

### 核心观点

韦志超  
首席经济学家  
SAC 执证编号：S0110520110004  
weizhichao@sczq.com.cn  
电话：86-10-56511920

杨亚仙  
联系人  
yangyaxian@sczq.com.cn  
电话：86-10-56511883

王蔚然  
联系人  
wangweiran@sczq.com.cn  
电话：86-10-56511796

#### 相关研究

- 外需是当前市场的关键
- 4 月金融数据点评：内需下行更加明确
- 4 月物价数据点评：通胀符合预期，流动性暂时平稳

- 5 月 17 日，统计局公布经济数据，其中消费较弱，外需支撑生产保持较高增速，投资进一步修复，当前外需仍然是经济的关键，如果未来三个月外需见顶回落，经济下行压力可能会增大。
- **消费明显走弱，疫情仍有影响。**4 月社会消费品零售总额两年复合增速较 3 月份走低 2 个百分点。季调后的环比增速为近 5 年来最低水平，环比和同比增速均显示 4 月消费走弱。一是受制于疫情的影响，清明假期的消费数据与疫情前仍有较大差距，5 月局部地区疫情再起，对消费可能仍有压制；二是疫情对乡村消费有更大的压制。相比于商品零售，餐饮收入下行幅度相对更小，分类别看，各类商品复合增速均有所下行，但汽车类下行幅度最大。家具增速提升、家用电器及音像器材类、建筑及装潢材料类仅小幅下行，说明地产后周期类消费仍然较强。
- **生产保持高增，外需强劲是主因。**4 月规模以上工业增加值两年复合增速为 6.8%，较 3 月份上升 0.6 个百分点。出口的强劲拉动作用是主要原因，但 4 月社融和消费的下行或表明内需走弱已成事实。分行业看，制造业提供了较大支撑。制造业内部也出现了一定的分化，与 3 月份相比，上游高耗能行业多数走弱，碳中和政策的影响可能仍在发酵，中下游行业普遍走强。但服务业生产进一步走低，疫情的影响仍在持续，5 月份局部地区有零星疫情扩散，或对服务业有进一步的压制。
- **投资增速换挡，制造业可能走强。**固定资产投资方面，累计复合增速从 2 月 0.96% 连续回升至 4 月的 3.27%，保持修复但尚未达到疫情前 5%-6% 的水平。当前房地产需求仍然具有韧性，投资仍然不弱，从上月 7.7% 回升至 10.3%；基建方面由于财政支出相对较慢，4 月基建投资同比回落 3.2% 至 2.4%。制造业投资受企业盈利能力提升以及相对低利率环境影响逐步回升，仍有上行空间。
- 总体来看，内需走弱趋势不改，外需支撑生产高景气，企业盈利能力提升拉动制造业投资走强，政策收紧下房地产需求不弱。未来三个月外需如果回落，国内经济下行压力将增大，大宗商品价格也可能随之见顶，建议紧密跟踪各项经济指标的变化，适时操作。一旦商品价格见顶确认，空商品、多债券是占优策略。

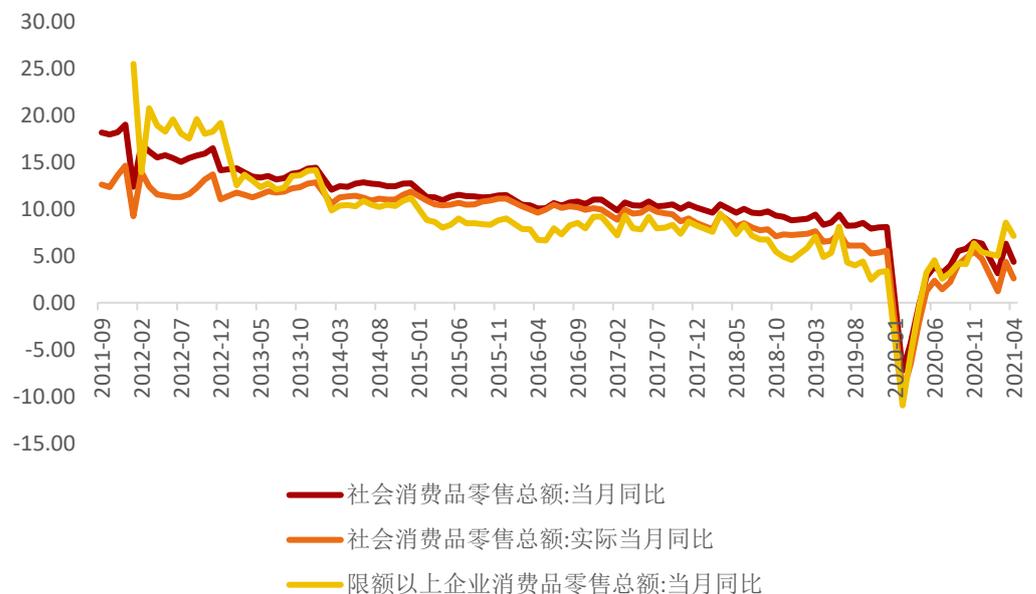
风险提示：全球经济修复不及预期

## 1 消费明显走弱，疫情仍有影响

4月社会消费品零售总额同比录得17.7%，远低于市场预期增长23.9%，前值34.2%。两年复合增速为4.3%，较3月份走低2个百分点。季调后的环比增速为0.32%，为近5年来最低水平，环比和同比增速均显示4月消费走弱。

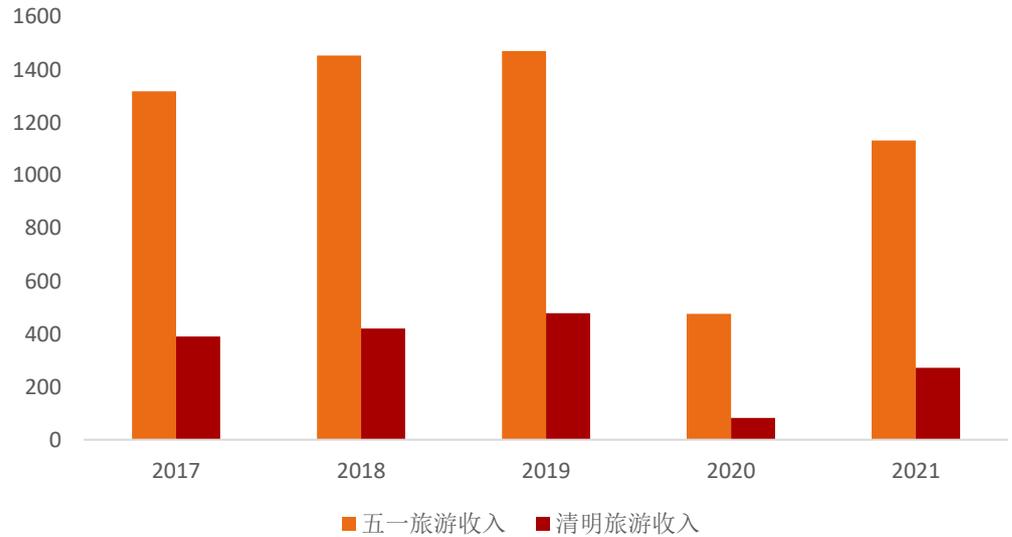
可能有以下原因：一是受制于疫情的影响，清明假期的消费数据与疫情前仍有较大差距，仅恢复至57%，而五一假期消费数据基本恢复至疫情前77%。近期部分地区疫情再起，对消费的压制可能仍将继续；二是城乡消费结构的变化。可以看到疫情前，乡村消费增速始终平稳大于城镇消费增速，疫情后二者差距逐渐缩小，甚至2月就地过年政策下，城镇消费增速大幅高于乡村消费增速，4月城镇复合增速与乡村复合增速基本持平，1-4月城镇累计复合增速为4.4%，大于乡村累计复合增速3.5%，说明疫情对乡村消费有更大的压制。

图 1：社会消费品零售总额明显走低（当月同比复合增速）



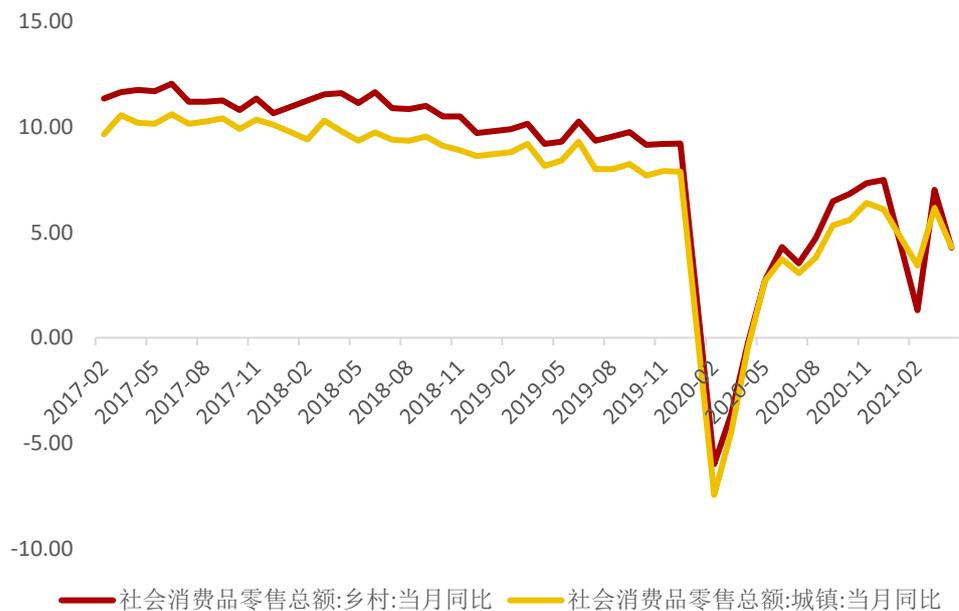
资料来源：Wind, 首创证券

图 2：清明和五一旅游收入对比（五一按可比 5 天折算）



资料来源：Wind, 首创证券

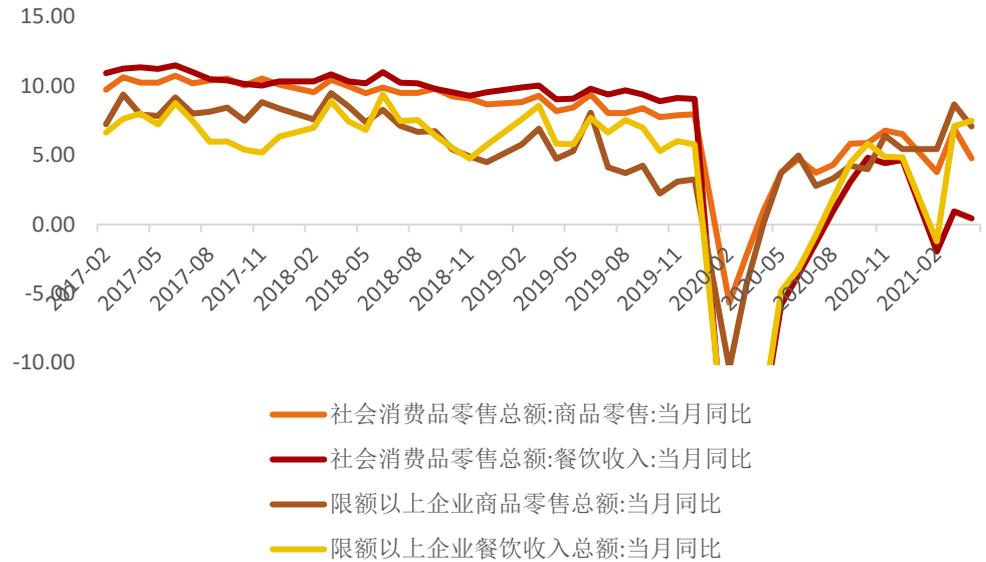
图 3：城乡消费结构有所变化（当月同比复合增速）



资料来源：Wind, 首创证券

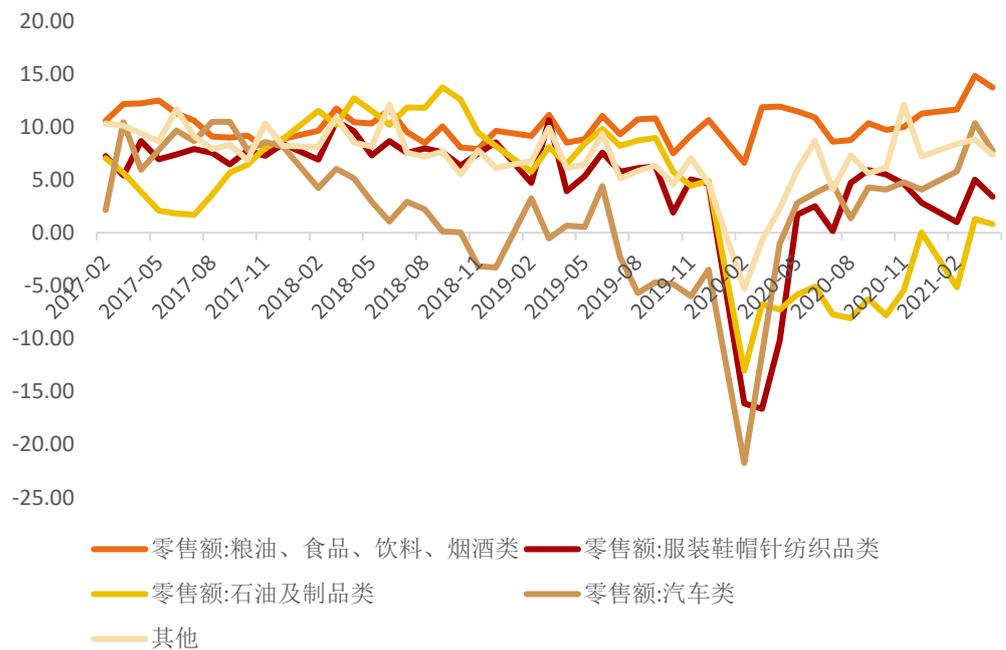
其中，相比于商品零售，餐饮收入下行幅度相对更小，限额以上企业餐饮收入增速略有提升；分类别看，各类商品复合增速均有所下行，但汽车类下行幅度最大。具体从分项来看，仅烟酒、家具和金银珠宝类商品增速小幅提高。另外，家用电器及音像器材类、建筑及装潢材料类仅小幅下行，说明地产后周期类消费仍然较强。

图 4：仅限额以上企业餐饮收入增速提升（当月同比复合增速）



资料来源：Wind, 首创证券

图 5：分类别社会消费品零售总额同比：复合增速



资料来源：Wind, 首创证券

## 2 生产保持高增，外需强劲是主因

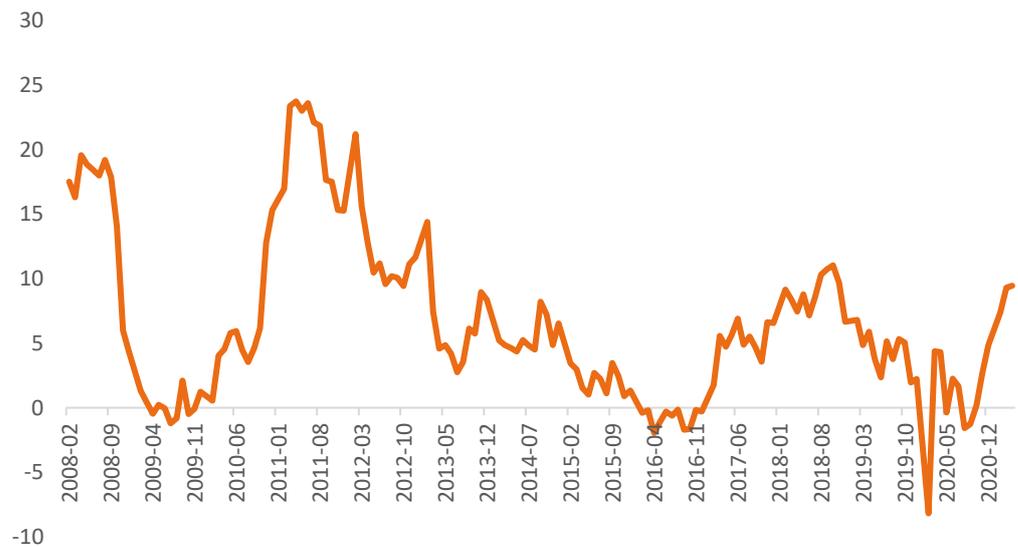
4月规模以上工业增加值同比录得9.8%，低于市场预期值11%，前值14.1%。两年复合增速为6.8%，较3月份上升0.6个百分点。出口的强劲拉动作用是工业增加值增速高企的主要原因。4月份出口交货值复合增速进一步增加0.2个百分点至9.5%，处于近5年历史高位。因此，后续外需的强弱对于工业增加值的增速至关重要，但4月社融和消费的下行或表明内需走弱已成事实。

图 6：工业增加值保持高增（当月同比复合增速）



资料来源：Wind, 首创证券

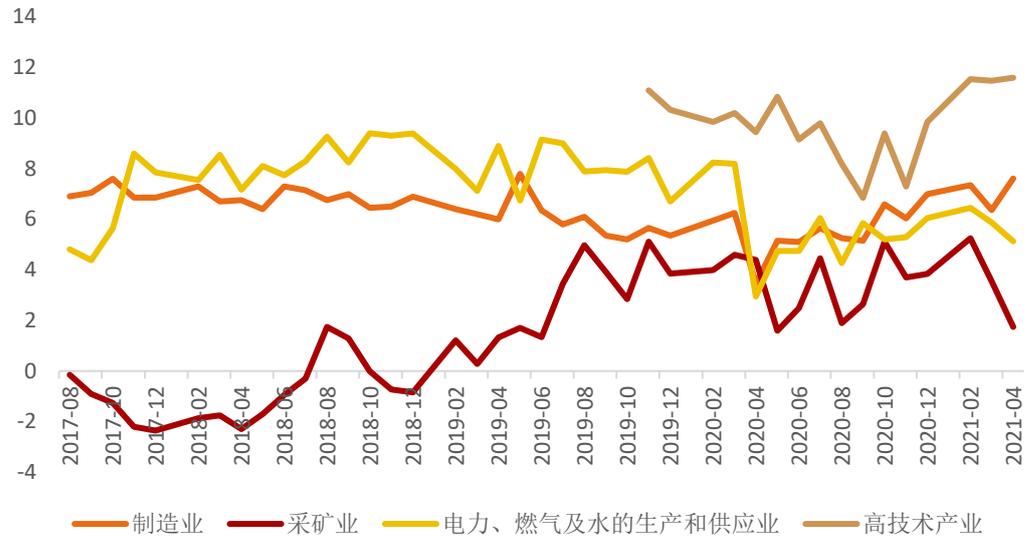
图 7：出口交货值处于高位（当月同比复合增速）



资料来源：Wind, 首创证券

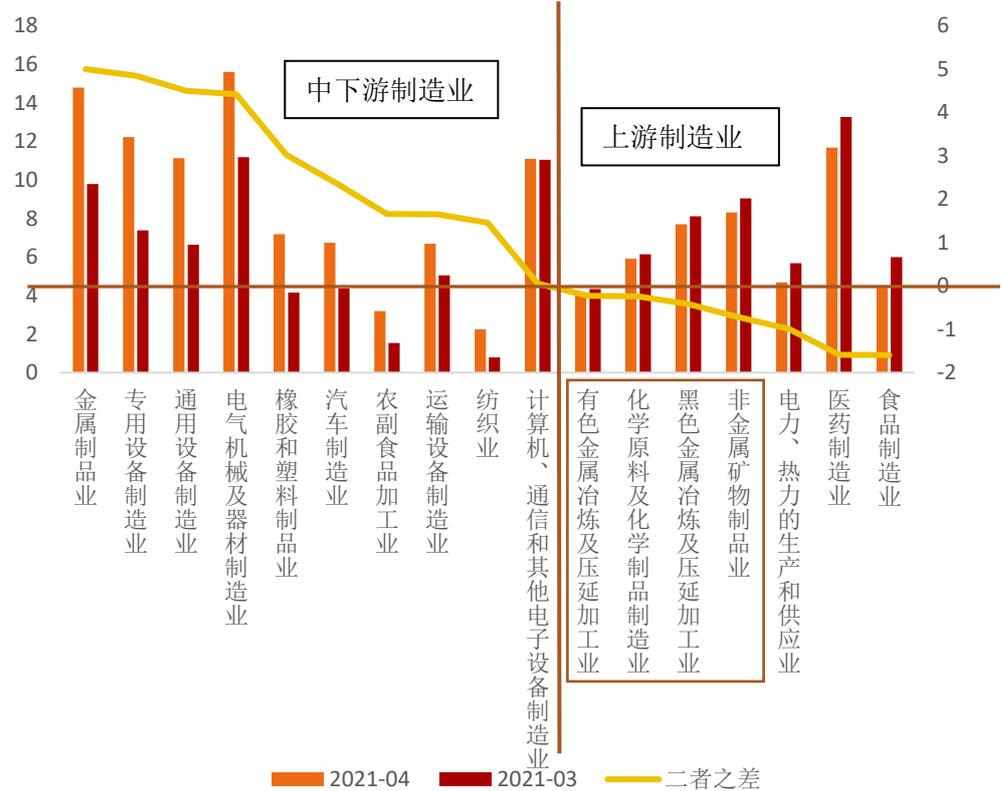
分行业来看,制造业提供了较大支撑,其两年复合增速大幅提升1.2个百分点至7.6%,高技术产业复合增速基本持平3月份,采矿业以及电力、燃气及水的生产和供应业走弱,尤其是采矿业,大幅下行0.8个百分点。制造业内部也出现了一定的分化,与3月份相比,上游高耗能行业多数走弱,如有/黑色金属冶炼及压延工、非金属矿物制品业等,碳中和政策的影响可能仍在发酵。中下游行业普遍走强,一方面1-2月就地过年库存累积较多,3月份集中去库,因此4月补库需求较强;另一方面外需强劲叠加大宗商品价格的大幅走高推动企业加快生产。

图 8：制造业增长强劲（当月同比复合增速）



资料来源：Wind, 首创证券

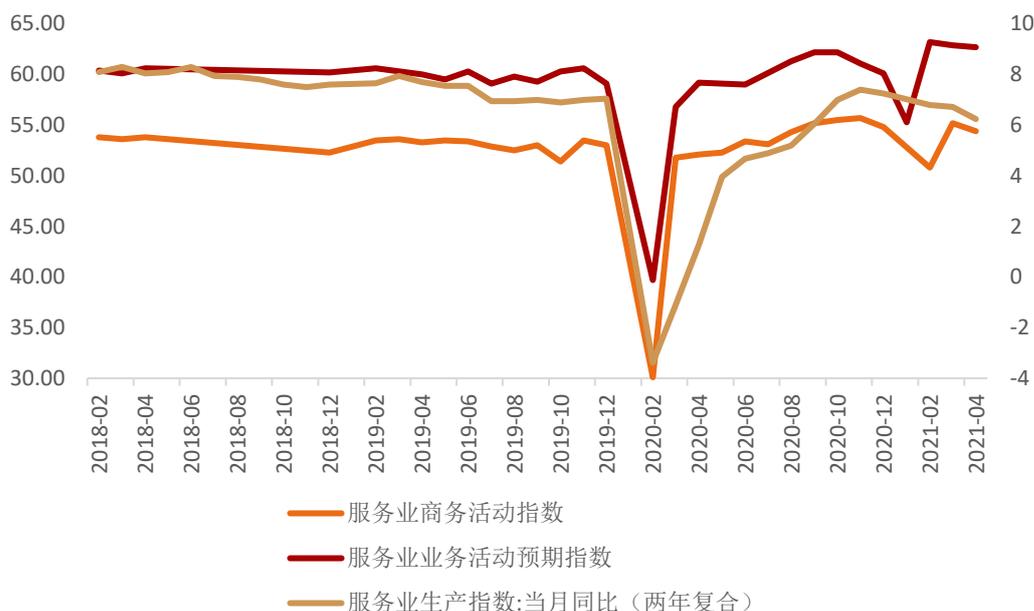
图 9：中下游制造业增长加速，上游制造业增速放缓（当月同比复合增速）



资料来源：Wind, 首创证券

但服务业生产进一步走低，服务业生产指数两年复合当月同比增速走弱 0.5 个百分点至 6.2%，疫情的影响仍在持续，4 月服务业 PMI 指数的走弱也说明服务业的修复速度放缓。5 月份局部地区有零星疫情扩散，或对服务业有进一步的压制。

图 10: 服务业生产指数



资料来源: Wind, 首创证券

### 3 投资增速换挡，制造业可能走强

固定资产投资方面，累计复合增速从 2 月 0.96% 连续回升至 4 月的 3.27%，保持修复但尚未达到疫情前 5%-6% 的水平。房地产投资当月复合增速从 7.7% 上升至 10.3%，当前房地产需求仍然具有韧性，商品房成交面积高于 2017 年以来的季节性水平，房地产投资仍然不弱，从上月 7.7% 回升至 10.3%；基建方面由于财政支出相对较慢，4 月基建投资同比回落 3.2% 至 2.4%。

图 11: 30 大中城市:商品房成交面积:周度月平均(万平方米)



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_19603](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19603)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>