

宏观月报

国元期货研究咨询部

宏观金融

经济扩张放缓 经济结构改善

主要结论：

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。

电话：010-59544994

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

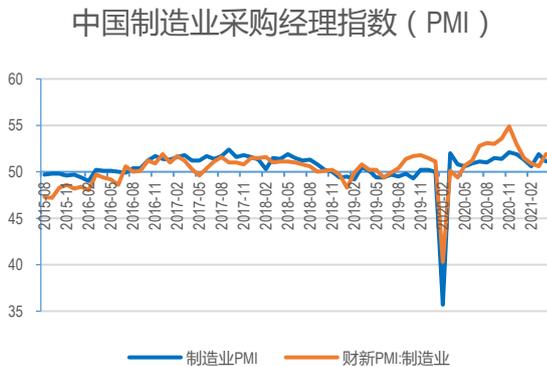
图 1: 制造业 PMI.....	1
图 2: 非制造业 PMI.....	1
图 3: PMI 生产和新订单指数.....	2
图 4: 各类型企业 PMI.....	2
图 5: 工业增加值.....	4
图 6: 工业增加值.....	4
图 7: 固定资产投资.....	6
图 8: 基础设施投资.....	6
图 9: 财政收入.....	7
图 10: 财政支出.....	7
图 11: 房地产开发投资.....	8
图 12: 社会消费品零售总额.....	8
图 13: 工业企业利润总额累计值.....	10
图 14: 当月利润.....	10
图 15: CPI.....	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

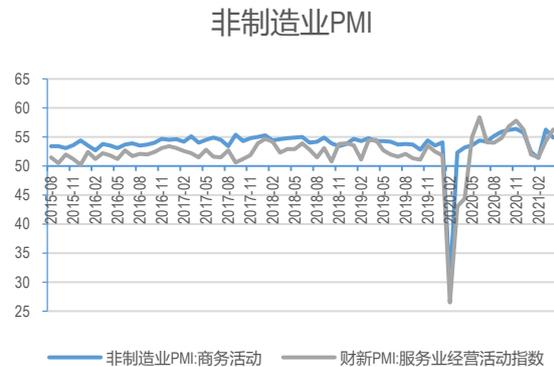
领先指标来看，5 月制造业 PMI 小幅回落服务业 PMI 小幅回升。5 月 PMI 回落跟原材料价格高且波动大影响生产成本限制当期产量，企业主动降低在手订单有很大的关系，工业品价格不断走高最终对工业生产形成负面影响。5 月需求复苏跟进、服务业景气度较高，建筑业走强。

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

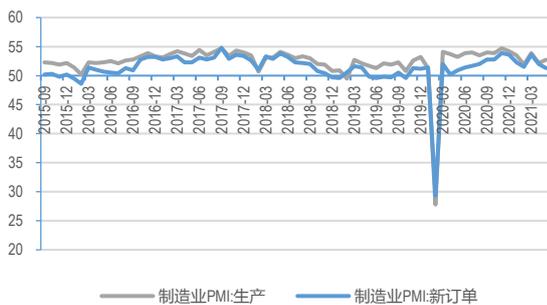
气度。其中服务业小幅回落、建筑业回升，服务业 PMI 指数 54.3%，小幅下行 0.1 个百分点，建筑业 PMI 指数 60.1%，回升 2.7 个百分点，建筑业保持高景气。

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

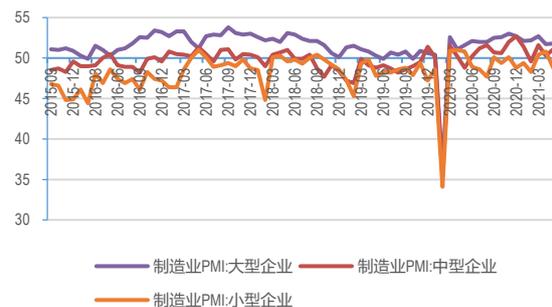
图 4：各类型企业 PMI

生产指数和新订单指数



数据来源：Wind、国元期货

大、中、小型企业 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。

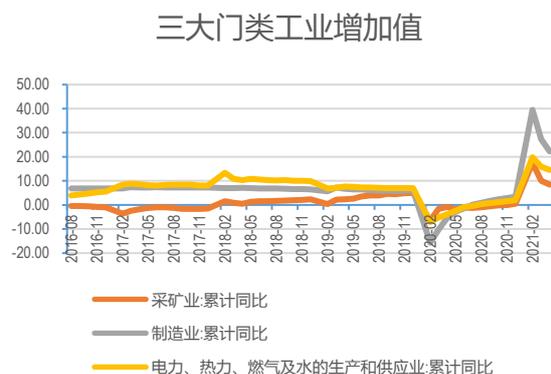
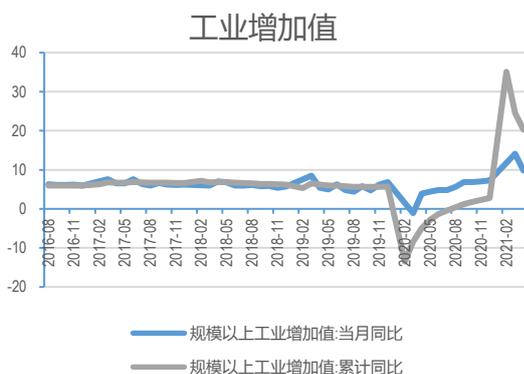
4 月份三大门类中采矿业增加值同比增长 3.2% 增速回升 0.3 个百分点，制造业增长 10.3% 增速回落 4.9 个百分点，电热燃气水增长 10.3% 增速回落 3.6 个百分点。制造业持续保持了较高增速，采矿业有所回升。41 个行业大类中有 37 个行业增加值保持同比增长，与 3 月持平；612 种产品中有 445 种产品同比增长，较 3 月减少 60 种。上下游产出走势分化，中游电气机械、通用设备、专用设备行业，下游机电产品、医药制造业生产保持强势，上游黑色金属加工、有色金属

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

图 6：工业增加值



数据来源：Wind、国元期货

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

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_19865

