

半江瑟瑟半江红：中国经济十大结构分化

宏观经济

生产与消费。工业生产完全恢复，一季度仍表现强劲。2020Q4 在出口和投资均走强的带动下，工业增加值当季同比超 7%，已超过近年最高水平。2021Q1 工业增加值两年平均增长 6.8%，是 2015 年以来同期实现的并列最高增速。消费仍未完全恢复，波动中逐步改善。2021Q1 全国居民人均消费支出 5978 元，两年平均增长 3.9%，相比疫情前多数时期的 8% 左右甚至以上的支出增速，当前的消费仍未完全恢复。

CPI 与 PPI。CPI 总温和，3 月 CPI 同比由负转正至 0.4%，历年春节后的 3 月及二季度居民消费价格总体偏弱，因此居民消费价格在二季度走升概率不大，但低基数影响下 4、5 月份 CPI 同比将上行，预计 4 月超过 1%，5 月达到 2% 左右，6 月 CPI 同比转向回落，全年 CPI 同比均值约 1.3%。PPI 二季度冲高明显，PPI 环比快速上行的阶段或已结束，但因为去年 4、5 月 PPI 同比均大幅下跌至 -3% 以下，因此基数扰动下 4、5 月 PPI 仍将进一步上行冲高，6 月 PPI 同比预计将转向回落。

用工荒与就业难。就业趋势总体向好，但就业压力仍然存在，当前失业率相比 2020 年以前的其他年份同期仍高。一季度农村外出务工劳动力 1.74 亿人，比 2019 年同期减少 246 万人，3 月份 16-24 岁年轻人的调查失业率 13.6%，比上年同期上升。今年高校毕业生总量达 909 万人，再创历史新高。而沿海的工业和外贸大省很多企业普遍反映存在招工难的问题，一项包括 9 万多家规模以上工业企业的调查显示，约 44%（近年新高）的企业反映招工难是最大的问题。

上中下游盈利。上游、中游盈利增长最为明显，下游分化。大宗商品价格上涨带动上游及中游原材料业盈利高增长，疫情和宅经济驱动下游医药、计算机等行业盈利高增长，消费偏弱拖累下游一般消费品行业利润。

大型与中小企业。大型企业抗风险能力更强，疫情后大型与小型企业分化加大。从 PMI 数据来看，疫情之前，大企业 PMI 比小企业高 2 个百分点左右，疫情后即自 2020 年三季度以来，企业分化加大，大企业 PMI 比小企业高 3 个百分点以上。从社会消费品零售数据来看，限额以上企业社零增速在疫情前低于整体社零增速，疫情后超过社零整体增速。

中高端消费与必需品。疫情加剧收入和消费分化，中高收入群体的收入及高端消费品恢复更快，从疫情后全国居民人均收入的平均数恢复速度要快于中位数可见一斑。从消费层面看，以汽车为例，疫情后豪华轿车销量增速要显著高于乘用车整体销量增速。

固定资产投资结构。房地产投资韧性仍较强，一季度房地产开发投资复合增长 7.6%，而制造业投资在改善通道，但仍为负数，一季度制造业投资复合增长 -2%，相对偏低。基建投资相对稳健。从制造业投资内部结构看，一季度投资增速较高的行业仍是医药、计算机、通信和电子设备制造业、钢铁行业，而下游的食品、纺织服装、汽车等行业投资仍为负增长。

南方与北方经济。南方省份经济增长动力更强，北方省份经济体量占比持续回落。从 2020 年 GDP 增速来看，南方省份增长普遍要高于北方省份，经济增速排前五名的省份有四个为南方省份，除湖北外经济增长排后五名的省份均是北方省份，内蒙古、辽宁、黑龙江增长明显偏低。

人口流动与生育。广东、浙江人口大幅增长，东北人口下滑明显。广东、浙江人口大幅增长一方面是由于生育率高，另一方面是人口流入规模大。而东北地区人口负增长则一是由于出生率在全国最低，是全国仅有的三个人口自然增长率为负数的省份，二是人口也出现较大规模流出，是全国人口流出最多的三个省份。

房地产价格。核心城市房地产价格涨幅明显。在疫情之后宽松的流动性环境下，一二线热点城市房地产价格再度明显上涨，2021 年 3 月相比 2020 年 3 月，深圳、广州、宁波、银川二手房价格上涨 10% 以上，北京、上海、成都、杭州上涨 9% 左右。而南充、太原、哈尔滨、长春、天津、石家庄、济南等地二手房价格则明显下滑。

风险提示：疫情反弹，外部环境不确定性加大。

黄文涛

huangwentao@csc.com.cn

010-85130608

SAC 执证编号：S1440510120015

王泽选

wangzexuan@csc.com.cn

010-86451441

SAC 执证编号：S1440520070003

发布日期：2021 年 05 月 07 日

相关研究报告

目录

一、生产与消费	2
二、CPI 与 PPI	2
三、用工荒与就业难	3
四、上中下游盈利	4
五、大型与中小企业	5
六、中高端消费与必消品	5
七、固定资产投资结构	6
八、南方与北方经济	7
九、人口流动与生育	8
十、房地产价格	8

图表目录

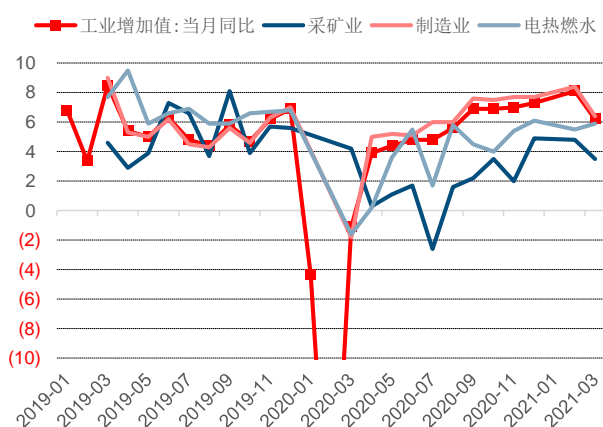
图表 1：工业增加值同比增速（%）	2
图表 2：全国居民人均消费支出同比（%）	2
图表 3：CPI 同比及环比（%）	3
图表 4：PPI 同比及环比（%）	3
图表 5：城镇调查失业率（%）	4
图表 6：季末农民工人数（万人）	4
图表 7：2021Q1 工业企业利润总额同比（%）	5
图表 8：大、中、小企业 PMI（%）	5
图表 9：全社会、限额以上企业零售总额同比（%）	5
图表 10：居民收入平均数及中位数同比（%）	6
图表 11：汽车累计销量同比（%）	6
图表 12：固定资产投资累计同比（%）	7
图表 13：主要制造业投资累计同比（%）	7
图表 14：各省 2020 年 GDP 同比（%）	7
图表 15：南方、北方 GDP 占比（%）	7
图表 16：2019 年各省常住人口净增加（万人）	8
图表 17：2020 年 3 月主要城市二手房价格同比（%）	9

一、生产与消费

工业生产完全恢复，一季度仍表现强劲。2020 年四季度，在出口和投资均走强的带动下，工业增加值当季同比超过 7%，已超过近年最高水平。2021 年一季度，规模以上工业增加值同比增长 24.5%，比 2019 年同期增长 14.0%，两年平均增长 6.8%，这仍是 2015 年以来同期实现的并列最高增速，体现工业生产仍较强劲。主要是由于我国出口、地产投资在一季度仍表现强劲，一季度我国出口同比增长 49.0%，比 2019 年同期增长 28.7%，两年平均增长 13.5%。

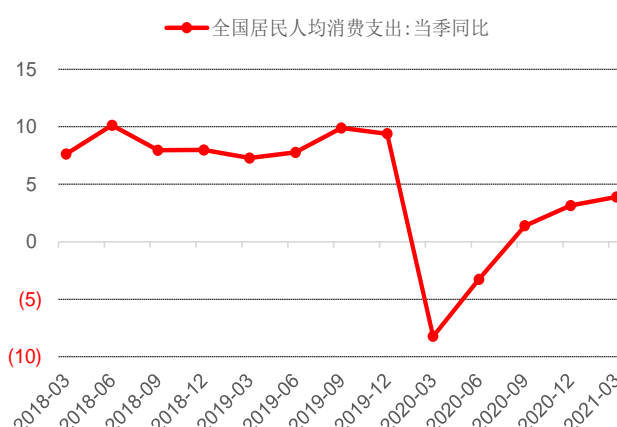
居民消费仍未完全恢复，波动中逐步改善。2021 年一季度，全国居民人均消费支出 5978 元，比上年同期名义增长 17.6%，比 2019 年一季度增长 8.0%，两年平均增长 3.9%。相比疫情前多数时期的 8% 左右甚至以上的支出增速，当前的消费仍远未完全恢复。不过 3 月以来，消费复苏改善明显，3 月社会消费品零售总额同比增长 34.2%，两年平均增长 6.3%，相比 1-2 月 3.2% 的增速已明显提升。当前我国疫苗接种率快速提升，为后期消费恢复打下良好基础，预计消费仍将持续修复，并成为全年经济增长的亮点。

图表 1：工业增加值同比增速（%）



资料来源：Wind，中信建投（2021 年数据为复合增速）

图表 2：全国居民人均消费支出同比（%）



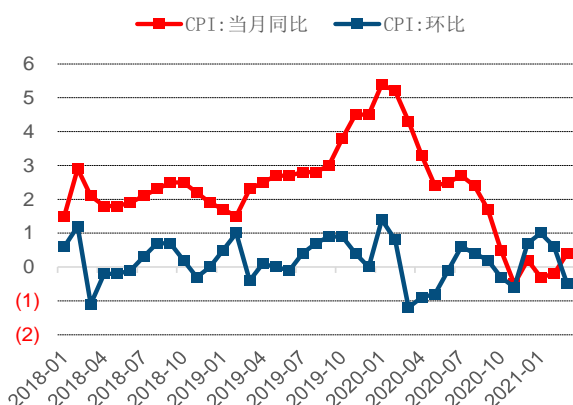
资料来源：Wind，中信建投（2021 年数据为复合增速）

二、CPI 与 PPI

CPI 总体温。3 月 CPI 环比增长-0.5%（前值 0.6%），3 月在春节消费旺季之后，物价正常季节性回落。CPI 环比虽回落，但在低基数效应下，3 月 CPI 同比由负转正至 0.4%（前值-0.2%）。往后来看，历年春节后的 3 月及二季度居民消费价格总体偏弱，CPI 环比多为负增长，因此居民消费价格在二季度走升概率不大，但低基数影响下 4、5 月份 CPI 同比将上行，预计 4 月超过 1%，5 月达到 2% 左右，6 月起 CPI 同比转向回落，全年 CPI 同比均值约 1.3%，总体上仍维持全年居民消费价同比呈现温和上涨的判断。

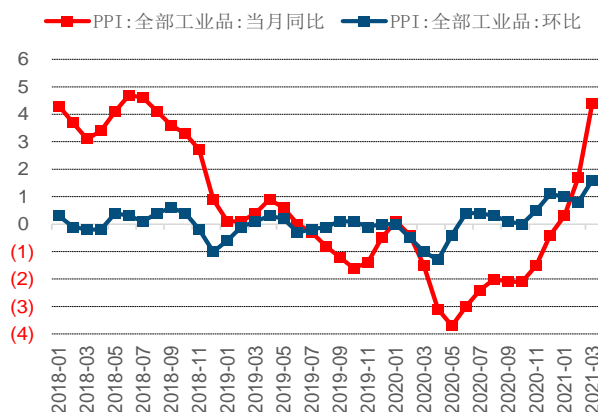
PPI 二季度冲高明显。3 月 PPI 环比上涨 1.6%（前值 0.8%）。生产资料价格上涨 2.2%（前值 1.1%），明显高于往年季节性水平，主要是由于 3 月国际市场原油价格上涨带动石油、天然气、化工品价格上涨，3 月国际市场有色金属、铁矿石价格上行带动国内黑色和有色金属价格上涨，此外工信部压缩钢铁产量的政策指引和碳中和概念亦对国内钢铁价格构成推动。上述五个行业合计影响 PPI 上涨约 1.27 个百分点，占总涨幅的八成。环比上涨带动及去年负值低基数影响下，3 月 PPI 同比大幅上涨 4.4%（前值 1.7%）。往后来看，PPI 环比快速上行的阶段或已结束，但因为去年 4、5 月 PPI 同比均大幅下跌至-3%以下，因此基数扰动下 4、5 月 PPI 仍将进一步上行冲高，6 月 PPI 同比预计将转向回落。

图表 3：CPI 同比及环比（%）



资料来源: Wind 中信建投

图表 4：PPI 同比及环比（%）



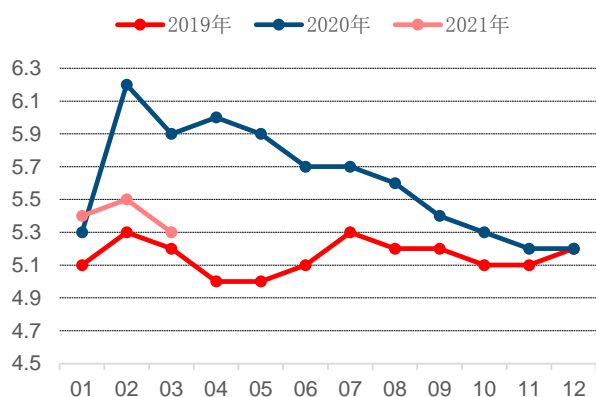
资料来源: Wind 中信建投

三、用工荒与就业难

就业趋势总体向好，但就业压力仍然存在。3 月全国城镇调查失业率为 5.3%，比 2 月份下降 0.2 个百分点，比上年同期下降 0.6 个百分点，就业形势逐步向好，但当前失业率相比 2020 年以前的其他年份同期仍高，部分重点群体就业压力仍大。一季度农村外出务工劳动力 1.74 亿人，比 2019 年同期减少 246 万人，3 月份 16-24 岁年轻人的调查失业率 13.6%，比上年同期上升。今年高校毕业生总量达 909 万人，再创历史新高，随着 6 月份毕业季的来临，青年人就业仍存在较大压力。

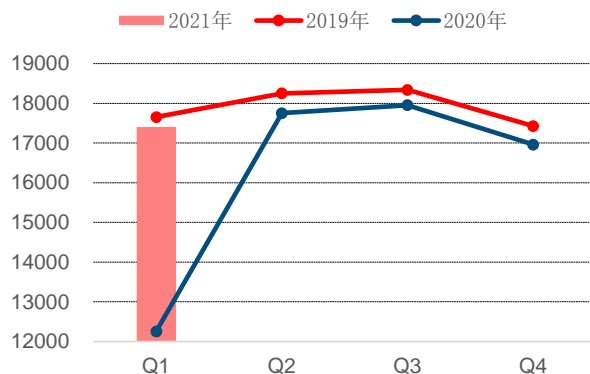
用工短缺的结构性矛盾也同时存在。国家统计局新闻发言人就 2021 年一季度国民经济运行情况答记者问中提到，沿海的工业和外贸大省很多企业普遍反映存在招工难的问题，一项包括 9 万多家规模以上工业企业的调查显示，约 44%（近年新高）的企业反映招工难是最大的问题。

图表 5：城镇调查失业率（%）



资料来源：Wind 中信建投

图表 6：季末农民工人数（万人）



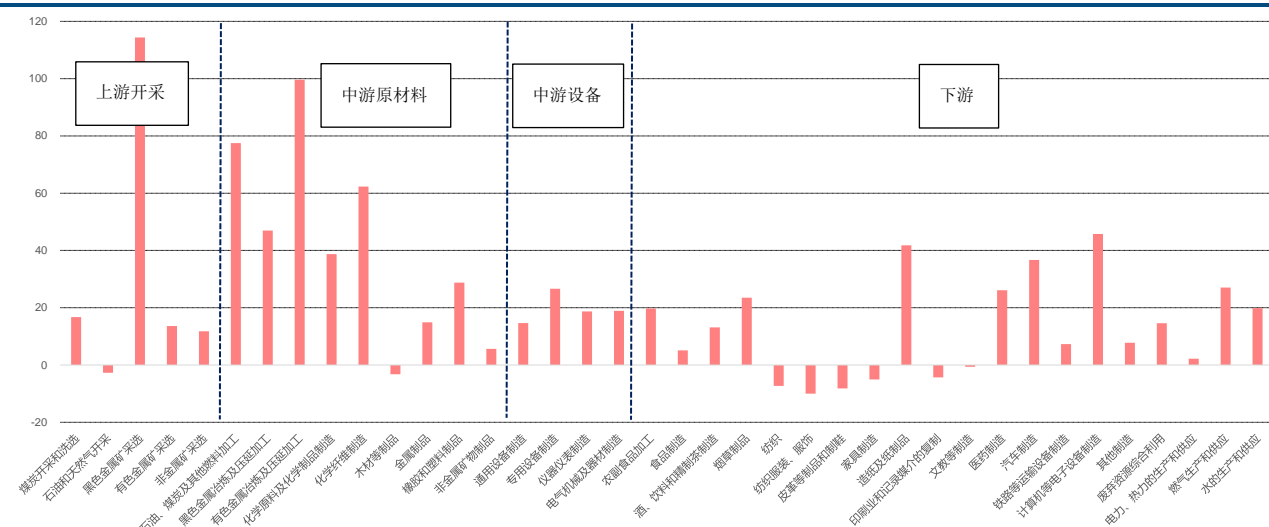
资料来源：Wind 中信建投

四、上中下游盈利

从整个工业企业上中下游的盈利来看，上游、中游盈利增长最为明显，下游分化。大宗商品价格上涨带动上游及中游原材料业盈利高增长，疫情和宅经济驱动医药、计算机等行业盈利高增长，消费偏弱拖累下游一般消费品行业利润。

具体来看，2021年一季度，上游资源开采行业如煤炭、黑色金属、有色金属、非金属开采业盈利相比2019年两年平均增长16.7%、114.4%、13.6%、11.8%。中游原材料加工业如石油、煤炭加工业、黑色金属、有色金属、化工品、金属、橡胶和塑料制品业盈利增长从15%-100%不等。中游设备制造业盈利增长15%-27%不等。下游盈利增长分化，造纸及纸制品、医药、汽车、计算机等盈利增长明显，一般消费品如纺织、服装、家具、印刷、文工体娱制品业盈利均负增长。

图表 7：2021Q1 工业企业利润总额同比（%）

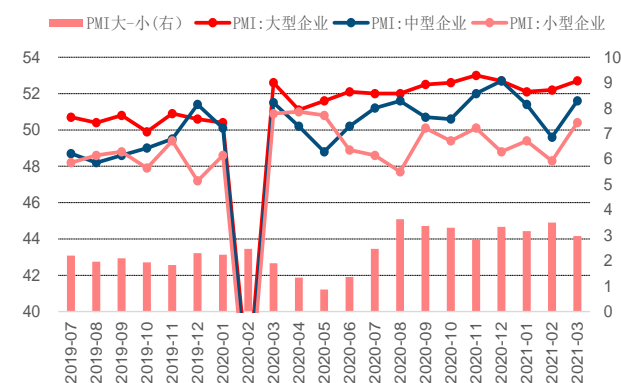


资料来源：Wind 中信建投（2021 年数据为复合增速）

五、大型与中小企业

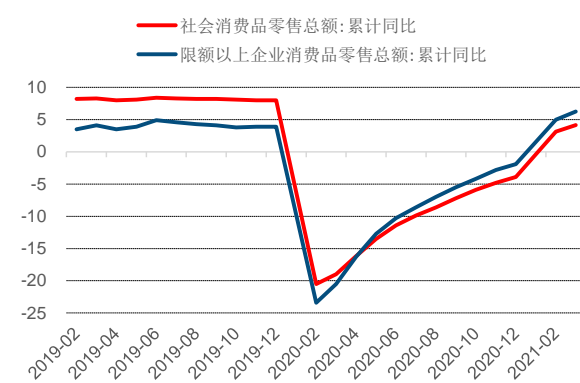
大型企业抗风险能力更强，疫情后大型与小型企业分化加大。从 PMI 数据来看，疫情之前，大企业 PMI 比小企业高 2 个百分点左右，疫情后即自 2020 年三季度以来，企业分化加大，大企业 PMI 比小企业高 3 个百分点以上。从社会消费品零售数据来看，限额以上企业社零增速在疫情前低于整体社零增速，疫情后超过社零整体增速。

图表 8：大、中、小企业 PMI（%）



资料来源：Wind 中信建投

图表 9：全社会、限额以上企业零售总额同比（%）

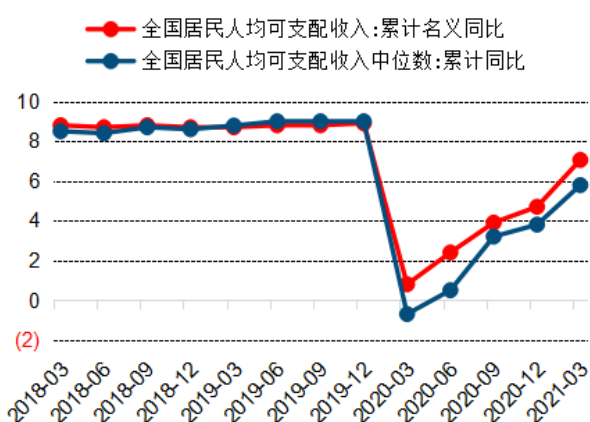


资料来源：Wind 中信建投（2021 年数据为复合增速）

六、中高端消费与必消品

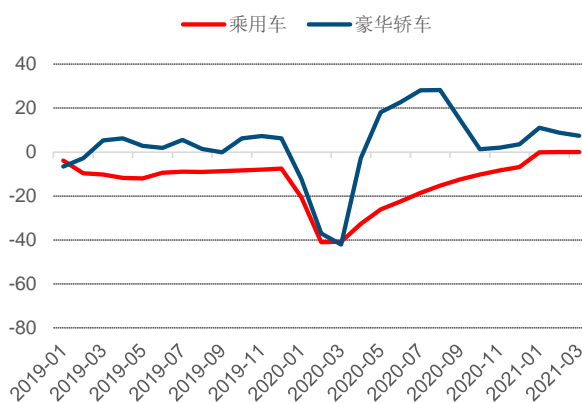
疫情加剧收入和消费分化，中高收入群体的收入及高端消费品恢复更快。疫情对劳动密集型的产业、中低收入群体直接冲击更大，2020 年金融业、房地产业、信息技术服务业 GDP 增速要高于平均水平，而交运、仓储和邮政业、批发和零售业、住宿和餐饮业等 GDP 增速要低于平均水平甚至负增长。再叠加宽松货币政策带动股票、地产等资产价格上涨，中高收入群体的收入恢复更为迅速，而中低收入群体的收入相对缓慢，从疫情后全国居民人均收入的平均数恢复速度要快于中位数可见一斑。此外，从消费层面看，以汽车为例，疫情后豪华轿车销量增速要显著高于乘用车整体销量增速。

图表 10：居民收入平均数及中位数同比（%）



资料来源：Wind 中信建投（2021 年数据为复合增速）

图表 11：汽车累计销量同比（%）



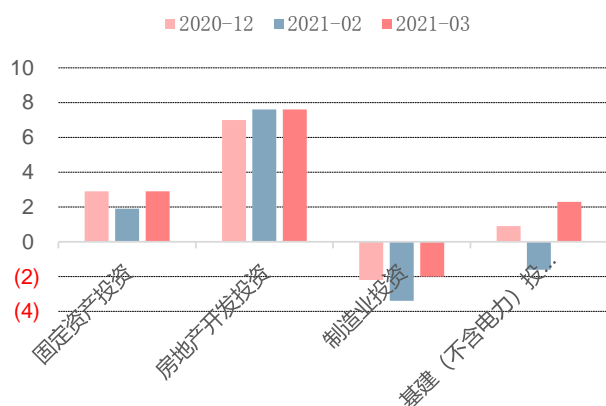
资料来源：Wind 中信建投（2021 年数据为复合增速）

七、固定资产投资结构

从大类看，固定资产投资结构有所分化。房地产投资韧性仍较强，一季度房地产开发投资累计同比增长 25.6%，复合增长 7.6%（前值 1-2 月累计增长 7.6%）。而制造业投资在改善通道，但仍为负数，一季度制造业投资累计同比增长 29.8%，复合增长-2%（前值 1-2 月累计增长-3.4%），相对偏低。基建投资相对稳健。

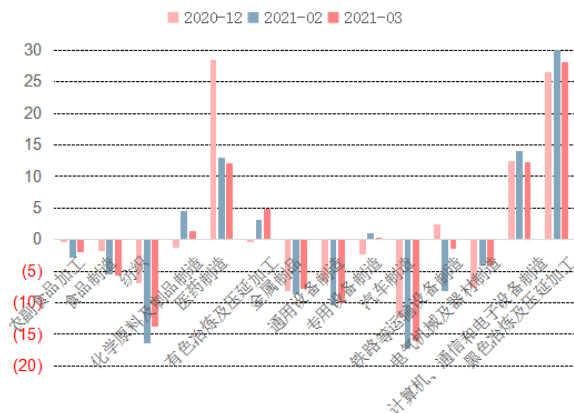
从制造业投资内部结构看，一季度制造业投资增速较高的行业仍是医药、计算机、通信和电子设备制造业、钢铁行业，医药和计算机主要是疫情和宅经济抬升上述行业景气度，此外计算机、通信和电子设备制造业还受益 5G 建设，钢铁行业高投资则是由于环保要求升级和产能置换。化工、有色业投资增速相对其他行业表现也较好，主要得益于经济复苏期的顺周期逻辑。而下游的食品、纺织服装、汽车等行业投资仍为负增长。

图表 12：固定资产投资累计同比（%）



资料来源：Wind，中信建投（2021 年数据为复合增速）

图表 13：主要制造业投资累计同比（%）

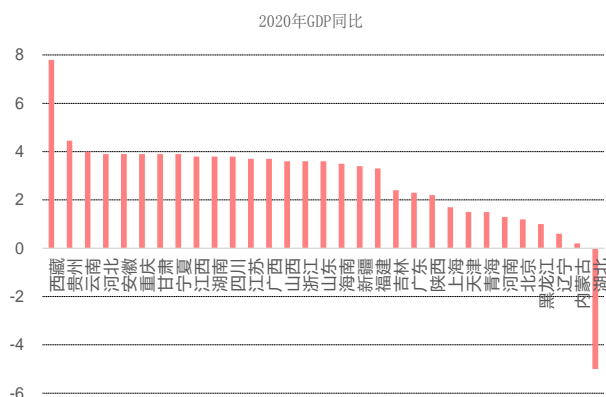


资料来源：Wind，中信建投（2021 年数据为复合增速）

八、南方与北方经济

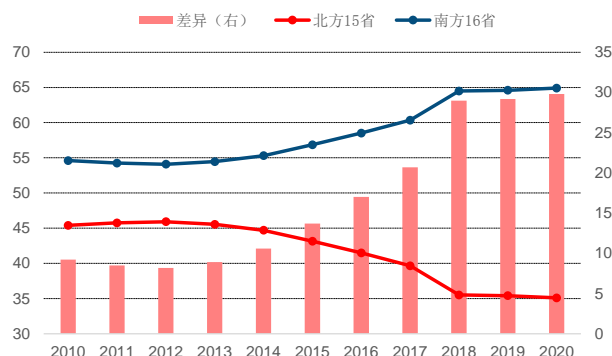
南方省份经济增长动力更强，北方省份经济体量占比持续回落。从 2020 年 GDP 增速来看，南方省份增长普遍要高于北方省份（除湖北由于疫情影响负增长）。经济增速排前五名的省份有四个为南方省份，除湖北外经济增长排后五名的省份均是北方省份，内蒙古、辽宁、黑龙江增长明显偏低。2012 年以来，北方 15 省占全国 GDP 总量的比例持续走低，从 2012 年的 45.9% 降至 35.1%，其中 2020 年下降 0.3 个百分点，降幅相比往年较低，但如剔除负增长的湖北省后，降幅仍较明显。

图表 14：各省 2020 年 GDP 同比（%）



资料来源：Wind 中信建投

图表 15：南方、北方 GDP 占比（%）



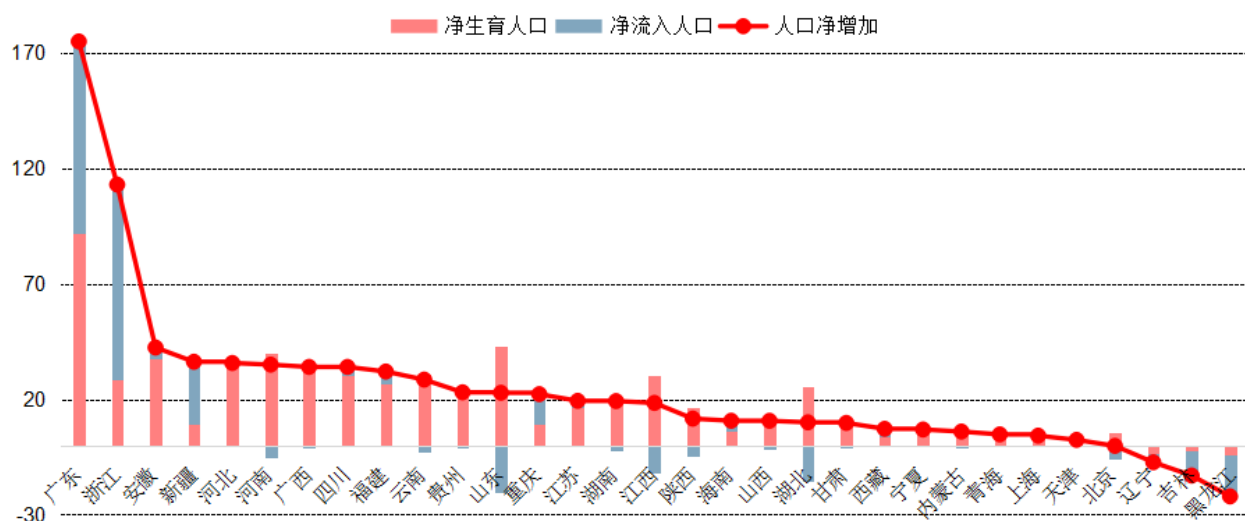
资料来源：Wind 中信建投

九、人口流动与生育

广东、浙江人口大幅增长，东北人口下滑明显。2019 年广东、浙江常住人口增量均在百万以上，分别增加 175、113 万人。其他省份人口增量多处在 10-50 万人之间，西藏、宁夏、青海、内蒙古、天津、上海人口增量低于 10 万人，北京和黑吉辽人口负增长。

常住人口增减受生育率和人口流动两方面影响。广东、浙江人口大幅增长一方面是由于生育率高，另一方面是人口流入规模大。而东北地区人口负增长则一是由于出生率在全国最低，是全国仅有的三个自然增长率为负数的省份，二是人口也出现较大规模流出，是全国人口流出最多的三个省份。

图表 16：2019 年各省常住人口净增加（万人）

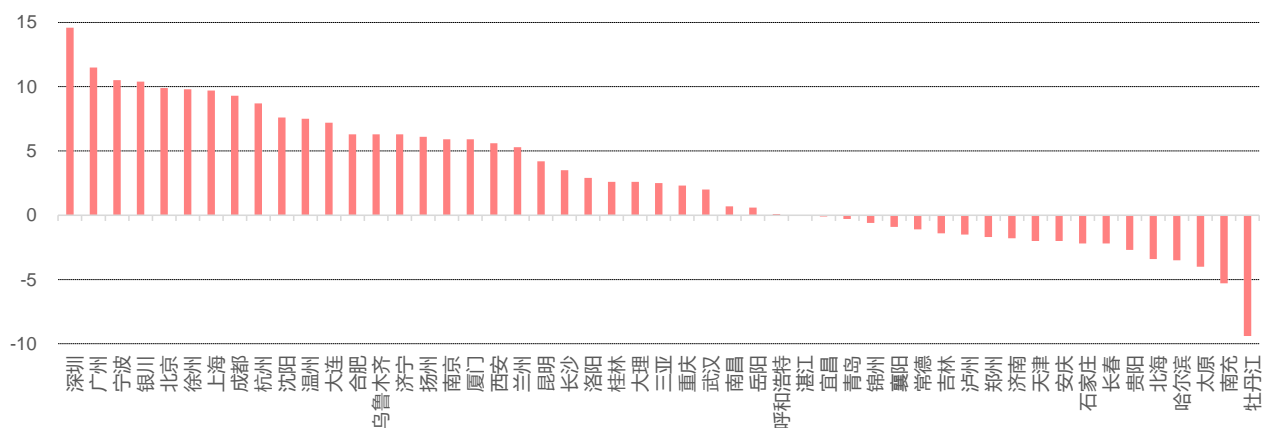


资料来源: Wind 中信建投

十、房地产价格

地产价格分化，核心城市房地产价格涨幅明显。在疫情之后宽松的流动性环境下，一二线热点城市房地产价格再度明显上涨，2021 年 3 月相比 2020 年 3 月，深圳、广州、宁波、银川二手房价格上涨 14.6%、11.5%、10.5%、10.4%，北京、上海、成都、杭州上涨 9.9%、9.7%、9.3%、8.7%。而南充、太原、哈尔滨、长春、天津、石家庄、济南等地二手房价格则明显下滑。

图表 17：2020 年 3 月主要城市二手房价格同比（%）



资料来源：Wind 中信建投

风险提示：疫情反弹超预期，外部不确定性加大。

分析师介绍

黄文涛：经济学博士，纽约州立大学访问学者，中信建投研究所联席负责人，宏观经济与固定收益首席分析师，公司投委会委员，10 余年证券行业研究经验。多年新财富、水晶球、金牛奖、保险资管协会、Wind 等最佳分析师获奖者，2016 年“新财富”固定收益组第一名。

王泽选：宏观分析师，主要负责宏观经济跟踪、数据预测、消费研究，2019 年新浪金麒麟新锐分析师，2019、2020 年 Wind 金牌分析师获奖者。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦南塔 21 楼 2016 室
电话：(8621) 6882-1612
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk