



金信期货

GOLDTRUST FUTURES

## 宏观经济·月度报告

2021年5月31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

## 6月通胀压力或略减，政策料维持宽松

——6月宏观经济月报

### 内容提要

预计：6月通胀小幅回落，工业增加值、投资增速均承压，1年期存贷款利率与前值持平，人民币兑美元升值，二季度GDP累计同比与当季同比均低于一季度，我国财政政策和货币政策维持宽松，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。

全球（中国之外）新冠肺炎每日新增确诊人数从4月29日的高点90.1万下降至近期的49.5万。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。

5月主要国内宏观事件：1、扎实推进“十四五”科技创新工作，加快发展战略性新兴产业；2、遏制大宗商品价格不合理上涨，努力防止向居民消费价格传导；3、要继续大力推进重点行业去产能工作，实现碳达峰碳中和目标；4、汇率不能作为工具，关键是管理好预期；5、我国面临的高杠杆形势比之前更加严峻复杂；6、央行发布一季度货币政策执行报告，货币政策稳字当头；7、财政部等4部门召开房地产税改革试点工作座谈会。

6月CPI同比和PPI同比大概率回落，产出缺口较前值下降但为正，国内政策或边际收紧，经济周期大概率属于偏复苏的类衰退期，市场仍有下跌风险，国务院强调需遏制大宗商品价格不合理上涨，人民币汇率大概率升值，资产配置建议：股票>债券>商品。

### 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

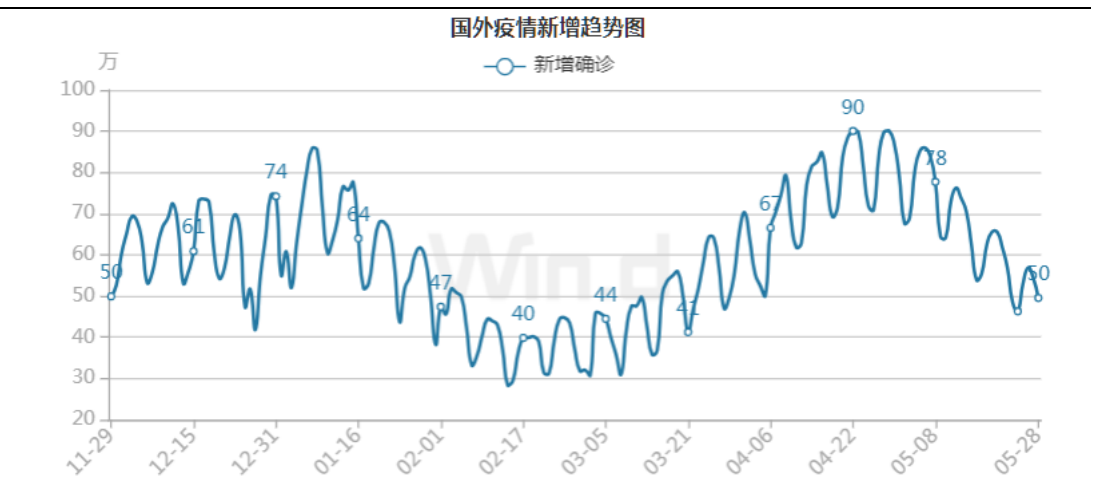


请务必仔细阅读正文之后的声明

## 一、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4月29日的高点90.1万下降至近期的49.5万。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 29 日全球主要 36 个大城市活动指数均值为 47.1%，较 5 月 23 日的 44.6%，上升 2.6 个百分点，城市活动指数均值攀升，较 5 月 23 日相对于 5 月 16 日的上升 2.5 个百分点，活动指数攀升速度提升。全球经济活跃度上升，攀升动能加强。

36 个城市中美国的城市共 9 个，5 月 29 日较 5 月 23 日活动指数上升的城市共 5 个，城市活跃度均值上升 1.8 个百分点，而 5 月 23 日相对于 5 月 16 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下降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，4 月中旬以来新增确

诊人数持续走低。上周美国新冠肺炎新增确诊人数环比减少 17.8%（上上周均值环比减少 23.0%），美国新增确诊人数下降。拜登表示，到 6 月底，美国将能收到足够接种其所有 12 岁及以上人口的疫苗。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 1：主要城市活动指数

| 国家   | 城市    | 5月29日 | 5月23日 | 5月16日 | 5月9日  | 5月2日  | 4月25日 | 2020/3/15 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 澳大利亚 | 墨尔本   | 9%    | 43%   | 42%   | 43%   | 43%   | 41%   | 97%       |
| 美国   | 旧金山   | 18%   | 17%   | 14%   | 14%   | 13%   | 13%   | 57%       |
| 土耳其  | 伊斯坦布尔 | 21%   | 39%   | 13%   | 13%   | 30%   | 28%   | 93%       |
| 荷兰   | 阿姆斯特丹 | 26%   | 22%   | 23%   | 21%   | 20%   | 17%   | 68%       |
| 美国   | 华盛顿   | 28%   | 28%   | 26%   | 22%   | 21%   | 20%   | 66%       |
| 美国   | 洛杉矶   | 30%   | 27%   | 27%   | 25%   | 23%   | 23%   | 71%       |
| 加拿大  | 温哥华   | 30%   | 28%   | 28%   | 27%   | 25%   | 23%   | 83%       |
| 加拿大  | 多伦多   | 31%   | 28%   | 27%   | 27%   | 24%   | 23%   | 84%       |
| 美国   | 西雅图   | 32%   | 24%   | 23%   | 18%   | 19%   | 19%   | 47%       |
| 美国   | 圣保罗   | 33%   | 28%   | 25%   | 25%   | 23%   | 20%   | 104%      |
| 韩国   | 首尔    | 33%   | 31%   | 30%   | 32%   | 33%   | 34%   | 42%       |
| 墨西哥  | 墨西哥城  | 34%   | 33%   | 30%   | 31%   | 28%   | 27%   | 95%       |
| 美国   | 波士顿   | 35%   | 36%   | 34%   | 32%   | 30%   | 30%   | 64%       |
| 丹麦   | 哥本哈根  | 35%   | 32%   | 33%   | 35%   | 34%   | 36%   | 54%       |
| 加拿大  | 蒙特利尔  | 37%   | 30%   | 28%   | 28%   | 26%   | 24%   | 91%       |
| 美国   | 纽约    | 39%   | 45%   | 42%   | 38%   | 37%   | 36%   | 67%       |
| 美国   | 费城    | 40%   | 42%   | 42%   | 40%   | 38%   | 36%   | 70%       |
| 意大利  | 米兰    | 42%   | 44%   | 41%   | 42%   | 37%   | 34%   | 9%        |
| 奥地利  | 维也纳   | 45%   | 43%   | 35%   | 36%   | 32%   | 32%   | 69%       |
| 澳大利亚 | 悉尼    | 47%   | 49%   | 49%   | 47%   | 49%   | 50%   | 93%       |
| 美国   | 芝加哥   | 49%   | 41%   | 38%   | 35%   | 33%   | 32%   | 78%       |
| 意大利  | 罗马    | 51%   | 47%   | 45%   | 44%   | 42%   | 36%   | 16%       |
| 瑞典   | 斯德哥尔摩 | 51%   | 45%   | 49%   | 43%   | 43%   | 43%   | 73%       |
| 西班牙  | 巴塞罗那  | 55%   | 51%   | 52%   | 43%   | 38%   | 40%   | 61%       |
| 比利时  | 布鲁塞尔  | 55%   | 52%   | 57%   | 49%   | 43%   | 42%   | 71%       |
| 俄罗斯  | 莫斯科   | 56%   | 60%   | 57%   | 42%   | 55%   | 56%   | 98%       |
| 新加坡  | 新加坡   | 56%   | 47%   | 79%   | 86%   | 91%   | 91%   | 86%       |
| 中国   | 香港    | 57%   | 59%   | 56%   | 54%   | 54%   | 55%   | 54%       |
| 西班牙  | 马德里   | 63%   | 59%   | 60%   | 56%   | 54%   | 54%   | 46%       |
| 葡萄牙  | 里斯本   | 64%   | 55%   | 50%   | 50%   | 44%   | 42%   | 87%       |
| 俄罗斯  | 圣彼得堡  | 73%   | 68%   | 70%   | 57%   | 68%   | 72%   | 101%      |
| 法国   | 里昂    | 74%   | 67%   | 52%   | 56%   | 48%   | 46%   | 86%       |
| 英国   | 伦敦    | 75%   | 61%   | 53%   | 52%   | 52%   | 52%   | 83%       |
| 法国   | 巴黎    | 83%   | 68%   | 50%   | 53%   | 45%   | 45%   | 77%       |
| 英国   | 伯明翰   | 88%   | 74%   | 65%   | 63%   | 62%   | 64%   | 91%       |
| 英国   | 曼彻斯特  | 102%  | 82%   | 71%   | 62%   | 66%   | 67%   | 89%       |
| 平均值  |       | 47.1% | 44.6% | 42.1% | 40.0% | 39.5% | 39.0% | 72.8%     |

资料来源：Citymapper，优财研究院

## 二、经济复苏不及预期，结构分化

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。

2021 年 5 月 17 日国家统计局发布 2021 年 1-4 月中国宏观经济数据：1) 1-4 月固定资产投资同比 19.9%，预期 20.0%，前值 25.6%；2) 4 月社会消费品零售总额同比 17.7%，预期 25.0%，前值 34.2%，1-4 月社会消费品零售总额同比 29.6%；3) 4 月规模以上工业增加值同比 9.8%，预期 10.0%，前值 14.1%，1-4 月规模以上工业增加值同比 20.3%。

4 月政治局会议认为“当前经济恢复不均衡、基础不稳固。”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。”我们判断，由于经济增速快速回落且经济复苏不均衡，政策或不会快速收紧，国家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。

预计 6 月，我国财政政策和货币政策维持宽松，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 2-4 季度经济增速走势看：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，我国经济增速也大概率触底逐步攀升。

### （一）投资增速不及预期，制造业投资强于房地产和基建

4月固定资产投资累计同比19.9%，不及预期的20.0%，前值为25.6%，去年4月值为-10.3%。固定资产投资累计值，今年4月较2019年4月增长-7.67%，显示我国投资还没有恢复到往年增长水平。

4月房地产投资累计同比21.6%，前值下降4.0个百分点，去年3月值为-3.3%，今年4月较2019年4月的值增长17.6%，两年平均增长8.4%，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12.8%，房屋竣工面积累计同比17.9%，房地产开发资金来源累计同比35.2%，其中自筹资金累计同比15.4%，定金及预收款累计同比74.1%，个人按揭贷款累计同比41.3%。商品房销售面积累计同比48.1%，今年4月较2019年4月的值增长19.5%。4月末商品房待售面积51436万平方米，比3月末减少422万平方米，4月房地产企业购置土地面积累计同比4.8%。从高频数据看，截止5月16日，5月30大中城市商品房成交面积月化同比5.64%，较4月月化同比下降37.33个百分点。5月100大中城市成交土地面积日均值月化同比-50.91%，较4月月化同比跌幅扩大9.59个百分点，指向5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。

4月基建投资累计同比16.9%，较前值下降9.9个百分点，不含电力的基建投资累计同比18.4%，较前值下降11.3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，基建投资增速下降。

4月制造业投资累计同比23.8%，较前值下降6.0个百分点，去年4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 4 月制造业投资累计同比攀升至最高，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 10 个大类累计同比增速下降，其中较前值下降最多的是化学原料及化学制品制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业、医药制造业、专用设备制造业、食品制造业和通用设备制造业，这些行业偏中下游。累计同比增速较前值上升的是纺织业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业和汽车制造业。随着新冠疫苗接种顺利推进，国外疫情蔓延速度下降，欧美等国家或地区逐渐放松管控措施，全球需求逐步恢复，我国制造业投资增速有支撑，但因全球生产恢复空间大于需求，我国投资恢复速度或不及预期。

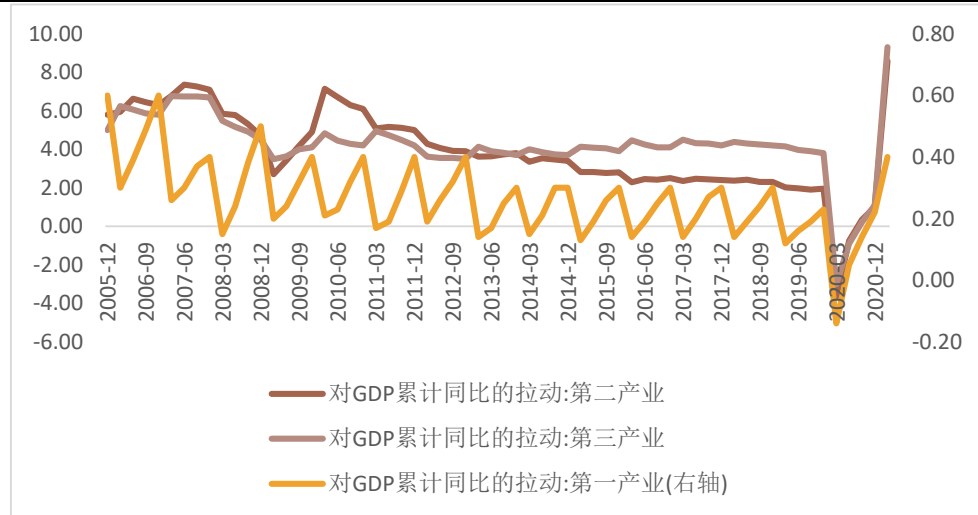
4 月民间投资累计同比 21.0%，较前值下降 5.0 个百分点，民间投资增速下降幅度低于制造业，显示民间投资恢复相对较快，国外需求快速恢复背景下，民间投资增速回升速度短期高于制造业。4 月农、林、牧、渔业投资累计同比 33.3%，较前值下降 9.8 个百分点，4 月采矿业累计同比 13.0%，较前值下降 7.8 个百分点。

图 2：GDP 增速与消费、投资和出口累计同比：单位：%



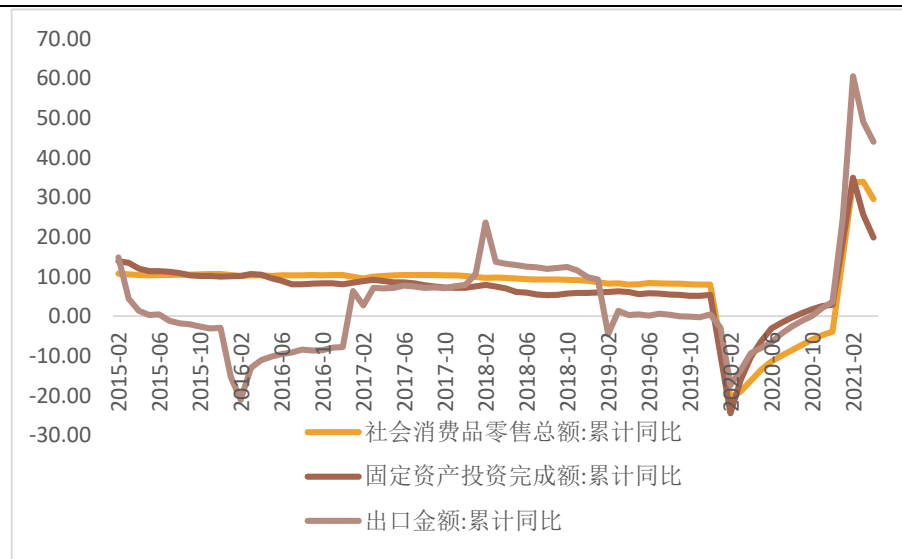
资料来源：Wind，优财研究院

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

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

## （二）零售同比快速下降，乡村弱于城镇，餐饮消费弱于商品零售

零售同比快速下降。4 月社会消费品零售总额同比 17.7%，低于预期的 25.0% 和前值 34.2%。4 月城镇消费品零售总额同比 17.6%，较前值下降 16.4 个百分点，乡村消费品零售总额同比 17.8%，较前值下降 17.1 个百分点，显示乡村消费增速和城镇消费增速均快速下滑。商品零售同比 15.1%，较前值下降 14.8 个百分点，餐饮收入同比 46.4%，较前值下降 45.2 个百分点，餐饮消费和商品销售均大幅走弱。

由于今年 2-4 月累计同比增速与去年低基数相关，2-4 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 4 月累计值的增长情况。

今年 1-4 月社会消费品零售总额较 2019 年 1-4 月增长 7.79%，高于 1-3 月较 2019 年 1-3 月的增长 7.60%，低于 2019 年 1-4 月相对于 2018 年 1-4 月的 8.04%。今年 1-4 月城镇消费品零售总额较 2019 年 1-4 月增长 9.6%，高于 2019 年 1-4 月相对于 2018 年 1-4 月的 7.9%。今年 1-4 月乡村消费品零售总额较 2019 年 1-4 月增长 -3.07%，大幅低于 2019 年 1-4 月相对于 2018 年 1-4 月的 8.9%，显示乡村消费增长大幅弱于城镇。今年 1-4 月商品零售较 2019 年 1-4 月增长 8.69%，高于 2019 年 1-4 月相对于 2018 年 1-4 月的 7.9%。今年 1-4 月餐饮收入较 2019 年 1-4 月增长 0.35%，大幅低于 2019 年 1-4 月相对于 2018 年 1-4 月的 9.3%。餐饮收入恢复速度明显慢于商品零售。

从具体门类 4 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 3 月，0 个门类增速上升，15 个门类增速下降，增速下降幅度最高的 6 个门类分别为汽车类、金银珠宝类、家用电器和音像器材类、家具类、通讯器材类和文化办公用品类。4 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、



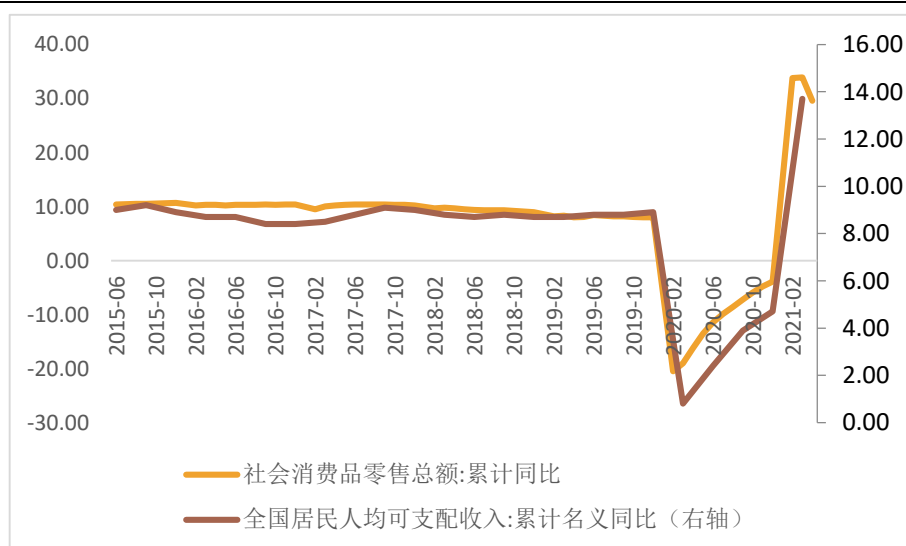
石油及制品类、文化办公用品类和日用品类。

高频数据显示，5 月商品房成交面积较疲弱，或压制房地产产业链门类消费，5 月初乘用车批发较 4 月大幅下降（5 月 1 至 9 日，环比 4 月同期下降 22%，同比去年同期下跌 13%），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 年将趋势攀升。

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

### （三）全球经济趋势回暖，我国 4 月经济复苏不及预期

4 月，工业增加值累计同比 20.3%，低于前值的 24.5%，制造业增加值累计同比 22.2%，较前值下降 5.1 个百分点，采矿业增加值累计同比 8.4%，较前值下降 1.7 个百分点。

4 月规模以上工业增加值同比 9.8%，预期 10.0%，前值 14.1%，我国经济复苏不及预期。工业增加值分项中，4 月制造业增加值同比 10.3%，较前值下降 4.9 个百分点，采矿业增加值同比 3.2%，较前值上升 0.3 个百分点，电力、燃气及水的生产和供应业增加值同比 10.3%，较前值下降 3.6 个百分点，制造业复苏较缓慢。

从具体行业看，因基数效应减弱，4 月 17 个已经公布累计同比增速的行业均较 3 月下挫，增速下挫幅度最小的六个行业分别是：电力、热力的生产和供应业、黑色金属冶炼及压延加工业、医药制造业、农副食品加工业、化学原料及化学制品制造业和有色金属冶炼及压延加工业。

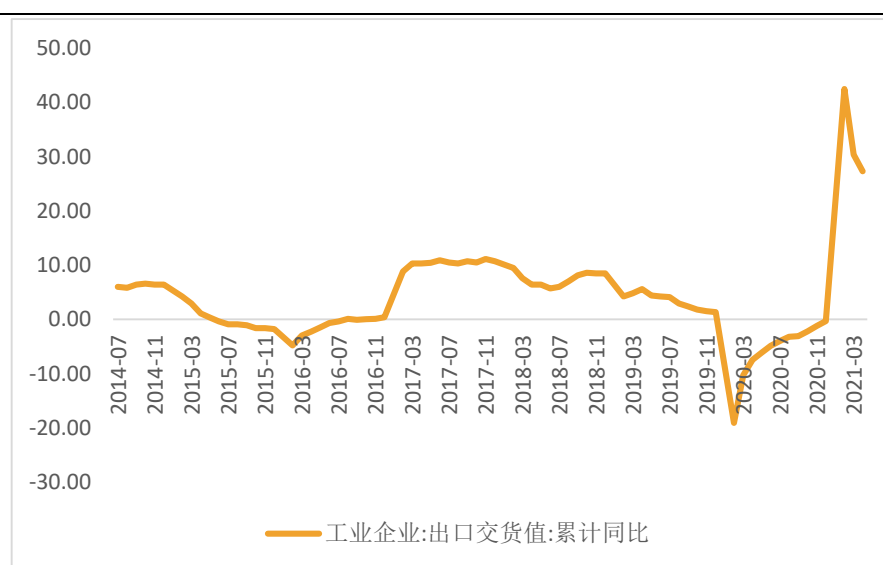
4 月增速最快的五个行业分别是：汽车制造业、电气机械及器材制造业、金属制品业、通用设备制造业和专用设备制造业，这些行业偏中下游；增速最慢的五个行业分别是：有色金属冶炼及压延加工业、农副食品加工业、食品制造业、电力、热力的生产和供应业和黑色金属冶炼及压延加工业。这些行业偏中上游，显示中下游经济复苏较中上游更快。

从出口交货值看，我国 4 月工业企业出口交货值同比 18.5%，较前值上升 2.6 个百分点，显示企业出口交货转强，4 月出口同比 32.3%，高于预期的 22.0%和前值的 30.6%，表明我国 4 月出口型企业生产增速回升。4 月全球、日本、欧元区制造业 PMI 均较大幅上升显示全球经济复苏。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4月29日的高点90.3万下降至近期的53.2万。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，5月14日全球主要36个大城市活动指数均值为41.5%，较5月9日的40.0%，上升1.5个百分点，城市活动指数均值攀升，较5月9日相对于5月2日的上升0.5个百分点，活动指数攀升速度提升。全球经济活跃度上升，攀升动能加强。

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

### 三、 利润增速高增长且平稳，上游价格上涨拖累制造业

2021 年 5 月 27 日统计局公布了 2021 年 1-4 月工业企业利润相关数据，1-4 月规模以上工业企业利润同比增长 106.1%，低于 1-3 月的 137.3%，较去年全年的 4.1% 大幅攀升，比 2019 年 1-4 月份增长 49.6%，两年平均增长 22.3%。

#### 1、企业盈利维持高增长且较平稳。

1-4 月规模以上工业企业利润同比增长 106.1%，低于 1-3 月的 137.3%，但主因基数效应减弱使得利润累计同比较前值下滑。去年 1-4 月企业利润增速-27.4%，去年 1-3 月企业利润增速-36.7.4%，企业利润累计同比下降在预料之中。

今年 1-4 全国规模以上工业企业利润总额比 2019 年 1-4 月份增长 49.6%，两年平均增长 22.3%，1-3 月利润较 2019 年 1-3 月增长 50.2%，两年平均增长 22.6%，表明企业盈利维持高增长且较平稳。

2、从价和量的视角看，1-4 月价升推高工业企业利润增速，量降对利润增速形成一定拖累。从量上看，1-4 月规模以上工业增加值同比 20.3%，低于前值的 24.5%，但明显高于去年全年的 2.8%；从价上看，4 月 PPI 累计同比 3.3%，较前值上升 1.2 个百分点，大幅高于去年全年的-1.8%和去年 4 月的-1.2%。4 月工业企业产销率当月值为 98.3%，高于前值的 96.5%、去年全年的 97.9%和去年 4 月的 98.0%，显示产销环比和同比均转强。

5 月企业盈利的价将延续加速，但量同比或继续下滑，基数效应减弱或使利润增速下降。截止 5 月 27 日，从价上看，CRB 工业原料现货指数 5 月月化同比 39.9%，较 4 月上升 2.15 个百分点，显示 5 月 PPI 同比或继续加速，对利润的支撑较强；从

量上看，5月30大中城市商品房成交面积月化同比13.20%，较4月同比下降29.77个百分点，汽车轮胎半钢胎开工率月化同比较4月同比下降7.85个百分点，量同比或较大幅下滑，拖累利润增速。

需求疲弱或拖累利润增速。1-4月社会消费品零售总额同比29.6%，低于前值的33.9%也低于预期。不过今年需求和前年相比零售累计同比增速仍在攀升，我国需求仍有韧性，今年1-4月社会消费品零售总额较2019年1-4月增长7.79%，今年1-3月社会消费品零售总额较2019年1-3月增长7.60%。

3、新冠肺炎每日新增确诊人数近期快速回落，全球逐步放松疫情管控措施，全球复工复产稳步推进，有利于我国企业盈利增速平稳。

美欧消费和生产同比增速均大幅攀升且消费强于生产，我国出口形势向好，也有利于我国利润增速平稳。4月美国零售和食品服务销售额同比录得51.22%，较前值上升22.21个百分点，4月美国工业总体产出指数同比为16.49%，较前值上升15.45个百分点。3月欧盟27国零售销售指数同比11.76%，较前值上升12.75个百分点，欧盟27国工业生产指数同比10.70%，较前值上升11.75个百分点。4月我国工业企业出口交货值当月同比18.5%，较前值增加2.6个百分点。

4、企业每百元营业收入中的成本攀升，营业收入利润率上升，企业资产负债率与前值持平。1-4月规模以上工业企业每百元主营业务收入中的成本为83.48元，高于前值的83.37元，同比减少1.39元，减少幅度高于前值的1.36元；1-4月每百元主营业务收入中的费用为8.45元，低于前值的8.60元，同比减少0.84元，减少幅度低于前值的1.38元。1-4月，规模以上工业企业实现营业收入累计同比33.6%，低于前值的38.7%，营业成本累计同比31.4%，低于前值的36.5%；1-4月营业收

入利润率为 6.87%，高于前值的 6.64%，较去年同期增加 2.42 个百分点。4 月规模以上工业企业资产负债率 56.3%，与前值持平。

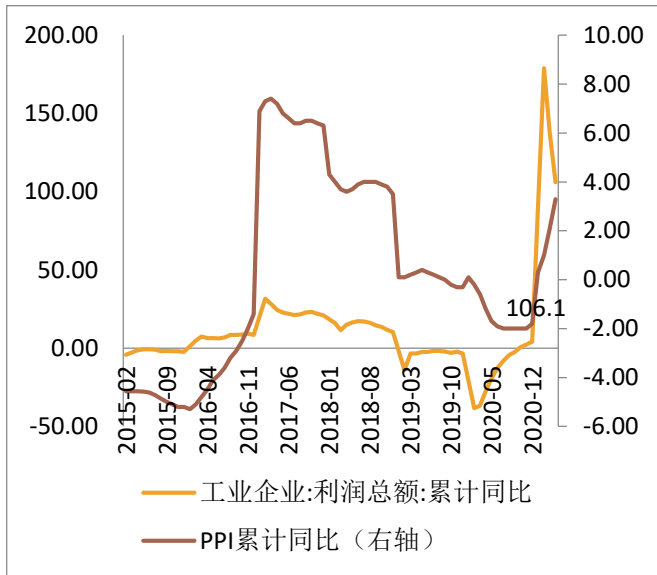
5、各类所有制企业累计利润增速均下降，但股份制企业、私营企业增速下降幅度高于国有企业。4 月国有及国有控股企业利润累计同比增速为 186.8%，较前值下降 12.6 个百分点。4 月股份制企业利润总额累计同比 107.7%，较前值下降 21.5 个百分点，私营企业利润总额累计同比 69.2%，较前值下降 22.7 个百分点。近期大宗商品价格回落，国有企业利润增速或承压，私营企业利润下降速度有可能转慢。

4 月，在 39 个工业大类中，6 个行业利润总额累计同比增加（3 月为 7 个）。39 个行业利润总额累计同比为正（3 月为 38 个行业），累计同比增加的 6 个行业分别为：石油和天然气开采业、其他采矿业、化学纤维制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业和有色金属矿采选业，这些行业集中在上游材料类行业，或与 4 月大宗商品价格大幅上涨 7.53% 有关。4 月采矿业利润总额累计同比 102.9%，较前值上升 25.8 个百分点，制造业利润总额累计同比 113.9%，较前值下降 43.9 个百分点，显示上游价格大幅上涨推升采矿业利润增长，但明显拖累制造业利润增速。

6、4 月，企业产成品存货累计同比增速小幅下降，连续 2 个月去库，5 月，全球疫情蔓延速度明显变慢，疫情对外需的影响渐小，我国外需有支撑，工业企业仍有较大去库的可能。4 月应收账款净额累计同比 16.0%，较前值下降 1.1 个百分点。4 月产成品周转天数为 17.9 天，较前值减少 0.4 天，延续去年三季度以来的减少，显示企业销售周期缩短，较去年同期减少 3.8 天，企业销售周期显著低于去年同期水平。4 月应收账款平均回收期累计值 52.7 天，较前值减少 1.1 天，显示企业账款

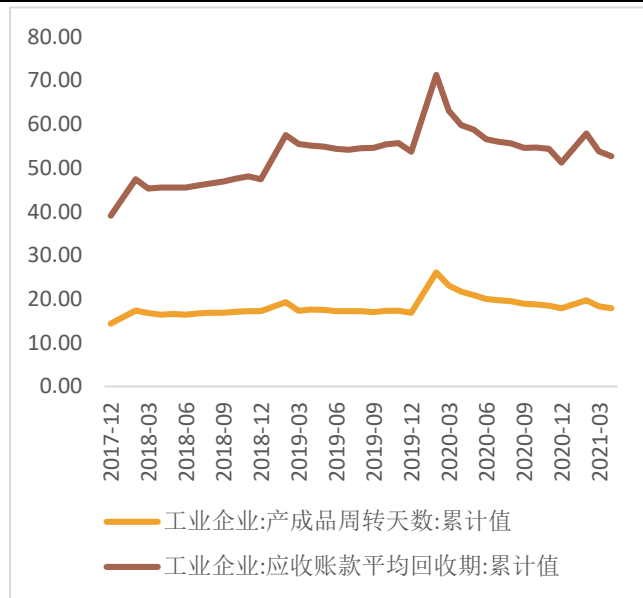
回收转快，相较于去年同期减少 7.8 天，明显加快。4 月企业产成品存货累计同比增速 8.20%，较前值下降 0.30 个百分点。

图 7：利润与 PPI 同比：单位：%



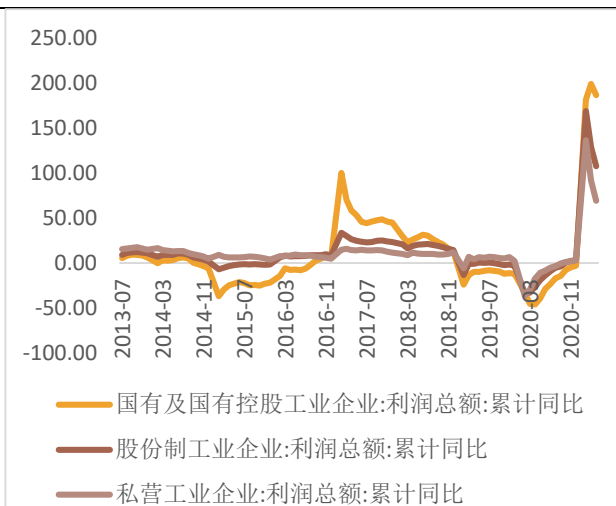
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：企业周转天数及账款回收期



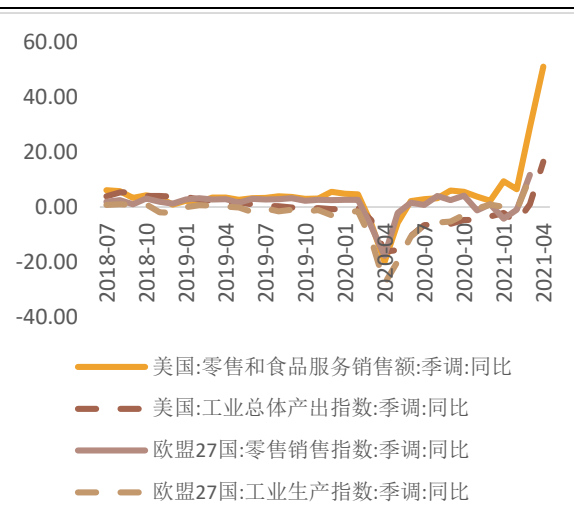
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：所有制企业利润同比：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

图 10：美欧生产和需求同比：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

## 四、我国经济景气度回落，生产转强而消费转弱

5 月中国制造业 PMI51.0%，低于预期的 51.1%，前值 51.1%，非制造业 PMI55.2%，前值 54.9%。在全球经济趋势复苏的背景下，我国经济景气度下降，国内生产强于消费。

5 月制造业 PMI 较 4 月降低 0.1 个百分点，非制造业 PMI55.2，较 4 月上升 0.3 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 涨跌分化的背景下下降，我国经济复苏仍有隐忧。5 月 PMI 分项中，生产、采购量、进口、出厂价格和主要原材料购进价格较前值上升，新订单、新出口订单、在手订单、产成品库存、原材料库存、从业人员、供货商配送时间和生产经营活动预期较前值下降，说明经济景气度升降分化。

小型企业景气度大幅下降，中大企业景气度上升，中大型企业景气度高于枯荣线，小型企业景气度落至枯荣线下方。5 月大型企业和中型企业 PMI 分别为 51.80 和 51.10，较 4 月分别上升 0.1 和 0.8 个百分点，小型企业 PMI 录得 48.80，较 4 月下降 2.0 个百分点。大型企业 PMI 的分项中，新订单、进口、新出口订单、原材料库存和生产经营活动预期较前值下降，生产较前值上升；中型企业 PMI 的分项中，生产、新订单、生产经营活动预期均上升，新出口订单、原材料库存较前值下降，显示中型企业的外需和原材料库存景气度回落。小型企业 PMI 分项的生产、新出口订单和生产经营活动预期较前值下降，但进口、原材料库存下降。本次中大型企业的 PMI 回升，这或许与生产景气度上行有关，小型企业 PMI 下降主因生产和新出口订单景气度下行。

企业主要原材料购进价格与出厂价格景气度之差高位攀升。5 月企业出厂价格



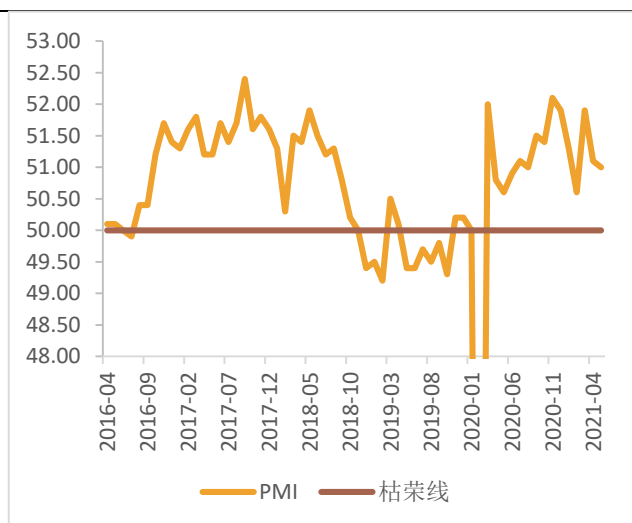
PMI60.6，较4月上升3.3个百分点，主要原材料购进价格PMI72.8，较4月上升5.9个百分点。5月主要原材料购进价格与出厂价格景气度之差为12.2，连续3个月攀升，录得高位。

内外需转弱。内需大幅转弱，5月新订单PMI为51.3，较4月下降0.7个百分点，外需转弱，新出口订单PMI为48.3，较4月下降2.1个百分点，外需下降。

我国生产转强，但需求转弱，库存去化（主动去库）。5月PMI分项中，生产录得52.7，较前值上升0.5个百分点，新订单、新出口订单和产成品库存分别录得51.3、48.3和46.5，较4月分别下降0.7、2.1和0.3个百分点。

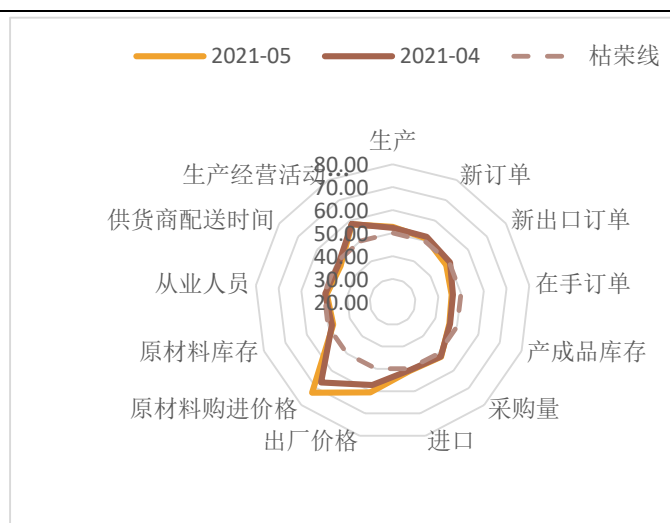
5月非制造业PMI收于55.2，较4月上升0.3个百分点，仍处较高景气位。就分项来看，新订单、投入品价格、销售价格和从业人员景气度攀升，新出口订单、业务活动预期、在手订单、存货和供应商配送时间景气度均下降。从非制造业PMI分大类来看，建筑业景气度回升，服务业景气度回落，5月建筑业PMI60.1，较4月上升2.7个百分点，5月服务业PMI54.3，较4月下降0.1个百分点。

图 11：制造业 PMI：单位：%



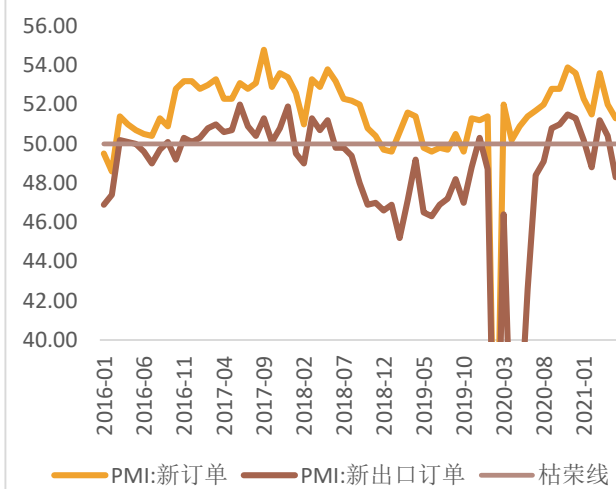
资料来源：Wind，优财研究院

图 12：制造业 PMI 分项：单位：%



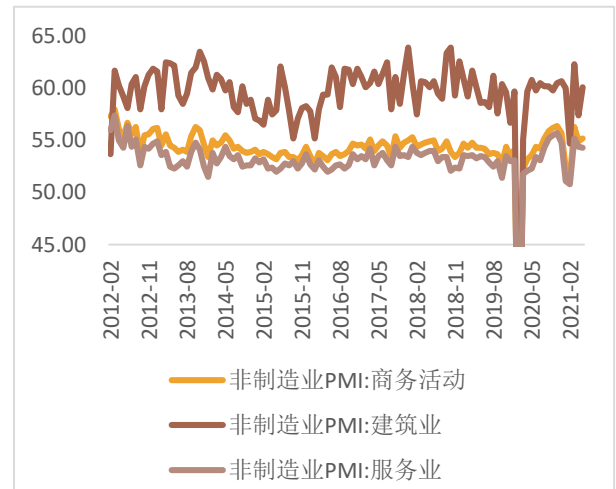
资料来源：Wind，优财研究院

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：%

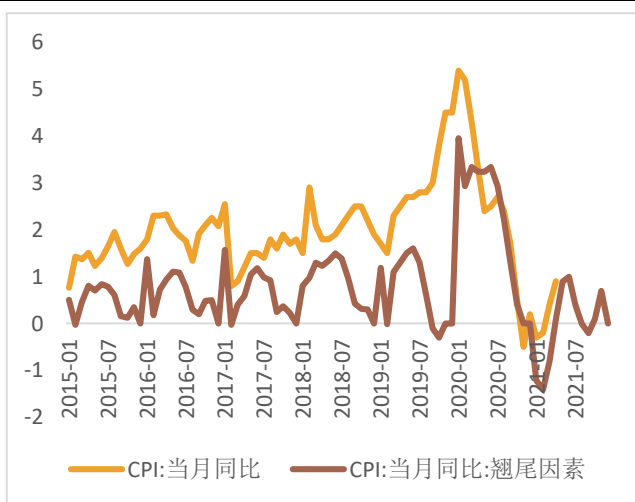


资料来源：Wind，优财研究院

## 五、5 月通胀料将攀升

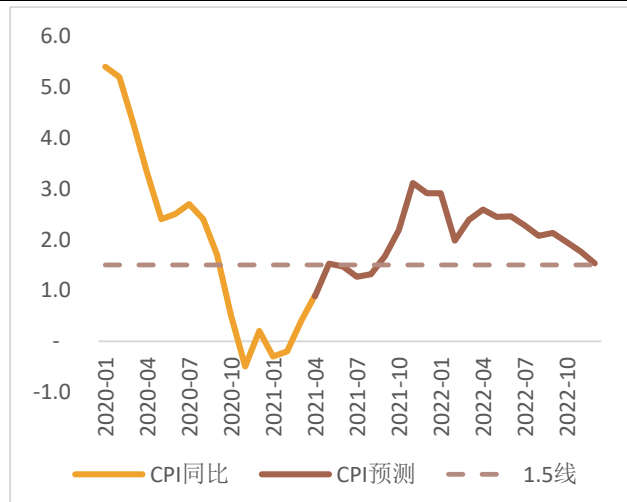
综合考虑近年 CPI 环比变化和当前物价走势对 CPI 同比进行预测，CPI 同比大概率在 6 月接近 1.5%，按修正的经济周期，或应更多的视经济为偏复苏的类衰退期，5-12 月 CPI 同比大概率高于 1.5%。

图 15：CPI 同比及翘尾：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

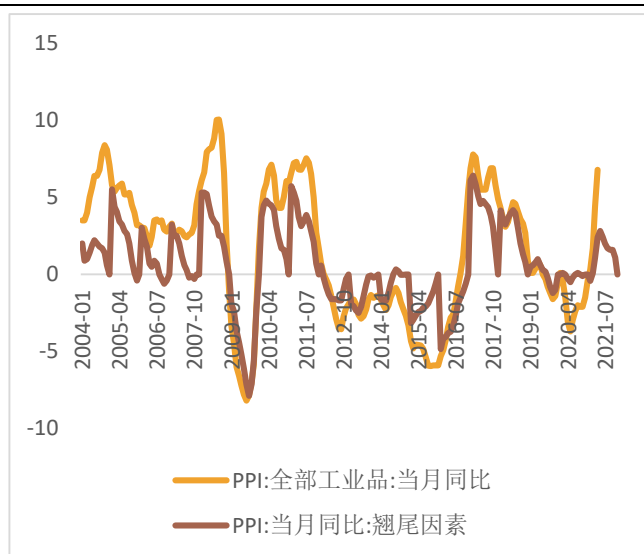
图 16：CPI 同比预测：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

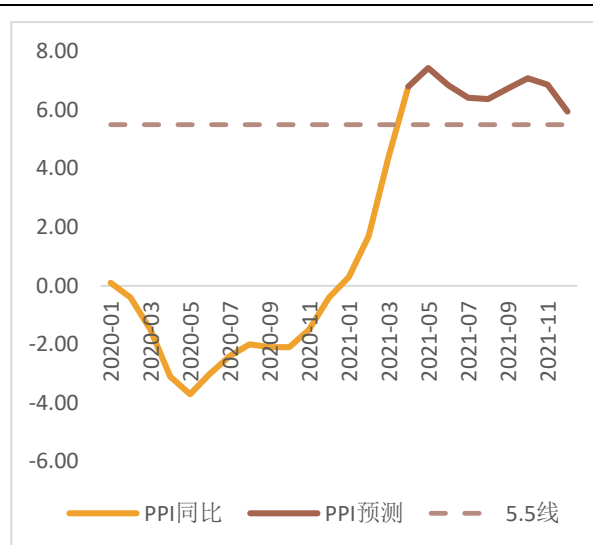
PPI 同比主要受生产资料 PPI 同比影响，近期生产资料 PPI 同比和生活资料 PPI 同比均上升，共同推动 PPI 同比上行。从翘尾因素看，PPI 同比翘尾因素在 5 月将达到高点。综合考虑近年 PPI 环比变化和当前物价走势对 PPI 同比进行预测，PPI 同比大概率在 5 月达到接近 7.3%，4-12 月 PPI 同比大概率高于 5.5%。

图 17：PPI 同比及翘尾：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

图 18：PPI 同比预测：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

## 六、5 月主要国内宏观事件及点评

### 1、扎实推进“十四五”科技创新工作，加快发展战略性新兴产业

国务院副总理刘鹤主持召开国家科技体制改革和创新体系建设领导小组第十八次会议。要高质量做好“十四五”国家科技创新规划编制工作，聚焦“四个面向”，坚持问题导向，着力补齐短板，注重夯实基础，做好战略布局，强化落实举措。充分调动各方面的积极性和创造性，扎实推进“十四五”科技创新工作。会议还专题讨论了

面向后摩尔时代的集成电路潜在颠覆性技术。国资委要求科学编制实施“十四五”规划，持续调整优化国有资本产业布局、空间布局，加快发展数字经济、智能制造等战略性新兴产业，加大关键核心技术攻关力度。积极稳妥深化混合所有制改革，更加注重转换经营机制，坚决清理无实质性股权关系的挂靠经营。

点评：未来国与国竞争的关键在于科技的竞争，国家资源的倾斜有助于相关未来产业的快速发展，产业智能化、自动化有助于提升企业的生产效率，利好 A 股，尤其是相关成长类企业。

## 2、遏制大宗商品价格不合理上涨，努力防止向居民消费价格传导

国家发改委召开例行新闻发布会，回应经济运行热点问题。国家发改委指出，大宗商品价格将逐步回归供求基本面，预计今年 PPI 同比涨幅呈“两头低、中间高”走势，下半年同比涨幅将有所回落；正与市场监管总局联合调研钢材与铁矿石等市场情况，将持续加强监测预警，强化市场监管，采取针对性措施，切实维护市场稳定。大宗商品价格上涨对我国的影响有利有弊，一方面有利于提升上游原材料企业盈利能力、降低债务风险，另一方面也会导致中下游制造业经营成本上升，影响行业效益。随着价格信号对原材料生产流通的引导作用持续释放，大宗商品价格将逐步回归供求基本面。

国务院常务会议：今年以来，受主要是国际传导等多重因素影响，部分大宗商品价格持续上涨，一些品种价格连创新高。要高度重视大宗商品价格攀升带来的不利影响，保障大宗商品供给，遏制其价格不合理上涨，努力防止向居民消费价格传导。一要多措并举加强供需双向调节。二要加强市场监管。加强期现货市场联动监管，适时采取有针对性措施，排查异常交易和恶意炒作行为。依法严厉查处达成实施垄断协议、散播虚假信息、哄抬价格特别是囤积居奇等行为并公开曝光。三要保持货币政策稳定性和人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，合理引导市场预期。

点评：我国 4 月 PPI 同比已升至 6.8%，市场预期，PPI 同比或升破 8%，生产端价格在近期或仍上升，短期需应对大宗商品价格过快上涨及其连带影响，但下半

年 PPI 同比大概率逐步下降，下半年大宗商品价格涨势或渐缓，价格涨跌或分化明显，相应监管政策或也将呈现结构性。短期强化监管，或压制商品价格，但整体有利于企业盈利，有利于 A 股。

### 3、要继续大力推进重点行业去产能工作，实现碳达峰碳中和目标

国务院副总理韩正：要继续大力推进重点行业去产能工作，严控高耗能、高排放项目，减少污染物排放；实现碳达峰碳中和目标，态度要坚决，时间表、路线图、施工图要清晰。国家发改委表示，目前正抓紧编制 2030 年前碳排放达峰行动方案，研究制定电力、建材等行业和领域碳达峰实施方案，积极谋划绿色低碳科技攻关、碳汇能力巩固提升等保障方案，进一步明确碳达峰、碳中和的时间表、路线图、施工图。

点评：政治局会议强调“凝神聚力深化供给侧结构性改革”，当前，我国正积极推进碳达峰、碳中和工作，近期部分省份能耗强度不降反升对我国碳达峰、碳中和战略提出挑战，为完成各地年度能耗双控目标任务，整体淘汰落后产能的节奏或加快，利多钢铁、有色、煤炭等碳达峰及环保限产行业。

### 4、汇率不能作为工具，关键是管理好预期

全国外汇市场自律机制第七次工作会议强调，汇率不能作为工具，既不能用来贬值刺激出口，也不能用来升值抵消大宗商品价格上涨影响。关键是管理好预期，坚决打击各种恶意操纵市场、恶意制造单边预期的行为。企业要聚焦主业，树立“风险中性”理念，避免偏离风险中性的“炒汇”行为，不要赌人民币汇率升值或贬值，久赌必输。近期人民币兑美元汇率上演一波上涨行情。近日在岸、离岸人民币均创 3 年新高，人民币兑美元中间价报 6.3858，调升 172 个基点。业内人士分析，除美元贬值因素外，近期人民币汇率升值得到了经济稳定恢复、贸易盈余高企和跨境资本流入的支持，是内外因素共同作用的结果，也是人民币汇率弹性增强的体现。人民币汇率短期可能进一步走高，但不会改变双向波动的总体运行格局。

点评：大宗商品去年 5 月以来大幅上涨，近期市场呼吁人民币“主动升值”的呼声渐起，本次会议强调“汇率不能作为工具，既不能用来贬值刺激出口，也不能用来升值抵消大宗商品价格上涨影响”，说明我国汇率主要由国内外宏观环境和货币政策决定，较长期看，美元汇率走势不确定性犹存，人民币汇率大概率将在双向波动中保持基本稳定。2021 年 5 月 25 日较 2021 年 4 月 30 日美元指数下降 1.79%，在同时间段人民币兑美元升值 1.01%。我们判断，虽然美国新冠疫情蔓延速度明显下降，疫情对美国经济的冲击渐小，但美国非农数据非常疲软或使美国货币政策维持宽松，经济“美缓中稳”，人民币汇率仍有较强升值动能，人民币资产具备长期吸引力，外资大概率趋势净流入，叠加近期较宽松的货币政策环境，利多商品价格和 A 股。

#### 5、我国面临的高杠杆形势比之前更加严峻复杂

国家发改委经济研究所所长孙学工称，一季度我国宏观杠杆率已超 270%，较 2015 年中央确定“去杠杆”政策时上升约 40 个百分点，目前我国面临的高杠杆形势比之前更加严峻复杂。在当前经济形势下，市场化债转股尤其应发挥更大作用。

点评：中国金融体系的明显短板是长钱不足，我国整体间接融资明显高于直接融资，实体经济贷款的比重较高、宏观杠杆率偏高。今年 1 季度我国宏观杠杆率已超 270%，高杠杆推高我国金融风险，推动市场化债转股尤为重要，《中国资本市场三十年》强调着力提高直接融资比重，有利于上市公司做长期的投资规划，利多 A 股。

#### 6、国务院人普办：我国是否跌入“低生育率陷阱”仍需进一步观察

国务院第七次全国人口普查领导小组办公室负责人回应“中国是否已跌入低生育率陷阱”问题称，衡量是否跌入“低生育率陷阱”有特定条件，中国是否符合该条件

仍需进一步观察。国家统计局副局长李晓超指出，2020 年总和生育率 1.3，确实是一个比较低的水平，需要提高生育意愿。人普办称，“低生育率陷阱”需要有两个条件，一是总和生育率降至 1.5 以下，二是需要持续一段时间。据测算，本次普查结果是自 2010 年六人普以来，我国总和生育率首次低于 1.5，是否会持续低于 1.5 还需要进一步观察。

点评：虽然第七次全国人口普查数据超出市场预期，0-14 岁人口录得增长，但低生育率使我国少子化或明显化，不利于我国劳动力人口数量的平稳，影响我国经济可持续发展，“低生育率陷阱”虽有条件，但需防范陷入其中，鼓励生育的政策料将有序出台。

#### 7、央行发布一季度货币政策执行报告，货币政策稳字当头

央行发布一季度货币政策执行报告称，总体看，美债收益率上行和未来美联储调整货币政策对我国的影响有限且可控。下一步，货币政策要稳字当头，保持货币政策的主动性，珍惜正常的货币政策空间，处理好恢复经济和防范风险的关系。中长期看，我国经济运行平稳向好，总供求基本平衡，货币政策保持稳健，货币条件合理适度，不存在长期通胀或通缩的基础。

点评：一季度报告指出了当前主要的内部风险和外部风险，两篇专栏分别分析了当前国内外物价走势和美国国债收益率上行，下一步要保持货币政策的稳定和主动性，健全现代货币政策框架和精准开展公开市场操作。央行认为输入性通胀风险较低，对通胀仍处观望期，美债利率仍有上行空间，但对我国的影响有限且可控。总体看执行报告符合市场预期，货币政策以稳为主，不会快速收紧。截至 5 月 12 日，央行已连续 51 个交易日每日只开展 100 亿元的逆回购“迷你”操作。

## 8、财政部等 4 部门召开房地产税改革试点工作座谈会

财政部网站近日披露，财政部、全国人大常委会预算工委、住房城乡建设部、税务总局负责同志 5 月 11 日在京主持召开房地产税改革试点工作座谈会，听取部分城市人民政府负责同志及部分专家学者对房地产税改革试点工作的意见。

点评：房地产税的推行和落地，有利于明显减轻地方政府对土地财政的依赖，促进地方公共财政转。今年全国人大常委会立法工作计划中未提及房地产税立法，房地产税年内出台的可能性很小，不过今年财政部已四次提及房地产税，说明房地产税立法工作正加紧进行。房地产税辐射范围广、税种多，关系到土地的税收与房产的税收，兹事体大，房地产税或以“试点”推动立法，当前对房价的影响不大。

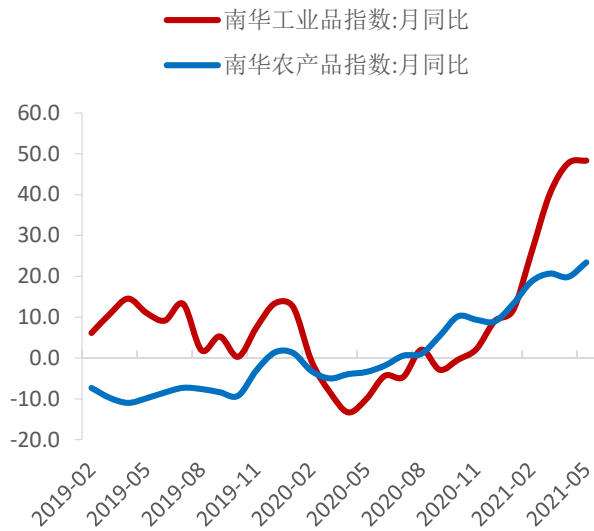
## 七、 宏观基本面

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

截止 5 月 29 日，5 月 CRB 工业原材料价格月化同比 40.03%，较 4 月上升 2.28 个百分点；南华工业品指数月化同比 48.38%，较 4 月上升 0.67 个百分点；农业品指数月化同比 23.40%，较 4 月上升 3.56 个百分点；环渤海动力煤价格月化同比 17.54%，较 4 月同比增加 7.28 个百分点。铁矿石价格月化同比 88.55%，较 4 月上升 31.40 个百分点；原料运价指数 CCBFI 月化同比 35.49%，较 4 月下降 11.28 个百分点。布伦特原油月化同比 110.60%，较 4 月下降 34.4 个百分点，WTI 原油期货结算价月化同比 126.62%，较 4 月下降 142.95 个百分点。美元指数月同比-9.30%，较 4 月下降 1.06 个百分点。

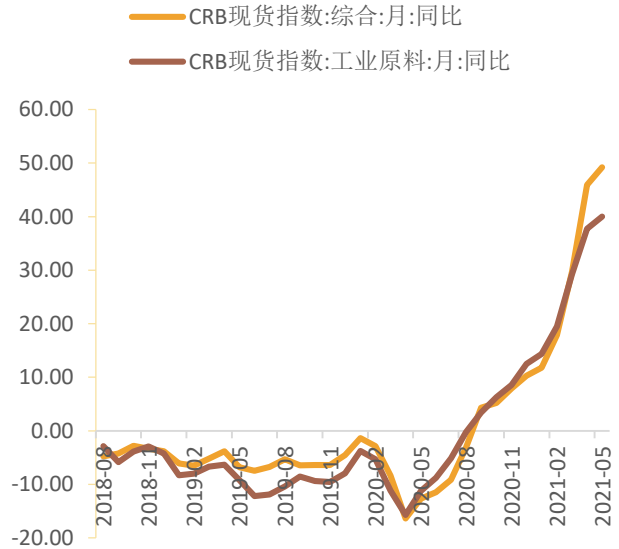


图 19：商品指数同比：单位：%



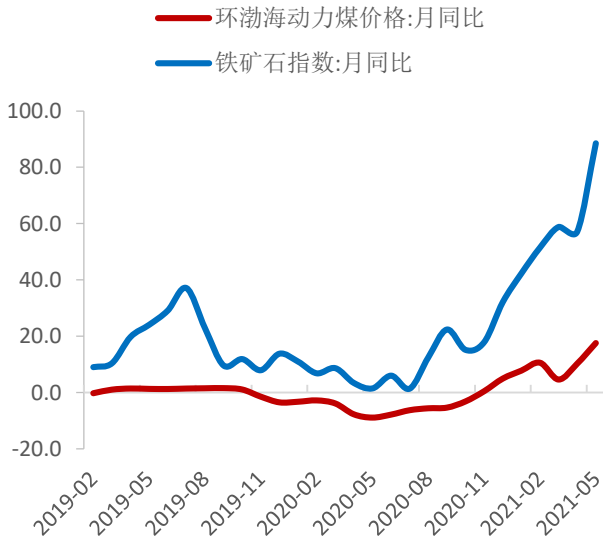
资料来源：Wind，优财研究院

图 20：CRB 现货指数同比快速攀升：单位：%



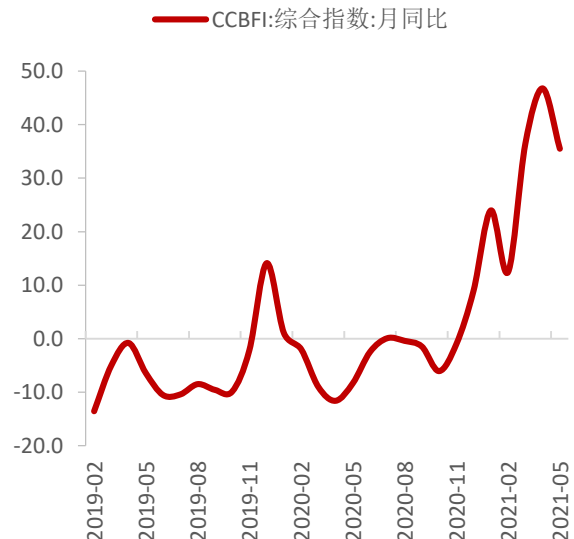
资料来源：Wind，优财研究院

图 21：动力煤和铁矿石价格同比上升



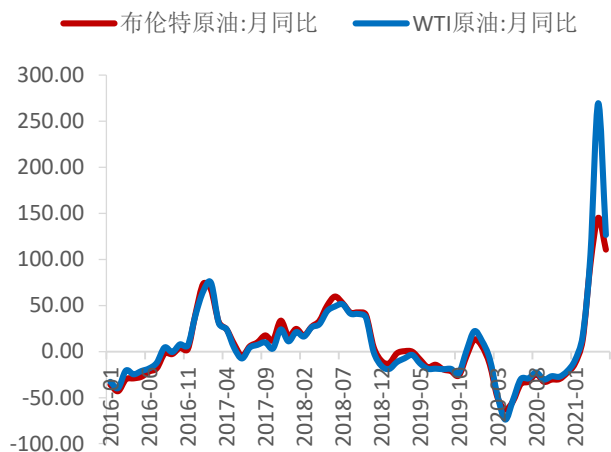
资料来源：Wind，优财研究院

图 22：原料运价指数同比下降：单位：%



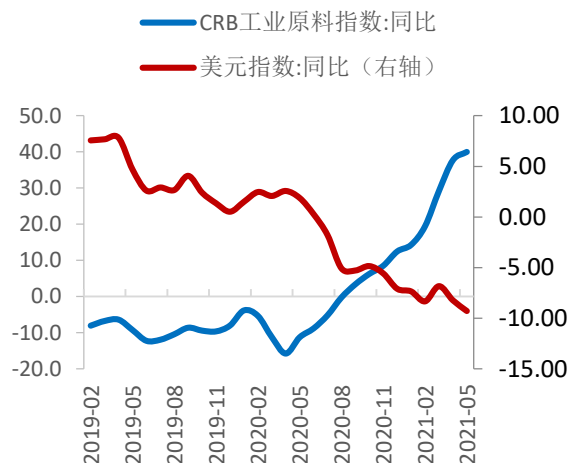
资料来源：Wind，优财研究院

图 23：原油价格同比下降：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

图 24：美元指数同比下降：单位：%

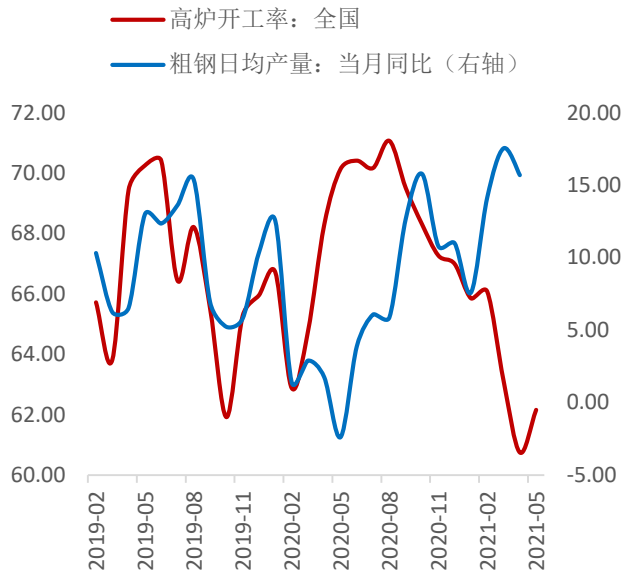


资料来源：Wind，优财研究院

## （二）中游：高炉开工率攀升，汽车半钢胎开工率下降，水泥价格同比增速上升

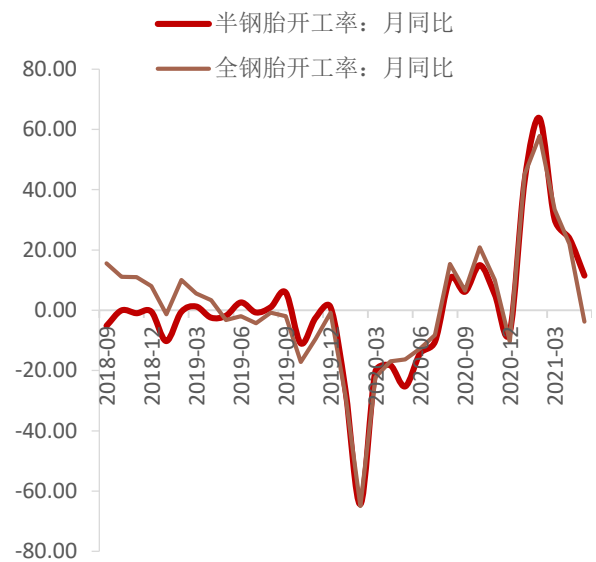
截止 5 月 29 日，5 月高炉开工率 62.16%，较上月上升 1.41 个百分点。汽车半钢胎开工率和全钢胎开工率月化同比分别为 11.50% 和 -3.81%，较 4 月分别下降 12.29 和 25.82 个百分点。4 月铁路货运量、公路货运量、水运货运量、民航货邮运输量同比分别为 16.5%、18.3%、11.7% 和 35.0%，较上月分别变化 4.7、-21.1、-6.9 和 -0.4 个百分点。5 月全国水泥价格指数月化同比为 7.45%，较上月上升 2.55 个百分点。

图 25：高炉开工率和粗钢产量同比：单位：%



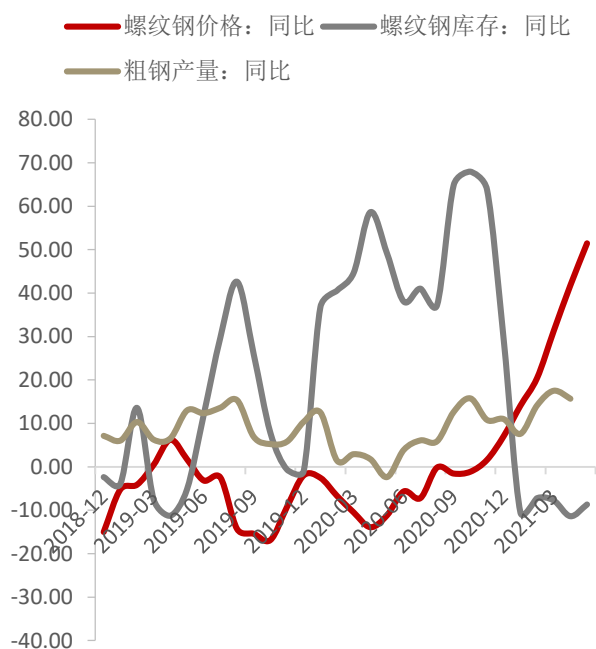
资料来源：Wind，优财研究院

图 26：半钢胎和全钢胎开工率同比下降：单位：%



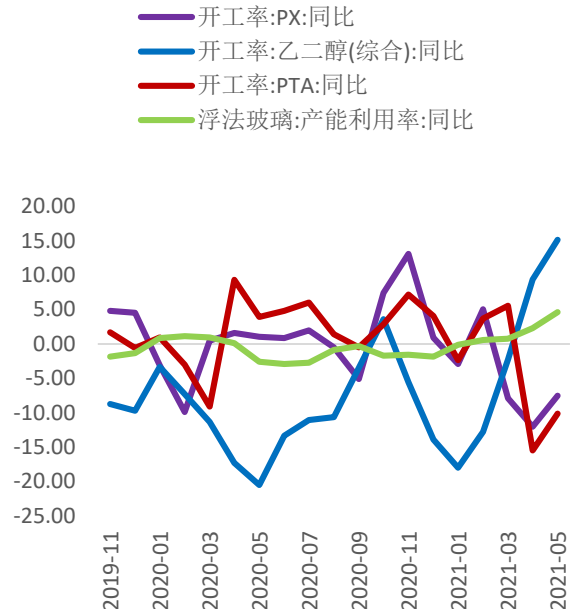
资料来源：Wind，优财研究院

图 27：钢价同比攀升：单位：%



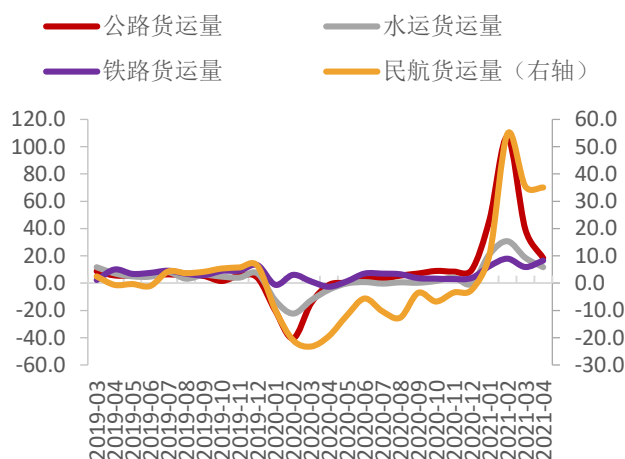
资料来源：Wind，优财研究院

图 28：玻璃产能利用率同比回升：单位：%



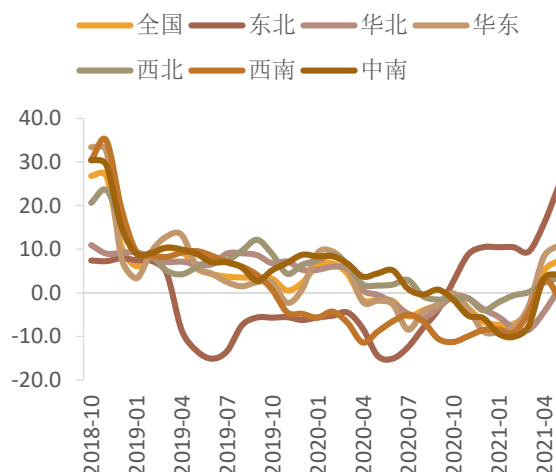
资料来源：Wind，优财研究院

图 29：货运量同比升降分化：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

图 30：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、成交土地溢价率、乘用车销售、地产销售月化同比下降，成交土地占地面积、电影票房、集装箱运价指数月化同比上升

截止 5 月 29 日，受去年同期的低基数减弱和房贷利率攀升影响，5 月 30 大中城市商品房成交面积月化同比 13.81%，较 4 月同比增速下降 29.16 个百分点。其中一、二、三线城市月化同比分别为 3.06%、28.56%和-0.24%，较 4 月同比增速分别下降 52.07、31.54 和 13.08 个百分点。

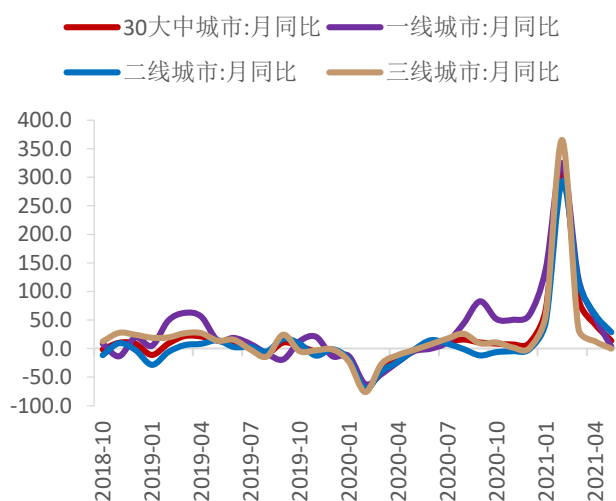
成交土地占地面积同比跌幅收窄，成交土地溢价率下降。从 100 大中城市成交土地溢价率来看，截止 5 月 29 日，5 月均值为 17.51%，较 4 月下降 12.00 个百分点，一、二、三线城市月均值分别为 5.26%、23.40%和 18.05%，较前值分别变化 5.26、17.92 和-19.01 个百分点。从 40 大中城市成交土地占地面积来看，5 月

月化同比为-28.36%，较4月同比跌幅收窄11.59个百分点。一、二、三线城市月化同比分别为49.22%、-0.77%和-54.38%，较4月月化同比分别变化110.95、58.60和-39.29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5月29日，5月电影票房月化同比11010025%，乘用车批发和零售销量月化同比分别为-30.34%和-28.21%，较4月分别下降73.02和47.39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。

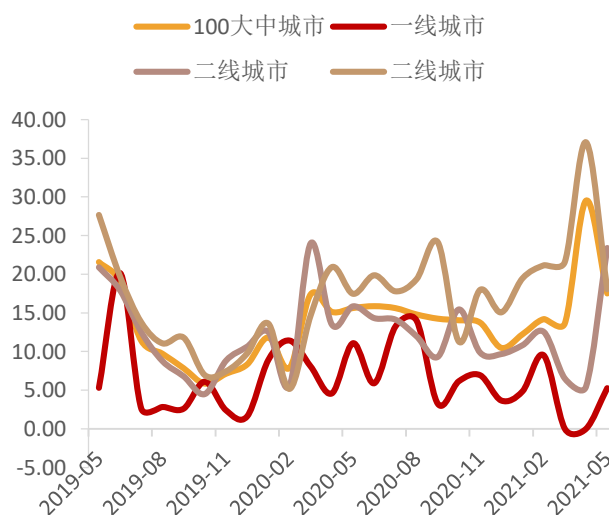
集装箱运价指数同比高位攀升。截止5月29日，5月SCFI指数月化同比285.93%，高于4月的232.42%，CCFI指数月化同比159.81%，高于4月的114.38%。

图 31：商品房成交面积同比下降：单位：%



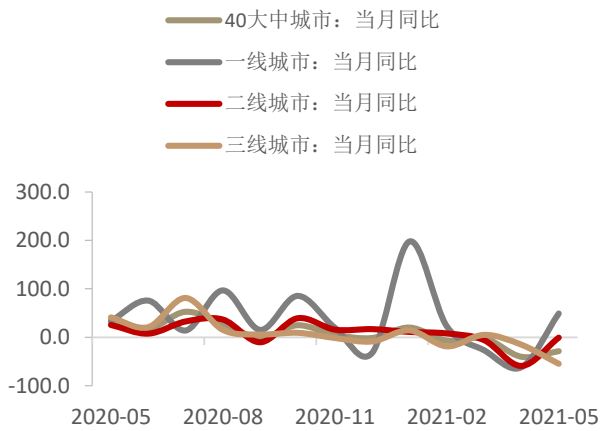
资料来源：Wind，优财研究院

图 32：土地溢价率下降：单位：%



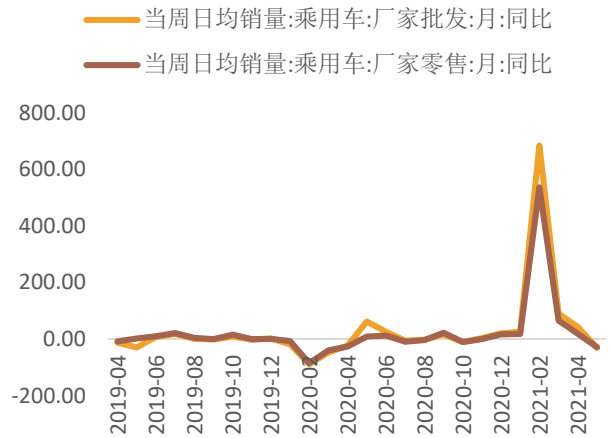
资料来源：Wind，优财研究院

图 33：成交土地面积同比上升：单位：%



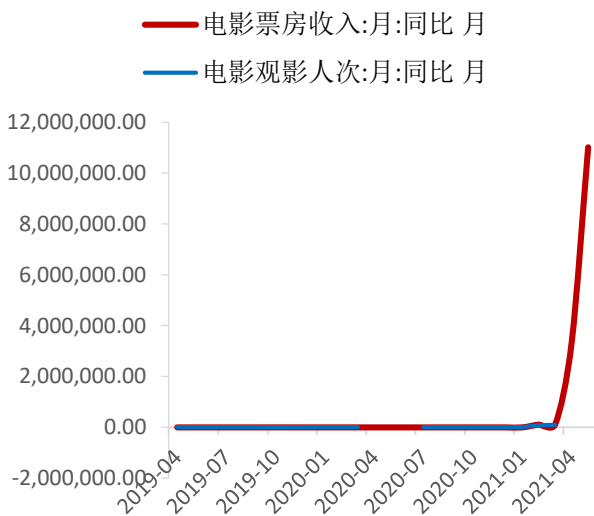
资料来源：Wind，优财研究院

图 34：乘用车销售同比下降：单位：%



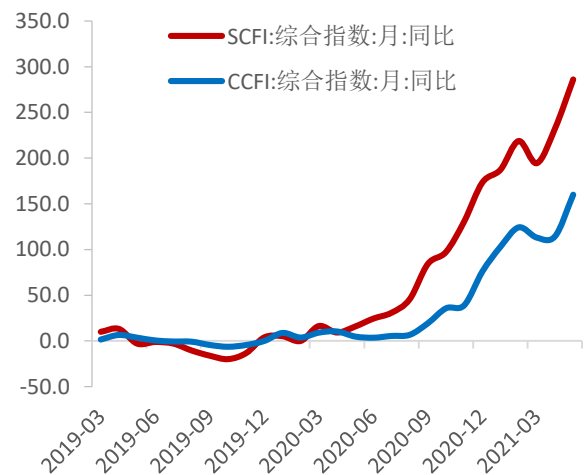
资料来源：Wind，优财研究院

图 35：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 36：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、水果价格同比下跌，蔬菜价格同比上升，非食品价格月化同比攀升

生猪、水果价格同比下跌，蔬菜价格同比上升。截止 5 月 29 日，22 省市生猪平均价 5 月月化同比-33.26%，较 4 月同比跌幅扩大 2.75 个百分点。28 种重点监测

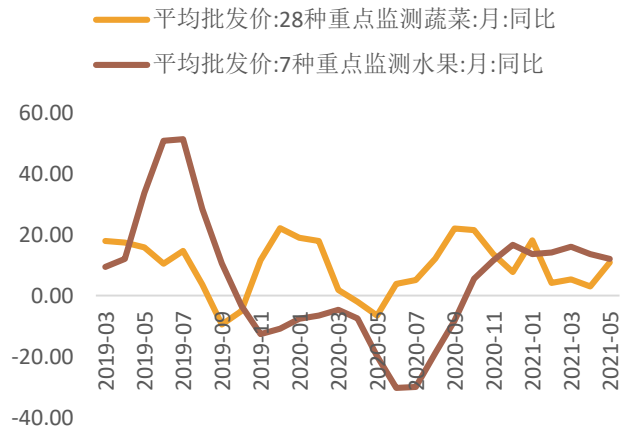
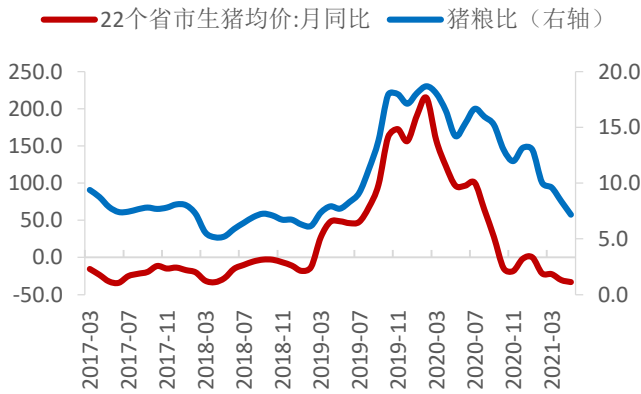
蔬菜批发价月化同比 10.88%，较 4 月同比上升 7.89 个百分点，7 种重点监测水果月化同比 12.06%，较 4 月下降 1.52 个百分点。

5 月非食品类相应商品价格同比增速上升。义乌小商品指数和柯桥纺织月化同比分别为 1.53% 和 3.63%，较前值同比分别变化 1.40 个和 0.24 个百分点。

4 月 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比为 4.4%，与前值持平，租赁住房 CPI 当月同比为 0.2%，较前值上升 0.2 个百分点。

图 37：生猪均价同比下降：单位：%

图 38：蔬菜和水果同比升降分化：单位：%

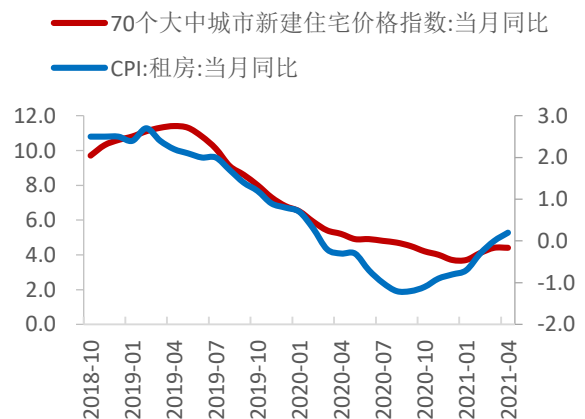
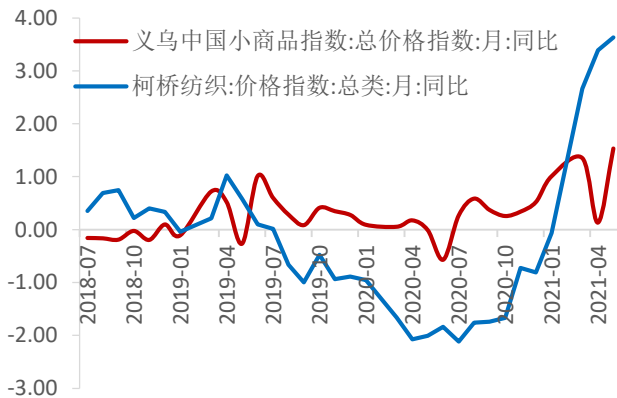


资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

图 39：小商品和纺织类价格同比上升：单位：%

图 40：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

资料来源：Wind，优财研究院

## 八、6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





6 月 CPI 同比和 PPI 同比大概率回落，产出缺口较前值下降但为正，国内政策或边际收紧，经济周期大概率属于偏复苏的类衰退期，市场仍有下跌风险，国务院强调需遏制大宗商品价格不合理上涨，人民币汇率大概率升值，资产配置建议：**股票>债券>商品**。

## 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”。