

经济增长符合预期，结构分化较为明显

——宏观月报

报告要点：

● PMI 好于预期，供需增长稳定

3月中采制造业 PMI 指数为 51.9%，较上月上升 1.3 个百分点，连续 13 个月处于荣枯线之上；非制造业 PMI 指数为 56.3%，较上月大幅上升 4.9 个百分点。原材料价格持续处于高位，原材料价格指数和出厂价格指数剪刀差扩大，相关行业成本压力较大。世界主要经济体生产和消费景气度回升，进出口重返景气区间。

● CPI 由负转正，PPI 快速上行

3月 CPI 同比+0.4%（前值-0.2%），较上月回升 0.6 个百分点；环比-0.5%（前值+0.6%），较上月回落 1.1 个百分点。3月 PPI 同比+4.4%（前值+1.7%），涨幅较上月扩大 2.7 个百分点；环比+1.6%（前值+0.8%），涨幅较上月扩大 0.8 个百分点。其中猪价或将维持较低水平，鲜菜产量回升，鲜菜价格有望回落。国内需求稳定恢复，工业品价格有望继续上涨至年内高点。

● 工业增加值增速有所放缓

3月规模以上工业增加值同比增长 14.1%，环比增长 0.6%，略低于市场预期。工业增加值增速总体维持稳定增长，但增速有所放缓。行业大类看，高技术产业维持高增，其中新能源汽车产量增幅明显。

● 消费、投资增速稳定，进出口位于高景气区间

3月社零同比增速为 34.2%，较 1-2 月小幅回升 0.4 个百分点。必需消费品增速总体上保持稳定，部分可选消费品维持高速增长。投资方面，高新技术制造业投资仍维持高速增长，医药、化学原料及计算机通信维持高增。房地产投资仍有韧性，但我们预计随着监管政策的进一步趋严，地产投资增速将边际放缓。进出口方面，3月我国进出口总值为 4684.7 亿美元，同比增长 34.2%，增幅较为明显。

● 社融边际下滑，信贷延续结构分化

3月 M2 当月同比增速 9.4%，增速较上月下降 0.7 个百分点，新增人民币贷款 27300 亿元。3月社融出现下滑，信贷增长略有放缓。3月以来房地产市场维持较高景气度，叠加制造业保持相对强劲，对 M1 增长均有一定支撑；同时信贷同比增速放缓也对 M2 同比产生一定影响。信贷结构分化仍然延续，中长期贷款维持高增。企业债券及表外融资拖累社融增长。

整体上看，一季度我国经济平稳增长，但结构分化仍颇为明显。PMI 优于预期，企业景气度有所回升。工业增加值增速放缓，制造业投资边际下滑，进出口位于高景气区间。同时信贷结构分化仍然延续，中长期贷款维持高增。企业债券及表外融资拖累社融增长。我们预计二季度经济仍将维持稳健增长，建议后续重点关注海外疫情反复下经济复苏情况，国内工业制造业边际变化以及消费进一步复苏情况。

风险提示：海外复苏不及预期，通胀水平超预期，政策调控超预期

主要数据：

上证综指：

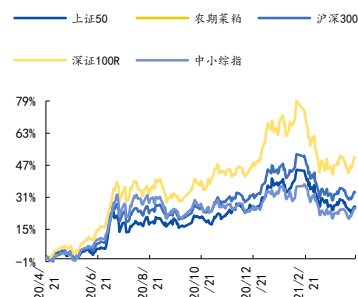
深圳成指：14101.90

沪深 300：5083.37

中小盘指：4417.01

创业板指：2896.11

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元宏观-利率债利多频发，政策暂难持续宽松-宏观流动性周报(第 25 期)-20210417》
2021.04.19

《国元宏观-出口延续向好态势，大宗涨价推高进口增速-3月进出口数据点评》2021.04.14

报告作者

分析师 徐颖

执业证书编号 S0020520070001

邮箱 xuying@gyzq.com.cn

电话 021-68880637-2174

内容目录

1. PMI 好于预期，供需增长稳定	4
1.1 PMI 好于预期，供需增长稳定	4
1.2 原材料价格持续上涨，与出厂价格剪刀差扩大	4
1.3 中小型企业 PMI 上升，服务业景气大幅回升	4
2. CPI 由负转正，PPI 快速上行	5
2.1 节后需求环比回落，低基数拉升 CPI 同比	5
2.2 大宗商品持续涨价，PPI 快速上行	6
3. 3 月工业增加值增速有所放缓	7
4. 消费：必选消费增速稳定，可选消费延续分化	7
5. 投资：投资增速保持稳健，地产投资保持韧性	8
6. 出口延续向好态势，大宗涨价推高进口增速	9
6.1 欧美经济逐步复苏，带动我国出口增长量稳质升	9
6.2 国内生产持续修复，大宗涨价推高进口增速	10
7. 货币金融：社融出现边际下滑，信贷延续结构分化	10
7.1 M1 与 M2 同比均出现边际下滑	10
7.2 信贷增长略有放缓，中长期贷款维持高增	11
7.3 企业债券及表外融资拖累社融增长	11

图表目录

图 1：生产与新订单	4
图 2：中采 PMI 分项	4
图 3：中小型企业 PMI 边际回暖	5
图 4：非制造业 PMI 表现良好	5
图 5：CPI 同比回正	6
图 6：CPI 环比由涨转降	6
图 7：PPI 涨幅扩大	6
图 8：主要行业 PPI 累计同比	6
图 9：3 月工业增加值变动情况	7
图 10：四大产业工业增加值同比	7

图 11: 子行业工业增加值累计同比	7
图 12: 主要工业品产量增速出现分化	7
图 13: 3 月社零增速持续回暖	8
图 14: 细分消费品分项增速情况	8
图 15: 固定资产投资完成额平稳恢复	9
图 16: 固定资产投资细分项情况	9
图 17: 制造业投资分项情况	9
图 18: 房地产投资保持韧性	9
图 19: 进出口位于高景气区间	10
图 20: 主要出口商品高位回落	10
图 21: M2 同比边际下降	11
图 22: 新增人民币存款情况	11
图 23: 居民信贷超季节性增长	11
图 24: 企业中长期贷款维持高增	11
图 25: 社融增速边际下滑	12
图 26: 表外融资拖累社融增长	12

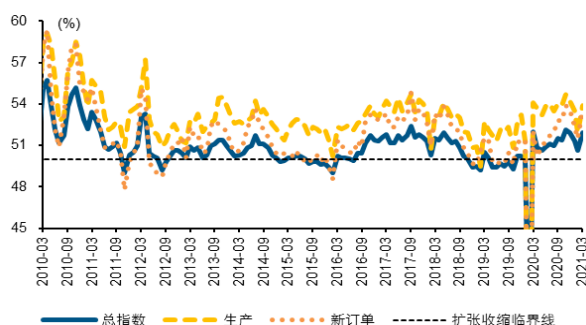
1. PMI 好于预期，供需增长稳定

1.1 PMI 好于预期，供需增长稳定

3 月中采制造业 PMI 指数为 51.9%，较上月上升 1.3 个百分点，连续 13 个月处于荣枯线之上；非制造业 PMI 指数为 56.3%，较上月大幅上升 4.9 个百分点。综合 PMI 产出指数为 55.3%，较上月上升 3.7 个百分点。

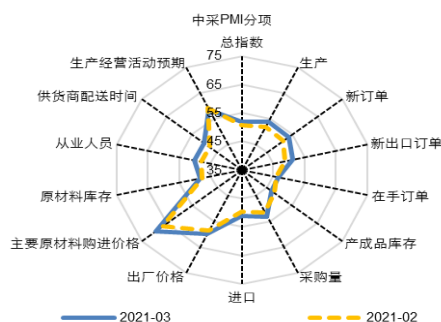
从细分项来看，从整体上看，3 月生产指数为 53.9%，高于上月 2.0 个百分点，连续 13 个月维持在荣枯线以上，表明制造业生产复工仍在加快。新订单指数较上月上升 2.1 百分点至 53.6%，需求端扩张步伐加快。本月新出口订单指数和进口指数分别为 51.2% 和 51.1%，较上月上行 2.4 和 1.5 个百分点，其中进口指数升至近年高点。在内需方面，春节假期造成的季节性冲击消失，国内疫苗持续接种，3 月份进入产销旺季，国内市场供需两端扩张边际加快。在外需方面，海外疫情持续减轻，世界主要经济体生产和消费景气度回升，进出口重返景气区间。本月企业生产经营活动预期指数降至 58.5%，较上月下行 0.7 个百分点，仍处于景气区间。受海外疫苗接种情况和全球经济复苏，以及美国财政刺激政策的实施，预计 4 月份出口订单仍较多。

图 1：生产与新订单



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：中采 PMI 分项



资料来源：Wind，国元证券研究所

1.2 原材料价格持续上涨，与出厂价格剪刀差扩大

3 月主要原材料购进价格指数为 69.4%，较上月上升 2.7 个百分点，连续五个月高于 60.0%；出厂价格指数为 59.8%，较上月上升了 1.3 个百分点。受国际大宗商品价格持续上涨，3 月原材料价格持续处于高位，原材料价格指数和出厂价格指数剪刀差扩大，相关行业成本压力较大。考虑到 4 月份境外疫情变化及国际经贸不畅等因素影响，以及在极端宽松的全球货币政策趋势下通胀的不确定性，原材料购进价格指数仍将维持高位。

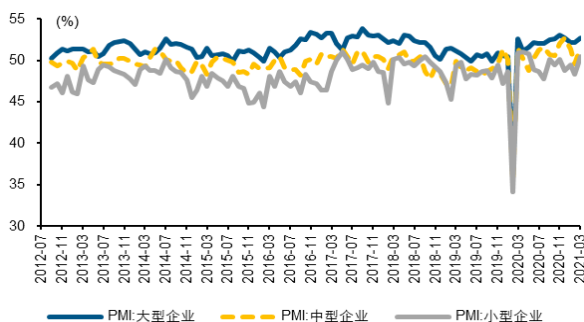
1.3 中小型企业 PMI 上升，服务业景气大幅回升

3 月大中小型企业制造业 PMI 分别为 52.7%、51.6% 和 50.4%，较上月分别回升 0.5 个百分点，2.0 个百分点和 2.1 个百分点，均处于景气区间以上。自 2020 年 3 月以来，大型企业 PMI 指数已连续 13 个月处于荣枯线以上，仍处于较高景气区间。受经济持续复苏，全球疫情减缓，以及去年以来中央提出的多项加大中小微企业支持力度

的政策红利等因素影响，中小企业经营环境逐渐变好，景气指数上升。

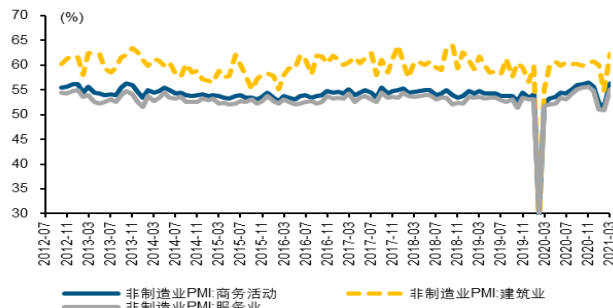
3月非制造业商务活动指数为56.3%，高于上月4.9个百分点。其中服务业PMI指数为55.2%，高于上月4.4个百分点，表明疫情防控有效，服务业消费大幅回升。受春节假期结束等原因，建筑业PMI指数回升至62.3%，较上月大幅上升7.6个百分点。

图3：中小型企业 PMI 边际回暖



资料来源：Wind，国元证券研究所

图4：非制造业 PMI 表现良好



资料来源：Wind，国元证券研究所

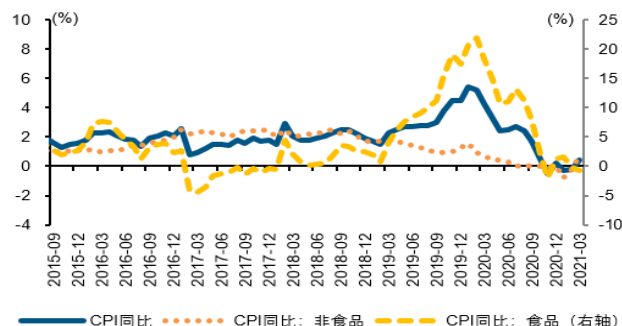
2. CPI 由负转正，PPI 快速上行

国家统计局4月9日公布数据显示，2021年3月CPI同比+0.4%（前值-0.2%），较上月回升0.6个百分点；环比-0.5%（前值+0.6%），较上月回落1.1个百分点。3月PPI同比+4.4%（前值+1.7%），涨幅较上月扩大2.7个百分点；环比+1.6%（前值+0.8%），涨幅较上月扩大0.8个百分点。CPI与PPI均略高于市场预期。

2.1 节后需求环比回落，低基数拉升CPI同比

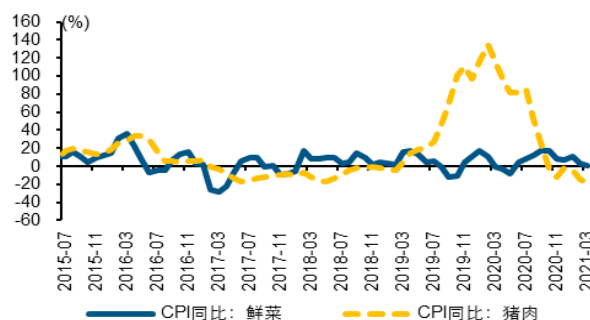
3月食品CPI同比变动-0.7%，降幅较上月扩大0.5个百分点；非食品CPI同比由上月-0.2%转为+0.7%，较上月回升0.9个百分点。核心CPI同比由上月持平转为上涨0.3%。3月食品烟酒类价格同比上涨0.1%，影响CPI上涨约0.03个百分点。食品中，受供给恢复影响，猪肉价格同比下降18.4%，降幅扩大3.5个百分点，影响CPI下降约0.45个百分点；鲜菜价格同比+0.2%，涨幅回落3.1个百分点；鲜果价格同比+4%，涨幅扩大0.9个百分点，影响CPI上涨约0.08个百分点。生猪产能持续修复，猪肉价格环比下降10.9%，降幅较上月扩大7.8个百分点。由于天气转暖，鲜菜大量上市，鲜菜价格环比由上月上涨1.8%转为下降14.5%。

图 5: CPI 同比回正



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 6: CPI 环比由涨转降



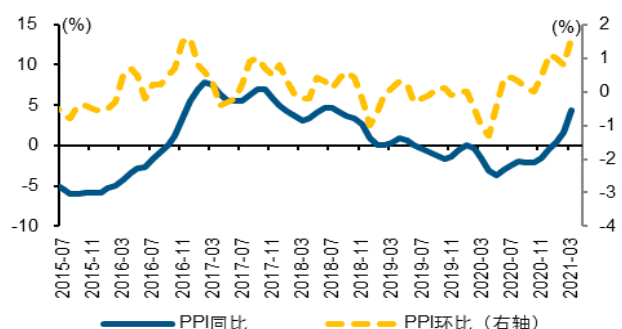
资料来源: Wind, 国元证券研究所

2.2 大宗商品持续涨价, PPI 快速上行

3 月 PPI 同比上涨 4.4%, 环比上涨 1.6%。其中生产资料价格同比+5.8%, 环比+2.0%; 生活资料价格同比由-0.2%转为+0.1%, 环比由持平转为+0.2%。

受国际原油价格维持高位影响, 国内石油相关行业价格延续上涨趋势。细分行业当月同比均有不同幅度上行, 其中石油和天然气开采业(+23.7%), 石油、煤炭及其他燃料加工业(+13.9%), 化学原料和化学制品制造业(+11.4%)。进口铁矿石价格有所上涨, 叠加国内工业生产需求回升, 黑色金属冶炼和压延加工业(+21.5%); 国际市场铝、铜等有色金属价格上行, 推升国内有色金属冶炼和压延加工业(+21.3%)。受工业企业开工率较高, 供电需求回升影响, 煤炭开采和洗选业(+6.9%)。

图 7: PPI 涨幅扩大



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 8: 主要行业 PPI 累计同比



资料来源: Wind, 国元证券研究所

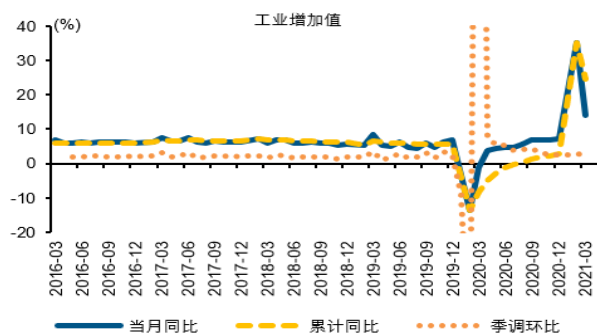
预计二季度 CPI 以修复为主, PPI 或将达到年内高点。非食品方面, 居民消费温和修复, 受疫情防控压制, 服务业价格或将总体保持稳定。食品方面, “猪周期”进入下行区间, 生猪生产恢复, 同时猪肉消费淡季到来, 供需缺口收窄, 猪价或将维持较低水平; 随着天气转暖, 鲜菜产量回升, 鲜菜价格有望回落。PPI 方面, 全球经济复苏、需求回升, 原油等国际大宗商品持续涨价, 其影响将传导至国内 PPI; 国内需求稳定恢复, 工业品价格有望继续上涨至年内高点。

3.3 月工业增加值增速有所放缓

3 月规模以上工业增加值同比增长 14.1%，环比增长 0.6%，略低于市场预期。工业增加值增速总体维持稳定增长，但增速有所放缓。其中，计算机设备及汽车制造业的增速放缓，可能是由于受到相关芯片短缺的影响。

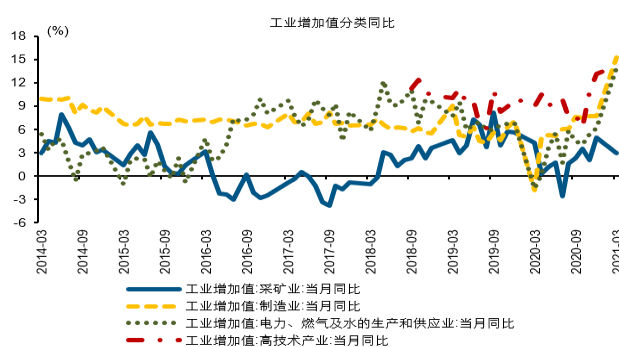
行业大类看，制造业边际回暖，3 月同比增 15.2%，较去年 12 月上升 7.5%。高技术产业亦维持高增。子行业看，必选消费相关的食品制造（17.4%）、农副食品加工（15.2%）较上月分别变动-11.4、-7.6 个百分点；出口高景气的纺织（22.5%）及电子设备（30%）较上月分别变动-17、-18.5 个百分点；汽车制造业（55.1%）仍保持高景气度。固定资产投资整体维持强劲，带动电气设备（45.3%）、金属制品（40.2%）等整体保持高增。

图 9：3 月工业增加值变动情况



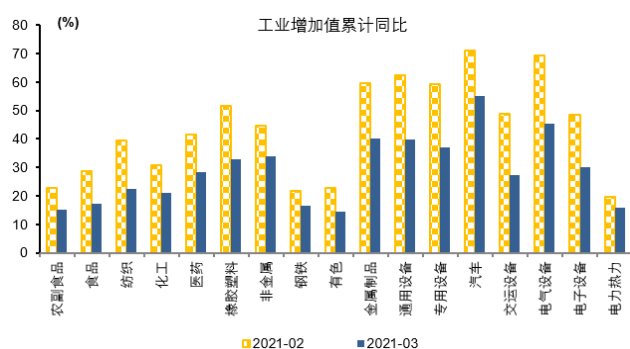
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 10：四大产业工业增加值同比



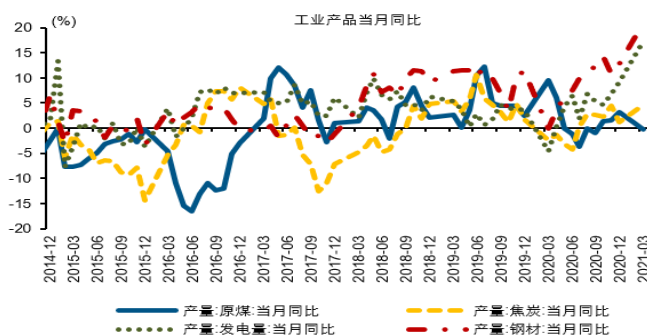
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 11：子行业工业增加值累计同比



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 12：主要工业品产量增速出现分化



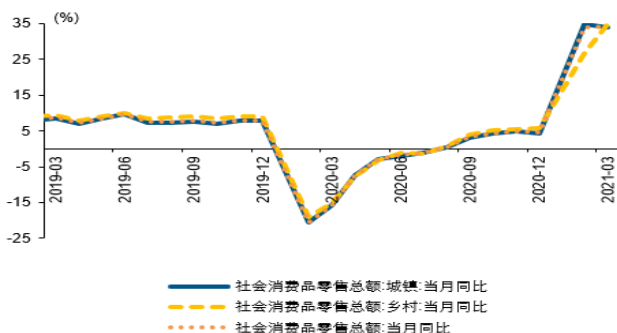
资料来源：Wind，国元证券研究所

4. 消费：必选消费增速稳定，可选消费延续分化

3 月社零同比增速为 34.2%，较 1-2 月小幅回升 0.4 个百分点。1-3 月份，同比增长 33.9%，两年平均增速为 4.2%。整体上看 3 月社零增速保持稳定。必需消费品增速

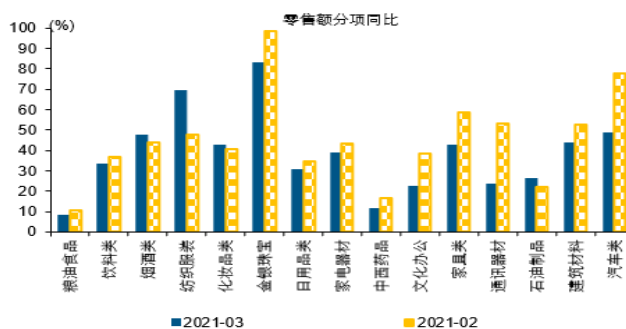
总体上保持稳定，部分可选消费品维持高速增长。必选消费品中限额以上粮油食品（8.3%）、中西药品（11.5%），日用品（30.7%）均基本维持稳定增长；可选品中通讯器材（23.5%）当月同比增速出现较大幅度回落，较上月下滑约 30 个百分点。化妆品（42.5%）、金银珠宝（83.2%）及汽车类（48.7%）仍维持相对高增。烟酒（47.4%）、纺织服装（69.1%）均有所改善。

图 13：3 月社零增速持续回暖



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 14：细分消费品分项增速情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

5. 投资：投资增速保持稳健，地产投资保持韧性

3 月全国固定资产投资同比增长 25.6%，比 2019 年 1-3 月份增长 6.0%，两年平均增长 2.9%。其中 3 月份固定资产投资比上月环比增长 1.51%。

制造业投资增速下滑。3 月制造业投资累计增速回升至 29.8%，较 1-2 月收窄 7.5 个百分点。同时一季度制造业投资相比 2019 年的年化增速约为 -2%，增速有所下滑。其中高新技术制造业投资同比增长 41.6%，仍维持高速增长。细分行业看，3 月医药、化学原料及计算机通信维持高增，铁路船舶出现小幅回暖。海外需求仍然旺盛，叠加国内政策导向对制造业的支持，预计制造业投资将维持稳步增长。

房地产投资保持韧性。3 月房地产开发投资同比增长 25.6%，两年平均增长 7.6%。分类别看，住宅投资、办公楼、商业地产同比分别增 28.8%、14.9%、13.8%。2021 年以来尤其是 3 月以来房地产需求端增长仍然较快。1-3 月份，商品房销售面积同比增长 62.8%，比 2019 年 1-3 月份增长 20.7%，两年平均增长 9.0%。高频数据显

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_18931

