



## 宏观经济

### 中性（短期）

### 看好（中长期）

#### 市场数据（2021-05-20）

上证综指涨幅（%）	
近一周	2.26
近一月	0.98
近三月	5.12

#### 股价走势图



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

#### 研究员

张志刚  
执业证书编号：S0070519050001  
电话：010-83991712  
邮箱：zhangzg@grzq.com

#### 联系人

安青梁  
电话：010-83991710  
邮箱：anql@grzq.com

#### 相关报告

《生产和需求轮动，社融加速下行，经济正在寻顶》20210422

《内外需求向好推动供给持续发力，社融回升难改信用下行趋势》20210319

《12月生产旺盛拉动GDP超预期，“就地过年”发酵，春节经济或受影响》20210126

## 经济见顶迹象增多，PPI 通胀仍有压力，

### 政策较预期温和

——2021.05.21 宏观研究月报

#### 投资要点

- **经济见顶迹象增多，需求继续分化。**出口在外需强劲推动下大超预期，地产投资韧性仍存；生产低于预期仍较强，但边际有所放缓；制造业受出口产业链偏强延续弱修复，地方专项债发行滞后基建则有所回落，消费低于预期明显。4月社融及信贷加速下行，且低于预期。社融自去年10月见顶今年3月再次加速下行，PMI和工业增加值环比连续多月下行，目前地产销售也已开始放缓，经济回落迹象明显增多。
- **展望未来几个月，社融继续下行，地产政策加码效果显现，经济驱动弱化，PPI 环比上升压力仍未消除。**具体而言，出口有望维持高景气，地产有走弱迹象，基建难有较大改观，消费和制造业则继续边际改善，但消费或维持弱复苏。后续若钢铜油内外共振，PPI 环比将超预期上行，“类滞胀”压力仍难以消除。4/30 政治局会议定调温和，资金面维持稳健中性，但信用仍在加速下滑，货币政策维持“稳货币+紧信用”判断，经济增长压力不大的窗口期下调结构和防风险仍的重要性仍不断提升。
- **具体来看，4月外需继续向好，内需走弱且有所分化，经济整体边际放缓，有见顶迹象。**
  - 1) 4月工业增加值两年平均增速 6.8%，仍较强，同时环比持续下行，低于预期。出口高景气度对生产形成支撑，房地产仍维持韧性但已开始弱化，工业增加值恐难以回到2月高点，后续来看，生产或出现回落，大概率继续边际弱化。
  - 2) 需求端出现分化，出口维持高景气大幅超预期，投资稳步增长，消费疲软。外需强劲推动出口大超预期，全球制造业 PMI 和韩国出口均有所增长可侧面证实，后续来看，出口大概率维持高景气。投资保持平稳恢复，地产受土地购置费支撑仍强，但地产销售、新开工及施工均放缓，预计后续地产政策持续加码下，地产景气仍将趋于下行，但斜率较缓；制造业受出口产业链偏强延续修复，但环保政策压制、上游价格大幅波动或对

制造业修复速度形成一定压制；地方政府专项债发行滞后基建则有所回落，全年基建投资难有高增速。消费大幅低于预期，主因疫情扰动居民收入未恢复至疫情前水平，消费能力偏弱，叠加汽车缺芯影响，导致消费疲软，后续或呈弱复苏。整体来看，需求出现分化且地产放缓，消费弱复苏下难以弥补地产放缓趋势，经济见顶概率较大。

3) 高基数下社融及信贷低于预期，加速下行，同时政策发力效果显现，居民短贷大幅下滑，居民中长贷也已出现高位回落，但居民及企业中长贷仍为支撑。整体来看，4月社融下滑主要原因在于去年疫情放水导致的基数较高，地产信用收紧、政府债发债节奏滞后共同导致。其中企业和居民中长期贷款仍为较强支撑，但居民短期贷款同比大幅减少，中长期贷款也有减缓迹象，或因3月以来监管持续严查消费贷、经营贷违规进入楼市，政策开始发力有关。我们认为，在非常规政策退出，信用周期收紧背景下，为防范系统性风险，保持宏观杠杆的稳定性，未来几个月社融增速大概率延续下行。

4) 4月我国制造业PMI低于季节性回落至51.1%，但已连续14个月保持在荣枯线以上，欧美制造业PMI虽有下滑但维持高位。值得注意的是，其中小型企业生产经营状况有所改善，逆势回升，与财新制造业PMI上升相呼应。同时生产指数和新订单指数均有所下滑，表明供需均边际放缓，新出口订单下滑幅度较小，外需强劲，对出口仍形成较强支撑。非制造业PMI也有所下滑，尤其建筑业商务活动受政府债发行较慢影响出现放缓。在疫苗顺利接种下，欧美经济快速回升，制造业PMI有所下滑但维持高位，预计经济将继续恢复。

5) 大宗商品价格维持高位，PPI延续上涨超预期，CPI及核心CPI小幅上行，需求仍较疲软。CPI同比上行主因基数有所降低叠加非食品价格上涨所致，同时受猪肉及鲜菜鲜果供给增加环比有所下降。PPI受大宗商品价格高位影响持续超预期。后续来看，PPI二季度仍维持高位，存在一定的通胀压力，不过在需求较弱叠加政策干预下，PPI难以传导至CPI，更多的是上游和下游企业的利润再分配，物价大幅上涨的概率较低。

6) 4月上中游在需求及通胀预期驱动下向好趋势不变，而下游则有所偏弱。上游来看，在通胀预期不断强化及经济复苏加速，

而供给则受疫情或环保有所限制的背景下，原油、动力煤、钢材和铝价格整体维持上行。中游来看，由于部分重点地区继续严格执行环保限产，同时下游地产投资韧性较强，带动工业品价格继续走高，螺纹钢、水泥价格大幅上涨，浮法玻璃价格延续上行趋势。下游来看，消费增速整体偏弱，汽车拖累明显。主因居民收入尚未恢复至疫情前水平，叠加疫情扰动，消费能力有所下滑，后续或维持弱复苏态势。4月商品房销售面积、房屋新开工、施工、竣工面积均有所回落，但地产投资小幅上行，主因土地购置费支撑。在土地成交面积持续走弱的背景下，后续地产投资高增速难以维系。

**7) 政策好于预期，货币政策保持稳健中性，财政政策注重提质增效。**中央政治局会议表示当前经济总体“开局良好”，但结构上恢复不均衡，政策基调上再提“不急转弯”，又首提“固本培元”。央行货币政策报告也指出关注复苏不平衡、金融风险隐患和全球通胀升温等问题。国常会表示要有效应对大宗商品价格过快上涨及其连带影响。财政部长刘昆指出积极稳妥推进房地产税立法和改革，同时要坚决遏制地方隐性债务增量。发改委等四部门联合发文，继续执行制度性减税政策和实施新的结构性减税举措。我们认为“稳货币+紧信用”的政策环境没有大的变化，更加注重结构调整，经济增长压力较小的时期调结构和防风险不断提升。

- **风险提示：**1. 通货膨胀持续时间超预期；2. 国内政策收紧超预期；3. 美国经济复苏不及预期；4. 中美摩擦升级超预期。

## 目录

1. 工业增加值略低于预期，环比不断下降，后续或逐步回归常态增长.....	6
2. 需求出现分化，出口大超预期，地产韧性仍较强但出现边际放缓，投资平稳恢复，消费疲软.....	7
2.1 外需强劲出口超预期，东盟对出口拉动大幅提升.....	8
2.2 固定资产投资平稳增长，地产韧性仍强但有放缓迹象，制造业继续修复，基建走弱.....	10
2.3 消费整体疲软，汽车为主要拖累项.....	11
3. 社融继续加速下行，企业及居民中长贷仍为有效支撑.....	13
4. 制造业扩张步伐有所放缓，小型企业逆势回升.....	15
5. PPI 与 CPI 剪刀差扩大或对企业利润进一步压缩.....	17
6. 行业：上游原材料维持上涨，中游整体向好，下游地产仍有韧性，消费复苏有所弱化.....	19
7. 政策：货币政策稳健中性，财政政策继续提质增效.....	23

## 插图目录

图 1 工业增加值环比季调有所下降仍高于季节性 .....	6
图 2 三大门类中制造业两年平均增速有所抬升 .....	6
图 3 出口产业链仍较强，医药、食品制造边际有所弱化（%） .....	7
图 4 外需强劲 4 月进口同比大幅超预期（%） .....	8
图 5 年初以来大宗商品不断上涨导致进口不断攀升（%） .....	8
图 6 4 月我国对东盟出口拉动大幅上涨（%） .....	9
图 7 机电产品仍是我国主要出口产品（%） .....	9
图 8 原油、铁矿砂、集成电路为中国 4 月出口拉动主要项（%） .....	9
图 9 4 月固定资产投资累计同比大增（%） .....	10
图 10 固定资产投资环比持续高于工业增加值（%） .....	10
图 11 4 月社零同比数据大幅低于市场预期（%） .....	12
图 12 商品零售下降幅度大于餐饮零售（%） .....	12
图 13 家具类消费 4 月较 3 月改善最好，汽车类消费成为主要拖累（%） .....	12
图 14 高基数效应下 4 社融增速大幅下滑（%） .....	14
图 15 企业债券和表外融资为社融的主要拖累项（亿元） .....	14
图 16 企业和居民中长期贷款为新增信贷主要支撑（亿元） .....	14
图 17 季节性及供给端扰动导致 4 月 PMI 整体下行 .....	15
图 18 小型企业 PMI 逆势回升，生产经营有所改善 .....	15
图 19 供需有所放缓，但仍处于扩张区间 .....	16
图 20 原材料价格依旧维持高位 .....	16
图 21 非制造业扩张步伐有所放缓，主要在于建筑业景气度边际减弱（%） .....	16
图 22 欧美主要经济体 PMI 维持高景气度（%） .....	17
图 23 4 月 CPI 环比降幅收窄，同比涨幅扩大（%） .....	18
图 24 4 月 PPI 环比涨幅回落，同比涨幅扩大（%） .....	18
图 25 高频数据显示，4 月猪肉批发价格同比大幅下降 28% 左右（%） .....	18
图 26 油价和大宗商品上涨推动 PPI 同比大幅上涨（%） .....	19
图 27 美国道路交通领域需求攀升带动原油继续上涨 .....	20
图 28 环保趋严需求较好推动动力煤持续上升 .....	20
图 29 受疫情影响导致铜精矿供给受限 .....	21
图 30 内蒙限产政策导致供给不足支撑价格上涨 .....	21
图 31 环保限产，需求增加带动价格上升（%） .....	21
图 32 受高基数影响，挖掘机销量同比大幅下滑（%） .....	21
图 33 地产销售数据向好，价格高位继续上扬 .....	22
图 34 需求修复回升，后续价格仍有支撑（元/吨） .....	22
图 35 手机销量同比大幅下行（%） .....	22
图 36 受缺芯影响汽车对下游消费形成拖累（%） .....	22
图 37 餐饮收入有所下降，恢复基础不牢（%） .....	23
图 38 清明假期出行增加，航空客运量攀升（%） .....	23
图 39 商品房销售近期边际降温（%） .....	23
图 40 房屋新开工、竣工及土地购置面积均有所回落（%） .....	23

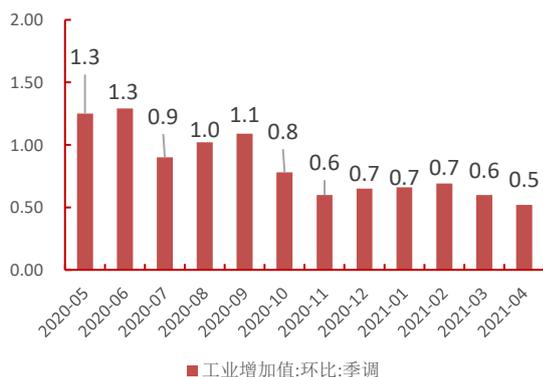
## 1. 工业增加值略低于预期，环比不断下降，后续或逐步回归常态增长

4 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 9.8%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），预期 11%，前值 14.1%；从环比看，4 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.52%，前值 0.6%。

同比来看，4 月份规模以上增加值为 9.8%，与 2019 年同期相比两年复合增速为 6.8%，高于前值 6.2%。从环比来看，4 月工业增加值比上月增长 0.52%，今年 1-3 月工业增加值季调环比分别为 0.66%、0.69%、0.60%，处于环比近几个月低位，但仍高于 2015-2019 年平均环比的 0.46%，反映工业生产仍然偏强。

制造业表现更佳。从三大门类看，制造业增长 10.3%，两年平均增长 7.6%，较 3 月份加快 1.2 个百分点；采矿业以及电力、热力、燃气及水生产和供应业分别增长 3.2%、10.3%，两年平均分别增长 1.7%、5.1%。

图 1 工业增加值环比季调有所下降仍高于季节性



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

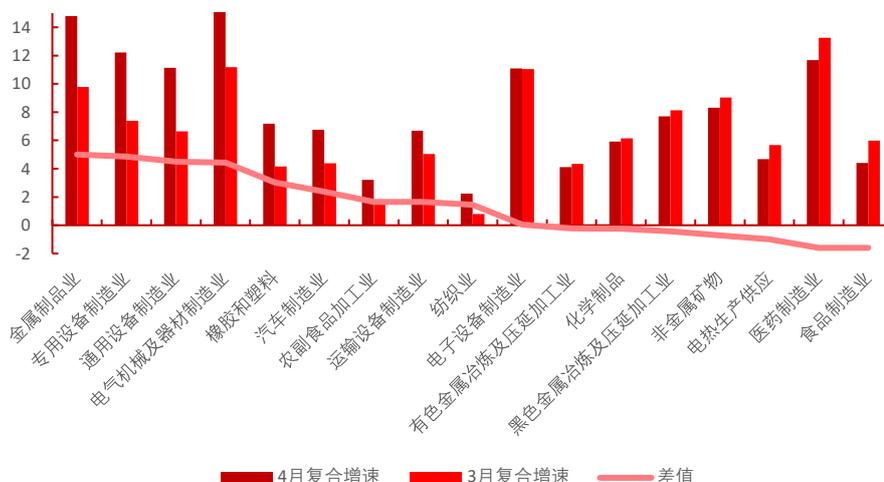
图 2 三大门类中制造业两年平均增速有所抬升



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

4 月份，装备制造业、高技术制造业增加值同比分别增长 13.1%、12.7%，平均增速分别为 11.2%、11.6%，较 3 月份分别加快 3.0、0.1 个百分点。从主要行业看，出口产业链（金属制品、专用通用设备、电气机械）增加值增速回升较多，食品制造、医药增加值增速跌幅较大。出口景气度仍存，预计后续仍对工业生产形成较强支撑。

图 3 出口产业链仍较强，医药、食品制造边际有所弱化（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

后续来看，我国出口形势仍然乐观，线下消费有望保持恢复，制造业投资后续将不断发力，二季度工业保持看好，但随着基数提高，后续增速或将有所下降。

## 2. 需求出现分化，出口大超预期，地产韧性仍较强但出现边际放缓，投资平稳恢复，消费疲软

4月需求有所分化，经济见顶迹象增多。出口方面，4月出口大幅超预期，主因全球经济处于强劲恢复期，全球制造业PMI较3月继续提升，同时韩国出口也大幅增加，均表明外需进一步改善，大宗商品维持价格维持高位进口仍维持高景气。后续来看，二季度我国外贸仍保持较强韧性，向好趋势不变。投资方面，固定资产投资（不含农户）保持平稳恢复。地产仍保持韧性，土地购置费支撑地产投资上行。但4月地产销售继续回落，新开工继续偏弱，施工高位放缓，预计后续地产政策持续加码下，地产景气仍将趋于下行，但斜率较缓。制造业投资延续温和修复，仍明显偏弱，其中出口产业链投资增速提升较多，限制传统重工业新增产能的影响。往后看，环保政策压制、上游价格大幅波动会对制造业投资形成扰动，修复幅度可能弱于预期。财政稳增长意愿有所下降、广义信贷收紧，叠加隐性债务去化可能加速，全年基建投资难有高增速。消费方面，4月社零大幅低于预期和季节性，商品零售降幅大于餐饮零售，或为缺芯影响，汽车为主要拖累项，但其根本原因在于居民收入增速仍未达疫情前水平，消费疲软，五一期间国内旅游人次已恢复至疫前同期的103.2%，但收入仅恢复至77.0%，反映疫情对消费仍存在拖累。整体来看，需求内部有所分化，

且消费疲软，弱复苏下难以接力地产边际放缓带来的经济增长压力，且工业增加值及 PMI 环比均出现下行，经济见顶迹象明显增多。

## 2.1 外需强劲出口超预期，东盟对出口拉动大幅提升

按美元计（下同），2021 年 4 月出口同比 32.3%，预期 22%，前值 30.6%；进口同比 43.1%，预期 38.1%，前值 38.1%。

本月出口同比 32.3%，预期 22%，大超预期。同时出口环比为 9.5%，2015-2019 年同期的环比均值为 8.1%，略高于季节性，出口景气度高涨。主要原因在于外需强劲，全球经济处于强劲恢复期，一方面 4 月全球制造业 PMI 为 55.8%，高于 3 月的 55.0%；另一方面韩国 4 月出口增速为 41.1%，前值为 16.5%，均表明外需进一步改善。

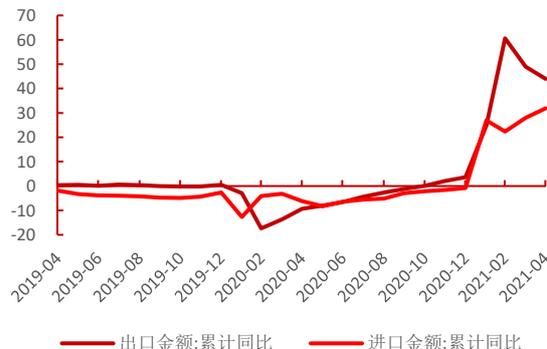
进口来看，4 月进口同比 43.1%，预期 38.1%，也略高预期。从环比看，进口环比-2.8%，2015-2019 年同期的环比均值为-1.5%，考虑到 3 月进口表现十分强势，本月进口基本符合季节性规律。进口景气度向好的原因在于大宗商品维持价格维持高位，4 月 CRB 综合指数均值同比为 46%，前值为 29.7%。

图 4 外需强劲 4 月进口同比大幅超预期 (%)



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 5 年初以来大宗商品不断上涨导致进口不断攀升 (%)



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

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\\_19703](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19703)

