

## 国内宏观动态

### 中国经济仍需“固本培元”

#### ■ 核心摘要

我们认为，当前中国经济“固本培元”的必要性主要体现在以下层面：

**1、宏观层面：**中国经济复苏的动能仍偏外向，而作为当前“稳定力量”的房地产和基建投资都处于整肃监管压力之下，不太可能成为外需的有力承接。从主要宏观经济数据来看，中国经济复苏的高低脚突出：经济复苏的长板是出口和工业，稳定力量来自服务业、房地产投资和基建投资，而短板在于制造业投资和消费。目前政策已从房企、金融机构、地方政府和限购等层面形成合力，力图减轻中国经济与房地产的“捆绑”；基建投资则内嵌于地方政府隐性债务治理的环境下，增长空间同样受限。因此，面对外需改善不可长期持续，中国经济必须进一步提振制造业投资和消费增长，才能保证足够的内生动能。

**2、中观层面：**出口对产业链的拉动不平衡，加之国内消费复苏缓慢，导致多数下游行业高库存、低营收、弱盈利、轻投资，在大宗商品价格大幅上涨的情况下，行业景气进一步承压。本轮出口拉动中，中游装备制造类行业出口率先拉升，医药和汽车行业随后，背后逻辑是发达国家生产受限，从中国进口了更多的工业制成品；今年以来国际大宗商品价格暴涨，加之发达国家工业生产恢复，带动上游原材料行业出口加速反弹；但其它下游行业出口持续负增长，与新冠疫情之前无异。当前，下游制造业普遍出现较高库存与较低营收的严重脱节，对于行业后续生产的持续性，以及扩张投资的可能性都会产生不利影响。2021年工业企业利润改善在上游和中游表现更为突出，下游多数行业利润增速均处于历史最低水平；对应于固定资产投资，虽然各行业普遍表现平淡，但下游行业还是产生了更大拖累。

**3、前景展望：**随着欧美在实现群体免疫后复工复产速度加快，后续对中国出口的产业链拉动可能向上迁移，并不会自然而然地帮助扭转下游产业目前的困境；促进消费亦需更高层面的改革配套，会成为一项中长期挑战，当下来看并不会立竿见影地帮助下游产业转嫁成本压力。随着当前欧美国家逐步实现群体免疫，工业生产持续复苏，欧盟和美国的进口需求从去年的消费品和资本品逐步转移向中间品，意味着对中国出口产品的拉动将从中游逐步向上游迁移。除了出口拉动的不平衡外，消费的持续低迷也加重了下游产业链的压力。居民消费倾向自2020年疫情冲击显著下挫以来，尚未有效回升。中国老龄人口快速老龄化，且未富先老，成为拖累中国消费增长的中长期因素，需要以养老保险体系的构建完善、控制房价上涨加以应对，近期对校外辅导的严令监管可能也是聚焦人口与消费问题的一环。

**4、考虑到大宗商品价格上涨向下游产成品传导不畅，国内通胀仍然具有鲜明的“结构性”特征，因而通胀不应成为掣肘宏观政策固本培元的因素。**从中游行业高产能利用率的情况来看，原材料价格经由中游向下游传导的可能性仍然存在，但下游行业向终端消费者进行成本转嫁的能力较低，从而会对下游制造业的盈利造成更严重挤压。

简言之，当前中国经济存有短板（制造业投资和消费），尤其产业链的下游表现得更为明显，仍然需要宏观政策上的“固本培元”。在美联储政策动向备受瞩目的情况下，中国的货币政策仍应“以我为主”，“抢跑”固然不必，是否跟随亦需再行观察。而聚焦中国经济的短板，维持足够程度的呵护，应该成为“以我为主”的最主要考量之一。

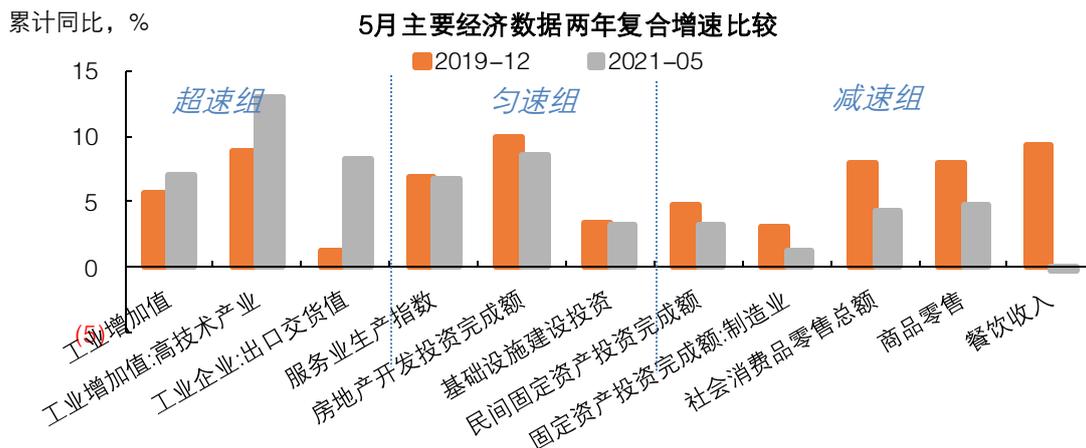
“固本培元”是今年4月30日中央政治局会议上对宏观政策的新定调。中国经济为何需要固本培元？在会议两月过去后，是否仍需固本培元？对这个问题的判断决定着未来一段时间的宏观政策走向，尤其是在美联储加息预期前移、并即将讨论缩减QE的情况下，中国货币政策是否应该“抢跑”或者跟随，在当前仍然存在争议。

我们认为，当前中国经济存有短板（制造业投资和消费），尤其产业链的下游表现得更明显，仍然需要宏观政策上的“固本培元”。在美联储政策动向备受瞩目的情况下，中国的货币政策仍应“以我为主”，“抢跑”固然不必，是否跟随亦需再行观察。而聚焦中国经济的短板，维持足够程度的呵护，应该成为“以我为主”的最主要考量之一。

## 一、宏观层面：经济复苏存在“高低脚”

从主要宏观经济数据来看，中国经济复苏的“高低脚”突出。经济复苏的“长板”是出口和工业：今年前5个月，工业企业出口交货值的两年复合增速达到8.2%，而2019年疫情前增速仅1.3%；受出口带动，工业增加值两年复合增速也持续高于新冠疫情爆发前水平。经济复苏的稳定力量来自服务业、房地产投资和基建投资，其两年复合增速已与疫情前相差不多。经济复苏的“短板”在于制造业投资和消费：前5个月餐饮收入的两年复合增速仍未转正，大幅低于疫情前接近10%的增速水平；商品零售从3月开始复苏接近停滞，两年复合增速4.8%仍显著低于疫情前7.9%；制造业投资的恢复也较缓慢，相比疫情前3%左右的增速尚有明显差距，尤其体现为民间投资复苏亦显乏力。

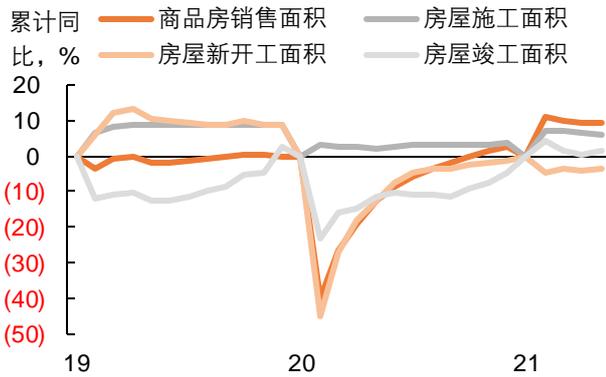
图1 截至2021年5月，中国经济复苏的不均衡特征凸显



资料来源:wind,平安证券研究所

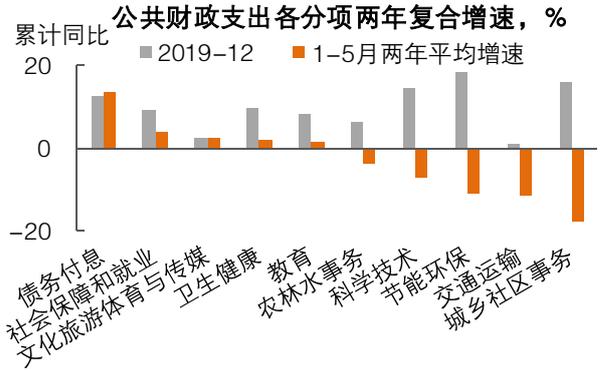
可见，当前中国经济复苏的动能仍偏外向，而作为当前“稳定力量”的房地产和基建投资都处于严格监管之下，不太可能作为外需的有力承接。目前，政策层面已从房企（三条红线）、金融机构（两项房贷集中度政策）、地方政府（供地两集中）和居民（限购）等层面形成合力，力图减轻中国经济与房地产的“捆绑”。在此形势下，尽管目前房地产销售仍保持较高景气，但房屋新开工面积增速持续负增长，增速亦大幅低于疫情之前。这使得房地产投资增长在很大程度上依赖于已开工项目的施工，其后劲和增长的稳定性都存在不确定性。基建投资则内嵌于地方政府隐性债务治理的大背景下，在清理规范地方融资平台、坚决遏制隐性债务增量的严厉要求下，目前基建相关财政支出（包括城乡社区事务、交通运输、节能环保）两年复合增速大幅负增，地方专项债也出现发行进度缓慢的现象，后续基建投资的增长空间同样受限。因此，面对外需改善不可长期持续，中国经济必须进一步提振制造业投资和消费增长，才能保证有足够的内生动能。

图2 今年以来房屋新开工面积持续负增



资料来源:wind, 平安证券研究所; 注: 2021年为两年复合增速

图3 今年以来基建相关财政支出大幅下滑

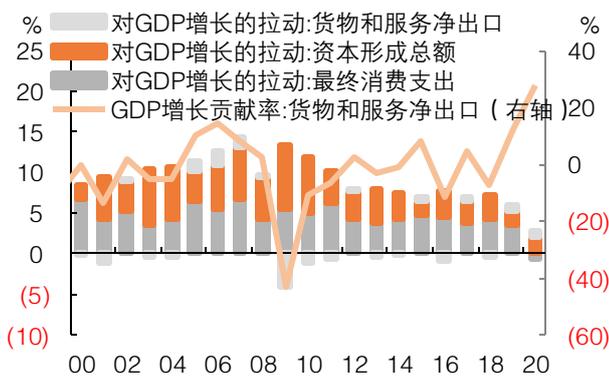


资料来源:wind, 平安证券研究所

## 二、 中观层面：产业链的下游短板明显

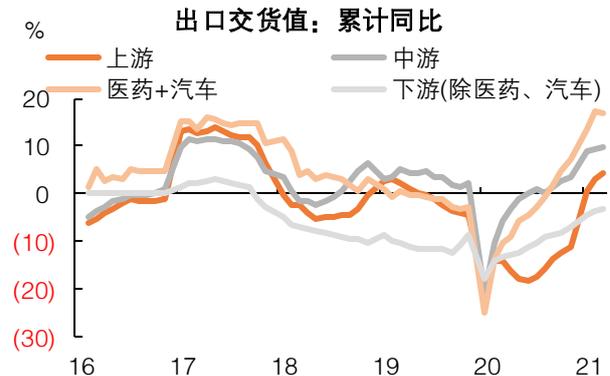
在本轮疫后复苏中，出口是终端需求的主要来源。2020年净出口对中国GDP的贡献率达到28%，是二十年来最高。但本轮出口对中国产业链的拉动并不平衡，这与2017年上一轮出口高景气时期有很大差别。本轮出口拉动中，中游装备制造类行业出口率先拉升，医药和汽车行业随后，背后逻辑是发达国家生产受限，从中国进口了更多的工业制成品；今年以来国际大宗商品价格暴涨，加之发达国家工业生产恢复，带动上游原材料行业出口加速反弹；但其他下游行业（除医药、汽车）出口持续负增长，与新冠疫情爆发前无异。

图4 2020年出口对中国经济增长起到了关键作用



资料来源:wind, 平安证券研究所

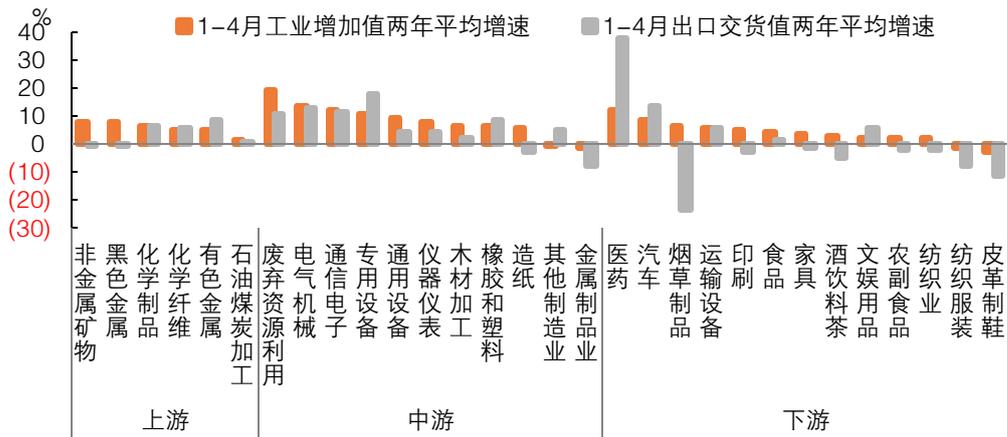
图5 但本轮出口对产业链的带动并不平衡



资料来源:wind, 平安证券研究所; 注: 2021年为两年复合增速

与上述出口交货值的情况相对应，截至2021年4月，除医药、汽车以外的下游工业行业工业增加值两年复合增速普遍偏低，各行业平均增速为2.8%；而上游、中游各行业工业增加值的平均增速分别为5.6%和8.3%。

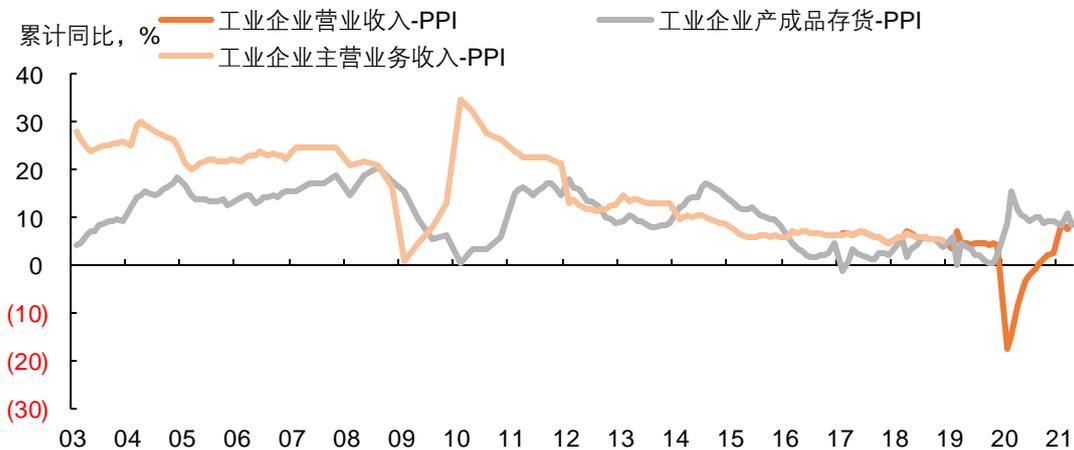
图表6 今年以来下游行业工业增加值增速普遍较低



资料来源:wind,平安证券研究所

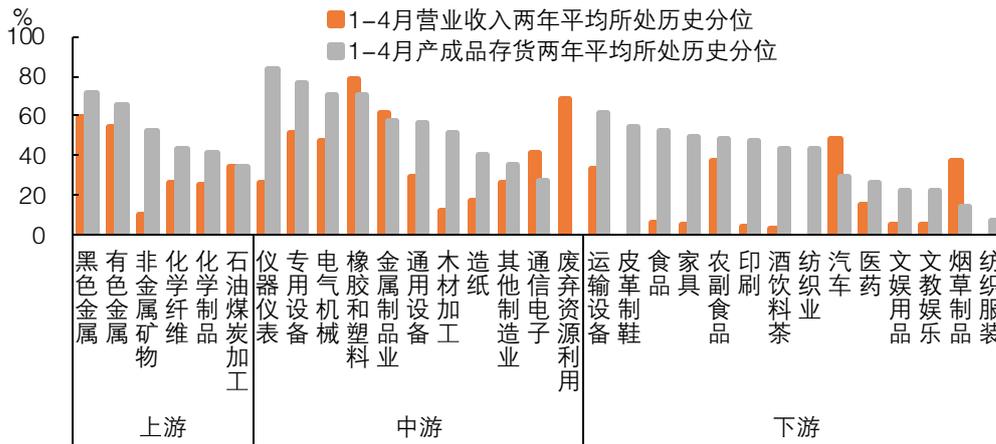
剔除工业品价格影响后,今年1-4月(两年复合)整体工业处于高营收增长、同时高库存增长状态,体现生产热情较高、且工业品需求也较旺盛。但从中观行业来看,库存与营收的组合却呈现出明显分化:高库存、高营收状态在中游制造业行业中较为普遍,上游的黑色金属、有色金属、石油化工也呈现此种状态,下游的汽车、烟草、农副食品亦然。但其它下游制造业普遍出现了较高库存与较低营收的严重脱节(库存增速处于历史较高分位,而营收增速处于历史较低分位)。出现类似状况的还包括上游的非金属矿物制品,中游的仪器仪表、通用设备、木材加工和造纸,但并不像下游行业那般突出。这种“高库存、低营收”的组合,对于下游行业后续生产的持续性,以及扩张投资的可能性都会产生不利影响。

图表7 剔除价格因素后工业整体上呈现出“高营收、高库存”的格局



资料来源:wind,平安证券研究所

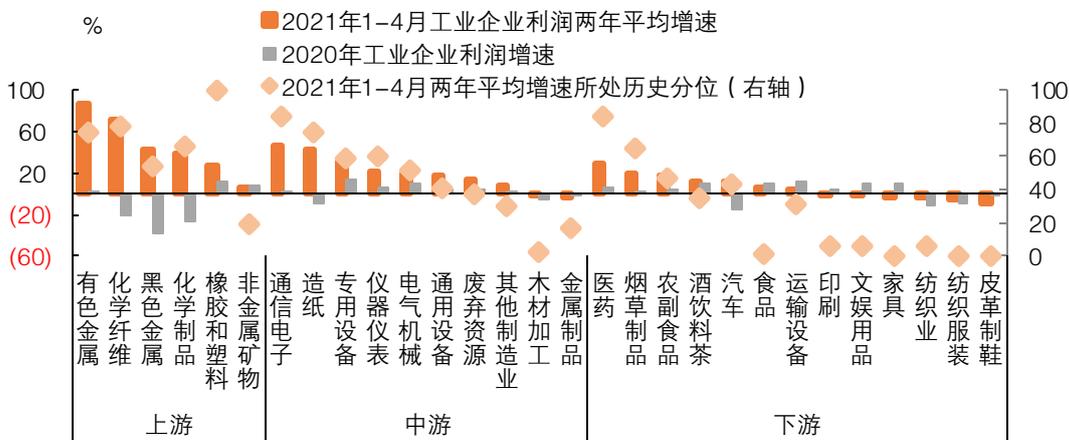
图8 但下游行业出现更严重的“低营收、高库存”状态



资料来源:wind,平安证券研究所

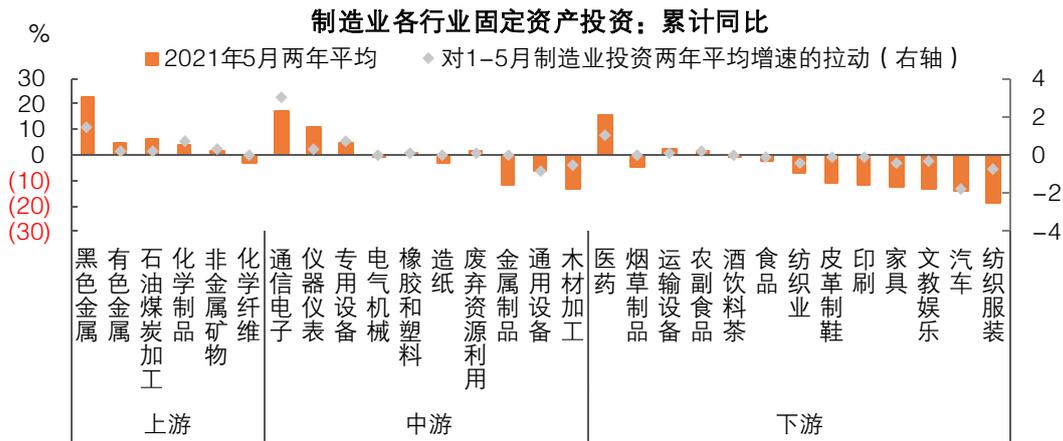
从实际利润表现看，2021年工业企业利润改善也在上游和中游表现更为突出，下游多数行业利润增速均处历史最低水平。此外，上游的非金属矿物、木材加工（高库存低营收）、金属制品（低增加值）的利润表现也不佳。对应于固定资产投资，虽然两年平均来看各行业普遍表现平淡，但下游行业还是产生了更大的拖累。细分行业来看，除了劳动密集型制造业之外，汽车行业拖累1-5月制造业投资两年平均增速达1.85个百分点，其后续恢复增长的能力对制造业投资反弹空间至关重要，而通信电子、医药和黑色金属业是拉动当前制造业投资增长的主力。

图9 下游行业利润增速普遍处于历史低位



资料来源: wind,平安证券研究所

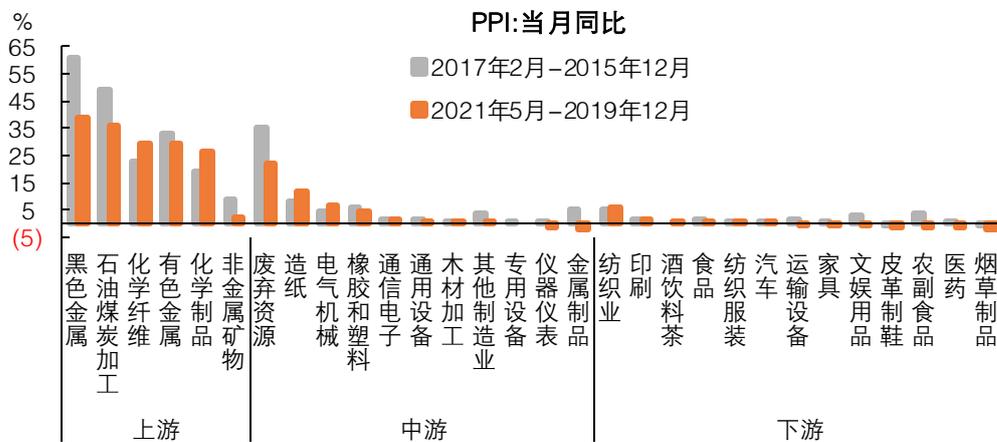
图表10 下游行业对制造业投资产生更大拖累



资料来源:wind,平安证券研究所

下游行业的“短板”直接导致了工业品价格传导的不畅。将本轮 PPI 攀升与上一轮供给侧结构性改革期间做一比对,可见目前大宗商品价格上涨向中下游的传导尚不畅通,且向下游的传导性比当年更加不畅。同时需注意,从国家统计局公布的各行业产能利用率来看,目前中游的专用设备、电器机械、通用设备行业产能利用率均已处于 2016 年底以来高位,与下游行业普遍处于中位水平形成鲜明对比。也就是说,原材料价格经由中游进一步向下游传导的可能性仍然存在,但下游行业向终端消费者进行成本转移的能力较低,从而会对下游制造业的盈利造成更严重挤压。

图表11 本轮 PPI 从上游向下游传导更加不畅



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\\_20322](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20322)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn