

## 宏观月报

国元期货研究咨询部

### 经济扩张放缓 经济结构改善

#### 主要结论：

2021 年开年以来由于先后受到局部疫情、春节放假等因素影响，经济景气扩张速度放慢。在影响消退之后，国内经济延续稳健增长态势。生产回落消费走强，经济结构渐进调整。

2021 年中国经济增速上升，主要原因在于经济增长内生动能将会延续增强趋势，在全球经济复苏的进程中起到引领作用。2021 年宽松货币政策将有序退出，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。

#### 宏观金融

电话：010-59544994

#### 相关报告

## 目 录

一、经济扩张放缓.....	1
二、价格指数分化.....	10
三、金融数据回落.....	12
四、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.....	6
图 10: 财政支出.....	6
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.....	18
图 26: 外汇占款.....	18

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。

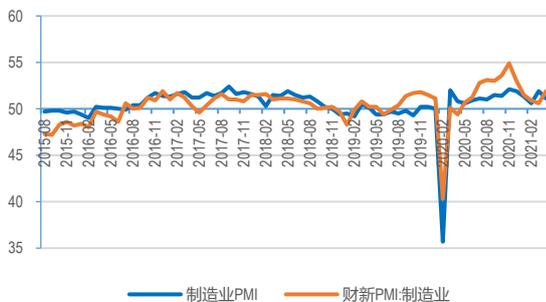
## 一、经济扩张放缓

领先指标来看，4月制造业PMI小幅回落。4月PMI回落有一定季节性因素，也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。4月需求复苏跟进、服务业经济度较高，建筑业走弱。

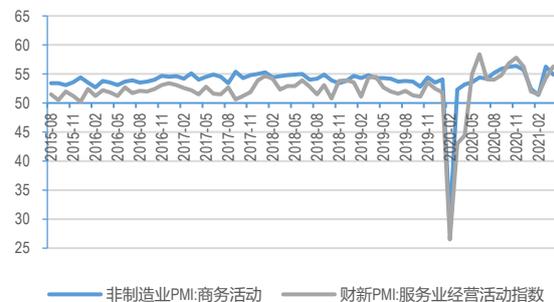
图1：制造业 PMI

图2：非制造业 PMI

中国制造业采购经理指数 (PMI)



非制造业 PMI



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

2021年4月PMI数据回落，生产偏弱需求偏强。4月官方制造业PMI为51.1%，较3月下降0.8个百分点，连续14个月处于临界点上方，制造业维持扩张。财新制造业PMI走势与官方PMI相反，为51.9%，较3月上升1.3个百分点。4月官方非制造业PMI为54.9%，较3月回落1.4个百分点，非制造业保持较高景气

度。财新中国服务业 PMI 升至 56.3% 高于 3 月 2 个百分点。其中服务业和建筑业同步回落，服务业 PMI 指数 54.4%，小幅下行 0.8 个百分点，建筑业 PMI 指数 57.4%，回落 4.9 个百分点，财新中国服务业 PMI 升至 56.3 高于 3 月 2 个百分点，保险业、其他金融业商务活动指数位于临界点以下。

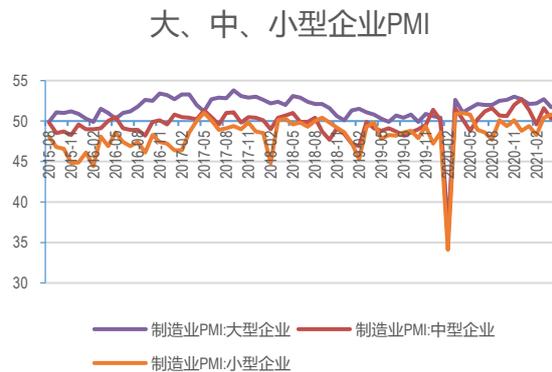
4 月大型企业 PMI 为 51.7% 比上月下降 1 个百分点、中型企业 PMI 为 50.3 下降 1.3 个百分点、小型企业 PMI 为 50.8% 回升 0.4 个百分点，小型企业制造业 PMI 回升明显。不同规模企业景气波动可以部分解释官方与财新 PMI 的走势矛盾。

图 3: PMI 生产和新订单指数



数据来源: Wind、国元期货

图 4: 各类型企业 PMI



数据来源: Wind、国元期货

从分类指数来看，4 月构成制造业 PMI 的 5 个分类指数全部较上月回落。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 52.2% 回落 1.7 个百分点，生产扩张放缓；新订单指数为 52% 回落 1.6 个百分点，企业接单意愿下降；原材料库存指数 48.3% 回落 0.1 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 49.6% 回落 0.5 个百

分点，用工下降；供应商配送时间指数 48.7% 回落 1.3 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 50.4% 回落 0.8 个百分点，进口指数为 50.6 % 回落 0.5 个百分点，进出口均有所回落，有一定季节因素影响，内外需求仍偏强。

**生产方面**，生产端延续去年以来的强势，工业生产维持高增长，工业增加值同比增速超过疫情之前的水平。去年一季度工业生产受到疫情影响严重下滑，基数较低。全球制造业进入上行阶段，外需较强带来出口订单支持。局部疫情下的“就地过年”政策影响下春节后企业复工提前，开工时间长于历史同期。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。

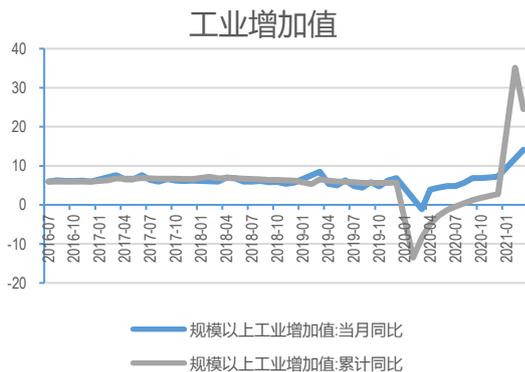
2021 年 1-3 月中国工业增加值同比增长 24.5%，比 2019 年同期增长 14%，两年平均增长 6.8%，虽较 1-2 月的两年复合增速 8.1% 明显收窄，仍处于相对较高水平。3 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 14.1 %。环比增长 0.6%，一季度各月环比数据明显强于往年同期，环比增速已基本恢复至疫情前水平。生产端持续强势，整体判断恢复情况已经超过疫情之前的水平。

3 月份三大门类中采矿业增加值同比增长 2.9% 增速回落 14.6 个百分点，制造业增长 15.2% 增速回落 19 个百分点，电热燃气水增长 13.9% 增速回落 5.9 个百分点。制造业持续保持了较高增速，采矿业拖累整体工业生产。41 个行业大类中有 37 个行业增加值保持同比增长，较 1-2 月减少 3 个；612 种产品中有 505 种

产品同比增长，较1-2月减少60种。工业生产数据中结构特征依旧明显，中上游产业链表现较强。汽车制造业景气度持续修复，建筑业景气度好建材生产较强，下游偏消费类行业生产疲弱态势有一定改善。

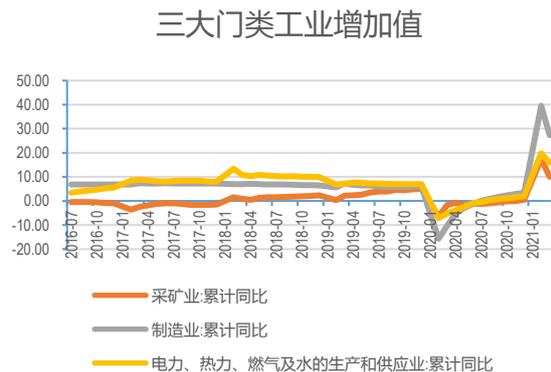
国内生产端已经超过疫情之前的水平，需求响应相对滞后，3月份消费好转需求端走强，由于需求端响应逐步增强可望形成“生产-消费-生产”相互促进的正向循环，市场对于生产端增长能够保持较长的持续性偏向乐观。由于基数效应二季度工业增加值增速应较一季度大幅回落、维持在历年同期高位。

图 5: 工业增加值



数据来源: Wind、国元期货

图 6: 工业增加值



数据来源: Wind、国元期货

**投资方面**，固定资产投资增速较低。由于局部疫情、宏观政策常态化、财政支出节奏靠后、新增专项债额度下达较晚等因素一季度投资整体偏弱。3月主动投资的意向逐步走强，正常的投资需求成为投资增长的主要动力。投资的主要构成中地产投资继续向好，基建投资当月增速回升，制造业投资较弱。

1-3 月份中国固定资产投资 9.6 万亿元，同比增长 25.6%，较 2019 年同期增

长6%，两年平均增速为2.9%，较1-2月的1.7%有所提高。其中民间投资5.5万亿元，同比增长26%，2019年1-3月6.15万亿。一般来说每年一季度的投资额全年占比比较低，对今年的投资暂不必悲观，还需观测后续情况。

分产业看，第一产业投资0.24万亿元，同比增长45.9%；第二产业投资2.8万亿元，同比增长27.8%；第三产业投资6.6万亿元，同比增长24.1%。第二产业投资恢复进展较慢，第三产业的进展比较稳健，可以部分对冲制造业投资需求不足的影响。二季度投资继续修复的概率较大。

**制造业投资方面**，1-3月制造业投资同比增长29%，两年平均下降2%，较1-2月的下降3.4%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**，增速提高。今年地方专项债额度下达较去年晚，财政支出进度较慢。1-3月基础设施投资增速同比增长29.7%，两年平均增长2.3%，较1-2月份的-1.6%提速。一方面有节后复工追赶进度，另一方面年初财政要求

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>  
**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\\_19512](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19512)

