财信国际经济研究院
CHASING INTERNATIONAL ECONOMIC INSTITUTE

经济热度不减，利率上行或难歇

——2021 年二季度宏观策略展望

深度报告

核心观点：

- **全球经济：分化中加速复苏。一是加速复苏。**受益于疫苗接种提速、财政货币刺激延续、经济活动对疫情冲击更具韧性，二季度全球经济有望加速复苏，但产出缺口可能形成永久性损失。**二是分化延续。**分化将继续主导全球经济复苏格局：一方面受疫苗资源、财政实力不均衡影响，预计发达经济体复苏程度将继续好于新兴市场和发展中经济体，与低收入国家的差距可能进一步拉大；另一方面，由于疫情的特殊性，各国内部不同行业和群体恢复程度也将继续分化。
- **中国经济：延续微热概率偏大。**预计二季度 GDP 增长 8.4%左右：**一是制造业接棒基建地产，投资持续向上修复可期。**受益于国内外需求共振复苏、利润分配格局改善和技术升级周期启动，制造业投资或迎来明显修复。**二是服务业重启叠加居民收入提高，消费有望迎来加速修复期。**国内疫情扰动趋于消退、服务业加快重启，服务消费“补坑”进程加速；同时企业盈利与个体户投资改善，有望驱动居民收入全面回暖，助力消费“补坑”。**三是外需修复与供给替代共振，出口短期或维持高景气。**海外经济修复提速，外需对出口支撑加强，但海外产能恢复程度有限，短期内我国出口仍将起到供给替代作用。
- **国内通胀：CPI 上涨温和，PPI 中枢“破 5”。CPI 方面，**在服务业重启加速和去年非食品基数偏低的叠加影响下，国内 CPI 有望重回升势，但猪肉下行周期启动，整体依然温和，预计二季度 CPI 中枢在 1.4%左右。**PPI 方面，**二季度 PPI 翘尾因素中枢环比大幅提高 2.3 个百分点，加上国内外需求快速修复对 PPI 新涨价因素形成支撑，预计二季度 PPI 中枢大概率“破 5”。
- **国内政策：缓慢退潮，强化定向精准调控。一是**货币政策大概率稳步退潮，结构性工具将担当重任。量的方面，预计二季度流动性偏紧概率较大，社融增速或降至 12%左右，但结构性政策精准滴灌力度或不减，对小微企业、科技和绿色领域的金融支持力度有望加大；价格方面，预计二季度十年期国债收益率上行压力犹存，但空间或已有限。**二是**财政政策方面，预计在财政收入增加、专项债发行提速等因素的支撑下，二季度财政政策将步入落地放量期；同时为助力市场主体增强活力、恢复元气，财政支出结构性特征或更加显著。
- **大类资产配置：利率上行或难歇，商品行情未完待续。**二季度实体经济加速修复与金融条件逐步收敛并存是宏观经济运行主旋律，大类资产配置核心逻辑或继续围绕“虚实再平衡”展开。具体到配置上，预计债市短期仍承压，拐点或在二季度之后；A 股难有趋势性机会，结构上顺周期跑赢概率更大；大宗商品行情未完待续，但波动大概率有所增加；黄金短期依旧承压，但中长期战略配置价值仍在。

财信研究院
宏观团队

胡文艳
宏观经济研究中心 资深研究员
邮箱：huwenyan21@126.com

李沫
宏观经济研究中心 高级研究员
邮箱：limo.ye@163.com

陈然
宏观经济研究中心 研究员
邮箱：chenran@hnjrkg.com

财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、全球经济：分化中加速复苏 3
（一）全球经济有望加速复苏，但产出缺口无法补上 4
（二）分化将继续主导全球经济复苏格局 5
二、中国经济：延续微热概率偏大 6
（一）投资：制造业接棒基建地产，持续向上修复可期 6
（二）消费：服务业重启叠加居民收入提高，有望迎来加速修复期 10
（三）出口：外需修复与供给替代共振，短期维持高景气 12
（四）经济增长：预计二季度 GDP 增长 8.4%左右，延续微热 13
三、通货膨胀：CPI 与 PPI 有望共振回升 14
（一）服务业重启助力 CPI 重回升势，预计二季度中枢水平在 1.4%左右 14
（二）低基数叠加需求回暖，二季度 PPI 中枢大概率“破 5” 15
四、宏观政策：缓慢退潮，强化定向精准调控 16
（一）货币政策稳步退潮，结构性工具担当重任 16
（二）财政政策落地放量，结构性特征显著 17
五、大类资产配置：利率上行或难歇，商品行情未完待续 18
（一）债市：短期仍承压，拐点或在二季度之后 18
（二）A 股：难有趋势性机会，结构上顺周期跑赢概率更大 18
（三）大宗商品：行情未完待续，但波动或加大 19
（四）黄金：短期承压，战略配置价值仍在 20

正文：

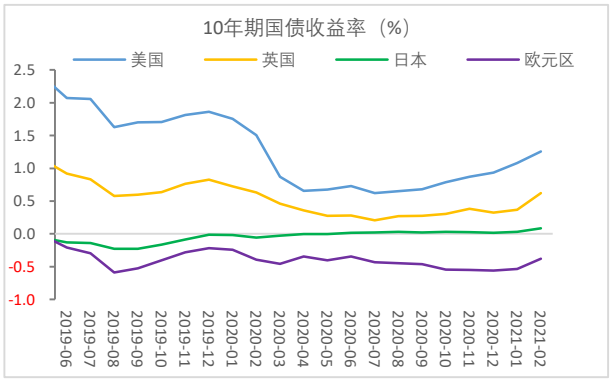
一、全球经济：分化中加速复苏

受疫苗生产和疫情防控取得实质性进展等影响，2020 年下半年全球经济复苏快于预期，国际货币基金组织（IMF）和联合国等国际组织多次上调全球经济增速预测值。2021 年以来，虽然疫情仍有所反复，但全球经济增长“带疫适应能力”明显增强，复苏预期强化，全球金融市场和商品价格充分反映了这种预期变化，如主要经济体债券利率水平和全球商品价格均反弹至疫前水平（见图 1-2）。

但此轮全球经济复苏表现出明显的不平衡特征，不同国家地区之间、各国国内和各部门之间都出现了明显的分化走势。如发达经济体中美国复苏程度好于欧日，美国通胀预期和利率水平的反弹幅度也高于欧日（见图 3）；新兴经济体中中国、越南、土耳其等复苏程度要强于其他国家；受益于大宗商品价格上涨的资源国要好于依赖旅游收入的国家（见图 4）；工业生产部门要好于服务业。

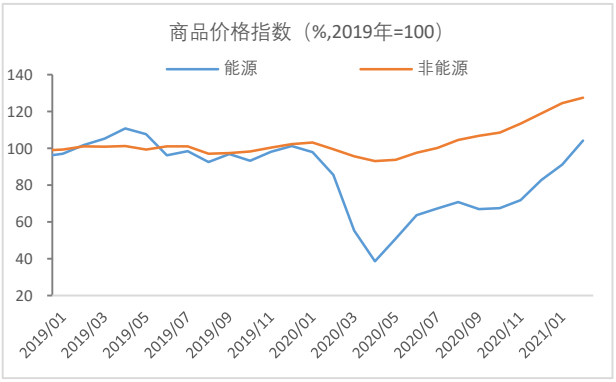
这些分化现象的背后，是疫情发展路径的不确定性在主导，从当前看，这种不确定性主要受不同国家地区之间疫苗接种进展参差不齐和阻碍增长前景的新病毒株出现的影响。展望二季度及年内，上述逻辑依然成立。

图 1：全球主要经济体利率反弹至疫前水平



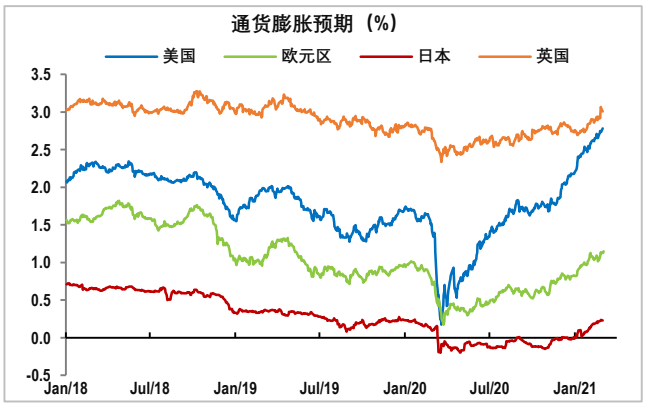
资料来源：WIND，财信研究院

图 2：能源和非能源商品价格均恢复至疫前水平



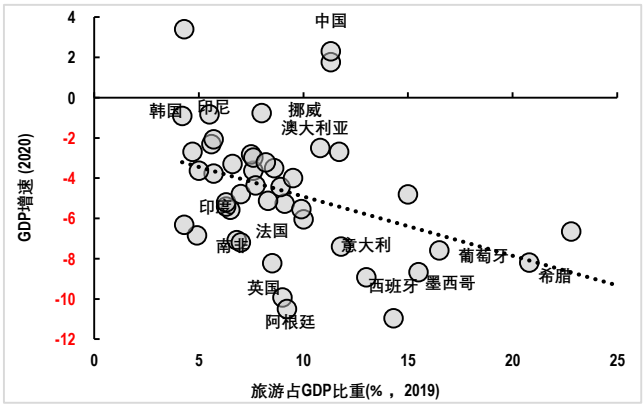
资料来源：世界银行，财信研究院

图 3：美国通胀预期提高幅度明显高于欧日



资料来源：WIND，财信研究院

图 4：GDP 中旅游收入占比高的国家经济损失越大

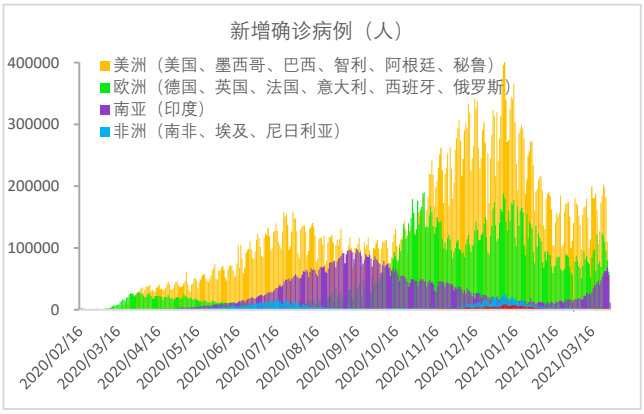


资料来源：OECD，财信研究院

（一）全球经济有望加速复苏，但产出缺口无法补上

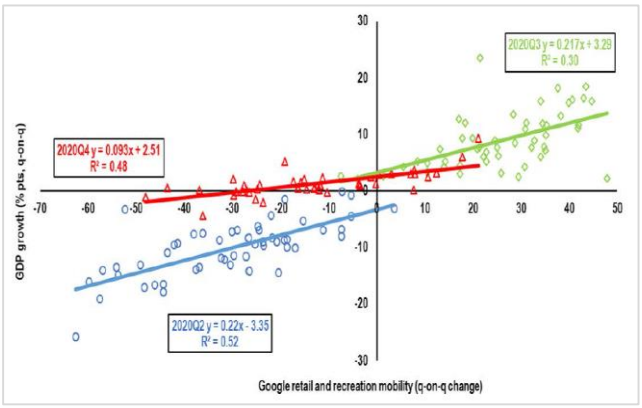
二季度全球经济大概率将延续“带疫复苏”态势。一是经济活动对疫情冲击更具韧性。虽然 2 月中下旬以来欧美等疫情主要聚集地再次出现疫情反复，新增确诊病例增加，爆发新一波疫情的概率提高（见图 5），但去年下半年以来全球经济对疫情的适应能力和韧性明显增强，疫情对经济尤其是对生产活动的影响趋于弱化，对受疫情影响最大的零售和娱乐活动，其效应也在减弱（见图 6）。

图 5：2 月份以来欧美新增确诊病例再次提高



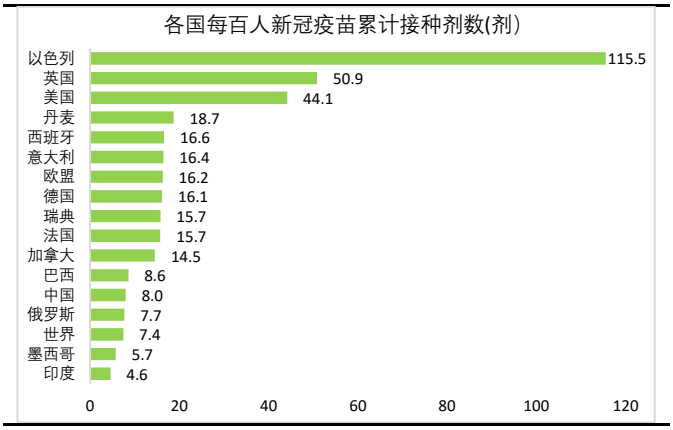
资料来源：WIND，财信研究院

图 6：零售和娱乐活动受限对经济增长的影响弱化



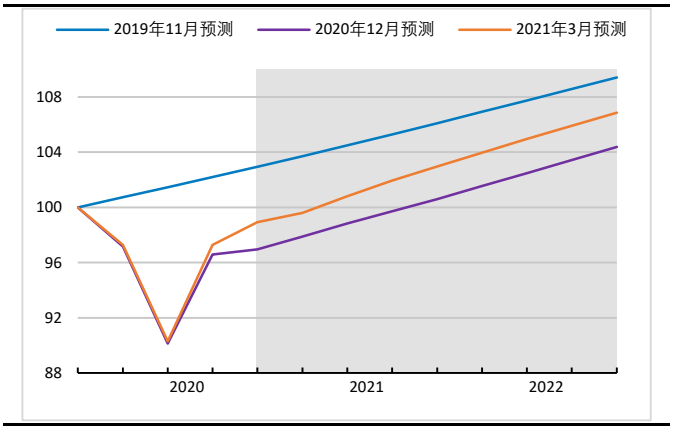
资料来源：OECD，财信研究院

图 7：发达经济体疫苗接种快于其他国家



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：疫情对全球经济造成的产出缺口可能无法弥补



资料来源：OECD，财信研究院

二是疫苗驱动的复苏有望出现。美欧等主要经济体正在加速疫苗接种（见图 7），这些国家和地区希望在三季度达到群体免疫水平，放开经济活动限制。如果进展符合预期，受疫情冲击较大的接触型和聚集型服务业，有望逐步接棒工业生产，开启“补坑”进程，拉动经济增长，尽管服务业恢复高峰出现在下半年概率偏大。

三是全球财政货币刺激措施短期难言大幅退出。带动此轮全球经济复苏的两大引擎——中国和美国，其国内财政和货币政策有望保持稳定，维持经济的恢复性高增长，其他国家也将从其需求恢复中受益。根据经合组织（OECD）测算，3 月份美国通过的 1.9 万亿美元财政刺激方案，将在 2021 年二季度到 2022 年一季度期间拉动美国和全球经济分别增长 3.8 和 1.1 个百分点。

但是，全球公共卫生危机对世界经济带来的产出缺口，可能形成永久性损失。尽管全球经济复苏好于预期，IMF 和 OECD 均多次上调经济预测，但疫情对经济生活的影响以及投资下降对劳动生产率的冲击，使经济复苏强度不足以弥补疫情造成的产出缺口（见图 8），正像 2008 年全球金融危机期间的表现一样，负缺口至今仍未补上。

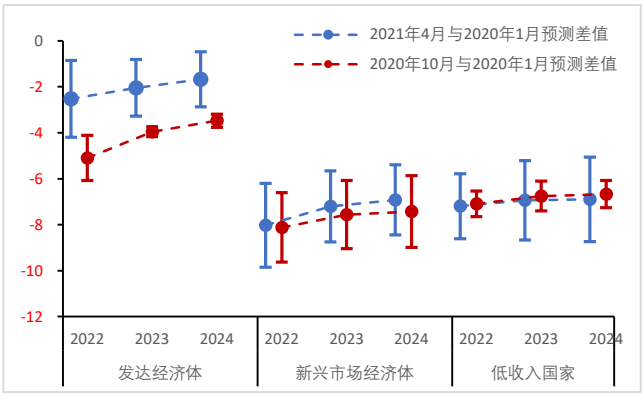
（二）分化将继续主导全球经济复苏格局

全球经济总体前景趋于改善，但各国国内和不同国家地区之间的前景预计仍将出现分化走势，正像去年下半年以来的表现一样。

一、发达经济体复苏程度将继续好于新兴市场和发展中经济体，尤其与低收入国家之间的分化可能加剧。发达经济体（AEs）与新兴市场和发展中经济体（EMDEs）、低收入国家（LICs）之间复苏程度的分化，首先源于疫苗获取和接种机会的不均衡。各国医疗资源差距大，美欧等发达经济体拥有有效的检测、跟踪和隔离系统，且是疫苗生产国，当前疫苗接种情况明显好于其他国家（见图 7）。其次是财政预算空间差异较大。发达经济体经济实力好于 EMDEs 和 LICs，财政政策回旋空间较大，对保障实体经济复苏的能力强于后者。在上述两因素的综合作用下，预计发达经济体经济和社会活动向正常状态过渡的时间将早于其他经济体，经济复苏也将总体快于 EMDEs 和 LICs。

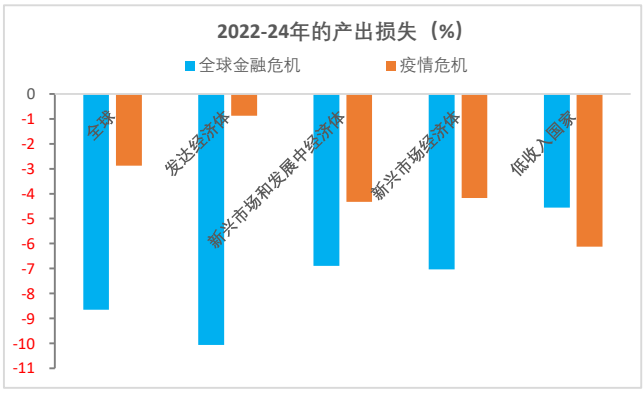
2020 年以来，国际货币基金组织（IMF）在各期《全球经济展望》中不断修正疫情对不同国家产出损失的预测值。4 月份最新评估结果表明，未来中期内（2022-24 年）发达经济体的产出损失将不断减小，新兴市场经济体（EMEs）变化相对较小，但低收入国家的产出损失不减反增，与发达经济体形成鲜明对比（见图 9），表明经济复苏分化差距在拉大，这将导致 2022-24 年发达经济体的产出损失远小于 EMDEs、EMEs 和 LICs（见图 10）。这一点也体现在人均收入损失上，IMF 预计到 2022 年发达经济体人均收入的累计损失将达到 11%，而除中国以外的新兴和发展中经济体将更加严重，预计为 20%。

图 9：发达经济体产出损失缩小，低收入国家扩大



资料来源：IMF，财信研究院

图 10：疫情危机对不同国家影响出现分化



资料来源：IMF，财信研究院

二、各国国内不同产业和群体的恢复程度将继续分化。由于疫情的特殊性，其对不同行业及行业就业人员的影响是不同的。根据人员接触密集情况，可以分为四类（见表

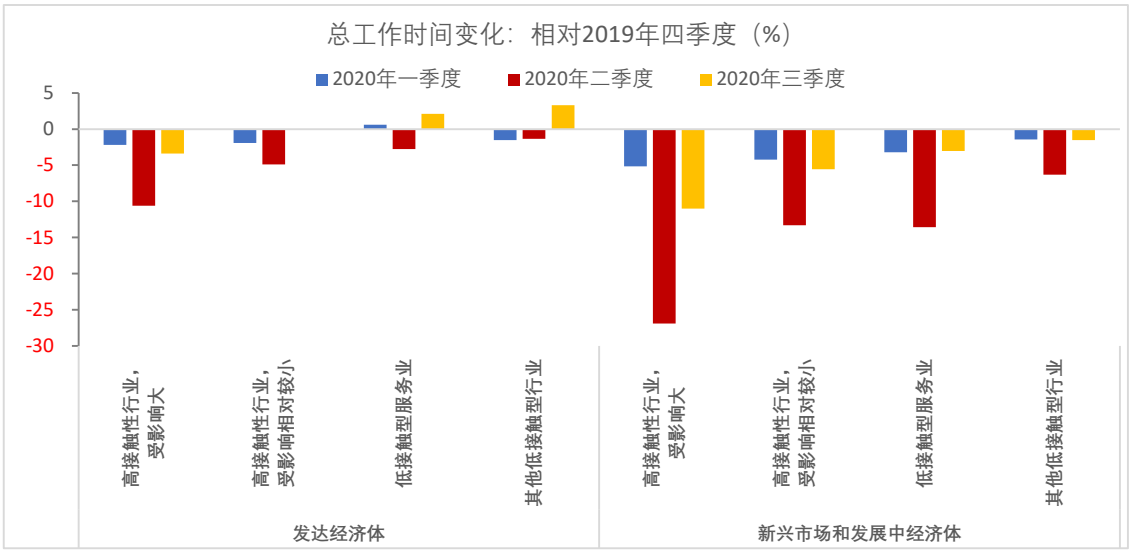
1)。国际劳工组织（ILO）的数据显示，自 2020 年一季度疫情发生以来，这四类行业总工作时间较疫情发生之前的 2019 年四季度变化差异较大。截止去年三季度，受影响大的高接触性行业恢复程度最差，其他低接触性行业恢复得最快，并且发达经济体四类行业的恢复情况要好于新兴市场和发展中经济体（见图 11)。此外，由于中小型企业主要集中在服务行业或技术含量相对较低的制造业，所以这次疫情对各国国内中小企业的冲击更大。随着疫情时间的延长，这些企业永久性关闭的概率在增加，进而将影响到就业及相关群体收入增长的分化，以及与之相伴而生的贫富差距拉大等问题。基于当前疫苗生产和接种在各国之间严重不均衡的现状，预计二季度上述分化现象仍将持续。

表 1：国际货币基金组织（IMF）对主要经济体 GDP 增速预测变化（%）

受疫情影响差异	涉及行业	行业供给和需求变化
高接触型行业 受影响大	酒店、餐馆、交通、实体零售、娱乐	供给和需求同时中断
高接触型行业 受影响相对较小	不可或缺的服务和户外活动，如医疗服务、杂货店、建筑、公共管理	供给受到约束，需求增加
低接触型服务行业	信息通讯、金融保险、房地产服务和其他专业、科学活动	由线下转为线上，供给基本未受影响，但需求下降
其他低接触型行业	农业、制造业、采矿业和公用事业	供给受到约束，但需求增加还是减少因部门而异

资料来源：IMF，财信研究院

图 11：不同行业恢复程度分化



资料来源：IMF，财信研究院

二、中国经济：延续微热概率偏大

（一）投资：制造业接棒基建地产，持续向上修复可期

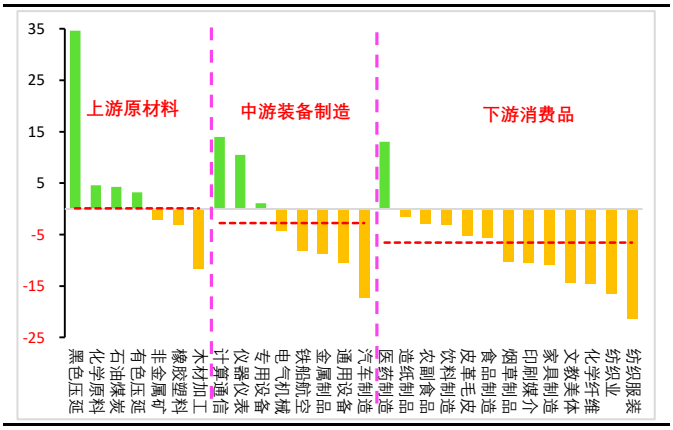
1、制造业投资或迎来明显修复

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，拖累了整体投资的恢复进程。从内部看，受利润改善主要集中于中上游行业和国内消费需求恢复偏慢影响，1-2 月份制造业投资呈现出“上游好于中游，中游好于下游”的修复格局（见图 12），制造业投资内部结构分化特征明显。

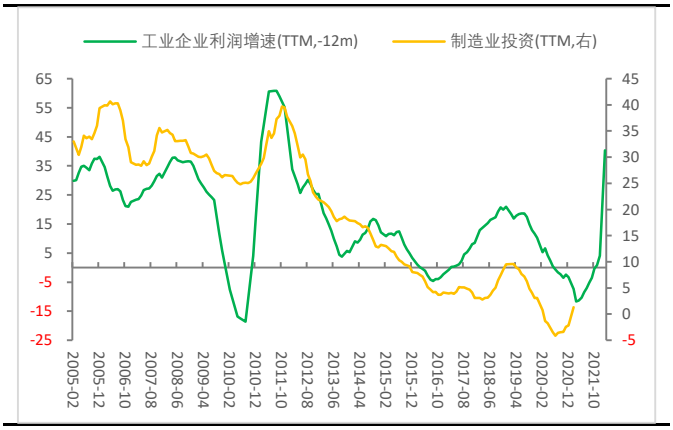
展望二季度，在国内外需求共振复苏、上中下游利润分配格局改善、政策支持加码、技术升级周期启动的共同作用下，制造业投资内部结构将趋于改善，整体制造业投资将迎来明显修复。

图 12：制造业细分行业 1-2 月两年平均投资增速（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 13：工业企业利润领先制造业投资 12 个月左右



资料来源：WIND，财信研究院

一是终端需求加速释放助力企业盈利和利润分配格局共同改善，消费品制造业将迎来显著修复。需求端看，二季度居民消费需求将在消费场景限制放开的情况下迎来快速修复期，出口需求在全球经济强劲复苏和海外供给缺口仍在的背景下或继续维持高增长。终端需求的加快释放，制造业企业盈利继续改善可期，制造业投资扩产动能有望进一步增强（见图 13）；**利润结构看，**制造业终端需求尤其是居民消费需求直接与下游消费制造业行业相对应，受制于疫后居民消费需求恢复偏慢，下游行业成本转嫁能力趋弱，其利润空间持续受到挤压、投资恢复相对滞后。二季度国内需求将加快向消费端转移，中上游行业利润改善向下游行业传导可期，消费品制造业投资增速或迎来显著修复。

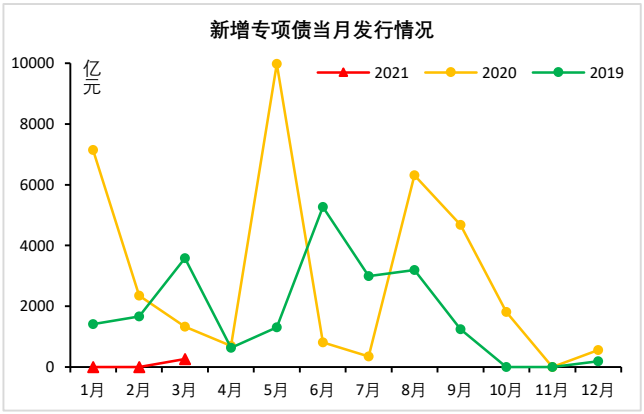
二是制造业技术升级周期启动，装备制造业投资增速有望回升。今年政府工作报告明确提出“扩大制造业设备更新和技术改造投资”，预计传统制造业改造升级和新兴动能培育是制造业转型升级的两大抓手。在数字化、碳中和等重点政策方向下，未来制造业将加快向高端、智能、绿色方向转型，计算机、新能源等高技术制造业投资有望维持高增长，通用设备、专用设备制造业等传统装备制造业投资增速大概率也将迎来改善。

2、基建投资回升幅度有限

受专项债额度下达偏晚、优质项目缺乏、季节性扰动等因素叠加影响，1-2 月份基建投资两年平均下降 0.7%，基建投资规模整体仍弱于 2019 年同期水平。展望二季度，预计在地方项目申报工作顺利完成、专项债券进入发行高峰的带动下，基建投资两年平均增速有望阶段性回暖，但受制于公共财政支持力度偏弱、专项债分流作用、优质项目缺乏等因素，基建投资增速回升幅度有限。

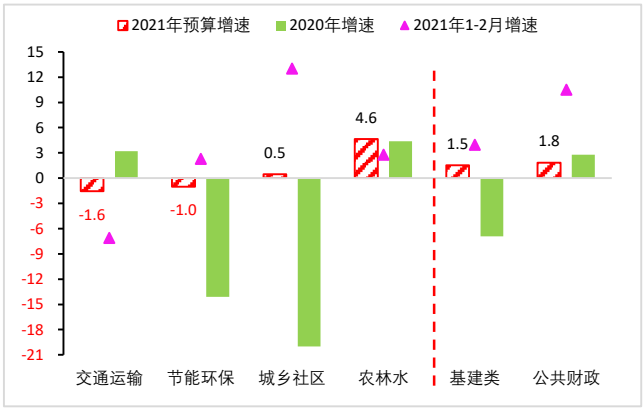
一是专项债发行放量期或来临，基建投资增速有望阶段性回暖。受地方优质项目缺乏、去年部分财政资金滞留、稳基建必要性降低等多重因素影响，今年新增专项债发行节奏明显慢于 2019-2020 年，截止至 3 月底，全国仅发行 264 亿元新增专项债券（见图 14）。根据往年专项债集中于 10 月底前发行的节奏看，如果一季度发行进度慢，那么二三季度将集中发行；加上今年财政部要求地方在 2 月 21 日前上报新增专项债券项目资金需求，因此预计从二季度开始，在地方专项债项目申报完毕后，专项债券将迎来发行放量期。今年专项债优先支持在建工程，项目储备不足短期不会成为基建投资的主要掣肘，在专项债资金陆续到位后，二季度基建投资有望迎来阶段性回暖。

图 14：2021 年新增专项债券节奏明显慢于往年



资料来源：WIND，财信研究院

图 15：2021 年公共财政对基建的支持力度低于整体



资料来源：财政部，财信研究院

二是预计公共财政对基建投资的支持力度整体偏弱。根据 2021 年财政预算报告，今年一般公共财政支出预算增速仅安排增长 1.8%，创下 1982 以来的历史新低，一般公共财政整体支出力度偏弱。同时从一般公共预算支出分项安排看，公共财政基建类支出增速低于整体，如 2021 基建类支出中，地方主导的城乡社区支出增速仅安排增长 0.5%，虽然未明显压降，但缺乏增量；中央主导的交通运输支出安排负增长，对基建投资形成拖累（见图 15）。此外，1-2 月份基建类财政支出同比增长 4.0%，高于全年预算安排 2.5 个百分点，因此二季度基建类财政支出增速向预算增速回归的概率偏大，二季度公共财政对基建投资的支持力度或有所减弱。

三是专项债优先支持在建且投资领域扩大，对基建的拉动作用将有所减弱。一方面，今年政府工作报告强调专项债资金“优先支持在建工程”，表明与以往专项债用于推动新项目上马不同，今年专项债资金主要用于保障在建工程的资金接续，避免项目因为资金断供而出现烂尾。2020 年地方优质项目缺乏问题凸显的背景下，预计 2021 年基建新开工项目将明显减少，专项债对其他资金的撬动作用或有所减弱；**另一方面，**今年 2 月财政部下发《关于梳理 2021 年新增专项债券项目资金需求的通知》，明确 2021 年新增专项债可用于租赁住房建设的土储项目，“专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域”的限制再次出现边际放松（见表 2），专项债投资领域扩大将对基建投资形成一定挤占，专项债资金对基建投资的拉动作用大概率减弱。

表 2：2019 年以来专项债政策变化

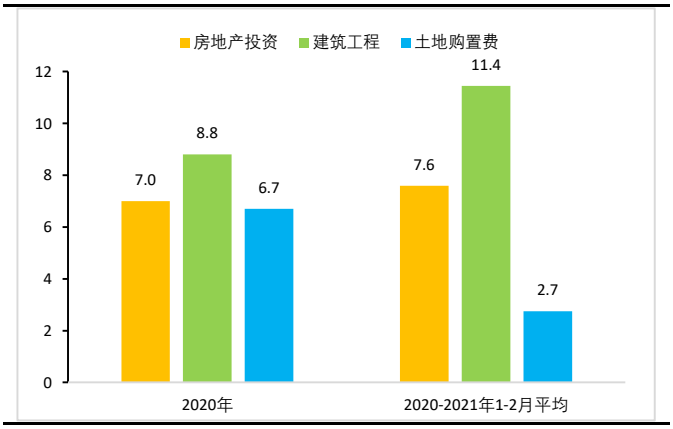
时间	文件/会议	主要内容
2019.09	国务院常务会议	专项债资金**不得用于土地储备和房地产相关领域**、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目；以省为单位，专项债资金用于**项目资本金**的规模占该省份专项债规模的比例**可为 20%左右**
2020.04	国务院联防联控新闻发布会	财政部允许地方适当**提高专项债券用于重大项目资本金的比例**(由 20%提高至 25%)，带动社会资本加大投入，提高专项债券资金的拉动作用
2020.05	关于梳理新增专项债券棚户区改造项目资金需求的通知	支持地方依法合规发行专项债券**用于符合条件的棚户区改造项目建设**
2021.02	关于梳理 2021 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**；以省为单位，专项债券资金用于项目资本的规模占该省份专项债券规模的比例上限**保持 25%不变**

资料来源：公开信息整理，财信研究院

3、房地产投资高位趋稳

2020-2021 年 1-2 月份房地产投资两年平均增长 7.6%，是整体投资增速恢复正增长的主要支撑力量。从结构看，建筑工程投资增速提高较多是 1-2 月份房地产投资走强主因，但受房地产监管政策趋严影响，1-2 月份土地购置费两年平均增速较 2020 年全年水平回落较多（见图 16）。往后看，在房地产政策边际趋严、房企融资“五道红线”、市场流动性边际趋紧的背景下，房企拿地速度继续放缓概率偏大，但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。

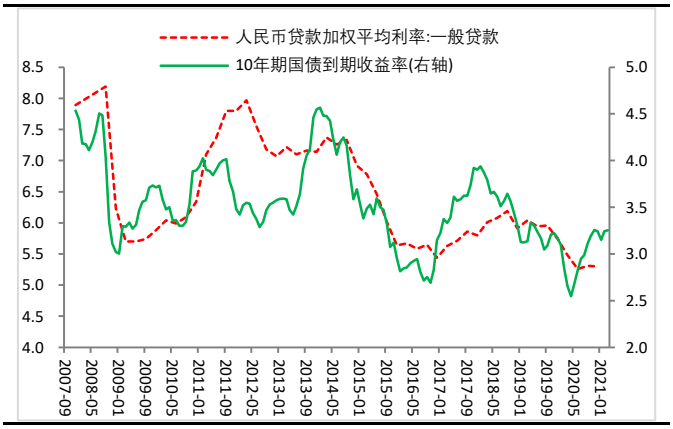
图 16：建筑工程投资高增是房地产投资提高主因



资料来源：WIND，财信研究院

注:房地产投资中建筑工程投资和土地购置费占比在九成左右

图 17：贷款利率跟随市场利率变化



资料来源：WIND，财信研究院

一是房企融资“五道红线”和货币环境边际趋紧，房企拿地放缓概率偏大。从行业调控政策看，2020 年 8 月份以来，房地产金融政策持续收紧，监管层从供、需两端出台政策全面压降房地产融资规模，供应端银行业金融机构实行房地产贷款集中度管理两道红线，需求端房企融资则设置“三道红线”，倒逼房地产行业去杠杆（见表 3）。**从货币环境看，**随着国内经济内生动能持续增强，2021 年货币政策大概率逐步向常态化回归，且上半年国内经济延续微热，政策将更加侧重“防风险”，因此预计上半年房地产融资环境收紧概率偏高；同时根据历史经验，国内人民币贷款加权平均利率大概率会随着市场利率的变化而变化（见图 17），一季度国内十年期国内收益率上行预示着未来贷款利率存在一定上行压力，房企融资成本或有所上升。综上，二季度在监管层“五道红

线”和货币环境趋紧的叠加影响下，房企融资面临“量缩价升”风险，房企拿地速度放缓概率偏大。

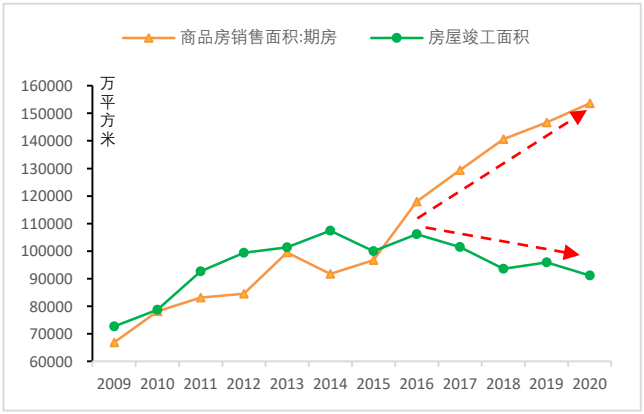
表 3：2020 年下半年以来房地产相关政策

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**

资料来源：公开信息整理，财信研究院

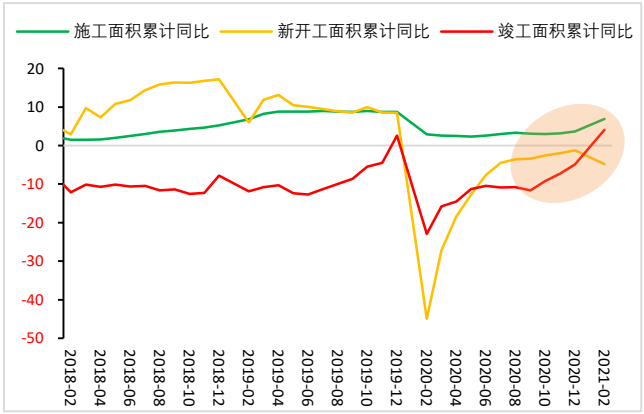
二是竣工周期和长效机制建设启动，将对建筑工程投资形成支撑。一方面，2016 年以来房屋竣工面积持续低于期房销售面积，商品房交付压力持续增强（见图 18），加之房企“三道红线”降杠杆目标下，房地产加速竣工结转意愿明显提高，预计今年房地产竣工周期将加速开启。从最新数据看，1-2 月份房地产竣工面积两年平均增速已经转正，其上升斜率明显快于施工和新开工，竣工周期启动迹象已现（见图 19）。另一方面，虽然房地产融资政策趋严，但“三稳”仍是房地产调控政策主基调，监管层“五道红线”政策主要目的在于降低房地产行业的波动、避免房地产泡沫继续扩大，助力房地产长效机制的建立。从政府工作报告表述看，保障性租赁住房和城镇老旧小区将成为长效机制建立的主要抓手（见表 3），预计在财政货币金融政策的支持下，租赁住房和城镇老旧小区改造将为房地产投资注入新动能，对建筑工程投资形成较强支撑。

图 18：房地产期房销售与竣工面积差值逐年扩大



资料来源：WIND，财信研究院

图 19：房地产竣工周期启动迹象已现



资料来源：WIND，财信研究院

注：2021 年 2 月数据为两年平均增速

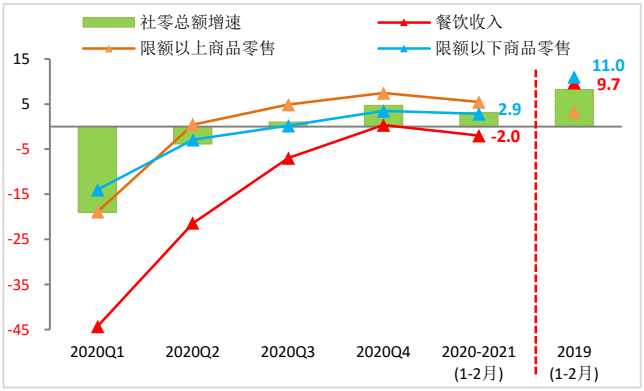
（二）消费：服务业重启叠加居民收入提高，有望迎来加速修复期

在疫情扰动犹存、服务业重启滞后和低收入群体增收困难的叠加影响下，国内消费恢复持续偏慢。如 2020-2021 年 1-2 月份社会消费品零售总额（简称社零，下同）两年平均增速为 3.2%，远低于 8%左右的常态化水平；且从内部结构看，受疫情冲击较大的餐饮收入和限额以下商品零售是主要拖累项，两者距离疫前常态水平均还有 8 个百分点以上的修复空间（见图 20）。

展望 2021 年二季度，在服务业修复提速、企业盈利和个体户投资改善带动居民收入全面回暖等因素的助力下，预计消费有望迎来加速恢复期。

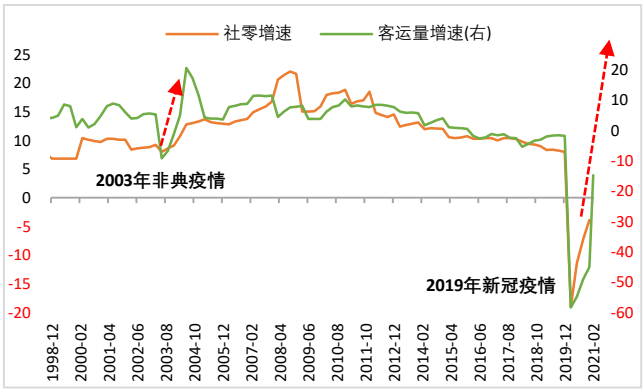
一是疫情扰动消退、服务业加快重启将对消费形成有力支撑。根据统计局数据，2019 年末国内服务消费占居民消费支出的比重达到 53.6%，且近年来社会零售消费品总额增速与客运量增速走势高度相关（见图 21），表明服务类、出行类消费是影响消费走势的重要因子。但受疫情反复抬头影响，目前国内服务类、出行类消费仍存在巨大修复空间，如 2020-2021 年 1-2 月份国内客运量两年平均增速为-35.7%，远未达到常态水平；2020 年末居民教育文化和娱乐、衣着、交通和通信等出行相关类消费增速，也均低于 2018、2019 年常态水平 10 个百分点以上。因此，预计随着国内疫情趋于好转（如 2021 年 2 月中旬以来国内单日新增确诊病例已连续两个月低于 20 例），二季度服务业有望加速重启，带动消费修复明显提速。根据 2003 年非典疫情期间的经验，疫后一年左右国内客运量和社零增速均迎来明显反弹（见图 21）。

图 20：餐饮与限下商品零售仍是社零主要拖累项



资料来源：WIND，财信研究院

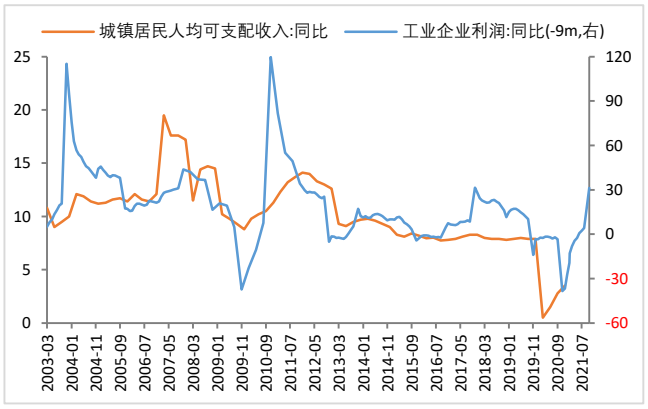
图 21：社零增速与客运量增速（%）



资料来源：WIND，财信研究院

二是企业盈利与个体户投资改善，有望驱动居民收入全面回暖，助力消费回升。一方面，历史数据显示，工业企业利润增速约领先城镇居民人均可支配收入增速 3 个季度左右，国内工业企业利润自 2020 年下半年以来持续回升，当月增速连续 9 个月保持双位数增长，预示未来居民收入将明显改善（见图 22），对消费提供重要支撑。**另一方面，**国内 9000 多万个体工商户是提供就业的主力军之一（带动 2 亿多人就业），在政策扶持力度不减、服务业修复加快（80%以上的个体经营户分布在批发零售、住宿餐饮、交运、服务修理等服务业）等因素助力下，2020-2021 年 1-2 月份个体经营户固定资产投资增速已回升至 3.1%，高于近三年全年增速水平（见图 23），意味着未来居民就业特别是部分低收入群体就业和收入或有望好转，限额以下商品零售修复速度将明显加快。

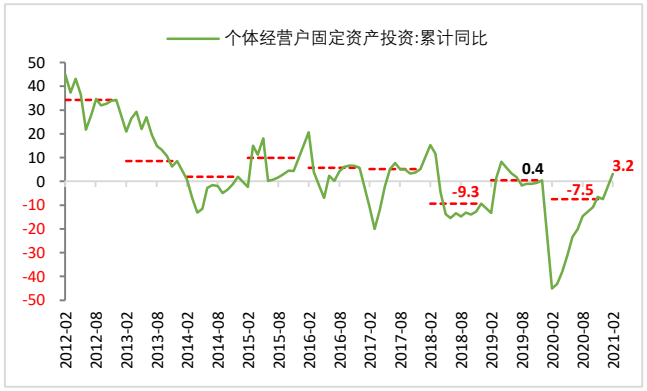
图 22：工业企业利润增速领先居民收入增速约三个季度



资料来源：WIND，财信研究院

注：2021 年 2 月值为 2020-2021 年 1-2 月份两年平均增速

图 23：个体经营户固定资产投资增速有所回暖



资料来源：WIND，财信研究院

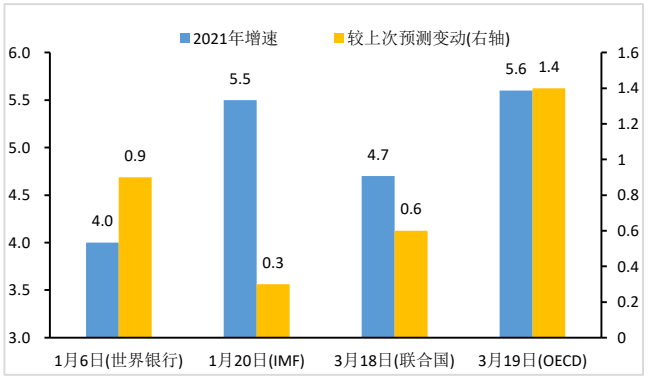
注：2021 年 2 月值为 2020-2021 年 1-2 月份两年平均增速

（三）出口：外需修复与供给替代共振，短期维持高景气

2021 年 1-2 月出口金额较 2019 年同期增长 32.7%，两年平均增速 15.2%，超过疫前水平，延续 2020 年下半年以来的高景气趋势。展望二季度，预计全球贸易“蛋糕”扩大，同时我国出口“补缺口”效应短期难以逆转，占全球贸易份额有望保持稳定，出口将维持高景气。

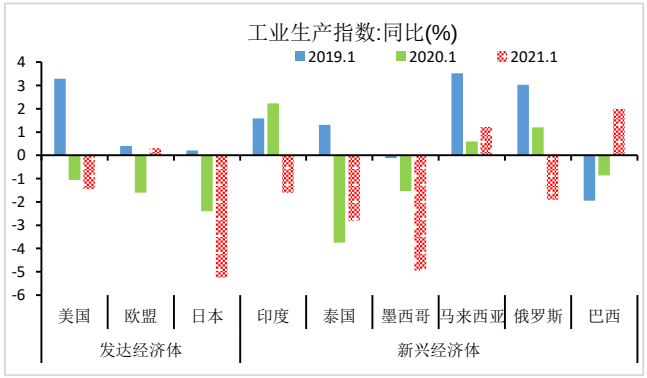
一是海外经济修复节奏提速，外需对出口支撑加强。2021 年以来，国际权威机构对全球经济增速的预期不断调高（见图 24），海外经济表现屡超预期，修复进程明显加速。此外，从 PMI 等领先指标看，二季度全球经济复苏底气十足。根据历史经验，全球商品贸易与全球经济增速高度相关，二季度全球贸易量有望在疫后经济深度复苏背景下进一步回暖，我国出口的外需形势向好。但值得注意的是，美国、欧元区等主要发达经济体的经济增速洼地在服务业消费上，未来的经济修复或将以服务业“填坑”为主，经济增长对全球商品贸易的影响系数会弱于以往。

图 24：全球经济增速的预期不断调高



资料来源：WIND，财信研究院

图 25：大部分主要经济体工业生产未恢复至疫前水平

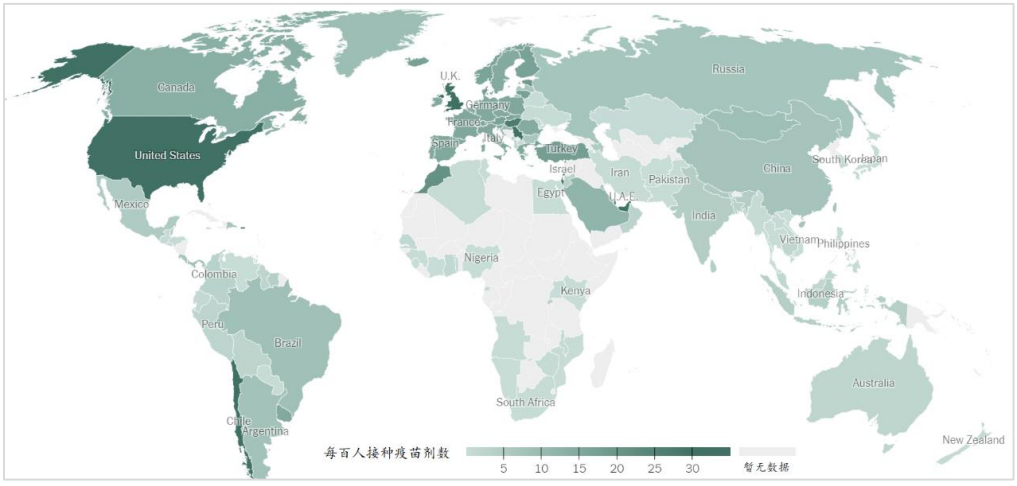


资料来源： WIND，财信研究院

二是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，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（见图 26），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（见图 25），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。

图 26：全球疫苗接种情况（3 月 29 日）

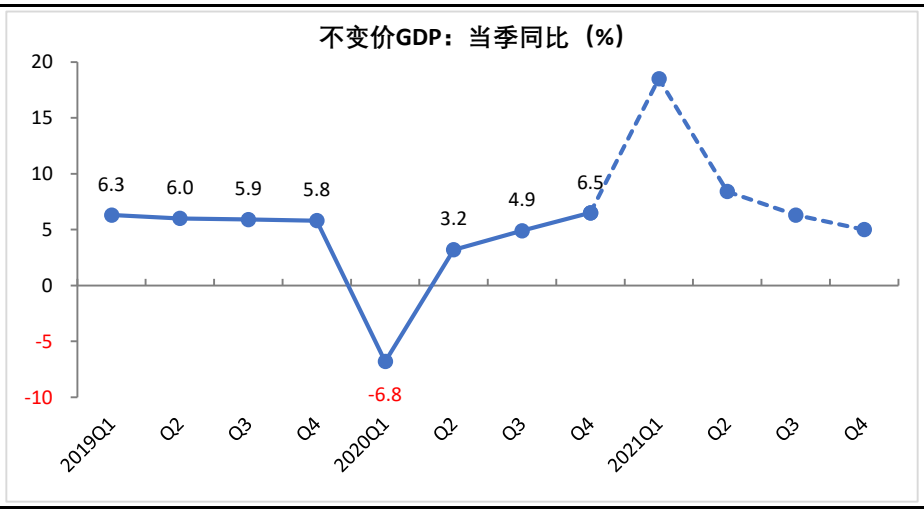


资料来源：NYTimes，财信研究院

（四）经济增长：预计二季度 GDP 增长 8.4%左右，延续微热

综合上文对三大需求的分析，在消费、制造业投资需求修复提速，出口、房地产、基建不弱的共同影响下，二季度经济热度或不减、延续微热概率较大，预计二季度 GDP 约增长 8.4%左右，全年 GDP 约增长 8.9%，受基数效应影响走势呈“前高后低”特征（见图 27）。

图 27：2021 年 GDP 增速将呈“前高后低”走势



资料来源：WIND，财信研究院

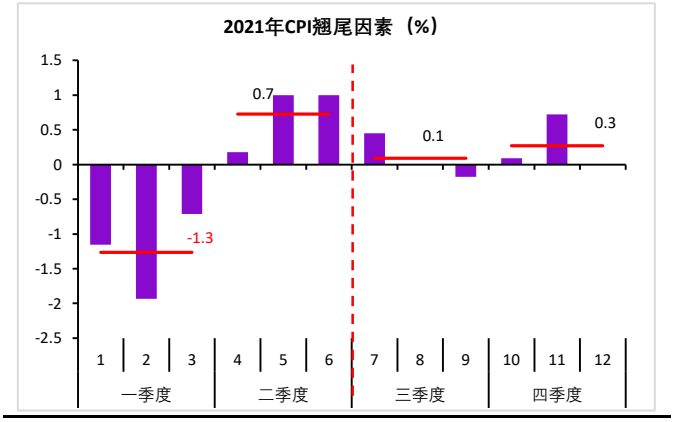
三、通货膨胀：CPI 与 PPI 有望共振回升

（一）服务业重启助力 CPI 重回升势，预计二季度中枢水平在 1.4%左右

受去年高基数效应影响，2021 年前两个月 CPI 进入负增长区间。展望二季度，预计在服务业重启加速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，但猪肉下行周期启动和居民收入难以全面恢复将制约其回升幅度。预计二季度 CPI 中枢在 1.4%左右，整体依然温和。

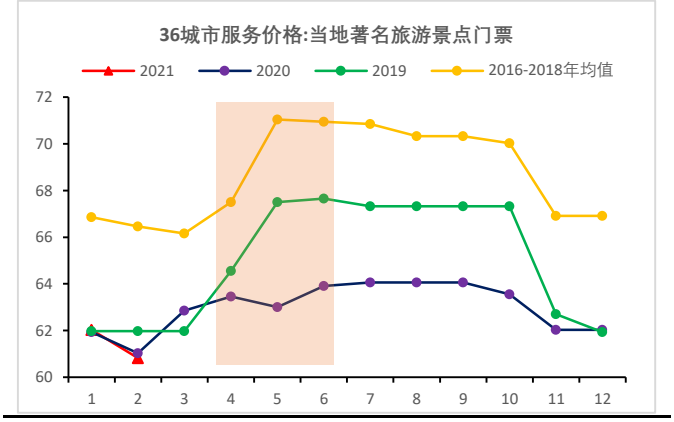
一是二季度 CPI 翘尾因素较一季度提高约 2.0 个百分点。CPI 同比增速由翘尾因素和新涨价因素两部分组成，其中翘尾因素指上年价格上涨（下降）对本年同比价格指数的滞后影响。据测算，二季度 CPI 翘尾因素将由一季度的-1.3%提高至 0.7%，对 CPI 同比回升形成较强支撑（见图 28）。

图 28：二季度 CPI 翘尾因素大幅回升



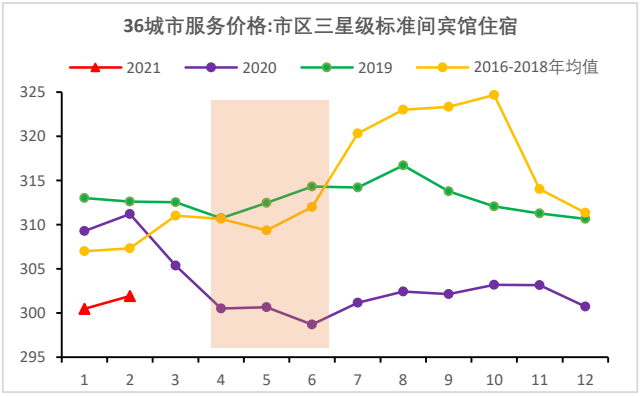
资料来源：WIND，财信研究院

图 29：当前旅游门票价格低于历史同期值



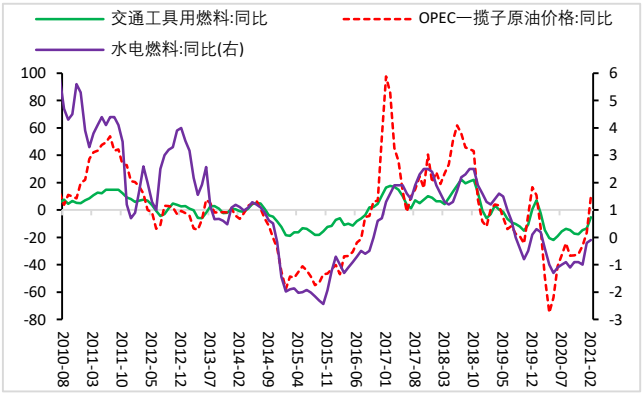
资料来源：WIND，财信研究院

图 30：疫后住宿价格持续低迷



资料来源：WIND，财信研究院

图 31：交通工具用燃料和水电燃料与原油价格走势一致



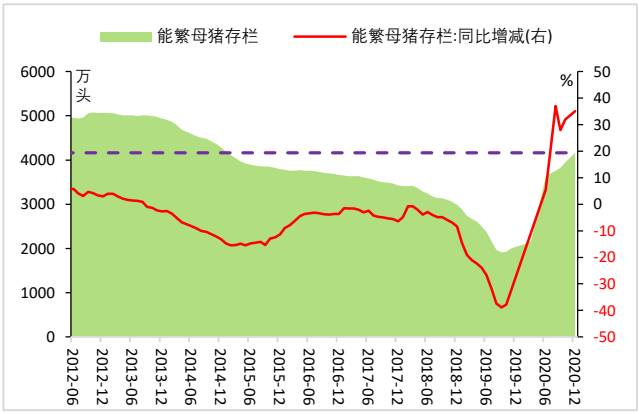
资料来源：WIND，财信研究院

二是服务业重启和原油价格高位运行将带动 CPI 中枢回升。对于服务价格，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。如 2020 年 36 城市旅游门票价格和三星级标准间住宿价格低于历史同期均值较多，但今年二季度疫情好转，出行限制放宽，加上清明、五一、端

午假期较为集中，有望使本就进入上涨周期的服务类价格走得更好（见图 29-30）；**对于其他非食品价格，**交通工具用燃料和居住水电燃料有望大幅回升。历史数据表明，CPI 中的交通工具用燃料和居住水电燃料与原油价格同步性较强，尽管受国内油价调控机制影响，两者波动幅度弱于后者（见图 31）。预计二季度国际油价在全球需求回升和供给端改善的共同带动下将继续高位运行，中枢落在 60 美元/桶的概率偏大，但去年二季度 OPEC 一揽子油价中枢仅有 26.6 美元/桶，二季度油价同比增幅可能超过 100%，因此交通工具用燃料和居住水电燃料价格同比增速也将在其带动上出现大幅回升，拉动 CPI 中枢水平提高。

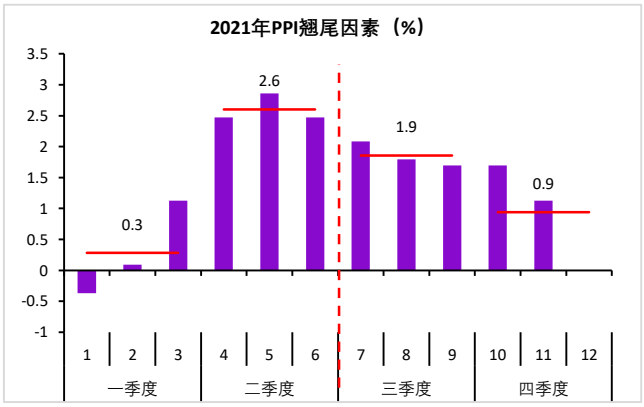
三是猪周期继续下行将拖累 CPI 下降约 0.35 个百分点。从供给端看，猪肉供给呈持续改善态势。2020 年 12 月末能繁母猪存栏已恢复到 4161 万头，已超 2018 年非洲猪瘟爆发前水平，二季度猪肉供给端景气度料延续（见图 32）。**从需求端看，**春节过后天气转暖，二季度猪肉需求进入传统淡季，虽然经济恢复将对其形成带动，但二季度猪肉需求超预期的概率不高。综合猪肉供需两端看，二季度猪肉价格将延续回落态势，在去年基数偏高的情况下，猪肉同比降幅将有所扩大，预计二季度猪肉价格下降将拉动 CPI 下降 0.3 到 0.4 个百分点。

图 32：能繁母猪存栏已超非洲猪瘟前水平



资料来源：WIND，财信研究院

图 33：二季度 PPI 翘尾因素大幅上行



资料来源：WIND，财信研究院

（二）低基数叠加需求回暖，二季度 PPI 中枢大概率“破 5”

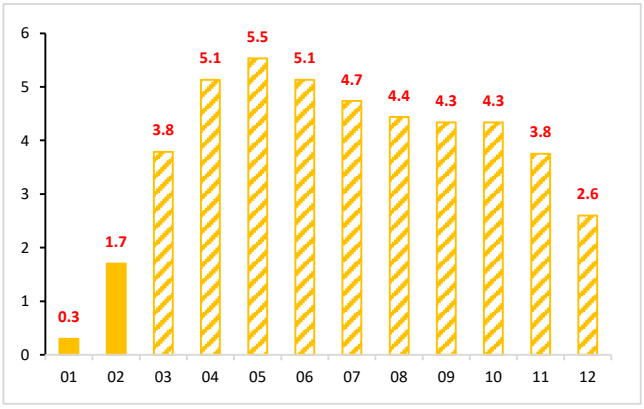
受国内外需求共振复苏、国际大宗商品价格上涨影响，前两个月 PPI 呈快速回升势头。展望二季度，在翘尾因素大幅上行和国内外需求复苏加快的共同带动下，PPI 同比回升态势有望延续，二季度中枢在 5.0%以上。

一是二季度 PPI 翘尾因素中枢在 2.6%左右。受 2020 年二季度 PPI 环比持续负增长影响，今年二季度 PPI 翘尾因素中枢较一季度提高较多。据测算，二季度 PPI 翘尾因素中枢约增长 2.6%，较一季度大幅提高 2.3 个百分点（见图 33）。在翘尾因素带动下，即使假设二季度 PPI 环比零增长，二季度 PPI 中枢也在 5.3%左右（见图 34）。

二是国内外需求步入快速修复期将对 PPI 新涨价因素形成支撑。一方面随着全球疫情逐步受控和美欧疫苗接种比例提升，二季度全球经济将加速修复，如 3 月份欧元区、美国、日本制造业 PMI 均高位继续提升，全球经济复苏步伐明显加快（见图 35），国际

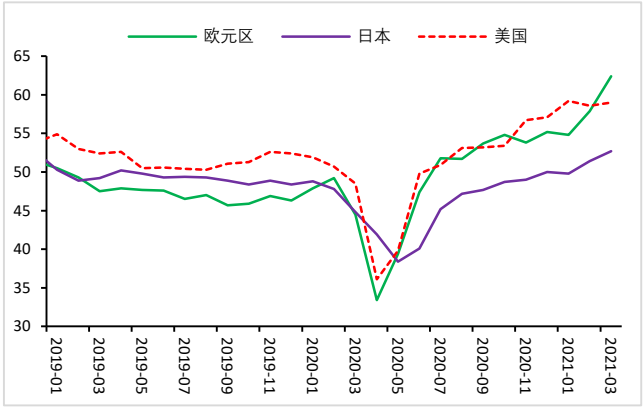
大宗商品价格稳定可期。**另一方面**二季度国内基建投资在专项债放量的支撑下有望向上修复，加之房地产投资韧性较强，二季度国内工业投资需求释放步伐将明显加快，国内工业品价格上涨可期。

图 34：一季度后环比零增长情景下 PPI 同比变化情况



资料来源：WIND，财信研究院

图 35：欧美日制造业 PMI 指数均超疫前水平



资料来源：WIND，财信研究院

四、宏观政策：缓慢退潮，强化定向精准调控

（一）货币政策稳步退潮，结构性工具担当重任

面对国内外经济修复趋势向好、物价加速回升，预计二季度货币政策边际收紧的概率偏大；但经济恢复的平衡性有待加强，为兼顾好短期继续为市场主体纾困，中长期防范金融风险与支持经济结构转型等多重目标，预计货币收紧力度或偏温和，结构性政策将有所强化，对小微企业、科技和绿色领域的金融支持力度或不减。

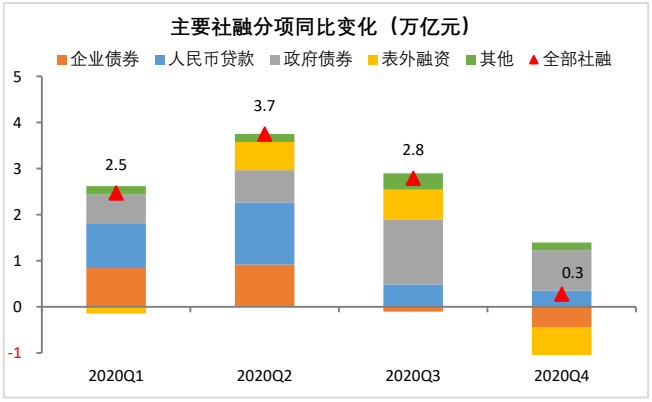
一是二季度流动性偏紧概率较大，预计社融增速或降至 12%左右。其一，从国内基本面看，服务业加速复苏叠加工业企业补库存未完待续，二季度国内经济热度或不减，加上 4 月份前后 PPI 与 CPI 有望共振加速上行（见上文分析），对流动性边际收紧形成支撑。**其二，**从国外环境看，受益于财政刺激加码与疫情向好，美国经济强劲复苏或带动美债利率继续上行，且考虑到部分新兴市场经济体已重启加息，预计外部流动性退潮对国内货币政策的制约将有所增强。**其三，**从平滑经济波动的角度看，二季度适度收紧流动性，有利于为 2021 年下半年和 2022 年应对经济下行压力，腾挪一定政策空间。**其四，**从基数效应看，去年二季度是信用供给高峰（见图 36），导致社融增速单季度环比大幅提高 1.3 个百分点，不利于今年二季度社融增速提高。假定 2021 年上半年社融分项中，新增人民币贷款和表外融资规模与去年同期相当，新增政府债券同比减少 0.65 万亿（2021 年政府债券削减规模的一半），新增企业债券同比减少 0.5 万亿，可粗略计算出，2021 年 6 月末社融增速或降至 12%左右。

二是结构性政策将担当重任，对小微企业、科技和绿色领域的金融支持力度或有所强化。一方面，国务院和央行反复强调，当前经济恢复进程仍不平衡，市场主体尤其是小微企业恢复元气，需要再帮一把，意味着助企纾困或仍是今年货币政策着力点之一。根据国务院的要求，今年普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划将进

一步延至年底，加上大型商业银行普惠小微企业贷款继续增长 30%以上，预计上半年普惠小微贷款有望继续“量增、价降、面扩”。**另一方面，**为服务好中长期经济高质量发展、推动 2021 年新发展格局见到新气象，央行在 3 月份信贷结构优化调整座谈会上明确表示，今年货币工作要把握一个“进”字。对于“进”的主方向，围绕实现碳达峰、碳中和战略目标推进绿色金融，同时进一步加大对科技创新、制造业的支持，提高制造业贷款比重、增加高新技术制造业信贷投放的信贷结构优化路径已日渐清晰。此外，无论是从防范金融风险，还是增强经济活力的角度看，房地产金融调控或仍趋严。

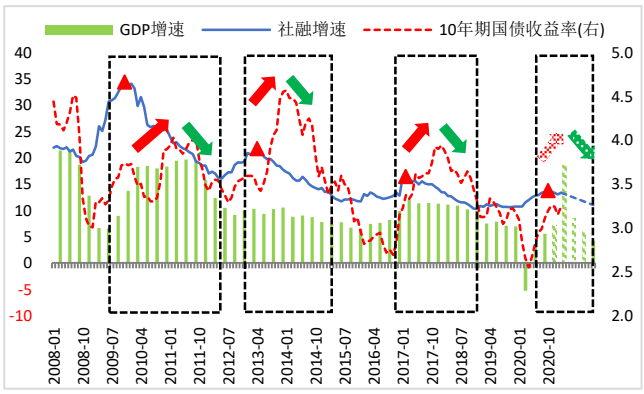
三是十年期国债收益率上行压力犹存，但空间或有限。其一，在国内经济热度不减、美债利率升势未歇、全球通胀压力犹存和政府债券供给增加等因素的共同影响下，预计二季度十年期国债收益率波动上行风险依旧偏大。从历史经验看，国内社融增速见顶之后，利率大概率也会先波动向上后趋于回落（见图 37）。**其二，**今年政府工作报告和央行一季度货币政策例会均强调“推动实际贷款利率进一步降低”，但若十年期国债收益率进一步上行，难以避免会带动贷款利率有所提高。因此，为稳妥实现降成本目标，预计央行大概率会灵活调整货币退潮节奏，二季度货币收紧力度或偏温和，十年期国债收益率上行空间也大概率有限。

图 36：2021 年二季度社融基数效应偏高



资料来源：WIND，财信研究院

图 37：GDP 增速、社融增速与 10 年期国债收益率



资料来源：WIND，财信研究院

（二）财政政策落地放量，结构性特征显著

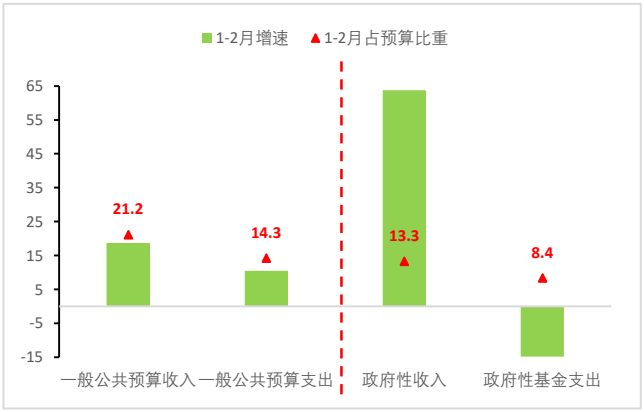
根据政府工作报告，今年财政赤字率按 3.2%左右安排，新增专项债额度 3.65 万亿元，均超此前市场一致预期，体现了财政政策“不急转弯”的积极信号，但 2021 年一般公共预算支出增速仅安排 1.8%，创 1982 年以来新低，财政“提质增效”下紧平衡特征明显。展望二季度，财政政策在政府工作报告为其划好重点、标明额度后，正加快进入落地放量期，且结构性特征将更加显著。

一是财政政策将步入落地放量期。一方面在财政收入恢复性增长、政府性基金收入高增的情况下，1-2 月份财政支出力度偏弱、政府性基金支出同比出现负增长，一季度财政支出进度明显慢于收入（见图 38）。预计进入二季度后，在经济延续微热、细项财政政策明确、地方项目申报完成等因素叠加影响下，广义财政支出有望实现较快增长；另一方面，今年一季度新增专项债发行规模偏少，是政府性基金支出偏慢的主要原因，

预计为提高专项债资金使用效率、减少财政资金闲置滞留的可能性，二季度专项债券将迎来放量期，以尽快形成实物工作量，政府性基建支出增速料回升。

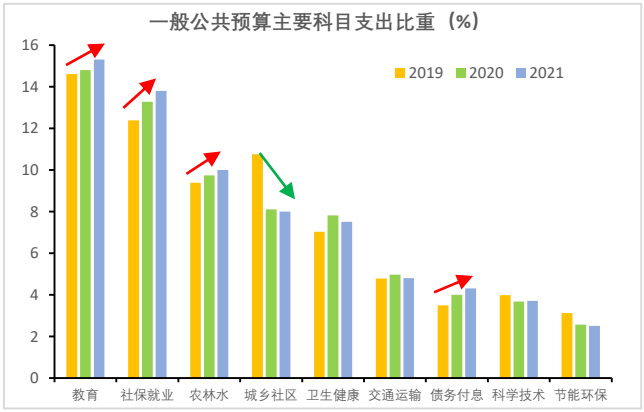
二是结构性特征将更加显著。政府工作报告明确提出今年宏观政策要加强定向调控和精准调控，财政支出重点仍是加大对保就业保民生保市场主体的支持力度，继续为市场主体纾困。为实现上述目标要求，财政部披露的 2021 年一般公共预算支出结构中，教育、社保就业、农林水事务（包括乡村振兴支出）等民生领域支出占比最高，且比重进一步提升;城乡社区、交通运输、节能环保等基建类支出比重均较去年回落(见图 39)。整体看，2021 年财政延续了疫情期间向民生领域倾斜的结构性特征。随着国内疫情影响受控，二季度国内中小微企业、个体工商户将在服务业重启的带动下进入修复期，此时财政政策需对上述部门再帮一把，助力市场主体增强活力、恢复元气，因此预计二季度财政支出结构性特征将更加显著。

图 38：1-2 月份财政支出进度明显慢于收入



资料来源：WIND，财信研究院

图 39：一般公共财政向民生领域倾斜



资料来源：财政部，财信研究院

五、大类资产配置：利率上行或难歇，商品行情未完待续

随着疫苗接种顺利推进，国内外服务业有望渐次重启，加上海外发达经济体财政支出扩张、生产提速，预计二季度实体经济加速修复与金融条件逐步收敛并存，是宏观经济运行主旋律。2021 年二季度大类资产配置核心逻辑，将继续围绕“虚实再平衡”展开。

（一）债市：短期仍承压，拐点或在二季度之后

一方面，在美国经济加速修复、通胀持续回升背景下，美债收益率有望继续走高，对国内债市形成制约；**另一方面，**在服务业加速复苏和工业补库存未完待续的共同支撑下，二季度国内经济热度或不减，加上同期 PPI 与 CPI 有望共振加速上行，预计二季度甚至到三季度，我国十年期国债收益率波动向上的概率均较大，但根据上文的分析其上升幅度或已有限。

（二）A 股：难有趋势性机会，结构上顺周期跑赢概率更大

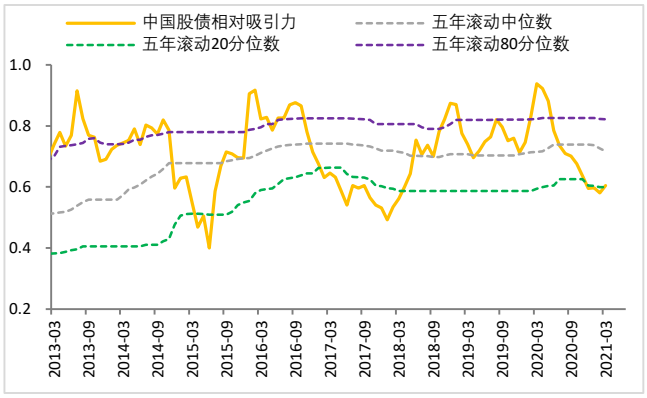
一方面，全球流动性易紧难松叠加通胀回升，A 股或持续面临国内增量资金有限、外资流入放缓的双重打击，市场估值回落压力仍较大。此外，经过两年牛市之后，当前

A 股性价比已明显偏低，如截止 2021 年 3 月，国内股债吸引力指标、股票与理财产品吸引力指标，即沪深 300 股息率分别与十年期国债收益率和 3 个月理财产品收益率的比值，均已处于近 5 年后 20%分位数附近(见图 40-41)，表明股票投资获胜概率已较小。

另一方面，从结构上看，根据历史经验，国内 PPI 回升约 6 个月后，中信周期风格指数与创业板指数的比值大概率趋于回升（见图 42）；2020 年 5 月份以来国内 PPI 指数延续升势 9 个月有余，且我们预计至少到今年二季度，其回升趋势都不会改变，预示未来较长一段时间内 A 股周期板块跑赢概率明显更大。从企业盈利角度看，受益于国内外需求回暖、产品量价齐升和服务业加速重启，预计上、中、下游行业利润均有望持续改善（见图 43），也表明顺周期行业具有较强基本面支撑，仍存在一定机会。最后，进一步从大中小风格看，根据历史经验，盈利回升阶段中证 500 的盈利弹性更大，加上其估值相比行业龙头更合理，预计未来兼具周期属性的中证 500 标的或更偏优。

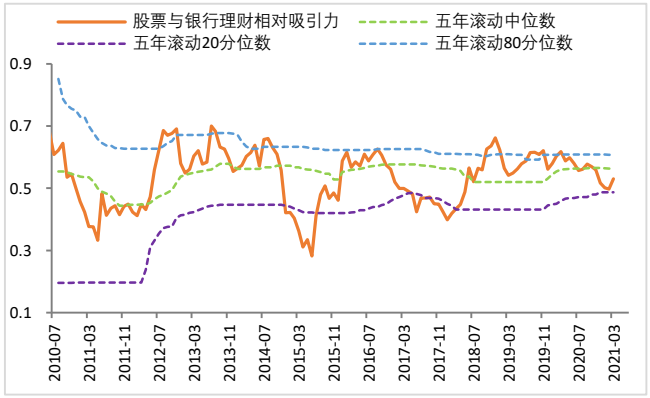
但是从中长期视角看，国内资本市场制度建设进入宽松期，加上国内居民财富向权益市场转移的大趋势未变，对 A 股中长期走势不悲观。

图 40：国内股债相对吸引力已低于后 20%分位数水平



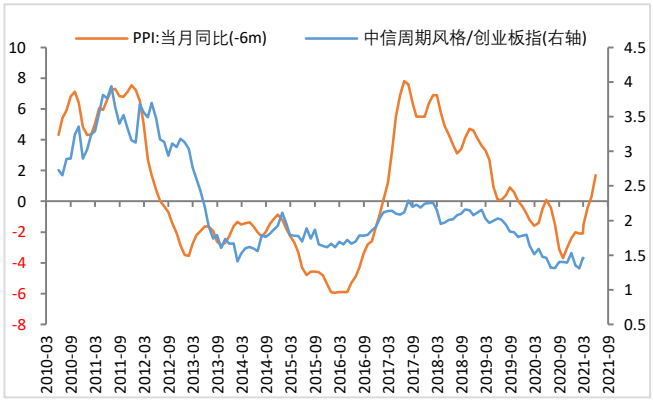
资料来源：WIND，财信研究院

图 41:股票与理财相对吸引力已处于后 20%分位附近



资料来源：WIND，财信研究院

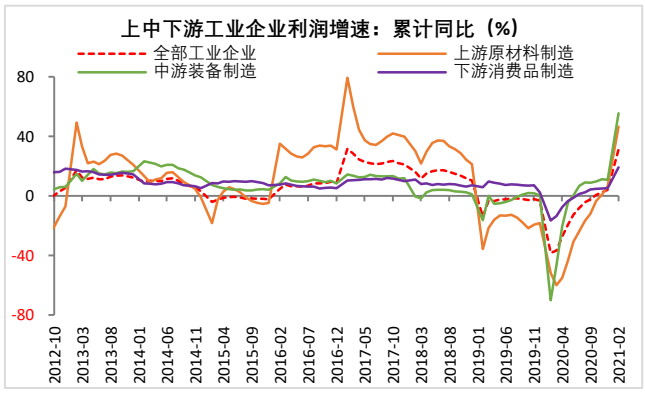
图 42：PPI 回升约 6 个月后周期风格占优的概率偏大



资料来源：WIND，财信研究院

注:中信周期风格主要包括机械、化工、汽车、有色、钢铁、煤炭等行业股票

图 43：上中下游工业企业利润增速（%）



资料来源：WIND，财信研究院

注：2021 年 2 月值为 2020-2021 年 1-2 月份两年平均增速

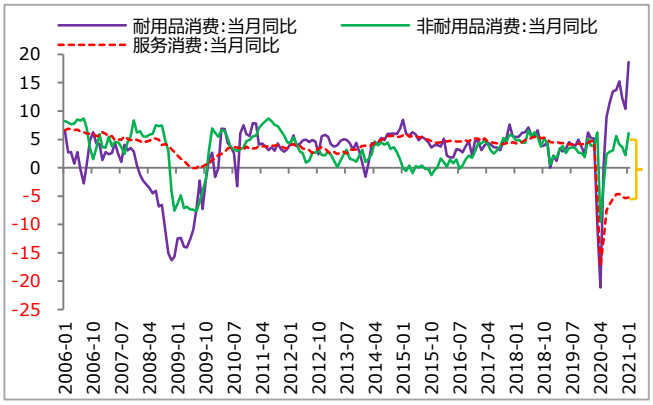
（三）大宗商品：行情未完待续，但波动或加大

一是中国是全球最大的大宗商品消费国，铜、铝、铅、锌等主要金属消费量均超过40%，上半年国内工业补库存未完待续，将对全球大宗商品消费形成有力支撑。

二是美国是全球第二大大宗商品消费国，目前多个信号指标显示美国经济偏热概率较大，或成为 2021 年大宗商品需求的主要拉动力。如从短期看，美国疫苗接种超预期下经济“填坑”修复可期（见图 44），加上史无前例的财政刺激计划（包括特朗普政府已实施的 3.9 万亿、拜登政府已推出的 1.9 万亿和正在计划推出 3-4 万亿）和居民储蓄率处于历史高位区间（见图 45），今年 3 月份 IMF、OECD 等权威市场机构，均预测 2021 年美国 GDP 增速将在 6%以上。从中长期看，美国库存周期和中周期渐次启动（见图 46-47），有望带动企业投资明显回升；且目前美国居民部门杠杆率偏低、未来 15 年 20-49 岁购房年龄段人口将步入高增长阶段，预示美国居民购房意愿和能力均趋于改善，其房地产周期步入上行通道的概率也较大，或进一步带动大宗商品需求回升。

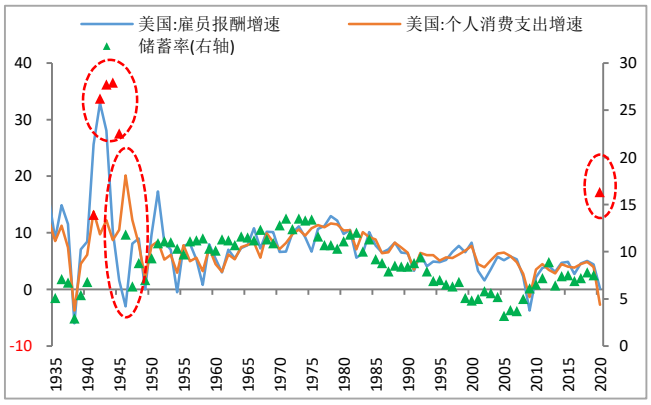
三是为应对疫情危机，主要经济体央行（除中国外）本轮货币宽松程度明显超过金融危机时期，全球通胀中枢有望上行，商品价格涨势或难歇。

图 44：美国服务消费改善空间还非常大



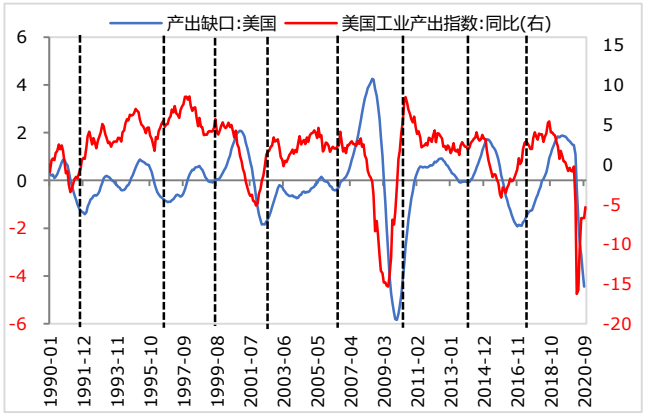
资料来源：WIND，财信研究院

图 45：高储蓄将对美国消费形成支撑



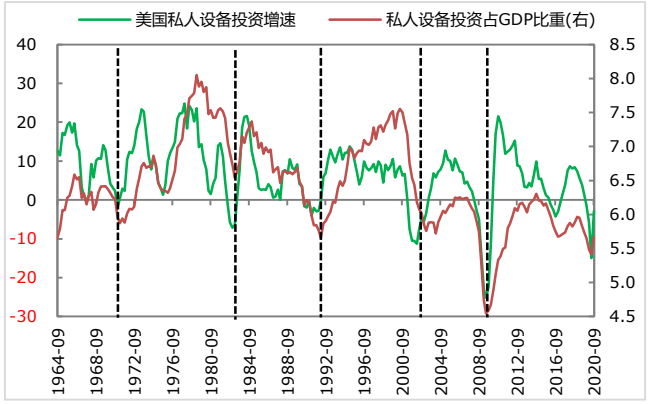
资料来源：WIND，财信研究院

图 46：美国工业产出指数已经触底回升



资料来源：WIND，财信研究院

图 47：美国中周期划分与变化



资料来源：WIND，财信研究院

（四）黄金：短期承压，战略配置价值仍在

一是受全球经济共振复苏影响，美国十年期国债收益率有望迎来加速上行期，黄金

价格短期或持续承压；**二是**全球货币超发严重，对中长期金价表现将形成有力支撑，如预计 2020 年全球马歇尔 K 值（M2/GDP）将飙升至 1.45，较上年大幅提高 0.2。

免责声明

本报告由财信国际经济研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，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直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信国际经济研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。