



瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

分析师：
张昕
投资咨询证号：
Z0015602

咨询电话：059586778969
咨询微信号：Rdqhyjy
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号

了解更多资讯



全球疫情再度反弹 国内经济稳健发展

摘要

全球疫情再次反弹，欧洲经济复苏或受挫。全球经济在三月维持复苏态势，美国、欧元区和英国 3 月 PMI 初值均录得强劲扩张，显示商业活动在经济逐渐解封后加速复苏。在 1.9 万亿财政刺激及疫苗接种加速的作用下，美国经济有望维持强劲复苏。但值得注意的是，最近六周全球新冠确诊病例。政策方面，全球货币宽松仍未“退潮”，美联储重申不会轻易收紧货币政策，认为复苏道路仍充满不确定性。各国央行对经济及通胀前景仍持谨慎态度，财政政策仍是各国刺激经济的主要手段。

国内指标大幅增长，经济活动较为活跃。1-2 月经济指标的表现良好，经济运行延续了去年以来的稳定恢复态势，经济循环日益畅通，市场预期不断改善。固定资产投资稳定增长，制造业结构持续改善，房地产在多重政策监管压力下保持韧性，而基建在气候影响下不及预期。外贸方面，进出口数据在内外需共同恢复、替代效应持续下表现亮眼。物价方面，市场通胀压力较小，猪肉价格下滑拉低 CPI 增速，使其处低位运行。企业贸易经营活动较为活跃，居民购房热情尚存，信贷保持高增。但需要注意，目前国际形势仍复杂严峻，国内经济恢复基础尚不牢固，所以还需进一步巩固经济发展条件，推动经济持续稳定恢复。

正文目录

一、全球疫情及经济形势	4
二、海外经济与重大事件	8
(一) 美国：经济维持强劲复苏，美联储维持宽松政策	8
(二) 英国：封锁措施逐步放宽，经济前景持续改善	11
(三) 欧元区：3 月经济强劲复苏，但疫情恶化仍使前景承压	13
(四) 日本：出口增速下滑，经济复苏乏力	15
三、国内宏观经济回顾展望	18
(一) 两会圆满收官，确立发展目标	18
(二) PMI 延续扩张，制造业景气度回升	19
(三) 固投稳定增长，结构持续优化	20
1. 严冬影响施工进度，基建增速小幅下行	20
2. 内外需求持续改善，高技术制造业表现亮眼	21
3. 房地产保持韧性，增速或将边际放缓	22
(四) 社零总体缓慢，接触性消费潜力尚存	23
(五) 进出口保持高景气，外需持续回升	24
(六) 通胀压力较小，猪肉价格回落	26
1. CPI：食品价格由升转降	26
2. PPI：大宗商品价持续走高	27
(七) 社融增量表现良好，经济活动仍较活跃	28
四、国内宏观政策保持可持续性	29
(一) 财政政策：提质提效，总量边际收缩	29
(二) 货币政策：灵活精准，合理适度	30
免责声明	32

图表目录

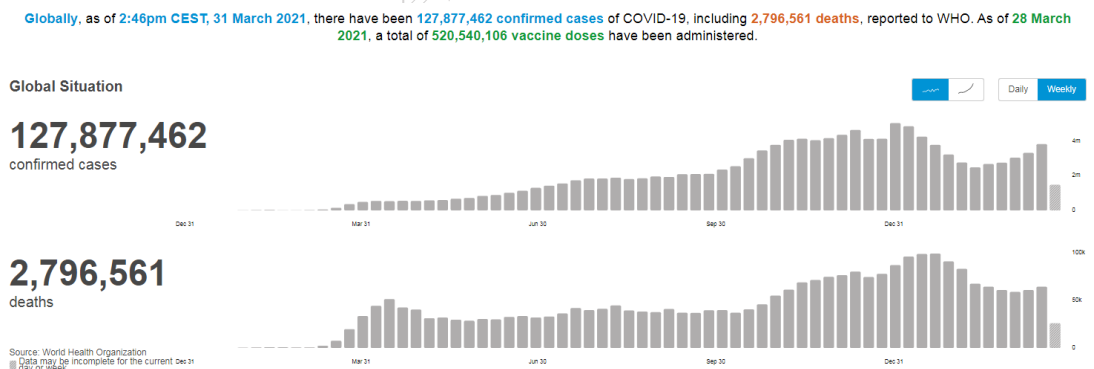
图 1 全球疫情再次反弹	4
图 2 全球主要国家疫苗接种速度	5
图 3 全球主要国家疫苗接种剂量及比例	5
图 4 全球制造业景气度加速回升	6
图 5 航运指数：BDI、BPI、BCI	6
图 6 全球通胀持续回升	7
图 7 美国 GDP 增速	8
图 8 美国 Markit 制造、服务业 PMI	8
图 9 美国个人收入及消费支出环比	9
图 10 美国零售销售及消费者信心指数	9
图 11 美国就业数据	10
图 12 周初请失业金人数下降	10
图 13 美国通胀持续回升	11
图 14 美国国债收益率集体走高	11
图 15 英国 GDP 同比增速	11
图 16 英国 Markit 制造业、服务业 PMI	11
图 17 零售销售环比大幅回升	12
图 18 英国消费者信心指数大幅回升	12
图 19 英国失业率小幅回落	13
图 20 英国 CPI 维持低位震荡	13
图 21 欧元区 GDP 同比增速	13
图 22 欧元区 Markit 制造业、服务业 PMI	13
图 23 欧元区失业率	14
图 24 欧元区零售销售	14
图 25 欧元区消费、投资者信心指数	14
图 26 欧元区 CPI	14
图 27 日本 Markit 制造业、服务业 PMI	16
图 28 日本出口同比增速转负	16
图 29 日本失业率	16

图 30 日本通缩小幅回升	16
图 31 2021 年与 2020 年政府工作报告要点对比.....	18
图 32 制造业 PMI 及细分项	19
图 33 非制造业大幅回升.....	19
图 34 固投增速持续回升.....	21
图 35 制造业 PMI 维持高景气.....	22
图 36 工业企业利润高速增长.....	22
图 37 工业生产增长加快.....	22
图 38 三大门类工业增加值当月同比(%)	22
图 39 房地投资保持韧性.....	23
图 40 房地投资与销售累计同比.....	23
图 41 房地产企业开发资金来源.....	23
图 42 土地购置与新屋开工面积.....	23
图 43 社零总额及同比增速.....	24
图 44 汽车类商品增速 (%)	24
图 45 实物零售增速上升.....	24
图 46 社会消费品零售分类增速 (%)	24
图 47 进出口维持高景气.....	26
图 48 食品价格反弹 (%)	28
图 49 PPI 继续攀升 (%)	28
图 50 食品类分项价格表现.....	28
图 51 原油期货价格持续上升.....	28
图 52 财政收入压力增大 (%)	30
图 53 地方财政收入增速下降 (%)	30
图 54 市场利率多次低于政策利率 (%)	31
图 55 存款准备金率下调 (%)	31
图 56 人民币兑美元中间价.....	31
图 57 货币供应量同比增幅.....	31

一、全球疫情及经济形势

全球疫情再度恶化，疫苗分配不均及变异毒株使疫情仍充满不确定性。根据世卫组织数据，截至3月31日，全球新冠累积确诊病例超1.27亿人，累积死亡病例超279万人。全球新增病例数量已连续六周上升，周死亡病例数也有所增加。受此前在英国发现的变异病毒传播及疫苗接种不利等因素影响，欧洲多国新冠疫情再次告急。法国新增确诊病例急剧上升，超越俄罗斯成为全球染疫人数第四多的国家，仅次于美国、巴西和印度。当地时间3月20日起，包括首都巴黎在内的16个疫情最为严重的省份再次实行封禁措施。德国也将原计划于3月28日解除的封锁措施延长至4月18日，且面临实施更严格封锁措施的压力。除此之外，意大利、匈牙利、波兰、捷克等欧洲国家也已经进入新一轮封锁。得益于持续推进的疫苗接种，美国各项疫情核心指标在3月份均有所下降。不过由于近期春季假期人员流动增加、分州解除了“口罩令”和限制社交距离等防疫措施，以及境内变异病毒的传播，全美有33个州的新增病例呈上升趋势。拉丁美洲最大国家巴西单日死亡病例数居高不下，各州卫生系统几近崩溃，且疫情出现了“年轻化”的现象。另一方面，包括印度、日本在内多个亚洲国家的疫情也出现反弹趋势。整体来看，在疫苗短缺和变异病毒的加速传播的影响下，短期内全球疫情有进一步恶化的风险。

图 1 全球疫情再次反弹



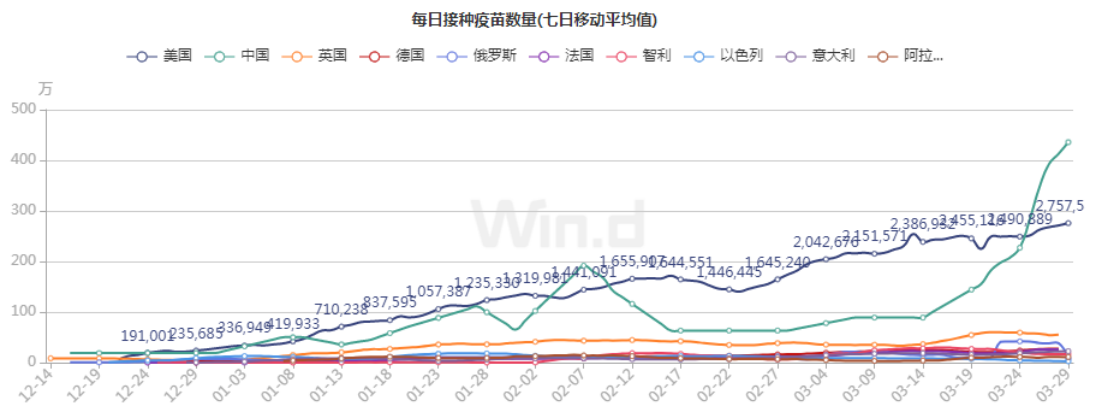
资料来源：WHO，瑞达期货研究院

阿斯利康疫苗安全性遭质疑，各国存在疫苗分配不均的问题。本月中旬，欧洲多名阿斯利康疫苗接种者在注射疫苗后出现血栓，导致包括法国在内的欧洲多地暂停了该疫苗的接种。但欧洲药品管理局于18日宣布阿斯利康疫苗仍安全有效，随后欧洲多国取消了停药禁令。但有关血栓的忧虑仍严重影响了欧洲民众对阿斯利康疫苗安全性的信心，英国的民调机构 YouGov 在3月12日至18日调查了7个欧洲国家的8000人，其结果显示德国、法国、意大利和西班牙对阿斯利康疫苗安全性的信心持续下降。另一方面，欧盟与英国之间的疫苗

分配之争也愈发激烈，因阿斯利康在合同中承诺一季度向欧盟交付 9000 万剂新冠疫苗，但迄今仅交完成 1/3 左右的订单。3 月 20 日，欧委会主席冯德莱恩向阿斯利康公司施压，要求他们加快疫苗交付速度，否则欧盟不排除将禁止在欧盟地区生产的疫苗出口。疫苗的分配不均导致欧洲的疫苗接种计划严重落后。据英国卫生部 28 日公布的数据显示，截至 27 日，该国已有超过 3015 万人完成第一剂新冠疫苗接种，约占英国成年人口的 57%。但同样自去年 12 月启动新冠疫苗接种的欧盟，其接种进度却远低于英国。从每日接种疫苗数量（七日移动平均值）来看，中国、美国、英国接种数量靠前。从疫苗接种比例来看，以色列、阿拉伯联合国、智利和英国靠前。疫苗接种进度仍是控制疫情，支撑经济复苏的重要因素，随着疫苗产能的逐步增长以及各国接种率不断升高，下半年全球经济有望加速复苏。但短期来看，疫苗分配不均导致的接种进度不同将导致各国经济复苏的力度和所需时间产生差异。

图 2 全球主要国家疫苗接种速度

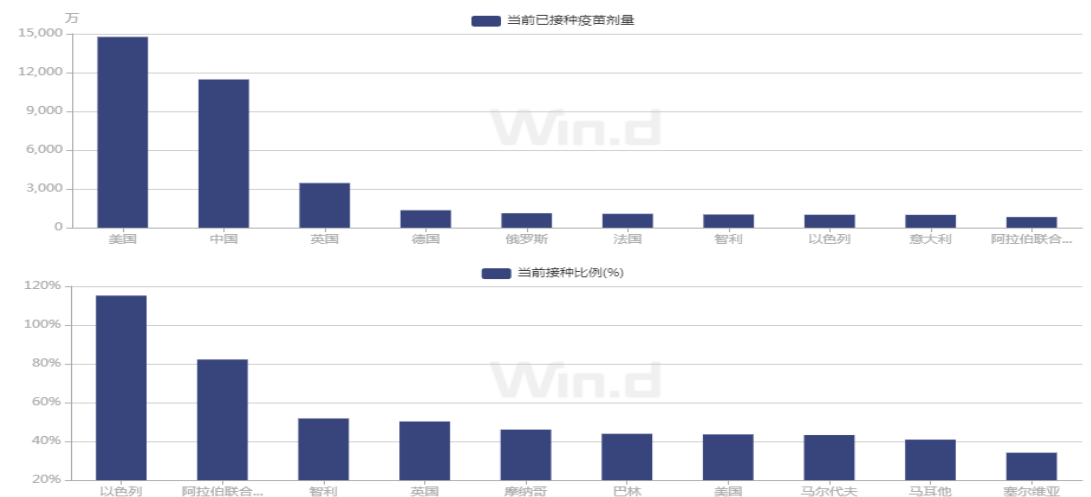
全球主要国家疫苗接种速度



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 3 全球主要国家疫苗接种剂量及比例

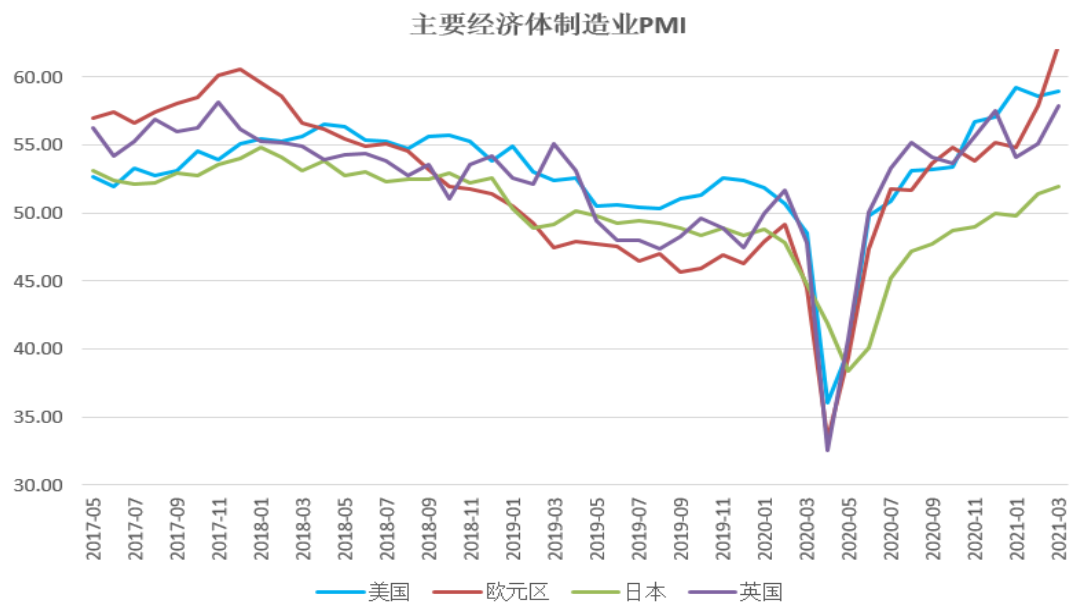
全球疫苗接种进度TOP10



资料来源：wind，瑞达期货研究院

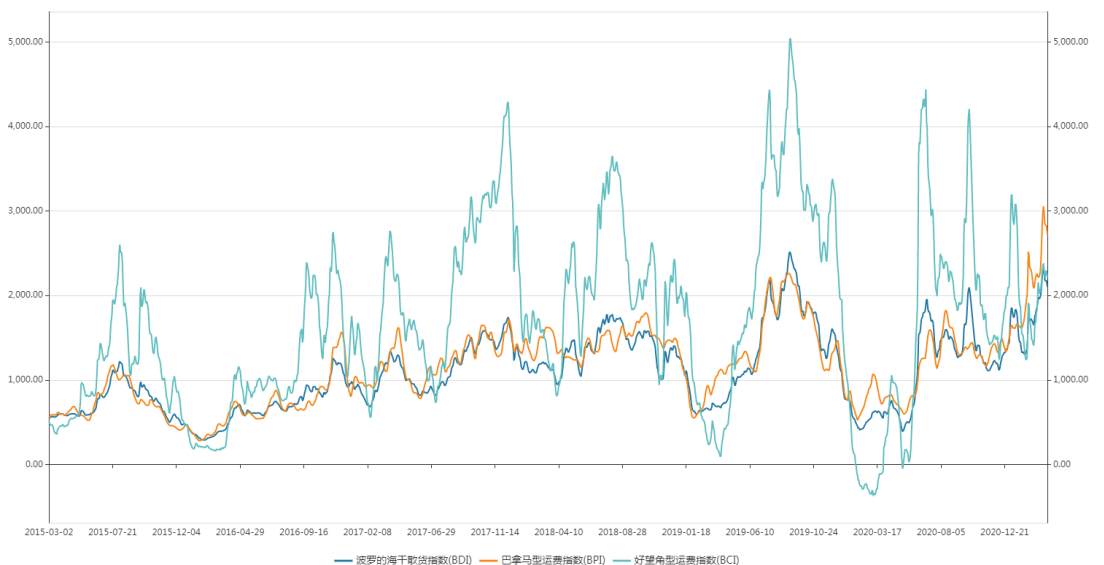
本月全球经济延续复苏格局，各国3月商业活动加速扩张。受益于全球市场需求复苏，美国、欧元区、英国制造业PMI均录得强劲增长，欧元区3月制造业PMI初值更是大幅飙升至62.4，创历史新高。但近几周全球疫情趋于恶化，欧洲多国重启疫情防控措施，这将使服务业再次遭受打击，欧元区二季度经济前景承压。而在1.9万亿纾困法案的刺激以及疫苗接种加速的背景下，美国经济仍有望维持复苏态势，二季度美欧经济差距将进一步扩大。另一方面，3月份全球贸易水平进一步升高，波罗的海干散货指数（BDI）等航运指标持续走高，显示全球需求及经济正加速复苏。

图4 全球制造业景气度加速回升



资料来源：wind，瑞达期货研究院

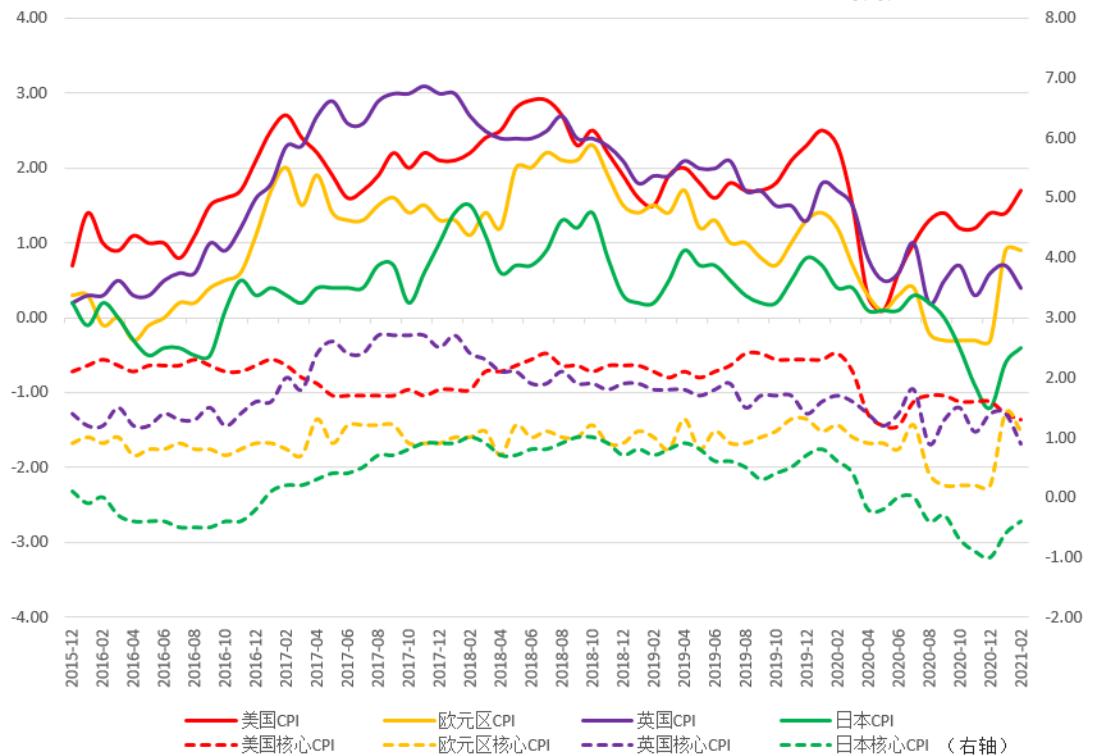
图5 航运指数：BDI、BPI、BCI



资料来源：wind，瑞达期货研究院

全球通胀小幅回升，但核心通胀仍然低迷。在供需不平衡、全球经济复苏以及各国宽松政策等因素作用下，近几月各主要经济体通胀均有所回升。随着美国经济回暖，大规模的财政刺激和货币宽松引发了市场对通胀的担忧。尽管美联储官员及美国财长纷纷表态通胀上升只是暂时性的，且货币政策不会因短期的通胀上升而做出调整，但仍无法浇灭市场的担忧情绪。“通胀交易”主导了3月全球市场走势，美国国债收益率大幅飙升，引发金融市场大幅波动。美元指数随美债收益率上升，并在美国良好经济数据的支撑下进一步走强，3月美指涨近3%，突破93关口。整体来看，二季度通胀在低基数的影响下将继续上升，但全球疫情反弹或影响需求及经济的复苏，全年通胀中枢大幅上行的可能性不大。

图 6 全球通胀持续回升



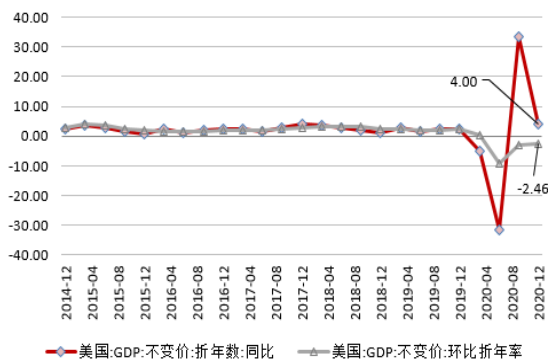
资料来源：wind，瑞达期货研究院

二、海外经济与重大事件

(一) 美国：经济维持强劲复苏，美联储维持宽松政策

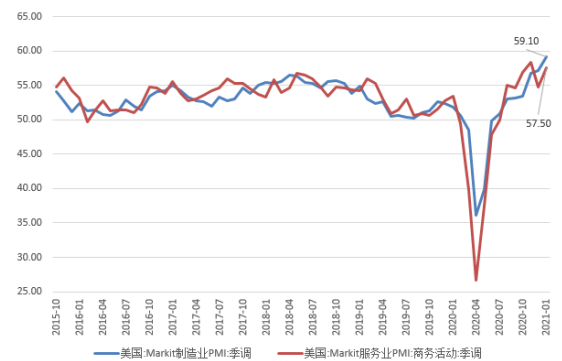
疫苗接种加速叠加大规模财政刺激，美国一季度经济有望强劲增长。本月中旬，美国政府正式通过了1.9万亿刺激法案，给美国经济再次注入动力。从领先指标来看，3月Markit制造业PMI初值升0.4个百分点至59。3月Markit服务业PMI初值升0.2个百分点至58.9，创下了2014年7月以来最强的扩张。细分项来看，3月Markit综合PMI新订单分项指数升至58.7，创2014年9月份以来新高，显示需求显著复苏。3月价格输入分项指数初值升至历史新高，因供应链尚未从疫情中完全恢复，制造商将成本压力转嫁至消费端。随着疫苗的分发、经济的重新开放以及额外1.9万亿美元的财政刺激，美国1-3月PMI均维持高位扩张，显示一季度经济将强劲复苏。但值得注意的是，近几周美国疫情出现了反弹趋势，据约翰·霍普金斯大学的数据显示，近一周美国新增确诊病例较前一周增加了16%，且有30个州的新增病例呈上升趋势，住院率也有所回升，已有数十个州的ICU病床占用率超过了90%。美国疾病预防控制中心（CDC）主任瓦伦斯基表示，即使疫苗接种加速，但近期病例仍有可能激增。疫情的反弹给美国二季度经济复苏前景带来了不确定性因素。

图 7 美国 GDP 增速



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 8 美国 Markit 制造、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

在经济复苏及财政刺激的帮助下，美国需求端将加速回升。受此前政府纾困金发放完毕和部分地区严寒天气影响，美国2月个人收入和消费支出出现明显下滑。由于美国去年12月通过的上一轮9000亿美元的纾困法案于今年1月发放完毕，美国2月个人收入环比下降7.1%，1月为增长10.1%。不过随着3月新一轮1.9万亿纾困法案通过，其1400美元的救济金发放将支撑3月个人收入环比增速再次转正。另一方面，受个人收入下降及美国部分地区严寒天气持续导致居民减少外出消费的影响，美国2月实际个人消费支出环比下滑1.2%，创去年4月以来最大降幅，1月为环比增长3%，而2月零售销售环比也超预期下

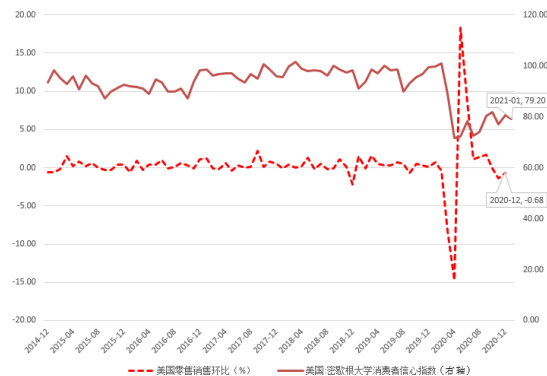
降 3%。不过随着天气好转、疫苗接种率上升及新一轮现金发放到位，美国 3 月个人消费支出及零售销售环比有望大幅增长。另一方面，消费者信心指数由 2 月的 76.8 上升至 3 月的 84.9，也从侧面暗示未来几月经济及消费需求的回暖。

图 9 美国个人收入及消费支出环比



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

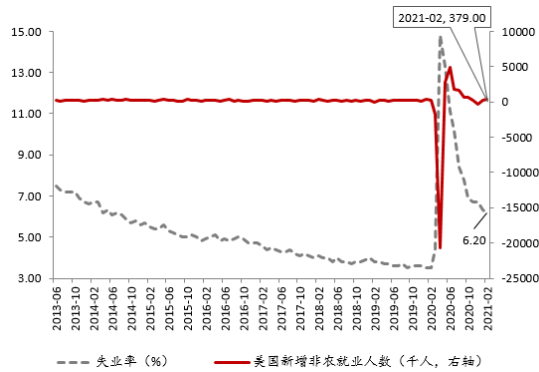
图 10 美国零售销售及消费者信心指数



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

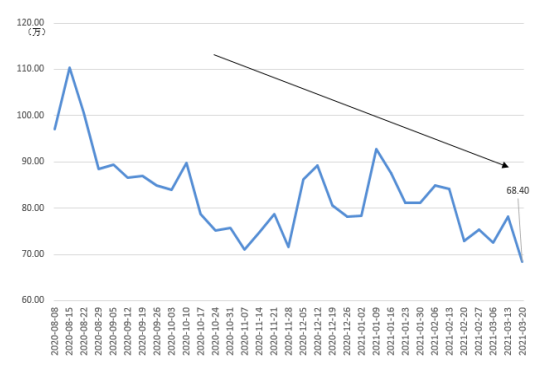
疫情降温及经济回暖带动美国就业复苏。根据美国劳工部的报告显示，美国 2 月季调后非农就业人口增加 37.9 万人，远超预期的增加 20 万，1 月为增加 16.6 万，增幅达到 2020 年 10 月以来最大。2 月失业率为 6.2%，低于预期和前值的 6.3%。分行业来看，新增就业几乎来自于此前遭受疫情重创的服务业，随着美国部分地区放宽外出就餐限制，休闲及酒店业新增了 35.5 万个就业岗位。不过与去年同期相比，2 月美国就业人数依然少了 850 万，美国国会预算办公室（CBO）预计美国要到 2024 年才能完全收复疫情期间失去的就业岗位。从领先指标来看，截至 3 月 20 日的周初请失业金人数下降至 68.4 万，显示就业市场维持复苏态势。3 月 ADP 就业人数新增 51.7 万人，虽不及市场预期的 52.5 万人，但较上月 17.6 万人有较大反弹，主要是服务业整体就业大幅回暖，增加 43.7 万人。随着疫苗接种加速及美国经济的复苏，美国就业市场也将继续回暖，不过近期疫情的反弹仍对就业尤其是服务业就业带来较大的不确定性因素。

图 11 美国就业数据



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 12 周初请失业金人数下降



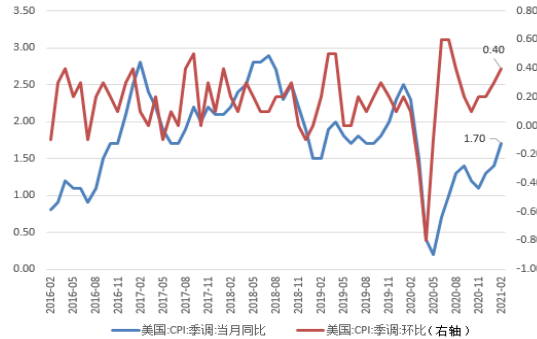
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

美国 2 月通胀保持温和上涨，市场对通胀的担忧加剧。由于全球货币宽松、供需不平衡以及周期错配等因素，全球大宗商品价格自去年二季度以来便持续上扬。而随着美国经济逐渐复苏，叠加 1.9 万亿刺激法案以及持续超发的货币，市场对通胀的担忧日益加剧。自 2 月下旬起，美国国债收益率便集体上涨，10 年期国债收益率在 3 月份更是站上了 1.75%，美债收益率飙升反映出投资者对美国通胀上升的预期在迅速增强。10 年期美债收益率是一个具有重要意义的金融市场指标，目前标普 500 的年股息率在 1.5% 左右，因此当收益率突破该关口时，买国债拿无风险收益性价比更高，这也是 3 月全球风险资产遭到抛售的原因。从数据来看，美国近几个月通胀持续回升，2 月 CPI 环比增长 0.4%，同比上涨 1.7%，是去年 2 月以来最大涨幅。不过 2 月核心通胀却小幅下滑了 0.1 个百分点至 1.3%，不及市场预期的 1.4%。整体来看，美国 2 月 CPI 仍保持温和上涨，核心通胀甚至出现小幅下滑，不过随着经济复苏以及低基数的影响下，未来几个月通胀料大幅上行。

美联储维持宽松政策，官员出面淡化通胀预期。虽然近期美债收益率持续上行，但美联储并没有出手干预的迹象。在本月的政策会议上，美联储重申了其货币宽松立场。另一方面，美国财政部长耶伦与美联储多位官员继续安抚市场，淡化投资者对通胀的忧虑。美联储主席鲍威尔表示，虽然通胀可能因为低基数效应回升，但上升可能只是暂时的，不会维持在高位。目前尚不是调整宽松政策的时候。而美国财长耶伦表示，大规模刺激不会制造通胀问题，且就算通胀走高，政府也有工具来应对。近期美债收益率不断走高，反映美国经济正强劲复苏。不过，在当地时间 3 月 25 日，鲍威尔在一次采访中称，在美国经济复苏和通胀目标“取得实质性进展”之后，美联储将逐步减少美国国债和抵押贷款支持证券的购买规模。就较长期来看，美联储已经制定了一项将能够使其加息的测试。但鲍威尔也强调，一系列应对新冠疫情而实施的非常规货币支持政策的撤回时点为美国经济“几乎完全恢复”时。整体来看，此番言论略偏鹰派，其主要目的是给后续的货币政策正常化打开了潜在的政策空间。但从目前的疫情及经济状况来看，美联储宽松的货币政策仍将维持较

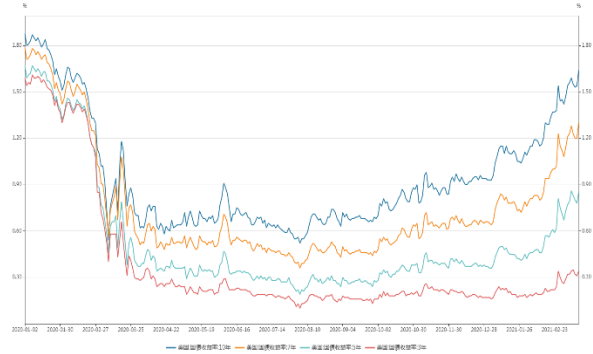
长一段时间，根据 CME 美联储观察，美联储至少要到 2023 年才会加息。

图 13 美国通胀持续回升



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 14 美国国债收益率集体走高

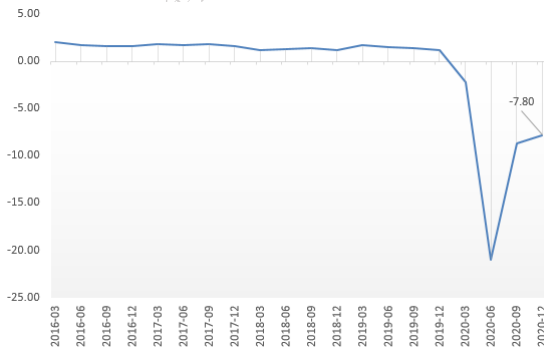


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

(二) 英国：封锁措施逐步放宽，经济前景持续改善

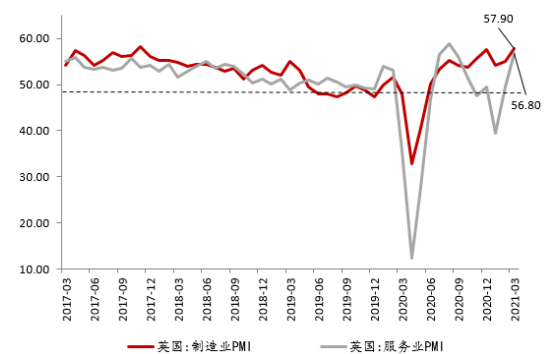
英国逐步放宽防疫限制措施，经济前景持续好转。英国早在去年 12 月开始便全面推广疫苗接种工作，根据英国卫生部公布的声明，截至 3 月 27 日，该国已有超过 3015 万人完成第一剂新冠疫苗接种，约占英国成年人口的 57%，已完成第二剂新冠疫苗接种的人数超过 352.7 万人。受益于疫苗接种的顺利实施，英国疫情得到有效控制，英国政府宣布自 3 月 8 日起逐步放宽限制措施，英国经济前景也因此明显改善。从领先指标来看，英国 3 月制造业 PMI 初值录得 57.9，大幅好于预期及前值。服务业 PMI 大幅增长至 56.8，自去年 10 月以来再次回到扩张区间，2 月服务业 PMI 为 49.5。数据显示英国 3 月份制造、服务业商业活动均大幅回暖，由于防疫措施的放宽，服务业景气度得到显著提振。

图 15 英国 GDP 同比增速



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 16 英国 Markit 制造业、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

经济解封带动消费、就业回暖。得益于较快的疫苗接种速度，英国经济取得较快复苏。

英国 2 月零售销售环比增长 2.1%，1 月为降 8.2%，显示英国国内消费需求大幅回暖。与去年同期相比，2 月份零售额仍比疫情影响前下降了 3.7%，但这一降幅较 1 月收窄了 2.2 个百分点，其中服装零售销售额是主要拖累因素，同比下降了 50.4%。从消费领先指标来看，英国 3 月 Gfk 消费者信心指数降幅大幅收窄至-16，显示消费者对经济前景的预期有所好转。另一方面，疫情期间英国家庭储蓄大幅上升，而随着限制措施的放宽以及经济逐渐复苏，英国家庭储蓄有望转变成消费支出，二季度消费增速有望迎来较快增长。就业方面，英国 1 月三个月 ILO 失业率录得 5%，好于预期的 5.2%及前值 5.1%；2 月失业率为 7.5%，较一月上升 0.3 个百分点；2 月失业金申请人数为 8.65 万人，创去年 7 月来最大增幅。数据显示英国就业市场仍处于不稳定状态，尚未摆脱疫情的影响。不过随着英国在 3 月解封经济，制造业、服务业的强劲复苏将带动就业岗位的上升，二季度失业率有望逐渐下降。

英国 2 月通胀表现低迷，英国央行维持利率不变。英国 2 月 CPI 环比增长 0.1%，不及市场预期的 0.5%。同比上涨 0.4%，较上月下滑 0.3 个百分点，不及市场预期的 0.8%；2 月核心 CPI 同比也由 1 月的 1.4% 下滑至 0.9%。数据显示英国 2 月通胀仍十分低迷，不过这很大程度上是因为 2 月份服装的大幅打折，随着英国逐渐解除限制措施以及疫苗接种率的提升，英国经济有望在二季度强劲反弹，从而推动通胀上涨。英国央行预计今年春季 CPI 将迅速回升至 2% 左右的目标水平。货币政策方面，本月英国央行维持利率不变，维持资产购买总规模在 8950 亿英镑不变。对于经济前景，英国央行表示，大规模疫苗注射有助于疫情防控措施松绑，可能推动第二季度消费增长，预计今年英国经济将向疫前水平恢复。在通胀取得良好进展之前，不会收紧货币政策。

图 17 零售销售环比大幅回升



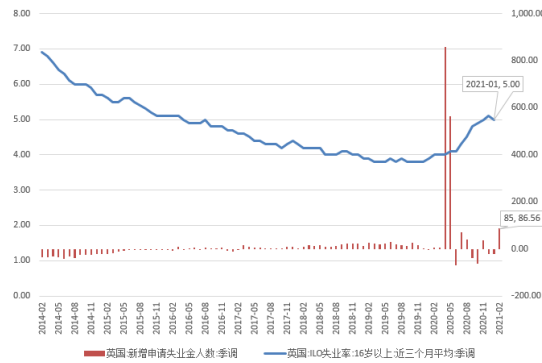
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 18 英国消费者信心指数大幅回升



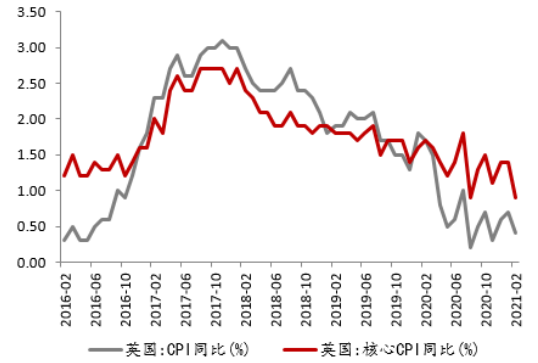
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 19 英国失业率小幅回落



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 20 英国 CPI 维持低位震荡

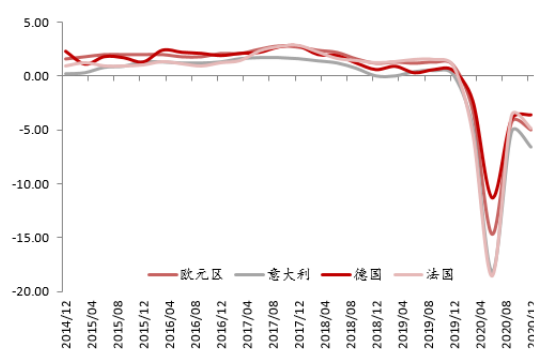


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

(三) 欧元区：3 月经济强劲复苏，但疫情恶化仍使前景承压

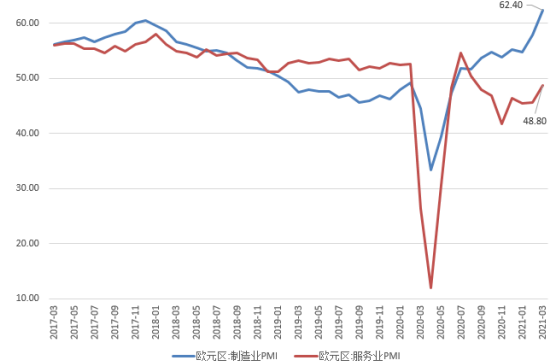
欧元区 3 月 PMI 强劲回升，但疫情恶化给二季度经济前景蒙上阴影。在此前经济开放以及全球需求复苏的提振下，欧元区 3 月经济显著复苏。从领先指标来看，欧元区 3 月综合 PMI 初值由 2 月的 48.8 反弹至 3 月初值的 52.5，创 2018 年末以来新高，也是 6 个月以来首次站上荣枯线，显示欧元区经济恢复增长。具体来看，欧元区制造业 PMI 由 2 月的 57.9 上升至 3 月初值 62.4，远超市场预期。德国引领欧洲制造业复苏，3 月制造业初值录得 66.6；法国 3 月制造业初值录得 58.8。另一方面，欧元区 3 月服务业 PMI 录得 48.8，较上月上升了 3.1 个百分点，但仍处于萎缩区间。整体来看，全球需求复苏帮助欧元区制造业维持较快增长，一定程度上抵消了服务业持续走软对经济的冲击。然而不同于英国，由于变异病毒的快速传播以及疫苗接种进展较为缓慢，近期欧元区国家的疫情出现了明显反弹，德法单日新增病例激增。目前德国已经将封城期限延长至 4 月 18 日，法国政府也已经将包括巴黎在内的十几个地区进行部分封锁，疫情的恶化增加了欧元区进一步出台限制措施的可能性，使欧元区二季度经济再次面临下行风险。

图 21 欧元区 GDP 同比增速



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 22 欧元区 Markit 制造业、服务业 PMI

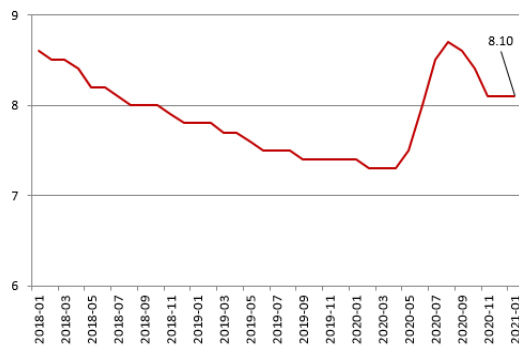


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

失业率居高不下，消费增速大幅下滑。由于疫情的持续影响，欧元区失业率仍居高不下，1月率录得8.1%，环比与上月持平，同比上升0.7%。另一方面，欧元区1月零售销售环比下降5.9%，同比降6.4%，降幅远超市场预期。疫情期间的限制措施导致商场关闭，限制了消费者支出及就业市场的复苏。从消费领先指标来看，欧元区3月份消费者信心指数降幅缩窄至-10.8，显示消费者对经济前景的预期有所改善。3月经济景气指数也由上月的93.4上升至101，是自疫情爆发以来首次高于长期均值，这与欧元区3月份PMI数据强劲增长保持一致。随着近两个月的经济复苏，欧元区2、3月份的失业率及零售销售有望企稳回升，但长期前景仍因疫情的反弹而充满不确定性。

通胀方面，欧元区3月CPI初值环比增长0.9%，较上月上升0.7个百分点，同比增长1.3%，较上月上升0.4个百分点。3月核心CPI环比增长0.8%，但同比继续下滑0.2个百分点至1%。由于能源和未加工食品价格上涨，3月CPI整体数据录得上升，但核心CPI仍较为疲弱。随着近几月能源价格的回升以及全球经济的复苏，欧元区通胀也将逐步上升。根据欧洲央行的最新预测，2021年欧元区通胀率预计为1.5%，明后年预计分别为1.2%和1.4%。

图 23 欧元区失业率



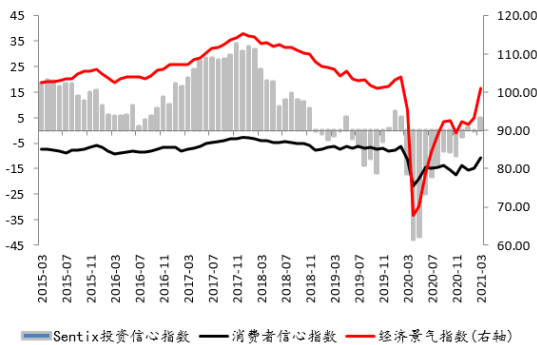
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 24 欧元区零售销售



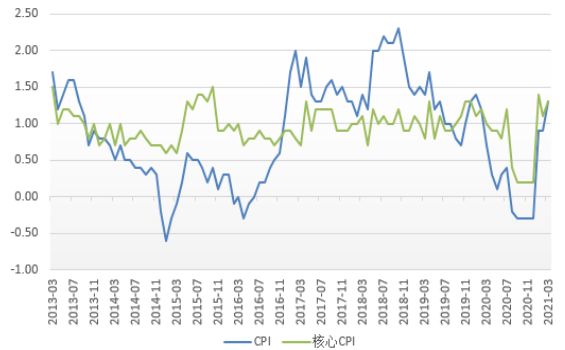
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 25 欧元区消费、投资者信心指数



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 26 欧元区 CPI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

疫情导致的再次封锁使欧元区经济复苏前景再次承压，欧洲央行承诺加快购债速度。尽管欧元区 3 月份经济明显好转，但疫苗接种进展缓慢以及疫情的再次反弹或拖累欧元区经济复苏的步伐。本月的政策会议上，欧洲央行维持利率不变，并将紧急抗疫购债计划(PEPP)规模保持在 1.85 万亿欧元。值得注意的是，随着近期欧元区国债收益率大幅上涨，市场担忧借贷成本的增长将会影响欧元区经济复苏。为此欧洲央行在本月宣布，将在第二季度显著加快应对新冠肺炎疫情的紧急资产购买计划的购债速度，以控制的收益率曲线从而保护经济。欧洲央行行长拉加德 11 日表示，应当密切观测国债收益率的上升趋势，避免其导致金融环境过早收紧。拉加德还呼吁欧盟尽早推动实施 7500 亿欧元的经济复苏基金。整体来看，在疫情反弹的影响下，欧元区二季度经济面临下行压力，欧洲央行仍将维持宽松的货币政策。

(四) 日本：出口增速下滑，经济复苏乏力

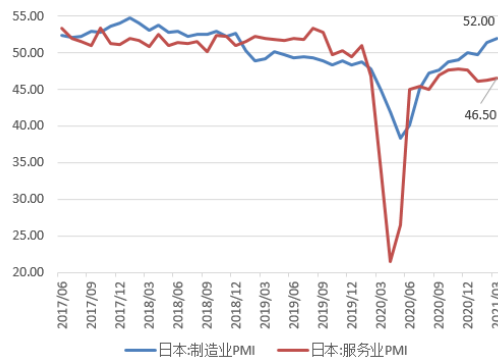
日本经济维持弱复苏，经济增长动能疲弱。从领先指标来看，日本 3 月制造业 PMI 录得 52，较上月升高 0.6 个百分点。3 月服务业 PMI 指数为 46.5，较月升高 0.2 个百分点。数据显示日本经济正逐渐复苏，但由于疫情的不断反复，日本包括首都圈在内的多地从 1 月初陆续重新实施了抗议紧急状态，并延长至本月 21 日，这使得日本服务业复苏较为乏力，目前仍处于萎缩区间。根据日本国家旅游局 3 月 17 日发布的估算数据，2 月访日外国游客数为 7400 人，较上年同月大减 99.3%，连续 17 个月同比下滑。另外，由于海外疫情持续蔓延，变异病毒加速扩散，日本东京奥组委在 3 月 20 日宣布今年夏季的东京奥运会及残奥会不接待国外观众。据日本野村综合研究所的经济学家木内登英表示，东京奥运会不接待海外观众，会造成超 1500 亿日元的经济损失。

贸易方面，因对美国和中国这两大市场的出口走弱，日本 2 月出口同比下降 4.5%，为三个月来首次下滑。分品类来看，汽车、矿物性燃料、船舶等领域出口下降。分国家来看，日本对中国的出口继续增长，当月对中国出口同比增加 3.4%，连续 8 个月保持正增长，但增幅较 1 月份的 37.5%显著放缓；对美国出口同比下降 14.0%，连续 4 个月同比下降，主要是由于汽车、飞机类及发动机等产品出口下滑。进口同比上涨 11.8%，为 22 个月来首次同比增长，由于通信设备、服装及计算机类产品进口增加。

日本内需仍然疲弱，但随着 3 月 22 日多地开始解封，消费需求有望回暖。由于年初日本多地再次实施紧急状态，日本 1 月家庭支出同比降幅由去年 12 月的-0.6%扩大至-6.1%，创 2019 年 11 月新低。2 月零售销售同比降幅缩窄 0.9 个百分点至-1.5%，结合 2 月进口同

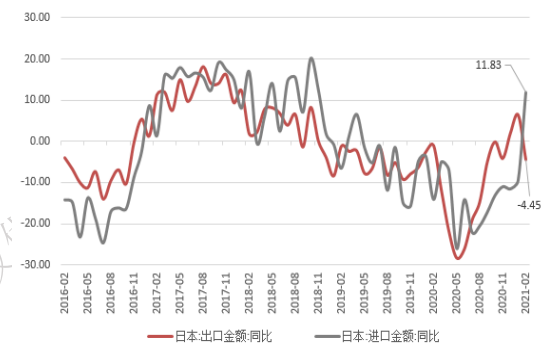
比大幅增长可以看出，日本国内需求有所恢复。由于疫情恶化和消费疲软，日本 2 月份银行存款同比增长 10%，增速创历史新高。整体来看，日本国内消费随有所复苏，但整体仍然十分疲弱，这也是拖累日本经济复苏的一大因素。由于消费支出及经济复苏疲软，日本通胀也保持低迷态势，2 月全国 CPI 环比增长 0.1%，较上月下滑 0.5 个百分点，同比降 0.4%，降幅较上月缩窄 0.2 个百分点。2 月核心 CPI 同比降幅缩窄至-0.4%。数据显示日本处于通缩状态，离日本央行 2%的通胀目标仍有较大差距。而就业方面，日本 2 月失业率为 2.9%，与上月持平。2 月日本完全失业人数同比增加 35 万至 194 万，连续 13 个月同比增加；就业人数同比减少 45 万，至 6646 万，连续 11 个月同比减少。数据显示日本就业形势仍未好转，而疫情严重的东京、大阪等地区因岗位削减，有效求人倍率仍保持在 1 以下。

图 27 日本 Markit 制造业、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 28 日本出口同比增速转负



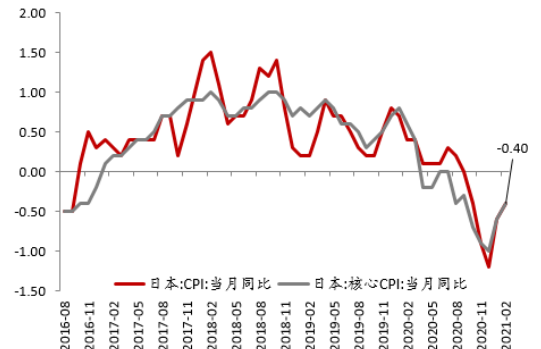
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 29 日本失业率



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 30 日本通胀小幅回升



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

日本经济复苏步伐缓慢，日本央行维持宽松政策。本月日本央行维持基准利率不变，称如果有需要将毫不犹豫加大宽松政策的力度。短期、长期政策利率将维持在目前的水品或更低。日本央行还正式宣布删除 6 万亿日元年度 ETF 购买目标，但维持 12 万亿日元的 ETF 购买上限，将根据需要购买 ETF，并将 10 年期国债收益率目标范围设定在正负 0.25%

之间。日本央行行长黑田东彦称，鉴于经济增长面临下行风险，日本央行将在一段时间内继续实施强有力的货币宽松政策，但在指导政策方面将对金融失衡保持警惕。财政方面，日本财务省公布的数据显示，截至 2020 年年底日本政府债务余额达 1,212.5 万亿日元，创历史新高。受经济长期低迷以及人口老龄化的影响，日本政府采取扩大财政支出以及减少税收的举措，使日本政府债务规模屡创新高。新冠疫情以来日本政府通过了总规模达 108 万亿日元的刺激计划，使得日本债务水平进一步提升，财政收支矛盾进一步扩大。整体来看，日本经济复苏势头仍较为疲弱，仍需要货币及财政政策支持，预计日本央行仍将保持宽松政策。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

三、国内宏观经济回顾展望

(一) 两会圆满收官，确立发展目标

2021年3月5日，全国第十三届人民代表大会第四次会议在北京开幕，李克强总理作《政府工作报告》提出“十四五”时期主要目标任务，同时部署了2021年重点工作。《报告》中指出，虽然我国发展仍面临不少风险挑战，但经济长期向好的基本面没有改变，因此“六稳”、“六保”的基础上以期实现经济复苏与发展。

2021年主要经济社会发展预期目标为：国内生产总值增长6%以上，受2020年的低基数影响，该指标是比较宽松的；城镇新增就业1100万人以上，城镇调查失业率5.5%左右，较去年6%下降0.5个百分点；居民消费价格涨幅3%左右，较去年同样下降0.5个百分点；进出口量企稳上升，国际收支基本平衡。要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，促进经济运行在合理区间。在区间调控基础上加强定向调控、相机调控、精准调控。宏观政策要继续为市场主体纾困，保持必要支持力度，不急转弯，根据形势变化适时调整完善，进一步巩固经济基本盘。

1-2月份经济运行延续了去年以来的稳定恢复态势，经济循环日益畅通，市场预期不断改善。但仍要注意，目前国际形势仍复杂严峻，国内经济恢复基础尚不牢固，所以还需进一步巩固经济发展条件，推动经济持续稳定恢复。

图 31 2021 年与 2020 年政府工作报告要点对比

主要指标	2021 年	2020 年
GDP	6%以上	未提增速具体目标
CPI	3%左右	3.5%左右
城镇新增就业	1100 万人以上	900 万人以上
城镇调查失业率	5.5%左右	6%左右
赤字率	拟按 3.2%左右安排	3.6%以上
地方专项债	3.65 万亿元	3.75 万亿元
特别国债	不再发行	1 万亿元

资料来源：Wind，瑞达期货研究院

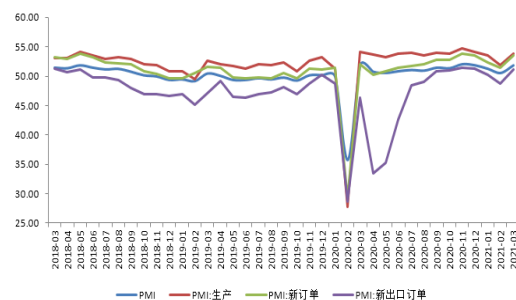
（二）PMI 延续扩张，制造业景气度回升

春节后企业生产恢复加快，制造业恢复良好。中国 3 月官方制造业 PMI 录得 51.9，较上月上升 1.3 个百分点，连续十三个月处于扩张区间，经济维持韧性。从分项上看，3 月生产指数和新订单指数分别为 53.9 和 53.6，分别较上月上升 2 和 2.1 个百分点，说明制造业供需两端同步扩张，供需结构向好。同时，中小企业 PMI 录得 51.6 和 50.4，重回扩张区间，分别较上月上升 2 和 2.1 个百分点。此外，海外经济复苏节奏加快提振外需，叠加国内需求加快释放，进出口也重回扩张区间。3 月份新出口订单和进口指数为 51.2 和 51.1，均处于荣枯线以上。随着美国经济修复预期回升，叠加拜登 1.9 亿政策落地，外需恢复态势良好，促进国内出口，但随着替代效应的逐步减弱，或将面临压力。但需关注的是，大宗商品持续走高带动价格指数回升，通胀压力进一步加大。

消费需求回暖，促使服务业恢复，非制造业大幅回升。3 月非制造业 PMI 录得 56.3，较上月上涨 4.9 个百分点，扩张速度进一步加快。其中，服务业和建筑业景气度回升态势明显。疫苗的持续接种和疫情的有效防控，巩固服务业景气度升至高位，居民消费释放加快服务业恢复步伐。受年初局部疫情以及“就地过年”政策影响较大的住宿、租赁及商业服务、居民服务等行业景气度快速回升，行业活跃度显著改善。除此之外，建筑业重返高位景气区间。3 月份天气转暖，企业集中开工，建筑业施工进度加快，3 月建筑业 PMI 录得 62.3，高于上月 7.6 个百分点。居民购房热情尚存，地产投资维持韧性，推动建筑行业发展。

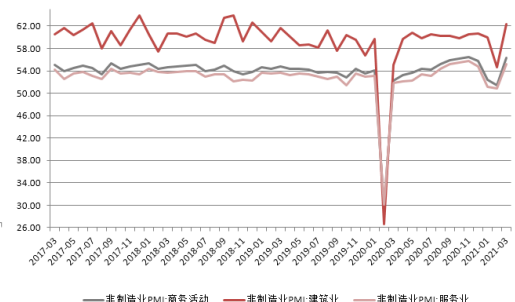
总体来看，3 月份国内 PMI 掉头向上，经济恢复势头加快。制造业供需两端同步扩张，消费需求的逐步释放，带动 3 月制造业以及非制造业景气度回升。同时，制造业与非制造业从业人员指数均有所回升，就业市场有所好转，将为经济的进一步扩张带来有利支撑。随着疫苗持续接种和疫情有效防控，预计二季度经济将进一步恢复，维持在较高区间。

图 32 制造业 PMI 及细分项



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 33 非制造业大幅回升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（三）固投稳定增长，结构持续优化

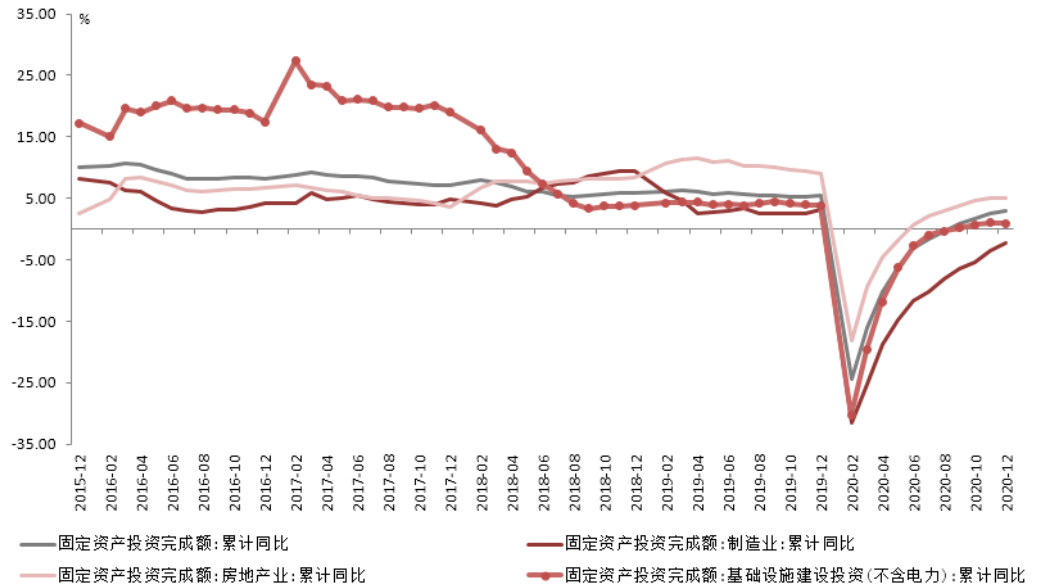
1-2 月份，全国固定资产投资同比增长 35.0%，比 2019 年 1-2 月份增长 3.5%，两年平均增速为 1.7%；从环比看，2 月份固投增长 2.43%。基础设施投资同比增长 36.6%，两年平均下降 1.6%；制造业投资增长 37.3%，两年平均下降 3.4%；地产虽受到政策监管调控压力，但仍保持较高增速，房地产开发投资增长 38.3%，两年平均增长 7.6%，保持韧性。扣除低基数影响后，基建总体呈小幅下降趋势，主要是由于优质项目缺乏，叠加财政、货币政策回归常态化，基建投资上升空间相对有限。需求改善，结构优化，制造业投资或将继续增长。高技术产业投资同比增长 50.1%，快于整体投资增速，体现了固投结构的进一步优化，投资方向正往高技术产业逐步优化，与《报告》中“大力促进科技创新，产业转型升级步伐加快”相对应。总体来说，2 月份国民经济已逐步回归常态，在“六稳”“六保”政策和低基数作用下，固投增速较高。预计 3 月份固投环比增速回落，基建保持下降趋势，地产增速边际放缓，而制造业中高技术产业或将维持高增速。

1. 严冬影响施工进度，基建增速小幅下行

基建投资延续较弱趋势，两年平均增速较低。1-2 月基建投资（不含电力）同比增长 36.6%，两年平均下降 1.6%。扣除掉基数效应后，从基建投资三大类看，水利、环境和公共设施管理业表现最好，其次是电力、热力、燃气及水的供应业，表现最弱的是交运仓储，对应 1-2 月投资增速分别为 42.2%、25.5%、31.0%。水利、环境和公共设施管理业的表现优异，体现出地方财力改善恢复的进度在不断加快。而交运仓储表现疲软主要是受严寒气候影响，冷冻天气拖累户外施工进度。同时，交运仓储也受今年中央财政资金对铁路投资支持力度减弱所影响，从而表现较为疲弱，影响整体基建投资增速。

总体来看，预计接下来基建投资将保持相对平稳的态势。主要原因有两点：一是今年财政支出规模略高于去年。尽管今年财政赤字规模自 3.6% 缩减至 3.2%，但专项债幅度超预期，仅有小幅回落。在财政收入的带动下，整体财政支出规模有望稳定，提振基建投资。二是今年财政资金投放集中于民生领域、债务支出，结构上不利好传统基建，如交运、水利等。在两者共同作用下，或将促使总体基建投资水平处于相对稳定的状态。

图 34 固投增速持续回升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

2. 内外需求持续改善，高技术制造业表现亮眼

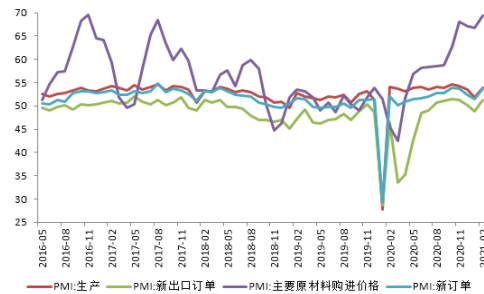
制造业不断恢复，高新技术维持高增。1-2月制造业投资较2019年同期为负增长，两年平均下降3.4%，说明2021年1-2月的累计增长仍未补平2020年同期较正常年份的下降，整体表现并不乐观。从行业看，投资结构显著改善，高技术产业投资发展迅速，同比增长50.1%；其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长50.3%、49.8%。主要原因有两方面，一方面年初疫情反复仍然对制造业投资形成了扰动，影响资本开支动力，另一方面今年春节相对往年较晚，投资有错位。展望未来，在利润逐渐转好的情况下，企业有望加大资本开支，制造业投资或将逐步走好，结构或将进一步优化。

制造业拉动工业增长，工业生产恢复明显。1-2月，规模以上工业增加值同比增长35.1%，好于预期值，较2019年同期增长16.9，两年平均增速为8.1%。虽然1-2月的同比高增速受到了基数效应的影响，但扣除之后工业生产增长仍十分强劲。主要有三个特点：1) 就地过年、稳岗留工政策作用显著。春节期间，企业开工时间总体早于往年。调查显示企业春节期间平均放假天数为7.5天，明显少于正常年份。另一方面，就地过年政策促使员工到岗情况好于往年，提振工业生产。2) 装备制造业和高技术产业增势较快。装备制造业和高技术制造业两年均为两位速增长，恢复速度显著，高科技产业发展已愈发重要。3) 出口带动作用强劲。受海外疫情持续蔓延影响，生产订单回流国内带动工业出口，延续了去年11月份以来较快增长的良好势头，有力带动工业生产加快增长。

而从利润方面看来，1-2月工业企业利润高速增长，同比增长1.79倍，与2019年同期相比，两年平均增长31.2%。外需的快速恢复带动出口相关行业、原材料行业，叠加成本压力明显缓解，共同对工业企业利润起到推进作用。

整体来看，随着国内外需求端的逐渐恢复，叠加我国的出口维持高景气，国内生产动力呈持续上升趋势，推动经济稳健发展，形成良好运行循环。同时在国家大力支持科技创新的背景下，高技术制造业和装备制造业增速扣除掉基数效应后仍将保持较高增速，提振整体制造业发展。

图 35 制造业 PMI 维持高景气



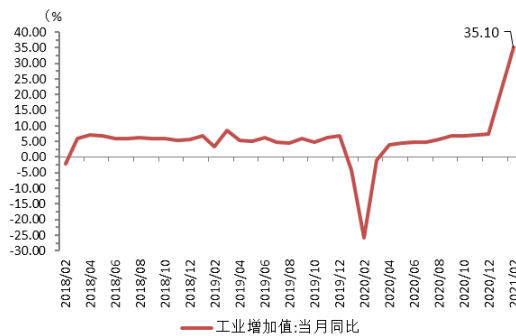
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 36 工业企业利润高速增长



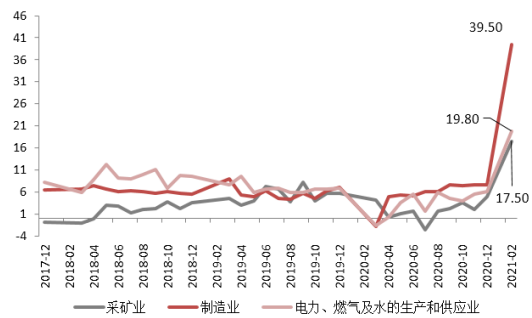
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 37 工业生产增长加快



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 38 三大门类工业增加值当月同比(%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

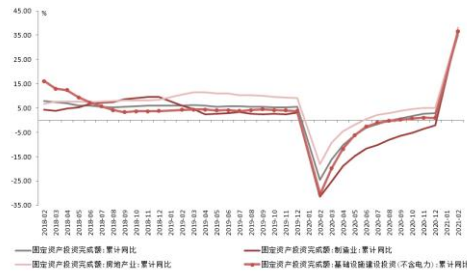
3. 房地产保持韧性，增速或将边际放缓

房地产投资保持韧性，维持增长。1-2月全国房地产开发投资同比增长38.3%，两年平均增速7.6%。一方面，地产销售延续火热，带动房企开发资金表现稳定，暂未出现明显回落。1-2月全国商品房销售面积两年平均增长11.0%。另一方面，房企施工、竣工进度明显加快，超过2019年同期水平，但新开工面积有所走弱。1-2月房屋施工面积两年平均增速6.9%。1-2月房屋竣工面积两年平均增速4.0%。而1-2月房屋新开工面积两年平均增速-

4.8%，低于 2019 年同期增速 6.0%。1-2 月土地购置面积两年平均增长-3%。

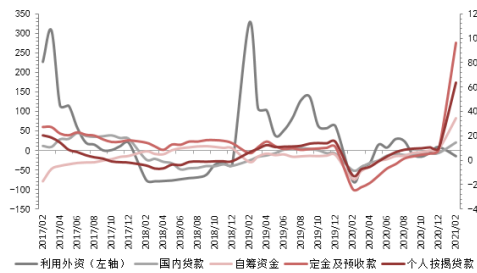
施工、竣工面积保持增长，新开工和土地购置面积两年平均增速为负，意味着房地产企业的精力和资金目前更多倾向于投入前期已开工的存量房地产，对新开工和拿地相对谨慎，同时也受到“集中供地”的影响。此外，在两会上，政府再次强调“房住不炒”及稳地价、稳房价、稳预期，对房地产行业产生下行压力。外加货币政策边际收紧、清理经营贷违规进入房地产市场、“三道红线”等监管方式从资金端和土地端稳定房地产市场，受到这些因素的影响，未来房地产投资增速或将边际放缓。

图 39 房地投资保持韧性



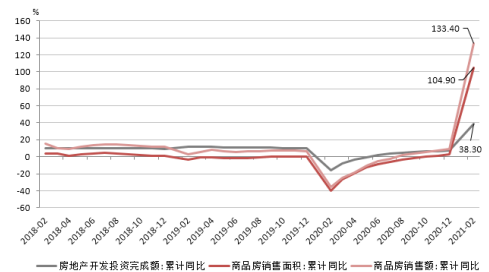
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 41 房地产企业开发资金来源



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 40 房地投资与销售累计同比



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 42 土地购置与新屋开工面积



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

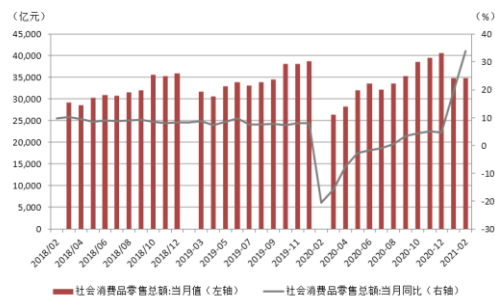
(四) 社零总体缓慢，接触性消费潜力尚存

市场销售保持增长，消费升级类商品销售快速增长。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%。社零增速总体较为缓慢，主要有三个特点：1) 餐饮收入增速较低。1-2 月份，餐饮收入同比增长 68.9%，两年平均下降 2.0%。主要是因为餐饮消费仍旧受到局部地区疫情影响，消费潜力尚未完全释放，叠加春节期间，“就地过年”“居家过年”影响了一部分消费需求，使得餐饮消费增速略显低迷。2) 升级类商品增速比较高，基本的生活消费保持了稳定增长。在升级类商品中，体育娱乐用品类、通讯器材类两年平均增速都达到了 18%以上，增速较

快。基本生活消费类如粮油食品类消费两年平均增长 10.3%，继续保持稳定增长。说明随着经济发展，国内居民条件正逐步改善，消费需求也在逐步升级。3) 网上零售保持较快增长，实体店铺呈现恢复性增长。今年 1-2 月份实物商品网上零售额两年平均增长 16%。而在网上零售保持较快增长的同时，实体店铺在疫情得到有效防控的背景下逐渐恢复性增长。说明消费结构正逐渐发生转变，有利于线上线下购物方式的共同发展，进一步优化居民消费结构。

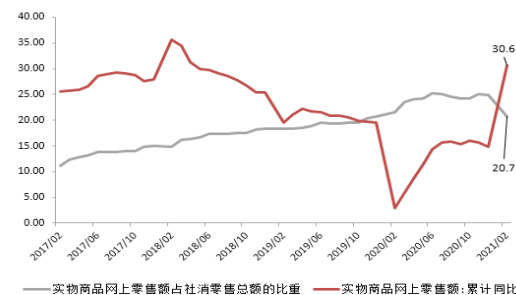
展望未来，可以通过三个方面着手促进消费恢复，释放国内市场潜力：一是提高消费能力。通过稳定扩大就业，促进居民收入的稳定增长，进而提高居民消费能力。二是改善消费环境，提振居民消费信心。进一步巩固好疫情防控的成效，使消费环境得到进一步改善，居民消费的信心得到不断提振。三是全面促进消费。提升传统消费，比如汽车、家电的大宗传统消费。适应网络时代的发展，培育包括网购在内的新型消费。发展健康、文化、旅游等服务类消费。总体看来，除去去年低基数影响，社消仍保持着较低水平增长，接触性消费潜力尚存，还未完全发挥，一季度增速有望恢复至疫情前。

图 43 社零总额及同比增速



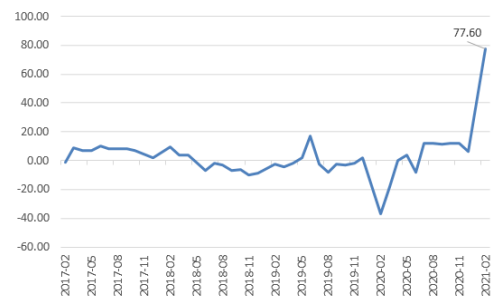
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 45 实物零售增速上升



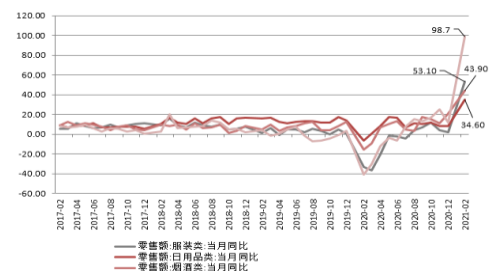
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 44 汽车类商品增速 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 46 社会消费品零售分类增速 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

(五) 进出口保持高景气，外需持续回升

出口增速强势，进口逐渐恢复。以美元计算，1-2 月出口同比增长 60.6%，显著好于预

期 40.0%；进口同比增速为 22.2%。虽然低基数使得 1-2 月进出口同比增速过高，但实际表现仍维持高景气。扣除基数效应后，1-2 月出口较 2019 年同期年均增长 15.2%，进口年均增长 8.2%，均有明显增长。而进口恢复带动了贸易顺差回落。1-2 月贸易差额为 1,032.6 亿美元，显著高于预期，但较 2020 年 4 季度月平均 705.8 亿美元的贸易顺差仍有所回落。

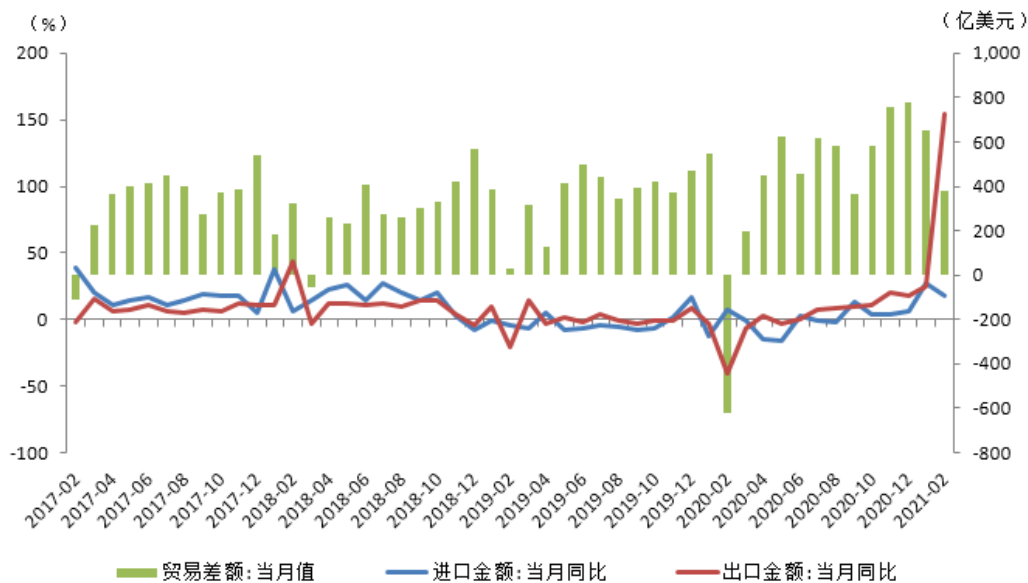
全球经济复苏继续带动中国出口。随着疫苗的大规模接种，全球经济共振复苏，带动中国出口。1-2 月份，中国对主要目的地的出口增速均有较大幅度地上升。即使剔除基数效应，中国对主要目的地的出口较 2019 年同期都有较大幅度增长。其中，对南美洲和东盟的出口较 2019 年同期年均增长了 21.8%和 20.0%，对日本的出口增长较慢，但较 2019 年同期年均增长率也达到了 5.7%。外需的快速恢复，带动出口高速增长，同时也推动国内制造业与服务业的进一步发展。

出口商品呈现结构分化，防疫物资出口继续回落。随着新冠疫苗开始接种，各国对防疫物资的需求有所减少，叠加各国防疫物资生产能力的提升，中国相关商品的出口呈现下滑趋势。1-2 月，用于制造口罩的纺织制品出口较去年 11-12 月减少约 9.0%；医疗器械的出口较去年 11-12 月减少约 14.1%。全球经济共振复苏，带动消费品和电子产品的出口持续向好。扣除基数效应后，1-2 月主要消费品（服装、鞋类、玩具、家具）的出口额较 2019 年同期均有所增长，其中玩具和家具年均增速较快。1-2 月高新技术产品的出口额同比增长 58.2%，较 2019 年同期年均增长 15.7%。展望未来，中国的出口结构将出现调整，高新技术和电子产品将取代防疫物资，成为主要出口动力。

能源和工业设备进口量同比增速稳定。1-2 月，进口较去年同期年均增长 8.2%。从结构来看，煤炭的短期需求缺口在 2020 年底得到补偿，1-2 月的煤炭进口量出现回落。原油和铁矿石的进口量也有所增长。制造业生产强劲，带动机床和集成电路的进口量较 2019 年出现显著增长，分别为 28.3%和 32.5%。在中国经济持续复苏的背景下，进口将延续温和增长。

总体来看，中国的进出口将呈现更加均衡的态势，出口增速较 2020 年下半年将有所回落、但整体仍将保持稳定，进口则将开始回升。但是，消费替代效应已随国外生产恢复逐步衰减，防疫物资、必需品等带来的边际增长效应越来越低，经济恢复下制造业中间品及房产周期带来的产业链机会成为 2021 年出口增长的新动力。

图 47 进出口维持高景气



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（六）通胀压力较小，猪肉价格回落

1. CPI：食品价格由升转降

2月CPI维持低位运行，同比下降0.2%，降幅比上月收窄0.1个百分点；环比上涨0.6%，涨幅比上月回落0.4个百分点。扣除食品和能源价格后的核心CPI同比由上月下降0.3%转为持平，通胀压力较小。

从食品项看，2月食品价格同比由上月上涨1.6%转为下降0.2%，影响CPI下降约0.05个百分点；食品价格环比上涨1.6%，涨幅回落2.5个百分点，影响CPI上涨约0.30个百分点。猪肉处于下行周期，叠加去年同期基数较高，价格持续走低，拖累整体CPI。2月份猪肉价格同比下降14.9%，降幅比上月扩大11.0个百分点；环比由上月上涨5.6%转为下降3.1%。生猪出栏量总体回升，伴随着需求上行速度较为缓慢，猪肉价格回落。从供给方面看，春节期间猪肉集中出栏，供给端得到改善，使得节后猪肉价格迅速回落。从需求方面看，我国生猪需求由于淡季原因而下滑，同时受疫情影响，居民收入增速较低，猪肉价格相对较高，减少需求。春节过后，需求端的季节性走弱，伴随着生猪产能持续恢复，猪肉价格未来趋势仍以降为主，进而对食品价格产生下行压力。而受到春节期间消费需求增加和运输成本上升等因素影响，蔬菜水果价格在1月份的下落后反复，随着严寒气温影响逐步褪去，供应量将逐渐提高，生产和储运成本逐渐降低，预计蔬菜水果价格总体将呈回落趋势。

从非食品项看，2月非食品价格同比下降0.2%，降幅比上月收窄0.6个百分点，影响CPI下降约0.15个百分点；环比上涨0.4%，涨幅比上月扩大0.1个百分点，影响CPI上涨约0.28个百分点。国际原油价格的上涨是主要影响因素，汽油和柴油价格环比分别上涨3.4%和3.7%。在就地过年政策下，居民对于文娱消费的需求有所增加，电影及演出票价格上涨13.0%，恢复态势良好。而剔除食品和能源后，反映终端消费需求的核心CPI同比增速0%，环比上0.2%，核心CPI同比低位运行，反映了居民实际需求仍然偏弱，收入增速较为缓慢，终端消费的恢复依然相对较慢，但同时也说明了通胀压力较小，有利于降低通胀风险。

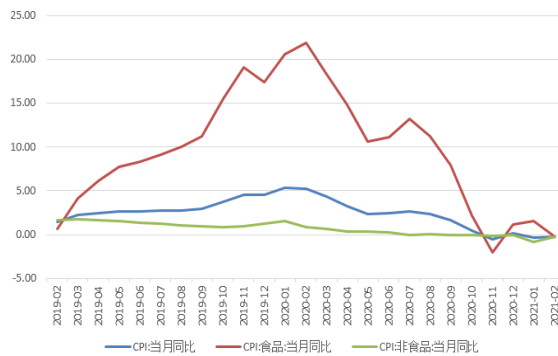
随着供给端恢复快于需求端，CPI或将低位运行。严寒天气的影响逐步减弱，生产和储运成本逐渐降低，蔬菜水果价格总体或将呈回落趋势；而生猪需求端的季节性走弱，伴随着产能逐步恢复，猪肉价格未来趋势仍以降为主。同时，居民收入增速较为缓慢使得实际需求仍然偏弱。总体来看，CPI或将继续低位运行。

2. PPI：大宗商品价持续走高

国际大宗商品价格持续攀升，带动工业品价格继续上行。2月PPI同比上涨1.7%，涨幅比上月扩大1.4个百分点，超预期增长；环比上涨0.8%，涨幅比上月回落0.2个百分点。其中，生产资料价格同比上涨2.3%，涨幅扩大1.8个百分点；生活资料价格下降0.2%，降幅与上月相同。在调查的40个工业行业中，价格上涨的有25个，下降的10个，持平的5个，变化情况与上月一致，说明经济景气程度继续改善。主要行业中，受国际原油价格上涨等因素影响，国内石油相关行业价格继续上涨，上下游产业表现均较突出，环比合计影响PPI上涨约0.45个百分点。随着国内需求上升，加之国际金属类大宗商品价格继续上涨，国内黑色金属和有色金属产业链价格均有所上涨，合计影响PPI上涨约0.24个百分点。与此同时，受天气转暖和春节假期因素影响，供暖及工业用电需求有所减弱，煤炭开采和洗选业、燃气生产和供应业价格有一定程度回落。

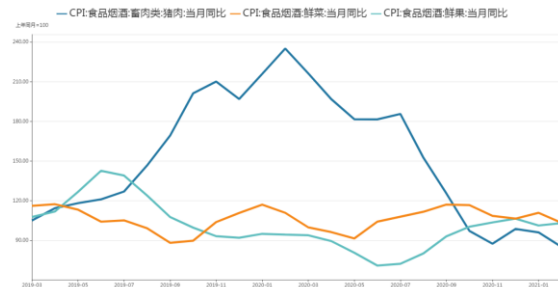
目前，因为担忧美元走强将抑制需求，国际原油价格或将涨势放缓，叠加美国1.9万亿财政刺激，通胀预期或将提高，一定程度上压制大宗商品价格；与此同时，国际大宗商品需求端复苏态势良好，将有效支撑价格提升，叠加去年同期低基数影响，预计3月PPI将延续增长态势，但增速或将放缓。

图 48 食品价格反弹 (%)



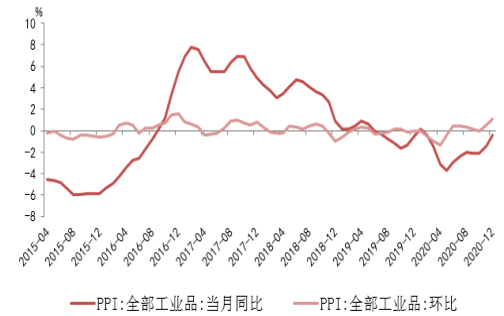
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 50 食品类分项价格表现



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 49 PPI 继续攀升 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 51 原油期货价格持续上升



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(七) 社融增量表现良好，经济活动仍较活跃

2 月社融数据高增，受人民币贷款增量提振。中国 2 月末社会融资规模存量为 291.36 万亿元，同比增长 13.3%。2 月社会融资规模增量为 1.71 万亿元，比上年同期多 8392 亿元。居民和企业中长期贷款大幅增加，是社融超预期增长的核心因素。

中长期信贷高增，经济保持活跃。2 月份新增人民币贷款 1.36 万亿元，同比多增 4529 亿元，高于预期 0.95 万亿元。具体来看，2 月居民贷款增加 1421 亿元，其中，短期贷款同比减少 2691 亿元，中长期贷款同比多增 4113 亿元。非金融企业及其他部门贷款 2 月增加 1.2 万亿元，其中，短期贷款同比增加 2497 亿元，中长期贷款同比多增 1.1 万亿元。在银行控制总的信贷额度的背景下，更倾向于投放中长期贷款，体现实体融资需求仍然旺盛，而短期融资需求则被未贴现银行承兑汇票所替代，也反应了企业的贸易经营活动较为活跃。居民中长期贷款的大量增加，体现地产销售虽然受到监管压力所影响，但仍保持了相当强的热度，居民的购房热情仍存，促使房地产行业维持韧性。

货币供应方面，M2 增速超预期回升。2 月 M1 同比增长 7.4%，增速较上月回落 7.3 个百分点，体现了春节错位影响下，企业发放年终奖金，存款从企业向居民转移。M2 同比增长 10.1%，增速比上月末增加 0.7 个百分点，说明货币政策正常化节奏可控，体现了“转

弯”，但“不急转弯”。从长期来看，今年货币政策主基调仍以“稳杠杆”为主，社融增速或将逐步回落。从短期来看，由于去年3月开始，央行采取一系列宏观政策应对疫情冲击，加大了对货币信贷的投放，使得社融大幅增长。在基数效应影响下，M2和社融存量增速大概率将回落。

四、国内宏观政策保持可持续性

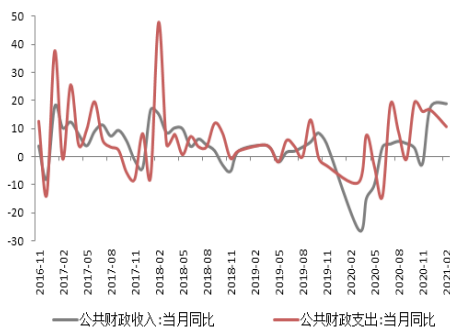
（一）财政政策：提质提效，总量边际收缩

金融数据方面，1-2月公共财政累计同比增长18.7%，两年年均复合增长率为3.4%；增速与同期其它主要经济指标相比并不算快，但已完成全年财政收入预算的21%，为近年来最高值。收入端继续落实“减税降费”，不断完善税收结构。1-2月除房产税、城镇土地使用税外，其余税种全部正增长。主要税种中，国内增值税、企业所得税表现较好，映射经济修复进程尚佳；而外贸环节税种、契税、印花税亦表现较为强劲，反映了同期进出口、地产销售及股票市场的活跃度。从支出端来看，1-2月公共财政支出累计同比录得10.5%，支出进度与近年同期基本持平。分项中，科学技术支出同比增速最快，达到27.6%。与财政部2021年预算草案中提到的“坚持把科技作为财政支出重点领域”的投入方向相贴合。

财政政策指标方面，在2021年，考虑到疫情得到有效控制和经济逐步恢复，积极的财政政策要提质增效、更可持续。今年赤字率拟按3.2%左右安排，比去年有所下调，同时不再发行抗疫特别国债。财政收入恢复性增长，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，建立常态化财政资金直达机制并扩大范围，将28万亿元中央财政资金纳入直达机制、规模明显大于去年，同时确保基本民生支出只增不减。整体来看，与2020年相比，2021年财政政策呈现边际收缩态势。

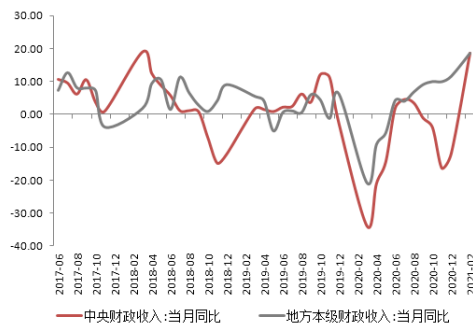
总体来看，排除基数因素后，开年财政收支表现平稳有序。市场最关注的财政空间问题已经落地，财政政策关键指标均超市场预期，而今年地方债额度下达晚于往年，说明对基建投资拉动的节奏也将晚于往年。同时，二季度国内经济在出口支撑下或将维持强劲，为央行化解债务风险、抑制宏观杠杆率上升提供较好的条件，二季度可能是杠杆率回落速度较快的时期。

图 52 财政收入压力增大 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 53 地方财政收入增速下降 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

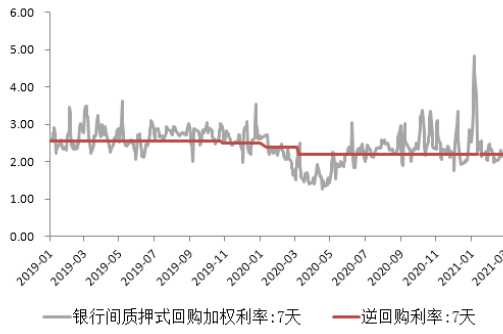
(二) 货币政策：灵活精准，合理适度

货币政策既要促经济，又要稳杠杆。《政府工作报告》提出，2021 年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性，货币政策要灵活精准、合理适度。同时提出两个预期目标：一是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；二是保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。除此之外，《报告》还增加了关于实体经济融资方面的表述，包括进一步解决小微企业融资难题；加大支持普惠金融力度；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。减缓社融增速，实现稳杠杆，同时降低实体融资成本，促进内需修复。

3 月 25 日，央行一季度货币政策委员会例会召开，同去年四季度例会相比，会议公告措辞主要有以下变化：1) “国内经济内生动力增强，但也面临疫情等不稳定不确定因素冲击”，变为“国内经济发展动力积极因素明显增多，但经济恢复进程仍不平衡”。说明央行对经济形势的判断更加乐观，中长期贷款大增，实体经济融资需求旺盛，经济活动保持活跃；而“不平衡”可能指当前中小企业复苏进度较慢，与经济复苏总态势稍有差异。2) 删去了“保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性”、“不急转弯”，改为“灵活精准”，说明央行对于相机决策的空间有所加大。3) 删去“综合运用并创新多种货币政策工具”，表明后续央行将回归到以公开市场操作等传统货币政策工具为主进行政策调控。

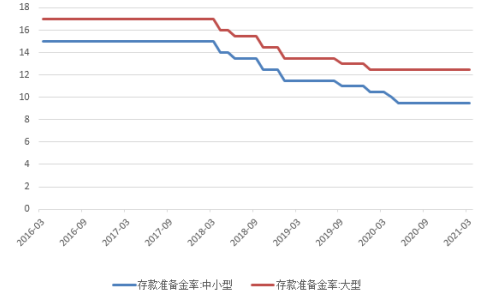
整体看来，货币政策没有急转弯。2 月金融数据表现良好，超出市场预期，中长期信贷高增也说明了经济活跃度较高，复苏持续向好。M2 的增长说明了货币政策正常化节奏可控，体现了“转弯”，但“不急转弯”。在宏观政策常态化的背景下，继续以“稳杠杆”为主基调，坚持稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。

图 54 市场利率多次低于政策利率 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 55 存款准备金率下调 (%)



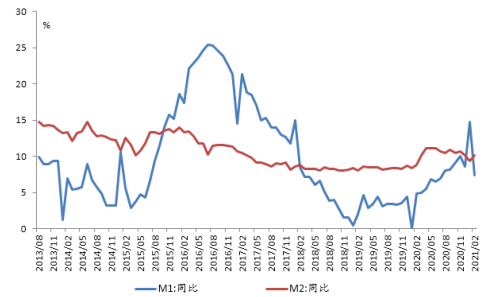
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 56 人民币兑美元中间价



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 57 货币供应量同比增幅



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

研究报告全部内容不代表协会观点, 仅供交流

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。