



金信期货
GOLDTRUST FUTURES

宏观经济·月度报告

2021 年 3 月 4 日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1 号

刘文波

·从业资格编号 F3070864

·投资咨询编号 Z0015179

联系人：杨谱

·从业资格编号 F3078457

经济复苏，通胀分化，政策不会急转向

——3 月宏观经济月报

内容提要

全球（中国之外）新冠肺炎每日新增确诊人数自 1 月 7 日录得新增确诊人数最高值（突破 85.9 万）后，近期趋势回落至 36.3 万，随着气温逐步的升高和疫苗接种的稳步推进，预计全球疫情管控措施趋势放松，全球复工复产趋势稳步推进。

今年两会宏观政策大概率延续去年底中央经济工作会议的基调，宏观政策保持连续性、稳定和可持续性，不急转弯；不一定会设定经济增速目标，但今年的经济增速或达 8.5%；财政政策边际收紧，财政赤字规模和赤字率较去年明显下降；货币政策趋势收紧（2020 年疫情冲击下我国采取了较宽松的货币政策），但不会剧烈调整，将保持流动性合理充裕。

据 wind，2 月分析师预测的平均值相较于前值，通胀升降分化，消费、工业增加值、出口、进口、投资、M2 同比增速均上行；社融规模和新增人民币贷款同比增速下降。我们预计，一季度 GDP 累计同比与当季同比均高于去年四季度，3 月人民币贬值，1 年期存贷款利率与前值持平，中国制造业和服务业 PMI 较前值攀升。

回顾 2020 年，得益于逆周期调节和国内外疫情的巨大差异，我国基建投资、房地产投资和出口恢复快，需求回升慢。预计 2021 年，我国财政政策和货币政策边际收敛，基建和房地产投资增速大概率放缓，国外生产恢复使我国出口承压。今年驱动经济增长的主动力是消费和制造业投资的恢复。

随着去年的高基数效应快速下降，翘尾因素上半年快速反弹（到 6 月后才逐步回落），我国 CPI 同比今年上半年将企稳回升。近期生产资料 PPI 同比和生活资料 PPI 同比均上升，共同推动 PPI 同比上行，PPI 同比翘尾因素在 5 月将达到高点，短期 PPI 同比将维持升势。

风险提示

经济复苏不及预期；疫情爆发超预期；政策变化超出预期



请务必仔细阅读正文之后的声明

一、经济数据预测

据 wind, 2 月分析师预测的平均值相较于前值, 通胀升降分化, 消费、工业增加值、出口、进口、投资、M2 同比增速均上行; 社融规模和新增人民币贷款同比增速下降。我们预计, 一季度 GDP 累计同比与当季同比均高于去年四季度; 3 月, 人民币贬值, 1 年期存贷款利率与前值持平, 中国制造业 PMI 较前值攀升。

表 1: 主要城市活动指数

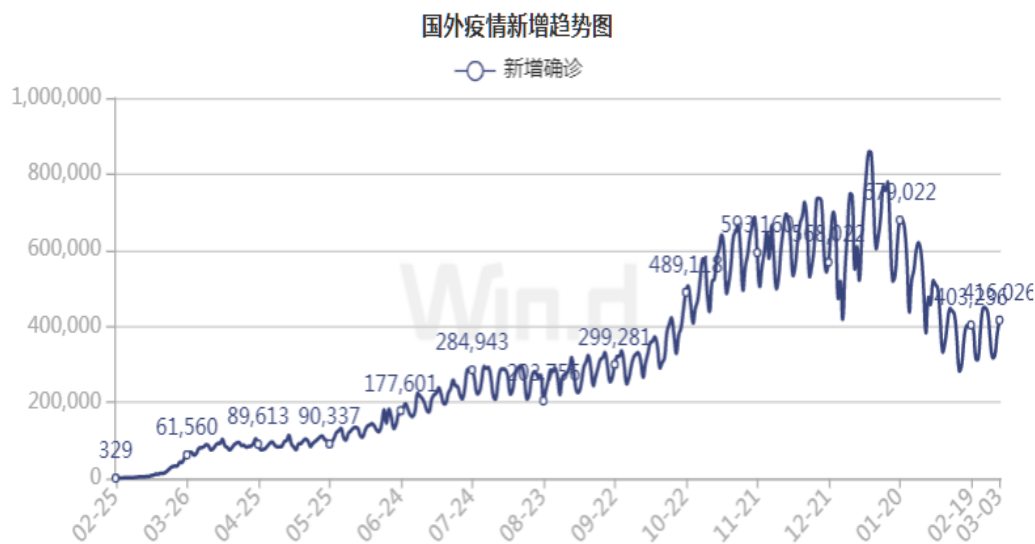
指标	优财预测	2 月 wind 预测	2 月实际	1 月	2020 年 12 月
GDP:累计(%)	1 季度较前值升				2.3
GDP:当季(%)	1 季度较前值升				6.5
CPI(%)	2 月较前值降	-0.5		-0.3	0.2
PPI(%)	2 月较前值升	1.5		0.3	-0.4
社会消费品零售(%)	2 月较前值升	31.4			4.6
工业增加值(%)	2 月较前值升	31.2			7.3
出口(%)	2 月较前值升	40.3			18.1
进口(%)	2 月较前值升	8.6			6.5
贸易顺差(亿美元)	2 月较前值降	566.7			781.7
固定资产投资:累计(%)	2 月较前值增	36.4			2.9
M2(%)	2 月较前值升	9.6		9.4	10.1
人民币贷款:新增(亿元)	2 月较前值降	9181.8		35800	12600
美元/人民币	3 月较前值升	6.43	6.47	6.47	6.52
1 年期存款利率(%)	3 月与前值持平		1.5	1.5	1.5
1 年期贷款利率(%)	3 月与前值持平		4.35	4.35	4.35
社会融资规模	2 月较前值降	10770		51700	17200
中国制造业 PMI	3 月较前值升	50.7	50.6	51.3	51.9

资料来源: Wind, 优财研究院

二、全球疫情追踪

全球(中国之外)新冠肺炎每日新增确诊人数自 1 月 7 日录得新增确诊人数最高值(突破 85.9 万)后, 近期趋势回落至 36.3 万, 随着气温逐步的升高和疫苗接种的稳步推进, 预计全球疫情管控措施趋势减弱, 全球复工复产趋势稳步推进。

图 1：国外新增新冠病毒确诊人数趋势回落：单位：人



资料来源：Wind，优财研究院

据 Citymapper 统计的 36 个全球大城市数据, 2 月 27 日全球主要 36 个大城市活动指数均值为 36.8%, 较 2 月 21 日的 33.7%, 上升 3.1 个百分点, 连续 8 周上升, 较 2 月 21 日相对于 2 月 14 日的上升 0.8 个百分点, 城市活动指数均值攀升, 显示全球经济活跃度提高。

就结构看, 36 个大城市中大部分城市活动指数上升。36 个城市中 27 个城市的活动指数提升 (上上周为 19 个), 少于上上周。

2 月 27 日相对于 2 月 21 日活动指数提升 5 个百分点以上的城市有 9 个 (上上周有 3 个), 提升 5 至 10 个百分点 (不含 10 个百分点) 的城市共 5 个 (上上周有 3 个), 提升 10 个百分点以上 (含 10 个百分点) 的城市共 4 个 (上上周有 0 个), 全球城市活跃度大幅走高的大城市增加。

36 个城市中欧洲的城市 (不含俄罗斯) 共 15 个, 2 月 27 日较 2 月 21 日城市活动指数下降的城市共 3 个, 城市活动指数上升的城市共 11 个, 其中英国、法国和

西班牙城市活跃度提升幅度较大，显示欧洲城市活跃度攀升且上升的城市居多。

36个城市中美国的城市共9个，2月27日较2月21日活动指数上升的城市共8个，城市活跃度均值上升2.7个百分点，而2月21日相对于2月14日活动指数上升的城市有3个，城市活跃度均值上升0.2个百分点，显示美国复工复产的速度上周较上上周加快且美国城市经济活跃度上升的城市增多。最新数据显示，美国2021年1月8日新冠肺炎新增确诊人数创历史新高以来逐渐回落，新增确诊人数由高点32.5万下降为6.6万。上周美国新冠肺炎新增确诊人数环比减少2.3%（上上周均值环比减少25.2%），美国新增确诊人数较快速回落。美国传染病专家福奇表示，美国2021年4月起可以为普通民众接种新冠疫苗，今年初秋时美国人的生活大体能恢复正常。

表2：主要城市活动指数

国家	城市	2月27日	2月21日	2月14日	2月7日	1月31日	1月24日	2020/3/15
美国	旧金山	12%	9%	9%	9%	7%	8%	57%
荷兰	阿姆斯特丹	15%	16%	18%	15%	14%	14%	68%
美国	洛杉矶	16%	16%	15%	14%	14%	14%	71%
美国	西雅图	17%	14%	15%	13%	14%	14%	47%
美国	华盛顿	18%	13%	13%	13%	12%	11%	66%
土耳其	伊斯坦布尔	19%	33%	37%	37%	31%	30%	93%
丹麦	哥本哈根	20%	20%	21%	20%	20%	19%	54%
葡萄牙	里斯本	20%	18%	18%	18%	19%	23%	87%
美国	波士顿	25%	21%	21%	19%	18%	18%	64%
墨西哥	墨西哥城	25%	23%	21%	20%	22%	22%	95%
美国	芝加哥	27%	24%	22%	20%	18%	17%	78%
加拿大	蒙特利尔	28%	25%	24%	21%	20%	20%	91%
美国	纽约	28%	25%	25%	24%	22%	22%	67%
美国	费城	28%	27%	28%	27%	24%	24%	70%
加拿大	多伦多	28%	23%	22%	21%	20%	19%	84%
英国	伦敦	30%	24%	22%	21%	20%	20%	83%
奥地利	维也纳	30%	33%	32%	28%	25%	27%	69%
加拿大	温哥华	33%	27%	27%	27%	26%	27%	83%
美国	圣保罗	35%	33%	32%	32%	28%	32%	104%
英国	伯明翰	36%	33%	30%	31%	31%	31%	91%
英国	曼彻斯特	36%	32%	28%	30%	27%	26%	89%
西班牙	巴塞罗那	37%	34%	33%	32%	32%	30%	61%
比利时	布鲁塞尔	39%	42%	42%	40%	37%	38%	71%
意大利	米兰	40%	36%	35%	32%	27%	23%	9%
意大利	罗马	41%	40%	39%	37%	33%	31%	16%
韩国	首尔	42%	30%	26%	25%	25%	23%	42%
澳大利亚	墨尔本	44%	27%	30%	38%	35%	34%	97%
澳大利亚	悉尼	48%	48%	48%	49%	44%	45%	93%
中国	香港	51%	54%	48%	46%	44%	43%	54%
瑞典	斯德哥尔摩	51%	48%	50%	50%	47%	46%	73%
俄罗斯	莫斯科	56%	62%	56%	50%	51%	48%	98%
西班牙	马德里	57%	50%	48%	46%	44%	48%	46%
法国	巴黎	59%	52%	53%	52%	54%	53%	77%
俄罗斯	圣彼得堡	64%	61%	56%	53%	54%	51%	101%
法国	里昂	65%	52%	54%	56%	56%	55%	86%
新加坡	新加坡	105%	89%	87%	86%	87%	85%	86%
平均值		36.8%	33.7%	32.9%	32.0%	30.6%	30.3%	72.8%

资料来源：Citymapper，优财研究院

三、 我国经济平稳复苏，2021 年消费和制造业复苏驱动经济增长

回顾 2020 年，得益于逆周期调节和国内外疫情的巨大差异，我国基建投资、房地产投资和出口恢复快，需求回升慢。预计 2021 年，我国财政政策和货币政策边际收敛，基建和房地产投资增速大概率放缓，国外生产恢复使我国出口承压。今年驱动经济增长的主动力是消费和制造业投资的恢复。

（一）经济平稳复苏，2021 年消费和制造业复苏双轮驱动经济增长

2020 年四季度 GDP 不变价同比 6.5%，较三季度的 4.9% 大幅攀升，四季度 GDP 不变价累计同比 2.3%，较前值增加 1.6 个百分点，回升明显。

四季度第一产业、第二产业和第三产业 GDP 不变价同比分别为 4.1%、6.8% 和 6.7%，较三季度分别上升 0.2、0.8 和 2.4 个百分点，显示第三产业复苏最快，第二产业次之。第一产业、第二产业和第三产业 GDP 不变价当季同比已经高于去年同期增速。

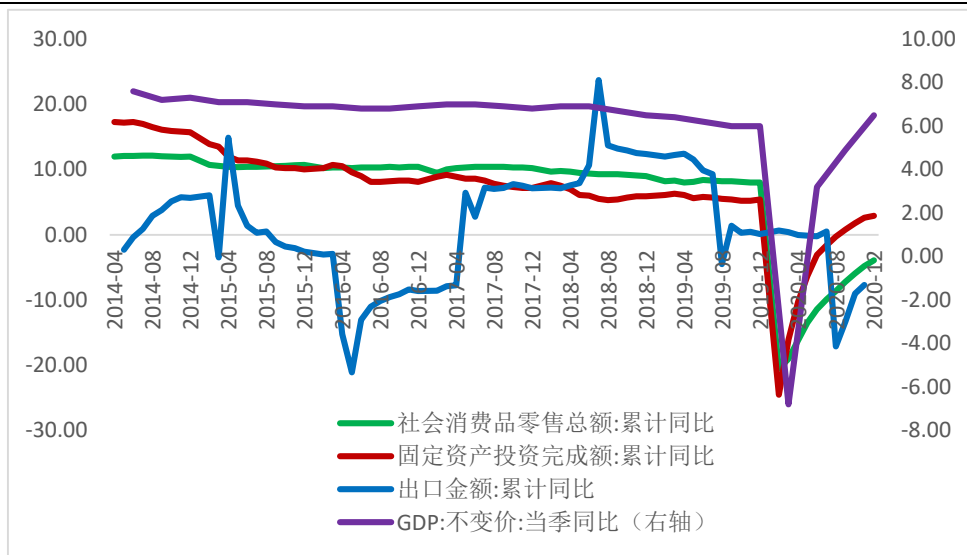
三大产业对 GDP 累计同比的拉动中，第一产业对 GDP 累计同比的拉动为 0.21%，较三季度提升 0.07 个百分点，第二产业对 GDP 累计同比的拉动为 0.98%，较三季度上升 0.64 个百分点，第三产业对 GDP 累计同比的拉动为 1.11%，较三季度提升 0.90 个百分点。

展望 2021 年，2020 年 12 月经济工作会议判断，今年国内外经济将趋势复苏，但复苏不稳定不平衡。宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性，保持对经济恢

复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯。我们判断，2021 年，人民币兑美元有可能趋势贬值；非常规货币政策的退出，货币政策边际收敛，但对经济的冲击较小；稳定实体经济部门杠杆率；M2 同比和社融存量同比趋势缓慢回落；中国实际贷款利率高位回落，或紧信用；通胀上半年趋势回升，下半年 PPI 和 CPI 走势或分化。2021 年，基建和房地产投资增速大概率放缓，国外生产恢复使我国出口承压，驱动经济增长的主动力是消费和制造业投资的恢复。按照 IMF 对全球经济体 GDP 实际增长率的预测，2021 年中国的增速远高于欧美和新兴经济体，由于消费增速将回归 GDP 增速，预计消费将成为拉动 2021 年经济增长的主动力。我们判断，2021 年，全球需求趋势性回暖确定，全球制造业补库存周期开启，驱动制造业投资增速趋势回升。

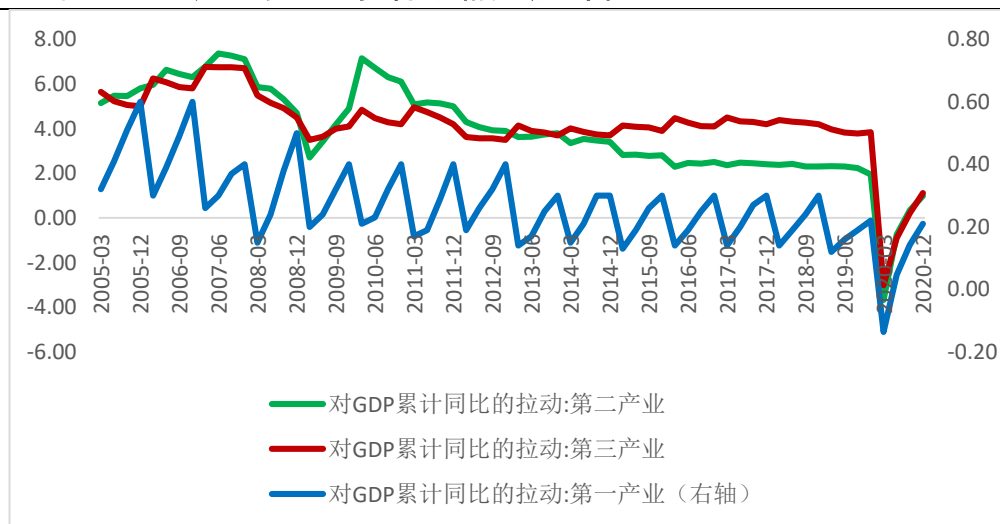
就 2021 年 GDP 同比增速的走势看：一季度大概率因基数效应（2020 年一季度 GDP 处于低位）而大幅走高；二季度基数效应仍偏强，如果彼时全球疫情受控，全球生产和需求快速回升，则二季度大概率维持同比的高位，如果彼时全球疫情仍快速蔓延导致全球生产和需求回升缓慢，则二季度同比增速很大概率较一季度回落；三、四季度，随全球疫苗较普遍接种（尤其是欧美地区大概率逐步达成群体免疫），疫情对全球经济的负面影响将明显减弱，全球经济复苏大概率偏强，虽然基数效应或使得全球经济同比增速回落，但大概率逐渐触底后进入加速通道，我国 GDP 同比增速也大概率触底逐步攀升。

图 2：GDP 增速与消费、投资和出口累计同比：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

图 3：三大产业对 GDP 累计同比的拉动：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

（二）投资增速全年大概率前高后低，制造业投资或增长最快

2020 年 12 月固定资产投资累计同比 2.9%，不及预期的 3%，较前值上升 0.3

个百分点。

房地产投资累计同比 7.0%，较前值上升 0.2 个百分点，较上年回落 2.9 个百分点，房屋新开工面积累计同比-1.2%，较前值跌幅收窄 0.8 个百分点，房屋竣工面积累计同比-4.9%，较前值跌幅收窄 2.4 个百分点，房地产开发资金来源累计同比 8.1%，较前值上升 1.5 个百分点，其中自筹资金累计同比 9.0%，较前值上升 1.1 个百分点，定金及预收款累计同比 8.5%，较前值上升 3.2 个百分点，个人按揭贷款累计同比 9.9%，较前值下降 0.7 个百分点。商品房销售面积累计同比 2.6%，较前值上升 1.3 个百分点，较上年下降 0.1 个百分点。商品房待售面积同比 0.1%，与前值持平，本年购置土地面积累计同比-1.1%，较前值跌幅收窄 4.1 个百分点，显示新开工面积增速有一定支撑。在房企“三道红线”和央行强调疫情投放货币逐步退出的背景下，房地产投资增速 2021 年承压，不过由于低基数，我国一季度房地产投资增速将较快速抬升。

基建投资增速攀升，且斜率趋平，12 月基建投资累计同比 3.41%，较前值提升 0.09 个百分点，而 11 月较 10 月上升 0.31 个百分点。不含电力的基建投资累计同比 0.9%，较前值下降 0.1 个百分点。基建投资是逆周期调节的重要手段，在经济趋势较快速回升阶段，基建投资增速斜率逐渐由正转负。2021 年不会有特别国债发行，地方专项债发行规模大概率减少，财政赤字环比 2020 年或趋平，基建投资增速斜率或走平。

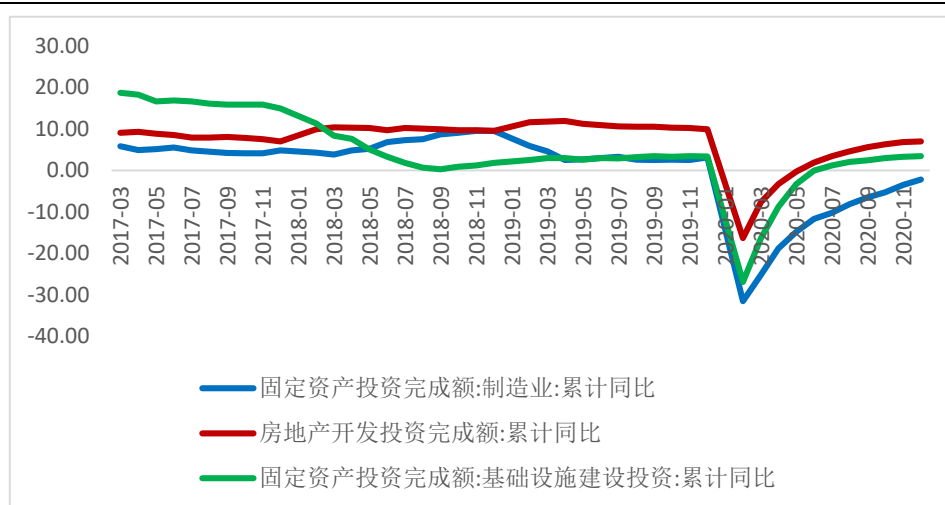
12 月制造业投资累计同比-2.2%，较前值跌幅收窄 1.3 个百分点，是三大投资类别（房地产投资、基建投资和制造业投资）中累计同比最低的，但上升幅度高于基建投资和房地产投资，显示制造业投资恢复快于房地产和基建。制造业 13 个已经

出来数据的大类，11 个大类投资累计同比增速加速或跌幅收窄，其中较前值上升最多的是通用设备制造业、专用设备制造业、电气机械及器材制造业、汽车制造业和化学原料及化学制品制造业，这些行业除汽车制造业外偏中游。制造业行业投资复苏具有明显的从下游往中上游传递的特征。2021 年，全球需求趋势性回暖确定，全球制造业补库存周期开启，驱动制造业投资增速趋势回升。因疫情蔓延明显放缓，美欧等国家和地区部分城市放松封锁措施，全球需求趋势回升，但因全球生产恢复快于需求恢复，我国制造业投资增速回升速度或不及预期。

12 月民间投资累计同比 1.0%，较 11 月上升 0.8 个百分点，显示对宏观环境敏感的民间投资增速回升，我国民间投资信心有所恢复。12 月相对于 11 月，民间投资增速上升幅度低于制造业，显示民间投资恢复相对缓慢，全球外需再度承压背景下，民间投资增速回升速度短期或仍低于制造业。

12 月农、林、牧、渔业投资累计同比 19.1%，较前值上升 1.1 个百分点，采矿业累计同比-14.1%，较前值跌幅扩大 4.9 个百分点，连续 2 个月跌幅扩大。

图 4：制造业、房地产业和基建累计同比：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

（三）居民收入增长支撑零售趋势回暖

2020 年 12 月社会消费品零售总额同比 4.6%，较前值下降 0.4 个百分点。12 月社会消费品零售总额累计同比-3.9%，跌幅较前值收窄 0.9 个百分点。12 月城镇消费品零售总额同比 4.4%，较前值下降 0.5 个百分点，累计同比-4.0%，跌幅较前值收窄 0.9 个百分点，乡村消费品零售总额同比 5.9%，较前值上升 0.3 个百分点，累计同比-3.2%，跌幅较前值收窄 1.1 个百分点，显示乡村消费增速上升而城镇消费增速回落。商品零售同比 5.2%，较前值下降 0.6 个百分点，累计同比-2.3%，跌幅较前值收窄 0.7 个百分点，餐饮收入同比 0.4%，较前值上升 1.0 个百分点，累计同比-16.6%，跌幅较前值收窄 2.0 个百分点，餐饮收入同比较前值回升，一定程度与基数效应相关，由于 2021 年一季度国内疫情蔓延导致今年一季度基数低，餐饮业零售同比有望在一季度高增。

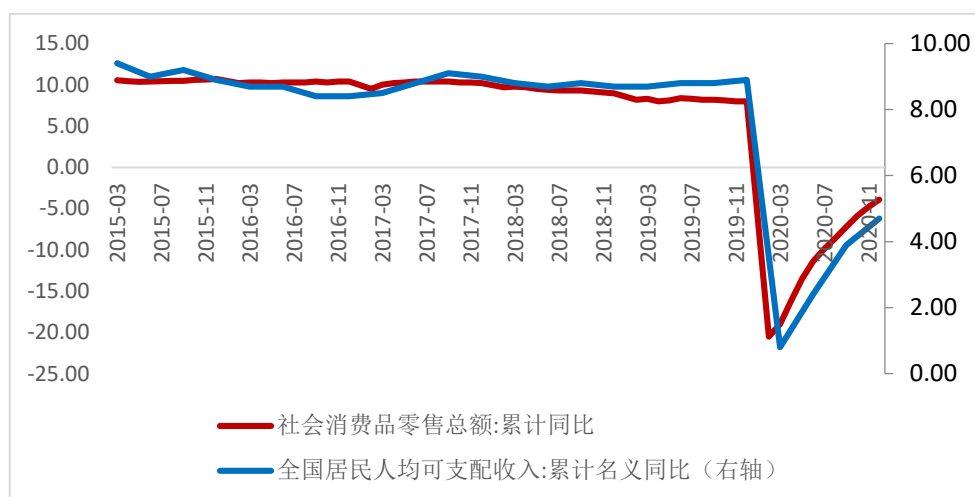
从具体门类 12 月零售总额当月同比来看，已经出来数据的 15 个零售门类中有 6 个门类的零售额当月同比增速加快（11 月是 7 个门类增速加快），其中增速回升较快的 4 个门类分别为烟酒类、石油及制品类、家用电器和音像器材类、建筑及装潢材料类，这些行业主要集中在石油制品类和房地产相关行业（与商品房销售面积同比加速相呼应）。

15 个门类中 9 个门类零售当月同比增速放缓，其中化妆品类和通讯器材类同比增速较上月下降超过 22.5 个百分点，金银珠宝类当月同比增速较上个月下降 13.2 个百分点，汽车类当月同比较上月下降 5.4 个百分点，这些行业同比大幅下滑是消费增速放缓的主要原因。

2020 年四季度我国居民人均可支配收入回升明显，累计名义同比、累计实际同

比和中位数累计同比较三季度分别回升 0.8、1.5 和 0.6 个百分点，今年一季度居民收入同比有望继续攀升，我国内需回暖的确定性高。

图 5：社零和居民可支配收入累计同比：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

(四) 经济复苏小幅加速，各行业经济复苏节奏分化

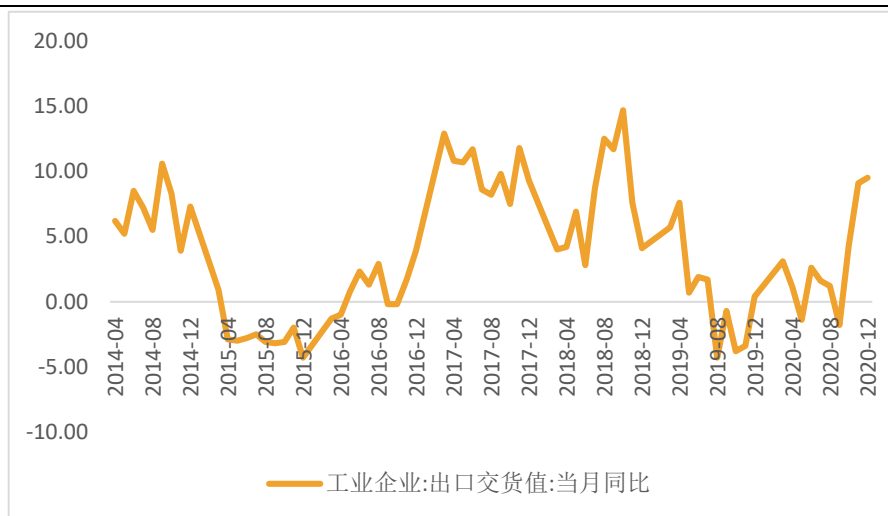
2020 年 12 月工业增加值同比 7.3%，高于预期，较前值上升 0.3 个百分点，说明我国经济延续复苏势头。工业增加值分项中，12 月制造业增加值当月同比 7.7%，与前值持平，采矿业增加值当月同比 4.9%，较前值上升 2.9 个百分点。

从具体行业看，12 月 17 个已经公布当月同比的行业中 7 个行业增速加快（11 月 7 个行业增速加快），大部分行业工业增加值当月同比下降，各行业复苏并不平衡。增速加速的七个行业分别是：铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、医药制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、通用设备制造业、电力、热力的生产和供应业和食品制造业，这些行业上游和下游，显示经济复苏的行业较分散。增加值增速较前值跌幅扩大或增速放缓较多的六个行业分别为：电气机械及器材制造业、专用设备制造业、橡胶和塑料制品业、化学原料

及化学制品制造业、汽车制造业和农副食品加工业。工业增加值同比放缓的行业除汽车外均偏中游，显示前期下游需求疲弱逐步的传导至中游。

从出口交货值看，我国 12 月工业企业出口交货值当月同比 9.5%，较前值上升 0.4 个百分点，显示企业当月出口交货转强，表明我国 12 月出口型企业生产增速回升。与我国 2 月制造业 PMI 下降不同的是，2 月全球制造业 PMI 较前值上升，2 月欧元区制造业 PMI、美国 ISM 制造业 PMI 和日本制造业 PMI 分别较 1 月上升 3.1、2.1 和 1.6 个百分点，显示中国和欧美制造业景气度的分化，当前欧美逐步放松疫情管控措施，疫情对制造业的拖累渐小，我国出口增速有支撑。

图 6：工业企业出口交货值增速：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

四、我国经济景气度回落，但前景无忧

2 月中国制造业 PMI50.6，前值 51.3，非制造业 PMI51.4，前值 52.4。虽然 2 月经济景气度下行，但这主因春节长假影响，全球经济趋势复苏的背景下，上半年

经济景气度料将趋势上升。

2 月制造业 PMI 较 1 月降低 0.7 个百分点，为去年 3 月以来最低，非制造业 PMI 51.4，较 1 月下降 1.0 个百分点，制造业 PMI 连续 3 个月下降，但仍处高景气度区间。2 月 PMI 分项中，出厂价格、生产经营活动预期较前值提升，生产、新订单、新出口订单、在手订单、采购量、主要原材料购进价格、原材料库存、进口、从业人员和供货商配送时间均较前值上升，说明经济景气度较全面回落。

本次 PMI 回落与春节长假有一定关系，由于 PMI 为环比数据，其升降与季节相关。春节期间，部分企业停产，景气度下降也在情理之中。过去 5 年 2 月 PMI 均值为 47.5，较 1 月均值的 50.7 下降 3.2 个百分点。

大型企业景气度小幅上升，中小企业景气度回落，但大型企业景气度仍高，中小型企业景气度略低。2 月大型企业 PMI 为 52.20，较 1 月上升 0.1 个百分点，较高景气度延续。中型企业和小型企业 PMI 分别为 49.60 和 48.30，较 1 月分别下降 1.8 个和 1.1 个百分点。大型企业 PMI 的分项中，生产、新订单、原材料库存和生产经营活动预期较前值下降；中型企业 PMI 的分项中，生产、新订单、新出口订单和原材料库存均有所下降，显示中型企业的生产和需求景气度回落明显。小型企业 PMI 分项的生产、进口、新出口订单和原材料库存下降。本次中小型企业 PMI 的下降明显，这或许与订单减少且中小型企业的定价能力不强，影响了小型企业的生产景气度。

企业主要原材料购进价格与出厂价格景气度之差连续 3 个月快速扩大后下降，或利好中小企业利润增速。2 月企业出厂价格 PMI 58.5，较 1 月上升 1.3 个百分点，主要原材料购进价格 PMI 66.7，较 1 月下降 0.4 个百分点。2 月主要原材料购进价

格与出厂价格景气度之差为 8.2，1 月为 9.9，价格差收窄明显，对中小型企业盈利增长形成一定利好。

内外需转弱。内需转弱，2 月新订单 PMI51.5，较 1 月下降 0.8 个百分点，外需转弱，新出口订单 PMI48.8，较 1 月下降 1.4 个百分点，外需下降较明显。

春节假期叠加国外生产恢复，我国生产景气度回落，企业去原材料库存，生产转弱，产成品库存减少。2 月 PMI 分项中，生产、原材料库存、产成品库存分别为 51.9、47.7 和 48.0，较 1 月分别下降 1.6、1.3 和 1.0 个百分点。

2 月非制造业 PMI 收于 51.4，较 1 月下降 1.0 个百分点，但仍处较高景气位。就分项来看，新订单、业务活动预期、投入品价格和从业人员景气度回升，新出口订单、销售价格和存货景气度下降。我国非制造业景气度虽有所回落，但受春节扰动影响较大，3 月非制造业 PMI 大概率回升。从非制造业 PMI 分大类来看，建筑业和服务业景气度均有所回落，2 月建筑业 PMI54.7，较 1 月下降 5.3 个百分点，2 月服务业 PMI50.8，较 1 月下降 0.3 个百分点。

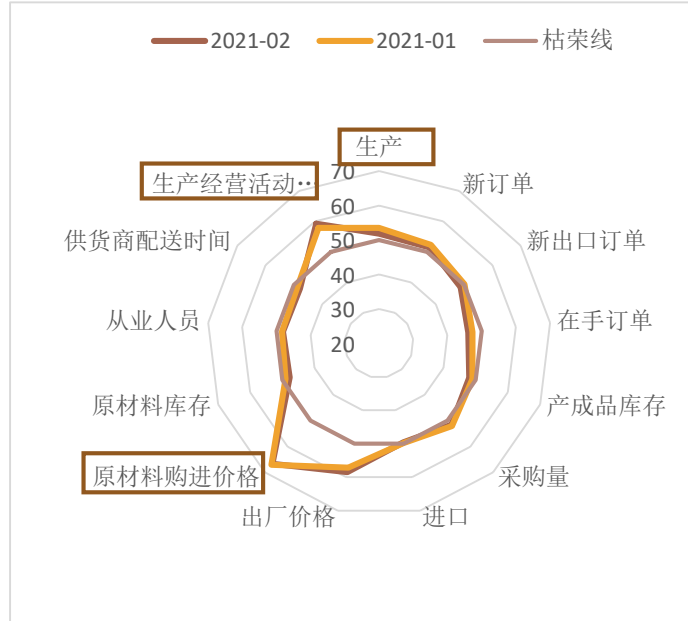


图 7：制造业 PMI：单位：%



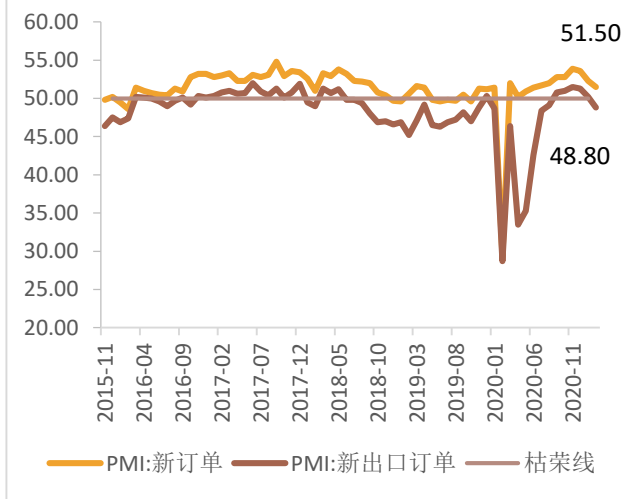
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：制造业 PMI 分项：单位：%



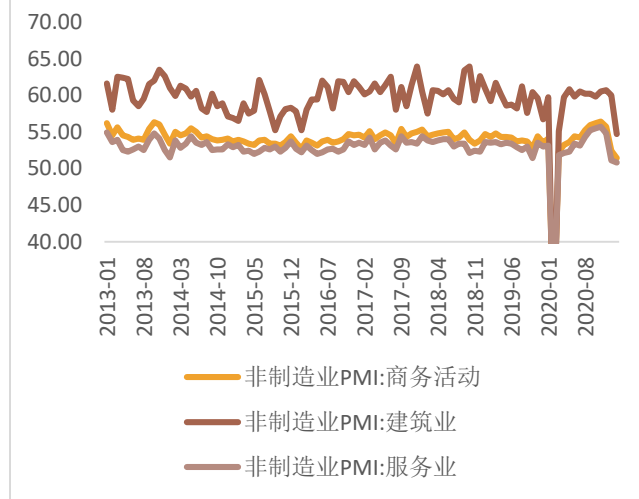
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：需求 PMI：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

图 10：非制造业 PMI：单位：%



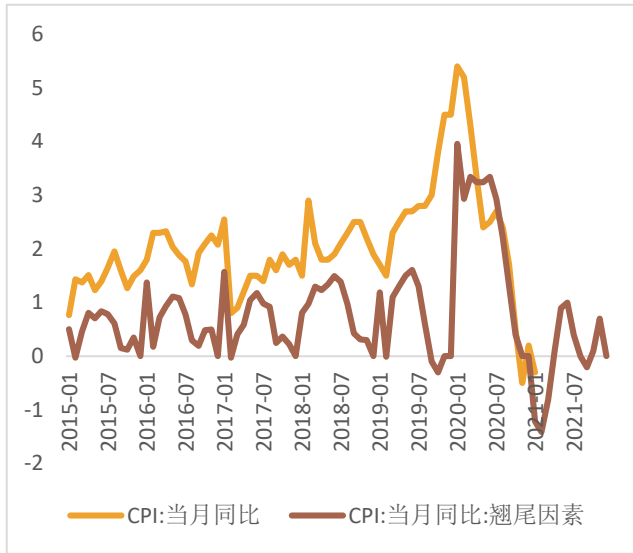
资料来源：Wind，优财研究院

五、 通胀上半年回升，全年没有高通胀压力

我国 CPI 同比受猪价影响巨大，随着去年的高基数效应快速下降，翘尾因素上

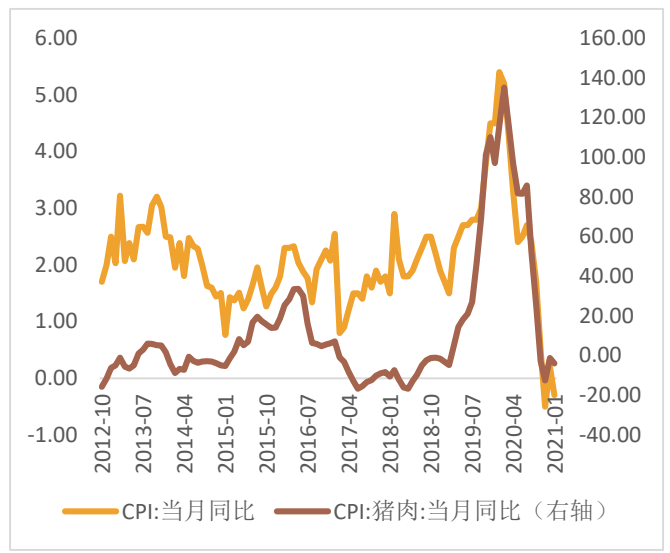
半年快速反弹（到6月后才逐步回落），我国CPI同比今年上半年将企稳反弹。

图 11：制造业 PMI：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

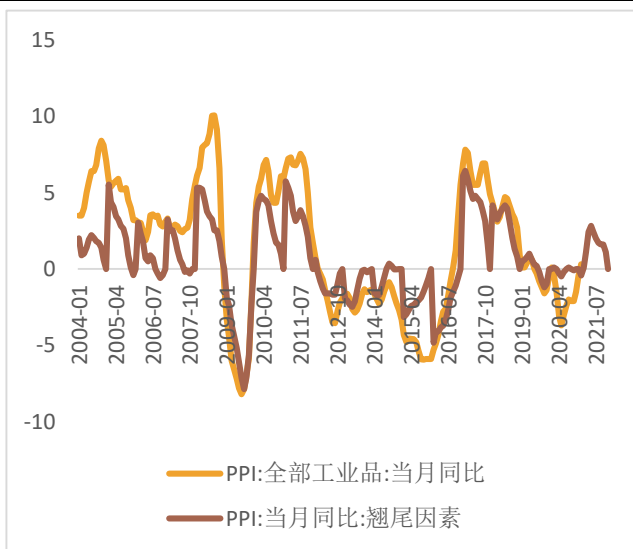
图 12：制造业 PMI 分项：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

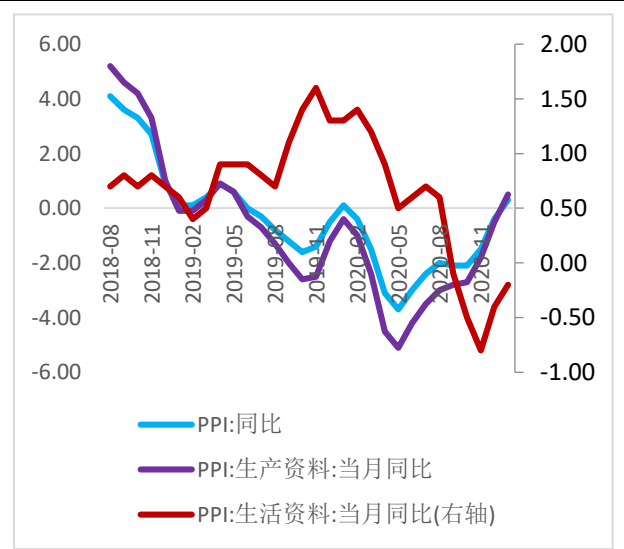
PPI 同比主要受生产资料 PPI 同比影响, 近期生产资料 PPI 同比和生活资料 PPI 同比均上升，共同推动 PPI 同比上行。从翘尾因素看，PPI 同比翘尾因素在 5 月将达到高点，短期 PPI 同比将维持升势。

图 13：需求 PMI：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

图 14：非制造业 PMI：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

六、两会提出的宏观政策大概率不会急转向

2021 年全国两会已经于 3 月 4 日开始在北京召开，两会一般会设定经济增速目标、财政赤字规模、赤字率和新增专项债规模，定调当年的货币政策和财政政策，对当年的宏观经济有重大影响。当然，两会期间的重要政策均是基于当时的国内外宏观环境做出的，可以从上一年底的经济工作会议中部署的政策进行合理推测。

从去年 12 月召开的中央经济工作会议内容看，会议认为今年国内外经济将趋势复苏，但复苏不稳定不平衡，主张中国要积极参与全球治理改革完善。以深化供给侧结构性改革为主线，以改革创新为根本动力，坚持扩大内需战略，强化科技战略支撑，扩大高水平对外开放。宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯。坚持扩大内需这个战略基点，主要从扩大消费和增强投资增长后劲方面发力，扩大消费主要从“促进就业，完善社保，优化收入分配结构，扩大中等收入群体……”等方面着力。

我们认为，今年两会宏观政策大概率延续去年底中央经济工作会议的基调，宏观政策保持连续性、稳定和可持续性，不急转弯；不一定会设定经济增速目标，但今年的经济增速或达 8.5%；财政政策边际收紧，财政赤字规模和赤字率较去年明显下降；货币政策趋势收紧（2020 年疫情冲击下我国采取了较宽松的货币政策），但不会剧烈调整，将保持流动性合理充裕。在保持政策连续和稳定的背景下，股市的估值或与企业的盈利更休戚相关，我国经济复苏的速度需重点关注。

表 3：两会主要政策目标

年份	上年经济增速	经济增速目标	经济增速	财政赤字(亿元)	赤字率	新增专项债(亿元)	城镇新增就业(万人)
2005	10.10%	8.0%	11.39%	3000			900
2006	11.40%	8.0%	12.72%	2950			900
2007	12.70%	8.0%	14.23%	2450			900
2008	14.20%	8.0%	9.65%	1800			1000
2009	9.70%	8.0%	9.40%	9500	3%		900
2010	9.40%	8.0%	10.64%	10500	3%以内		900
2011	10.60%	8.0%	9.55%	9000	2%		900
2012	9.60%	7.5%	7.86%	8000	1.50%		900
2013	7.90%	7.5%	7.77%	12000	2%		900
2014	7.80%	7.5%	7.43%	13500	2.10%		1000
2015	7.40%	7.0%	7.04%	16200	2.30%	适当发行	1000
2016	7.00%	6.5%-7%	6.85%	21800	3%	4000	1000
2017	6.80%	6.5%	6.95%	23800	3%	8000	1100
2018	6.90%	6.5%	6.75%	23800	2.60%	13500	1100
2019	6.70%	6-6.5%	6.00%	27600	2.80%	21500	1100
2020	6.10%	不设	2.30%	37600	3.60%	37500	900

资料来源：根据公开信息整理, 优财研究院

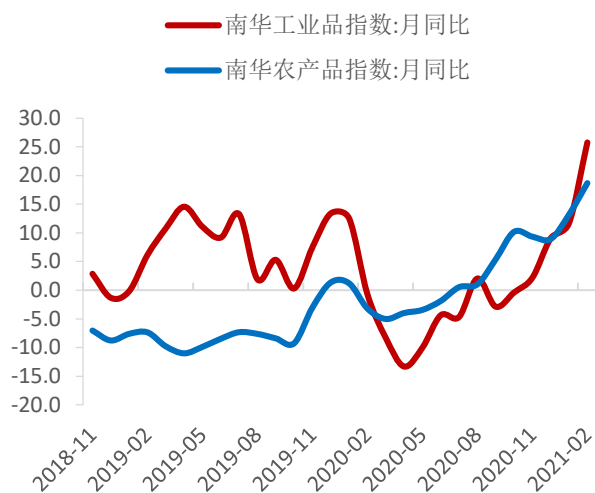
七、 宏观基本面

(一) 上游：原材料、工业品、农业品、煤价、铁矿石、原油价格月化同比上升，美元指数月化同比下跌

截止 2 月 28 日，2 月 CRB 工业原材料价格月化同比 19.37%，较 1 月上升 5.03 个百分点；南华工业品指数月化同比 25.76%，较 1 月上升 14.06 个百分点；农业品指数月化同比 18.70%，较 1 月上升 5.49 个百分点；环渤海动力煤价格月化同比 10.56%，较 1 月同比增加 2.78 个百分点。铁矿石价格月化同比 51.49%，较 1 月上升 9.20 个百分点；原料运价指数 CCBFI 月化同比 12.45%，较 1 月减少 11.51 个百分点。布伦特原油月化同比 11.89%，较 1 月上升 25.01 个百分点，WTI 原油期货

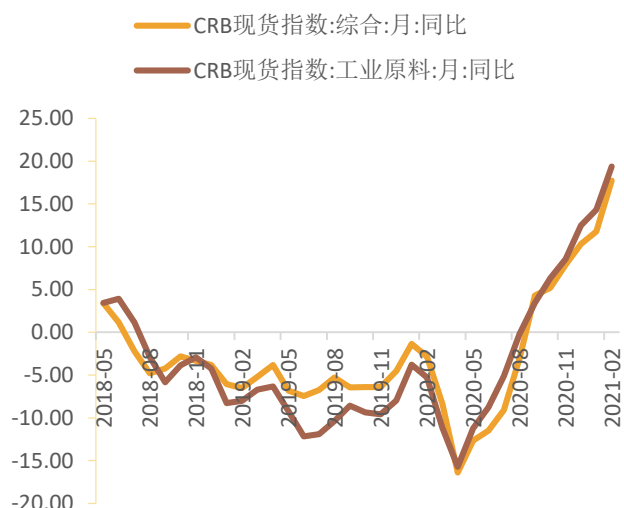
结算价月化同比 16.52%，较 1 月上升 26.04 个百分点。美元指数月同比-8.38%，较 1 月下降 1.02 个百分点。

图 15：商品指数同比快速攀升：单位：%



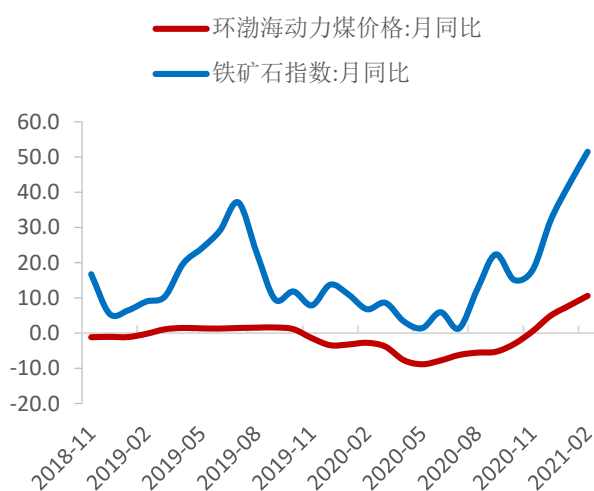
资料来源：Wind，优财研究院

图 16：CRB 现货指数同比快速攀升：单位：%



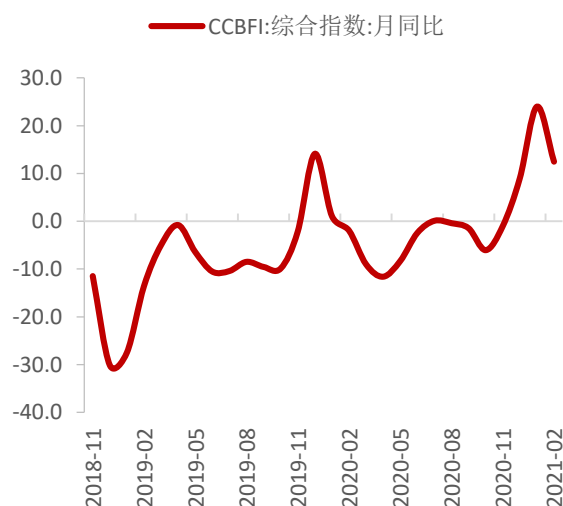
资料来源：Wind，优财研究院

图 17：动力煤和铁矿石价格同比攀升



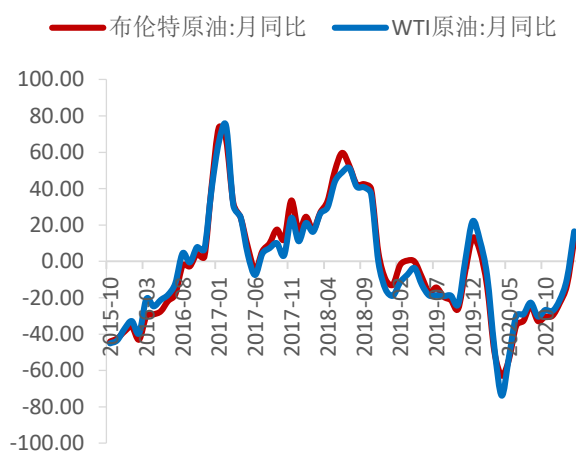
资料来源：Wind，优财研究院

图 18：原料运价指数同比高位回落：单位：%



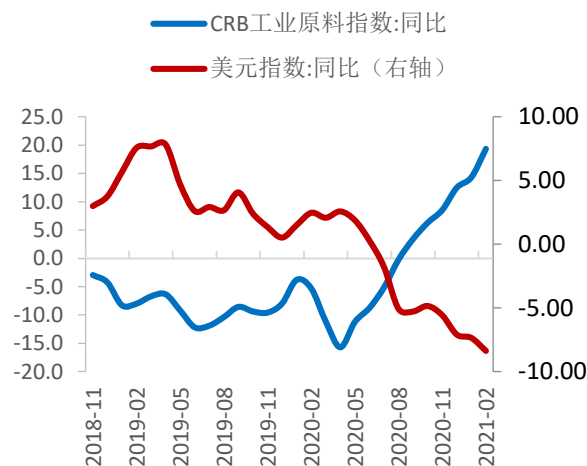
资料来源：Wind，优财研究院

图 19: 原油价格同比快速攀升: 单位: %



资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 美元指数同比持续下降: 单位: %



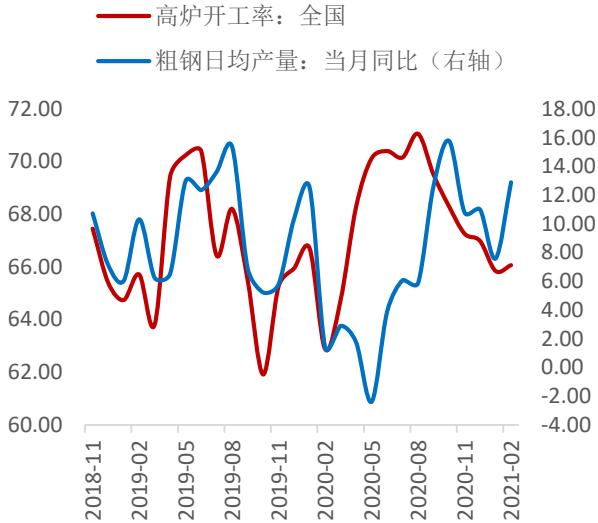
资料来源: Wind, 优财研究院

（二）中游：高炉开工率、汽车半钢胎开工率同比上升，全国货运量同比大升，粗钢、水泥价格同比增速回升

截止2月28日,2月高炉开工率66.07%,较上月提升0.22个百分点,粗钢日均产量月化同比12.90%,较1月提升5.31个百分点。汽车半钢胎开工率和全钢胎开工率月化同比分别为63.68%和57.80%,较1月分别上升20.64和12.66个百分点。1月铁路货运量、公路货运量、水运货运量、民航货邮运输量同比分别为12.5%,46.7%、21.3%和10.5%,较上月分别上升8.7、37.0、21.7和13.0个百分点。全国水泥价格指数月化同比为-7.17%,较上月上升0.17个百分点。

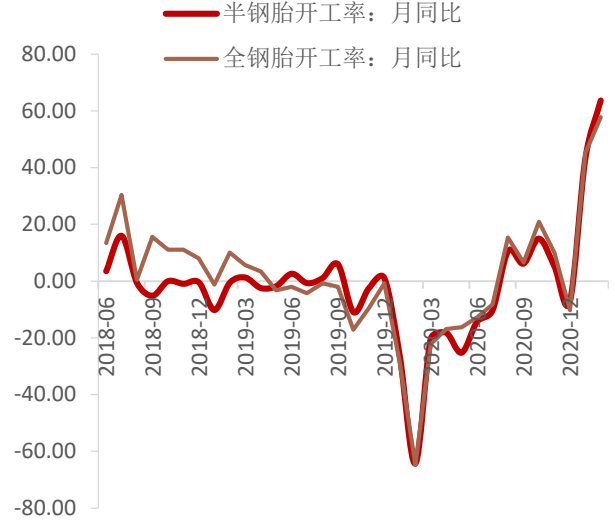


图 21: 高炉开工率和粗钢产量同比攀升: 单位: %



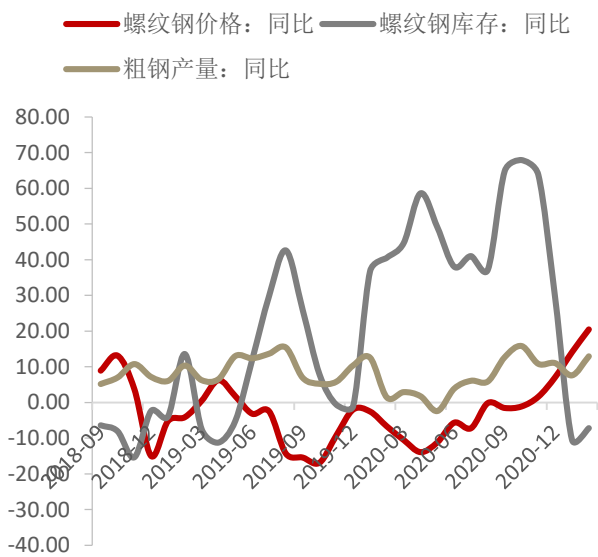
资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 半钢胎和全钢胎开工率同比攀升: 单位: %



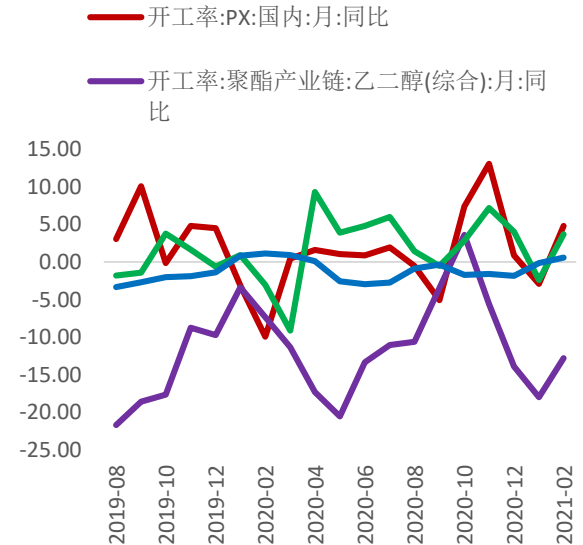
资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: 钢价同比攀升: 单位: %



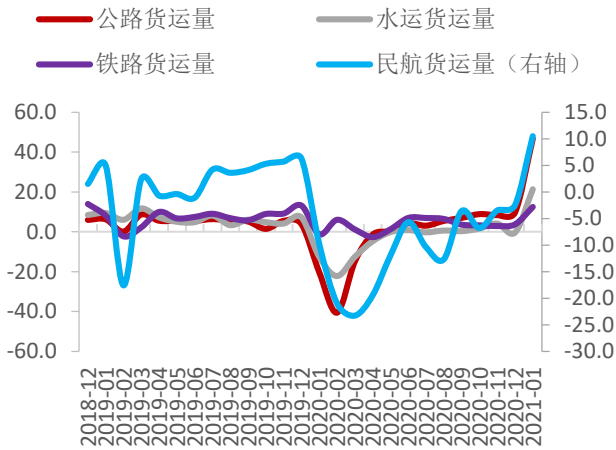
资料来源: Wind, 优财研究院

图 24: 玻璃产能利用率同比回升: 单位: %



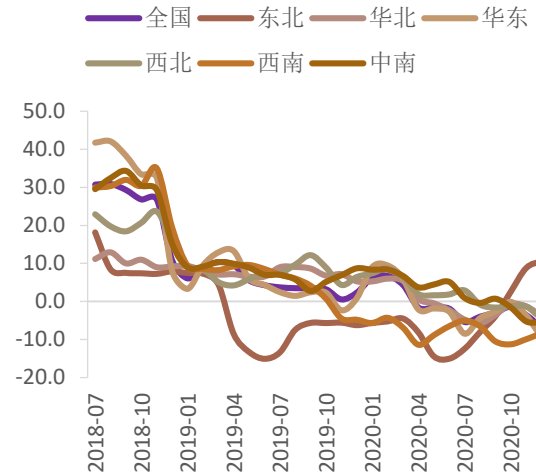
资料来源: Wind, 优财研究院

图 25：货运量同比快速攀升：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

图 26：水泥价格同比跌幅收窄：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

（三）下游：受基数低的影响，电影票房、乘用车销售、地产销售同比跃升，成交土地面积和溢价率升降分化，运价指数上升

截止 2 月 28 日，受去年同期的低基数和较低的房贷利率影响，2 月 30 大中城市商品房成交面积月化同比 300.22%，较 1 月同比增速上涨 232.08 个百分点。其中一、二、三线城市月化同比分别为 304.00%、281.66%和 333.31%，较 1 月同比增速分别上涨 165.00、235.62 和 275.21 个百分点。

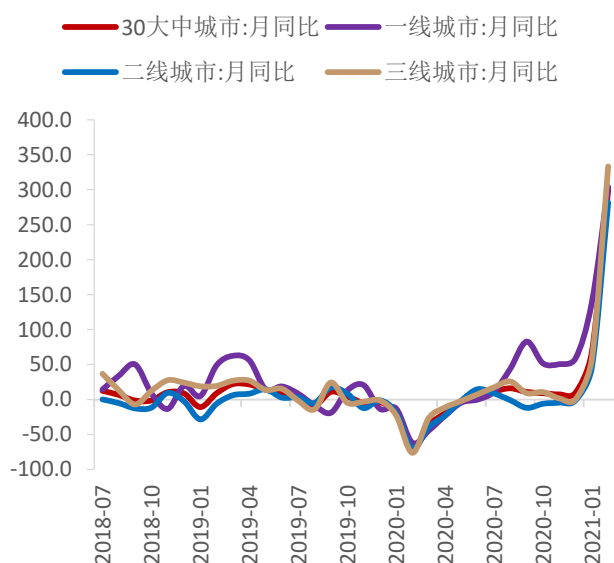
成交土地占地面积同比下降，成交土地溢价率升降分化，预计未来房地产投资缓慢下行。从 100 大中城市成交土地占地面积来看，截止 2 月 28 日，2 月月化同比

-37.99%，较1月同比下滑49.70个百分点，一、二、三线城市月化同比分别为19.11%、-7.08%和-62.27%，较前值分别下降160.81、10.17和68.71个百分点。从100大中城市成交土地溢价率来看，2月溢价率均值为14.43%，高于1月的12.82%。一、二、三线城市溢价率分别为9.14%、21.57%和16.68%，较1月的4.87%、10.66%和21.69%升降分化。

电影票房收入同比上升，乘用车零售、批发均强。截止2月28日，2月电影票房月化同比123739%，乘用车批发和零售销量月化同比分别为496.91%和414.53%，电影票房和乘用车同比跃升，主因去年疫情原因导致基数很低。

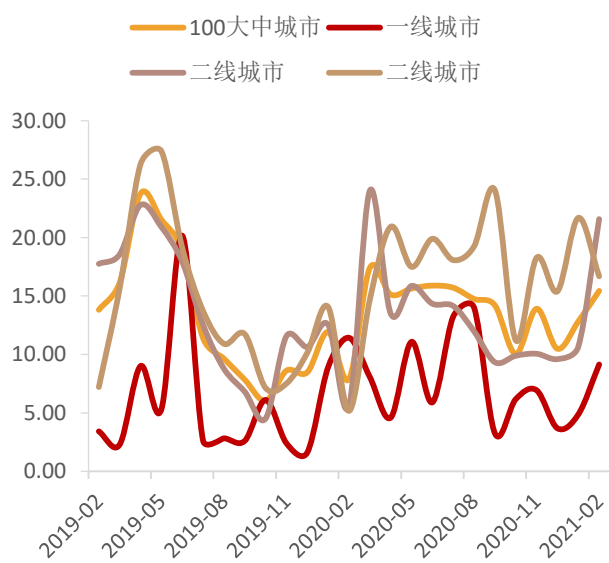
集装箱运价指数同比快速攀升。截止2月28日，2月SCFI指数月化同比218.66%，高于1月的187.35%，CCFI指数月化同比124.16%，高于1月的103.06%。

图 27：商品房成交面积同比攀升：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

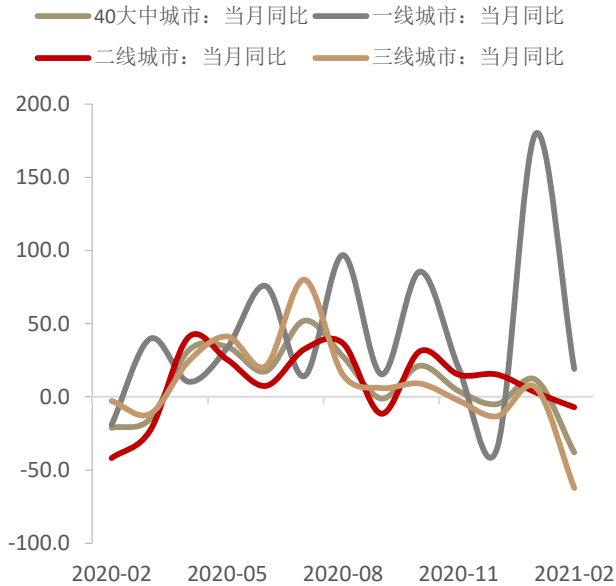
图 28：土地溢价率攀升：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院



图 29: 成交土地面积同比攀升: 单位: %



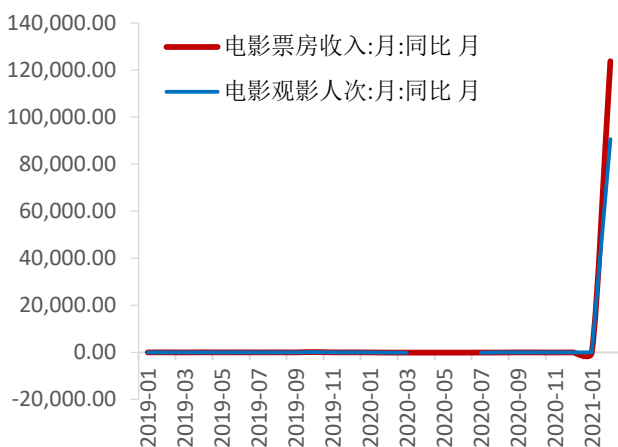
资料来源: Wind, 优财研究院

图 30: 乘用车销售同比上升: 单位: %



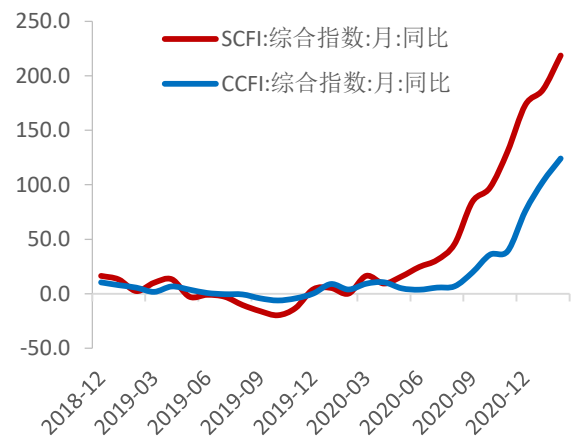
资料来源: Wind, 优财研究院

图 31: 电影票房收入同比急剧上升: 单位: %



资料来源: Wind, 优财研究院

图 32: 运价指数同比快速攀升: 单位: %



资料来源: Wind, 优财研究院

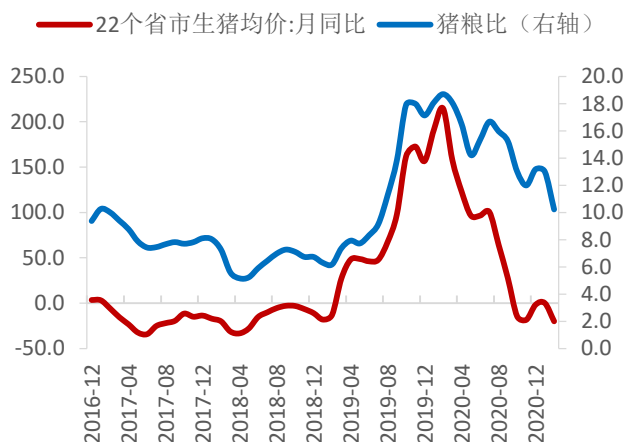
（四）价格：生猪、蔬菜价格同比下跌，水果价格同比上升，非食品价格同比攀升

生猪、蔬菜价格同比下跌，水果价格同比上升。截止 2 月 28 日，22 省市生猪平均价 2 月月化同比-20.07%，较 1 月同比跌幅扩大 20.05 个百分点。28 种重点监测蔬菜批发价月化同比 4.16%，较 1 月同比下降 14.02 个百分点，7 种重点监测水果月化同比 14.11%，较 1 月上升 0.47 个百分点。

1 月非食品类相应商品价格同比增速攀升。义乌小商品指数和柯桥纺织月化同比分别为 1.01%和-0.06%，较前值同比分别上升 0.48 个和 0.74 个百分点。

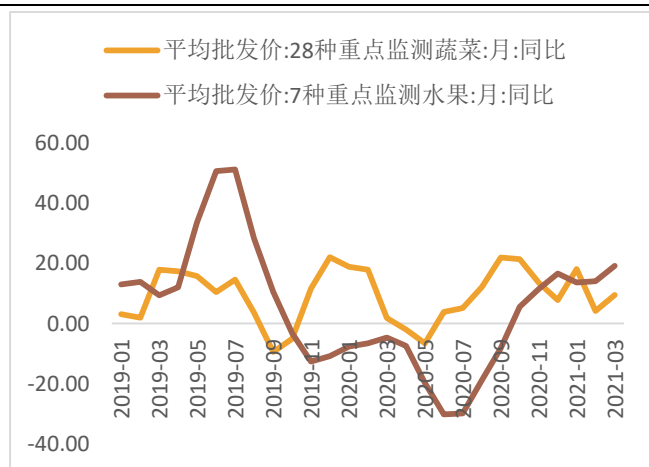
1 月 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比增速平稳，居住租房 CPI 当月同比增速跌幅收窄。1 月 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比为 3.7%与前值持平，居住租房 CPI 当月同比为-0.7%，较前值跌幅收窄 0.1 个百分点。

图 33：生猪均价同比下降：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

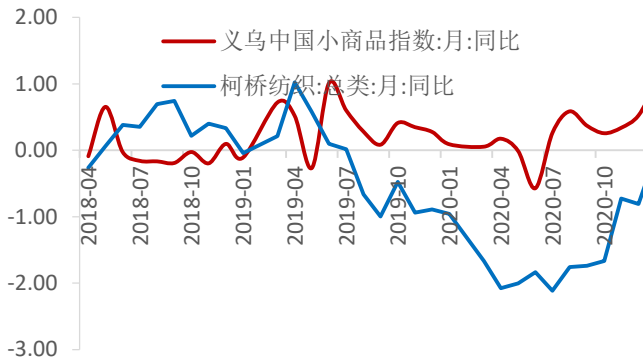
图 34：蔬菜和水果同比回升：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

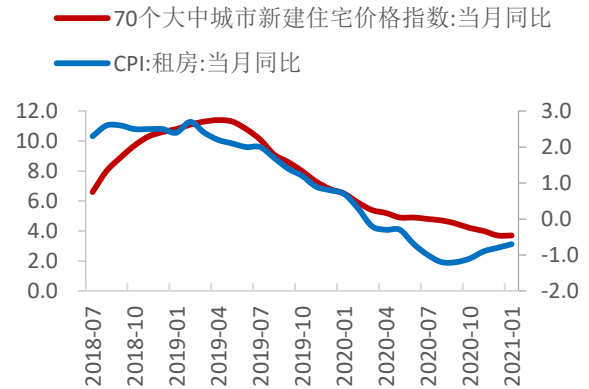


图 35：小商品和纺织类价格趋势回升：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

图 36：新建住宅价格和租房价格同比分化：单



资料来源：Wind，优财研究院

八、风险提示

经济复苏不及预期；疫情爆发超预期；政策变化超出预期。

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。