



宏观研究

【粤开宏观】经济的主要矛盾正在发生变化：从恢复速度到供需矛盾

2021 年 05 月 17 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：贺晨

近期报告

《【粤开宏观】政治局会议释放的五大信号》2021-04-30

《【粤开宏观】从历史上的三轮通胀看演化规律》2021-05-06

《【粤开宏观】海外需求恢复恰逢供应链受阻带动出口高增——4 月进出口数据点评》2021-05-08

《【粤开宏观】人口普查的八大看点——解读第七次人口普查数据》2021-05-11

《【粤开宏观】大宗商品牛市尚未结束，但短期有调整风险：原因、影响及其他大类资产表现》2021-05-13

事件：

4 月规模以上工业增加值同比增 9.8%，预期增 11%，两年平均增速 6.8%；

1-4 月固定资产投资同比增 19.9%，预期增 19.4%，两年平均增速 3.9%；

1-4 月全国房地产开发投资同比增长 21.6%，两年平均增速 8.4%；

4 月社会消费品零售总额同比增 17.7%，预期增 23.8%，两年平均增速 4.3%。

风险提示：疫情反复；大宗商品价格超预期上涨



目 录

一、经济的主要矛盾正在发生变化：从恢复速度到供需矛盾	3
二、生产端持续恢复，与 PMI 持续扩张匹配，主要源于出口和投资需求拉动	3
三、制造业投资为亮点，降幅进一步收窄，未来制造业投资总体将持续恢复，但当前中下游利润受挤压，恢复幅度和速度可能低于预期	4
四、基建投资增速在低迷中略回升，未来基建仍将保持反弹趋势，但是幅度有限	6
五、房地产投资当月增速回升，与建筑安装价格上涨和土地购置费增加有关，多措并举意图缓解房价上涨	6
六、4 月消费超季节性回落，与就业质量有所下降居民收入增速放缓有关，需关注后期耐用消费品等非食品价格上涨对居民消费的影响	8

图表目录

图表 1：受出口提振影响，中游制造业工业增加值同比加速	4
图表 2：采矿业利润率涨幅显著高于下游制造业	5
图表 3：PMI 原材料购进价格指数上升速度快于出厂价格指数	5
图表 4：制造业内部中上游利润率改善明显	5
图表 5：国企与民企的利润率差额快速上升	6
图表 6：4 月当月房地产投资两年平均增速较 3 月上升	7
图表 7：4 月消费环比回落幅度显著高于季节性	9



一、经济的主要矛盾正在发生变化：从恢复速度到供需矛盾

4月中国经济数据总体上反映出：生产强、外需强、价格强，工业强、服务业弱、消费弱，投资尤其是制造业投资回升是较大的亮点，经济的主要驱动力量仍是外需和房地产投资。本月分析要注意的以下结构性特点：第一，从产业链看，供需矛盾主要体现在上游。规模以上工业生产中出口产业链相关的中游行业生产强，与碳达峰碳中和及环保限产相关的黑色、有色以及消费相关的下游行业生产弱。第二，从企业类型看，我们在关注规模以上工业增加值较快恢复的同时，也要关注到规模以下工业尤其是中小微企业的生产仍存一定困难，主要是大宗商品价格上涨导致盈利偏弱，部分下游主动停产减产。第三，工业生产较强，但是服务业生产指数和餐饮服务消费边际回落，反映当前服务恢复依然不稳固。4月服务业生产指数同比增长18.2%，两年平均增长6.2%，较上月下降0.6个百分点。

当前中国经济仍处于非均衡恢复、结构分化的状态，经济的主要矛盾不是经济恢复快慢的问题，而是供给收缩与需求持续恢复的矛盾，以及由此导致的大宗商品价格持续上涨并可能引发的风险：宏观滞胀、微观中小企业破产和居民购买力下降（房价继续上涨、耐用消费品涨价）。

一是碳达峰碳中和、环保限产等国内供给收缩因素以及国外的资源国疫情严重的国外供给收缩叠加需求恢复，大宗商品上涨引发利益再分配。目前解决供需矛盾主要通过三大方式：消耗库存、财税手段鼓励进口限制出口（上调钢铁出口退税、下调进口关税）、增加进口，同时国务院常务会议要求有效应对大宗商品价格过快上涨及其连带影响，加强货币政策与其他政策配合，保持经济平稳运行，引导预期。

二是中小企业面临全款提货的要求，现金流越发紧张，停产限产等开工不足现象开始出现。中小微企业议价能力低，是上游价格接受者，下游竞争激烈，提价幅度低于上游，下游企业亏损，主动减产观望；中游企业没有下游订单了，被动减产。

三是大宗商品价格向部分消费品传导。虽然猪周期下行使得CPI数据相对稳定，但是日常消费品价格上涨实际已影响居民生活。

二、生产端持续恢复，与PMI持续扩张匹配，主要源于出口和投资需求拉动

4月工业增加值的两年平均值增速为6.8%，较3月两年平均增速加快0.6个百分点；环比方面4月为0.52%，高于2016-2019年同期环比均值的0.45%。具体看：

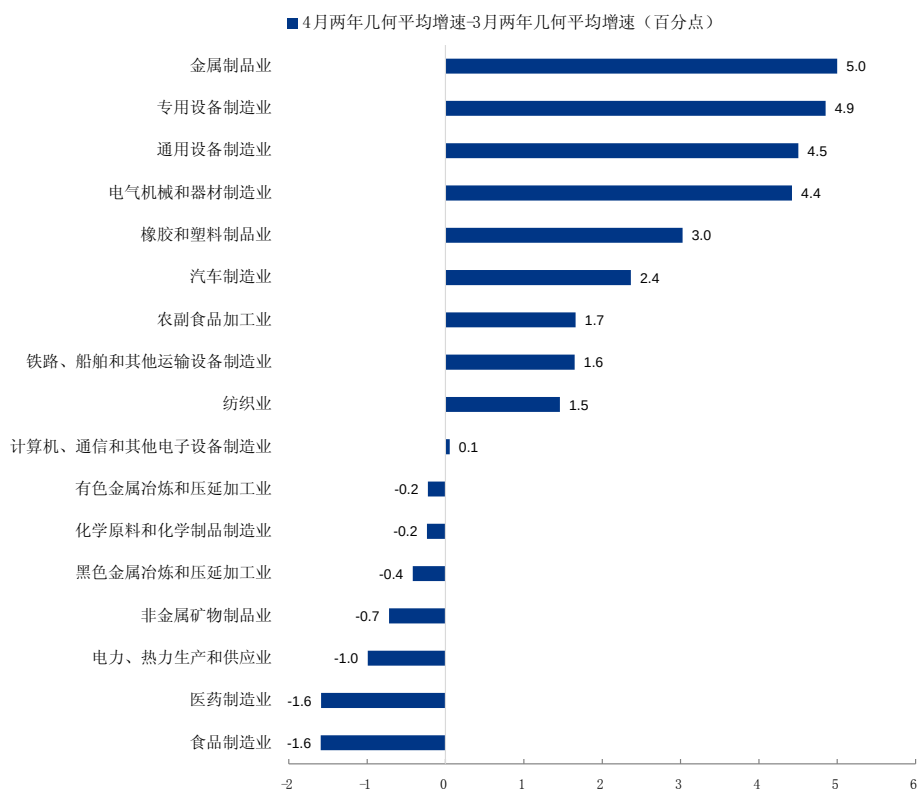
一是受到碳达峰、碳中和以及环保相关政策影响，黑色、有色金属冶炼等中上游行业工业增加值增速放缓，两年几何平均增速分别较上月下降0.4和0.2个百分点。

二是当前出口仍是拉动工业生产的较强因素，出口相关行业工业增加值增速上升。4月出口交货值两年平均增速9.5%，高于1-2月、3月两年平均增速的7.4%和9.3%，也显著高于整体工业增加值增速2.7个百分点。同时，金属制品、通用设备、专用设备中游制造业同比加速，较上月两年平均增速提高5.0、4.5和4.9个百分点。

三是产业结构持续优化，高附加值和新经济新动能贡献较大。其中，装备制造和高技术制造业的两年平均分别增长11.2%、11.6%，分别高于整体增速4.4和4.8个百分点。



图表1：受出口提振影响，中游制造业工业增加值同比加速



资料来源：wind、粤开证券研究院

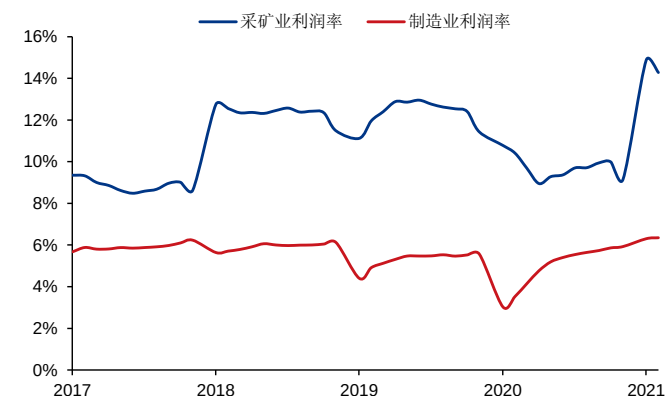
三、制造业投资为亮点，降幅进一步收窄，未来制造业投资总体将持续恢复，但当前中下游利润受挤压，恢复幅度和速度可能低于预期

1-4 月份固定资产投资 143804 亿元，同比增长 19.9%，两年平均增速为 3.9%，较 1-3 月提高 1.0 个百分点。其中，1-4 月制造业、房地产、基建（不含电力）投资累计同比增长分别为 23.8%、21.6%和 18.4%，两年平均增速分别为-0.4%、8.4%和 2.4%，较 1-3 月分别上升 1.6、0.8 和 0.1 个百分点，反映 4 月制造业及基建投资回暖，房地产投资韧性较强。当前大宗商品价格上涨对制造业投资结构分化的影响尚未完全显现，制造业投资总体上在企业中长期贷款、结构性减税降费以及利润改善的支撑下持续恢复。

但是，为落实碳达峰碳中和承诺以及环保限产，行政式减产可能导致供给收缩。当前大宗商品和 PPI 结构性上涨，将产生利益再分配效应，导致制造业投资恢复幅度和速度可能低于预期。截至 2021 年 3 月，我国规模以上工业中采矿业、制造业利润率分别为 14.3%和 6.3%，分别较 2020 年底提高 5.1 和 0.4 个百分点，上游采矿业利润率涨幅显著高于制造业。从制造业内部来看，以石化、黑色金属、有色金属冶炼加工为代表的中上游制造业利润率改善更为明显，利润率分别较年底提高 5.4、0.9 和 1.2 个百分点。此外，从企业性质来看，民企的利润率为 4.94%，明显低于国企的 8.17%，相差 3.23 个百分点，差额比 2018 年 6 月的 2.46 个百分点。目前的态势是国企利润率向上，民企利润率向下，涨价都是上游行业，两者背离，差额上升。

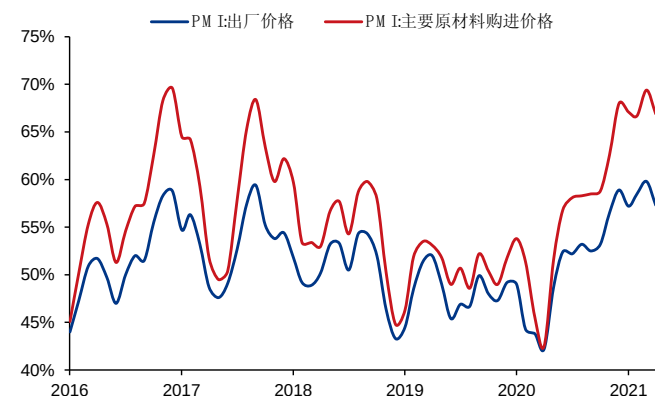


图表2：采矿业利润率涨幅显著高于下游制造业



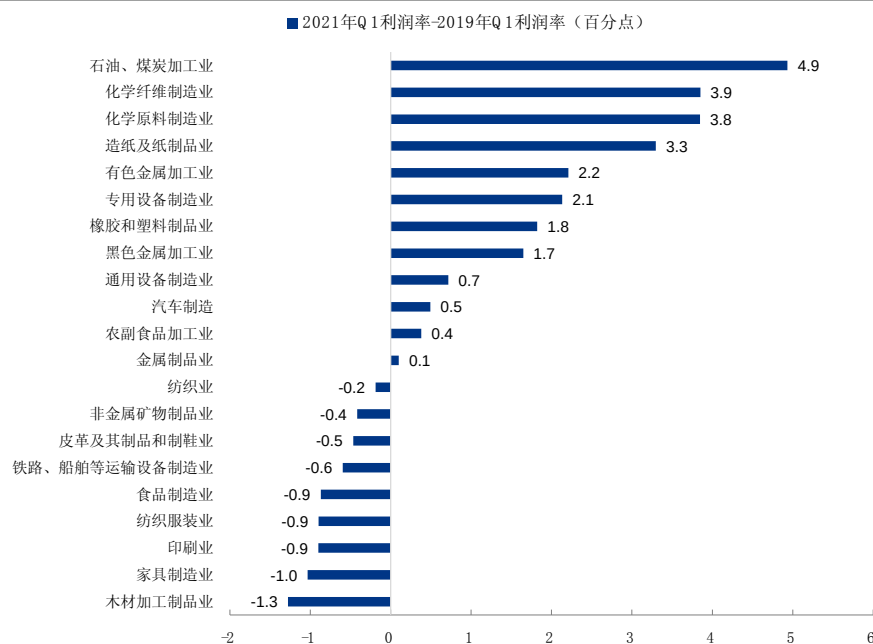
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表3：PMI 原材料购进价格指数上升速度快于出厂价格指数



资料来源：wind、粤开证券研究院

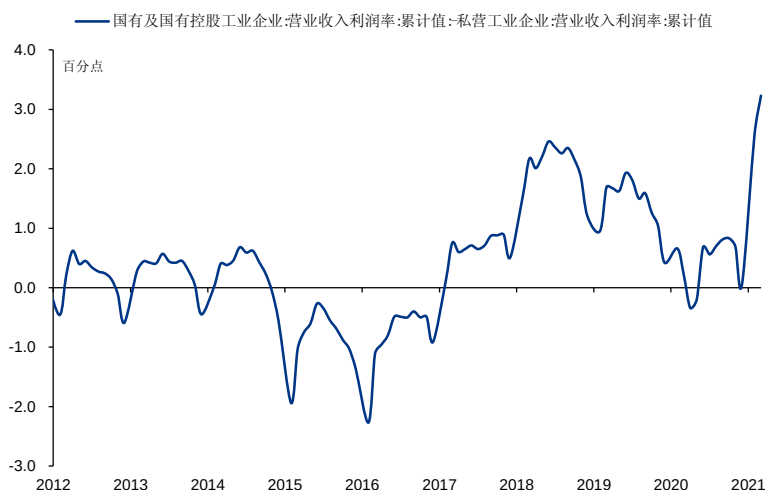
图表4：制造业内部中上游利润率改善明显



资料来源：wind、粤开证券研究院



图表5：国企与民企的利润率差额快速上升



资料来源：wind、粤开证券研究院

四、基建投资增速在低迷中略回升，未来基建仍将保持反弹趋势，但是幅度有限

基建投资增速仍偏低，这与专项债发行速度慢于往年、一般预算支出结构从基建转向民生、中央强调防范化解财政金融风险等因素相关，预计未来基建仍将保持反弹趋势，但是幅度有限。1-4 月基建投资两年平均增速 2.4%，较上月提高 0.1 个百分点。今年以来基建投资反弹幅度有限主要有三大原因：

一是专项债发行速度偏慢。2020 年四季度中央并未提前下达专项债额度，导致专项债发行速度较往年放缓，1-4 月新增地方专项债 2320 亿元，仅相当于全年额度的 6.4%。

二是一般公共预算的支出结构向民生尤其是医疗和社保倾斜，与传统基建更为相关的城乡社区事务、农林水事务及交通运输占比下降。2021 年 1-3 月公共财政支出中城乡社区事务、农林水事务及交通运输占比分别为 7.8%、6.5%和 5.0%，均较 2019 年同期下降 0.8 个百分点。

三是防范化解财政金融风险被提高到更高位置，一方面专项债项目实施穿透式监管，强监管下部分项目进展缓慢及不规范、资金使用效率不高或被叫停。另一方面，430 政治局会议指出要建立地方党政主要领导负责的风险处置机制，更加明确责任和机制。财政纪律严肃背景下，专项债项目审批、落地或进一步放缓。

五、房地产投资当月增速回升，与建筑安装价格上涨和土地购置费增加有关，多措并举意图缓解房价上涨

从房地产价格看，4 月 70 个大中城市二手房价格同比 3.4%，连续 4 个月上升。其中，一线城市同比 11.3%，为近四年高位；二线城市、三线城市同比为 3.4%和 2.5%。北京、广州同比环比均在上涨；上海环比涨，同比略回落；深圳环比持平，同比略回落。

从房地产销售看，2021 年 4 月当月销售的两年平均增长 8.0%，延续去年 10-12 月（当月同比分别为 15.3%、12.1%和 11.5%）和今年以来（1-2 月、3 月两年平均增速为



11%和 8.9%) 的高位缓慢回落趋势，较 3 月两年平均增速下降 0.9 个百分点。

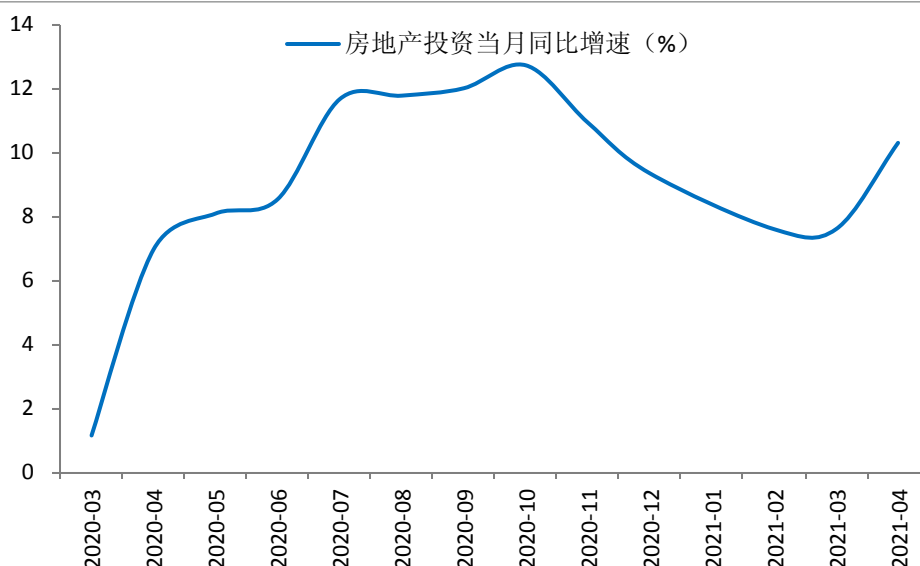
从房地产投资看，2021 年 4 月当月房地产投资的两年平均增速为 10.3%，较 3 月当月的两年平均增速上升 2.6 个百分点，是此前下行趋势中的反弹。此前去年 10、11、12 月当月同比分别为 12.7%、10.9%和 9.4%，今年 1-2 月和 3 月当月两年平均增速分别为 7.6%和 7.7%。

从施工面积看，2021 年 4 月当月的两年平均增速为长-6.7%，较 3 月当月的两年平均增速大幅下降 13.2 个百分点。

从新开工面积看，2021 年 4 月当月的两年平均增速为-5.4%，较 1-2 月两年平均增速降幅扩大 3.4 个百分点。

从土地购置面积看，2021 年 4 月当月的两年平均增速为-1.9%，较 3 月的两年平均降幅收窄 5.9 个百分点，与土地集中出让有关。**从房地产到位资金来源看**，2021 年 4 月当月的两年平均增速为 9.1%，较 3 月两年平均增速上升 0.9 个百分点。其中，4 月当月国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款两年平均增速分别为 0%、3.3%、15.5%和 10.1%，定金及预收款、个人按揭贷款占比 38.3%和 16.9%，为近十五年的高点，即主要仍依靠居民自有资金和按揭贷支撑。

图表6：4 月当月房地产投资两年平均增速较 3 月上升



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_19562

