

出口保持高韧性 投资消费仍待稳固

—4月经济数据点评



2021年05月17日

投资摘要：

曹旭特 分析师
SAC 执业证书编号：S1660519040001

4月经济数据依然是外需强内虚弱。固定资产投资上，制造业支撑工业生产继续向上，地产投资高位趋缓，基建增速回缓。消费边际平缓上行，修复速度不及市场预期。中国对全球出口依然维持高强劲态势，对新兴经济体走强明显。4月规模以上工业增加值同比增长6.9%，前值6.9%。4月社会消费品零售总额同比增长17.7%，前值34.2%。1-4月固定资产投资的两年平均增速为3.9%，较一季度提升1个百分点。

- ◆ 制造业支撑工业生产继续向上，1-4月，全国规模以上工业增加值同比增长20.3%，两年平均增长7.0%。结构上，受大宗价格上涨，上游增速放缓。中游整体保持快速增长，通用设备及电气机械和器材制造业增速领先。复合增速较3月环比及2019年同比均有较大回升，整体仍维持在高增长区间，反映了核心制造业高速发展势头与景气度延续。下游制造业，汽车、纺织业增速加快，计算机通信与其他电子设备增速小幅上涨，仍维持较高增速。
- ◆ 1-4月以来房地产整体相对制造业和基建投资两年平均增长最高，表现亮眼，但就4月来看，地产投资高位趋缓且基建投资增速回缓。融资端来看，考虑到政策端的逐步收紧，尤其是“三条红线”及宏观审慎管理下，房地产建设速度开始逐步放缓，后续增长仍需关注。
- ◆ 1-4月以来基础设施建设投资保持较快增长，稳中有升，尤其铁路、水利增长显著推动固定资产投资稳步提升。

4月消费边际平缓上行，其中可选消费需求增速回缓。社零总体上行趋势确定，但幅度弱于市场预期。随着疫情的恢复以及消费场景限制的解除，线下消费复苏趋势确定。考虑疫情对中低收入人群的影响偏大，低收入居民的消费意愿更取决于收入及收入预期，两项后续仍需要时间修复。品类上参见可选消费品如生活服务类小幅上升，修复速度不及预期以及线上必选消费数据并未猛增等的整体态势，预计此前市场预期的2季度出现报复性消费反弹的概率偏低。

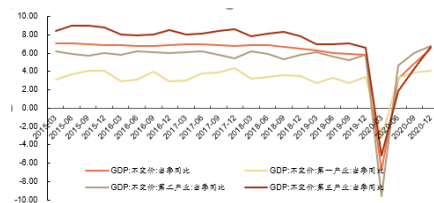
中国对全球出口依然维持高强劲态势，对新兴经济体走强明显。4月，出口金额（以美元计）为2639.2亿美元，同比增长32.3%；进口金额为2210.6亿美元，同比增43.1%。剔除基数效应，4月出口两年复合增速16.76%，相较3月两年复合增速的10.29%明显上升。

- ◆ 区域上，我国对主要贸易伙伴出口增速出现分化。对于发达经济体出口增速边际趋缓，而新兴经济体边际加快。
- ◆ 主要出口品类来看，不论是塑料、家具、玩具等下游需求品还是机电、高新技术品等资本品出口增速均有所增长（两年平均）。
- ◆ 新订单等前瞻指标有所回落，仍保持较高水平。整体来看，出口维持较强态势，考虑到海外经济修复预期增强，出口高点将出现在2季度，强韧性拐点可能出现在2-3季度末。

4月，PPI同比上涨6.8%。其中生产资料持续上行，大宗商品价格持续上升是关键原因。CPI同比微上调至0.9%，交通通信贡献显著。

- ◆ 4月，PPI同比增长为6.8%，环比增长0.9%，持续上行。生产资料继续是本轮拉动PPI上升的主要因素。
- ◆ CPI同比增长为0.9%。猪肉、鲜菜拉动食品项同比持续回落。非食品项迎头上升，其中交通通信同比上升4.9%，原油价格上升影响显著。
- ◆ PPI逐步传导至CPI非食品项，但CPI走势的核心逻辑仍由食品项决定，

GDP及三个产业季度累计增幅



资料来源：WIND

- 1、《4月M2社融超预期回落：4月金融数据点评》2021-05-13
- 2、《货币政策的锚在哪？——货币政策目标梳理》2021-05-11
- 3、《出口强韧性的拐点在哪？——经济增长专题报告一》2021-04-22
- 4、《出口仍有望高韧性 消费或将超预期修复：3月及1季度经济数据点评》2021-04-19
- 5、《3月M2、社融增速双双回落：3月金融数据点评》2021-04-12

传导有限。往后看，基数效应叠加大宗商品持续上涨，PPI 上行势头延续，或在二季度末达到峰值，但以海外通胀及通胀预期持续发酵来看，下半年整体回落中枢可能高于市场预期。CPI 在二季度将持续处于上行区间，PPI 对 CPI 非食品项将继续上拉，且持续性或延续至下半年，但猪周期仍将继续拖累，全年中枢仍在 2.5-3%。

风险提示：预期外宏观经济变化、需求回暖强度、二次疫情爆发及疫苗进度等。

2021 年中国主要经济指标预测

指标	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E
实际 GDP	6.90	6.70	6.10	1.60	9.00
名义固定资产投资	7.20	5.90	5.40	2.90	6.50
名义社会零售总额	9.40	8.16	8.00	-3.5	13.00
CPI	1.56	2.10	2.90	2.50	1.20
PPI	6.31	3.54	-0.32	-1.50	1.50
顺差对 GDP 贡献度	0.6	-0.60	0.70	0.25	0.10
利率（1 年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.59	6.89	7.01	6.50	6.20

资料来源：申港证券研究所

内容目录

1. 工业继续向上 出口仍有望高韧性 消费恢复不及预期.....	
1.1 工业继续向上 出口仍有望高韧性 消费恢复不及预期.....	
1.2 制造业支持工业稳步回升 核心制造业维持高景气.....	
1.3 固定资产投资 制造业继续恢复 地产高位趋缓.....	
1.4 消费延续恢复态势 可选消费需求增速回缓.....	
1.5 出口继续高增长 对新兴市场出口修复中.....	
1.6 PPI 持续上行 CPI 总体平稳.....	

图表目录

图 1: 制造业支持工业稳步回升 (其中 2021 年 1-4 月数据为两年平均)	
图 2: 固定资产投资 (其中 2021 年 2-4 月为两年平均)	
图 3: 发达经济体工业景气指数修复明显	
图 4: 出口新订单预期仍处于扩张区间	
图 5: 主要出口品类中机电和钢材增长明显.....	
图 6: 主要出口品类-机电中集成电路和自动数据处理设备及其零部件增长明显.....	
图 7: 原材料上涨带动 PPI 大幅上行	1
图 8: CPI 与核心 CPI 转正.....	1
图 9: CPI 交通和通信上拉显著	1

1. 工业继续向上 出口仍有望高韧性 消费恢复不及预期

1.1 工业继续向上 出口仍有望高韧性 消费恢复不及预期

固定资产投资上看，基础设施投资增速回缓，制造业支撑工业生产继续向上，地产投资高位趋缓。

- ◆ 制造业支撑工业生产继续向上，处于最近3年相对较高水平。结构上，受大宗价格上涨，上游增速放缓。中游整体保持快速增长，通用设备及电气机械和器材制造业增速领先。复合增速较1-2月环比及2019年同比均有较大回升，整体仍维持在高增长区间，反映了核心制造业高速发展势头与景气度延续。
- ◆ 1-4月以来基础设施建设投资保持较快增长，尤其铁路、水利增长显著推动固定资产投资稳步提升。
- ◆ 1-4月以来房地产整体相对制造业和基建投资两年平均增长最高，表现亮眼，但就4月来看，地产投资高位趋缓。融资端来看，随地产端宏观审慎管理加强，4月居民按揭贷款增长速度继续回落，预计地产后续或依然面临压力。

4月消费边际平缓上行，其中可选消费需求增速回缓。社零总体上行趋势确定，但幅度弱于市场预期。随着疫情的恢复以及消费场景限制的解除，线下消费复苏趋势确定。考虑疫情对中低收入人群的影响偏大，低收入居民的消费意愿更取决于收入及收入预期，两项后续仍需要时间修复。品类上参见可选消费品如生活服务类小幅上升，修复速度不及预期以及线上必选消费数据并未猛增等的整体态势，预计此前市场预期的2季度出现报复性消费反弹的概率偏低。

中国对全球出口依然维持高强劲态势，对新兴经济体走强明显。4月，出口金额（以美元计）为2639.2亿美元，同比增长32.3%；进口金额为2210.6亿美元，同比增长43.1%。剔除基数效应，4月出口两年复合增速16.76%，相较3月两年复合增速的10.29%明显上升。

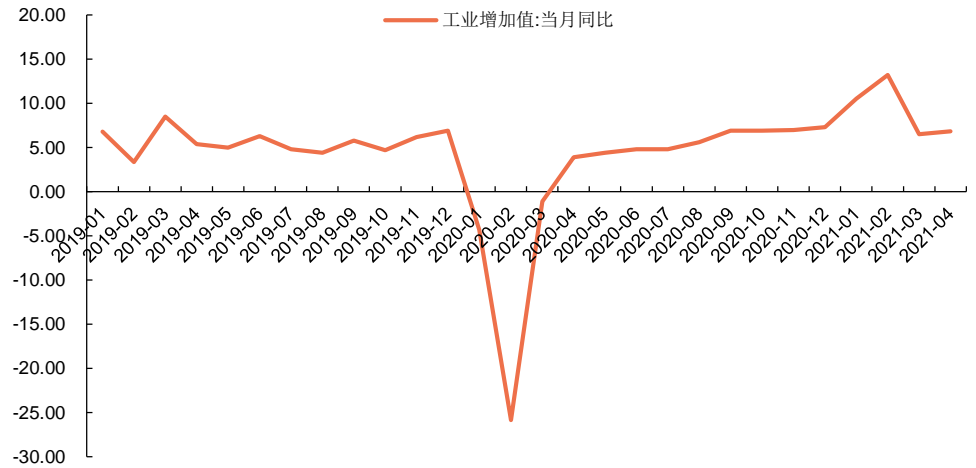
- ◆ 以现有数据推测新兴经济体出口大幅超预期有以下原因。一方面，受印度疫情突然失控的影响，防疫物资出口又有较大提升，另一方面，全球产业链的恢复再度放缓脚步，部分出口订单的需求进一步转移到我国。
- ◆ 发达经济体上，欧美制造业PMI依然强劲，但部分由于上游价格高位与原材料库存高位。对欧美进口均高位放缓，反映产能修复爬坑中后段边际走缓与强补贴对需求刺激作用走缓。
- ◆ 主要出口品类来看，3月的机电和钢材的出口增速仍然有所增长（两年平均），机电细分中，集成电路增长明显。
- ◆ 整体来看，出口维持较强态势，考虑到海外经济修复预期增强，出口高点将出现在2季度，强韧性拐点可能出现在2-3季度末。

1.2 制造业支持工业稳步回升 核心制造业维持高景气

制造业支撑工业生产继续向上。1-4月，全国规模以上工业增加值同比增长20.3%，

环比增长 2.47%；两年平均增长 7.0%。其中，4 月规模以上工业增加值同比增长 9.8%（前值 14.1%），环比增长 0.52%（前值 0.6%），两年平均增长为 6.8%（前值 6.2%）。就地过年政策减弱了传统开工季的生产的恢复性增长，导致 3 月工业生产放缓，但 4 月又有所加快。4 月份制造业同比增长 10.3%，两年复合增长 7.6%，贡献明显。

图1：制造业支持工业稳步回升（其中 2021 年 1-4 月数据为两年平均）



资料来源：Wind，申港证券研究所

结构上，受大宗价格上涨，上游增速放缓。中游整体保持快速增长，下游增速有所回落但仍维持高位。

- ◆ 上游周期行业增速明显放缓，受大宗商品价格上涨以及基数效应影响较大。
- ◆ 中游制造业，整体保持快速增长，通用设备、专用设备制造业及电气机械和器材制造业增速领先。复合增速较 3 月环比及 2019 年同比均有较大回升，整体仍维持在高增长区间，反映了核心制造业高速发展势头与景气度延续。
- ◆ 下游制造业，汽车、纺织业增速加快，计算机通信与其他电子设备增速小幅上涨，但仍维持较高增速。4 月，汽车两年复合增长 6.75%，较 3 月值 4.38% 回升。计算机、通信和其他电子设备制造业 11.10%（前值 11.04%），低于 2019 年同期 12.40%。纺织业增速大幅上涨至 2.25%（前值 0.79%）。

表1：上中下游主要行业工业增加值情况（其中 2021 年 4 月、3 月、1-2 月为两年复合增速）

	上游制造业			中游制造业			下游制造业		
	黑色金属冶炼和压延加工业	有色金属冶炼和压延加工业	化学原料和化学制品制造业	通用设备制造业	专用设备制造业	电气机械和器材制造业	汽车制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	纺织业
2021年4月	7.75%	4.15%	5.95%	11.20%	12.25%	15.80%	6.75%	11.10%	2.25%
2021年3月	8.12%	4.34%	6.15%	6.63%	7.38%	11.18%	4.38%	11.04%	0.79%
2021年1-2月	9.16%	5.96%	7.50%	7.98%	9.71%	12.94%	7.96%	13.14%	0.77%
2019年4月	11.50%	8.90%	3.40%	2%	2.80%	7.10%	-1.00%	12.40%	-1.80%

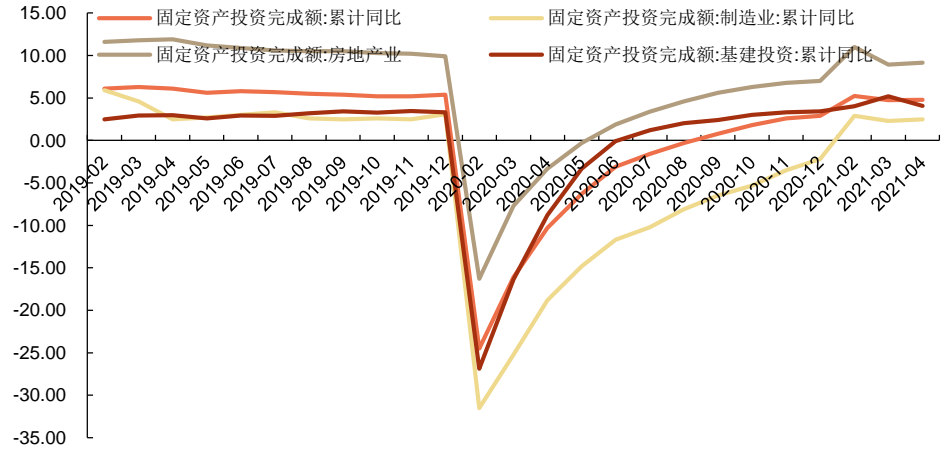
资料来源：Wind，申港证券研究所

1.3 固定资产投资 制造业继续恢复 地产高位趋缓

1-4 月固定资产投资的两年平均增速为 3.9%，较一季度提升 1 个百分点。分项上

来看，1-4月房地产整体相对制造业和基建投资两年平均增长最高，表现亮眼，仍然是拉动固定资产投资的主要动力来源。单就4月来看，基础设施投资增速回落，制造业支撑工业生产继续向上，地产投资高位趋缓。

图2：固定资产投资（其中2021年2-4月为两年平均）



资料来源：Wind，申港证券研究所

1-4月以来基础设施投资建设保持较快增长，稳中有升，尤其铁路、水利增长显著推动固定资产投资稳步提升。1-4月基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长18.4%，两年平均增长2.4%。分细项来看，4月水利管理投资增长24.9%，公共设施管理业投资增长14.1%，道路运输业投资增长16.8%，铁路运输业投资增长27.5%。交通运输业投资对基建投资增长具有明显的拉动作用，进而推动固定资产稳步提升。

房地产销售、新开工、施工竣工基数外仍有韧性。融资端，房企在“三条红线”政策下，拿地将继续受限。

- ◆ 房地产销售有所回落但仍在高位，需求依然高景气。1-4月，全国商品房销售面积50305万平方米，销售额达53609亿元，同比增长分别为48.1%、68.2%，两年平均增长9.3%、17%，虽比上期有所回落但需求依旧维持高景气区间，为房地产投资的亮眼表现提供支撑。
- ◆ 房地产新开工面积、施工面积、竣工面积同比增长14.4%，10.5%，17.9%，较一季度涨幅分别回落15.4%、0.7%和5%。考虑到政策端的逐步收紧，尤其是“三条红线”及宏观审慎管理下，房地产建设速度开始逐步放缓，后续增长仍需关注。

1.4 消费延续恢复态势 可选消费需求增速回缓

4月消费边际平缓上行，其中可选消费需求增速回缓。社零总体上行趋势确定，但幅度弱于市场预期。随着疫情的恢复以及消费场景限制的解除，线下消费复苏趋势确定。考虑疫情对中低收入人群的影响偏大，低收入居民的消费意愿更取决于收入及收入预期，两项后续仍需要时间修复。品类上参见可选消费品如生活服务类小幅上升，修复速度不及预期以及线上必选消费数据并未猛增等的整体态势，预计此前市场预期的2季度出现报复性消费反弹的概率偏低。

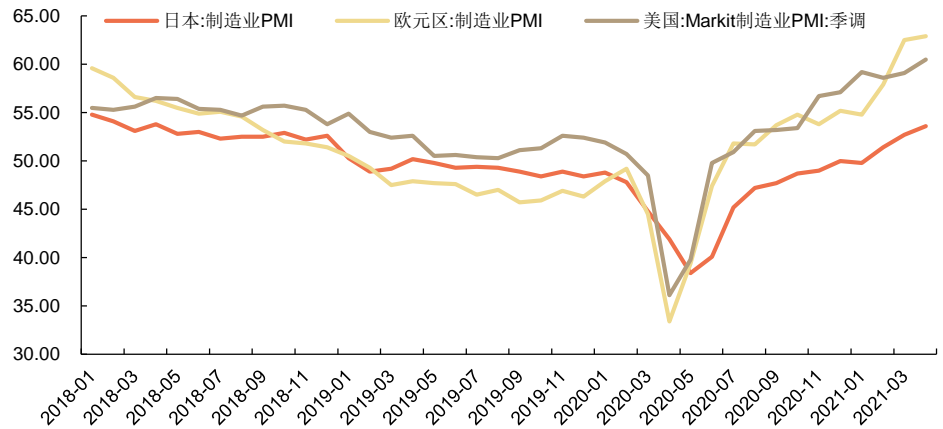
- ◆ **4月消费边际缓慢上行。**1-4月，社会消费品零售总额 138373 亿元，同比增长 29.6%；两年平均增长 4.3%。其中，4月份社会消费品零售总额 33153 亿元，同比增长 17.7%（前值 34.2%），两年复合增速较 3 月份回落 2.0 个百分点，两年平均增长 4.3%，环比增长 0.32%。随着疫情的恢复以及消费场景限制的解除，线下消费进入复苏进程。值得注意的是尽管 4 月有清明小长假，但可选消费需求环比下行，不及市场预期。
- ◆ **4月，必选类消费品较上月逾 1 个百分点，整体仍维持较增长态势。**除汽车外的社会消费品零售同比增速为 27.7%（前值 32.5%），其中服装鞋帽针纺织品类同比增速为 31.2%（前值 69.1%），饮料类零售同比增速为 22.3%（前值 33.3%）。必选类消费品弹性不大，预计后续依然保持此态势。
- ◆ **受益于地产表现亮眼，建筑及装潢材料、家具类同比增长趋势显著，速较上月下所回调。**4 月建筑及装潢材料零售同比增速为 30.8%（前值 43.9%），家具类零售同比增速为 21.7%（前值 42.8%），与施工竣工加快形成交叉验证。
- ◆ **餐饮仍是主要拖累，随疫苗注射快速推进，餐饮消费场景逐步恢复，线下消费仍在复苏。**但考虑到春节和清明节等线下消费修复速度不及预期，预计 2 季度报复性消费难以实现。1-4 月餐饮收入同比增长 67.7%，但两年平均增长仍为负，即餐饮仍未恢复到 2019 年同期水平。
- ◆ **随着疫情的恢复以及消费场景限制的解除，线下消费复苏趋势确定。**考虑疫情对中低收入人群的影响偏大，低收入居民的消费意愿更取决于收入及收入预期，两项后续仍需要时间修复。

1.5 出口继续高增长 对新兴市场出口修复中

中国对全球出口依然维持高强劲态势，对新兴经济体走强明显。4 月，出口金额（以美元计）为 2639.2 亿美元，同比增长 32.3%；进口金额为 2210.6 亿美元，同比增长 43.1%。剔除基数效应，4 月出口两年复合增速 16.76%，相较 3 月两年复合增速的 10.29% 明显上升。

- ◆ **以现有数据推测新兴经济体出口大幅超预期有以下原因。**一方面，受印度疫情突然失控的影响，防疫物资出口又有较大提升，另一方面，全球产业链的恢复再度放缓脚步，部分出口订单的需求进一步转移到我国。
- ◆ **发达经济体上，欧美制造业 PMI 依然强劲，但部分由于上游价格高位与原材料库存高位。**对欧美进口均高位放缓，反映产能修复爬坑中后段边际走缓与强补贴对需求刺激作用走缓。
- ◆ **整体来看，出口维持较强态势，**考虑到海外经济修复预期增强，出口高点将出现在 2 季度，强韧性拐点可能出现在 2-3 季度末。（参见出口强韧性的拐点在哪？）

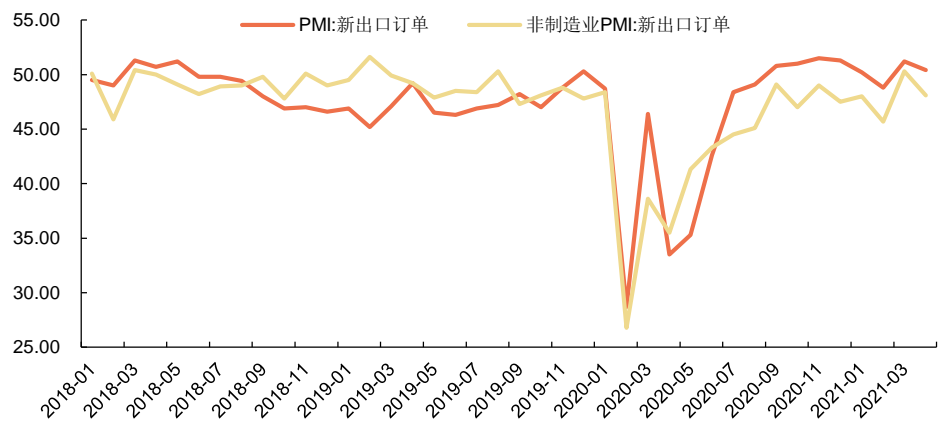
图3：发达经济体工业景气指数修复明显



资料来源: Wind, 申港证券研究所

新订单等前瞻指标有所回落, 仍保持较高水平。5月 PMI: 新出口订单为 50.4 (前值 51.2), 从出口新订单等前瞻指标观测数据有所回落, 仍维持较高水平。

图4: 出口新订单预期仍处于扩张区间



资料来源: Wind, 申港证券研究所

区域上, 我国对主要贸易伙伴出口增速出现分化。对于发达经济体出口增速边际趋缓, 而新兴经济体边际加快。从分国别的月度边际变化来看, 对美国、欧盟、日本

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_19628



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>