

工业仍强，经济不弱

——4 月经济数据详解

核心观点

4 月经济延续较高景气度，供需两端均有不错表现，调查失业率回落至 5.1%，经济处于稳增长压力较小的窗口期。供给端，工业表现仍强，4 月全国规模以上工业增加值同比增长 9.8%，两年平均增长 6.8%，延续较高生产热情。需求端，社零增速低于预期，主因 3 月数据出现跳升，4 月回落属于正常现象，未来仍有复苏空间；投资增速保持良好表现，其中制造业投资增速表现更好，我们之前提出制造业投资有望走出相对基建和地产投资更好的趋势，目前正在陆续兑现。

货币政策当前以金融稳定为首要目标，采取稳健中性的政策基调，即边际收紧，主要体现为信用收缩，即信贷、社融及 M2 增速的回落。但我们预计 2021 年四季度经济下行压力明显加大，使得货币政策首要目标切换至稳增长，触发政策基调转向稳健略宽松。总体看，今年前三季度政策保持“紧信用、稳货币”，四季度转为“稳信用、宽货币”，信用收缩下半年将渐入尾声，四季度资本市场有望迎来股债双牛行情。

□ 用工需求提升，就业持续好转

4 月全国调查失业率为 5.1%，较 3 月回落 0.2 个百分点，就业压力持续好转。其一，线下消费恢复较快，餐饮、零售、旅游等行业快速修复，用工需求快速提振；其二，二季度进入生产旺季，工业生产保持较高热情，部分行业“招工难”现象仍显著存在；其三，疫情期间的结构性货币政策和财政政策得以延续，对小微企业的吸纳就业能力有所支撑。

□ 工业稳中加固，生产渐回正轨

4 月工业保持较高景气，规上工增同比增长 9.8%，两年平均 6.8%，低于市场一致预期，高于我们预期。4 月工业增速较 3 月加快 0.6 个百分点，但与一季度近两年的平均增速持平，工业生产稳中加固，总体来看未来工业生产渐回正轨的趋势不变。4 月份工业生产、内需、外需总体延续前期景气态势，但强度呈现一定的边际放缓迹象。再通胀过程中，工业品价格上涨激发上中游工业企业生产热情，但价格上涨过快对下游消费端制造企业或将形成一定生产压力。服务业稳步复苏对相关制造产业链有促进作用。我们认为，5 月工业生产有望保持良好态势，但部分支撑因素的利好强度可能边际放缓及低基数影响渐弱，读数将有所回落。

□ 消费低于预期，仍有复苏空间

4 月社会消费品零售总额名义同比+17.7%，大幅低于市场一致预期 23.8%，与我们的预期值 20.2% 更加接近。4 月社零两年复合增速为 4.3%，较前值 6.3% 大幅回落，我们认为 4 月社零增速回落主因 3 月数据跳升，就地过年导致春节期间的一部分消费延后至 3 月，使得 1-2 月社零不及预期而 3 月社零大幅走高，因此 4 月数据回落属于正常现象，整体上消费仍处于复苏通道。在五一小长假的带动下，预计 5 月社零两年复合增速有望回归到 5% 左右。

□ 投资延续回落，制造业修复速度快符合预期

1-4 月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 19.9%，较前值回落 5.7 个百分点，两年平均增长 3.9%。其中，房地产开发投资同比增长 21.6%，较前值回落 4 个百分点；基础设施投资同比增长 18.4%，较前值回落 11.3 个百分点；制造业投资同比增长 23.8%，较前值回落 6 个百分点。从与 2019 年相比的两年复合增速看，地产、基建、制造业投资两年平均增长 8.4%，2.4% 和 -0.4%，仍是地产最为强劲，制造业投资偏弱。但从 4 月当月同比增速看，制造业投资增速达到 14.7%，高于地产投资的 13.7% 和基建投资的 2.6%，我们上个月提示 3 月制造业投资的环比增速高于历史同期，对制造业投资数据不必悲观，并预计今年制造业投资增速仍有望走出相对基建和地产投资更好的趋势，目前得到验证。

风险提示：海外疫情超预期恶化；中国经济超预期恶化；全球经济及金融危机爆发冲击我国经济基本面；中美博弈超预期加剧。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：张浩

执业证书编号：S1230120070054

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《4 月数据预测：经济正处于稳增长压力较小的窗口期》2021.05.01
- 2 《关注调查失业率回落货币政策变化》2021.04.16
- 3 《3 月数据预测：信用收缩逐渐开启》2021.04.01
- 4 《1-2 月经济数据：就业压力不改政策收紧》2021.03.15
- 5 《开年数据预计验证再通胀》2021.02.28
- 6 《1 月数据预测：信贷有望再创新高》2021.02.01

正文目录

1. 工业仍强，经济不弱	3
2. 用工需求提升，就业持续好转	3
3. 工业稳中加固，生产渐回正轨	4
4. 消费低于预期，仍有复苏空间	5
5. 投资延续回落，制造业修复速度快符合预期	7
5.1. 制造业投资增速 4 月仍有强于季节性的表现	7
5.2. 基建：重大项目助力投资改善	8
5.3. 地产：销售表现积极，投资平稳增长	10

图表目录

图 1：4 月城镇调查失业率下降 0.2 个百分点至 5.1%，就业压力持续好转	3
图 2：工业增加值主要门类：4 月同比	5
图 3：主要工业产品产量增速与去年同期对比	5
图 4：社零分化的特征依然显著，地产后周期消费有所回暖	6
图 5：4 月票房数据开始回升	6
图 6：“五一”旅游出游人次恢复至疫情前同期的 103.2%	6
图 7：固定资产投资分项走势	7
图 8：制造业部分行业投资增速	8
图 9：4 月建材、水泥、玻璃指数维持正增	10
图 10：4 月水泥和玻璃价格维持正增	10
图 11：基建投资分行业表现	10
图 12：房地产投资平稳增长	11
图 13：房地产土地成交总价	11
表 1：2021 年重大项目开工情况	9

1. 工业仍强，经济不弱

4月经济延续较高景气度，供需两端均有不错表现，调查失业率回落至5.1%，经济处于稳增长压力较小的窗口期。供给端，工业表现仍强，4月全国规模以上工业增加值同比增长9.8%，两年平均增长6.8%，保持较高景气度。需求端，消费低于预期，主因3月数据出现跳升，4月回落属于正常现象，未来仍有复苏空间；投资增速保持良好表现，其中制造业投资增速表现更好，我们之前多次提示今年制造业投资增速仍有望走出相对基建和地产投资更好的趋势，目前正在持续兑现。

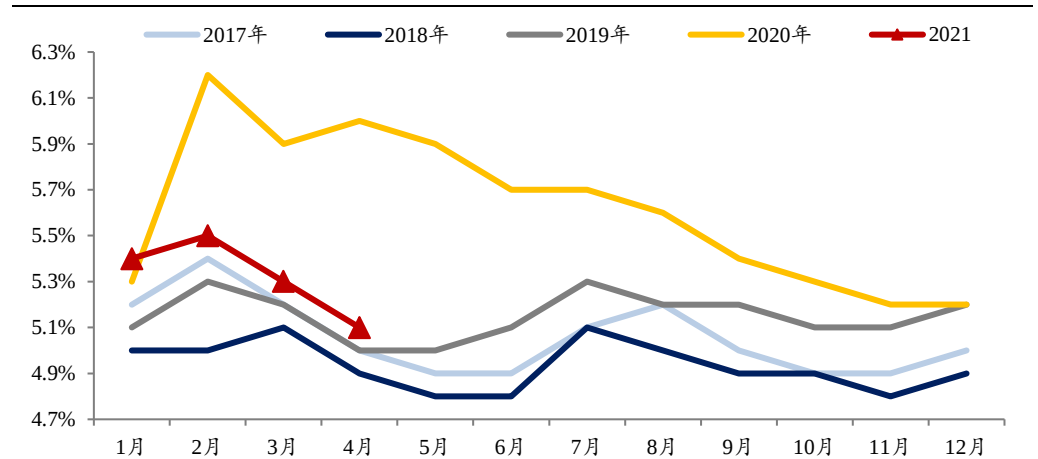
货币政策当前以金融稳定为首要目标，采取稳健中性的政策基调，即边际收紧，主要体现在信用收缩，即信贷、社融及M2增速的回落。但我们预计2021年四季度经济下行压力明显加大，使得货币政策首要目标切换至稳增长，触发政策基调转向稳健略宽松。总体看，今年前三季度政策保持“紧信用、稳货币”，四季度转为“稳信用、宽货币”，信用收缩下半年将渐入尾声。

四季度货币政策转为稳健略宽松，资本市场有望迎来股债双牛行情。预计10年期国债收益率回落至3%以下，信用利差有所收窄；“宽货币+稳信用”的政策组合下，货币端和信用端均利好股市，不仅带动市场风险情绪，同时随着10年期国债收益率的下行，也将从估值角度推升成长股行情，建议三季度末提前布局。

2. 用工需求提升，就业持续好转

4月全国调查失业率为5.1%，较3月回落0.2个百分点，就业压力持续好转。4月份城镇新增就业140万人，超出2020年同期的125万人和2019年同期的135万人，城镇新增就业岗位数量显著增加。

图1：4月城镇调查失业率下降0.2个百分点至5.1%，就业压力持续好转



资料来源：Wind，浙商证券研究所

调查失业率下行有以下几方面原因：其一，线下消费恢复较快，餐饮、零售、旅游等行业快速修复，用工需求快速提振，4月26日人社部一季度新闻发布会上提到，旅游、餐饮等线下消费类职业用工短缺程度均有所增加。其二，二季度进入生产旺季，工业生

产保持较高热情，部分行业“招工难”现象仍显著存在，如汽车生产、芯片制造等。其三，疫情期间的结构性货币政策和财政政策得以延续，如延长普惠小微企业贷款延期还本付息、延长小规模纳税人和受疫情冲击较大行业的税收优惠政策等等，对小微企业的吸纳就业能力有所支撑。

往前看，我们认为二季度就业情况有望持续向好。一方面，二季度是传统生产旺季，调查失业率往往呈现季节性回落的特征；另一方面，随着疫情防控的成功以及疫苗的逐步落地，餐饮、酒店、旅游、文体娱乐业等行业将逐步回归正常增长路径，特别是“五一”假期刺激服务业用工需求，其吸纳就业的能力将进一步体现。

3. 工业稳中加固，生产渐回正轨

4 月份工业保持较高景气，全国规模以上工业增加值同比增长 9.8%，两年平均增长 6.8%，低于市场一致预期，高于我们预期。4 月工业增加值增速相比 3 月加快 0.6 个百分点，但与一季度近两年的平均增速持平，工业生产稳中加固，总体来看未来工业生产渐回正轨的趋势不变。

4 月份工业生产总体延续前期景气态势，但强度呈现一定的边际放缓迹象。据国家能源局数据，4 月份第二产业用电量同比增长 12.3%，较 3 月用电量环比回落。从高频数据上看，4 月螺纹钢产量、PTA 产量、汽车半钢胎开工率等数据景气强度较 3 月份边际放缓，强度与 2019 年相当。焦炉开工率、高炉开工率受碳排放要求有一定回落，低于前两年同期，但同时开工钢厂的达产率提升，使得钢产量仍有一定支撑。

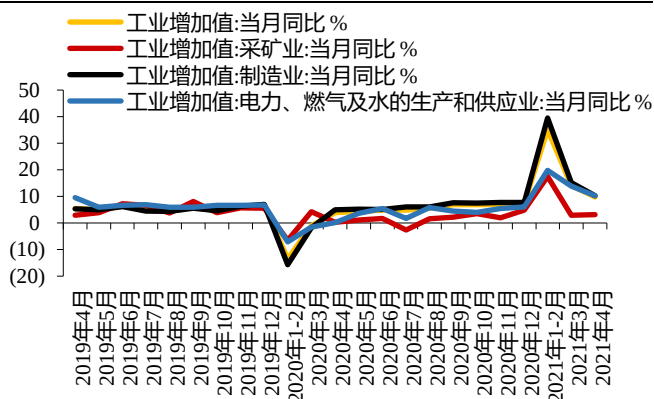
国内需求对工业生产有一定支撑。第一，下游消费持续回暖，但边际强度稍降，例如 4 月 30 大中城市商品房成交面积较去年及前年同期大幅提升，但增幅较 3 月略有放缓，另据中汽协数据，3 月乘用车环比分别下降 9%和 9.1%，同比分别增长 7.9%和 10.8%；第二，投资方面，制造业、地产、基建等投资保持良好态势带动相关工业品需求，例如据中国工程机械工业协会行业数据，4 月各类挖掘机械产品销量同比涨幅 2.5%（去年同期基数较高）。

外需在 4 月仍有一定支撑，但随着海外供给的修复，供需缺口弥合，支撑力度或边际降低。随着海外疫苗的落地，美欧日韩等经济体 PMI 数据持续改善，海外供给有望逐步修复。截至 4 月底，CCFI 指数仍保持高位，反映海外需求强劲。但同时海外供给能力也在加快恢复，发达经济体及发展中经济体工业生产端数据改善，例如美国库存指数回升，美国原油、粗钢产量和开工率在 4 月份有所上升，美英德韩等国家出口数据改善。4 月印度疫情大规模反弹，部分发展中国家相比发达国家疫苗注射进度及疫情防控力度较弱，此类国家的供给修复进程将较为反复曲折。

4 月 PPI 数据再超预期，工业品价格上涨由上游向中游传导顺利，激发上中游制造企业生产热情，其中工业品黑色系产业链领涨，焦炭价格大幅修复，铁矿石、钢材价格再创新高。PPI 上涨的影响也开始向 CPI 传递，据统计局披露，受原材料上涨影响，家电、笔记本电脑、自行车等价格均有所上涨，不过涨幅较小，在 0.6~1%之间。再通胀过程中，若上中游产品的价格快速上涨未能充分向终端消费传导，将使得终端消费品的制造企业面临一定的生产压力。

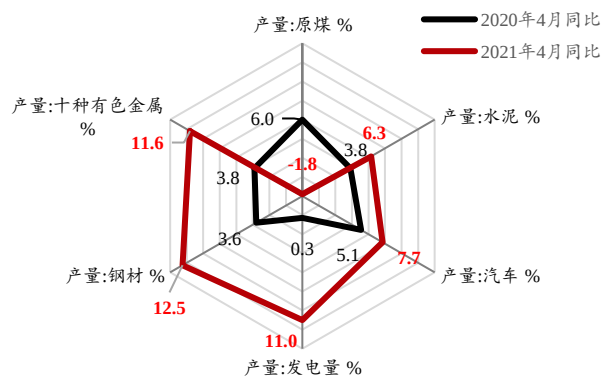
服务业稳步复苏对相关产业链有促进作用。4 月份，全国服务业生产指数同比增长 18.2%，两年平均增长 6.2%，服务业稳步复苏，从第三产业用电量同比增长 31.3%可得到印证。从细分行业上看，铁路运输、航空运输、住宿等行业商务活动指数高于 65.0%；同时，部分受疫情影响较大的行业恢复明显加快，住宿、餐饮、生态保护及环境治理、文化体育娱乐等行业商务活动指数高于上月 1.8-5.7 个百分点，表现强劲的复苏态势。随着国内疫苗的普及和气温提升，服务业有望加快恢复。

图 2：工业增加值主要门类：4 月同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：主要工业产品产量增速与去年同期对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

从分项数据上看，采矿业增加值同比增长 3.2%；制造业增长 10.3%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 10.3%，制造业表现强劲。我们主要关注的工业产品除原煤（-1.8%）外均表现强劲：水泥（6.3%）、钢材（12.5%）、汽车（7.7%）、发电量（11.0%）、十种有色金属（11.6%）同比增速较高。另外，新能源汽车、工业机器人、集成电路、微型计算机设备同比分别增长 175.9%、43.0%、29.4%、13.5%，两年平均增速均超过 19%。

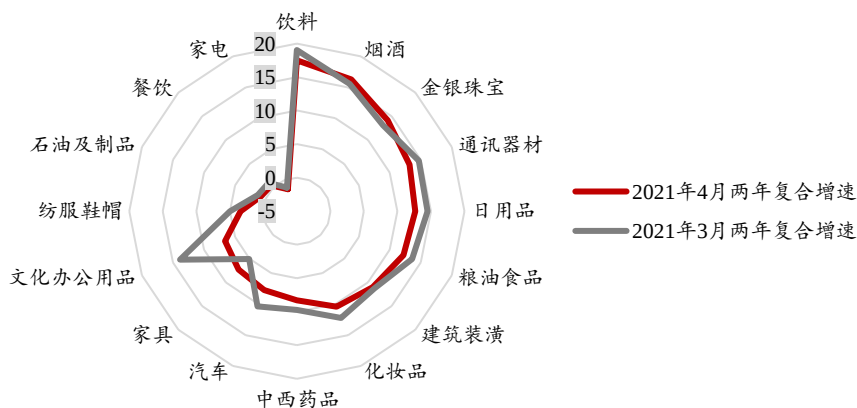
我们认为，5 月工业生产有望保持良好态势，但部分支撑因素的利好强度可能边际放缓及低基数影响渐弱，读数将有所回落。

4. 消费低于预期，仍有复苏空间

4 月社会消费品零售总额名义同比增长 17.7%，大幅低于市场一致预期 23.8%，与我们的预期值 20.2%更加接近。与 2019 年相比，4 月社会消费品零售总额两年复合增速为 4.3%，较前值 6.3%有所回落。我们认为，4 月社零增速回落主要因为 3 月数据出现跳升，就地过年导致春节期间的一部分消费延后至 3 月，使得 1-2 月社零不及预期而 3 月社零大幅走高，因此 4 月数据回落属于正常现象，整体上消费仍处于复苏通道。在五一小长假的带动下，预计 5 月社零两年复合增速有望回归到 5%左右。

从分项看，“宅经济”和必需品依然保持高增速，但增速较前值有所回落，其中饮料两年复合增速+17.5%（前值 19%），通讯器材两年复合增速+13.2%（前值 14.7%）；地产后周期消费保持修复态势，其中建筑装饰和家具类消费两年复合增速分别为+11%（前值 11.3%）和 7.3%（前值 5.1%）；高社交属性消费如餐饮、石油及制品、纺织服装鞋帽增长中枢依然较低。

图 4：社零分化的特征依然显著，地产后周期消费有所回暖



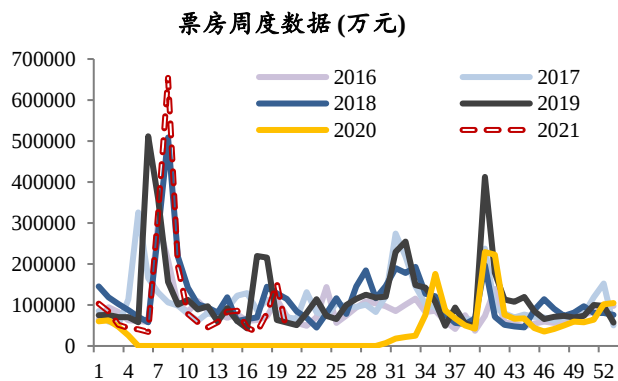
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

往前看，我们认为消费复苏仍有复苏空间，预计到 2021 年四季度社会消费品零售总额的两年复合增速达到 6.5% 以上。

一方面，随着经济回到合理增长区间，就业情况好转，居民收入稳定，消费意愿渐次回升，消费潜力正在逐步释放。据文旅部测算，“五一”期间，全国国内旅游出游人次达 2.3 亿，恢复至疫情前同期的 103.2%；实现国内旅游收入 1132.3 亿元，恢复至疫前同期的 77.0%。五一档总票房破 16 亿元，打破五一档票房、人次、场次三项影史最高纪录。海口海关披露，五一海南离岛免税销售额、购物人次、购物件数分别同比增长 248%、141%、229%，均远高于 2019 年同期水平。商务部披露，5 月 1 日-5 日，重点零售企业日均销售额比清明假期增长 32.1%，呈现加速回升态势。

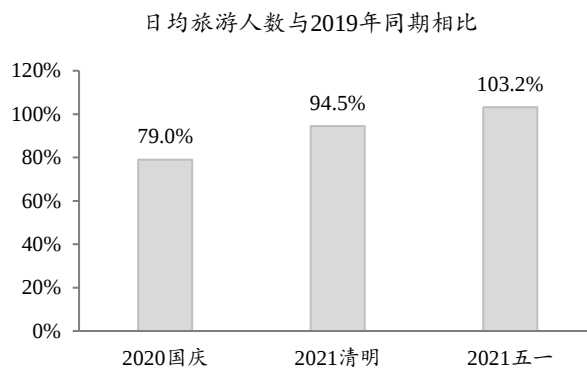
另一方面，随着疫情因素趋弱，线下消费场景正在快速正常化，消费进入供需同向扩张的阶段。上海、江苏等地近期放开景区 75% 载客上限，诸多景区推出主题活动吸引游客来访；企查查数据显示，2021 年一季度新注册餐饮相关企业 62.6 万家，同比增长 113.3%；CBA 篮球赛分三阶段放开观赛人员上线。疫情期间被迫关闭的营业场所正在重新恢复活力，有助于消费重回正常增长路径。

图 5：4 月票房数据开始回升



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 6：“五一”旅游出游人次恢复至疫情前同期的 103.2%

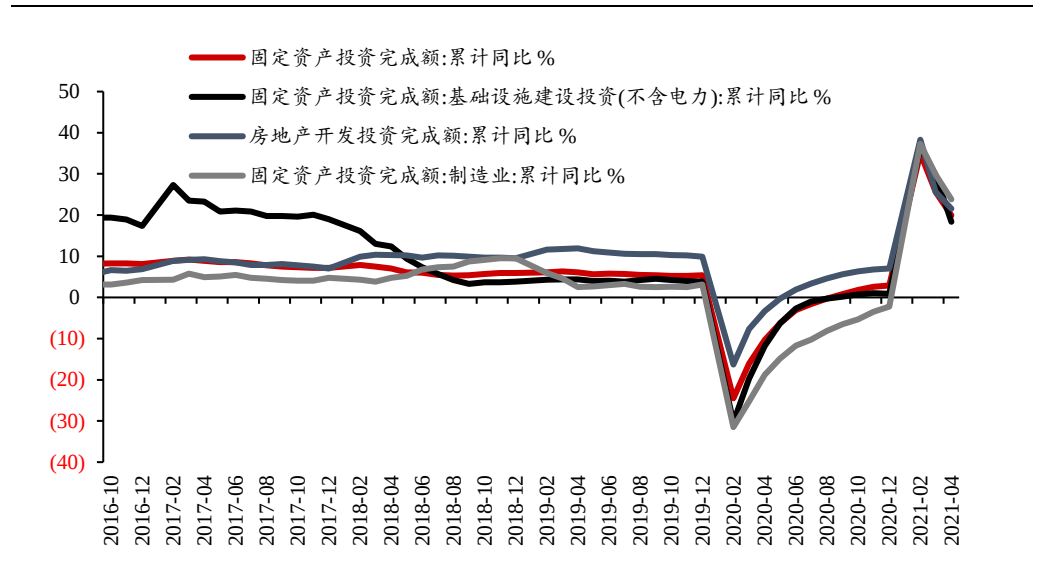


资料来源：Wind, 浙商证券研究所

5. 投资延续回落，制造业修复速度快符合预期

2021年1-4月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长19.9%，较前值回落5.7个百分点，两年平均增长3.9%。其中，房地产开发投资同比增长21.6%，较前值回落4个百分点；基础设施投资同比增长18.4%，较前值回落11.3个百分点；制造业投资同比增长23.8%，较前值回落6个百分点。从与2019年相比的两年复合增速看，地产、基建、制造业投资两年平均增长8.4%，2.4%和-0.4%，仍是地产最为强劲，制造业投资偏弱。但从4月当月同比增速看，制造业投资增速达到14.7%，高于地产投资的13.7%和基建投资的2.6%，我们上个月提示3月制造业投资的环比增速高于历史同期，对制造业投资数据不必悲观，并预计今年制造业投资增速仍有望走出相对基建和地产投资更好的趋势，目前得到验证。

图 7：固定资产投资分项走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.1. 制造业投资增速 4 月仍有强于季节性的表现

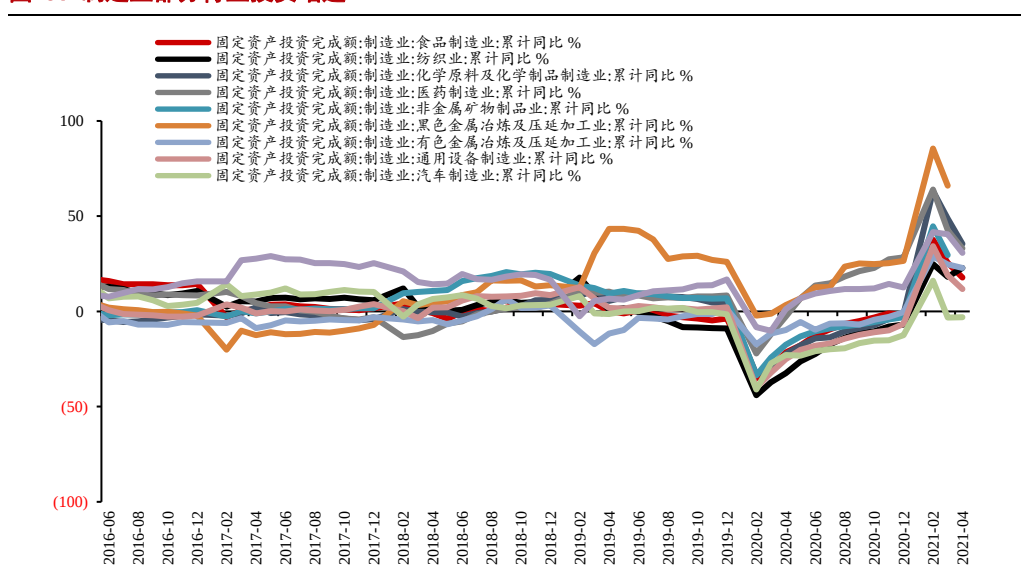
1-4 月制造业投资增速较前值回落 6 个百分点至 23.8%，虽然两年复合增速为 -0.4% 仍为负值，但相比 1-3 月的 -2% 已经明显修复。且 4 月当月同比增速 14.7% 处于较高水平，高于基建、地产投资的当月增速，4 月环比增速看，同样有强于季节性的表现。4 月数据充分验证了我们此前“预计今年制造业投资增速仍有望走出相对基建和地产投资更好的趋势”的判断。

制造业投资增速主要受下游需求、工业企业利润、产能利用率等基本数据及信贷、社融等的资金面数据影响。我们认为工业品价格上行、企业利润的恢复、库存周期的开启将使得企业中长期资本开支意愿进一步提升，在信贷资金支持的情况下，有望对制造业投资提供较强的支撑，后续制造业投资增速下行仍将较为缓慢，对制造业投资数据不必悲观。其中，预计央行仍将通过 MPA 考核加大制造业融资考核权重，增强对制造业领域的资金支持，制造业企业融资可得性仍将较好。

行业结构方面，高技术制造业投资仍然表现最好，是制造业投资的主要支撑。数据显示，1-4月高技术制造业投资同比增长34.2%，两年平均增长13.7%，其中，医疗仪器设备及仪器仪表制造业、医药制造业投资同比分别增长40.3%、33.1%，两年平均分别增长13.4%、13.8%，明显高于整体制造业投资。其他传统行业中两个行业环比回升值得关注，其一是受益于前期需求改善较为明显的铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业1-4月增速44.5%，较前值回升2.7个百分点；价格和盈利向中游传导，1-4月纺织业投资增速22.9%，较前值回升4.7个百分点。

全年看，行业出清预计有望从数据统计的维度使得制造业投资略超预期更高，我们预计全年制造业投资将在库存小周期及行业出清的共同推动下，有相对较强的表现，但下半年需求回落的趋势下，制造业投资增速也较难大幅走高，维持全年回落至5%左右的判断。

图 8：制造业部分行业投资增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.2. 基建：重大项目助力投资改善

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_19624

