



金信期货
GOLDTRUST FUTURES

宏观经济·周度报告

2021年4月17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



中国经济复苏不平衡，市场情绪或仍承压

内容提要

全球（中国之外）新冠肺炎每日新增确诊人数从2月14日的低点28.3万快速上升至近期的84.3万。我们认为，随着全球逐步放松疫情管控措施，聚集行为正增加，疫情仍可能继续快速蔓延，全球疫情管控措施可能边际加强。就趋势看，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，我国经济增长有较强支撑。

据Citymapper统计的36个全球大城市数据，4月16日全球主要36个大城市活动指数均值为37.6%，较4月11日的35.9%，上升1.6个百分点，较4月11日相对于4月4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上升。

我们判断今年二季度处偏过热的滞胀期，市场情绪承压，大类资产表现或分化，原油和工业品价格表现或相对较优。就当前看，中国经济复苏不平衡、出口承压、物价快速上升、社融数据不及预期、金融委强调“要保持物价基本稳定”、全球疫情再度快速蔓延、美债收益率处上升通道、美国拟提高税率、美联储边际收紧货币政策、美联储拟减少债券购买、市场对通胀快速上行的担忧加剧等，对市场情绪形成压制。不过中国经济处复苏通道、景气度在扩张区间攀升、利润增速大幅跃升、资金利率处于低位，欧美新冠疫苗接种持续推进，欧洲加快购买政府债券，美国经济复苏好于预期、美国零售、就业、制造业等数据强劲、美联储允许银行恢复回购和提高股息、拜登政府拟推出大规模基建计划、美联储鸽派表态和美国签署刺激法案等，为市场情绪提供支撑。

风险提示

经济复苏不及预期；疫情爆发超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、全球疫情追踪

全球（中国之外）新冠肺炎每日新增确诊人数从 2 月 14 日的低点 28.3 万快速上升至近期的 84.3 万。我们认为，随着全球逐步放松疫情管控措施，聚集行为正增加，疫情仍可能继续快速蔓延，全球疫情管控措施可能边际加强。就趋势看，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，我国经济增长有较强支撑。

据 Citymapper 统计的 36 个全球大城市数据，4 月 16 日全球主要 36 个大城市活动指数均值为 37.6%，较 4 月 11 日的 35.9%，上升 1.6 个百分点，较 4 月 11 日相对于 4 月 4 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上升。

二、美、欧宏观经济回顾

上周，主要受美国疫苗接种顺利推进、经济数据强劲、上市公司财报超预期和美联储偏鸽派表态等影响，美国主要股指上涨。标普 500 指数周累涨 1.37%，道指周累涨 1.18%，纳指周累涨 1.09%。美国标普 500 公共事业股指和材料股指表现最强，上周分别上涨 3.66% 和 3.24%，美国标普 500 通信设备股指和能源股指表现最弱，上周分别下跌 0.01% 和上涨 0.23%。

36 个城市中美国的城市共 9 个，4 月 16 日较 4 月 11 日活动指数上升的城市共 2 个，城市活跃度均值上升 0.2 个百分点，而 4 月 11 日相对于 4 月 4 日活动指数上升的城市有 7 个，城市活跃度均值上升 1.9 个百分点，显示美国复工复产的速度上周较上上周放慢且美国城市经济活跃度上升的城市减少。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，2 月中旬以来新增确诊人数维持震荡走势。上周美国新冠肺炎新增确诊人数环比增加 3.1%（上上周均值环比增加 5.7%），美国新增确诊人数攀升。3 月 2 日拜登宣布，到 5 月底，美国将

有足够疫苗供应全美所有成年人。美国传染病专家福奇表示，今年初秋时美国人的生活大体能恢复正常。

主要因业务重新开张、招聘增加和新一轮刺激支票到账等，美国 3 月份零售销售创 10 个月最大增幅，3 月份零售额环比 9.8%，创历史第二大月度涨幅纪录，2 月数据上修为下降 2.7%。美国就业、制造业等数据也走强。首次申领失业救济人数从前一周的 76.9 万锐减至 57.6 万，创出了 2020 年 3 月以来的最低水平。纽约联邦储备银行的纽约州制造业活动指数创出 2017 年以来最高水平和过去十年第三高纪录。费城联邦储备银行总体活动指数飙升至 1973 年以来的最高水平。

美联储主席杰罗姆·鲍威尔表示，美联储可能会在考虑提高利率之前先逐步减少债券购买规模，对最终退出大力刺激政策的先后顺序给出更坚定预期。鲍威尔上周三在华盛顿经济俱乐部主办的线上活动中说，“在我们朝着去年 12 月订立的目标取得明显进展后，我们会缩减购债规模，这很可能远早于我们考虑加息问题的时间。我们尚未就这些先后顺序进行表决，但这是一个指引”。美联储主席鲍威尔称，极不可能在 2022 年年初以前加息。美联储主席鲍威尔本月数次在公共场合露面，上周日在接受 CBS 的“60 Minutes”节目采访时表示，随着疫苗接种力度加强，美国经济似乎已经峰回路转增长加快，但美联储不会急于退出刺激措施。鲍威尔称，决策者将等到通货膨胀率持续达到 2% 且就业市场完全恢复后再考虑提高利率，这两个条件不太可能在 2022 年年底全部满足。4 月 27 日至 28 日联邦公开市场委员会将举行会议，按照传统美联储自本周五起进入公开评论静默期。我们认为，虽然短期美联储不会加息，但加息和货币政策收紧的节奏或比预期的快。美国通胀上行的速度很快，3 月美国 CPI 同比和 PPI 同比均高于预期，CPI 同比达到 2.6%，PPI 同比达到 4.2%。现今美国经济复苏强劲，劳动力市场快速好转，美国货币政策收紧的节奏有所加快。

上周三，美股一季度财报季正式开启，高盛、富国银行和摩根大通的业绩超出预期。周四，百事可乐、贝莱德、花旗和美国银行将公布财报。华尔街分析师预计，标普 500 指数成分股公司利润整体将较去年大幅增长，原因是强劲的经济背景和消费者支出将提振公司业绩。根据财经信息供应商 FactSet 提供的数据，华尔街的预测人士预计，标普 500 指数第一季度的盈利将比去年同期增长 27%。大大高于该指



数成分股公司去年四季度近 4% 的盈利增长。金融服务公司 LPL Financial 的首席市场策略师瑞安·德特里克 (Ryan Detrick) 表示:“我们可能会看到, 第一季度盈利同比增长超过 30%, 这将是走出金融危机以来看到的最大幅度的增长。我们不要忘记前两个季度发生过的事情: 盈利大幅增长。”他还补充说:“门槛稍微高了一点, 但我们认为美国企业界将再次证明, 我们看到的许多股票的估值是合理的。”我们认为, 受去年疫情影响, 美国大部分企业营收增速大幅下降, 今年因低基数, 企业营收增速大幅攀升在预料之中, 但今年全球经济复苏力度好于去年预期, 部分企业业绩料将增长强劲, 业绩超预期的上市公司或更受资金青睐。

上周三发布的美联储褐皮书调查报告称, 美国经济活动增长步伐有所加快, 消费者支出出现了改善。“2 月底到 4 月初全国经济活动加速到温和增长,” 美联储在褐皮书中表示。“消费者支出有所增强。关于旅游状况的报告更加乐观, 因休闲活动和旅行需求加速上升。”这份褐皮书是基于 12 家地区联储截至 4 月 5 日收集到的信息编制而成。报告称, 辖区前景更加乐观, 主要是在新冠疫苗接种方面。12 个辖区均报告经济增长, 其中 9 个为温和增长, 1 个为强劲增长。制造业活动进一步扩张, 一半的联邦储备辖区认为经济增长强劲。招聘仍然是一个普遍的挑战, 尤其是对低薪或小时工而言, 这在某些情况下限制了就业增长。整体而言, 工资增长略有加速, 制造业和建筑业等行业的工资压力更大, 这些行业很难找到和留住工人。美联储称, 许多辖区报告房价温和上涨, 一些地区表示房价上涨“更为强劲”。多数辖区的银行家预计贷款规模温和增长。有关商业地产和建筑业的报告各不相同, 酒店、写字楼和零售领域总体上依然疲软。美联储官员反复强调, 需要继续以积极的货币政策支持经济复苏, 即使疫苗接种范围扩大使经济前景变得更为乐观。尽管美联储官员大幅上调今年经济增长与就业预测, 但他们预计 2023 年末之前都不会加息。我们认为, 随着美国疫苗接种的有序有力地推进, 美国疫情管控措施处于逐步放松的通道, 美国城市活跃度快速提升, 经济活动复苏现在仍处于中间阶段, 美国经济增长前景向好。

美国劳工部上周二报告称, 经过季节性因素调整后的 3 月消费者价格指数 (CPI) 环比增长 0.6%, 前值为 0.4%, 创下去年 7 月以来最大增幅。3 月 CPI 同比上涨 2.6%,



高于预期的 2.5%，创 2018 年 8 月以来新高。美国 3 月 CPI 创下 2012 年以来最大涨幅，进一步证明随着经济复苏和需求走强，通胀压力正在加大。ING 在研报中表示，虽然美国 3 月 CPI 上行早有预期，但本周的数据仍然敲响了警钟，今后数月甚至数年的通胀压力有可能延续更久。分析称，在一段时间内，随着美国经济复苏回到正轨，某些商品价格可能会继续上升，甚至急剧上升。一些生产商已经表示，由于材料成本的大幅上涨，他们计划将这些成本转嫁给消费者。我们认为，美国通胀上行的速度很快，3 月美国 CPI 同比和 PPI 同比均高于预期，CPI 同比达到 2.6%，PPI 同比达到 4.2%，虽然短期美联储不会加息，但加息和货币政策收紧的节奏或比预期的快。

法国央行行长、欧洲央行管委 Villeroy de Galhau 在周三接受彭博电视台采访时说：我们可能会在 2022 年 3 月退出疫情紧急救助计划 PEPP。但是这并不意味着我们将突然收紧货币政策，根据 PEPP 进行的再投资将继续进行。我们还可以通过其他计划购买净资产。稍早前，Villeroy de Galhau 的荷兰同事说，PEPP 可能最早在第三季度就终止，而其他政策制定者已警告，欧洲央行不会做出任何急剧的政策挑战。我们认为，欧洲疫苗接种显著慢于美国，疫情仍在欧洲快速蔓延，使得欧洲经济复苏缓慢，这也意味着欧洲疫情支撑计划退出时间慢于美国，欧洲疫情支撑政策不会急转向。

欧洲议会下属的外事和国际贸易两大委员会就欧英贸易协议进行投票表决，最终以 108 票赞成、1 票反对、4 票弃权的表决结果对协议表示支持，并建议欧洲议会全会批准该协议。欧洲议会在当天发布的一份公告中称，下一步欧洲议会全会将就欧英贸易协议作出最终决定，但议会方面目前尚未确定何时召开下一次全会，在此之前，英国必须全面执行双方达成的协议。欧盟与英国在去年 12 月就包括贸易在内的一系列合作细节达成一致，为英国按照原计划在 2020 年结束“脱欧”过渡期扫清障碍，协议需双方议会批准才能正式生效。欧洲议会当时决定将在今年初审议该协议，不过，欧洲议会在今年 3 月决定暂停审议程序，以此抗议英国在北爱尔兰贸易安排问题上实施的“单方面改变”。我们认为，欧洲议会下属两大委员会投票通过欧英贸易协议在意料之中，欧洲议会全会批准该协议也是极大概率的事件。虽然欧英

贸易往来较英国脱欧前不太便利，但英国获得了金融和贸易的更多主动权，欧洲事务或更快的决断。

三、国内宏观经济回顾

上周美国三大股指上涨，北上资金大幅净流入，短期利率攀升，五个交易日，A股主要股指下跌。上周，风格偏好高 PE、中 PB 和中盘股，与上上周偏好低 PE、低 PB 和小盘股不同。从风格分类股票指数看，金融股指数累跌 1.52%，周期股指数累跌 0.37%，消费股指数累跌 0.39%，成长股指数累跌 0.46%，稳定股指数累跌 1.43%。上周以一级行业分类的板块中，涨跌幅前 5 的行业分别是汽车、煤炭、综合、食品饮料和房地产，涨跌幅后 5 的行业是餐饮旅游、交通运输、银行、农林牧渔和国防军工。

国务院总理李克强 4 月 13 日在中南海紫光阁出席同美国工商界领袖视频对话会。美中贸易全国委员会和 20 余家美国知名跨国公司董事长和首席执行官参加。李克强同他们互动交流，并回答提问。美国前财政部长、保尔森基金会主席亨利·保尔森主持。李克强表示，推动中美关系健康稳定发展，是两国人民和国际社会的共同期盼。要按照两国元首通话达成的共识，秉持不冲突不对抗、相互尊重、合作共赢精神，尊重彼此核心利益和重大关切，加强对话沟通，扩大务实合作，妥善管控分歧，推动中美关系向着总体稳定的方向迈进。李克强表示，坚持对外开放是中国的基本国策，中国对外开放的大门只会越开越大。我们加快构建新发展格局，一方面是要把国内市场的潜力不断释放，形成对经济增长和就业的稳定支撑，另一方面是让中国 14 亿人口的大市场更加开放，继续让中国成为外商投资的重要目的地、世界的大市场。

国务院印发《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，《意见》指出，将加大预算收入统筹力度，增强财政保障能力，规范政府收入预算管理，加强政府性资源统筹管理，盘活各类存量资源；加强重大决策部署财力保障，合理安排支出预算规模，大力优化财政支出结构，完善财政资金直达机制，推进支出标准体系建设。

财政部解读《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》称，要防范化解地方政府隐性债务风险，严禁地方政府以企业债务形式增加隐性债务，严禁地方政府通过金融机构违规融资或变相举债。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算。推进养老保险全国统筹，坚持精算平衡，防范待遇支付风险。我们认为，去年受疫情影响，我国收支增速差迅速拉大，地方政府杠杆率快速攀升，地方政府隐性债务风险明显增加，《意见》的发布有利于化解相应风险，今年财政收支增速差有望快速下降。

央行发表《关于我国人口转型的认识和应对之策》的工作论文。工作论文指出，我国要认清人口形势已经改变，要认识到人口红利当时用得舒服，事后是需要偿还的负债；要认识到我国人口形势已经逆转，灰犀牛越来越近；要认识到教育和科技进步难以弥补人口的下降，应全面放开和鼓励生育，完善养老制度，切实解决妇女在怀孕、生产、入托、入学中的困难，综合施策，久久为功，努力实现 2035 年远景规划和百年奋斗目标。文章认为，要高度警惕和防止储蓄率过快下降的趋势，要认清消费永远不是增长的源泉，要重视投资，扩大国内中西部的投资。我们认为，生产函数主要由劳动力、资本和技术进步组成，劳动力的快速萎缩势必拖累我国经济增速，全面放开和鼓励生育势在必行。

工信部会同有关部门起草了《“十四五”智能制造发展规划》（征求意见稿），征求意见稿提出，到 2025 年，规模以上制造业企业基本普及数字化，重点行业骨干企业初步实现智能转型。到 2035 年，规模以上制造业企业全面普及数字化，骨干企业基本实现智能转型。加快工业互联网、物联网、5G、千兆光网等新型网络基础设施规模化部署。加强工业数据中心、智能计算中心等算力基础设施建设，支撑人工智能等新技术应用。建立各具特色的工业互联网平台。鼓励国家制造业转型升级基金、先进制造产业投资基金、国家中小企业发展基金及各类社会资本加大对智能制造领域投资力度。我们认为，制造业数字化智能转型有利于企业营运效率的提高，提升企业在全球的核心竞争力，实现 2035 年远景规划。

国务院常务会议通过《中华人民共和国市场主体登记管理条例（草案）》，草案整合已出台的关于市场主体登记管理的行政法规，对在我国境内以营利为目的从事



经营活动的各类企业、个体工商户、农民专业合作社等登记管理作出统一规定，为培育壮大市场主体和促进公平竞争提供法治保障。主要包括：（1）提升登记便利度。

（2）精简申请材料和登记环节。（3）为推动解决“注销难”，明确规定市场主体未发生或已清偿债权债务、职工工资、社保费用、应缴税款等，书面承诺承担相关法律责任并按规定公示的，可按简易程序办理注销，其中个体工商户无需公示。（4）为降低市场主体维持成本，设立歇业制度。因自然灾害、事故灾难、公共卫生事件等造成经营困难的，市场主体可自主决定在一定时期内歇业并向登记机关备案，歇业最长不得超过 3 年。（5）明确诚信和监管要求。市场主体实行实名登记，对提交材料真实性、合法性和有效性负责，并按规定公示年度报告和登记相关信息。对登记时提交虚假材料或有其他欺诈行为的，撤销其市场主体登记，直接责任人 3 年内不得再次申请登记。登记机关根据市场主体信用状况实施分级分类监管，采取“双随机、一公开”方式对登记事项进行监督检查。（6）明确违法行为的法律责任和处罚措施。增强处罚针对性，情节严重的吊销营业执照，维护诚实守信、公平竞争的市场秩序。我们认为，当前我国资本仍存在错配的情况，破除阻碍企业公平竞争的相关障碍，有利于提升社会资本配置效率，支撑我国经济增速平稳。

国务院副总理韩正 15 日出席省部级干部建立现代财税金融体制专题研讨班座谈会，听取学员代表发言并讲话：要坚决遏制地方政府隐性债务增量，稳妥化解债务存量，防范化解地方政府债务风险。要用好地方政府专项债券，坚持“资金跟着项目走”，做深做实项目储备，提高项目成熟度。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，不把房地产作为短期刺激经济的手段，加强房地产市场调控，不断完善政策工具箱，促进房地产市场平稳健康发展。要加大政策支持力度，切实增加保障性租赁住房供给，解决好大城市住房突出问题。要完善监管体制机制，依法依规处置地方中小金融机构风险，守住不发生系统性金融风险的底线。要确保养老金按时足额发放，稳步有序推进基本养老保险全国统筹，做好社会保险费和非税收入划转税务部门征收工作。

MLF 连续 13 个月价格不变 市场利率上行空间有限。央行昨日公告中期借贷便利（MLF）操作利率维持不变，2.95% 中标利率水平持续 13 个月保持稳定。人民银

行 15 日公告称，为维护银行体系流动性合理充裕，4 月 15 日开展 1500 亿元 1 年期 MLF 操作（含对 4 月 15 日 MLF 到期和 4 月 25 日 TMLF 到期的续做）和 100 亿元 7 天逆回购操作。Wind 数据信息显示，4 月 15 日有 1000 亿元 MLF 到期，25 日有 561 亿元定向中期借贷便利（TMLF）到期。由此，央行 15 日的 MLF 操作实现了小幅缩量操作。我们认为，央行公开市场操作维持平稳性但小幅缩量，从今天出来的经济数据看我国经济虽然整体复苏，但并不均衡，生产弱于消费，需要平稳的货币政策做支撑，利率随趋势上行但上行空间有限。

国务院发布文件，清除消费隐性壁垒，进一步激发消费潜力。国务院办公厅日前印发《关于服务“六稳”“六保”进一步做好“放管服”改革有关工作的意见》，围绕稳定和扩大就业、培育市场主体、扩大有效投资、促进消费、稳外贸稳外资等重点领域，部署了一系列务实的举措。《意见》明确了进一步推动减轻市场主体负担的诸多举措。比如，推广财政资金直达机制的有效做法，研究将具备条件的惠企资金纳入直达机制；持续规范水电气暖等行业收费，确保政策红利传导到终端用户；分行业分领域清理规范行政审批前置条件和审批标准，大力推进减环节、减材料、减时限、减费用等。我们认为，今年以来企业降费和促进消费的政策频频出台，说明我国在货币政策逐步收紧的背景下，倾向于政策支持促进消费、投资和进出口的增长。

央行、银保监会、证监会、外汇局等金融管理部门 4 月 12 日再次联合约谈蚂蚁集团。央行副行长潘功胜代表四部门就约谈情况回答记者提问时表示，金融管理部门将坚持公平监管和从严监管原则，着眼长远、兼顾当前，补齐短板、强化弱项，促进公平竞争，反对垄断，防止资本无序扩张。一是坚持“金融为本、科技赋能”。平台企业开展金融业务应以服务实体经济、防范金融风险为本，不能使科技成为违法违规行为的“保护色”。对于违规经营行为，依法严肃查处。二是坚持金融活动全部纳入金融监管。金融业务必须持牌经营；提升监管能力和水平，优化监管框架，防范监管套利。三是坚持发展和规范并重。依法加强监管，规范市场秩序，防止市场垄断，保障数据产权及个人隐私；同时把握好平台经济发展规律，提升金融服务体验，巩固和增强平台企业国际竞争。我们认为，当前正处我国经济增速从高增速

向中等增速切换阶段，提升企业的核心竞争力是重中之重，蚂蚁集团作为大型平台企业，其开展金融业务势必要起到防范金融风险的作用，提升自身竞争力不能靠自身的垄断低位，加强平台企业间的竞争才能更好的服务社会。

央行货币政策司司长孙国峰回应“货币政策委员会一季度例会删除‘急转弯’表述”称，下一步要坚持跨周期设计理念，兼顾当前和长远，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，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。孙国峰指出，央行将按照稳健货币政策灵活精准、合理适度的要求，密切关注4月份财政收支和市场流动性供求变化，综合运用公开市场操作等多种货币政策工具，对流动性进行精准调节，保持银行体系流动性合理充裕，为政府债券发行提供适宜的流动性环境。他还表示，在研究碳减排支持工具，鼓励金融机构加大对碳减排重点领域的信贷支持。央行将搞好跨周期政策设计，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把握好政策时度效，保持流动性合理充裕，保持货币信贷合理增长。我们认为，我国经济增长正较平稳增长（相对于2019年），国内需求回升明显，经济失速下行的风险基本解除，前期十分宽松的货币环境将逐步收敛，虽然“货币政策委员会一季度例会删除‘急转弯’”，但不改宏观政策的平稳和连续，无需过分解读。

我国经济增速高增，消费增长强劲，但工业增加值增速不及预期。一季度GDP同比18.3%，预期18.4%，前值6.5%。3月，固定资产投资累计同比25.6%，预期26.0%，前值35.0%；社会消费品零售总额同比34.2%，预期28.4%，前值33.8%；规模以上工业增加值同比14.1%，预期17.6%，前值52.34%。1、一季度第一产业、第二产业和第三产业GDP不变价同比分别为8.1%、24.4%和15.6%，较去年四季度分别上升4.0、17.6和8.9个百分点，第二产业复苏最快，第三产业次之。2、3月固定资产投资累计同比不及预期。房地产投资累计同比25.6%，基建投资累计同比26.8%，在经济恢复仍较缓慢的背景下，基建投资和房地产投资较高增速对我国经济增长起到压舱石的作用。制造业投资累计同比29.8%，增速高于基建投资和房地产投资，显示制造业投资韧性较强。3、3月社零增速超预期，但结构分化。乡村消费增速高于城镇消费增速，且乡村消费走强而城镇消费走弱，餐饮消费增速大幅



走强而商品销售增速走弱。二季度基数仍低，虽居民收入同比或放缓，但大概率维持高位，我国内需回暖的确定性高。高频数据显示，4月消费增速或回落。4、3月规模以上工业增加值同比14.1%，低于预期的17.6%和前值的52.34%，我国经济复苏不及预期。工业增加值增长最快的5个行业和增长最慢的5个行业上中下游均有，显示上中下游经济复苏均有所分化。5、预计二季度，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。驱动经济增长的主动力是消费和制造业投资的恢复。

央行数据显示，3月新增人民币贷款2.73万亿元，预期为2.3万亿元。中国3月社会融资规模增量3.34万亿元，预期为3.7万亿元。中国3月货币供应量M2同比增长9.4%，预期增长9.5%，前值增长10.1%。我们认为，货币需求和供给增长均不及预期，一方面是因为去年3月是我国疫情支持政策密集释放，今年临时性对冲政策逐渐退出，央行公开市场操作净投放明显缩小，对比2017至2019年平均新增社融数据，今年3月仍小幅度扩张；另一方面，企业经营状况好转，3月PMI数据显著攀升，企业健康的现金流使得短贷需求显著下降。值得关注的是企业中长贷保持同比高增态势，说明企业对未来经营前景乐观。总体看，我国经济增长前景向好，但货币政策分结构逐步收紧，政策引导货币流向实体经济。

海关总署公布数据显示，中国3月出口(以美元计)同比增30.6%，预期增31.1%，前值增154.9%；进口同比增38.1%，预期增19.6%，前值增17.3%；贸易顺差138亿美元，预期460.7亿美元，前值378.7亿美元。我们认为，我国进口增速有一定支撑，截止去年12月中国社零增速仍较大幅低于前年同期(4.6%对8.0%)，IMF预计中国GDP实际增速可能达8.1%，美欧低于6.0%。因美欧国民逐步接种新冠疫苗，全球经济活动正逐步回升，在此背景下，如果美欧对居民的疫情补贴逐步退出，则美欧消费将攀升乏力而中国消费增速有较强攀升动能(消费实际增速向GDP实际增速回归)，我国需求大概率由2020年的外强于内逐渐转变为2021年的内强于外。2月美国零售同比大幅下降、欧盟27国零售同比仍为负值，显示美欧的高增速消费不可持续，2021年我国需求内强于外或比较明显



四、 核心观点

预计二季度，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。驱动经济增长的主动力是消费和制造业投资的恢复。我们判断今年二季度处类滞胀期（经济增速放缓且通胀上行），但二季度的滞胀主要是受去年基数扰动所致。如果以 2019 年为基准年计算，3-6 月处类过热期。二季度大类资产价格表现大概率既有滞胀期的特色也有过热期的特点。在偏过热的滞胀期，市场情绪承压，大类资产表现或分化，原油和工业品价格表现或相对较优。

我们认为，就当前看，中国经济复苏不平衡、出口承压、物价快速上升、社融数据不及预期、金融委强调“要保持物价基本稳定”、全球疫情再度快速蔓延、美债收益率处上升通道、美国拟提高税率、美联储边际收紧货币政策、美联储拟减少债券购买、市场对通胀快速上行的担忧加剧等，对市场情绪形成压制。不过中国经济处复苏通道、景气度在扩张区间攀升、利润增速大幅跃升、资金利率处于低位，欧美新冠疫苗接种持续推进，欧洲加快购买政府债券，美国经济复苏好于预期、美国零售、就业、制造业等数据强劲、美联储允许银行恢复回购和提高股息、拜登政府拟推出大规模基建计划、美联储鸽派表态和美国签署刺激法案等，为市场情绪提供支撑。本周（4 月 17 日至 4 月 23 日）央行公开市场将有 500 亿元逆回购到期，到期量较小，对市场情绪影响不大，市场对资金利率或更敏感。上周 SHIBOR 利率升降分化，截止 2021 年 4 月 16 日，隔夜 SHIBOR、周 SHIBOR 和月 SHIBOR 利率分别较 2021 年 4 月 9 日变化 16.2BP、14.5BP 和 -1.5BP。

我们认为，随着气温的回升和疫苗接种的推进，全球需求料将趋势回暖，供不应求的商品价格或易涨难跌，需密切关注各类商品需求变化。若美欧政策收紧程度低于预期或经济复苏速度高于预期则将推升资产价格阶段性回升，反之则对资产价格形成压制。

需警惕中美摩擦陡然升级，中国或美国经济数据不及预期、疫情在全球的超预期爆发风险。当前商品市场对负面消息敏感，需警惕黑天鹅事件的冲击。

五、 宏观基本面

（一）上游：工业品、农产品价格上涨，美元下跌

截止 4 月 17 日，南华工业品指数周环比上涨 0.90%，南华农产品指数周环比上升 0.28%，CRB 现货指数工业原料环比下跌 0.21%，铁矿指数环比上涨 0.50%，环渤海动力煤价格下跌 0.34%，美元指数周环比下跌 0.59%，中国沿海散货运价 CCBFI 综合指数环比上涨 3.49%。

（二）中游：高炉开工率下降，水泥价格连续 4 周上涨

截止 4 月 17 日，全国高炉开工率环比下降 0.28%，全国水泥价格周环比上涨 1.68%，连续 4 周上涨，东北、华北、华东、西北、西南和中南地区价格环比分别变化 1.44%、-0.18%、2.36%、-0.09%、0.61%和 3.02%。

（三）下游：商品房成交面积环比上涨，运价指数升降分化

截止 4 月 17 日，30 大中城市商品房成交面积周环比上涨 13.45%，其中，一线、二线、三线环比分别为 31.57%、8.37%和 11.8%。汽车半钢胎开工率环比下降 1.12%，集装箱运价指数，CCFI 指数和 SCFI 指数周环比分别变化-0.24%和 6.84%。

（四）价格：猪肉价格 12 连降，蔬菜价格 9 连降，原油价格大涨

截止 4 月 17 日，上周猪肉平均批发价环比下跌 4.36%，连续 12 周下降。28 种重点监测蔬菜平均批发价周环比下跌 3.43%，连续 9 周下降，7 种重点监测水果周环比上涨 0.77%。布伦特原油期货结算价周环比上涨 4.15%。

六、 市场利率

上周公开市场操作净投放 100 亿元，上上周央行净回笼 100 亿元。

SHIBOR 利率升降分化，截止 2021 年 4 月 16 日，隔夜 SHIBOR、周 SHIBOR 和月 SHIBOR 利率分别较 2021 年 4 月 9 日变化 16.2BP、14.5BP 和-1.5BP。截止 2021 年 4 月 16 日，银行间质押式回购利率 1 天期和 7 天期分别较 2021 年 4 月 9 日变化 15.38BP 和 24.05BP。通过上述短期利率数据变化可知，利率攀升。

上周北上资金净流入 247.09 亿元，上上周净流出 53.26 亿元。

七、 期货市场

表 1：期货指数周度变化：单位：%

指标	周涨跌幅	周日均成交量环比
谷物	2.09	-24.92
软商品	0.82	-9.63
贵金属	0.67	-26.56
油脂油料	-0.29	-23.09
有色	-0.43	-19.53
农副产品	-0.72	-16.00
煤焦钢矿	-1.02	-5.39
非金属建材	-1.19	-6.20
商品指数	-1.49	-13.60
化工	-2.70	-11.32
能源	-8.27	-8.09

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。

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”。