



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



## 全球经济有所回暖 国内经济表现良好

### 摘要

全球疫情出现下降趋势，经济复苏预期持续升温。随着各国的防疫措施及疫苗接种的有序进行，全球疫情在 2 月出现明显好转，新增确诊和死亡病例数持续降低。全球经济也有所回暖，各主要经济体 2 月 PMI 均有所回升，美国维持强劲复苏，英欧经济前景也有所改善。另一方面，消费需求及国际贸易均出现改善迹象，虽然各国 CPI 仍然低迷，但通胀预期已逐渐升温。强烈的通胀预期推动各国国债收益率走高，近期 10 年期美债收益率从年初的 0.9% 飙升至 1.44%，引发市场动荡，全球股市大幅下挫，美元低位反弹，黄金价格持续下跌。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。

国内消费稳步恢复，经济活动表现良好。受“就地过年”政策影响，零售和餐饮企业销售额同比增长 28.7%，返乡人员减少使得传统特定场景消费需求减少，使得消费额不及往年，但外卖、电影、本地周边游等本地性指标受政策提振从而实现高增，体现出消费需求具有较强的韧性。国内外经济复苏预期增强，通胀水平或将进一步上升，尤其需要关注输入性通胀风险的上升。因此，央行在流动性投放上较为谨慎。1 月社融超预期增长，企业、居民中长期贷款均维持强劲，反应出企业与居民融资需求旺盛。而 M2、M1 剪刀差转负体现实体经济稳定增长。在宏观政策上，国家定调要保持连续性、稳定性、可持续性，在回归常态的大趋势下不急转弯。

## 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 .....	6
(一) 美国：经济复苏前景回暖，刺激法案有望下月通过 .....	6
(二) 英国：封锁措施逐步解除，经济回暖预期升温 .....	9
(三) 欧元区：一季度经济增速将再次下滑，二季度有望迎来复苏 ...	10
(四) 日本：海外需求带动复苏，经济前景仍不明朗 .....	12
三、国内宏观经济回顾展望 .....	14
(一) 国内消费稳步恢复，经济活动表现良好 .....	14
(二) 春节错位高基数，猪肉价格仍上涨 .....	15
1. CPI：由正转负小幅回落 .....	15
2. PPI：大宗商品价格继续攀升 .....	15
(三) 季节效应提振社融，M1 超预期增长 .....	16
四、国内宏观政策回归中性 .....	17
(一) 财政政策：积极的财政政策要提质增效 .....	17
(二) 货币政策：逐渐转向紧平衡 .....	18
免责声明 .....	20

## 图表目录

图 1 全球疫情逐渐好转 .....	4
图 2 疫情防控措施趋严导致服务业受到冲击 .....	5
图 3 全球国债收益率持续上升 .....	5
图 4 美国四季度 GDP 增速放缓 .....	6
图 5 美国 Markit 制造、服务业 PMI .....	6
图 6 美国零售销售及消费者信心指数 .....	7
图 7 核心个人消费支出同比 .....	7
图 8 营建许可及新屋开工总量 .....	7
图 9 房屋销售总量及房价 .....	7
图 10 失业率及新增就业人数 .....	8
图 11 周初请失业金人数 .....	8
图 12 美国通胀持续回升 .....	8
图 13 美债收益率集体上涨 .....	8
图 14 英国 Markit 制造业、服务业 PMI .....	10
图 15 英国 1 月零售销售大幅下滑 .....	10
图 16 英国 ILO 三个月失业率 .....	10
图 17 英国 CPI 保持低迷 .....	10
图 18 欧元区 Markit 制造业、服务业 PMI .....	12
图 19 欧元区零售销售增速下滑 .....	12
图 20 欧元区失业率 .....	12
图 21 欧元区 CPI 大幅反弹 .....	12
图 22 日本 Markit 制造业、服务业 PMI .....	13
图 23 日本出口同比年内首次转正 .....	13
图 24 日本 12 月家庭支出下滑 .....	14
图 25 日本 1 月 CPI 小幅回升 .....	14
图 26 CPI 小幅回落 (%) .....	16
图 27 PPI 继续攀升 (%) .....	16
图 28 公共财政收入 (%) .....	18
图 29 中央、地方财政收入 (%) .....	18

---

图 30 市场利率多次低于政策利率 (%) .....	19
图 31 存款准备金率不变 (%) .....	19
图 32 人民币兑美元中间价 .....	19
图 33 货币供应量同比增幅 .....	19

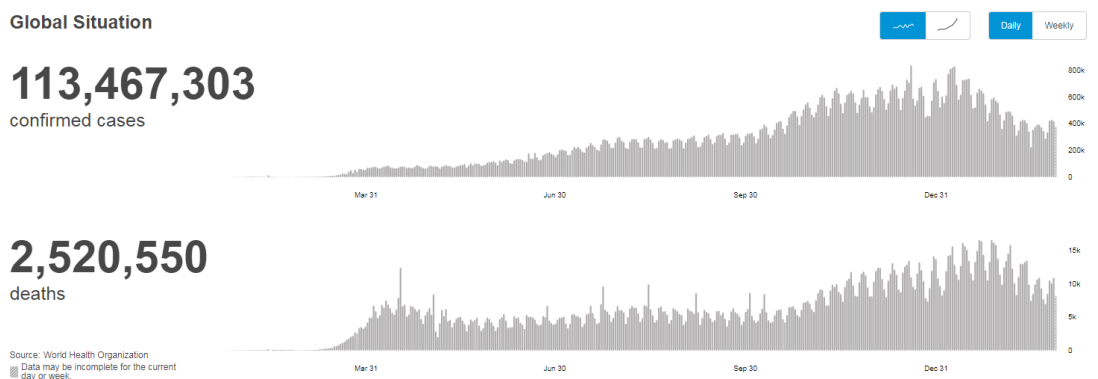
## 一、全球疫情及经济形势

随着各国防疫效果显现以及疫苗接种的持续进行，2月全球疫情逐渐好转。全球新增确诊病例连续六周出现下降趋势，死亡病例也连续三周下降。根据世界卫生组织（WHO）的最新数据显示，截至2021年2月28日，全球新冠确诊超1.13亿人，死亡病例超252万人。其中，美国新冠死亡人数超过50万，超越了美国在一战、二战、越战三场战争中死亡人数之和，但得益于拜登上台后实施了更为严格的防疫措施，美国近段时间疫情已出现明显的好转趋势。另外，得益于第三轮全国封锁，以及疫苗接种的顺利进行，英国疫情大幅好转，死亡率与住院率均大幅下降，英国首相约翰逊在本月下旬宣布自3月8日起开始分阶段解封经济。德、法、日等国的疫情也受到控制，预计3月份将陆续解除部分防疫措施。

根据目前的趋势来看，疫情最坏的时刻可能已经过去，各国疫情防控措施以及疫苗的大规模接种是拉低疫情曲线的主要因素。作为抵御病毒最有效的手段，各国一直在积极推进疫苗的研发，随着辉瑞制药、国药集团、moderna、阿斯利康等公司的疫苗发布，越来越多的国家开启疫苗接种计划。且疫苗的产能也将随着时间而增长，因此疫情对经济的负面效果将逐渐减弱。另一方面，随着冬季过去，天气转暖也能在一定程度上缓解疫情。各国经济有望在二季度迎来较强的复苏。

图 1 全球疫情逐渐好转

Globally, as of 5:31pm CET, 28 February 2021, there have been 113,467,303 confirmed cases of COVID-19, including 2,520,550 deaths, reported to WHO.

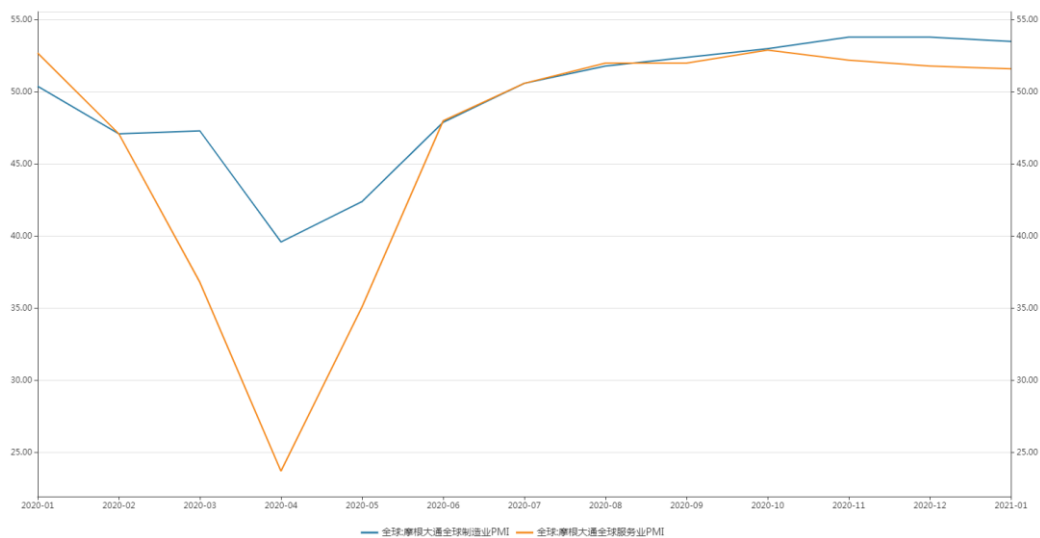


资料来源：wind，瑞达期货研究院

在疫情转好的背景下，全球经济复苏的预期明显升温。各主要经济体2月制造业PMI均有所回升，美国维持强劲复苏，英国服务业PMI小幅回升，但欧元区服务业在防疫措施的影响下继续承压。而受益于全球制造业需求回暖，日本出口受到提振，制造业PMI重回荣枯线上方。经济复苏、持续宽松的货币政策以及美国庞大财政刺激的预期导致全球通胀预期显著

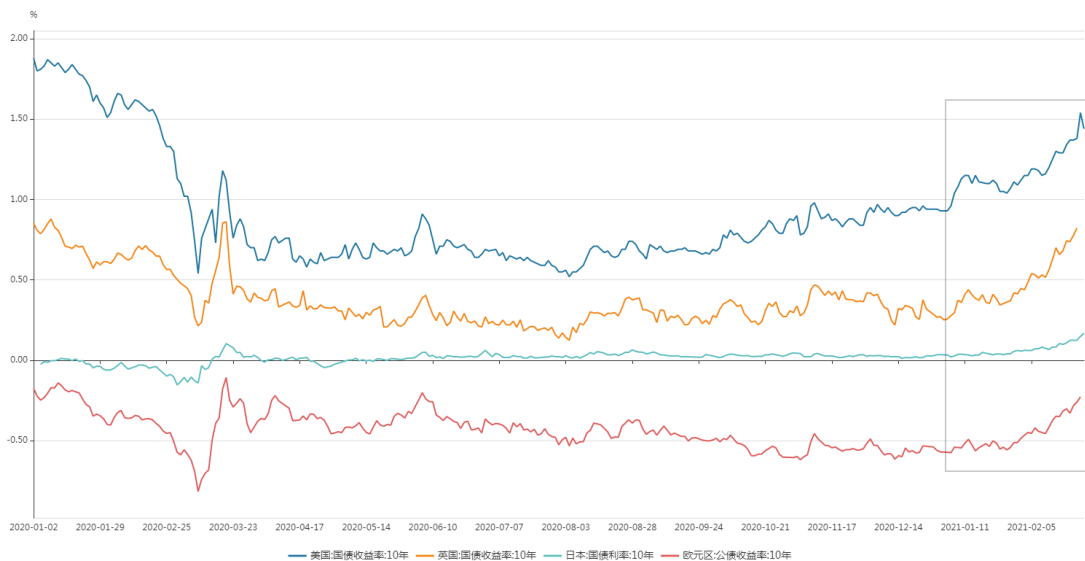
升温，各主要经济体国债收益率集体上涨，美国 10 年期国债收益率一度突破 1.6% 的关键水平。受此影响，2 月国际黄金价格延续跌势，而与通胀有关的原产品材料价格则大幅上涨，COMEX 铜期货价格在 2 月涨超 15%。全球经济回暖也使国际原油价格维持升势。但债市的异动引发全球股市在 2 月下旬大幅下挫。汇市方面，全球通胀预期升温给澳元等大宗商品货币带来提振。英国疫苗接种速度领先欧美，叠加负利率预期降温，使英镑在 2 月维持强势。不过由于美国国债飙升，美元指数在触及近两月低位后大幅反弹，英镑、澳元兑美元均冲高回落，回吐了本月早些时候累积的涨幅。

图 2 疫情防控措施趋严导致服务业受到冲击



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 3 全球国债收益率持续上升



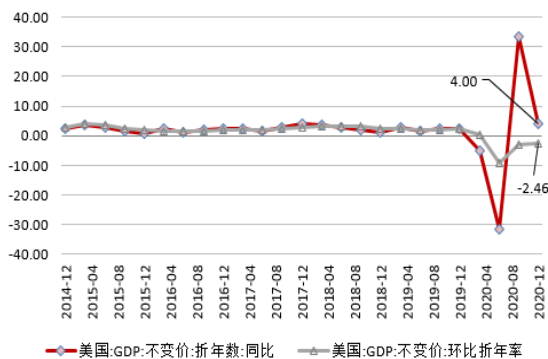
资料来源：wind，瑞达期货研究院

## 二、海外经济与重大事件

### (一) 美国：经济复苏前景回暖，刺激法案有望下月通过

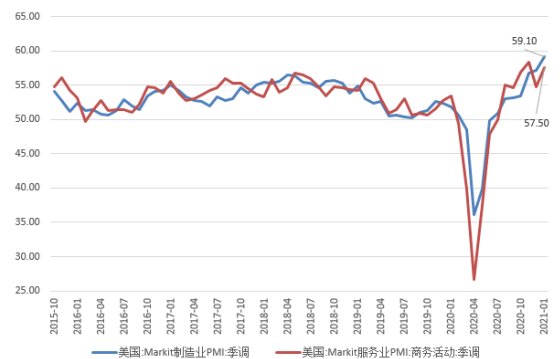
随着疫情降温及对刺激法案的乐观预期，美国经济复苏前景逐渐好转。从领先指标来看，美国 2 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 58.5，较上月创下的历史最高值小幅回落。2 月 Markit 服务业 PMI 初值为 58.9，高于市场预期及前值，连续七个月扩张并创六年高位。这令 2 月美国 Markit 综合 PMI 初值升至 58.8，创近六年来最高，显示美国经济在 2021 年开局保持强劲复苏态势。一方面，得益于拜登上台后采取的更为严厉的防控措施，以及去年 12 月开始的疫苗接种，美国疫情在 2 月份明显缓和，部分地区的限制措施陆续解封，使服务业。另一方面，拜登政府正在推进的 1.9 万亿刺激法案也提振了企业信心。值得注意的是，美国 2 月 PMI 中衡量企业支付与收取的综合物价分项指数创 2009 年有数据记录以来的历史最高，企业成本的飙升暗示未来通胀将进一步上升。

图 4 美国四季度 GDP 增速放缓



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 5 美国 Markit 制造、服务业 PMI

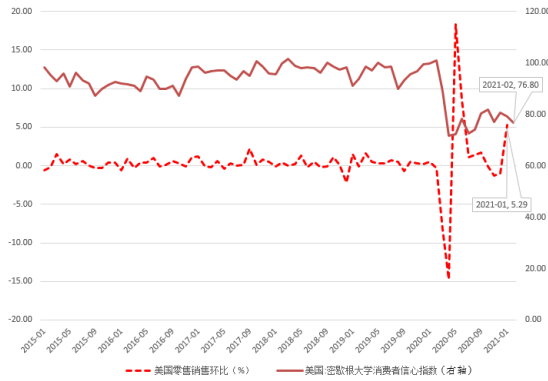


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

零售销售大幅反弹，房地产市场维持强劲。继去年 11 月及 12 月的下降之后，美国 1 月零售销售额环比大幅增至 5.3%，远超市场预期的 1.2%及前值-0.7%；1 月个人支出环比增长 2.4%，较前值上升了 2.8 个百分点。1 月消费者支出意外反弹主要是受到去年 12 月底美国国会通过约 9000 亿美元经济纾困法案的刺激。另外，美国 2 月消费者信心指数从 88.9 升至 91.3，创 3 个月新高。随着美国经济继续摆脱疫情导致的增长放缓，消费者支出有望继续攀升。另一方面，在低利率环境的刺激下，美国购房需求维持强劲，美国 1 月新屋销售总数年化由去年 12 月份的 88.5 上升至 92.3，需求环比激增 4.3%，大超市场预期。1 月营建许可也大幅增长 10.4%，创 2006 年年中以来新高。数据显示美国房地产景气保持火热，有助于美国经济保持扩张。

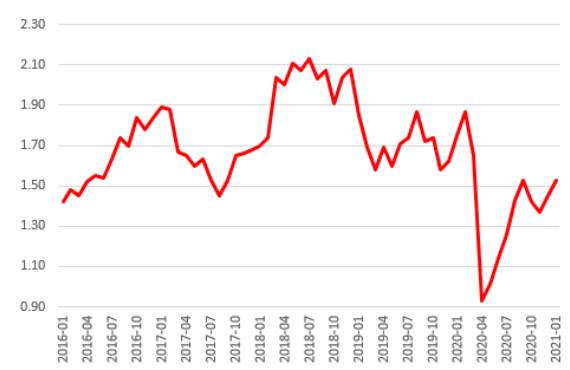


图 6 美国零售销售及消费者信心指数



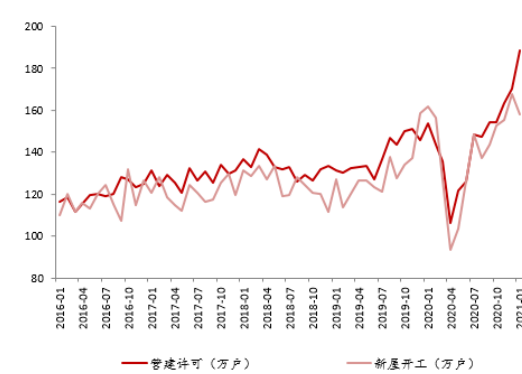
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 7 核心个人消费支出同比



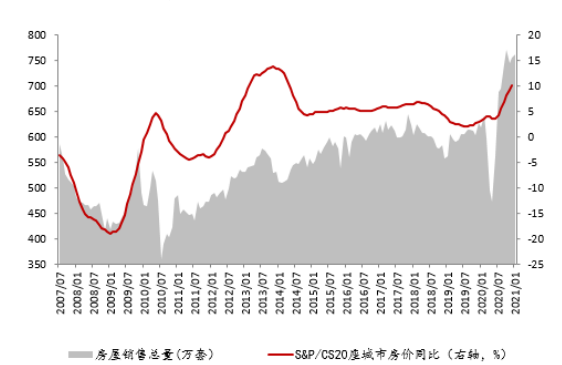
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 8 营建许可及新屋开工总量



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 9 房屋销售总量及房价

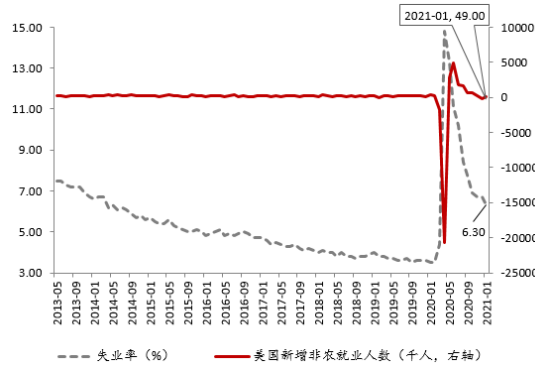


资料来源: Wind、瑞达期货研究院

美国就业市场有所改善, 1 月 ADP 就业人数大增。美国 2020 年 1 月失业率录得 6.3%, 环比下降 0.4 个百分点; 1 月 ADP 就业人数录得增加 17.4 万人, 远超市场预期及前值。其中, 就业人数增加最多的来自卫生保健、社会援助以及专业和商业服务。休闲和酒店业当月增加了 3.5 万人, 建筑业增加 1.8 万人, 制造业就业人数增加 0.1 万人。从高频数据来看, 美国 2 月 20 日当周初请失业金人数录得 73 万人, 改善幅度好于市场预期, 续请失业金人数也减少 10.1 万人。就业数据显示美国就业市场有所复苏, 疫情导致的裁员可能开始放缓。随着越来越多的美国人接种疫苗, 以及即将到来的新一轮财政刺激的帮助, 美国就业状况有望继续改善。

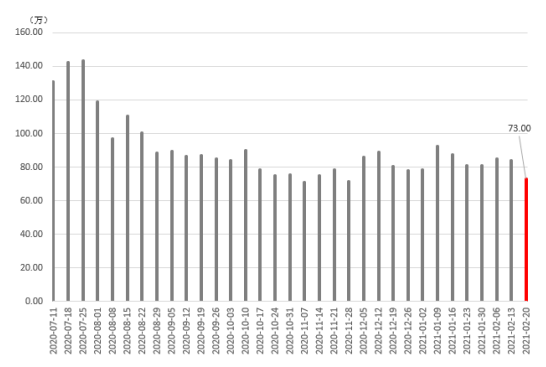


图 10 失业率及新增就业人数



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

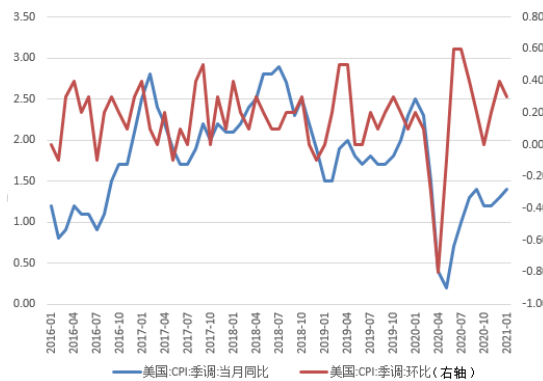
图 11 周初请失业金人数



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

CPI 持续温和上涨，通胀预期不断升温。美国 1 月 CPI 同比增长 1.4%，环比增长 0.3%，连续第 8 个月维持增长。1 月核心 CPI 同比增长 1.4%，低于预期的 1.5%，环比持平。能源价格的回升提振整体通胀温和上涨。随着市场预期美国总统拜登将推出新一轮财政刺激措施、美联储维持超低利率，以及在低基数影响下，未来几月通胀或将持续上涨，二季度末或达到峰值。值得注意的是，年初以来美国国债收益率全线上涨，显示出市场对通胀预期不断升高。

图 12 美国通胀持续回升



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 13 美债收益率集体上涨



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

整体来看，美国 2 月制造业、服务业保持强劲扩张，1 月消费支出大幅反弹，就业数据也有所改善，显示美国经济仍维持强劲复苏态势。虽然 CPI 仍低于美联储目标，但已连续几个月上涨，且在持续宽松的货币政策以及庞大的财政刺激预期下，通胀预期已明显升温。受此影响，近期美债收益率集体加速上涨，美国 10 年期国债收益率一度飙升突破 1.6%，导致对利率及流动性较为敏感的资本市场陷入动荡，美国三大股指均大幅下挫。不过美联储官员近期表态称无需对收益率上升过分担忧，2 月下旬美联储主席鲍威尔在国会听证会

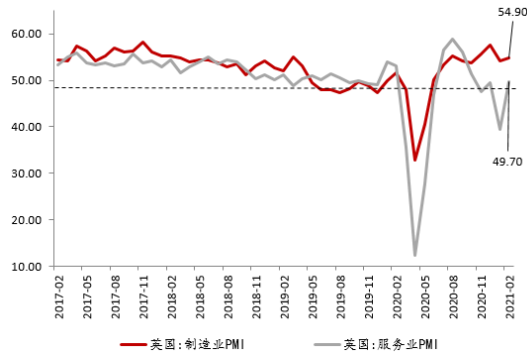
上表示，经济复苏远未达到目标，并且未来路径也很不确定。疫情影响下的部分行业物价“依然温和”，预计美国通胀将会在今年3月和4月短暂上扬，但通胀的整体动向并没有实质性改变，不太可能会上扬至令人感到棘手的地步。另外，鲍威尔还承诺即便是经济前景得到改善，也不会轻易收紧货币政策。财政政策方面，目前美国众议院通过了拜登政府提出的1.9万亿美元经济刺激计划。该计划将支付疫苗和医疗用品的费用，并向家庭、小企业、州和地方政府提供新一轮紧急财政援助，并包括直接支付给个人的1400美元。按照立法流程，该法案将在3月上旬在参议院进行表决，但两党在部分核心条款仍存在较大分歧，刺激法案仍有缩小规模或者再度推迟通过的可能性。

## （二）英国：封锁措施逐步解除，经济回暖预期升温

英国计划解封经济，经济前景有所好转。随着近两个月的封锁以及疫苗接种的顺利实施，英国政府宣布自3月8日起将逐步解除疫情封锁，这使英国经济复苏前景受到提振。从近期的数据来看，英国2月制造业PMI初值录得54.9，好于预期及前值。服务业PMI也从1月的39.5大幅回升至49.7。HIS Markit的调查显示企业对未来一年的预期改善至近七年来的最高水平。尽管由于第三轮全国封锁导致英国一季度经济陷入双底衰退的风险大增，但2月PMI数据好转，叠加3月即将解除封锁措施，英国经济有望加速复苏。

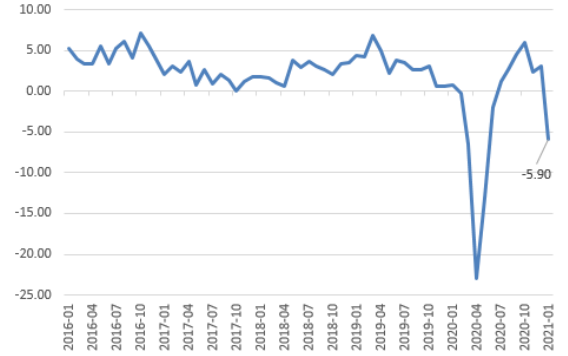
经济解封有望带动消费、就业回暖。受疫情防控封锁措施影响，英国1月零售销售同比大幅下滑8.2%，为由记录以来第二大同比降幅。不过随着疫情逐渐好转以及3月开始的分阶段解封经济，消费有望受到提振。从消费领先指标来看，英国2月GfK消费者信心指数回升至-23，创近一年前疫情爆发以来最高，显示消费者对经济前景保持乐观态度。随着限制措施分阶段解封，只要疫情没有大幅反弹而影响解封步伐，那么未来几个月英国的消费增速有望提速增长。就业方面，在近两月封锁措施的影响下，英国12月三个月ILO失业率上升至5.1%，创下2016年第一季以来最高。不过英国国家统计局公布的另一项数据显示，1月企业的在职员工人数较12月增加8.3万个，创下2015年1月以来最高，显示就业市场在2021年初有所好转。英国政府此前通过一项成本高昂的就业保障计划，预计到4月30日的预定到期日，该计划的成本将达到700亿英镑。英国央行表示在计划届期失效之后，失业率将在2021年中旬跳升至近8%。不过市场预计英国财政大臣苏纳克将在3月3日的预算声明中宣布展延援助就业计划。且随着经济解封，服务业将加速复苏，就业市场有望企稳回暖。

图 14 英国 Markit 制造业、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

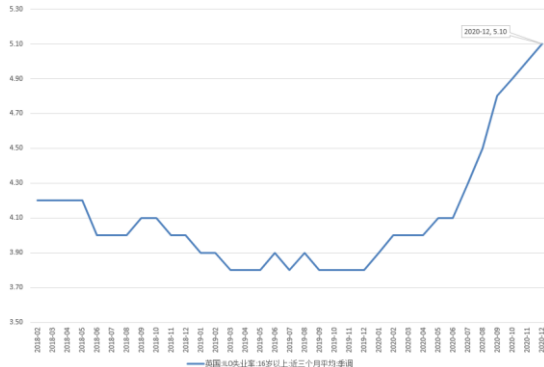
图 15 英国 1 月零售销售大幅下滑



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

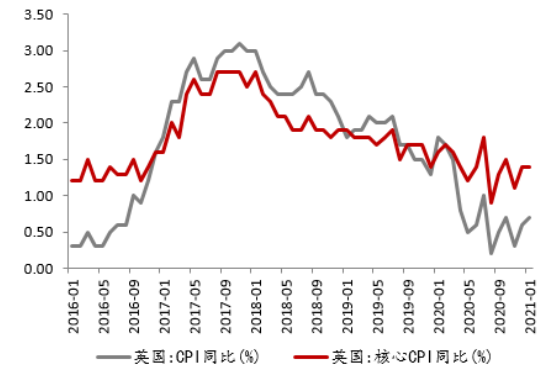
整体来看，在第三轮封锁措施的影响下，英国 1 月份经济大幅下滑。不过目前英国疫苗接种进度领先全球，叠加严格的防疫措施，2 月以来疫情出现明显好转，死亡率及住院率大幅下降。从二月的数据来看，疫情对英国经济的影响已有所减弱，另外，首相约翰逊宣布自 3 月 8 日起分阶段解封经济，因此英国经济在未来几月有望加速复苏。货币政策方面，英国央行也和美国联储一样淡化通胀预期，表示不会收紧货币政策。英国 1 月 CPI 环比录得 -0.2%，创去年 8 月以来新低。同比上涨 0.7%，较上月上升 0.1 个百分点，仍远低于英国央行 2% 的目标，显示整体通胀仍然低迷。虽然近期市场对通胀上行的担忧加剧，但英国央行表示“通胀风险大体平衡”，预计在 2022 年和 2023 年初，通胀只会小幅超出目标。英国央行行长贝利称不太可能因为消费物价的暂时升高而收紧货币政策。

图 16 英国 ILO 三个月失业率



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 17 英国 CPI 保持低迷



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

### （三）欧元区：一季度经济增速将再次下滑，二季度有望迎来复苏

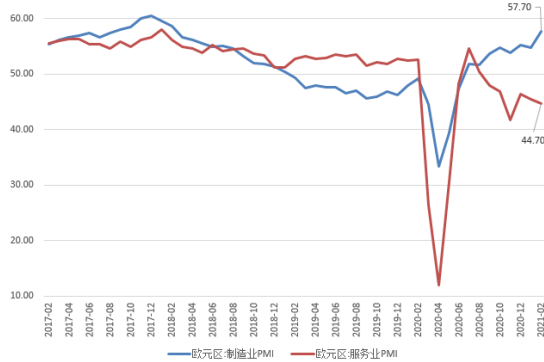
制造业支撑欧元区经济，服务业仍受疫情冲击。受益于全球需求回暖，欧元区 2 月制造业 PMI 初值录得 57.7，好于预期及前值，创下 3 年来高点。不过受防疫封锁措施的影响，

欧元区服务业仍十分低迷,2月服务业PMI初值录得44.7,较上月再次下滑0.7个百分点。在制造业的带动下,2月综合PMI上升了0.6个百分点至48.1,已连续五个月下滑。数据显示欧元区一季度经济将再次陷入萎缩。不过得益于疫情逐渐控制以及疫苗接种的进行,2月份的商业预期升至2018年3月以来的最高水平。若疫苗接种能够顺利进行,疫情对经济的负面影响将逐渐减弱,经济解封后将帮助服务业、制造业将加速扩张,下半年欧元区有望出现强劲复苏。

就业,消费增速企稳,潜在通胀预期升温。尽管疫情持续恶化以及防控措施收紧导致许多企业暂停服务,但欧元区12月失业率仍维持在8.3%,失业人数增加5.5万至1367.1万人。其中,25岁以下年轻人失业率为18.5%,上升0.4个百分点。消费方面,欧元区12月零售销售环比增长2%,好于预期的1.6%,圣诞节购物总体上推动了去年12月欧元区零售销售的增长,其中服装和鞋类销售激增。从消费领先指标来看,欧元区2月份消费者信心指数由1月份的-15.5升至-14.8,显示消费者对未来经济的预期有所升温。随着疫情逐渐好转,以及疫苗接种的持续进行,疫情对欧元区经济的影响也将逐步减弱,消费及就业市场有望在二季度企稳回升。值得注意的是,在经历了罕见的连续五个月的负增长后,1月欧元区通胀水平显著上升,并大超市场预期。1月CPI环比录得0.2%,同比录得0.9%,较去年12月份大幅反弹,核心CPI同比也大幅上涨至1.4%。通胀上涨与低基数效应有关,未来几月将延续反弹。不过由于目前欧元区仍处于经济衰退期,通胀中枢的上行压力依然较弱,料不会对欧洲央行的货币政策决定不会产生重大影响。

整体来看,受疫情反弹的影响,欧元区1、2月经济增速放缓,一季度经济大概率再次陷入萎缩。不过随着疫情在2月逐渐好转,欧元区各成员国有望在3月开始解除部分封锁措施,服务业商业活动将快速复苏,带动二季度经济重回增长。货币政策方面,欧洲央行行长拉加德表示,新冠肺炎疫情对欧洲经济复苏仍然造成潜在威胁,仍需维持宽松货币政策对经济进行支持。欧洲央行将继续实施大规模刺激措施,以重振遭受衰退打击的经济,但需要各国政府继续支出。拉加德表示,疫苗接种工作的推进令人看到“隧道尽头的光明”,但是疫情形势接下来如何发展仍不确定。目前欧盟的新冠疫苗接种因早期的疫苗供应受阻而显著落后于英美,根据彭博社数据,欧盟当前为每100人完成6剂接种,而英国和美国对应的比例则分别为27剂/100人和20剂/100人。本月向辉瑞和Moderna新订购数亿剂疫苗后,欧盟预期在8月底之前对75%的成年人口完成接种,但授权、生产、分发和接种仍面临多重困难。

图 18 欧元区 Markit 制造业、服务业 PMI



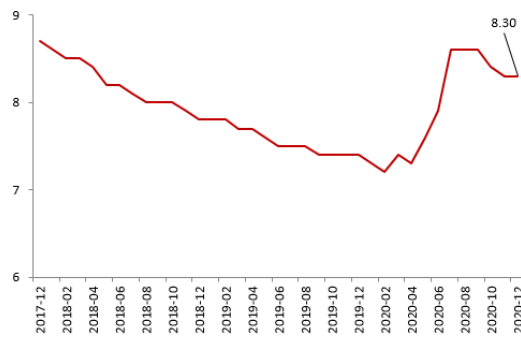
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 19 欧元区零售销售增速下滑



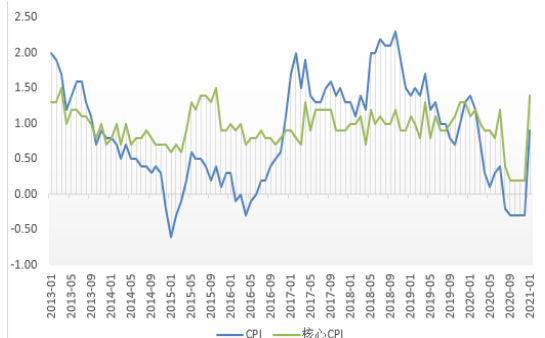
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 20 欧元区失业率



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 21 欧元区 CPI 大幅反弹



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

#### (四) 日本: 海外需求带动复苏, 经济前景仍不明朗

随着全球经济在 2 月企稳复苏, 海外需求扩张给日本经济带来希望。从领先指标来看, 日本 2 月 Markit 制造业 PMI 录得 50.6, 比上月上升 0.8, 重回荣枯线上方, 为 2018 年 12 月以来最高。制造业景气度回升主要得益于国内、尤其是国外新订单的增加, 产出也有所提高。2 月服务业 PMI 为 45.8, 比上个月下降 0.3 点, 处于 4 个月以来的最低值, 这与近 2 个月以来日本疫情防控相关。数据显示日本经济有所复苏, 但服务业仍受疫情影响。得益于海外需求的复苏, 日本 1 月份出口比上年同期增长 6.4%, 达 5.78 万亿日元, 这是继去年 12 月份之后连续两个月增加。其中, 日本对中国出口较上年同期增长 37.5%, 为 2010 年 4 月以来最大单月增幅, 带动了整体上升, 主要为有色金属和半导体制造装置出口增长。

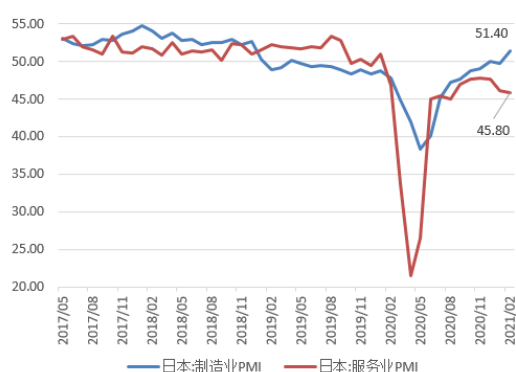
消费支出仍然疲弱, 物价持续下跌。虽然日本经济受到海外需求复苏提振, 不过本国的消费仍受疫情抑制。日本 12 月家庭支出环比增加了 0.9%, 但同比下降 0.6%, 为三个月来首次下降。1 月季调后零售销售环比录得-0.5%, 降幅较上月有所收窄, 已连续三个月下降。今年年初日本再次进入紧急状态, 此前推出的旅行、外出就餐等消费刺激措施被迫叫



停，使国内消费再度受到抑制。而日本政府2月初再次宣布延长10个府县的紧急状态，因此消费支出短期内仍将承压。在内需疲弱的背景下，日本的物价也持续下跌，日本1月去除生鲜食品的核心CPI同比下跌0.6%，连续6个月同比下降。其中，汽油、电、煤气等能源产品价格，以及私立大学学费、酒店住宿费等继续同比下滑。预计日本通胀在疫情影响下仍将继续下滑。

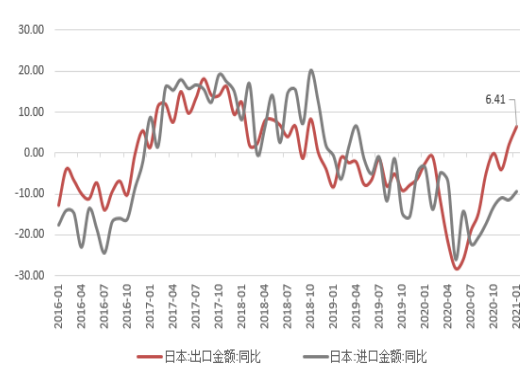
整体来看，虽然全球需求回暖拉动了日本制造业出口，但由于年初日本再次进入紧急状态，商业活动和消费受到抑制，日本一季度经济将再次陷入萎缩。日本财政大臣麻生太郎2月24日表示，与去年四季度相比，日本一季度GDP毫无疑问会下降，但目前没有考虑采取新的刺激措施。鉴于日本的巨额公共债务，财政可持续性对日本非常重要。货币方面，近期全球债券收益率集体上涨，日本10年期国债收益率升至0.175%，这是自2016年1月日本央行开始实行负利率以来的最高水平。日本央行表示希望将日本的国债收益率曲线维持在较低水平，并警告经济前景仍充满不确定性。目前来看，虽然日本一季度经济再次萎缩难以避免，但已有复苏迹象，未来的关键在于何时解除紧急状态。2月中旬日本正式批准美国辉瑞疫苗投入接种，疫情对日本经济的影响将逐渐减弱。3月份日本部分地区有望解除封锁措施，预计二季度经济将有望迎来增长。

图 22 日本 Markit 制造业、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 23 日本出口同比年内首次转正



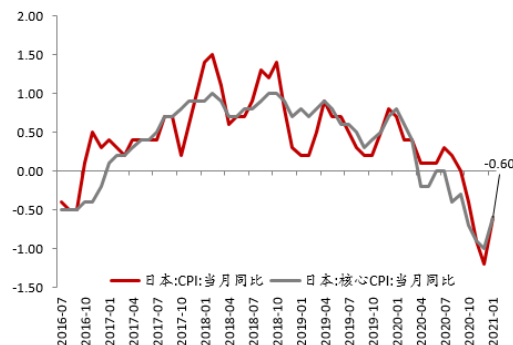
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 24 日本 12 月家庭支出下滑



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 25 日本 1 月 CPI 小幅回升



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

### 三、国内宏观经济回顾展望

#### (一) 国内消费稳步恢复，经济活动表现良好

疫情防控工作落实到位，经济活动好于预期。2 月份，“就地过年”政策提振消费，零售和餐饮企业销售额同比增长 28.7%，返乡人员减少使得传统特定场景消费需求减少，使得消费额不及往年，但外卖、电影、本地周边游等本地性指标大幅增长，体现出消费需求具有较强的韧性。中国 1 月社融超预期增长，人民币贷款增长为主要因素，企业中长期贷款、居民中长期贷款均维持强劲，反应当前企业与居民融资需求旺盛。另外，1 月 M2-M1 剪刀差由正转负，实体经济维持稳定增长。在保持流动性合理充裕的前提下，预计一季度 M1 同比增速将保持下行趋势。

海外疫情反复，制造业需求端受到影响。伴随着一月海外疫情反复，对外需造成明显抑制，导致新出口订单指数大幅下降至收缩区间，是制造业 PMI 回落的主要原因，同时叠加春节前后传统淡季因素，制造业 PMI 表现不及预期。一季度制造业总体仍处复苏期，“就地过节”政策使得复工进度或将早于往年，预计 2 月制造业表现将好于预期。受春节错位高基数效应影响，国内 1 月 CPI 小幅下降。食品中，鲜菜、鸡蛋及猪肉的价格有所上涨。非食品中，受国际原油价格波动影响，汽油、柴油和液化石油气价格上升。随着国内外经济复苏预期增强，通胀幅度或将扩大，尤其需关注输入型通胀，预计二月份 CPI 环比涨幅将继续上升，同比涨幅受高基数影响或将处于低位。在此背景下，央行大规模市场投放的必要性降低，流动性预计将维持中性。



## （二）春节错位高基数，猪肉价格仍上涨

### 1. CPI：由正转负小幅回落

中国 1 月 CPI 同比涨幅由上月上涨 0.2% 转为下降 0.3%，主要是由于春节错月导致去年同期对比基数较高所导致。尽管食品需求增加与极端天气推动 1 月食品价格上涨，但对 CPI 同比增速影响幅度小于高基数效应对 CPI 同比增速拉低的幅度，使得 CPI 增速小幅回落。

从食品项看，1 月食品价格环比上涨 4.1%，是本月 CPI 的重要贡献项，涨幅较上月继续扩大，主要原因是今年寒冬天气影响了鲜菜等食品的运输、供应，成本的上升带动鲜菜价格上涨 19%；产蛋鸡存栏的下降使得蛋类价格上涨 11.1%；同时肉类消费量的增加和饲料成本的上升导致畜肉价格阶段性反弹，猪肉价格上涨 5.6%。“就地过年”的趋势并未对食品价格产生明显的额外影响，但春节来临进一步提振消费需求，叠加成本持续上升，食品价格或将继续提高。

从非食品项看，随着居民消费的继续复苏，生活用品及服务、教育文化娱乐、其他用品及服务大类环比涨幅扩大。1 月部分地区疫情出现反复，其影响主要体现在对出行类服务的影响，机票、旅行社收费价格下降较多。但由于油价上升较快，带动交通通信类 CPI 明显上涨。受国际原油价格波动影响，汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨 4.2%、4.6% 和 5.0%。而剔除食品和能源后，核心 CPI 同比下降 0.3%，首次出现负值，其主要原因是受服务价格同比下降较多所致。年初多地疫情反弹，导致居民对于线下消费服务和交通出行等的需求减少，交通和通信项同比持续负增长，教育文化和娱乐项目涨幅回落。

总体来看，去年 2 月由于强力的疫情防控政策导致的物流中断，物价水平上涨明显，同比基数较高，对一季度 CPI 同比有抑制作用。而随着春节到来，消费需求及成本进一步提升，将推动各类食品价格提高，CPI 环比涨幅将继续上升。今年春节前的高频数据来看，“就地过年”的趋势并未对食品价格产生明显的影响，叠加高基数效应，预计 2 月 CPI 同比仍处低位。

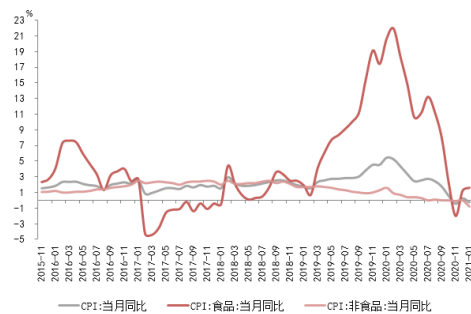
### 2. PPI：大宗商品价格继续攀升

国际大宗商品价格持续攀升，带动 PPI 同比由降转增。从环比看，国内需求持续改善，原油、铁矿石等国际大宗商品价格延续上涨势头，带动 PPI 上涨 1.0%。从同比看，PPI 由上月下降 0.4% 转为上涨 0.3%。主要影响因素有两点，一方面，国内生产的稳步增长和工业需求的持续释放拉动了上游商品的价格，加之寒潮低温天气频发，民取暖用

电和工业用电需求大幅增加，提振了能源类原材料的需求，煤炭价格显著抬升，煤炭开采和洗选业 PPI 环比上涨 6.4%。另一方面，随着美国财政刺激计划的落地，全球通胀预期迅速抬升，原油、铁矿石等大宗商品价格涨幅较大，带动石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、石油、煤炭及其他燃料加工业 PPI 环比分别上涨 8.2%、4.9%、5.3%。国际大宗商品价格的持续上涨是 PPI 回升的主要原因，大宗商品价格的不断提高带动相关产业价格，最终使得 PPI 延续上涨趋势。

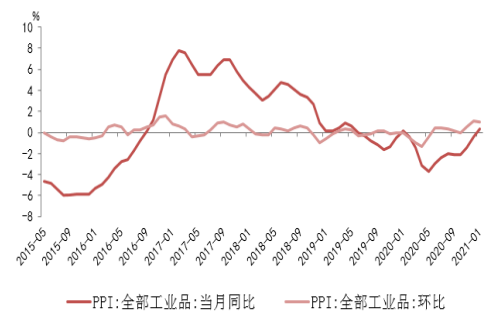
PPI 再通胀趋势强劲，未来将持续回升。2 月以来，在春节期间“就地过节”的政策背景下，节后返工速度较往年同期可能加快，生产有望更快恢复。同时，春节期间疫情防控效果明显，国内需求恢复稳定，将推动大宗商品价格上行，促进相关上游工业品价格回升，预计 2 月 PPI 仍将继续走高，延续复苏态势。

图 26 CPI 小幅回落 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 27 PPI 继续攀升 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

### (三) 季节效应提振社融，M1 超预期增长

1 月社融超预期增长，显示经济稳步复苏。1 月末社会融资规模存量为 289.74 万亿元，同比增长 13%，较上月回落 0.3 个百分点。中国 1 月社会融资规模增量为 5.17 万亿元，比上年同期多 1207 亿元。人民币贷款的大幅增加，是社融增量上升的核心因素。虽然受到融资类信托严监管的影响，新增信托贷款同比减少，但 1 月份是商业银行传统的信贷集中投放时间，季节效应强于监管影响的幅度，同时由于去年与今年春节的错位，社融增量扩大。

春节刺激消费需求，人民币贷款同比增加。1 月份人民币贷款增加 3.58 万亿元，同比多增 2400 亿元。具体来看，1 月居民贷款增加 1.27 万亿元，同比多增 6359 亿元；其中，短期贷款同比多增 4427 亿元，中长期贷款同比多增 1957 亿元；非金融企业及

其他部门贷款增加 2.55 万亿元，同比少增 3100 亿元，其中，短期贷款同比少增 1944 亿元，中长期贷款同比多增 3800 亿元，票据融资同比多减 5001 亿元。春节到来进一步刺激居民消费需求，推动居民短期贷款的增加。企业中长期贷款显著增长，意味着企业对未来经济仍保持乐观态度，政策对制造业投资的支持效果仍在持续显现。两者共同作用，新增人民币贷款同比增加。预计春节后，在“房住不炒”的基调下，居民中长贷增速或将收紧，整体信贷结构将持续优化。

货币供应方面，M1 同比增长 14.7%，增速分别比上月末和上年同期高 6.1 个和 14.7 个百分点，高于预期。M2 同比增长 9.4%，增速比上月末低 0.7 个百分点，比上年同期高 1 个百分点。M2 回落主要有两个原因。一是 1 月为缴税大月，从而拉低 M2 同比增速。二是“就地过年”政策，使得居民对现金需求降低，使得 M2 同比增速下降。M2-M1 剪刀差由正转负，说明资金流入实体，有助于推动经济复苏。在“稳字当头，不急转弯”的政策背景下，预计一季度货币流动性在合理的前提下逐步收紧。

## 四、国内宏观政策回归中性

### （一）财政政策：积极的财政政策要提质增效

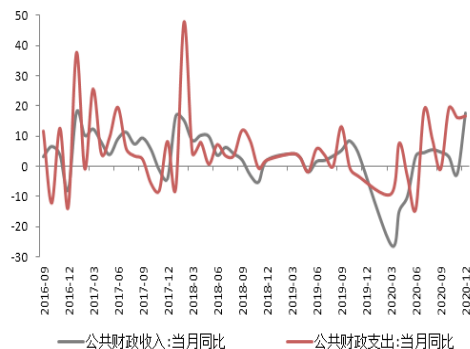
2020 年的财政负重前行，有利地支持了疫情防控、确保中低收入人群生活稳定和脱贫攻坚、减税降费避免企业大规模破产倒闭、扩大赤字确保基层政府运转。一系列财政政策与货币政策共同作用，确保了经济社会的稳定运行，中国经济成功走出 V 型区间，成为全球唯一正增长的主要经济体，宏观政策效果显著。

近日，财政部、工业和信息化部印发通知，决定通过中央财政资金进一步支持中小企业“专精特新”发展，加快培育一批专注于细分市场、聚焦主业、创新能力强、成长性好的专精特新“小巨人”企业，助力实体经济特别是制造业做实做强做优，提升产业链供应链稳定性和竞争力。这与“在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为”的定调相符，说明财政支出重点正转变为推动科技创新、优化经济结构。

随着两会即将举行，2 月 26 日政治局会议对财政货币基本明确方向，仍要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性。我国多次对宏观政策方向的定调，体现出目前经济恢复态势良好，社会总体趋于稳定。在稳定宏观杠杆率要求下，政策基调将由“积极有为、注重实效”转为“提质增效”，大规模、非常规的刺激性财政政策将会逐步退出，经济社会将从应激状态逐渐走向统筹疫情防控和经济社会发展的正常状态。预计财政紧平衡将成常态，但不会急转弯，在保证适度支出力度的前提下，调整财政规模，优化经济结

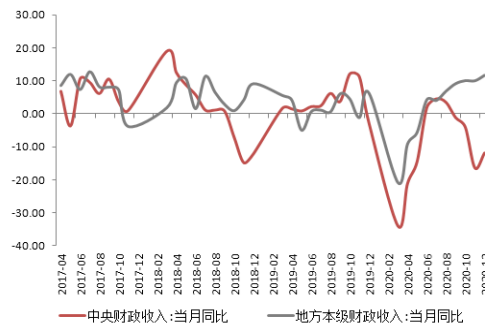
构。需密切关注3月5日两会上对于我国2021年的宏观政策、目标的制定及工作报告。

图 28 公共财政收入 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 29 中央、地方财政收入 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

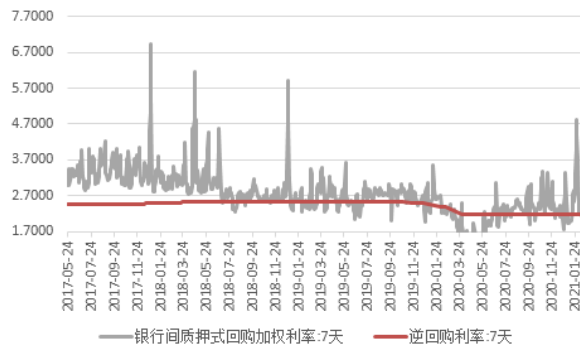
## (二) 货币政策: 逐渐转向紧平衡

2月8日,央行发布《2020年第四季度中国货币政策执行报告》,政策描述上较三季度增加了“稳字当头,不急转弯”与政治局会议表述相呼应,说明当前货币政策并未出现明显转向,这有利于稳定市场预期。而从央行7+14天公开市场操作以及解读的角度来看,表明央行对资金面不缺不溢,把好货币供应总闸门,保持流动性合理充裕的态度。随着国内经济持续复苏,货币政策也将逐渐恢复常态,不过当前外部环境依旧复杂,全球经济复苏仍具不确定性,预计一季度内货币政策将平稳地向紧平衡转变。

2月18日,央行转发金融时报文章称,当前已不应过度关注央行操作数量,否则可能对货币政策取向产生误解,重点关注的应当是央行公开市场操作利率、MLF利率等政策利率指标,以及市场基准利率在一段时间内的运行情况。央行多次定调货币政策方向,与《报告》描述相符合,说明长期来看,弯还是要转的,但是不会急转弯,货币政策尚且不会全面收紧,预计短期内仍将以稳为主,不用担忧货币政策的突然紧缩。

春节期间,国内疫情防控工作落实到位,“就地过年”政策提振消费,表现好于预期,使得流动性短期内仍处于相对宽裕状态,央行大规模市场投放的必要性降低,流动性预计将维持紧平衡。在转弯初期,央行货币政策更着重在精准和适度,资金面未必持续的剧烈收紧,但波动必然放大。整体来看,货币政策面临缓慢退出的过程,短期内总量政策保持稳定,即不急转弯、稳字当头,流动性投放相对谨慎,资金面不缺不溢是常态。

图 30 市场利率多次低于政策利率 (%)



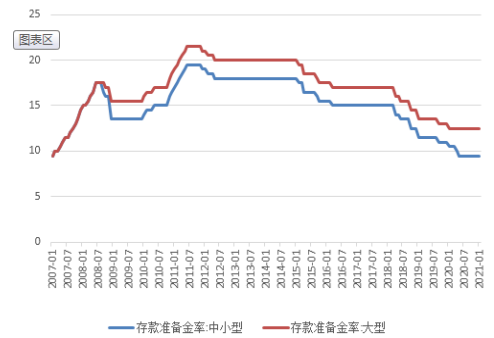
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 32 人民币兑美元中间价



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 31 存款准备金率不变 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 33 货币供应量同比增幅



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

## 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。