

延续稳健复苏之路——二季度宏观经济展望

摘要

今年以来，尽管疫情时有反复，但全球经济复苏势头良好，通胀预期升温，政策由过度宽松过渡到适度宽松。展望二季度，天气转暖，疫苗发力，疫情的影响将进一步减弱，经济复苏的势头有望进一步得到巩固，国内食品通胀温和，工业品通胀压力抬升，宏观政策将逐步回归常态化。

国际方面：进入 2021 年，疫情的影响继续分化，部分地区在封锁措施和疫苗接种的助力下，疫情出现了改善，同时，部分地区在变异病毒、人员流动以及疫苗接种进度偏慢等因素影响下，疫情有所升级。疫情的反复暴发令各国的防疫措施时紧时松，对全球经济带来一定的扰动。不过，从制造业 PMI、服务业 PMI 等多个指标来看，全球经济复苏势头向好，作为全球经济的龙头——美国经济复苏尤其强劲。随着疫苗产能的持续释放，全球疫苗接种速度加快，叠加天气逐渐转暖，相信全球疫情将得到显著改善，二季度经济复苏的势头也将加快。

国内方面：中国率先控制住了疫情，复工复产有序推进，2020 年成为了全球唯一正增长的主要经济体。去年 12 月出现了疫情的复发，导致经济复苏节奏放缓，PMI 指数甚至连续三个月回落。不过，当前疫情基本得到控制，政策保持连续性，经济复苏的趋势并未得到破坏，二季度仍将持续稳健复苏。全球经济的同步复苏将支撑国内出口保持高增长，进而带动制造业需求保持高增长，加快投资修复的步伐。同时，疫情的持续改善将带动国内消费加快修复，节假日期间电影票房的高增长表明了居民的消费需求和消费意愿较为强劲，因此，社会消费将伴随疫情改善和居民收入增长而恢复强劲增长。此外，今年的政府工作报告表明国内将保持较为积极的财政政策，同时，强调要简化项目审批，去年受项目审批制约的基建投资有望阶段性回升。“三条红线”高压下，地产投资面临下行压力，但加快租赁房等建设则将部分对冲这种下行的压力。

物价方面：CPI 通胀压力可控，PPI 或显著回升。尽管非洲猪瘟时有复发，但反而加速了生猪的出栏，猪肉供应依旧充足，猪价或成为 CPI 的拖累。相反，服务业将加快重启，服务价格有望延续回升，同时，由于原油供需结构逐步改善，价格有望震荡走高并带动非食品价格回升。总的来看，CPI 通胀压力可控，或保持温和。PPI 方面，随着疫苗接种范围的扩大以及新增确诊病例的减少，全球经济加快复苏，同时，主要经济体采取大规模的财政刺激并维持宽松的货币环境，需求预期向好。在全球经济共振复苏以及通胀预期不断升温的刺激下，工业品价格有望继续走高，PPI 仍处于向上的修复通道中。

政策展望：今年是从疫情阶段回归正常化的第一年，很多疫情期间推出的非常规政策将逐渐回归正常化，同时，今年也是十四五规划的开局之年，宏观政策安排上兼顾承上启下。一是，随着经济的不断复苏，货币政策将温和收紧，货币政策的拐点将比以往更加“平滑”；二是，今年的财政政策将保持积极，赤字率仅小幅下降至 3.2%，叠加税收收入将大幅增长，财政支出存在较大的支撑，支出结构上将更多往民生领域倾斜。

国贸期货
宏观金融研究中心

郑建鑫

联系方式：0592-5160416

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

一、全球疫情有望改善

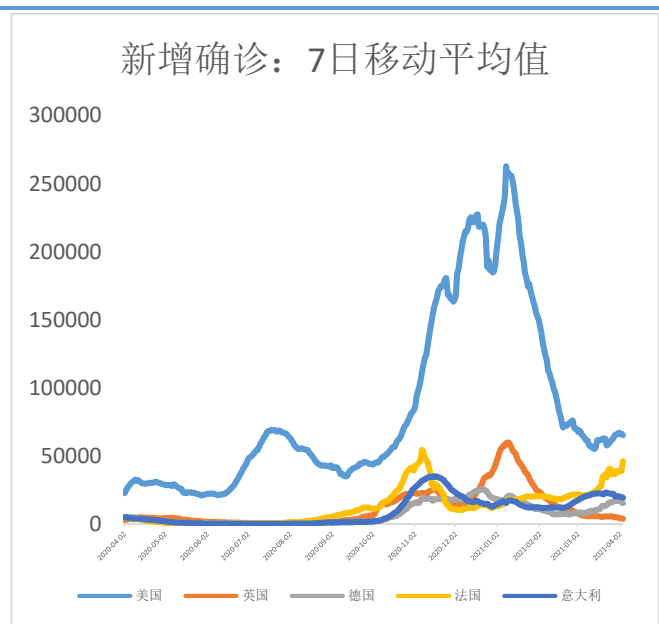
（一）全球疫情有望改善

进入 2021 年，部分地区在封锁措施和疫苗接种的助力下，疫情出现了改善，但仍有部分地区在变异病毒、人员流动增多以及疫苗接种进度偏慢等因素影响下，疫情有所升级。其中，美国改善较为明显，单日新增确诊由第三波的高点 26.27 万例（7 日移动均值，下同）下滑至当前的 6.5 万例，当前新增死亡、ICU 监护人数和住院人数均相对平稳。欧洲大部分地区疫情得到缓解，但仍有部分国家新增数据还在上升，意大利、英国等国新增确诊见顶回落，而德国、法国、西班牙增幅仍较高。新兴市场中巴西、印度、土耳其和阿根廷则继续恶化。

中国疫情在春节前得到了有效控制，节日期间未出现反复，节后控制效果显著，新增确诊病例多为输入性病例，本地病例较为少见。

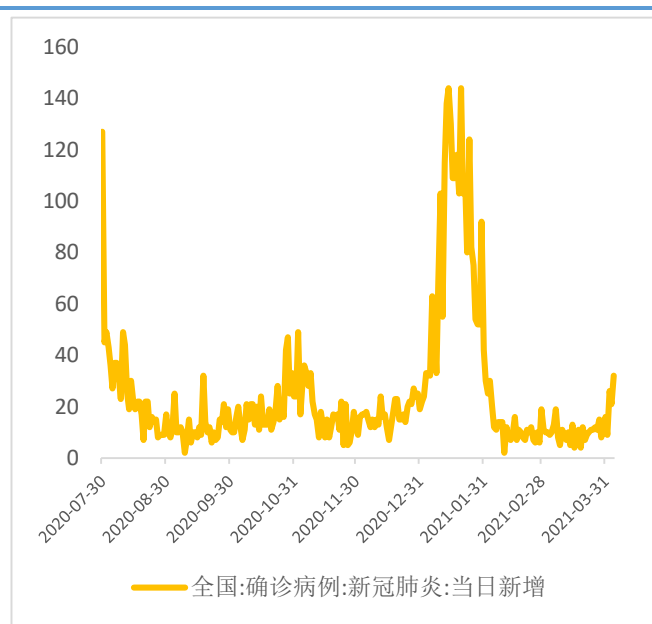
疫情的反复暴发令各国的防疫措施时紧时松，对全球经济带来一定的扰动。不过，随着疫苗产能的持续释放，全球疫苗接种速度加快，叠加天气逐渐转暖，相信全球疫情将得到显著改善。

图表 1：新冠肺炎：新增确诊病例（7 日移动平均值）



数据来源：Wind

图表 2：国内新增确诊多为输入性病例



数据来源：Wind

（二）疫苗积极接种中

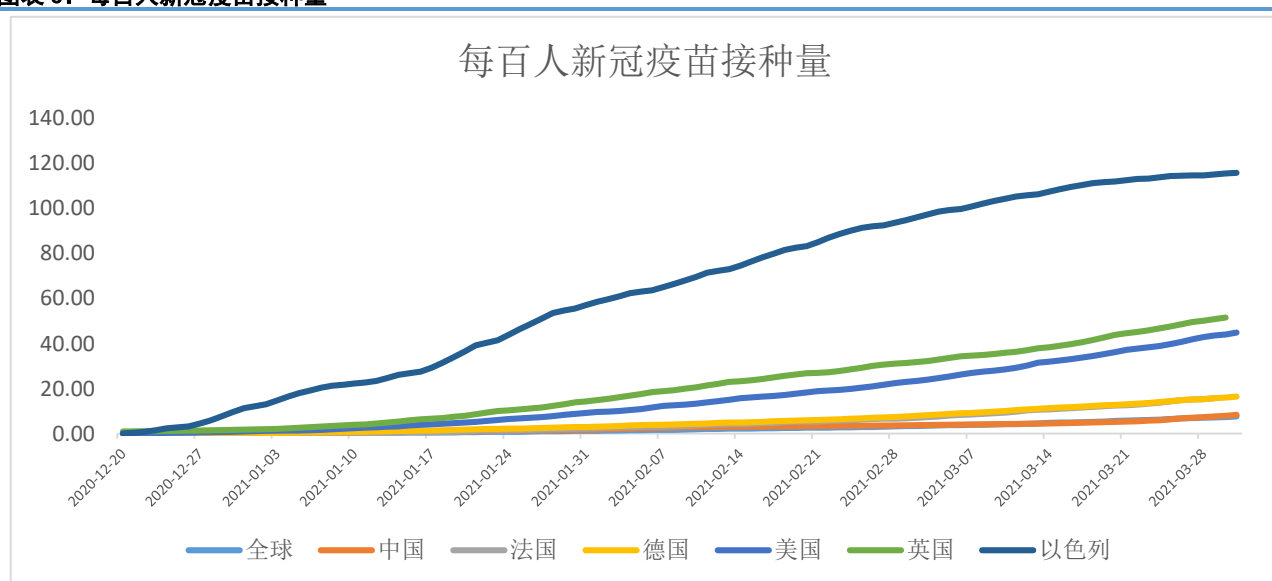
拜登新政府上台后，加快推进疫苗接种，美国当前每百人接种剂数达到 44.9 剂，最新数据显示美国每日新增接种达 283 万剂，持续加速。多州完成疫苗接种人口比例超过 20%。

欧洲地区疫苗供应较为紧张，除英国外，欧洲疫苗接种数据仍维持低位。阿斯利康持续削减其承诺向欧盟交付的疫苗数量，将原本欧盟预计一季度能够接收到的 9000 万剂疫苗减少到 3000 万剂。由于疫苗短缺，欧盟加强了对境内生产的疫苗出口审查和限制。此外出于副作用和安全性的考虑，13 个欧盟国家停止继续使用阿斯利康疫苗。

新兴市场中，中国和墨西哥接种速度抬升，日均接种分别达到 485 万剂和 25 万剂，印度和巴西等接种速度偏

慢。从人口覆盖看，当前以色列 60.6% 人口已经至少接种 1 剂、英国 45.9%，智利 35.6%，美国 29.8%。

图表 3：每百人新冠疫苗接种量



数据来源：wind

(三) 全球经济同步复苏

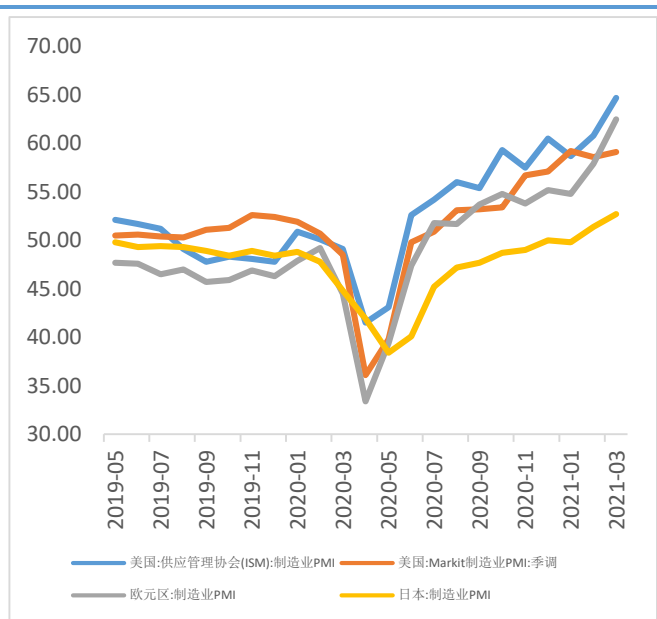
全球经济复苏的大趋势基本得到确实，一方面疫情影响边际减弱，复工复产持续推进，另一方面主要经济体推出的大规模财政刺激和货币宽松政策短期内不会退出。

1) **主要经济体 PMI 同步回升。**常态化疫情防控的大背景下，各经济体逐步重启经济，全球经济迎来同步复苏，全球制造业 PMI 回升至疫情前水平，并持续走高。其中，美国 ISM 制造业 PMI 指数大幅回升至 64.7%，远超疫情前水平，欧洲近几个月制造业 PMI 回升速度明显加快，已大幅升至 62.5%，远超疫情前水平，日本制造业 PMI 回升至 52.7%，也高于疫情前水平。

受疫情影响最大的服务业也都纷纷走升，其中，美国、日本服务业服务较为稳健，而即使欧洲地区部分国家疫情仍在升级并收紧了防疫措施，但欧洲地区服务业 PMI 仍在近几个月重新回升，表明疫情的影响已经边际减弱，全球经济复苏是大势所趋。

图表 4：主要经济体制造业 PMI 持续回升

图表 5：服务业 PMI 稳步回升



数据来源: Wind



数据来源: Wind

2) 美国就业市场大幅改善。拜登政府上台后,美国大力推进疫苗接种,疫情表现趋于稳定,同时,新推出的1.9万亿美元财政刺激为企业提供资金,帮助美国就业市场加快恢复。美国劳工部公布的最新数据显示,美国3月非农就业人口增加91.6万人,远超2月的37.9万人及预期的64.7万人;同时,失业率由6.2%进一步下降至6%。强劲的就就业市场是美国经济复苏的重要支撑。

图表 6: 美国劳动力市场表现强劲

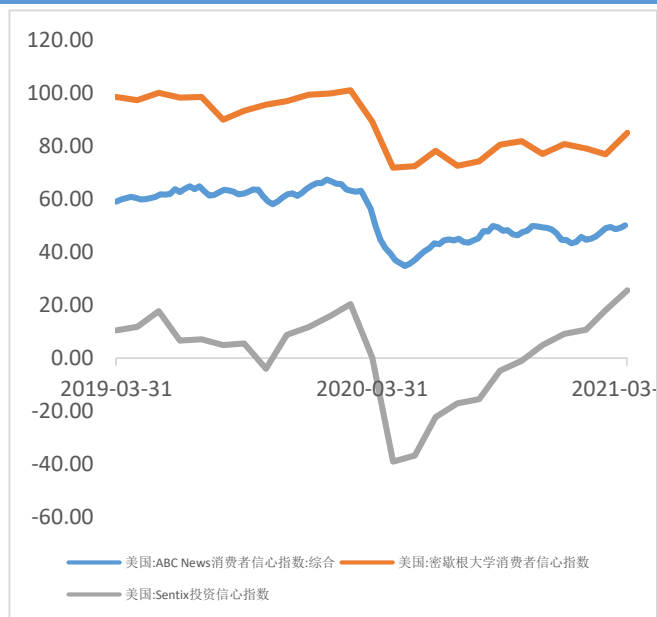


数据来源: wind

3) 美国消费信心显著回归。得益于巨额的财政货币刺激、经济重启以及失业率下降,美国的消费者信心指数持续回升,密歇根大学消费者信心指数以及 Sentix 投资信心指数接近回到疫情前水平;同时,美国零售和商品服务同比增速基本回归至疫情前正常的增长区间。

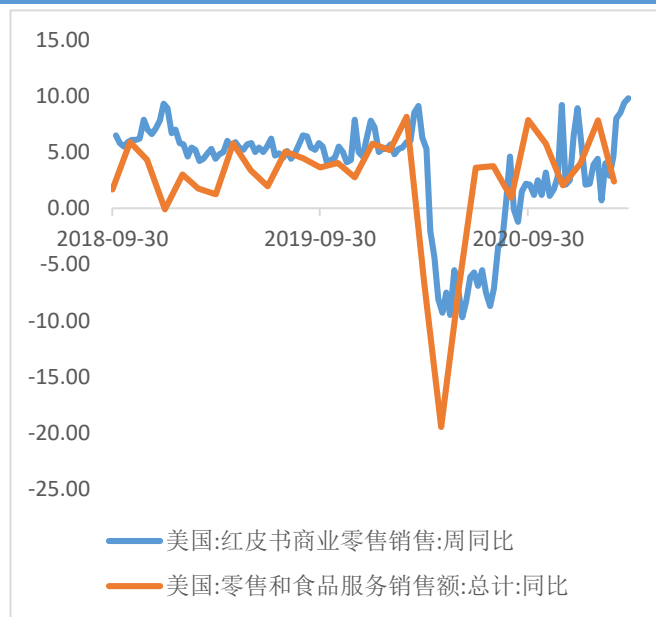
消费是美国经济的主体,就业和消费的持续改善将带动美国经济强劲复苏。与此同时,美国是全球最大的经济体,其经济复苏有望带动全球经济加快走出疫情导致的衰退。

图表 7：美国消费者信心指数回升



数据来源：Wind

图表 8：服务业消费明显改善



数据来源：Wind

二、国内经济稳健复苏

中国率先控制住了疫情，复工复产有序推进，2020 年成为了全球唯一正增长的主要经济体。去年 12 月出现了疫情的复发，导致经济复苏节奏放缓，PMI 指数甚至连续三个月回落。不过，疫情得到有效控制，政策保持连续性，经济复苏的趋势并未得到破坏，二季度仍将持续稳健复苏。

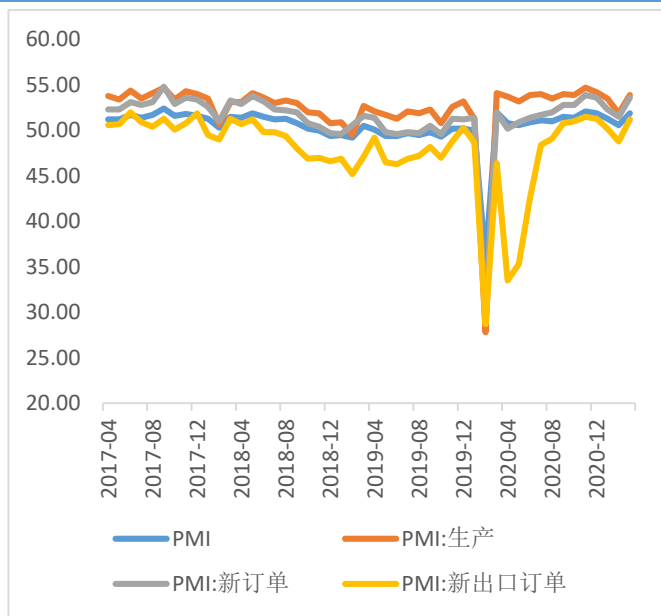
（一）PMI 指数供需两旺

在经历了连续 3 个月的下滑后，3 月份官方制造业 PMI 大幅回升至 51.9%（2 月份为 50.6%），官方非制造业 PMI 大幅回升至 56.3%。从主要的分项指标来看，PMI 指数呈现出供需两旺的格局，其中，生产指数、新订单指数及从业人员指数均对 PMI 形成正向的拉动作用。

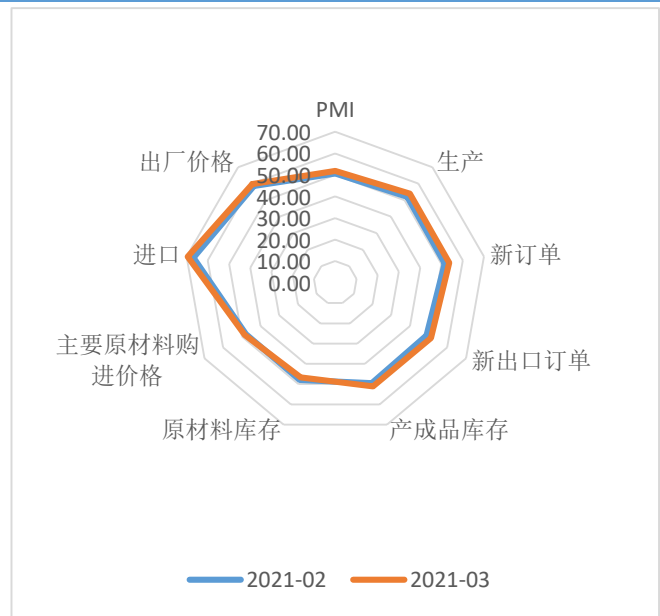
一方面，生产指数、新订单指数及原材料库存指数上行，而产成品库存指数下行，表明企业处于被动去库存时期，处于被动去库向主动加库的过渡阶段；另一方面，PMI 生产经营活动预期指数为 58.5%，仍处于较高位置。结合两者表现，预计制造业周期有望迎来上涨。

图表 9：制造业 PMI 大幅回升

图表 10：主要分项指标多数改善



数据来源: Wind



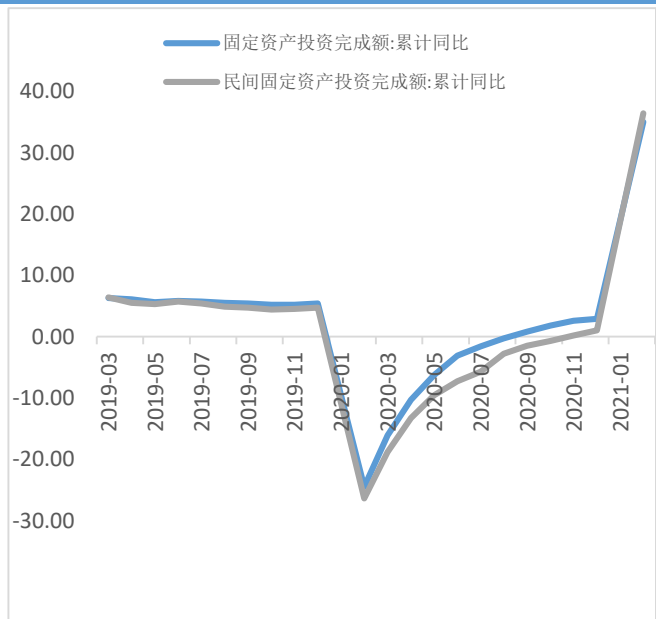
数据来源: Wind

(二) 固定资产稳健增长

1-2 月份, 全国固定资产投资(不含农户) 45236 亿元, 同比增长 35.0%, 预期同比增长 38.11%; 比 2019 年 1-2 月份增长 3.5%, 两年平均增速为 1.7%。其中, 民间固定资产投资 26183 亿元, 同比增长 36.4%。从环比速度看, 2 月份固定资产投资(不含农户) 增长 2.43%。

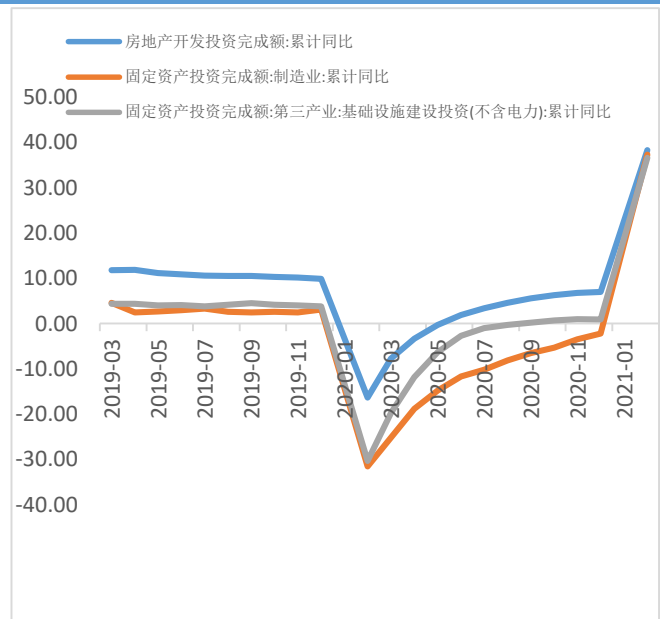
从三大门类看, 1-2 月, 制造业投资累计同比增长 37.3%, 地产投资累计同比增长 38.3%, 基础设施投资(不含电力) 同比增长 36.6%, 其中, 水利管理业投资增长 47.2%; 公共设施管理业投资增长 42.3%; 道路运输业投资增长 30.7%; 铁路运输业投资增长 52.9%。

图表 11: 固定资产投资增速



数据来源: Wind

图表 12: 三大类投资增速



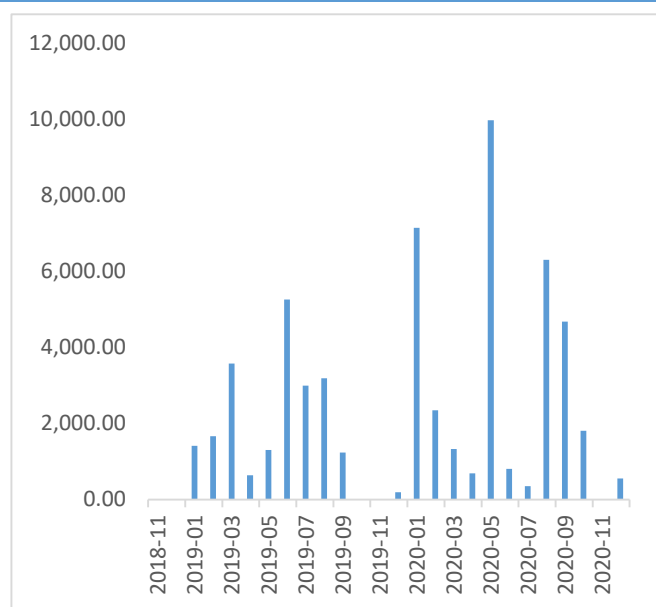
数据来源: Wind

1、基建投资有望阶段性回暖。一方面, 今年的财政政策依旧积极, 财政赤字率由上年的 3.6% 略微下降至 3.2%,

是历史第二高的水平，新增专项债额度 3.65 万亿元，仅略低于去年的 3.75 万亿元，叠加今年财政收入将恢复性增长，以及去年未使用完毕的资金将结转至今年，预计今年的财政支出将得到较大的支撑；另一方面，去年基建项目受审批因素影响，投资增长较为滞后，今年将简化投资审批程序，推进实施企业投资项目承诺制。在投资资金保持高位且审批程序得以简化，预计今年的基建投资有望阶段性回暖。

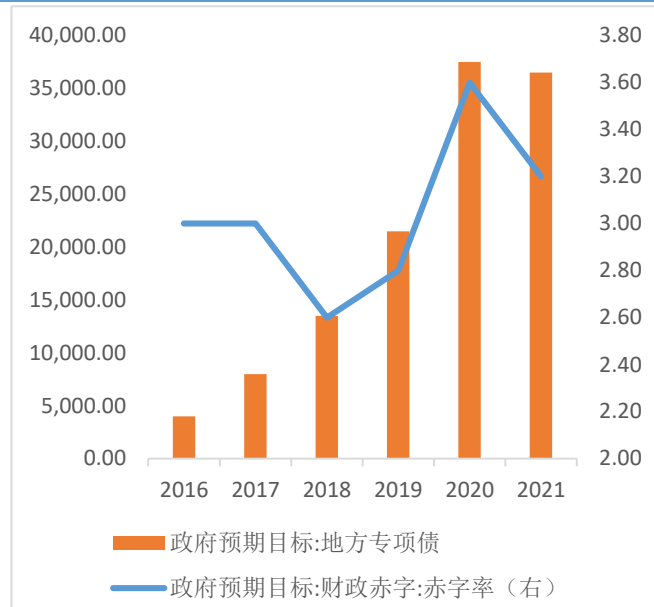
需要强调的是，今年新增专项债发行节奏明显慢于 2019-2020 年，截至 3 月底，全国仅发行 264 亿元新增专项债。根据往年的经验，专项债集中于 10 月底前发行，如果一季度发行进度慢，那么二季度将集中发行；加上今年财政部要求地方在 2 月 21 日前上报新增专项债券项目资金需求，因此预计从二季度开始，在地方专项债项目申报完毕后，专项债券将迎来发行放量期。今年专项债优先支持在建工程，项目储备不足短期不会成为基建投资的主要掣肘，在专项债资金陆续到位后，二季度基建投资有望迎来阶段性回暖。

图表 13：新增专项债发行进度缓慢



数据来源：Wind

图表 14：财政支出力度保持高强度

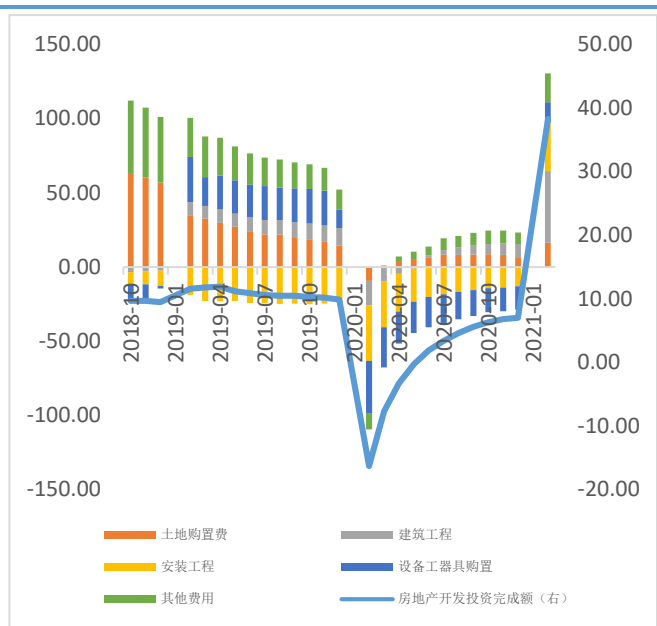


数据来源：Wind

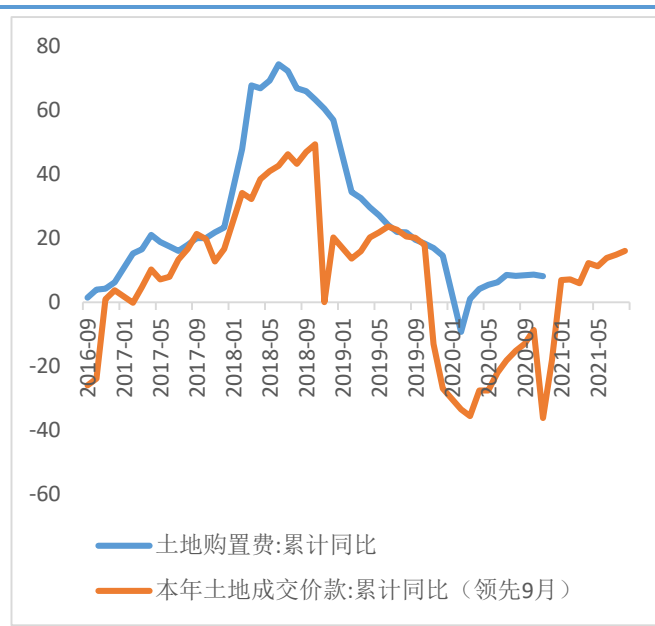
2、地产投资或高位趋稳。2020-2021 年前 2 月，房地产投资两年平均增长 7.6%，是固定资产投资增速恢复正增长的主要支撑力量，其中，建筑工程投资增速提高较多是地产投资走强的主因。往后看，“房主不炒”的主基调下，地产调控持续趋严，“三条红线”下，房企融资面临强约束，拿地速度明显放缓，将对地产投资带来下行的压力。不过，去年二季度土地成交火热的滞后影响，房地产竣工周期启动、租赁住房建设、城镇老旧小区改造将对建筑工程投资形成较强支撑，二季度房地产投资大概率高位趋稳。

图表 15：房地产开发投资完成额：累计同比

图表 16：土地市场有所降温



数据来源: Wind



数据来源: Wind

1) “房住不炒”基调下，地产调控不断趋严。2020 年 8 月份以来，房地产金融政策持续收紧，监管层从多个方面出台政策全面压降房地产融资规模，一方面，要求银行等金融机构实行房地产贷款集中度管理两道红线，另一方面，对房企融资设置“三道红线”，倒逼房地产行业去杠杆。高杠杆企业面临强融资约束，高杠杆加持下的快速扩张模式难以持续，拿地更加谨慎，土地市场明显回落。从历史数据来看，土地成交价款领先土地购置费 9 个月左右，预计 2021 年上半年地产投资仍有支撑，而下半年土地购置费对地产投资的贡献将下滑。

图表 17：地产调控不断趋严

时间	文件/会议	内容
2020.08	央行、住建部联合召开房地产企业座谈会	形成重点房地产企业资金监测和融资管理规则，制定房地产企业融资“三道红线”。
2020.12	央行、银保监会《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》	建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度，要求各档银行房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比不得超过相应上限。
2021.01	央行国务院新闻发布会	第一，加强了房地产的金融调控。牵头金融部门加强对各类资金流入房地产的统计监测；第二，实施好房地产金融审慎管理制度；第三，完善住房租赁金融政策。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19170

