

疫情进展与政策应对 美欧经济复苏分化

作者：宏观经济组 李彦森 史家亮

执业编号：F3057750（从业） Z0016243（投资咨询）

联系方式：010-68578820 / shijiali@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2021年4月5日星期一

摘要：

2021 年以来，全球疫情好转趋势明显，当然欧洲三次疫情和变异毒株影响市场情绪和需求预期，但是不改变好转趋势；随着疫苗接种的加速，叠加天气转暖利于疫情的防控，疫情好转趋势更加明显，预计在下半年则会进入尾声，当然疫苗在发达国家和发展中国家的分配不均问题是后期的一大风险点。

疫苗广泛接种有效缓解疫情形势后，欧美日等经济体经济将会进入强劲复苏期；2021 年全球经济将会强势复苏，因为疫情扰动和政策应对，美欧经济复苏的步伐和幅度差距愈发明显。另外，疫情影响与政策应对的大环境下，疫情新常态下亦面临诸多的新风险点，如疫苗安全风险和分配不均问题、主权债务危机风险、通胀风险等。

疫情冲击，政策应对以及经济强劲复苏大环境下，资产配置机会依然较为明显。美债收益率和美元指数仍有上涨空间；CRB 大宗商品指数短期回落不改上半年强势趋势，二季度仍有上涨空间；避险和抗通胀黄金短期回落正是二季度逢低配置的机会；将会逐步从供给主导转向需求主导，二季度布伦特原油仍有测试 70 美元关口的较大可能；有色板块已经处于高位，但是宏观和供需共振下，有色金属板块仍有上涨的空间。

综上，2021 年二季度，疫情对全球金融经济的影响继续减弱，局部疫情风险影响相对有限；美欧等主要经济体均进入强劲复苏期，二季度维持宽松的经济政策不变。对于金融和商品市场而言，宏观和供需共振下，大宗商品及美欧股市等风险资产仍有上涨空间，抗通胀资产亦维持逢低做多思路，谨慎做空，债券资产暂时仍不建议配置。二季度末，商品市场将会迎来回调，债券市场配置价格显现，故二季度中下开始减少商品资产配置，增加债券资产配置。当然，经济恢复和资产配置转折点可能会因预期走完而提前出现，可能会提前到二季度中期。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

请务必阅读最后重要事项

目 录

第一部分 欧洲疫情有反弹迹象 宽松政策二季度将会持续.....	3
一、 欧洲疫情再度反弹 疫苗接种依然为关注焦点.....	3
二、 美欧宽松经济政策持续 下半年将迎来转向.....	6
三、 CRB 商品指数大幅上涨后 迎来震荡调整期.....	9
四、 美元指数持续反弹 年内将会继续上涨.....	13
第二部分 美欧经济间比较优势会更加明显	16
一、 欧美 Q1 经济趋缓 Q2 则会达到年内峰值.....	16
二、 2021 年仍有诸风险点需警惕	19
三、 美债收益率持续上涨 后市仍将持续上涨.....	22
第三部分 疫苗接种速度加快 美国经济强势复苏.....	26
一、 美国二季度 GDP 同比将会达到年内峰值	27
二、 美联储重申政策宽松立场 2021 年上半年货币政策稳定为主	29
第四部分 欧洲三次疫情抬头 经济复苏劣势更加明显.....	32
一、 欧洲二、三次疫情持续冲击经济	32
二、 疫情拖累法德经济表现 疫情过后将会迎来强劲复苏.....	33
三、 欧元区二、三次疫情冲击 经济二次探底难以避免.....	34
四、 欧洲央行虽决定加快购债速度 但无意扩大刺激规模.....	35
五、 英国经济一季度大幅回落 然可以避免双底衰退.....	36
第五部分 日本经济连续增长 日本央行则维持宽松政策.....	40
一、 日本经济连续两个季度增长	40
二、 日本企业活动持续低迷 经济复苏动力不足.....	42
三、 日本将会维持宽松政策不变	43
第六部分 疫苗接种决定修复进展 新兴市场经济复苏程度有限.....	46
第七部分 全球宏观综合展望及资产配置分析.....	48
一、 全球宏观经济综合展望	48
二、 2021 年二季度资产配置分析	49

第一部分 欧洲疫情有反弹迹象 宽松政策二季度将会持续

一、 欧洲疫情再度反弹 疫苗接种依然为关注焦点

2020 年以来，新冠肺炎疫情成为全球最核心的系统性风险，经济、贸易、金融甚至是政治等各领域均受到不同程度的冲击，疫情风险的消退对于经贸金融和政治等各领域的修复和稳步上涨至关重要，而当前影响仍未结束。从全球新增确诊和累计确诊趋势图分析，全球疫情拐点已过，好转趋势非常明显，然 3 月以来，欧洲疫情出现反弹的明显迹象，特别是阿斯利康疫苗安全危机以来，欧洲三次疫情愈发严重，德法等主要经济体均采取新一轮的管控措施；美国疫苗接种速度快于预期，新增确诊病例大幅下降，但是下降速度在放缓。截止到 3 月底海外确诊病例突破 1.3 亿例，累计死亡接近 290 万。美国确诊病例接近 3200 万，死亡突破 56 万；欧洲累积确诊病例突破 4000 万，死亡突破 91 万。

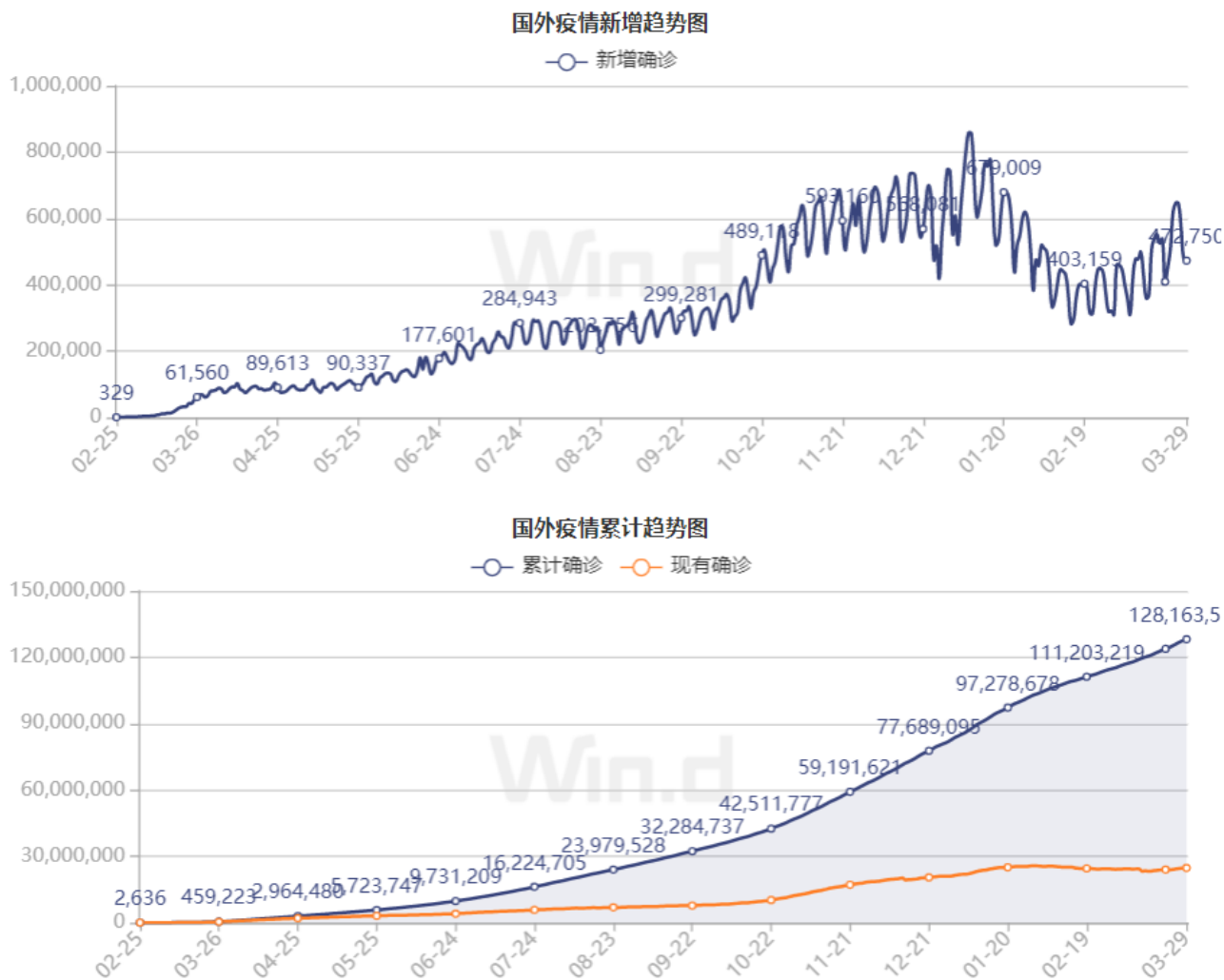


图 1 海外疫情趋势走势图

数据来源：Wind、方正中期研究院

当前，虽然欧洲疫情再度恶化，但是全球疫情好转趋势依然；全球主要经济体新增确诊病例均大幅下降，随着疫苗的接种，进一步下降的趋势非常明显，巴西、印度等新兴市场疫情好转趋势则不明显，主要是其疫苗接种进展缓慢，国内二次疫情风险依然存在，特别是需要防输入性疫情风险。欧洲三次疫情恶化，再度引发德法等主要经济体新一轮的严格社交管控，但是疫情的影响相对有限，失控的可能性小。2021 年二三季度，随着疫苗接种速度的加快和接种人数的增加，叠加天气转暖利于疫情的防控，疫情好转趋势将会更加明显，疫情在下半年则会进入尾声，在 2022 年上半年则会基本结束，历时两年的新冠肺炎疫情亦将会过去。当然疫情

的好转趋势度，与疫苗的接种和分配等问题密切相关，疫苗的广泛接种（群体免疫）是新冠肺炎疫情进入尾声的关键。

当前，疫苗的接种进展为关注的重点，2021 年以来，中国、美国、英国等主要经济体继续加大疫苗接种速度，其中中国和美国接种的人数最多，美国疫苗接种已经接近 15000 万，中国疫苗接种已经突破 10000 万，其次为英国和德国等国接种人数相对较多。从接种比例来看，以色列和阿拉伯联合酋长国的接种比例最高，以色列的接种比例接近 120%，已经完成全民接种第一剂疫苗，当接种比例接近 200% 时即完成群体免疫，阿拉伯联合酋长国的接种比例亦达到 80% 以上，中国和美国因为人口基数问题使得接种比例偏低。随着疫苗的量产和加大接种，不论是接种人数还是接种比例均出持续的大幅上涨。这有利于经济的渐进复苏。

全球疫苗接种进度TOP10

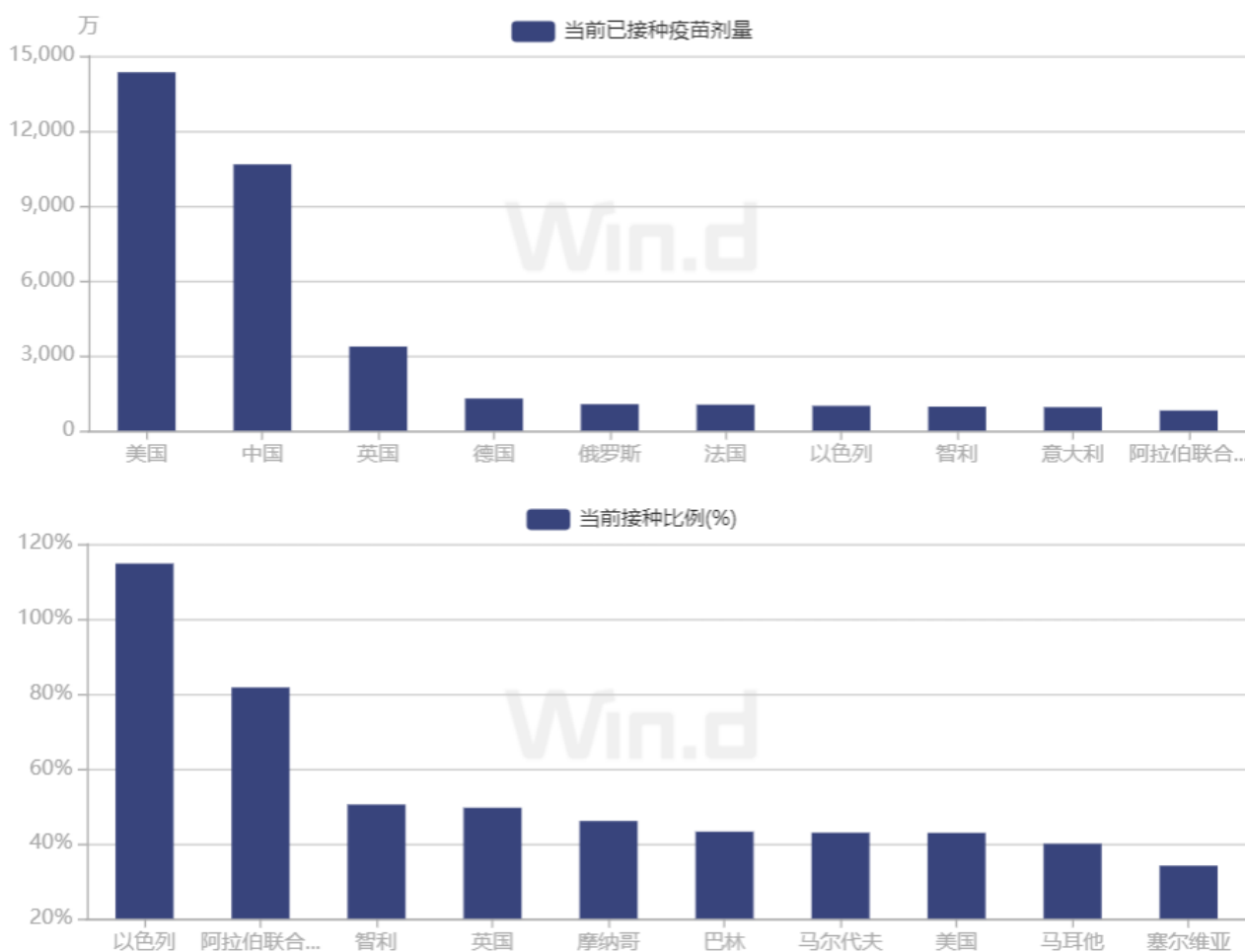


图 2 全球疫苗接种进度

数据来源：Wind、方正中期研究院

当前存在的一个比较大的风险点是疫苗分配不均的问题。美国、英国和加拿大等主要发达国家因为其权利和经济实力获得足够多的疫苗购买权和疫苗购买量，而印度、巴西、秘鲁和南非等主要发展中国家因为经济实力和政治话语权的偏弱，无法获得足够的疫苗购买权和疫苗购买量，故发展中国家的疫苗接种进展远远落后于发达国家，这对于全球疫情的整体防控是不利的。美英等发达国家疫情因为疫苗接种而出现明显好转，大多数发展中国家疫情则因为疫苗接种进展缓慢而依然严重，这种疫苗分配失调和疫情控制失衡情况下，疫情风险的消退速度将会大打折扣。另外，美英等发达国家疫情好转，大宗商品的全球有效需求上升，而作为主要资源国的发展中国家疫情依然严重，大宗商品的供给端恢复偏慢，如此，大宗商品的全球供需矛盾会进一步的加剧，商品市场矛盾愈发严重将会进一步造成大宗商品价格的扭曲。

二、 美欧宽松经济政策持续 下半年将迎来转向

疫情冲击下，市场恐慌情绪引发全市场的抛售，严格的社交管控措施使得经济和贸易活动陷入半停滞状态，2020 年全球经济深度衰退中。欧美日等央行迅速推出超宽松的货币政策，以避免金融和商品市场出现更大的危机，避免流动性危机发展为金融危机，更是降低经济危机的程度；主要经济体政府亦采取积极的财政刺激措施，从需求侧调控经济，降低经济危机的影响；各主要经济体在 2020 年下半年进入渐进复苏阶段，其复苏进展与本国疫情防控和相关政策密切相关。

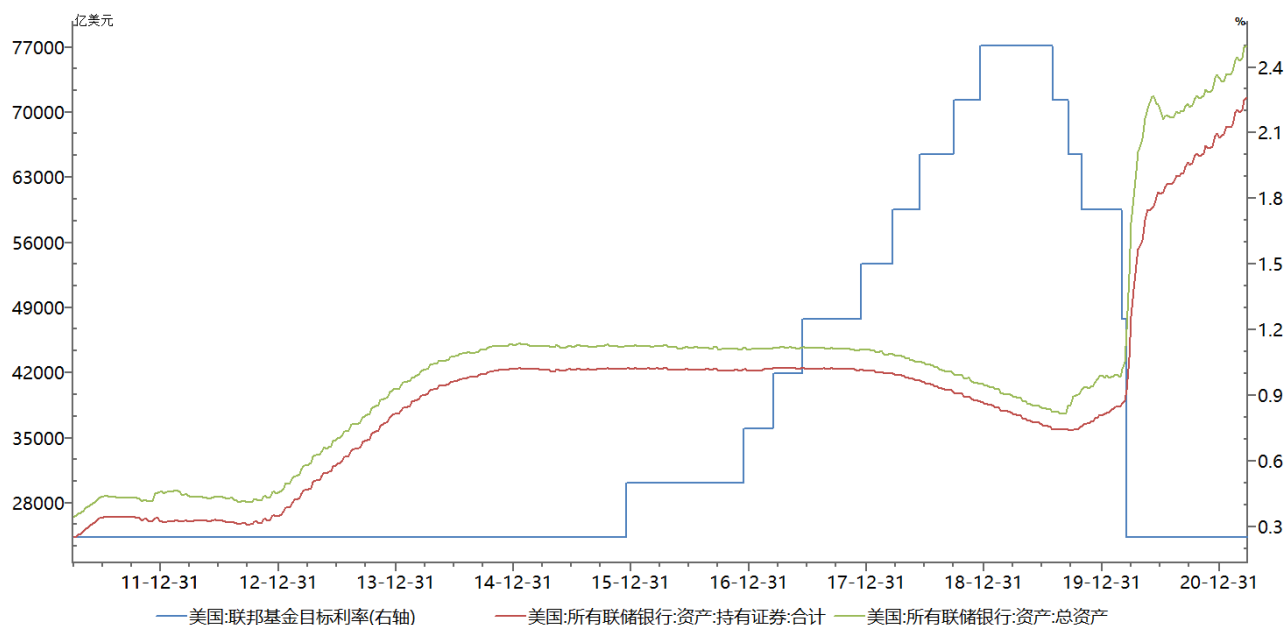


图 3 美联储超宽松货币政策分析图

数据来源：Wind、方正中期研究院

因疫情、体制和政策目标不同，美欧 2021 年经济政策将会出现分化。无论是从美联储议息会议来看，还是从美联储官员讲话，亦是从美国经济情况分析，美联储的货币政策以稳为主，超低利率保持不变，量化宽松政策相对稳定；但是美联储官员的讲话则出现较大的变化，已经从鸽派基调逐步转向鹰派基调，特别是鲍威尔的讲话，鹰派转向特别明显。拜登入主白宫并且民主党控制国会两院，新一轮的 1.9 万亿规模财政政策刺激措施落地，而美联储虽然没有跟进加大购债规模为其提供资金，但是维持当前购债规模稳定的可能性大；财政纾困法案通过后，拜登则再次推出新基建计划，需要重点关注新基建计划的规模 and 方向；整体而言，基于疫情防控、经济继续复苏和财政政策需求，超宽松的货币政策在二季度不变。三季度，随着疫苗接种速度的加快带来群体免疫的实现，疫情风险的消退和美国经济的繁荣表现，叠加美国宽松的财政政策的退出，美联储将会开始讨论缩减购债规模，即释放缩减购债规模的信号。美联储官员方面，美联储官员亦会在鹰派转向的路上越走越远。利率方面，美国经济相对于欧洲等其他经

济体的比较优势愈发明显，美国经济亦逐步进入繁荣期，叠加金融危机后的加息路径参考，我们预计美联储将会在 2022 年开始加息，2022 年加息一次，2023 年则会加快加息步伐。

疫情冲击下的欧洲央行，在流动性陷阱困境下没有进一步的降息，而是采取一篮子量化宽松政策。3 月议息会议，欧洲央行表示将继续在紧急抗疫购债计划(PEPP)下进行净资产购买，总规模为 1.85 万亿欧元，至少到 2022 年 3 月底；基于对融资条件和通胀前景的联合评估，欧洲央行预计下一季度购买 PEPP 的速度将显著高于今年头几个月，将继续通过其再融资操作提供充足的流动性，二季度的购买力将大幅提高。欧洲央行行长拉加德表示，今年总体经济形势将有改善，即将公布的数据表明，一季度经济继续疲软；收益率上升会给融资环境带来风险，不加以控制可能会导致过早的紧缩；加快购债的决定得到了货币政策委员们的一致支持，随时准备根据需要调整所有工具；央行不会被暂时的通胀跃升蒙蔽，不会采取收益率曲线控制措施。当前，欧洲基准利率已经处于负值，处于流动性陷阱状态，进一步降息的作用不大，故进一步降息的可能性小；欧洲央行更多的可用措施主要在于量化宽松规模及政策的调整。虽然疫情风险出现恶化，但是整体依然在好转，欧洲央行将会维持宽松政策不变，进一步宽松的可能性小。财政政策方面，欧盟在 2020 年艰难通过 7500 亿欧元的欧盟复苏基金计划，已经为欧盟财政联盟的形成迈出了重要的一步，在当经济形势没有持续恶化背景下，欧盟再度统一欧元区主要国家，推出新的财政政策的可能性非常小；并且 7500 亿美元的复苏基金计划依然没有实施，具

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18524

