

回归“平稳”，关注下半年企业生产成本



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——2021 年下半年宏观环境展望

❖ 上半年工业生产“平稳”回升，高端制造业维持较高增速

基建、制造业投资维持较高增速。1-5 月制造业投资同比增长 20.4%，两年平均增速由 1-4 月份下降转为增长 0.6%，其中计算机及办公设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资同比分别增长 48.3%、34.0%，两年平均分别增长 28.9%、17.0%。基建方面，1-5 月份基础设施投资同比增速实现 11.8%，全年基建投资仍值得期待。5 月份，中国制造业采购经理指数为 51.0%，连续 15 个月高于临界点，后续建议关注年内制造业投资增速修复带来的设备订单增量，年内基建投资有望迎来有效支撑。

在供需两端的带动下，上半年国内工业生产持续修复。从环比数据看，5 月全国规模以上工业增加值比 4 月再度加快 0.52%。值得关注的是，上半年制造业延续高速增长，尤其是高技术制造业，5 月高技术制造业增加值同比增长 17.5%，两年平均增长 13.1%，较 4 月份加快 1.5 个百分点，高技术制造业 PMI 也已连续三个月上升，高技术制造产业有望为下半年增长贡献较高增速。

❖ 下半年重点关注国内企业生产成本和实体融资需求

海外供应链涨价对国内生产的影响较强，通胀或是下半年的主题。从 5 月数据看，当前 PPI 增速仍然维持很高水平，上中下游行业工业品价格出现分化。此外，当前猪肉供给已逐步恢复，但 CPI 中的非食品项价格也已受到大宗商品价格上涨的影响。除海外大宗商品价格外，部分高技术附加值产品海外供应链也受到较大冲击，例如，去年下半年以来，手机行业芯片短缺愈加明显，今年 4 月，家电、汽车行业的芯片供给也明显受限，抬升相关企业的生产成本，对海外供应链较为依赖的行业面临较大的风险，如上游周期行业中的石油产品行业、中游制造业中的汽车制造业以及高科技行业中的电子计算机行业。

关注当前实体经济融资需求。尽管上半年实体经济中长期贷款维持同比多增，但增速明显收窄，实体融资需求整体不旺盛。值得注意的是，4、5 月居民存款出现逆季节走高，一定程度体现出当前居民较高的储备性存款意愿，下半年实体经济融资需求需持续关注。

❖ 经济指标预判

经济修复逐步回归“平稳”，生产成本和融资需求是下半年经济增长的主要关注点，预计二、三、四季度的 GDP 同比增速分别为 7.5%、5.5%和 5.0%，全年 GDP 同比增速或将维持在 8%左右。

❖ 风险提示：海外疫情超预期发展，国内消费需求持续低于预期。

📌 证券研究报告

所属部门	总量研究部
川财一级行业	总量研究
川财二级行业	宏观经济
报告类别	宏观深度
报告时间	2021/6/17

📌 分析师

陈雳

证书编号：S11000517060001
chenli@cczq.com

陈琦

证书编号：S1100520120001
chenqi@cczq.com

📌 联系人

崔裕

证书编号：S1100120080004
cuiyu@cczq.com

📌 川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、景气度“平稳”回升，但不同规模企业景气度有所分化.....	4
二、工业生产稳步回升，高端制造业有望维持较高增速.....	5
三、投资：基建投资“平稳”增长，制造业投资有望持续改善.....	6
四、外贸：下半年进口规模有望持续抬升.....	7
五、物价：大宗商品价格上涨拉动 PPI 上涨.....	9
六、“以稳为主”，流动性环境正转向“稳信用”.....	10
七、基建、科技仍将是下半年“稳增长”的发力重点.....	12
八、结论：下半年关注生产成本和实体融资需求.....	13
8.1 工业成本上行趋势下半年或将延续.....	13
8.2 关注实体经济融资需求修复.....	14
附件：年中政治局会议关键表述梳理.....	15
风险提示.....	17

图表目录

图 1:	PMI 始终维持在荣枯线以上.....	4
图 2:	原材料购进价格明显上扬.....	4
图 3:	PMI 生产维持韧性.....	4
图 4:	企业生产意愿维持稳定.....	4
图 5:	工业增加值恢复良好.....	5
图 6:	高技术产业维持较高增速.....	5
图 7:	固定资产投资环比延续上行趋势.....	6
图 8:	制造业投资维持较高增速.....	6
图 9:	地产融资端正持续收紧.....	6
图 10:	基建投资年内有望维持韧性.....	6
图 11:	出口增速维持韧性.....	7
图 12:	对欧美出口金额明显恢复.....	7
图 13:	口罩带动纺织品出口活跃.....	8
图 14:	机电产品出口持续增加.....	8
图 15:	原材料进口规模保持平稳.....	8
图 16:	原油进口规模较弱.....	8
图 17:	CPI 增速回归平稳.....	9
图 18:	CPI 七大分项环比均有上升.....	9
图 19:	PPI 增速显著上行.....	9
图 20:	上下游行业价格走势分化.....	9
图 21:	M2 增速明显下行.....	10
图 22:	M1 增速有所下行.....	10
图 23:	社融同比有所下滑.....	11
图 24:	人民币贷款是上半年主要增量.....	11
图 25:	企业债券融资减少.....	11
图 26:	地方债发行节奏有所放缓.....	11
图 27:	居民存款规模明显上升.....	12
图 28:	居民融资需求平稳.....	12

一、景气度“平稳”回升，但不同规模企业景气度有所分化

制造业景气度延续扩张，但小型企业经营压力凸显。自去年12月起制造业PMI指数环比出现小幅下降，经历了三个月的连续下降之后，制造业PMI迎来稳中回升。着眼不同规模企业的表现，5月大中小型企业景气度均有所回升。5月大、中型企业PMI分别为51.8%和51.1%，比上月上升0.1和0.8个百分点，继续在保持荣枯线以上，大、中型制造企业经营状况平稳。

截至5月，小型企业展现出一定的经营压力，小型企业PMI指数仅为48.8%，再度跌落荣枯线，海外疫情反弹以及大宗商品价格上涨是小型企业景气度回落的主要原因。在海外疫情的影响下，部分小型国内制造企业面临进口原料采购周期加长、运输成本增加等压力，小型企业经营改善放缓。

图 1： PMI 始终维持在荣枯线以上

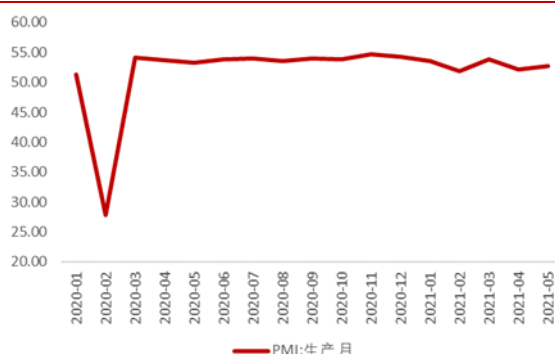


图 2： 原材料购进价格明显上扬

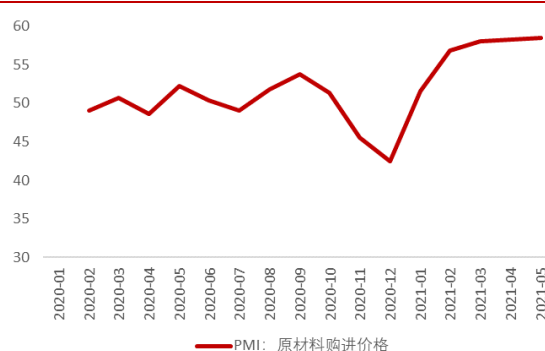


图 3： PMI 生产维持韧性

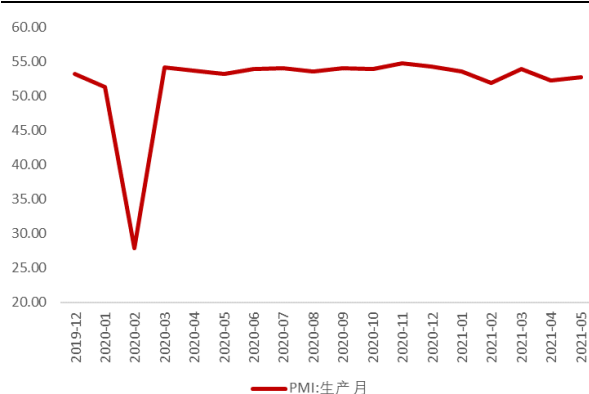
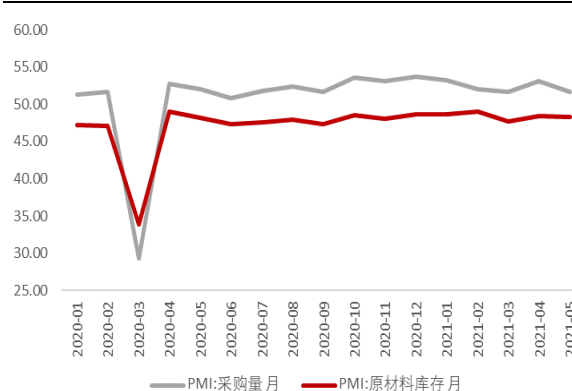


图 4： 企业生产意愿维持稳定



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

二、工业生产稳步回升，高端制造业有望维持较高增速

工业生产延续回升，制造业维持较高增速。在去年同期低基数的影响下，上半年工业增加值延续修复趋势。在供需两端的带动下，国内工业生产积极修复。从环比数据看，5月全国规模以上工业增加值比4月份再度加快0.52%，与4月基本持平，工业生产持续修复。

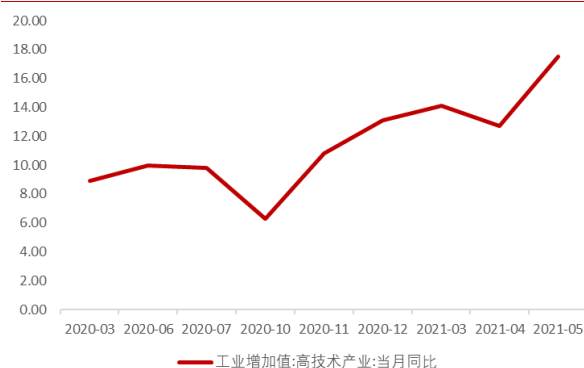
高端制造业扩张步伐延续较快。制造业增速仍较为可观。分门类来看，5月份制造业同比增长9.0%，两年平均增长7.1%。其中，通用设备制造业增长13.8%，专用设备制造业增长5.9%，前5月制造业延续高速增长。尤其是高技术制造业，5月份高技术制造业增加值同比增长17.5%，两年平均增长13.1%，两年平均增速较4月份加快1.5个百分点。5月份高技术制造业PMI为55.2%，连续三个月上升，位于较高景气区间，高技术制造产业保持较快增长态势。

图 5： 工业增加值恢复良好



资料来源: wind, 川财证券研究所, 单位: %

图 6： 高技术产业维持较高增速



资料来源: wind, 川财证券研究所, 单位: %

三、投资：基建投资“平稳”增长，制造业投资有望持续改善

下半年固定资产投资增速有望维持上行。尽管在去年低基数对 2021 年上半年数据观测有一定影响，但仍能看出国内固定资产投资较强的修复动力。回顾 2020 年，在一季度疫情的影响下，2020 年制造业投资延续弱势，基建、制造业投资有望成为全年固定资产投资的重要支撑。

图 7： 固定资产投资环比延续上行趋势



图 8： 制造业投资维持较高增速



图 9： 地产融资端正持续收紧

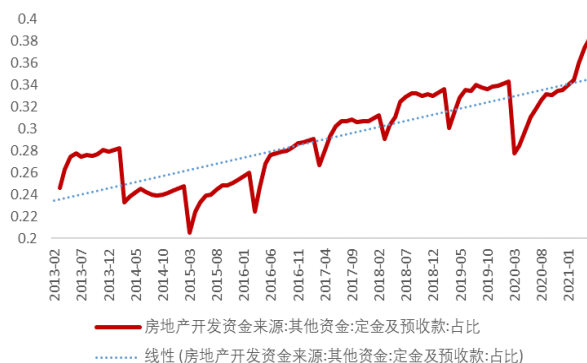
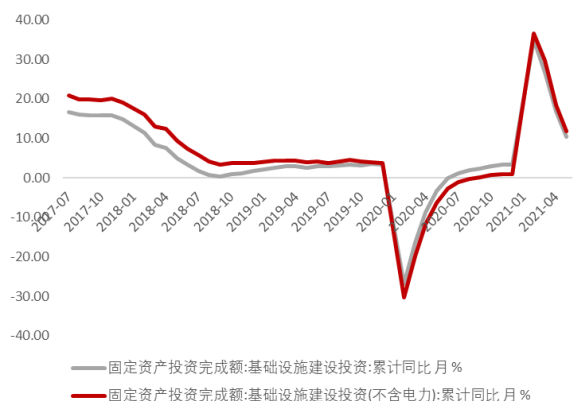


图 10： 基建投资年内有望维持韧性



资料来源: wind, 川财证券研究所, 单位: %

资料来源: wind, 川财证券研究所, 单位: %

基建、制造业投资维持较高增速。1-5 月制造业投资同比增长 20.4%，两年平均增速由 1-4 月份下降转为增长 0.6%，其中计算机及办公设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资同比分别增长 48.3%、34.0%，两年平均分别增长 28.9%、17.0%。基建方面，1-5 月份基础设施投资同比增速实现 11.8%，全年基建投资仍值得期待。5 月份，中国制造业采购经理指数为

51.0%，连续 15 个月高于临界点，后续建议关注年内制造业投资增速修复带来的设备订单增量，年内基建投资有望迎来有效支撑。

四、下半年出口增速有望维持韧性

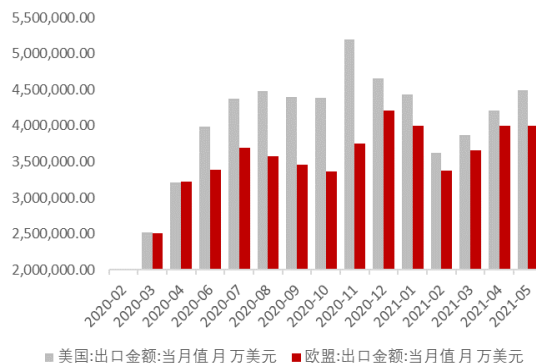
下半年出口韧性有望维持。今年以来，我国出口维持较强韧性，在海外疫情反复的背景下，国内疫情防控优势凸显，国际制造业订单排量较为充足。从出口国别看，前 5 月我国对欧盟、美国等发达经济体出口维系较好表现，累计同比增速分别实现 27.9% 和 38.9%。新兴市场方面，前 5 月我国对东盟商品出口的累计同比增速为 29.3%，东盟仍是我国当前第一大贸易伙伴。

图 11：出口增速维持韧性



资料来源：wind，川财证券研究所

图 12：对欧美出口金额明显恢复



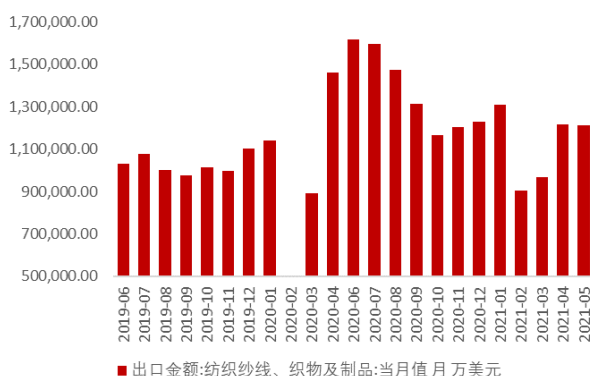
资料来源：wind，川财证券研究所

排除新冠疫情导致的去年同期低基数，欧美国家较强的消费需求也是我国出口表现较好的重要原因。在发达经济体疫苗供应充足的背景下，欧美国家消费需求持续修复，二季度美国 ABCNews 消费者信心指数已回暖至 50 以上水平，欧盟消费者信心也已接近疫情前，当前国际经济组织正陆续上调经贸指标增长预期，外需是国内出口维持韧性的重要原因。

“出口替代”逻辑有望延续。新兴市场国家疫情反弹使得部分商品供需缺口扩大，“出口替代”仍有望延续。以东盟为例，5 月以来，东盟主要成员国新冠确诊病例人数激增，东南亚各国迅速重启封禁措施；东盟是全球机电、原材料及纺织品的重要供应商，封禁措施或对上述产品的全球供应能力产生影响。值得一提的是，2020 年东盟机电产品出口量在当年全球机电产品出口总量中占比达 39.14%，与国内产品存在一定的竞争关系，东盟疫情反弹，或使国内相关产业形成“出口替代”效应。前 5 月国内机电产品和劳动密集型产品出口表现维持强韧，机电产品、服装及衣着附件出口同比增速（以人民币

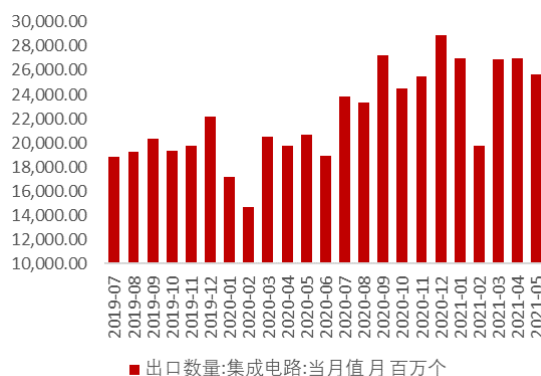
计价) 分别实现 31.9%和 37.6%。

图 13: 口罩带动纺织品出口活跃



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 14: 机电产品出口持续增加



资料来源: wind, 川财证券研究所

海外大宗商品价格涨幅较大，进口态势需持续关注。前5月我国原材料进口延续较快增速，国内需求动能较强，1至5月钢材、铁矿砂和铜材进口量分别增长9.8%、6%和8.4%。同时，大宗商品进口价格也维持强势，钢材、铁矿砂和铜材进口均价（以人民币计价）同比分别增长9.8%、62.7%和35.1%，国际商品供需恢复不均衡支撑大宗商品价格持续上行。

从通胀角度看，当前国际大宗商品价格升势较强，抬升工业企业成本端压力，5月制造业PMI原材料购进价格指数为72.8%，5月PPI同比增速预计将继续维持在4%以上。在汇率升值的背景下，人民币国际购买力提升，一定程度上能够缓冲大宗商品进口价格上涨。

图 15: 原材料进口规模保持平稳

320.00

图 16: 原油进口规模同比下降

5,400.00

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_20228

