

# 新发展理念：布局中国“智造”

梁中华（宏观首席分析师）

SAC号码：S0850520120001

2021年05月10日

1. 总量回归正常：新发展理念

2. 从中国“制造”，到中国“智造”

# 经济的结构分化：房地产和消费的背离

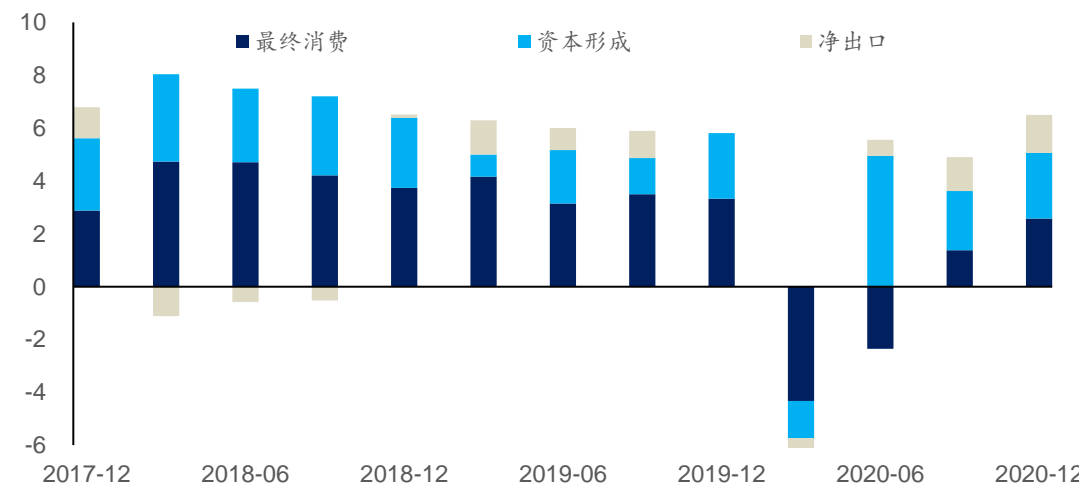
本轮国内经济修复同样是房地产主导：我们简单做了个测算，不考虑房地产对互补品的带动，仅仅考虑房地产直接或者间接拉动上游产业的GDP贡献，去年二季度房地产对经济的贡献率在60%以上，非常接近09年的水平，三季度尽管有所回落，贡献率也接近50%，四季度大概34%。今年一季度回落至31%。

但本轮经济修复结构分化很大：以往的经济复苏周期中，房地产和消费的恢复是同步的，而本轮房地产已经过热，消费的贡献依然很低。

## 房地产对GDP拉动飙升到09年的水平（%）



## 资本形成对GDP的拉动达到近几年最高位（%）





# 宏观政策：全面贯彻新发展理念

新发展理念：我们的解读是不刺激、调结构、化风险。

2018年、2019年的政策大基调是新发展理念，2020年由于新冠疫情的较大冲击，稳增长压力突显，货币政策、财政政策支持明显增加。但当经济重回正常增长后，政策重点重回2018、2019年的轨道。

我们认为，过热的要调控，偏弱的要支持，长期正确的要强化。

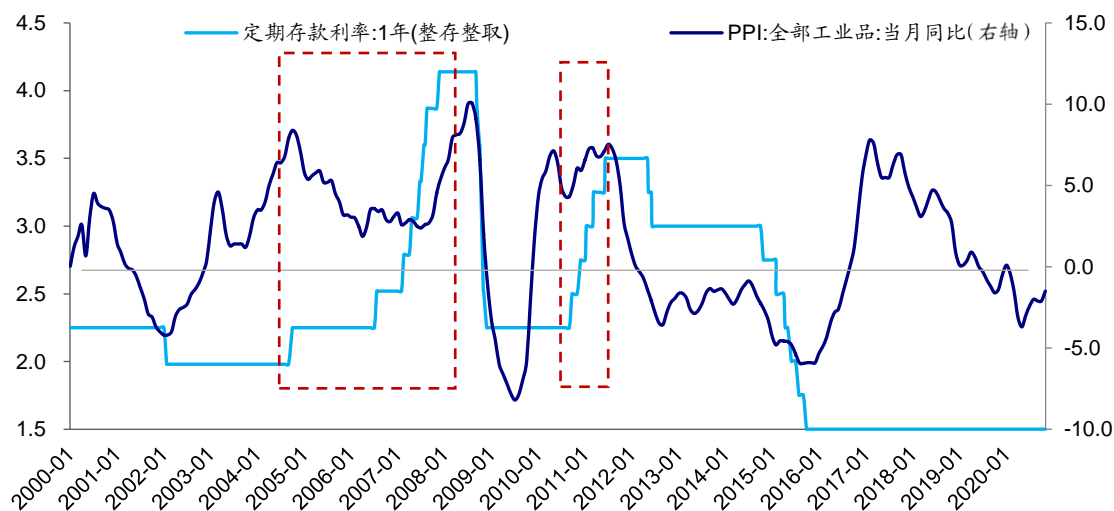
# 宽货币：加息和降息概率都很低

从历史经验看，通胀水平是影响货币政策走向最直接的指标，尤其是PPI。

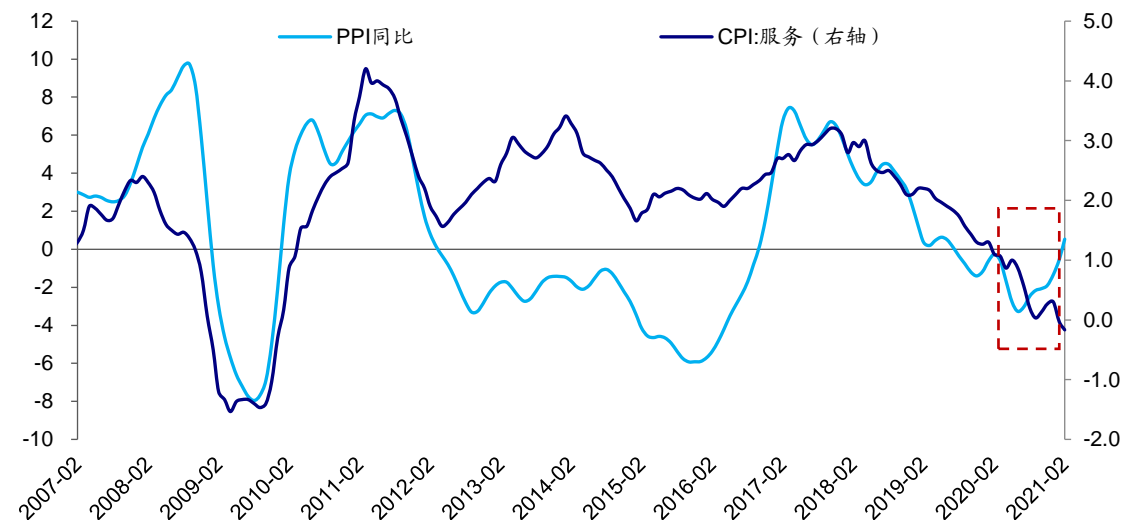
但过去的经济修复中，房地产和消费是同步的，PPI的回升代表经济全面好转。但本轮PPI回升仅代表房地产领域的好转，消费依然偏弱，很难导致央行加息。

即使经济出现下行，年内明显放松的可能性也很小，因为今年重点并不是稳增长，而是调结构。

## 每次加息时PPI都处在高位(%)



## PPI和CPI的背离(%)



# “紧信用”：从“不急”到“转弯”

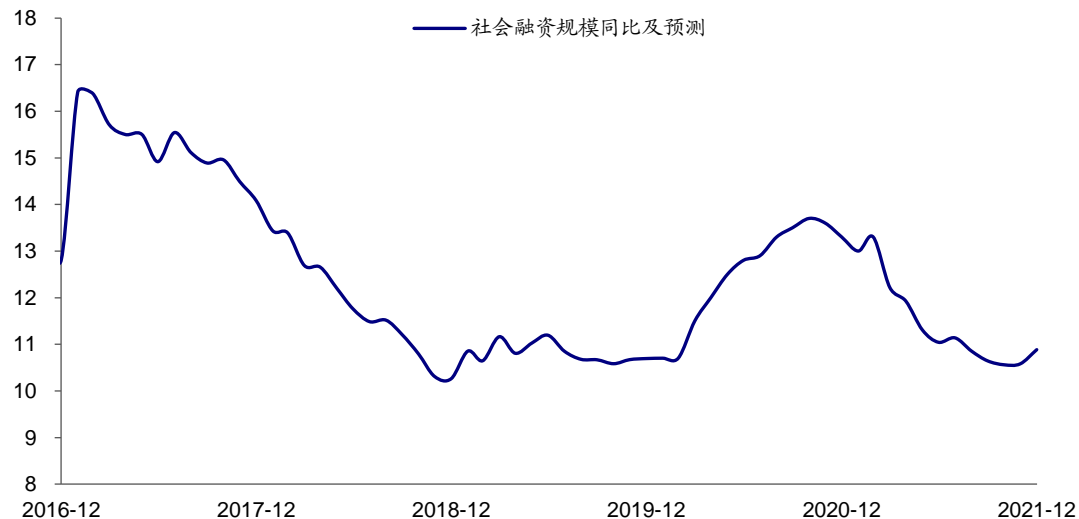
尽管不会加息，但今年要稳定宏观杠杆率，意味着全年社融增速要和经济增速相匹配，需要定向收紧信用。

一方面，是前面提到的房地产企业和居民的增量信用的控制；

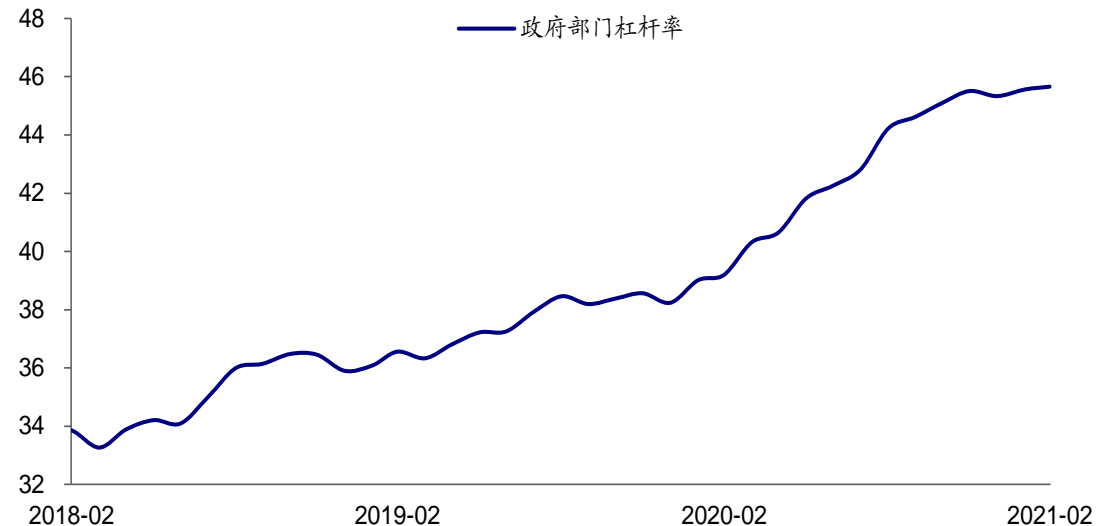
另一方面，是国企和城投公司增量债务的控制，降低政府广义杠杆率。

前两月社融高增长，导致增速又回升至13.3%，但全年要稳定宏观杠杆率，意味着前面放得越多，后面可能就要放更少，前两月信用“不急”，后面可能要“转弯”。

社融增速及预测 (%)



我国狭义政府杠杆率：  
预计今年刚性上升2.4个百分点 (%)



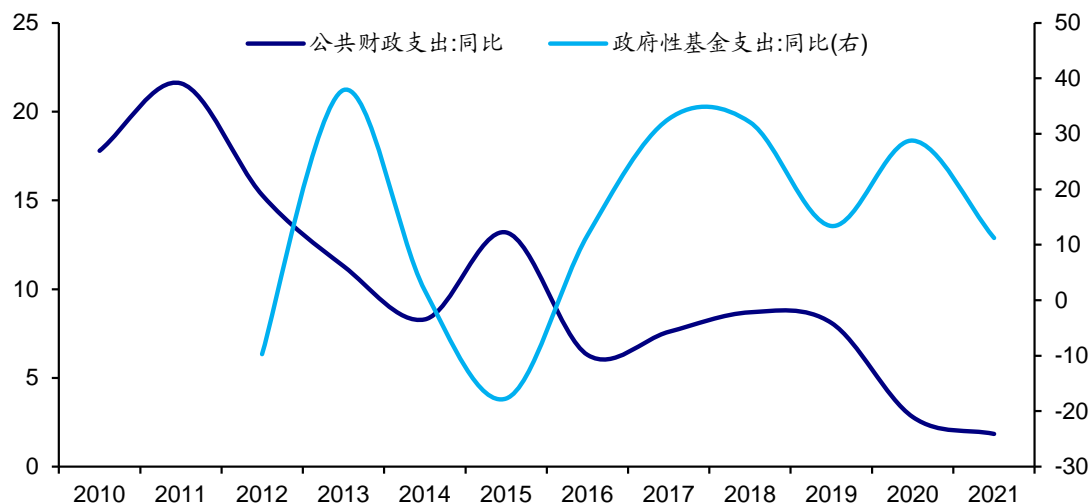
# 财政支出略偏紧：预算增速减少

尽管今年预算赤字规模只减少1900亿，专项债额度只减少1000亿，但债务增长是一个收支的差额。

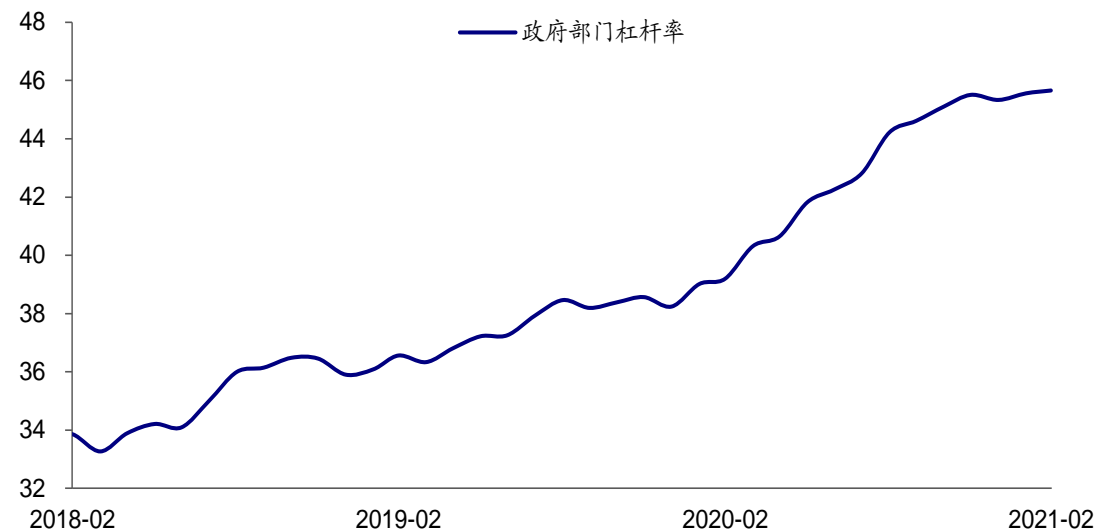
要看财政支持力度有多大，需要看财政“花”多少钱。今年全国一般公共预算支出25万亿元，比去年增长1.8%，低于去年2.8%的增速。其次，今年政府性基金预算支出13.1万亿元，增速11.2%，远不及去年的28.8%。

再考虑到地方隐性债务要降低增速，整体财政相比去年是明显收紧的。

## 财政支出和政府性基金支出预算同比（%）



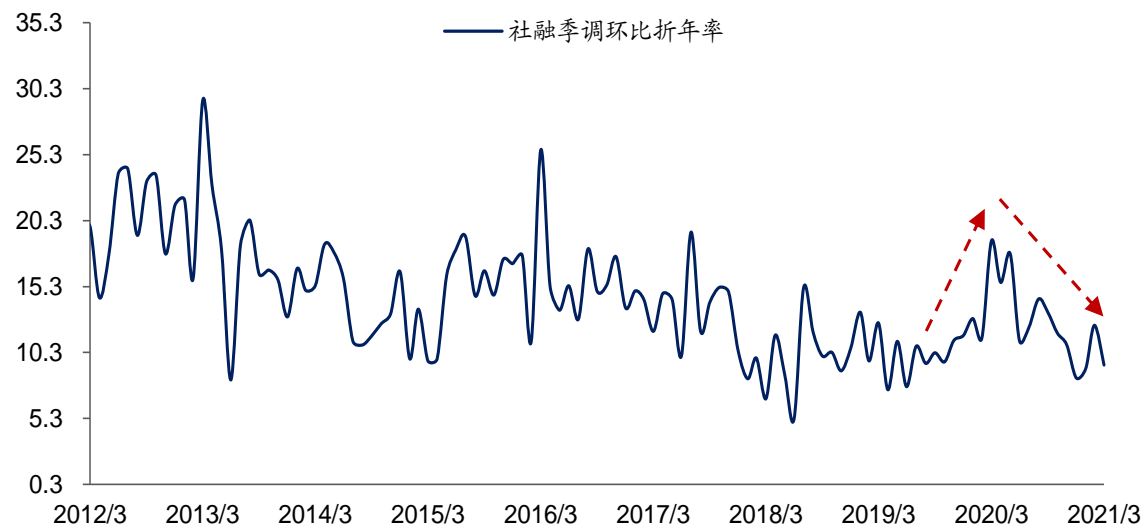
## 我国狭义政府杠杆率： 预计今年刚性上升2.4个百分点（%）



# 社融高点：去年5月份

社融是我国经济非常重要的领先指标，所以要判断经济的走势，最关键的是判断融资的走势。本轮社会融资规模同比增速的高点在去年10月份。但是同比数据是拿当前的数据去和12个月之前的数据去做对比，并不能很好的反映数据的最新变化情况。连续3个月的社融季调环比折年增速的高点在去年5月份，高达17.4%，之后不断下滑，截至今年1季度末只有10.3%的增长。

社融增速季调环比高点在去年5月份（%）

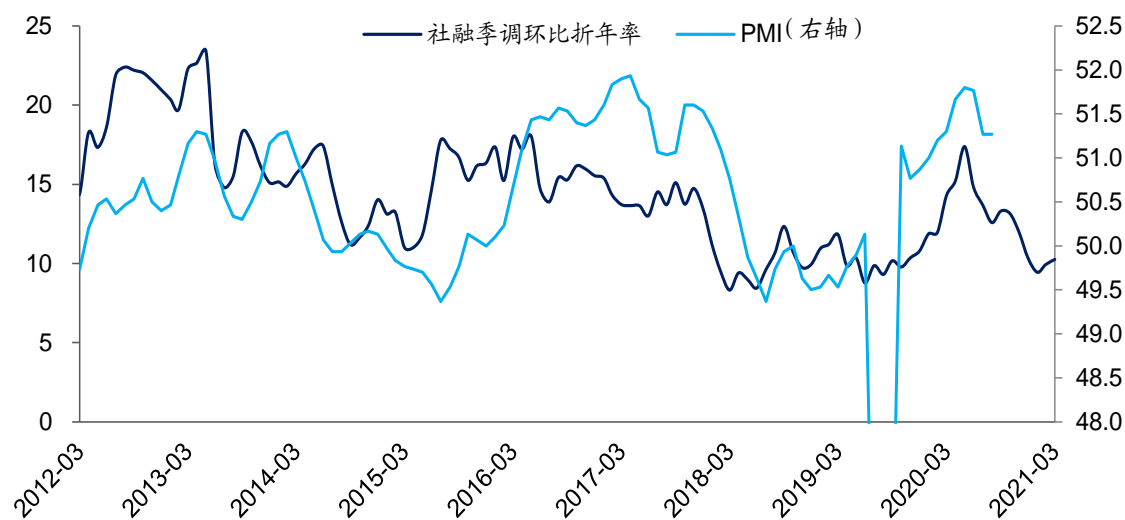




# 宏观经济的高点：去年11月

我国的社融增长一般是领先经济2个季度。PMI是代表经济环比走势的重要指标，在去年5月份融资环比增速见顶后，11月PMI达到52.1%，也达到了本轮复苏的最高点，而两个高点之间的时间差刚好是两个季度。所以如果从月度数据来看的话，我国本轮经济增长的高点其实就是去年11月份。

社融增速一般领先经济两个季度（%）

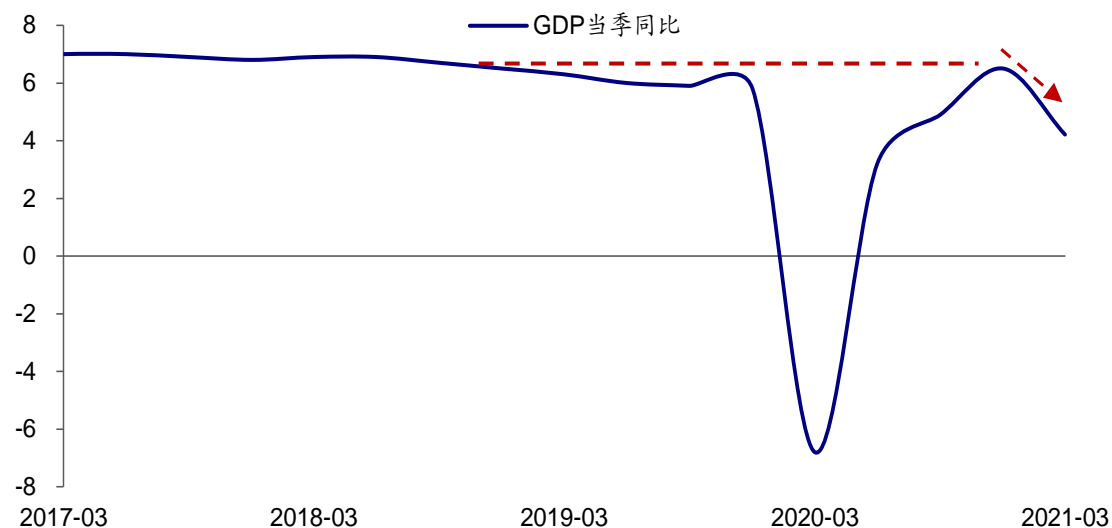


# 季度GDP高点：去年4季度

尽管GDP季调环比的高点是去年2季度，高达10.1%，但这个是极端低基数带来的“Outlier”，从持续性角度考虑，经济上行到去年4季度，环比增速从3季度的3.1%提高到3.2%。今年1季度GDP环比增速直接下滑到0.6%，说明经济环比增长动能在减弱，高点已经过去了。

另外从同比增速角度看，2021年1季度GDP同比增速高达18.3%，但主要是低基数导致的。如果计算相比2019年的年化增速，只有5.0%，不仅比去年四季度的6.5%低，还远远低于疫情之前的6%附近的增速。

GDP增长动能的高点在去年4季度（%）

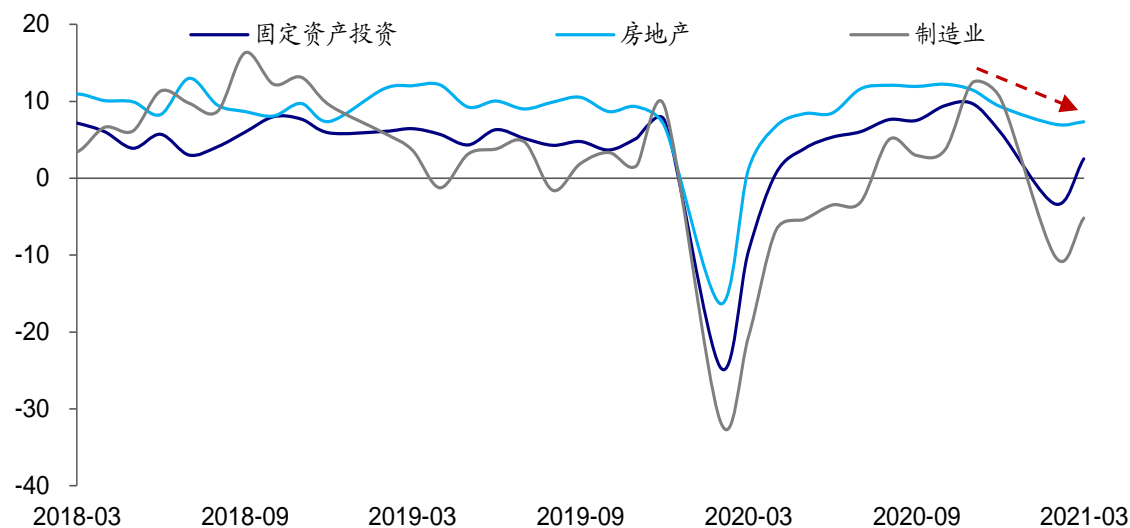


# 投资的高点：也是去年4季度

今年前3个月固定资产投资累计同比增速高达25.6%，主要也是因为低基数导致的，如果看和2019年同期对比的平均增速，只有2.9%，远远低于去年4季度8.4%的当季增速。如果假定2020年一季度固定资产投资延续2019年底的增长态势，今年1季度的增速也只有2.5%，也比去年4季度要低不少。

主要投资中，1季度房地产投资仍是主要支撑，相比2019年同期平均增长7.6%，但和去年四季度的10%以上的增速相比已经在降温。1季度制造业投资相比2019年年化增速为-2.0%，也低于去年四季度8.8%的增速。1季度基建投资相比2019年年化增长2.3%，低于去年四季度5.8%的增速。

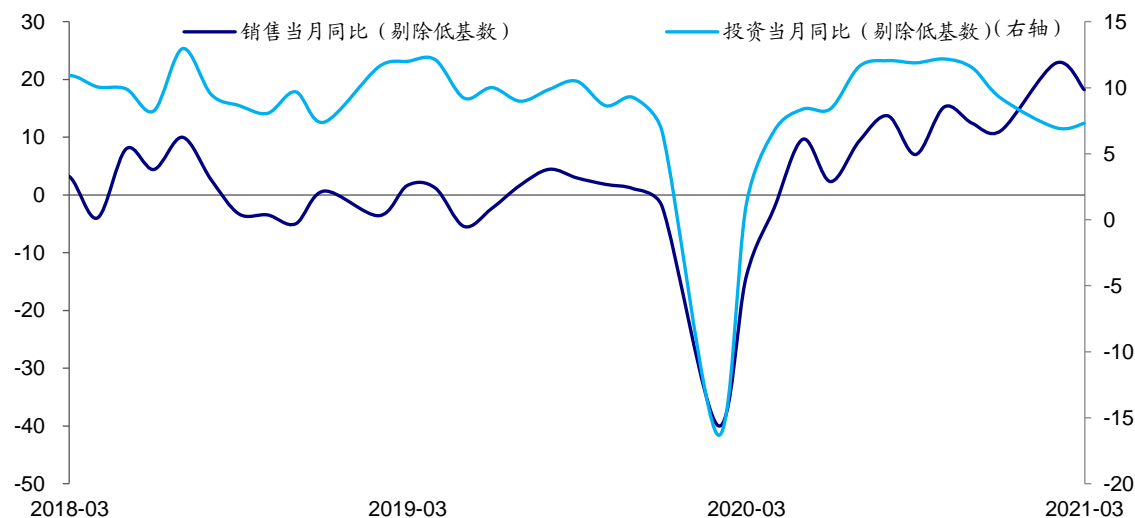
## 固定资产投资当月同比增速（%）



# 地产和基建下行，制造业或延续复苏

所以综合来看，投资的高点也在去年4季度。随着政策的收紧，尽管地产销售依然强劲，但房地产投资的下行压力已经在体现。基建投资或受制于财政支出的减速，制造业投资则有望修复。

## 房地产销售和投资同比增速（%）





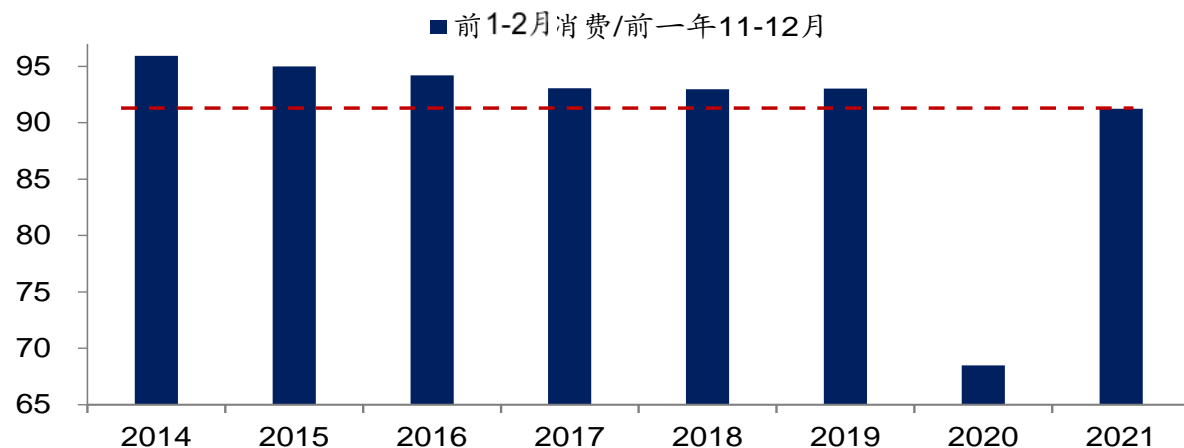
# 消费：将延续复苏

今年前两月社会消费品零售总额同比增长33.8%，但和2019年相比的年化增速只有3.2%，低于去年12月4.6%的水平。另外，从环比来看，消费相比去年11-12月的环比增速，明显低于往年同期。这些说明消费的修复通道，受到了就地过年的负面冲击。

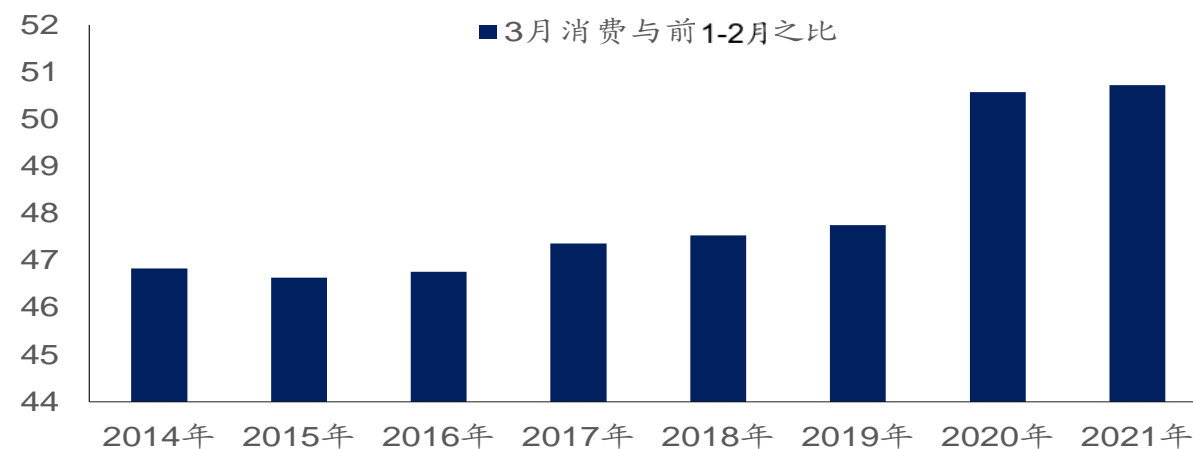
但是3月以来，随着疫情消退，就地过年影响减弱，消费有了明显的边际修复。3月社会消费品零售总额同比增长34.2%，比2019年同期平均增长6.3%，不仅高于1-2月的平均增速3.2%，比去年四季度的增长也要高。

但是6.3%的年化增速，距离疫情之前的8%附近的增长速度相比仍有较大差距。由于疫情影响依然存在，人口流动难以回归正常，消费的恢复就会相对缓慢。

## 今年前两月消费偏弱（%）



## 今年3月消费边际回暖（%）



1. 总量回归正常：新发展理念

2. 从中国“制造”，到中国“智造”

# 新发展阶段：自主创新

内部：三期叠加，地产和基建刺激问题大

外部：百年未有之变局，“卡脖子”领域需要突破

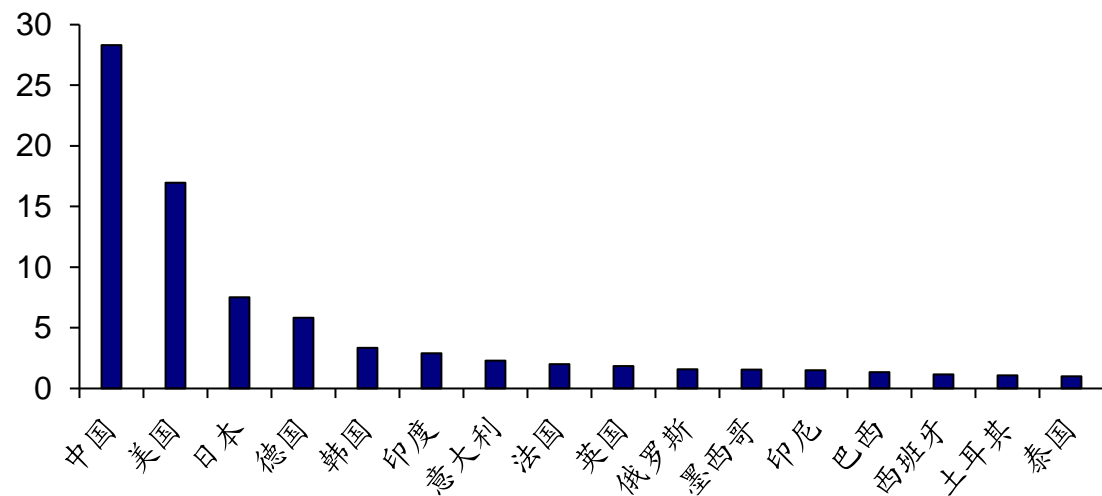
“构建新发展格局最本质的特征是实现高水平的自立自强。当前，我国经济发展环境出现了变化，特别是生产要素相对优势出现了变化。劳动力成本在逐步上升，资源环境承载能力达到了瓶颈，旧的生产函数组合方式已经难以持续，科学技术的重要性全面上升。在这种情况下，我们必须更强调自主创新。因此，在“十四五”规划《建议》中，第一条重大举措就是科技创新，第二条就是突破产业瓶颈。我们必须把这个问题放在能不能生存和发展的高度加以认识，全面加强对科技创新的部署，集合优势资源，有力有序推进创新攻关的“揭榜挂帅”体制机制，加强创新链和产业链对接，明确路线图、时间表、责任制，适合部门和地方政府牵头的要牵好头，适合企业牵头的政府要全力支持。”

--习近平总书记，《把握新发展阶段，贯彻新发展理念，构建新发展格局》，2021年

# 中国制造规模全球居首

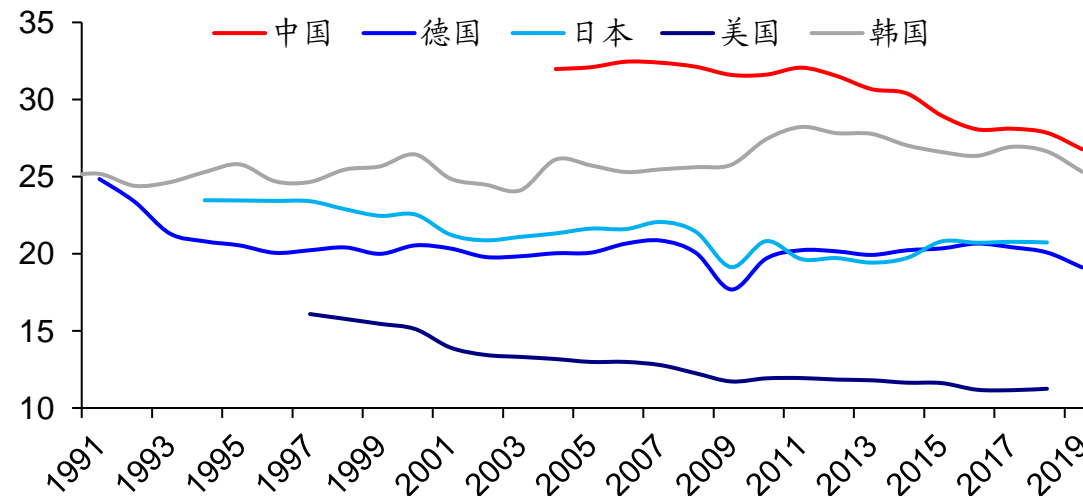
从规模看，中国制造业全球位居首位。2019年中国制造业增加值3.82万亿美元，占全球的比重达到28%，而紧随其后的美国、日本的比重仅为16.9%和7.5%。

19年世界主要国家制造业增加值占全球的比重（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

世界主要国家制造业增加值占GDP的比重（%）



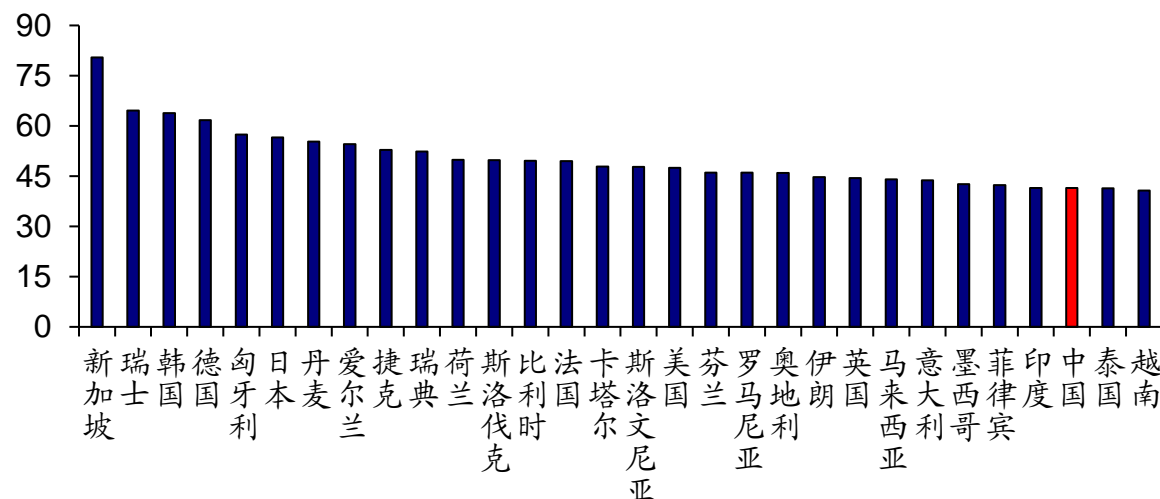
资料来源：WIND，海通证券研究所



# 中国制造质量仍需提升

从结构看，中国制造业的质量仍需提升。2018年中国的中高新技术产业占制造业增加值的比重为41.5%，而同在亚洲的韩国、日本分别为63.8%和56.6%，此外，与其他制造业大国美国和德国也有着明显差距。

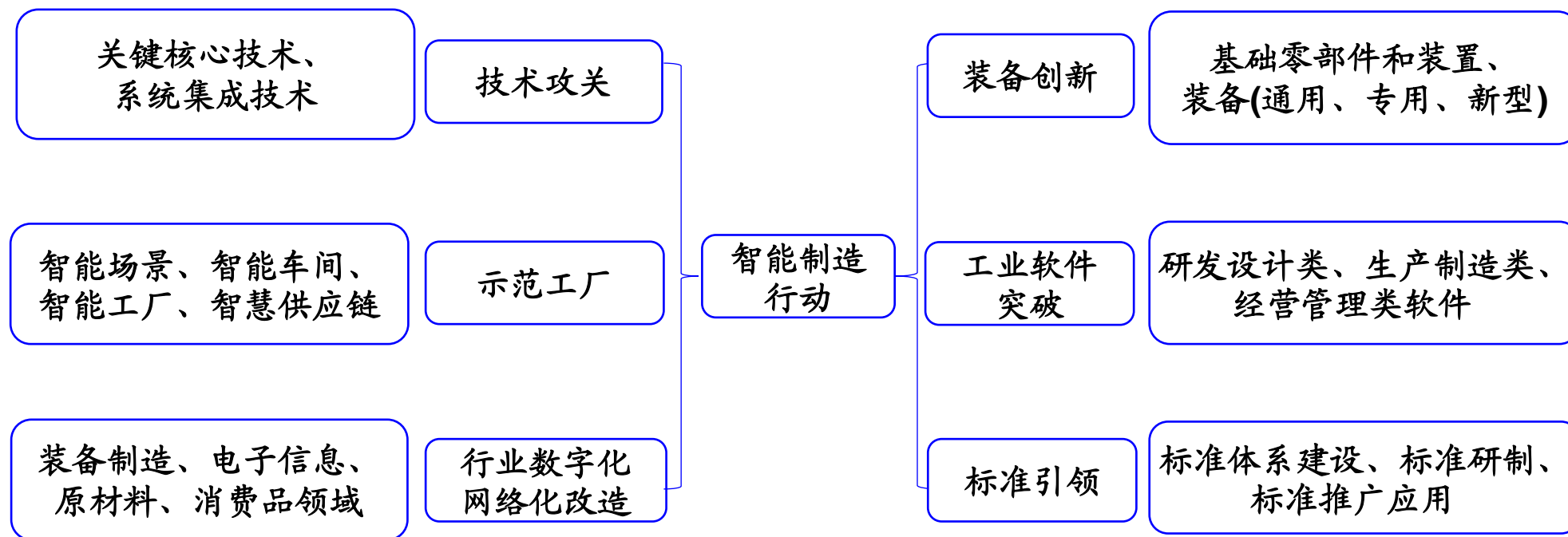
2018年主要国家中高新技术产业：占制造业增加值的比重（%）



# 智能制造：政策加速部署

今年以来，政府关于智能制造业的部署开始提速。在2021年的《政府工作报告》中，明确提出要推动产业数字化智能化改造。而在随后的十四五规划中，进一步提出深入实施智能制造工程，建设智能制造示范工厂，完善智能制造标准体系。4月14日，工信部发布了《“十四五”智能制造发展规划》（征求意见稿），并针对性地提出了6项智能制造专项行动及目标，这也意味着智能制造将在“十四五”期间迎来新的发展机遇。

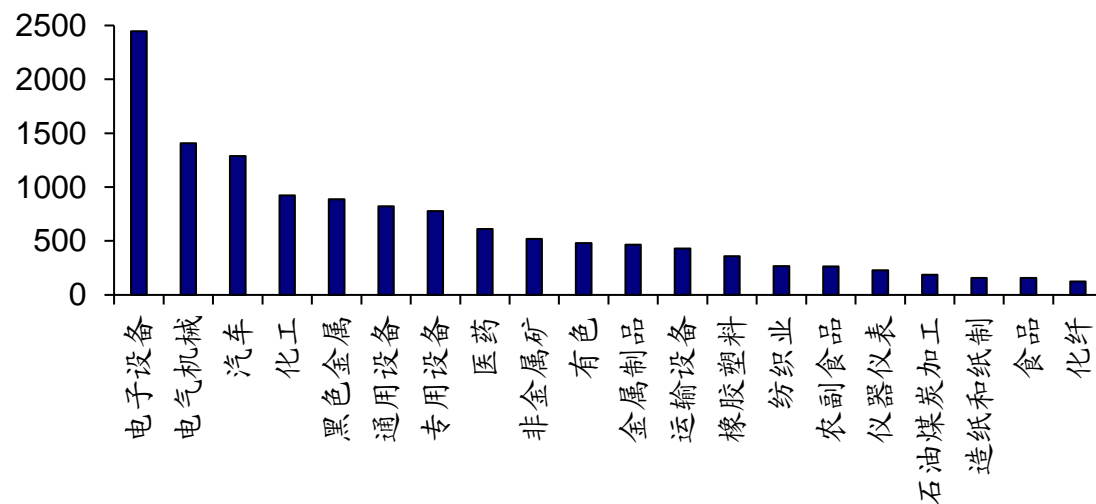
## “十四五”智能制造发展专项行动



# 智能制造：研发投入加强

在政策密集出台的同时，智能制造的研发经费投入也在加强。2019年，在规模以上工业企业中，制造业的研发经费达到1.4万亿元，其中电子设备、电气机械、汽车行业的研发投入位居前三位，分别达到2448.1亿元、1406.2亿元和1289.6亿元，合计占比38%。而这三类行业也正是我国智能制造技术应用较多的行业。

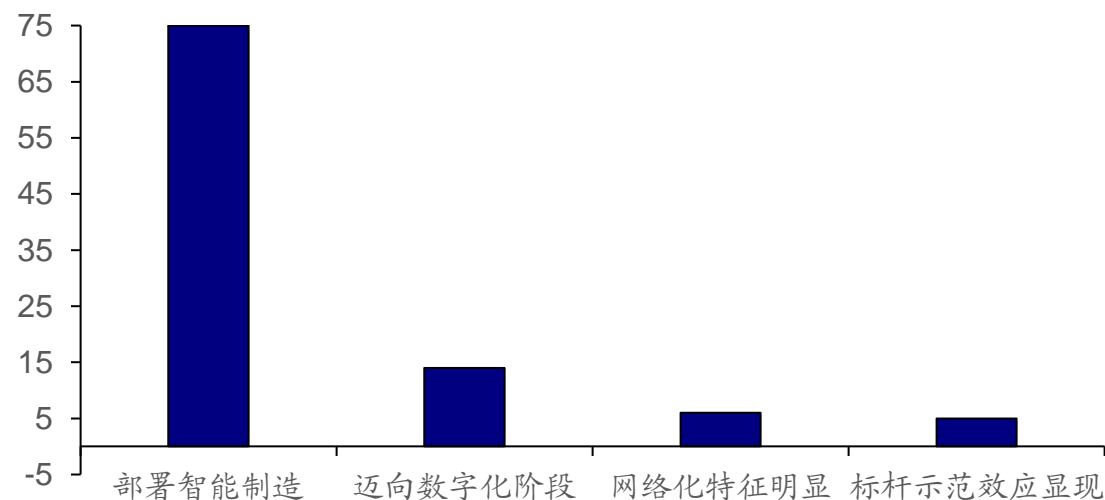
## 2019年主要制造业的R&D费用（亿元）



# 智能制造的发展：初级发展阶段

那么当前中国智造的发展水平如何呢？截至去年12月，全国1.2万多家企业对智能制造能力的成熟度参与诊断，结果发现，尽管有75%的企业开始部署智能制造，但是仅有5%的企业能够通过数据挖掘形成模型和知识，并对核心业务进行预测和优化，这说明我国的智能制造尚处于初级发展阶段。

制造业企业占比：智能制造能力成熟度水平（%）





政策支持

市场规模庞大

研究人员众多

## 分析师声明

### 梁中华：宏观经济研究

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

宏观首席分析师 梁中华

**SAC执业证书编号：S0850520120001**

**电话：021-23219820**

**Email: lzh13508@htsec.com**

# 信息披露和法律声明



## 投资评级说明

<div>1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</div>	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。