

# 宏观信用观察

(二零二一年一季报)

## 经济修复速度放缓 增长结构有所改善

主要经济指标

单位：%

| 指标名称          | 2018年 | 2019年 | 2020年  | 2021年一季度<br>(括号内为两年平均增速) |
|---------------|-------|-------|--------|--------------------------|
| GDP (万亿元)     | 91.93 | 98.65 | 101.60 | 24.93                    |
| GDP 增速        | 6.75  | 6.00  | 2.30   | 18.30 (5.00)             |
| 规模以上工业增加值增速   | 6.20  | 5.70  | 2.80   | 24.50 (6.80)             |
| 固定资产投资增速      | 5.90  | 5.40  | 2.90   | 25.60 (2.90)             |
| 社会消费品零售总额增速   | 8.98  | 8.00  | -3.90  | 33.90 (4.20)             |
| 出口增速          | 7.10  | 5.02  | 4.02   | 38.70                    |
| 进口增速          | 12.90 | 1.68  | -0.40  | 19.30                    |
| CPI 增速        | 2.10  | 2.90  | 2.50   | 0.00                     |
| PPI 增速        | 3.50  | -0.30 | -1.80  | 2.10                     |
| 城镇失业率         | 4.90  | 5.20  | 5.20   | 5.30                     |
| 全国居民人均可支配收入增速 | 5.60  | 5.80  | 2.10   | 13.70 (4.53)             |
| 公共财政收入增速      | 6.20  | 3.80  | -3.90  | 24.20                    |
| 公共财政支出增速      | 8.70  | 8.10  | 2.80   | 6.20                     |

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价；3. 增速均为累计同比增长，GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，指标值为期末数。

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

- 2021 年一季度国内生产总值为 24.93 万亿元，同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，经济修复有所放缓。三大需求中消费拉动作用显著提升，经济增长动能有所增强，增长结构有所改善。
- 一季度规模以上工业增加值同比增速两年平均增长恢复至近几年同期正常水平，工业生产恢复良好；制造业 PMI 整体走势较为平稳。
- 截至一季末，社融存量同比增速延续上年 11 月以来的下行趋势，信用扩张放缓；新增信贷创历史新高，实体经济融资需求旺盛。
- 分区域来看，一季度各省份经济增速均实现两位数增长，物价及财政表现出较大的区域差异性。
- 分行业来看，一季度上游油价持续上行，煤炭价格持续走低；中游钢材价格逐月上行，水泥价格呈“V”形；下游房地产、汽车销售表现良好。
- 二季度财政政策将继续提质增效，提高直达资金管理水平和；货币政策保持宏观杠杆稳定，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。
- 预计二季度经济继续稳健修复。消费有望持续温和复苏；固定资产投资内部结构有望优化；国内外需求持续修复，外贸有望继续保持强势。

联合资信宏观研究部

刘 艳 [liuyan@lhratings.com](mailto:liuyan@lhratings.com) 010-85172818-8092

王信鑫 [wangxx@lhratings.com](mailto:wangxx@lhratings.com) 010-85172818-8106

吴 玥 [wuyue@lhratings.com](mailto:wuyue@lhratings.com) 010-85172818-8118



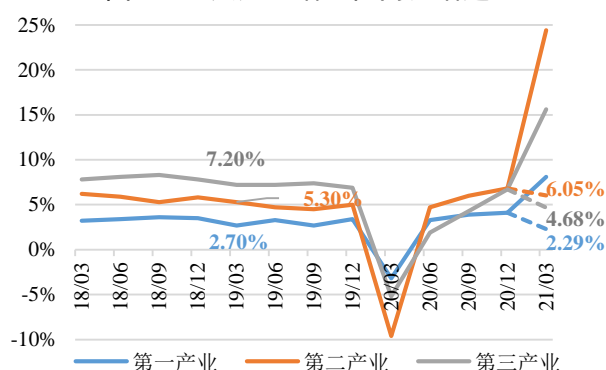
## 一、宏观经济运行回顾

2021 年一季度，我国经济修复有所放缓，主要是由于疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，第二产业恢复最快，第三产业相较疫前仍有较大差距。三大需求中消费拉动作用显著提升，投资拉动垫底，净出口创近几年新高，经济增长动能有所增强，经济结构进一步改善。生产方面，2021 年一季度全国规模以上工业增加值两年平均增速<sup>1</sup>已基本达到近几年同期正常水平，工业生产恢复良好；一季度制造业 PMI 剔除季节性因素后整体走势较为平稳，3 月制造业景气回升。需求方面，2021 年一季度，固定资产投资继续修复，其中房地产投资支撑有力，3 月基建和制造业投资边际增强，但制造业投资仍处于收缩区间；消费市场加快复苏，延续上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小，3 月餐饮收入有所改善；一季度外贸实现开门红，外需继续支撑我国出口高增长，供需扩张带动 3 月进口走强。

### 1. 经济修复放缓，消费拉动作用提升

2021 年一季度，我国国内生产总值 24.93 万亿元，按可比价格计算，同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平；环比增长 0.60%，显著低于 2016-2019 年一季度 GDP 环比增速平均水平（1.78%），两年平均增长与环比数据均说明**一季度经济修复有所放缓**。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%<sup>2</sup>，已经接近疫情前正常水平（5-6%左右），第二产业恢复情况良好；而一、三产业仍未回到疫情前水平，其中第一产业增加值增速略微低于疫前正常水平；而第三产业的恢复空间仍然较大，主要是年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

图 1：三大产业增加值同比增速



注：图中虚线代表两年平均增速，下同

表 1：三大产业增加值同比增速（单位：%）

| 产业   | 2021 年一季度 | 两年平均增长 | 2019 年一季度 |
|------|-----------|--------|-----------|
| 第一产业 | 8.10      | 2.29   | 2.70      |
| 第二产业 | 24.40     | 6.05   | 5.30      |
| 第三产业 | 15.60     | 4.68   | 7.20      |

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

<sup>1</sup>为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

<sup>2</sup> 三大产业增加值增速均为不变价增速，下同。

从三大需求对 GDP 的拉动来看，消费的拉动作用明显提升，投资拉动垫底，净出口创 2007 年以来的新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度，消费重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对经济的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平；投资对经济拉动作用最弱，改变了 2020 年以来主要靠投资拉动的经济增长模式；货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

图 2：GDP 及三大需求的拉动情况

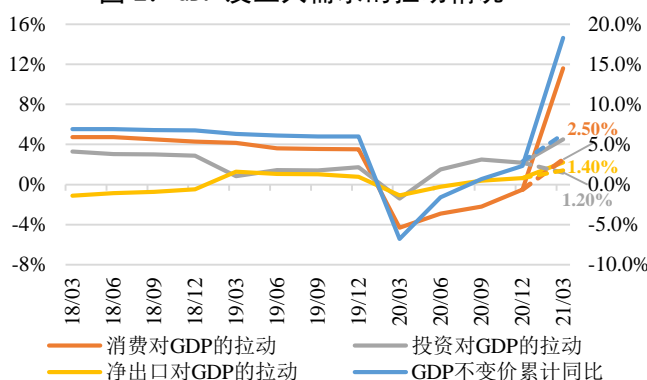


表 2：GDP 及三大需求的拉动情况（单位：%）

| 三大需求 | 2021 年一季度 | 两年平均增长 | 2019 年一季度 |
|------|-----------|--------|-----------|
| 消费   | 11.60     | 2.50   | 4.16      |
| 投资   | 4.50      | 1.20   | 0.84      |
| 净出口  | 2.20      | 1.40   | 1.29      |

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

## 2. 工业生产良好，多数行业持续恢复

2021 年一季度，全国规模以上工业增加值同比增长 24.50%，两年平均增长 6.80%，与近几年同期正常水平相近，工业生产恢复良好。其中，3 月规模以上工业增加值同比增长 14.10%，两年平均增长 6.23%，较上月两年平均增速（6.27%）小幅收窄；环比增长 0.60%，也较上月（0.69%）小幅收窄，3 月工业生产小幅回落。分三大门类看，制造业增长最快，两年平均增长接近疫情前正常水平，继续发挥支撑工业稳定增长的重要作用；采矿业两年平均增长高于 2019 年同期水平；而电力、热力、燃气及水生产和供应业两年平均增长仍低于疫情前正常水平。

图 3：工业增加值累计同比增速

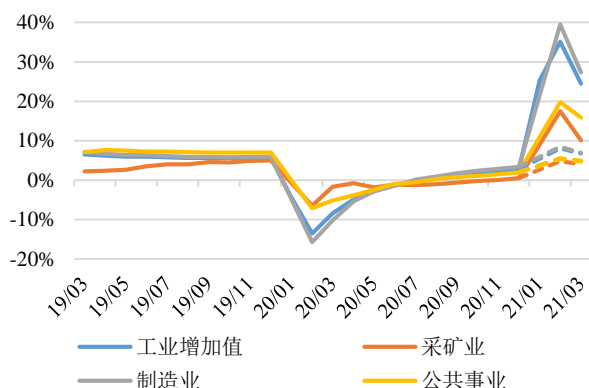


表 3：三大门类工业增加值增速（单位：%）

| 三大门类 | 2021 年一季度 | 两年平均增长 | 2019 年一季度 |
|------|-----------|--------|-----------|
| 采矿业  | 10.10     | 4.03   | 2.20      |
| 制造业  | 27.30     | 6.92   | 7.20      |
| 公用事业 | 15.90     | 4.82   | 7.10      |

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

从行业来看，多数行业持续恢复。一季度，41 个大类行业中有 40 个行业规模以上工业增加值实现同比增长，其中有 35 个行业实现两位数增长，13 个行业增速超过 30%。从规模以上工业增加值两年平均增速看，有 34 个行业增长，行业增长个数较 1-2 月增加 3 个。**装备和高技术产业增势强劲**，二者两年平均分别增长 9.70%、12.30%。从产品产量看，新能源汽车，工业机器人，挖掘、铲土运输机械，微型计算机设备，集成电路两年平均增速均超过 19%，主要是受外需以及出口带动。

**企业效益明显改善**。一季度全国工业产能利用率为 77.2%，创 2013 年以来同期的最高值，企业设备闲置的成本压力有所缓解；1-2 月规模以上工业企业的利润同比实现大幅增长，延续上年以来的增长势头。

图 4：工业产能利用率

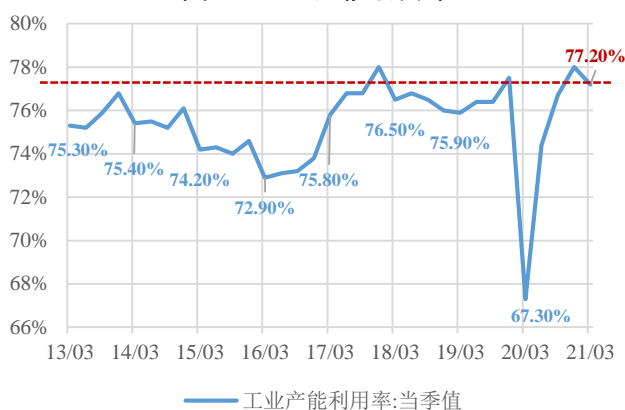
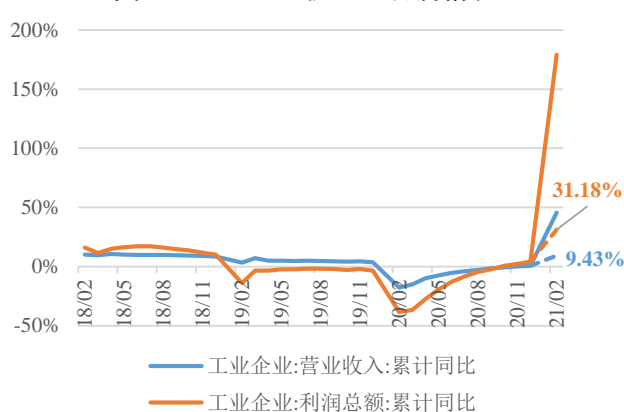


图 5：工业企业收入、利润情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

**服务业生产持续改善**。2021 年一季度全国服务业生产指数同比增长 29.20%，两年平均增长 6.81%，接近疫情前水平。其中 3 月当月两年平均增长与 1-2 月两年平均增速持平，但是由于 2019 年 3 月基数较高，实际上 3 月服务业生产有所加强。1-2 月规模以上服务业企业营业收入同比增长 37.80%，两年平均增长 9.99%，也接近疫情前的水平；规模以上服务业企业利润总额同比由负转正，10 个行业盈利均较上年同期有所改善。

图 6：服务业生产情况

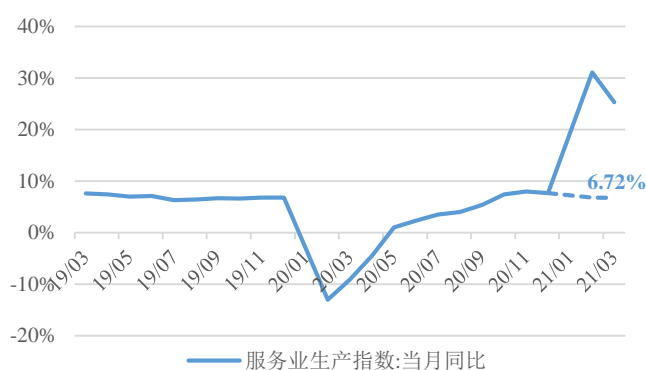
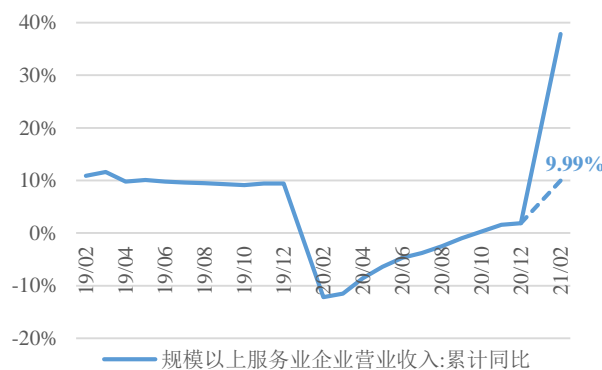


图 7：服务业企业营业收入情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理



### 3. 投资持续恢复，基建、制造业投资边际增强

**固定资产投资继续修复。**2021 年一季度，全国固定资产投资 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，较 1-2 月两年平均增速（1.70%）有所加快，与疫情前正常水平差距较大。3 月固定资产投资两年平均增长 3.98%，较 1-2 月两年平均增速（0.96%）有较大提升，说明固定资产投资在加速修复中。

图 8：固定资产投资累计同比增速

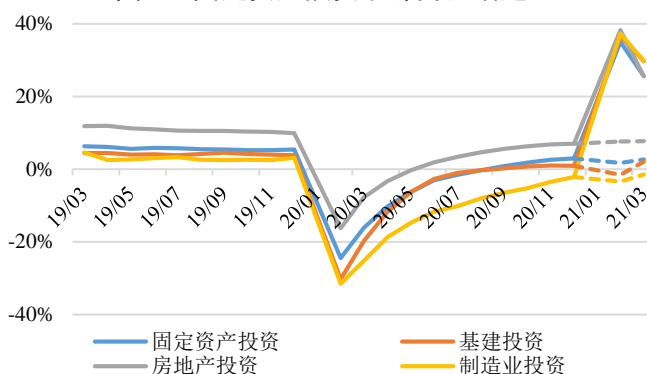


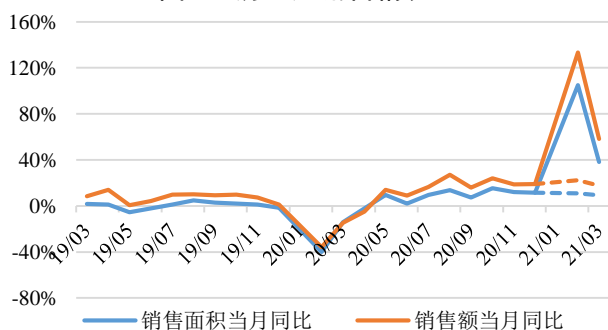
表 4：三大领域投资增速（单位：%）

| 三大领域 | 2021 年一季度 | 两年平均增长 | 2019 年一季度 |
|------|-----------|--------|-----------|
| 房地产  | 25.60     | 7.67   | 11.80     |
| 基建   | 29.70     | 2.05   | 4.40      |
| 制造业  | 29.80     | -1.47  | 4.60      |

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

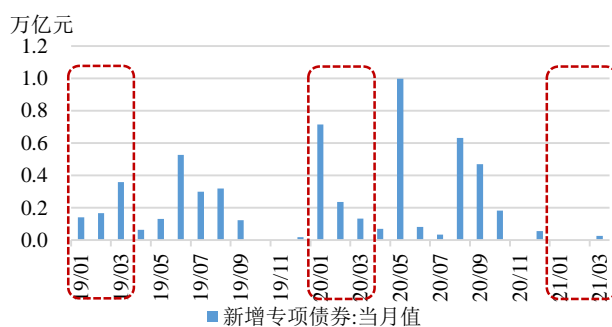
三大领域方面，**房地产投资支撑有力，基建和制造业投资边际增强，但制造业投资仍处于收缩区间。**从两年平均增速来看，三大领域两年平均增长均未达到疫情前水平。其中一季度**房地产开发投资**两年平均增长 7.67%，与 1-2 月（7.60%）基本持平，对固定投资起到主要支撑作用。从房地产销售情况来看，一季度楼市整体火热，销售端旺盛提升房地产企业投资意愿，3 月销售面积与销售额同比较上月略有下降。一季度**基建投资**两年平均增长 2.05%，不及 2019 年同期水平，主要是受到专项债推迟发行的影响；3 月基建投资边际增强，可能是由于 3 月开始下达地方专项债额度以及施工条件的改善。一季度**制造业投资**两年平均增长-1.47%，降幅较 1-2 月（-3.40%）有所收窄，虽然仍处于收缩区间，但有利于制造业投资恢复的因素在不断增加：央行在 3 月 22 日召开的座谈会上强调进一步加大对制造业的支持，提高制造业贷款比重，引导新增贷款流向制造业；全国工业产能利用率处于高位，企业扩产与升级设备意愿加强；企业效益的改善也有助于企业投资计划的落实。

图 9：房地产销售情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图 10：地方政府专项债发行情况



#### 4. 消费市场加快复苏，餐饮收入有所改善

2021 年一季度，我国社会消费品零售总额 10.52 万亿元，同比增长 33.90%，两年平均增速为 4.20%；经季节调整，较上年四季度环比增长 1.86%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小。逐月来看，3 月社会消费品零售总额两年平均增速为 6.30%，较 1-2 月两年平均增速（3.20%）有较大幅度提升，消费市场加快复苏。

**商品零售加快增长。**一季度商品零售额同比增长 30.40%，从两年平均增长来看，一季度商品零售额增长 4.78%，其中 3 月增长 6.92%，较 1-2 月有较大幅度提升，商品零售加速修复。**餐饮收入受疫情反复影响仍处于收缩区间，但是情况有所改善。**一季度餐饮收入两年平均增长-1.05%，其中 3 月餐饮收入两年平均增长 0.90%，情况逐月改善，但仍与疫情前水平有较大差距。从占比情况来看，餐饮消费在 2020 年初疫情爆发后相比商品零售收缩更为剧烈，占比由 11% 左右的正常水平减小到 2020 年 3 月的 7.67%，2021 年一季度恢复到 10.07%，占比仍有一定的上升空间。

图 11：社会零售总额当月同比增速

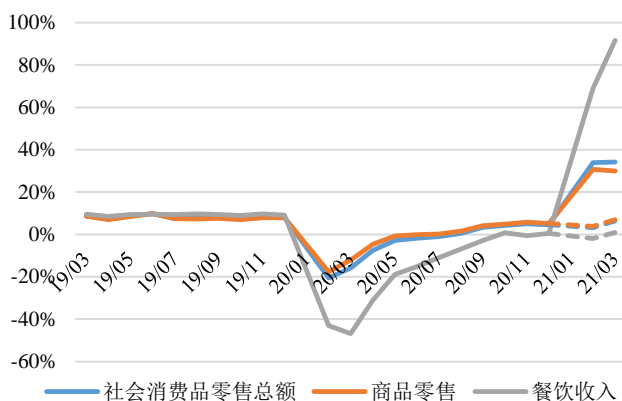
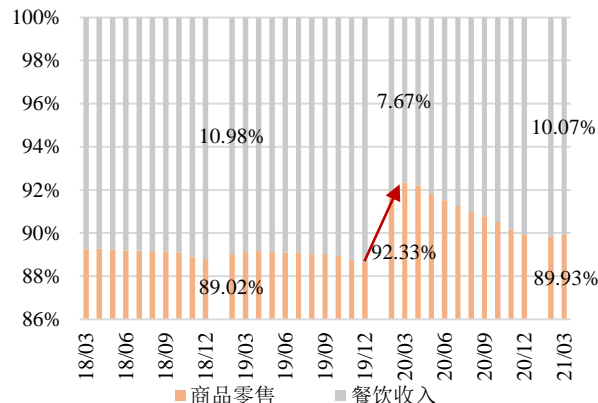


图 12：商品零售与餐饮收入占比情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

#### 5. 外需支撑出口增长，一季度外贸实现开门红

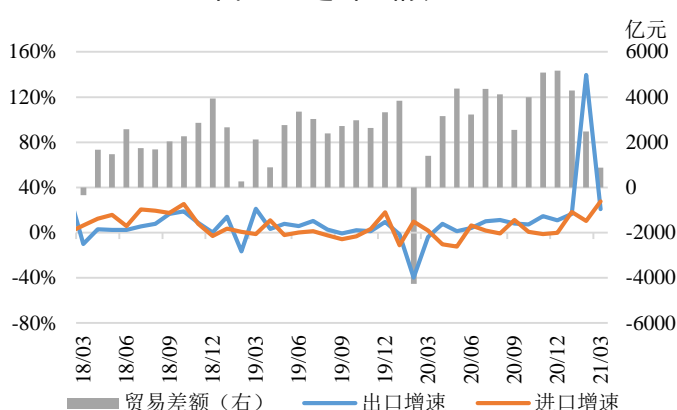
2021 年一季度，我国货物贸易进出口总值 8.47 万亿元人民币，比上年同期增长 29.20%。其中，出口 4.61 万亿元，增长 38.70%；进口 3.86 万亿元，增长 19.30%；贸易顺差 7592.90 亿元，扩大 690.60%。**外贸实现开门红，外需支撑我国出口增长。**2021 年以来主要经济体 PMI 显著上升，全球经济恢复态势良好，外需修复较为强势，支撑我国出口增长。分月来看，3 月出口相对 2 月的高位有所回落，但仍然处于较高水平；而进口则呈现逐月提升的态势，3 月进口增长表现尤为突出，可能是由于国内制造业修复态势良好，产需扩张带动进口走强。

**我国与主要贸易伙伴进出口保持增长。**一季度，东盟、欧盟、美国和日本为我国前四大贸易伙伴，分

别实现进出口 1.24 万亿元、1.19 万亿元、1.08 万亿元和 5614.2 亿元，分别增长 26.10%、36.40%、61.30% 和 20.80%。**民营企业活力增强。**一季度，我国民营企业进出口 3.95 万亿元，增长 42.70%，占我国外贸总值的 46.70%，比上年同期提升 4.40 个百分点，继续保持我国第一大外贸经营主体地位。

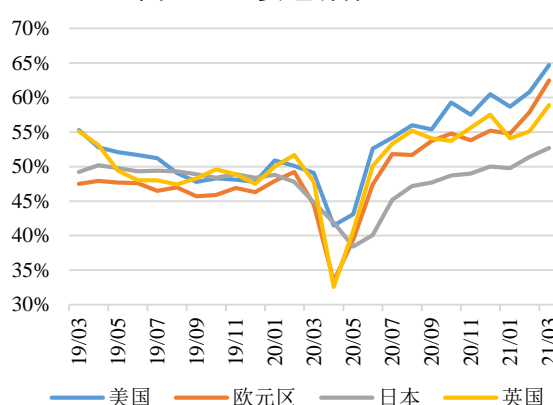
行业方面，一季度受国外防疫抗疫产品需求的带动，我国医药制造业出口增长 83.20%；电子、电气机械、汽车、专用设备等重点出口行业两年平均出口增速也保持两位数较快增长。

图 13：进出口情况



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

图 14：主要经济体 PMI

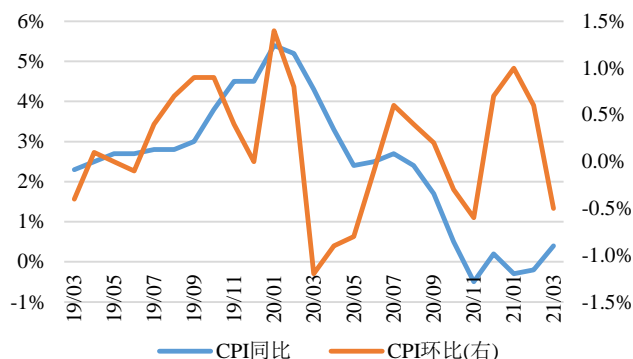


## 6. 一季度 CPI 运行平稳，PPI 结构性上涨

2021 年一季度，全国居民消费价格（CPI）同比持平，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比持平，处于低位。分月看，2021 年 1-2 月 CPI 同比降幅收窄，3 月由降转为上涨 0.40%。具体来看，**食品价格略有上涨。**一季度，食品价格同比上涨 0.2%，其中，随着生猪生产持续恢复，猪肉价格延续上年的下降趋势，而鲜菜鲜果价格季节性上涨。**工业消费品价格有所下降。**尽管油价环比已连续 4 个月恢复性上涨，但一季度同比仍下行，带动工业消费品价格同比下降 0.4%。**服务价格仍处低位。**一季度服务价格同比下降 0.2%。其中，疫情期间出行总体偏少，飞机票、旅行社收费和宾馆住宿价格均下降；就地过年带动文娱消费需求上升，电影及演出票价格上涨。

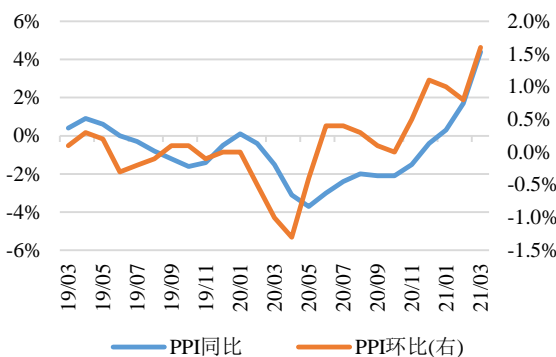
2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格（PPI）同比上涨 2.1%。分月看，呈现逐月走高的趋势。1 月份 PPI 时隔 11 个月后同比首次上涨，2 月份同比涨幅扩大，3 月 PPI 同比上涨 4.40%，涨幅比上月扩大 2.70%。一季度 PPI 结构性上涨特征显著，上涨多集中在上游生产资料行业，下游生活资料行业价格走势相对平稳。**输入性因素是推动 PPI 上涨的重要原因**，国际大宗商品进口价格上涨增加生产成本，推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行。

图 15: CPI 增长情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

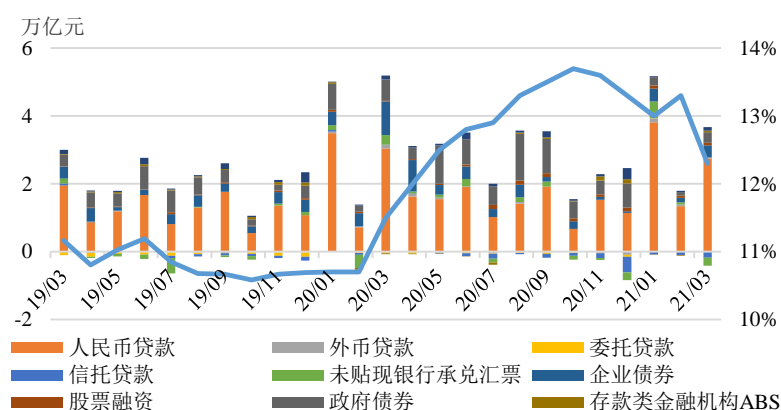
图 16: PPI 增长情况



## 7. 社融存量增速重回下行区间，信贷需求旺盛

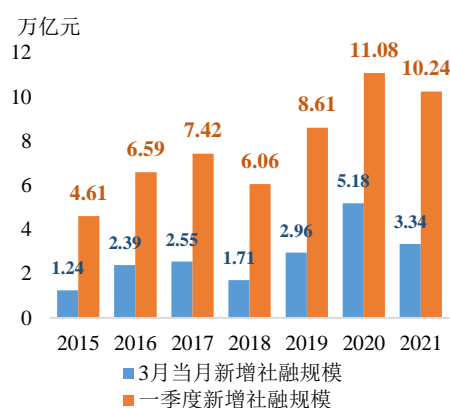
截至 2021 年 3 月末，社融存量同比增速较上月大幅回落 1.00 个百分点至 12.30%，重回自上年 11 月以来的下行区间，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期较高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要原因：新增人民币贷款创历史同期最高；新增未贴现银行承兑汇票也是 2018 年以来的同期最高值。企业债券融资和政府债券则是一季度新增社融的拖累项，其中企业债券融资同比大幅减少，除上年高基数影响之外，一季度企业债券发行利率较上年同期显著升高可能也对发债造成压力；政府债券同比大幅减少主要是上年同期政府债券发行放量的高基数效应以及今年地方债发行推迟导致。3 月新增社融规模 3.34 万亿元，同比少增 1.84 万亿元。其中，3 月新增人民币贷款依旧是主力支撑，表外融资整体压缩明显，可能与加强监管有关。

图 17: 社融增量结构和存量增速



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

图 18: 历史同期新增社融规模



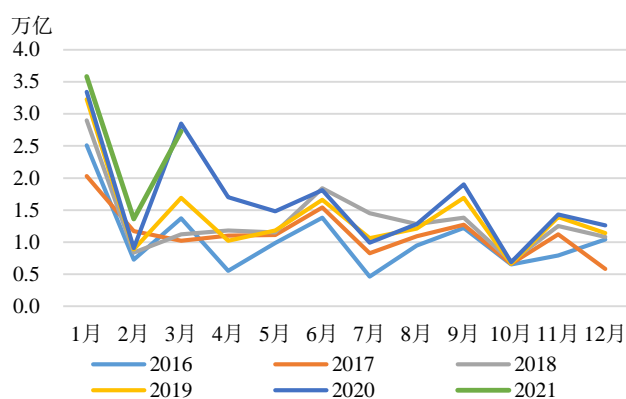
一季度新增信贷创历史新高。2021 年一季度金融机构新增人民币贷款 7.67 万亿，创历史新高。从结构看，长期贷款依然位于主导地位，居民与非金融企业的中长期贷款均创历史同期最高值。3 月金融机构



新增人民币贷款虽略低于上年同期，但显著高于历史同期水平，反映了实体经济旺盛的融资需求。

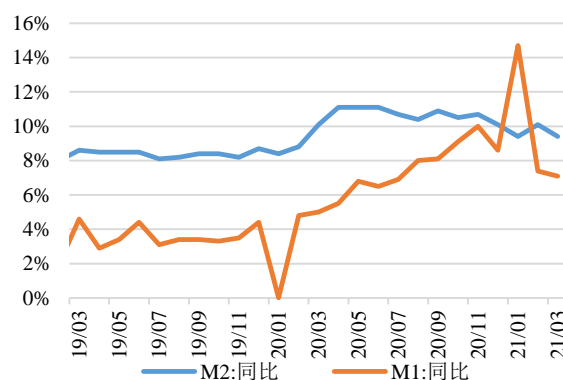
**M2 与 M1 同比增速均有所回落。**截至 2021 年 3 月末，M1 同比增速 7.10%，较上月小幅回落 0.30 个百分点；M2 同比增速回落 0.70% 至 9.40%，其中居民和企业存款少增幅度较大，除了上年高基数影响外，非银金融机构存款的高增也分流了企业居民存款。此外，财政存款同比少减 2499 亿元，财政支出放缓也拖累了 M2 的增长。3 月 M2-M1 剪刀差有所缩小，显示货币进一步活化，企业投资活跃度上升，反映企业经营活跃度上升。

图 19：金融机构新增信贷



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

图 20：M1、M2 同比增速



## 8. 制造业修复态势向好，大中小型企业景气同步回升

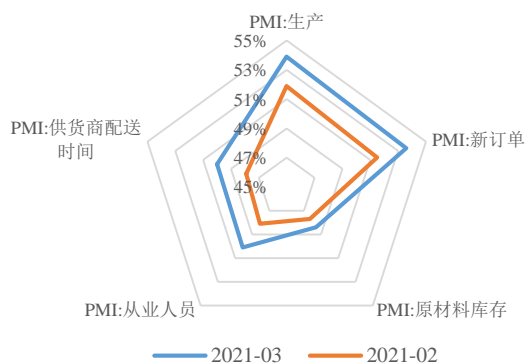
2021 年一季度制造业 PMI 整体走势较为平稳。3 月制造业 PMI 为 51.90%，比上月上升 1.03 个百分点，**制造业景气回升**。从构成指数看，生产、新订单、原材料库存、从业人员以及供应商配送时间五大指数同步上升，其中只有原材料库存指数尚位于荣枯线下，表明**制造业修复态势向好，原材料库存虽然较上个月降幅收窄但依然处于收缩状态**。值得关注的是主要原材料购进价格指数和出厂价格指数升至 2017 年以来的高点，**企业成本压力明显加大**，这也是原材料库存收缩以及企业生产经营活动预期指数下滑的主要因素。价格走高造成的企业成本压力，叠加 2021 年融资环境较 2020 年边际收紧，可能会对企业信用产生一定负面影响。

分企业类型看，大、中、小型企业景气度均有所回升，不同规模企业生产经营状况均有所改善。小型企业虽然景气水平低于大、中型企业，但生产经营活动预期指数较上月上升 2.6 个百分点至 58.40%，与大型企业预期指数相同，表明小型企业对近期市场发展信心有所增强。

2021 年一季度非制造业 PMI 呈现先降后升的趋势，整体均处于荣枯线以上。3 月非制造业 PMI 为 56.30%，高于上月 4.90 个百分点，**非制造业扩张步伐加快**。其中服务业 PMI 较上月上升 4.40 个百分点至

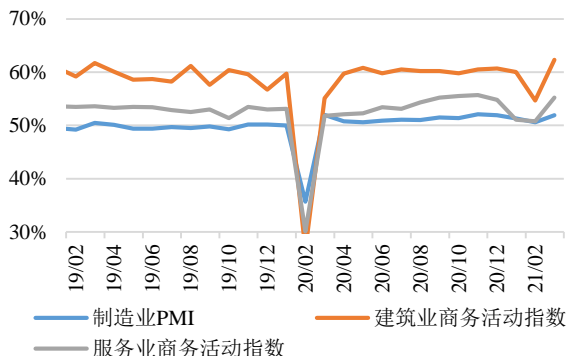
55.20%，表明随着 2、3 月以来的疫苗普及工作的推进，需求进一步释放，**服务业修复速度加快**，随着 4 月清明与五一小长假的来临，预计服务业或迎来更快的复苏；建筑业 PMI 高于上月 7.60 个百分点，升至 62.30%，重返高景气区间，主要是由于 3 月份天气转暖，**企业集中开工，建筑业施工进度加快**。

图 21：制造业 PMI 各分项指标



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图 22：制造业和非制造业 PMI

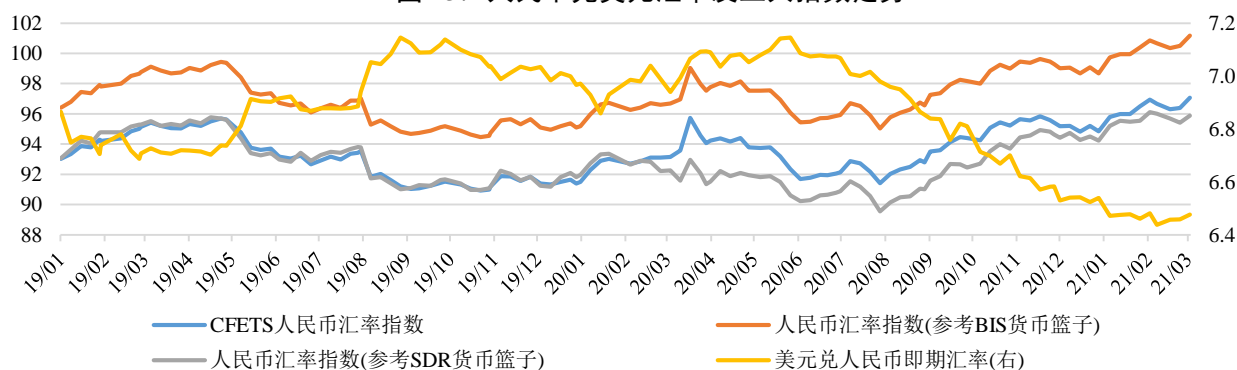


## 9. 外汇储备小幅下降，人民币汇率窄幅震荡

截至 2021 年 3 月末，我国外汇储备规模为 31700.00 亿美元，较 2020 年末下降 465.00 亿美元。一季度美国疫苗接种进展良好，疫情逐渐改善，美元指数上涨 3.7%，非美货币相对美元普遍下跌，因此我国外汇储备中非美元货币折算成美元后的账面价值下降。整体看，我国一季度外汇储备规模较为稳定，对稳定人民币币值起到了支撑作用。

2021 年 1 月以来，人民币汇率三大指数均同步升值，主要是中国基本面依然强于世界主要经济体。人民币兑美元汇率暂停升值趋势，一直在 6.47 附近窄幅波动，短期美元依然将保持强势，人民币兑美元保持窄幅震荡趋势。

图 23：人民币兑美元汇率及三大指数走势



数据来源：国家外汇管理局、Wind，联合资信整理

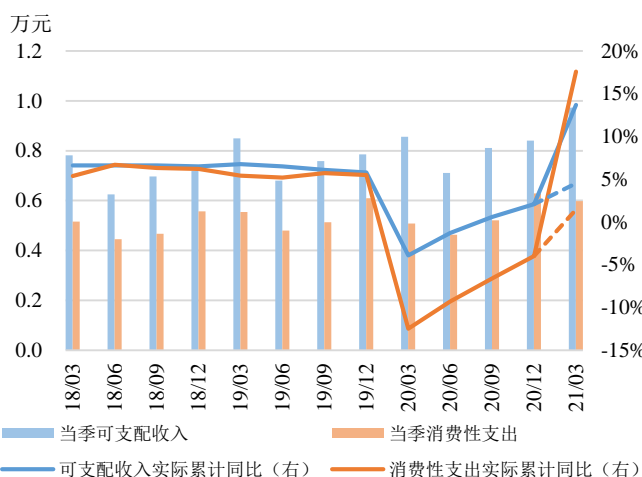
## 10. 居民消费情绪上升，就业仍存在结构性矛盾

2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%；全国居民人均消费支出 5978.00 元，两年平均实际增长 1.40%，扭转疫情以来连续四个季度下降的局面，呈现恢复性增长态势。一季度全国居民人均可支配收入与消费支出延续上年同期以来增速逐季走高的趋势，保持稳定增长，且二者缺口有所缩小，反映出居民消费情绪上升。

2021 年 1-3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40 %、5.50 % 和 5.30 %，其中 1-2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解，失业率较 2 月下降 0.20%。

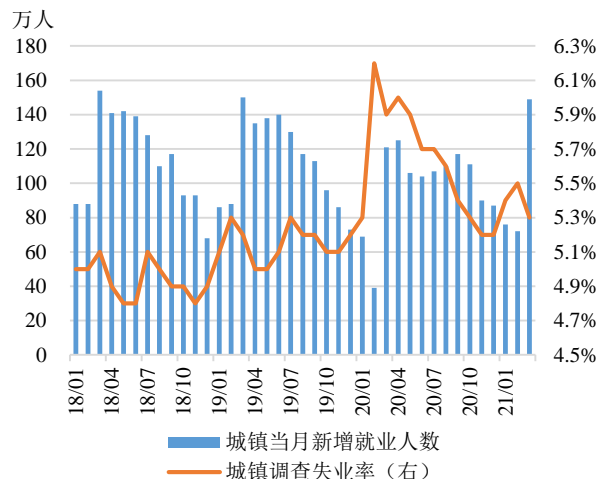
**就业仍存在结构性矛盾。**一季度农村外出务工劳动力数量 1.70 亿多人，较 2019 年同期减少了 246 万人，尚未回到疫情前的水平；服务业特别是中小企业仍然处于恢复过程中，对就业也有所影响；3 月 16-24 岁年轻人的调查失业率较上年同期有所上升，加之今年高校毕业生总量创历史新高，随着 6 月份毕业季的来临，年轻人就业存在较大压力。

图 24：全国居民人均可支配收入、消费支出



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图 25：城镇就业、失业情况



## 二、区域和行业运行特征

**GDP 增速方面**，一季度受上年基数低的影响，已公布数据的 14 个省份均录得两位数增长，其中湖北一季度 GDP 同比增长 58.3%，主要是由于上年湖北受疫情影响最严重，经济深度负增长。**工业增加值方面**，在上年低基数的影响下，一季度 31 个省份累计增速全部取得两位数增长，其中有 12 个省份超过全国水平，湖北累计同比增速领涨全国。**CPI 方面**，一季度有 18 个省份累计增速超过全国水平录得正增长，

天津和福建累计增速持平全国，其中 3 月有 5 个省份 CPI 同比负增长，较 2 月减少 11 个；26 个省份 CPI 同比正增长，此外，有 16 个省份 CPI 涨幅超过全国水平，5 个省份持平全国水平。**PPI 方面**，除上海与北京外，其余省份一季度累计增速均录得正增长，其中有 16 个省份超过全国水平；3 月仅北京同比增速尚未转正，其余省份全部录得正增长。

**财政收入方面**，已公布数据的 21 个省份中，除了山西外，其余 20 个省份均取得两位数增长，其中湖北以 93.56% 的同比增速领涨全国，主要是去年基数较低，其中税收收入增长明显，显示了企业盈利能力的逐步好转；**财政支出方面**，除了山西及辽宁一季度累计支出同比下降以外，其余 17 个省份财政支出均为正增长，其中有 10 个省份的支出增速超过全国水平。

表 5：2021 年一季度区域部分宏观数据（单位：%）

| 城市  | GDP   | 工业增加值 |       | CPI   |       | PPI   |       | 财政收入  |        | 财政支出   |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
|     | 累计同比  | 当月同比  | 累计同比  | 累计同比  | 当月同比  | 累计同比  | 当月同比  | 累计同比  | 当月同比   | 累计同比   |
| 全国  | 18.30 | 14.10 | 24.50 | 0.00  | 0.40  | 2.10  | 4.40  | 24.20 | 42.39  | 6.20   |
| 北京  | 17.10 | 23.30 | 38.40 | -0.10 | 0.60  | -0.70 | -0.20 | -     | -      | -      |
| 天津  | -     | 23.20 | 30.30 | 0.00  | 0.60  | 2.77  | 7.80  | 36.80 | 35.69  | -1.02  |
| 河北  | -     | 9.50  | 17.60 | 0.10  | 0.40  | 8.30  | 12.90 | 18.80 | 27.09  | 13.62  |
| 山西  | -     | 8.10  | 23.90 | 0.30  | 0.70  | 9.33  | 10.50 | 9.10  | 3.89   | -18.81 |
| 内蒙古 | -     | 3.60  | 16.30 | 0.20  | 0.30  | 8.53  | 10.60 | 34.30 | 41.03  | 15.80  |
| 辽宁  | -     | 13.30 | 16.50 | 0.20  | 0.70  | 5.10  | 10.00 | 17.90 | 31.20  | 8.08   |
| 吉林  | -     | 19.60 | 28.70 | -0.20 | 0.40  | 1.90  | 3.30  | 31.80 | 25.18  | -5.85  |
| 黑龙江 | -     | 10.50 | 13.90 | -0.40 | -0.30 | 0.93  | 8.20  | 13.50 | 14.34  | -2.18  |
| 上海  | -     | 21.20 | 34.50 | 0.30  | 0.70  | -0.83 | 0.40  | 17.90 | 22.70  | -7.28  |
| 江苏  | -     | 15.00 | 33.60 | 0.50  | 0.90  | 1.27  | 3.10  | 24.90 | 43.10  | -      |
| 浙江  | -     | 15.50 | 34.10 | 0.80  | 1.30  | 0.70  | 3.30  | 27.50 | 39.27  | 14.33  |
| 安徽  | 18.70 | 15.10 | 26.30 | 0.10  | 0.60  | 2.83  | 4.90  | -     | -      | -      |
| 福建  | 17.90 | 17.80 | 22.70 | 0.00  | 0.40  | 0.67  | 2.50  | 32.80 | 66.08  | 3.38   |
| 江西  | -     | 12.60 | 29.40 | 0.30  | 0.70  | 4.87  | 8.10  | 16.00 | 7.61   | 4.76   |
| 山东  | -     | 12.20 | 23.50 | 0.30  | 0.80  | 3.33  | 6.30  | 23.40 | 31.37  | 10.49  |
| 河南  | 15.40 | 12.30 | 16.30 | 0.20  | 0.40  | 1.77  | 3.50  | -     | -      | -      |
| 湖北  | 58.30 | 90.30 | 96.00 | -1.50 | -1.60 | 0.70  | 1.70  | 93.56 | 368.48 | 39.51  |
| 湖南  | 15.00 | 13.60 | 16.90 | 0.10  | 0.40  | 2.47  | 4.10  | 15.68 | 19.11  | 9.22   |
| 广东  | 18.60 | 10.20 | 28.90 | -0.70 | 0.20  | 0.07  | 1.40  | 12.90 | 12.41  | 16.21  |
| 广西  | -     | 11.30 | 24.10 | 0.30  | 0.90  | 3.43  | 6.30  | 13.80 | -10.09 | 11.00  |
| 海南  | 19.80 | 9.60  | 17.20 | -1.30 | -0.30 | 1.43  | 7.40  | 47.30 | 96.63  | 19.15  |
| 重庆  | 18.40 | 10.40 | 35.40 | -1.00 | -0.30 | 0.37  | 1.10  | -     | -      | -      |
| 四川  | 15.80 | 14.10 | 15.50 | -0.50 | 0.10  | 2.10  | 3.30  | 25.40 | 33.60  | -      |
| 贵州  | 16.10 | 12.90 | 21.60 | -0.80 | -0.20 | 1.33  | 2.50  | 10.10 | 14.81  | 10.46  |
| 云南  | 15.30 | 8.10  | 18.50 | -0.30 | 0.30  | 3.20  | 5.80  | 11.10 | 22.34  | 5.69   |
| 西藏  | -     | 30.80 | 27.60 | 1.00  | 1.20  | 1.30  | 3.60  | -     | -      | -      |



|    |       |       |       |       |      |      |       |       |       |       |
|----|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 陕西 | 15.40 | 9.60  | 18.90 | 0.40  | 0.80 | 2.37 | 5.50  | 33.10 | 28.60 | 14.72 |
| 甘肃 | -     | 12.80 | 15.50 | 0.50  | 0.60 | 3.67 | 11.00 | 20.40 | 42.17 | 4.56  |
| 青海 | -     | 4.70  | 13.10 | 0.30  | 0.70 | 2.17 | 6.80  | 22.30 | 27.94 | 8.96  |
| 宁夏 | 15.70 | 8.70  | 14.80 | -0.30 | 0.30 | 7.87 | 10.10 | 11.20 | 15.95 | 0.37  |
| 新疆 | -     | 10.90 | 16.30 | 0.60  | 1.20 | 2.30 | 9.10  | -     | -     | -     |

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

注：除北京、湖北、四川三个省份外，其余省份 PPI 累计增速均以 2021 年 1-3 月当月同比增速均值进行替代观察。

**2021 年一季度，上游油价持续上行，煤炭价格指数一路下行；中游钢材价格持续上行，水泥价格呈“V”形走势；下游房地产销售火热、汽车零售整体良好。上游行业方面，**布伦特原油价格指数一季度累计上涨 22.66%，2021 年 1 月以来，沙特意外加大减产幅度、财政刺激加码预期升温以及 2 月开始的再通胀逻辑，叠加民主党一统两院后市场对未来刺激政策的预期，支撑一季度油价的持续上行，二季度油价仍有上行压力；煤炭方面，年初临时性保供措施后，各地在 3 月开启新一轮安全检查工作，影响煤矿整体开工率，煤炭库存继续下降，但 3 月主管部门召集相关单位开会，要求多措并举保证煤炭供应，对煤炭价格的上涨形成抑制。

**中游行业方面，**一季度钢铁处于去库存状态，价格逐月上行，水泥价格在 2 月出现下降后，随着 3 月全国多个基建项目陆续恢复开工，带动水泥和钢材的需求上升，水泥和钢材价格均环比上行，截至 3 月底水泥价格指数较上月上升 2.30%，钢铁价格较上月上升 6.73%，近期工信部、发改委召开去产能“回头看”和压减产量会议，限产减产政策常态化将对钢铁价格形成向上的支撑，长期看，“碳达峰、碳中和”的逐步落实将压缩水泥及钢材的产量，对二者的价格形成一定的支撑。

**下游行业方面，**一季度房地产销售尚未受到房贷集中度管理制度的影响，房地产销售依然向好，百城价格指数环比连续三个月上行，但涨幅收窄，3 月监管再次严查经营贷违规流入房地产，或将对后期的房地产销售造成负向影响；汽车方面，一季度汽车销售呈“V”形走势，汽车库存环比增速呈“倒 V”形，其中 3 月汽车销售大幅上行，导致库存环比大幅下降，而汽车产量在基数低叠加海外汽车零部件供应增加的共同影响下大幅走高。

表 6：2021 年 3 月主要行业运行数据（单位：%）

| 行业 | 产量               |  | 库存          |        |        | 价格指数        |               |       |       |
|----|------------------|--|-------------|--------|--------|-------------|---------------|-------|-------|
|    | 累计同比(%)          |  | 同比(%) 环比(%) |        |        | 同比(%) 环比(%) |               |       |       |
| 原油 | 美国原油产量<br>(当月同比) |  | -15.74      | 美国原油库存 | 0.71   | 0.65        | 布伦特原油期货       | 94.79 | 5.49  |
| 煤炭 | 产量               |  | 16.95       | 炼焦煤库存  | -56.61 | 6.10        | 煤炭价格指数        | 7.85  | -0.91 |
| 钢材 |                  |  | 23.18       | 重点企业库存 | -18.60 | -10.38      | Myspic 综合钢价指数 | 43.34 | 6.73  |
| 水泥 |                  |  | 46.83       | -      | -      |             | 水泥价格指数        | 0.47  | 2.30  |
| 汽车 |                  |  | 81.70       | 汽车库存   | -3.40  | -7.45       |               |       |       |

|     |      |       |        |       |       |      |      |      |
|-----|------|-------|--------|-------|-------|------|------|------|
| 房地产 | 竣工面积 | 22.91 | 累计待售面积 | -1.65 | -1.08 | 百城住宅 | 4.07 | 0.20 |
|-----|------|-------|--------|-------|-------|------|------|------|

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

### 三、宏观政策聚焦

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性：货币政策方面，坚持稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；财政政策提质增效，贯彻积极财政政策。二季度财政政策要继续提质增效，提高直达资金管理水平和；货币政策要灵活精准、合理适度，保持宏观杠杆稳定。因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

#### 1. 精准有效实施积极财政政策，提高直达资金管理水平和

财政部 3 月 6 日发布的《2020 年中国财政政策执行情况报告》对 2021 年的财政政策表述延续了政府工作报告中的基调，表示将精准有效实施积极的财政政策，推动经济运行保持在合理区间，进一步完善并抓好直达机制落实，扩大中央财政直达资金范围，提高直达资金管理水平和，报告中提到 2021 年积极的财政政策将在扩大内需、科技创新、保障民生、乡村振兴和绿色发展等领域持续发力。4 月 7 日，国新办新闻发布会上财政部提出，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。从财政规模上看，2021 年的财政力度较 2020 年减弱，因此积极的财政政策更加注重效果。

#### 2. 货币政策灵活精准、合理适度

2020 年一季度央行例会提出，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好政策时度效，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。较之前的表述删除了“不急转弯”这样的表述，同时有报道称银行接到了央行的通知要控制今年总体的信贷增速，保持今年新增贷款额不超过去年。后期信贷或将面临结构优化和总量上的管理。

#### 3. 因地制宜增加经济困难省份信贷投放

3 月 22 日，全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，优化内部考核和激励措施，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。4 月央行发布会上，指出将通过“加大资金供给、强化政策支持”等措施加大对困难省份信贷的投放。从区域看社融的投放集中在东部几个 GDP 规模较大的省份，区域间的不平衡性较大，经济困难省份吸引资金规模小进一步拖累了经济的发展。支持政策的推出或将有效促进资金流向经济相对欠发达地区，减小区域间的不均衡。

#### 4. 房住不炒要求下，涉房贷款严监管仍继续

3月26日银保监会、住建部、人民银行三部委联合发布了《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》，要求银行业金融机构从贷前、贷中、贷后管理三个环节着手，强化审慎合规经营，严防经营用途贷款违规流入房地产领域。在此之前，深圳、广州、上海、北京等地方的金融监管部门已经要求银行对经营贷流入房地产市场的问题进行了自查。从3月房地产资金来源累计增速较2月大幅下降9.8个百分点来看，本次对违规经营贷的严查对房地产资金来源影响较大。政策对房地产的监管进一步加强，房地产调控政策效果或也将得到进一步体现。

### 四、2021 年二季度经济前瞻

#### 1. 经济继续稳健复苏，消费与制造业投资加快

2021年一季度经济修复有所放缓，局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有较大的恢复空间。需求方面，虽然1-2月消费与投资修复进程放缓，但3月已经开始加快复苏，**预计二季度经济继续保持复苏态势，结构进一步优化。**

未来随着疫情逐渐稳定，服务业及居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；内需外需持续修复，外贸有望继续保持强势；固定资产投资仍处于修复过程中，未来投资内部结构有望优化。房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。

#### 2. CPI 与 PPI 同比预期上升

CPI 方面，虽然猪肉供给端持续修复，但饲料涨价加大成本端压力，未来猪肉价格可能会出现波动；蔬果价格预计将季节性下行；而随着清明节、劳动节等小长假带动消费需求提升，二季度服务价格大概率逐步回升。随着国内需求进一步恢复，预计二季度 CPI 小幅上行。

在2020年上半年低基数的影响下，预计2021年二季度PPI同比增速将继续上行，或在5月前后达到顶点。我国大宗商品对外依存度较高，进口价格上涨增加生产成本，可能会对企业利润空间造成压力，需要重点关注生产端修复情况与国际大宗商品等价格变化。

#### 3. 信用边际收紧

截至3月末，社融存量增速转向下行，与我们之前的预期保持一致。在稳杠杆的政策背景下，预计未

来或将继续回落，信用环境边际收紧。此外，由于今年专项债额度推迟下达，政府债券发行可能更加集中在二、三季度，对企业债券发行或将产生挤出效应。