

不平衡修复延续，消费还需再帮一把

——2021年1-4月宏观数据点评

宏观点评

核心观点：

4月份经济修复动能中，出口和房地产依然是主要动力，制造业、基建投资温和复苏，但消费修复速度放缓，经济恢复平衡性亟待增强。预计在出口保持韧性和消费向上空间较大的带动下，二季度经济有望延续稳中加固态势，但原材料涨价对需求的抑制作用不容忽视，预计二季度GDP同比增长8.4%。

摘要：

- **工业增加值：出口走强带动制造业生产再度回升。**4月规模以上工业增加值两年平均增长6.8%，较3月份加快0.6个百分点，处于近年来历史同期偏高水平，表明工业生产稳中有升、仍然较为强劲。从三大门类看，制造业是工业生产边际走强主因，如4月份制造业增加值两年平均增长7.6%，较3月份大幅提高1.3个百分点，增幅高出全部工业0.7个百分点；从制造业内部看，出口走强带动中游生产提速是主要贡献力量，如本月电气机械及器材、专用/通用设备等中游装备制造业增加值两年平均增速均超过10%，且均较3月份有所提高，同期上游和下游制造业生产则多数有所放缓。
- **国内生产总值（GDP）：预计二季度GDP约增长8.3%、全年增长8.6%左右，走势前高后低。**一是服务业修复提速叠加居民收入回暖，二季度消费有望加快恢复性增长，但消费全年恢复至常态水平有难度。二是制造业有望接棒基建和房地产，投资向上修复可期；三是全球需求加快恢复叠加海外供需缺口仍存，出口高景气短期延续，但动能边际走弱。
- **消费：短期回落，不改二季度修复加快趋势。**4月社零两年平均增长4.3%，较3月大幅回落2个百分点，且环比增速远低于疫前同期水平，显示消费明显走弱。消费修复不及预期，原因有三：一是本月餐饮收入两年平均增速较上月回落0.5个百分点至0.4%，拖累作用突出；二是随着消费刺激政策逐步退潮，汽车、办公用品、食品、饮料等限额以上商品零售修复速度均在高位放缓；三是低收入群体收入增长偏慢，对限额以下商品消费恢复形成重要制约。预计在服务业修复提速和居民收入回暖的共同支撑下，二季度消费修复提速仍可期；但疫后低收入群体收入修复常态尚需时日，且贫富分化、房地产挤占对边际消费倾向的制约作用偏强，消费内生修复动能尚需政策提振。
- **投资：制造业地产支撑作用增强，修复动能有望继续回升。**1-4月份固定资产投资两年平均增长3.9%，高于上月1.0个百分点，且环比增速高于历史同期，显示投资端修复动能加强。一是在低基数、出口高增长和降成本政策的共同作用下，制造业投资边际改善较多，但整体规模仍不及2019年水平。预计在国内外需共振修复、企业利润改善、技术升级周期启动的共同作用下，二季度制造业投资中枢将继续上行，但输入性通胀压力和出口增速放缓将制约其修复斜

财信研究院

宏观团队

胡文艳

宏观经济研究中心 资深研究员

邮箱：huwenyan21@126.com

李沐

宏观经济研究中心 高级研究员

邮箱：limo.ye@163.com

陈然

宏观经济研究中心 研究员

邮箱：chenran@hnjrk.com



财信宏观经济研究中心微信号

率。二是在专项债发行放量的支撑下，1-4月基建投资小幅改善，但仍在低位运行。预计二季度专项债发行放量将带动基建投资阶段性回暖，但专项债分流、公共财政支持力度减弱、优质项目缺乏等因素将制约其回升幅度。三是在限制性房地产政策大概率加码和国内信用收缩的大背景下，房地产投资增速向上面临“天花板”，但房地产需求仍处于拉长的回升周期中，房地产投资增速有望维持高位。

- **政策展望：缓退坡，更重精准。**1-4月份经济边际修复动能增强，但经济复苏不均衡性问题依旧突出，宏观政策既要“不急转弯”、稳健回归常态，也要精准发力强弱项、防风险。**预计货币政策稳字当头，结构性定向调控强化。**一方面流动性总量“不缺不溢”，2021年社融和M2增速将分别降至11%和9%左右，宏观杠杆率平稳可期；另一方面金融地产“紧”、制造业“松”格局有望强化，金融对小微企业、科技、绿色领域的支持力度或进一步加强。**预计财政延续积极总基调，结构性特征明显。**一方面财政扩张规模调降至7.22万亿元，扩张力度边际放缓，但整体仍高于2019年水平；另一方面财政兜底“三保”底线，将进一步向民生领域倾斜，同时更加注重结构调整。

目 录

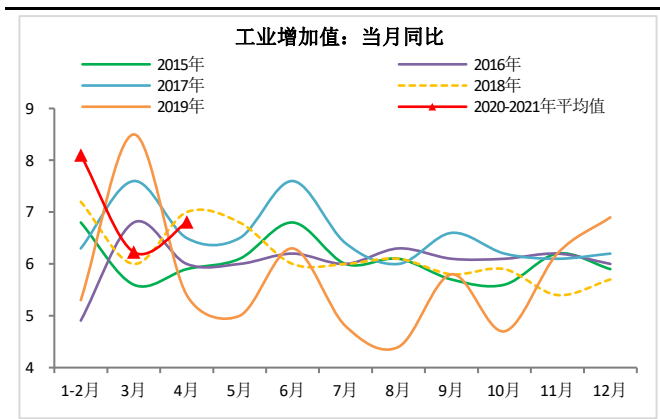
一、工业增加值：出口走强带动制造业生产再度回升	4
二、国内生产总值：预计二季度 GDP 约增长 8.3%、全年增长 8.6%左右，走势前高后低	5
三、消费：短期回落，不改二季度修复加快趋势	6
（一）刺激政策退潮与低收入群体增收困难，共致消费修复短期放缓	6
（二）预计二季度消费将加快恢复性增长	7
四、投资：制造业地产支撑作用增强，修复动能有望继续回升	9
（一）制造业投资将继续修复，但斜率不宜高估	9
（二）基建投资有望阶段性回暖，但整体幅度有限	10
（三）房地产投资增速有望在高位区间波动	11

正文：

一、工业增加值：出口走强带动制造业生产再度回升

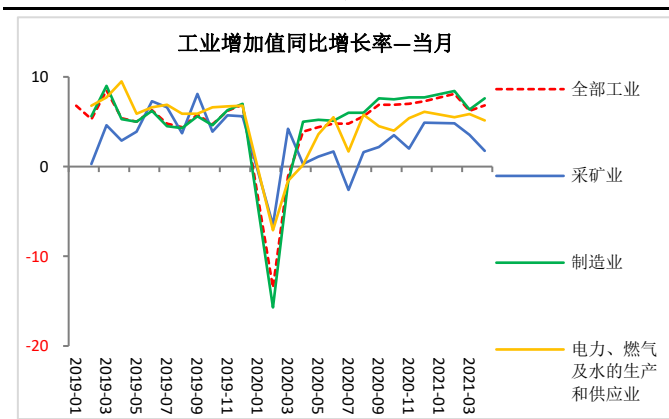
2021年1-4月份规模以上工业增加值同比增长20.3%，2020-2021两年平均增长7.0%，仍处于近五年来同期偏高水平。从当月增速看，4月份规上工业增加值同比增长9.8%；两年平均增长6.8%，比3月份加快0.6个百分点，处于近年来历史同期偏高水平（见图1），表明工业生产稳中有升，仍然较为强劲。

图1：工业生产增速环比有所回升



资料来源：WIND，财信研究院

图2：制造业是工业生产稳中有升的主因



资料来源：WIND，财信研究院

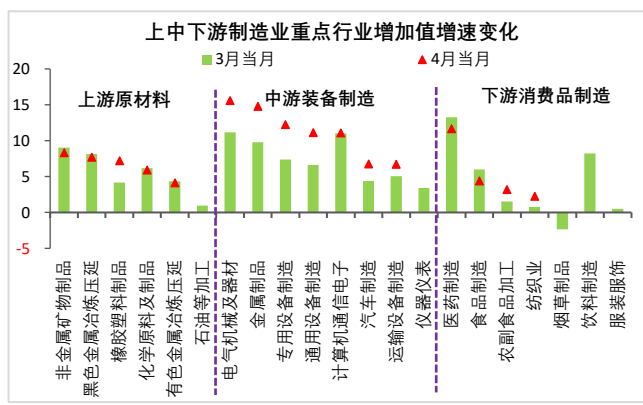
注：2021年数据为2020-2021年两年平均增速

从三大门类看，制造业是工业生产边际改善的主因。如4月份制造业增加值同比增长9.8%（见图2）；两年平均增长7.6%，较3月份大幅提高1.3个百分点，增幅高出全部工业0.7个百分点，且考虑到制造业营业收入占工业的比重达90%以上（2020年值），毫无疑问是工业生产边际改善的主要贡献力量。其他两大门类中，受碳中和碳达峰目标下环保趋严和去年采矿业投资持续萎缩全年下降14%影响，采矿业增加值两年平均增速为1.7%，较3月份大幅回落1.8个百分点；同时受今年财政逆周期调节力度减弱影响，电力、热力、燃气及水生产和供应业两年平均增长5.1%，较3月份也降低0.7个百分点。

分制造业不同行业看，出口走强带动中游生产提速是主要贡献力量，上游和下游生产多数有所放缓。一是受印度等出口大国疫情加重供给面临制约，同时欧美等发达经济体经济恢复提速需求增加影响，4月份我国出口增速超预期大幅提升，加上国内房地产投资强劲，带动中游装备制造业生产提速，如4月份电气机械及器材、金属制品、专用/通用设备、计算机通信电子等装备制造业增加值两年平均增速均超过10%，且较3月份均有所提高（见图3）。二是受碳中和碳达峰目标下环保趋严、大宗商品进口价格提高较多和下游消费恢复不及预期影响，本月上游原材料制造业生产意愿有所减弱，如4月份上游非金属矿物质品、黑色/有色金属冶炼压延、化学原料及制品业增加值两年平均增速，均较3月份有所放缓（见图3）。三是国内消费边际放缓，拖累本月下游食品、医药等制造业生产减速，但与出行相关的纺织业增加值两年平均增速则继续环比改善（见图3）。

从结构上看，高技术制造业继续领跑，新动能持续增强。如1-4月份高技术产业增加值同比增长25.6%（见图4）；两年平均增长12.4%，较1-3月份加快0.1个百分点，高于同期全部制造业4.8个百分点，表明国内新旧动能转换持续加快，经济中的创新成色更足。此外，从产品产量看，国内新产品的规模也在不断扩大，如4月份新能源汽车、工业机器人、集成电路等产品产量同比增速均超过29%，两年平均增速均超过19%。

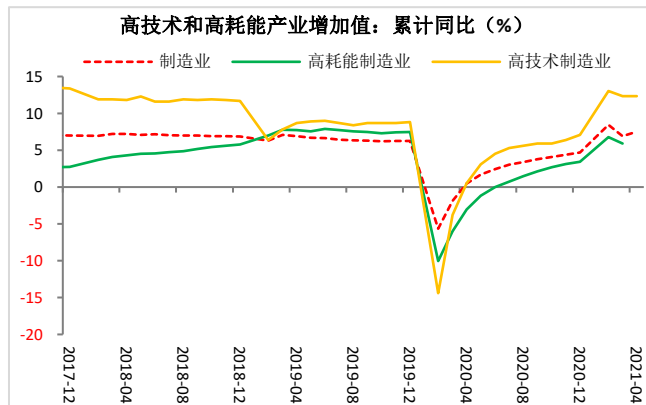
图3：中游装备制造业生产提速是主要贡献力量



资料来源：WIND，财信研究院

注：图中数值均为2020-2021年两年平均增速

图4：高技术制造业生产继续领跑



资料来源：WIND，财信研究院

注：2021年数据为2020-2021年两年平均增速

二、国内生产总值：预计二季度GDP约增长8.3%、全年增长8.6%左右，走势前高后低

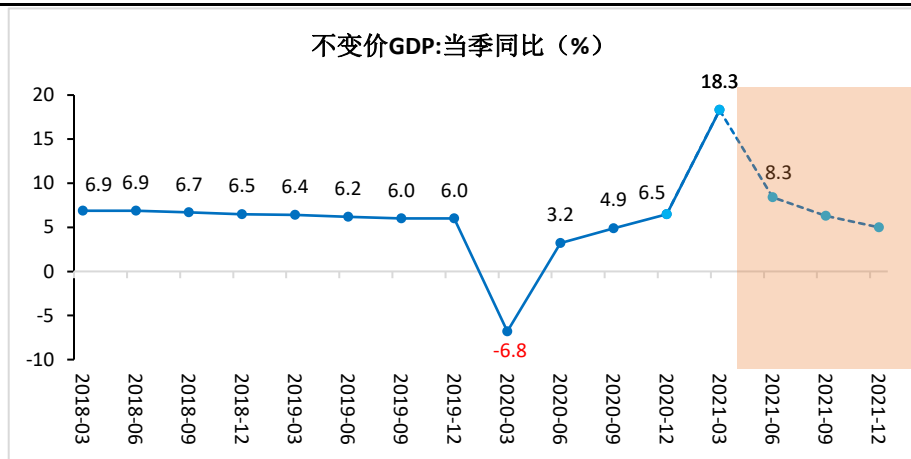
2021年一季度国内GDP同比增长18.3%，两年平均增长5.0%，经济运行开局良好；但疫情发生以来各季度GDP环比增速逐步降低，从去年二季度到今年一季度，分别为11.6%、3.0%、2.6%和0.6%，反映出经济修复斜率边际持续放缓；此外一季度经济修复过程中，结构不平衡现象也依旧存在。

4月份国内经济运行基本延续了一季度的恢复态势，但值得关注的是，部分结构不平衡现象更为突出。一是从生产端看，工业生产持续强劲，但服务业生产恢复较慢，如4月份工业增加值和服务业生产指数两年平均增速分别为6.8%和6.2%，前者高于后者，且前者较上月有所回升、后者较上月还回落0.6个百分点。二是从需求端看，出口持续超预期，内需尤其是消费恢复持续不及预期，如4月份出口、固定资产投资、消费两年平均增速分别为14.7%、5.7%、4.3%，消费排名垫底；且与上月相比，出口、投资增速均有所加快，消费则回落约2个百分点。三是分中观行业看，受成本上涨和消费修复偏慢叠加共振影响，下游制造业增加值和投资增速持续偏低，如4月份下游农副食品加工和纺织业增加值两年平均增速均低于3.5%，投资两年平均增速均为负。

预计2021年二季度经济国内GDP约增长8.3%，全年增长8.6%左右（见图5），呈“前高后低”走势：一是服务业修复提速叠加居民收入回暖，二季度消费有望加快恢复性增长；但疫后中小微企业受损严重，加上收入差距拉大、房地产挤占效应增强，

居民收入和边际消费倾向或难以全面恢复，消费全年恢复至常态水平仍有难度。**二是**制造业有望接棒基建地产，投资向上修复可期：制造业投资在国内外需求共振复苏、利润分配格局改善、技术升级周期启动的叠加影响下将迎来明显修复；基建投资将在地方项目申报工作完成、专项债进入发行高峰的带动下迎来阶段性回暖，但公共财政支持力度减弱、专项债分流、优质项目缺乏将制约其回升幅度；房地产投资在监管政策边际趋紧、竣工周期启动、城镇老旧小区改造等因素的共同作用下高位趋稳概率偏高。**三是**全球需求加快恢复叠加海外供需缺口仍存，出口高景气短期延续，但动能边际走弱。

图 5：2021 年 GDP 增速将呈“前高后低”走势



资料来源：WIND，财信研究院

三、消费：短期回落，不改二季度修复加快趋势

（一）刺激政策退潮与低收入群体增收困难，共致消费修复短期放缓

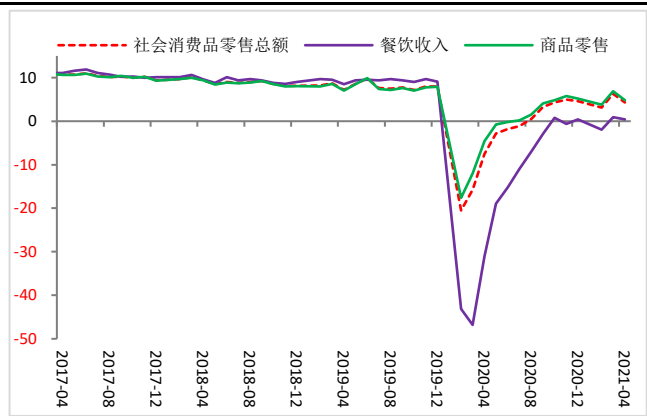
1-4 月份社会消费品零售总额（简称社零，下同）为 138373 亿元，同比增长 29.6%（见图 6），两年平均增长 4.2%，仍处在常态化修复途中。从边际变化看，4 月份社零环比增速为 0.32%，远低于疫情前同期约 0.8% 左右的水平；同时 4 月份社零两年平均增速为 4.3%，较 3 月份大幅回落 2 个百分点，均反映出短期内消费明显走弱。4 月份消费增速大幅不及预期原因主要有三：

一是餐饮消费边际走弱，拖累作用突出。如 4 月份餐饮收入两年平均增速仅为 0.4%，低于同期社零增速近 4 个百分点，且较上月还回落 0.5 个百分点，持续对消费造成重要拖累。从原因看，在消费环境趋于改善的情况下，餐饮消费回落或主要与居民收入尚未恢复至常态水平密切相关。

二是刺激政策退潮下汽车等限额以上商品零售修复速度有所放缓。如 4 月份商品零售两年平均增长 4.8%，较 3 月份大幅回落 2.1 个百分点。其中，限额以上商品零售两年平均增速为 7.1%，较上月回落 1.4 个百分点，对全部商品零售形成一定拖累。分商品种类看（见图 7），限额以上商品零售恢复放缓，主要源于：其一受汽车缺芯和前期促消费政策的透支效应影响，占商品零售比重约 30% 的汽车消费边际明显走弱，如 4 月份汽车零售两年平均增速较上月大幅回落 2.6 个百分点。其二随着经济运行恢复常态，消费刺

激政策趋弱，本月办公用品类、通讯器材类、食品、饮料、日用品、中西药品类消费两年平均增速均有所放缓。但与 2019 年同期相比，除家用电器和中西药品外，本月限额以上商品零售增速基本均已恢复至常态水平附近，表明未来其修复动力和空间已有限，消费恢复或主要依赖于限额以下商品的改善。

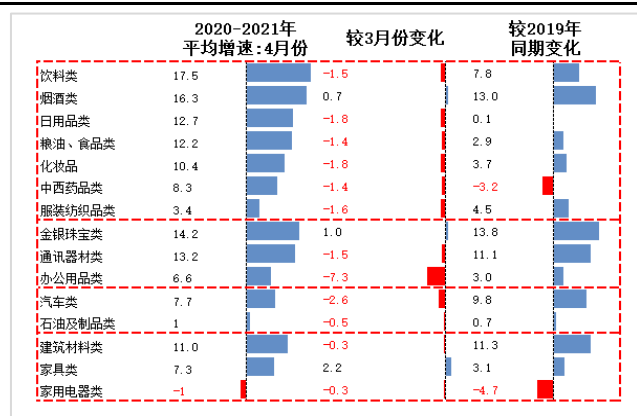
图 6：社会消费品零售总额及其两大分项：当月同比



资料来源：WIND，财信研究院

注：2021 年数据为 2020-2021 年两年平均增速

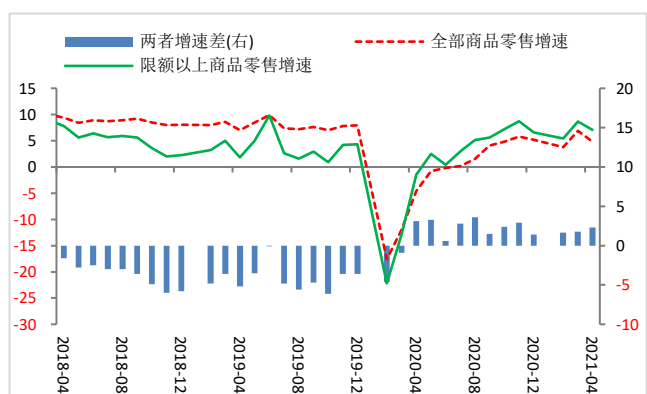
图 7：4 月份限额以上商品零售细项增速及变化



资料来源：WIND，财信研究院

三是低收入群体收入增长偏慢，对限额以下商品消费恢复形成重要制约。如 4 月份限额以上商品零售两年平均增速边际有所回落，且其与全部商品零售的增速差较上月扩大 0.5 个百分点（见图 8），表明本月代表低收入群体消费的限额以下消费回落速度明显更快。限额以下商品零售占社零的比重高达 55%（2019 年值），其增速放缓较多是消费趋弱的重要原因。而低收入群体消费恢复持续偏慢，主要源于其收入恢复面临更多困难，如一季度国内农村外出务工劳动力收入两年平均增速仅为 2.4%，远未恢复到疫前水平，且也大幅低于同期全部居民收入增速 4.6 个百分点。

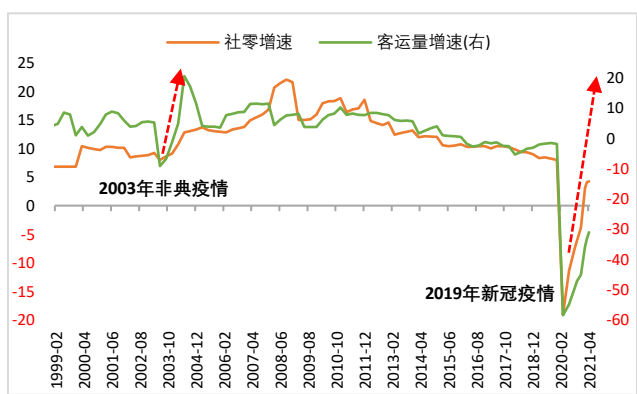
图 8：限额以上商品零售与全部商品零售增速差扩大



资料来源：WIND，财信研究院

注：2021 年数据为 2020-2021 年两年平均增速

图 9：社零增速与客运量增速（%）



资料来源：WIND，财信研究院

注：2021 年数据为 2020-2021 年两年平均增速

（二）预计二季度消费将加快恢复性增长

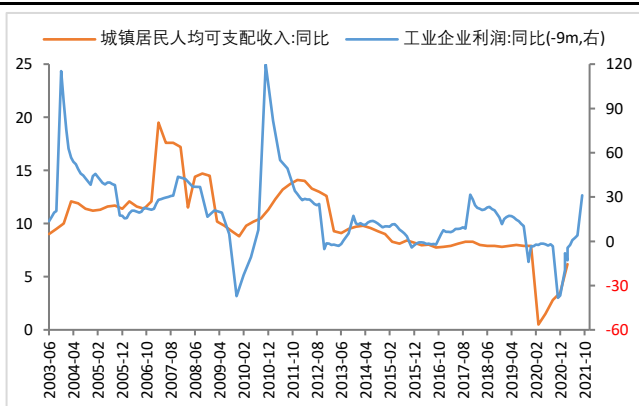
受疫后居民收入恢复偏慢且结构不均衡影响，4 月份消费短期回落；但预计在服务

业修复提速、企业盈利改善带动居民收入回暖等因素的共同助力下，二季度消费仍有望加快恢复性增长，当然全年要恢复至疫前常态水平仍面临制约。

一是疫情扰动消退、服务业加快重启将对二季度消费形成有力支撑。如根据历史经验，国内社会零售消费品总额增速与客运量增速走势高度相关，当前在国内疫情持续向好下，居民出行存在巨大修复空间，将带动相关消费加快恢复性增长（见图9）。

二是企业盈利改善将助力居民收入回升，支撑消费边际回暖。如工业企业利润增速约领先城镇居民人均可支配收入增速3个季度左右，国内工业企业利润自2020年下半年以来持续回升，当月增速连续10个月保持双位数增长，预示未来居民收入有望明显改善（见图10）。

图 10: 工业企业利润增速领先居民收入增速约三个季度



资料来源：WIND，财信研究院

注：2021 年数据为 2020-2021 年两年平均增速

图 12: 农民工两年平均收入增速仍偏低

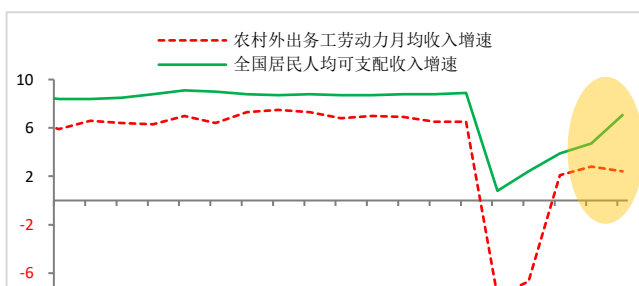
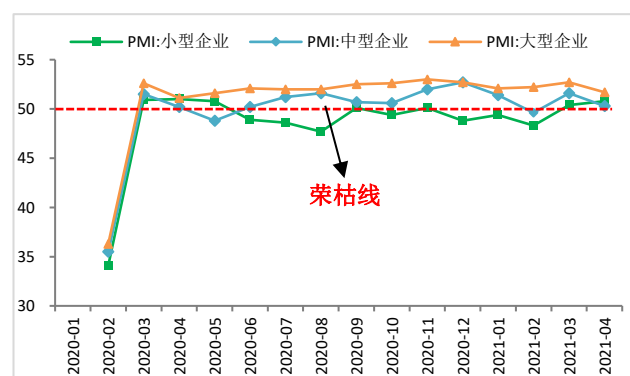
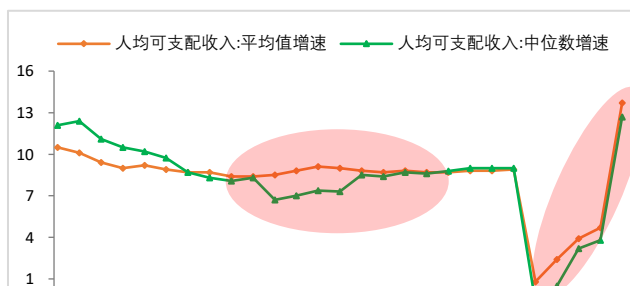


图 11: 小企业 PMI 已连续两个月升至荣枯线上方



资料来源：WIND，财信研究院

图 13: 人均可支配收入中位数增速慢于平均值增速



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_19634

