

宏观月报

宏观金融

国元期货研究咨询部

经济扩张放缓 经济结构改善

主要结论:

电话: 010-59544994

2021 年经济继续修复并且修复进程不断深化, 经济继续稳健上行, 消费逐步复苏, 经济结构渐进改善。经济增长内生动能将延续增强趋势。2021 年宽松货币政策将有序退出, 金融数据的高点已过, 大概率回归常态。财政扩张力度大概率较 2020 年收缩。政府赤字率下降, 经济总体杠杆率持稳。

年内生产端应延续强势, 需求端应逐步有明显好转。国内消费正常化, 消费水平随之上升。今年中国在全球经济复苏的进程中起到引领作用。

相关报告

目 录

一、经济扩张放缓.....	1
二、PPI超预期上行.....	10
三、外贸维持高景气.....	13
四、金融数据回落.....	14
五、后期宏观趋势研判.....	18

附 图

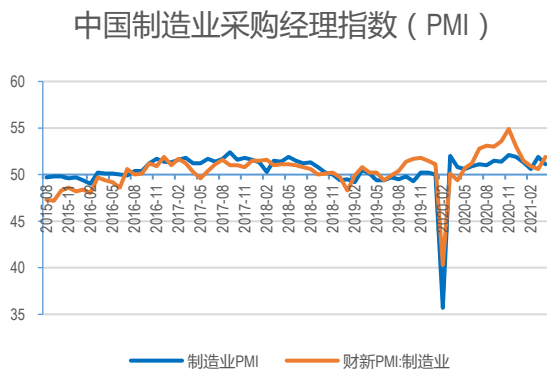
图 1: 制造业 PMI.....	1
图 2: 非制造业 PMI.....	1
图 3: PMI 生产和新订单指数.....	2
图 4: 各类型企业 PMI.....	2
图 5: 工业增加值.....	4
图 6: 工业增加值.....	4
图 7: 固定资产投资.....	6
图 8: 基础设施投资.....	6
图 9: 财政收入.....	7
图 10: 财政支出.....	7
图 11: 房地产开发投资.....	8
图 12: 社会消费品零售总额.....	8
图 13: 工业企业利润总额累计值.....	10
图 14: 当月利润.....	10
图 15: CPI.....	11
图 16: CPI 新涨价因素与翘尾因素.....	11
图 17: PPI.....	12
图 18: PPI 新涨价因素与翘尾因素.....	12
图 19: 进出口同比.....	13
图 20: 月度进出口数据.....	13
图 21: 货币供应.....	15
图 22: 社会融资规模.....	15
图 23: M2、社会融资剪刀差.....	16
图 24: 贷款余额同比增速.....	16
图 25: 外汇储备.....	17
图 26: 外汇占款.....	17

2021 年中国经济增速将延续上升趋势，同比经济数据前高后低，上半年会显著高于下半年，环比数据则不会有特别显著的波动。2021 年初由于局部疫情、春节放假等突发、季节性因素的影响，经济增长步伐有一定程度的放缓。之后消费回升，经济保持稳健增长态势。上半年工业品价格大幅上涨，对生产端产生重要影响。

一、经济扩张放缓

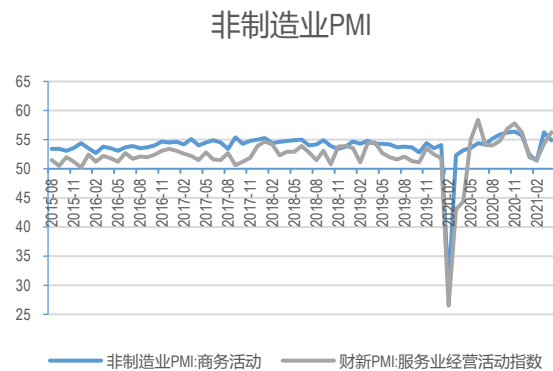
领先指标来看，5 月制造业 PMI 小幅回落服务业 PMI 小幅回升。5 月 PMI 回落跟原材料价格高且波动大影响生产成本限制当期产量，企业主动降低在手订单有很大的关系，工业品价格不断走高最终对工业生产形成负面影响。5 月需求复苏跟进、服务业景气度较高，建筑业走强。

图 1：制造业 PMI



数据来源：Wind、国元期货

图 2：非制造业 PMI



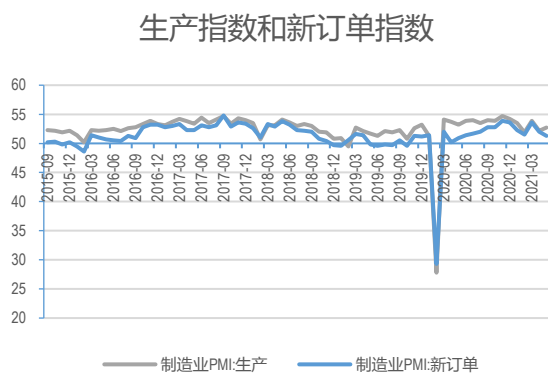
数据来源：Wind、国元期货

2021 年 5 月 PMI 数据回落,生产偏弱需求偏强。5 月官方制造业 PMI 为 51%，较 4 月下降 0.1 个百分点，连续 15 个月处于临界点上方，制造业维持扩张。5 月官方非制造业 PMI 为 55.2%，较 4 月上升 0.3 个百分点，非制造业保持较高景

气度。其中服务业小幅回落、建筑业回升，服务业 PMI 指数 54.3%，小幅下行 0.1 个百分点，建筑业 PMI 指数 60.1%，回升 2.7 个百分点，建筑业保持高景气。

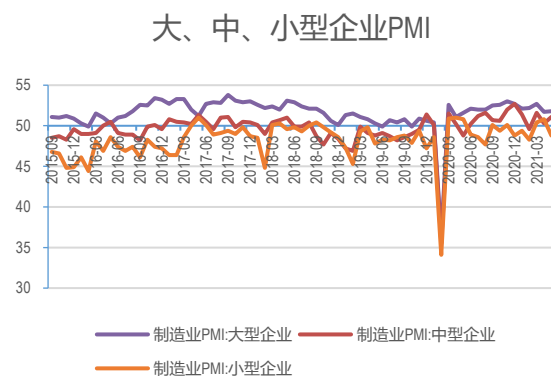
5 月大型企业 PMI 为 51.8% 比上月上升 0.1 个百分点、中型企业 PMI 为 51.1 上升 0.8 个百分点、小型企业 PMI 为 48.8% 下降 2 个百分点，小型企业制造业 PMI 大幅下降，低于临界点。不同规模企业景气波动可以部分解释官方与财新 PMI 的走势矛盾。

图 3：PMI 生产和新订单指数



数据来源：Wind、国元期货

图 4：各类型企业 PMI



数据来源：Wind、国元期货

从分类指数来看，5 月构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中仅生产指数较上月上升。5 个分类指数中生产、新订单指数高于临界点。

其中生产指数为 52.7% 回升 0.5 个百分点，生产扩张加速；新订单指数为 51.3% 回落 0.7 个百分点，企业接单意愿下降；原材料库存指数 47.7% 回落 0.6 个百分点，原材料价格较高，企业不愿增加库存；从业人员指数为 48.9% 回落 0.7 个百分点，用工下降；供应商配送时间指数 47.6% 回落 1.1 个百分点，原材料交货时间延长。

进出口重要指标显示，新出口订单指数 58.3% 回落 2.1 个百分点，进口指数为 50.9 % 回升 0.3 个百分点，出口走弱、进口走强，预示后期外贸高位回落概率大。

生产方面，工业生产维持强势。去年二季度以来的强势，工业生产一直保持高增长，工业增加值同比增速超过疫情之前的水平。全球制造业进入上行阶段，外需较强带来出口订单支持。由于去年的低基数给今年的同比数据分析造成了很大的干扰，统计局公布了两年平均增长率，参照环比数据来进行分析判断。

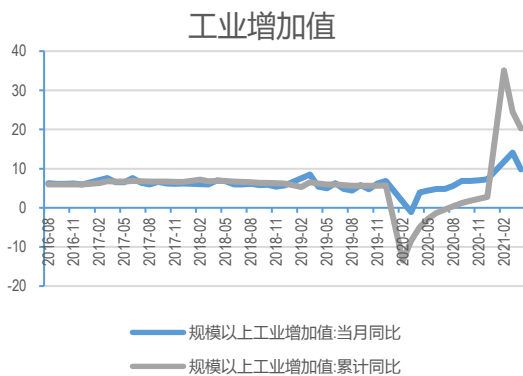
2021 年 1-4 月中国工业增加值同比增长 20.3%，虽较 1-3 月的增速收窄 4.2 个百分点，仍处于相对较高水平。4 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 9.8%，增速较上月回落 4.3 个百分点，比 2019 年同期增长 14.1%，两年平均增长 6.8%。环比来看，4 月季调后规模以上工业增加值环比增长 0.52%，较 3 月的 0.6% 小幅下滑。考虑到 2019 年 3 月的基数较高、4 月基数较低，4 月工业增加值增速正常反弹，表现基本平稳。生产端持续强势，已经超过疫情之前的水平。

4 月份三大门类中采矿业增加值同比增长 3.2% 增速回升 0.3 个百分点，制造业增长 10.3% 增速回落 4.9 个百分点，电热燃气水增长 10.3% 增速回落 3.6 个百分点。制造业持续保持了较高增速，采矿业有所回升。41 个行业大类中有 37 个行业增加值保持同比增长，与 3 月持平；612 种产品中有 445 种产品同比增长，较 3 月减少 60 种。上下游产出走势分化，中游电气机械、通用设备、专用设备行业，下游机电产品、医药制造业生产保持强势，上游黑色金属加工、有色金属

加工和化学原料行业小幅下滑持续下行，大宗商品价格上涨对于上游需求产生抑制。

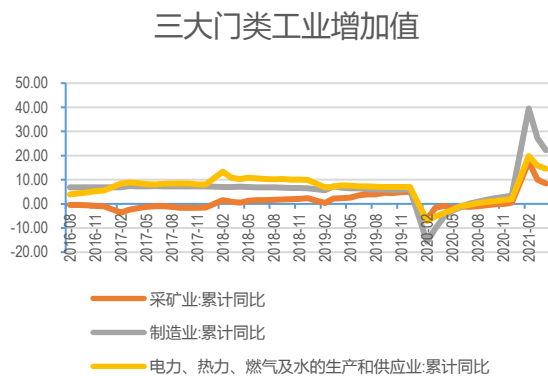
国内生产端已经超过疫情之前的水平，而需求响应相对滞后。4月份消费表现低于市场预期，由于内部需求不足，市场对于生产端增长能否较长时间维持强势存有疑虑。目前净出口较强一定程度弥补了供需缺口缓解供需矛盾。由于基数效应二季度工业增加值增速应较一季度回落。

图 5：工业增加值



数据来源：Wind、国元期货

图 6：工业增加值



数据来源：Wind、国元期货

投资方面，固定资产投资增速小幅上升，整体仍较低。投资的主要构成中地产投资继续向好，基建投资走弱，制造业投资加快修复。

1-4 月份中国固定资产投资 14.4 万亿元，同比增长 19.9%，较 2019 年同期增长 8%，两年平均增速为 3.9%，较 1-3 月的 2.9% 有所提高。其中民间投资 8.25 万亿元，同比增长 21%，2019 年 1-4 月 9.31 万亿。房地产和制造业投资带动固定资产投资两年平均增速加快带动投资增速整体上升。

分产业看，第一产业投资 0.36 万亿元，同比增长 35.5%；第二产业投资 4.2 万亿元，同比增长 21.7%；第三产业投资 9.8 万亿元，同比增长 18.7%。第二产业投资恢复进展较慢，第三产业的进展比较稳健，可以部分对基建投资不足的影响。二季度投资继续修复的概率较大。

制造业投资方面，1-4 月制造业投资同比增长 23.8%，两年平均下降 0.4%，较 1-3 月的下降 2% 小幅收窄。制造业投资边际加速，但较 2019 年同期仍是负增长，即尚未恢复至疫情前水平。主要是今年春节较晚，制造业投资通常在年后落实。另一方面年初局部疫情对企业投资信心有一定影响，观望情绪较重。3 月份之后由于需求支撑，制造业投资有望提速。

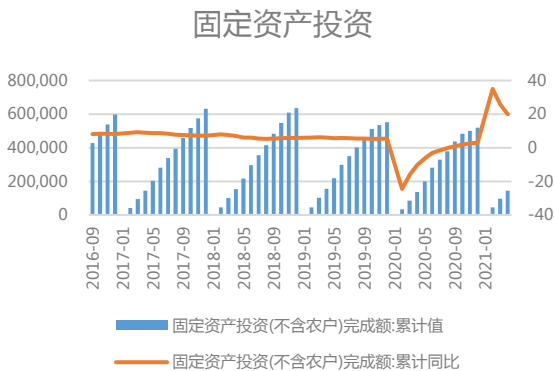
基础设施投资方面，增速放缓。今年地方专项债额度下达较去年晚，财政支出进度较慢。1-4 月基础设施投资增速同比增长 18.4%，两年平均增长 2.4%，较 1-3 月份大体持平。4 月单月同比增长 2.8%，较 3 月 21.6% 下降；两年平均增速 3.8%，较 3 月 5.8% 回落。由于基数影响，对于趋势较难判断，不过仍能得出基建投资不强的结论。二季度基建应小幅提速，一方面有节后复工追赶进度，另一方面年初财政要求加快过去已发行专项债的资金使用。但从全年看，基建投资扩张空间有限，基础设施投资主要起到宏观政策逆周期调节的作用，在经济恢复正常之后，基建托底投资、托底经济的紧迫性下降。

在结构方面基建投资或依据政策导向调整，代表传统基建的电力、铁路、公路等领域的投资增速下降，但是新基建方向的智能交通基础设施，智慧能源基础设施以及国家大力发展的充电桩、光伏、风电这些产业增速提高。

今年基建托底的重要性仍存。从财政约束的角度来看，今年财政收支较为

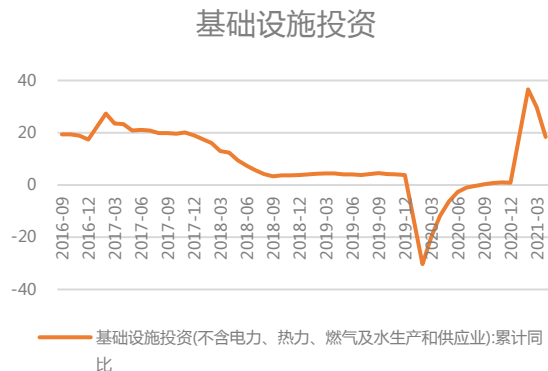
平衡、财政压力较小，对下半年的基建托底留有余力，下半年财政将根据经济状况相机抉择。但在稳杠杆阶段对于2021年财政政策扩张的力度不宜预期太高，大概率较2020年收缩。

图 7: 固定资产投资



数据来源: Wind、国元期货

图 8: 基础设施投资

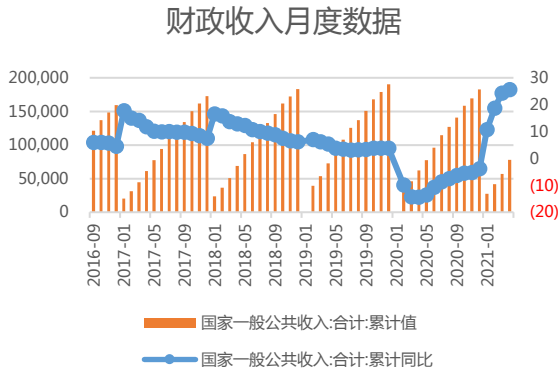


数据来源: Wind、国元期货

从财政约束的角度来看，2021年下半年财政对于基建托底尚留有余力。由于经济修复带来税基扩大、逆周期调节诉求下降，今年财政收入支出增速差大幅高于往年。1-4月全国一般公共预算收入78008亿元，同比增长25.5%，与2019年同期相比增长7.4%，两年平均增长3.2%，收入实现恢复性增长。全国一般公共预算支出76396亿元，同比增长3.8%，与2019年同期相比大体持平，财政支出增速明显降低。

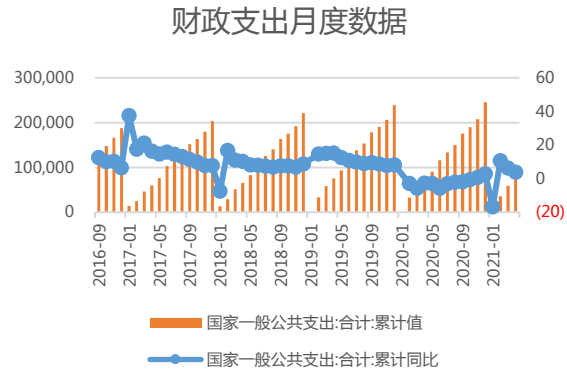
但2021年内国家财政支出能消减的地方也不多，诸多民生、就业、企业纾困等问题还需要政府扩大支出解决。2021年预算安排新增地方政府债务限额44700亿元，与2020年相比减少了2600亿元。在政府杠杆率不能大幅上升的条件下，对于财政政策托底基建的力度不宜预期太高。

图 9：财政收入



数据来源：Wind、国元期货

图 10：财政支出



数据来源：Wind、国元期货

房地产开发投资表现强于其他领域。由于需求支撑较强，在主要投资板块中，房地产投资属于较为强势的部分。1-4 中国房地产开发投资 4.02 万亿，同比增长 25.6%，较 2019 年同期增长 17.6%，两年平均增长 8.4%，较 1-3 月提高 0.8 个百分点。地产韧性仍强。

施工方面，1-4 月房屋施工面积 81.9 亿平方米，同比增长 10.5%，较 1-3 月下降 0.7 个百分点；新开工面积 5.4 亿平方米，同比增长 12.8%，较 1-3 月下降 15.4 个百分点；竣工面积 2.27 亿平方米，同比增长 17.9%，较 1-3 月下降 5 个百分点。新开工下滑受房地产政策收紧影响。

销售方面，1-4 月商品房销售面积 5.03 亿平方米，同比增长 48.1%，较 2019 年同期增长 19.5%，两年平均增长 9.3%，较 1-3 月下降 0.6 个百分点。销售额 5.36 万亿元，同比增长 68.2%，较 2019 年同期增长 37%，两年平均增长 17%，较 1-3 月下降 2.1 个百分点。地产销售持续向好，销售数据一直比较乐观。房地产销售反应居民购房需求仍然旺盛。

年初以来地产政策一直较紧，地产信贷受到严厉监管。地产政策导向上中央一直坚持房住不炒，又以因城施策为补充，市场主流观点认为 2021 年房地产投资增速不会太高，由于监管严格与高基数的影响，房地产投资增速或逐渐回落。今年实行土地集中供应可能给土地成交带来一定延迟。

图 11: 房地产开发投资

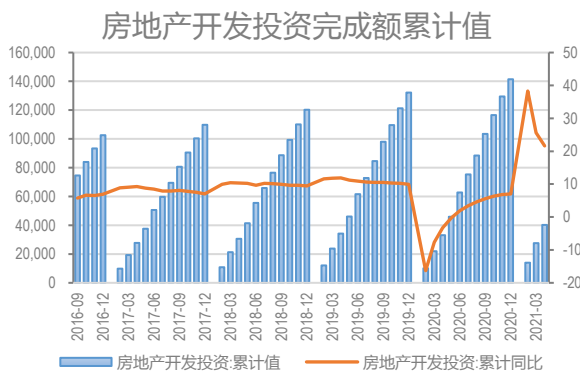
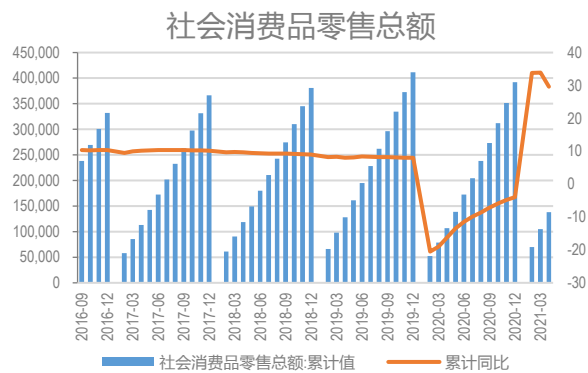


图 12: 社会消费品零售总额



数据来源: Wind、国元期货

数据来源: Wind、国元期货

市场主流观点认为 2021 年房地产投资增速持续处于高位有压力，回落的概率较高，全年投资增速不会太高。而制造业投资能够低位回升对冲房地产投资的下滑影响，基建稳定依然起到托底经济的作用。整体来看，2021 年主动性投资需求将继续回升，同时扩张性的财政政策在投资领域起到重要作用，逆周期调节政策会起到托底作用。

消费方面，社会消费品零售总额增速回落，消费弱于预期。年初受到了突发局部疫情以及就地过年政策的影响消费较低，3 月份之后局部疫情消除，消费逐步回升。1-4 月社会消费品零售总额 13.8 万亿，同比增长 29.6%，两年平均增

速为 4.2%，较 1-3 月持平。4 月份单月社销总额 3.32 万亿，两年平均增速为 4.3%，较 3 月份下降 2 个百分点。从环比看 4 月份社会消费品零售总额增长 0.32%，低于往年同期水平。由于就业、收入等方面的压力，消费时需求端回升最缓慢的部分，距离疫情之前的水平尚有不小的缺口。后疫情时期全国居民的消费行为发生了显著的结构变化，餐饮消费处于较低水平，网络零售保持较高增速。

居民收入对消费有比较大的影响，一季度居民收入大幅提速对消费持续回升较为有利。季度年全国居民人均可支配收入 9730 元，同比名义增长 13.7%，实际增长 13.7%。3 月份全国城镇调查失业率为 5.5% 较 20 年末的 5.2% 有一定程度的反弹。与疫情前相比居民就业、收入方面的增长尚有一定压力。

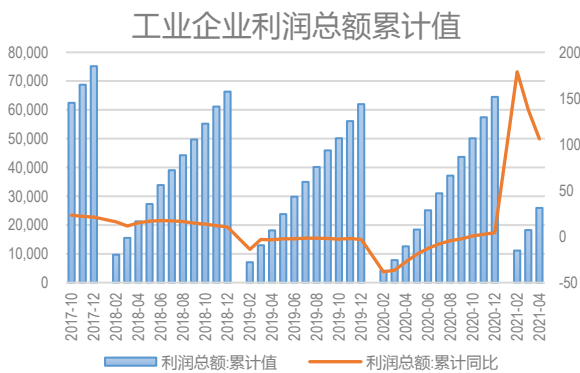
2021 年二季度由于去年的基数很低、当季居民收入提升，加之补偿性消费，消费增速大概率反弹，社零增速继续回升。

企业经营方面，企业盈利继续改善。今年疫情之后复苏逐渐深化工业企业经营状况继续向好，企业利润超季节性增长。

2021 年 1-4 月全国规模以上工业企业实现利润总额 2.6 万亿元，同比增长 1.06 倍，比 2019 年同期增长 49.6%，两年平均增长 22.3%。在 41 个工业大类行业中，39 个行业利润总额同比增加，上、中游行业利润增速受价格上涨推动，石油、煤炭、化工、有色等行业利润增速改善幅度较大。上中下游利润率均较上月有所提升。2021 年 1-4 月规模以上工业企业实现营业收入 37.8 万亿元，同比增长 33.6% 增速较快，量价齐升、营业收入数据进一步好转，带动利润率继续高。各项指标均相互印证显示企业经营压力缓解。

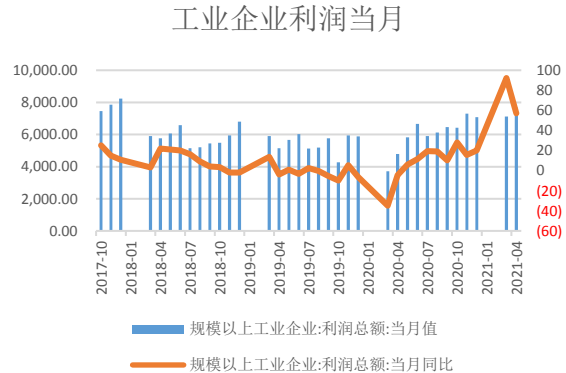
1-4月工业企业利润超高增速的主要原因有基数因素、经济修复深化、工业品价格上涨、海外需求走强。考虑到制造业复苏进程还在不断深化，叠加低基数，二季度工业企业利润增速应继续走好。

图 13: 工业企业利润总额累计值



数据来源: Wind、国元期货

图 14: 当月利润



数据来源: Wind、国元期货

二、PPI 超预期上行

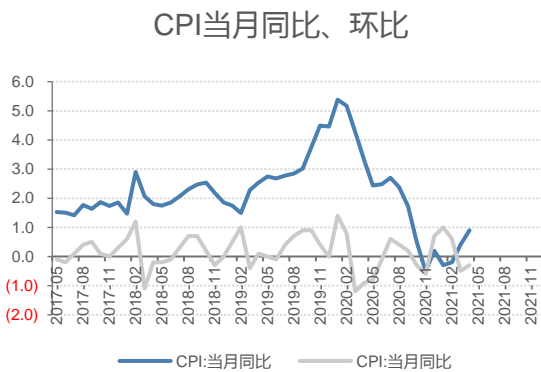
4月份价格指标继续回升，CPI处于低位，PPI涨幅超预期。CPI同比上涨0.9%，回升0.5个百分点，环比下降0.3%；PPI同比上涨6.8%，上升2.4个百分点，环比上涨0.9%。消费品价格表现较弱，工业价格继续上扬，CPI\PPI剪刀差持续扩大。

CPI方面，2021年4月CPI同比增长0.9%，较上月涨幅扩大0.5个百分点，环比-0.3%，环比降幅收窄0.2个百分点。4月核心CPI同比上涨0.7%，环比上涨0.3%。CPI整体温和回升。CPI走势较弱，主要受到食品价格的拖累。4月份食品价格同比下降0.7%，非食品价格同比上涨1.3%。食品中，受去年同期基数

较高影响，猪肉价格同比下降 21.4%，降幅比上月扩大 3 个百分点。原油价格稳步上行，带动汽油、柴油和液化石油气价格上涨，上游涨价对下游价格的传导有限，非食品项整体温和。CPI 同比、环比数据明显弱于往年同期。

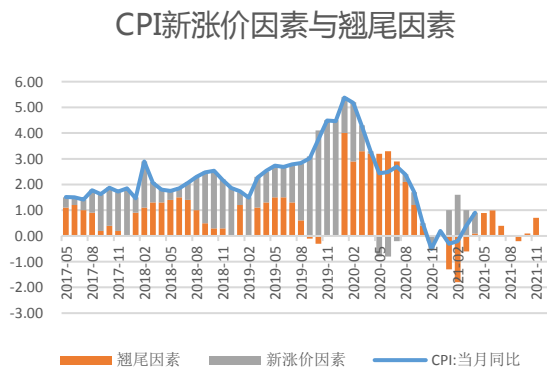
4 月份去年价格变动的翘尾影响约为 0.1 个百分点，比上月高 0.7 个百分点，新涨价影响约为 0.8 个百分点，比上月下降 0.2 个百分点。新涨价动能不强但持续性应该尚可，食品价格逐渐趋稳，能源价格有一定上行，叠加服务业需求好转，医疗、教育、房租等非食品价格易涨难跌。随着基数效应逐步消退，二季度 CPI 继续从低位小幅温和回升概率大。

图 15: CPI



数据来源: Wind, 国元期货

图 16: CPI 新涨价因素与翘尾因素



数据来源: Wind, 国元期货

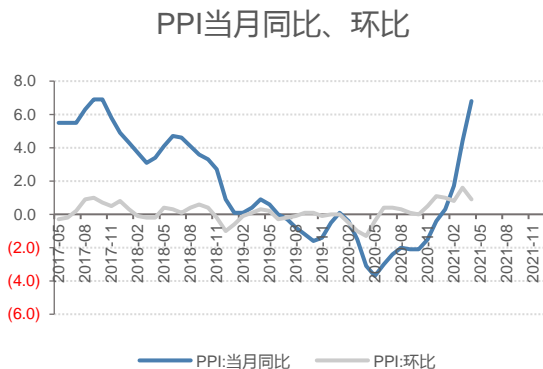
PPI 方面，工业品价格继续回升，印证生产端较强的市场判断。2021 年 4 月 PPI 同比上涨 6.8%，超出市场预期，涨幅扩大 2.4 个百分点，PPI 环比上涨 0.9%，涨幅收窄 0.7 个百分点，得益生产端较强，工业品需求不弱，上游工业品价格较强势。上游生产资料价格继续保持上扬态势，同比上涨 9.1%，下游生活资料仍乏力，同比 0.3%，价格走势分化。上游生产资料价格继续较快上扬，原油、有

色、黑色、煤炭产业链商品价格普遍大涨，随着上游工业品价格传导，中下游工业品价格也逐渐转暖。

据测算，在4月份6.8%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为2.5个百分点，新涨价影响约为4.3个百分点，工业品的新涨价动能较强。全球通胀预期、经济边际改善促使大宗商品需求预期升温及全球流动性宽松等因素，共同推动大宗商品价格上涨，带动PPI持续上行。

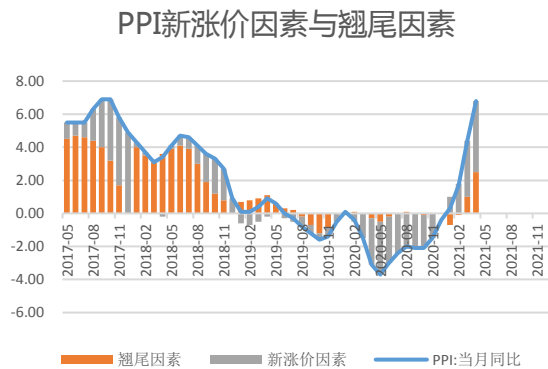
国内产出增长相对较快，工业品需求较好。国际方面，疫苗落地后全球需求复苏预期以及美国财政扩张预期支撑油价、有色、铁矿石价格处于高位。经济修复渐进式推进的过程没有结束，PPI仍处于上升过程中，二季度大概率继续攀升。

图 17: PPI



数据来源：Wind、国元期货

图 18: PPI 新涨价因素与翘尾因素



数据来源：Wind、国元期货

2021 年 CPI、PPI 走势分化。CPI 在 2021 年位于低位，先走低再回升，整体温和通胀；PPI 在 2021 年继续攀升，先回升再回落，整体高于 2020 年。

三、外贸维持高景气

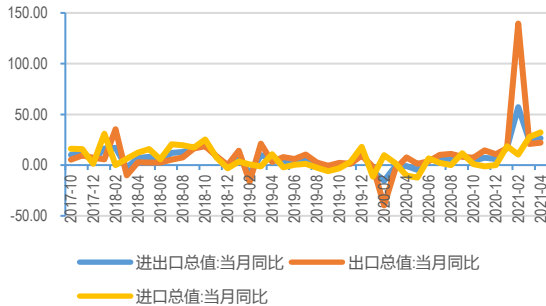
中国4月进出口表现强势。2021年1-4月份中国进出口总值11.62万亿，同比增长28.5%；出口6.32万亿，同比增长33.8%；进口5.3万亿，同比增长22.7%；贸易顺差1.02万亿元。单月来看，4月份中国进出口总值3.15万亿，同比增长22.6%；出口1.71万亿，同比增长22.2%；进口1.44万亿，同比增长32.2%；贸易顺差2765亿元。

不论从绝对数量还是增速来说今年年初外贸表现超预期。主要原因有以下三个方面。去年年初新冠疫情对贸易领域的冲击较大，导致外贸短期失速，去年同期基数极低。外需方面，疫苗落地之后英美等国接种进度较快，全球制造业进入上行趋势带动外部主要经济体增速加速，外需走强提振出口。1-4月对美、欧、日、东盟出口同比增速分别为49.3%、36.1%、12.6%、29%。对中国需求回升的强度也对应了这些国家经济快速修复需求回升的程度，基本和其经济数据走势相印证，美国、欧洲仍是拉动中国出口高增的主要动力。内需方面，工业上游产品量多数上升生产端需求较强，1-4月原油、铁矿砂、铜、集成电路进口数量同比增速分别为7.2%、6.7%、9.9%、30.8%。大宗商品价格快速上涨助推进口增长，截至4月份，铁矿砂、铜矿砂、大豆等商品进口价格同比上涨分别已经持续8个月、12个月和5个月。生产端一直较强，需求端的表现也好于预期，经济韧性较强内需表现不弱。

图 19：进出口同比

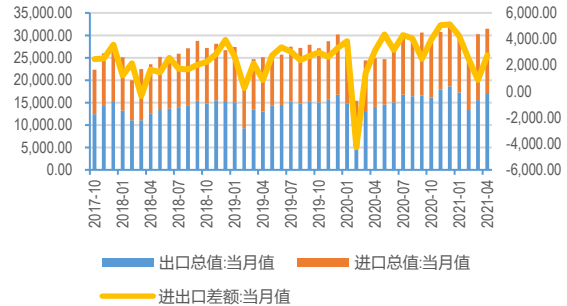
图 20：月度进出口数据

中国月度进出口增速



数据来源: Wind、国元期货

中国月度进出口数据



数据来源: Wind、国元期货

四、金融数据回落

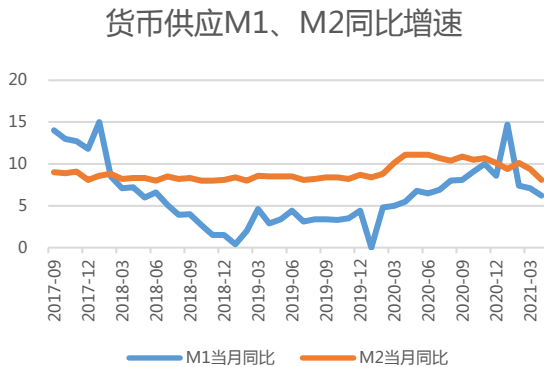
4月金融数据回落,略超市场预期。2021年4月M2余额226.21万亿元,同比增长8.1%;社会融资规模存量296.16万亿元,同比增长11.7%;人民币贷款余额181.88万亿元,同比增长12.3%。今年年初金融数据增速超预期上升之后3、4月份连续回落。此轮金融数据的高点已过,依据央行货币政策执行报告对于后续货币政策执行思路的表述,金融数据继续高增长的空间有限,大概率在现有水平上缓慢地小幅回落回归常态。

货币供应方面,4月份呈整体下降趋势。4月末M2余额226.21万亿元,同比增长8.1%,增速较上月下降1.3个百分点;M1余额60.54万亿,同比增长6.2%,较上月下降0.9个百分点;M0余额8.58万亿,同比增长5.3%,较上月上升1.1个百分点,当月净回笼现金740亿元。春节扰动之后,M0波动平缓。M1、M2下行,新增存款偏少,企业、居民部门企业流动性下降。

过于宽松的流动性容易引发通胀担忧,央行将依据经济状况逐步回收去年因疫情投放的货币,2021年宏观政策以稳杠杆为主,在稳杠杆阶段2021年总量政

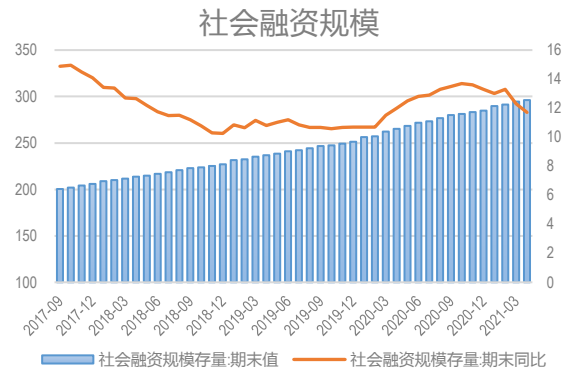
策大概率保持适度收敛。当前货币政策以稳为主，不会急转弯，保持总量收敛的基调。

图 21：货币供应



数据来源：Wind、国元期货

图 22：社会融资规模



数据来源：Wind、国元期货

社会融资方面，4 月表内、表外融资双降，叠加基数因素社融增速回落，融资需求走弱。由于去年 3 月份之后央行为对冲疫情导致的经济下行风险进行了逆周期调节，去年同期新增社融基数较高，今年社融增速继续回落的概率较大。

存量看 4 月社会融资规模存量为 296.16 万亿，同比增长 11.7%，比上月下降 0.6 个百分点。分项来看同比上升的有：实体经济人民币贷款 180.79 万亿元同比增长 12.7%，较上月下降 0.3 个百分点；政府债券 47.08 万亿同比增长 18.8%，较上月持平；企业债券 28.39 万亿同比增长 8.9%，较上月下降 2.8 个百分点；非金融企业境内股票 8.58 万亿同比增 14.2%，较上月上升 0.7 个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额为 3.61 万亿同比增长 5.9%，较上月下降 8.2 个百分点。同比下降的有：委托贷款 11.02 万亿同比降 2.5%，降幅较上月收窄 0.3 个百分点；信托贷款 5.87 万亿同比降 21%，降幅扩大 1.6 个百分点。表外压降继续，表内信贷

需求回落仍处于较高水平，债券融资下降，社融增速整体下降符合市场预期。

从增量看，4月社会融资规模增量为1.85万亿元，同比少增1.25万亿元。一方面是去年4月基数较高，另一方面表外融资压降、表内融资下滑。4月信托贷款减少1328亿元，同比多减1351亿元。人民币贷款增加1.28万亿元，同比少增3399亿元。企业债券净融资3509亿元，同比少5728亿元。表外、债券融资下滑幅度较大。

2021年在货币政策转向之后社融增速下降的概率较大。相对于名义GDP增速来说社融增速还有下降空间。

图 23: M2、社会融资剪刀差

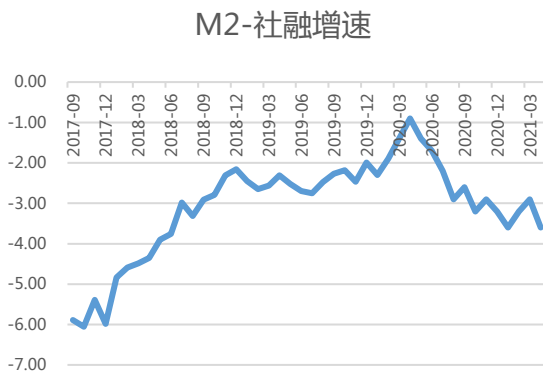
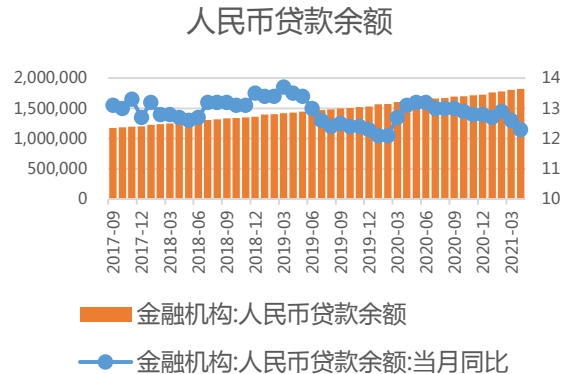


图 24: 贷款余额同比增速



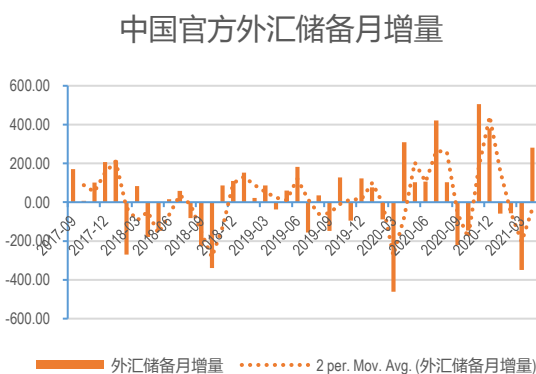
存贷款方面，4月份新增人民币贷款增速下降。存量看4月末人民币贷款余额181.88万亿元，同比增长12.3%，增速较上月下降0.3个百分点。增量看4月当月新增人民币贷款1.47万亿同比少增2293亿，信贷增速回落、增量依然维持强势。其中居民户新增人民币贷款5283亿，居民贷款中长期增加4918亿占比较多；企业贷款增加7552亿，其中中长期贷款新增6605亿，企业贷款继续呈现中

长期贷款新增比例较高趋势，企业中长期融资继续改善。中长期贷款增长较快，短贷和票据融资延续压降，信贷结构改善。

存款增长平稳，4月份人民币存款余额 226.69 万亿，同比增长 9.2%，增速较上月下降 0.7 个百分点。4 月当月存款减少 7252 万亿，同比多减 2 万亿。住户存款减少 1.57 万亿，企业存款减少 3556 亿，财政性存款增加 5777 亿元，财政投放力度不强。

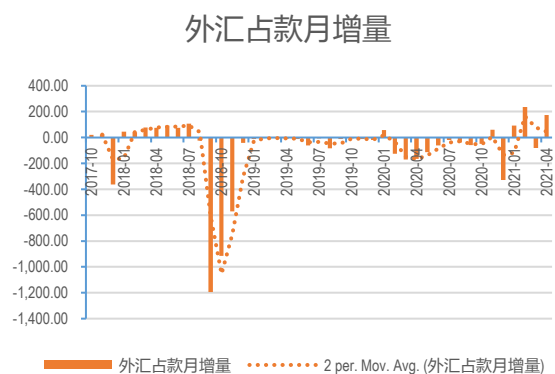
外汇储备规模平稳增长。中国 2021 年 4 月外汇储备为 31982 亿美元，较 3 月末上升 282 亿美元，4 月我国外汇收支交易平稳有序，外汇市场供求保持基本平衡。估值因素是导致 4 月外汇储备规模小幅回落的主要原因，4 月美元指数下降，主要国家债券资产价格上涨。中国中长期基本面依然稳健，外汇储备具有长期稳定的基础。

图 25：外汇储备



数据来源：Wind、国元期货

图 26：外汇占款



数据来源：Wind、国元期货

外汇占款规模基本稳定在 21 万亿。

对于 2021 年货币政策基调应较 2020 年收紧，金融数据大概率回落，全面低于 2020 年。因 2021 年货币政策会根据经济增长和价格形势变化相机调整，且由于经济回归正常，名义 GDP 增速上行，现在的货币政策以稳为主又比较注重经济增速与货币供应、社融增速相匹配，故金融数据回落的幅度也不会太大。

五、后期宏观趋势研判

2021 年经济继续修复并且修复进程不断深化，经济继续稳健上行，消费逐步复苏，经济结构渐进改善。由于基数影响，上半年表观经济增速会显著高于下半年，环比数据则不会有特别显著的波动。经济增长内生动能将延续增强趋势。

年内生产端应延续强势，需求端应逐步有明显好转。国内消费正常化，消费水平随之上升。外部需求规模难减，中国疫情控制的领先优势仍在，依然有望成为全球净供应国。但原材料价格高且波动大影响生产成本，企业主动降低在手订单规避风险，从而限制当期产量，工业品价格不断走高最终对工业生产形成负面影响。

宏观政策方面，2021 年宽松货币政策将有序退出，财政扩张力度大概率较 2020 年收缩。政府赤字率下降，总体杠杆率增速下降。政府支出方面，从财政约束的角度来看，对于 2021 年财政政策扩张的力度不宜预期太高。

2021 年价格指标走势大概率分化，CPI 中枢低于 2020 年，PPI 中枢高于 2020 年。CPI 方面，在基数作用下 2021 年 CPI 先走低再回升。PPI 方面，在新涨价因素的作用下，PPI 上半年继续从底部回升之后再回落。

2021 年在主要国家研发的新冠疫苗先后上市以来，全球资本市场的风险偏好

逐步上升，市场开始对全球经济增长快速恢复。今年以来美国、欧元区经济数据表现强劲。主要经济体财政政策扩张、货币政策宽松。相对而言中国的宏观政策更加稳健务实，中国在经济、政策等多方面具有先行优势。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 21 层
电话：010-84555000

合肥分公司

地址：合肥市金寨路 329 号国轩凯旋大厦 4 层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115908

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）
电话：0592-5312522

大连分公司

地址：大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。
电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室
电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区民生路 1199 弄 1 号楼 3 层 C 区
电话：021-68400292

通辽营业部

地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦 12 层
电话：0475-6380818

合肥营业部

地址：合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115906、0551-68115888

郑州营业部

地址：郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室
电话：0371-53386892/53386809

青岛营业部

地址：青岛市崂山区香港东路 195 号 9 号楼 9 层 901 室
电话 0532-66728681

深圳营业部

地址：深圳市福田区园岭街道百花二路 48 号二层（深圳实验小学对面）
电话：0755-82891269

唐山营业部

地址：唐山市路北区北新西道 24 号中环商务 20 层 2003-2005 室
电话：0315-5105115

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室
电话：0571-87686300