



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



美欧经济强劲复苏 国内经济保持活跃

摘要

疫情及经济形势进一步分化，全球货币政策拐点临近。5月以来全球疫苗接种加速，月底接种剂量达到16亿。英国、美国及欧元区疫苗接种率加速上升，疫情也明显好转。随着限制措施进一步放宽，美欧5月制造、服务业PMI创新高，显示二季度经济正加速复苏。但值得注意的是，全球疫苗分配不均的问题加剧，发达经济体获得的疫苗数量远远高于经济落后的国家，因此全球经济复苏存在较大的地域差异。印度、巴西等大宗商品出口国疫情仍然严峻，供需缺口扩大导致全球大宗商品价格在5月延续强势，引发市场对通胀上升的担忧。政策方面，包括加拿大及英国在内的部分央行已采取或考虑缩减购债规模，美联储政策会议上也提出，随着经济复苏，将在未来几月开始讨论缩减QE。整体来看，美欧经济在二季度有望维持复苏，随着疫苗产能扩大，下半年全球经济复苏的地域分化及供需错配问题有望缓解。

国内4月份经济运行保持活跃，延续去年以来的恢复趋势。投资继续复苏，房地产行业维持韧性，制造业动能加强，疫情反复推动医疗制造业上行，基建随着地方债逐渐下达而稳步复苏，信贷结构持续优化，物价总体温和上涨，企业预期和效益改善，而消费需求在五一假日的带动下有效释放，提振旅游业、运输业发展。总体来看，经济运行的恢复态势没有改变，但目前全球疫情发展还存在不确定性，存在着反复的风险，并且仍有恢复中不平衡的现象。需要关注的是，近期国际大宗商品价格上涨较快，加大了企业的生产成本压力，对企业利润造成挤压，并且对中下游企业的传导效果已逐步显现。同时，货币政策已有边际收紧趋势，金融监管力度或将在下半年进一步加大。

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..... | 7 |
| (一) 美国：4月就业及消费增速放缓，美联储暗示将讨论缩减QE.. | 7 |
| (二) 英国：二季度GDP将大幅反弹，央行暗示或提前加息..... | 9 |
| (三) 欧元区：疫苗接种率加速上升，二季度经济有望强劲复苏... | 11 |
| (四) 日本：疫情拖累经济复苏势头，需求疲弱导致日本深陷通缩. | 13 |
| 三、国内宏观经济回顾展望..... | 16 |
| (一) PMI持续高景气，非制造业扩张力度加大..... | 16 |
| (二) 固投增速加快，房地产投资依旧较高..... | 17 |
| 1. 重大工程项目建设推进有力，提振基建投资复苏..... | 18 |
| 2. 结构持续改善，制造业恢复动力加强..... | 19 |
| 3. 地产投资维持韧性，销售偏强支撑投资..... | 21 |
| (三) 餐饮消费仍在复苏，刺激政策逐步退潮..... | 22 |
| (四) 出口高增长，产需缺口加大..... | 23 |
| (五) 通胀预期升温，大宗商品价格高涨..... | 25 |
| 1. CPI：猪肉价格持续下行..... | 25 |
| 2. PPI：大宗商品价高涨..... | 25 |
| 四、国内宏观政策保持可持续性..... | 27 |
| (一) 财政政策：收入端节奏稳健，收入预算进度良好..... | 27 |
| (二) 货币政策：稳健中性，金融支持实体经济..... | 28 |
| 免责声明..... | 30 |

研究报告全部内
瑞达期货
金誉发
不构成任何投资建议。

图表目录

| | |
|--------------------------------------|-----|
| 图 1 全球疫情再次反弹..... | 4 |
| 图 2 美国、欧洲、日本及印度每日新增确诊（七日轮动平均值/百万人） . | 5 |
| 图 3 全球主要国家疫苗接种率（至少接种一剂） | 5 |
| 图 4 全球制造业景气度加速回升..... | 6 |
| 图 5 全球通胀持续回升..... | 6 |
| 图 6 美国一季度 GDP 延续回升..... | 7 |
| 图 7 美国 Markit 制造、服务业 PMI | 7 |
| 图 8 美国核心 PCE（个人消费支出物价指数） | 8 |
| 图 9 美国零售销售增速放缓..... | 8 |
| 图 10 美国新增就业人口意外下降..... | 8 |
| 图 11 周初请失业金人数持续下降..... | 8 |
| 图 12 美国通胀飙升..... | 9 |
| 图 13 美国 10 年期国债收益率..... | 9 |
| 图 14 英国 GDP 同比增速..... | 10 |
| 图 15 英国 Markit 制造业、服务业 PMI | 10 |
| 图 16 零售销售环比持续回升..... | 11 |
| 图 17 英国消费者信心指数延续回升..... | 11 |
| 图 18 英国失业率小幅回落..... | 11 |
| 图 19 英国 CPI 小幅回升..... | 11 |
| 图 20 欧元区 GDP 同比增速..... | 12 |
| 图 21 欧元区 Markit 制造业、服务业 PMI | 12 |
| 图 22 欧元区失业率..... | 13 |
| 图 23 欧元区零售销售..... | 13 |
| 图 24 欧元区消费、投资者信心指数..... | 13 |
| 图 25 欧元区 CPI | 13 |
| 图 26 日本 GDP 增速..... | 14 |
| 图 27 日本 Markit 制造业、服务业 PMI | 14 |
| 图 28 日本进出口同比增速..... | 15 |
| 图 29 日本两人及以上家庭支出同比..... | 15 |
| 图 30 日本失业率小幅上升..... | 15 |
| 图 32 日本通胀仍然疲弱..... | 15 |
| 图 33 制造业 PMI 及细分项..... | 17 |
| 图 34 非制造业加速扩张..... | 17 |
| 图 35 固投增速持续回升..... | 19 |
| 图 36 制造业 PMI 维持高景气..... | 20 |
| 图 37 工业企业利润延续增长..... | 210 |
| 图 38 工业生产总体较好..... | 21 |
| 图 39 三大门类工业增加值当月同比 (%) | 21 |
| 图 40 房地投资保持韧性..... | 22 |
| 图 41 房地投资与销售累计同比 (%) | 22 |
| 图 42 房地产企业开发资金来源..... | 22 |
| 图 43 土地购置与新屋开工面积..... | 22 |
| 图 44 社零总额及同比增速 (%) | 23 |
| 图 45 汽车类商品增速 (%) | 23 |

| | |
|-----------------------------|----|
| 图 46 实物零售增速上升..... | 23 |
| 图 47 社会消费品零售分类增速 (%) | 23 |
| 图 48 进出口维持高景气..... | 24 |
| 图 49 食品价格延续下降 (%) | 26 |
| 图 50 PPI 持续扩张 (%) | 26 |
| 图 51 食品类分项价格表现..... | 26 |
| 图 52 原油期货价格持续上升..... | 26 |
| 图 53 公共财政收入同比增速 (%) | 27 |
| 图 54 地方财政收入同比增速 (%) | 27 |
| 图 55 市场利率多次低于政策利率 (%) | 29 |
| 图 56 存款准备金率下调 (%) | 29 |
| 图 57 人民币兑美元中间价..... | 29 |
| 图 58 货币供应量同比增幅..... | 29 |

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

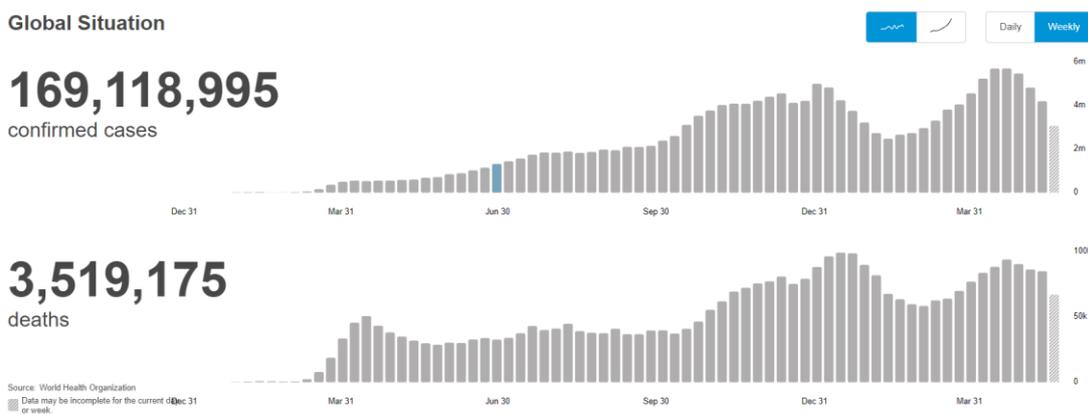
一、全球疫情及经济形势

美欧接种率持续上升，日本延长紧急状态。根据世卫组织数据，截至 5 月 30 日，全球新冠累积确诊病例超 1.69 亿人，累积死亡病例超 351 万人。全球新冠疫苗接种数量达 1.54 亿剂，但疫苗分配不均的问题仍然存在。5 月以来，全球新冠疫情有所缓和，新增确诊病例已连续三周下滑，但仍处于高位。全球疫情的“震中”印度自 5 月以来也有所好转，每日新增确诊增速持续下滑，截至 5 月 29 日，印度单日新增确诊病例达到 17.37 万例，为 45 天以来最低水平，而 4 月份曾一度超过 40 万例。虽然数据显示印度疫情有所好转，但却有可能是因为检测能力有限和疫情向印度农村地区扩散而导致的下降。另外，巴西疫情仍然严峻，累计新冠死亡病例达 46 万例，居世界第二。日本疫情在 5 月也进一步恶化，日本政府再次延长多地的紧急状态至 6 月 20 日。而得益于疫苗接种加速，美欧发达国家地区疫情得到明显改善。

目前全球疫苗接种速度正不断加速，但疫苗分配不均的问题仍然严峻。当地时间 25 日，WHO 总干事高级顾问布鲁斯在第 74 届世界卫生大会上称，疫苗分配不平等的现象正在加剧，在全球已分发的 16 亿剂新冠疫苗中，83% 的疫苗被高收入和中等偏上收入国家使用，低收入国家获得的疫苗剂量与之相差超过 75 倍。值得注意的是，我国目前已向 80 多个国家提供疫苗援助，向 43 个国家出口疫苗，总计达到 3 亿剂，是世界上对外提供疫苗最多的国家。

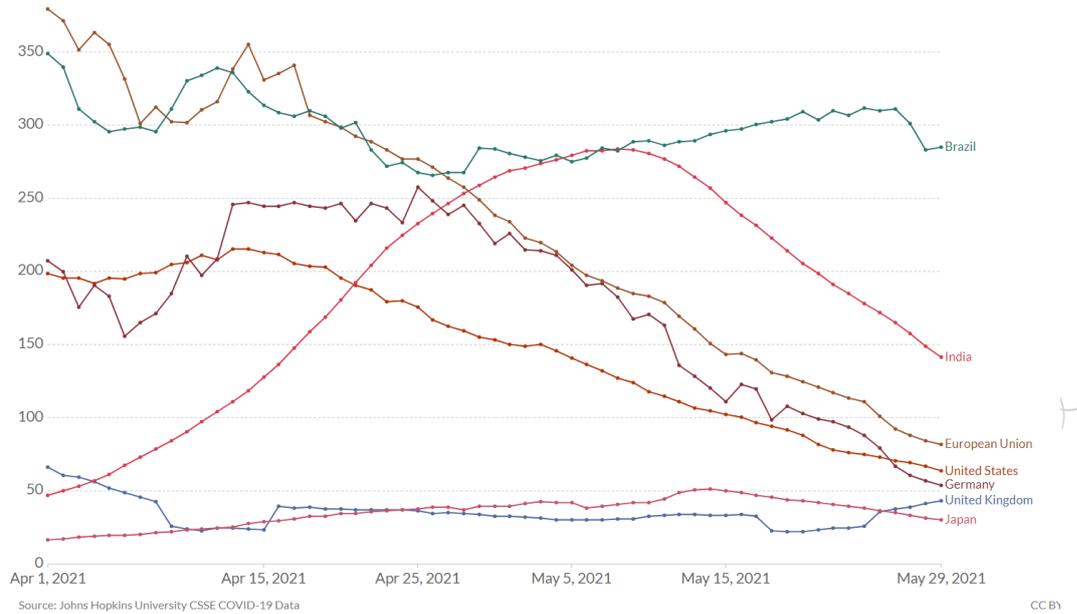
图 1 全球疫情再次反弹

Globally, as of 3:24pm CEST, 29 May 2021, there have been 169,118,995 confirmed cases of COVID-19, including 3,519,175 deaths, reported to WHO. As of 26 May 2021, a total of 1,546,316,352 vaccine doses have been administered.



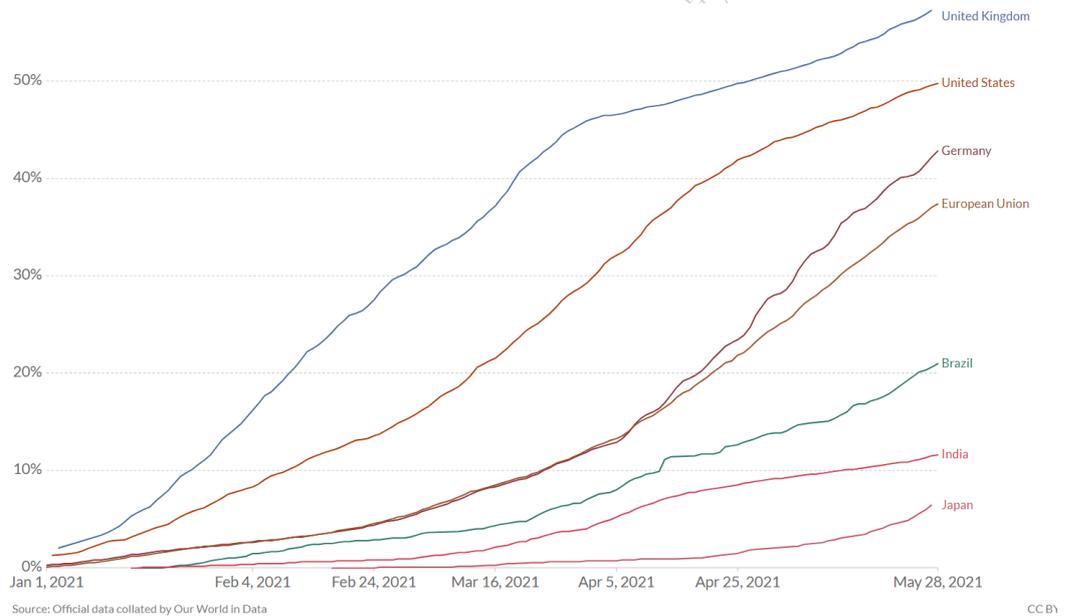
资料来源：WHO，瑞达期货研究院

图 2 美国、欧洲、日本及印度每日新增确诊（七日轮动平均值/百万人）



资料来源：OurWorldinData，瑞达期货研究院

图 3 全球主要国家疫苗接种率（至少接种一剂）

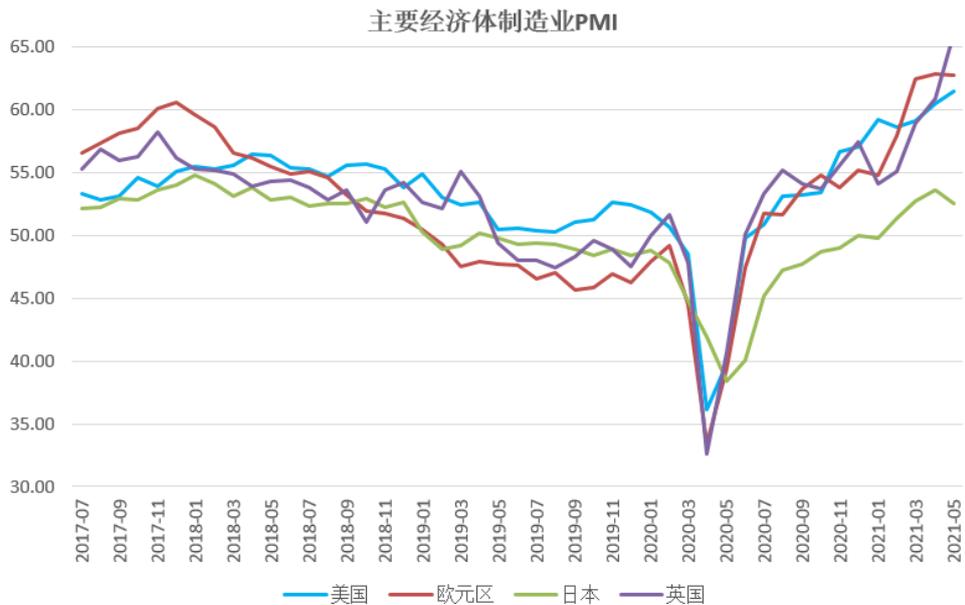


资料来源：OurWorldinData，瑞达期货研究院

美欧经济加速复苏，供需错配导致大宗商品价格上涨。随着疫苗的大规模接种，美国、欧元区及英国的疫情得到明显控制，限制措施的放宽提振了商业活动。美欧地区 5 月制造业、服务业 PMI 初值均保持强劲增长，显示经济及需求正加速复苏。值得注意的是，巴西及印度等大宗商品出口国疫情持续恶化，导致供需缺口进一步扩大，带动全球大宗商品价格在 5 月延续升势。而由于需求量大增，全球贸易大幅回暖，船运价格持续上涨。Drewry 世界集装箱指数显示，亚洲至欧洲集装箱货运价格首次突破 10000 美元，同比大涨 485%。在大量

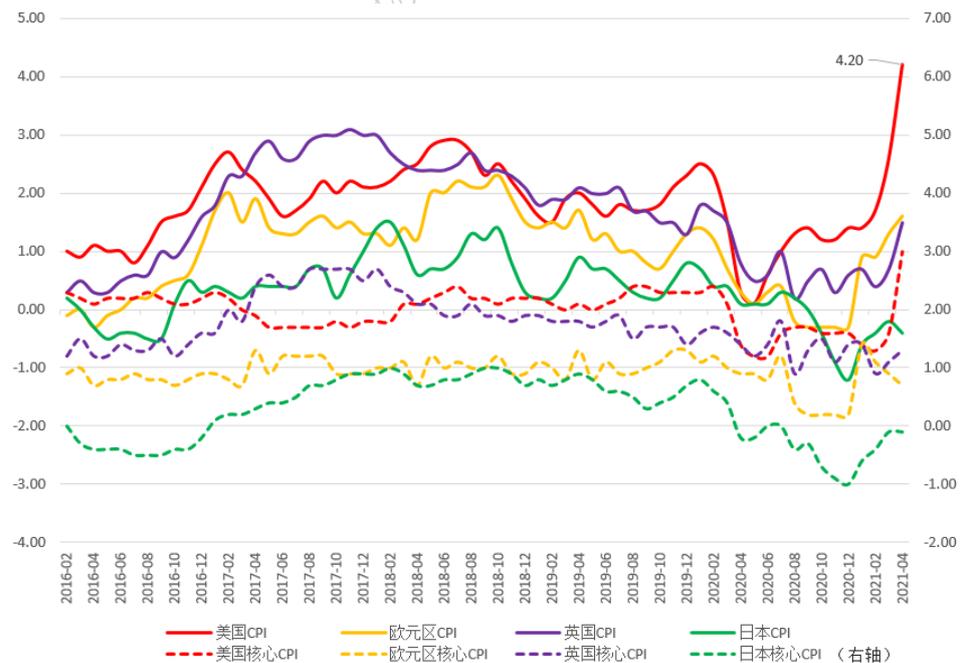
的流动性及大宗商品价格上涨的背景下，全球短期通胀压力升温，美欧 5 月 CPI 均有所上升。不过在疫情的影响下，日本经济复苏放缓，导致其通胀仍然疲弱。整体来看，全球通胀水平有所上升，短期内仍有进一步升高的压力。不过目前全球货币政策已有拐头迹象，且随着低基数效应减弱，三季度通胀指标将逐渐回落。

图 4 全球制造业景气度加速回升



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 5 全球通胀持续回升



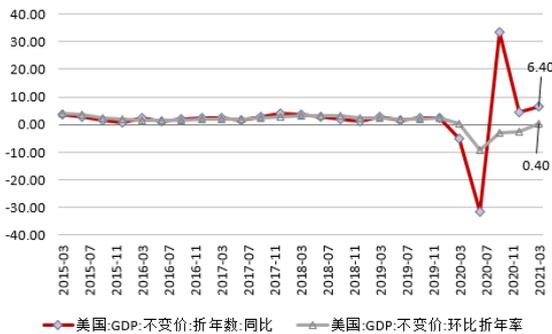
资料来源：wind，瑞达期货研究院

二、海外经济与重大事件

(一) 美国：4 月就业及消费增速放缓，美联储暗示将讨论缩减 QE

美国 5 月 PMI 初值维持强劲，二季度经济有望加速复苏。5 月以来美国疫苗接种率持续上升，疫情形势进一步好转，商业活动加速扩张。从领先指标来看，美国 5 月 Markit 制造业 PMI 初值上升至 61.5，好于市场预期的 60.2；5 月 Markit 服务业 PMI 初值大幅升至 70.1，创历史新高；强劲的 PMI 数据显示美国二季度经济将加速复苏。但值得注意的是，Markit 的调查报告显示美国 5 月的商品和服务的平均销售价格也在加速上涨，强劲的经济及需求或进一步推动美国通胀上涨。

图 6 美国一季度 GDP 延续回升



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 7 美国 Markit 制造、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

4 月零售销售意外不及预期，就业增长速度放缓。美国 4 月零售销售额与上月持平，环比增长 0%，小于市场预期的 1%。4 月个人支出环比增速由上月的 4.7% 降至 0.5%。由于 3 月份美国通过了一项 1.9 万亿的纾困法案，额外的救助金刺激了美国 3 月消费者支出大幅上升，因此 4 月环比增速陷入停滞，但总体零售额仍达到创纪录的 6199 亿美元。随着美国经济加速复苏，以及疫苗接种率的上升，娱乐和旅游等服务的支出将继续升高。虽然失业救济金带动了美国近两月消费大涨，但美国就业市场复苏却有所放缓。美国 4 月非农新增就业人口仅录得 26.6 万人，远不及预期的 97.8 万人。失业率小幅上升 0.1 个百分点至 6.1%。长期失业人数环比持平在 420 万的高位，显示美国就业市场复苏面临长期挑战。4 月就业不及预期的原因主要有几点，一是高额的失业救济金可能降低了居民就业意愿；二是 4 月美国学校及托儿所关闭，女性因居家照顾子女而被迫放弃工作。另一方面，4 月非农的数据统计时间是在 3 月 14 日至 4 月 17 日，当时正处于美国疫情反弹高点，可能导致一定的统计误差。从高频数据来看，美国近几周初请失业金人数实际上正不断改善，5 月 22 日当周初请失业金人数降至 40.6 万人，连续 4 周下降。另外，5 月 PMI 数据也显示服务业景

气度大幅复苏，随着疫情的好转，预计美国 5 月就业数据将较 4 月显著改善。

图 8 美国核心 PCE (个人消费支出物价指数)



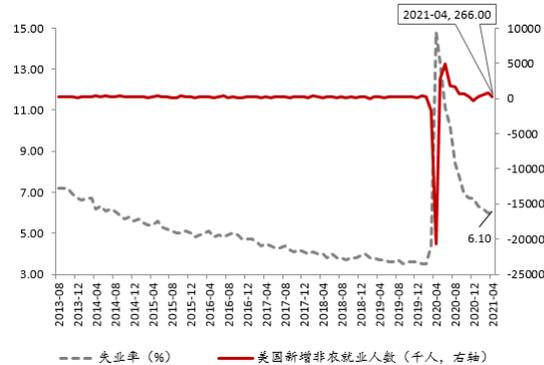
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 9 美国零售销售增速放缓



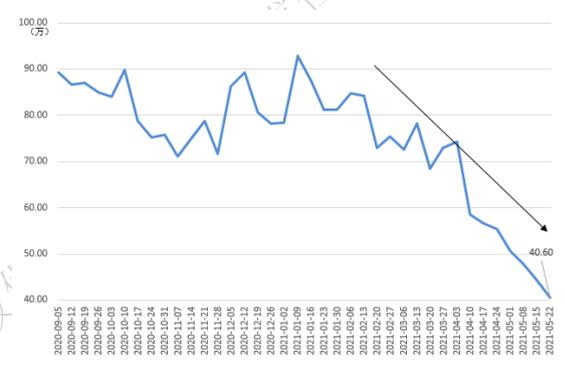
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 10 美国新增就业人口意外下降



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

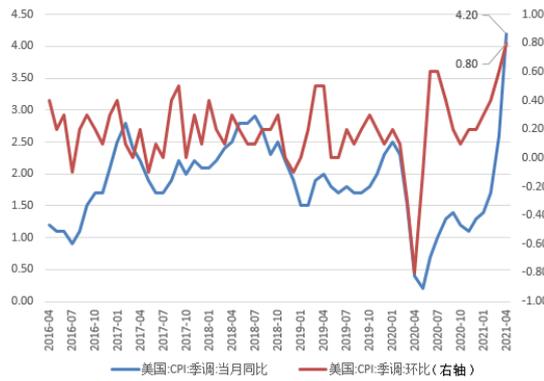
图 11 周初请失业金人数持续下降



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

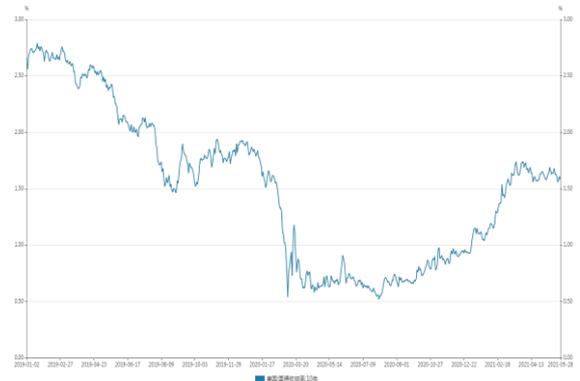
美国 4 月通胀飙升，未来数月或进一步攀升。美国 4 月 CPI 同比上涨 4.2%，创金融危机以来最高。4 月核心 CPI 同比大增 3%，创 1996 年 1 月以来最大增长。具体来看，推动 CPI 大幅增长的最大贡献来自二手车和卡车价格上涨，二手车和卡车价格指数同比上涨了 10%。另外，美国 4 月 PCE 物价指数同比超预期上升至 3.6%，较前值 2.3% 大幅提高，创 2008 年以来最快增速，远高于美联储的官方通胀目标 2%。需求的复苏以及低基数效应是推动美国通胀走高的主要原因，预计短期通胀仍面临上行压力。不过随着基数效应逐渐减弱，美国通胀在二季度触及高点后将逐步回落。

图 12 美国通胀飙升



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 13 美国 10 年期国债收益率



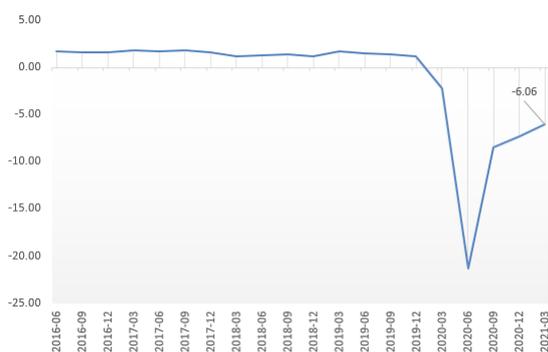
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

美联储鸽派论调减弱，拜登公布 6 万亿财政支出计划。美联储本月公布的会议纪要指出，美国经济虽然有所改善，但要实现就业最大化以及价格稳定的目标仍需要一段时间，有必要继续以接近零的利率和资产购买来支持经济。并认为近期物价压力将随着时间的推移而逐渐减弱。这显示美联储在一段时间内仍不会调整当前宽松的货币政策。不过本次会议有官员提出，随着美国经济加速复苏，在未来几月的会议上将开始讨论缩减量化宽松。另一方面，近一周包括美联储副主席克拉里达、美联储负责金融监管的副主席夸尔斯在内的多位美联储高官相继表示，FOMC 可能会在未来政策会议上讨论缩减 QE 的时机问题。近期美联储官员的讲话显示其鸽派立场已有所转变。财政政策方面，美国总统拜登于 5 月底公布了一项 6 万亿美元预算提案，将在 2022 财年（从 10 月 1 日起）大幅提高在基础设施、公共卫生和教育方面的支出，并计划通过对公司和富人加税来为此提供资金。不过该预案遭到共和党人的反对，因其将引发通货膨胀并导致国家债务大幅增加的风险。

（二）英国：二季度 GDP 将大幅反弹，央行暗示或提前加息

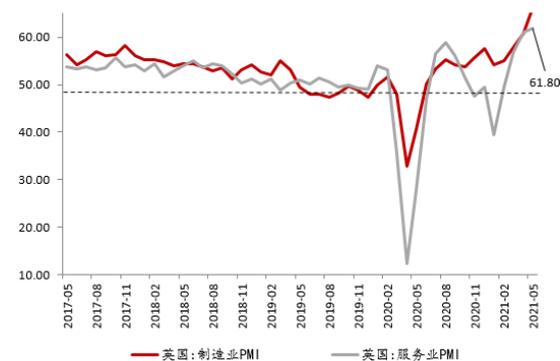
疫苗接种率领先欧美，经济维持强劲复苏。随着疫情限制措施的逐步放宽，英国经济维持强劲复苏。从领先指标来看，英国 5 月综合 PMI 初值为 62.0，创下历史新高。其中，5 月制造业 PMI 录得 66.1，远超预期的 60.8 及 4 月的 60.9，创历史新高。5 月服务业 PMI 初值从 4 月终值 61.0 升至 61.8，为逾七年来最高。随着经济重新开放，需求的回升带动制造业及服务业景气度回升，预计英国二季度 GDP 将大幅反弹。值得注意的是，5 月的调查数据显示企业成本压力创近 13 年来最大，预示近几月通胀压力将急剧上涨。

图 14 英国 GDP 同比增速



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 15 英国 Markit 制造业、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

经济重启带动英国消费加速复苏。英国 4 月零售销售环比跃升至 9.2%，为去年 6 月以来新高。同比增长了 42.4%，好于市场预期的 36.8%，去年 4 月英国因疫情而采取了封城措施，导致去年同期消费大幅下滑。其中，对零售额贡献最大的是非食品店，特别是服装店的零售额出现了强劲增长，当月服装销售猛增近 70%。由于实体店在当月重启，所有零售行业的在线销售比例都有所下降。从消费领先指标来看，英国 5 月 GFK 消费者信心指数从 4 月的 -15 升至 -9，为新冠疫情爆发以来最高，显示消费者对经济复苏的乐观情绪进一步上升。另一方面，随着经济陆续开放，英国就业人数连续第五个月增加，4 月新增就业人数较 3 月增长了 9.7 万，1-3 月的失业率也意外降至 4.8%，显示就业市场持续好转。英国已在 5 月 17 日放开限制措施，且下一阶段的放开可能在 6 月 21 日如期进行，因此制造业、服务业的复苏将带动就业岗位的上升，二季度就业人数有望进一步上升。

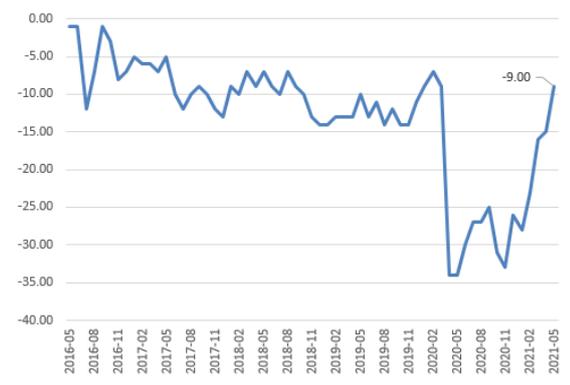
英国 4 月通胀延续上涨，央行官员暗示或提前加息。英国 4 月 CPI 环比增长 0.6%，较上月上升 0.3 个百分点，创 2019 年 4 月以来新高；同比增长 1.4%，较上月上升 1.1 个百分点。4 月核心 CPI 同比上升 0.2 个百分点至 1.3%。4 月零售物价指数月率环比增长 1.4%，远超市场预期及前值。数据显示英国通胀水平有所上升，英国央行预计 CPI 将超过 2% 的目标，并在 2021 年底达到 2.5%，随后将在 2022 年和 2023 年回落至 2%。通胀压力升温加剧了市场对英国央行采取紧缩政策的猜测。本月英国央行的政策决议维持利率水平和购债规模不变，并预计 2021 年第二季度 GDP 将大幅增长，上调了 2021 年 GDP 增长预期至 7.25%，2 月的预测值为 5%。英国央行决策层官员弗利葛在本月 27 日表示，如果劳动力市场及经济如期复苏，则首次加息可能会发生在 2022 年，利率的首次上调可能只会持续到明年的一段时间，之后会进一步适度收紧。

图 16 零售销售环比持续回升



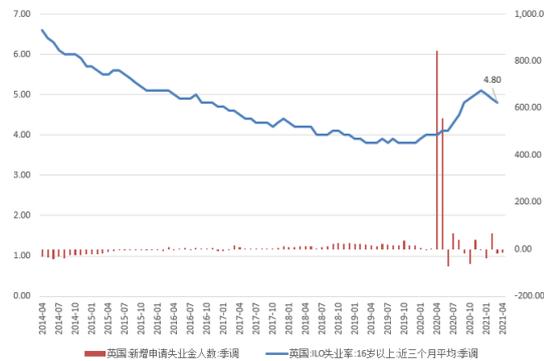
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 17 英国消费者信心指数延续回升



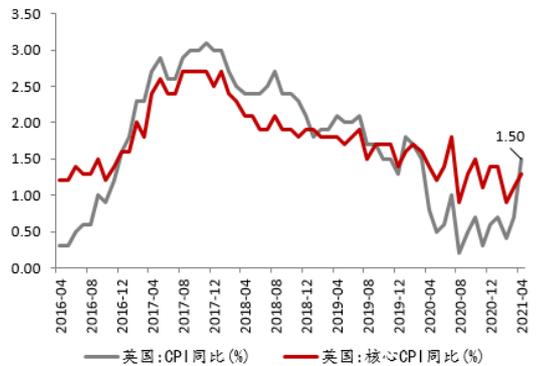
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 18 英国失业率小幅回落



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 19 英国 CPI 小幅回升

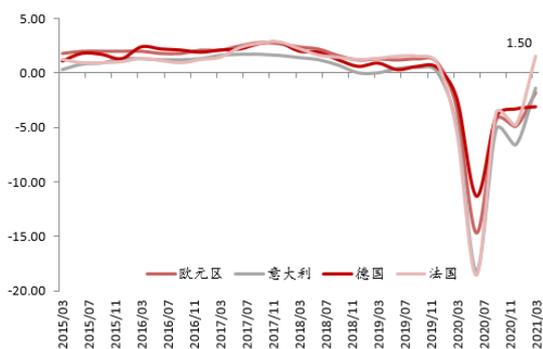


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

（三）欧元区：疫苗接种率加速上升，二季度经济有望强劲复苏

欧元区 5 月服务业复苏强劲，二季度经济有望强劲复苏。根据 Our World In Data 的数据，5 月以来，欧元区疫苗接种速度加快，疫苗接种率已接近 40%。得益于疫苗接种加快以及限制措施的解除，欧元区经济在二季度加速复苏。从领先指标来看，欧元区 5 月制造业 PMI 初值录得 62.8，较上月小幅下滑 0.1 个百分点，但仍保持高位增长。5 月服务业 PMI 初值也由上月的 50.5 大幅升至 55.1，超过市场预期的 52.5。服务业的显著回暖带动了欧元区经济增长，5 月综合 PMI 初值录得 56.9，创逾 3 年新高。而新订单指数大幅增长至 58.4，为 2006 年以来的最高水平。值得注意的是，5 月的调查数据显示未完成订单的积压数量上升到了自 2002 年 11 月以来的最高水平，显示制造业供给难以满足需求。整体来看，强劲数据显示欧元区二季度 GDP 增速将大幅反弹。

图 20 欧元区 GDP 同比增速



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 21 欧元区 Markit 制造业、服务业 PMI

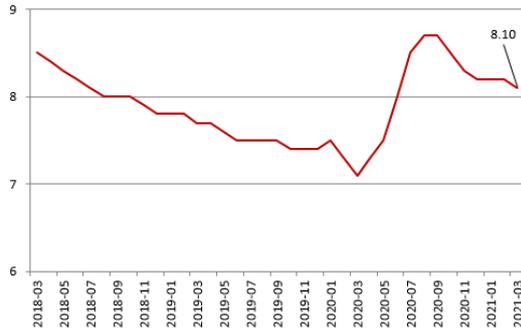


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

欧元区 3 月失业率小幅回落，消费增速大幅回升。随着近期疫苗接种加速及限制措施的放宽，欧元区失业率有所下滑，3 月失业率录得 8.1%，较上月修正后数据回落 0.1 个百分点；失业人数为 1316.6 万人，减少 20.9 万。另一方面，欧元区 3 月零售销售环比增长 2.7%，连续两个月正增长，但增速较上月修正值回落 1.5 个百分点。同比增速由负转正至 12%。从消费领先指标来看，欧元区 5 月份消费者信心指数降幅再次缩窄至-5.1，得益于服务业的显著改善，消费者对二季度经济的乐观情绪持续升温。欧元区 5 月经济景气指数也由上月的 110.3 上升至 114.5，创 2018 年 1 月以来最高值。随着欧元区疫苗接种加速及限制措施的逐步放宽，制造业、服务业景气度的持续回暖有望带动未来几月的就业及消费加速增长。

通胀方面，欧元区 4 月 CPI 环比增长 0.6%，同比增长 1.6%，较上月上升 0.3 个百分点。4 月核心 CPI 环比增长 0.5%，但同比继续下滑 0.3 个百分点至 0.7%。随着近几月全球经济的复苏以及能源价格的回升，欧元区通胀率已经接近欧洲央行设定的略低于 2% 的目标，但核心通胀仍较为疲弱。与美国 4 月急剧上升的 CPI 数据相比，欧元区通胀表现温和。从 5 月的 PMI 数据来看，制造业投入成本创下历史最大涨幅，服务业成本也在增长，导致出厂价格也快速上涨，显示未来几月的通胀压力将快速升温。本月欧洲央行的政策会议纪要也对欧元区通胀率将继续上升持积极态度，并表示不认为通胀率突破 2% 会带来风险。在 6 月 10 日的下一次货币政策会议上，欧洲央行将决定是否继续实施总规模为 1.85 万亿欧元的紧急资产购买计划。5 月 27 日，欧洲央行管委帕内塔表示通胀压力不会持续存在，暂时没有理由放慢购债速度。另外，本月中旬欧洲央行行长拉加德被问及欧洲经济反弹是否会导致欧洲央行缩减紧急债券购买计划时表示，现在讨论缩减问题还为时过早。从近期欧洲央行官员的讲话来看，欧洲央行目前尚不急于调整抗疫紧急购债措施，6 月份大概率延续此前购债规模。

图 22 欧元区失业率



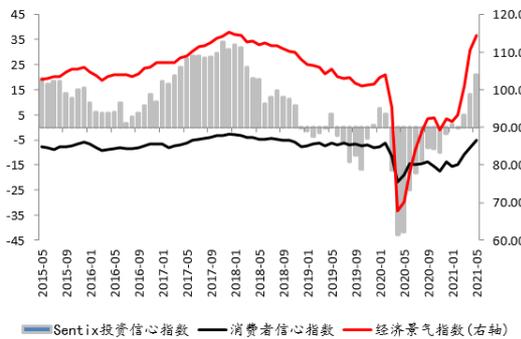
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 23 欧元区零售销售



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 24 欧元区消费、投资者信心指数



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 25 欧元区 CPI



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

欧洲央行维持宽松政策，认为缩减购债为时尚早。本月的政策会议上，欧洲央行维持利率不变，符合市场预期。欧洲央行宣布维持 1.85 万亿欧元的紧急抗疫购债计划（PEPP）规模，将至少持续至 2022 年 3 月底，并承诺资产购买计划将持续至加息前，重申在本季度将显著加快 PEPP 的购买速度。欧洲央行行长拉加德在新闻发布会上指出，欧元区第一季度经济再次收缩，但调查显示欧元区第二季度将出现增长，经济复苏将由国内和全球需求驱动，到 2022 年年中，欧元区经济将恢复疫情前的产出水平。关于通胀，拉加德称未来几个月整体通胀率可能会上升，但通胀反弹是由于暂时性因素，潜在价格压力较低。值得注意的是，对于市场比较关系的缩减购债问题上，拉加德表示目前讨论缩减购债规模还为时尚早。整体来看，随着疫苗接种加速，欧元区经济复苏的乐观预期正逐渐升温，二季度经济有望加速增长，但经济前景仍存在不确定性，因此欧洲央行短期内仍不会退出宽松政策。

（四）日本：疫情拖累经济复苏势头，需求疲弱导致日本深陷通缩

近期日本疫情恶化并重启紧急状态，5 月制造业及服务业 PMI 均明显回落。由于疫情显著恶化，日本政府于 4 月 23 日再次宣布东京都、大阪府、京都府和兵库县 4 个地区进入紧急状态，商业活动明显承压。从领先指标来看，日本 5 月 Markit 制造业 PMI 初值由 5 月

的 53.6 降至 52.5，5 月服务业 PMI 初值由上月的 49.5 大幅降至 45.7，显示短期经济修复势头放缓。虽然 5 月中旬以来日本每日新增确诊人数有所降低，但仍处于较高水平。日本政府于 5 月 28 日表示，延长东京都、大阪府等 9 个都道府县的紧急状态至 6 月 20 日。限制措施包括缩短餐饮店营业时间，限制大型活动入座率以及暂停部分服务业营业场所。考虑到日本当前的疫苗接种率较低，其二季度经济复苏势头将进一步放缓。

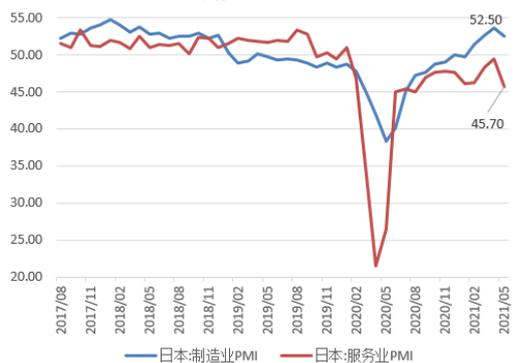
受海外需求复苏所拉动，日本 4 月出口增速进一步升高。日本 4 月出口额达 7.1811 万亿日元，同比增长 38%，增幅高于 3 月的 16.1% 及市场预测的 30.9%，创 2010 年 4 月以来的最大增幅。除了低基数影响以外，汽车、半导体制造设备的强劲需求是带动日本 4 月出口增长的主要因素。进口方面，由于原油、石油制品、非铁金属等进口增加，日本 4 月进口额同比增加 12.8% 至 6.9258 万亿日元。

图 26 日本 GDP 增速



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

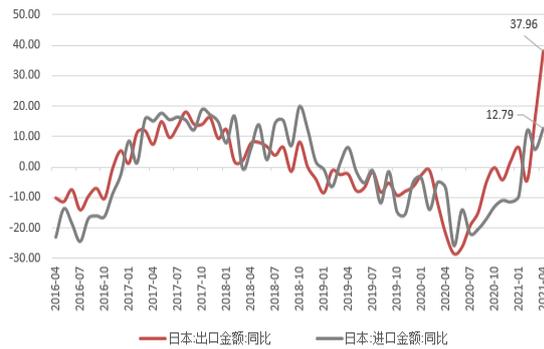
图 27 日本 Markit 制造业、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

受疫情恶化及重启紧急状态影响，日本 4 月失业率小幅攀升 0.2 个百分点至 2.8%，而显示劳动力市场需求人数与求职人数之比的 4 月有效求人倍率也下降了 0.01 个百分点至 1.09 倍。由于目前的紧急状态可能将延长到 6 月 20 日，因此二季度的就业复苏前景不容乐观。需求方面，日本 3 月家庭支出同比大幅飙升至 6.2%，为四个月来首次增长，并创下自 2019 年 9 月以来最大增幅。但日本疫情的持续恶化及新的紧急状态将拖累消费复苏，未来几月的家庭支出可能将再次下降。而由于国内需求的疲弱，在全球都在通胀的背景下，日本却仍深陷通缩。日本 4 月 CPI 同比下降 0.4 个百分点至 -0.5%，核心 CPI 同比 -0.1%，已连续 9 个月同比下降。其中，日本 4 月手机通信费同比下降 26.5%，是当月核心 CPI 下降的主要因素。从中长期角度来看，疫情持续拖累经济复苏、人口老龄化及投资增速放缓都预示日本通胀未来走高的可能性不大。

图 28 日本进出口同比增速



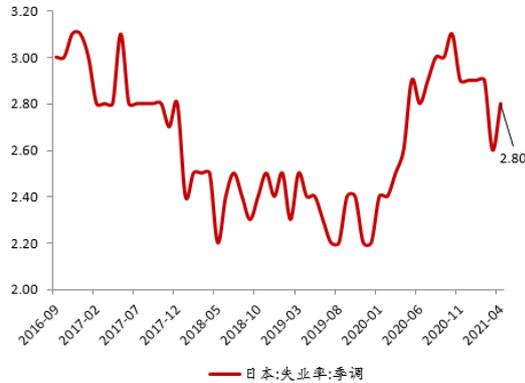
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 29 日本两人及以上家庭支出同比



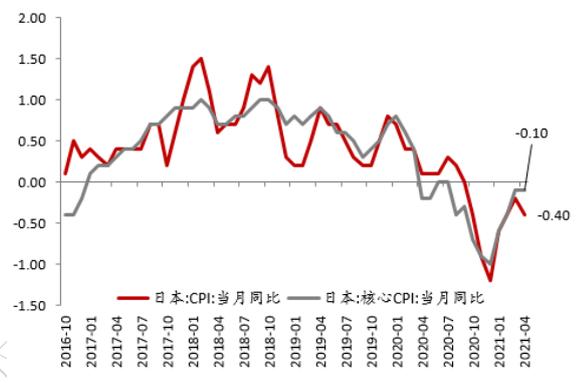
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 30 日本失业率小幅上升



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 31 日本通胀仍然疲弱



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

日本央行大概率维持宽松，日本政府下调经济评估。日本央行行长黑田东彦在本月表示，即便疫情结束，日本央行的强力宽松政策仍将维持。在疫情的持续影响下，日本政府在 5 月经济报告中下调对整体经济的评估，为三个月来首次下调。而目前日本政府再次延长紧急状态至 6 月 20 日，使本就脆弱的经济复苏再受冲击，这也使日本央行延长经济刺激政策的可能性再度加大。日本央行将于 6 月 17 日至 18 日召开利率审查会议，18 日将公布利率决议，市场预期日本央行或将在 6 月份宣布延长刺激措施。

三、国内宏观经济回顾展望

(一) PMI 持续高景气，非制造业扩张力度加大

企业生产稳中有升，制造业总体平稳。中国 5 月官方制造业 PMI 录得 51.0，较上月下降 0.1 个百分点，增速减缓，但总体变化不大，维持景气，延续稳定扩张态势。从分项上看，制造业生产指数较上月上涨 0.5 个百分点至 52.7，制造业生产扩张有所加快。而新订单指数较上月下降 0.7 个百分点，录得 51.3，需求增长放缓。同时，大中型企业 PMI 均保持在景气区间，但小型企业生产经营状况表现不达预期，与大中型企业呈相反趋势。大中型企业 PMI 分别为 51.8 和 51.1，分别上升 0.1 和 0.8 个百分点，而小型企业 PMI 回落 2 个百分点至 48.8，降至收缩区间，反映出制造业小型企业持续增长的动力仍显不足。此外，人民币自 4 月份以来持续升值叠加我国制造业替代效应边际减弱，对制造业出口产生一定的影响，4 月份我国新出口订单录得 48.3，由扩张区间回落。而进口指数不降反升，维持高景气，说明内需仍保持复苏态势，有利于经济健康发展。国际大宗商品价格走高对我国制造业发展影响明显，我国 4 月份主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 72.8 和 60.6，价格指数达到今年高点。近期关注重点仍是大宗商品价格，原材料价格持续上涨和输入性通胀已对制造业产生影响，若无其余干扰原因，上游成本加大将会逐渐传递至中下游企业，从而挤压相应利润，不利于经济全面复苏。同时，芯片短缺、国际物流不畅、集装箱紧缺、运价上涨等问题依然严峻，在一定程度上令制造业承压。

五一带动需求回暖，非制造业加大扩张。5 月非制造业 PMI 录得 55.2，较上月上行 0.3 个百分点，扩张速度加快。其中，服务业景气度小幅回落至 54.3%，但仍高于年内均值 1.1 个百分点，建筑业重返高景气度区间，高于上月 2.7 个百分点至 60.1。随着疫情精准防控持续发力显效以及五一黄金周的到来，相关服务业恢复势头强劲，消费市场持续升温。叠加消费环境改善以及促消费、稳就业等政策效果的持续释放，需求进一步回暖。与长距离出行相关的铁路运输、航空运输、住宿等行业商务活动指数连续两个月高于 65.0%，近期行业保持较高活跃度；与居民消费密切相关的零售、餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数均高于上月，且位于 58.0% 以上较高景气区间，消费市场呈现积极恢复势头。此外，建筑业 PMI 重返高景气度区间，建筑业继续保持较快增长。市场需求持续加大，促使建筑业新订单指数继续上行至 53.8，受此影响，从业人员指数也较快上涨，高于上月 2 个百分点。表明企业新签订工程合同量明显增加，劳动力需求上升，建筑业扩张动力增强。建筑业生产活动有所加快，市场购房需求持续带动建筑业发展，并将持续。

总体来看，5 月份国内 PMI 表现依旧良好，经济平稳扩张。制造业产需两端走势分化，

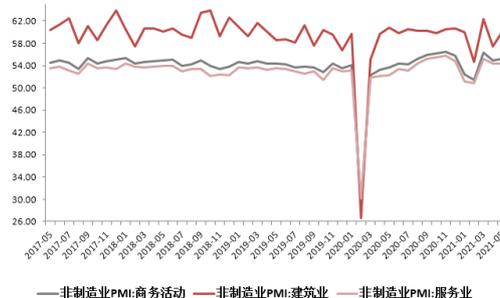
生产提升而需求增速放缓。五一到来推动消费需求增长，促使 5 月服务业恢复态势稳定向好。其中，随着疫情精准防控持续发力显效，旅游、运输、娱乐相关服务业均保持着较高活跃度，消费市场呈现积极恢复势头，部分前期受疫情制约较大的行业恢复更加明显。但同时，制造业与非制造业从业人员指数仍处在收缩区间，就业市场承压。值得注意的是，国际大宗商品持续涨价，已传递至制造业相关企业，上游成本加大将会逐渐传递至中下游企业，从而挤压企业利润，不利于经济全面复苏。同时也需要关注疫情反复所产生的负面影响。

图 32 制造业 PMI 及细分项



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 33 非制造业加速扩张



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（二）固投增速加快，房地产投资依旧较高

高技术制造业维持高增，基建及房地产投资维持韧性。4 月固定资产投资环比 1.5%，与前几个月基本持平，远高于疫情前水平。而剔除基数效应以后，4 月固定资产投资当月同比增长 3.8%，相比于 3 月的 0.2% 出现回升。4 月投资出现边际回暖，但目前 3.8% 的增速相比于去年 4 季度超过 10% 以上的增速来说仍然较低。

随着供需继续改善带动制造业投资，1-4 月制造业投资增长 23.8%，高于全部投资 3.9 个百分点，两年平均下降 0.4%，降幅收窄 1.6 个百分点。其中高技术制造业投资仍是制造业复苏的核心支撑因素，提振整体制造业投，同时在疫情反复影响下，医疗器械制造业增速也有着明显提升；基建稳步复苏，1-4 月份同比增长 18.4%，两年平均增长 2.4%，主要是受重大工程项目建设推动；房地产投资韧性仍强，1-4 月我国房地产开发投资同比增长 21.6%，两年平均增速 8.4%，较上月进一步提速。地产销售的持续高景气是地产投资表现良好的主要原因。地产短期韧性依然为传统投资动能提供支撑，但房贷规模管制等监管新政对于地产销售与投资的负面影响仍会持续显现。整体来看，随着海内外经济稳步向好，利好投资意愿增强，叠加“六稳”“六保”进一步落实，固定资产投资恢复态势较好，基建投资随着二季度政府债券供给提升，资金逐渐到位，或将维持韧性；制造业投资结构持续

优化，海外疫情的反复也提振医疗制造业再度高涨。房地产投资短期依旧维持韧性，但长期或将承压。

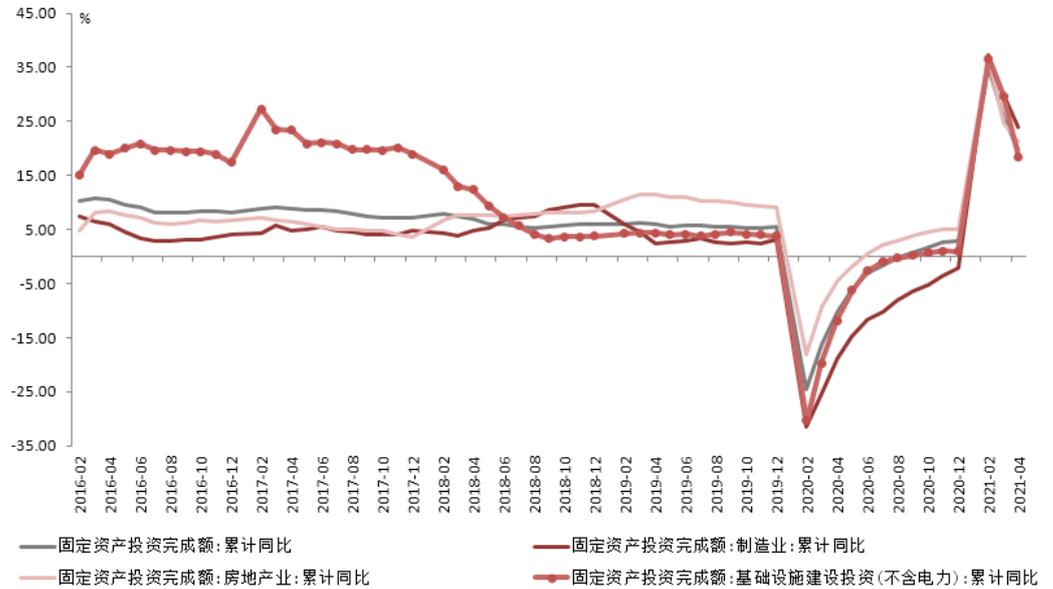
1. 重大工程项目建设推进有力，提振基建投资复苏

随着一批交通、能源、水利等重大工程项目建设稳步推进，基础设施投资平稳增长。1-4 月份，基础设施投资同比增长 18.4%，两年平均增长 2.4%。其中，信息传输业投资增长 42.6%，铁路运输业投资增长 27.5%，水利管理业投资增长 24.9%，生态保护和环境治理业投资增长 19.3%。随着天气转暖、疫情管控较好，地方将加快布局基建，交通类传统基建投资提速更为明显。

4 月新增地方债发行提速，发行节奏逐渐恢复常态。4 月 3399 亿元的新增地方债中，包含 1343 亿元一般债券和 2056 亿元专项债。相较于 3 月仅 100 亿元的新增一般债券和 264 亿元的新增专项债券，4 月新增地方债发行规模明显增大。预计未来几个月新增专项债多发局面仍将延续，6 月或将成为全年发行高峰。但同时专项债支持在建工程且分流作用显著，对基建的拉动作用将有所减弱。一方面，政府工作报告明确专项债资金“优先支持在建工程”，表明今年专项债资金主要用于保障在建工程资金。优质项目缺乏的大背景下，预计 2021 年基建新开工项目将减少，专项债对其他资金的拉升作用或有所减弱。另一方面，继去年 5 月允许棚改债发行后，限制再度放宽，今年新增专项债可用于租赁住房建设，因此棚改和土储专项债券的发行或将对基建投资资金形成一定挤占，专项债资金对基建投资的拉动作用大概率减弱。

整体来说，基建增速相对平稳，但整体增速不高，专项债发行节奏后续会逐步加快，可能对基建有一定支撑，但效果或将较去年有所减弱，同时地方政府债务仍有压力，在我国调节经济结构促进长期发展的背景下，基建增速较高概率将平稳上升，但上升空间有限。

图 34 固投增速持续回升



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

2. 结构持续改善, 制造业恢复动力加强

制造业恢复加速, 总体上行趋势不改。1-4 月制造业投资增长 23.8%, 高于全部投资 3.9 个百分点, 两年平均下降 0.4%, 降幅收窄 1.6 个百分点, 已接近 2019 年同期水平。从行业看, 制造业投资结构继续优化, 高技术产业投资依旧亮眼, 同比增长 28.8%; 其中高技术制造业增长 34.2%, 虽较一季度有所下降, 但仍是制造业复苏的核心支撑因素。4 月份制造业投资特点主要有三点, 第一点是基数效应减弱, 导致同比增速下降。制造业投资降幅进一步缩窄, 总体呈上行态势, 预计二季度末两年平均增速将由负转正。第二点是技术改革引领高技术产业快速发展, 促使制造业结构改善, 与“科技创新”理念相符。第三点是印度疫情加剧, 促进我国医疗制造业供应的大幅增加, 4 月份我国医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长 40.3%。此外, 国内疫情也有部分反弹, 在此背景下, 医疗制造业增速或将在一段时间内维持在高位。

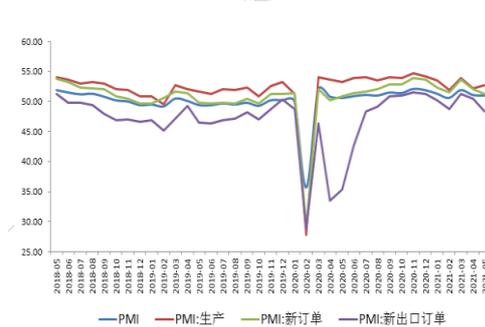
工业生产延续恢复, 工业品出口增长加快。4 月规模以上工业增加值同比增长 9.8%, 两年平均增长 6.8%, 较 3 月上涨 0.8 个百分点。1-4 月规模以上工业增加值同比增长 20.3%, 较 1-3 月回落 4.2 个百分点。4 月工业增加值总体表现较好, 内外需恢复推动制造业投资加速, 出口表现持续较好支撑供给走高。同时, 4 月份规模以上工业出口交货值同比增长 18.5%, 比 3 月份加快 2.6 个百分点, 工业品出口延续较快增长态势。分三大门类看, 4 月采矿业增速保持增长, 同比增长 3.2%, 两年平均增长 1.7%, 在限产政策下回落; 电力、热

力、燃气及水生产和供应业同比增长 10.3%，两年平均增长 5.1%；制造业增势良好，同比增长 10.3%，两年平均增长 7.6%，进一步上升。未来工业的相对景气还将延续，但伴随面替代效应逐步减弱，工业增加值增速或将见顶回落，预计下半年工业增加值两年平均增速将回归疫情前水平。

而从利润方面看来，1-4 月份，全国规模以上工业企业实现利润同比增长 1.06 倍，延续了去年下半年以来较快增长态势。受市场需求改善、大宗商品价格上涨等因素推动，上游采矿业利润增长明显加快，原材料制造业保持较快增长。同时，石油加工业在国际原油价格上涨和需求回暖带动下实现扭亏为盈。受疫苗及检测试剂盒等防疫产品国内外市场需求大幅增加带动，医药制造业利润大幅上涨，增速进一步加快。但需要注意的是，在分配格局上，上游占比持续上行，并且在工业利润两年平均增速整体高达 22.3% 的背景下，仍有高达 7 个行业利润增速为负，且全部集中在下游，利润总体呈不均衡分布。由于部分消费品行业盈利状况尚未恢复到疫情发生前水平，加之大宗商品价格高位运行，增加中下游行业生产经营压力，叠加基数效应边际减弱，预计工业企业利润同比增速将继续回落。

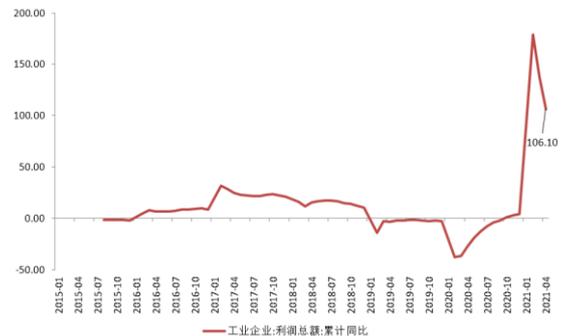
整体来看，外需恢复依旧强势支撑着我国出口维持高景气，从而推动国内制造业大力发展，带动经济稳步复苏，形成良好内部循环。前半年制约制造业投资上行的原因或在于供给受限、大宗商品较快涨价挤压企业利润等，但从目前看来供给压力逐渐降低，大宗商品价格或在国家政策的干预下回落，但未来上游对中下游企业的影响将逐渐加大，影响制造业投资。总的来说，未来制造业投资仍有上行趋势，但或低于市场预期。

图 35 制造业 PMI 维持高景气



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 36 工业企业利润延续增长



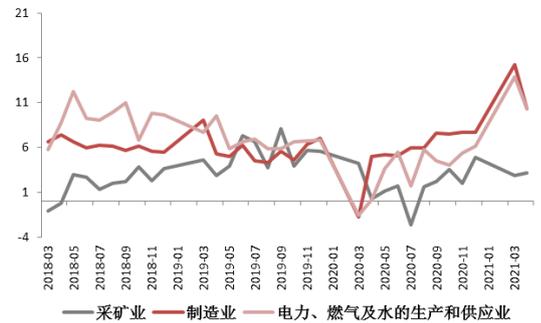
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 37 工业生产总体较好



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 38 三大门类工业增加值当月同比(%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

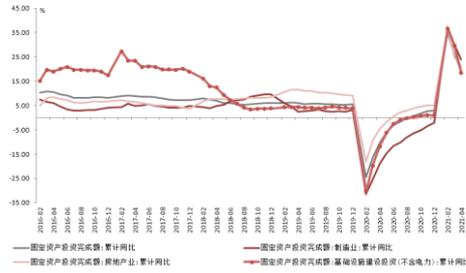
3. 地产投资维持韧性，销售偏强支撑投资

房地产投资依旧韧性十足，未来或将在高区间波动。1-4 月我国房地产开发投资同比增长 21.6%，两年平均增速 8.4%，较上月进一步提速。销售偏强支撑地产投资，但边际放缓迹象出现。1-4 月全国商品房销售面积同比增长 48.1%，两年平均增长 9.3%。地产投资韧性较强的原因在于今年以来商品房销售表现良好。尽管各地出台了大量的房地产限购措施，但今年商品房销售增速一直持续回升。地产销售旺盛带来销售回款是目前地产投资主要的资金来源，支撑了前几个月地产投资维持高增速。同时从金融数据来看，4 月份居民中长期贷款新增 4918 亿元，也印证了居民购房热情依旧保持在较高的水平，对地产投资起着极强的支撑作用。

房企施工、竣工与新开工面积均小幅回落，地产投资长远或将遭受压力。1-4 月房屋施工面积同比增长 10.5%，较上月下降 0.7 个百分点。1-4 月房屋竣工面积与房屋新开工面积同比增长分别为 17.9%和 12.8%，1-4 月土地购置面积增长 4.8%，大幅回落，地产行业库存进一步降低，销售需求支撑地产投资但可持续性有限，这也意味着下半年地产投资难以维持高增。

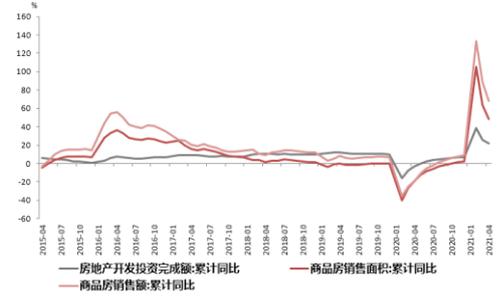
总体看来，购房需求旺盛反映出地产行业处于回升周期，投资增速有望上升。一方面从房地产市场看，去库存阶段逐渐进入尾声、市场流动性整体充裕、资金利率低、房企在“三道红线”政策下有加大销售力度回笼资金的趋势，利于房地产市场发展。二是销售面积是投资领先指标，销售面积维持较高增长就代表着房屋施工面积增速将不会大幅下降，从而支撑房地产投资发展。因此，2021 年房地产市场将继续处于被拉长的回升周期中，但同时仍要注意相关政策，目前房地产行业处于政府监管重点，在“三道红线”及“稳房价”的大目标下，或将出台相应政策抑制房产价格的不断抬升，从而降低房产利润，最终传导到房地产投资，减缓增速。

图 39 房地投资保持韧性



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 40 房地投资与销售累计同比 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 41 房地产企业开发资金来源



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 42 土地购置与新屋开工面积



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

(三) 餐饮消费仍在复苏，刺激政策逐步退潮

消费恢复总体偏慢，收入放缓及疫情影响尚存。中国 4 月社会消费品零售总额同比增长 17.7%，比 2019 年 4 月份增长 8.8%，回落两个百分点，较其余经济指标来说恢复较慢。社零增速较为缓慢主要因为：1) 居民收入增长趋势尚不明显。全国居民人均可支配收入同比增速已连续 3 年低于 GDP 增速，其中城镇居民人均可支配收入同比增速连续 7 年低于 GDP 增速。2) 随着消费刺激政策逐步退潮，汽车、办公用品、食品、饮料等限额以上商品零售修复速度均在高位放缓。其中，限额以上商品零售两年平均增速较上月回落 1.4 个百分点至 7.1%，对总体商品零售形成拖累。核心因素一方面是受全球缺芯现象影响，占商品零售比重约 30% 的汽车消费边际明显走弱。另一方面是随着经济运行恢复常态、消费刺激政策减弱，本月办公用品类、通讯器材类、食品、饮料、日用品、中西药品类消费两年平均增速均有所放缓。但与 2019 年同期相比，除家用电器和中西药品外，本月限额以上商品零售增速基本均已恢复至常态水平附近，表明未来其修复动力和空间已有限，消费恢复或主要依赖于限额以下商品的改善。3) 虽然国内防疫效果显著，但疫情多点散发会阶段性加强防控措施，对场景消费以及餐饮消费的负面影响尚存。4 月餐饮收入同比增长 46.4%，两年平均增长 0.4%，仍低于总体水平。此外，收入增速放缓与疫情影响尚未彻底终结，消费者的谨慎预期难以消除，亦不利于整体消费恢复至常态水平。

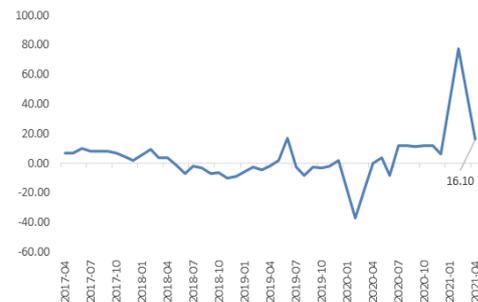
整体来看，居民可支配收入增速较为缓慢，约束收入端增长，从而一定程度上限制了居民消费能力。消费场景仍未完全打开，接触性消费仍存在着继续上行的空间。预计在服务业修复提速、企业盈利改善带动居民收入回暖、五一假日提振旅游相关行业等因素的共同助力下，二季度消费有望恢复进度加快，但若要恢复至疫前水平仍存在一定压力。

图 43 社零总额及同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 44 汽车类商品增速 (%)



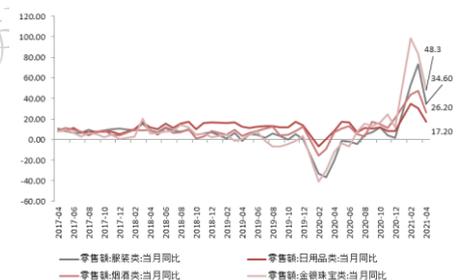
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 45 实物零售增速上升



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 46 社会消费品零售分类增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(四) 出口高增长，产需缺口加大

外贸延续扩张，海外需求保持旺盛。以美元计算，4月出口同比增长32.3%，增速继续上升；进口同比增速为43.1%，增速较3月提高5个百分点，从两年平均增速看，4月进口金额同比增速较3月下降6个百分点至10.7%。进出口仍位于高景气空间，低基数持续影响同比增速。

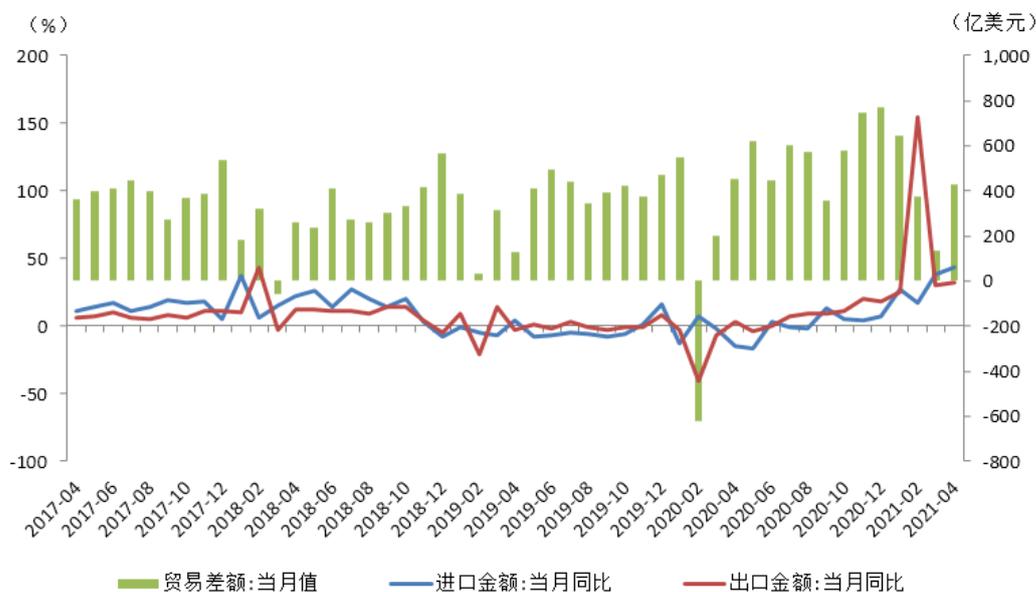
外需需求旺盛，叠加产需缺口较大带动中国出口增长。随着疫苗接种率上升，海外经济复苏态势明显。相关产业链公司景气度短期可能会延续。从出口的产品来看，1-4月劳动密集型和机电设备等传统产品出口保持增长，其中，玩具、家具、机电设备同比分别增长71.3%、69.2%、46.7%。高新技术产品出口同比增长42%。医疗仪器等防疫物资出口同比增长41.3%。从需求端看，2021年4月欧美制造业PMI维持高位，在1.9万亿美元救助计划的刺激下美国消费快速恢复，加大外需。从生产端看，欧美自2021年以来产能利用率的恢

复速度放缓，叠加救助计划政策在一定程度上降低了工人返工的意愿，促使美国 4 月失业率上升，从而降低供应。同时，我国 4 月出口额增速改善，而进料加工贸易出口额增速继续下滑，说明海外生产较缓慢，导致海外供需不平衡，产需存在较大缺口支撑我国出口高速增长。

大宗价格持续上涨，叠加基数效应，进口增速仍处高位但增速放缓。4 月进口金额两年平均 10.7%，环比下降 2.8%，主要受三个因素影响：一是国际大宗商品价格持续处于高位，从价格而不是数量上推动进口增速，使其达到了 2011 年 1 月以来的最高水平，但我国已多次聚焦这一现象，大宗商品价格或将在多举措共同修复下回落。二是我国制造业生产景气度出现下滑，体现我国生产扩张趋势减弱。三是海外疫情的不断反复导致国际供应链受阻，芯片等高技术产品产能不足，拖累我国进口。

整体来看，发达国家疫苗接种快，疫病控制相对较好，需求回升相对较快；印度等国疫情比较严重，供给受到一定限制。4 月以来印度疫情的反复以及随之而来的变种病毒全球传播的巨大风险，进一步干扰了海外经济体工业生产恢复的进程，产需存在较大缺口，我国或将再次成为全球需求的主要供给体，出口增速可能会继续上升。进口方面，未来随着碳达峰工作的推进以及环保限产措施的实施，以及国际原油、铁矿石以及铜等大宗商品价格的上涨，将会抬升这些行业上下游的成本，进而压缩相关行业的利润空间。二季度可能还会保持较高顺差，但下半年顺差可能会逐渐收窄，净出口对 GDP 的拉动可能会有所减弱。

图 47 进出口维持高景气



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（五）通胀预期升温，大宗商品价格高涨

1. CPI：猪肉价格持续下行

4月CPI同比上升0.9%，较上月上涨0.5个百分点。扣除食品和能源价格后的核心CPI同比上升0.7%，较上月上涨0.4个百分点。通胀短期内仍有小幅上行趋势。

从食品项看，4月食品价格同比下降0.7%，降幅与上月保持一致，影响CPI下降约0.14个百分点；食品价格环比下降2.4%，降幅收窄1.2个百分点，影响CPI下降约0.45个百分点。猪肉价格继续回落，同比环比增速均延续下行趋势，拖累整体CPI。4月份猪肉价格同比下降21.4%，降幅比上月扩大3个百分点；环比由下降11%。生猪价格的持续走弱，主要受生猪生产持续恢复，消费需求回落影响。总体看来，猪肉价格下行周期仍未见底，二季度整体趋势仍将以降为主。

消费需求回落，食品中除猪肉外，鲜菜、鲜果价格下降明显。鲜菜、鲜果价格分别下降8.8%和3.8%，主要是因为天气变暖，上市量增加，需求不及供给，从而造成价格回落。二季度整体需求远不及春节时期，而食品供应量却持续上升，上市量提高，生产和储运成本逐渐降低，食品价格总体回落。

从非食品项看，4月非食品价格同比从上月的0.7%升至1.3%，但近期PPI冲高向CPI的传导效应仍不明显。在疫情逐渐好转后，出行限制逐步放开，叠加节日因素影响，居民出行大幅增加，飞机票、旅行社收费、交通工具租赁费和宾馆住宿价格分别上涨21.6%、5.3%、4.3%和3.9%。国内汽油和柴油价格环比小幅下调，但受上年基数走低影响，同比涨幅扩大近8个百分点，带动交通通信价格涨幅扩大2.2个百分点，成为当月非食品价格涨幅走高的重要原因。剔除波动较大的食品和能源价格，反映终端消费需求的核心CPI环比和同比分别上涨0.3%和0.7%，较上月分别扩大0.3和0.4个百分点，但仍明显低于同期PPI走势。这意味着在国内产能修复充分、民生商品供应充足，以及消费需求恢复相对较缓的背景下，PPI高涨对CPI的传导效果有限。

二季度受翘尾因素持续影响，CPI或将温和上行。同时，随着疫情把控良好，国内服务业场景限制逐步放开，叠加五一假期到来释放居民需求，旅游市场复苏，CPI将继续上行。而受消费需求进一步回落以及生产持续恢复影响，生猪、鲜菜鲜果等食品价格总体呈下行趋势，对CPI上行有抑制，使得二季度CPI上行空间有限。综合看来，二季度通胀压力仍相对温和，但需要注意消费价格受PPI冲高传递影响。

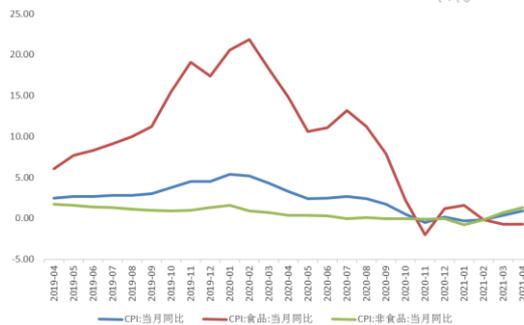
2. PPI：大宗商品价高涨

国际大宗商品价格大幅上涨，带动工业品价格扩张幅度进一步加大。4月PPI同比上

涨 6.8%，涨幅比上月扩大 2.4 个百分点，大幅上升，创下 2017 年 11 月以来新高；环比上涨 0.9%，放缓 0.7 个百分点。其中，生产资料价格上涨 1.2%，生活资料价格上涨 0.1%。上游的生产资料类价格加速上涨，是 PPI 持续走强的主要原因。生活资料价格连续两个月环比正增，显示前期中上游涨价正在通过成本压力向下游传导，同时终端消费回暖也从需求端对下游涨价形成配合，但整体上涨幅度较弱，这也说明目前国内经济不存在需求过热。主要行业中，受较低基数影响，石油和天然气开采业上涨 85.8%，扩大 62.1 个百分点石油、煤炭及其他燃料加工业上涨 23.8%，扩大 9.9 个百分点。4 月制造业生产端景气回落但仍处扩张区间，建筑业维持高景气，国内需求侧对工业品价格仍有较强支撑。月内螺纹钢、铜、焦煤等工业品价格均有所上扬，月均值同比涨幅分别达到 63.9%、42.0%和 8.8%，与上月相比均有较大幅度提速。与此同时，季节性因素减弱，叠加原材料价格走高，煤炭开采和洗选业上涨 13.3%。

随着欧洲疫苗加速推广，防疫效果显著，这为经济加快复苏奠定基础，加快美欧需求共振恢复，从而对大宗商品价格形成支撑。加上去年 5 月大宗商品价格位于全年地位，这也意味着今年 5 月价格同比涨幅或将受到低基数影响达到顶点。此外，上游涨价正通过成本压力逐步向中下游传导，后续随着消费需求改善，下游行业 PPI 涨势或将逐渐明显。预计 5 月 PPI 环比将延续上涨，且在低基数效应下，同比涨幅持续冲高。

图 48 食品价格延续下降 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 50 食品类分项价格表现



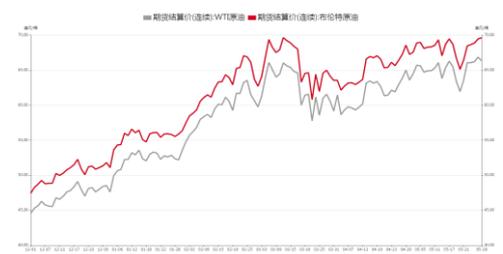
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 49 PPI 持续扩张 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 51 原油期货价格持续上升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

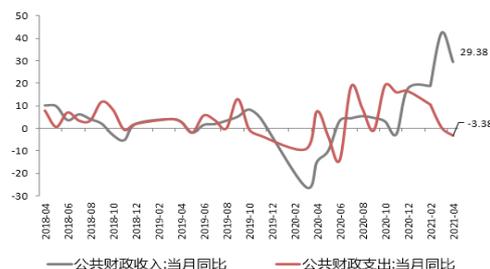
四、国内宏观政策保持可持续性

（一）财政政策：收入端节奏稳健，收入预算进度良好

财政数据方面，1-4 月分全国一般公共预算收入同比增长 29.38%，剔除基数效应后仍保持较低增速水平。虽增速较慢，但已完成全年财政收入预算的 39.5%，处于近十年的新高，收入节奏稳健，完成进度良好。随着收入端继续落实减税降费政策，税收收入虽有提速但依旧偏弱。1-4 月份全国税收收入同比增长 24.8%，较上月上涨了 2.3 个百分点。从税收收入细项来看，不同税种增速出现分化。占比较高的税种中，国内增值税、国内消费税、个人所得税的增速均弱于去年四季度平均税收增速，而企业所得税、进口环节增值税和消费税增速则高于去年四季度，已基本恢复至疫情前水平，映射经济修复进程尚佳。从支出端来看，1-4 月公共财政支出累计同比录得 3.8%，增速持续放缓，或许是为了预留财力空间，1-4 月财政支出仍较为慎重，财政资金主要流向基本民生等重点领域。分项中，基建领域支出放缓最为显著，或与财政支出结构优化调整及地方专项债发行较缓慢有关。而“三保”等重点领域支出占比依旧较高。今年在疫后经济复苏和政策缓步退坡的背景下，财政支出对经济的支持也体现在较多方面，一是努力保障民生和地方运转；二是积极化解地方债务风险，保证长期财政的可持续性；三是也要保障对实体经济的有效支持。总的来说，排除基数因素后，1-4 月财政收入增速继续放缓，虽增速较低，但财政收入预算完成进度良好。“三保”领域仍是财政政策重点关注目标。

3 月 22 日，中央政治局常委、国务院副总理韩正在财税工作座谈会上指出要“完善现代税收制度，稳定宏观税负”。4 月 7 日，在国务院新闻发布会上，财政部相关负责人表示应保持“宏观税负总体稳定”，以支持完成“十四五”时期的重大目标任务；强调减税降费政策要保持好平衡，有序退出 2020 年的阶段性减税降费措施。在此基础上，二季度国内经济在出口支撑下或保持强劲，为央行化解债务风险、抑制宏观杠杆率上升提供较好的条件，杠杆率或将继续回落。

图 52 公共财政收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 53 地方财政收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

（二）货币政策：稳健中性，金融支持实体经济

受高基数影响，新增社融不及预期。中国 4 月社会融资规模增量为 1.85 万亿元，比上年同期少 1.25 万亿元，主要是受企业债券净融资量以及人民币贷款增加量大幅下降所影响。其中，融资类信托监管较为严格，高压监管下，信托贷款始终承压，表外融资大幅下降，体现实体融资需求较好。政府债券融资规模持平 3 月和往年水平，直接融资符合预期。二季度，地方政府债券发行提速，直接融资规模或出现明显提升，政府债券融资将继续支撑社融保持合理平稳。

信贷结构持续优化，居民消费需求延续复苏。4 月份人民币贷款增加 1.47 万亿元，同比少增 2293 亿元，但仍较正常年份 2019 年同比多增 4525 亿元，信贷总量保持平稳增长。从结构上看，居民与企业信贷结构进一步优化，中长期贷款涨势强劲。其中，新增居民中长期贷款新增 4918 亿元，与楼市行情相对应，表明当前居民购房情绪较高。而新增企业中长期贷款新增 6605 亿元，说明企业融资需求依旧旺盛，对未来预期较为乐观，金融支持实体经济发展。

货币供应增速双双回落，保持边际收紧趋势。4 月份 M1 同比增长 6.2%，增速比上月末低 0.9 个百分点，M2 同比回落 1.3 个百分点至 9.4%。M1、M2 均回落，主要是受居民和企业存款大幅减少而财政存款多增的拖累，但这也说明更多资金进入了实体经济与生产领域，有利于推动实体经济复苏以及制造业的发展。

5 月 19 日国务院常务会议要求，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。帮助市场主体应对成本上升等生产经营困难。落实好对小微企业和个体工商户减免税等减税政策，精简享受税费优惠政策的办理手续。实施好直达货币政策工具，加大再贷款再贴现力度，引导银行扩大信用贷款。此外，5 月 22 日国务院金融委再次强调“稳健的货币政策灵活适度，信贷政策精准适应市场主体需要，流动性保持合理充裕”，体现目前政策基调仍以稳健为主。

总体看来，货币政策较去年已有边际收紧的趋势，但收紧幅度可能会比预期还要缓和一些。并且在金融监管方面，加大了对地方财政金融风险的重视，2021 监管力度将继续加大，地方隐形债务化解或将加快。

图 54 市场利率多次低于政策利率 (%)



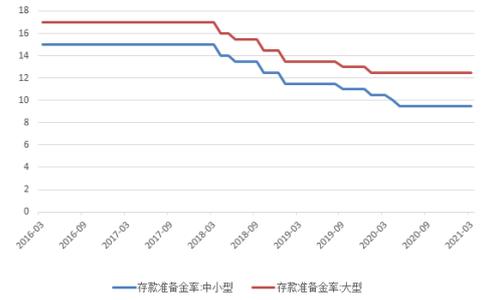
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 56 人民币兑美元中间价



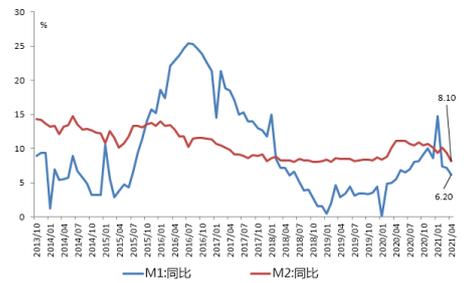
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 55 存款准备金率下调 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 57 货币供应量同比增幅



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

研究报告全部内容不代表协会观点, 仅供交流参考。

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。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。