

增长动能逐步减缓 经济增长下半年回落

2021年4月经济数据点评

核心内容:

分析师

- **经济增速走平** 4月份经济增长已经确定走平，后疫情时期高速增长已经结束，经济增长可能在一段时间内保持平稳直至增长动能反转。

从经济运行上来看，2季度经济仍然能够保持平稳运行，预计3、4季度经济增速处于持续下滑。全球疫情没有结束之前，我国经济增速下滑速度仍然有限。由于1季度经济增速较好，我们认为即使下半年经济增速下滑，货币政策宽松的余地仍然较小，社会融资增速和信贷增速下滑可能会持续至6月份，之后保持低位平稳。
- **工业生产高位回落，多重压力下5月仍然不乐观** 工业增加值增速回落，工业生产渐趋平稳，逐步回归至往年水平。我国工业生产环比同比均出现回落，主要是因为：(1) 内需修复持续低于预期，企业去库存速度较慢，带动了内需产业生产增速下行，汽车等行业生产下行；(2) 各国生产恢复下，劳动密集型产业的生产下滑，如纺织业回落。我国有生产优势的产业仍然较为强势，如电气机械和器材制造；(3) 原材料的大幅上行已经阻碍了企业接单的能力，这一点会在5月份表现的更加明显；(4) 基建投资持续下滑，房地产投资小幅回落均拉低工业生产；(5) “碳中和”下行业制定了较为严格的限产措施，会进一步压低工业生产，如煤炭采选业。
- **消费增长低于市场预期** 社会零售品消费总额上行幅度减缓，4月份消费增速低于市场预期，我国消费恢复仍然较为缓慢。4月份可选消费和必选消费品上，必选消费品和可选消费品消费增速均有所回落，必选消费品回落速度高于可选消费品。2021年，我国社会消费品零售总额增速仍然处于缓慢恢复的状态，但由于居民收入水平和消费水平仍然处于较低的位置，消费的恢复速度偏缓，预计全年在13.3%左右，除1季度外，消费增速约在8.8%左右。
- **投资继续平稳** 2021年1-4月份投资缓步下滑，基建投资不及预期，房地产投资仍然旺盛，制造业投资继续回升，预计2季度开始投资保持平稳。
- **房地产投资仍然强势** 房地产行业压力仍然较大，政策对房地产越加收紧，房地产公司对来自居民的资金依赖更大。但新房开工并未出现大幅增长，新房开工不提升则意味着未来房地产投资完成额上升速度会减缓。2021年预计房地产投资完成额会达到15万亿左右，预计投资增速在5%-6%。
- **基础设施投资回落** 基建总额受限，同时地方政府杠杆率被严格控制，基建增速年内可能偏低。
- **制造业投资平稳回升** 制造业投资处于持续回升的状态，4月份制造业投资额1.80万亿，投资额较为平稳。最新的数据显示，出口导向性行业利润增速快速下滑，相关制造业投资增速会有所减缓。

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码: S0130515030003

一、经济增速走平

4月份经济增长已经确定走平，后疫情时期高速增长已经结束，经济增长可能在一段时间内保持平稳直至增长动能反转。

4月份从三驾马车来看，出口持续超预期，固定资产投资保持平稳，社会消费零售总额低于预期。出口4月份再创新高，我国出口产品仍然保持可观的增速，并且出口势头保持较好。固定资产投资中，房地产投资仍然较为稳健，4月份单月投资增速在13.6%；基建投资增速快速下滑，尤其是铁路投资增速下滑较快，全年基建投资可能小幅下滑；制造业投资仍然在平稳上行，但要注意到出口企业利润增速已经快速回落，医药仍然保持平稳，汽车利润增速下滑，制造业投资增速现阶段温和上行。社会消费品零售总额温和上行，上行速度不及预期，居民消费增速修复仍然需要时间。

生产方面来看，4月份生产景气度继续回落，生产可能在未来持续回落，生产动能在逐步减缓。

从经济运行上来看，2季度经济仍然能够保持平稳运行，预计3、4季度经济增速处于持续下滑。全球疫情没有结束之前，我国经济增速下滑速度仍然有限。由于1季度经济增速较好，我们认为即使下半年经济增速下滑，货币政策宽松的余地仍然较小，社会融资增速和信贷增速下滑可能会持续至6月份，之后保持低位平稳。

二、工业生产高位回落，多重压力下5月仍然不乐观

工业增加值增速回落，工业生产渐趋平稳，逐步回归至往年水平。2021年4月份，规模以上工业增加值同比增长9.8%，比上月下行4.3个百分点，低于市场预期11%。4月份规模以上工业增加值同比2019年上行14.1%，两年平均增长6.8%。制造业PMI显示4月份制造业生产和订单均有所回落，我国生产进入淡季，生产高峰已过，未来生产可能逐步回归正常水平。

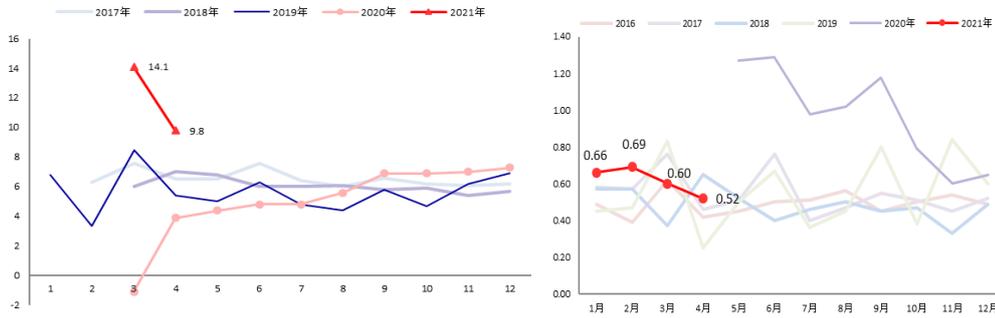
4月份规模以上工业增加值比上月增长0.52%，工业增加值环比增长已经回到5年平均水平，工业增加值增速环比已经回到正常水平，当基数效应消退，工业增加值增速会恢复正常（6%）。

我国工业生产环比同比均出现回落，主要是因为：（1）内需修复持续低于预期，企业去库存速度较慢，带动了内需产业生产增速下行，汽车等行业生产下行；（2）各国生产恢复下，劳动密集型产业的生产下滑，如纺织业回落。我国有生产优势的产业仍然较为强势，如电气机械和器材制造；（3）原材料的大幅上行已经阻碍了企业接单的能力，这一点会在5月份表现的更加明显；（4）基建投资持续下滑，房地产投资小幅回落均拉低工业生产；（5）“碳中和”下行行业制定了较为严格的限产措施，会进一步压低工业生产。

由于黑色系商品价格飙升压低了企业利润，使得企业接单能力下行，同时去年的技术效应逐步下滑，工业生产景气度虽然保持中等偏上，但工业增加值增速会逐步回落，预计5月份增速为7.7%，2季度工业增加值增速会在7.8%左右。

图1：工业增加值同比增速下滑（%）

图2：工业增加值环比增速走低（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

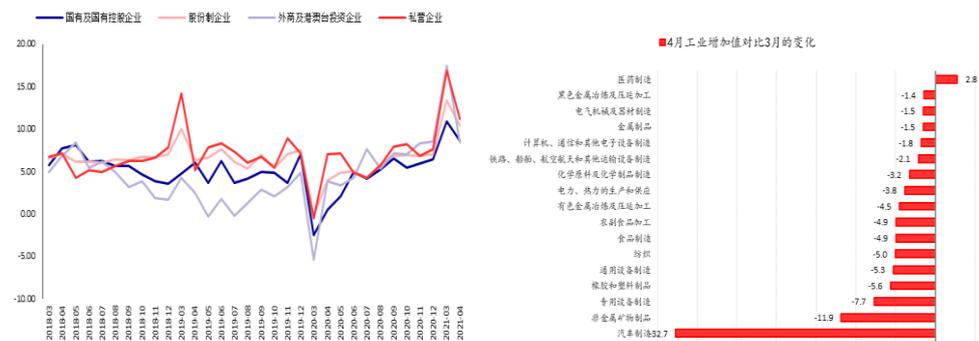
制造业增速下滑速度最快,这也与2020年4月份制造业率先修复有关,出口仍然在支持制造业生产。4月份工业出口交货值同比增长18.5%,出口交货值达到11,584亿元,仍然处于较高水平。

从企业类型来看,外商及港澳台投资企业生产回落速度最快,其次是私营企业。随着海外生产逐步上行,外商企业生产下滑速度最快可以预期。私营企业由于去年4月份生产恢复较快,所以基数效应下下滑速度加快。

从行业来看,电气机械及器材制造业、金属制品和医药制造业生产增速最高。汽车生产大幅回落,比上个月下行了32.7个百分点,去除基数效应,汽车生产景气度也在下行。非金属矿物制品业生产也出现大幅下滑,在商品价格不断创新高的过程中,山西等主产区仍然在限产,带来了整个行业生产的回落。出口相关产品生产景气度仍然较高,医药、电气机械及器材制造、计算机、通信和其他电子设备制造业生产只有小幅回落,但专用设备和通用设备类生产回落较多,下游传导到中游的链条有所断裂。黑色金属冶炼及压延加工业生产仍然较为旺盛,虽然唐山钢铁高炉开工率下滑,但整体钢铁产业产量仍然保持稳定。

图3: 外商投资企业生产下滑最快 (%)

图4: 汽车下滑速度最快 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、消费增长低于市场预期

社会零售品消费总额上行幅度减缓,4月份消费增速低于市场预期,我国消费恢复仍然较为缓慢。4月份社会零售总额33,153亿元,增长速率为17.7%,低于市场预期的24%;与2019年相比增长8.39%,两年平均增速为4.19%。居民消费仍然处于逐步修复阶段,但上行速度已

经减缓，我国居民收入没有完全修复，居民支出减弱，同时疫情仍然没有结束，居民仍然没有恢复正常的消费增速。

图 5：2021 年 4 月消费额缓步上行 (%)

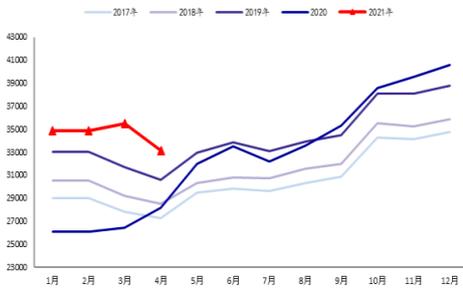
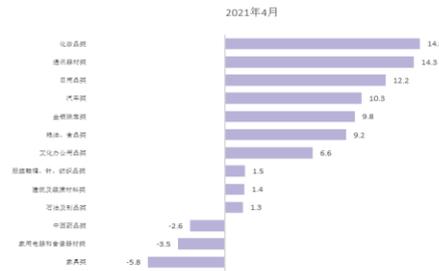


图 6：两年 4 月平均消费增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

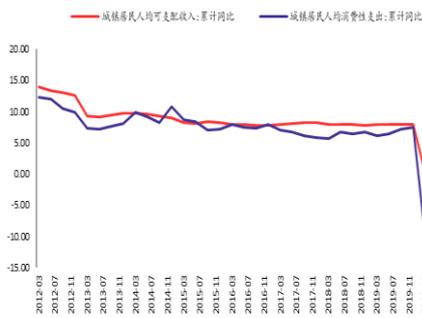
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

从居民收入和支出来看，2021 年 1 季度城镇居民收入有所恢复，但支出仍然偏弱。与 2019 年 1 季度对比，城镇居民收入增速增长 12.78%，两年平均增长 6.39%，城镇居民支出增长 4.67%，两年平均增长 2.33%。可以看到，1 季度居民收入增长有所修复，但支出仍然较弱。

4 月份可选消费和必选消费品上，必选消费品和可选消费品消费增速均有所回落，必选消费品回落速度高于可选消费品。现阶段，居民消费仍然偏保守，疫情结束后居民消费才会缓慢恢复正常。

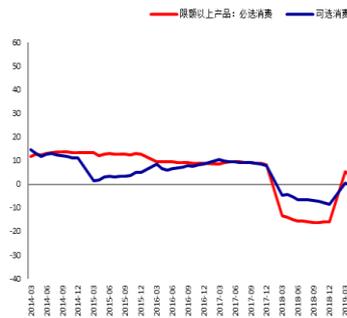
从行业来看，4 月份汽车消费快速下滑，4 月份汽车消费额 3,685 亿元，汽车消费仍然处于高位，但较今年以来的消费额明显下滑。原油消费 4 月份回落，鉴于原油价格已经上行，消费增速回落代表着居民出行下滑。从人口增长的角度来看，年内汽车消费可能消费平稳，而 2022 年才是汽车消费增长的开始。其他商品消费均有小幅下滑，4 月份消费弱于 3 月符合历史规律，我国消费增长仍然偏弱。

图 7：人均可支配收入和支出 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

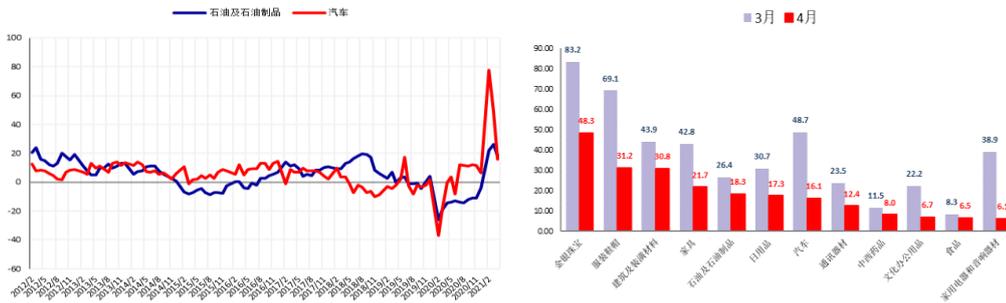
图 8：必选消费和可选消费 (%)



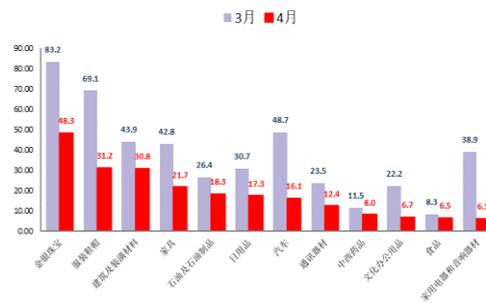
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 9：汽车消费回落 (%)

图 10：4 月份商品消费情况 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2021年,我国社会消费品零售总额增速仍然处于缓慢恢复的状态,但由于居民收入水平和消费水平仍然处于较低的位置,消费的恢复速度偏缓,预计全年在13.3%左右,除1季度外,消费增速约在8.8%左右。

四、房地产强势,基建回落,制造业平稳

2021年1-4月份投资缓步下滑,投资额小幅不及预期。基建投资不及预期,房地产投资仍然旺盛,制造业投资继续回升。基建投资受到政府建设资金减少的影响年内可能负增长,房地产投资虽然仍然旺盛但受到政策压制,制造业投资受到利润影响持续恢复,预计2季度开始投资保持平稳。

2021年1-4月份,固定资产投资额143,804亿元,同比增长19.9%;比2019年同期增长8.0%,两年平均增长3.9%。1-4月份,房地产投资依然强势,而基建投资增速4月份快速回落,制造业投资走低。

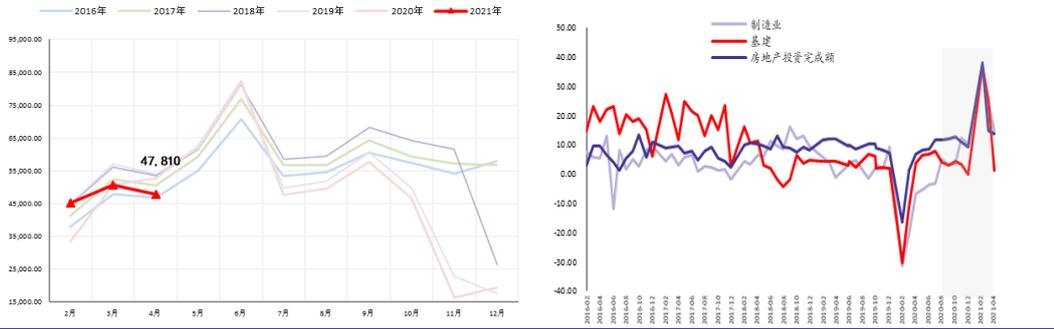
4月份固定资产投资额小幅下滑,单月增长量低于2019年水平。4月份单月制造业投资额1.80万亿,高于2019和2020年水平,与上月基本持平。4月份基建投资增加额1.19万亿,投资下滑,4月份基建投资增速快速回落,当月投资增速仅有1.17%。房地产投资保持强势,单月投资额1.26万亿,比上个月的1.35万亿略有回落,当月投资增速仍然录得13.68%,仍然较有活力。4月份其他产业投资大幅下滑,社会固定资产投资额保持稳定是房地产和制造业推动。

固定资产投资增速逐步回落,4月份房地产和制造业投资额仍然较为平稳,下游需求支撑投资。基建投资4月份快速下滑,但全年基建投资额仍然保持平稳,预计下半年基建能有小幅会回。未来房地产投资额稳定,投资增速会在下半年回落,尤其是受到严格政策打压的情况下,下半年的投资增速不容乐观。制造业投资仍然在稳步增长阶段,但鉴于下游需求修复仍然是温和的,中美贸易之间的不稳定性,下游制造业投资可能仍然是偏谨慎的。

4月份固定资产投资中制造业投资贡献最大,制造业投资额占总投资额的34.08%。房地产受到疫情和春节影响最小,占总投资额的27.98%。基建投资占总投资额的24.53%,基建仍然没有投资高峰到来,全年可能平稳运行。其他产业行业投资额只占13.41%,仍然较为低迷,疫情给各行业带来了负面影响,使得固定资产投资增速上行显得困难。

图 11: 固定资产投资额 (亿元)

图 12: 三大产业单月投资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

1、房地产投资保持强势

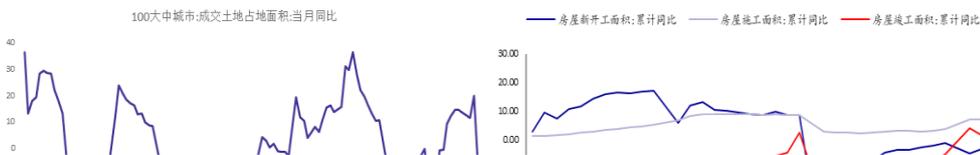
房地产投资仍然保持强势,月投资额和投资增速保持高位运行。4月份房地产投资额12,664亿元,比2019年同期上行了21.61%,两年平均增长10.8%。2021年4月份房地产单月投资增速13.68%,房地产投资单月增速处于较高的水平。月投资额达到1.26万亿说明房地产仍然旺盛,在受到资金、政策打压的情况下,地产开发商加紧现有项目完工收回资金,新开工缓慢下行。

由于基数效应,我们用两年平均增长率来做简要分析。4月份新屋开工面积年增长率-3.91%,新屋开工比1-3月份稍有回落,施工面积仍然保持较高的增速,竣工面积比1-3月份回落1.37个百分点至0.38%。房地产开工面积持续下行,说明房地产开发商并未加快土地使用。竣工面积年增长率保持正增长,但竣工速度仍然在下滑,房地产施工和竣工变缓。从土地流转来看,4月份100大中城市土地成交面积增速下行16.6%,比上月回落13.4个百分点,房地产开发商拿地谨慎。

从商品房销售面积和商品房销售额来看,4月份商品房销售面积和销售额比1-3月份出现下滑,但增速仍然处于高位,商品房销售仍然较为良好。4月份居民购房热情不减,居民长贷资金仍然超过4000亿元,短期内居民的购房热情延续。

图 13: 100 大中城市土地成交 (%)

图 14: 新屋开工小幅下滑 (%)



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_19619

