

宏观

证券研究报告

2021年06月10日

临近年中，宏观层面正在发生哪些变化？

年初以来，国内经济总体延续复苏，但结构性差异较大：外需强于内需，投资强于消费，房地产强于基建制造，复苏的动力主要来自出口外需和房地产投资。与此同时，在需求复苏、供给受限、流动性宽松的联合作用下，以 PPI 为代表的工业品通胀录得近 12 年来的高位，而 CPI 则被猪价等因素继续压制在 1% 左右的低位。受此影响，叠加政府债券发行缓慢、金融稳定目标优先等因素，春节以来货币市场流动性宽松程度持续超预期，在“金融稳定+稳杠杆”的目标导向下，货币政策呈现出“适度宽货币+结构性紧信用”的特征。

今年行将过半，稳定优先的窗口期临近关闭，内需、外需、供给、流动性都在发生一些变化，下一阶段经济复苏的斜率、通胀、货币政策可能怎么走？

风险提示：出口景气度持续性超预期；通胀压力持续性超预期；流动性宽松持续性超预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：风险定价-内外流动性依然宽松但出现预期变化-6月第2资产配置报告》 2021-06-08
- 2 《宏观报告：宏观-6月流动性前瞻——收紧概率不高，资金面波动放大》 2021-06-07
- 3 《宏观报告：涨跌互现，拐点将至——4月行业景气度更新》 2021-06-05

内容目录

第一，地产销售维持高景气，投资韧性仍强但近期有回落迹象。.....	3
第二，内需复苏的斜率正在温和放缓。.....	3
第三，出口景气已经见顶，下一阶段可能面临外需和份额共振下行。.....	4
第四，PPI 的顶部已经形成，PPI 对 CPI 传导不畅。.....	5
第五，政策重心从“金融稳定+稳杠杆”转向“防风险+稳杠杆”。.....	5

图表目录

表 1：5 月经济金融数据预测	5
-----------------------	---

年初以来，国内经济总体延续复苏，但结构性差异较大：外需强于内需，投资强于消费，房地产强于基建制造，复苏的动力主要来自出口外需和房地产投资。与此同时，在需求复苏、供给受限、流动性宽松的联合作用下，以 PPI 为代表的工业品通胀录得近 12 年来的高位，而 CPI 则被猪价等因素继续压制在 1% 左右的低位。受此影响，叠加政府债券发行缓慢、金融稳定目标优先等因素，春节以来货币市场流动性宽松程度持续超预期，在“金融稳定+稳杠杆”的目标导向下，货币政策呈现出“适度宽货币+结构性紧信用”的特征。

今年行将过半，稳定优先的窗口期临近关闭，内需、外需、供给、流动性都在发生一些变化，下一阶段经济复苏的斜率、通胀、货币政策可能怎么走？

第一，地产销售维持高景气，投资韧性仍强但近期有回落迹象。

房地产销售景气度仍然不错。5月30大中城市商品房成交面积相对于19年的复合增速为6.2%，较4月的7.3%小幅回落。根据克而瑞数据，5月百强房企全口径销售金额同比19年增长33.1%，同样较4月的34.8%小幅回落。据此估计，5月当月全国商品房销售面积增速可能在6.0%左右（前值19.2%），复合增速为7.8%（前值8.0%），1-5月累计同比增速35.4%（前值48.1%）。

6月4日财政部发布《关于四项政府非税收入划转税务部门征收有关问题的通知》，要求国有土地使用权出让收入等四项政府非税收入将划转给税务部门负责征收，实际上是此前政策的延续落地。2018年3月中共中央印发《深化党和国家机构改革方案》，第46条提出：“改革国税地税征管体制：将省级和省级以下国税地税机构合并，具体承担所辖区域内各项税收、非税收入征管等职责”。相应的，2019年1月1日起，国家重大水利工程建设基金、农网还贷资金等收入划转至税务部门征收；2021年1月1日起，水土保持补偿费、地方水库移民扶持基金、排污权出让收入等划转至税务部门征收。

由于明确了“征收范围、对象、标准、减免、分成、使用、管理等政策，继续按照现行规定执行”，已有信息能看到的主要变化是“卖地收入”的征缴主体从地方有关部门变更为国家税务部门，而不涉及一般公共预算和政府性基金“账本合并”、“央地分成”等问题。看短期影响，由于此前这部分资源由地方金库管理，实际收支情况不完全被中央掌握，或存在用于偿还隐性债务等不符合政府性基金“专款专用”要求的情况以及部分城投、房企不规范拿地的情况。由税务部门负责征缴后，征缴环节更规范，支出去向也将受到中央直接监管，可能会提升部分地区的隐性债务风险、不规范拿地的城投公司和房企风险。

房地产投资韧性仍强但面临挑战。4月当月房地产开发投资复合增速从3月的7.7%回升至10.3%，韧性相当强。房地产投资的强，除了受益于土地购置费的滞后回升外，“三道红线”下房企加速施工以求竣工、结算收入和利润也增强了建安投资的韧性。不过近期受土地供应减少、房企行为谨慎等因素影响，新开工增速明显回落至负增长，可能对后续建安投资形成拖累，5月螺纹钢表观消费量已经有边际走弱的苗头。预计1-5月房地产开发投资累计同比增速18.9%（前值21.6%），其中5月当月同比增速12.0%（前值13.7%），复合增速为10.0%（前值10.3%）。

第二，内需复苏的斜率正在温和放缓。

1. 制造业复苏力度温和。4月当月制造业投资复合增速3.5%，剔除基数效应后较3月小幅回升，绝对增速仍然不高。制造业投资复苏弱于预期，一定程度上与企业家信心不足（对需求尤其是出口外需的持续性信心不足）、原材料价格上涨和债务负担加重有关。当前上述掣肘因素没有明显改善，5月数据显示出口景气度有边际回落迹象，本轮盈利改善和产能利用率回升向制造业投资的传导弹性可能偏低，后续仍是温和复苏为主。预计1-5月制造业投资累计同比增速19.3%（前值23.8%），其中5月当月同比增速10.0%（前值14.8%），复合增速为2.1%（前值3.5%），小幅回落主要是受基数影响。

2. 基建稳增长需求弱化。4月当月全口径基建投资复合增速较3月的5.8%回落至3.8%，主要与专项债发行缓慢、相关部委加强项目审核有关。5月专项债发行稍有提速，但进度仍然缓慢，1-5月新增专项债发行仅5840亿，占全年额度3.65万亿的16%，大幅低于2019/2020年的同期的39.8%/59.7%。当前稳增长压力不大，基建暂难扮演重要角色，预计

1-5月全口径基建投资累计同比增速 10.9%(前值 16.9%),其中 5 月当月同比增速-2.0%(前值 2.8%),复合增速为 4.2%(前值 3.8%)。

3. **汽车零售不强不弱。**根据乘联会数据,5月乘用车零售销量同比 19 年增长 5.1%,与 4 月的 4.9%基本持平,同比 20 年增长 4%,低于 4 月的 11%;根据中汽协数据,5 月汽车销量预估同比 19 年增长 15.2%,高于 4 月的 9.7%,同比 20 年增长 0.5%,低于 4 月的 5.0%。预计 5 月汽车零售消费同比增长 12.5%(前值 16.1%),对应相对于 19 年的年均复合增速为 7.9%(前值 7.7%)。

4. **消费延续结构性复苏。**“五一”假期,全国国内旅游出游 2.3 亿人次,实现旅游收入 1132.3 亿元,按可比口径恢复至疫前同期的 103.2%/77.0%;对比去年的“中秋+国庆”双节假期,游客人次和旅游收入按可比口径同比恢复 79%/69.9%。可见旅游出行又有进一步复苏,但旅游消费恢复仍然偏慢。

当前制约消费复苏的更多是结构性问题,包括居民失业率上升、可支配收入增速下降,中低收入群体受疫情冲击更大、恢复更慢;预防性储蓄上升、消费倾向下降。受此影响,当前消费复苏呈现更明显的不均衡特征:限额以上消费强于限额以下消费,商品类消费强于服务类消费,必需消费强于可选消费但金银珠宝类奢侈品消费复苏较好。消费复苏仍将是一个相对平稳的过程,预计 5 月社零同比增长 13.5%(前值 17.7%),复合增速为 5.0%(前值 4.3%)。

5. **需求赶顶叠加供给受限,工业生产小幅走弱。**螺纹钢表观消费量在春节过后与 19 年的差距明显缩小,3 月超过 19 年农历同期,4 月进一步升至近年同期最高水平。5 月表观消费量同比 19 年增长 2.3%,但低于疫后抢工的 20 年同期,也低于 4 月的同比 19 年增速,需求仍强但边际稍稍走弱。热轧卷板表观消费量在春节前后较 19 年农历同期偏弱,3 月差距有所缩小,4 月差距小幅扩大,需求一般。5 月表观消费量同比 19 年增长-0.4%,虽仍为负增长但高于 20 年同期,也稍高于 4 月的同比 19 年增速,需求仍然一般但边际稍稍改善。

从跟踪的几个主要行业来看,5 月唐山钢厂产能利用率环比回升 2.6%至 62.3%,焦炉生产率环比回升 0.6%至 77.0%,PTA 开工率环比回升 3.2%至 79.8%,生产活动均有所改善。但半钢胎开工率环比大幅回落 13.4%至 59.3%,可能与近期汽车零售端销售不强、生产端芯片短缺有关,车企生产活动偏弱抑制半钢胎需求。从 PMI 指数来看,5 月制造业 PMI 生产指数录得 52.7,环比 4 月升高 0.5,表现强于季节性,但 4-5 月联合来看仍弱于季节性。预计 5 月工业增加值同比增长 8.9%(前值 9.8%),复合增速为 6.6%(前值 6.8%),生产小幅回落。

第三,出口景气已经见顶,下一阶段可能面临外需和份额共振下行。

今年主导国内出口景气度的主要是外需增速和出口份额两条线,出口份额自从去年下半年以来趋于平稳回落,外需复苏成为出口高景气的主要贡献因素,其中后者主要动力来自美国等发达国家的财政刺激推升商品消费需求。份额提升和外需复苏共振的阶段已经结束,今年以来的出口高景气主要是外需改善幅度大于份额回落。下一阶段,随着外需复苏放缓/转为回落,发达国家劳动力供给恢复、新兴市场供应链修复,国内出口可能面临外需和份额的共振下行,出口将边际走弱。

根据纽约联储 4 月的调查结果,3 月居民补助中的大部分被用于储蓄和偿还债务,仅有不到四分之一被用于花费。实际上,去年以来三轮补助的储蓄率呈上涨趋势,其中低收入人群的生活必需品消费占比更高,去年 7 月开始消费水平即高过疫情前;高收入人群可选服务消费占比更高,消费受疫情限制恢复较慢,预防性储蓄意愿较强。预防性储蓄的上升反映了居民长期收入预期下降和结构性失业问题,疫情后不会很快转化成消费。因此随着财政补贴力度减弱、耐用品透支,美国居民消费后续可能转弱。另外,随着长端利率的上升,美国房屋销售已经连续三个月回落,其中独栋户型销售下滑幅度明显,库存开始回升,房地产后周期消费品面临下行压力。

总的来说,国内经济可能正处于本轮复苏的二次赶顶期(第一个顶点在 20Q4),预计下半年将有所回落但斜率相对平缓,全年稳增长压力不大。

第四，PPI 的顶部已经形成，PPI 对 CPI 传导不畅。

5 月工业品价格波动较大。上旬黑色系商品价格大幅上涨，随后政策组合拳出台，钢材、煤炭等各品类价格基本回调到 4 月底的水平；有色价格相对稳定，铜、锌价格小幅上涨、铝价小幅下跌。发达国家疫情趋于缓和，布油价格上涨至本轮复苏高点；水泥价格此前涨幅较大，目前暂时季节性见顶。5 月 PPI 同比高达 9.0%，至此高斜率上升基本结束，本轮再通胀的顶部已经形成。

大宗商品价格的持续上涨，是在需求强劲（国内房地产高景气+全球货物贸易高景气）的基础上，叠加了供给受限（地缘政治因素+资源出口国疫情+发达国家劳动力短缺）和货币宽松（美元流动性宽松）的结果。但上述逻辑在下一阶段将面临一些挑战，包括国内房地产边际走弱、美国商品消费需求转弱、新兴市场疫苗接种加速、美国劳动力市场复苏、美联储 taper 预期增强等。基于此，下半年大宗商品价格整体继续大幅上涨的概率不大，4 季度前后可能回落。

本轮 PPI 向 CPI 的传导不够顺畅，原因主要在于三方面：一是猪价持续下跌将食品 CPI 始终压制在 0 附近；二是商品消费需求复苏不强，中上游商品向中下游消费品的传导效率打折扣；三是服务消费需求复苏偏弱，疫情后的经济复苏结构很不均衡，服务消费价格反弹较弱。受此影响，5 月 CPI 环比仍然负增，同比小幅回升至 1.3%，非食品 CPI/核心 CPI 虽然延续触底回升、速度不慢，但绝对水平不高。PPI 接近顶部后，CPI 后续回升的动力主要来自猪价 3 季度后企稳和服务消费滞后复苏，今年压力暂时不大，单月高点在 3% 左右。

第五，政策重心从“金融稳定+稳杠杆”转向“防风险+稳杠杆”。

央行 3 月以来保持每日 OMO 100 亿滚动续作，零投放操作下 5 月银行间流动性维持宽松，DR007 中枢低于政策利率 8BP，与 4 月基本持平；1 年期 AAA 存单利率中枢低于政策利率 7BP，较 4 月回落 10BP。5 月流动性宽松一定程度上得益于地方债发行缓慢，新增专项债 1-5 月发行量仅占全年额度的 16%，远低于 19/20 年的 39.8%/59.7%，其背景是稳增长压力不大。作为对冲，再融资债券的发行条件有所放宽，1-5 月发行规模达到 1.6 万亿，再融资范围也从预算内债务适度扩大到广义政府债务。

下半年，稳定优先的窗口期临近关闭，政策的主要约束面临变数。货币政策上半年的重点在于“金融稳定+稳杠杆”，落实到政策面是“宽货币+紧信用”；三季度之后政策基调可能向稳杠杆倾斜，在稳增长压力较小的前提下强调“稳杠杆+防风险”，落实到政策面是“中性偏紧货币+紧信用”，流动性将从最宽松的状态边际收敛，社融增速继续回落，利率曲线趋于平坦化。

紧信用环境下，融资供求关系也面临逆转。具体来看，表内方面，预计 5 月新增信贷（社融口径）1.38 万亿，存量增速从 12.7% 小幅回落至 12.5%。居民消费温和复苏、监管部门严防消费贷经营贷流入楼市，商品房销售景气度仍高，预计居民新增短期贷款同比回落至 1000 亿，新增中长期贷款同比增速至 1000 亿，合计约 2000 亿，合计社融需求有所回落。

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_20057

