



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、有色以及与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：

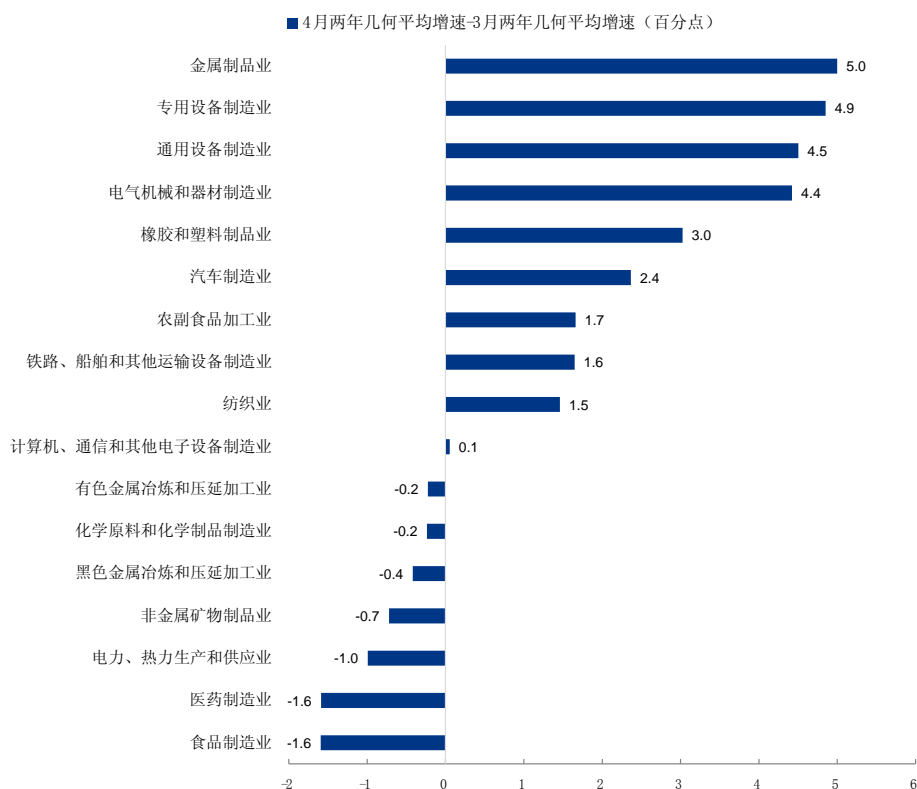
一是受到碳达峰、碳中和以及环保相关政策影响，黑色、有色金属冶炼等中上游行业工业增加值增速放缓，两年几何平均增速分别较上月下降0.4和0.2个百分点。

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 etc 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

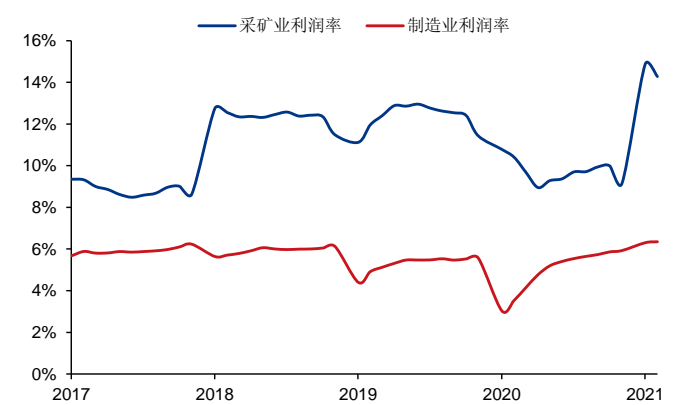
### 三、制造业投资为亮点，降幅进一步收窄，未来制造业投资总体将持续恢复，但当前中下游利润受挤压，恢复幅度和速度可能低于预期

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。

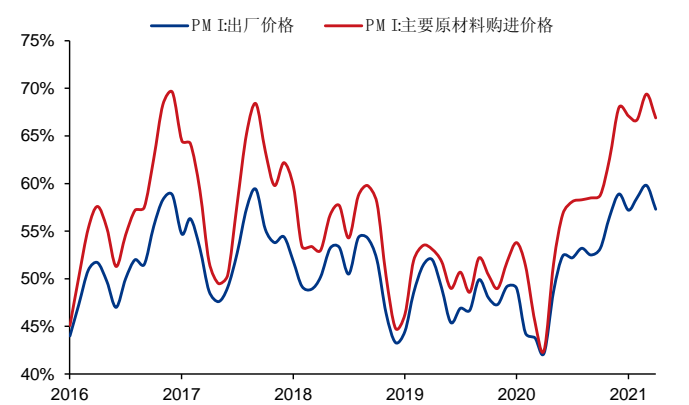


图表2：采矿业利润率涨幅显著高于下游制造业



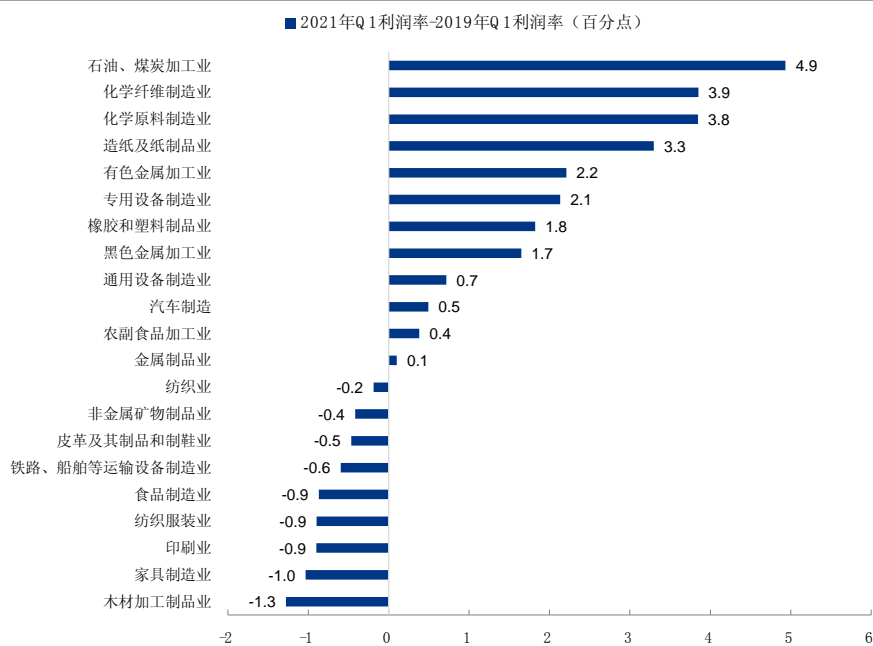
资料来源：wind、粤开证券研究院

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

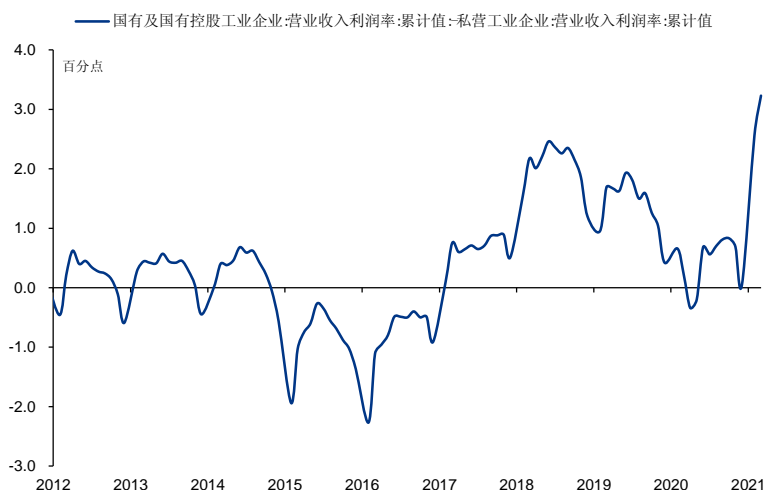
图表4：制造业内部中上游利润率改善明显



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。

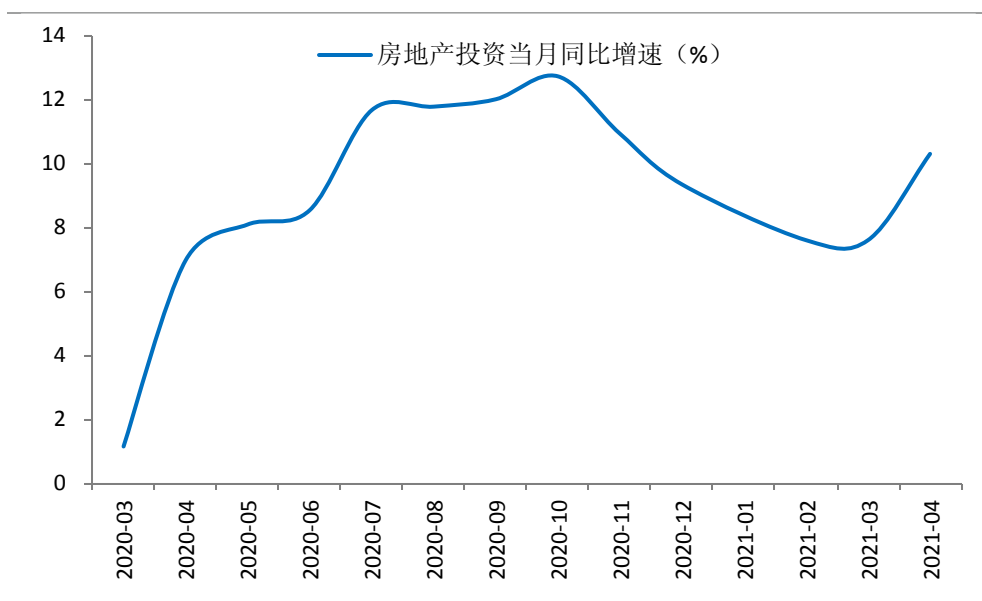
**从房地产投资看**，2021 年 4 月当月房地产投资的两年平均增速为 10.3%，较 3 月当月的两年平均增速上升 2.6 个百分点，是此前下行趋势中的反弹。此前去年 10、11、12 月当月同比分别为 12.7%、10.9%和 9.4%，今年 1-2 月和 3 月当月两年平均增速分别为 7.6%和 7.7%。

**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



资料来源：wind、粤开证券研究院

上述数据反映出：

一是当月房地产投资两年平均增速在下行趋势中反弹，仍保持较强韧性，对经济增长的贡献较大。房地产投资反弹的同时新开工、施工和竣工面积均大幅回落，土地购置费降幅大幅收窄，反映出房地产投资反弹与建筑安装材料价格上涨及土地购置费上升有关。

二是当月土地购置费降幅收窄，与土地集中出让在 4 月有关。

三是当前的销售依然强劲，从到位资金看，主要源自居民利用贷款和自有资金购房的支撑，开发贷对房地产的支持在下降。



四是鉴于当前房地产价格持续上涨，中央连续从土地、资金等出手调控，政治局会议提出防止以学区房等名义炒作房价，近期召开房地产税试点座谈会。货币政策边际收紧、清理经营贷违规进入房地产市场、“三道红线”压力、重点城市“集中供地”等监管方式意图从资金端和土地端稳定房地产市场。在当前财政形势紧平衡以及调节财富贫富分配促进内循环的背景下，房地产税能够起到一定作用，此时对房地产税试点座谈会的吹风更多针对一段时间以来的房地产市场价格、土地溢价率再度高歌猛进，通过影响预期来打击住房的投资需求，落实“房住不炒”。这是信号或者初衷，但是从房地产价格调控本身看，根本之法在房地产自身的供需，尤其是供给侧的土地供应。

未来的房地产销售可能在货币政策边际收紧下有所下行，剔除价格的房地产实际投资可能也下行，但是在建筑安装成本持续上行后房地产投资名义增速仍可能有韧性。

## 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

4月消费超季节性回落，与就业质量有所下降、股市大跌后震荡居民财产性收入边际放缓、居民消费意愿仍未恢复到疫情前水平等因素相关。同时，需关注PPI大涨对耐用消费品等非食品价格上涨传导进而对居民消费的影响。

1、就业率整体虽有好转，但是16-24岁失业率与上月持平仍高达13.6%，就业工时减少，反映出就业质量有所下降，可能跟中小企业在大宗商品上涨压力下开工不足有关，同时工资性收入增速可能下滑，叠加股市在大跌后震荡，财富效应较差，财产性收入可能缩水，均对消费回落有所影响。4月份，全国城镇调查失业率为5.1%，比3月份下降0.2个百分点，比上年同期下降0.9个百分点。16-24岁人口、25-59岁人口调查失业率分别为13.6%、4.6%，分别与上月持平、下降0.2个百分点；全国企业就业人员周平均工作时间为46.4小时，较3月减少0.5小时。

2、4月社零消费同比17.7%，两年几何平均增速为4.3%，低于3月两年平均增速2个百分点；餐饮消费两年平均增速为0.4%，较上月下降0.6个百分点。事实上，受到五一小长假消费延后因素的影响，4月社零消费一般将季节性回落。从环比来看，2016-2019年4月社零消费环比分别为0.81%、0.76%、0.75%和0.81%，较3月环比均有所下滑。然而2021年4月消费环比增速为0.32%，环比回落幅度显著超过季节性，表明居民消费水平整体仍较为低迷，这与清明节出行数据相印证。据文旅部数据，清明节假期全国国内旅游出游1.02亿人次，恢复至疫前同期的94.5%。但国内旅游收入仅恢复至疫前同期的56.7%，表明当前居民消费率依然受到居民消费能力（即收入）及消费意愿（即居民对未来不确定性和风险认知）的影响。

3、从类别看，4月消费主要是地产相关和升级类商品带动。其中，4月当月房地产销售的两年平均增速仍为8.0%的较高增速，带动家具、建筑装饰类两年平均增速分别为7.3%和11%，较3月的两年平均增速上升2.2和-0.3个百分点，消费升级类产品如汽车、化妆品、金银珠宝类平均增速仍显著高于社零消费整体水平，分别为7.8%、10.4%和14.2%。4月豪华车零售25万辆，环比较3月下降7%，但相对2019年4月增长50%。豪华车继续保持强势增长特征，体现消费升级的高端换购需求仍旧旺盛。

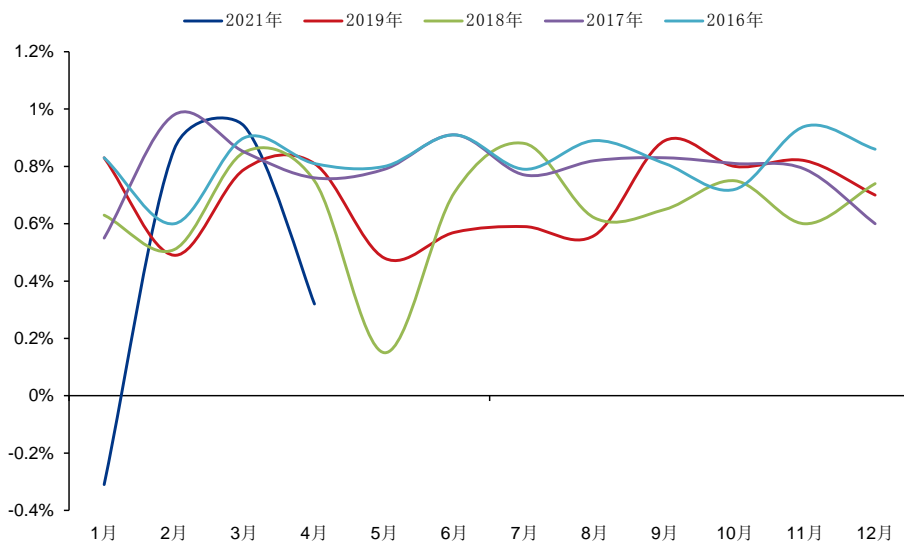
4、从数据看由于猪价下行CPI难以大涨，但耐用消费品等非食品价格上涨对居民实际生活仍有影响，若涨价进一步扩散或将影响居民消费的修复。今年以来原材料价格上涨已经逐渐传导至部分产业链较短、同时消费者对产品价格调整敏感度较低的消费品。近期国内家电、卫生纸等日常消费品厂商纷纷提价，而猪周期下行背景下CPI仍保持温





和，需重点关注居民实际感受与 CPI 数据的背离。4 月家用电器类消费两年平均增速持续为负，仅为-1.5%，或与今年以来家用电器涨价有一定关联。据统计局数据，4 月电冰箱、洗衣机、电视机、笔记本电脑和自行车等工业消费品价格均有上涨，涨幅在 0.6%-1.0%。

图表7：4 月消费环比回落幅度显著高于季节性



资料来源：wind、粤开证券研究院



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任研究院副院长、首席宏观分析师，证书编号：S0300520110001。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供,旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成所述证券的买卖出价或询价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内,本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此,投资者应注意,在法律许可的情况下,本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下,本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素,亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前,如有需要,投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在允许范围内使用,并注明出处为“粤开证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

网址: [www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)