



招商銀行
CHINA MERCHANTS BANK

研究院
Institute

花开初夏 ——2021年5月宏观经济月报

2021年6月1日

谭卓，宏观经济研究所所长 zhuotan@cmbchina.com

田地，海外宏观 andrewtian@cmbchina.com

牛梦琦，实体经济 niumengqi@cmbchina.com

杨薛融，货币金融 yangxuorong@cmbchina.com

黄翰庭，实体经济 huanght@cmbchina.com

王欣恬，实体经济 xintianwang@cmbchina.com

颜琰，货币金融 freyyan@cmbchina.com

一、宏观概览：等待疫苗复苏，国内延续修复



海外宏观

- 当前欧美经济仍然运行在疫情模式之上，政策是推动经济修复的主要力量，复苏呈现出需求恢复快于生产，商品零售好于服务消费，经济回升快于就业增长的非均衡模式。
- **国家间防疫政策、经济政策的不同步导致欧美修复速度快于新兴市场国家**，全球消费回升速度快于供给修复速度，进而使全球供需失衡，大宗商品价格持续上涨。
- **“疫苗复苏”即将开启**。从美国、英国、以色列的经验来看，接种率和确诊人数之间呈现明显的反向关系，说明疫苗对于降低确诊、住院、死亡，缓解医疗资源压力有较大帮助。未来随着疫苗覆盖率提升，疫情减弱，经济活动将逐渐回归常态。预计年中美国的“疫苗复苏”将开始加速，具体将表现为解除封锁、生产恢复、服务业回升。



实体经济

- 当前经济仍处于“稳增长压力较小的窗口期”，经济稳步复苏的态势未发生变化，经济增长中的积极因素增多。出口受发达国家在复苏过程中的需求外溢，以及印度等发展中国家疫情恶化导致的订单转移推动，保持强劲，持续拉动工业生产。内需不断回升，各分项的恢复动能呈现边际调整。房地产投资继续保持较高增速，制造业投资增速边际上行，基建投资受财政监管约束增速回落，而消费复苏依旧乏力。未来仍需警惕复苏过程中出现的消费受到制约、投资后劲不足、小微企业修复较缓等问题。
- **国际大宗商品价格上涨带来“输入型通胀”，持续对PPI形成冲击，并使下游企业利润受到挤压**。4月工业生产价格大幅上升，居民消费价格温和上涨，PPI-CPI剪刀差进一步扩大，使工业企业利润增长出现结构性差异，部分下游消费品制造业利润承压。前瞻地看，尽管来自外部的输入型通胀压力有所加大，但我国供大于求的经济基本面和精准调控的政策面均不支持大规模价格上涨，长期通胀的基础并不存在。



货币财政

- 宏观政策保持以稳为主。货币政策延续了稳步回归中性的政策基调。4月社融增速继续下行并逐渐向名义GDP增速靠拢。表内信贷仍然旺盛，信用收缩主要体现在表外融资和债券融资。未来狭义流动性有望保持平稳，广义流动性则将继续收敛，需关注区域性金融风险和美债收益率快速上行等问题。
- **财政政策基调依然较为审慎**。4月财政收入持续修复，财政支出增速边际小幅回升。今年财政政策的重心在于化解地方政府隐性债务风险、推动广义政府杠杆率下降，积极程度较去年有所减弱。财政后置的特征或将对年中和下半年的经济形成一定的支撑。

二、本月主要经济数据

指 标	单 位	2021-4	2021-3	2021-2	2021-1	2020-4
美国新增非农就业人数	万人	26.6↓	91.6	37.9	49.0	-2,050
美国CPI	当月同比, %	4.2↑	2.6	1.7	1.4	0.3
工业增加值	当月同比, %	9.8↓	14.1	52.3	25.4	3.9
社会消费品零售总额	当月同比, %	17.7↓	34.2	33.8*		-7.5
全社会固定资产投资	累计同比, %	19.9↑	25.6	35.0*		-10.3
其中: 基建投资 (全口径)	累计同比, %	16.9↓	26.8	35.0*		-8.8
制造业投资	累计同比, %	23.8↑	29.8	37.3*		-18.8
房地产投资	累计同比, %	21.6↑	25.6	38.3*		-3.3
出口 (以美元计)	当月同比, %	32.3↑	30.6	154.8	24.7	-16.9
进口 (以美元计)	当月同比, %	43.1↑	38.2	17.6	27.3	-12.8
CPI	当月同比, %	0.9	0.4	-0.2	-0.3	3.3
PPI	当月同比, %	6.8↑	4.4	1.7	0.3	-3.1
社会融资规模	当月同比, %	11.7↓	12.3	13.3	13	12.0
M2	当月同比, %	8.1↓	9.4	10.1	9.4	11.1
1年期LPR	%	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
5年期LPR	%	4.65	4.65	4.65	4.65	4.65

注: ↑表示本月数据高于预期; ↓表示本月数据低于预期; 无标注表示符合预期; 标注*号的数据为1-2月累计同比增速。

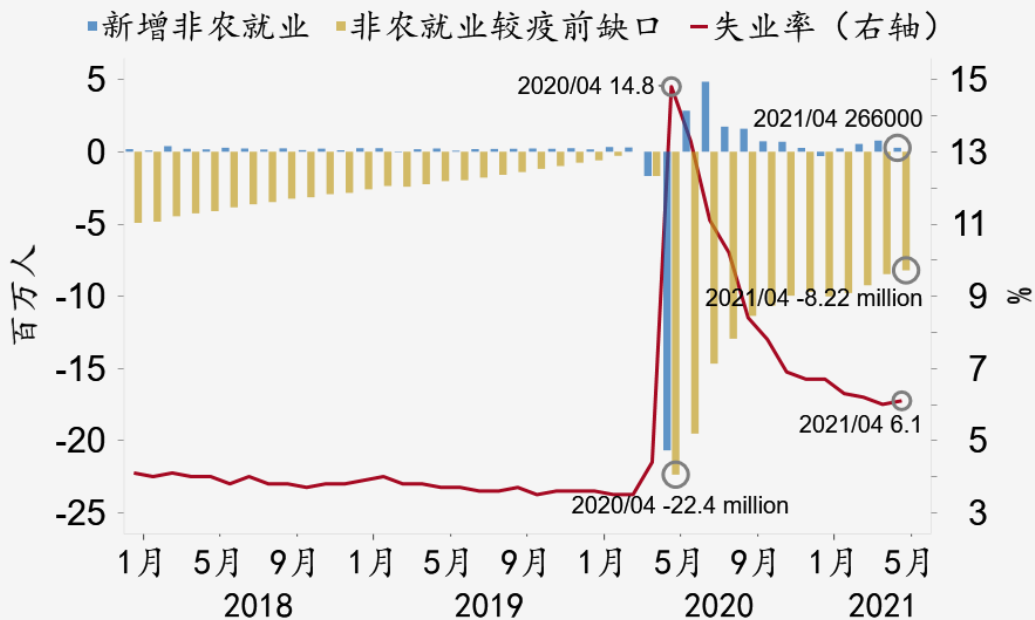
三、海外宏观：半边彩虹半边雨

(一) 美国非农：意外走弱

- 4月美国非农就业增加26.6万，大幅低于市场预期（100万），失业率出现去年5月复工以来的首次上升（从6%升至6.1%）
- 在非农就业仍较疫前缺失822万人的情况下，修复不及预期的主要原因是供给不足，但近期出现好转征兆
- 结构因素：一是疫情担忧，二是照顾小孩（学校复课率低），三是失业补贴（抑制工作意愿），四是工种切换（需新技能）

美国新增非农就业超预期

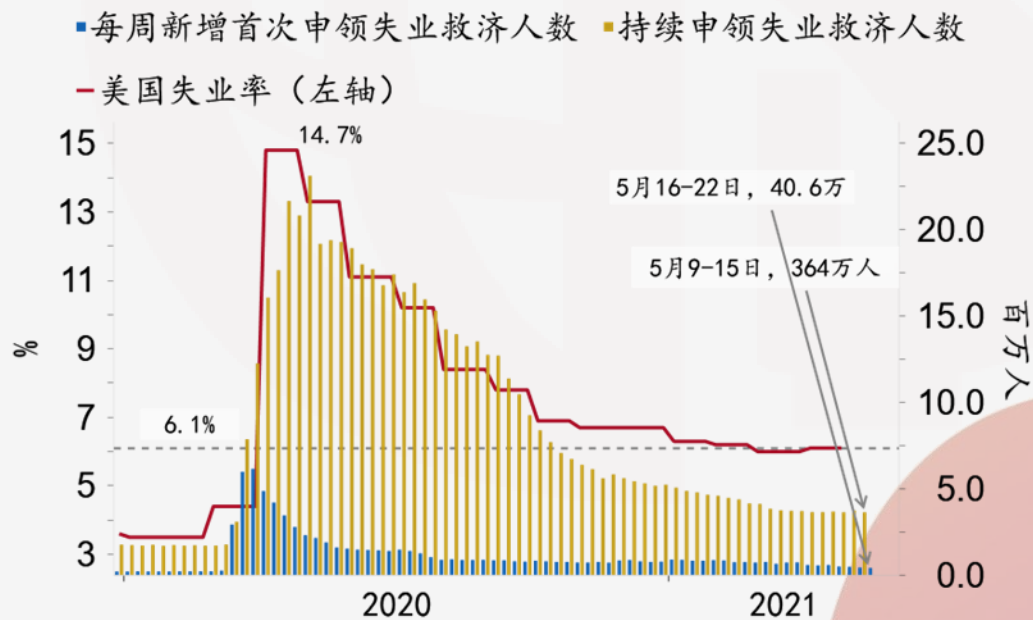
美国就业指标



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

每周首次申领失业救济人数持续下降

美国失业情况统计



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

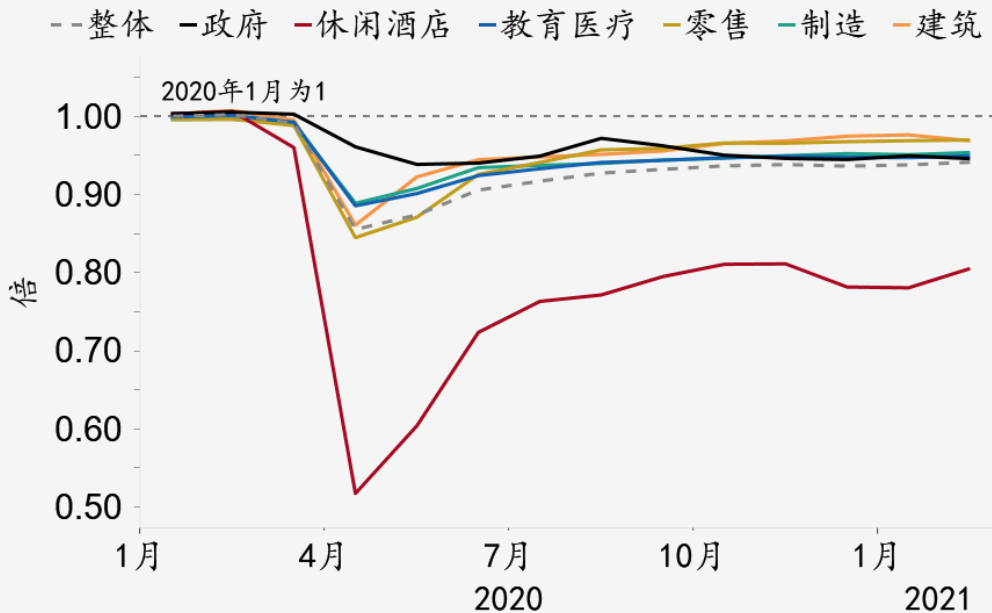
三、海外宏观：半边彩虹半边雨

(二) 美国非农：意外走弱

- 从行业看，休闲酒店业复苏持续，增员33.1万，是新增就业的最大拉动；而临时雇员服务和交运仓储出现大幅下降
- 从群体看，不同群体分化加剧：非裔与白人、大学以上学历和高中以下学历群体失业率差均出现扩大
- 前瞻地看，美国经济向好的基本面没有改变，随着疫情好转和各州对失业补助管理趋严，5月新增非农就业有望开始回升

休闲酒店业持续回暖

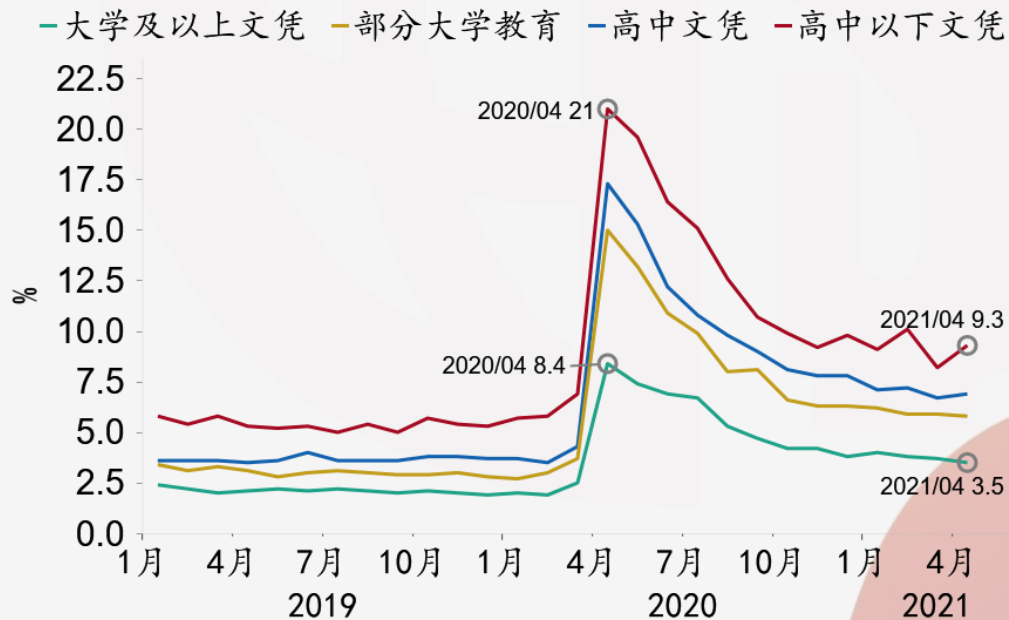
美国各行业就业水平



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

高低学历失业率差距扩大

美国不同受教育程度人群失业率



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

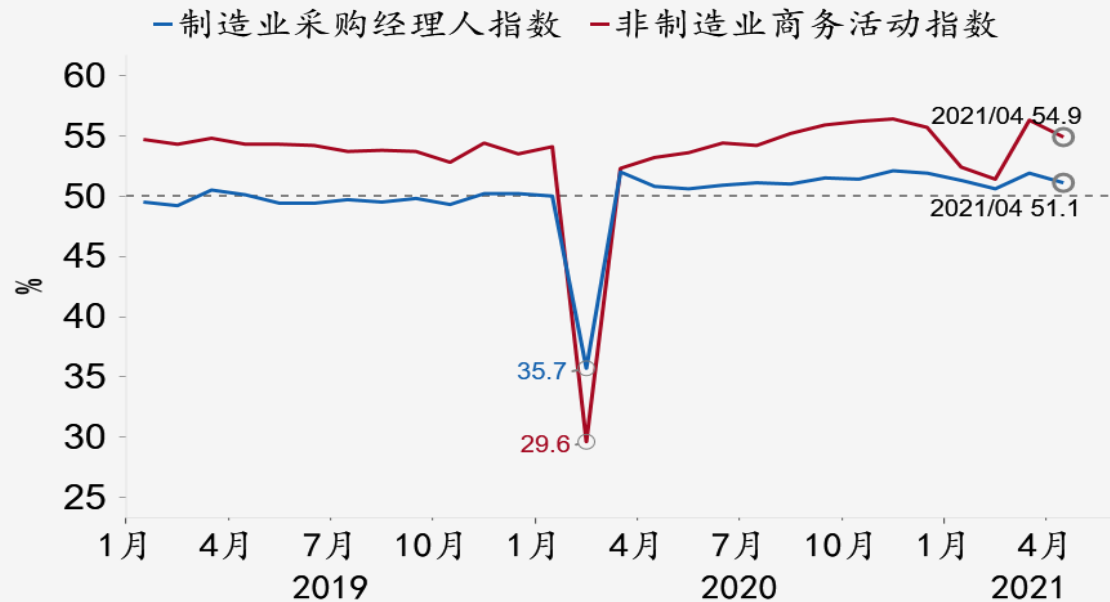
四、实体经济：修复放缓，表现分化

(一) PMI：复苏节奏放缓

- 4月中国制造业采购经理人指数为51.1%，非制造业商务活动指数为54.9%，连续14个月处于扩张区间，但均环比回落
- 制造业供需PMI环比均下滑，库存中枢抬升，经济复苏节奏放缓
- 非制造业商务活动扩张步伐有所放缓，基建和房地产投资扩张动力均减弱，生产性服务业下滑，而消费性服务业小幅回升

制造业与非制造业PMI环比回落

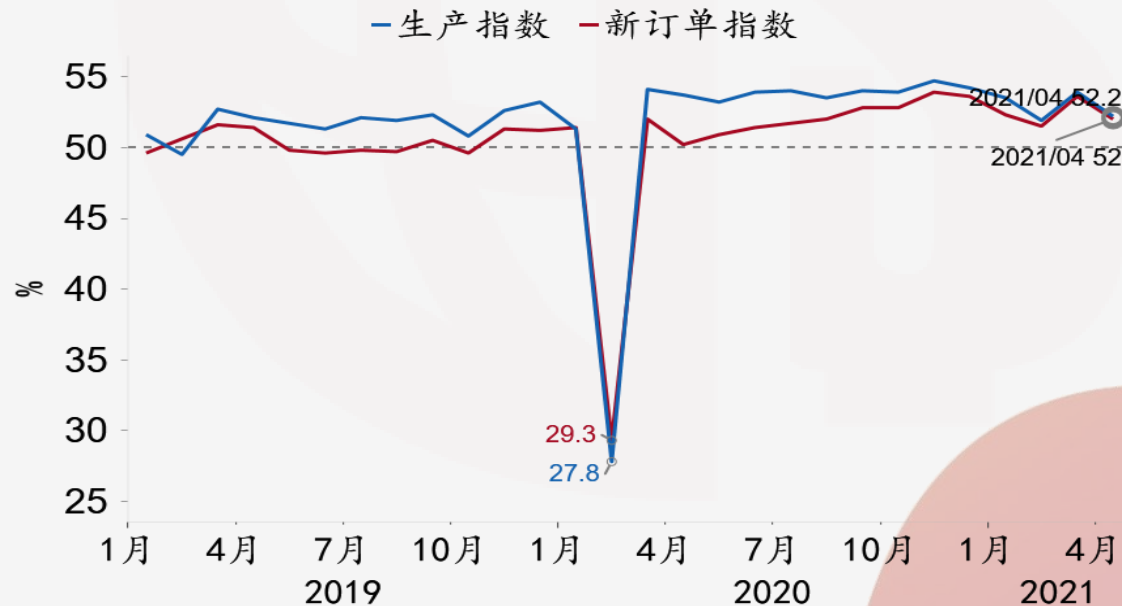
制造业与非制造业PMI



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

供需修复动能环比下滑

制造业PMI生产与新订单指数



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

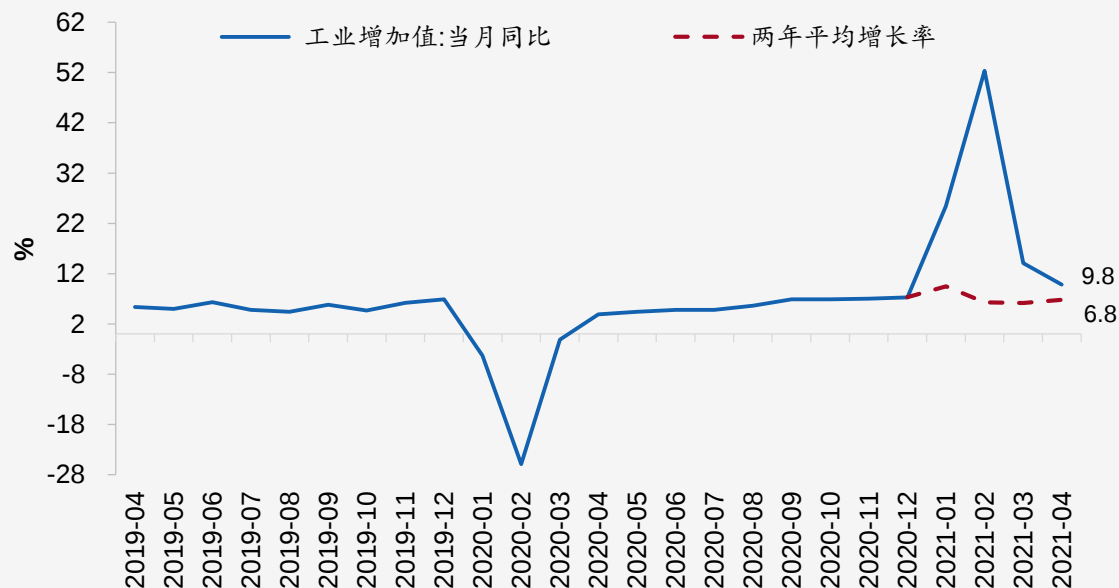
四、实体经济：修复放缓，表现分化

(二) 生产：工业依旧强势；服务业持续恢复

- 工业生产增长势头不减，制造业仍为最大贡献项，碳达峰背景下采矿业生产增速下滑
- 服务业保持增长，交通运输、住宿餐饮、文化体育娱乐等部分受疫情影响较大的行业恢复明显加快

工业生产保持景气

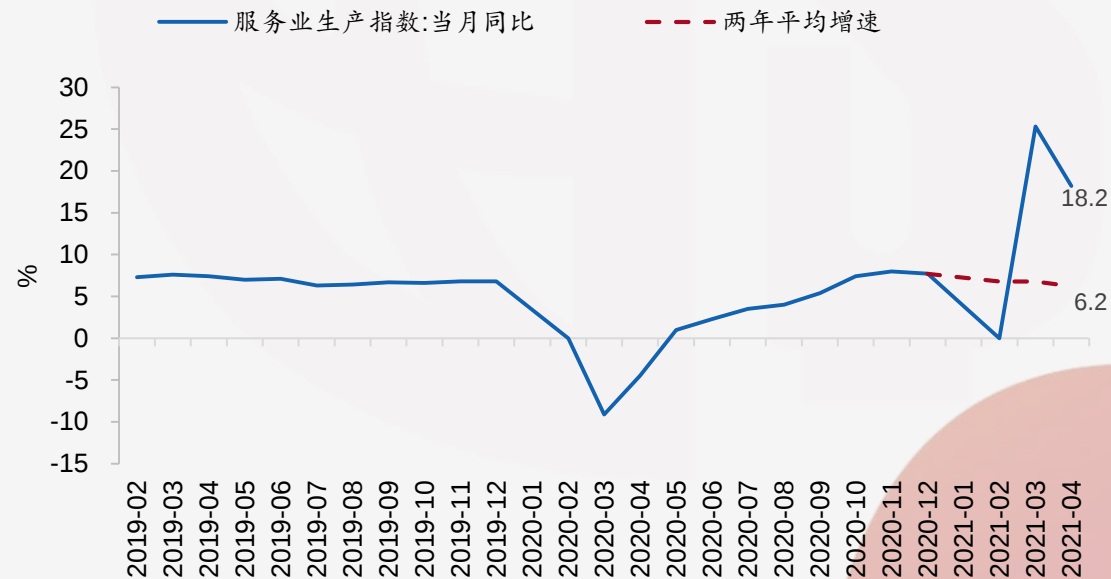
工业增加值增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

服务业生产持续恢复

服务业生产增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

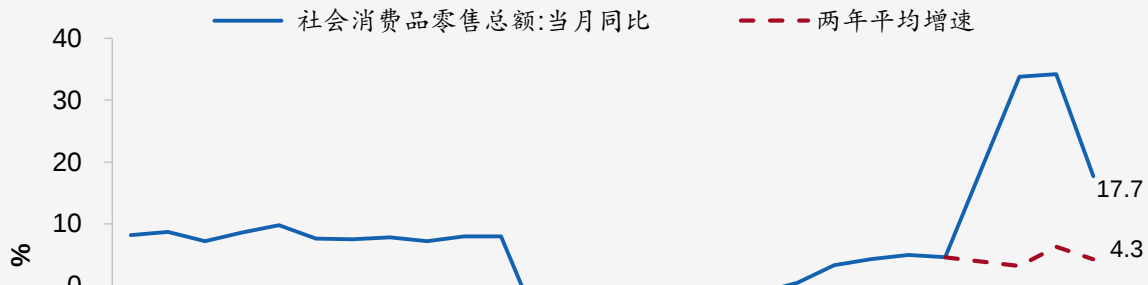
四、实体经济：修复放缓，表现分化

(三) 消费：修复节奏不及预期

- 消费复苏乏力，4月恢复动能边际减弱，商品销售增速止步不前，餐饮消费增速环比下降
- 受去年高基数影响，必选消费品增速有所下滑；地产相关的耐用消费品仍未完全恢复；新能源汽车拉动汽车零售整体热度不减
- 消费修复节奏或不及预期：居民收入K型分化式修复+疫情防控常态化+居民杠杆率抬升拖累

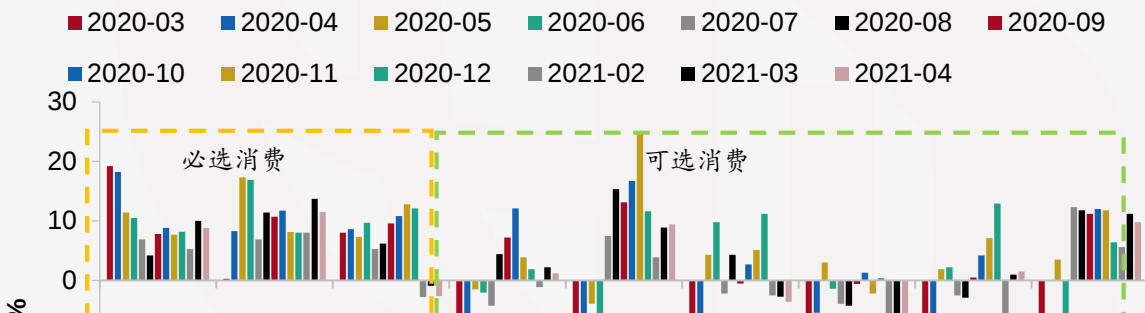
消费修复节奏不及预期

社消零售总额同比增速



地产相关耐用消费品未完全恢复

部分消费品销售额增速（当月）



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_19905

