

全球货币政策转向，下半年大类资产展望

宏观经济/资产配置

内容提要：

- ◆ 随着新冠疫苗接种率的提高，全球经济复苏加快，通胀压力明显加大。为应对通胀和资本外流压力，俄罗斯、巴西等新兴市场国家率先加息，在发达国家中，加拿大最早宣布缩减QE，美联储6月议息会议发出即将开始讨论缩减购债的信号，全球货币政策转向或就此拉开序幕。
- ◆ 进入下半年，基数效应将进一步消退，经济增速有望维持在潜在产出水平附近。受融资新规“三道红线”的约束，房企拿地积极性下降，将对房地产投资形成制约。下半年地方专项债发行将会提速，基建投资增速有望加快。随着企业盈利温和改善，制造业投资将继续恢复。
- ◆ 受原材料价格上涨的影响，终端需求增长放缓，出口在一定程度上受到抑制。消费增速尚未恢复至正常水平，明显低于名义GDP增速。
- ◆ 通胀压力整体可控，下半年货币政策将坚持稳字当头，保持流动性合理充裕，用好结构性政策工具，进一步降低实体经济融资成本。
- ◆ 随着经济进一步恢复增长，今年上半年财政收入已恢复至疫情前水平，稳增长压力较小的窗口期，财政支出有所放缓，也为下半年财政支出加码留足了空间。
- ◆ 在国家一系列政策组合拳的出击下，大宗商品价格持续上涨的势头初步得到遏制，有助于缓解下游制造业成本压力，改善企业盈利预期，股指中期反弹趋势有望延续。
- ◆ 经济增速回归潜在产出水平，货币政策保持稳定，10年期国债收益率维持在3%-3.5%区间波动，国债期货延续区间震荡。
- ◆ 美国经济和就业复苏强劲，通胀显著走高，美联储货币政策边际收紧的预期升温，美元指数走强，黄金中期或将承压。

程 伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

投资咨询证：Z0012892

TEL：0516-83831160

E-MAIL：chengwei

@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

外围市场回暖，股指如期开启
反弹（周报）外部风险事件落地，超跌反弹
或随时开启（月报）通胀预期再起，短线调整思路
对待（周报）外资持续净流入，中期反弹格
局不改（周报）企业盈利预期改善，股指展开
中期反弹（月报）

第一部分 国际篇

今年以来，随着新冠疫苗接种率的提高，全球经济复苏持续加快，甚至出现经济过热的迹象。2021年5月份，摩根大通全球制造业 PMI 上升至 56（前值 55.9），连续 11 个月维持在扩张区间，创 2011 年 3 月以来新高，摩根大通全球服务业 PMI 录得 59.4（前值 57），创历史最高纪录。在经济扩张的同时，铁矿石、铜、原油等国际大宗商品价格持续上涨，全球通胀压力明显加大。在此背景下，各国央行陆续开启货币政策正常化的进程，巴西、俄罗斯、土耳其等新兴市场国家先后加息，加拿大央行率先宣布缩减 QE，成为第一个减码刺激的发达国家。美联储在 6 月会议上调整了货币政策立场，退出量化宽松的时间较预期提前。在美联储削减 QE 预期的推动下，美元指数走强，美债收益率上升，将给全球股市、大宗商品等风险资产带来压力。

一、美国经济复苏强劲，美联储货币政策立场转变

2021 年 3 月份，美国总统拜登签署了 1.9 万亿美元的经济刺激法案，包括向低收入者发放现金支票和失业救济金，以及向企业和政府提供援助等。自新冠疫情爆发以来，美国共推出了三轮财政刺激计划，累计投入资金达 5 万亿美元之多。今年以来，随着新一轮财政刺激法案的实施，以及新冠疫苗接种的人群和范围扩大，美国经济复苏明显加快。从先行指标来看，美国 6 月 Markit 制造业 PMI 上升 62.6（前值 62.1），创历史最高纪录，服务业 PMI 降至 64.8（前值 70.4），但仍为历史第二高位。美国 6 月密歇根大学消费者信心指数录得 86.4，为去年 3 月以来第二高位。同步指标显示，美国 4 月耐用品订单同比增长 47%（前值 21.7%），创历史最高纪录，5 月工业产出同比增长 16.3%（前值 17.6%），为 1959 年 7 月以来第二高位。美国 4 月进口同比增长 36.7%（前值 20.9%），出口同比增长 36.6%（前值 8.1%），增速均创历史新高。

图 1. 美国制造业和服务业 PMI

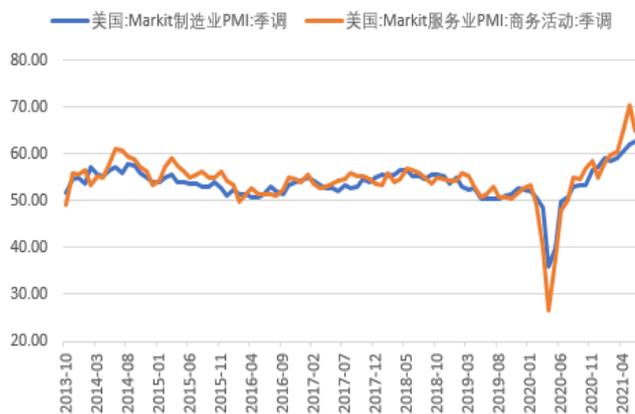
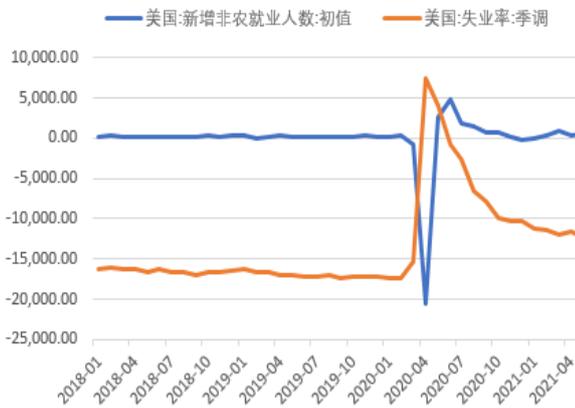


图 2. 美国耐用品订单和工业产出同比



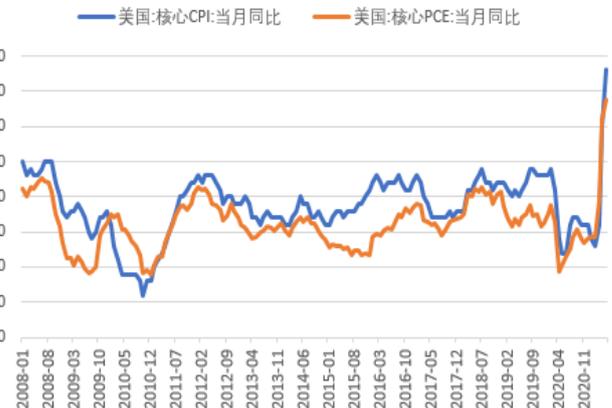
在经济复苏加快的同时，美国劳动力市场持续走强，朝着充分就业的目标迈进，通胀显著回升，远远超过美联储 2% 的目标。美国 5 月新增非农就业 55.9 万（前值 26.6），失业率降至 5.8%（前值 6.1%），创去年 3 月以来新低。美国当周初请失业金人数持续下降，逐步接近充分就业要求的低于 30 万。美国 5 月 CPI 同比上涨 5%（前值 4.2%），创 2008 年 9 月以来新高，核心 CPI 同比上涨 3.8%（前值 3%），为 1992 年 7 月以来新高。美国 5 月核心 PCE 物价指数同比上涨 3.4%（前值 3.1%），创 1992 年 4 月以来新高。

图 3. 美国非农就业和失业率



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 4. 美国核心 CPI 和 PCE 物价指数



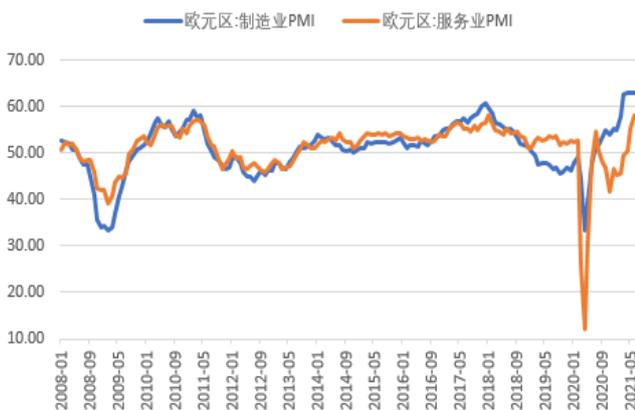
资料来源: WIND 新纪元期货研究

美联储 6 月 FOMC 会议决定维持联邦基金利率和每月 1200 亿美元的购债规模不变, 上调隔夜逆回购利率和超额准备金利率各 5 个基点, 货币政策声明上调今后两年经济增速预期和未来三年通胀预期, 点阵图显示 2023 年底前加息两次。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示, 许多与会者预测, 加息的条件将比预想的更快得到满足。即使在加息后, 政策仍将保持高度宽松, 美联储在改变资产购买计划之前会提前通知。当我们看到更多的数据时, 可能会更多地谈论缩减购债的时间。如果进展继续, 将在接下来的会议上考虑缩减规模的计划。我们认为, 美国经济复苏持续加快, 随着失业救济金停止发放, 将有更多劳动力重返就业岗位, 实现充分就业是迟早的事情。之前美联储一直强调通胀走高是暂时性的, 成为阻碍减码刺激的一个重要因素, 但本次会议美联储承认通胀将在未来几个月维持高位, 长期通胀已经达到目标, 且可以维持下去, 这就为美联储提前缩减购债扫除了障碍。

二、欧元区经济复苏偏弱, 欧洲央行货币政策依旧维持宽松

受第三波疫情爆发以及疫苗接种缓慢等因素的影响, 今年以来, 欧元区经济复苏弱于美国, 尤其是服务业受到的冲击较大。从领先指标来看, 欧元区 6 月制造业 PMI 录得 63.1, 与历史新高持平, 服务业 PMI 上升至 58 (前值 55.2), 创 2006 年 7 月以来新高。欧元区 6 月经济景气指数上升至 117.9 (前值 114.5), 创 2000 年 6 月以来新高, 消费者信心指数回升至 -3.3 (前值 -5.1), 为 2018 年 2 月以来新高。同步指标显示, 欧元区 4 月工业产出同比增长 39.3% (前值 11.5%), 4 月零售销售同比增长 23.9% (前值 13.1%), 均创历史最高纪录。欧元区 4 月进口同比增长 37.4% (前值 19.5%), 为历史第二高位, 出口同比增长 43.2% (前值 12.6%), 创历史新高。

图 5. 欧元区制造业和服务业 PMI



资料来源: WIND 新纪元期货研究

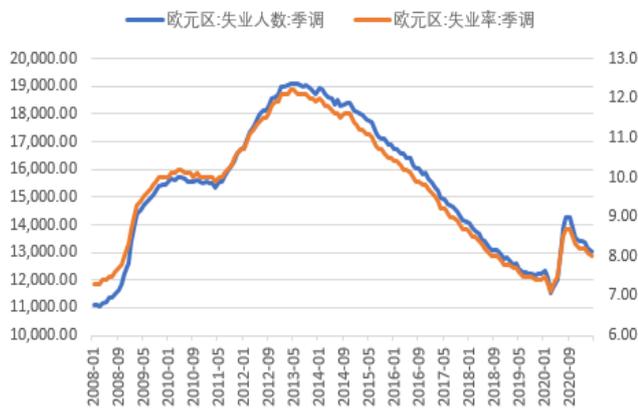
图 6. 欧元区工业产出和零售销售



资料来源: WIND 新纪元期货研究

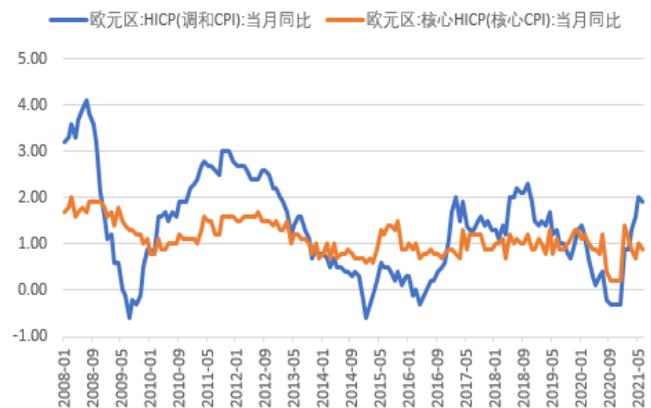
欧元区5月失业人数降至1279.2万（前值1309.8），失业率降至7.9%（前值8%），为去年6月以来新低。欧元区6月CPI同比上涨1.9%，较上月回落0.1个百分点，为2018年12月以来第二高位。核心CPI同比上涨0.9%（前值1%），依然低于疫情前水平。数据表明，与美国相比，欧元区通胀回升相对缓慢，核心通胀尚未恢复至疫情前水平。

图7. 欧元区失业人数和失业率



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图8. 欧元区CPI同比

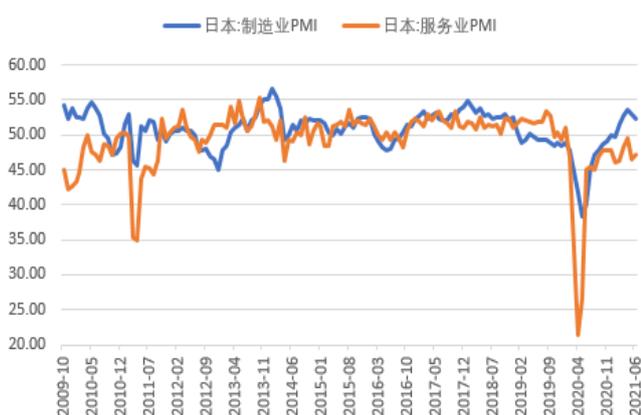


资料来源：WIND 新纪元期货研究

欧洲央行6月会议维持关键利率不变，确认在本季度将显著加快紧急抗疫购债计划（PEPP）的购买速度。欧洲央行行长拉加德在新闻发布会上表示，预计下半年经济活动将加速，但供应瓶颈可能在短期内造成不利影响；下半年通胀预期将上升，随着暂时性因素逐渐消失，通胀率将随之下降，总体通胀率低于预期水平；市场利率上升部分反映了更好的经济，但持续上升可能导致过早的紧缩，欧洲央行将对汇率进行监控。我们认为，与美国相比，欧元区经济复苏偏弱，通胀压力也明显小于美国，因此欧洲央行讨论缩减QE的时间将会推迟，预计在今年年底或者明年年初。

三、日本经济复苏缓慢，货币政策将在长期内保持宽松

图9. 日本制造业和服务业PMI



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图10. 日本进出口同比

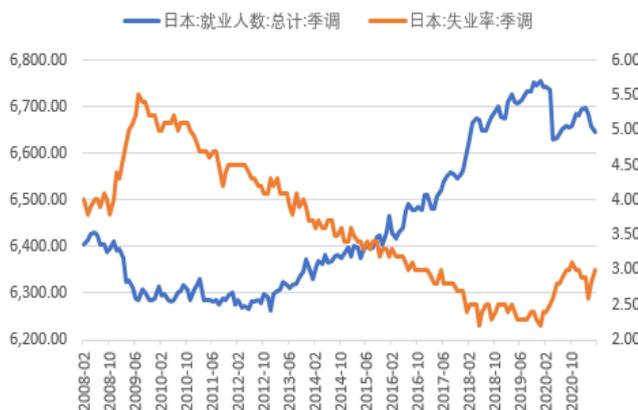


资料来源：WIND 新纪元期货研究

今年以来受疫情反弹的限制，日本经济复苏落后于欧美，截至一季度末，日本经济已连续6个季度负增长。从领先指标来看，日本6月制造业PMI降至52.4（前值53），连续两个月回落，但仍位于扩张区间。服务业PMI录得47.2（前值46.5），连续17个月低于枯荣线。日本5月消费者信心指数降至34.2（前值34.8），远低于疫

情前水平。同步指标显示，日本 4 月工业生产（采矿业和制造业）同比增长 15.8%（前值 3.4%），创 2012 年 4 月以来新高。4 月商业销售额同比增长 11.5%（前值 3%），为 1991 年 2 月以来最高。日本 4 月出口同比增长 51.2%（前值 37%），创 2008 年以来新高，进口同比增长 26.4%（前值 11.6%），为 2013 年 12 月以来新高。

图 11. 日本就业人数和失业率



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 12. 日本 CPI 同比



资料来源：WIND 新纪元期货研究

从就业和通胀来看，日本劳动力市场整体保持稳定，受疫情的影响小于欧美国家。日本 5 月就业人数总计 6667 万，连续 5 个月增长，略低于疫情前水平，失业率为 3.1%（前值 3%），略高于正常水平。日本 5 月 CPI 同比下降 0.1%，连续 8 个月负增长，核心 CPI 同比上涨 0.1%，为去年 8 月以来首次转正。数据表明，尽管日本就业保持稳定，但通胀持续低迷，距离日本央行 2% 的目标还有很长一段路要走。

日本央行 6 月会议维持利率和购债规模不变，货币政策声明显示，由于疫情对经济的影响长期持续，企业融资环境依然紧张，决定继续维持融资支持政策，把将于今年 9 月底到期的企业融资优惠政策期限延长半年至明年 3 月底，以防止企业倒闭、失业者增加。日本央行行长黑田东彦在新闻发布会上表示，虽然海外出现了通胀率上升势头，日本国内由于经济复苏缓慢，消费者物价指数还远不及 2% 目标，仍需继续实施宽松的货币政策。我们认为，日本经济复苏远不及欧美国家，通胀仍处于低位，因此货币政策将在长期内保持宽松，QE 退出的时间也将滞后于其他发达国家。

第二部分 国内篇

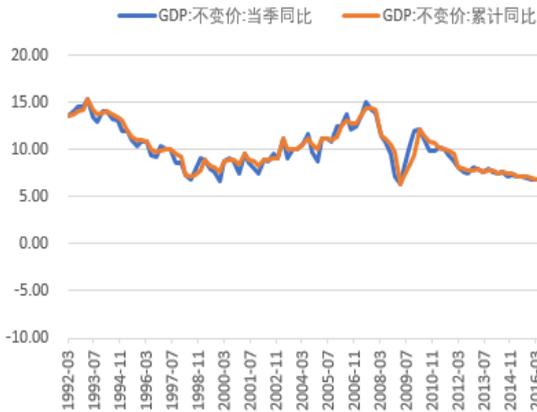
受低基数效应的影响，今年第一季度 GDP 同比增长 18.3%，比 2019 年一季度增长 10.3%，两年平均增长 5%。二季度以来，随着基数效应消退，我国经济增速开始放缓，逐步回归潜在产出水平，预计全年 GDP 增速有望超过 8%，两年平均增长 5%-6% 左右。中央政治局会议要求，用好稳增长压力较小的窗口期，保持宏观政策稳定性、连续性和可持续性，保持经济运行在合理区间。根据中央政治局会议精神，货币政策保持灵活精准、合理适度，不搞“大水漫灌”，不急转弯，保持流动性合理充裕。随着经济恢复至潜在产出水平，货币供应量和社会融资规模增速逐渐回落，信用边际收紧，进入稳杠杆和防风险阶段。

一、基数效应逐渐消退，经济增速前高后低

随着基数效应消退，我国经济增速在一季度见顶回落，逐步回归潜在产出水平。受原材料价格上涨的影响，5 月终端需求放缓，固定资产投资和工业生产同比增速继续回落，消费增速依旧低迷，出口明显下降。

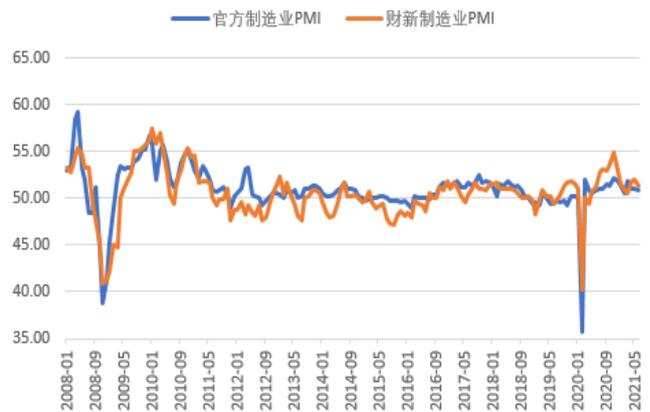
(1) 官方制造业 PMI 连续 3 个月回落

图 13. 中国第一季度 GDP 同比



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 14. 制造业 PMI 连续三个月回落

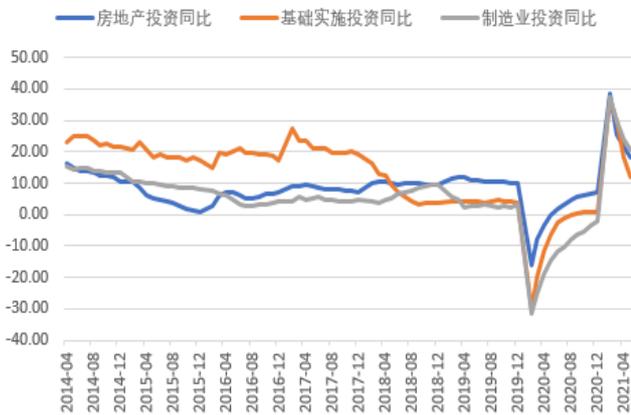


资料来源: WIND 新纪元期货研究

从先行指标来看, 中国 6 月官方制造业 PMI 降至 50.9 (前值 51), 连续 3 个月回落, 创 2 月以来新低。从企业规模看, 大、中型企业 PMI 分别为 51.7 和 50.8, 分别比上月回落 0.1 和 0.3 个百分点, 小型企业 PMI 回升至 49.1% (前值 48.8), 但仍低于临界值。从分类指数看, 生产指数为 51.9, 较上月回落 0.8 个百分点, 新订单指数为 51.5 (前值 51.3), 新出口订单指数降至 48.1 (前值 48.3), 连续 3 个月回落, 创去年 7 月以来新低。表明受原材料价格上涨的影响, 下游制造业成本压力上升, 工业生产有所放缓, 终端消费需求下降, 尤其是外需下降幅度较大。

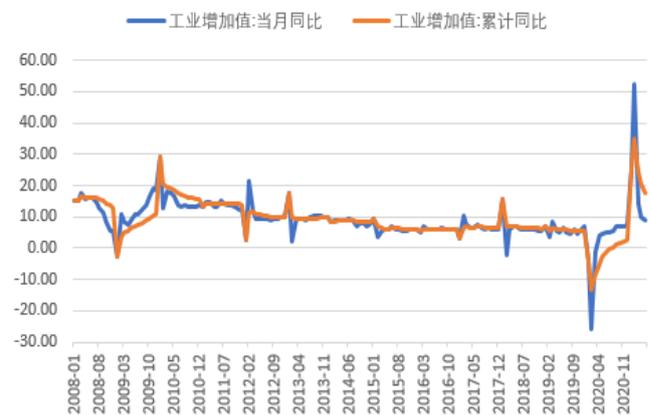
(2) 固定资产投资和工业生产同比增速放缓

图 15. 固定资产投资增速放缓



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 16. 工业生产高位回落



资料来源: WIND 新纪元期货研究

国家统计局公布的数据显示, 今年 1-5 月固定资产投资同比增长 15.4% (前值 19.9%), 连续 3 个月回落, 比 2019 年 1-5 月份增长 8.5%, 两年平均增长 4.2%。其中, 1-5 月份房地产投资同比增长 18.3% (前值 21.6%), 土地购置面积同比下降 7.5%, 今年以来首次转负, 房屋新开工面积同比增长 6.9% (前值 12.8%), 增速进一步下降。表明受融资新规“三道红线”的约束, 房地产企业拿地积极性下降, 通过打折促销等方式加快回款, 从而对房地产投资形成制约; 1-5 月基建投资同比增长 11.8% (前值 18.4%), 主要受地方专项债发行后置的影响。财政部数据显示, 截至 6 月 15 日, 全国累计发行新增地方政府专项债券 8645 亿元, 占已下达限额的 25%。进入下半年,

随着地方专项债发行提速，基建投资增速有望加快；1-5 月制造业投资同比增长 20.4%（前值 23.8%），两年平均增速由负转正，高端和装备制造业发展加快，随着企业盈利改善，制造业投资将继续恢复。

（3）消费增长依旧偏弱

今年 1-5 月社会消费品零售总额同比增长 25.7%，两年平均增长 4.3%，其中 5 月社会消费品零售总额同比增长 12.4%，比 2019 年 5 月份增长 9.3%，两年平均增速为 4.5%。与名义 GDP 增速相比，消费增速恢复明显滞后，远低于疫情前水平。1-5 月家电和音像器材类零售额同比增长 3.1%（前值 6.1%），创去年 11 月以来新低，汽车类零售额同比增长 6.3%（前值 16.1%），增速为去年 7 月以来新低，表明受原材料价格上涨的影响，终端消费需求明显下降。

图 17. 消费增长依旧偏弱



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 18. 出口增速放缓



资料来源：WIND 新纪元期货研究

（4）进口增速扩大，出口同比放缓

按美元计价，中国 5 月进口同比增长 51.1%（前值 43.1%），增幅连续 5 个月扩大，出口同比增长 27.9%（前值 32.3%），增速创年内新低。人民币升值提振了国内消费，但原材料价格上涨，在一定程度上抑制了终端需求，出口增速明显放缓。今年 1-5 月进口同比增长 35.6%（前值 31.9%），创 2018 年 2 月以来新高，出口同比增长 40.2%（前值 44%），增速连续 3 个月回落，实现贸易顺差 2034.5 亿美元，较 2019 年同期增长 60.3%。分国家和地区来看，东盟仍为我国第一大贸易伙伴，与我国外贸总值同比增长 29.2%，欧盟和美国位居其后，与我国贸易总值同比增长 28.7% 和 41.3%。整体来看，受人民币升值和原材料价格上涨等因素的影响，我国出口增速放缓，进口涨幅扩大，外贸总体保持平稳增长。

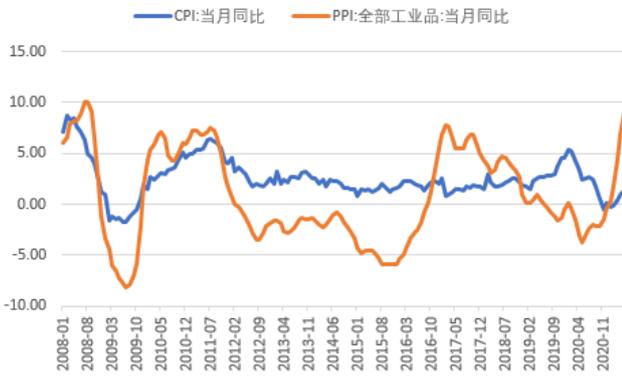
二、通胀压力整体可控，货币政策保持稳定

国家统计局数据显示，中国 5 月 CPI 同比上涨 1.3%（前值 0.9%），连续 4 个月回升，主要受交通通信、教育以及居住等非食品价格上涨的影响。PPI 同比上涨 9%（前值 6.8%），创 2008 年以来新高，主要受石油天然气开采、黑色及有色金属冶炼等行业涨幅扩大的影响。中期来看，原材料价格上涨逐渐向终端消费领域传导，但生猪生产已恢复至正常水平，猪肉价格持续回落，将在一定程度上抵消非食品价格上涨的影响，通胀压力整体可控。

央行 2021 年二季度例会指出，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好政策时度效，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。健全市场化

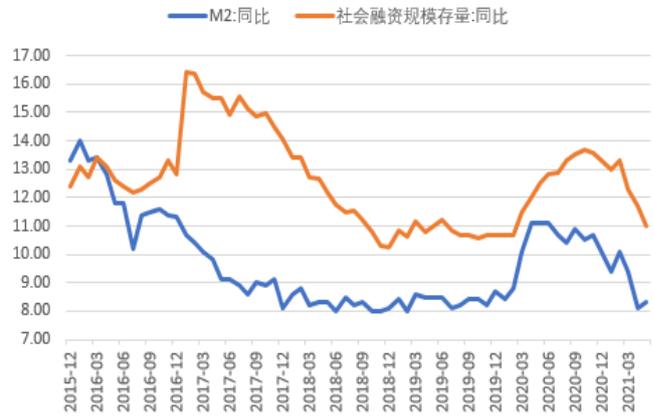
利率形成和传导机制，完善央行政策利率体系，优化存款利率监管，调整存款利率自律上限确定方式，继续释放贷款市场报价利率改革潜力，推动实际贷款利率进一步降低。今年以来，货币政策整体保持稳定，不搞“大水漫灌”，不急转弯，随着经济逐渐恢复至潜在产出水平，货币供应量和社会融资规模增速相应回落，与名义 GDP 增速相匹配。大宗商品价格持续上涨，我国输入性通胀压力加大，信用边际收紧，进入稳杠杆和防风险阶段。

图 19. PPI 涨幅创十年新高



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 20. 货币供应量和社融增速回落



资料来源：WIND 新纪元期货研究

央行公布的金融统计报告显示，今年 5 月新增人民币贷款 1.5 万亿元，较上年同期多增 143 亿元，社会融资规模增量为 1.92 万亿元，比上年同期减少 1.27 万亿元。广义货币供应量 M2 同比增长 8.3%（前值 8.1%），低于上年同期 2.8 个百分点，M1 同比增长 6.1%（前值 6.2%），连续 4 个月下降，创去年 5 月以来新低。从总量和结构来看，5 月末社会融资规模存量为 297.98 万亿元，同比增长 11%（前值 11.7%），创去年 3 月以来新低。金融机构各项贷款余额为 183.38 万亿元，同比增长 12.2%（前值 12.3%），创去年 2 月以来新低。5 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 61.2%，同比高 0.8 个百分点，企业债券融资占比下降，企业股票融资和政府债券融资占比上升。

2021 年 6 月 21 日，存款利率定价机制改革正式启动，将原由存款基准利率一定倍数形成的存款利率自律上限，改为在存款基准利率基础上加上一定基点确定。新的存款利率自律上限实施后，存款利率自律上限“有升有降”，半年及以内的短端定期存款和大额存单利率的自律上限有所上升，一年以上的长端利率自律上限有所下降。优化存款利率自律上限确定方式，有利于提高商业银行存款利率自主定价的自由度和精准度，促进行业有序竞争，推动存款利率定价市场化。新方案同步调整了中小银行和国有银行的存款利率自律上限，二者之间仍存在合理利差，有利于维持目前相对均衡的市场竞争环境。新的存款利率定价方式形成后，多家银行下调了长期大额存单利率，有利于降低整体负债成本，推动贷款利率下降，降低实体经济融资成本。

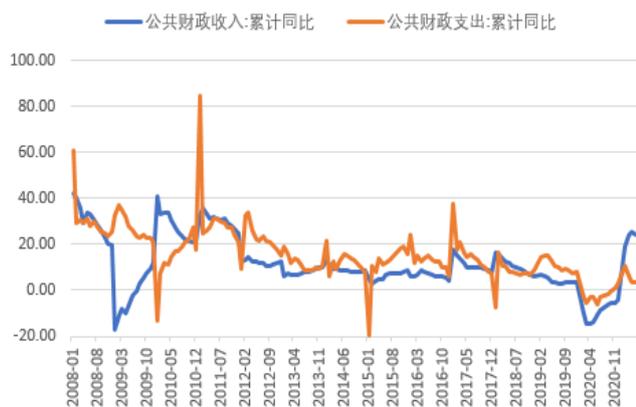
综上所述，我国通胀压力整体可控，下半年货币政策将坚持稳字当头，保持流动性合理充裕，用好结构性政策工具，进一步降低实体经济融资成本。

三、财政政策提质增效，下半年财政支出有望加快

今年政府工作报告明确，积极的财政政策要提质增效、更可持续，建立常态化财政资金直达机制并扩大范围，将 2.8 万亿元中央财政资金纳入直达机制、规模明显大于去年。最新数据显示，今年前四个月，超过 90% 的直达资金已下达基层，实际支出已超过 1 万亿元。下一步，财政部将进一步加快剩余资金的下达落实，同时逐步扩大

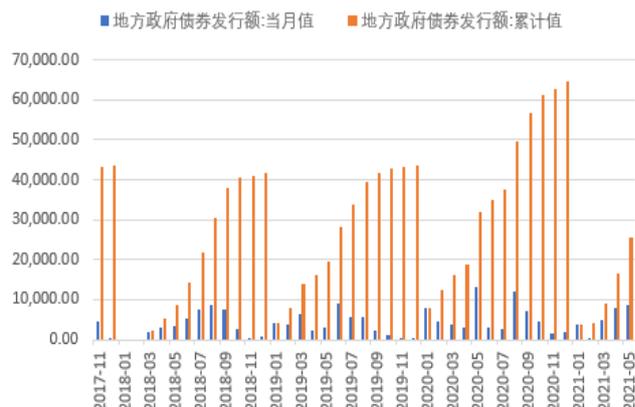
资金范围，逐步将惠企利民补助资金以及具备条件的其他资金实行直达管理，并严格直达资金监管，进一步完善财政直达资金机制。

图 21. 财政收入和财政支出累计同比



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 22. 地方专项债发行规模



资料来源: WIND 新纪元期货研究

财政部数据显示，今年 1-5 月份全国一般公共预算收入 96454 亿元，同比增长 24.2%，连续 4 个月保持两位数增长，与 2019 年同期相比增长 7.3%，两年平均增长 3.5%。1-5 月全国一般公共预算支出 93553 亿元，同比增长 3.6%（前值 3.8%），增速连续 3 个月放缓，较 2019 年同期增长 0.6%。表明随着经济进一步恢复增长，今年上半年财政收入已恢复至疫情前水平，而财政支出有所放缓，也为下半年财政支出加码留足了空间。今年 1-5 月份，全国累计发行地方政府债券 25463 亿元，其中发行一般债券 13759 亿元，发行专项债券 11704 亿元。今年上半年稳增长压力较小，地方专项债发行明显放缓，前 5 个月仅完成下达限额的 25%，进入下半年，地方专项债发行将会提速。

第三部分 资产配置

从经济周期的角度来看，2020 年新冠疫情爆发以来，全球经济经历了衰退、复苏、过热三个阶段。欧美日等主要发达经济体推出史无前例的经济刺激计划，在量化宽松、供需缺口等多重因素的推动下，大宗商品价格持续上涨，逼近历史高位，全球通胀压力明显加大。美联储作为全球央行的风向标，其货币政策立场的转变将对其其他国家施加重大影响。根据历史规律，在美联储退出量化宽松的时期，美元流动性收紧，经济发展脆弱、外汇储备不足的国家将受到冲击，引发股市、商品、债券等资产价格下跌，以及货币贬值等风险。进入 2021 年下半年，随着美国经济和就业进一步取得进展，美联储开始讨论缩减 QE 是大概率事件，投资者在调整资产配置时，需要将此纳入重要考量。

(1) 股指

受原材料价格上涨的影响，下游制造业成本上升，企业利润增长放缓。国家统计局数据显示，今年 1-5 月规模以上工业企业利润总额同比增长 83.4%，较 2019 年 1-5 月份增长 48%，两年平均增长 21.7%，其中 5 月规模以上工业企业利润同比增长 36.4%（前值 57%），增速连续两个月回落。在 41 个工业大类行业中，39 个行业利润总额同比增加，1 个行业扭亏为盈，1 个行业实现减亏。受大宗商品价格上涨的影响，有色金属冶炼、石油天然气开采、煤炭加工等上游原材料制造业利润增长加快，而处于产业链下游的中小企业利润增长放缓。1-5 月产成品

存货同比增长 10.2%（前值 8.2%），创去年 5 月以来新高，表明受原材料价格上涨的影响，终端消费需求下降，企业被动补库存。为缓解企业成本压力，国务院常务会议多次强调做好大宗商品保供稳价工作，并出台相应措施，打击恶意炒作、哄抬价格特别是囤积居奇等行为，此外国家物资储备局公布抛储计划，分批向市场投放铜铝锌国家储备，有助于稳定原材料价格，改善企业盈利预期。

货币政策坚持稳字当头，无风险利率上行或下行的空间有限。中国人民银行行长易纲在第十三届陆家嘴金融论坛上讲话表示，“考虑到我国经济运行在合理区间内，在潜在产出水平附近，物价走势整体可控，货币政策要与新发展阶段相适应，坚持稳字当头，坚持实施正常的货币政策，尤其是注重跨周期的供求平衡，把握好政策的力度和节奏。继续深化利率市场化改革，释放贷款市场报价利率改革潜力”。今年上半年，货币政策整体保持稳定，不急转弯，不搞“大水漫灌”，保持流动性合理充裕，重点为小微企业提供资金支持，降低实体经济融资成本。进入下半年，货币政策仍将保持稳定，10 年期国债收益率维持在 3-3.5% 区间波动，无风险利率上行或下行的空间有限，对股指估值的影响偏中性。

综上所述，在国家一系列政策组合拳的出击下，大宗商品价格持续上涨的势头初步得到遏制，有助于缓解下游制造业成本压力，改善企业盈利预期。进入下半年，货币政策仍将保持稳定，进一步发挥好结构性政策工具作用，推动实际贷款利率下行，降低企业融资成本。股指经过一季度快速调整后，估值压力得到有效释放，下半年进入中期反弹的可能性较大，关注上证 50 指数补涨机会。

（2）债券

随着基数效应消退，我国经济增速在一季度到达高点后开始回落，全年将呈现前高后低的走势。今年上半年，10 年期国债收益率于 2 月份见顶回落，是对经济增长预期的提前反映。进入下半年，我国经济将保持在潜在产出水平附近，货币政策坚持稳字当头，保持流动性合理充裕，不搞“大水漫灌”，保持广义货币供应和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配。预计 10 年期国债收益率将维持在 3%-3.5% 区间波动，与美债收益率利差保持在 150-200 个基点，国债期货将延续区间震荡走势。

（3）黄金

布雷顿森林体系瓦解后，黄金与美元脱钩，长期以来，二者之间形成此消彼长的关系。此外，黄金作为一种无息资产，其价格还受到实际利率的影响，当实际利率上升时黄金趋于下跌，反之当实际利率下降时，黄金倾向于上涨。从中长期来看，黄金价格的走势主要取决于美元和实际利率的变化。

美元作为世界货币的锚，除了受美国经济以及货币政策等自身因素的影响，还受到欧洲、日本等 G7 国家经济和货币政策的影响。在欧美日等主要发达经济体中，美国经济复苏最为强劲，退出量化宽松的时间也将早于其他国家。美联储 6 月议息会议已经发出即将开始讨论缩减购债的信号，预计今年下半年的某次会议上，最早 9 月份或最迟年底，美联储将宣布缩减 QE。在美强欧弱的经济格局下，美联储货币政策边际收紧的预期强于欧元区，下半年美元指数走强的可能性较大，将对黄金价格形成抑制。

名义利率与通货膨胀之差形成实际利率。新冠疫情爆发初期，美联储开启无限量化宽松，推动名义利率下行，截至 2020 年 8 月，美国 10 年期国债收益率最低降至 0.52%，国际黄金价格最高到达 2074 美元/盎司。之后随着美国经济逐步复苏，名义利率开始回升，截至 2021 年 3 月底，10 年期美债收益率最高到达 1.73%，国际金价最

低回落至 1676 美元/盎司。今年二季度，通胀预期持续上升，推动实际利率下行，黄金价格走出一波反弹。进入下半年，随着美国经济增速高点的到来，以及美联储货币政策正常化拉开序幕，大宗商品价格回落的可能性较大，通胀难以继续走高，实际利率边际回升的可能性加大，黄金中期或将承压。

特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855
邮编：221005
地址：江苏省徐州市淮海东路153号
新纪元期货大厦

管理总部

邮编：200120
地址：上海市浦东新区陆家嘴环
路166号未来资产大厦8B

成都分公司

电话：028-68850968
邮编：610004
地址：成都市高新区天府二街138
号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518001
地址：深圳市罗湖区桂园街道人民
桥社区和平路3001号鸿隆世纪广场A
座1601C

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168
号1504室（电梯编号16楼1604
室）

上海分公司

电话：021-61017395
邮编：200120
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路
166号未来资产大厦8层F单元

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区中山路268号1
幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68
号平安发展大厦407室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510080
地址：广州市越秀区东风东路703
号大院29号8层803

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23
幢1518-1室

杭州营业部

电话：0571-85817187
邮编：310004
地址：杭州市绍兴路168号 1406-
1408室

重庆营业部

电话：023-6790698
邮编：400010
地址：重庆市渝中区新华路 388 号
9-1#

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-
2、604室

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号