

## 总量研究

## 不断验证，PPI如期走高，进击的制造业投资

——光大宏观周报（2021-04-11）

## 要点

## 本周关注：

我们在4月8日发布的报告《为什么我们强烈看好今年的制造业投资？》中坚定看好今年的制造业投资，并列举五大证据。**证据一：**产能利用率稳步回升，制造业结构性补库启动；**证据二：**PPI加速上行，企业利润快速修复；**证据三：**工业设备产量持续高增，制造业景气程度改善；**证据四：**企业融资需求旺盛，政策支持贷款流向制造业；**证据五：**“十四五”规划强调制造业高质量发展，产业链自主可控。

3月PPI数据已经得到验证，PPI环比加速上行，涨价不断向中下游传导。同时，金融委强调要注重“放水养鱼”，助企纾困，更好激发微观市场主体活力，政策对实体企业呵护之意十足。我们坚定认为，进入二季度，制造业将强劲反弹，成为拉动2021年经济复苏的主要引擎。

## 海外疫情：

美国本周单日新增平均在7.5万例左右，相对于上周平均6.5万例继续回升。德国、法国每日新增有所回升，英国、意大利每日新增有所减少。各国疫苗接种继续推进，美国每百人新冠疫苗接种量达到50.41剂，日均接种超302.9万剂。

## 海外政策：

拜登公布首个2022财年1.5万亿美元年度预算提案。美日就半导体产业链成立工作小组。新一轮伊朗核问题全面协议联合委员会政治总司长级会谈结束，会议无美方代表参加。

## 全球资产：

美国股市普遍收涨，美债收益率下行、通胀预期下降。英国、法国、德国股市上涨，意大利及俄罗斯股市下跌。原油价格下跌，黄金、白银小幅上涨，工业品普遍上涨。

## 央行观察：

**美联储：**风险来自新增感染，而非暂时性价格上涨，对物价上行并不担心。**欧洲央行：**尽管经济前景改善，但融资环境收紧为时尚早，委员会成员认为充足的货币刺激仍然是必要的。**俄罗斯央行：**将进一步加息。

## 国内观察：

4月以来，**上游：**原油价格环比下跌，动力煤均价环比上涨、焦煤均价环比下跌，铜价环比下跌，铝价环比上涨；**中游：**高炉开工率下跌，水泥价格指数环比上升，螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降；**下游：**商品房成交面积增幅缩窄，猪价、菜价、水果价格环比下跌；**流动性：**货币市场利率下行。

## 国内政策：

金融委强调要“放水养鱼”，助企纾困。国资委要求，地方国企需按时报送债务风险监测报表，权益类永续债占净资产比例不得超40%。发改委、商务部发布放宽海南自由贸易港市场准入条件的意见。住建部约谈5个城市，要求坚决遏制投机炒房。中国疫苗协会表示，年底前近7成国人有望接种新冠疫苗。一行两会发布33条金融措施，支持海南全面深化改革开放。

## 作者

## 分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002  
010-56513108  
gaoruidong@ebsecn.com

## 分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001  
0755-23946159  
zhaogege@ebsecn.com

## 相关研报

为什么我们强烈看好今年的制造业投资？  
——《全球朱格拉周期开启》第九篇  
(2021-04-08)

大国崛起背后的“人口钥匙”——《人口峭壁》  
第二篇 (2021-04-07)

全方位拆解拜登2万亿美元“美国就业计划”  
——《全球朱格拉周期开启》第八篇  
(2021-04-01)

基建开始发力，经济环比动能进一步提升——  
2021年3月PMI数据点评 (2021-03-31)

利率上升，能阻挡美国房市的进击势头吗——  
《全球朱格拉周期开启》第六篇 (2021-03-25)

新一轮朱格拉周期开启，哪些信号先行——《全球  
朱格拉周期开启》第五篇 (2021-03-24)

出生率下滑无法逆转，90后直面人口峭壁——  
《人口峭壁》第一篇 (2021-03-22)

1.9万亿法案参议院闯关成功，投向哪里，有何  
不同——《全球朱格拉周期开启》第四篇  
(2021-03-07)

两会亮点：实际财政超预期，推动基建强势反弹  
——2021年全国两会点评报告 (2021-03-06)

美国财政刺激步入最后一公里——《全球朱格拉  
周期开启》第三篇 (2021-03-03)

“碳中和”下的中国方案——《全球朱格拉周期  
开启》第二篇 (2021-03-01)

全球朱格拉周期开启：碳中和、美国更新、供应  
链再造——2021春季宏观策略报告  
(2021-02-22)

## 目 录

一、本周观点：不断验证，PPI 如期走高，进击的制造业投资 .....	4
二、海外观察 .....	7
2.1 海外疫情：美国新增确诊回升，疫苗覆盖已过半数 .....	7
2.2 海外经济：美国 4 月 3 日当周初请失业金人数回升 .....	8
2.3 金融与流动性数据：美债收益率下行、通胀预期下降 .....	9
2.4 全球市场：美国股市收涨，油价小幅下跌，工业品普遍上涨 .....	10
2.5 央行观察：美联储称风险来自新增感染 .....	11
2.6 海外政策：拜登公布首个 1.5 万亿美元年度预算提案 .....	13
三、国内观察 .....	15
3.1 上游：原油价格环比下跌，动力煤均价环比上涨、焦煤均价环比下跌，铜价环比下跌，铝价环比上涨 .....	15
3.2 中游：高炉开工率下跌，水泥价格指数环比上升，螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降 .....	16
3.3 下游：商品房成交面积增幅缩窄，猪价、菜价、水果价格环比下跌 .....	17
3.4 流动性：货币市场利率下行，十年期国债利率上行 .....	18
3.5 国内政策：金融委要求要“放水养鱼”，助企纾困 .....	18
四、下周财经日历 .....	19

## 图目录

图 1：原材料、加工工业涨幅扩大，衣着耐用品价格升温 .....	5
图 2：PPI 生产资料涨幅扩大，生活资料环比小幅回升 .....	5
图 3：中下游工业品涨价效应加强 .....	5
图 4：多数非食品价格表现超季节性 .....	6
图 5：核心 CPI 继续回升 .....	6
图 6：3 月猪肉、鲜菜价格环比超季节性回落 .....	7
图 7：猪肉、鲜菜拖累食品 CPI 环比走低 .....	7
图 8：多国新增确诊有所回升（7 天移动平均） .....	8
图 9：疫苗接种比例持续上升 .....	8
图 10：欧元区 3 月制造业和服务业 PMI 有所回升 .....	8
图 11：英国零售销售指数明显回升 .....	8
图 12：美国 4 月 3 日当周初请失业金人数回升 .....	9
图 13：美国 2 月商品贸易逆差持续缩减 .....	9
图 14：美国 10 年期国债收益率、通胀预期双双下降 .....	9
图 15：英国、德国 10 年期国债收益率下行 .....	9
图 16：美国 10 年期和 2 年期国债期限利差下降 .....	10
图 17：美国投资级企业债利差指标整体下降 .....	10
图 18：美央行资产规模均有上升 .....	10
图 19：欧、日央行资产规模有所下滑 .....	10
图 20：全球股市涨跌不一 .....	11

图 21: 大宗商品涨跌不一 .....	11
图 22: 原油价格环比下跌 .....	15
图 23: 动力煤环比上涨, 焦煤价格环比下跌 .....	15
图 24: 铜价环比下跌, 库存同比下降 .....	16
图 25: 铝价环比上涨, 库存同比上涨 .....	16
图 26: 高炉开工率环比下跌 .....	16
图 27: 水泥价格指数环比上升 .....	16
图 28: 螺纹钢价格环比上涨, 库存同比下降 .....	17
图 29: 钢坯库存同比下降 .....	17
图 30: 商品房成交面积增幅缩窄 .....	17
图 31: 土地供应面积同比增速由负转正 .....	17
图 32: 猪价、菜价、水果价格环比下跌 .....	18
图 33: 3 月, 乘用车日均零售销量增幅缩窄 .....	18
图 34: 货币市场利率下行 .....	18
图 35: 十年期国债利率较上月末上行 .....	18

## 表目录

表 1: 3 月 PPI 快速上行、核心 CPI 温和回升 .....	4
表 2: 美欧日俄央行官员表态 .....	12
表 3: 美国经济热力图 .....	14
表 4: 欧元区经济热力图 .....	14
表 5: 英国经济热力图 .....	14
表 6: 日本经济热力图 .....	15
表 7: 下周全球经济数据热点 .....	19

## 一、本周观点：不断验证，PPI 如期走高，进击的制造业投资

我们在 4 月 8 日发布的报告《为什么我们强烈看好今年的制造业投资？》中坚定看好今年的制造业投资，并列举五大证据：

### 证据一：产能利用率稳步回升，制造业结构性补库启动

2020 年二季度以来制造业产能利用率快速回升，至四季度已达到 74.9%，接近 2017-19 年平均水平，设备闲置的成本压力逐步缓解。2020 年下半年起，制造业存货同比增速波动上行，出口链高技术行业、产业升级链条补库存最为显著。

### 证据二：PPI 加速上行，企业利润快速修复

PPI 加速上行推动上游企业盈利改善，大宗商品市场行情火热，为企业盈利改善创造条件。生产销售复苏驱动下，企业利润快速修复，制造业企业营业利润累计同比增速于 9 月转正，2021 年 1-2 月累计增速（相对于 2019 年同期）达 65.41%，为企业落实投资意愿提供有力支撑。

### 证据三：工业设备产量持续高增，制造业景气程度改善

主要工业设备产量随开工复产迅速改善。近期工业设备产量高增并维持强劲势头，供给端活跃显示出设备更新需求日益增长；制造业 PMI 连续 13 个月高于临界值，供需两端同步改善，复苏势头较为强劲。

### 证据四：企业融资需求旺盛，政策支持贷款流向制造业

信贷数据淡季不淡，企业融资需求旺盛。2021 年 2 月份的社融超预期主要由信贷数据推动，企业投资活动加速，信贷需求旺盛，中长期贷款持续向好。

### 证据五：“十四五”规划强调制造业高质量发展，产业链自主可控

“十四五”规划强调保持制造业比重基本稳定，推动制造业高质量发展，增强产业链自主可控能力，产业升级将带动高技术制造业投资继续快速增长。

3 月 PPI 数据已经得到验证，PPI 环比加速上行，涨价不断向中下游传导。同时，金融委强调要注重“放水养鱼”，助企纾困，更好激发微观市场主体活力，政策对实体企业呵护之意十足。我们坚定认为，进入二季度，制造业将强劲反弹，成为拉动 2021 年经济复苏的主要引擎。

表 1：3 月 PPI 快速上行、核心 CPI 温和回升

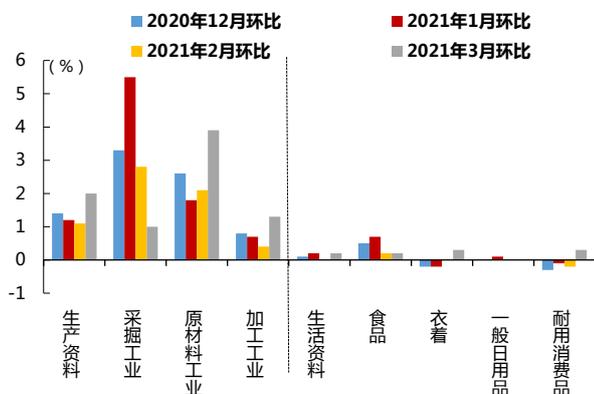
月份（2021 年）	CPI 同比	CPI 环比	核心 CPI 同比	PPI 同比	PPI 环比
1 月 实际值	-0.3%	1.0%	-0.3%	0.3%	1.0%
2 月 实际值	-0.2%	0.6%	0.0%	1.7%	0.8%
3 月 实际值	<b>0.4%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>0.3%</b>	<b>4.4%</b>	<b>1.6%</b>
3 月 市场预期	0.2%			3.3%	

资料来源：Wind，光大证券研究所（备注：市场预期为 Wind 一致预期）

PPI 大超市场预期，石化、黑色、有色行业合计贡献八成涨幅。3 月 PPI 加速上涨，环比涨幅扩大 0.8 个百分点至 1.6%，同比快速走高至 4.4%，达到了 2018 年 9 月以来的高点。价格上涨主要集中于生产资料端，生产资料环比上涨 2.0%，

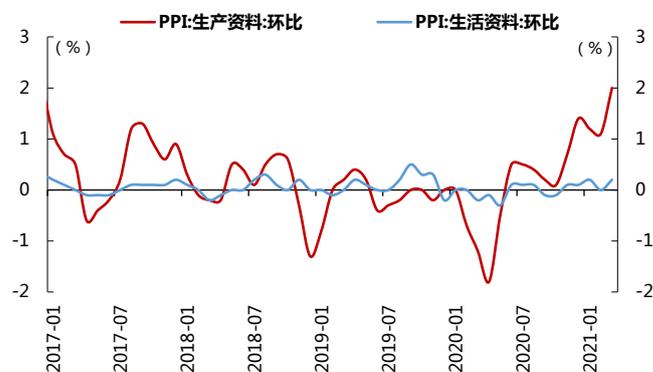
涨幅扩大 0.9 个百分点；生活资料环比由上月持平转为上涨 0.2%。据统计局，石化、黑色、有色行业合计影响 PPI 环比上涨 1.27 个百分点，占总涨幅的八成。

图 1：原材料、加工工业涨幅扩大，衣着耐用品价格升温



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：PPI 生产资料涨幅扩大，生活资料环比小幅回升

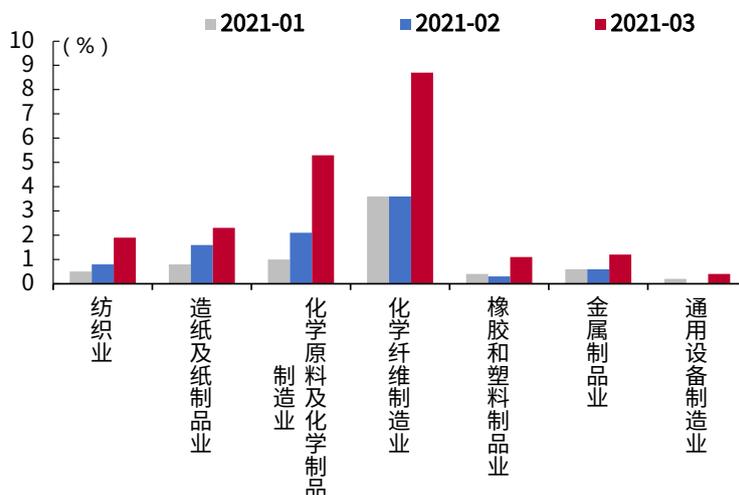


资料来源：Wind，光大证券研究所

大宗商品价格的走高源自于输入型通胀与国内钢材限产的影响。第一，3 月原油、铜等国际大宗商品价格涨幅明显，石油开采、石油加工、化学原料、有色金属价格涨幅分别扩大 2.3、0.8、3.2 和 3.0 个百分点；第二，年后工信部推动钢材产量缩减，拉动黑色系价格上涨，叠加年后企业加快开工，基建投资开始发力，推动 3 月黑色金属类价格上涨 4.7%，涨幅扩大 2.4 个百分点。

上下游价格分化的现象仍在，但原材料价格向中下游传导的力量有所加强。第一，工业品价格上涨的覆盖面明显增大，40 个工业行业中，3 月有 30 个行业价格出现上涨，较上月高出 5 个。第二，加工工业涨幅扩大，3 月环比增长 1.3%，高出上月的 0.4%，例如化学纤维、塑料橡胶、金属制造业、通用设备等；第三，纺织、耐用消费品类价格涨幅扩大，带动本月生活资料环比小幅升高。

图 3：中下游工业品涨价效应加强

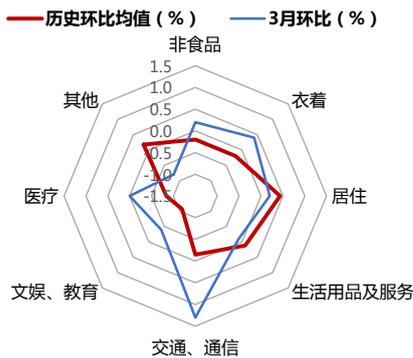


资料来源：Wind，光大证券研究所

下游居民消费需求也开始复苏，交通、衣着和居住环比涨幅明显，拉动3月CPI略超市场预期。3月CPI同比0.4%，环比-0.5%，但是环比回落的幅度略低于季节性（过去5年均值-0.69%）。其中，食品CPI环比回落幅度超季节性，非食品价格环比则超季节性上涨，环比增速录得0.2%，涨幅较上月回落0.2个百分点，但超季节性（去年5年增速均值-0.2%）。其中，七大类价格环比三涨一平三降，交通通信、衣着、居住价格分别上涨1.3%、0.4%和0.2%，其他用品及服务、教育文化娱乐、生活用品及服务价格分别下降0.8%、0.4%和0.1%。

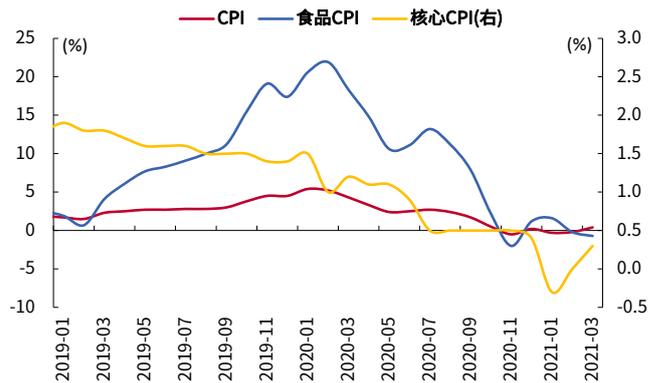
非食品价格上涨主要是受到了国际油价，和居民出行需求回升的拉动。交通类价格主要受国际原油价格上涨影响，3月汽油和柴油价格分别环比上涨6.6%和7.3%。而衣着类价格上涨，体现了国内疫情得到有效控制后，居民外出需求出现回升。据统计局，3月居民出行需求有所增加，拉动了飞机票价格上涨6.4%。部分服务业价格走弱属于季节性现象，预计后续将有所回升。据统计局，3月家政服务、洗车和美发等服务价格在春节后季节性回落，环比下降3.0%—5.3%，拖累了生活用品及服务类的价格环比下滑，下滑幅度略低于季节性。

图4：多数非食品价格表现超季节性



资料来源：Wind，光大证券研究所 备注：历史环比均值为过去5年3月环比均值

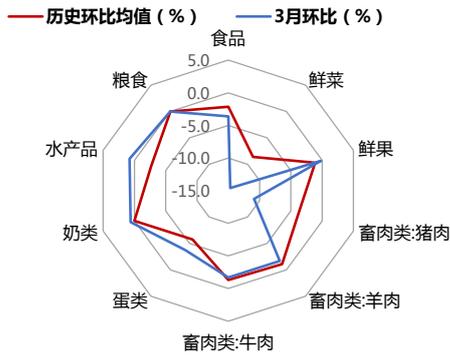
图5：核心CPI继续回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

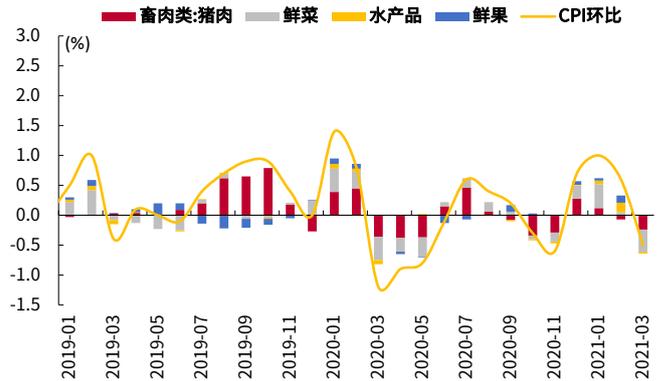
食品CPI超季节性回落，主要是受到猪价和菜价的拖累。3月食品CPI环比增速录得-3.6%，回落幅度超季节性（过去5年3月环比均值-2.5%），主要是受到了猪价和鲜菜价格回落的拖累，二者分别影响CPI环比下降0.24、0.37个百分点。猪价下跌一方面来自于春节已过，猪肉消费进入淡季，另一方面也受到冬季以来多地猪瘟爆发，养殖户集中抛售的影响。鲜菜价格下降，主要因为天气转暖，鲜菜大量上市所导致。环比来看，节后居民对于各类食品的消费需求有所回落，牛肉、羊肉、鸡肉、鸭肉、水产品和鲜果价格均由涨转降。

图 6：3 月猪肉、鲜菜价格环比超季节性回落



资料来源：Wind，光大证券研究所  
注：历史环比均值为 2016-2020 年 3 月环比均值

图 7：猪肉、鲜菜拖累食品 CPI 环比走低



资料来源：Wind，光大证券研究所

当前通胀压力主要集中于上游，上游向下游传导较慢。向前看，二季度通胀预计进入年内高点，但主要是去年的低基数效应。剔除基数效应后，由于国内居民需求依然处于恢复过程中，上游价格向下游价格传导较慢，PPI 生活资料和生产资料剪刀差、核心 CPI 与 PPI 的剪刀差依然较大。

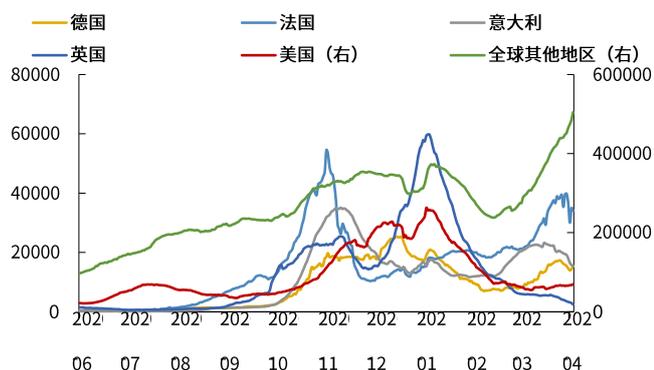
再次强调“放水养鱼”，政策对实体经济呵护之意十足。2021 年 4 月 8 日晚，易纲行长在第 43 届国际货币与金融委员会(IMFC)会议中表示，未来中国宏观经济政策将保持稳定性连续性。4 月 8 日，刘鹤副总理在金融稳定发展委员会第五十次会议表示，宏观政策的首要目标是保就业和保市场主体，要注重“放水养鱼”，助企纾困，更好激发微观市场主体活力。这表明，政策制定层面认为微观市场主体活力还需继续激发，要继续呵护实体经济修复。

## 二、海外观察

### 2.1 海外疫情：美国新增确诊回升，疫苗接种持续推进

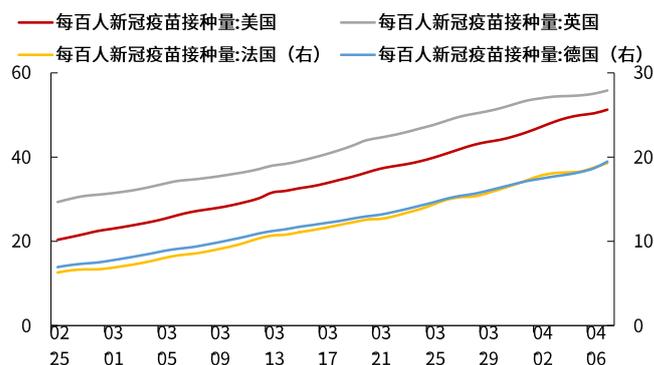
美国新增确诊回升，疫苗接种持续推进。本周美国单日新增继续回升，本周单日新增平均在 7.5 万例左右，相对于上周平均 6.5 万例继续回升。英国本周单日新增确诊在 2800 例左右；德国、法国和全球其他地区每日新增病例较上周增加明显，德国本周每日新增确诊病例在 1.7 万例左右，法国在 4 月 8 日，单日新增约 8.5 万例，达近一年最高值；意大利每日新增病例有所减少，在 1.4 万例左右。各国疫苗接种持续推进，美国疫苗覆盖已过半数。截止 4 月 6 日，美国每百人新冠疫苗接种量达到 50.41 剂，日均接种超 302.9 万剂；截止 4 月 6 日，英国每百人新冠疫苗接种量达到 55.08 剂，日均接种约为 37 万剂；法国、德国两国接种比例仍大幅落后于英美两国，截至 4 月 6 日，法国和德国每百人新冠疫苗接种量分别为 18.08 剂、17.65 剂，日均接种分别约为 27 万剂、26 万剂。

图 8：多国新增确诊有所回升（7 天移动平均）



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据更新至 2021 年 4 月 10 日）

图 9：疫苗接种比例持续上升



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据更新至 2021 年 4 月 10 日）

## 2.2 海外经济：美国 4 月 3 日当周初请失业金人数回升

**欧元区 3 月经济景气指数大幅回升。**欧元区 3 月制造业 PMI 上升 8%，服务业 PMI 上升 9%，3 月经济景气指数为 101，环比上升 8%，消费者信心大幅增加，信心指数环比上升 27%。英国零售销售指数大幅增加，环比上升 126.6%。

**美国 4 月 3 日当周初请失业金人数回升。**美国 4 月 3 日当周初次申请失业金人数为 74 万，较上周增加 1.6 万人，前值为增加 72 万人。

**美国 2 月商品贸易逆差持续缩减。**美国 2 月商品进口增加 4.98%，出口下降 10%，商品贸易逆差为 710 亿美元，前值为 678 亿美元，同比增加 87%，环比增加 4.8%。

图 10：欧元区 3 月制造业和服务业 PMI 有所回升

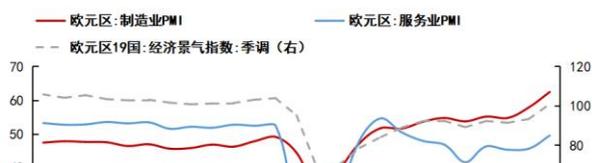
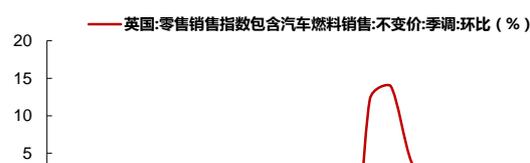


图 11：英国零售销售指数明显回升



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\\_19211](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19211)

