夏日渐长
——2021年6月宏观经济月报

2021年6月30日

谭卓，宏观经济研究所所长 zhuotan@cmbchina.com

田地，海外宏观 andrewtian@cmbchina.com

黄翰庭，实体经济 huanght@cmbchina.com

牛梦琦，实体经济 niumengqi@cmbchina.com

王欣恬，实体经济 xintianwang@cmbchina.com

杨薛融，货币金融 yangxuerong@cmbchina.com

颜琰，货币金融 freyayan@cmbchina.com

一、宏观概览：海外复苏加速，国内稳固修复

海外宏观

- **欧美与新兴经济体之间疫情明显分化。**欧美地区疫苗接种率的提升对抑制病毒传播起到了显著作用。但印度疫情仍在高速蔓延，同时东南亚和南美洲部分国家疫情持续恶化，日新增病例创新高。
- **美国经济进入“疫苗复苏”早期，美联储释放转向信号。**虽然美国5月就业修复尚滞后于经济活动，但已经显著好转，同时服务业修复趋势确立，经济内生动力增强，驱动政策边际转向。6月美联储议息会议维持利率和购债速度不变，但发出了较为明确的货币政策转向信号，影响了市场对缩减购债和加息的预期。
- **全球经济有望按美国、欧洲、发展中国家的顺序梯次修复**，修复驱动逐渐由政策转向内生动力，预计三季度美欧供需缺口将开始加速收敛、服务业迎来陡峭修复。

实体经济

- **我国经济延续稳步复苏的态势，运行情况稳中向好，但供需面临回落式收敛。**需求方面，5月出口增速维持韧性；投资整体稳定回升，其中制造业投资边际上行，房地产投资维持高增长但调控政策的制约开始显现，基建投资受高基数影响小幅回落；消费修复缓慢，餐饮消费增长仍然乏力。工业生产保持高增长，但增速向近年均值回归。前瞻地看，出口短期内仍有望延续景气，但随着海外供需缺口收窄出口景气度或在四季度下行；消费、房地产和制造业投资预计修复节奏较缓，但基建投资在专项债资金支持下对经济修复的贡献或将边际上升。随着总需求修复动能减弱，叠加环保限产影响，工业生产增速将相应回落。
- **5月工业生产价格受大宗商品价格影响大幅上升，PPI-CPI剪刀差进一步扩大，企业利润分化仍在持续，部分中游制造业行业经营承压，下游企业利润持续受到挤压。**5月PPI同比增速已见顶，下半年低基数效应消退后PPI同比将缓慢回落，企业利润的增长动能也将趋弱。未来仍需关注大宗商品价格走势。

货币财政

- **货币政策延续了稳步回归中性的政策基调。**在高基数的影响下，5月社融增速继续下行并逐渐向名义GDP增速靠拢。信用局部收缩，表现为表外融资收缩加快，信用主体融资环境分化，企业债券融资疲弱、政府债券融资加速。下半年预计货币政策配合政府债券发行将对社融增速形成支撑，但在央行“稳杠杆”和政府隐形债务监管下企业债券融资或持续疲弱，对社融增速形成拖累。预计社融增速下行速度将有所放缓，下行空间有限，广义流动性缺口继续缩小，银行负债端压力下降。
- **财政政策基调维持审慎。**5月财政收入保持稳定增长，但财政支出增速持续低迷，对基建领域的支持力度较弱。下半年政府债券发行提速，将发挥稳投资、稳增长的关键作用。

二、本月主要经济数据

国家	指 标	单 位	2021-6（预测）	2021-5	2021-4	2021-3	2020-06	2020-5
美国	新增非农就业人数	万人	**69.0**	**55.9↓**	26.6	91.6	480.0	250.9
	CPI	当月同比，%	**4.5**	**5.0↑**	4.2	2.6	0.6	0.1
中国	工业增加值	当月同比，%	**7.9**	**8.8↑**	9.8	14.1	4.8	4.4
	社会消费品零售总额	当月同比，%	**9.7**	**12.4↓**	17.7	34.2	-1.8	-2.8
	全社会固定资产投资	累计同比，%	**12.5**	**15.4↓**	19.9	25.6	-3.1	-6.3
	其中：基建投资（全口径）	累计同比，%	**3.6**	**10.4↓**	16.9	26.8	-0.1	-3.3
	制造业投资	累计同比，%	**14.9**	**20.4↑**	23.8	29.8	-11.7	-14.8
	房地产投资	累计同比，%	**15.3**	**18.3↑**	21.6	25.6	1.9	-0.3
	出口（以美元计）	当月同比，%	**18.9**	**27.9↓**	32.3	30.6	0.2	-3.5
	进口（以美元计）	当月同比，%	**30.3**	**51.1↑**	43.1	38.2	3.2	-16.4
	CPI	当月同比，%	**1.3**	**1.3↓**	0.9	0.4	2.5	2.4
	PPI	当月同比，%	**7.6**	**9.0↑**	6.8	4.4	-3.0	-3.7
	社会融资规模	当月同比，%	**10.7**	**11.0↓**	11.7	12.3	12.8	12.5
	M2	当月同比，%	**8.4**	**8.3↑**	8.1	9.4	11.1	11.1
	1年期LPR	%	**3.85**	**3.85**	3.85	3.85	3.85	3.85
	5年期LPR	%	**4.65**	**4.65**	4.65	4.65	4.65	4.65

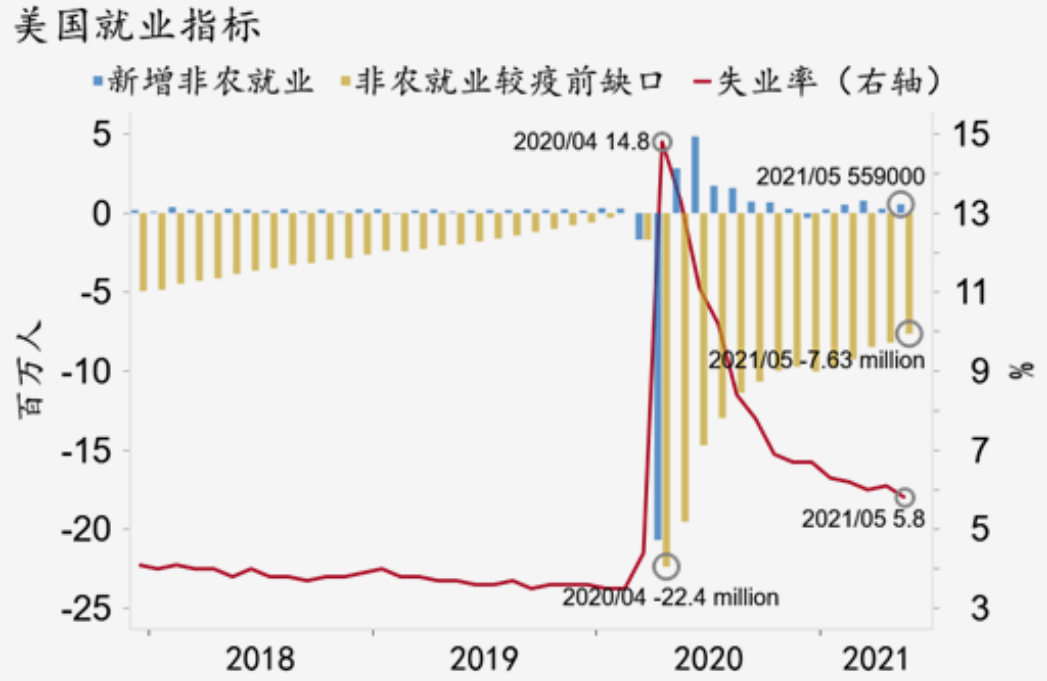
注：↑表示高于预期；↓表示低于预期；无标注表示符合预期。

三、海外宏观：疫苗复苏加速

（一）美国非农：供给回暖

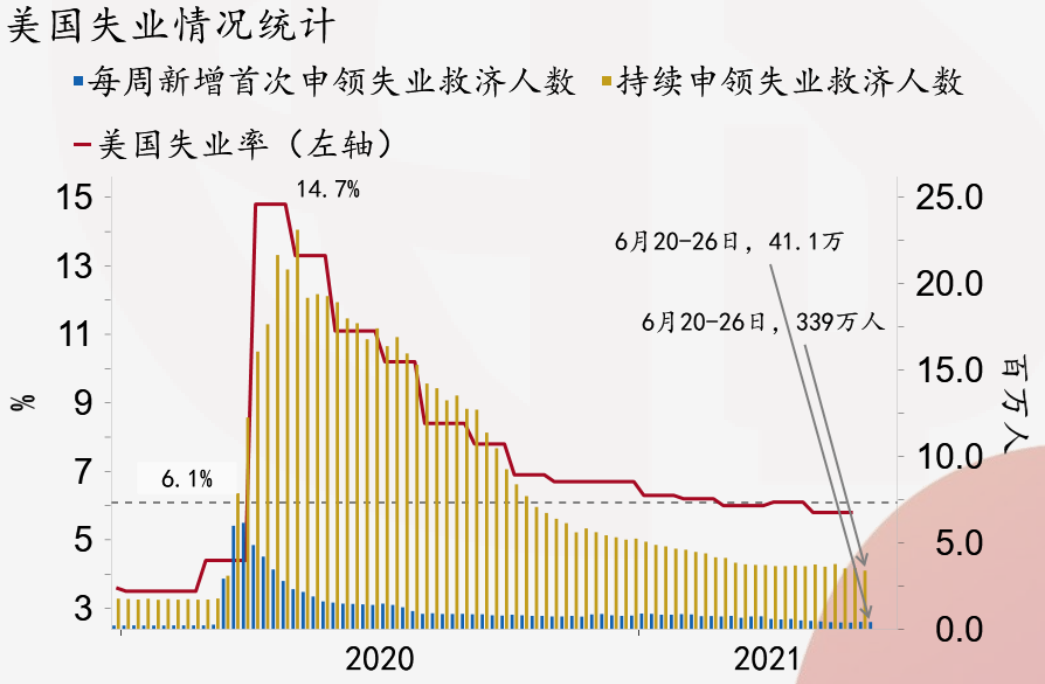
- 5月美国非农就业增加55.9万，再次低于市场预期（67.1万），失业率由6.1%下降至5.8%
- 在非农就业仍较疫前缺失763万人的情况下，修复不及预期的主要原因是供给不足，但近期已经出现边际好转
  - 结构因素：一是照顾小孩（学校复课率低），二是失业补贴（抑制工作意愿），三是工种切换（需新技能）

美国新增非农就业超预期



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



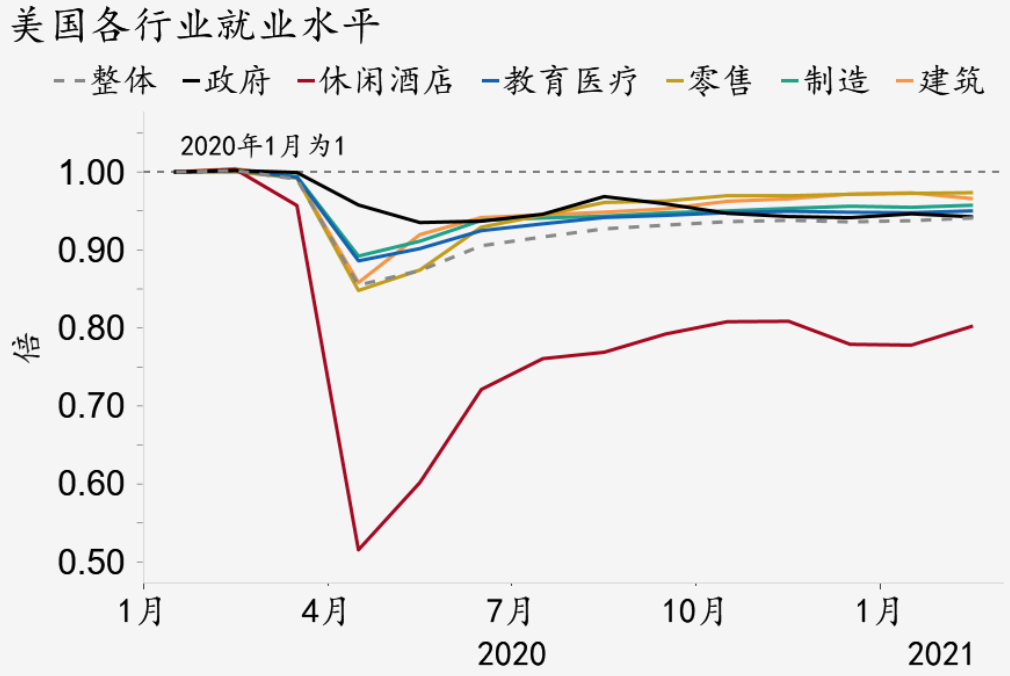
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

三、海外宏观：疫苗复苏加速

（一）美国非农：供给回暖

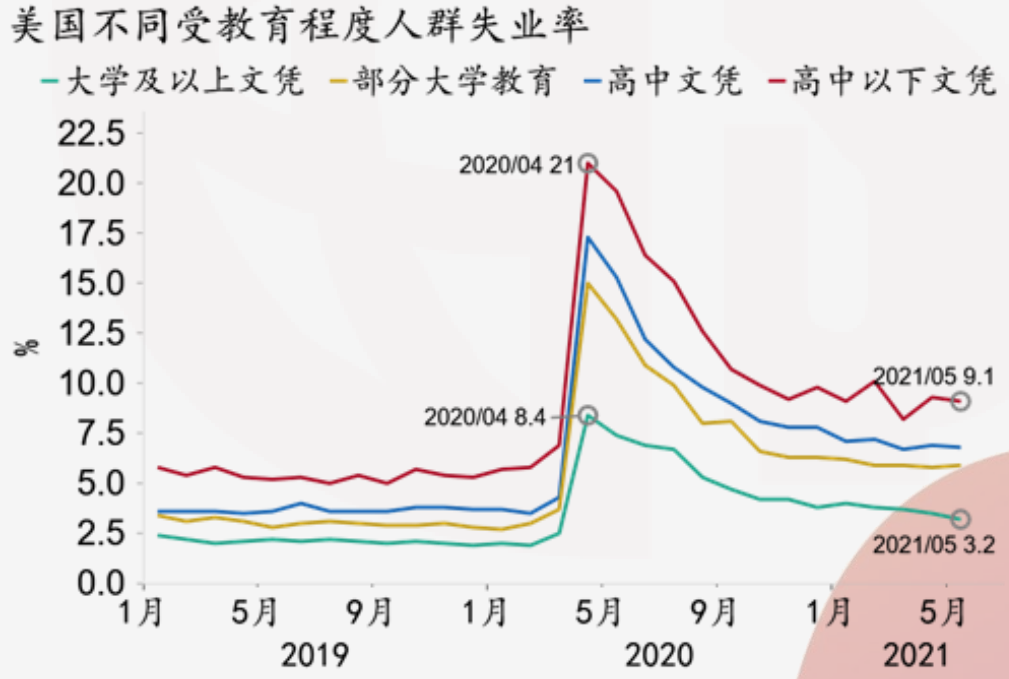
- 从行业看，服务业修复好于制造业，其中休闲酒店业复苏持续，增员29.2万，是新增就业的最大拉动
- 从群体看，不同群体分化未见明显好转，其中“大学-高中以下学历失业差”进一步扩大
- 前瞻地看，美国经济向好的基本面没有改变，随着疫情好转和各州对失业补助管理趋严，6月新增非农就业有望加速回升

休闲酒店业持续回暖



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

高低学历失业率差距扩大



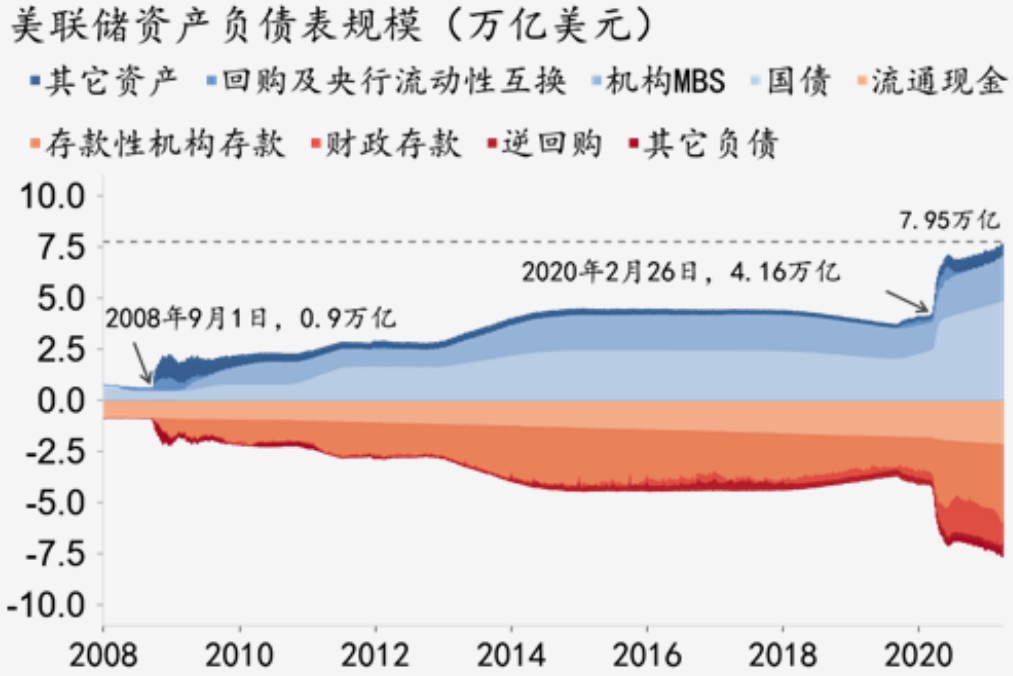
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

三、海外宏观：疫苗复苏加速

（二）美联储：释放转向信号

- 美联储公开市场委员会在6月议息会议后发表声明，宣布将维持联邦基金利率在0-0.25%区间，并维持目前的购债速度不变
- 4月议息会议以来，随着疫苗接种率的提升，美国经济修复进一步提速，就业和通胀走势出现分化
  - 就业在供给限制下持续不及预期；通胀增速持续超出预期，5月PCE通胀同比增长3.9%，美联储上调全年预测1pct至3.4%

美联储资产负债表稳步扩张



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

近几月美国通胀快速拉升



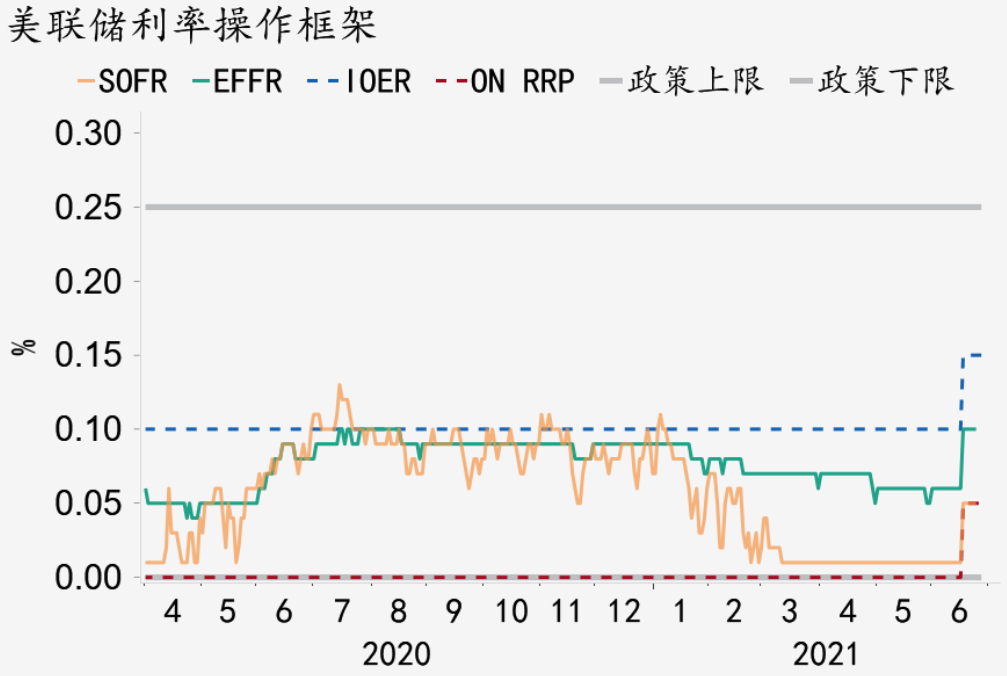
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

三、海外宏观：疫苗复苏加速

（二）美联储：释放转向信号

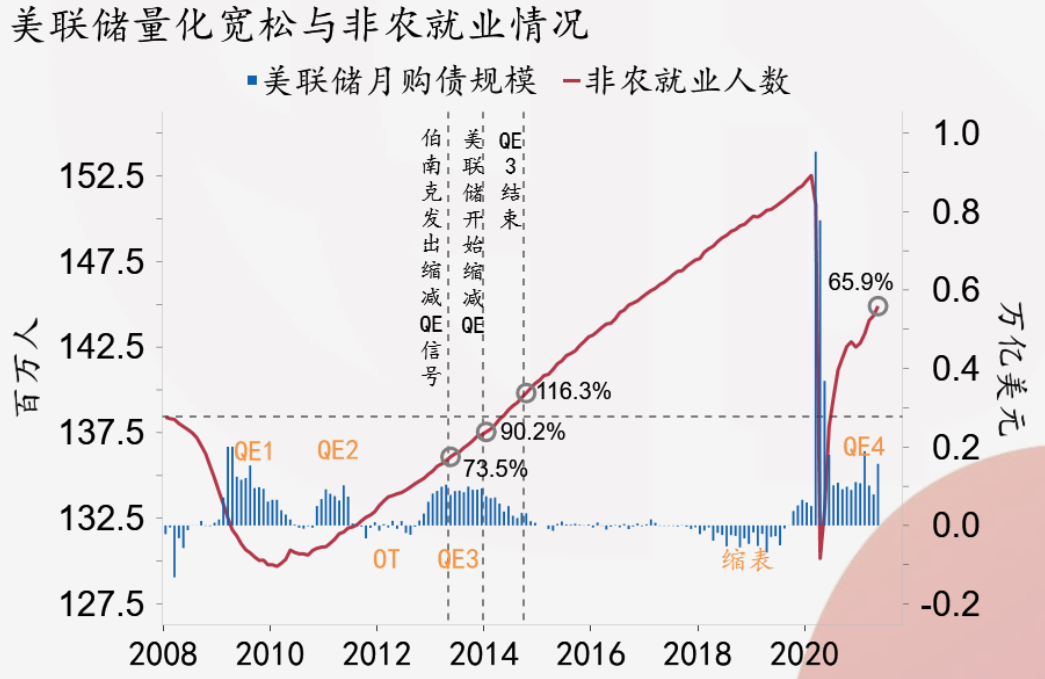
- 两大管理利率“加息”：超储利率（IOER）和隔夜逆回购利率（ON RRP）分别上调了5bp
- 开始讨论缩减购债（Taper），预计美联储将在9月后发出明确指引
- 加息预期由2023年后提前至2023年，并可能加息2-3次

美联储资产负债表稳步扩张



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

非农就业修复水平或在9月接近次贷危机后发出缩债信号时的水平



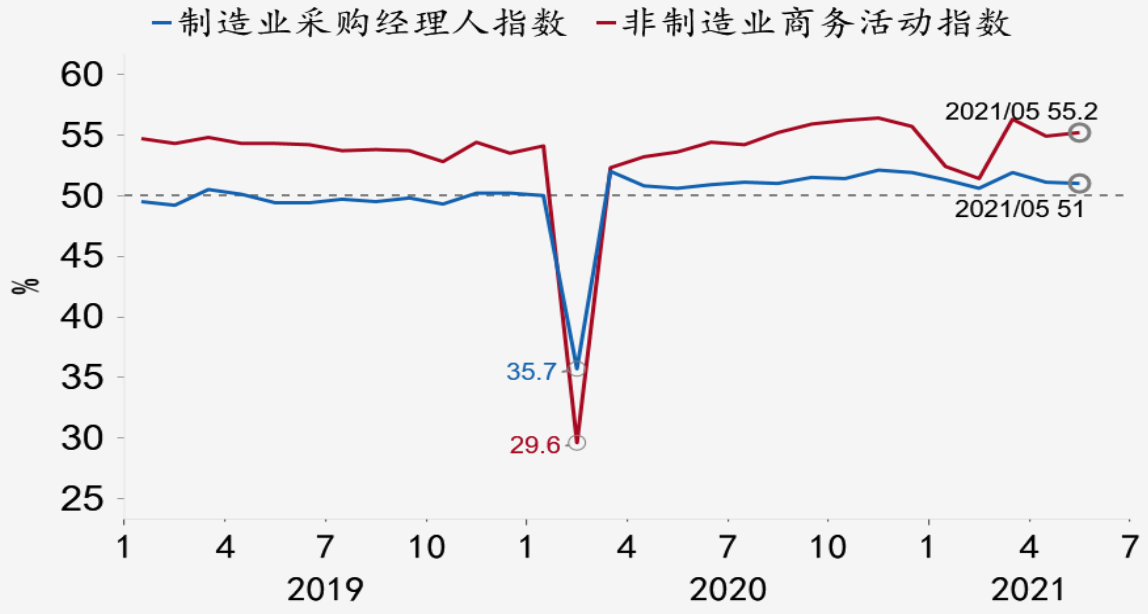
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

四、实体经济：稳固修复，增势趋缓

（一）PMI：复苏平稳，外需回落

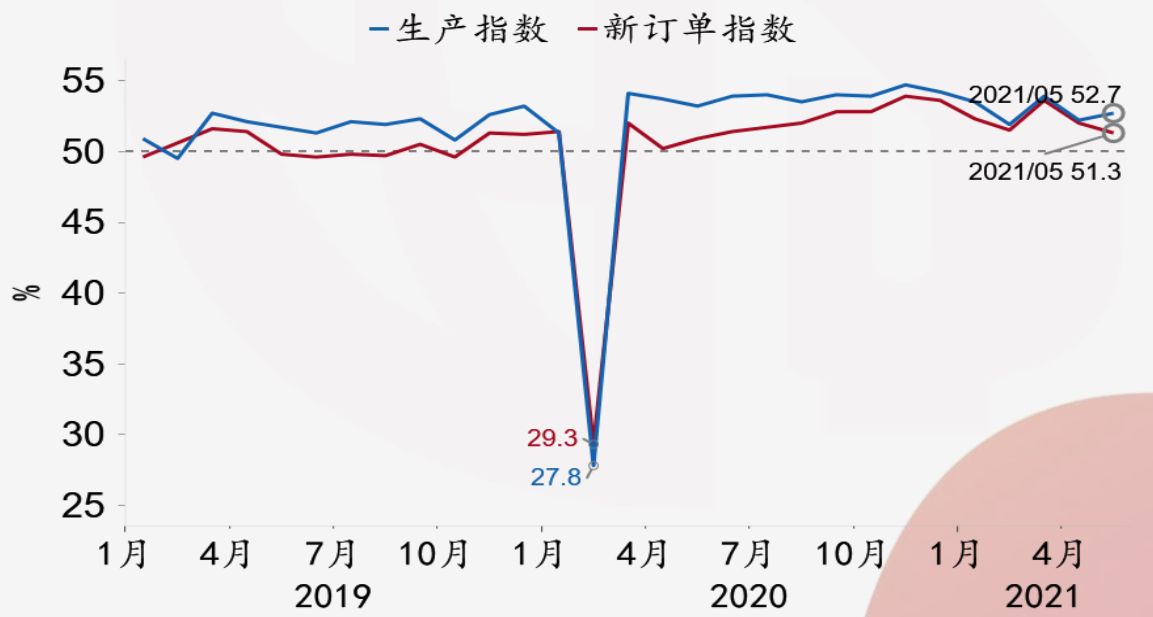
- 5月中国制造业采购经理人指数为51.0%，非制造业商务活动指数为55.2%，连续15个月处于扩张区间
- 制造业供需背离，生产指数环比上升0.5个百分点至52.7%，新订单指数继续回落0.7个百分点至51.3%
- 非制造业商务活动指数环比上涨，基建投资加速，房地产投资动能韧性十足，生产性服务业仍下滑，消费性服务业继续回升

制造业与非制造业PMI环比回落



资料来源： Macrobond、招商银行研究院

制造业出现供需背离



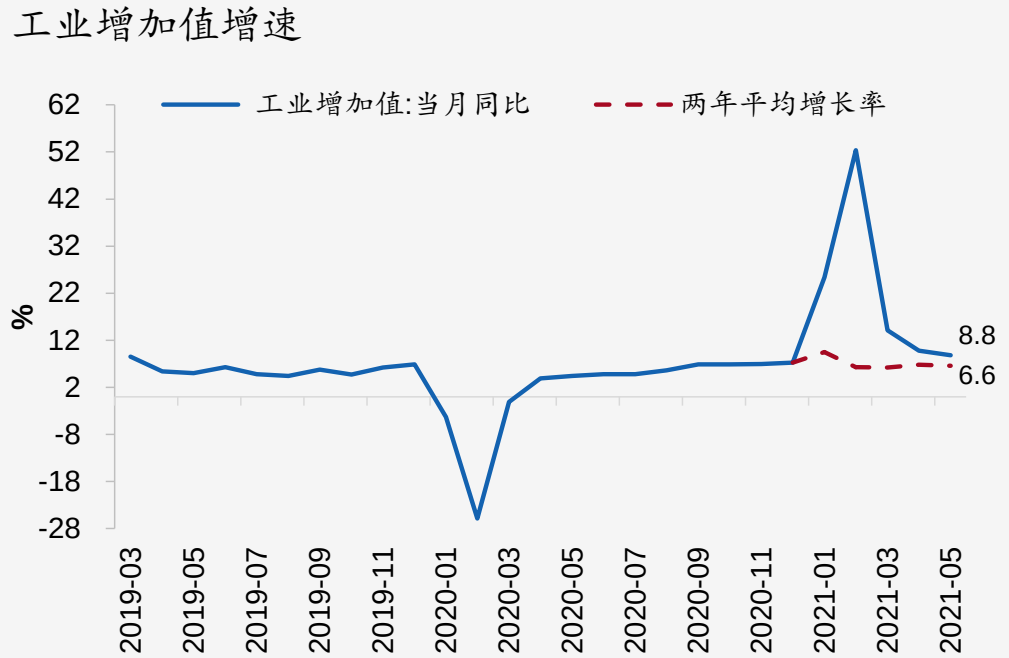
资料来源： Macrobond、招商银行研究院

四、实体经济：稳固修复，增势趋缓

（二）生产：工业增势延续，服务业稳中有升

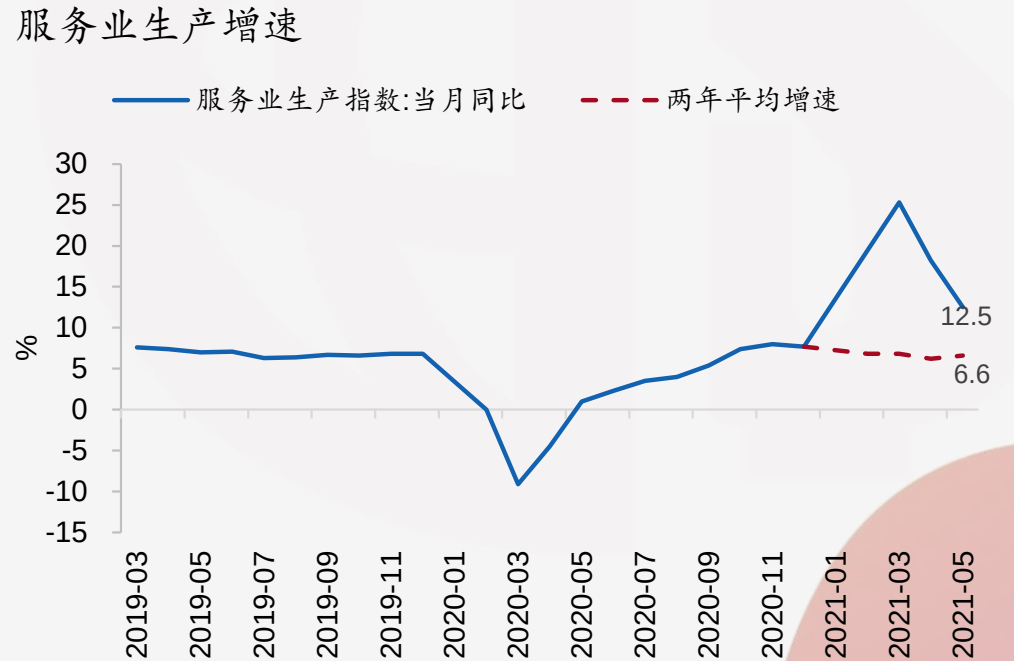
- 工业生产仍保持高增长，不过，随着经济动能趋弱及环保限产制约，未来工业增加值增速将逐渐回落至近年平均水平
- 服务业生产稳定增长，复苏前景持续向好。结构上，当前生产性服务业修复已进入尾声，经营活动指数自高位逐渐回落，生活性服务业仍处于修复之中

工业生产保持景气



资料来源：Wind、招商银行研究院

服务业生产持续恢复



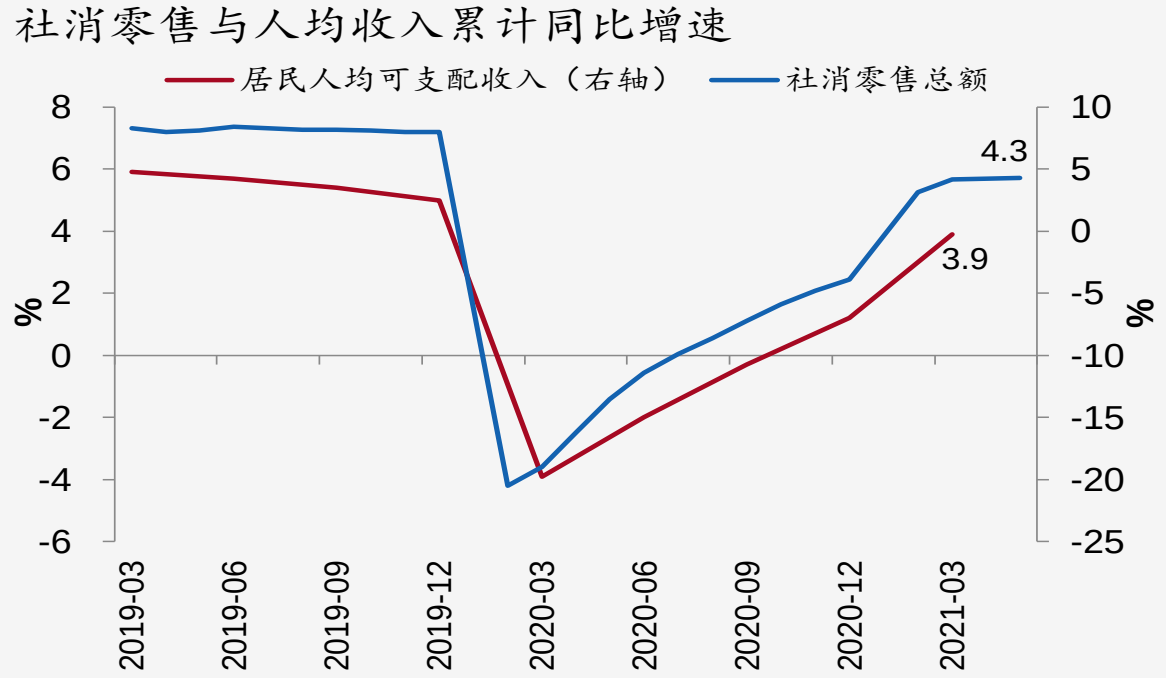
资料来源：Wind、招商银行研究院

四、实体经济：稳固修复，增势趋缓

（三）消费：修复不温不火

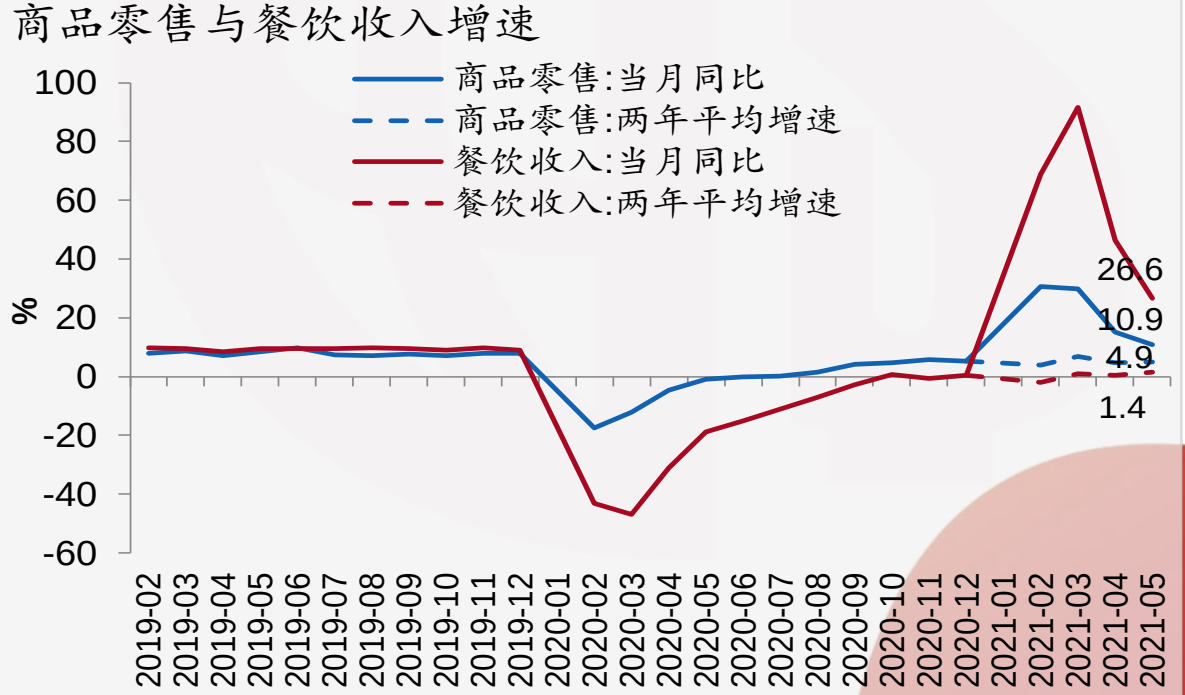
- 消费复苏动能平稳，在“五一”假期带动下，5月恢复动能边际增强。5月同比增长12.4%，环比增长0.8%，较上月上涨0.5个百分点
- 餐饮消费增长仍乏力，在假期拉动下仍低于商品消费3.5个百分点，而疫前餐饮消费年均高于商品消费0.8个百分点
- 消费修复节奏或仍将偏缓：居民收入增长分化+部分区域疫情零星爆发+居民杠杆率抬升拖累

消费修复不及预期



资料来源：Wind、招商银行研究院

餐饮消费恢复乏力



资料来源：Wind、招商银行研究院

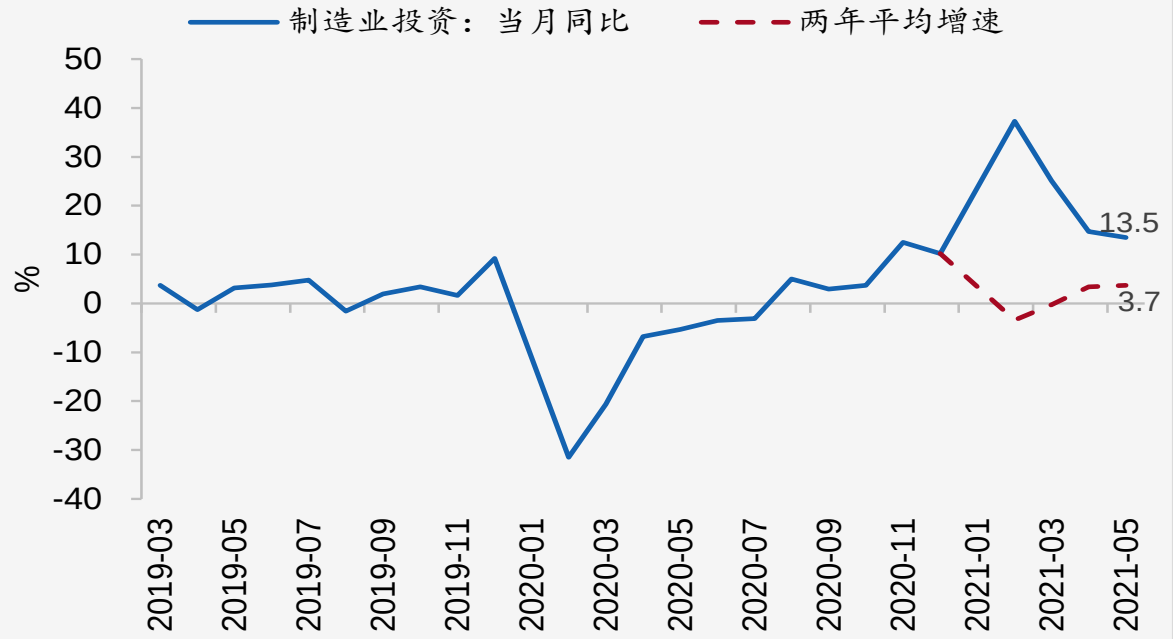
四、实体经济：稳固修复，增势趋缓

（四）投资：整体稳步增长，房地产韧性仍在

- 固定资产投资稳步增长，房地产投资将维持韧性，但政策调控效果逐步显现，制造业投资边际回升延续，基建受高基数影响回落
- 商品房销售面积两年平均增速与上月持平，销售金额小幅下滑，房地产投资保持高增速；“三条红线”政策下，竣工面积大幅增加
- 受集中供地政策出台影响，土地成交量短期仍不及往年同期，溢价率有所下滑

制造业投资增速保持回升

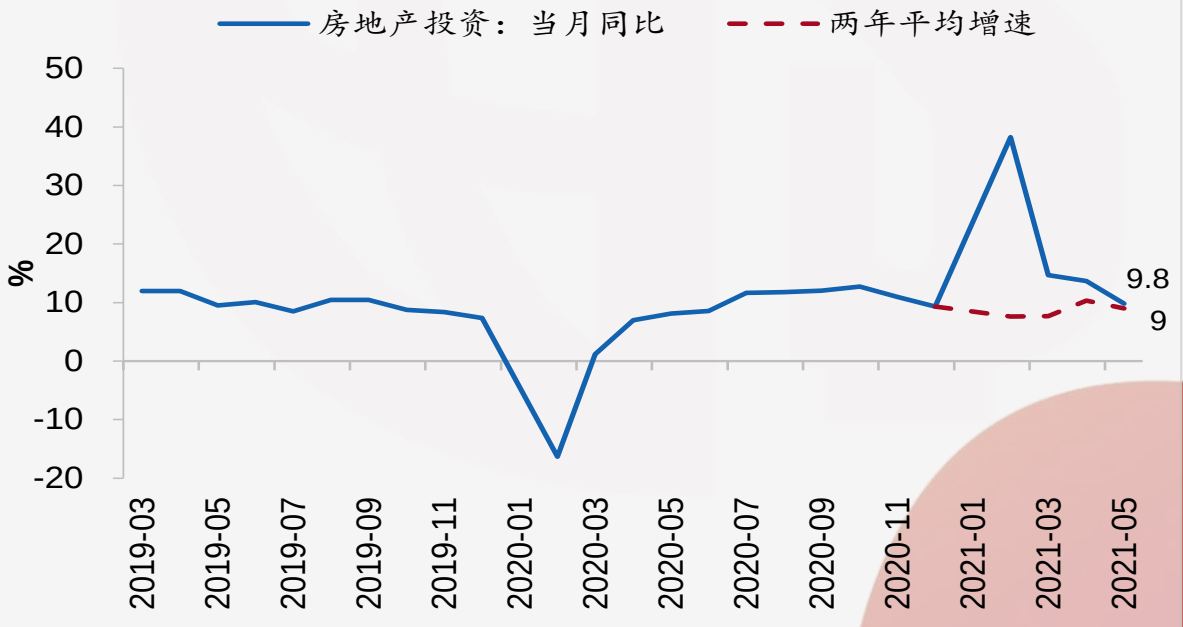
制造业投资增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

房地产投资韧性犹在

房地产投资增速



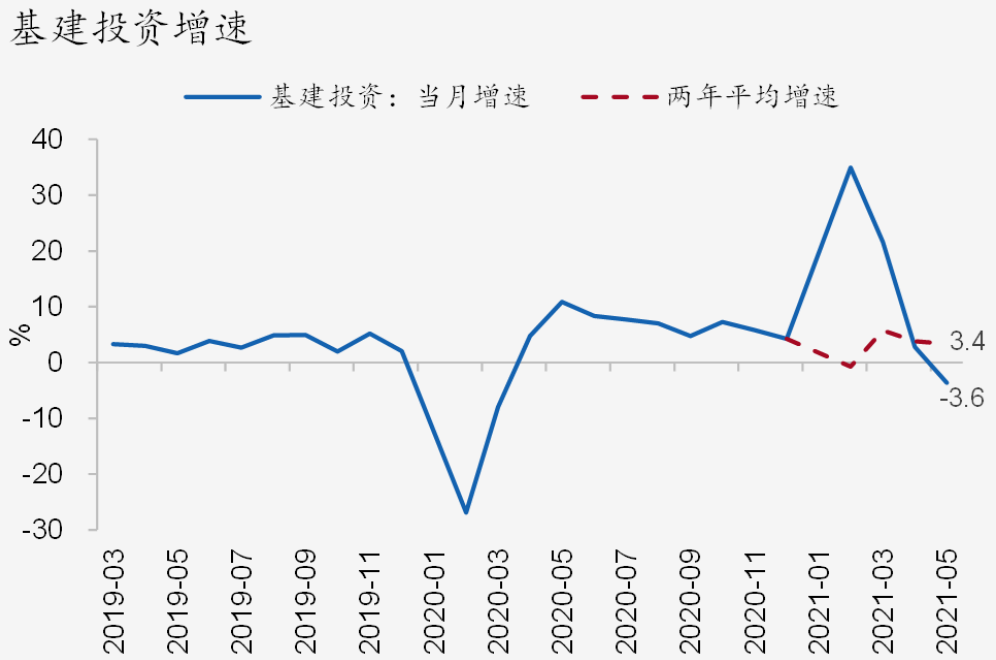
资料来源：Wind、招商银行研究院

四、实体经济：稳固修复，增势趋缓

（五）投资：基建增速回落

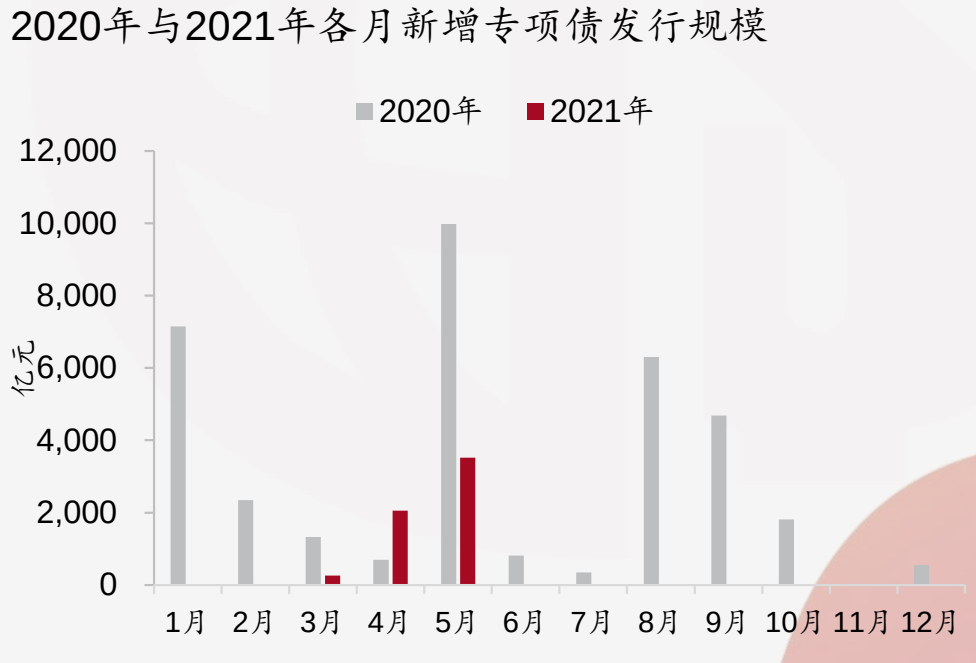
- 基建投资增速边际回落，两年平均增速为3.3%，与1-4月持平，5月当月同比增长-3.6%，两年平均增长3.4%
- 高基数是本月基建投资增速回落的主要原因
- 财政后置对基建投资的制约仍然存在

基建投资有所回落



资料来源：Wind、招商银行研究院

专项债发行节奏偏缓



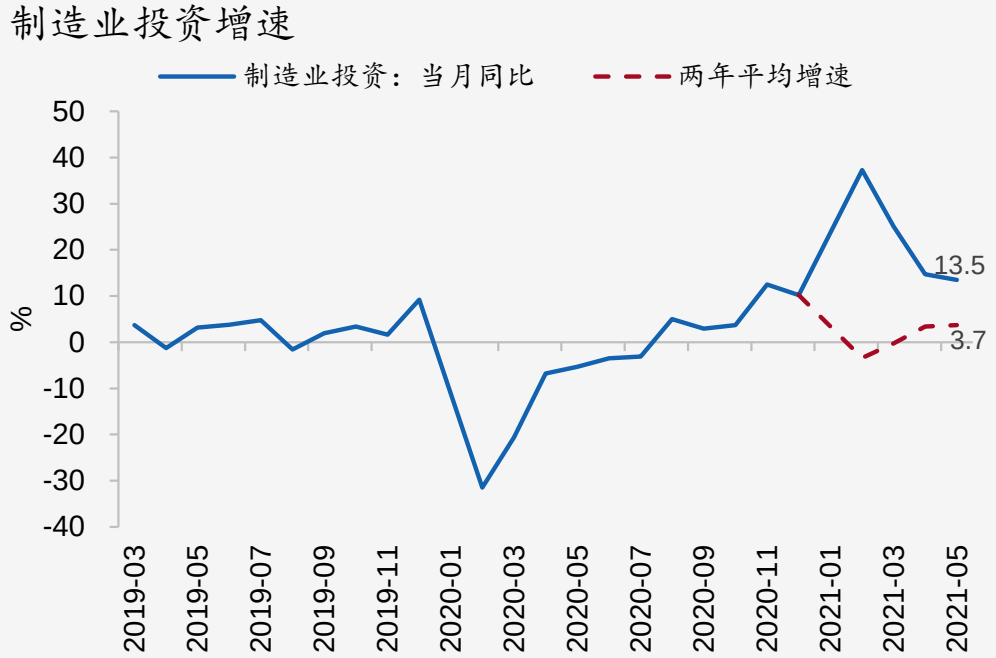
资料来源：Wind、招商银行研究院

四、实体经济：稳固修复，增势趋缓

（六）投资：制造业延续边际回升

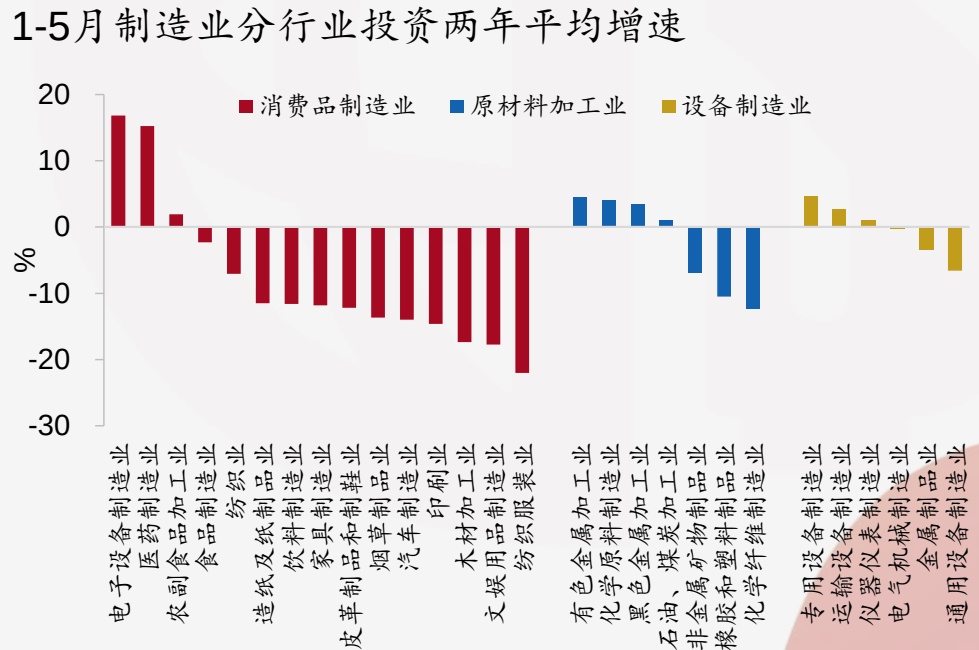
- 制造业投资增速保持回升，1-5月两年平均增速0.6%，比1-4月提升1个百分点。5月当月同比增长13.5%，两年平均增速3.7%
- 制造业投资增速上行的主要动力来自高技术产业
- 传统产业在疫情风险、消费回升缓慢、环保政策趋严等因素影响下，投资回升相对较慢

制造业投资边际回升



资料来源：Wind、招商银行研究院

多数下游行业投资未恢复至2019年水平



资料来源：Wind、招商银行研究院

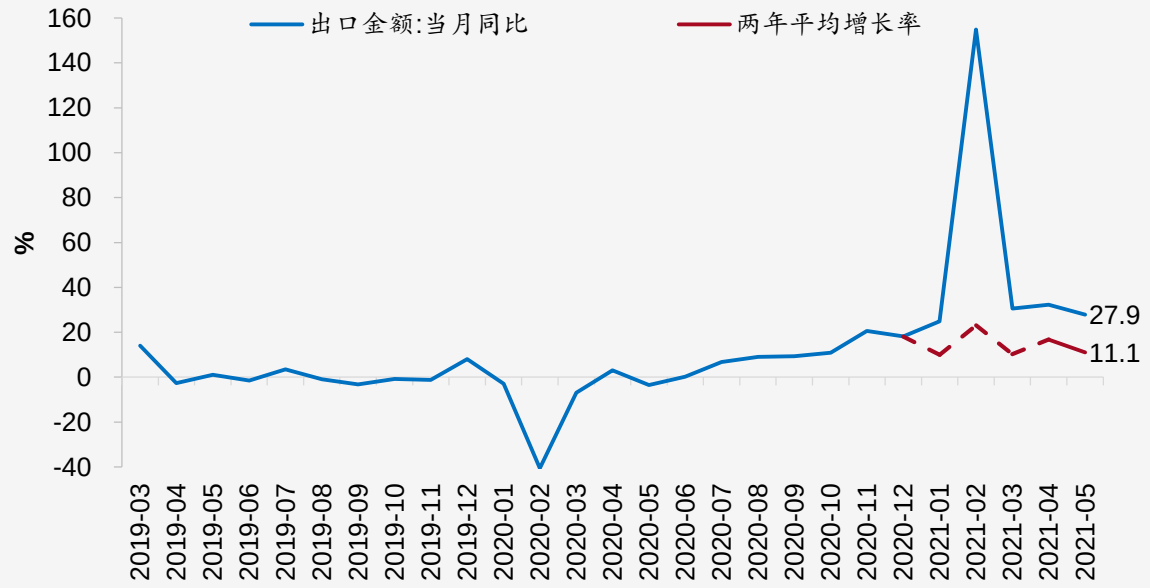
四、实体经济：稳固修复，增势趋缓

（七）贸易：出口维持韧性；进口高位上行

- 5月出口除防疫物资外仍维持韧性，受发达国家供需缺口持续处于高位的支撑，出口有望在一段时间内保持景气
- 随着海外“疫苗复苏“加速，出口结构将逐渐由防疫物资和“宅经济”向后疫情时代需求转变
- 5月进口增速高位上行，大宗商品涨价将持续主导进口金额的高增长，但后续进口整体或将呈现价升量跌的情况

出口保持强势

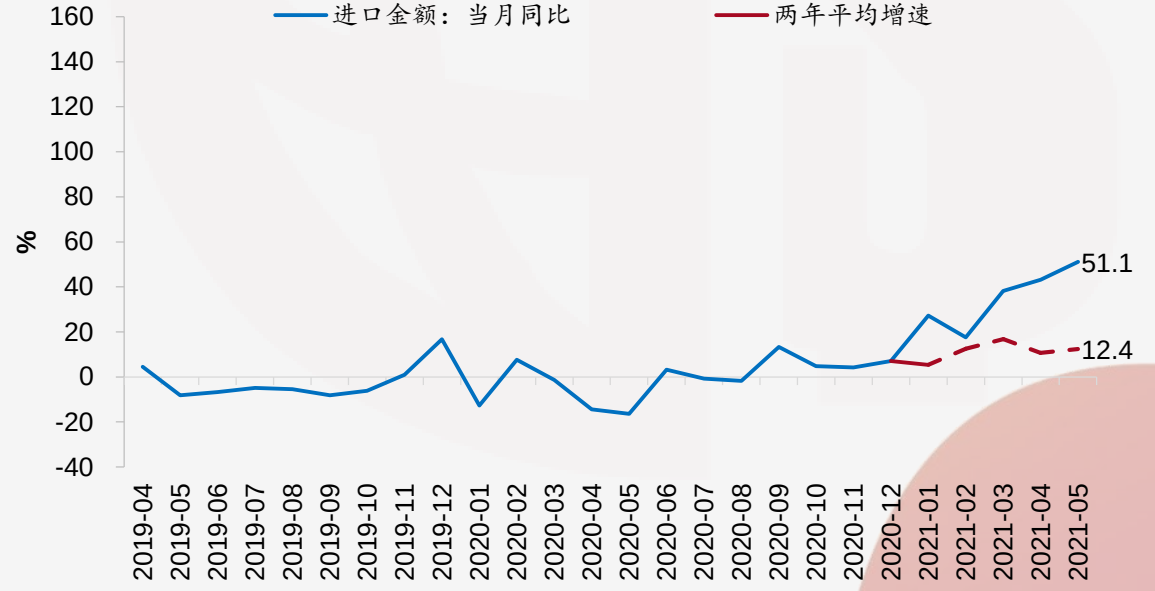
出口增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

进口增速持续回升

进口增速



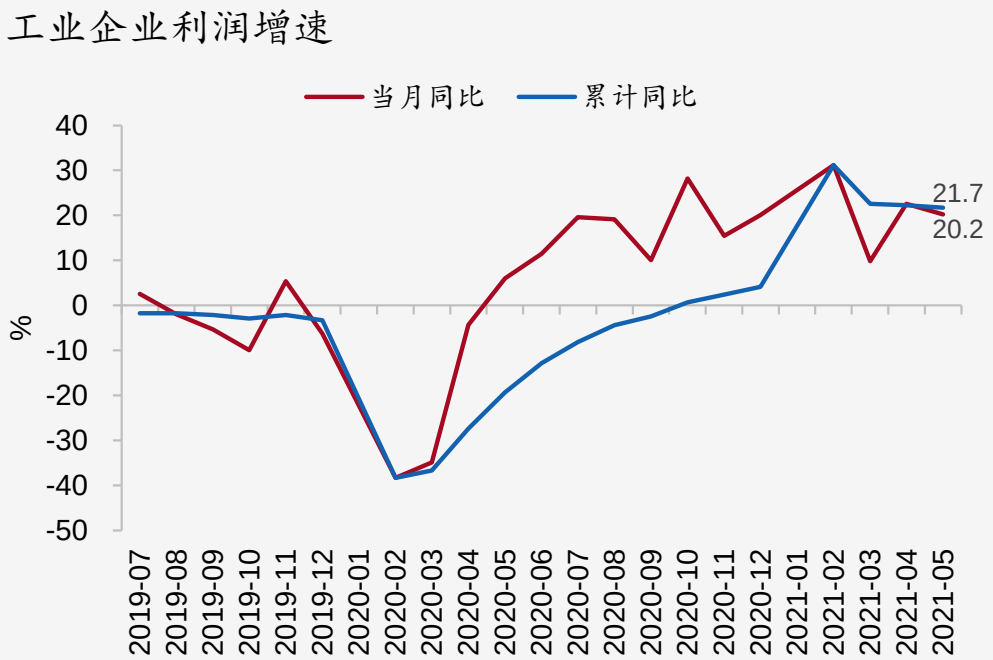
资料来源：Wind、招商银行研究院

四、实体经济：稳固修复，增势趋缓

（八）企业利润：修复持续分化

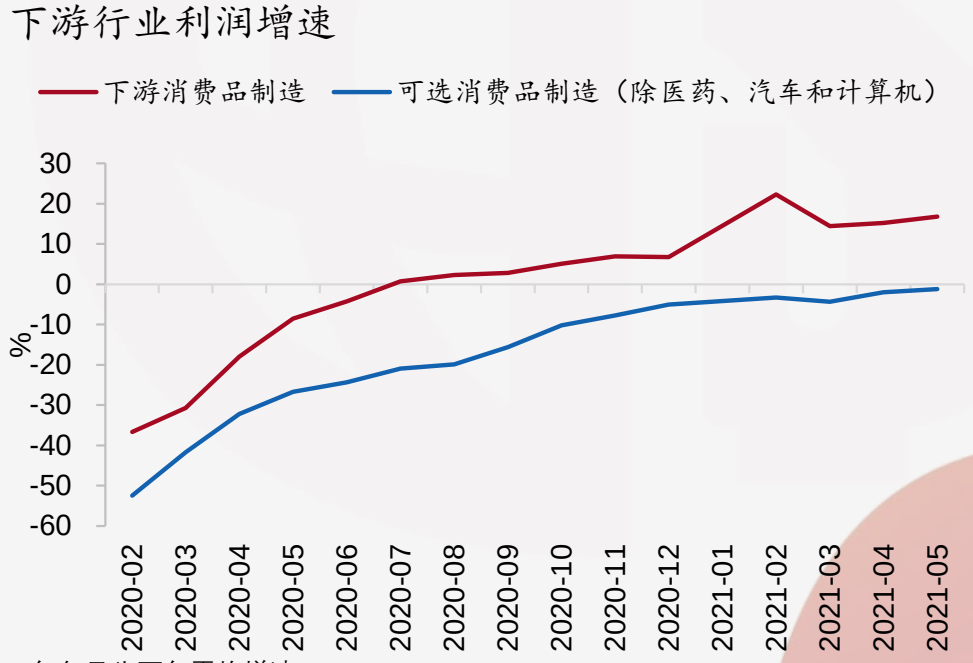
- 5月规模以上工业企业利润保持稳定恢复，从增长动力来，量增、价升、利润率高位上行，三者共同支撑利润增长势头不减
- 上中下游整体均稳步恢复，但由于原材料价格不断上涨，部分下游可选消费品制造业利润增长依旧低迷，一些中游设备类行业利润开始承压

规上工业企业利润延续增长



注：2021年各月为两年平均增速
资料来源：Wind、招商银行研究院

部分下游行业利润恢复较慢



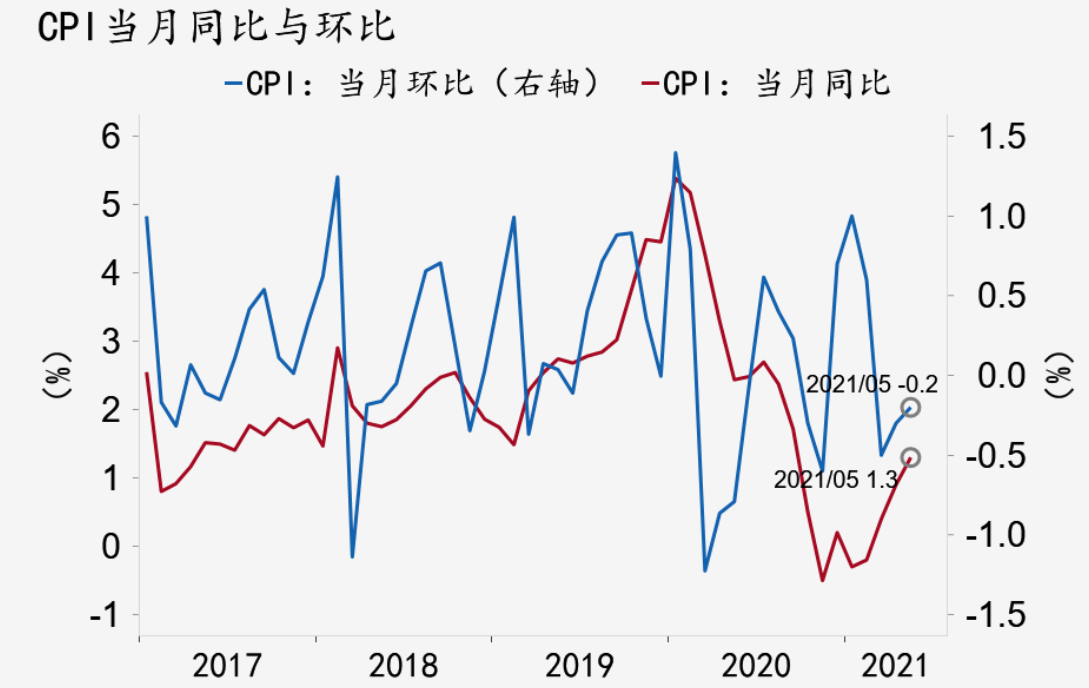
注：2021年各月为两年平均增速
资料来源：Wind、招商银行研究院

四、实体经济：稳固修复，增势趋缓

（九）物价：通胀全面上行

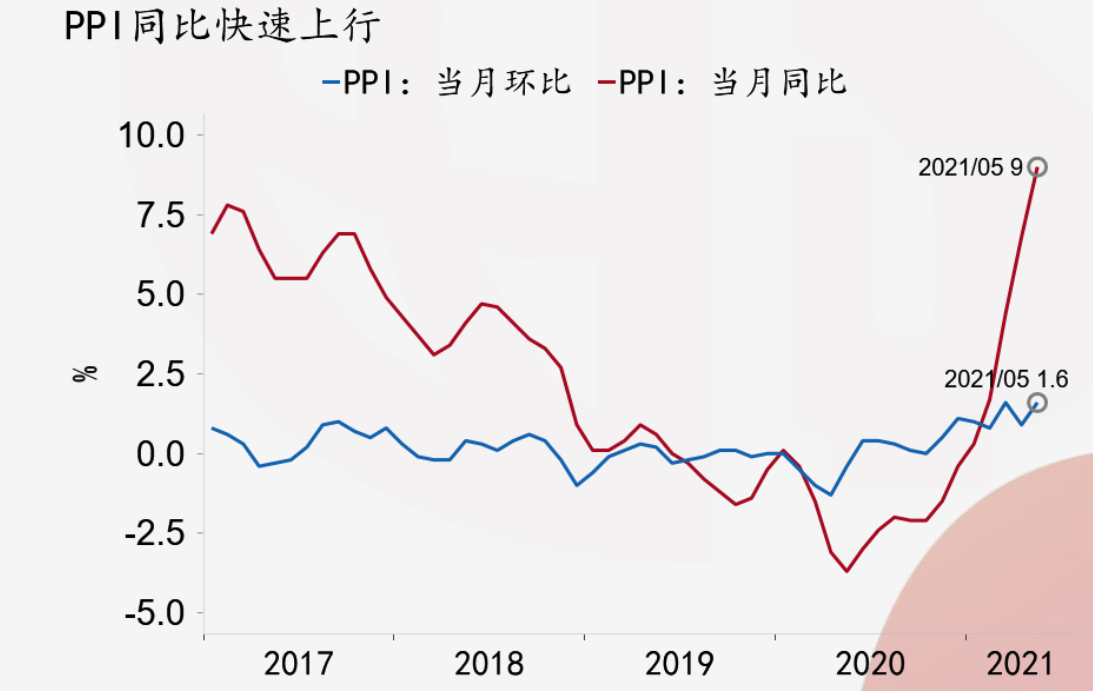
- 非食品项继续带动CPI上升；三季度，CPI将逐步下行并处于温和的通胀区间内
- 大宗商品价格普涨依旧是拉动PPI同比大幅上行的主要原因；二季度PPI同比增速或将达到全年高点
- PPI-CPI剪刀差进一步扩大，下游企业利润受到挤压

CPI同比增速大幅上行



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

PPI同比持续回升



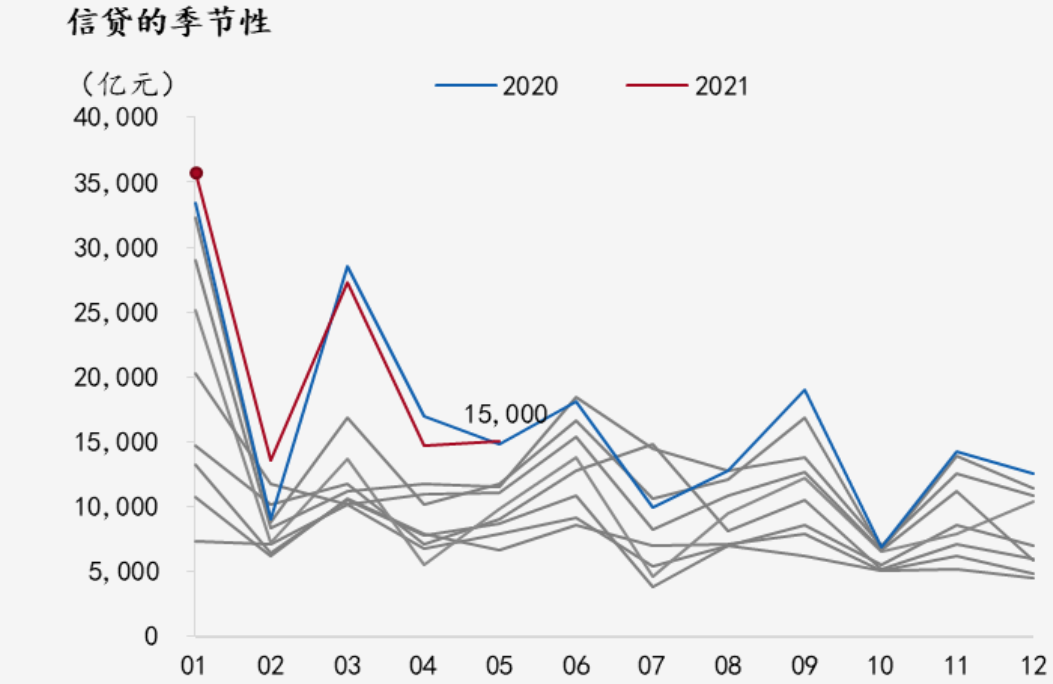
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

五、货币财政：以稳为主

（一）信贷：总量超预期，结构良好

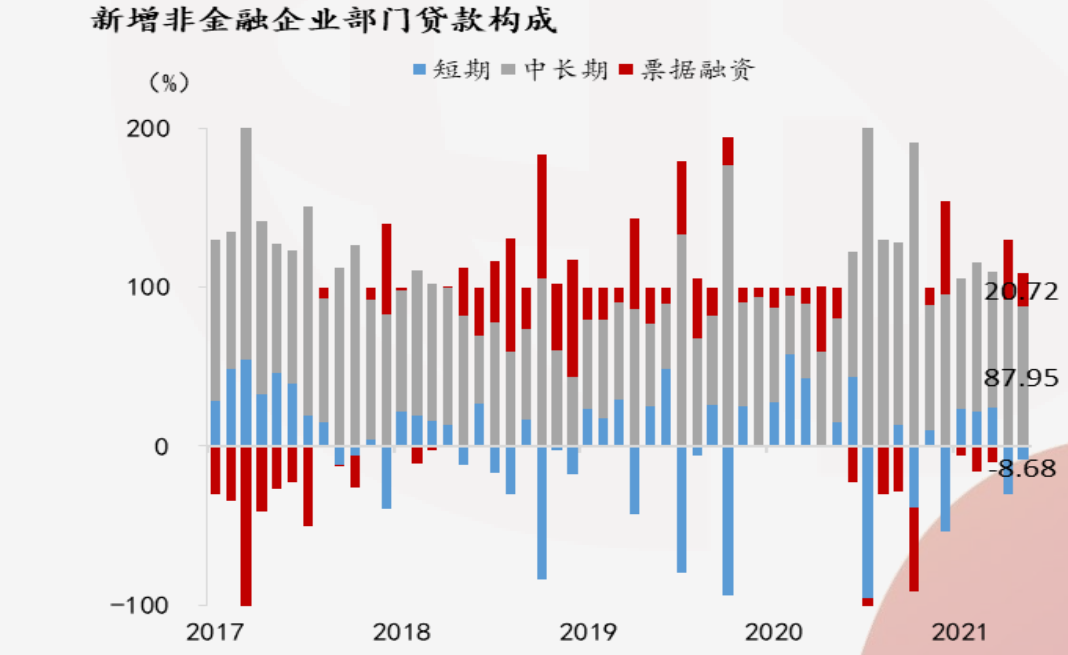
- 本月信贷表现强于历史同期，信贷投放偏向中长期
- 居民贷款在严查经营贷消费贷以及房地产政策收紧影响下有所回落，但企业中长期贷款依旧保持比较好的态势

5月信贷增量略高于去年同期水平



资料来源： Wind 、招商银行研究院

新增非金融企业贷款构成占比



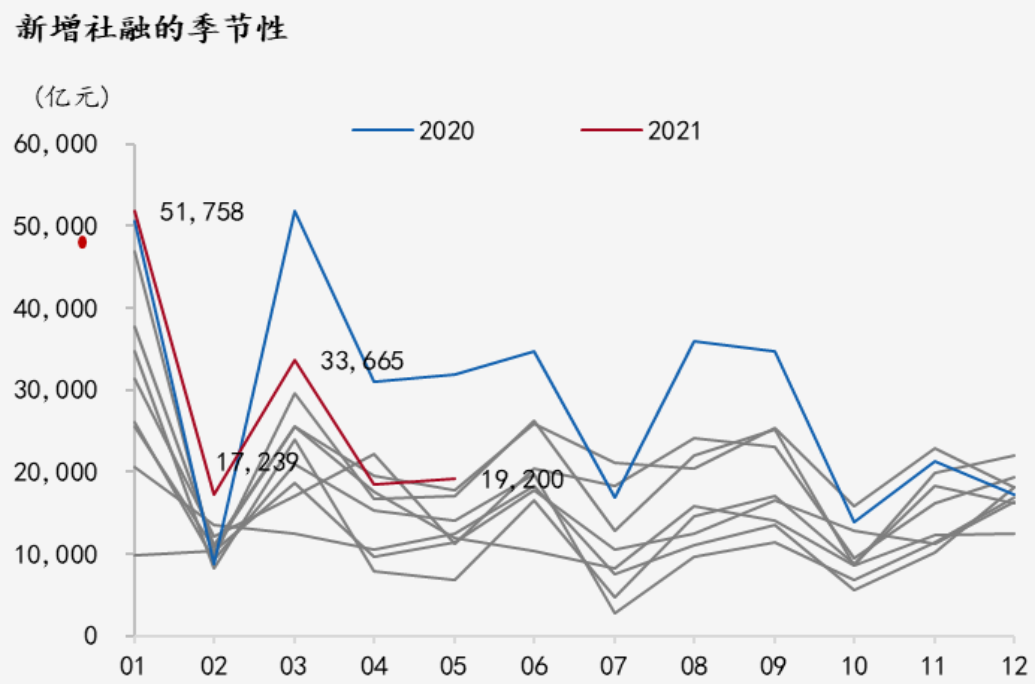
资料来源： Wind 、招商银行研究院

五、货币财政：以稳为主

（二）社融：非标收缩加剧，企业债券走弱

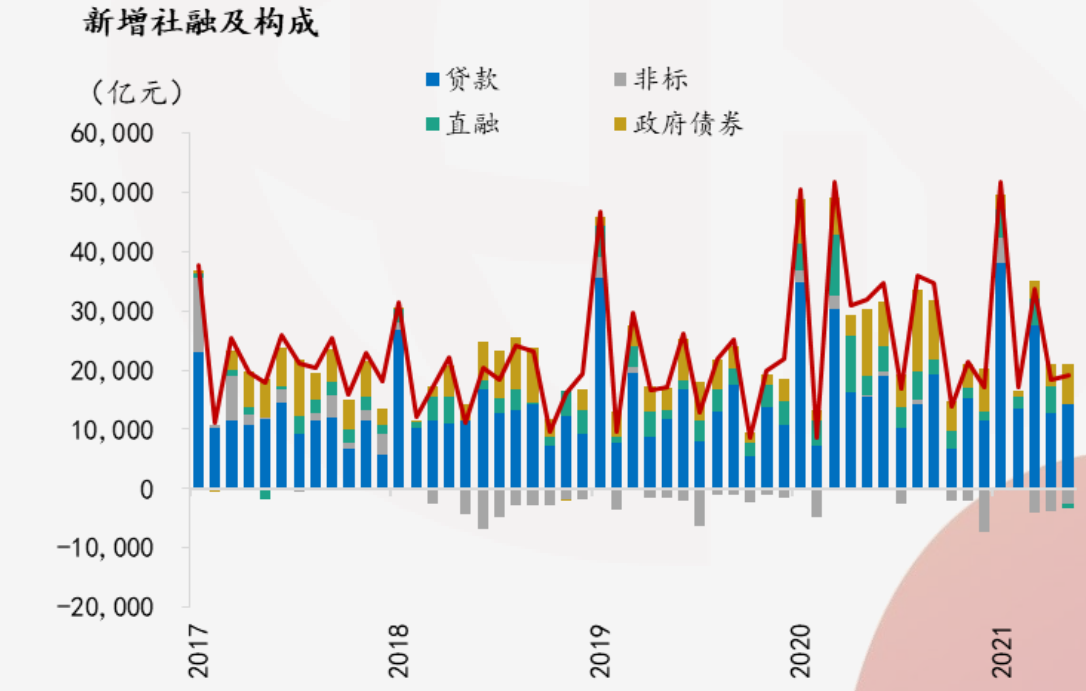
- 新增社融低于市场预期，主要受到高基数、非标压降力度加强、企业债券融资疲弱的影响
- 受资管新规的制约效应，非标融资继续压缩。城投债缩量导致企业债券融资减少，成为本月新增社融不及预期的主要原因之一

5月社融增量低于去年同期



资料来源： Wind 、招商银行研究院

新增社融及构成



资料来源： Wind 、招商银行研究院

五、货币财政：以稳为主

（三）货币和前瞻：M2-M1剪刀差扩大，社融增速下行放缓

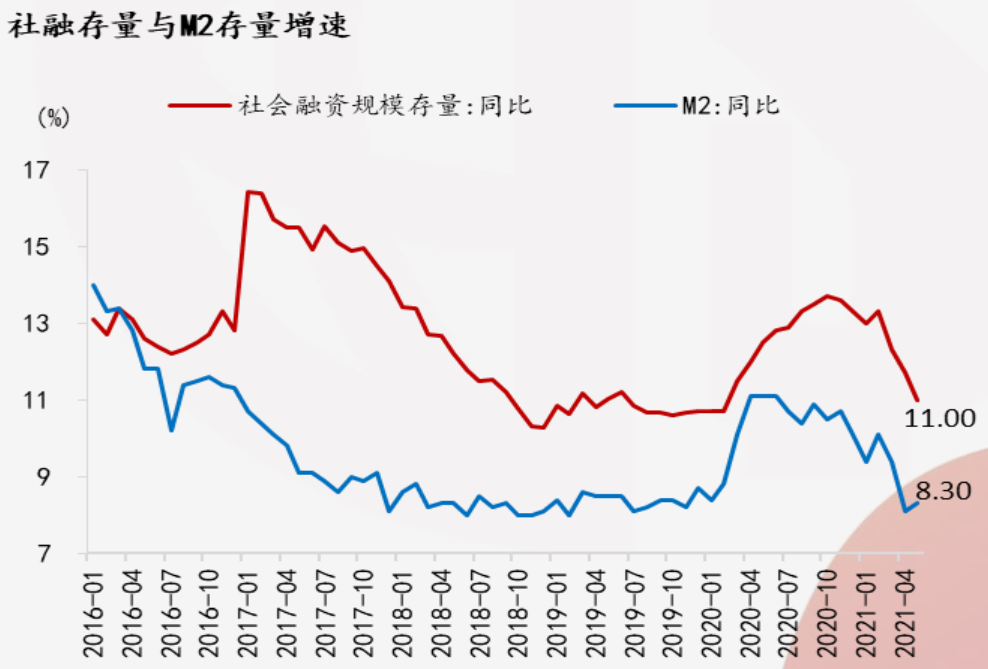
- 受当月财政支出力度加快的影响，M2同比增速高于市场预期，M1增速环比下滑，M2与M1间的剪刀差扩大
- 考虑到地方债发行滞后、企业债券疲弱和非标持续收缩的影响，我们预计下半年社融增速下行速度将有所放缓，下行空间有限
- 社融-M2剪刀差有所缩窄，预计这一剪刀差未来大概率将继续收窄，指向后续利率上行空间有限

M2-M1剪刀差有所扩大



资料来源： Wind 、招商银行研究院

社融存量与M2存量同比增速



资料来源： Wind 、招商银行研究院

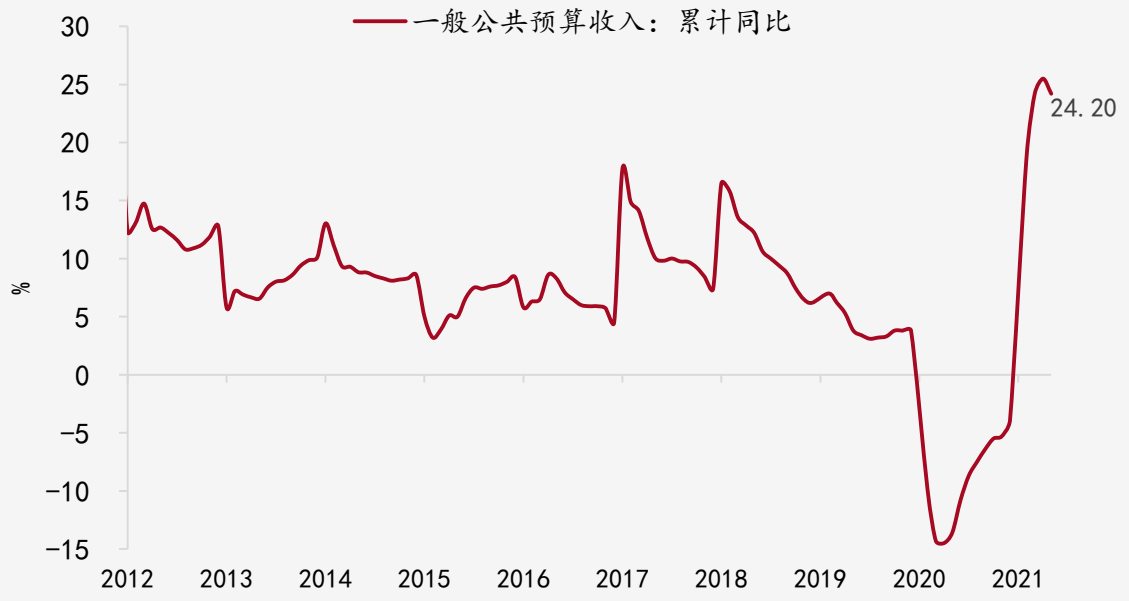
五、货币财政：以稳为主

（四）公共财政收入：保持平稳

- 1-5月全国一般公共预算收入较2019年的两年年均复合增长率为3.6%，环比基本持平，总体处于修复进程中
- 未来随着经济持续修复，财政收入有望保持稳定增长
- 经济基本面回暖带动主要税种收入增速边际回升，其中消费税改善最为显著，与消费修复动能的边际增强互为印证

公共财政收入增速边际回落

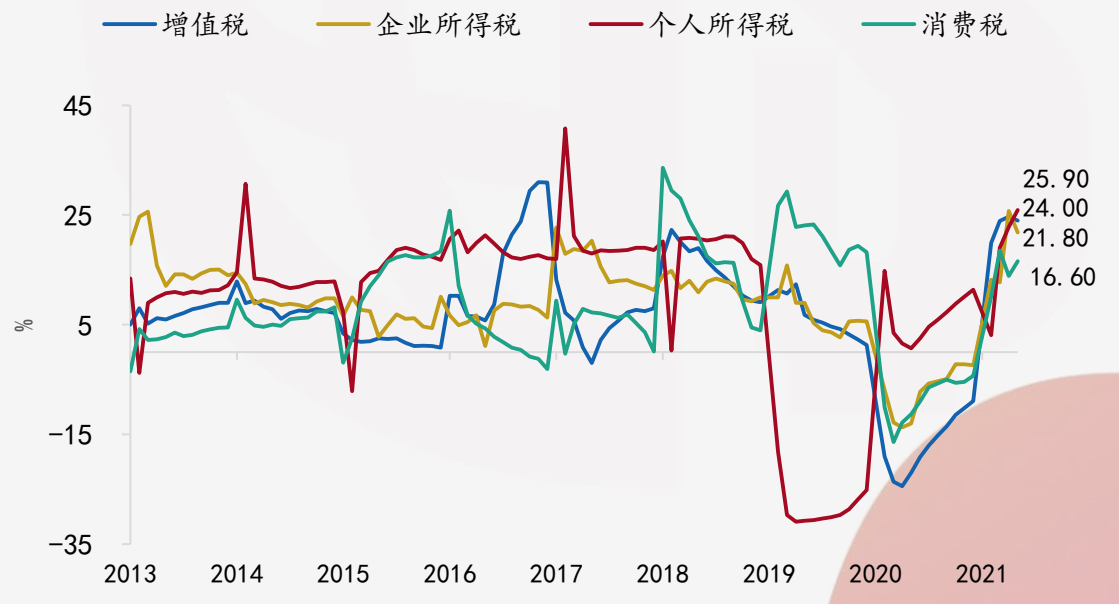
公共财政收入增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

个人所得税累计同比增速继续回升

主要税种增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

五、货币财政：以稳为主

（五）公共财政支出：增速低迷

- 1-5月全国公共财政支出两年年均复合增长率为0.3%，环比小幅回落0.2pct，5月财政支出力度边际回落
- 从支出进度来看，1-5月累计已完成总预算的37.4%，略高于2020年的36.8%，但低于2019年的38.9%
- 财政资金主要流向“三保”等重点领域：债务付息支出增速持续“领跑”各项财政支出；基建领域支出增速总体依然低迷，但部分分项呈现边际改善势头

公共财政支出增速继续回落

公共财政支出增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

社会保障和就业项支出占比最高

各项支出的增速及占比（2021年1-5月）



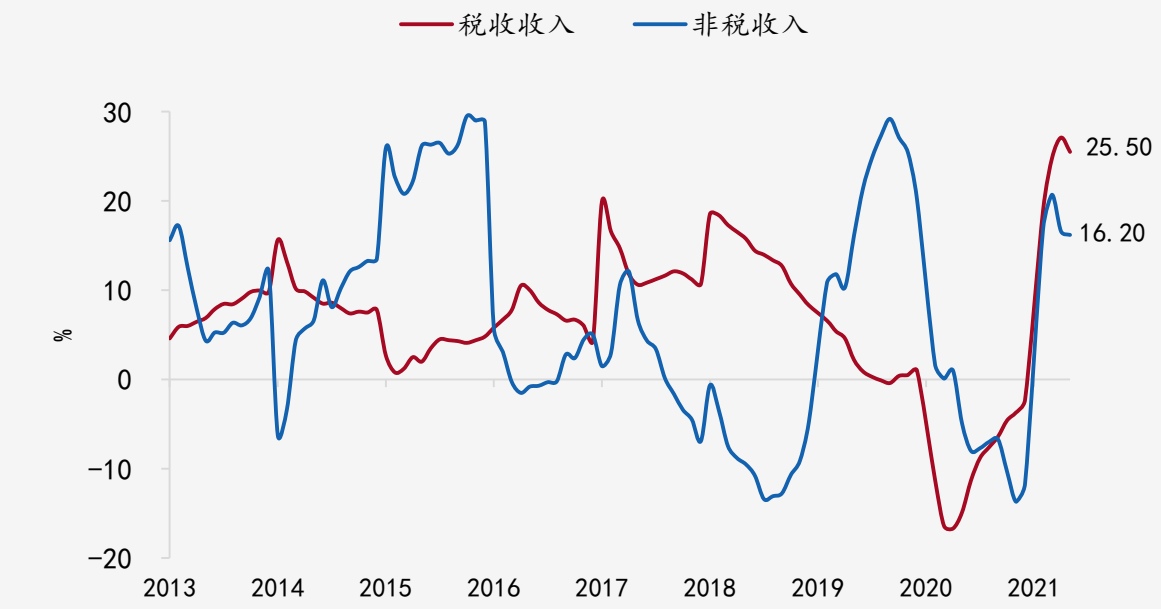
资料来源：Wind、招商银行研究院

五、货币财政：以稳为主

（六）土地出让收入和前瞻：宏观政策应加强配合

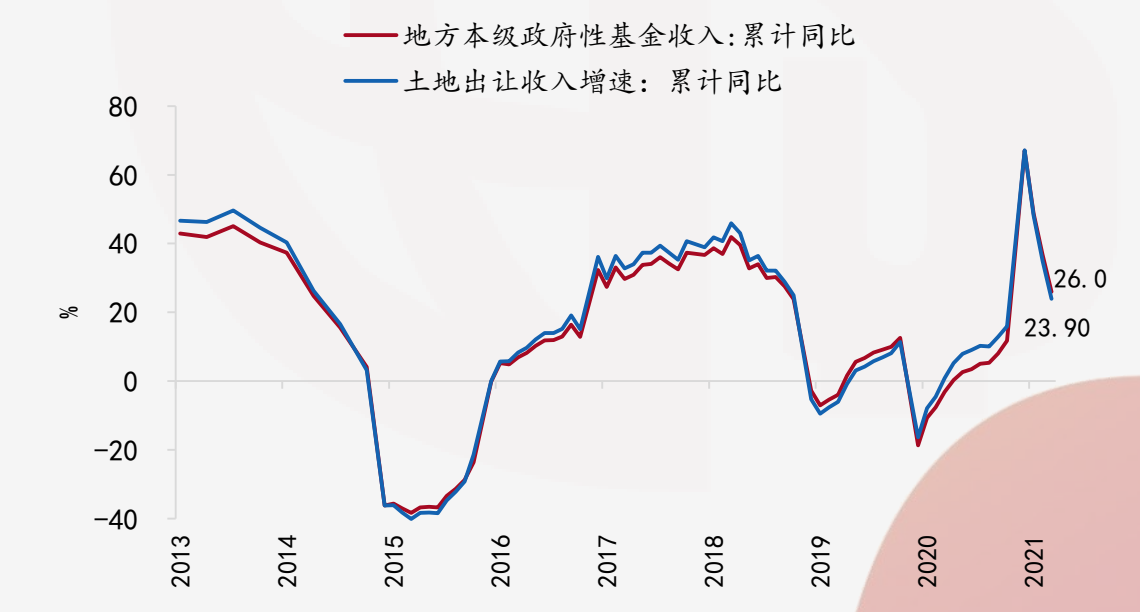
- 1-5月土地出让收入两年年均复合增长11.8%，环比-1.7pct，“房住不炒”的政策基调下，土地出让收入增长边际放缓态势延续
- 1-5月财政政策基调较为审慎；在完成全年财政预算目标的约束下，下半年政府债券发行有望逐步提速，财政支出进度亦有望加快
- **财政后置特征的影响：**一是下半年财政政策将发挥稳投资、稳增长的关键作用；二是三季度政府债券发行高峰来临将对流动性产生抽离作用，需要货币政策予以配合；三是政府债券融资对社融的拉动作用也有望明显上升，预计年内社融增速的下行空间有限

税收收入与非税收入增速均有所回落



资料来源：Wind、招商银行研究院

国有土地出让收入增速继续回落



资料来源：Wind、招商银行研究院

五、货币财政：以稳为主

（七）土地出让收入划转税务部门征收：土地财政难言终结

- 2021年6月4日，财政部就将国有土地使用权出让收入等四项政府非税收入划转税务部门征收发布公告
- **政策背景：土地财政的低透明度**
  - 公共财政收支压力加大的背景下，地方政府高度依赖土地出让收入。2020年，土地出让收入占全国政府性基金收入的比重高达90%
  - 传统的“自收自支”模式下，地方政府拥有较高的自主权，土地收支的透明度亟待提高
- **政策实质：地方财政规范化**
  - 此次划转仅涉及征缴方式的调整，并不涉及资金分配、预算科目调整，土地收入仍属于地方财政范畴
  - 土地收支有望更加规范化，且对于部分虚增土地收入幅度较大的地区，政府性基金收入或将实现“瘦身”
  - 本次政策将先试点后推开，需关注各试点城市采取的征缴流程是否一致、各地方政府在征缴环节所施加的影响大小
- **政策影响：三个维度**
  - 此次政策并非土地财政的终结，而是顺应税负部门征收非税的大势，有助于提高预算管理的效率、防范地方财政风险
  - 部分城投公司“加杠杆”行为将受到限制，从而实现化解地方政府隐性债务风险，推动广义政府杠杆率下降的政策目标
  - 对房地产市场短期影响有限；长期来看，将实现房地产市场上游源头的统一调控，厘清行业相关财政收入，成为房地产改革的一环

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行 CHINA MERCHANTS BANK | 研究院 Institute

地址：广东省深圳市深南大道7088号

邮箱：zsyhyjy@cmbchina.com

联系方式

扫码关注

专 业 / 开 放 / 创 新