



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

各国经济复苏存在明显差异，全球货币政策产生分化。今年上半年，随着疫苗接种率的提高以及限制措施的解除，全球经济明显复苏。但疫苗分配不均的问题使许多新兴经济体仍面临疫情冲击，经济复苏程度远低于美欧等发达经济体。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持续上涨。基数效应、能源价格上涨以及经济需求的复苏带动上半年全球通胀大幅上升。政策方面，受通胀上升影响，已有部分国家央行开始加息。但美联储、欧洲央行及英国央行仍维持当前宽松的货币政策不变。不过随着经济持续修复，各国央行内部已释放出不同程度的鹰派信号，下半年美联储或缩减其购债速度。整体来看，下半年全球经济有望维持复苏，但最近印度发现的高传染性新冠变种毒株 Delta 在全球范围内广泛传播，给下半年全球经济的复苏带来了不确定性。

我国上半年经济运行保持活跃，延续去年二季度以来的稳固复苏趋势。投资平稳回升，房地产维持韧性，制造业复苏明显，基建投资在下半年地方债发放节奏加快的带动下或将加速。信贷结构持续优化，物价总温和上涨，企业效益改善，但消费恢复较慢，未来仍有上行空间。宏观政策上，“普惠”和“绿色”仍是政策重点，同时也需要注重“稳风险”“稳杠杆”目标的实现。流动性方面，央行重提把好货币供给总闸门，流动性仍将“合理充裕”，资金面料将维持紧平衡。总体来看，经济运行的恢复态势依旧良好，但目前全球疫情仍在反复，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，在价格向下传导不畅的背景下，一些中下游制造业的利润仍可能受到较大侵蚀，或对未来制造业造成一定不利影响。

正文目录

一、2021年上半年世界经济回顾与下半年经济展望	4
(一) 全球疫情持续反复，新冠疫苗分配不均	4
(二) 美欧经济显著回暖，全球经济分化加剧	6
(三) 大宗商品价格上升，全球通胀明显抬头	11
(四) 全球货币拐点临近，流动性或边际收紧	13
二、2021年上半年我国经济回顾与下半年经济展望	15
(一) 经济稳步复苏，内生动力持续加强	15
(二) PMI 持续高景气，非制造业有所回落	17
(三) 制造业持续改善，房地产依旧维持韧性	18
1. 基建投资复苏不及预期，专项债发放或将提速	19
2. 结构持续改善，制造业复苏动力加强	20
3. 地产投资维持韧性，市场高景气支撑投资	22
(四) 餐饮消费缓慢复苏，刺激政策逐步退潮	24
(五) 出口维持强韧性，进口受大宗商品影响升温	25
(六) 通胀预期升温，工业品价格或将触顶	27
1. CPI：猪肉价格持续下行	27
2. PPI：大宗商品价高涨	29
三、国内宏观政策保持可持续性	31
(一) 财政政策：收入端节奏稳健，稳杠杆是关键	31
(二) 货币政策：“普惠”“绿色”仍是政策重点	32
免责声明	34

图表目录

图 1 全球新增确诊人数有所下滑	5
图 2 摩根大通全球制造、服务业 PMI 指数	5
图 3 全球航运指数	5
图 4 美国 PMI	7
图 5 美国零售销售增速	7
图 6 美国新增就业人口意外下降	7
图 7 周初请失业金人数持续下降	7
图 8 欧元区 PMI	8
图 9 欧元区零售销售增速	8
图 10 欧元区失业率	8
图 11 欧元区经济景气指数	8
图 12 英国 PMI	9
图 13 英国零售销售增速	9
图 14 英国失业率	9
图 15 英国消费者信心指数	9
图 16 日本 PMI	11
图 17 日本进出口增速	11
图 18 日本失业率	11
图 19 日本家庭消费支出	11
图 20 美元指数低位徘徊	12
图 21 全球房价明显上涨	12
图 22 美国 M2 与 LME 铜价格	12
图 23 主要发达经济体 CPI 指数	13
图 24 GDP 受基数影响高增	16
图 25 2021 年 GDP 估算表	16
图 26 2021 年与 2020 年政府工作报告要点对比	16
图 27 制造业 PMI 及细分项	18
图 28 非制造业增速放缓	18
图 29 固投累计增速缓缓回落	20

图 30 制造业 PMI 维持高景气	22
图 31 工业企业利润边际放缓	22
图 32 工业生产总体较好	22
图 33 三大门类工业增加值当月同比(%).....	22
图 34 房地投资保持韧性	23
图 35 房地投资与销售累计同比 (%)	23
图 36 房地产企业开发资金来源	23
图 37 土地购置与新屋开工面积	23
图 38 社零总额及同比增速 (%)	25
图 39 汽车类商品增速 (%)	25
图 40 实物零售增速上升	25
图 41 社会消费品零售分类增速 (%)	25
图 42 进出口维持高景气	27
图 43 食品价格延续下降 (%)	30
图 44 PPI 持续扩张 (%)	30
图 45 猪肉拖累食品项价格.....	30
图 46 原油价格持续上涨	30
图 47 公共财政收入同比增速 (%)	32
图 48 地方财政收入同比增速 (%)	32
图 49 市场利率多次低于政策利率 (%)	33
图 50 存款准备金率下调 (%)	33
图 51 人民币兑美元中间价	33
图 52 货币供应量同比增幅	33

一、2021 年上半年世界经济回顾与下半年经济展望

（一）全球疫情持续反复，新冠疫苗分配不均

今年以来全球疫情持续反复，疫苗分配不均以及变异毒株的出现使全球疫情仍面临不确定性。根据世卫组织数据，截至 6 月 28 日，全球新冠累计确诊病例超 1.69 亿人，累计死亡病例超 351 万人。美欧国家地区疫情在一季度有所恶化，但随着疫苗接种加速及接种率的提高，二季度疫情已趋于好转。然而疫苗接种存在的分配不均问题仍使得大多数新兴经济体面临较大的防疫压力。根据世卫组织的调查显示，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。疫苗分配不均也导致各国的疫情形势产生分化，今年二季度以来，印度、巴西和阿根廷等新兴经济体疫情呈现明显恶化的趋势。印度单日新增确诊一度超过 40 万例，虽然 6 月份有所下降，但有部分原因是因为印度降低了每天的检测数量。

新冠变种病毒加速扩散，全球疫情仍面临不确定性。世界卫生组织 (WHO) 秘书长谭德赛在 25 日记者会上表示，首次在印度发现的德尔塔 (Delta) 变种病毒已成为迄今所发现的病毒中，传染力最高的变种病毒。截至目前已有至少 92 个国家和地区沦陷。英国公共卫生部在 6 月初的报告中称，delta 变种病毒已成为英国目前广泛传播的主流毒株，占新病例的 90%。尽管英国接种率已超过 60% (见图 3)，但该毒株造成的感染人数仍急剧上升，这也导致英国政府推迟了原定于 6 月 20 日的重启计划，多国对英国采取禁飞措施。澳大利亚也宣布悉尼及周边城市封城两周以应对 delta 毒株的传播。马来西亚、泰国及印度等亚太国家也延长或加强了防疫措施。而根据美国疾病控制与预防中心 (CDC) 的数据显示，美国目前的新增病例中有 10% 感染的是 delta 变异株，与英国最近疫情反弹的早期状况类似。另据欧洲疾病预防控制中心预测，到 8 月底，Delta 变种将造成欧洲地区 90% 的新冠感染。整体来看，虽然全球疫情在二季度有所缓和，但疫苗分配问题短时间内仍难以出现明显改善，且变异病毒仍给下半年全球疫情形势带来不确定性因素。

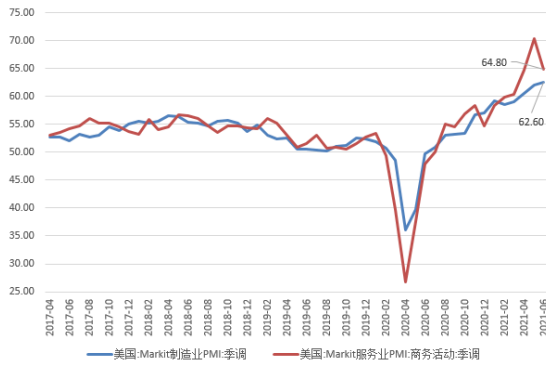
（二）美欧经济显著回暖，全球经济分化加剧

分国家来看，美国 6 月制造业 PMI 初值录得 62.6，创历史新高；6 月服务业 PMI 录得 64.8，不及预期的 70 和 5 月前值 70.4。由于服务业景气度高位回落，美国 6 月综合 PMI 录得 63.9，不及 5 月的前值 68.7。6 月的报告显示美国制造业成本压力持续增长，企业正加速提高销售价格，服务收费也继续上升，通胀有进一步向消费者传导的趋势。整体来看，6 月的 PMI 数据喜忧参半，上半年强劲的 PMI 数据显示美国二季度经济有望强劲增长，但通胀压力有可能抑制消费和企业利润。

财政拨款刺激消费回升，就业市场持续修复。自去年疫情爆发以来，美国政府已采取了多轮刺激政策，而美国总统拜登上台之后更是大力推动财政刺激。今年 3 月份美国通过了一项 1.9 万亿美元的财政刺激政策，增加了对企业及美国民众的财政拨款。不过财政刺激虽然提振了美国消费支出，但对就业来说却是一把双刃剑。从近几月的消费数据来看，美国个人消费支出在财政刺激的帮助下明显回升。零售销售在 3、4 月份表现强劲，5 月零售销售环比下降 1.3%，主要是因为芯片短缺导致车辆销售大幅下降。另一方面也暗示随着经济开放，美国消费者将支出更多的转向服务业。预计随着疫苗接种率的提高，未来旅游业及娱乐场所消费将回升，商品消费将继续放缓。就业方面，随着美国经济在上半年加速重启，就业市场也维持着复苏态势，每周初请失业金人数持续下滑。不过近几月的非农就业数据显示就业复苏势头有所放缓，美国 5 月新增就业人数为 55.9 万，低于市场预期的 65 万，4 月就业人数上修后为 27.8 万，失业率从 4 月的 6.1% 下降至 5 月的 5.8%，好于预期的 5.9%。5 月就业人口继 4 月之后再次低于预期，高额的失业救济金在一定程度上抑制了部分美国民众的就业意愿，因为企业所能提供的时薪往往还不如通过政府发放的救济金补助多。据美国劳工部公布的数据显示，截至今年 4 月底，美国超 930 万个就业岗位空缺，当月主动辞职人数约为 400 万人，创造 20 年来最高记录。用工荒导致美国企业通过加薪、奖金等方式吸引就业，美国 5 月平均薪资同比增长 2%，大于市场预期的 1.5% 和前值 0.3%。

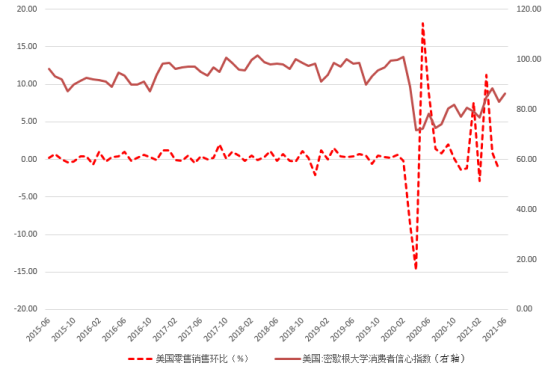
整体来看，上半年美国经济维持强劲复苏态势，二季度 GDP 有望录得大幅增长。下半年经济复苏主要围绕服务业及就业市场的恢复。预计下半年美国经济将维持复苏，但随着大规模财政刺激作用的减弱货币政策缩紧的预期，经济增速或难延续上半年的强劲增长。

图 4 美国 PMI



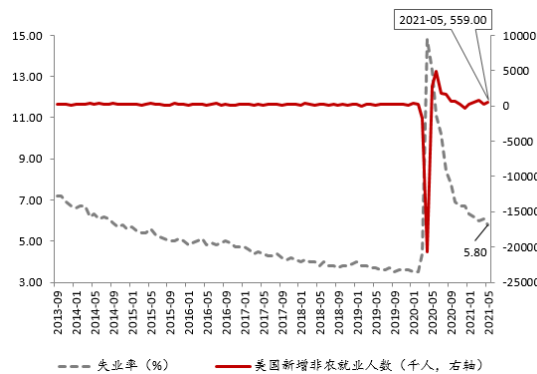
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 5 美国零售销售增速



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 6 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 7 周初请失业金人数持续下降



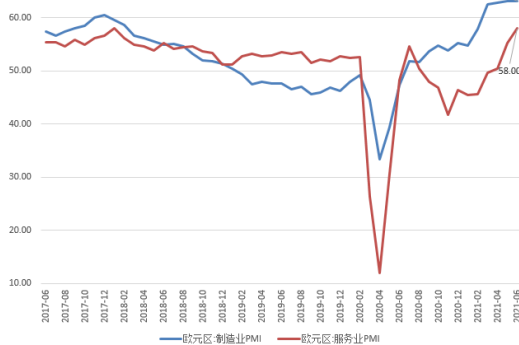
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

随着疫苗接种率的上升,欧元区经济在二季度明显提速,6月制造业 PMI 初值录得为 63.1,超市场预期的 62.1,与前值持平,为 2 个月新高,连续 12 个月维持扩张态势;6月服务业 PMI 初值为 58,超市场预期的 57.8,为 2014 年 9 月新高。6 月综合 PMI 初值为 59.2,超市场预期的 58.8,高于前值 57.1,为 2006 年 6 月以来的最高水平。数据显示随着疫苗接种加速,欧元区经济逐步摆脱疫情封锁措施的影响,二季度经济明显加速复苏。酒店及旅游业的快速复苏带动服务业景气度回升。制造业新订单增速创 2006 年 6 月以来的最快水平。

上半年欧元区失业率维持下滑趋势,4 月失业率录得 8%,较上月继续回落 0.1 个百分点。需求的飙升和经济前景好转促使企业连续第 5 个月招聘新员工,就业人数达到了 2018 年 8 月以来的最大水平。随着经济进一步复苏,欧元区下半年就业有望进一步改善。另一方面,在复活节的销售提振了 3 月的数据之后,欧元区 4 月零售销售有所放缓,环比降 3.1,而同比增速大幅回升至 23.9%。从消费领先指标来看,欧元区 6 月份消费者信心指数初值进一步回升,录得-3.3,高于前值-5.1。欧元区经济火车头德国 7 月 GfK 消费者信心指数为-0.3,超过预期的-4 和前值-6.9。另一方面,上半年欧元区经济指数也持续上升,6 月

经济景气指数录得 117.9，达到 21 年来的高点。随着欧元区疫苗接种加速及限制措施的逐步放宽，欧元区信心指数整体保持上涨，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。欧洲央行近日将欧元区今年经济增速预期从 3 月预测的 4% 上调至 4.6%、明年经济增速预期从 4.1% 上调至 4.7%。但值得注意的是，新冠变种 Delta 毒株正在欧洲大陆大部分地区传播，而欧洲目前正值夏季旅游旺季，德国总理默克尔也在日前呼吁欧盟采取更加协调一致的应对措施。

图 8 欧元区 PMI



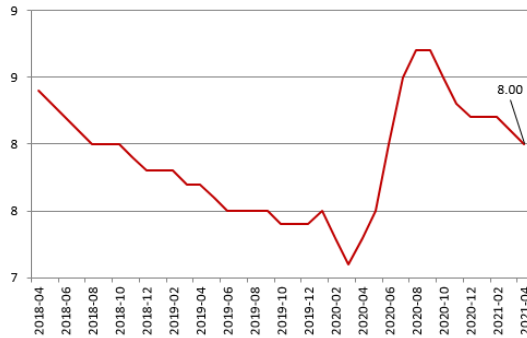
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 9 欧元区零售销售增速



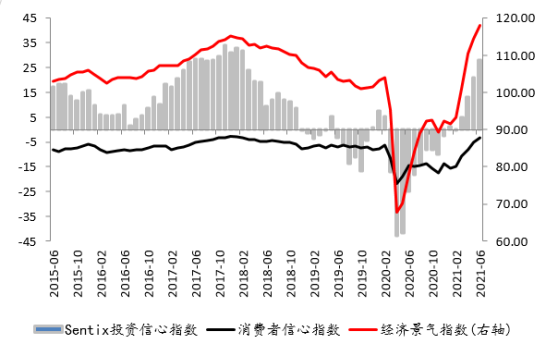
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 10 欧元区失业率



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 11 欧元区经济景气指数



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

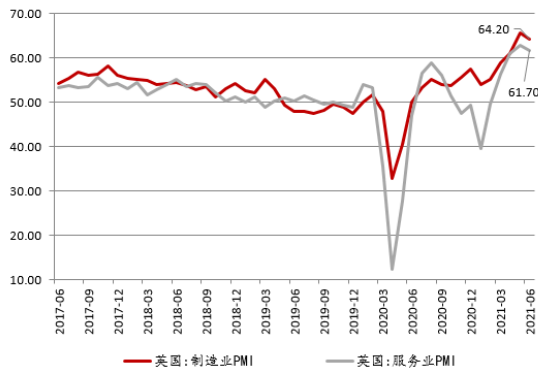
英国接种率领先欧美，经济复苏维持强劲。随着疫情限制措施的逐步放宽，英国经济维持强劲复苏。从领先指标来看，英国 6 月综合 PMI 初值为 62.0，创下历史新高。其中，6 月制造业 PMI 录得 64.2，超过市场预期，较前值小幅下滑。6 月服务业 PMI 初值 61.7，不及市场预期和前值 62.9。上半年随着疫苗接种率的不断提高，以及英国政府逐渐放开疫情防控措施，英国经济正加速复苏，数据显示二季度 GDP 将强劲增长。不过由于 6 月份英国疫情反弹，政府将下一阶段的经济重启计划推迟，在一定程度上影响了 6 月的商业活动。

经济重启带动英国消费加速复苏。由于 4 月份放宽零售限制后消费大幅增长，英国 5 月零售销售环比小幅下降 1.4%。其中，食品店销售额下降了 5.7%，为主要拖累因素，因随

着限制措施放宽，餐厅及酒吧等场所消费开始回升。从消费领先指标来看，英国 6 月 GFK 消费者信心指数录得-9，与上月持平，不及市场预期，因英国疫情有所反弹。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，5 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。英国制造业、服务业的复苏将带动就业岗位的上升，下半年就业市场有望进一步复苏。

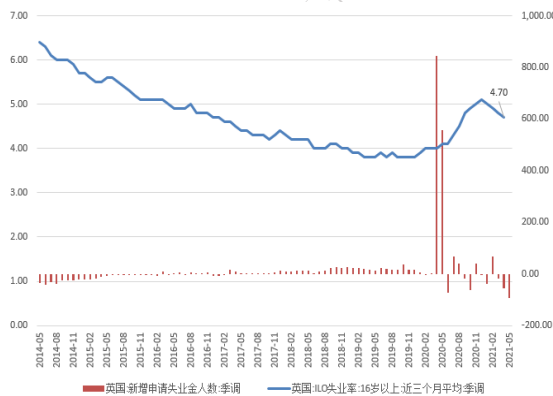
整体来看，英国经济复苏势头相较欧元区更为强劲，主要原因是英国疫苗接种速度领跑欧洲，经济解封得也更早。但值得注意的是，即使英国疫苗接种率已超 60%，印度发现的变种新冠病毒 delta 仍导致近期英国新增确诊人数激增，这可能给英国三季度经济带来一定负面影响。若疫情继续恶化，英国下半年经济复苏势头可能会有所放缓。

图 12 英国 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 14 英国失业率



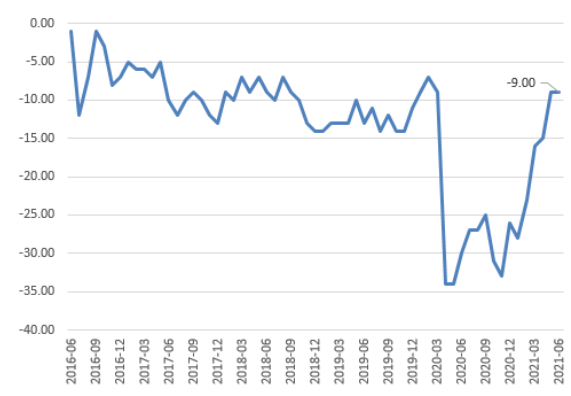
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 13 英国零售销售增速



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 15 英国消费者信心指数



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

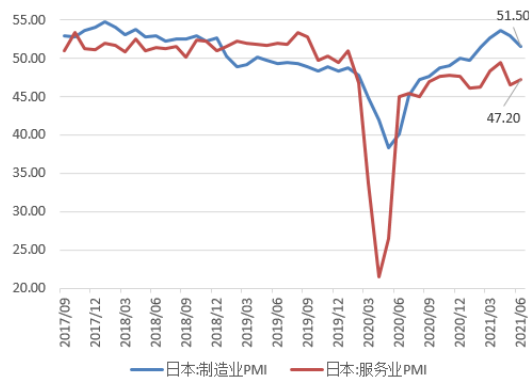
外需回暖带动日本经济，疫情反复拖累复苏动力。随着上半年以来全球经济的复苏，外需回暖带动了日本制造业出口。从数据来看，日本 5 月出口额同比大增 49.6%至 6.26 万亿日元，连续 3 个月增长。其中，中国仍是日本最大出口市场，当月日本对中国出口额同

比增长 23.6%，连续 11 各月增长，因半导体制造设备、汽车及原材料的需求旺盛。而由于美欧汽车需求恢复，日本对美出口同比增长 87.9%，对欧盟地区出口同比增长 69.6%，均连续 3 个月增长。进口方面，受进口疫苗及国际能源价格上扬等因素影响，日本 5 月进口同比增长 27.9%。全球需求回暖提振了日本疲弱的经济，但随着前期需求爆发后的边际放缓以及日本由于人口老龄化及疫情影响下的内需疲弱，日本经济复苏的力度仍十分疲弱。

受疫情反复影响，日本政府于 5 月 28 日延长东京都、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，这导致日本经济复苏再次受挫。从领先指标来看，日本 6 月制造业 PMI 初值录得 51.5，不及前值的 53，新订单指数有所下降。6 月服务业 PMI 初值录得 47.2，较上月小幅上升，但仍处于萎缩区间。6 月综合 PMI 初值由上月的 48.8 下滑至 47.8，已连续三个月位于荣枯线下方，显示日本经济仍面临着较大的下行压力。

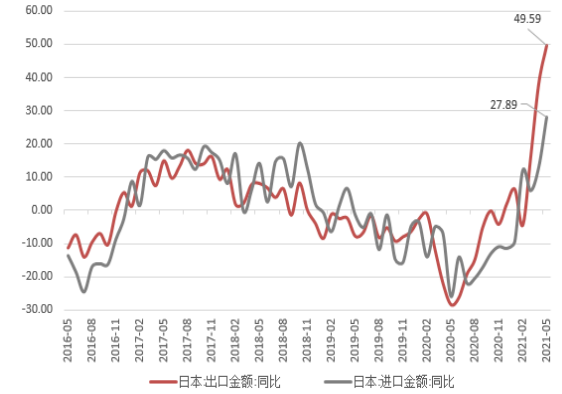
疫情反复导致日本就业形势恶化。日本 5 月失业率升至 3%，较上月上升 0.2 个百分点，已连续两个月恶化。而显示劳动力市场需求人数与求职人数之比的 5 月有效求人倍率为 1.09 倍，与上月持平，处于较低水平。受疫情影响日本将紧急状态延长到 6 月 20 日，因此第二季度的就业复苏前景不容乐观。虽然目前日本已有部分地区解禁，但近一周疫情有明显反弹的迹象。需求方面，日本 4 月家庭支出同比大幅飙升至 13%，创 20 年来新高，主要是由于低基数影响，机票、旅游、电影及演出门票等消费仍然疲软。整体来看，日本经济尚未摆脱疫情影响，经济复苏前景仍不容乐观。

图 16 日本 PMI



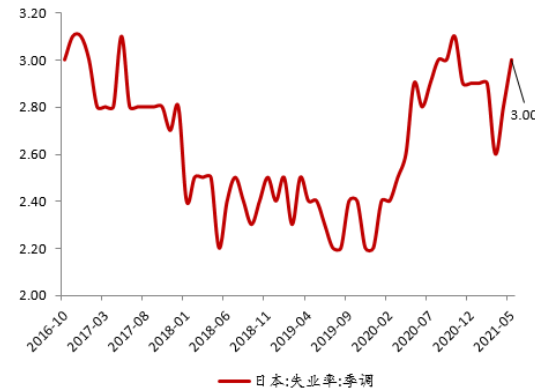
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 17 日本进出口增速



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 18 日本失业率



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 19 日本家庭消费支出

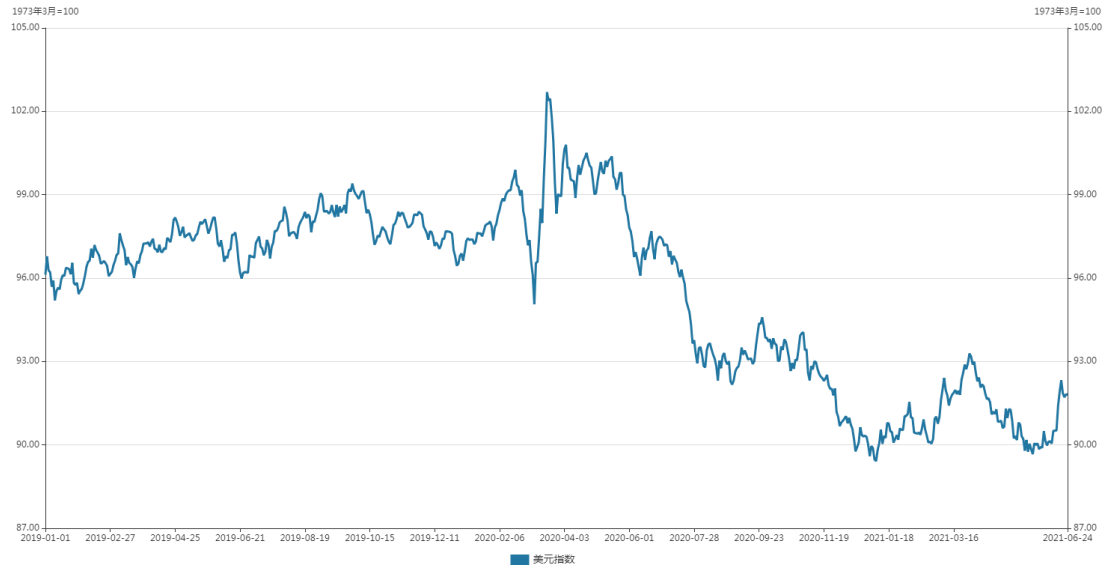


资料来源: Wind、瑞达期货研究院

(三) 大宗商品价格上升，全球通胀明显抬头

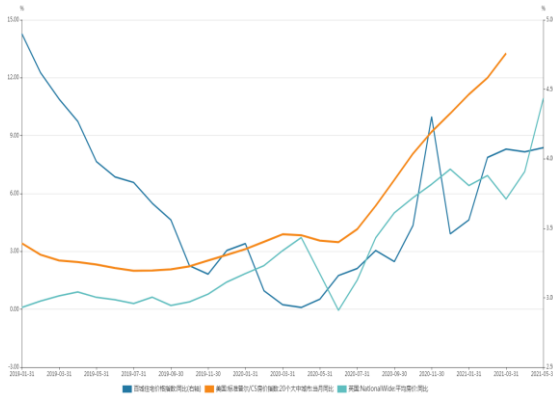
上半年大宗商品价格延续上涨，全球通胀水平显著抬升。去年疫情爆发初期，全球商业活动陷入停滞导致全球大宗商品价格大跌，国际原油期货价格甚至跌出负值。不过在随后美联储降息至近零并采取无限量宽松，欧洲、英国等多国央行纷纷开闸放水。全球流动性泛滥以及美元大幅走软使以美元计价的国际大宗商品价格受到提振。而今年以来，随着中国、欧美等国家的经济持续复苏，全球对大宗商品的需求不断升高。但由于巴西、阿根廷以及印度等大宗商品出口国疫情加速恶化，供需缺口的扩大导致上半年全球大宗商品价格进一步走高。经济需求的复苏以及原材料价格的上涨给全球通胀带来了上行压力，各主要经济体通胀均有明显的上升趋势。

图 20 美元指数低位徘徊



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 21 全球房价明显上涨



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 22 美国 M2 与 LME 铜价格



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

分国家来看，美国 5 月 CPI 同比录得 5%，创 2008 年 8 月以来新高，高于预期的 4.7% 和前值的 4.2%。核心 CPI 录得 3.8%，创下 1992 年以来的最高。虽然美联储多次表示通胀压力只是暂时的，是由于去年的基数效应影响，但从近几月的 PMI 数据分项来看，通胀压力有向企业及居民消费端传导的趋势。随着基数效应减弱，以及财政刺激消费的作用边际减弱，美国通胀在下半年或见顶回落。

欧元区 5 月 CPI 年率终值录得 2%，超市场预期 1.9%，创 2018 年 10 月以来新高，低基数及能源价格的上涨带动欧元区通胀触及欧洲央行 2% 的目标。不过扣除能源、食品及烟酒的核心通胀仅增长 0.8%，且目前服务业和耐用品通胀仍然疲软。随着欧元区经济逐渐复苏，以及近期大宗商品价格的上涨，欧元区下半年通胀仍有一定的上行压力。

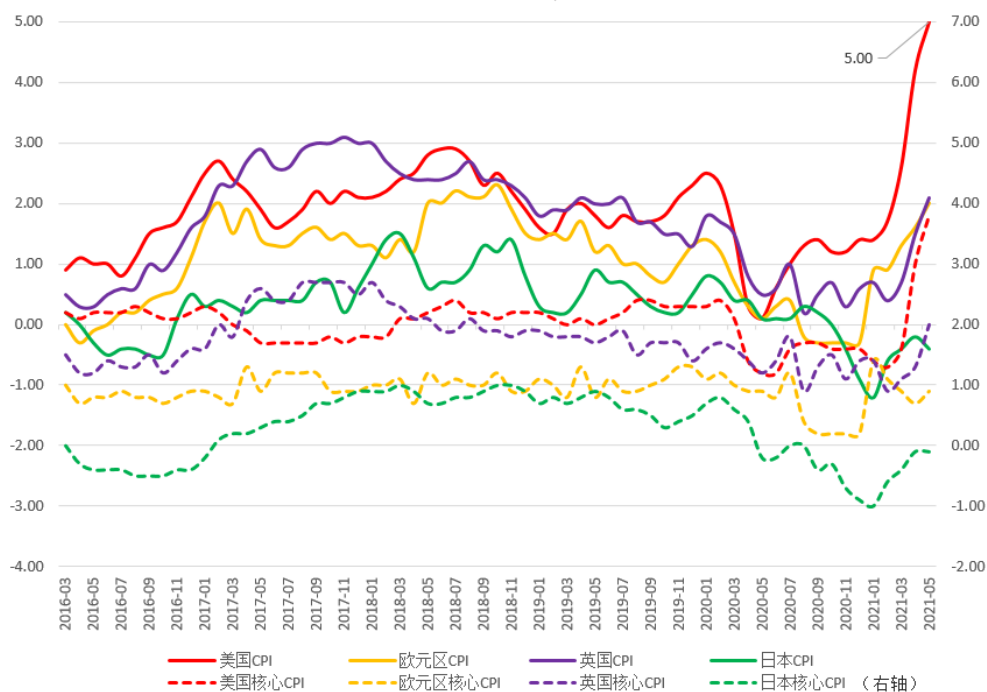
英国 5 月 CPI 同比上涨 2.1%，创下自 2019 年 7 月以来的新高，不仅高于市场预期的

1.8%，更是近两年来首次超过了英国央行 2% 的目标。而不包括食品、能源以及其他波动性项目价格的核心通胀率上升至 2.0%。英国经济复苏强于欧元区，通胀上行压力也更为明显，随着英国进一步解封经济，下半年的通胀也有望进一步上升。英国央行预测到年底通胀率会上升至 2.5%，不过之后会回落到 2% 的目标水平。

日本 5 月 CPI 同比降 0.1%，降幅较上月缩窄 0.3 个百分点。5 月核心 CPI 同比增长 0.1%，较上月上升 0.2 个百分点。在能源价格上涨的提振下，日本通胀改善幅度略超预期，不过整体仍然疲弱。日本经济近几年本就深陷人口老龄化及内需不振的泥潭，加上今年上半年疫情又时常反复，经济复苏力度远远落后于中国及美欧国家。预计下半年日本 CPI 或在大宗商品价格上涨的推动下小幅上升，但通缩压力依然存在。日本央行行长黑田东彦表示，预计短期内通胀将保持在 0% 左右，但之后会稳步上升。

整体来看，上半年全球通胀在低基数、经济复苏及大宗商品价格上涨等因素的影响下有所回升。美联储超宽松的货币政策以及大规模的财政刺激，叠加较为强劲的需求复苏使美国通胀压力要高于其他国家。欧元区、英国的通胀也将随着经济的进一步解封而上升。而在内需疲弱及外需边际放缓的背景下，日本仍将面临通缩压力。

图 23 主要发达经济体 CPI 指数



资料来源：wind，瑞达期货研究院

(四) 全球货币拐点临近，流动性或边际收紧

全球货币政策走势产生分化，美欧维持货币宽松不变。随着全球经济逐渐复苏，以及

通胀上行压力，下半年全球货币政策的走向备受市场关注，从目前各国央行的最新表态来看，全球流动性拐点已经临近。与去年疫情爆发时各国央行统一采取降息措施不同，未来各国央行退出宽松政策的节奏或存在明显差异。上半年以来，已有多个发达经济体央行开始讨论缩减QE，挪威计划9月加息，而巴西、俄罗斯、土耳其等几个国家的央行已宣布加息。本月美联储政策会议上维持基准利率在0%-0.25%不变，符合市场预期，并将超额准备金利率（IOER）从0.1%调整至0.15%，将隔夜逆回购利率由0%调整至0.05%。值得注意的是，美联储点阵图显示7名委员预计在2022年开始加息，13名委员预计在2023年开始加息，而今年3月分别为4名及7名，整体超市场预期的鹰派。近期美联储官员的讲话凸显分歧，美联储主席鲍威尔出面安抚市场，表示在就业市场和经济出现广泛而全面的复苏之前，美联储不会先发制人加息。美联储副主席克拉里达表示未来几次会议将开始讨论放慢资产购买速度。而亚特兰大联储主席博斯蒂克、圣路易斯联储主席布拉德以及达拉斯联储主席卡普兰均表示支持在2022年加息。整体来看，美联储已在一定程度上向市场释放了缩减货币的信号，下半年美联储可能缩减其购债速度。

与美联储不同的是，欧洲央行及英国央行目前仍维持鸽派立场。欧洲央行本月的政策会议上维持三大关键利率及购债规模不变，符合市场预期。欧洲央行表示欧元区经济前景大幅改善，认为通胀压力之后会随着基数效应减弱而消退。欧洲央行行长拉加德表示，有关退出紧急资产购买计划的讨论“为时尚早”。整体来看，目前欧元区经济复苏落后于美国及英国，且通胀压力相对美国来说较为温和，预计欧洲央行将在下半年收紧政策，但不会早于美联储行动。本月英国央行宣布维持基准利率于0.1%不变，维持资产购买总规模于8950亿英镑不变，符合市场预期。英国央行认为在经历了短暂的强劲反弹后，经济增长及通胀将会回落，并警告不要“过早收紧刺激政策”。

整体来看，尽管美欧英三大央行对通胀风险高度关注，但仍坚持通胀走高将是暂时性现象。虽然鸽派程度有所不同，但美联储、欧洲央行及英国央行仍维持宽松政策不变。而与之不同的是，面对通胀压力升温，俄罗斯、巴西、捷克等国家已采取加息动作。预计下半年三大央行仍将维持利率不变，但有可能缩减购债速度，需要关注疫情、经济及就业复苏的状况，预计欧洲及英国央行缩减QE的时点将晚于美联储。另外，由于经济及通胀前景尚不乐观，预计日本央行仍将在较长一段时间内维持宽松的货币政策。

二、2021 年上半年我国经济回顾与下半年经济展望

（一）经济稳步复苏，内生动力持续加强

2021 年，随着我国进入后疫情时期，经济延续了去年四季度的复苏态势，疫苗大幅接种减弱了疫情对供需两端的压制，海内外需求共同复苏推动我国实体经济恢复趋势稳固。从数据上看，2021 年一季度国内 GDP 增速达到 18.3%，比 2020 年四季度环比增长 0.6%；比 2019 年一季度增长 10.3%，两年平均增长 5.0%。虽略微低于预期值，但仍表现良好。

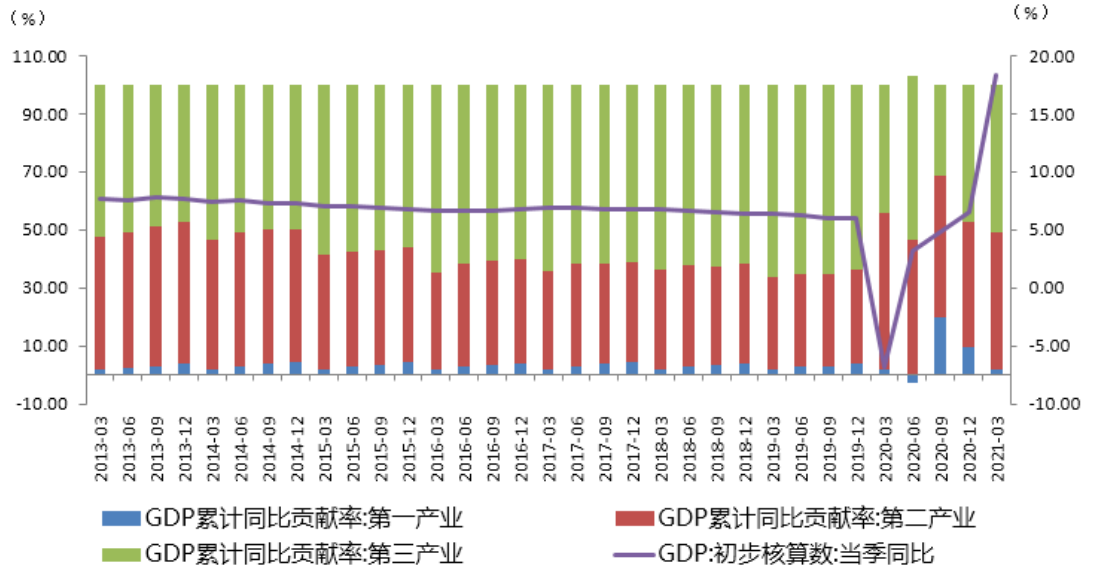
今年以来消费环境有所改善，但消费恢复速度偏慢，疫情影响仍在持续作用，总体增速慢于其余经济指标，接触性消费始终在较低水平徘徊，餐饮、旅游等服务业仍有恢复空间。此外，原材料价格上涨已逐渐传导至终端消费，居民实际购买力下降，也不利于消费复苏。与此同时，我国固定资产投资总体呈倒 V 型趋势，制造业、基建投资增速回升，房地产投资仍保持韧性。上半年房地产销售面积表现亮眼，支撑房地产市场运行，成为总体投资稳定恢复的主要动力。而信贷结构的不断优化，也印证了居民购房热情依旧保持在较高的水平，对地产投资起着极强的支撑作用。但在各地落实“房住不炒”严控房地产投资的背景下，房地产企业融资难度加大，或将造成信贷资金占比不升反降，从而对房地产投资产生负面作用。

同时，上半年出口整体强劲，增势明显，下半年有望维持韧性。今年以来，出口同比快速上涨，很大原因是受去年基数所影响，使得今年 2 月数据突增，同比增速高达 154.8%，随后迅速回落，但仍显强韧性。作为最早爆发新冠疫情的国家，我国最先遭受疫情冲击，但也因此复苏进度远超其余主要经济体。在此背景下，大量订单从海外涌入，从而形成“替代效应”，并且至今仍在持续，传统出口商品增速尤其显著。与此同时，我国制造业今年以来复苏明显，生产端持续走强，企业预期向好，制造业投资水平稳健复苏从而带动实体经济发展，有效支撑出口保持高景气。而国际大宗商品价格的持续上涨，导致我国进口“量价齐升”，叠加我国经济恢复态势稳固，内需不断恢复，进口额维持上行。就业市场方面，季节性因素影响降低，经济持续向好，推动失业率回落至 5.0%，失业率继续下降，就业形势总体稳定。

总体来看，随着海内外供求两端的持续复苏，下半年经济仍将复苏态势依旧稳固，国内生产总值同比增速将在基数效应逐步褪去的影响下回落，但环比增速将持续上升，按估算来看，全年 GDP 增速或将达到 8%，远高于政府工作报告中目标预期，说明下半年仍有很大的政策调控区间，来推动我国经济恢复。流动性方面，宏观政策料将稳中偏紧，稳定优先的基调或将有所改变，“稳风险”和“稳杠杆”将是核心。金融监管将成为重要的政策主

线之一，通过流动性管理工具与金融监管政策相互配合，达成杠杆率稳定这一目标，从而防范化解重大金融风险。

图 24 GDP 受基数影响高增



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 25 2021 年 GDP 估算表

	Q1	Q2	Q3	Q4	总计
GDP 占比	22.0%	24.5%	25.4%	28.1%	100.0%
GDP 年率	-6.8%	3.2%	4.9%	6.5%	
权重	-1.5%	0.8%	1.2%	1.8%	2.3%
2021 年 GDP (预计)	18.3%	8.1%	6.3%	4.7%	
权重	4.0%	2.0%	1.6%	1.3%	8.9%

资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 26 2021 年与 2020 年政府工作报告要点对比

主要指标	2021 年	2020 年
GDP 同比	6%以上	未提增速具体目标
CPI 同比	3%左右	3.5%左右
城镇新增就业	1100 万人以上	900 万人以上
城镇调查失业率	5.5%左右	6%左右
赤字率	拟按 3.2%左右安排	3.6%以上
地方专项债	3.65 万亿元	3.75 万亿元
特别国债	不再发行	1 万亿元

资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

（二）PMI 持续高景气，非制造业有所回落

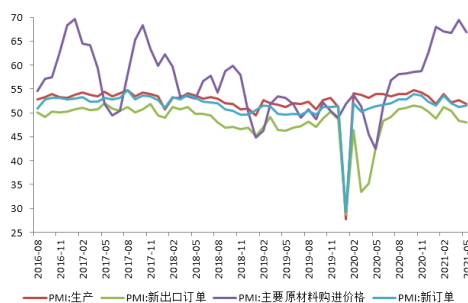
上半年，得益于全球经济体复苏共振，海内外需求大幅回升，我国制造业持续高景气，PMI 指数持续高于荣枯线，恢复进程良好。外需较强支撑制造业持续复苏，但在替代效应减弱、美国复苏重心逐步转变为服务业的大前提下，长期来看制造业景气度大概率将有所回落。而受通胀预期持续升温、疫情不断反复的影响下，服务业总体景气度不及去年四季度，居民消费需求受收入端影响而略显疲软，拖累旅游、运输、娱乐相关服务业。随着消费刺激政策逐步退潮，内生动能进一步减弱，服务业景气度或将缓缓回落，恢复速度放缓。

市场需求带动企业生产，制造业表现总体平稳。中国 6 月官方制造业 PMI 录得 50.9，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。从分项上来看，生产指数较上月回落 0.8 个百分点至 51.9。其中，纺织服装服饰、医药等行业生产指数和新订单指数均位于 56.0 及以上较高景气区间，产需增长较快；石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工等行业两个指数均降至临界点以下，行业景气水平下降；汽车制造业连续两月位于收缩区间，“缺芯”等因素给行业发展带来不利影响。新订单指数为 51.5，比上月小幅上升 0.2 个百分点，反映市场需求保持增长。同时，本月不同规模企业 PMI 总体稳定，大、中型企业 PMI 分别为 51.7 和 50.8，继续保持在扩张区间，而小型企业 PMI 虽位于收缩区间，但景气度有所改善。此外，随着一系列“保供稳价”政策效果显现，制造业价格快速上涨得到初步遏制，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数均由升转降，分别为 61.2 和 51.4，低于上月 11.6 和 9.2 个百分点。短期内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会对制造业产生负面影响，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，削弱经济复苏动能。

618 提振线上消费，非制造业继续回落。6 月非制造业 PMI 录得 53.5，低于上月 1.7 个百分点，扩张力度有所减弱。其中，服务业商务活动指数回落 2 个百分点至 52.3，仍持续恢复，但恢复速度进一步放慢。受“618”年中促销活动带动，本月与线上消费密切相关的邮政快递、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务等行业商务活动指数均位于 57.0 以上较高景气区间，业务总量增长较快，而航空运输、住宿、餐饮等行业在五一结束后增长动能减弱，景气度有所回落。此外，建筑业商务活动指数为 60.1，继续在高位景气区间平稳运行。从价格情况看，建筑业投入品价格指数大幅下降 21.9 个百分点至 9 个月以来的低点，建筑业成本上涨压力有所缓解，原材料价格上涨带来的压力减少。建筑业新订单指数回落至收缩区间，说明在市场购房需求持续带动建筑业发展，并仍将持续。

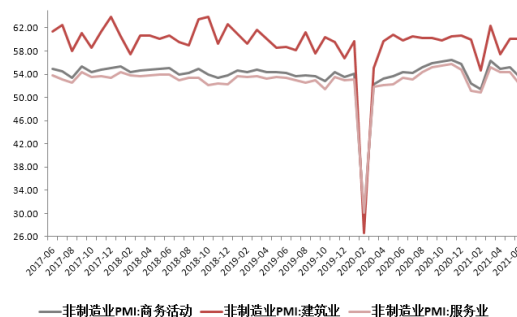
总体来看，国内经济继续保持平稳扩张趋势。制造业不同行业生产分化明显，需求总体温和上行，在一系列“保供稳价”政策下原材料购进价格疯涨的趋势得到了遏制，短期内在外需的支撑下仍稳步复苏，但在替代效应的不可持续性角度下，长期制造业景气度大概率将继续回落。五一过后旅游、运输、娱乐相关服务业略有回落，在重大节假日来临前大概率增速继续放缓。同时，制造业与非制造业从业人员指数仍处在收缩区间，就业市场承压。值得注意的是，原材料持续涨价已逐步传递至中下游企业，抬升成本挤压利润，不利于经济全面复苏。并且需要关注部分地区疫情反复产生的负面影响。

图 27 制造业 PMI 及细分项



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 28 非制造业增速放缓



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（三）制造业持续改善，房地产依旧维持韧性

上半年，我国固定资产投资总体呈倒 V 型趋势，制造业、基建投资增速回升，房地产投资仍保持韧性。去年 2 月，我国爆发新冠疫情，经济受到猛烈冲击，企业大幅停工停产，收入减少，就业率下降，资金紧张，投资遭受重创，固投累计同比迅速探底至-24.5%，制造业、基础设施、房地产开发三大领域投资增速均下降明显。随着各地区认真贯彻落实中央一系列稳投资政策，投资增速降幅明显收窄，去年上半年固投呈 V 型增长。在此基数下，我国年初增速飞涨，2 月固投累计同比高达 35%，随后缓缓回落。至今，固投累计同比增长受基数回升影响而下降至 15.4%，增速较上个月下滑 4.5 个百分点。但扣除掉基数因素，两年平均增速达到 4.2%，高于 1-4 月 0.3 个百分点，体现出我国固定资产投资仍在延续去年二季度以来的修复势头。在修复进度方面，两年复合增速 4.2% 约相当于 2018-19 年正常时期固定资产投资增速的八成左右，修复进度较快，后期仍有上行空间。

随着供需继续改善带动制造业投资，1-5 月制造业投资增长 23.8%，两年平均上升 1.3%，较 1-4 月大幅上升 1.7 个百分点，为本轮疫情冲击以来首度转正。其中高技术制造业投资仍是制造业复苏的核心支撑因素，提振整体制造业发展，1-5 月高技术制造业投资同比增

长 17.5%，两年平均增长 13.1%，远高于制造业平均投资增长水平。基建增速稳步上升，1-5 月份同比增长 11.8%，增速大幅下降 7.4 个百分点，两年平均增长 2.4%，仍处于较低增长水平，主要是因为今年上半年主要投向基建领域的新增地方政府专项债发行节奏明显延后所导致。房地产投资韧性仍强，1-5 月我国房地产开发投资同比增长 18.3%，两年平均增速 8.6%，较上月进一步加快 0.2 个百分点。同期房地产市场继续保持较高热度带动地产投资表现良好。地产短期内韧性依旧支撑传统投资恢复，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，投资结构有所改善。基建投资随着下半年政府债券发放节奏加快，资金逐渐到位，或将维持韧性；制造业投资结构持续优化，高新制造业带动整体制造业升温。房地产投资短期依旧维持韧性，但长期来看或受监管新政影响而下行。

1. 基建投资复苏不及预期，专项债发放或将提速

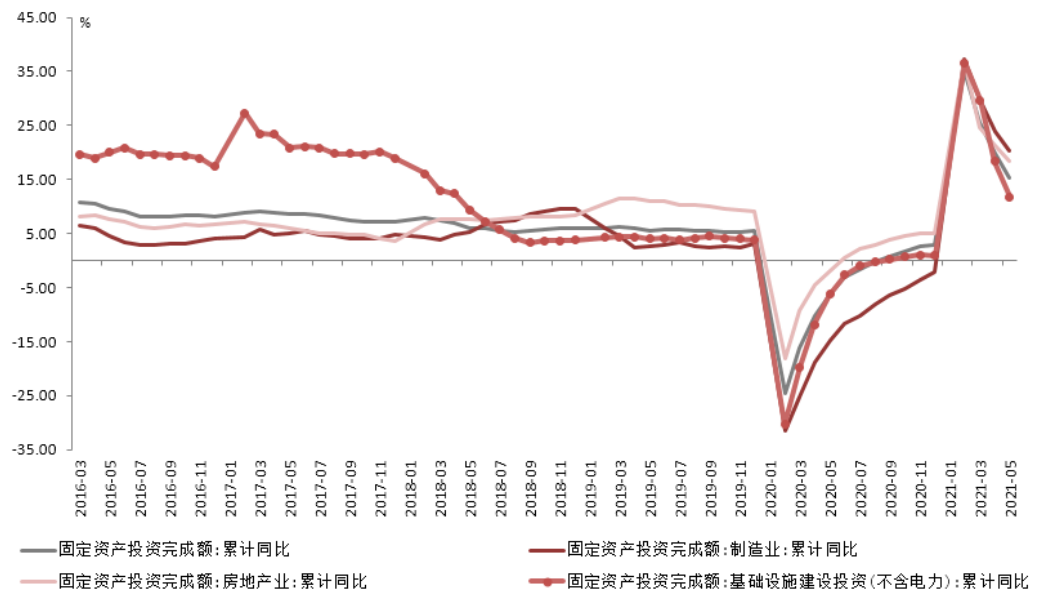
财政支出向“三保”领域倾斜，基础设施投资增长较缓慢。1-5 月份，基础设施投资同比增长 11.8%，两年平均增长 3.3%。其中，信息传输业投资增长 26.4%，铁路运输业投资增长 10.6%，水利管理业投资增长 15.4%，生态保护和环境治理业投资增长 20%。基建投资增速整体回落，尤其是铁路投资增速下滑较快，全年基建投资可能增幅有限。同时基建总额受限，外加地方政府杠杆率被严格控制，基建增速年内可能偏低。

基建投资恢复速度仍不及预期，或在下半年回升。1-5 月基建投资速度大幅下降，两年复合增速处于较低水平主要有两点原因：一是上半年专项债发行节奏较慢，在稳增长压力不大、地方债务风险集聚的情况下，地方债尤其是专项债对项目质量、收益等方面的要求更高，优质项目的大量缺乏产生了“钱等项目”这一现象，拉低基建增速。二是随这经济修复持续推进，基建投资稳增长的迫切性在下降，通过基建推动经济复苏的必要性减弱，更多的公共财政支出向民生领域更多倾斜而不再是基建领域。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，基建增速整体平稳但增速较缓慢，专项债发行节奏后续会逐步加快，或对基建有一定支撑。从结构上看，今年电力不足的问题时有发生、加之碳中和提升了风光发电的投资需求，电热力投资强势增长。而交运仓储则由于财政支出增速放缓，增速显著低于往年。下半年基建投资预计仍将以稳为主，稳中趋降。

图 29 固投累计增速缓缓回落



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

2. 结构持续改善，制造业复苏动力加强

制造业恢复加速，总体上行趋势不改。1-5 月制造业投资增长 20.4%，两年平均上涨 1.3%，由降转升，较上月上涨 1.7 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 25.6%；其中高技术制造业增长 29.9%，虽较上月有所下降，但仍是制造业复苏的核心支撑因素。5 月份制造业投资特点主要有三点，第一点是去年基数逐步回升，导致同比增速下降，上半年整体呈倒 V 型趋势，但制造业投资降幅进一步缩窄，斜率边际放缓，预计下半年复合增速将延续上半年增长趋势，涨幅进一步扩张。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《政府工作报告》中的“科技创新”理念相符，也将是未来制造业核心领域。此外，国内外疫情发生部分反弹，在此背景下，医疗制造业表现的较为良好，并且这一趋势有望维

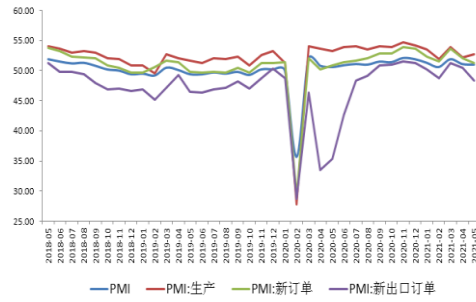
持。

工业生产依旧平稳，外需强劲支撑工业发展。5月规模以上工业增加值同比增长8.8%，较上月下滑1个百分点，主要是受基数走高所影响。从两年平均增速来看，较4月仅下滑0.2个百分点，工业生产扩张动能有些许减弱，但总体仍保持稳健。5月份规模以上工业出口交货值同比增长16.9%，工业品出口虽小幅回落但总体增速依旧较快，支撑供给端恢复。分三大门类看，5月采矿业增速保持增长，同比增长3.2%，两年平均增长2.1%，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11%，两年平均增长7.2%；制造业增势良好，同比增长9.0%，两年平均增长7.1%，保持较快增长。未来工业的相对景气还将延续，但伴随美国复苏重心或逐步向服务业转移，导致我国替代效应逐步减弱，抑制工业增加值上行，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，1-5月份，全国规模以上工业企业实现利润总额3.4万亿元，相比2019年，两年平均增长21.6%。其中5月，两年平均增长20.4%，自3月以来连续三个月回落，但仍保持较高增速。受市场需求改善、大宗商品价格上涨等因素推动，上半年上游采矿业利润增长较为迅速，原材料制造业盈利良好。同时，得益于出口的强劲，今年以来中游行业价格上涨幅度也很大，使得中游企业在上游价格暴涨传递下仍保持着一定的盈利能力。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，医药制造业利润涨势依旧。但需要注意的是，在分配格局上，上游占比持续上行，中游保持盈利，下游企业受到涨价传导严重，利润总体呈不均衡分布。由于部分消费品行业盈利状况疫情前仍有一段差距，加之大宗商品价格持续维持在高位运行，对下游行业压力明显，叠加基数效应边际减弱，预计工业企业利润同比增速在下半年将逐渐回落。

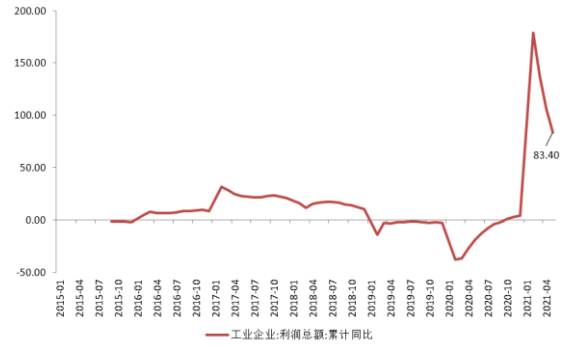
整体来看，我国出口维持强韧性推动国内制造业大力发展，带动经济稳步复苏，形成良好内部循环。上半年制约制造业投资上行的原因或在于供给受限、大宗商品较快涨价挤压企业利润等，但从目前看来供给压力逐渐降低，大宗商品价格或在国家政策的干预下回落，但在价格向下传导不畅的背景下，一些中下游制造业的利润仍可能受到较大侵蚀，或对未来制造业投资造成一定不利影响。总的来说，未来制造业投资仍有上行趋势，但当前实体环境仍存在一定不确定性，加之部分行业需求回升不改产能过剩压力，在一定程度上抑制了上行空间。

图 30 制造业 PMI 维持高景气



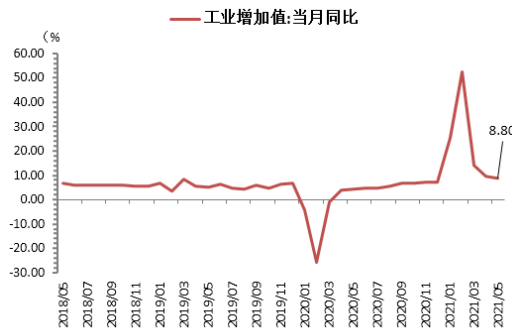
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 31 工业企业利润边际放缓



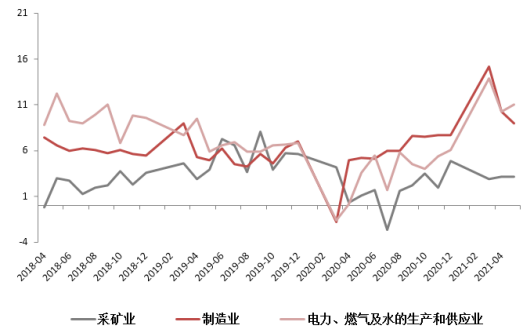
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 32 工业生产总体较好



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 33 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，市场高景气支撑投资

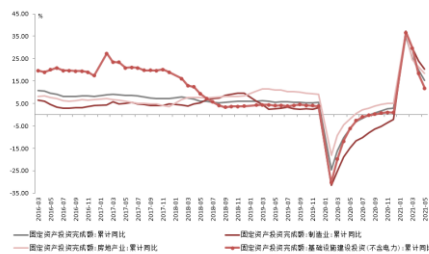
房地产投资韧性依旧，未来或将在高区间波动。1-5 月我国房地产开发投资同比增长 18.3%，两年平均增速 8.6%，较上月进一步提速。上半年，销售较强是地产投资维持强韧性的主要原因，居民购房需求不减支撑投资增速维持高水平。1-5 月全国商品房销售面积同比增长 36.3%，两年平均增长 9.3%，远超疫情前水平。增速较快的主要原因是 2020 年政策性降息对房地产市场存在较强的刺激作用，当前因城施策的房地产调控重点指向个别城市房价高涨，但对整体市场并未形成全面压制效应，因此商品房销售增速依旧持续回升，表现良好。而地产销售旺盛带来销售回款是目前地产投资主要的资金来源，支撑了前几个月地产投资维持高增速。同时从金融数据来看，5 月份居民中长期贷款新增 4426 亿元，信贷结构持续优化，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。但在各地落实“房住不炒”严控房地产投资的背景下，房地产企业融资难度加大，或将造成信贷资金占比不升反降，从而对房地产投资产生负面作用。

房企竣工面积大幅回升，地产投资下半年或将持续遭受压力。1-5 月房屋施工面积同

同比增长 10.1%，较上月下降 0.4 个百分点。1-5 月土地购置面积同比下降 7.5%，由升转降，地产行业库存进一步降低。1-5 月房屋竣工面积同比增长 16.4%，两年平均增速由-6.0%大幅升至 8.2%。“三条红线”下，房企竣工结转能较好地促进企业负债降低，加之此前大量期房进入到交付期，预计竣工交付压力外加新开工补库需求的提高将支撑房地产投资维持韧性。同时，销售需求支撑地产投资但可持续性有限，意味着下半年地产投资或将持续承压，在维持韧性的前提下，向上动力不足，增速或将缓慢回落。

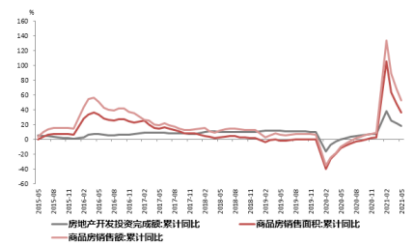
总体看来，购房需求依旧良好反映出地产行业韧性依旧。从房地产市场看，去库存阶段逐渐进入尾声、市场流动性整体充裕、资金利率低、房企在“三道红线”政策下有加大销售力度回笼资金的趋势，利于房地产市场发展。从购房需求看，销售面积维持较高增长也就侧面说明了房屋施工面积增速不会大幅下降，支撑地产投资。因此，2021 年下半年房地产市场将继续维持韧性。但近期房地产调控政策较为密集，仍需持续关注后续态度。4 月底中央政治局要求“防止以学区房等名义炒作房价”，5 月四部门召开房地产税座谈会，再次从政策预期层面抑制房地产价格上涨。在房地产融资收紧和“三条红线”压力下，房地产行业利润受到挤压，最终传导到房地产投资，上行动力减弱。

图 34 房地投资保持韧性



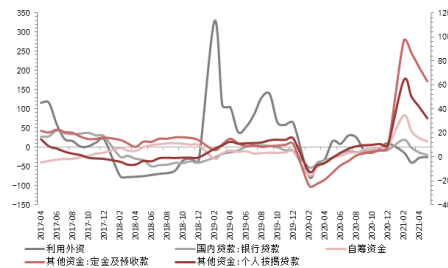
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 35 房地投资与销售累计同比 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 36 房地产企业开发资金来源



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 37 土地购置与新屋开工面积



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（四）餐饮消费缓慢复苏，刺激政策逐步退潮

今年以来消费恢复速度偏慢，疫情影响仍在持续作用。总体看来，上半年消费增速低迷的原因主要有：1) 国内部分地区疫情反复影响服务类消费。服务类消费需要人群接触，一旦反复直接冲击服务业，导致餐饮、旅游等接触性服务业始终在较低水平徘徊。2) 上游原材料上涨已传导至部分终端消费品，导致居民实际购买力下降，抑制消费持续恢复。3) 是疫情对经济的不对称冲击，加剧了贫富分化，抑制了整体消费水平的提升。疫情从资产价格、收入、受教育时间受损程度三个方面进一步扩大了贫富差距。4) 就业和收入对消费能力和消费意愿的抑制作用没有明显改善。加上中小企业在大宗商品上涨压力下开工放缓、疫情反复农民工外出务工人员减少，居民工资性收入增速可能下滑，对消费恢复有所影响。

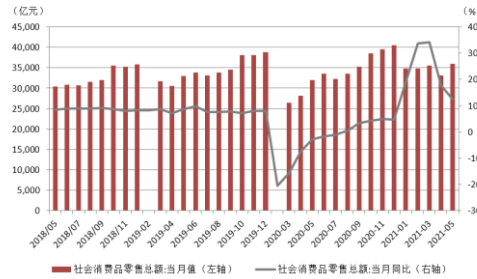
消费水平整体偏低，收入放缓及疫情影响尚存。中国5月社会消费品零售总额同比增长12.4%，两年复合增长率为4.5%，小幅上升0.2个百分点，较其余经济指标来说恢复较为缓慢。虽然国内防疫效果显著，但疫情多点散发会阶段性加强防控措施，对餐饮消费依旧存在负面影响。5月餐饮收入同比增长26.6%，两年平均增长1.4%，较4月加快1个百分点，但仍未及疫情前水平。此外，收入增速放缓与疫情影响尚未彻底终结，消费者的谨慎预期难以消除，亦不利于整体消费恢复至常态水平。并且，五一假期全国国内旅游出游人次恢复至疫情前同期的103.2%，但旅游收入仅为疫情前同期的77.0%，说明居民消费能力相比疫情前仍有差距。

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进一步放缓。其中，占商品零售比重约30%的汽车消费增速降幅最为显著，同比增速自2月份77.6%下降至5月份6.3%，主要原因是受全球缺芯现象以及购车季节性回落的影响，从而拖累整体商品零售增速下行。另一方面是随着经济运行恢复常态、消费刺激政策减弱，与2019年同期相比，除家用电器和中西药品外，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。疫情后消费分化明显，限额以下消费增速依旧偏低，但正因如此，上行空间较大。

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。展望下半年，消费修复动能大幅扩张的可能性较低，社零增速更有可能较慢复苏。一方面，从五一假期旅游收入显示，疫情冲击的滞后影响仍存，加之部分地区疫情反复，在未来一段时间内，疫情仍对接触性消费有着一定负面作用；另一方面，近期中上游涨价正在通过成本挤出效应向下游传递，等传递效果较为明显时，下游商品跟进涨价也将对消费需求产生抑制

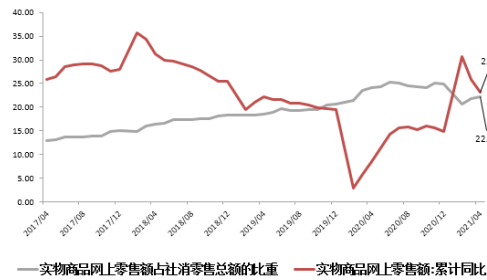
作用。

图 38 社零总额及同比增速 (%)



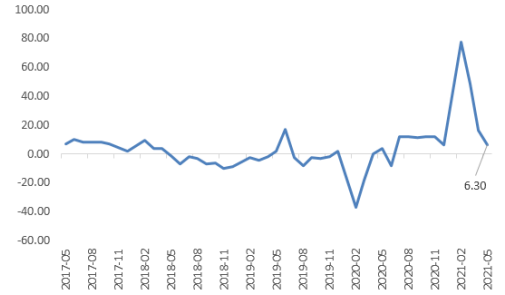
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 40 实物零售增速上升



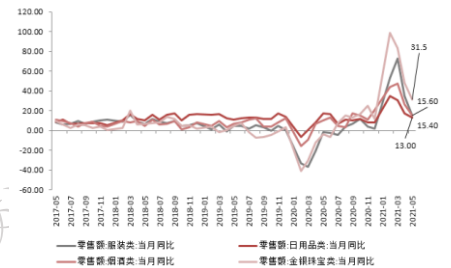
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 39 汽车类商品增速 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 41 社会消费品零售分类增速 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（五）出口维持强韧性，进口受大宗商品影响升温

上半年，出口同比呈倒 V 型增长，很大原因是受去年基数所影响，使得今年 2 月数据突增，同比增速高达 154.8%，随后迅速回落，但仍显强韧性。作为最早爆发新冠疫情的国家，我国最先遭受疫情冲击，但也因此复苏进度远超其余主要经济体。在此背景下，大量订单从海外涌入，从而形成“替代效应”，并且至今仍在持续，传统出口商品增速尤其显著。与此同时，我国制造业今年以来复苏明显，生产端持续走强，企业预期向好，制造业投资水平稳健复苏从而带动实体经济发展，有效支撑出口保持高景气。而国际大宗商品价格的持续上涨，导致我国进口“量价齐升”，叠加我国经济恢复态势稳固，内需不断恢复，进口额维持上行。

出口较上月回落，但仍位于高速增长区间。5 月份出口同比增速虽较上月回落 4.4 个百分点至 27.9%，但自去年 4 月份以来已连续 13 个月保持正增长，出口依旧保持着强韧性。

海外疫情反复，相较之下我国防疫效果显著，生产优势显现，国际制造业订单依旧充足。从出口经济体来看，我国对欧盟、东盟、美国等重要贸易伙伴出口表现依旧较好。前 5

个月，东盟依旧作为我国第一大贸易伙伴，贸易总值为 3363.4 亿美元，同比增长 39.1%，占贸易总额的 14.8%。其中，我国对东盟出口 1854.6 亿美元，同比增长 39.3%。欧盟是第二大贸易经济体，与欧盟贸易总值为 3174.6 亿美元，同比增长 38.7%，占 14%。其中，对欧盟出口 1900.1 亿美元，增长 38%。美国为我国第三大贸易伙伴，中美贸易总值为 2796.4 亿美元，增长 52.3%，占 12.3%。其中，对美国出口 2060.5 亿美元，增长 49.8%。随着低基数影响边际减弱，外需恢复态势较为稳固是国内出口保持强韧性的核心因素。在发达国家疫苗较为充足的背景下，消费需求恢复十分迅速，二季度美国消费者信心指数已重回荣枯线以上，欧盟消费者信心指数也接近疫情前水平，带动我国出口持续恢复。而新兴市场国家疫情反复导致部分商品供需缺口扩张，促使我国“替代效应”持续作用，利好我国出口增长。

从主要出口产品来看，5 月我国原材料出口扩张，传统优势产品出口维持增长。5 月下旬，东南亚部分国家及印度疫情反弹，新冠确诊人数大幅增加，对原材料、纺织品供给产生较大影响，从而通过向外进口以满足需求。钢材、未锻轧铝及铝材出口表现强劲，同比增速分别为 47.6% 和 26.3%，增速进一步加快。而我国传统优势产品，如劳动密集型的服装及衣着附件出口依旧突出，同比增速达到 48.3%，显示了外需恢复较好，海外消费市场复苏带动我国外贸保持韧性。

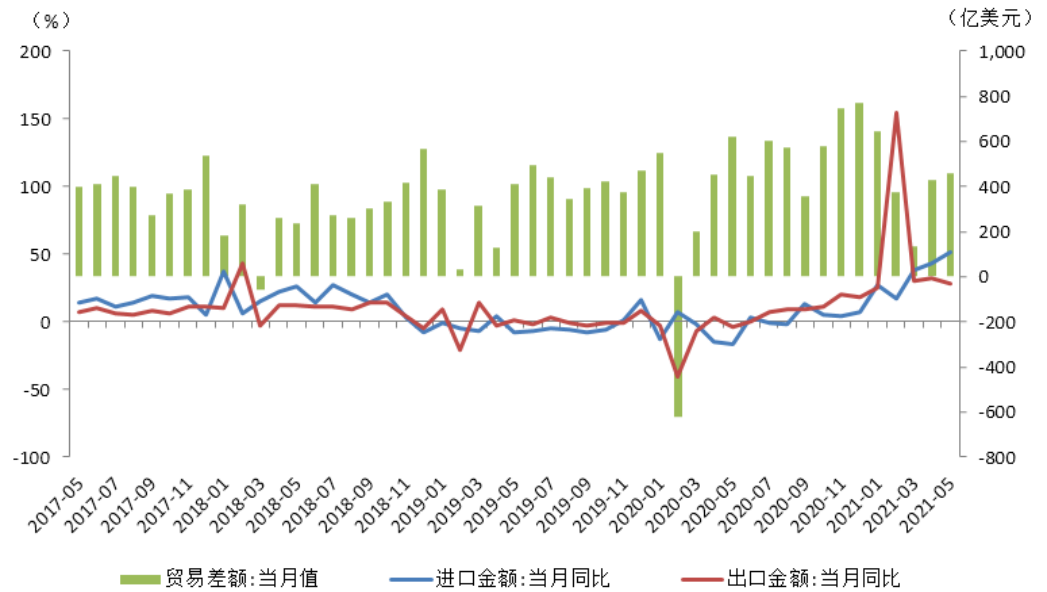
综合来看，5 月出口增速虽有回落，但仍维持高景气运行。我们认为主要有以下两点原因：一是发达和新兴经济体需求恢复快于生产端，我国出口的短期替代效应持续发挥作用，同时叠加部分地区疫情反复，进一步扩大部分品种商品供需缺口，共同提振我国出口。二是人民币的持续升值。自 4 月份以来，人民币一直保持着升值趋势，人民币兑美元一路升值，最高升至 6.36，屡创 2021 年内新高，持续的升值趋势对我国出口产生抑制作用，对出口增速的回落起了推动作用。面对人民币持续升值这一现象，央行于 5 月 31 日宣布将上调外汇存款准备金率 2 个百分点，从而减轻人民币升值压力。未来，预计外汇市场将趋于理性，人民币汇率走势将逐步回归基本面，对出口的抑制作用将逐步减弱。

5 月进口增速较 4 月进一步上涨 8 个百分点，虽略低于预期但已创 2011 年 1 月以来最高水平。进口增速抬升，主要有三个关键因素：一是随着我国经济恢复态势稳固，带动国内需求动能增长，带动原材料等国际大宗商品的进口。铁矿、铜矿、钢材以及未锻轧铜及铜材在数量上同比分别增长 6%、6.4%、11.6%、8.4%，内需持续恢复带动进口高增。二是大宗商品价格持续强势，“量价齐升”共同推动着进口金额的上涨，而国际大宗商品供需恢复的不均衡将继续支撑着这一趋势。具体来看，铁矿砂及其精矿、铜矿砂及其精矿 5 月份价格较上月呈上涨趋势，通过海关总署数据可测算出，5 月份铁矿砂与铜矿砂价格分别为

174 美元/吨和 23.78 美元/吨，较 4 月份的 164 美元/吨及 22.53 美元/吨有所上升。三是人民币汇率的走高，提升人民币国际购买力，从而在一定程度上降低大宗商品涨价所带来的影响。

展望未来，出口仍将维持高景气，进口将有所回落。东南亚部分国家及印度疫情反弹，新兴经济体疫苗普及程度上仍不足，或将影响其恢复进度，促使我国出口替代效应继续作用。同时伴随着未来人民币汇率逐渐回归，将有利于出口高景气度的维持。而随着全球疫苗产能覆盖到大宗商品出口国，全球供需缺口及流动性将逐渐恢复平衡，大宗商品价格终将回落。并且在贸易方面，将加强大宗商品进出口和储备调节，以便更好的应对大宗商品供需错位所产生的价格高涨，并且去年同期基数也逐步回升至正常水平，翘尾因素影响减弱，进口增速上行动力受到压制。下半年出口将维持强韧性，而进口或将有所回落，但仍持续关注全球大宗商品价格。

图 42 进出口维持高景气



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（六）通胀预期升温，工业品价格或将触顶

1. CPI：猪肉价格持续下行

1 月以来，我国 CPI 总体呈温和上行趋势，主要有两个原因：1) 基数效应影响。疫情来临冲击整体物价水平，去年前五个月 CPI 逐步降低，由 5.4% 下降至 2.4%，整整下降 3 个

百分点，支撑 2021 上半年 CPI 上行。2) 随着疫苗逐步落地、防疫效果显著促进，实际需求维持复苏，消费场景逐步放开，居民消费得以提振，从而带动物价回升。但相较于 PPI，CPI 增长趋势更为缓和，主要是受到食品项价格（特别是猪肉价格）下行所抑制，突增的可能性较低。

单从 5 月份来看，CPI 同比上涨 1.3%，涨幅较上月扩大 0.4 个百分点。从食品项看，5 月食品价格同比由上月下降 0.7% 转为上涨 0.3%，由降转升，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点；食品价格环比下降 1.7%，涨幅收窄 0.7 个百分点，影响 CPI 下降约 0.31 个百分点。猪肉仍位于下行区间，同比环比增速均延续回落趋势，成为 CPI 的拖累项。5 月份猪肉价格同比下降 23.8%，降幅比上月扩大 2.4 个百分点；环比价格继续下降 11%。从供给端看，生猪生产不断恢复，供应增加态势良好，推动猪肉价格走低。从需求端看，居民收入涨幅较低，叠加猪肉需求仍在回落，不利于猪肉价格上涨。总体看来，目前猪肉价格趋势仍以降为主，还未达到反弹时机。

食品中除猪肉外，不同食品价格走势分化。鲜菜鲜果环比价格下降 5.6% 和 2.7%，主要是因为供应方面大量上市，需求恢复速度不及供给，从而造成价格的回落。而受供给减少、需求增加及饲料成本上涨等因素影响，淡水鱼价格继续上涨 9.9%；同时，受蛋鸡存栏量下降、饲料成本上涨及气温升高产蛋率下降等因素影响，鸡蛋价格上涨 3.3%。从食品项整体来看，由于猪肉权重较高，拖累食品项价格走势，并且随着食品供应量维持提升趋势，外加生产成本逐步降低，预计食品价格将继续下行。

从非食品项看，5 月非食品价格同比上涨 1.6%，涨幅较上月扩大 0.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.28 个百分点；环比继续上涨 0.2%，影响 CPI 上涨约 0.16 个百分点。受国际原油价格持续上涨影响，汽油和柴油价格环比分别上涨 1.7% 和 1.9%，并且原油价格上升趋势仍在延续。在疫情逐渐好转后，出行限制逐步放开，五一假期刺激居民消费需求继续恢复，交通通信价格环比上涨 0.4%。而剔除食品和能源后，反映终端消费需求的核心 CPI 同比增速 0.9%，较上月上涨 0.2 个百分点。核心 CPI 同比小幅回升，反映了实际需求维持复苏，疫情防控效果显著促进消费场景放开，从而提振居民消费，但受居民收入增速较低所影响，上升幅度较小。

总体来看，目前我国通胀压力仍呈温和上行趋势。国际原油、原材料价格的持续上行，推动我国汽油、柴油以及相关行业价格持续上涨，并且我国经济复苏态势良好也将利好内需恢复，进而推动价格上涨。但随着基数效应逐步减弱，居民消费价格突增的可能性不大，叠加生猪供应充足导致猪肉价格仍处下行区间，使得食品项价格上行空间有限。此消彼长下，当前通胀压力相对温和，同比增速在下半年或将呈平稳态势，但趋势可能在猪肉价格

触底反弹推动下向上，因此需要持续关注猪肉价格下行周期何时结束。

2. PPI：大宗商品价高涨

2020年5月份至今，我国PPI进入了快速上行期，增速已由最低-3.7%扩张至目前的9%，扩张幅度明显，主要是受国际大宗商品持续涨价所导致。本轮通胀的逻辑我们主要认为有三点：首先是自去年四季度以来全球疫苗接种面积逐渐加大，海内外各经济体复苏共振，通胀内生动力加强，生产端最先复苏，供需缺口处于一个偏紧的状态，推动大宗商品持续走高；其次是疫情后主要经济体货币供应较为宽松，杠杆率均有所上升，流动性扩张促进实体部门加速恢复，进一步深化生产端与需求端复苏不均衡这一现象，从而导致大宗商品价格高涨；最后是我国“碳达峰”“碳中和”指标对黑色等高碳排放原材料进行限产，使部分大宗商品如铁矿、煤、钢材等产量预期降低，从而使得大宗商品供需缺口走扩，价格迅速上行。

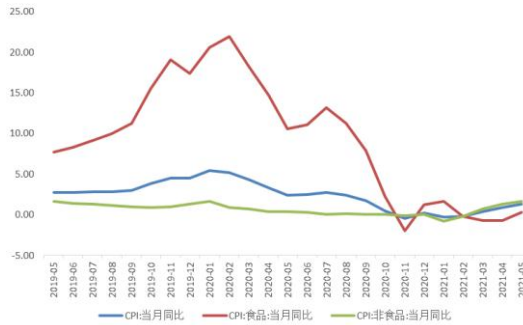
5月份，内需稳定恢复影响，我国工业品价格扩张幅度进一步加大。PPI同比上涨9.0%，涨幅比上月扩大2.2个百分点，大幅上升，高于市场预期；环比上涨1.6%，涨幅较上月上涨0.7个百分点。其中，生产资料价格环比上涨2.1%，涨幅扩大0.9个百分点；生活资料价格上涨0.1%，涨幅与上月持平。国际原油、铁矿石、有色金属等大宗商品价格大幅上涨，带动5月PPI超预期走高。通过生产资料与生活资料价格环比增速可以看出，上游成本涨价对产业链下游企业传导尚不明显。从同比增速来看，生产资料与生活资料价格同比分别增长12.0%和0.5%，较上月提高2.9和0.2个百分点，生产资料涨幅明显高于生活资料，是PPI涨幅扩大的主要原因。

主要行业中，受国际原油价格持续上涨影响，国内石油相关行业价格上行，其中石油和天然气开采业价格环比上涨1.7%，涨幅扩大1.3个百分点；受火电厂“迎峰度夏、增加储备”影响，动力煤需求较旺，拉动煤炭开采和洗选业价格环比上涨10.6%，涨幅扩大7.8个百分点；受铁矿石、焦炭等原材料成本上升、国内工业生产和投资需求上升等因素影响，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨6.4%，涨幅扩大0.8个百分点；国际市场铜、铝等有色金属价格上涨较多，影响国内有色金属冶炼和压延加工业价格上涨4.4%，涨幅扩大2.3个百分点。

预计6月份PPI同比增速将放缓，同比增速或已触及年内高点，而后在三四季度PPI总体呈震荡上行趋势。2020年5月份PPI同比增速达到全年最低点-3.7%，之后便逐步回升，这意味着今年5月份翘尾因素已达峰值，6月将有所减弱，对PPI高增速的支撑将受到一定影响。此外，随着疫苗接种和疫情逐步分化使得本轮全球经济复苏周期被延长，影

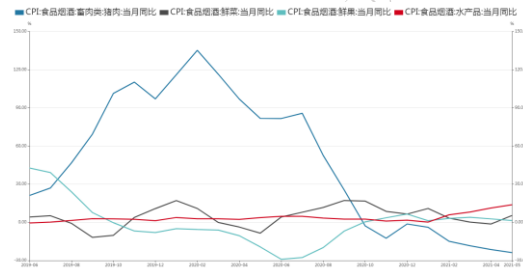
响着全球大宗商品供给端，一定程度上限制了新增产能的扩张，叠加中澳关系紧张，加剧了供需缺口的走扩，全球大宗商品大概率将延续上涨趋势，但增速或将逐步降低。同时，上游涨价向中下游传导将挤压企业利润，从而影响价格指数，但我国产业链相对较长，下游产品竞争比较充分，加之疫后国内供给恢复持续快于需求，以及国家高度重视大宗商品价格过快上涨这一现象，国内中下游工业品价格上涨幅度或将较小。综上，6月份PPI同比增速或将放缓，在大宗商品价格增速放缓影响下，PPI增速大概率将触顶回落。但随着下半年专项债发行节奏后倾支持，建筑业、制造业及基建相关产业将得到提振，从而支撑工业原材料价格上行，最终体现在工业价格指数上涨这一趋势上。总体看来，下半年PPI价格将呈震荡上行趋势。

图 43 食品价格延续下降 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 45 猪肉拖累食品项价格



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 44 PPI 持续扩张 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 46 原油价格持续上涨



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

三、国内宏观政策保持可持续性

（一）财政政策：收入端节奏稳健，稳杠杆是关键

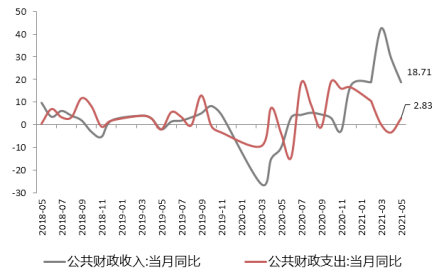
我国财政收支总体运行平稳。2021年以来，我国减税降费持续推进，但更注重提质增效。基数逐步走高也削弱了我国财政收支的上行动能，累计同比缓缓回落，财政紧平衡趋势尚未改变，防风险、落实“三保”仍是今年财政的主要任务。

财政数据方面，1-5月份全国一般公共预算收入同比增长24.2%，比2019年同期增长7.3%，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48.8%，收入节奏稳健，完成进度依旧良好。随着收入端进一步优化和落实减税降费政策，税收收入虽有提速但增速依旧较低。1-5月份全国税收收入同比增长25.5%，较上月上漲了0.7个百分点。从税收收入细项来看，增值税、消费税、企业所得税等多个税种均有较大幅度增长。一方面是由于基数效应，另一方面也充分反映出我国市场整体活力的快速复苏，企业经营行为呈现恢复式增长，百姓消费也得到进一步释放。与此同时，进口关税与出口退税的同比增长幅度受国际大宗商品价格上涨推动而进一步扩大，反映出我国的国际贸易情况复苏明显，经济修复进程尚佳。从支出端来看，1-5月公共财政支出累计同比录得3.6%，增速继续放缓，体现了当前财政支出力度依旧较弱，上半年暂无明显发力迹象，1-5月财政支出仍较为谨慎，“三保”等领域是当前地方财政支出的重点，目前支出结构依然延续了重民生、轻基建的特征，除“三保”等重要支出项目之外，其他支出已呈下降趋势。分项中，基建领域支出两年复合增速仍为负值，主要是因为上半年地方专项债发行节奏较缓慢以及支出结构偏民生而轻基建。随着三四季度放债节奏加快，基建业或将有所反弹。总的来说，排除基数因素后，1-5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。财政紧平衡趋势将继续延续，“三保”领域仍是财政政策重点关注目标。随着基数走高，接下来财政收入同比增速将继续放缓。从两年复合增速来看，当前财政收入两年复合增速已回升至超过疫情前水平，但减税政策效果仍在持续释放，未来财政收入增速或将受限。支出方面，1-5月财政支出力度偏弱，且支出结构明显向民生类倾斜，基建类支出较为缓慢，这也为下半年经济增长动能减弱后、基建发力稳增长预留了空间。后续在完成全年财政预算目标的约束下，地方专项债发行预将提速，带动广义财政支出增速回升，从而加大基建增长动能。

《政府工作报告》中指出，“积极的财政政策要提质增效、更可持续”，“确保基本民生支出只增不减”。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

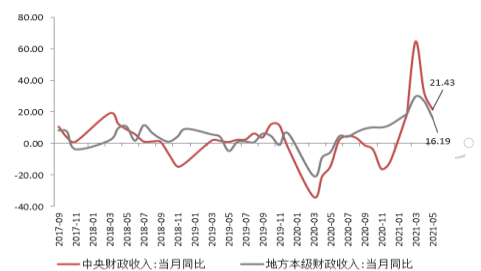
关负责人表示应保持“宏观税负总体稳定”，以支持完成“十四五”时期的重大目标任务；强调减税降费政策要保持好平衡，有序退出 2020 年的阶段性减税降费措施。在此基础上，下半年国内经济在出口高景气的背景下将继续复苏，从而为央行化解债务风险、抑制宏观杠杆率上升提供较好的条件，促进杠杆率下降。

图 47 公共财政收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 48 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：“普惠”“绿色”仍是政策重点

迄今为止，我国经济仍未达到货币政策大幅收紧的前提，货币政策较去年虽有边际收紧的趋势，但幅度可能会比预期还要缓和一些。具体来看，一季度我国经济延续去年年末的较快恢复趋势，货币政策总体偏紧。而二季度开始，各经济指标增长动能有所减弱，消费表现较为疲软，货币政策大幅收紧的必要性降低，随着下半年各类政策效果体现，经济发展或将提速，三四季度货币政策大概率将先松后紧。流动性上，央行重提把好货币供给总闸门，流动性“合理充裕”，资金面仍将维持紧平衡。社融、M2 增速将由今年的大幅高于名义 GDP 增速向疫情前水平逐步回归。并且在结构上，精准投向基建、实体经济以及受疫情影响严重的相关行业。

受高基数影响，新增社融不及预期。中国 5 月社会融资规模增量为 1.92 万亿元，比上年同期少 1.27 万亿元，主要是受企业债券净融资量同比大幅下降所影响。从总量上来看，社融存量增速较前月继续回落，但依然保持高位，社会融资增长正逐步回归常态。其中，融资类信托监管较为严格，受到“两压一降”严监管环境的持续影响，非标融资增量仍在历史相对低位，其中新增信托贷款被压降的最为明显。今年以来政府债发放节奏后倾，前期发行缓慢，后期将逐渐提速。5 月政府债券新增 6701 亿元，较前年下降 4661 亿元，但较 1-4 月有明显增加。在流动性压力尚可和前期发债节奏较慢的背景下，政府债券发放节奏大概率加快，对下半年社融表现也会起到一定的拉动作用。

信贷结构持续优化，居民消费需求延续复苏。5 月份人民币贷款增加 1.5 万亿元，同比多增 200 亿元，比 2019 年同比多增 3127 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。其中，新增居民中长期贷款新增 4426 亿元，支撑房地产

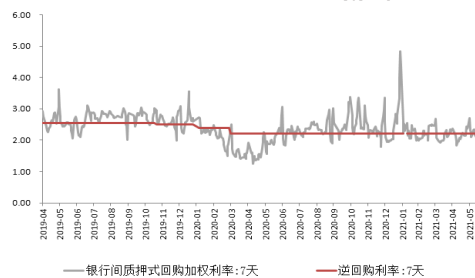
行业维持韧性。而新增企业中长期贷款新增 6528 亿元，占比 44%，依然处于历史高点，说明企业融资需求依旧旺盛，金融推动实体经济发展，信贷数据质量较好。

货币供应超预期，但总体保持边际收紧趋势。5 月份 M1 同比增长 6.1%，增速比上月末低 0.1 个百分点，M2 同比增长 2 个百分点至 8.3%。非银存款的大幅增加带动 M2 上行，但在地产信贷政策收紧作用下，居民存款向企业存款转移对 M1 的支撑作用未来或有所下滑，货币供应仍边际收紧。

6 月 10 日，易纲行长指出，货币政策要与新发展阶段相适应，坚持稳字当头，坚持实施正常的货币政策，尤其是注重跨周期的供求平衡，把握好政策的力度和节奏。6 月 28 日，央行货币政策委员会召开第二季度例会。相比一季度，此次会议强调“国内外环境复杂严峻”，警示“防范外部冲击”，要求下一阶段货币政策加大普惠金融与绿色金融支持力度，“维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性”。央行在肯定国内经济运行成效的同时，深切忧虑外部风险可能对国内经济造成的冲击，政策导向明确向“防风险”倾斜。与此同时，将进一步深化汇率市场化改革，促进内外平衡。

2021 年货币政策料将稳中偏紧，金融监管将成为 2021 年重要的政策主线之一，通过流动性管理工具与金融监管政策相互配合，达成杠杆率稳定这一目标，从而防范化解重大金融风险。展望下半年，货币政策稳定优先的基调或将有所改变，重心可能向稳杠杆倾斜，流动性将从最宽松的状态边际收紧。

图 49 市场利率多次低于政策利率 (%)



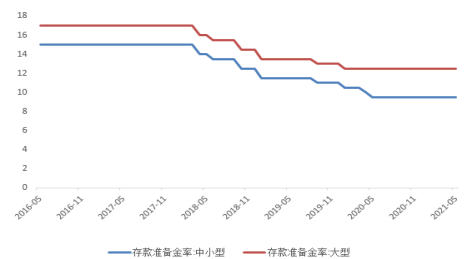
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 51 人民币兑美元中间价



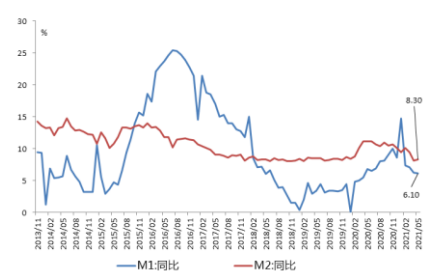
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 50 存款准备金率下调 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 52 货币供应量同比增幅



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

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。