

专题研究

2021年6月23日

中诚信国际

宏观经济

经济修复边际走弱供需分化收窄，短期配置仍以风险资产为主

——宏观经济与大类资产配置月报（2021年5月）

联络人

作者

中诚信国际 研究院

李路易 010-66428877-511

lyli01@ccxi.com.cn

王晨 010-66428877-397

chwang01@ccxi.com.cn

张林 010-66428877-271

lzhang01@ccxi.com.cn

王秋凤 010-66428877-452

qfwang01@ccxi.com.cn

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn

相关报告：

警惕PPI上行制约生产修复，短期配置以风险资产为主，2021年5月20日；

经济延续修复但隐忧犹存，资产配置继续偏好大宗商品，2021年4月27日；

经济运行积极因素增多，避险资产难有趋势性走势，2021年3月26日；

放眼2021：中国经济修复的挑战与对策，2021年1月19日；

经济修复稳中有进，黄金债券短期难有趋势性走势，2020年12月23日；

风险释放加快经济修复或“筑顶”，政策稳中求进关注风险资产结构性机会，2020年11月24日；

经济稳步修复持续，风险资产结构性机会仍存，2020年10月29日。

概述

■ 供需两侧延续修复，内生动能继续增强

➤ 生产继续向常态增速水平回归，仍需关注上游成本上涨对生产的负面影响。5月工业增加值增速延续边际放缓趋势，但制造业生产保持较高增速。服务业生产稳中有升，但部分低端服务业修复仍存困难。后续仍需关注生产成本上涨对中下游行业生产端的负面影响。

➤ 投资结构持续优化，内生动能有所增强。1-5月，制造业投资两年复合增速由负转正，民间固定资产投资增速边际回暖，经济内生动能有所增强。后续看，地方政府压降隐性债务压力不减，地产严控政策也难以边际放松，基建与地产投资持续上行的动力较弱，制造业投资修复或将成为稳定投资的主要因素。

➤ 假期因素带动消费改善加快，关注不同群体收入分化对消费修复带来的制约。社零两年复合增速为4.5%，较上月加快0.3个百分点，但后续仍需关注不同群体收入分化给消费提升带来的压力。

➤ 海外供需缺口短期持续出口暂维持高位，大宗商品价格上涨推升进口。5月份出口延续高增趋势，主要有三个方面的原因：一是发达国家需求改善拉动；二是印度变异病毒冲击下全球供给短期出现缺口；三是成本大幅上升带动出口额上涨加快。大宗商品价格走高支撑进口增速维持高位。后续随着全球供需改善以及基数走高，全年出口或前高后稳。

制造业PMI微降，警惕海外需求持续下行风险。本月制造业PMI为51.0%，较前值小幅下调0.1个百分点。PMI新出口订单指数较前值走低，后续应持续关注海外需求的下行风险。

■ PPI持续上涨并向CPI有所传导，但PPI持续高位上行的基础较弱

PPI月度同比创近十年来新高，并通过部分工业产品价格向CPI有所传导。5月PPI同比上涨9.0%，月度同比为近十年来的最高值。受PPI较快上涨影响，交通燃料、部分家电等工业品价格有所上行，叠加服务价格上涨影响，5月CPI有所上行。但总体看，PPI价格上行对CPI的传导影响相对有限。

CPI仍有小幅上涨空间，PPI持续高位上行的基础较弱。受翘尾因素拉动叠加禽肉价格接近周期底部、工业类消费品仍有上行趋势，CPI在三季度或会持续上调，但上调幅度或将有限；PPI方面，海外产需错配现象将逐步被修正、价格上涨拉动下原材料供给将增加，叠加国内需求修复较弱、通胀预期管理政策有所加强，PPI持续高位攀升的基础较弱。

■ 社融增速接近全年预期目标，人民币升值态势放缓

社融增速进一步放缓，社融增速或有望围绕当前水平合理波动。社融存量增速继续走低，但信贷对实体经济的支持仍相对保持较大力度。政府存款和非银金融存款推动M2高增，高基数、消费正常化以及存款搬家拉低居民存款。

货币政策力求中性，社融增速或有望围绕当前水平合理波动。下半年货币政策大概率维持稳健偏中性，从近期以来的央行公开市场操作来看，市场流动性处于合理充裕状态。受此影响，预计下半年社融或将围绕当前水平合理波动，总体保持平稳。

跨境资本流动基本平稳，人民币升值态势延续。近期出口的高位增长对外汇占款增长形成了有效的支撑，跨境资本流动保持平稳。近期监管部门领导多次发声，强调“汇率双向波动是常态”，在欧美疫情控制得当背景下，海外经济加快修复，美元指数或将低位反弹，人民币升值压力将有所减轻，后续人民币汇率或将稳中有降。

■ 大类资产配置：短期配置仍以风险资产为主，把握资产内部的结构性机会，并逐步减少商品配置

➤ 5月17日-6月16日，各大类资产表现分化，大宗商品有所下跌，股票市场呈震荡走势，5月下旬快速拉升后波动下行；从收益表现看，股票>债券>大宗商品。

➤ 广义流动性波动叠加经济修复节奏放缓，权益市场整体难有趋势性机会，建议关注成长板块，把握市场结构性机会；短期债市收益率或小幅上行，3.2%以上或具有配置价值；短期大宗商品或呈高位震荡走势，但在海外流动性拐点渐进下需警惕后续价格高位回落风险；结合模型配置权重，短期配置建议风险资产为主，把握资产内部的结构性机会，并逐步减少商品配置。

5 月份，受基数效应的影响，除进口外主要宏观数据同比增速均出现回落。从两年复合增速来看，供需两端缺口有所收窄，投资和消费两年复合增速较 4 月进一步提高，中国经济延续修复的态势但整体有所放缓。当前经济修复过程中仍存在问题：一是大宗商品价格上涨对中下游生产和利润带来较大的压力；二是居民收入分化或对消费修复产生一定的拖累。

伴随广义流动性波动以及经济修复节奏放缓，权益市场整体难有趋势性机会，建议关注成长类股票；债市收益率在银行间流动性由松转紧下或呈小幅上行、区间波动走势；大宗商品在供需错配问题仍存、供需缺口逐步收窄以及流动性拐点渐进下，或呈高位震荡走势，建议逐步减少配置。

	2021 年								去年同期	最新变化
	5 月*	5 月	4 月*	4 月	3 月*	3 月	1-2 月*	1-2 月		
工业增加值（同比，%）	6.6	8.8	6.8	9.8	—	14.1	8.1	35.1	4.4	↑
投资（累计同比，%）	4.2	15.4	3.9	19.6	2.9	25.6	1.7	35	-6.3	↑
社零额（同比，%）	4.5	12.4	4.3	17.7	6.3	34.2	3.2	33.8	-2.8	↑
出口：同比（%，美元）	11.1	27.9	16.8	32.3	10.3	30.6	15.2	60.6	-3.5	↑
进口：同比（%，美元）	12.4	51.1	10.7	43.1	16.8	38.2	8.5	22.2	-16.4	↑
贸易顺差（亿美元）	—	455.4	—	428.6	—	135.5	—	1032.6	619.2	↓
CPI（同比，%）	—	1.3	—	0.9	—	0.4	—	-0.3	2.4	↓
PPI（同比，%）	—	9	—	6.8	—	4.4	—	1.0	-3.7	↑
M2：同比（%）	—	8.3	—	8.1	—	9.4	—	10.1	11.1	↓

表 1 2021 年 5 月中国宏观经济核心指标一览表

（注：↓、↑、↔分别表示与去年全年相比，2021 年 5 月同比指标出现下降、上升或持平，*表示两年复合增速）

一、经济修复边际走弱，供需两侧延续修复

5 月供需两侧延续修复。从生产端看，工业增加值同比增速边际放缓继续向常态增速水平回归，服务业生产指数两年增速高于 4 月，服务业呈现出持续回暖的态势。从需求端看，制造业投资增速较 4 月有所回升，其中高技术制造业投资相对活跃，社零额两年复合增速较 4 月也有所提升，此外出口延续较高增速，但出口高增长的可持续性受到较多因素制约，或成为影响下半年经济修复态势的关键因素之一。

（一）生产继续向常态增速水平回归，但仍需关注上游成本上涨对生产的负面影响

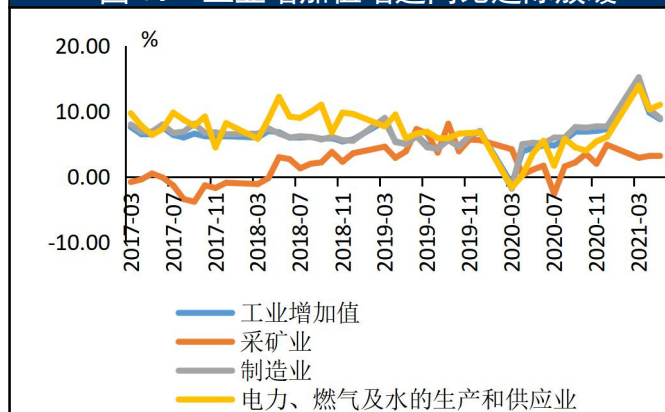
工业增加值增速边际放缓，但制造业生产保持较高增速。5 月，规模以上工业增加值同比为 8.8%，较前值小幅回落 1 个百分点。从两年复合增速看，5 月为 6.6%，4 月为 6.8%，一季度为 6.8%，呈现出边际放缓的态势，两年复合增速继续向常态增速水平（6%左右）回归。其中，制造业生产同比增长 9.0%，两年复合增速为 7.1%，仍处于较高水平。从行业看，5 月出口相关及高技术相关的行业保持较高的生产活跃度，其中通用设备、计算机及其他电子设备制造业同比增长 12.7%，较前值提高 2.3 个百分点；通用设备制造同比增长 13.8%，两年复合增速为 10.5%；高技术制造业整体同比增长为 17.5%，较前值

提高 4.8 个百分点。总体看工业生产尤其是制造业生产延续修复态势，但两年复合增速水平或继续边际放缓，逐步向常态增速水平回归。

服务业生产稳中有升，但部分低端服务业修复仍存困难。5 月服务业生产指数同比增长 12.5%，两年复合增速为 6.6%，较 4 月份加快 0.4 个百分点。结合服务业景气指数来看，5 月服务业商务活动指数为 54.3%，新订单指数为 52.0%，收费价格指数为 52.0%，皆处于扩张区间。从行业看，在“五一”假期的带动下，与长距离出行相关的铁路运输、航空运输、住宿等行业商务活动指数处于较高景气区间；与居民消费密切相关的零售、餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数较前值也有所提高。但应注意部分限额以下企业修复程度依然较弱，以餐饮行业为例，5 月餐饮整体增速仅 1.3%，但其中限额以上餐饮收入增速为 9.1%，好于前值 7.5%，也好于疫情前，侧面体现出服务业低端部分修复或仍面临一些困难。总体看服务业生产稳中有升，也在继续向疫情前的常态水平回归。

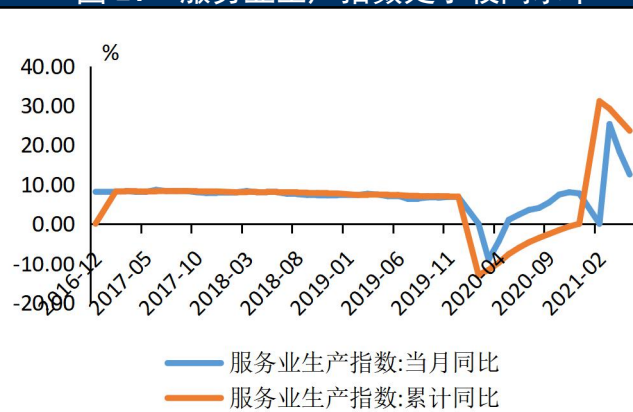
关注生产成本上升对中下游行业生产端的负面影响。受全球疫情下供需错配影响，上游大宗商品价格出现一轮快速增长，我国 PPI 同比自 3 月以来也出现较快抬升，其中 5 月 PPI、PPIRM 分别为 9.0% 与 12.5%，主要为上游行业拉动，PPI 生产资料与生活资料的差值已达 8.8%，表明上游行业提价能力较强，而中下游企业较难将价格压力向消费端传导，这样中下游企业容易出现增收不增利的情况，进而或会对工业生产的后续修复形成一定的制约。

图 1：工业增加值增速同比边际放缓



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 2：服务业生产指数处于较高水平



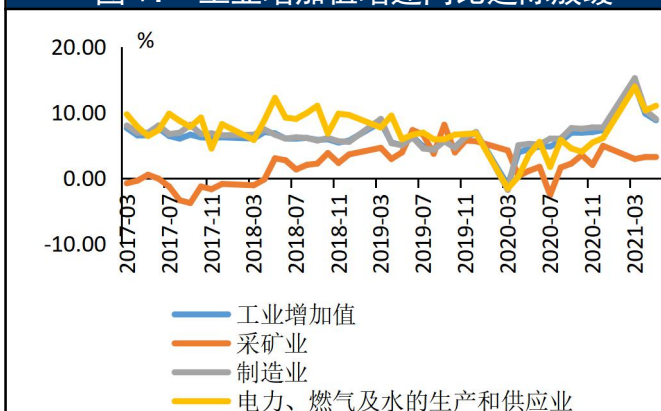
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（二）投资结构继续优化，经济内生动能有所增强

制造业投资两年复合增速由负转正，房地产投资韧性短期犹存。1-5 月，固定资产投资同比增长 15.4%，两年复合增速为 4.2%，高于 1-4 月的 3.9% 及一季度的 2.9%，投资改善态势不改。分类别来看，1-5 月制造业投资增长 20.4%，两年复合增速由 1-4 月的 -0.4% 转为 0.6%，制造业投资修复明显。地产投资继续保持高增态势，1-5 月同比增长 18.3%，两年复合增速为 8.6%，较 1-4 月提高 0.2 个百分点，对于固定资产投资仍起到较好的支撑作用。基建投资 1-5 月同比增长 11.8%，两年复合增速为 2.6%，较前值提高 0.2 个百分点，受地方政府专项债发行节奏的影响，基建投资恢复速度并不算高。此外，从制造业投资的行业分类看，医药与电子行业投资增速较高，受出口拉动的影响较为显著。从固定资产投资主体类型看，1-5 月民间投资同比 18.1%，两年复合增速为 3.3%，较 1-4 月提高 0.4 个百分点。结合制造业投资及民间投资增速边际提高来看，内生性的经济动能有所增强。

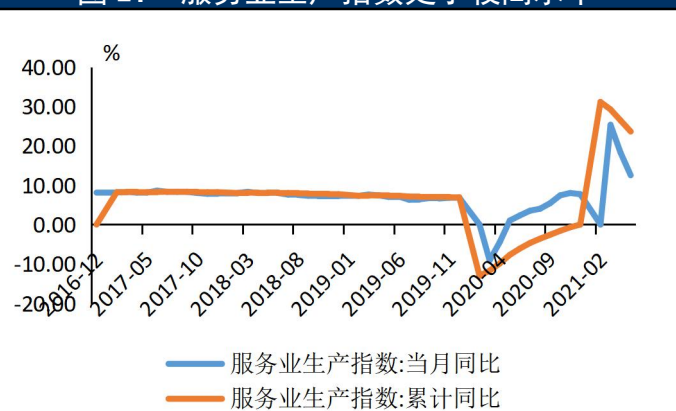
地方政府压降隐性债务压力不减、地产严控政策将延续，后续基建与地产投资持续上行的动力较弱，制造业投资修复或将成为稳定投资的主要因素。低基数下全年稳增长压力较小，无法期待政策对于基建投资和房地产投资的持续拉动。3月国常会要求“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，当前地方政府专项债的发行速度相对较慢，或与地方政府在压降隐性债务的压力下加快基建投资的动力不足相关。5月房地产新开工面积同比增速延续了4月份的低迷态势，土地购置面积同比也由正转负，延续我们此前判断，在地产企业融资受限的背景下，近期的房地产投资的高增长主要是地产企业加快资金周转有关。后续看，地方政府压降隐性债务的压力不减，地产严调控政策也难以边际放松，基建与房地产投资持续上行的动力或较弱，制造业投资修复或将成为稳定投资的主要因素。

图 1：工业增加值增速同比边际放缓



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 2：服务业生产指数处于较高水平



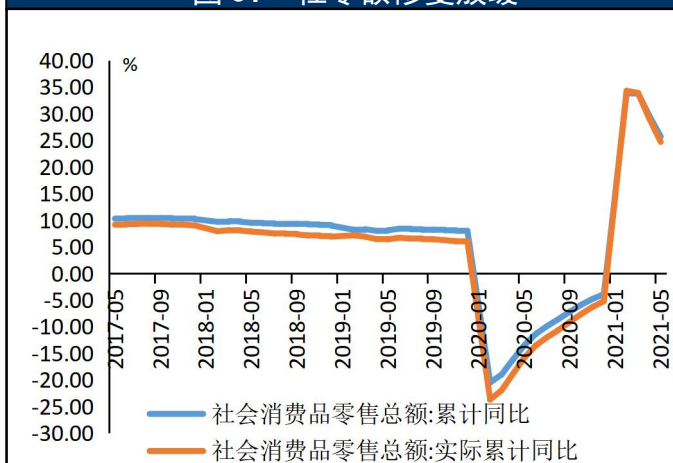
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（三）假期因素带动消费改善加快，关注不同群体收入分化问题

假期因素带动消费改善加快。5月份，社零额同比增长12.4%，两年复合增速为4.5%，较上月加快0.3个百分点。5月份消费的回升主要有两方面的原因：一方面随着国内疫情逐步得到控制，同时疫苗接种率的持续提高，居民消费信心有所增强；另一方面5月份迎来了“五一”小长假，同疫情前相比“五一”假期多了两天，大范围的出行在一定程度上提振了消费市场，在“五一”假期的带动下，与长距离出行相关行业的商务活动指数连续两个月高于65.0%，与居民消费密切相关行业商务活动指数均高于4月份，且位于58.0%以上较高景气区间。具体来看，餐饮收入同比增长26.6%，两年复合增速为1.4%，较上月提高1个百分点；在前期汽车消费集中释放的背景下，限额以上汽车消费同比增长6.3%，较上月回落9.8个百分点；升级类消费如化妆品和金银珠宝类消费继续保持较高增速。

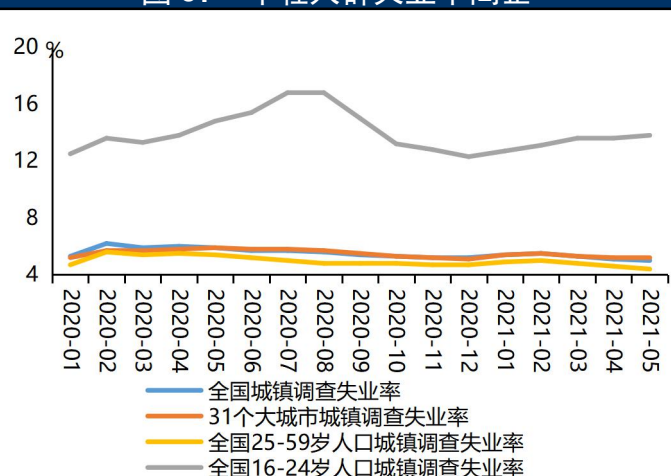
疫情对消费的影响持续弱化，居民收入修复则是消费恢复的重要支撑。后续来看，5月底广州疫情爆发，对珠三角的经济产生了一定的冲击，考虑到珠三角的消费占全国的比重在5%左右，此次局部疫情或将导致消费增长边际放缓；不过考虑到国内疫苗接种率持续提高，未来局部疫情的爆发将对消费影响逐步弱化。当前居民失业率逐步降低，将对消费的修复起到支撑的作用，不过居民就业的分化仍值得关注——在整体居民失业率降低的背景下，初次就业集中的年龄段失业率进一步走高。

图 5：社零额修复放缓



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 6：年轻人群失业率高企



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（四）海外供需缺口短期持续出口暂维持高位，大宗商品价格上涨推升进口

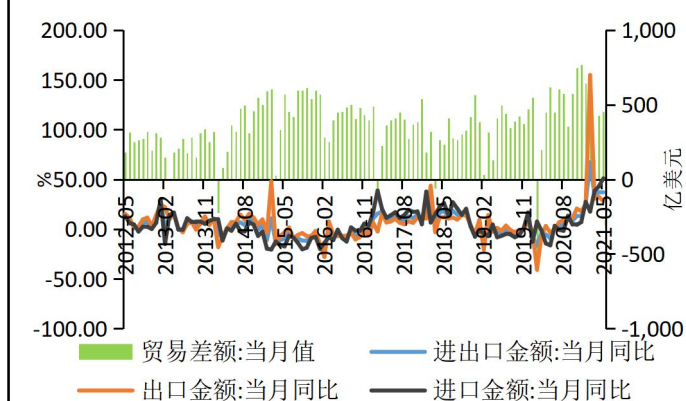
多因素支撑出口走高，大宗商品价格高位继续推高进口。5月份进出口同比增长37.4%，出口同比增长27.9%，进口同比增长51.1%，实现贸易顺差455.4亿美元。5月份出口延续着超预期高增的趋势，主要有三个方面的原因：一是发达国家需求改善；二是印度变异病毒冲击多国，导致全球供给短期出现缺口；三是成本的大幅上升导致出口金额增速显著高于出口产品数量增速。5月份大宗商品价格继续走高，5月末OPEC一揽子原油价格逼近70美元/桶关口，铁矿石Myliac综合进口矿5月份月度均值较上月大幅上升21.7%，相关产品进口金额与进口数量增速进一步拉大，使得进口增速持续维持高位。此外，海运价格继续走高，波罗的海干散货指数(BDI)5月份月度均值较上月上升19.8%，5月上旬一度保持在3200点上方，运输成本的上涨进一步推高了进口额增速。

6月进出口仍将保持高位，但下半年随着基数走高和海外需求的下行将出现回落。由于疫情的持续以及疫苗的普及率不同，当前海外供给出现分化趋势：发达国家由于疫苗接种率保持高位，供给和需求加快修复，对我国出口形成一定的挤出；但变异病毒在多数制造业大国的蔓延冲击这些国家的生产，全球仍存在一定的供需缺口，所以短期内我国出口仍有支撑；不过进入下半年，随着高基数效应显现以及发达国家生产修复对我国出口的挤出，出口增速或将有所回落。从进口来看，需求的快速恢复以及海外大规模宽松政策显现进一步推高大宗商品价格和货运成本，为此短期在成本推动下进口仍将保持高位。

警惕输入型通胀对我国企业利润空间带来的制约。当前大宗商品价格高位推动了全球的通胀水平：5月份，美国CPI冲高至4.2%，创金融危机后的新高，而且短期内或将进一步上升；季调后的PPI最终需求同比也高达6.1%；5月份欧盟CPI同比增长2%，不过仍为2019年以来的新高，4月份PPI同比增长高达7.6%，创金融危机以来的新高。短期内输入型通胀给我国企业的生产成本带来较大的压力，

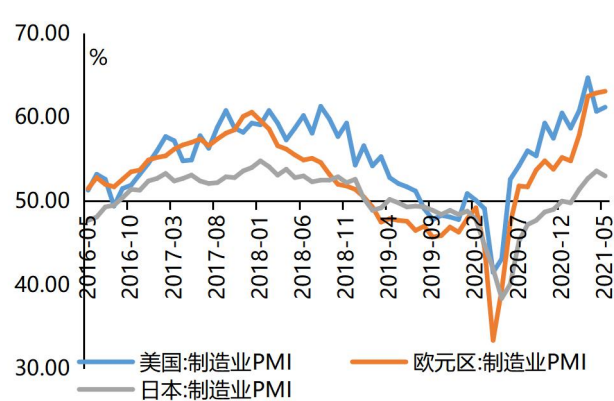
对此仍需予以持续关注。

图 7：进出口维持高位



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 8：欧美日 PMI 指数均上升



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（五）制造业 PMI 微降，警惕海外需求持续下行风险

本月制造业 PMI 为 51.0%，较前值小幅下调 0.1 个百分点。其中，生产指数延续扩张，较上月上升 0.5 个百分点至 52.7%；新订单指数持续回落至 51.3%，较上月回调 0.7 个百分点，经济总体稳定处于扩张区间。新出口订单较上月下降 2.1 个百分点至 48.3%，为去年下半年以来的最低值。虽然印度等国疫情出现新一轮反弹，但中国的主要贸易对手国，特别是欧美等主要经济体的生产修复延续，对我国的出口挤出边际强化，叠加 4-5 月人民币升值较快，我国出口增速有进一步下行的趋势。此外，PPIRM 进一步抬升，较前值提高 5.9 个百分点至 72.8%，为近 10 年来的最高位，购销价差犹存且持续扩大，下游企业的销售利润承压。从行业看，5 月高技术制造业 PMI 指数较上月上升 0.3 个百分点至 55.2%，连续 3 个月上升，结合 4 月 EPMI 指数来看，高技术及战略性新兴产业市场活跃度较高。分企业规模看，大、中型企业 PMI 分别较上月上涨 0.1 和 0.8 个百分点至 51.8%和 51.1%，表明制造业大、中型企业生产延续扩张态势，但小型企业 PMI 降至收缩区间为 48.8%，低于上月 2.0 个百分点，表明小型企业的增长动力仍有所不足。

图 9：制造业 PMI 下降

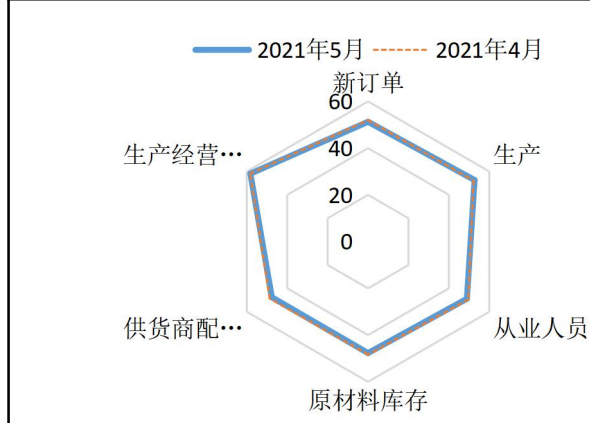
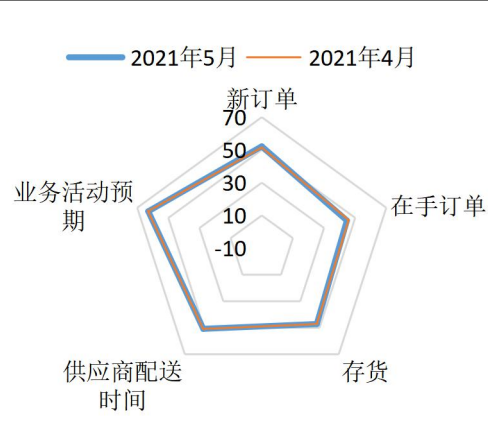


图 10：非制造业商务活动指数下降



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

二、PPI 延续上涨并向 CPI 有所传导，但 PPI 持续高位上行的基础较弱

5 月大宗商品价格总体延续抬升态势，叠加国内碳中和及环保政策落实下对钢铁、煤电等行业的减产预期影响，PPI 高位上行。PPI 较快上行并向 CPI 有所传导，5 月部分工业品价格上涨推动 CPI 非食品项价格出现小幅上行。下半年 CPI 或将延续小幅上行但总体上行压力不大，全年 CPI 或将不会超过 2%，受全球产需错配修正及国内微观主体弱修复影响，PPI 持续攀升的基础较弱。

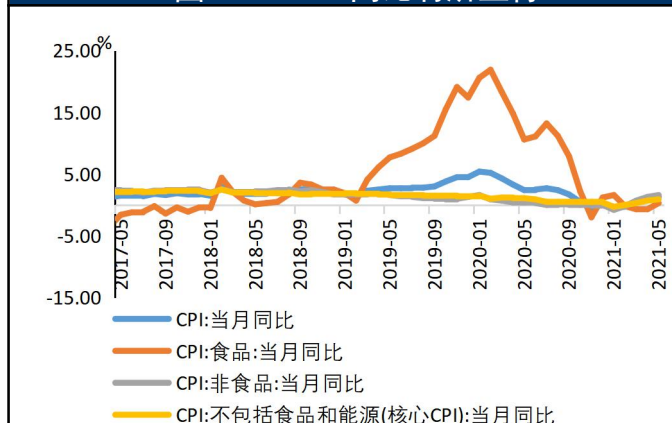
（一）大宗商品价格上涨继续推升 PPI，PPI 月度同比创近十年来新高

5 月 PPI 同比上涨 9.0%，涨幅较前值扩大 2.2 个百分点，为近十年来的最高值。其中，生产资料价格上涨 12.0%，涨幅比上月扩大 2.9 个百分点；生活资料价格由前值 0.3% 小幅上升至 0.5%。PPI 翘尾因素为 3.0%，新涨价影响为 6.0%。生产资料价格上涨拉动 PPI 上行。5 月，上游主要行业价格都出现涨幅扩大，其中既有海外输入型的原料价格持续上涨影响，又叠加了国内碳中和及环保政策落实下对钢铁、煤电等行业的减产预期影响。5 月生活资料价格同比小幅上涨，对 PPI 价格变动影响较小。

（二）PPI 价格上涨向 CPI 有所传导，部分工业消费品价格上涨带动 CPI 上行

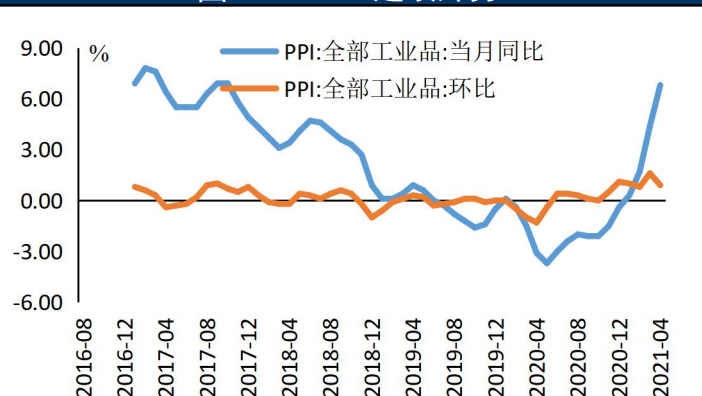
5 月 CPI 同比上涨 1.3%，延续了 4 月份的上行趋势，剔除能源与食品的核心 CPI 由上月 0.7% 升至 0.9%。受上游原料价格上涨影响，交通燃料、部分家电等工业消费品出现价格上行，带来非食品价格同比较前值上涨 0.3 个百分点至 1.6%，拉动 CPI 上行约 1.3 个百分点，是影响 CPI 上涨的主因。从消费品项与服务项分别来看，消费品由上月同比增长 1.0% 升至本月 1.6%，服务价格同比由上月 0.7% 升至本月 0.9%。非食品价格上行体现了 PPI 上行对 CPI 的传导作用，服务价格上行体现出国内需求修复对服务业回暖的支撑。结合 CPI 非食品项上行幅度及 PPI 生活资料走势来看，PPI 对 CPI 的传导作用相对有限，CPI 因 PPI 上行出现大幅上涨的概率不大。

图 11：CPI 同比有所上行



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 12：PPI 延续升势



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（三）CPI 仍有小幅上行空间，PPI 持续高位运行的基础较弱

三季度翘尾因素仍对 CPI 有一定正向拉动，叠加禽肉价格下降接近周期底部、工业类消费品仍有上行趋势，CPI 在三季度或会持续上调，但上调幅度或将有限，全年 CPI 或呈现前低后高走势，剔除粮食和能源价格的核心 CPI 也有一定上行空间；从 PPI 来看，大宗商品价格上涨主要来源于全球经济在疫情影响下出现一定供需错配，但随着价格上涨带来的供给增加供需错配有望得到逐步修正，叠加国内消费端整体修复偏弱，以及政策对于通胀预期管理的加强，PPI 延续高位上行的基础较弱，但仍将高位运行。

三、社融增速接近全年预期目标，人民币升值态势放缓

5 月，我国金融市场运行平稳，社融稳中趋紧，人民币升值趋势有所放缓。具体来说，在社融方面，新增社融维持相对低位，受增量收缩叠加去年同期高基数的影响，社融存量增速继续回落。在跨境资本流动方面，5 月外汇占款持续回升，不过海外经济的持续修复带动银行代客涉外收付款差额代客结售汇差额走低，人民币升值态势有所放缓。

（一）社融增速进一步放缓，社融增速或有望围绕当前水平合理波动

社融增速继续回落，表外融资与债券融资是主要拖累项。5 月份，新增社融 1.92 万亿元，较上月多增 693 亿元，较去年同期少增 1.27 万亿元，社融存量增速继续走低，同比增长 11.0%，较上月回落 0.7 个百分点。新增表内融资 1.43 万亿元，信贷对实体经济的支持仍相对保持较大力度。受信托业持续“两压一降”以及房地产融资受限的影响，表外融资进一步压降；新增直接融资的拖累主要是由于债券融资大幅放缓。债券融资的放缓主要有两方面的原因：一方面，从季节性因素来看，5 月份是传统的发债低谷期；另一方面，近期国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》，上交所和深交所均出台文件限制地方融资平台的融资，在一定程度上制约了债券融资。

政府存款和非银金融存款推动 M2 高增，高基数、消费正常化以及存款搬家拉低居民存款。5 月份，M2 同比增长 8.3%，主要受由于政府存款和非银金融存款的多增的影响。居民存款在高基数、消费正常化以及股市走高的背景下同比大幅少增。在政策收紧下企业融资放缓下企业存款走低。M1 同比增长 6.1%，较上月回落 0.1 个百分点，年内呈持续下降趋势。

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_20332

