

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观

后疫情的经济格局逐渐明朗

报告原因：事件点评

——2021 年 4 月经济数据点评

2021 年 5 月 17 日

宏观研究/点评报告

事件

- 5 月 17 日，统计局发布 2021 年 4 月份经济数据。

点评

➤ **工业增加值同比小幅改善。**5 月工业增加值当月同比 9.8%，前值 14.1%，两年累计复合增长率达到 6.8%，前值 6.2%，工业增速保持稳健情况下略有走强。分大类行业中，高技术产业增加值两年复合同比依然表现强势，制造业增加值两年复合同比较 3 月升高。从制造业具体行业来看，设备制造、电器机械制造两年复合同比增幅高于其他行业，从制造业产业链条来说，这些行业更多对应更下游制造业投资和部分出口，这或与最近今年制造业投资改善，出口增速持续强势相关。

➤ **投资同比继续修复。**固定资产投资 4 月累计同比 19.9%，前值 25.6%，隐含当月同比 9.89%，两年复合同比为 5.26%，前值 3.45%。投资单月改善主要由房地产投资和制造业投资拉动。

➤ **房地产投资增速改善，但后续持续性存疑。**房地产投资 4 月隐含当月同比 13.68%，前值 14.71%，两年复合当月同比 10.27%，前值 7.71%。相较于一季度房地产投资，4 月份房地产投资有较明显回暖。从单月数据看，新增施工面积、新开工面积、竣工面积均低于去年同期，再加上前期土地成交价款同比曾在去年 4 月大幅走高，所以我们猜测，单月房地产投资增速的走高主要来自土地购置费同比的上升，以及存量施工方面的投资。4 月房地产投资或是阶段性的一个高点，预计土地购置费同比和施工增速逐渐回归平稳后，房地产投资同比或有一定下行。房地产销售两年复合同比连续两个月下降，4 月下降至 12.2%，逐渐从高位回落至正常区间。从近期高频数据来看，随着房地产政策的加码，一线城市成交量正逐渐收缩，但二线城市交易热情仍较高。我们预计，后续房地产销售同比难以重新走高。

➤ **基建投资两年复合同比回落。**基建投资 4 月隐含当月同比 2.83%，前值 21.57%，两年复合当月同比 3.81%，前值 5.76%。我们认为，基建投资同比回落主要由今年地方债发行滞后相关。去年 1 月份地方债发行迎来高峰，对应 4 月份基建投资同比大幅升高且转正。而今年，地方债发行进度偏慢，这导致在 4 月高基数下，基建投资同比出现波动。从分项看，单月电力、热力、燃气及水的生产和供应业表现较强，

山证宏观固收团队

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业登记编码：S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

研究助理：

邵彦棋

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座
28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

两年复合增长率超过 11%，这或许与近期各地各部门大力发展碳中和投资相关。我们认为今年基建增速将保持稳健，但单月增速或受到财政资金投放进度的影响。

➤ **制造业投资两年复合同比继续改善。**制造业投资 4 月隐含当月同比 14.7%，前值 25.1%，两年复合当月同比重回正值，为 3.44%，前值 -0.35%，复合同比水平仍显著低于去年年底。目前公布的行业多为下游行业，投资增速均有一定改善，主要受出口拉动。今年以来，出口一直保持较高增速，海外需求恢复对出口拉动明显。但是，今年房地产和基建投资表现不如去年，从今年一季度的情况看，与施工相关的行业投资增速表现较弱。我们认为，未来制造业投资将在出口带动下逐渐走强，但由于施工带动力量减弱，整体制造业投资增速很难回到去年年底的水平。

➤ **社零两年复合同比回落。**社零 4 月当月同比 17.7%，前值 34.2%，两年复合当月同比 4.3%，前值 6.3%，复合同比水平回到去年 4 季度水平。大部分商品零售两年复合同比较上月有所下降，单月同比易受到基数影响。4 月，包括化妆品、金银珠宝、通讯器材等小类可选类消费的同比水平仍然较强。另外，餐饮收入表现也较弱。往后看，汽车消费从 5 月开始将面临较高基数效应，或对整体社零同比产生拖累。后续社零的主要关注非汽车的可选类消费和服务类消费能否继续恢复。

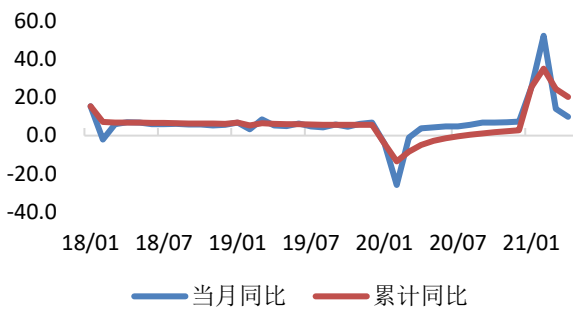
➤ **4 月经济表现出明显平衡态的特征。**4 月经济数据总体表现平稳。工业生产端、需求端中投资和出口较 3 月改善，而消费增速单月回落。我们上月经济数据点评提到，经济已进入平衡态。而本月经济数据明显表现出平衡态的特征，整体经济动能趋于稳定，单月数据波动幅度较恢复时期明显减弱，不同分项数据各有升降。从行业来看，与出口链条上的行业普遍在生产 and 需求两端表现更为强势。

➤ **短期经济格局或已确定。**我们认为，近期经济有几个主线逻辑。第一，短期经济的主要抓手较为明确，一是出口的强势，二是制造业投资在逐月改善。第二，生产强于需求，外需好于内需，内需中投资较稳健的格局或将在一段时期内延续。第三，经济增速波动平稳，但去年四季度经济增速或为近期经济增速上限。中期，经济中不确定有两方面，一是近两个月，广义货币和社融同比下降幅度略大，对较依赖融资的房地产、基建，包括部分制造业的影响值得关注。二是近两个月消费波动过大，疫苗注射的推广会刺激消费，尤其服务类消费，但去年疫情对居民收入的永久性影响或也逐渐拖累消费的恢复。

➤ 风险提示

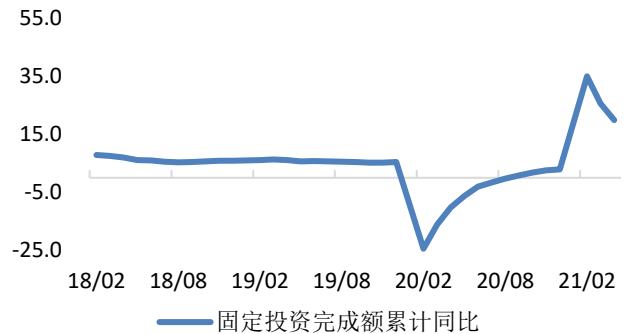
- 1、紧信用对部分投资需求的影响较大，经济过快迎来下性拐点；
- 2、通胀影响企业投资预期和居民消费预期；
- 3、消费恢复持续低于预期。

图 1：工业增加值同比走势



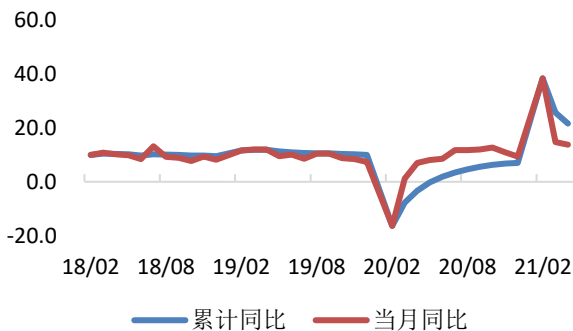
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：固定资产投资完成额累计同比走势



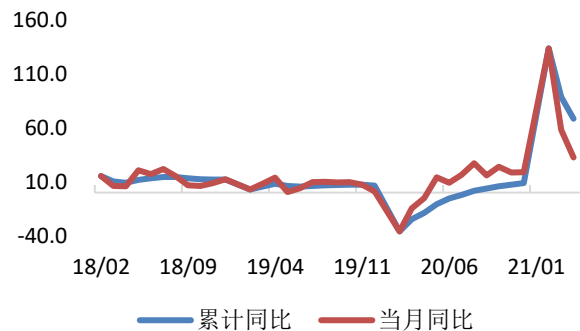
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3：房地产投资同比走势



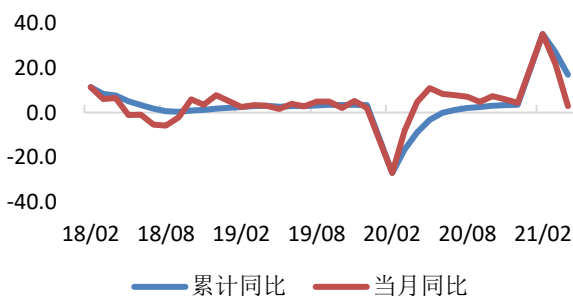
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：房地产销售同比走势



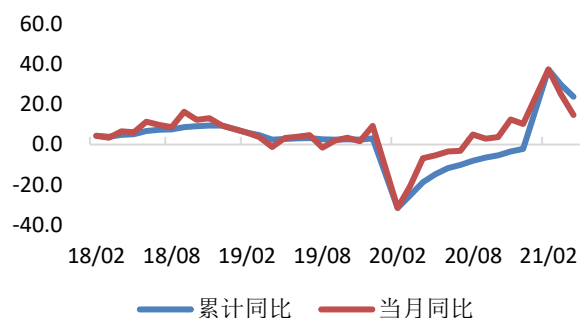
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：基建投资同比走势



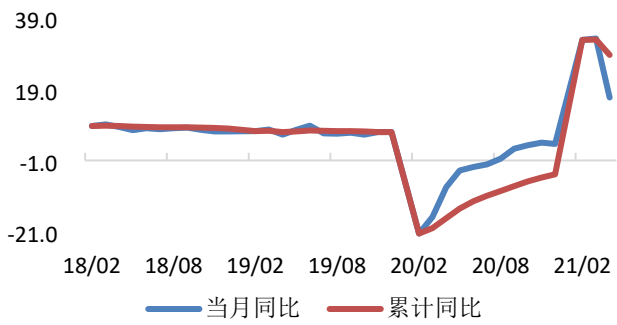
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：制造业投资完成额同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 7：社零同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

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_19633

