



金信期货
GOLDTRUST FUTURES

宏观经济·月度报告

2021 年 5 月 3 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



经济复苏不均衡，政策收敛但不快速收紧

——5 月宏观经济月报

内容提要

预计：4 月通胀、工业增加值增速、贸易顺差、投资增速、M2 增速均上行；出口增速、进口增速、新增人民币贷款、社融规模下降；二季度 GDP 累计同比与当季同比均低于一季度；1 年期存贷款利率与前值持平，中国制造业 PMI 较前值攀升。5 月人民币兑美元贬值。

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 90.3 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。

2021 年 4 月 30 日中央政治局会议在北京召开，会议认为“当前经济恢复不均衡、基础不稳固。”当前注重供给侧结构性改革，促进消费增长，密切关注原材料价格快速增长对小型企业的负面冲击，或促使国外疫情快速蔓延阶段过高产能的尽快出清。会议强调：“积极的财政政策要落实落细……发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。”由于经济虽然高速但恢复不均衡，政策或不会快速收紧，注重经济发展的质量，政策把握“时度效”，货币政策和财政政策会继续维持积极但大概率逐渐收敛。

5 月 CPI 同比和 PPI 同比大概率上行，产出缺口为正，经济周期或属于类过热期，资产配置建议：商品>股票>债券>现金。

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, 4 月分析师预测的平均值相较于前值, 通胀、工业增加值增速、贸易顺差、投资增速、M2 增速均上行; 出口增速、进口增速、新增人民币贷款、社融规模下降。我们预计, 二季度 GDP 累计同比与当季同比均低于一季度; 5 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: 宏观指标预测

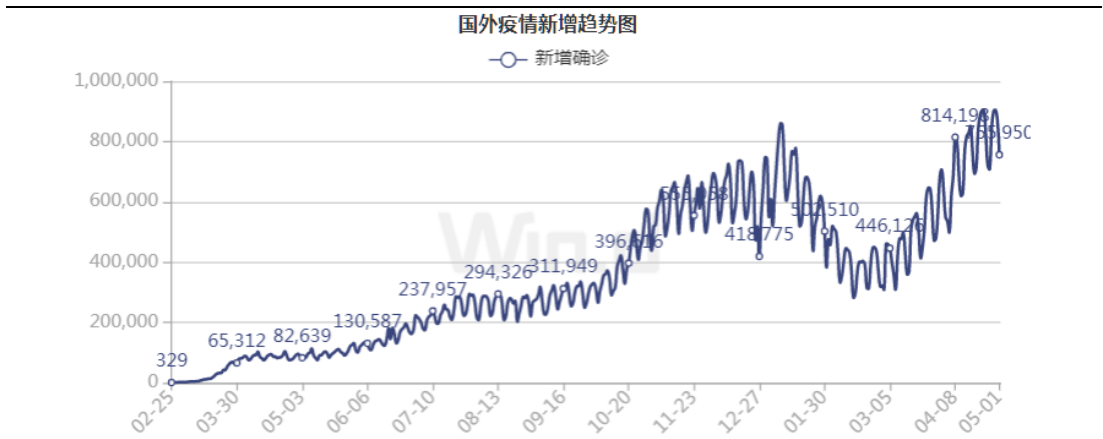
指标	优财预测	4 月 wind 预测	4 月实际	3 月
GDP:累计(%)	2 季度较前值降			
GDP:当季(%)	2 季度较前值降			
CPI(%)	4 月较前值升	1.0		0.4
PPI(%)	4 月较前值升	5.6		4.4
社会消费品零售(%)	4 月较前值降	26.9		34.2
工业增加值(%)	4 月较前值升	27.6		14.1
出口(%)	4 月较前值升	25.0		30.6
进口(%)	4 月较前值升	31.0		38.1
贸易顺差(亿美元)	4 月较前值升	335.0		138.0
固定资产投资:累计(%)	4 月较前值降	29.0		25.6
M2(%)	4 月较前值增	9.7		9.4
人民币贷款:新增(亿元)	4 月较前值降	17000		27300
美元/人民币	5 月较前值升	6.54	6.47	6.57
1 年期存款利率(%)	5 月与前值持平		1.5	1.5
1 年期贷款利率(%)	5 月与前值持平		4.35	4.35
社会融资规模	4 月较前值降	21000		33400
中国制造业 PMI	5 月较前值升		51.1	51.9

资料来源: Wind, 优财研究院

二、全球疫情再度高增, 趋势复苏不变

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 90.3 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。

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，5 月 1 日全球主要 36 个大城市活动指数均值为 39.9%，较 4 月 25 日的 39.0%，上升 0.9 个百分点，城市活动指数均值攀升，较 4 月 25 日相对于 4 月 18 日的上升 1.1 个百分点，活动指数攀升速度放缓。全球经济活跃度上升，但攀升动能减弱。

36 个城市中美国的城市共 9 个，5 月 1 日较 4 月 25 日活动指数上升的城市共 9 个，城市活跃度均值上升 6.3 个百分点，而 4 月 25 日相对于 4 月 18 日活动指数上升的城市有 5 个，城市活跃度均值上升 0.9 个百分点，显示美国复工复产的速度上周较上上周大幅加速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，2 月中旬以来新增确诊人数维持震荡下降走势。上周美国新冠肺炎新增确诊人数环比减少 21.7%（上上周均值环比减少 15.9%），美国新增确诊人数下降。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。

表 2：主要城市活动指数

国家	城市	5月1日	4月25日	4月18日	4月11日	4月4日	3月28日	2020/3/15
土耳其	伊斯坦布尔	12%	28%	34%	45%	48%	51%	93%
美国	旧金山	16%	13%	12%	12%	12%	12%	57%
荷兰	阿姆斯特丹	21%	17%	19%	17%	18%	16%	68%
美国	西雅图	22%	19%	19%	19%	18%	17%	47%
美国	洛杉矶	25%	23%	23%	22%	21%	20%	71%
美国	圣保罗	27%	20%	19%	18%	13%	17%	104%
墨西哥	墨西哥城	28%	27%	27%	26%	23%	27%	95%
加拿大	蒙特利尔	28%	24%	25%	28%	27%	27%	91%
加拿大	温哥华	28%	23%	25%	25%	26%	26%	83%

奥地利	维也纳	28%	32%	26%	25%	26%	35%	69%
美国	华盛顿	28%	20%	20%	20%	20%	17%	66%
丹麦	哥本哈根	30%	36%	25%	24%	22%	22%	54%
加拿大	多伦多	30%	23%	23%	26%	27%	27%	84%
意大利	米兰	31%	34%	30%	20%	20%	23%	9%
韩国	首尔	31%	34%	32%	37%	37%	34%	42%
法国	里昂	32%	46%	46%	46%	50%	56%	86%
西班牙	巴塞罗那	34%	40%	39%	36%	35%	38%	61%
美国	波士顿	37%	30%	28%	28%	27%	26%	64%
意大利	罗马	37%	36%	33%	28%	26%	22%	16%
比利时	布鲁塞尔	38%	42%	38%	34%	42%	42%	71%
葡萄牙	里斯本	42%	42%	35%	33%	23%	23%	87%
瑞典	斯德哥尔摩	42%	43%	44%	43%	42%	42%	73%
美国	芝加哥	43%	32%	28%	28%	27%	26%	78%
美国	纽约	43%	36%	35%	33%	30%	30%	67%
法国	巴黎	44%	45%	44%	40%	47%	46%	77%
美国	费城	45%	36%	37%	37%	32%	32%	70%
俄罗斯	莫斯科	46%	56%	62%	59%	56%	57%	98%
澳大利亚	墨尔本	49%	41%	44%	40%	37%	43%	97%
西班牙	马德里	52%	54%	56%	54%	46%	53%	46%
澳大利亚	悉尼	53%	50%	49%	48%	44%	49%	93%
中国	香港	56%	55%	54%	61%	62%	53%	54%
英国	伦敦	60%	52%	51%	36%	38%	31%	83%
俄罗斯	圣彼得堡	62%	72%	73%	67%	64%	69%	101%
英国	伯明翰	70%	64%	56%	42%	45%	42%	91%
英国	曼彻斯特	70%	67%	63%	43%	43%	40%	89%
新加坡	新加坡	96%	91%	90%	94%	93%	89%	86%
平均值		39.9%	39.0%	37.9%	35.9%	35.2%	35.6%	72.8%

资料来源：Citymapper，优财研究院

三、一季度 GDP 增速高升，经济复苏分化

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）经济高增长，但不及预期，第二产业复苏强于第三产业

一季度 GDP 不变价同比 18.4%，较去年四季度的 6.5% 大幅攀升。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，显示第二产业复苏最快，第三产业次之。

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 0.40%,较去年四季度提升 0.18 个百分点,第二产业对 GDP 累计同比的拉动为 8.59%,较去年四季度上升 7.59 个百分点,第三产业对 GDP 累计同比的拉动为 9.31%,较去年四季度提升 8.22 个百分点。

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。

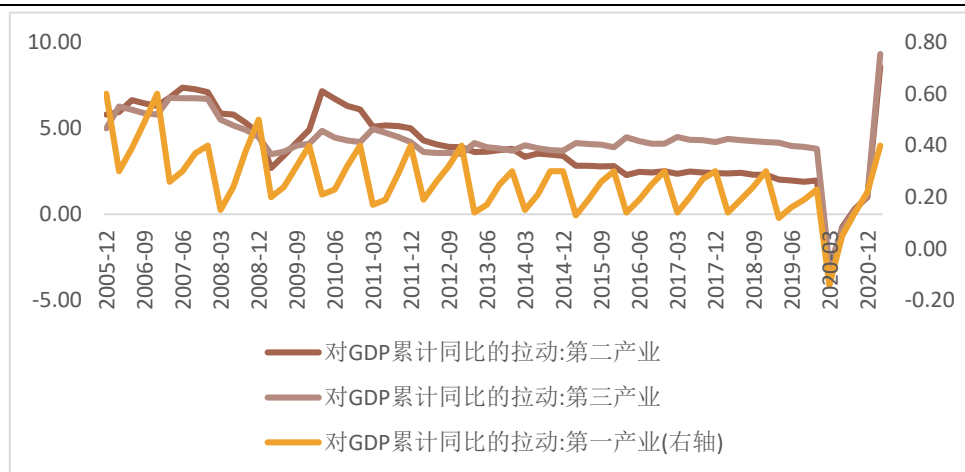
就 2021 年剩下三个季度的 GDP 同比增速走势看:二季度基数效应转弱,同比增速会较大幅回落,但因全球生产和需求或快速回升,同比大概率维持高位;三、四季度,随全球疫苗较普遍接种(尤其是欧美地区大概率逐步达成群体免疫),疫情对全球经济的负面影响将明显减弱,全球经济复苏大概率偏强,虽然基数效应或使得全球经济同比增速回落,但大概率逐渐触底后进入加速通道,我国 GDP 同比增速也大概率触底逐步攀升。

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）投资增速不及预期，制造业投资强于房地产和基建

3月固定资产投资累计同比25.6%，不及预期的26.0%，前值为35.0%，去年3月值为-16.1%。固定资产投资累计值，今年3月较2019年3月增长6.0%，仍低于2019年3月相对于2018年3月的增长6.3%，显示我国投资还没有恢复到往年增长水平且较上月增速放缓。

3月房地产投资累计同比25.6%，前值下降12.7个百分点，去年3月值为-7.7%，今年3月较2019年3月的值增长15.9%，两年平均增长7.6%，显示在经济恢复仍较缓慢的背景下，房地产投资较高增速对我国经济起到了支撑作用。房屋新开工面积累计同比28.2%，房屋竣工面积累计同比22.9%，房地产开发资金来源累计同比41.4%，其中自筹资金累计同比21.0%，定金及预收款累计同比86.1%，个人按揭贷款累计同比50.0%。商品房销售面积累计同比63.8%，今年3月较2019年3月

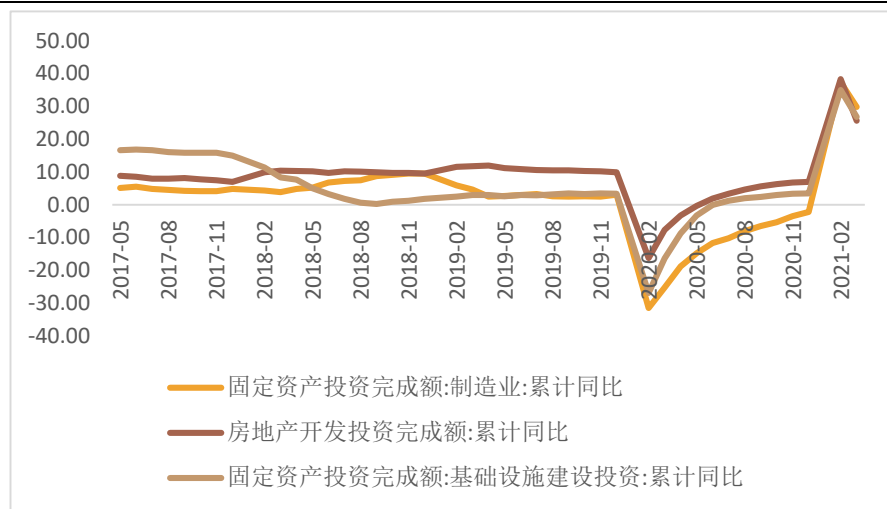
的值增长 20.7%。3 月末商品房待售面积 51858 万平方米，比 2 月末减少 567 万平方米，3 月房地产企业购置土地面积累计同比 16.9%。从高频数据看，截止 4 月 16 日，4 月 30 大中城市商品房成交面积日均值较 2019 年 4 月增长 3.1%，较 3 月相对于 2019 年 3 月的增速下降 15.4 个百分点。4 月 100 大中城市成交土地面积日均值较 2019 年 4 月增长-47.8%，较 3 月相对于 2019 年 3 月的增速跌幅扩大 28.3 个百分点，指向 4 月房地产投资增速承压。在房企“三道红线”和政策边际收紧的背景下，房地产投资增速 2021 年承压。

3 月基建投资累计同比 26.8%，较前值下降 8.2 个百分点，不含电力的基建投资累计同比 29.7%，较前值下降 6.9 个百分点。基建投资是逆周期调节的重要手段，2021 年不发行特别国债，地方专项债发行规模减少，赤字率较 2020 年下降较多，在经济趋势较快速回升阶段，基建投资增速斜率或走平。

3 月制造业投资累计同比 29.8%，较前值下降 7.5 个百分点，去年 3 月制造业投资累计同比在三大投资类别（房地产投资、基建投资和制造业投资）中最低，今年 3 月制造业投资累计同比攀升至最高，并且制造业投资累计同比回落幅度小于基建投资和房地产投资，显示制造业投资韧性较强。制造业 13 个已经出来数据的大类中 12 个大类累计同比增速下降，其中较前值下降最多的是专用设备制造业、医药制造业、汽车制造业、通用设备制造业和化学原料及化学制品制造业，这些行业偏中下游。累计同比增速较前值上升的是铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业。随着新冠疫苗接种顺利推进，国外疫情蔓延速度明显下降，欧美等国家或地区逐渐放松管控措施，全球需求逐步恢复，制造业投资增速趋势回升，但因全球生产恢复快于需求恢复，我国投资增速回升速度或不及预期。

3月民间投资累计同比26.0%，较前值下降10.4个百分点，民间投资增速下降幅度高于制造业，显示民间投资恢复相对缓慢，国外生产快速恢复背景下，民间投资增速回升速度短期或仍低于制造业。3月农、林、牧、渔业投资累计同比43.1%，较前值下降16.8个百分点，3月采矿业累计同比15.8%，较前值上升5.0个百分点。

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升，结构分化

零售同比高增，但结构分化明显。3月社会消费品零售总额同比34.2%，高于预期的28.4%和前值33.8%。3月城镇消费品零售总额同比34.0%，较前值下降0.9个百分点，乡村消费品零售总额同比34.9%，较前值上升8.2个百分点，显示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。商品零售同比29.9%，较前值下降5.3个百分点，餐饮收入同比91.6%，较前值上升22.7个百分点，餐饮消费大幅走强而商品销售走弱。

由于今年2-3月累计同比增速与去年低基数相关，2-3月累计同比的高或低的意

义不是非常重要，我们更关注，相对于 2019 年 3 月累计值的增长情况。

今年 1-3 月社会消费品零售总额较 2019 年 1-3 月增长 7.60%，高于 1-2 月较 2019 年 1-2 月的增长 5.56%，低于 2019 年 1-3 月相对于 2018 年 1-3 月的 8.3%。

今年 1-3 月城镇消费品零售总额较 2019 年 1-3 月增长 9.5%，高于 2019 年 1-3 月相对于 2018 年 1-3 月的 8.2%。今年 1-3 月乡村消费品零售总额较 2019 年 1-3 月增长 -3.57%，大幅低于 2019 年 1-2 月相对于 2018 年 1-2 月的 9.2%，显示乡村消费增长大幅弱于城镇。今年 1-3 月商品零售较 2019 年 1-3 月增长 8.58%，高于 2019 年 1-3 月相对于 2018 年 1-3 月的 8.2%。今年 1-3 月餐饮收入较 2019 年 1-3 月增长 -0.45%，大幅低于 2019 年 1-3 月相对于 2018 年 1-3 月的 9.6%。餐饮收入恢复速度明显慢于商品零售。

从具体门类 3 月零售总额累计同比来看，已经出来数据的 15 个零售门类中，相对于 2 月，4 个门类增速上升，分别为服装鞋帽针纺织品类、石油及制品类、烟酒类和化妆品类，11 个门类增速下降，增速下降幅度最高的 5 个门类分别为汽车类、通讯器材类、文化办公用品类、家具类和金银珠宝类。3 月累计同比增速最低的 5 个门类分别为粮油、食品类、中西药品类、石油及制品类、文化办公用品类和日用品类。

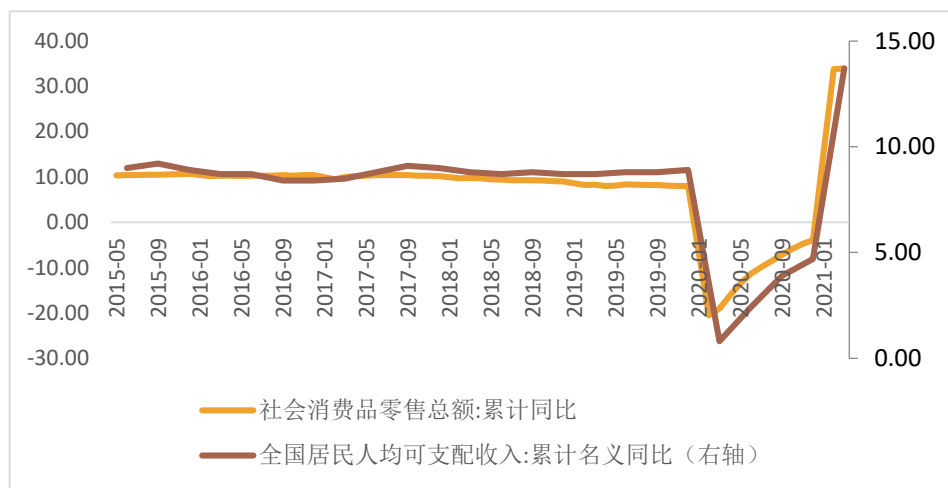
高频数据显示，4 月商品房成交面积较疲弱，或压制房地产产业链门类消费，4 月初乘用车批发和零售较 3 月大幅下降(4 月 1 至 11 日,环比 3 月同期下降 17%)，汽车零售同比或回落，压制消费增速。

因低基数影响，一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分别录得 13.7%、13.7%和 12.7%，较去年四季度分

别回升 9.0、11.6 和 8.9 个百分点。二季度基数仍低，居民收入同比大概率放缓，但大概率维持高位，我国内需整体回暖的确定性高。

IMF 预计中国 GDP 实际增速可能达 8.44%，中国消费增速（2020 年累计同比为-3.9%）有较强攀升动能（消费实际增速向 GDP 实际增速回归），我国需求在 2021 年将强势攀升。

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）全球经济趋势回暖，3 月经济复苏不及预期

3 月，工业增加值累计同比 24.5%，低于前值的 35.1%，制造业增加值累计同比 27.3%，较前值下降 12.2 个百分点，采矿业增加值累计同比 10.1%，较前值下降 7.4 个百分点。

3 月规模以上工业增加值同比 14.1%，预期 17.6%，前值 52.34%，我国经济复苏不及预期。工业增加值分项中，3 月制造业增加值同比 15.2%，采矿业增加值同比 2.9%，电力、燃气及水的生产和供应业增加值同比 13.9%，制造业复苏最明显。

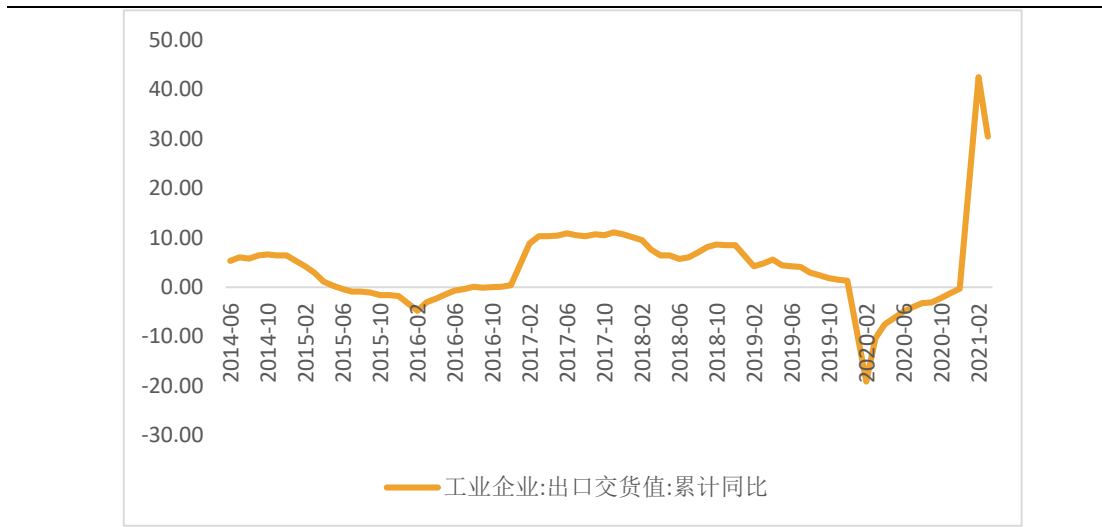
从具体行业看，3月17个已经公布累计同比增速的行业均较2月大幅下挫，增速下挫幅度最小的五个行业分别是：电力、热力的生产和供应业、黑色金属冶炼及压延加工业、农副食品加工业、有色金属冶炼及压延加工业和化学原料及化学制品制造业。

3月增速最快的五个行业分别是：汽车制造业、电气机械及器材制造业、金属制品业、通用设备制造业和专用设备制造业；增速最慢的五个行业分别是：有色金属冶炼及压延加工业、农副食品加工业、电力、热力的生产和供应业、黑色金属冶炼及压延加工业和食品制造业。这些行业上中下游均有，显示上中下游经济复苏均有所分化。

从出口交货值看，我国3月工业企业出口交货值累计同比30.4%，较前值下降12.1个百分点，3月累计值较2019年3月累计值增长13.5%，较2019年3月相对于2018年3月的增长1.9%攀升明显，显示企业出口交货转强，表明我国1-3月出口型企业生产增速回升。3月中国、美国、欧元区、日本制造业PMI均较大幅上升显示全球经济复苏共振。当前欧美逐步放松疫情管控措施，国外需求趋势回升，短期我国出口增速仍有支撑。

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82.1万。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。

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，国内外生产强于消费

4 月中国制造业 PMI51.1，前值 51.9，非制造业 PMI54.9，前值 56.3。4 月经济景气度下行幅度，已超季节性解释范围，在全球经济景气度上行、经济趋势复苏的背景下，我国经济景气度下降或因国外疫情爆发，国内外生产均强于消费。

4 月制造业 PMI 较 3 月降低 0.8 个百分点，非制造业 PMI54.9，较 3 月下降 1.4 个百分点，虽然制造业 PMI 仍高于枯荣线，但在全球主要经济体 PMI 上行的背景下下降，显示我国经济复苏仍有隐忧。4 月 PMI 分项中，产成品库存较前值提升，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、出厂价格、生产经营活动预期、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 回落与季节性有一定关系，但下降幅度或已超出季节性，4 月一般包含清明假期，叠加 4 月只有 30 天，少于 3 月的 31 天，今年 4 月共 22 个工作日，3

月共 23 个工作日。过去 5 年 4 月 PMI 均值为 50.9，较 3 月均值的 51.5 下降 0.6 个百分点，今年 4 月较 3 月下降 0.8 个百分点，幅度大于往年平均。

小型企业景气度上升，中大企业景气度回落，但大型企业景气度仍高，中小型企业景气度仅略超枯荣线。4 月大型企业 PMI 为 51.70，较 3 月下降 1.0 个百分点，中型企业和小型企业 PMI 分别为 50.30 和 50.80，较 4 月分别下降 1.3 个百分点和上升 0.4 个百分点。大型企业 PMI 的分项中，生产、新订单、进口、新出口订单较前值下降，原材料库存和生产经营活动预期较前值上升；中型企业 PMI 的分项中，生产、新订单、原材料库存和生产经营活动预期均有所下降，仅新出口订单攀升，显示中型企业的生产和内需景气度回落明显。小型企业 PMI 分项的生产、进口较前值上升，但新出口订单、原材料库存和生产经营活动预期下降。本次中大型企业的 PMI 下降明显，这或许与订单减少有关。

企业主要原材料购进价格与出厂价格景气度之差维持高位。4 月企业出厂价格 PMI 57.3，较 3 月下降 2.5 个百分点，主要原材料购进价格 PMI 66.9，较 3 月下降 2.5 个百分点。4 月主要原材料购进价格与出厂价格景气度之差为 9.6，与前值持平，但仍维持高位。

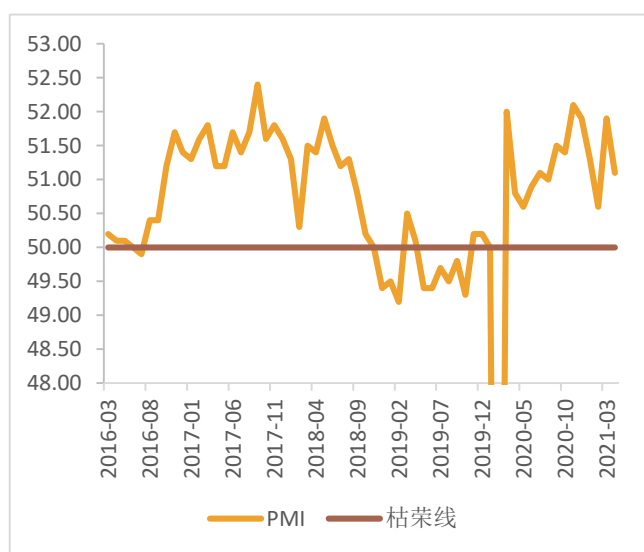
内外需转弱，。内需大幅转弱，4 月新订单 PMI 为 52.0，较 3 月下降 1.6 个百分点，外需转弱，新出口订单 PMI 为 50.4，较 3 月下降 0.8 个百分点，外需下降。

我国需求较弱，生产转慢，库存增加（被动补库），生产景气度回落，企业去原材料库存，产成品库存增加。4 月 PMI 分项中，生产、原材料库存、产成品库存分别为 52.2、48.3 和 46.8，较 3 月分别下降 1.7、0.1 个百分点和上升 0.1 个百分点。

4 月非制造业 PMI 收于 54.9，较 3 月下降 1.4 个百分点，但仍处较高景气位。

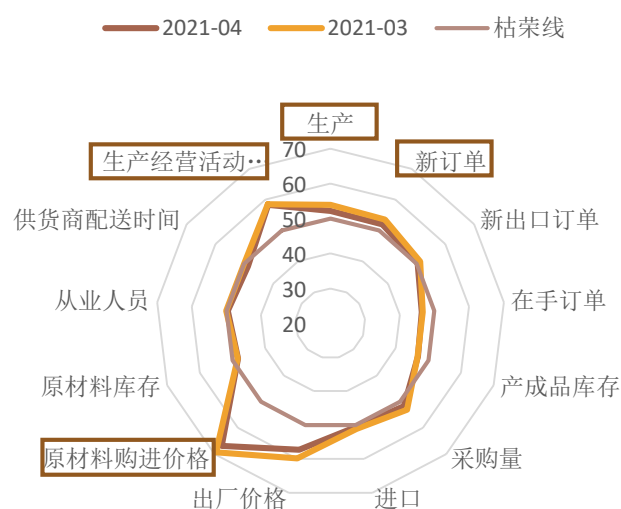
就分项来看，新订单、业务活动预期、投入品价格、从业人员、新出口订单、销售价格和存货景气度均下降。从非制造业 PMI 分大类来看，建筑业和服务业景气度均有所回落，4 月建筑业 PMI57.4，较 3 月下降 4.9 个百分点，4 月服务业 PMI54.4，较 3 月下降 0.8 个百分点。

图 7：制造业 PMI：单位：%



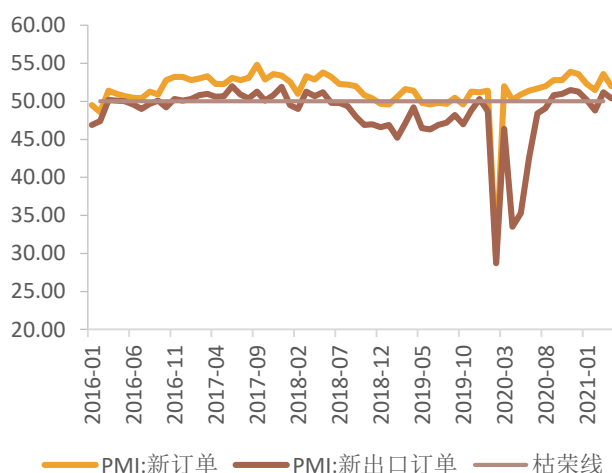
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：制造业 PMI 分项：单位：%



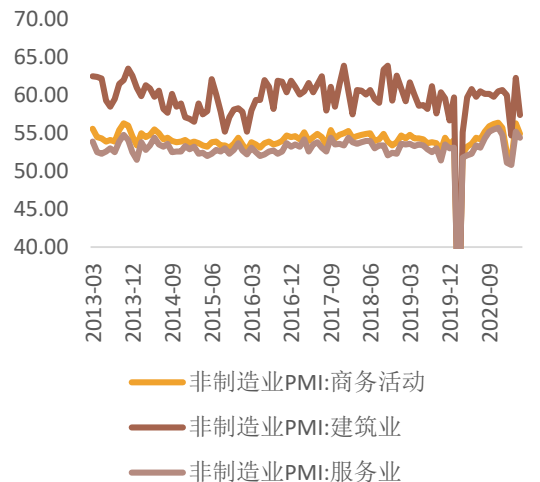
资料来源：Wind，优财研究院

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：%

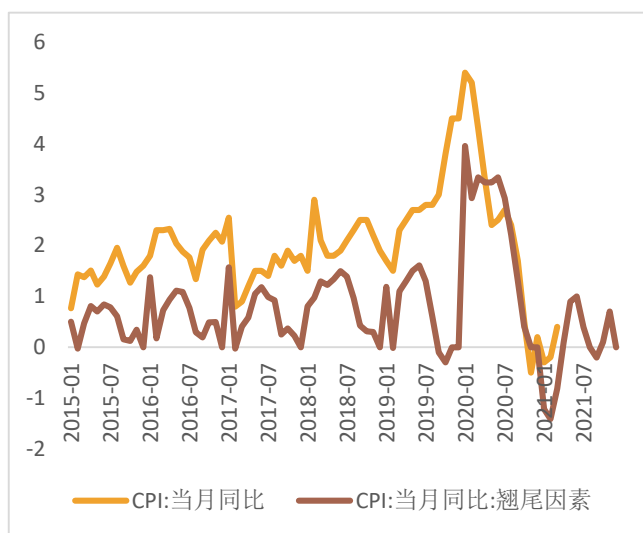


资料来源：Wind，优财研究院

五、5月通胀料将攀升

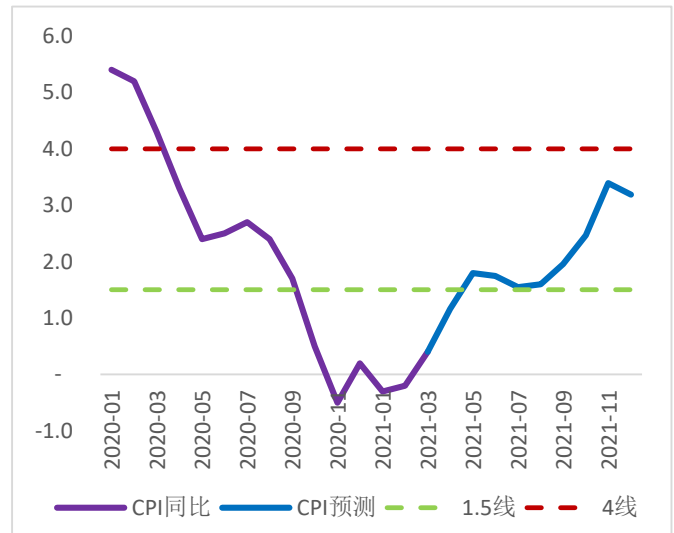
综合考虑近年 CPI 环比变化和当前物价走势对 CPI 同比进行预测，CPI 同比大概率在 4 月仍低于 1.5%，按修正的经济周期，或应更多的视经济为衰退或复苏，5-12 月 CPI 同比大概率高于 1.5%。

图 11：CPI 同比及翘尾：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

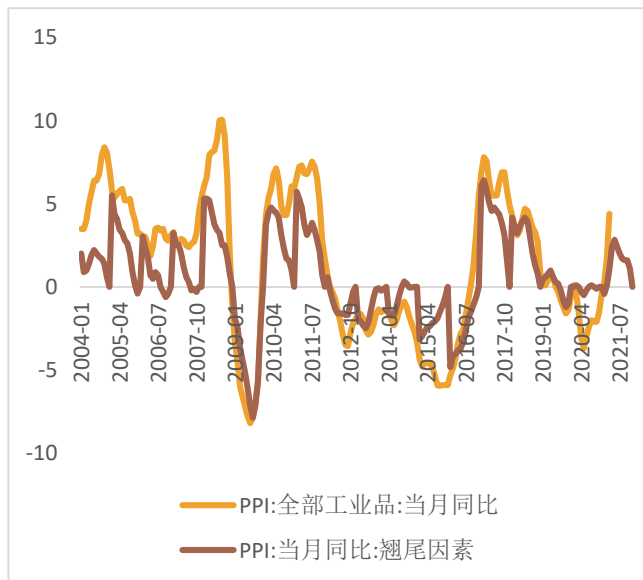
图 12：CPI 同比预测：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

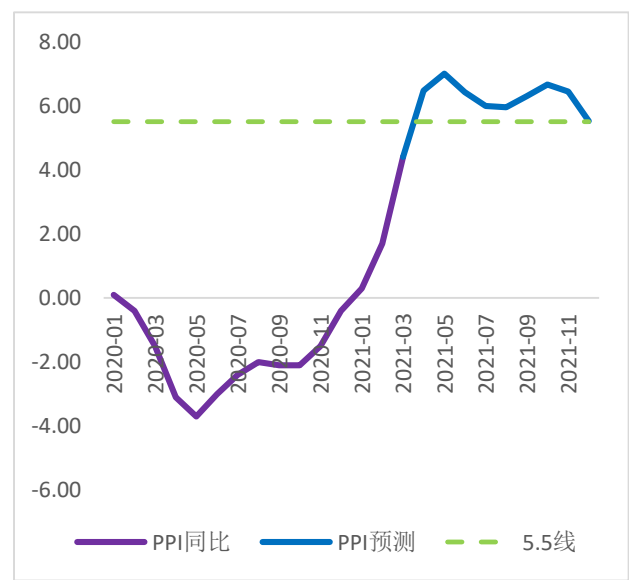
PPI 同比主要受生产资料 PPI 同比影响，近期生产资料 PPI 同比和生活资料 PPI 同比均上升，共同推动 PPI 同比上行。从翘尾因素看，PPI 同比翘尾因素在 5 月将达到高点。综合考虑近年 PPI 环比变化和当前物价走势对 PPI 同比进行预测，PPI 同比大概率在 4 月达到接近 6.5%，4-12 月 PPI 同比大概率高于 5.5%。

图 13：PPI 同比及翘尾：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

图 14：PPI 同比预测：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

六、 政治局会议强调经济恢复不均衡，政策收敛但不快速收紧

2021 年 4 月 30 日中央政治局会议在北京召开，分析研究当前经济形势和经济工作。

会议认为“当前经济恢复不均衡、基础不稳固。”因我国经济增速维持在高位，“要用好稳增长压力较小的窗口期，推动经济稳中向好，凝神聚力深化供给侧结构性改革，打通国内大循环、国内国际双循环堵点。”说明我国当前注重供给侧结构性改革，促进消费增长，密切关注原材料价格快速增长对小微企业的负面冲击，或促使国外疫情快速蔓延阶段过高产能的尽快出清，“有序推进碳达峰、碳中和工作，积极发展新能源。要促进国内需求加快恢复，促进制造业投资和民间投资尽快恢复。”

会议强调：“要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。”由于经济虽然高速但恢复不均衡，政策或不会快速收紧，注重经济发展的质量，政策要把握“时度效”，货币政策和财政政策会继续维持积极但大概率逐渐收敛。

财政政策和货币政策方面，会议强调：“积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。”财政政策兜底保基本民生、保工资、保运转，“三保”支出在财政支出中具有优先地位，除此之外今年财政政策或主要着力于优化经济结构。货币政策保持流动性合理宽裕，但在边际收紧的背景下，货币政策以支持实体经济、重点领域、薄弱环节为重。

表 3：政治局会议 4 月与去年 12 月对比

	2021 年 4 月 30 日政治局会议	2020 年 12 月 11 日政治局会议
形势判断	要辩证看待一季度经济数据， 当前经济恢复不均衡、基础不稳固 。要用好稳增长压力较小的窗口期，推动经济稳中向好， 凝神聚力深化供给侧结构性改革，打通国内大循环、国内国际双循环堵点 ，为“十四五”时期我国经济发展提供持续动力。	我国成为全球唯一实现正增长的主要经济体，…… 我国经济运行逐步恢复常态，但新冠肺炎疫情和外部环境仍存在诸多不确定性 ，要强化机遇意识、风险意识，科学部署，狠抓落实，牢牢把握经济工作主动权
总体思路	要坚持稳中求进工作总基调， 准确把握新发展阶段，全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展 ，慎终如始抓好疫情防控。要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性， 不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期 ，保持经济运行在合理区间， 使经济在恢复中达到更高水平均衡 。 积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线 ，发挥对优化经济结构的撬动作用。 稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持 。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定	坚持稳中求进工作总基调， 立足新发展阶段，坚持新发展理念，构建新发展格局，以推动高质量发展为主题 ，以深化供给侧结构性改革为主线，以改革创新为根本动力，以满足人民日益增长的美好生活需要为根本目的，坚持系统观念，巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果，更好统筹发展和安全，继续做好“六稳”工作、落实“六保”任务，科学精准实施宏观政策，努力保持经济运行在合理区间，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……
重点工作	要引领产业优化升级，强化国家战略科技力量，积极发展工业互联网，加快产业数字化 。要有序推进碳达峰、碳中和工作，积极发展新能源。要促进国内需求加快恢复， 促进制造业投资和民间投资尽快恢复 ，做好国家重大项目用地等要素保障，制定促进共同富裕	要扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革，打通堵点，补齐短板， 贯通生产、分配、流通、消费各环节 ，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，提升国民经济体系整体效能。要整体推进改革开放，强化国家战略科技力量，增强产业链供应链自主可控能力，形成强大国内市

	行动纲要，以城乡居民收入普遍增长支撑内需持续扩大。要推进改革开放，深入实施国企改革三年行动方案，优化民营经济发展环境，加快建设各类高水平开放平台，推动共建“一带一路”高质量发展。	场..... 强化反垄断和防止资本无序扩张持续改善生态环境质量。要对全面建成小康社会进行系统评估和总结，巩固拓展脱贫攻坚成果，做好同乡村振兴有效衔接.....
	要防范化解经济金融风险 ，建立地方党政主要负责的财政金融风险处置机制。要加强和改进平台经济监管，促进公平竞争。要保障和改善民生，强化就业优先政策，做好高校毕业生等重点群体就业，巩固拓展脱贫攻坚成果，在乡村振兴中持续改善脱贫人口生活，做好重要民生商品保供稳价。 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，防止以学区房等名义炒作房价 。要坚持不懈抓好安全生产。要始终绷紧疫情防控这根弦，坚持外防输入、内防反弹，抓好疫苗接种，推进疫情国际联防联控。	要抓好各种存量风险化解和增量风险防范促进房地产市场平稳健康发展
保护耕地	要坚持最严格耕地保护制度，优化调整农村用地布局， 确定各地耕地保有量和永久基本农田保护任务，规范耕地占补平衡，确保可以长期稳定利用的耕地总量不再减少 。	夯实农业基础

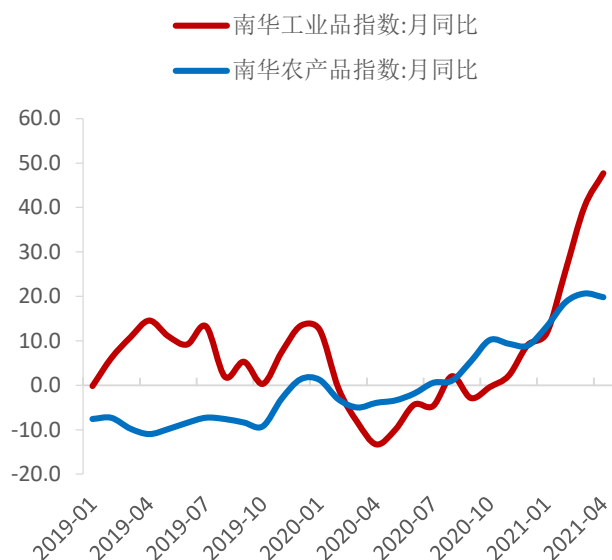
资料来源：根据公开资料整理，优财研究院

七、宏观基本面

（一）上游：原材料、工业品、煤价、原油月化同比攀升，农业品、铁矿石价格月化同比下降，美元指数月化同比下跌

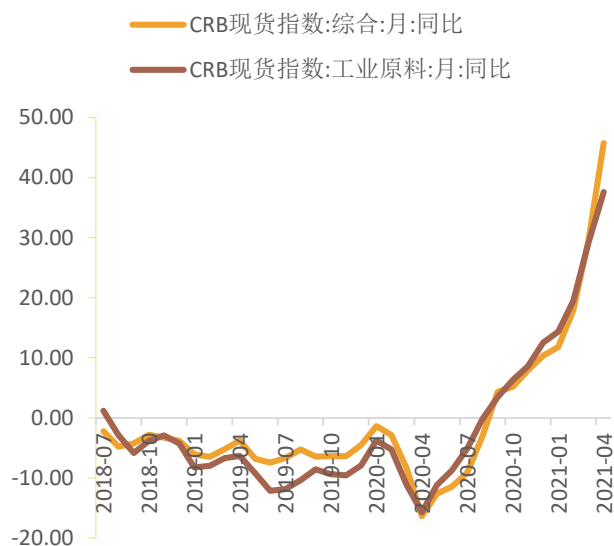
截止4月30日，4月CRB工业原材料价格月化同比37.61%，较3月上升8.36个百分点；南华工业品指数月化同比47.71%，较3月上升7.56个百分点；农业品指数月化同比19.83%，较3月下降0.84个百分点；环渤海动力煤价格月化同比10.26%，较3月同比增加5.64个百分点。铁矿石价格月化同比57.15%，较3月下降1.66个百分点；原料运价指数CCBFI月化同比46.77%，较3月上升10.31个百分点。布伦特原油月化同比145.02%，较3月上升50.22个百分点，WTI原油期货结算价月化同比269.57%，较3月上升164.81个百分点。美元指数月同比-8.27%，较3月下降1.43个百分点。

图 15：商品指数同比攀升：单位：%



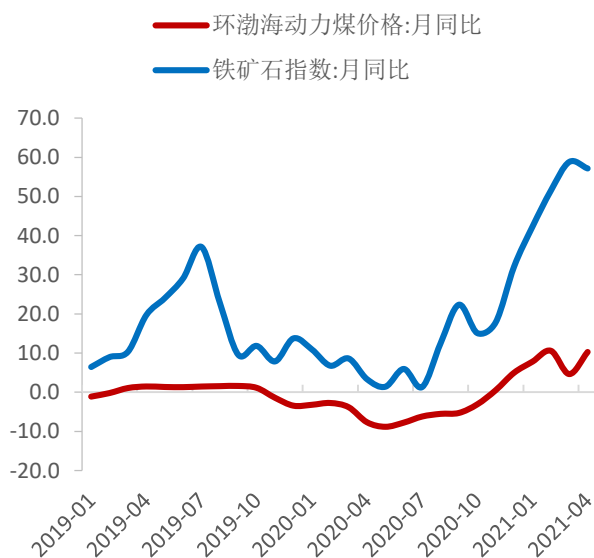
资料来源：Wind，优财研究院

图 16：CRB 现货指数同比快速攀升：单位：%



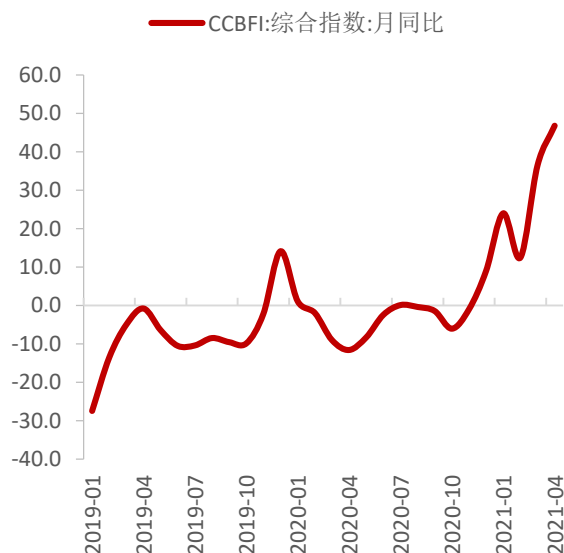
资料来源：Wind，优财研究院

图 17：动力煤和铁矿石价格同比升降分化



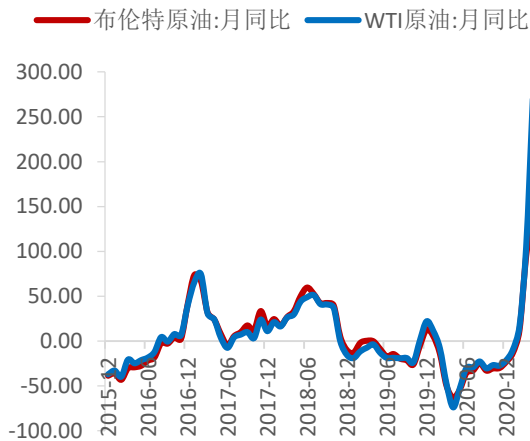
资料来源：Wind，优财研究院

图 18：原料运价指数同比攀升：单位：%



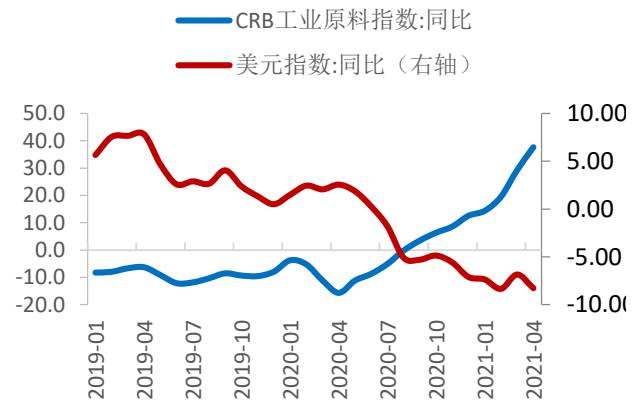
资料来源：Wind，优财研究院

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：美元指数同比下降：单位：%

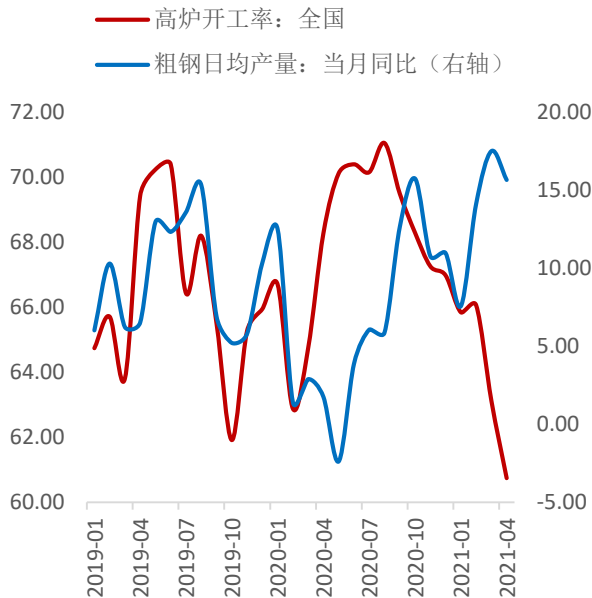


资料来源：Wind，优财研究院

（二）中游：高炉开工率、粗钢、汽车半钢胎开工率、全国货运量月化同比下降，水泥价格同比增速回升

截止 4 月 30 日，4 月高炉开工率 60.74%，较上月下降 2.38 个百分点，粗钢日均产量月化同比 15.69%，较 3 月下降 1.85 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 23.79%和 22.01%，较 3 月分别下降 6.48 和 11.45 个百分点。3 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 11.8%，39.4%、18.6%和 35.4%，较上月分别下降 6.1、67.8、12.1 和 19.3 个百分点。4 月全国水泥价格指数月化同比为 4.90%，较上月上升 8.95 个百分点。

图 21 :高炉开工率和粗钢产量同比下降 :单位 :%



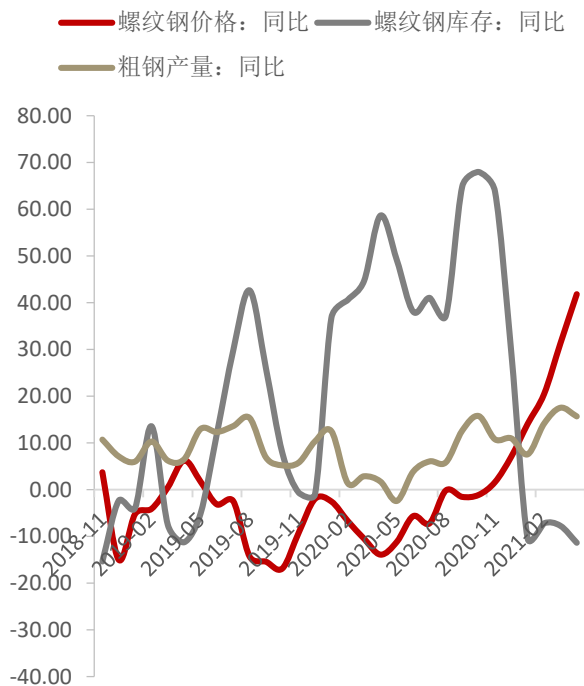
资料来源：Wind，优财研究院

图 22 :半钢胎和全钢胎开工率同比下降 :单位 :%



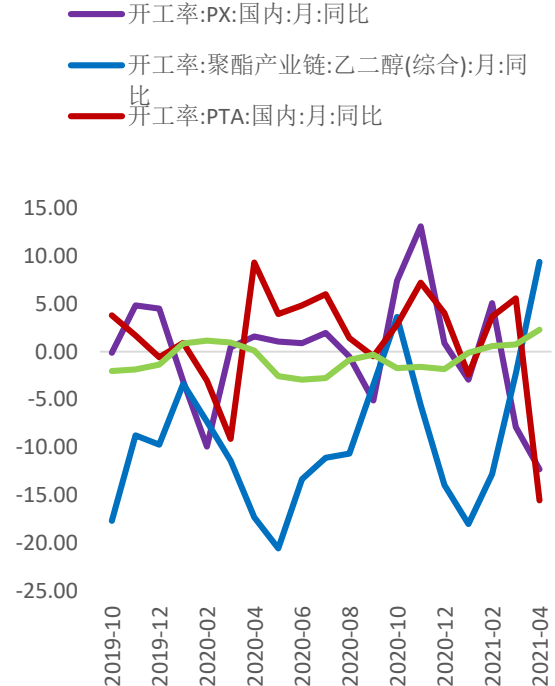
资料来源：Wind，优财研究院

图 23 :钢价同比攀升：单位：%



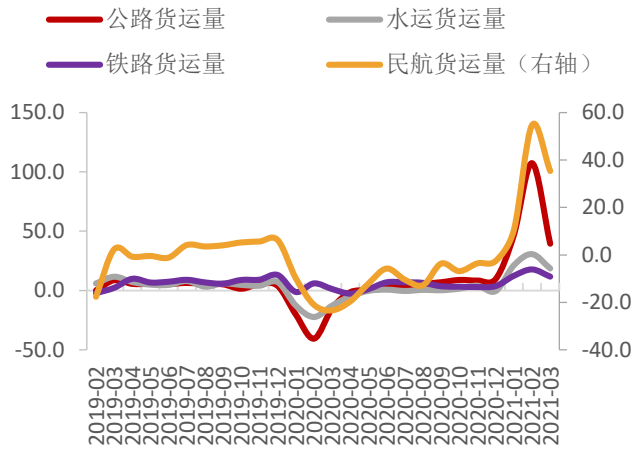
资料来源：Wind，优财研究院

图 24 :玻璃产能利用率同比回升：单位：%



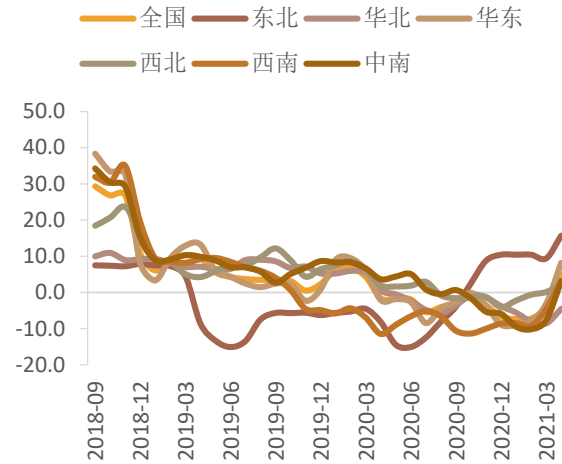
资料来源：Wind，优财研究院

图 25：货运量同比回落：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

图 26：水泥价格同比攀升：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

（三）下游：商品房成交面积、成交土地占地面积、乘用车销售、地产销售月化同比下降，成交土地溢价率、电影票房、集装箱运价指数月化同比上升

截止 4 月 30 日，受去年同期的低基数减弱和房贷利率攀升影响，4 月 30 大中城市商品房成交面积月化同比 40.53%，较 3 月同比增速下降 46.4 个百分点。其中一、二、三线城市月化同比分别为 52.67%、58.14%和 9.76%，较 3 月同比增速分别下降 69.24、59.09 和 24.31 个百分点。

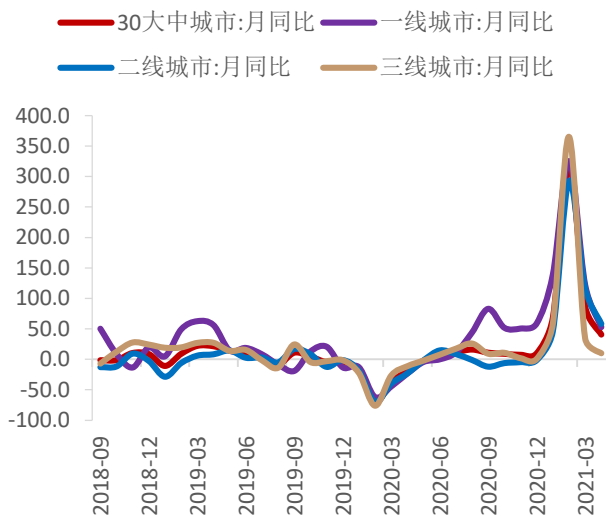
成交土地占地面积同比下降，成交土地溢价率攀升，预计未来房地产投资缓慢下行。从 100 大中城市成交土地溢价率来看，截止 4 月 30 日，4 月均值为 30.12%，较 3 月上升 17.22 个百分点，一、二、三线城市月均值分别为 0.00%、4.86%和 38.88%，较前值分别下降变化 0.00、-1.07 和 17.87 个百分点。从 40 大中城市成交土地占地

面积来看，4 月月化同比为 14.43%，较 3 月同比下降 45.42 个百分点。一、二、三线城市月化同比分别为 66.64%、62.11%和 -29.13%，较 3 月月化同比分别下降 39.98、54.89 和 33.42 个百分点。

电影票房收入同比上升，乘用车零售、批发较弱。截止 4 月 30 日，4 月电影票房月化同比 3361457%，乘用车批发和零售销量月化同比分别为 13.80%和 21.16%，较 3 月分别下降 76.42 和 44.92 个百分点，电影票房跃升主因去年的低基数，乘用车同比大幅下降，说明我国汽车消费明显回落。

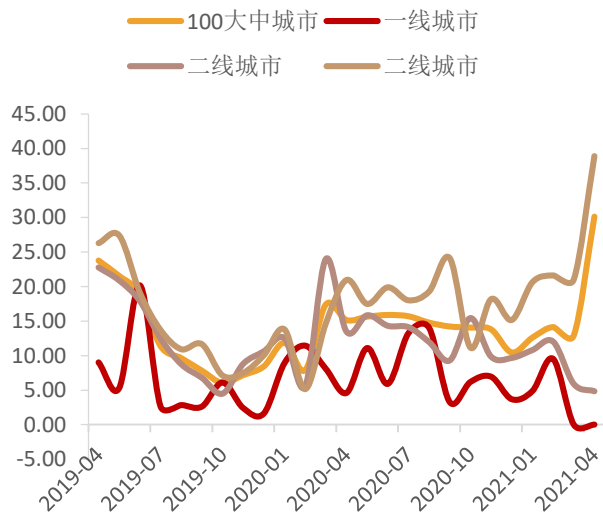
集装箱运价指数同比高位攀升。截止 4 月 30 日，4 月 SCFI 指数月化同比 232.42%，高于 3 月的 194.44%，CCFI 指数月化同比 114.38%，高于 3 月的 112.94%。

图 27：商品房成交面积同比下降：单位：%



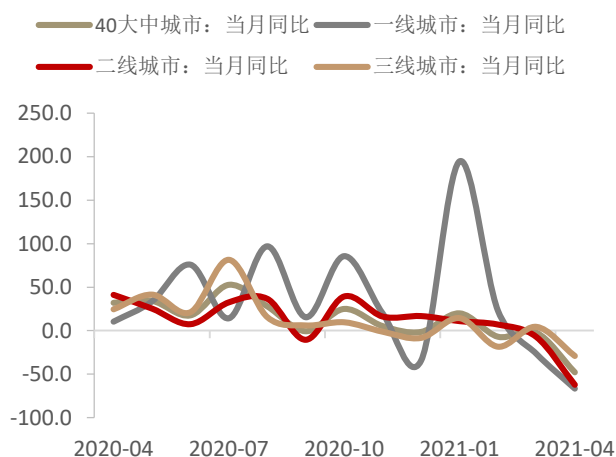
资料来源：Wind，优财研究院

图 28：土地溢价率攀升：单位：%



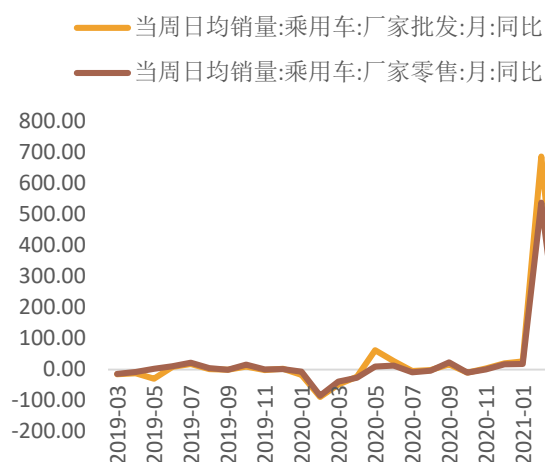
资料来源：Wind，优财研究院

图 29：成交土地面积同比下降：单位：%



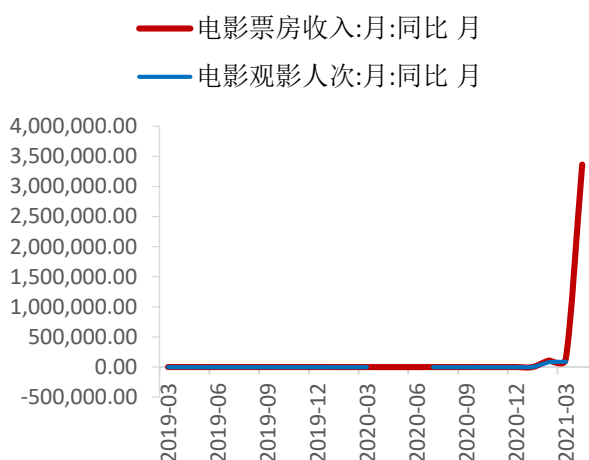
资料来源：Wind，优财研究院

图 30：乘用车销售同比下降：单位：%



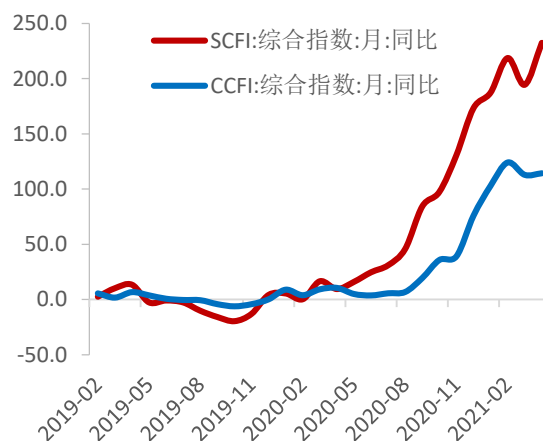
资料来源：Wind，优财研究院

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：运价指数同比攀升：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

（四）价格：生猪、蔬菜、水果价格月化同比下跌，非食品价格月化同比升降分化

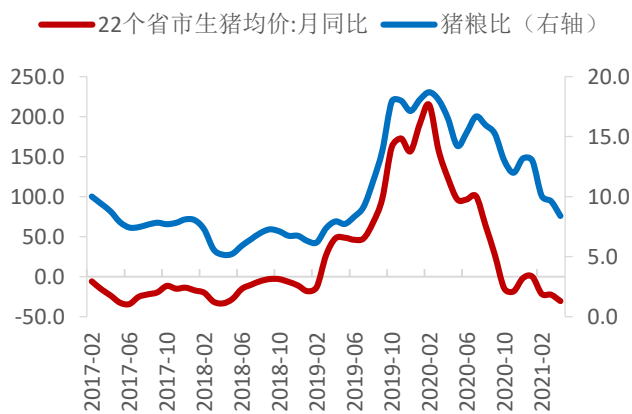
生猪、蔬菜价格同比下跌，水果价格同比上升。截止 4 月 30 日，22 省市生猪平均价 4 月月化同比-30.51%，较 3 月同比跌幅扩大 7.98 个百分点。28 种重点监测

蔬菜批发价月化同比 2.99%，较 3 月同比下降 2.33 个百分点，7 种重点监测水果月化同比 13.58%，较 3 月下降 2.49 个百分点。

4 月非食品类相应商品价格同比增速升降分化。义乌小商品指数和柯桥纺织月化同比分别为 0.13%和 3.39%，较前值同比分别变化-1.22 个和 0.73 个百分点。

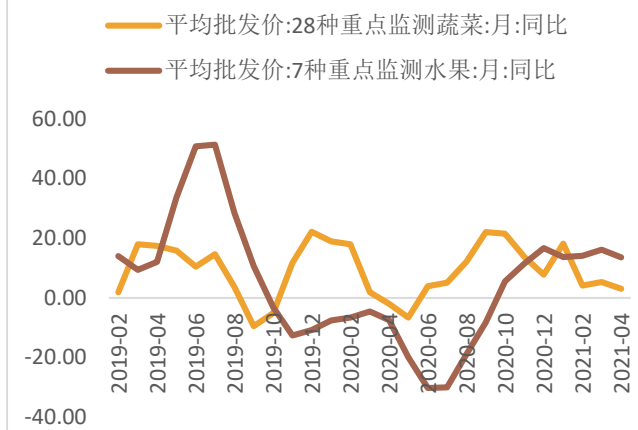
3 月 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比为 4.4%，较前值上升 0.3 个百分点，居住租房 CPI 当月同比为 0.0%，较前值跌幅收窄 0.3 个百分点。

图 33：生猪均价同比下降：单位：%



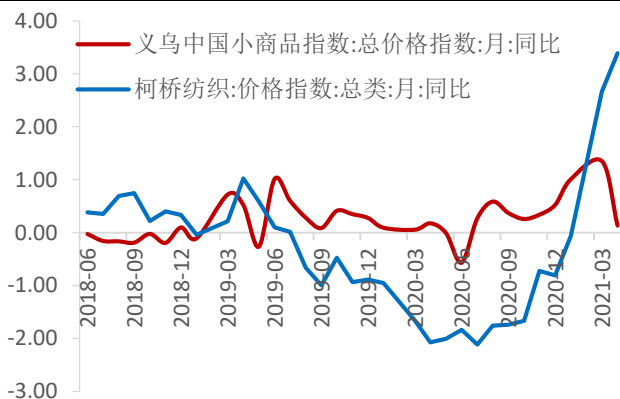
资料来源：Wind，优财研究院

图 34：蔬菜和水果同比下降：单位：%



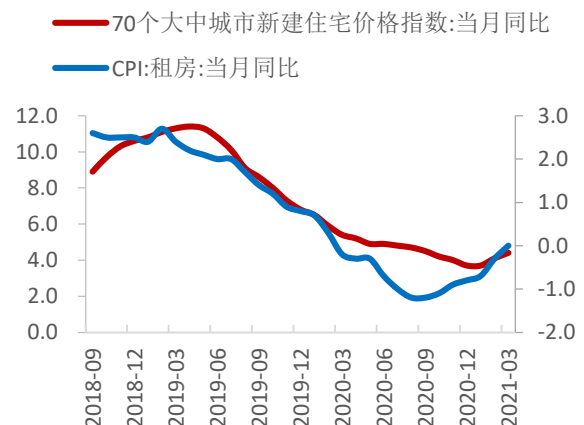
资料来源：Wind，优财研究院

图 35：小商品和纺织类价格同比升降分化：单



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上升



资料来源：Wind，优财研究院

八、5月资产配置建议

以中国 GDP 不变价季度数据进行 HP 滤波处理后得到产出缺口数据，CPI（消费者物价指数）增长率作为通胀指标。把复苏期定义为产出缺口为正且通胀下行，过热期定义为产出缺口为正且通胀上行，滞胀期定义为产出缺口为负且通胀上行，衰退期定义为产出缺口为负且通胀下行。另外，把 CPI 同比大于 4% 归入滞胀和过热，把 PPI 同比大于 5.5% 归入滞胀和过热，CPI 同比小于 1.51 归入衰退和复苏。

我们统计了 2010 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段表现。

衰退期，中证 500 指数上涨幅度高于沪深 300 和上证 50，就风格看，成长股指涨幅最大，大类资产配置：**股票>债券>现金>商品**；复苏期，上证 50 指数上涨幅度高于沪深 300 和中证 500，金融股指涨幅最大，但稳定股指、消费股指涨幅与金融股指相近，大类资产配置：**股票>债券>现金>商品**；过热期，上证 50 指数涨幅高于沪深 300 和中证 500，不过上证 50 涨幅与沪深 300 和中证 500 涨幅相近，消费股指涨幅最大，但周期股指、稳定股指、金融股指、成长股指涨幅与消费股指相近，大类资产配置：**商品>现金>债券>股票**，不过股指涨幅、债券涨幅与现金涨幅相近；滞胀期，上证 50 指数跌幅小于沪深 300 和中证 500，消费股指跌幅最小，大类资产配置：**债券>现金>商品>股票**，债券和现金涨幅接近。

表 2：2010 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段的表现（调整，修正，CPI 划分）

阶段	上证 50	沪深 300	中证 500	金融	周期	消费	成长
衰退 (22 个月)	17.29	27.81	61.79	28.70	54.61	58.97	79.35
复苏 (38 个月)	26.36	24.47	15.40	29.84	17.47	23.28	17.89
过热 (37 个月)	2.18	0.51	-1.41	-0.69	-1.67	3.53	-0.11
滞胀 (38 个月)	-18.35	-20.74	-27.22	-18.13	-28.14	-13.69	-20.53
阶段	稳定	商品	工业品	农产品	企业债	南华综合	现金
衰退 (22 个月)	39.26	-10.29	-14.03	-4.49	7.00	-10.29	3.54
复苏 (38 个月)	27.15	1.44	2.53	-3.54	6.35	1.44	3.48
过热 (37 个月)	-4.03	14.51	17.47	7.25	2.34	14.51	3.49
滞胀 (38 个月)	-30.58	0.78	-1.42	0.21	6.11	0.78	3.42

资料来源：Wind，优财研究院

注：CPI 划分，CPI 过 4，PPI 过 5.5 归入滞胀和过热，CPI<1.51 归入衰退和复苏



5 月 CPI 同比和 PPI 同比大概率上行，产出缺口为正，经济周期大概率属于类
过热期，资产配置建议：**商品>股票>债券>现金**。

九、 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”。