

# 4月经济数据点评

## 复苏继续，道路曲折

工业增加值和社零低于市场预期，固定资产投资增速基本符合预期；疫情和通胀交织，全球经济复苏前景依然不确定。

- 4月工业增加值同比增速 9.8%，低于市场预期的 11%，两年平均增长 6.8%，与 3 月持平。4 月工业增加值环比增长 0.52%，表现再次小幅超过历史同期平均水平。
- 4 月社零同比增速 17.7%，低于市场预期的 23.8%，除汽车以外的消费品零售额增长 17.9%。限额以上消费增速依然高于社零整体，弹性消费品表现依然强劲。
- 1-4 月固定资产投资增速为 19.9%，比 2019 年 1-4 月份增长 8%，两年平均增速为 3.9%，其中 1-4 月民间固定资产投资增速 21%。制造业投资 1-4 月累计同比增长 23.8%，基建投资累计同比增长 18.4%，地产投资累计同比增长 21.6%。从行业看，固投增速较 1-3 月上升的有纺织业、铁路船舶等运输设备业，以及汽车，其他表现较好的细分行业还有电气设备、有色金属和金属制品业。
- 1-4 月房地产投资增速 21.6%，比 2019 年 1-4 月份增长 17.6%，两年平均增长 8.4%。住宅投资增速 24.4%，土地购置面积和土地成交价款累计同比增长 4.8% 和下降 29.2%，新开工面积累计同比增长 1.8%，施工面积同比增长 10.5%，竣工面积同比增长 17.9%。1-4 月商品房销售面积同比增长 48.1%，商品房销售额累计同比增长 68.2%，4 月 70 大中城市中有 62 城新建商品住宅价格环比上涨，与 3 月涨价范围持平。随着监管持续收紧信贷资金违规流入房地产领域，房地产固定资产投资资金来源将更加依赖销售回款，但目前来看尚未影响房地产固定资产投资增速。
- **4 月经济数据低于市场预期，但表现不差。**4 月经济数据整体依然遵循下行趋势，虽然工业增加值和社零的同比增速均低于市场预期，但从环比看，工业增加值小幅超过历史平均水平，固定资产投资环比依然强劲，社零环比增速也基本遵循消费的价格弹性增强的特征。我们认为 4 月经济数据表现为政治局会议提出的复苏“不均衡不稳固”的特征，供给端复苏率先接近历史平均水平，但依然受到海外经济复苏进程的两面性影响，需求端复苏斜率上升进程启动，但居民收入增速尚未完全恢复，因此消费的特征将体现在促销和节假日影响放大上。
- **关注美国通胀的负面外溢影响。**4 月美国 CPI、PPI 同比增速均超出市场预期，市场最为担忧的是通胀上行的时间和幅度都明显超预期，可能引起美联储货币政策收紧时点提前。如果美联储货币政策提前收紧，大概率将通过汇率和十年美债利率影响全球资本流动，特别是复苏基础薄弱的新兴市场，可能出现股债汇三杀，但更差的情况是如果美联储在美国经济复苏基础不稳固的情况下提前收紧货币政策，可能同时影响美国财政部的经济刺激计划、美国经济复苏前景、和估值高企的美国资本市场。我们认为美联储不会因为一个月的通胀上行就马上调整货币政策，在没有外部冲击的情况下，我国货币政策也将维持流动性平稳。

**风险提示：全球通胀上行速度和幅度过快；全球流动性回流美债。**

### 相关研究报告

《年底看好工业补库存和消费弹性：10 月经济数据点评》2020.11.16

《当经济复苏衔接转型升级：11 月经济数据点评》2020.12.15

《生产无忧，消费有虑：12 月和四季度经济数据点评》2021.1.18

《环比好才是真的好：1-2 月经济数据点评》2021.3.15

《复苏的动力向内需切换：4 月和一季度经济数据点评》2021.4.16

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

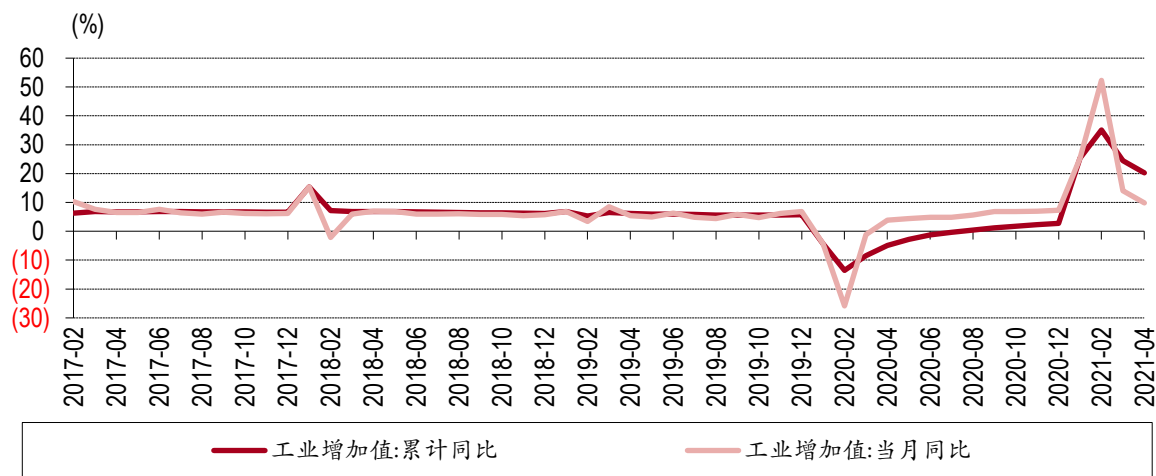
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

## 工业增加值增速低于预期

**4月工业增加值增速继续回落。**4月工业增加值同比增速9.8%，低于市场预期的11%，两年平均增长6.8%，与3月持平。工业增加值同比增速回落，主要受到基数效应影响，从我国经济复苏的情况来看，供给端已经逐渐接近历史均衡水平，结合4月金融数据看，企业流动性偏好也开始下降。

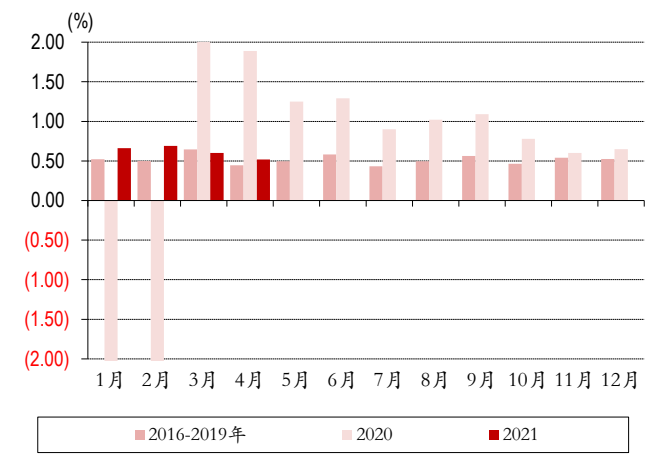
图表 1. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

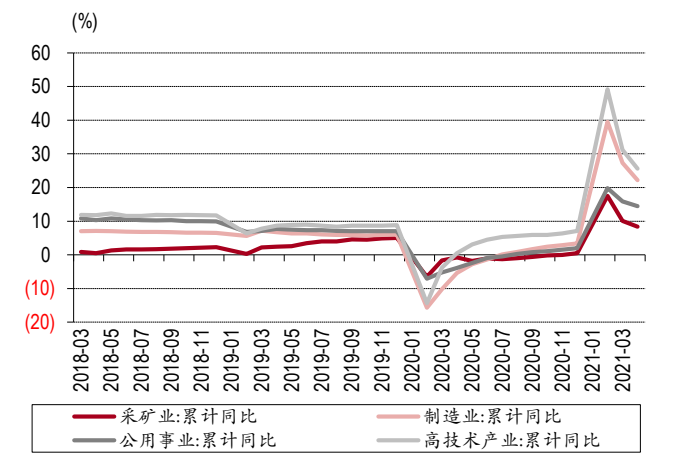
**4月环比增速小幅超过历史同期平均水平。**从环比增速来看，4月工业增加值环比增长0.52%，表现再次小幅超过历史同期平均水平。从行业分类来看，1-4月采矿业工业增加值累计同比增速8.4%，制造业累计同比增速22.2%，公用事业累计同比增速14.5%，高技术产业累计同比增速25.6%，1-4月各行业工业增加值累计同比增速均出现下行，但除了采矿业其他行业仍维持两位数增长。从企业类型来看，1-4月私企工业增加值同比增长23.9%，国企工业增加值同比增长14.8%，股份制企业同比增长19.9%，外企增长23%。4月工业增加值环比增速在3月下行的基础上再次回升至历史平均水平上方，我们认为说明当前供给端的复苏虽然已经回到历史均值附近但趋势依然较好，一是在4月海外新增确诊人数再次上行的背景下，关注全球生产订单向我国持续转移的情况，二是关注全球大宗商品涨价推动我国工业生产原材料价格上升，可能影响工业企业盈利空间。

图表 2. 工业增加值环比



资料来源：万得，中银证券

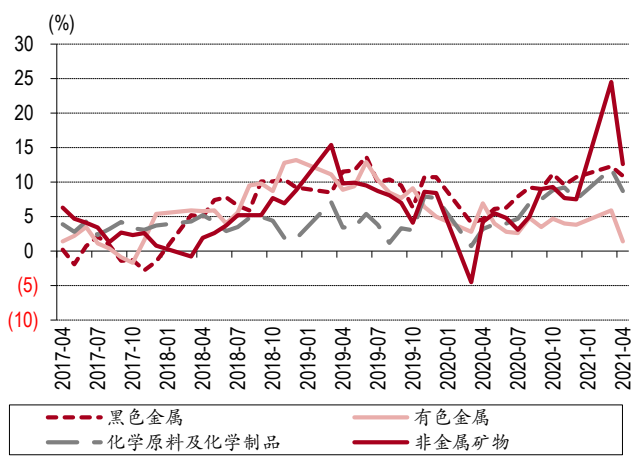
图表 3. 各行业工业增加值累计同比



资料来源：万得，中银证券

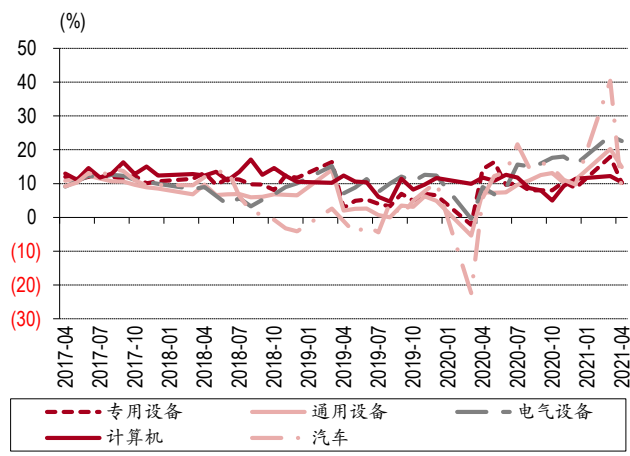
**上游工业增加值回落趋势明显。**上游行业方面，化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长17.6%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长26.7%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长14.8%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长10.7%，上游行业工业增加值累计同比增速均出现明显下行，从当月增速看，有色金属工业增加值同比增速仅为1.4%。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长31.6%，专用设备制造业增加值累计同比增长28.2%，汽车制造业增加值累计同比增长38.8%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长37.9%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长24.2%，4月中大多数行业工业增加值当月同比仍可维持两位数同比增速，但汽车仅增长7.7%。下游行业工业增加值累计同比增速分化比较明显，食品制造业增加值累计同比增长12.7%，纺织业增加值累计同比增长16.1%，医药制造业增加值累计同比增长25.9%。所有细分行业中，仅医药当月同比增速较3月有所上行。

图表 4. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 中游制造业工业增加值当月同比增速

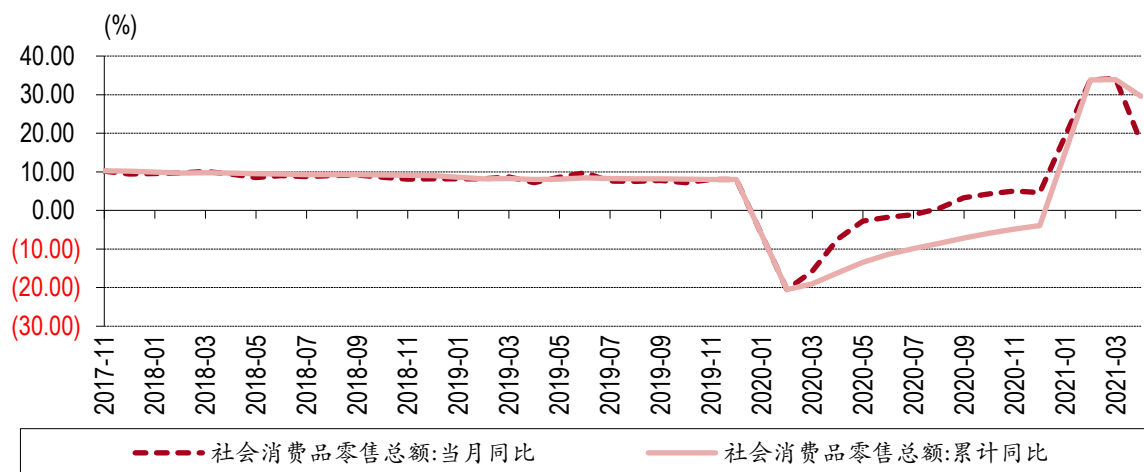


资料来源：万得，中银证券

## 消费的价格弹性明显

**4月社零环比回落。**4月社零同比增速17.7%，低于市场预期的23.8%，比2019年4月份增长8.8%，两年平均增速为4.3%。其中，除汽车以外的消费品零售额增长17.9%。扣除价格因素，2021年4月份社会消费品零售总额实际增长15.8%，两年平均增长2.6%。4月社零表现明显弱于前三个月，我们认为2020年消费者表现出的价格弹性增大的特征在2021年依然明显。

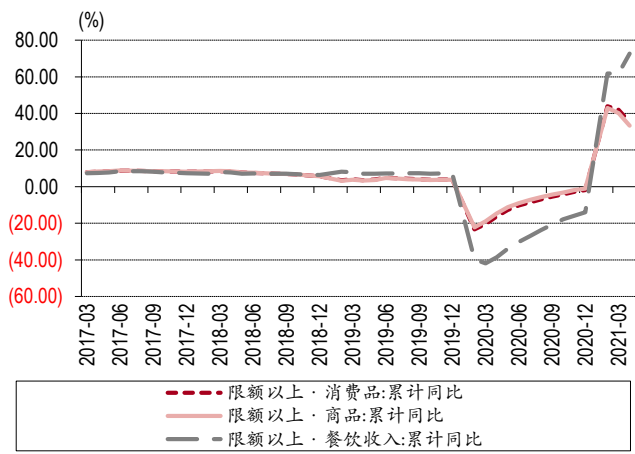
图表 6. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

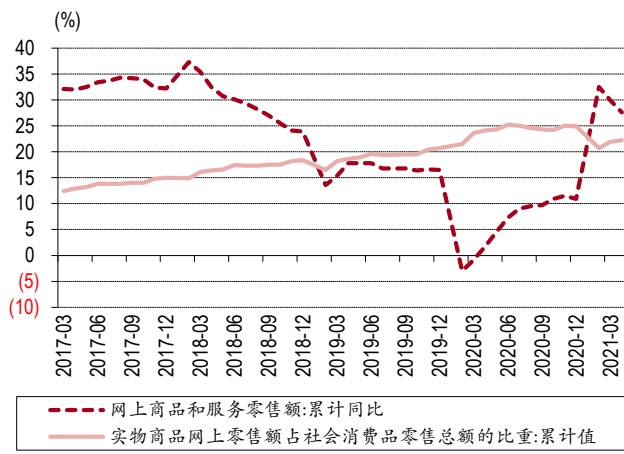
**限额以上消费增速依然高于社零整体。**1-4月限额以上企业消费品零售总额累计同比增速35.3%，其中商品零售总额同比增速为33.4%，餐饮收入总额同比增速72.7%，商品消费依然维持了向限额以上消费集中的趋势。1-4月网上零售额占比为27.2%，较1-3月上升了0.5个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为27.6%，低基数的影响依然显著。从城乡消费增速来看，4月乡村的消费增速17.8%，较3月下降17.1个百分点，城镇消费同比增速17.6%，较3月下降16.4个百分点。4月餐饮行业收入增速46.4%，较3月下降45.2个百分点，商品销售收入增速15.1%，较3月下降14.8个百分点。维持此前观点，随着国内疫情控制较好，服务消费开始反弹，并且消费出现向限额以上集中的趋势。

图表 7. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

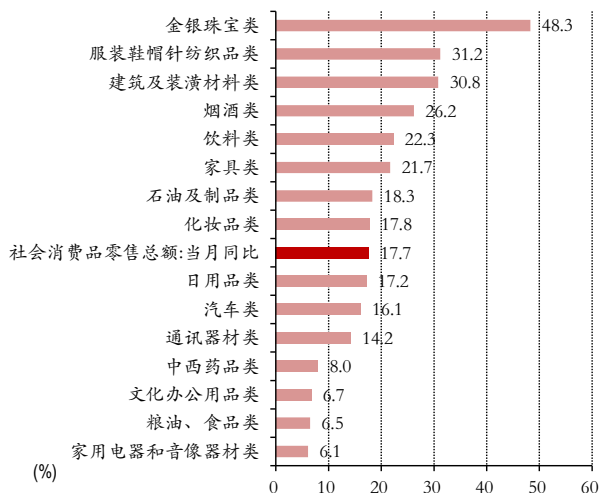
图表 8. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

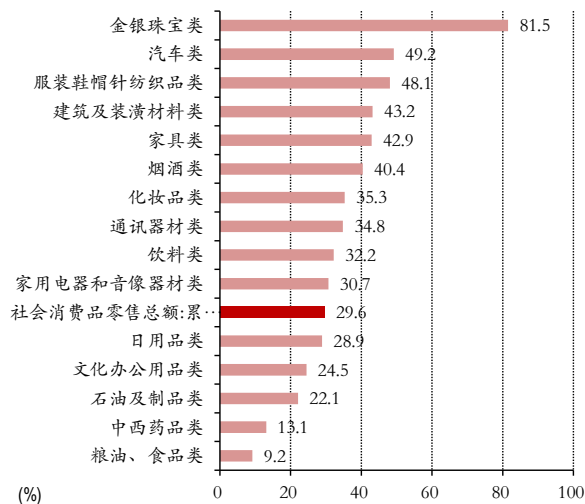
**弹性消费品表现依然强劲。**从同比增速来看，4月限额以上企业商品零售总额同比增速16.4%，同比增速较高的细分行业包括金银珠宝、服装鞋帽、建筑装潢等，增速较低的包括家电、粮油食品、文化办公用品等。与3月相比，增速下行较多的消费品包括服装鞋帽、金银珠宝、家电、汽车等，基数效应依然影响较大。1-4月各品类消费品中增速最高的是金银珠宝、汽车、服装鞋帽，增速较低的包括粮油食品、中西药品和石油类制品，从品类上看，受到房地产销售影响，房地产后周期消费品增速依然整体处于较高水平。从当前情况看，居民收入依然支撑消费释放，但结合2020年居民消费的价格弹性上升，预计5月小长假和电商预售将推动消费表现较好。

图表 9. 各品类社零当月同比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 各品类社零累计同比



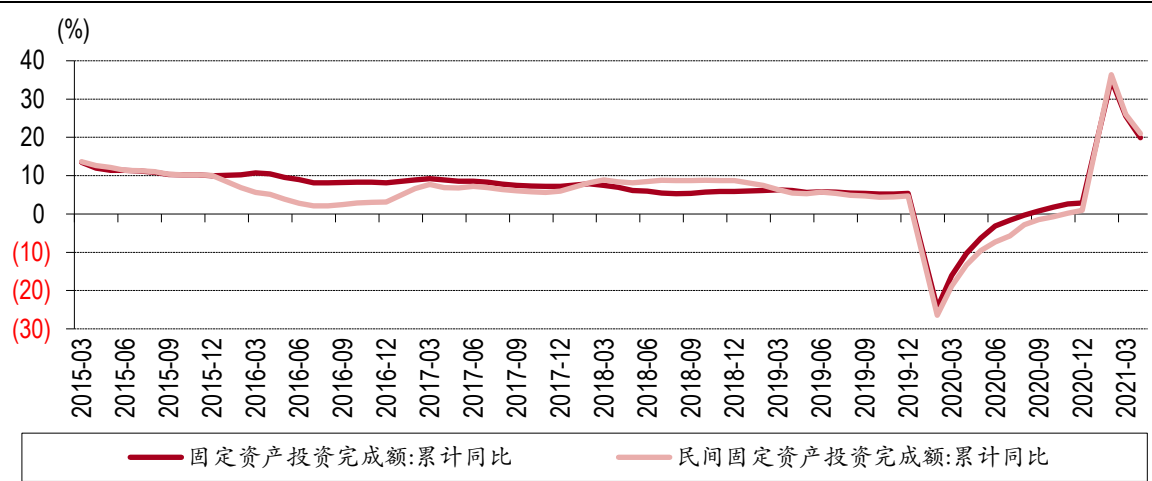
资料来源: 万得, 中银证券



## 固定资产投资基本符合预期

基建投资增速下行明显。1-4月固定资产投资增速为19.9%，比2019年1-4月份增长8%，两年平均增速为3.9%，其中1-4月民间固定资产投资增速21%。从环比增速来看，4月固定资产投资增长1.49%，较2016-2019年同期平均水平0.59%来说依然维持在较高水平，固定资产投资维持复苏趋势。

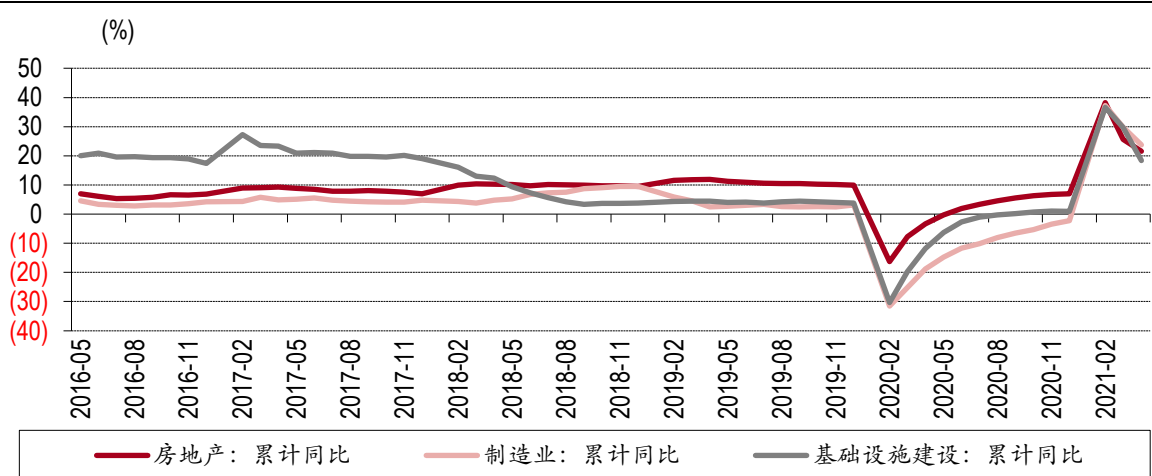
图表 11. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

基建投资大幅回落。分类别看，制造业投资1-4月累计同比增长23.8%，基建投资累计同比增长18.4%，地产投资累计同比增长21.6%。从产业分类来看，第一产业累计同比增长35.5%，第二产业累计同比增长21.7%，第三产业累计同比增长18.7%；从地区来看，东部累计同比增长15.2%，中部增长30.7%，西部增长18%，东北增长18.6%；从企业类型来看，内资企业累计同比增长19.9%，国企同比增长18.6%，外资企业增长10.4%。4月基建投资同比增速大幅回落至个位数，一方面与去年4月基建投资增速大幅回正有关，另一方面也与今年以来政府债务融资节奏偏慢有关。制造业固定资产投资依然维持稳步回落，从行业看，固投增速较1-3月上升的有纺织业、铁路船舶等运输设备业，以及汽车，其他表现较好的细分行业还有电气设备、有色金属和金属制品业。

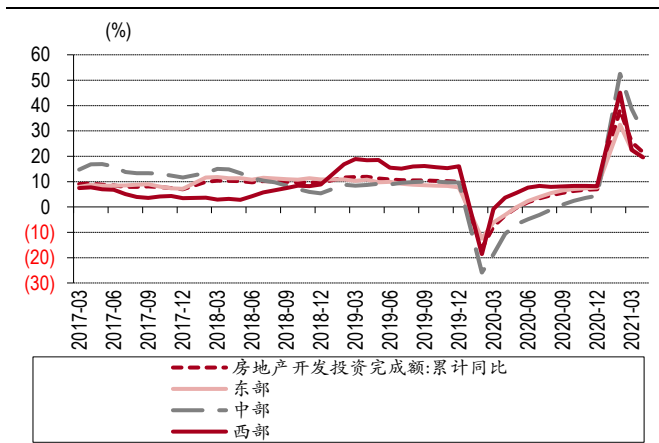
图表 12. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

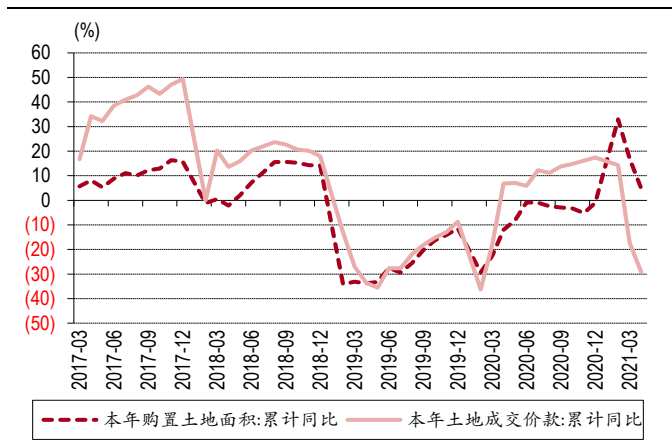
**房地产投资的波动加大。**1-4月房地产投资增速21.6%，比2019年1-4月份增长17.6%，两年平均增长8.4%。其中东部地区累计同比增长19.8%、中部地区累计同比增长29.7%、西部地区累计同比增长19.6%。从房地产分类来看，住宅投资增速24.4%，办公楼投资增速10.8%，商业地产投资增速9.5%。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-4月累计同比增长4.8%和下降29.2%，土地购置面积同比增速大幅回落可能影响此后新开工投资增速。1-4月房地产新开工面积累计同比增长1.8%，施工面积同比增长10.5%，竣工面积同比增长17.9%。整体来看，房地产投资增速维持强劲，施工面积同比增速也基本稳定，但需要关注的是，随着热门城市土地拍卖节奏变化和房地产企业融资节奏变化，土地资源可能进一步向头部房地产企业集中，但受到资金链影响开工速度可能有所减缓，可能因此影响对房地产下游行业的表现。

图表 13. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 14. 土地购置面积和成交额累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

**房地产销售依然强劲。**1-4月商品房销售面积同比增长48.1%，商品房销售额累计同比增长68.2%，4月70大中城市中有62城新建商品住宅价格环比上涨，与3月涨价范围持平。1-4月商品房待售面积同比下降1.6%，其中住宅面积同比下降4.4%，办公楼累计同比下降4.1%，商业地产累计同比下降9.5%。从房地产投资资金来源看，1-4月国内贷款占比14.2%，较1-3月下降1个百分点，定金和预付款的占比38.3%，较1-3月上升0.9个百分点，个人按揭贷款占比上升0.4个百分点，自筹资金占比下降0.4个百分点。从增速看，1-4月房地产开发资金来源累计同比增速35.2%，其中国内贷款资金来源增速3.6%，定金和预付款增速74.1%，按揭贷款资金来源增速41.3%。随着监管持续收紧信贷资金违规流入房地产领域，房地产固定资产投资资金来源将更加依赖销售回款，但目前来看尚未影响房地产固定资产投资增速。

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\\_19621](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19621)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn