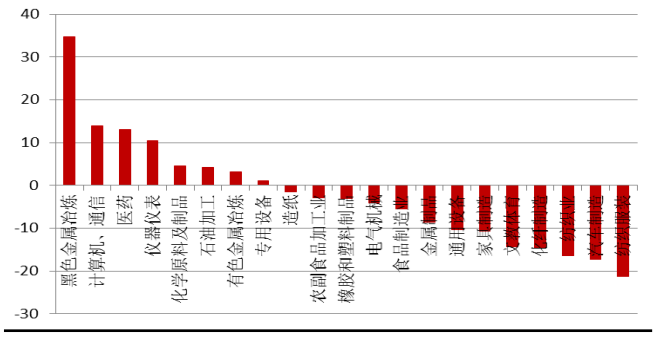
2.3 制造业投资趋势恢复　投资需求弱势持稳

固定资产投资开年以来表现偏弱，1-2 月累计同比增长 35%，两年复合增长率仅 1%，较 2020 年 2.9%的增长出现回落，其中，基建、制造业投资是主要拖累。受年内专项债发行滞后的影响，基建投资开年增长出现较为明显的回落，1-2 月，广义基建投资增长 34.95%，但较 2019 年同期下降 1.7%，两年复合增长率下降 2.4%。2021 年，政府并未提前下达专项债额度，2021 年专项债于 3 月 25 日首发，时间滞后 2019-2020 年近半年时间，尽管年内专项债额度维持较高水平（2021 年新增专项债额度 3.6 万亿元，仅低于 2020 年 1000 亿元），但考虑到专项债发行到形成实物投资存在 2-3 月时滞，年内基建投资或主要集中在下半年发力，在基数效应影响下，预计二季度基建投资增长将出现显著的回落，但全年预计仍可维持 5%左右的增长。

制造业投资开年表现不及预期，1-2 月累计同比增长 37.3%，两年复合增长率下降 3%，降幅较 2020 年有所扩大。制造业行业结构中，下游高技术制造业投资增长维持强劲，医药、计算机通信行业投资两年复合增长率超过 13%，而下游消费品制造业投资降幅较为明显，这与年初国内消费受疫情影响表现不佳一致（见图 9），表明年初制造业投资短期受到需求端影响，随着后市终端需求的改善，制造业投资二季度将逐步恢复。

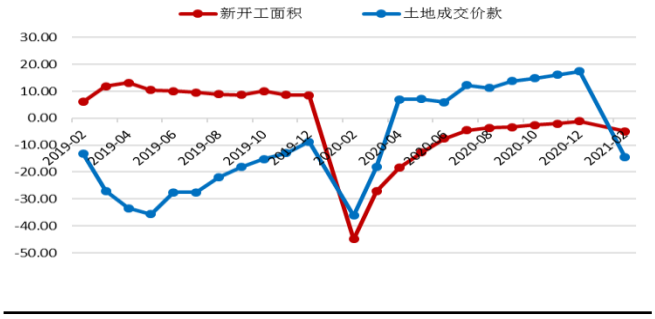
房地产投资年初继续维持较强的韧性，2021 年 1-2 月，房地产投资累计同比增长 38.3%，两年复合增长 7.59%，较 2020 年的 7%进一步扩大。但在房地产销售自连续 6 个月增长加快的背景下，房屋新开工及土地购置增长出现下滑，房屋施工及竣工成为房地产投资增长的主要支撑。2021 年 1-2 月，房屋新开工及土地成交价款累计同比分别增长 64.3%、14.3%，两年复合增长率分别为-4.85%、-14.6%，降幅较 2020 年扩大（见图 10），显示出在地产销售持续改善的条件下，开发商对后市预期依旧谨慎，开工及拿地意愿不强。而从房价走势看，2020 年下半年以来，伴随商品房销售回暖，住房销售价格增长持续回落，表明本轮房地产销售增长一定程度上与“三道红线”的压力下，开发商降价促销，加速推盘回款有关，而在当局严控部分地区房地产过热的背景下，对开发商利用加快开工回款的高周转模式形成制约，预计年内商品销售对房地产新开工的拉动作用较弱。但鉴于 2020 年二季度以来土地成交价款加速回暖，预计将支撑年内土地购置费用进一步增长，同时，2017-2018 年房地产销售高增带来的交房压力，预计仍将对年内房地产施工增长形成推动，预计年内安装工程及其他费用将成为房地产投资的主要支撑，但考虑到建筑工程占房地产投资比重较大，预计年内房地产投资增长将出现回落，但降幅不大。

图 9：制造业主要行业固定资产投资累计同比增长率（%）



资料来源：wind，增速为两年年均复合增长率

图 10：房屋新开工及土地成交价款累计同比增长率（%）

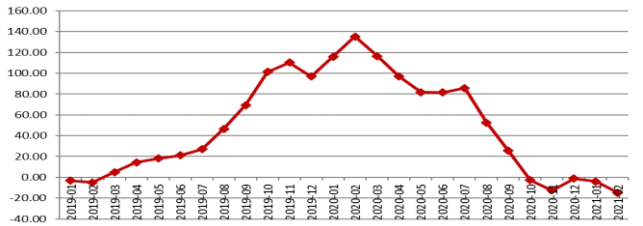


资料来源：wind，2 月数据为两年年均复合增长率

2.4 通胀触底企稳 总体压力有限

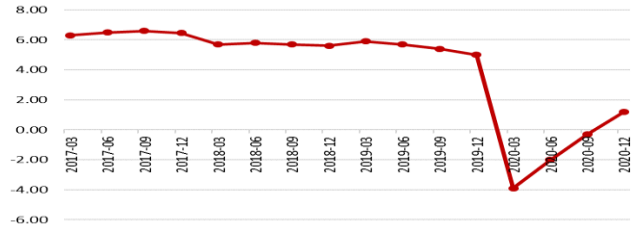
2020 年下半年，在国内 PPI 同比增长持续加速的同时，国内 CPI 同比增长延续 2020 年以来的回落走势，与 PPI 走势持续分化，其中，除猪肉价格 2020 年以来持续见顶回落带动 CPI 食品价格同比下行外，国内经济持续供过于求对 CPI 非食品价格造成持续压力，导致 CPI 非食品价格在 2020 年下半年持续处于弱势震荡状态，而开年在国内散发疫情导致服务消费回落的冲击下，CPI 非食品价格出现下跌，进一步压低 CPI 同比跌至负增长。但后市，在国内疫情控制，餐饮、服务消费加速修复的拉动下，CPI 非食品同比将逐步回升，同时，尽管猪肉价格在猪肉供给增加的压力下或将延续下跌趋势，但随着高基数效应的逐渐减弱，猪肉价格下跌对 CPI 的压力将逐步缓解（见图 11），CPI 总体下行压力减轻，二季度 CPI 将触底企稳，但鉴于疫情影响下，2020 年以来城镇居民人均可支配收入实际累计同比增长仅 1.2%，较 2019 年 5%的增速显著下滑（见图 12），收入增长下滑恐将制约消费修复后进一步上涨的空间，降低年内 CPI 波动中枢，年内国内总体通胀压力不大。

图 11：猪肉 CPI 当月同比增长（%）



资料来源：wind

图 12：城镇居民人均可支配收入实际累计同比增长率（%）



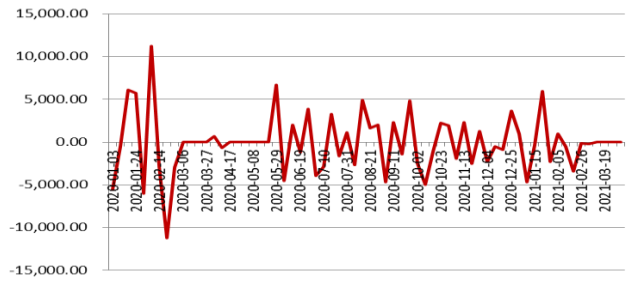
资料来源：wind

2.4 货币边际收紧 流动性紧平衡

3 月以来，随着国内需求加速回暖，经济修复势头进一步稳固，货币政策基调边际趋紧，中国人民银行货币政策委员会 2021 年第一季度例会指出，国内经济发展动力不断增强，积极因素明显增多，相较于四季度“经济发展动力不断增强”的表述，显示当局对经济的看法更加乐观。在此背景下，对下一阶段货币政策的要求上，会议强调，“灵活精准实施货币政策，处理好恢复经济与防范风险的关系，努力保持经济运行在合理区间”，相比四季度删除了“不急转弯”的表述，显示出当局在对经济形势乐观预期下，防范货币供给过快增长导致金融风险及房地产等资产价格上涨风险抬头逐渐成为货币政策关注的重点。

从年初以来货币政策的操作看，2021 年以来，央行公开市场总体维持净回笼操作，货币政策在量上已转向收紧（见图 13），但同时，在价格调控上，自 2020 年 4 月以来，央行始终保持了政策利率的稳定，开年以来，当局通过公开市场调节，将市场利率稳定在政策利率附近，总体上保持了流动性合理充裕（见图 14）。3 月中下旬以来，央行在跨季流动性宽松，市场利率持稳的背景下，持续零投放、零回笼，显示出后市当局将更加注重对市场利率的调控。二季度，在国内经济仍待修复、国内通胀压力有限、海外货币维持宽松的条件下，国内货币政策尚不具备进一步收紧的基础，预计货币政策仍将在维持政策利率及市场利率波动中枢的稳定的同时，保持流动性合理充裕，货币投放上预计仍将保持流动性紧平衡的状态。

图 13：央行公开市场操作净投放（亿元）



资料来源：wind

图 14：银行间 7 天回购加权利率（%）

资料来源：wind

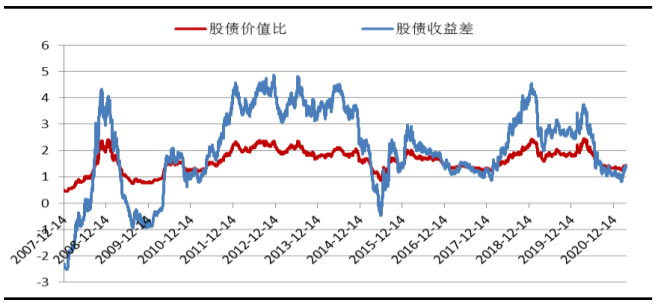
3. 资产估值回归 商品涨势延续

3.1 债市底部持坚 股市震荡分化

2021 年二季度，经济实现增长修复预计将成为经济运行的主逻辑，国内经济将呈现经济修复增长，通胀触底企稳，政策稳中趋紧的状态。在经济逐步向疫情前正常水平实现回归的过程中，金融资产无论在绝对估值还是相对估值上，均将向经济常态化水平回归。

相对价值上，至 2021 年 2 月，股债收益率差自一年前的高点回落至 2017 年末以来的低点，万得全 A 股票收益率与十年期国债收益率差位于近 10 年 20%分位数的水平，显著低于近 10 年的均值，表明相对股市而言，债市具备更高的配置价值（见图 15）。3 月以来，伴随经济需求回暖、货币政策回归稳健，股债收益率差出现回升，债市底部呈现出较强的韧性。绝对水平看，相对于疫情前的水平，10 年期国债收益率已经回升至 2019 年的高点水平，而股市市盈率水平显著高于 2019 年，相对于疫情前的常态水平存在较大的回调空间（见图 16），在二季度经济修复，通胀触底的背景下，股票市场估值压力将进一步加大，但伴随需求改善，市场盈利对股价的支撑增强，二季度股票市场在受估值压力与盈利支撑总体将呈现震荡走势， 行业板块将出现一定分化。

图 15：股债收益率比



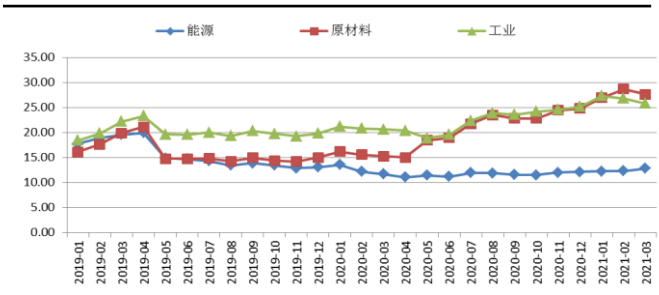
资料来源：wind

图 16：万得全 A 滚动市盈率及 10 年期国债收益率

资料来源：wind

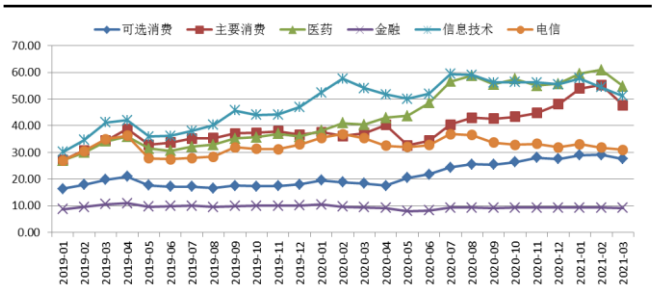
主要行业中，开年以来，以高技术行业为代表的下游制造业利润增幅显著加大，利润增长超过疫情前的水平，盈对股价的支撑较强；消费品制造业受年初国内散发疫情影响，利润增长弱势下游制造业，但接近疫情前的水平，后市随着消费需求的集中释放，盈利对股价的支撑将逐步增强；中游原材料制造业开年利率增长出现回落，尽管 2020 年全年原材料制造业利润增长较快，但总体仍不及 2019 年。主要行业估值水平看，中证上游行业中，出能源行业估值低于疫情前，原材料行业估值超过 2019 年后市调整压力较大，下游行业中，医药行业估值水平偏高，后市调整压力较大；金融、电信行业估值不及疫情前的水平，后市股价下行压力较小，可选消费、信息技术估值较疫情前涨幅相对有限，盈利预期支撑较强，后市具备较好的配置价值。

图 17：中证上、中游行业市盈率（倍）



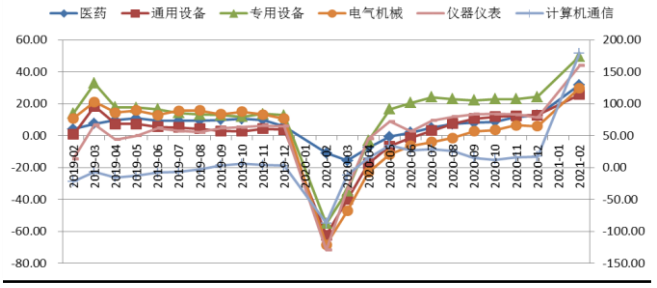
资料来源：wind

图 18：中证下游行业市盈率（倍）



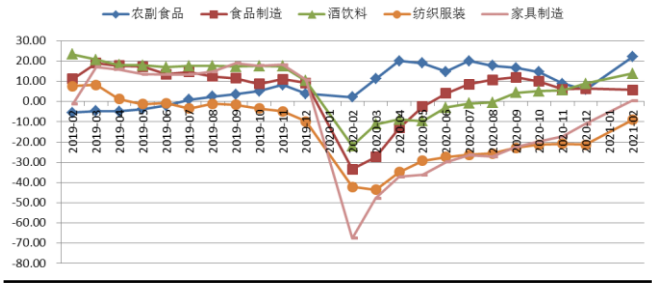
资料来源：wind

图 19：主要下游消制造业利润累计同比增长率（%）



资料来源：wind

图 20：主要下游消费品行业利润累计同比增长率（%）

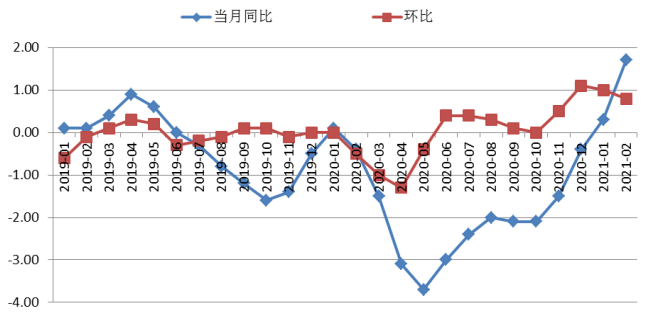


资料来源：wind

3.2 内外需求修复 工业品涨势延续

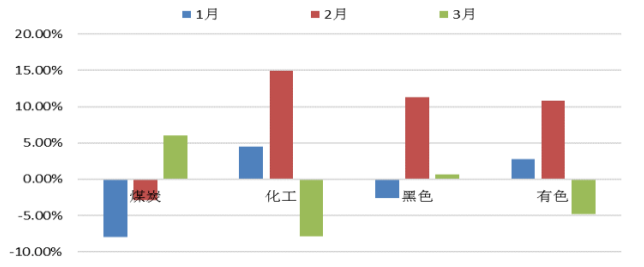
开年以来，受国际大宗商品价格上涨的拉动，国内工业品价格加速上涨，PPI 同比继 1 月由跌转涨后，2 月加速上涨至 1.7%，创下 2018 年 12 月以来新高（见图 25），主要行业中，上游生产资料的采掘业、原材料工业价格受大宗商品影响较大，涨幅明显，生活资料价格同比继续负增长。开年以来，在美元指数持续反弹的背景下，国际大宗商品价格的走高主要受到海外经济体疫情改善，美国财政刺激落地及天气因素导致原油供给冲击的影响。主要工业品中，1-2 月，受国际因素影响较大的化工、有色金属价格涨幅较大，而主要受国内供求影响的黑色产业价格表现较弱（见图 26）。但三月以来，随着短期冲击因素的消退，原油、化工、有色价格高位回落，但伴随国内开工需求的快速增长及碳中和背景下，钢铁行业限产力度的加大，国内钢材价格加速上涨，需求对商品价格的支撑逐步显现。展望二季度，在国内外需求预期修复的背景下，工业品价格总体上涨趋势有望延续，对 PPI 而言，考虑到去年低基数效应的支撑，及国内钢铁限产对钢材价格产生的额外拉动，预计二季度 PPI 同比将延续上涨。但后续随着海内外需求完成修复及 PPI 基数支撑的减弱，二季度或是年内 PPI 增长的高点。

图 21：国内 PPI 走势（%）



资料来源：wind

图 22：文华商品指数月涨跌(%)



资料来源：文华财经

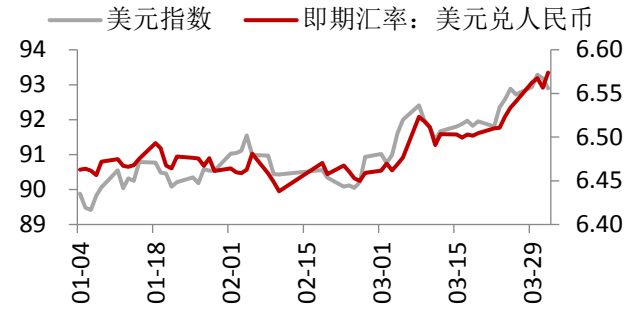
3.3 人民币汇率宽幅波动 或稳中走贬

2021 年一季度人民币汇率整体呈现先升后贬的窄幅震荡走势，经过去年下半年持续升值后步伐有所放缓，因美国疫苗接种进展顺利以及巨额财政刺激，通胀预期增强，美债收益率不断攀升，驱动由通胀预期转为实际利率上升，美元指数低位反弹并保持强劲，令人民币承压调整。

人民币汇率市场化改革是构建开放型经济新体制的必要过程，适应人民币汇率双向波动将成为常态。人民币汇率主要取决于我国的经济增长情况，因疫情防控有力，我国经济在全球范围率先修复并有效保持。3 月 PMI 优于预期，数据显示制造业产需扩张同步加快，经济景气回升力度较强，预计二季度在国内疫情稳定的情况下，经济将维持高增长，良好的基本面为人民币相对坚挺奠定基础。今年央行对于汇率定调为增强汇率弹性，加强预期管理，保持在合理均衡水平上基本稳定。

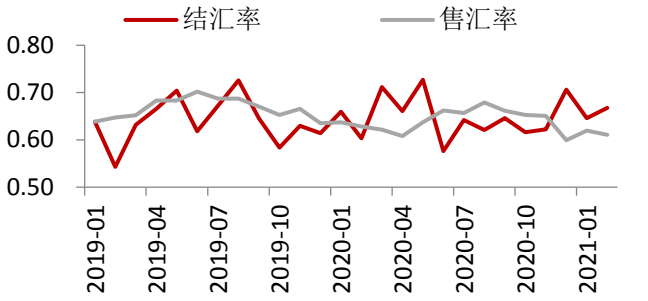
截至 2020 年底，外资持有境内债券和股票市值 10542 亿美元，是 2015 年末外资持有规模的 4.7 倍。今年 1-2 月全国吸收外资 1767.6 亿元，同比增长 31.5%。IMF 发布官方储备货币构成数据显示，人民币外汇储备总额由去年三季度的 2455.5 亿美元升至四季度的 2675.2 亿美元，实现连续八个季度增长，人民币在全球外汇储备占比也升至 2.25%。一季度末富时罗素宣布确认将中国国债纳入富时世界国债指数（WGBI）后，人民币国际化进程再进一步。2021 年前两个月，银行间代客结汇售汇规模较同期缓慢修复，伴随一季末的结汇高峰消退，二季度结汇率与售汇率或将趋于平衡。在中国持续推动金融改革、资本账户双向开放力度不减的大环境下，预计全球储备基金和投资者会继续增加对人民币资产的配置。另外，经常账户顺差逆势增加，表现出较强的稳定性，体现了贸易结构优化和出口市场多元化的效果，随着二季度全球经济的逐步修复，外需增加将有利于我国出口，预计二季度出口会维持增长，不过由于基数效应，增速会有所放缓。需求导向也为人民币提供支撑。

图 23：2021 年美元兑人民币即期汇率与美元指数



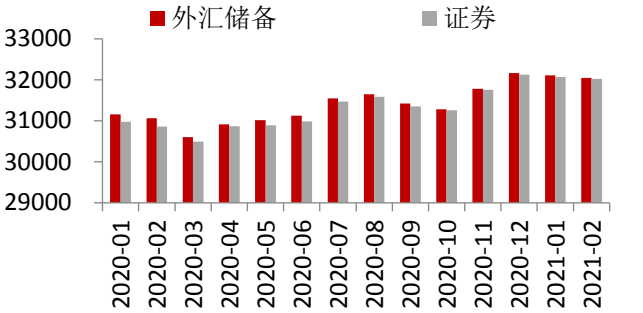
资料来源：Wind、一德宏观战略部

图 24：结汇率与售汇率



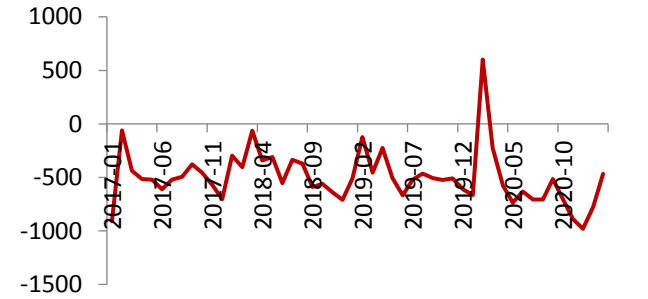
资料来源：Wind、一德宏观战略部

图 25：中国官方储备资产（亿美元）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

图 26：热钱估算模型



资料来源：Wind、一德宏观战略部

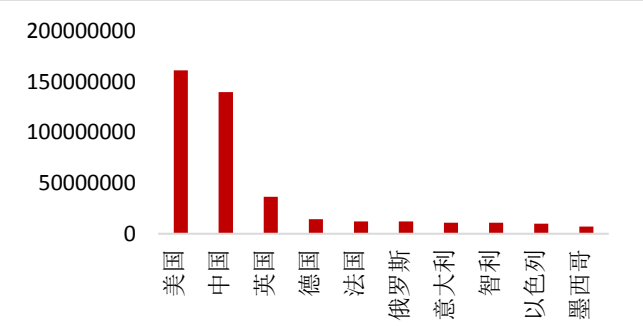
作为影响人民币汇率的重要因素美元指数的走势或将成为二季度的主要驱动，下面我们再来分析一下对于美元的看法。随着美国加速疫苗接种进程，就业市场得到显著改善，刚刚公布的 3 月非农就业人数为 91.6 万人，远超市场预期，许多企业已经恢复到疫情前的正常业务水平。另外在新订单和生产增加的影响下，3 月 PMI 录得 37 年来强劲增长。近期强劲的数据均表明美国经济加快复苏，经济乐观情绪或将促使美联储比预期提早收紧货币政策，一方面，加息预期助推美债收益率上升，相比于欧洲主要经济体国债收益率水平，美债收益率仍有进一步回升空间，当前 TIPS 实际利率即使经过上涨，仍然低于疫情之前水平。另一方面，作为美联储针对新冠疫情推出的重要纾困措施，2020 年 4 月 1 日美联储实施 SLR 豁免条款，2021 年 3 月 31 日，SLR 豁免政策到期，这将增加银行存放美联储的资本成本，且降低银行持有国债意愿，弱化银行在国债市场的做市能力，进而加剧国债价格下跌与收益率上行。美联储预期美国经济今年将增长 6.5%，创 1984 年以来最快增速，通胀率料将超过 2% 的目标至 2.4%。美国经济加快复苏是美元保持走强的动力，加之拜登政府推出的 1.9 万亿刺激将于二季度逐步落地，届时预计居民消费相应增加，在供应偏紧的情况下抬升通胀预期，刺激长端利率上升，以上因素均有利于推高美元指数。当然若美国爆发第四轮疫情，且疫苗有效性不及预期，那么经济复苏将会大打折扣，从而打压美元指数上行。

另一个角度分析，由于欧元区疫苗接种进程缓慢，且爆发第三轮疫情，经济已经明显落后于美国，变异病毒的扩散使其相关限制措施延长或收紧，对欧元区经济复苏造成负面影响。因此看淡欧元，对美元也有小幅支撑作

用。

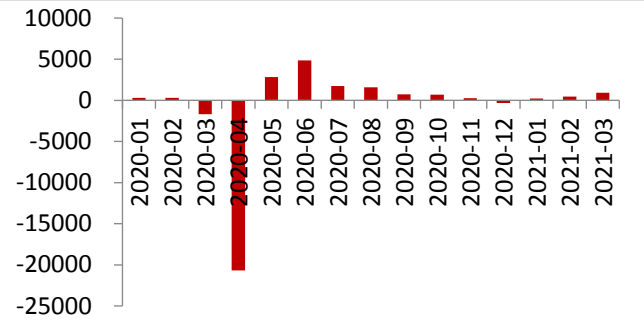
综上所述，我们认为二季度美元指数延续反弹是大概率事件，因此人民币或将承压走贬，不过国内经济保持高速增长以及外资流入，又为人民币提供有力支撑，整体或出现宽幅震荡，稳中走贬的格局，建议企业保持风险中性，把握阶段性结汇机会，主要参考区间【6.5,6.7】。

图 27：全球疫苗接种进度 TOP10（当前已接种疫苗剂量）



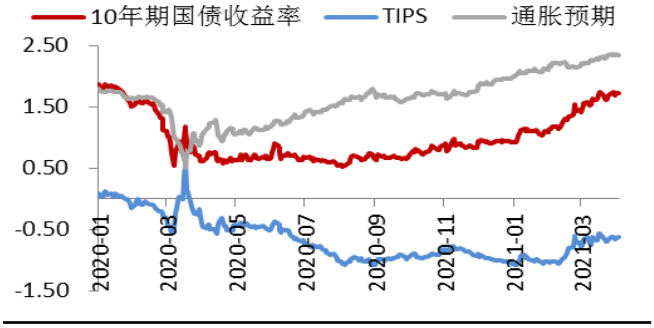
资料来源：Wind、一德宏观战略部

图 28：美国新增非农就业人数（千人）



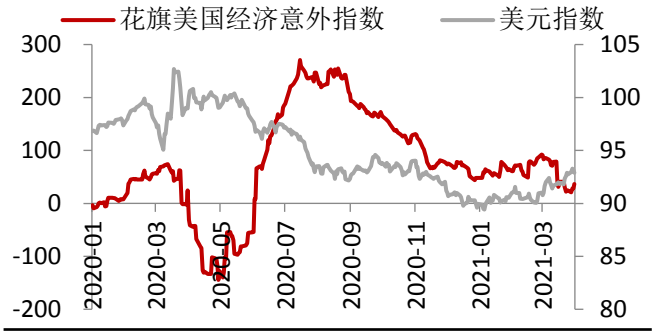
资料来源：Wind、一德宏观战略部

图 29：美债 10 年期收益率



资料来源：Wind、一德宏观战略部

图 30：花旗美国经济意外指数与美元指数关系



资料来源：Wind、一德宏观战略部

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

一德期货 FIRST FUTURES

总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

北京北三环东路营业部 100013
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel：010-8831 2088

上海营业部 200063
上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel：021-6257 3180

天津营业部 300021
天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel：022-2813 9206

天津滨海新区营业部 300457
天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C区C1座2205单元
Tel：022-6622 5869

天津津滨大道营业部 300161
天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301
Tel：022-5822 0902

天津解放北路营业部 300042
天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层（802-804）
Tel：022-2330 3538

郑州营业部 450008
河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel：0371-6561 2079

大连营业部 116023
辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2702号房间
Tel：0411-8480 6701

淄博营业部 255000
山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel：0533-358 6709

宁波营业部 315040
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel：0574-8795 1915

唐山营业部 063000
河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel：0315-578 5511

烟台营业部 264006
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel：0535-216 3353/216 9678

杭州营业部 310000
浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室
Tel：0571-8799 6673