延续稳健复苏之路---二季度宏观经济展望

摘要

今年以来，尽管疫情时有反复，但全球经济复苏势头良好，通胀预期升温，政策由过度宽松过渡到适度宽松。展望二季度，天气转暖，疫苗发力，疫情的影响将进一步减弱，经济复苏的势头有望进一步得到巩固，国内食品通胀温和，工业品通胀压力抬升，宏观政策将逐步回归常态化。

国际方面：进入 2021 年，疫情的影响继续分化，部分地区在封锁措施和疫苗接种的助力下，疫情出现了改善，同时，部分地区在变异病毒、人员流动以及疫苗接种进度偏慢等因素影响下，疫情有所升级。疫情的反复暴发令各国的防疫措施时紧时松，对全球经济带来一定的扰动。不过，从制造业 PMI、服务业 PMI 等多个指标来看，全球经济复苏势头向好，作为全球经济的龙头——美国经济复苏尤其强劲。随着疫苗产能的持续释放，全球疫苗接种速度加快，叠加天气逐渐转暖，相信全球疫情将得到显著改善，二季度经济复苏的势头也将加快。

国内方面：中国率先控制住了疫情，复工复产有序推进，2020 年成为了全球唯一正增长的主要经济体。去年 12 月出现了疫情的复发，导致经济复苏节奏放缓，PMI 指数甚至连续三个月回落。不过，当前疫情基本得到控制，政策保持连续性，经济复苏的趋势并未得到破坏，二季度仍将持续稳健复苏。全球经济的同步复苏将支撑国内出口保持高增长，进而带动制造业需求保持高增长，加快投资修复的步伐。同时，疫情的持续改善将带动国内消费加快修复，节假日期间电影票房的高增长表明了居民的消费需求和消费意愿较为强劲，因此，社会消费将伴随疫情改善和居民收入增长而恢复强劲增长。此外，今年的政府工作报告表明国内将保持较为积极的财政政策，同时，强调要简化项目审批，去年受项目审批制约的基建投资有望阶段性回升。“三条红线”高压下，地产投资面临下行压力，但加快租赁房等建设则将部分对冲这种下行的压力。

物价方面：CPI 通胀压力可控，PPI 或显著回升。尽管非洲猪瘟时有复发，但反而加速了生猪的出栏，猪肉供应依旧充足，猪价或成为 CPI 的拖累。相反，服务业将加快重启，服务价格有望延续回升，同时，由于原油供需结构逐步改善，价格有望震荡走高并带动非食品价格回升。总的来看，CPI 通胀压力可控，或保持温和。PPI 方面，随着疫苗接种范围的扩大以及新增确诊病例的减少，全球经济加快复苏，同时，主要经济体采取大规模的财政刺激并维持宽松的货币环境，需求预期向好。在全球经济共振复苏以及通胀预期不断升温的刺激下，工业品价格有望继续走高，PPI 仍处于向上的修复通道中。

政策展望：今年是从疫情阶段回归正常化的第一年，很多疫情期间推出的非常规政策将逐渐回归正常化，同时，今年也是十四五规划的开局之年，宏观政策安排上兼顾承上启下。一是，随着经济的不断复苏，货币政策将温和收紧，货币政策的拐点将比以往更加“平滑”；二是，今年的财政政策将保持积极，赤字率仅小幅下降至 3.2%，叠加税收收入将大幅增长，财政支出存在较大的支撑，支出结构上将更多往民生领域倾斜。

国贸期货
宏观金融研究中心

郑建鑫
联系方式：0592-5160416
投资咨询号：Z0013223
从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序

国贸投研

期市有风险，入市需谨慎

一、全球疫情有望改善

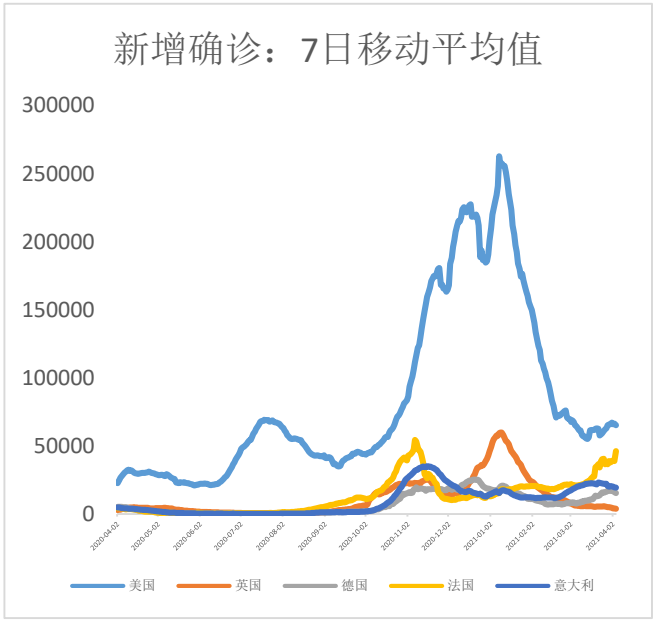
（一）全球疫情有望改善

进入 2021 年，部分地区在封锁措施和疫苗接种的助力下，疫情出现了改善，但仍有部分地区在变异病毒、人员流动增多以及疫苗接种进度偏慢等因素影响下，疫情有所升级。其中，美国改善较为明显，单日新增确诊由第三波的高点 26.27 万例（7 日移动均值，下同）下滑至当前的 6.5 万例，当前新增死亡、ICU 监护人数和住院人数均相对平稳。欧洲大部分地区疫情得到缓解，但仍有部分国家新增数据还在上升，意大利、英国等国新增确诊见顶回落，而德国、法国、西班牙增幅仍较高。新兴市场中巴西、印度、土耳其和阿根廷则继续恶化。

中国疫情在春节前得到了有效控制，节日期间未出现反复，节后控制效果显著，新增确诊病例多为输入性病例，本地病例较为少见。

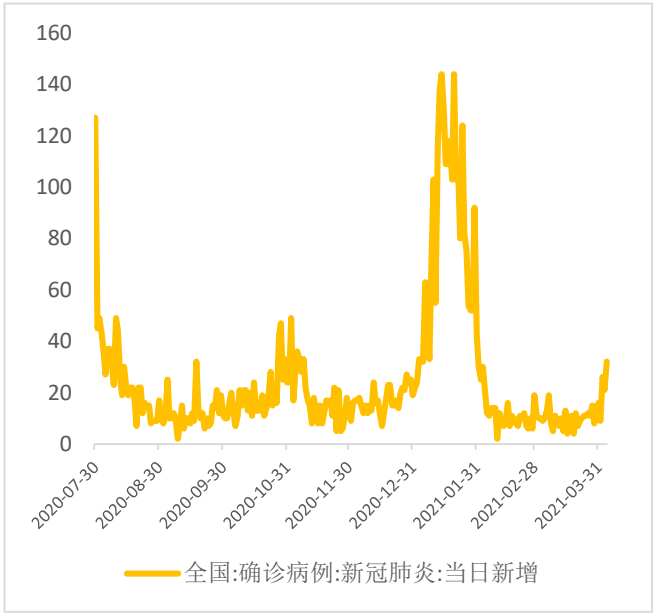
疫情的反复暴发令各国的防疫措施时紧时松，对全球经济带来一定的扰动。不过，随着疫苗产能的持续释放，全球疫苗接种速度加快，叠加天气逐渐转暖，相信全球疫情将得到显著改善。

图表 1：新冠肺炎：新增确诊病例（7 日移动平均值）



数据来源：Wind

图表 2：国内新增确诊多为输入性病例



数据来源：Wind

（二）疫苗积极接种中

拜登新政府上台后，加快推进疫苗接种，美国当前每百人接种剂数达到 44.9 剂，最新数据显示美国每日新增接种达 283 万剂，持续加速。多州完成疫苗接种人口比例超过 20%。

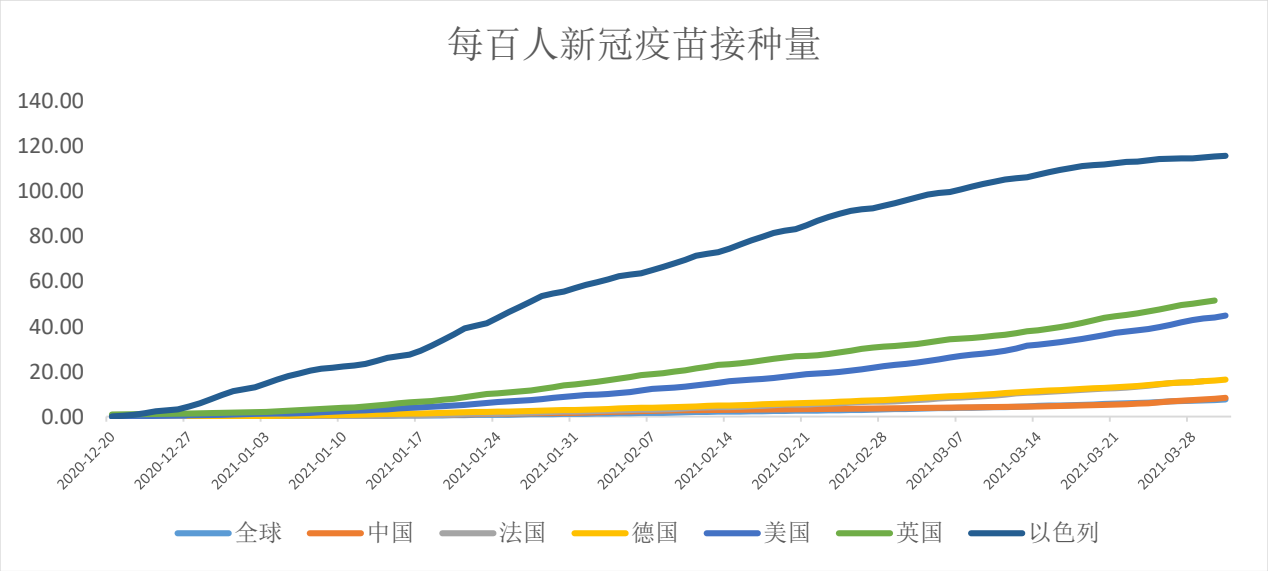
欧洲地区疫苗供应较为紧张，除英国外，欧洲疫苗接种数据仍维持低位。阿斯利康持续削减其承诺向欧盟交付的疫苗数量，将原本欧盟预计一季度能够接收到的 9000 万剂疫苗减少到 3000 万剂。由于疫苗短缺，欧盟加强了对于境内生产的疫苗出口审查和限制。此外出于副作用和安全性的考虑，13 个欧盟国家停止继续使用阿斯利康疫苗。

新兴市场中，中国和墨西哥接种速度抬升，日均接种分别达到 485 万剂和 25 万剂，印度和巴西等接种速度偏

专业·诚信·进取·共赢

慢。从人口覆盖看，当前以色列 60.6%人口已经至少接种 1 剂、英国 45.9%，智利 35.6%，美国 29.8%。

图表 3：每百人新冠疫苗接种量



数据来源：wind

（三）全球经济同步复苏

全球经济复苏的大趋势基本得到确实，一方面疫情影响边际减弱，复工复产持续推进，另一方面主要经济体推出的大规模财政刺激和货币宽松政策短期内不会退出。

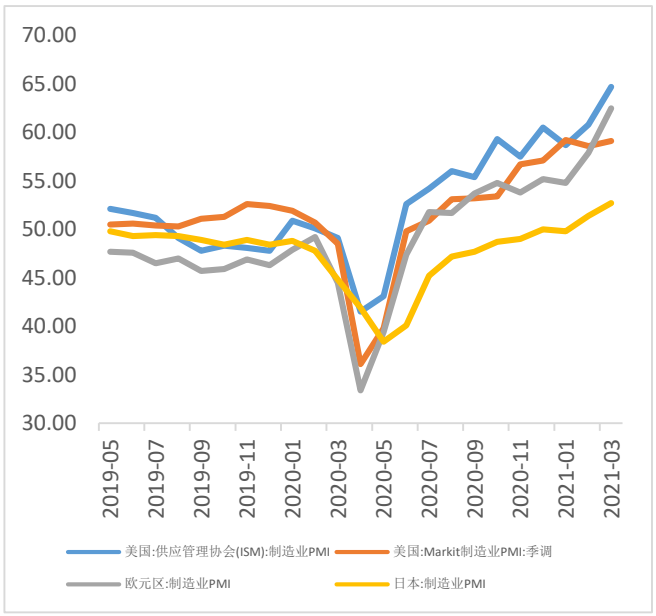
1）主要经济体 PMI 同步回升。常态化疫情防控的大背景下，各经济体逐步重启经济，全球经济迎来同步复苏，全球制造业 PMI 回升至疫情前水平，并持续走高。其中，美国 ISM 制造业 PMI 指数大幅回升至 64.7%，远超疫情前水平，欧洲近几个月制造业 PMI 回升速度明显加快，已大幅升至 62.5%，远超疫情前水平，日本制造业 PMI 回升至 52.7%，也高于疫情前水平。

受疫情影响最大的服务业也都纷纷走升，其中，美国、日本服务业服务较为稳健，而即使欧洲地区部分国家疫情仍在升级并收紧了防疫措施，但欧洲地区服务业 PMI 仍在近几个月重新回升，表明疫情的影响已经边际减弱，全球经济复苏是大势所趋。

图表 4：主要经济体制造业 PMI 持续回升

图表 5：服务业 PMI 稳步回升

专业·诚信·进取·共赢



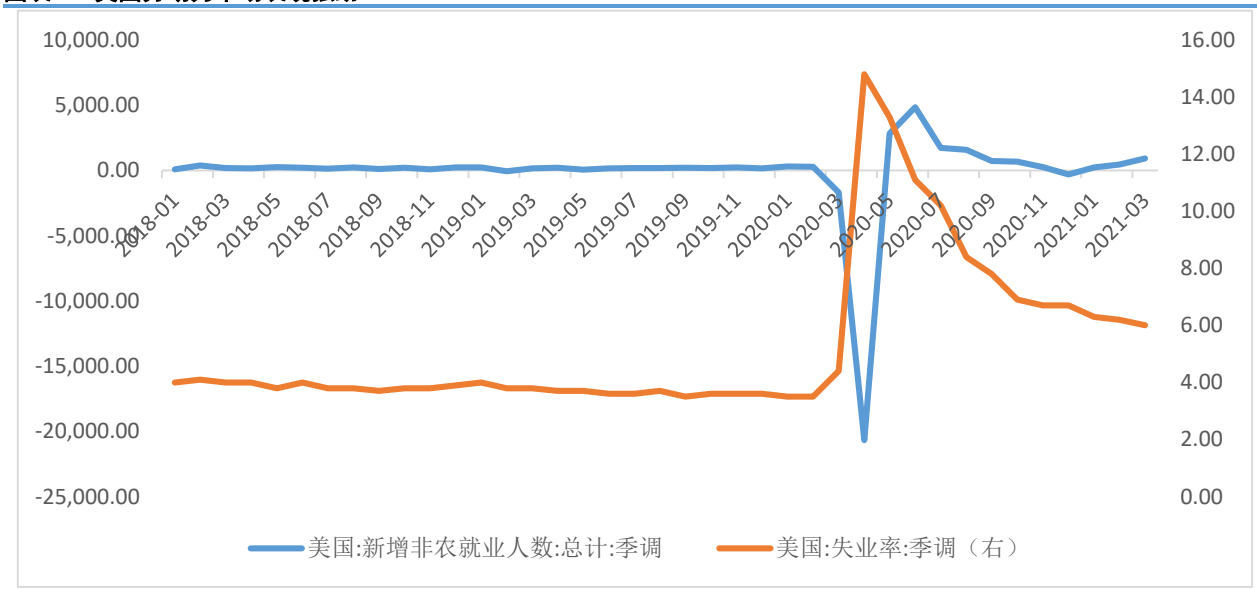
数据来源：Wind



数据来源：Wind

2）美国就业市场大幅改善。拜登政府上台后，美国大力推进疫苗接种，疫情表现趋于稳定，同时，新推出的 1.9 万亿美元财政刺激为企业提供资金，帮助美国就业市场加快恢复。美国劳工部公布的最新数据显示，美国 3 月非农就业人口增加 91.6 万人，远超 2 月的 37.9 万人及预期的 64.7 万人；同时，失业率由 6.2%进一步下降至 6%。强劲的就业市场是美国经济复苏的重要支撑。

图表 6：美国劳动力市场表现强劲



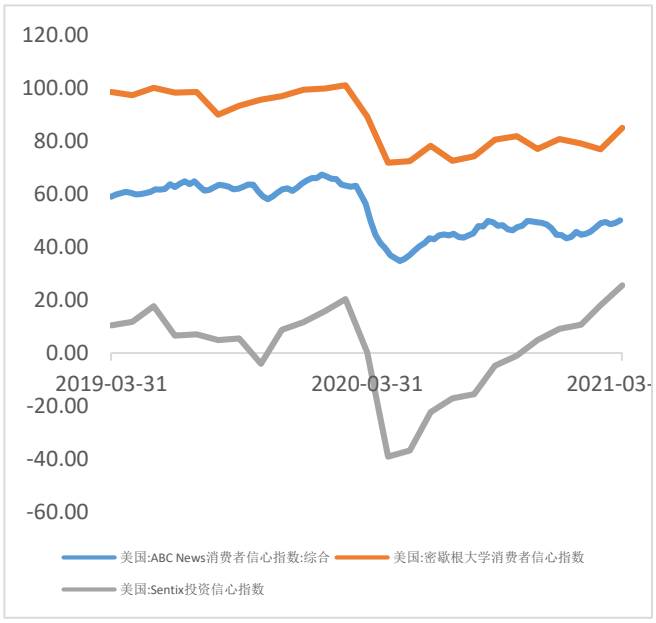
数据来源：wind

3）美国消费信心显著回归。得益于巨额的财政货币刺激、经济重启以及失业率下降，美国的消费者信心指数持续回升，密歇根大学消费者信心指数以及 Sentix 投资信心指数接近回到疫情前水平；同时，美国零售和商品服务同比增速基本回归至疫情前正常的增长区间。

消费是美国经济的主体，就业和消费的持续改善将带动美国经济强劲复苏。与此同时，美国是全球最大的经济体，其经济复苏有望带动全球经济加快走出疫情导致的衰退。

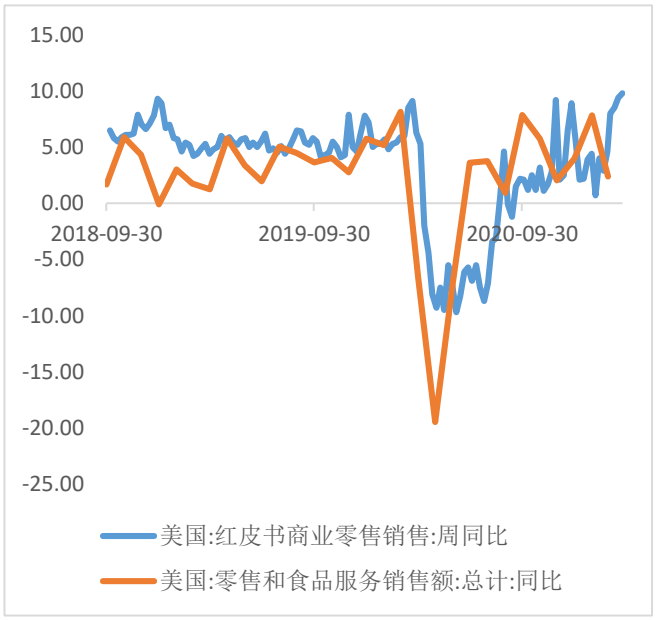
专业·诚信·进取·共赢

图表 7：美国消费者信心指数回升



数据来源：Wind

图表 8：服务业消费明显改善



数据来源：Wind

二、国内经济稳健复苏

中国率先控制住了疫情，复工复产有序推进，2020 年成为了全球唯一正增长的主要经济体。去年 12 月出现了疫情的复发，导致经济复苏节奏放缓，PMI 指数甚至连续三个月回落。不过，疫情得到有效控制，政策保持连续性，经济复苏的趋势并未得到破坏，二季度仍将持续稳健复苏。

（一）PMI 指数供需两旺

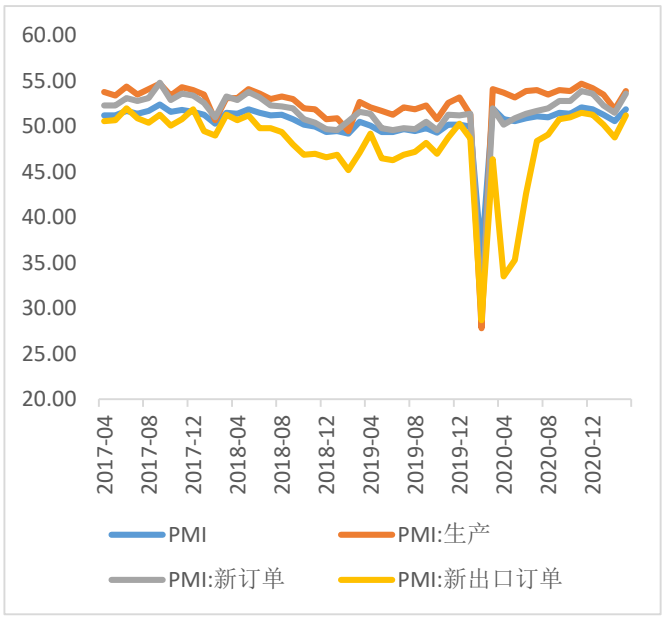
在经历了连续 3 个月的下滑后，3 月份官方制造业 PMI 大幅回升至 51.9%（2 月份为 50.6%），官方非制造业 PMI 大幅回升至 56.3%。从主要的分项指标来看，PMI 指数呈现出供需两旺的格局，其中，生产指数、新订单指数及从业人员指数均对 PMI 形成正向的拉动作用。

一方面，生产指数、新订单指数及原材料库存指数上行，而产成品库存指数下行，表明企业处于被动去库存时期，处于被动去库向主动加库的过渡阶段；另一方面，PMI 生产经营活动预期指数为 58.5%，仍处于较高位置。结合两者表现，预计制造业周期有望迎来上涨。

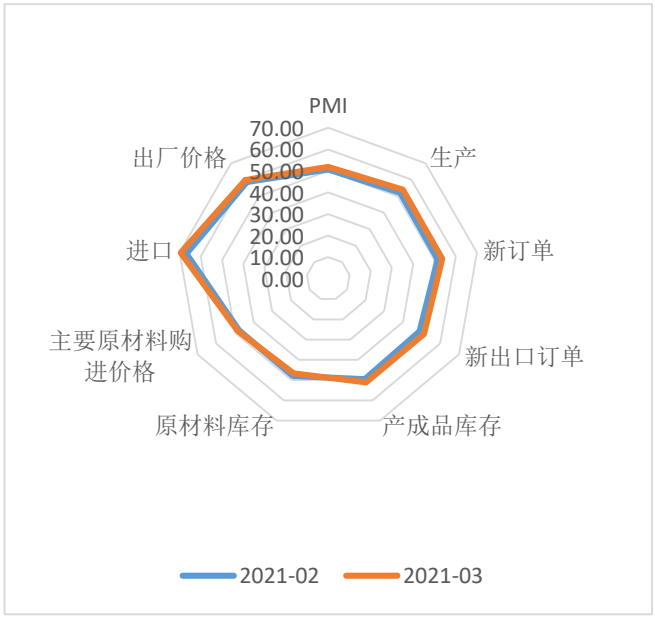
图表 9：制造业 PMI 大幅回升

图表 10：主要分项指标多数改善

专业·诚信·进取·共赢



数据来源：Wind



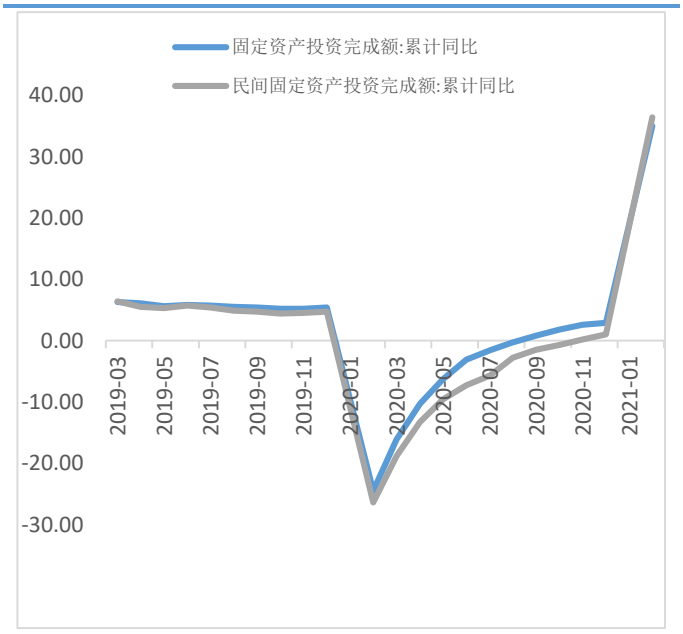
数据来源：Wind

（二）固定资产稳健增长

1-2 月份，全国固定资产投资（不含农户）45236 亿元，同比增长 35.0%，预期同比增长 38.11%；比 2019 年 1-2 月份增长 3.5%，两年平均增速为 1.7%。其中，民间固定资产投资 26183 亿元，同比增长 36.4%。从环比速度看，2 月份固定资产投资（不含农户）增长 2.43%。

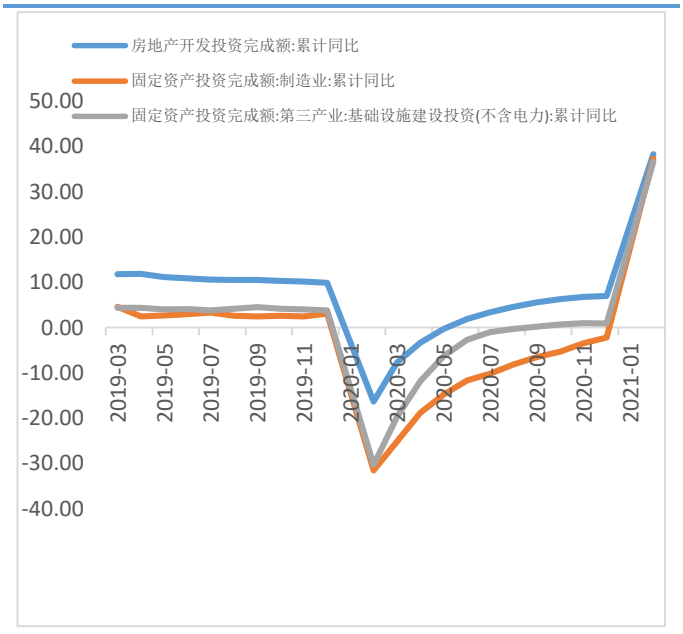
从三大门类看，1-2 月，制造业投资累计同比增长 37.3%，地产投资累计同比增长 38.3%，基础设施投资（不含电力）同比增长 36.6%，其中，水利管理业投资增长 47.2%；公共设施管理业投资增长 42.3%；道路运输业投资增长 30.7%；铁路运输业投资增长 52.9%。

图表 11：固定资产投资增速



数据来源：Wind

图表 12：三大类投资增速



数据来源：Wind

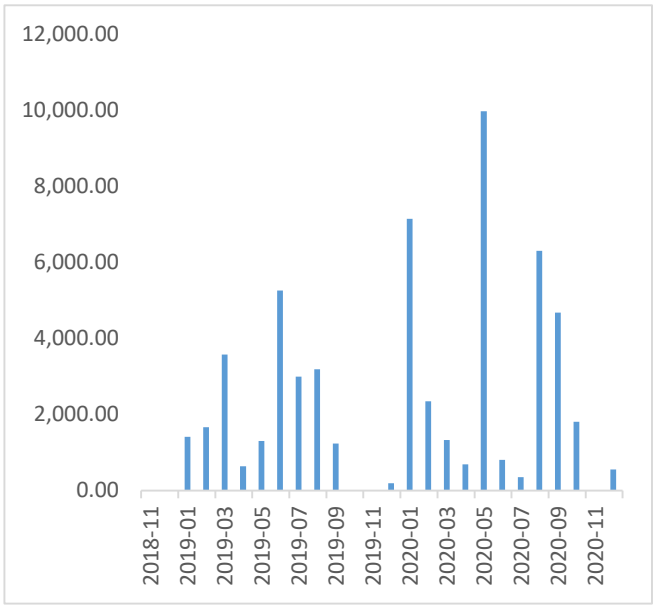
1、基建投资有望阶段性回暖。一方面，今年的财政政策依旧积极，财政赤字率由上年的 3.6%略微下降至 3.2%，

专业·诚信·进取·共赢

是历史第二高的水平，新增专项债额度 3.65 万亿元，仅略低于去年的 3.75 万亿元，叠加今年财政收入将恢复性增长，以及去年未使用完毕的资金将结转至今年，预计今年的财政支出将得到较大的支撑；另一方面，去年基建项目受审批因素影响，投资增长较为滞后，今年将简化投资审批程序，推进实施企业投资项目承诺制。在投资资金保持高位且审批程序得以简化，预计今年的基建投资有望阶段性回暖。

需要强调的是，今年新增专项债发行节奏明显慢于 2019-2020 年，截至 3 月底，全国仅发行 264 亿元新增专项债。根据往年的经验，专项债集中于 10 月底前发行，如果一季度发行进度慢，那么二季度将集中发行；加上今年财政部要求地方在 2 月 21 日前上报新增专项债券项目资金需求，因此预计从二季度开始，在地方专项债项目申报完毕后，专项债券将迎来发行放量期。今年专项债优先支持在建工程，项目储备不足短期不会成为基建投资的主要掣肘，在专项债资金陆续到位后，二季度基建投资有望迎来阶段性回暖。

图表 13：新增专项债发行进度缓慢



数据来源：Wind

图表 14：财政支出力度保持高强度



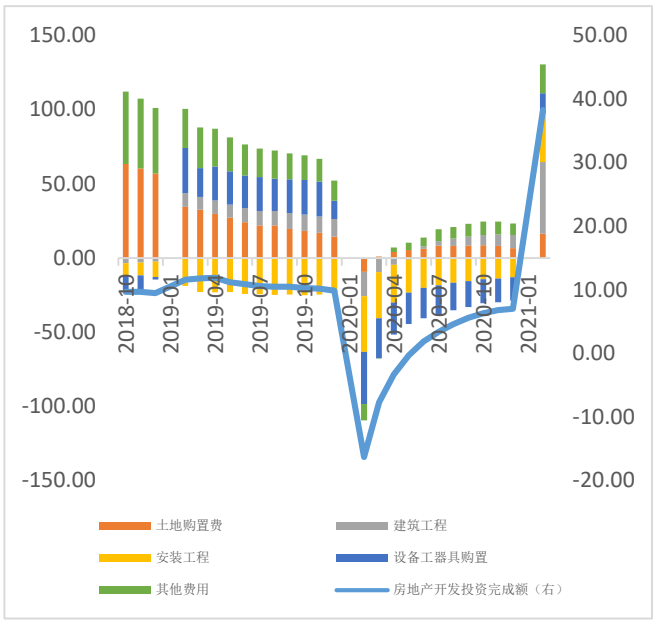
数据来源：Wind

2、地产投资或高位趋稳。2020-2021 年前 2 月，房地产投资两年平均增长 7.6%，是固定资产投资增速恢复正增长的主要支撑力量，其中，建筑工程投资增速提高较多是地产投资走强的主因。往后看，“房主不炒”的主基调下，地产调控持续趋严，“三条红线”下，房企融资面临强约束，拿地速度明显放缓，将对地产投资带来下行的压力。不过，去年二季度土地成交火热的滞后影响，房地产竣工周期启动、租赁住房建设、城镇老旧小区改造将对建筑工程投资形成较强支撑，二季度房地产投资大概率高位趋稳。

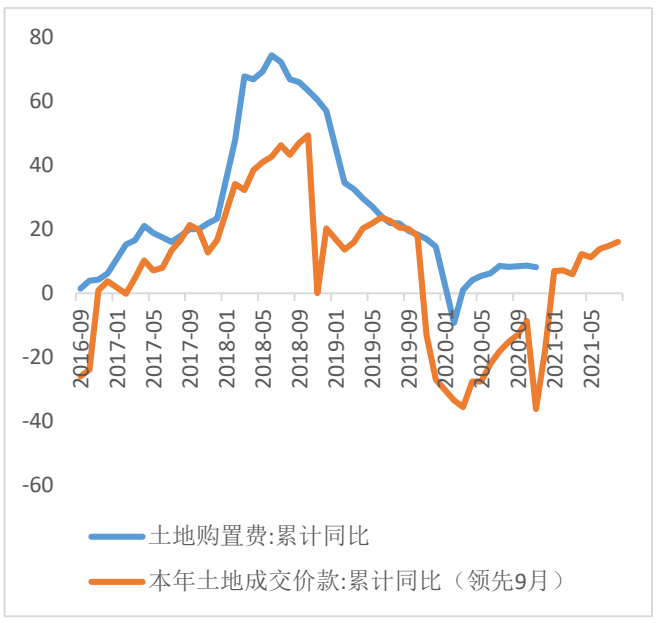
图表 15：房地产开发投资完成额：累计同比

图表 16：土地市场有所降温

专业·诚信·进取·共赢



数据来源：Wind



数据来源：Wind

1）“房住不炒”基调下，地产调控不断趋严。2020 年 8 月份以来，房地产金融政策持续收紧，监管层从多个方面出台政策全面压降房地产融资规模，一方面，要求银行等金融机构实行房地产贷款集中度管理两道红线，另一方面，对房企融资设置“三道红线”，倒逼房地产行业去杠杆。高杠杆企业面临强融资约束，高杠杆加持下的快速扩张模式难以持续，拿地更加谨慎，土地市场明显回落。从历史数据来看，土地成交价款领先土地购置费 9 个月左右，预计 2021 年上半年地产投资仍有支撑，而下半年土地购置费对地产投资的贡献将下滑。

图表 17：地产调控不断趋严

时间	文件/会议	内容
2020.08	央行、住建部联合召开房地产企业座谈会	形成重点房地产企业资金监测和融资管理规则，制定房地产企业融资 “三道红线”。
2020.12	央行、银保监会《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》	建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度，要求各档银行房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比不得超过相应上限。
2021.01	央行国务院新闻发布会	第一，加强了房地产的金融调控。牵头金融部门加强对各类资金流入房地产的统计监测；第二，实施好房地产金融审慎管理制度；第三，完善住房租赁金融政策。
2021.02	财政部《关于梳理 2021 年新增专项债券项目资金需求的通知》	今年专项债券项目不安排用于租赁住房建设以外的土地储备项目。
2021.02	自然资源部土地供应新政	要求 22 个重点城市住宅土地供应实行“两集中”新规，即集中发布出让公告、集中组织出让活动，每年供地不超过 3 次。
2021.03	政府工作报告	坚持房住不炒定位，稳地价、稳房价、稳预期；解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，规范发展长租房市场；新开工改造城镇老旧小区 5.3 万个。

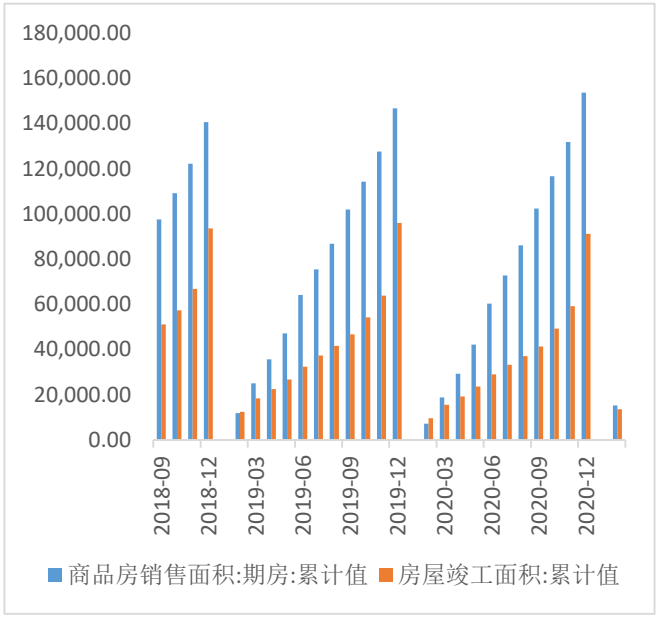
数据来源：国贸期货根据公开资料整理

2）竣工周期和租赁房建设或带来新的支撑。一方面，2016 年以来房屋竣工面积持续低于期房销售面积，商品

专业·诚信·进取·共赢

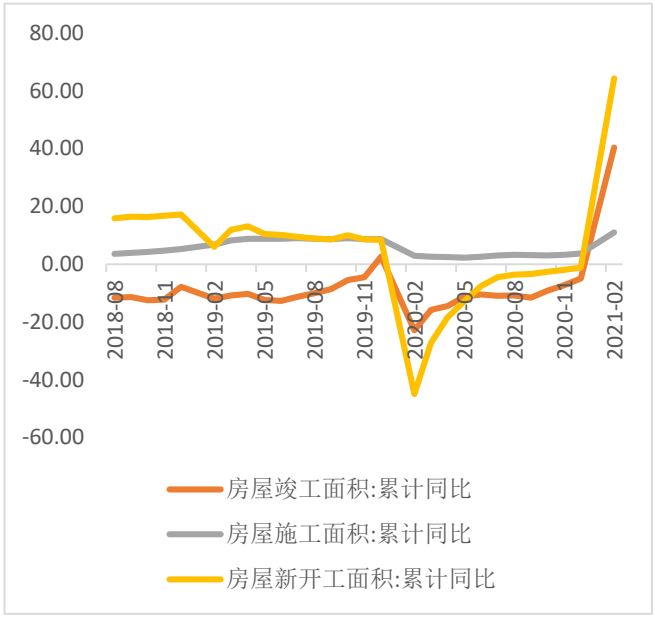
房交付压力持续增强，加之“三条红线”下，房企加速竣工结转意愿明显提高，预计今年房地产竣工周期将加速启动；另一方面，政府工作报告提出，将增加土地供应、安排专项资金、集中建设、增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，预计将部分对冲商品房投资下行的压力。

图表 18：房地产期房销售与竣工面积差值逐年扩大



数据来源：Wind

图表 19：房地产竣工周期启动迹象已现



数据来源：Wind

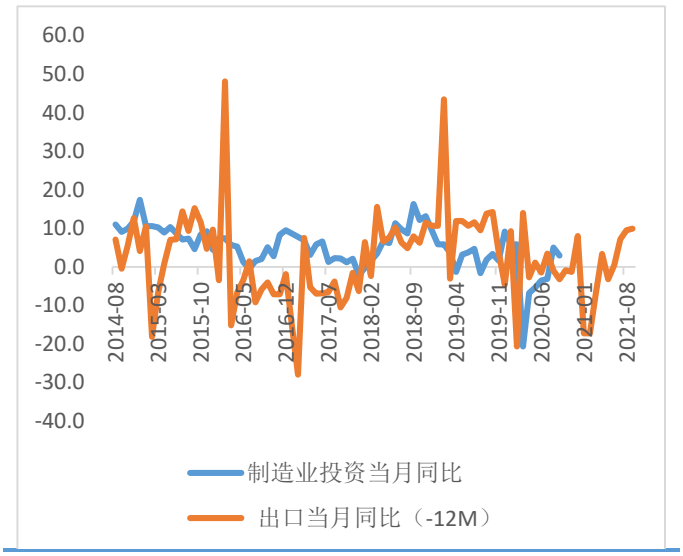
3、制造业投资将持续恢复性增长。从今年的数据来看，2020-2021 年 1-2 月份制造业投资两年平均下降 3.4%，低于 2019 年全年水平 6.5 个百分点，成为固定资产投资修复的主要拖累。随着全球经济不断修复，出口保持高增长，制造业需求持续改善，企业盈利水平得到提升，产能扩张的动能不断增强，投资水平也逐渐加强，预计年内制造业投资将稳步提升。

1）需求持续改善，企业盈利不断修复。考虑到国内的制造业产品相当一部分用于出口，数据显示，出口大致领先制造业投资 1 年，可以用出口来粗略表征制造业的需求情况。尽管疫情对全球经济造成了冲击，但 2020 年出口增速保持较快的增长，表明制造业需求较为强劲，同时预示着 2021 年制造业投资将出现回暖。

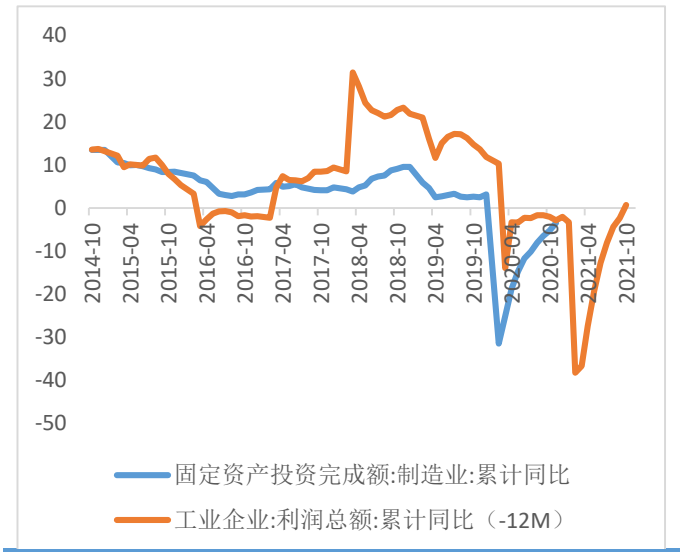
图表 20：需求回暖持续制造业投资

图表 21：制造业利润修复

专业·诚信·进取·共赢



数据来源：Wind



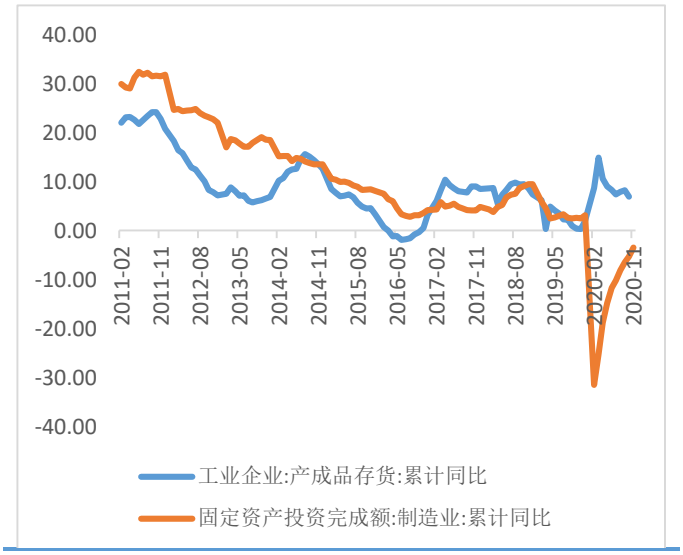
数据来源：Wind

此外，制造业的盈利状况则领先投资约 12 个月，2020 年工业企业利润累计同比上涨 4.2%（2019 年为下降 3.3%），企业盈利能力明显改善。从整个工业企业的运营周期来看，企业盈利改善后将提升投资扩张的动力，意味着企业利润的修复是 2021 年制造业投资回升的一个刺激因素。

2）补库需求提升，企业存在产能扩张的需求。2020 年以来受强劲需求的推动，工业品库存持续去化，短期来看，中国供给侧优势仍存，出口修复、消费回升的确定性相对较强，供需格局有望延续改善，2021 年有望进入新一轮的补库周期，料将带动制造业投资修复。

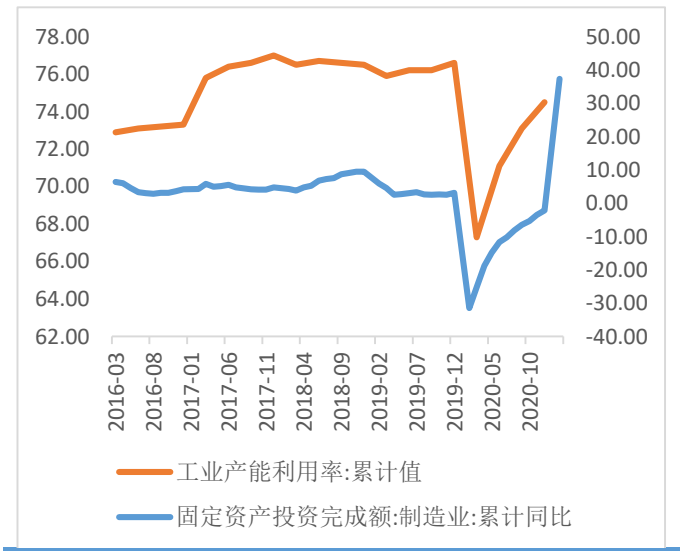
一般而言，产能利用率领先制造业投资一年左右的时间，至 2020 年四季度，产能利用率累计值提升至 74.5%，接近 2017 和 2019 年的高点。在补库需求的提振下，若未来产能使用紧张，将进一步推动制造业投资的修复。

图表 22：补库需求与制造业投资



数据来源：Wind

图表 23：产能利用率提升



数据来源：Wind

3）制造业或迎来设备更新和技术改造升级投资周期。今年政府工作报告明确提出“扩大制造业设备更新和技术改造投资”，预计传统制造业改造升级和新兴动能培育是制造业转型升级的两大抓手。此外，在碳达峰、碳中和

专业·诚信·进取·共赢

的政策指引下，未来制造业将加快向高端、智能、绿色的方向转型，因此，制造业存在较大的设备更新和技术改造升级的空间。综合来看，随着需求的不断改善，以及企业利润的回暖，制造业企业存在扩张产能的需求，同时，在政策支撑和助力下，二季度制造业投资有望延续改善的势头，全年则迎来明显的修复。

总的来看，去年受疫情影响出现较低的基数，使得今年前两月投资保持超高增长水平，与 2019 年 1-2 月相比，固定资产投资增长 3.5%，低于正常的增速区间，表明疫情的复发对投资开工的影响依旧存在。往后看，疫情的影响减弱，项目资金相对充足，固定资产投资增速有望继续回升。

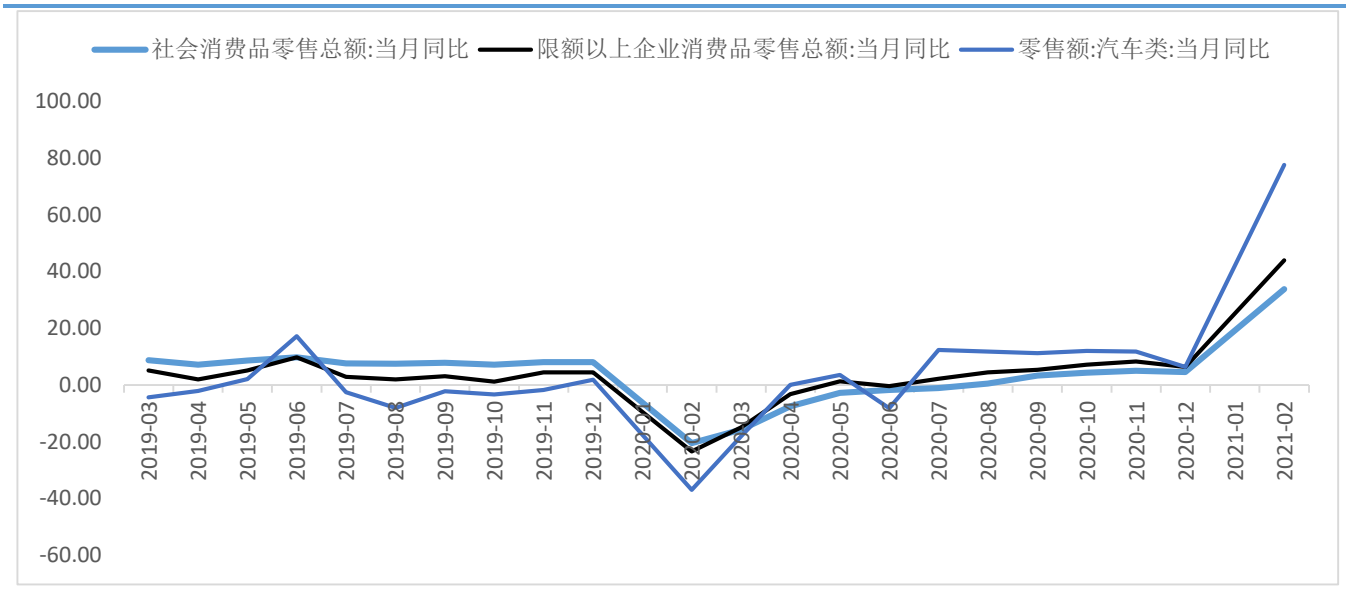
（三）消费：有望加快复苏

中国 1-2 月社会消费品零售总额同比增 33.8%，预期增 31.7%，去年 1-2 月同比减 20.5%。1-2 月份，社会消费品零售总额 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%。其中，除汽车以外的消费品零售额 63076 亿元，增长 30.4%，两年平均增长 2.9%。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%。

从主要分项来看，地产类消费普遍大幅增长，其中，家用电器同比增 43.20%、家具类同比增 58.70%、建筑装潢同比增 52.80%，一方面是去年低基数，另一方面是地产销售回暖，带动相关消费保持高增；汽车消费同比增长 77.6%，两年平均增速达到 20.3%，显著高于其他分项，表明在一系列政策支持下，汽车维持较高的消费热度。其他像金银、食品等均存在季节性的高增长。

展望二季度，随着疫苗的加快接种，全球疫情逐步改善，输入性病例减少，本土病例归零，疫情的影响将逐步消除，此前受疫情影响最大的服务业消费有望加速回升。同时，政府工作报告提出今年的工作重心之一仍是保障就业，预计城镇调查失业率将继续下降，居民实际可支配收入增加，居民的消费信心将显著回归，社会消费将成为经济进一步复苏的重要动能。

图表 24：社会零售同比增速：当月同比



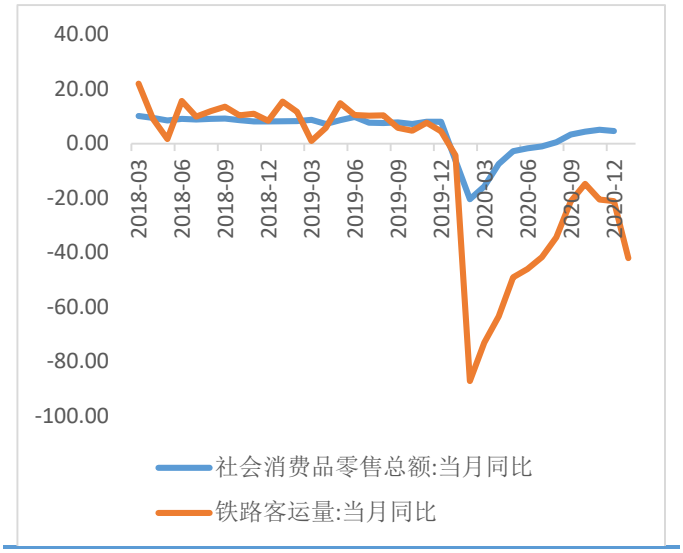
数据来源：wind

专业·诚信·进取·共赢

1）疫情影响减弱，服务业消费有望加速重启。受疫情反复抬头影响，目前国内服务类、出行类消费仍存在巨大修复空间，如 2020-2021 年 1-2 月份国内客运量两年平均增速为-35.7%，远未达到常态水平；2020 年末居民教育文化和娱乐、衣着、交通和通信等出行相关类消费增速，也均低于 2018、2019 年常态水平 10 个百分点以上。

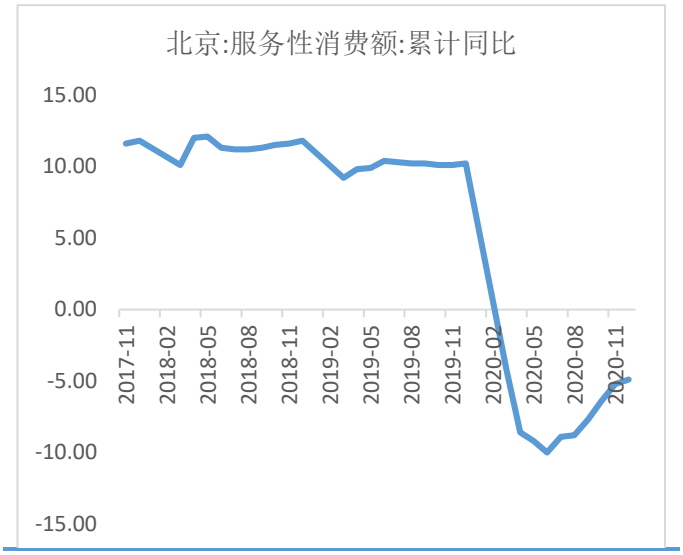
随着国内疫情基本得到控制，新增确诊病例、死亡率大幅下降，限制措施有所松动，居民消费信心回归，餐饮、电影、旅游等服务性消费逐渐回暖，春节档、清明档票房爆炸式增长，表明居民的消费需求强劲。目前，国内正在加速推进疫苗接种，逐步实现全民免疫，这将进一步促进消费回升。

图表 25：客运量增速依旧处于低位



数据来源：Wind

图表 26：服务性消费仍有较大的修复空间



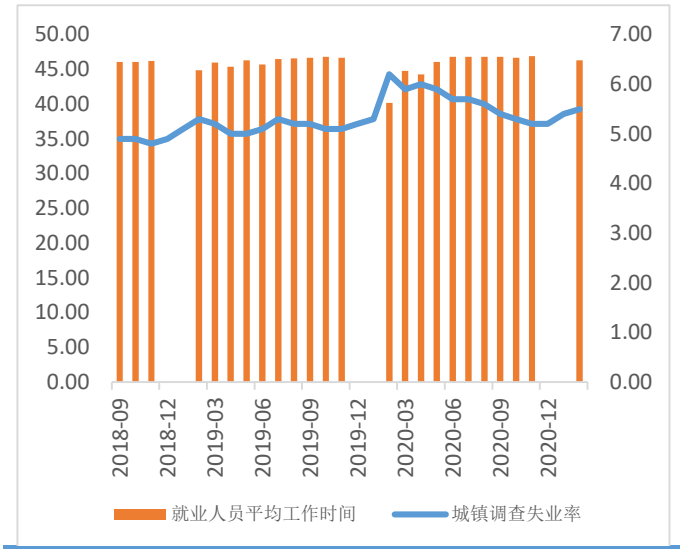
数据来源：Wind

2）居民消费信心回归，助力消费回升。随着经济的复苏，企业经营的改善，以及“稳就业、保民生”各项政策的落地，目前就业市场已经释放出一些积极的信号：一方面，受春节和疫情等短期因素扰动，前两月城镇调查失业率由去年的低点 5.2%小幅回升至 5.5%，随着疫情影响的减弱以及保就业政策的发力，预计失业率将继续下降；另一方面，2020 年 6 月以来就业人员平均工作时间持续处于 2018 年有数据以来的高位，反映工作负荷较为饱满。随着失业率的逐步回落、工作饱和度的不断改善，以及收入增速的回升，居民消费意愿也将相应恢复。

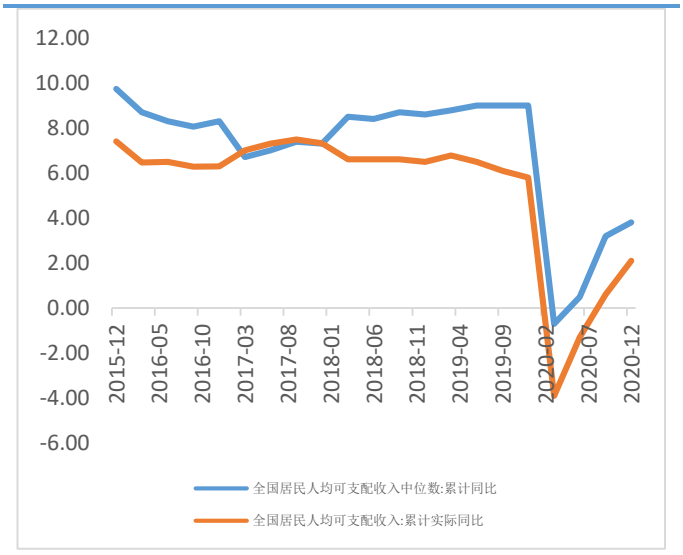
图表 27：就业形势改善

图表 28：实际可支配收入持续增长

专业·诚信·进取·共赢



数据来源：Wind



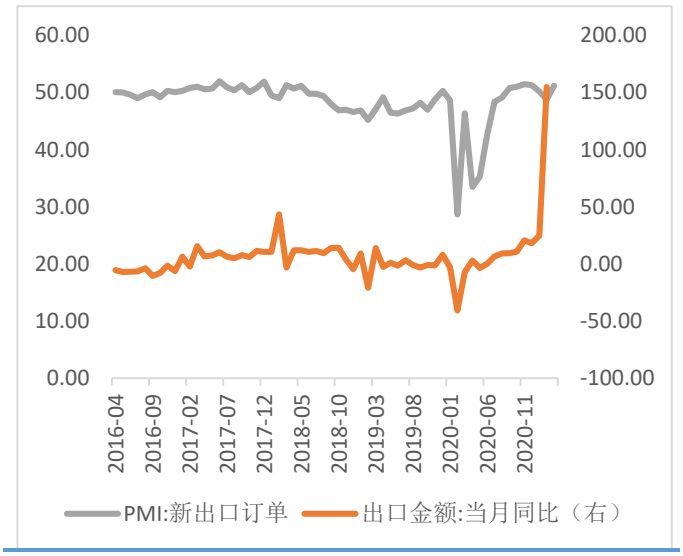
数据来源：Wind

（四）出口：短期有望延续高景气度

2021 年 1-2 月出口进度较 2019 年同期增长 32.7%，两年平均增速 15.2%，超过疫情前水平，延续 2020 年下半年以来的高景气趋势。展望二季度，随着全球经济同步复苏，一方面，外需将保持高景气度支撑出口增长，另一方面，我国出口的替代效应短期内难以逆转，占全球贸易份额有望保持稳定，出口将维持高景气。

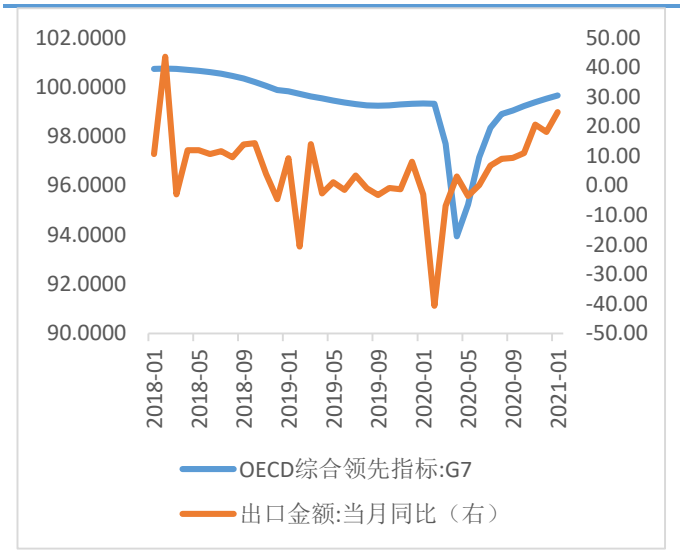
1）全球经济同步复苏，外需对出口存在较强的支撑。2021 年以来，世界银行、IMF、OECD 等国际权威机构纷纷上调全球经济增速预期，欧美等经济体经济公布的经济数据保持强劲。此外，从 PMI 等领先指标看，二季度全球经济复苏势头依旧向好。根据历史经验，全球商品贸易与全球经济增速高度相关，二季度全球贸易量有望在疫后经济深度复苏背景下进一步回暖，我国出口的外需形势向好。

图表 29：出口订单延续回升



数据来源：Wind

图表 30：外需对出口存在支撑



数据来源：Wind

2）海外产能恢复程度有限，短期我国出口份额下降压力不大。一方面，发达经济体二季度疫苗接种未完待续，疫情对产能的影响难消退。以美国为例，按目前疫苗接种速度，将在三季度或下半年达到 70%-90%的完全接种率，

专业·诚信·进取·共赢

即实现群体免疫；除英国外，其他主要发达经济体疫苗接种进度落后于美国，因此发达经济体整体完成群体免疫的时间点至少在下半年甚至更远，二季度疫情及防疫措施将继续限制其产能。另一方面，新兴经济体扩产能缺乏基础，“抢份额”机会不大。当前新兴经济体疫情仍有扩散趋势，且疫情防控能力较弱，疫苗接种进程缓慢，在仍面临疫情冲击风险情况下，预计二季度新兴经济体产能不会大幅扩张。截至 2021 年 1 月，大部分主要经济体工业生产未恢复至疫前水平，预计二季度我国仍有产能优势，出口占全球的份额还将维持在高位。

（五）消费和制造业将成为经济复苏的亮点

受疫情影响，去年 2 月经济近乎停滞，从而产生了较低的基数，今年前两月各项经济指标均明显高增。随着疫情的不断改善，生产生活逐步恢复正常，经济料将持续恢复至正常的增长趋势，一是，投资在政策的支撑下保持中高增长水平，二是，居民收入改善，消费加快修复，三是，全球经济同步复苏，出口保持高增长。

展望二季度，不考虑基数的情况下，今年的经济增速有望恢复至潜在经济增速附近。其中最为关键的因素是疫苗在全球范围内被广泛接种，欧美等疫情较为严重的地区疫情持续好转，经济加快重启，复苏势头良好，这将支撑国内出口保持高增长，进而带动制造业需求保持高增长，加快投资修复的步伐。同时，疫情的持续改善将带动国内消费加快修复，节假日期间电影票房的高增长表明了居民的消费需求和消费意愿较为强劲，因此，社会消费将伴随疫情改善和居民收入增长而恢复强劲增长。此外，今年的政府工作报告表明国内将保持较为积极的财政政策，同时，强调要简化项目审批，去年受项目审批制约的基建投资有望阶段性回升。“三条红线”高压下，地产投资面临下行压力，但加快租赁房等建设则将部分对冲这种下行的压力。

三、物价：CPI 通胀压力可控，PPI 或显著回升

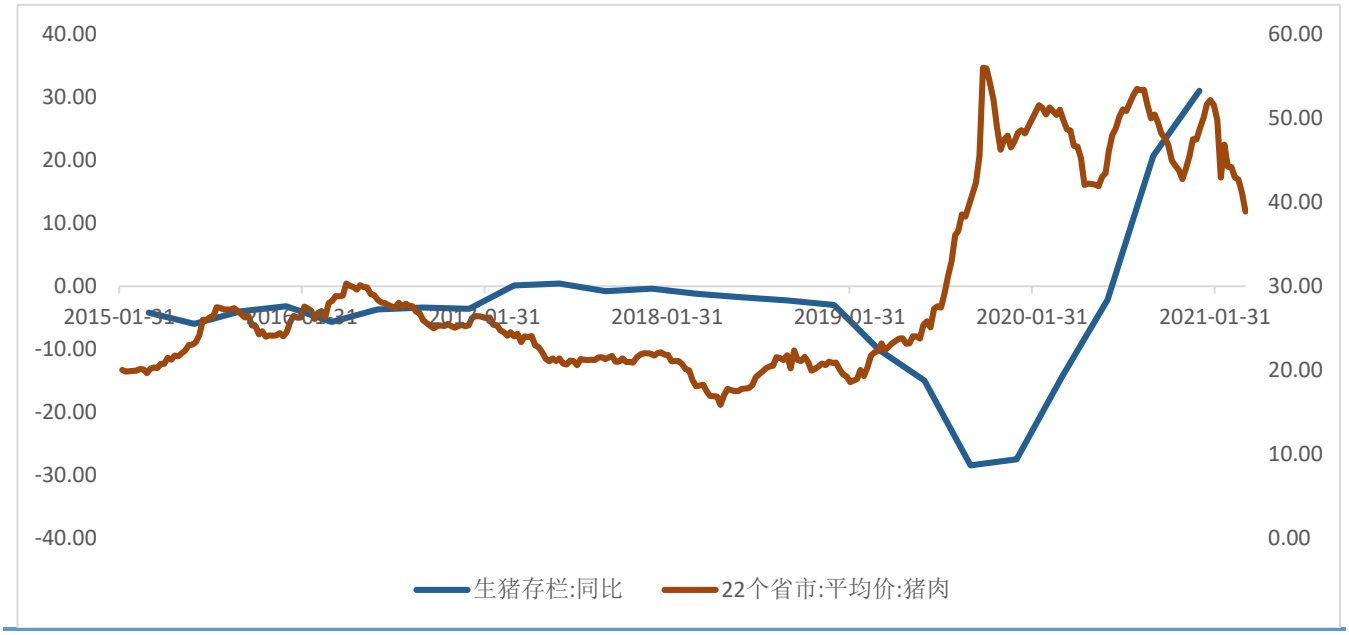
（一）CPI 通胀压力可控，整体依然温和

受去年高基数效应影响，2021 年前两个月 CPI 进入负增长区间，前两个月同比分别下降 0.3%和 0.2%。展望二季度，预计在服务业重启加速、国际油价回升和去年非食品基数偏低的叠加影响下，非食品价格上涨将带动 CPI 重回升势，但猪肉价格进入下行周期将制约 CPI 回升幅度，预计二季度 CPI 整体依然温和。

1）猪肉供应增加，食品价格环比涨幅将继续收窄。前两个月尽管非洲猪瘟零星发生，但生猪出栏持续恢复，猪肉价格持续下降。往后看，随着天气转暖，蔬菜等供给增多，生猪出栏持续恢复，叠加季节性消费减弱，蔬菜、肉类等食品价格或继续回调，食品价格环比涨幅或继续收窄。同时，由于去年同期高基数，预计食品价格同比将继续回落。

图表 31：生猪存栏与猪肉价格

专业·诚信·进取·共赢



数据来源：wind

2）服务和原油类价格回升，非食品价格或支撑 CPI。前两个月服务价格出现了回升，预计二季度服务业将加速重启，受疫情冲击较大的、前期恢复偏慢的接触性、集聚性行业如旅游、住宿、交通运输等迎来快速修复，带动服务价格回升，在去年基数较低的情况下服务价格同比高增概率偏高，而 OPEC+推迟增产的计划，原油供给端的压力持续减轻，随着需求的好转，油价有望延续震荡走高。预计非食品价格将继续稳中有升。

3）物价涨幅有限，CPI 短期压力较小。尽管非洲猪瘟时有复发，但反而加速了生猪的出栏，短期猪肉供应依旧充足，而在常态化防控和高利润的推动下，生猪存栏保持较快的增长，因此，猪价难以对通胀构成持久的压力。相反，服务业将加快重启，服务价格有望延续回升，同时，由于 OPEC+不着急恢复产量、页岩油产能受限，原油供给压力不断减轻，同时随着疫情后需求的不断恢复，原油有望震荡走高并带动非食品价格回升。因此，综合来看，CPI 短期压力较小，进一步考虑基数因素，一季度将会是全年的低点，二季度将重新上行并可能是全年的高点，三季度重新下行，四季度小幅走高。

（二）全球经济加快复苏， PPI 料将延续回升

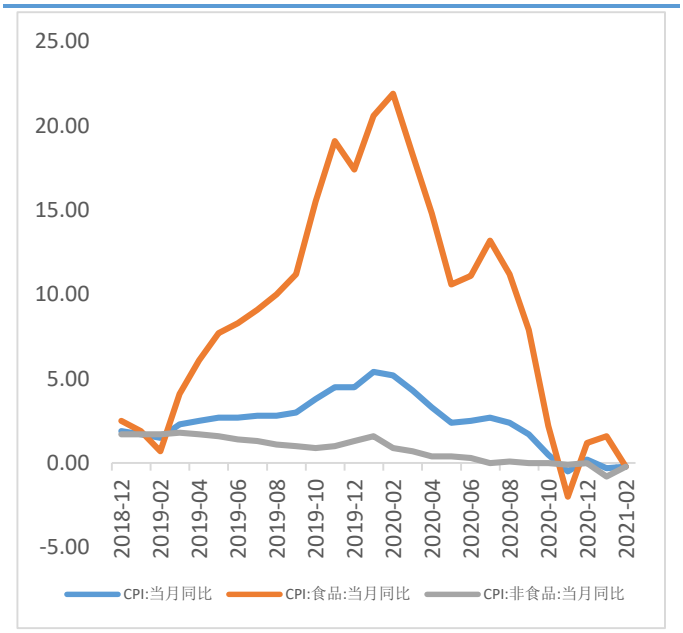
受国内外需求共振复苏、国际大宗商品价格上涨影响，前两个月 PPI 呈快速回升势头。展望二季度，在翘尾因素大幅上行和国内外需求复苏加快的共同带动下，PPI 同比回升态势有望延续。

随着疫苗接种范围的扩大以及新增确诊病例的减少，全球经济加快复苏，同时，主要经济体维持宽松的货币环境，财政刺激不断加码，需求预期向好，铜铝等金属价格持续大涨，而 OPEC+有效履行减产协议，原油供给端压力大减，原油价格强势回升。因此，在全球经济共振复苏以及通胀预期不断升温的刺激下，工业品价格有望继续走高，PPI 仍处于向上的修复通道中。进一步考虑基数的因素，2021 年 PPI 的高点可能出现在 5-6 月份。

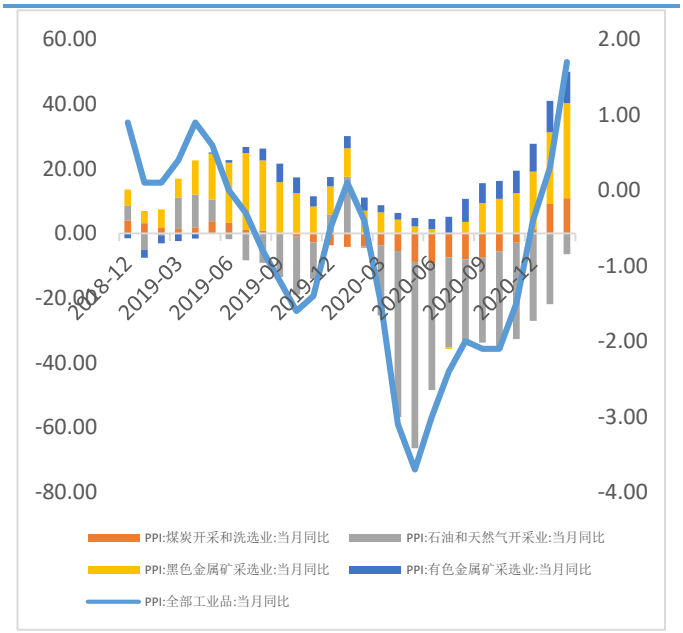
图表 32：CPI 当月同比

图表 33：PPI 当月同比

专业·诚信·进取·共赢



数据来源：Wind



数据来源：Wind

四、宏观政策：回归常态化

今年是从疫情阶段回归正常化的第一年，很多疫情期间推出的非常规政策将逐渐回归正常化，同时，今年也是十四五规划的开局之年，宏观政策安排上兼顾承上启下。

（一）货币政策：温和收紧

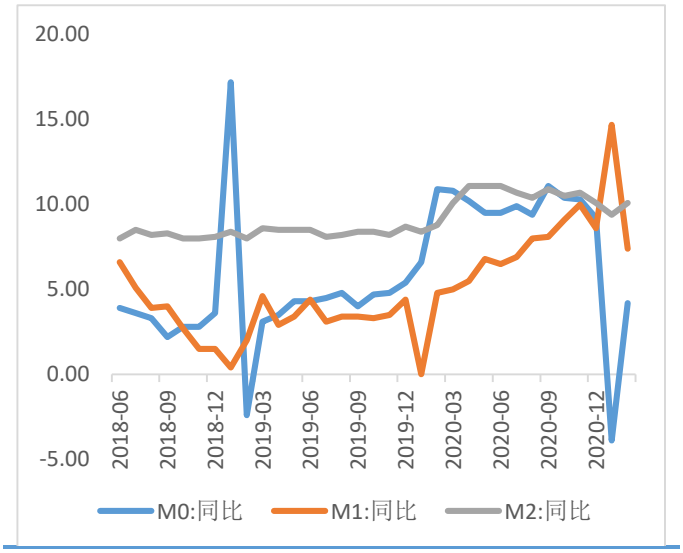
今年的政府工作报告对于货币政策总体基调与 2020 年四季度货币政策执行情况报告中的提法保持一致，即“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”、“处理好恢复经济和防范风险的关系”，“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”。

我们认为，随着经济逐步从疫情中恢复，货币政策回归中性和常态化是必然的趋势，但当前经济复苏节奏有所放缓，同时通胀水平较低，短期并不具备过快收紧政策的条件。政府工作报告透露出的政策信息表明了，宏观政策将具有连续性、稳定性和可持续性，预计货币政策的拐点将比以往更加“平滑”。总量上，货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定。结构上，今年结构性信贷政策或继续发力，主要体现在普惠性金融和对科技、绿色企业的支持。同时，将延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策，加大再贷款再贴现支持普惠金融力度，大型商业银行普惠小微企业贷款增长 30%以上。

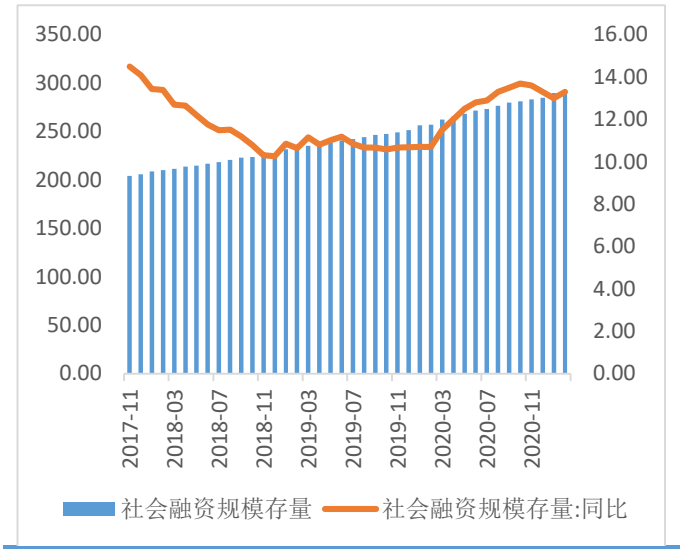
图表 34：M2 增速或放缓

图表 35：社会融资存量增速或放缓

专业·诚信·进取·共赢



数据来源：Wind



数据来源：Wind

（二）财政政策保持积极

1）今年的财政赤字率由上年的 3.6%略微下降至 3.2%，是历史第二高的水平，新增专项债额度 3.65 万亿元，仅略低于去年的 3.75 万亿元。叠加今年财政收入将恢复性增长，以及去年未使用完毕的资金将结转至今年，预计今年的财政支出将得到较大的支撑。

2）在具体的财政支出方面，重点仍是加大对保就业保民生保市场主体的支持力度。同时，将继续压缩中央本级支出，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，规模明显大于去年的 2 万亿元。

3）在专项债支出方面，政府工作报告中指出，新增专项债将优先支持在建工程，合理扩大使用范围，推进“两新一重”建设，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目；同时，政府投资更多向惠及面广的民生项目倾斜，新开工改造城镇老旧小区由去年的 3.9 万个提高至 5.3 万个。此外，报告还指出，将简化投资审批程序，推进实施企业投资项目承诺制。在投资资金保持高位且审批程序得以简化，预计今年的基建投资有望保持高增长。

4）减税降费方面，政府工作报告指出，优化和落实减税政策，继续执行制度性减税政策，延长小规模纳税人增值税优惠等部分阶段性政策执行期限，实施新的结构性减税举措，对冲部分政策调整带来的影响。总的来看，今年并未提出减税的目标，去年的一些阶段性、特殊性政策将逐步退出，但制度性减税效应仍会继续释放，结构性减税仍将继续。

图表 36：历年政府工作报告重点内容

专业·诚信·进取·共赢

	说明	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年
宏观量化指标	GDP 目标	6%以上	-	6%-6.5%	6.5%左右
	CPI 目标	3%	3.50%	3%	3%左右
	GDP 实际值	-	2.30%	6.10%	6.60%
	CPI 实际值	-	2.50%	2.90%	1.90%
	M2 增速	-	10.10%	9.70%	8.10%
	新增就业人数	城镇新增就业 1100 万人以上	目标 900 万，实际 1186 万	目标 1100 万，实际 1352 万	目标 1100 万，实际 1361 万
财政政策	总基调	提质增效、更可持续	积极、更加积极有为	积极、加力提效	积极，要聚力增效
	赤字率	3.20%	3.60%	目标 2.8%，实际 2.8%	目标 2.6% 实际 2.8%
	财政预算收支	财政支出总规模比去年增加，重点仍是加大对保就业保民生保市场主体的支持力度。中央本级支出继续安排负增长，进一步大幅压减非急需非刚性支出，对地方一般性转移支付增长 7.8%、增幅明显高于去年。	财政赤字 3.76 万亿元，发行 1 万亿特别国债	财政赤字 2.76 万亿元；中央 1.82 万亿元；地方 9300 亿元	财政赤字 2.38 万亿元；中央 1.55 万亿元；地方 8300 亿元
	专项债	今年拟安排地方政府专项债券 3.65 万亿元，优先支持在建工程，合理扩大使用范围。中央预算内投资安排 6100 亿元。	拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元，提高专项债券可用作项目资本金的比例，中央预算内投资安排 6000 亿元。	地方政府专项债 2.15 万亿元，比去年增加 8000 亿元	地方政府专项债 1.35 万亿，比去年增加 5500 亿元
	减税降费	延长小规模纳税人增值税优惠等部分阶段性政策执行期限；将小规模纳税人增值税起征点从月销售额 10 万元提高到 15 万元。对小微企业和个体工商户年应纳税所得额不到 100 万元的部分，在现行优惠政策基础上，再减半征收所得税。	继续执行下调增值税税率和企业养老保险费率等制度，新增减税降费约 5000 亿元，预计全年为企业新增减负超过 2.5 万亿元	深化增值税改革，将制造业等行业现行 16%的税率降至降至 13%，将交通运输业、建筑业等行业现行 10%的税率降至 9%，确保主要行业税负明显降低；保持 6%一档的税率不变，全年减轻企业税收和社保缴费负但近 2 万亿元。	全年再为企业和个人减税 8000 多亿元，全年要为市场主体减轻非税负但 3000 多亿元。

专业·诚信·进取·共赢

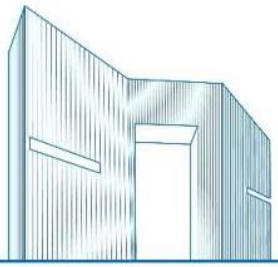
货币政策	总基调	灵活精准、合理适度	稳健、更加灵活适度	稳健，松弛有度	保持中性，松紧适度
	货币供给	货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定。	综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年	M2 和社融增速要于国内生产总值名义增速匹配，不搞“大水漫灌”	管好供给总闸门，M2、信贷和社融规模合理增长，维护流动性合理稳定
	资本市场	稳步推进注册制改革，完善常态化退市机制，加强债券市场建设，更好发挥多层次资本市场作用，拓展市场主体融资渠道。	支持企业扩大债券融资	提高直接融资特别是股权融资比重，设立科创版并试点注册制	提高直接融资（特别是股权融资比重）
	利率	优化存款利率监管，推动实际贷款利率进一步降低，继续引导金融系统向实体经济让利。	推动利率持续下行	深化利率市场化改革，降低实际利率水平	深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定
	汇率	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定	完善汇率形成机制，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定	
	其他政策要点	延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策，加大再贷款再贴现支持普惠金融力度。延长小微企业融资担保降费奖补政策，完善贷款风险分担补偿机制。创新供应链金融服务模式。适当降低小微企业支付手续费。今年务必做到小微企业融资更便利、综合融资成本稳中有降。	创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款	加大对中小银行定向降准力度，释放的资金全部用于民营和小微企业贷款。支持大型商业银行多渠道补充资本，增强信贷投放能力，鼓励增加制造业中长期贷款和信用贷款。国有大型商业银行小微企业贷款要增长 30%以上。	传到、差别化准备金、差异化信贷、资金投向小微企业
基建政策		继续支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”建设，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目，建设信息网络等新型基础设施，发展现代物流体系。政府投资更多向惠及面广的民生项目倾斜，新开工改造城镇老旧小区 5.3 万个，提升县城公共服务水平。	新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，增加国家铁矿建设资本金 1000 亿元	今年中央预算内投资安排 5776 亿元，比去年增加 400 亿元；完成铁路投资 8000 亿元、公路水运投资 1.8 万亿	中央预算内投资安排 5376 亿元，比去年增加 300 亿元。今年要完成铁路投资 7320 亿元、公路水运投资 1.8 万亿元左右，水利在建投资规模达到 1 万亿元。
房地产		坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难。	坚持“房住不炒”，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展	稳步推进房地产税立法	稳妥推进房地产税立法。启动新的三年棚改攻坚计划，今年开工 580 万套。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。

数据来源：国贸期货研究院根据公开资料整理

专业·诚信·进取·共赢

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货研发中心力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。



期市有风险　入市需谨慎

国贸投研小程序

专注期货，悦享资讯

7X24小时期货资讯，紧跟行情专业解读

国贸投研

长按二维码进入小程序