

## 总量研究

## 降准落地、社融企稳，经济低预期的可能性有多大？

——光大宏观周报（2021-07-11）

## 要点

## 核心观点：

本周全面降准的超预期落地以及社融增速的企稳，均释放出政策维稳信号，我们认为这反映出经济基本面低于预期的可能性较大，下半年经济面临减速压力较大，疫情后经济的薄弱环节尚未得到有效改善，需求及通胀分化也导致经济结构性矛盾进一步加深。

从经济环境来看，下半年出口、地产投资等快变量存在放缓风险，而消费、制造业投资等慢变量下半年带来的边际贡献有限，且出口回落也会进一步影响内需的修复步伐。从金融环境来看，二季度信用收敛速度加快，企业、居民的融资需求均存在减弱迹象，对下半年经济也将存在滞后影响。

**出口领先指标已经呈现见顶回落迹象，下行压力或将在四季度体现。**一方面，海外发达经济体普遍有望在三季度末、四季度初达到群体免疫状态，高额的失业补贴发放边际放缓将带来居民的消费动能减弱；另一方面，限制美国供应链修复的部分因素将在三季度改善，比如失业补贴降低了就业积极性，学校尚未复课使得父母被迫赋闲在家。

**地产销售下行拐点已现，将持续约束开发商资金链，预计下半年房地产开发投资将步入缓慢下行区间。**3月以来全国商品房销售面积增速开始下行，4、5月以来持续降温。向前看，随着5月土地出让“两集中”告一段落，预计短期新开工和竣工的反弹或将持续，对开发投资带来支撑。但是，销售拐点的确认，也会持续约束开发商资金链条，房地产投资基本见顶。

**经济薄弱环节仍未得到有效改善，制造业修复进程存在放缓风险，年内消费复苏偏慢的问题难以消除，下半年对经济的增量贡献相对有限。**经济修复不均衡的现象依然存在，贫富差距扩大及疫情反复导致消费恢复持续不及预期，内需疲弱、盈利分化导致中低端制造业投资恢复进程缓慢。同时，疫情后带来了社会财富的再分配，大型企业经营状况显著好于小微企业，高收入群体收入稳定，金融资产大幅增值，而低收入群体仍然挣扎在基本生存线上。

**财政后置导致上半年基建投资持续疲弱，未来反弹空间存在两大约束。**下半年财政空间预留较多，随着后续公共财政支出加快，三季度专项债进入密集发行期，有望带动基建投资增速迎来反弹。但受限于地方政府再融资压力较大，地方政府的投资意愿能否有效改善，叠加财政部对于专项债项目考核趋严，可能限制未来基建投资的反弹高点。

**实体融资需求走弱，也预示着经济增长动能放缓。**去年四季度以来，表外和直接融资均呈现收缩趋势，带动社融增速逐步下移。今年二季度以来，社融存量同比增速的下行速度明显快于市场预期。尽管表外融资收缩属于严监管下的被动压降，居民中长期贷款也同样受到地产政策的严控，政府债券的回落则对应财政刺激力度的放缓，但企业债、企业中长期贷款的回落则真实地表明实体自发性融资需求的转弱，一定程度上预示着经济的势能或将逐渐放缓。

**国内经济内生动能仍显不足，下半年存在减速风险，此时全面降准的推出具备其合理性。**货币政策保持边际微松的取向，有助于从需求侧角度进一步推动经济恢复向均衡迈进。由于财政政策仍然预留较大空间，我们认为下半年监管层在稳定地方债务风险的同时，应当着重发挥专项债资金的使用效益，防止专项债资金闲置，尽快推动支出端加快发力。

## 作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

联系人：刘星辰

021-52523880

liuxc@ebsecn.com

## 相关研报

全面降准，央行亮剑——7月9日全面降准点评（2021-07-10）

通胀压力减缓，PPI进入下行通道——2021年6月价格数据点评（2021-07-09）

降准箭在弦上——7月7日国常会降准信号点评（2021-07-08）

如何看待下半年利率走势？——20210704光大宏观周报（2021-07-04）

价格见顶回落，消费复苏加快——2021年6月PMI数据点评（2021-06-30）

出口分化：低技术拖累，高技术强劲——2021年5月贸易数据点评（2021-06-07）

美元指数还会继续向下吗？——光大宏观周报（2021-06-06）

PPI冲高见顶，投资继续上行——2021年5月经济数据预测（2021-05-31）

建筑业重返高静琦，基建投资反弹在即——2021年5月PMI数据点评（2021-05-31）

一文详解拜登6万亿美元财政幻术——光大宏观周报（2021-05-31）

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？——货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

如何看待年内基建投资？——光大宏观周报（2021-05-23）

年内消费能恢复到疫情之前吗？——《见微知著》第二篇（2021-05-18）

## 目 录

|                                                    |           |
|----------------------------------------------------|-----------|
| <b>一、经济结构性矛盾突出，政策托底意愿加强 .....</b>                  | <b>4</b>  |
| 1.1 下半年出口、地产投资大概率趋缓 .....                          | 4         |
| 1.2 疫情后经济薄弱环节仍未得到有效改善 .....                        | 5         |
| 1.3 财政后置导致上半年基建投资持续疲弱，未来反弹空间存在两大约束 .....           | 9         |
| 1.4 实体融资需求走弱，也预示着经济增长动能放缓 .....                    | 10        |
| 1.5 下半年国内经济存在减速压力，政策托底意愿加强 .....                   | 11        |
| <b>二、海外观察 .....</b>                                | <b>11</b> |
| 2.1 海外疫情：全球疫情持续缓和，疫苗接种推进 .....                     | 11        |
| 2.2 金融与流动性数据：美债收益率小幅下行，通胀预期略有下降 .....              | 12        |
| 2.3 全球市场：全球股市普遍下跌，大宗商品涨跌分化 .....                   | 13        |
| 2.4 央行观察：美联储多位委员料会提前满足缩减条件，欧洲央行宣布将实施对称性通胀目标 .....  | 14        |
| 2.5 海外政策：拜登政府就 OPEC 谈判和油价问题与沙特和阿联酋进行了对话 .....      | 15        |
| <b>三、国内观察 .....</b>                                | <b>17</b> |
| 3.1 上游：原油价格环比上涨，动力煤均价环比上涨、焦煤均价环比上涨，铜价、铝价趋势分化 ..... | 17        |
| 3.2 中游：高炉开工率下跌，水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降 .....   | 18        |
| 3.3 下游：商品房成交面积增幅扩大，猪价、菜价、水果价格环比下跌 .....            | 19        |
| 3.4 流动性：货币市场利率下行，债券市场利率下行 .....                    | 20        |
| 3.5 国内政策：全面降准落地，促进综合融资成本稳中有降 .....                 | 21        |
| <b>四、下周财经日历 .....</b>                              | <b>22</b> |

## 图目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图 1：中国对主要国家的出口增速呈现出下行迹象 .....       | 4  |
| 图 2：新出口订单指数已经率先回落 .....             | 4  |
| 图 3：3 月以来地产开发商资金增速逐步收敛 .....        | 5  |
| 图 4：5 月房地产销售面积持续回落 .....            | 5  |
| 图 5：疫后消费修复的四个阶段 .....               | 6  |
| 图 6：必选及消费升级类恢复充分，出行及居住消费恢复偏弱 .....  | 6  |
| 图 7：6 月国内疫情反复，服务业 PMI 明显回落 .....    | 6  |
| 图 8：6 月核心 CPI 环比明显低于季节性表现 .....     | 6  |
| 图 9：家庭财富指数（按家庭收入分组） .....           | 7  |
| 图 10：家庭收入指数（按家庭收入分组） .....          | 7  |
| 图 11：2020Q1 日常支出指数（按家庭收入分组） .....   | 7  |
| 图 12：计划增加储蓄家庭占比（按收入分组） .....        | 7  |
| 图 13：央行城镇储户调查问卷显示二季度收入和就业恢复放缓 ..... | 8  |
| 图 14：央行城镇储户调查问卷显示二季度居民消费意愿提升 .....  | 8  |
| 图 15：食品、农副食品、化工等链条增速较低 .....        | 9  |
| 图 16：高端制造业复苏态势较强 .....              | 9  |
| 图 17：一般公共预算支出进度 .....               | 10 |
| 图 18：新增专项债发行进度 .....                | 10 |
| 图 19：2020 年以一般债及置换债到期压力较大 .....     | 10 |

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图 20: 2020 年以来公共财政支出中债务付息部分大幅增长 .....    | 10 |
| 图 21: 今年 3 月以来企业和居民中长期贷款同比增幅逐步收敛 .....   | 11 |
| 图 22: 社融存量中主要分项的结构变化 .....               | 11 |
| 图 23: 全球新增确诊略有上升 (7 天移动平均) .....         | 12 |
| 图 24: 疫苗接种比例持续上升 .....                   | 12 |
| 图 25: 美国 10 年期国债收益率小幅下行 .....            | 12 |
| 图 26: 英、法、德及日本 10 年期国债收益率下行 .....        | 12 |
| 图 27: 美国 10 年期和 2 年期国债期限利差小幅下行 (%) ..... | 13 |
| 图 28: 美国投资级企业债利差小幅上行 (%) .....           | 13 |
| 图 29: 美联储资产规模略有上升 (十亿美元) .....           | 13 |
| 图 30: 美、欧央行资产规模均有上升, 日央行资产规模下降 .....     | 13 |
| 图 31: 全球股市普遍下跌 .....                     | 14 |
| 图 32: 大宗商品价格涨跌分化 .....                   | 14 |
| 图 33: 原油价格环比上涨 .....                     | 17 |
| 图 34: 动力煤、焦煤价格环比上涨, 环比增幅缩窄 .....         | 17 |
| 图 35: 铜价环比下跌, 库存同比上涨 .....               | 18 |
| 图 36: 铝价环比上涨, 库存同比下降 .....               | 18 |
| 图 37: 高炉开工率环比下跌 .....                    | 18 |
| 图 38: 水泥价格指数环比下跌 .....                   | 18 |
| 图 39: 螺纹钢价格环比下跌, 库存同比下降 .....            | 19 |
| 图 40: 钢坯库存同比上涨 .....                     | 19 |
| 图 41: 商品房成交面积增幅扩大 .....                  | 19 |
| 图 42: 土地供应面积同比增速下行 .....                 | 19 |
| 图 43: 猪价、菜价、水果价格环比下跌 .....               | 20 |
| 图 44: 乘用车日均零售销量跌幅扩大 .....                | 20 |
| 图 45: 货币市场利率下行 .....                     | 20 |
| 图 46: 债券市场利率下行 .....                     | 20 |

## 表目录

|                       |    |
|-----------------------|----|
| 表 1: 美欧日央行官员表态 .....  | 15 |
| 表 2: 美国经济热力图 .....    | 16 |
| 表 3: 欧元区经济热力图 .....   | 16 |
| 表 4: 英国经济热力图 .....    | 16 |
| 表 5: 日本经济热力图 .....    | 17 |
| 表 6: 下周全球经济数据热点 ..... | 22 |

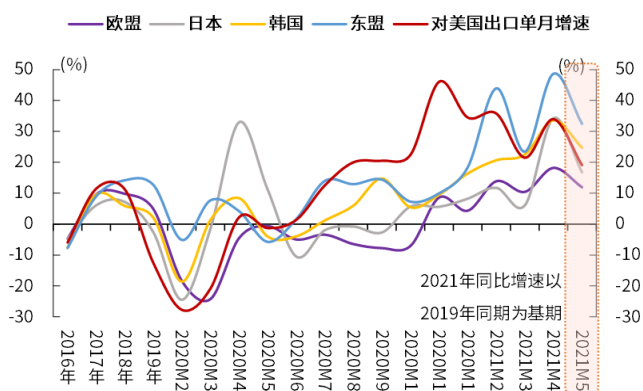
本周全面降准的超预期落地以及社融增速的企稳，均释放出政策维稳信号，我们认为这反映出经济基本面低于预期的可能性较大。鉴于此，本文重点梳理下半年经济可能存在减速的风险点。

## 一、经济结构性矛盾突出，政策托底意愿加强

### 1.1 下半年出口、地产投资大概率趋缓

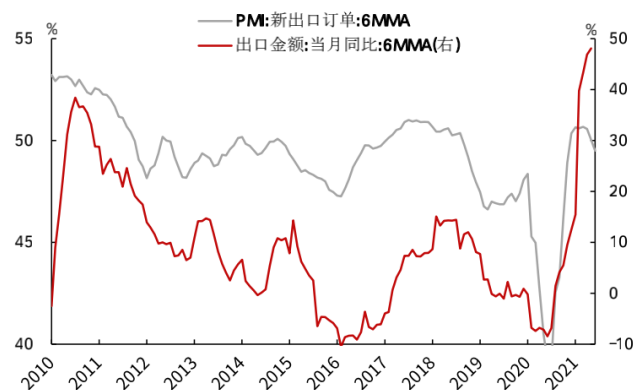
出口领先指标已经呈现见顶回落迹象，下行压力或将在四季度体现。2020年，中国对美出口增速上行，主要受到了美国总需求复苏，和中国在美国进口的份额提升，两个因素的带动。截至2021年4月，中国在美国总进口的份额已经基本下滑到疫情之前，这意味着未来中国对美出口主要取决于美国的总进口需求。一方面，海外发达经济体普遍有望在三季度末、四季度初达到群体免疫状态，这意味着高额的失业补贴发放将边际放缓，居民的消费动能减弱；另一方面，限制美国供应链修复的部分因素，将在三季度改善，比如失业补贴降低了就业积极性，学校尚未复课使得父母被迫赋闲在家。随着供应链的逐步恢复，预计供需缺口也会逐步弥合。2021年4月至6月，作为领先指标的新出口订单PMI连续三个月滑落，预计出口会在下半年出现震荡下滑的态势，三季度仍有韧性，四季度下滑压力较大。

图 1：中国对主要国家的出口增速呈现出下行迹象



资料来源：Wind，光大证券研究所

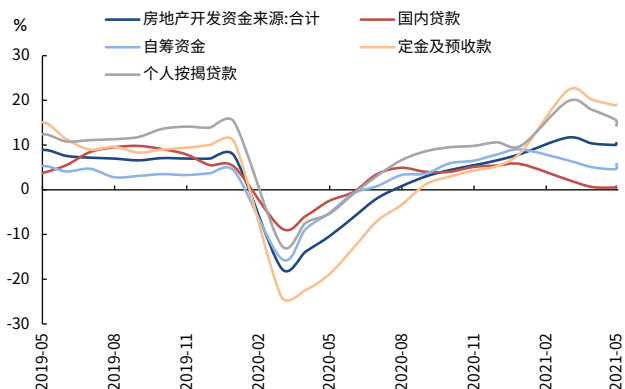
图 2：新出口订单指数已经率先回落



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据区间为2010年1月-2020年5月

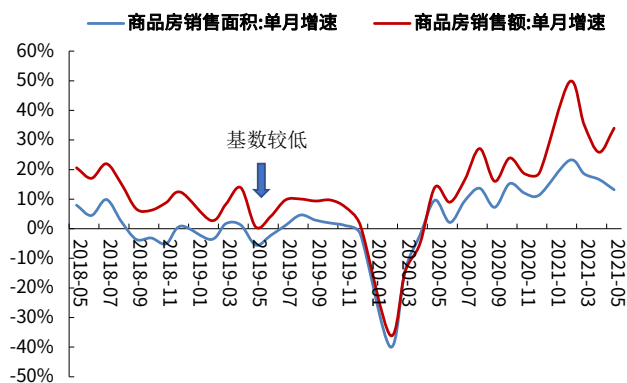
地产销售下行拐点已现，将持续约束开发商资金链，预计下半年房地产开发投资将步入缓慢下行区间。在房地产调控趋严的背景下，今年以来，表外融资压降拖累明显，开发商自筹资金增速持续下滑，表内开发贷增速也回落至低位，开发商融资需求主要依托于居民购房款。但是，3月以来全国商品房销售面积增速开始下行，4、5月以来持续降温。向前看，随着5月土地出让“两集中”告一段落，预计短期新开工和竣工的反弹或将持续，对开发投资带来支撑。但是，销售拐点的确认，也会持续约束开发商资金链条，房地产投资基本见顶。

图 3：3 月以来地产开发商资金增速逐步收敛



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：2021 年同比为以 2019 年为基期的两年复合增速

图 4：5 月房地产销售面积持续回落



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：2021 年同比为以 2019 年为基期的两年复合增速

## 1.2 疫情后经济薄弱环节仍未得到有效改善

疫情发生后，国内复工复产政策的有效推行，加之外需持续驱动，带动制造业生产、地产投资快速修复。然而，经济修复不均衡的现象依然存在，贫富差距扩大及疫情反复导致消费恢复持续不及预期，内需疲弱、盈利分化导致中低端制造业投资恢复进程缓慢。同时，疫情后带来了社会财富的再分配，大型企业经营状况显著好于小微企业，高收入群体收入稳定，金融资产大幅增值，而低收入群体仍然挣扎在基本生存线上。尽管 430 政治局会议提出“推动经济在恢复中达到更高水平的均衡”，但目前来看，经济薄弱环节仍未得到有效改善。

**当前国内消费整体复苏缓慢，结构性分化严重。**疫情后必选及消费升级类商品率先恢复，而纺服、餐饮、旅游等出行类消费以及家电等地产后周期消费表现偏弱，远低于疫情前水平。从 6 月服务业 PMI 回落、核心 CPI 弱于季节性的表现来看，预计 6 月社零数据依然呈现疲弱态势。

我们认为主要有四点原因延缓本轮疫后的消费复苏节奏：

一是，国内疫情呈现点状散发，导致各地疫情防控政策难以全部松绑，居民生活半径仍然受限，进而延缓国内旅游、餐饮、教育娱乐等线下服务业修复节奏。疫情以来，我国服务业 PMI 与新冠肺炎新增确诊病例数呈反向相关。例如，今年二季度境外疫情输入性风险加大，国内新冠肺炎新增确诊病例由 3 月的 308 例逐步上升 6 月的 670 例，同期服务业 PMI 由 3 月的 55.2% 逐步滑落至 52.3%。这也说明，疫情反复对服务业的冲击较为明显，尽管居民的出行强度逐步恢复正常，但其生活半径依旧受限，体现在今年端午节旅游人数恢复至 2019 年同期的 99%，而旅游收入仅恢复至 2019 年同期的 75%。

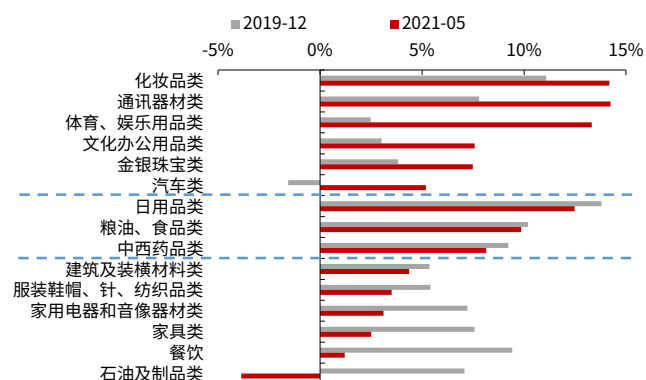


图 5：疫后消费修复的四个阶段

|         | 社零 餐饮 |       |       | 商品零售 | 必选消费 |      |      | 宅经济    |       |       | 出行消费  |       |       |       | 居住消费  |       |  |
|---------|-------|-------|-------|------|------|------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
|         |       |       |       | 粮油食品 | 中西药品 | 日用品  | 通讯器材 | 体育娱乐用品 | 化妆品   | 汽车    | 金银珠宝  | 纺织服装  | 石油及制品 | 家电    | 建材    | 家具    |  |
| 2020-02 | -20.5 | -43.1 | -17.6 | 9.7  | -8.9 | -6.6 | -8.8 | -4.0   | -14.1 | -37.0 | -41.1 | -30.9 | -26.2 | -30.0 | -30.5 | -33.5 |  |
| 2020-03 | -15.8 | -46.8 | -12.0 | 19.2 | 6.1  | 0.3  | 6.5  | -7.1   | -11.6 | -18.1 | -30.1 | -34.8 | -18.8 | -29.7 | -13.9 | -22.7 |  |
| 2020-04 | -7.5  | -31.1 | -4.6  | 18.2 | 6.5  | 8.3  | 12.2 | 11.6   | 3.5   | 0.0   | -12.1 | -18.5 | -14.1 | -8.5  | -5.8  | -5.4  |  |
| 2020-05 | -2.8  | -18.9 | -0.8  | 11.4 | 1.9  | 17.3 | 11.4 | 15.4   | 12.9  | 3.5   | -3.9  | -0.6  | -14.0 | 4.3   | 1.9   | 3.0   |  |
| 2020-06 | -1.8  | -15.2 | -0.2  | 10.5 | 8.1  | 16.9 | 18.8 | 19.8   | 20.5  | -8.2  | -6.8  | -0.1  | -13.0 | 9.8   | 2.2   | -1.4  |  |
| 2020-07 | -1.1  | -11.0 | 0.2   | 6.9  | 0.5  | 6.9  | 11.3 | 7.6    | 9.2   | 12.3  | 7.5   | -2.5  | -13.9 | -2.2  | -2.5  | -3.9  |  |
| 2020-08 | 0.5   | -7.0  | 1.5   | 4.2  | 9.4  | 11.4 | 25.1 | 8.9    | 19.0  | 11.8  | 15.3  | 4.2   | -14.5 | 4.3   | -2.9  | -4.2  |  |
| 2020-09 | 3.3   | -2.9  | 4.1   | 7.8  | 12.2 | 10.7 | -4.6 | 8.0    | 13.7  | 11.2  | 13.1  | 8.3   | -11.8 | -0.5  | 0.5   | -0.6  |  |
| 2020-10 | 4.3   | 0.8   | 4.8   | 8.8  | 11.7 | 11.7 | 8.1  | 6.3    | 18.3  | 12.0  | 16.7  | 12.2  | -11.0 | 2.7   | 4.2   | 1.3   |  |
| 2020-11 | 5.0   | -0.6  | 5.8   | 7.7  | 11.2 | 8.1  | 43.6 | 24.0   | 32.3  | 11.8  | 24.8  | 4.6   | -11.0 | 5.1   | 7.1   | -2.2  |  |
| 2020-12 | 4.6   | 0.4   | 5.2   | 8.2  | 9.6  | 8.0  | 21.0 | 2.2    | 9.0   | 6.4   | 11.6  | 3.8   | -3.8  | 11.2  | 12.9  | 0.4   |  |
| 2021-01 | 3.1   | -2.0  | 3.8   | 10.3 | 12.2 | 12.1 | 18.2 | 18.2   | 9.9   | 5.8   | 8.2   | 1.0   | -5.2  | 0.1   | 3.1   | 2.7   |  |
| 2021-02 | 6.3   | 1.0   | 6.9   | 13.6 | 13.9 | 14.5 | 14.7 | 15.8   | 12.2  | 10.4  | 13.2  | 5.0   | 1.3   | -1.2  | 11.3  | 5.1   |  |
| 2021-03 | 4.3   | 0.4   | 4.8   | 12.2 | 6.6  | 12.7 | 13.2 | 23.2   | 10.4  | 7.7   | 14.2  | 3.4   | 0.8   | -1.5  | 11.0  | 7.3   |  |
| 2021-04 | 4.5   | 1.3   | 4.9   | 10.3 | 8.0  | 14.6 | 9.7  | 25.8   | 15.4  | 6.3   | 11.4  | 5.0   | 1.7   | 2.9   | 6.8   | 1.4   |  |

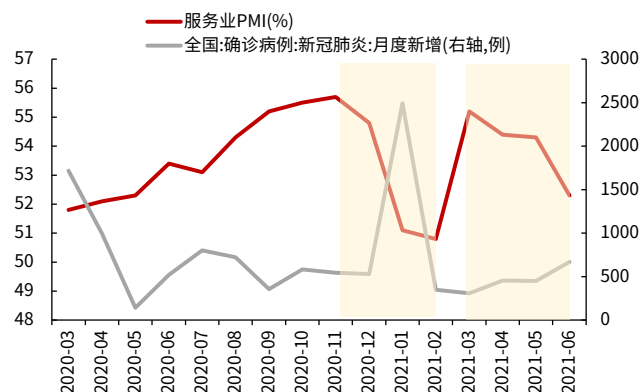
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：表格中数值为社零分项中的当月同比；2021 年同比为以 2019 年为基期的两年复合增速（单位：%）

图 6：必选及消费升级类恢复充分，出行及居住消费恢复偏弱



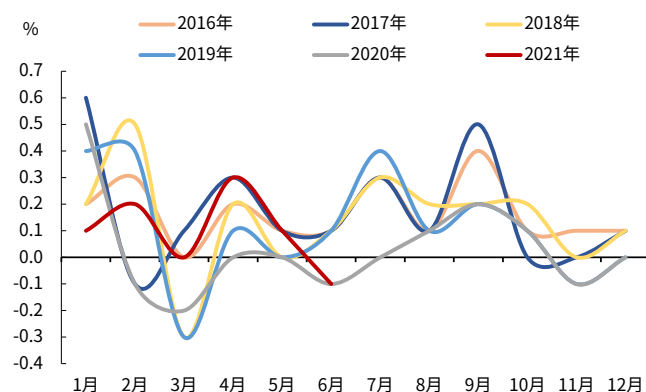
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：图内数字为限额以上消费品零售额的 12 个月移动平均增速，其中，2021 年 5 月调整为以 2019 年为基期的两年复合增速。

图 7：6 月国内疫情反复，服务业 PMI 明显回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：6 月核心 CPI 环比明显低于季节性表现

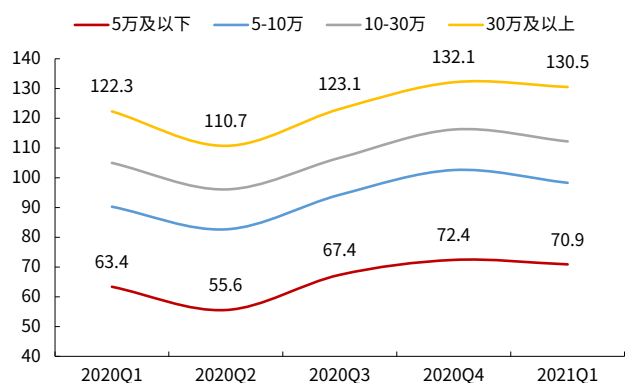


资料来源：Wind，光大证券研究所

二是，国内经济恢复不均衡，服务业复苏相对滞后，导致居民收入增速尚未恢复至疫情前水平，收入内部分化较为明显。例如，今年一季度，农民工收入两年复合增速为 2.4%，低于同期全国居民收入两年复合增速 7%；今年一季度，各省份城镇居民人均可支配收入的两年复合增速介于 3%-10%，而正常年份大多集中在 8%左右。今年二季度央行城镇储户调查问卷显示，收入和就业改善速度放缓。其中，当期收入感受指数较一季度小幅回落，未来收入信心指数和当期就业感受指数基本持平于一季度，三者均不及疫情前水平。

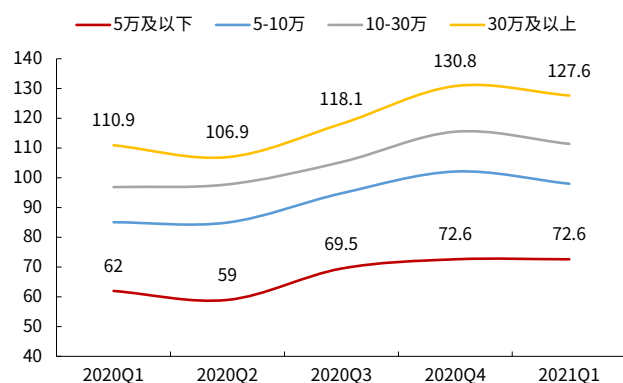
三是，疫情导致贫富差距进一步扩大，低收入群体财富缩水，拖累整体消费修复。今年一季度中国家庭金融调查数据显示，低收入群体的收入和财富仍未恢复至疫情前水平。对于低收入群体而言，疫情导致工作不稳定性增强，收入水平降低，但日常支出的刚性需求较多，导致其现金流走弱，对消费贷需求增加，但主要用于填补日常支出，并非大额支出。对于中高收入群体，收入基本未受疫情影响，同时房产价值增幅明显（疫情后购房比例明显上升的主要是拥有多套房产群体），金融投资收益率也较高，财富效应在疫情之后明显扩张，但其消费支出表现稳定，边际消费倾向较低，增加储蓄的意愿明显高于其他收入群体。

图 9：家庭财富指数（按家庭收入分组）



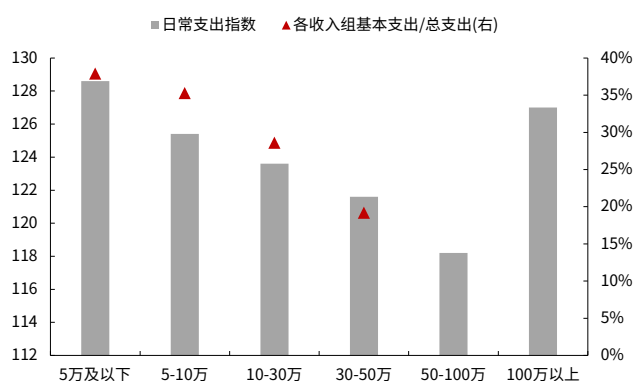
资料来源：CHFS，光大证券研究所 注：指数以 100 为参照基点，大于 100 表示（相比上季度）增加，小于 100 表示（相比上季度）减少

图 10：家庭收入指数（按家庭收入分组）



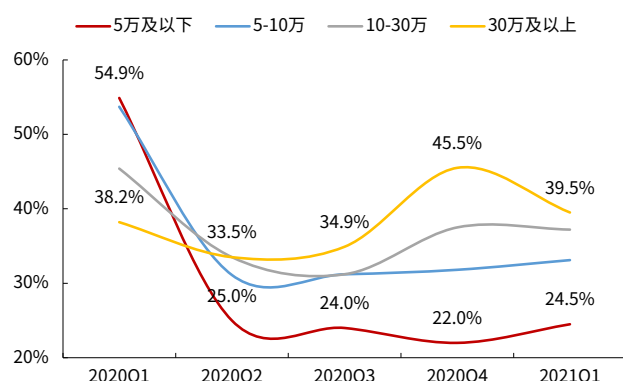
资料来源：CHFS，光大证券研究所 注：指数以 100 为参照基点，大于 100 表示（相比上季度）增加，小于 100 表示（相比上季度）减少

图 11：2020Q1 日常支出指数（按家庭收入分组）



资料来源：CHFS，光大证券研究所 注：指数以 100 为参照基点，大于 100 表示（相比上季度）增加，小于 100 表示（相比上季度）减少

图 12：计划增加储蓄家庭占比（按收入分组）

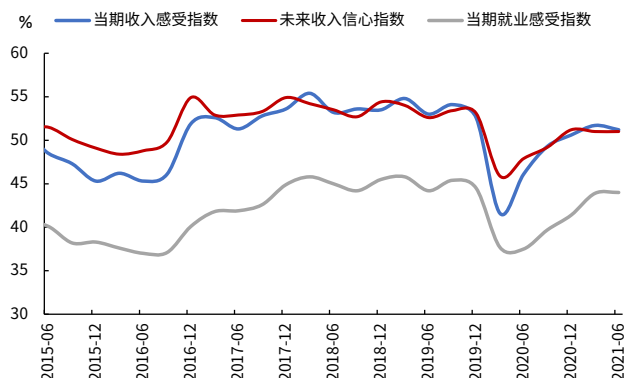


资料来源：CHFS，光大证券研究所

四是，居民储蓄倾向较高，消费意愿有待进一步恢复。去年一季度疫情发生后，居民储蓄率较 2019 年同期增加 6 个百分点。今年一季度，居民储蓄率较 2019 年同期仍高出 4 个百分点。疫情后居民储蓄率维持高位，意味着当前居民预防性储蓄意愿较强。同时，央行城镇储户调查问卷显示，今年二季度倾向于“更多储蓄占比”的居民占 49.4%，较一季度提高 0.3 个百分点，仍高于 2019 年同期的 45%。此外，二季度居民消费意愿有所改善，计划增加旅游消费的占比增加，但大额商品消费意愿依旧不足。央行城镇储户调查问卷数据显示，倾向于“更多消费占比”的居民占 25.1%，高于一季度的 22.3%，但不及 2019 年同期的 26.4%，

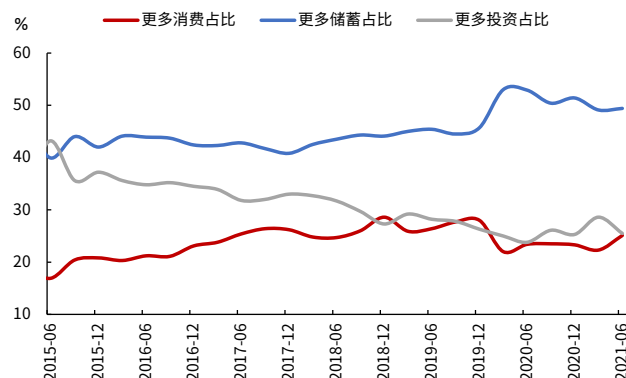
往前看，除居民消费意愿小幅提升以外，其余三点原因尚未明显改善，加之近期“德尔塔”毒株快速扩散导致实现群体免疫仍存变数，下半年出口存在回落风险，或将进一步导致国内就业和经济恢复不稳固的现象加重。我们认为年内消费复苏偏慢的问题难以消除，下半年对经济的增量贡献相对有限。

图 13：央行城镇储户调查问卷显示二季度收入和就业恢复放缓



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 14：央行城镇储户调查问卷显示二季度居民消费意愿提升



资料来源：Wind，光大证券研究所

当前需求及通胀分化格局，叠加汇率升值压力，导致制造业领域修复的不均衡性突出，进而引发中下游企业利润承压、投资及就业复苏缓慢等问题。

大宗商品价格的持续上涨，导致上下游盈利分化，企业效益改善不均衡的情况愈发凸显。上游制造业受市场需求改善、大宗商品价格上涨等因素推动，企业利润普遍高速增长，今年 1-5 月，原材料制造业利润两年平均增长 32.0%，显著高于规上工业平均水平；中游制造业企业受上半年出口景气推动，今年以来保持良好恢复态势，但近期也受到上游涨价带来的成本压力，例如 2021 年 5 月，计算机、通信和其他电子设备制造业、专用设备制造业以及通用设备制造业的盈利增速均出现了不同程度的下滑；下游企业面临采购成本增加、终端需求不佳的局面，导致其提价空间受限，利润空间收窄。今年 1-5 月，纺织业、纺织服装、家具制造业利润两年平均增速持续为负。

上下游盈利的分化、内外需驱动的差异性，导致制造业各链条投资增速分化严重。高端制造业投资复苏态势较强，5 月电子设备、医药、专用设备的单月增速处于高位，而且增速继续上行；而食品、农副食品、化工等链条增速表现较弱。

向前看，尽管制造业投资复苏进程尚未结束，但未来修复进程存在放缓风险。一是，去年下半年以来，出口订单是拉动制造业投资重启的重要动能，今年下半年出口承压迹象显现，对于国内制造业复苏的拉动也将趋缓；二是，尽管 PPI 同比高点已现，但我们预计更多为缓慢下行过程，考虑到终端需求恢复相对缓慢，预计下游低端消费品行业在成本承压、需求稳定的条件下，其利润改善

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\\_20673](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20673)

