



宏观金融商品月报

INVESTMENT OUTLOOK



中财期货研究院

2021 年 3 月 5 日 总第十八期

目录

重设增长目标，赤字率下调	2
关注大宗商品价格变化	16
短期仍在调整	21
关注“扭转操作”预期	27

主编：陶玮玮

编辑：中财期货研究院

美术编辑：王扬扬 王陆心

电话：021-61701586

邮箱：tzzx@zcfutures.com

重设增长目标，赤字率下调

宏观月报

2021 年 3 月 5 日

■ 观点逻辑

由于春节效应，2 月国内经济环比增速有所回落；春节期间部分消费需求旺盛，使得需求回落幅度小于生产端。进出口景气度也有所回落，但终端价格上升超过上月；开年实体融资需求仍然不弱，PPI 维持上行趋势。节日效应过后，海外经济修复仍有望带动国内再通胀过程温和进行；节后环比动能的持续性仍需观察。政策端来看，近期利率保持不变、MLF 等额续做；两会重设增长目标为 6%，财政赤字率及专项债规模均有所下调，货币端定调未变、对于防风险强调有所加强，符合我们之前的预期。

2 月海外主要经济体经济继续修复，发达国家经济数据整体好于预期，且经济修复美国强于欧元区。具体来看，受益于疫苗接种推进下疫情较快回落、经济开放及去年底约 9000 亿美元刺激计划的支撑作用，美国经济高景气修复、消费明显反弹，但就业市场修复仍不及预期；欧元区受累于疫苗接种进度落后，服务业表现仍弱。通胀方面，亦是美强欧弱。资产方面，2 月原油等大宗商品价格上涨，美债收益率、美元指数走强，全球主要股指录得上涨、周期股跑赢科技股。政策方面，拜登政府在 1 月非农数据公布后致力于推进新一轮 1.9 万亿经济刺激计划，目前已经进入参议院辩论；如获通过，将提升美国中期增长和通胀前景。鲍威尔最近的讲话对于前景略乐观，但对于美国中期通胀上行压力并不担忧，认为实现充分就业仍需要时间；鲍威尔表示关注到了美债市场波动，但并未承诺控制收益率的措施，引发市场忧虑。

■ 宏观驱动

国内经济持续恢复或利好股指和商品；流动性边际放缓对资产价格形成一定压制；疫苗接种、疫情回落利好大宗商品等风险资产；通胀预期及利率上行利空高估值资产

■ 风险提示

经济恢复不及预期；国内政策边际收紧；通胀及利率过快上行；中美关系恶化；疫苗接种不及预期；新兴市场债务风险

■ 本月关注

国内两会及十四五规划；国内外 3 月议息会议；国内外经济数据；美国新一轮财政刺激法案；中美关系；疫苗量产分发；海外疫情发展

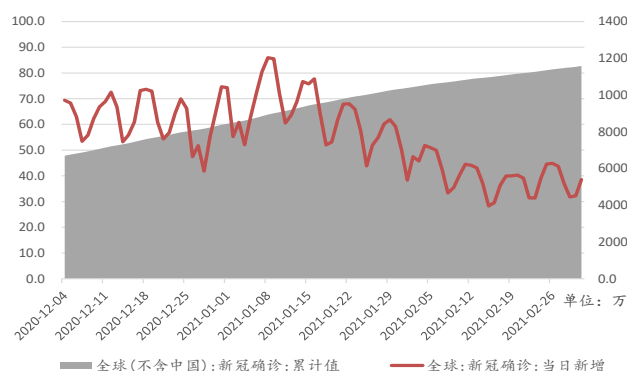


一、疫情追踪

海外疫情更新：3月4日海外累计确诊 11619.5 万，新增 45.4 万，大致平稳。2 月上半月美欧疫情仍较快回落，但下半月以来美国新增病例维持在 7 万左右的低位，大致平稳；欧洲疫情则略有反弹。美国近期受严寒天气及疫苗交付运输受阻等因素影响疫苗接种略有放缓；欧洲除英国外整体疫苗接种速度较为缓慢，甚至落后于少部分新兴国家如印度、巴西，导致近期除英国外欧洲疫情略有反弹。美国 3 月 4 日单日新增已回落至 6.6 万；欧洲主要国家中英国回落至 6639，但德国、法国新增分别仍在 1.1 万及 2.5 万以上。截至 2 月底，全球累计接种超过 2.3 亿剂，美国接种超 7000 万剂；发达国家中，以色列、美国、英国接种速度较快，印度、土耳其、巴西等排名靠前，欧洲大陆依然进展缓慢。美国新一轮财政刺激也对于疫苗分发接种有推进作用。

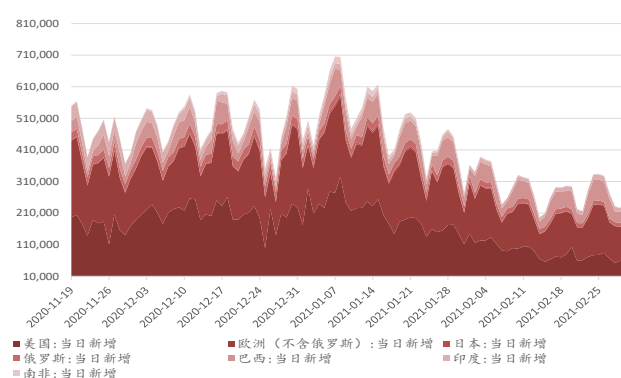
国内疫情更新：3 月 4 日新增确诊病例 9，均为境外输入病例；报告新增无症状感染者 12 例，均为境外输入病例。国内前期疫情散发 1 月下半月以来逐渐回落，2 月整月国内疫情相对平稳。

图 1. 近期海外新增病例相对平稳



数据来源：Wind, 中财期货研究院

图 2. 美国相对平稳，欧洲略有反弹



数据来源：Wind, 中财期货研究院

二、经济：季节性回落

表 1. 上月经济数据回顾

指标名称	频率	现值	前值	变化方向
外汇储备	月	32107	32165	下降
M1: 同比	月	14.7	8.6	上升
M2: 同比	月	9.4	10.1	下降
社会融资规模: 当月值	月	51742	17192	上升
新增人民币贷款: 当月值	月	35800	12600	上升
CPI: 当月同比	月	-0.3	0.2	下降
PPI: 全部工业品: 当月同比	月	0.3	-0.4	上升
制造业 PMI	月	50.6	51.3	下降

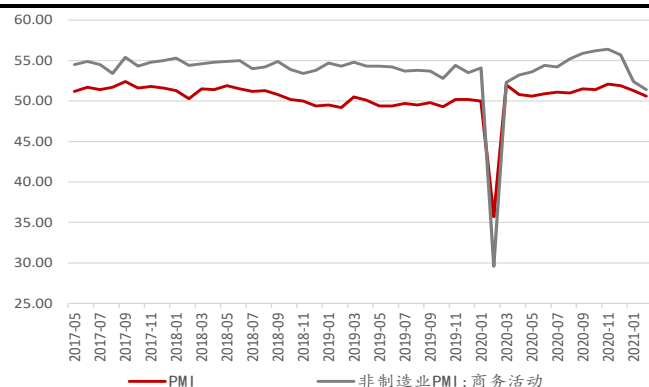
数据来源：Wind, 中财期货研究院

2.1 景气度季节性回落

2月制造业、非制造业PMI分别录得50.6、51.4，比上月分别回落0.7、1.0个百分点，环比降幅与往年春节较为接近，反映2月PMI回落主要受到春节假期的季节性影响；景气度均较上月继续回落但均位于荣枯线以上，表明我国经济继续修复。从企业规模看，大企业PMI回升0.1个百分点至52.2，中、小型企业PMI分别回落1.8、1.1个百分点至49.6、48.3，中小企业景气度回落明显，主要也是受到春节假期的影响。就业方面，1月服务业、建筑业从业人员指数分别回升0.5、1.4个百分点，制造业则回落0.3个百分点。供需两端均季节性回落：2月PMI生产指数为51.9，比上月回落1.6个百分点；新订单指数为51.5，比上月回落0.8个百分点，表明制造业供需扩张均有所放缓；二者差值缩窄至0.4。进出口持均回落：新出口订单指数为48.8，比上月回落1.4个百分点；进口指数为49.6，比上月回落0.2个百分点，跌幅小于季节性，表明内需延续修复。价格方面，受全球疫情回落、经济复苏及通胀预期上升影响，2月原油、有色、化工等大宗商品价格多明显上涨，PMI出厂价格指数和原材料购进价格指数分别为58.5和66.7，比上月分别上升1.3、回落0.4个百分点，明显强于季节性，且终端工业品价格环比继续上行，也印证终端需求较强。根据模型推论，PPI环比持平或略高于上月，环比大约1.0%-1.1%，由于去年2月低基数效应，今年2月PPI同比或大幅上行至2%以上。库存方面，2月PMI原材料、产成品库存指数分别回落1.3、1.0个百分点至47.7、48.0，一方面是春节终端需求相对旺盛，另一方面可能因前期原料端价格上升传导顺畅。制造业生产经营活动预期上升1.3个百分点至59.2，表明企业对节后生产经营活动仍较为乐观。

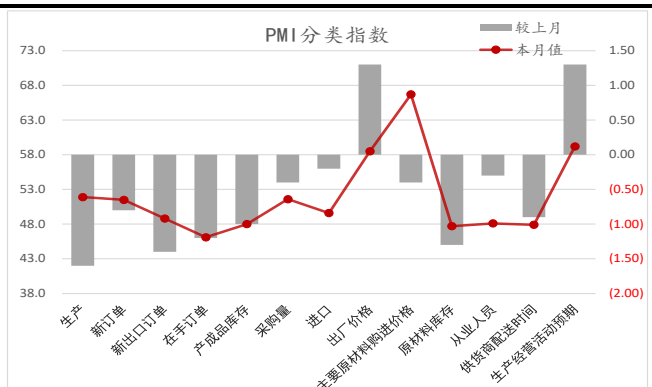
非制造业商务活动指数为51.4，比上月回落1.0个百分点，建筑业PMI为54.7，较上月回落5.3个百分点，受春节效应影响较大。服务业PMI为50.8，比上月回落0.3个百分点，从行业情况看，与居民消费密切相关的零售、餐饮、娱乐等均位于扩张区间且高于上月，行业经营活动相对活跃；住宿、资本市场服务、租赁及商务服务位于临界点以下。表明就地过年对近距离消费有带动，对远距离消费有拖累。从市场预期看，建筑业、服务业业务活动预期指数分别为68.2、63.2，分别高于上月14.6、7.9个百分点，企业对节后建筑业、服务业市场发展前景仍较为乐观。服务业修复预期明显，反映疫情约束进一步减退，经济修复确定性进一步增强。总体来看，2月PMI回落主要受春节季节性影响，但应密切关注出口-生产链条与服务业-内需链条之间可能的景气度切换。

图3. 2月官方制造业PMI为50.6



数据来源: Wind, 中财期货研究院

图4. 分项指数多回落



数据来源: Wind, 中财期货研究院

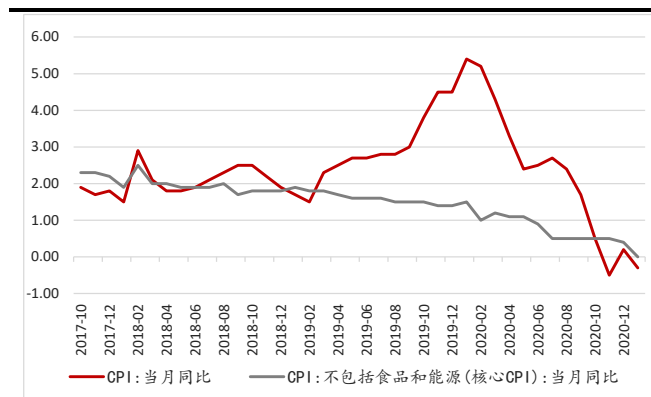
2.2 通胀: CPI 回落, PPI 回升

1月国内CPI同比-0.3%，较2020年12月回落0.5个百分点，略不及预期，环比为1.0%；核心CPI同比-0.3%，较上月回落0.7个百分点，环比仍录得0.1%。1月CPI同比回落主要因去年高基数因素，环比涨幅其实不差，为12个月内最高值；核心CPI环比涨幅也录得正值，但相较往年同期偏弱，表明核心消费需求依然受到

国内疫情防控的较大扰动。1月食品价格同比1.6% (+0.4%)，主要食品均继续上涨，猪肉、鲜菜及鲜果价格较上月分别上涨5.6%、19%和2.3%，鲜菜价格大涨主要因天气因素，猪肉则主要受到节前消费、饲料成本上升等因素影响；但春节错月基数因素下猪肉价格同比录得-3.9%、跌幅扩大，鲜果同比1.3%、涨幅缩小。非食品价格环比0.3%，同比-0.8%，同比大降也多因基数因素，为CPI同比为负的主要拖累；环比来看，仅衣着价格回落0.4%，其他分项均有所上涨；但去年1月恰逢春节、且疫情影响尚未显现，服务价格上涨较多，高基数因素下交通通信、教育文娱、医疗保健以及其他用品服务同比均有较大幅度回落，表明局部疫情反弹下多数服务消费需求弱于季节性。

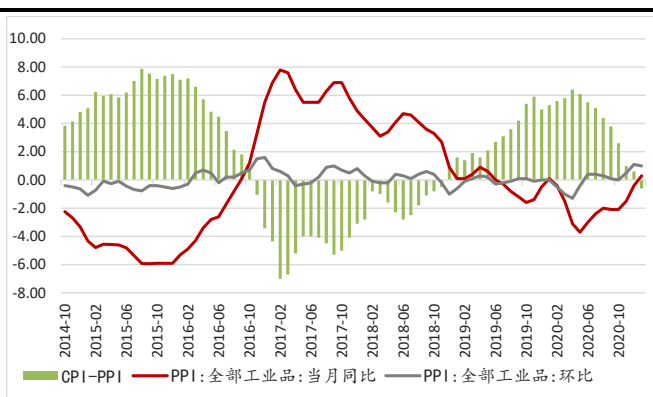
1月PPI同比升0.3%，环比大幅上升1.0%，大致符合预期；原油、铁矿石等国际大宗商品价格延续上涨势头，国内需求持续改善、生产稳定、低温天气下取暖需求增加，带动国内石油、金属及煤炭等相关行业价格上涨。分项看，PPI生产资料同比0.5%、较上月回升1.0个百分点，生活资料同比-0.2%、较上月回升0.2个百分点。生产资料中，上游采掘、原材料工业、加工工业价格同比分别反弹1.4、0.8和1.0个百分点；生活资料中，食品、一般日用品价格有所反弹，但耐用消费品价格仍偏弱，同比、环比分别录得-1.8% (+0.0%)、-0.1%。此外，本次发布的CPI及PPI数据为2020年基期轮换后首次数据发布；据国家统计局，新基期的权数总体变动不大。其中，食品烟酒、衣着、教育文化娱乐、其他用品及服务权数约比上轮分别下降了1.2、1.7、0.5和0.4个百分点，居住、交通通信、医疗保健权数约比上轮分别上升了2.1、0.9和0.9个百分点，生活用品及服务权数变动不大。本次基期轮换对总指数的影响相对较小，对CPI和PPI各月同比指数的影响平均约为0.03和0.05个百分点。

图 5. CPI 同比回落至-0.3%



数据来源：Wind, 中财期货研究院

图 6. 1月PPI 同比回升至0.3%



数据来源：Wind, 中财期货研究院

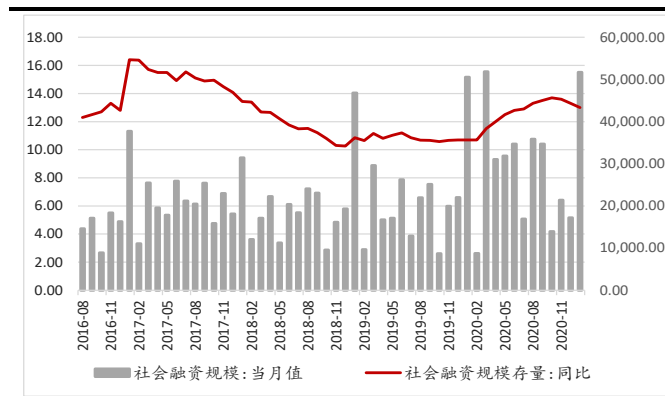
2.3 金融：年初超预期

1月社会融资规模增量为5.17万亿，同比多增1165亿，明显高于市场预期；存量增速下降0.3个百分点至13.0%，广义流动性拐点进一步确认。1月对社融增量贡献较大的分项主要是信贷和非标中表外票据，表明实体融资需求不弱；政府债券则由前期的拉动项转为拖累。部分金融数据受到了春节错位及去年疫情拖累下低基数的影响，如居民短贷、M1等。年初银行贷款额度相对充足、实体融资需求旺盛，对实体经济发放的人民币贷款新增3.82万亿，同比多增3276亿；非标整体则由上月的拖累转为正向拉动，未贴现银行承兑汇票为主要贡献，而信托贷款仍然有所拖累：非标合计新增4151亿、同比多增2342亿；其中未贴现银行承兑汇票当月新增4902亿、同比多增3499亿，信托贷款当月减少842亿、同比多减1274亿且降幅有所趋缓，委托贷款当月新增91亿、同比多增117亿。表外与表内票据的此消彼长或表明了表内额度的相对紧张。政府债券仅新增2437亿、同比少增5176亿，为主要拖累，受到去年专项债发行前置下高基数影响。信用债违约风波影响减弱，企业

债券市场融资功能逐渐恢复：1月企业债券净融资 3751 亿、同比仅少增 216 亿；股票融资 991 亿、同比多增 382 亿。贷款方面，企业端来看，1月新增中长期贷款为 20400 亿，同比多增 3800 亿、较上月扩大，表明实体经济融资需求不弱，尤其是制造业，出口强劲及较好的盈利预期加大了企业资本开支的动力；短期贷款新增 5755 亿、同比少增 1944 亿，票据融资新增-1405 亿、同比-5001 亿，主要反应了信贷额度控制的影响。居民端看，1月新增贷款为 12700 亿，其中短期贷款、中长期贷款分别新增 3278 和 9448 亿，同比分别多增 4427 和 1957 亿，居民长贷多增一方面受到购房需求较强的影响，也符合一月信贷开门红的惯例；短贷大幅多增可能受到了春节错位及去年疫情影响下低基数的影响，不考虑此因素影响下居民短贷或与往年规模相近。考虑到去年的基数影响，同比角度 2 月居民贷款可能仍会呈现向好局面，而企业短贷也将持续走弱。

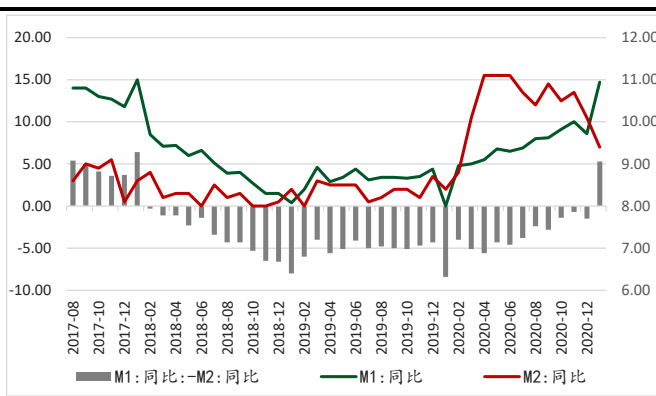
1 月 M2 同比增长 9.4%，增速回落 0.7 个百分点，降幅超过社融，主要受到财政存款大幅高增影响；M1 同比为 14.7%、大幅回升 6.1 个百分点，剔除低基数因素同比涨幅仍明显抬升，主要因春节错位、房地产销售较强及企业利润好转下资金活化程度提高。1 月人民币存款新增 35700 亿，同比多增 6900 亿，企业存款、财政存款为拉动，居民及非银存款为拖累；企业与居民端存款的此消彼长主要受到了春节错位因素的影响，20 年春节是 1 月下旬，年底发奖金等因素企业流动性转化为居民流动性，而 21 年春节在 2 月；而企业与居民存款的反向变动或也是 M1 与 M2 增速反向变化大的重要因素。1 月企业存款新增 9484 亿、同比多增 25584 亿，居民存款则新增 14800 亿、同比少增 27600 亿；财政存款新增 11700 亿、同比多增 7698 亿，1 月政府债减量发行下财政存款依然录得多增，或表明假期及季节性因素下，政府净支出相对较弱及缴税规模较大的影响。整体来看，社融增速仍在回落中，但表内信贷投放依然较强，使得社融回落速度低于预期。我们理解，控宏观杠杆下全年信贷额度或略低于去年水平，M2 及社融增速也将较去年有所回落，但从绝对值上仍处于较高水平；结构上来看，今年社融由于资管新规过渡期结束、政府债发行或同比减少及信用债融资仍未完全恢复等因素，有望形成表内较强表外较弱的局面。

图 7. 1 月社融存量增速回落至 13.0%



数据来源：Wind, 中财期货研究院

图 8. M1、M2 增速分化



数据来源：Wind, 中财期货研究院

三、政策端：MLF 等额续做

3.1 货币端：价稳量平

节后首日等额续作 MLF，春节后现金逐步回笼。2 月 18 日，为维护银行体系流动性合理充裕，央行开展了 2000 亿元 MLF 操作（含对 2000 亿元 MLF 到期的续做），中标利率 2.95%，实现 MLF 等额续做，释放中性信号。2 月 20 日 LPR 报价为：1 年期 3.85%，5 年期以上为 4.65%，符合预期；为 2020 年 5 月起，LPR 连续 10 个月保

持不变。2月18日、19日连续两天开展200亿元7天逆回购操作；18日有2800亿元逆回购到期，当日实现流动性净回笼2600亿元，短期内资金将维持紧平衡。但价重于量、货币政策未全面转向，仍然在“不急转弯”的基调下，保持稳健中性。

3.2 重设增长目标，政策保持持续性

重设经济增长目标。考虑到疫情影响下不确定性较大，2020年末设立GDP增长目标；2020年下半年以来，国内经济持续修复，其中四季度当季同比增长已达6.5%。本次报告重提经济增长目标，并将2021年经济设定为6%以上，并指出“与今后目标平稳衔接”，这或许意味着6%左右的增长目标是政府认可的可持续的增长速度。由于去年的基数效应，今年整体经济数据或呈现“前高后低”；同时去年全年的低基数效应也意味着今年实现增长目标压力不大，在正常情况下并不需要强力的财政货币刺激即可“达标”。报告设定城镇调查失业率目标5.5%左右，较去年（6.0%）下调0.5个百分点；城镇新增就业目标1100万人以上，较去年（900万）上调200万。居民消费价格（CPI）涨幅目标3%左右，较去年（3.5%）下调0.5个百分点，结合当前通胀走势，是更为合理的目标。

财政政策：提质增效、可持续性。今年报告对于财政政策的定调仍为积极的财政政策，但同时强调提质增效、可持续性，赤字率及专项债规模均有所下调。今年赤字率拟按3.2%左右安排、比去年（3.6%）有所下调，但仍高于疫情前（2.8%）；整体财政政策仍偏积极，也是为了政策突然转向导致地方财政收支困难或债务风险。由于财政收入恢复性增长，今年财政支出的规模比去年增加，重点仍然是加大对保就业民生保市场主体的支持力度。将2.8万亿元中央财政资金纳入直达机制、规模明显大于去年；同时继续执行结构性减税政策，支持市场主体恢复和增强活力。在政府债融资方面，报告提出拟安排发行地方专项债3.65万亿元，较2020年减少1000万元；并不再发行抗疫特别国债。由于经济内生动能逐渐恢复，预计今年投向基建投资较去年较高增速时期略偏平稳，政策可能会更关注生态环保、社会事业等。

货币政策：延续“不急转弯”，或向科技、小微领域倾斜。与央行等部门之前的表述相比，货币政策基本的定调未变：灵活精准、合理适度，货币供应和社融增速与名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。但需要注意的是：一是此次报告重点强调“把服务实体经济放到更加突出的位置”，主要是解决小微企业融资问题和引导信贷投放向科技创新、绿色发展倾斜；二是防风险优先级上升，报告强调“处理好恢复经济与防范风险的关系”，根据央行此前相关报告，此类风险主要在房地产融资、影子银行、地方债务等领域。结合相关部门之前出台的房企融资“三道红线”、房地产贷款集中度管理等政策，房地产贷款增速预计将继续下滑，也意味着中期来看房地产投资增速中枢也将下行。

扩大内需。报告提出要多渠道增加居民收入，健全城乡流通体系，扩大县乡消费，稳定增加汽车、家电等大宗消费。取消对二手车交易不合理限制，增加停车场、充电桩、换电站等设施，加快建设动力电池回收利用

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_1084

