

总量研究

制造业如期反弹，全球朱格拉周期开启不断验证

——2021年4月实体经济数据点评

要点

事件：2021年5月17日，国家统计局公布2021年4月实体经济数据，生产单月增速9.8%，前值14.1%，预期11%；固投累计增速19.9%，前值25.6%，预期19.4%；社零单月增速17.7%，前值34.2%，预期23.8%。

核心观点：4月份经济动能进一步上行，制造业投资增速和生产均在反弹，验证了我们关于全球朱格拉周期开启，制造业强复苏的观点。房地产投资维持高位，基建和社零增速则有所回落，但依然处于较高水平。

向前看，国内外疫情反复扰动下，将主要冲击线下服务业和低端制造业，430政治局会议提出的经济不均衡的问题，将会在二季度进一步扩大。因此，为了实现更高水平的经济均衡，货币政策将进一步放松。

固投：符合预期，制造业和房地产拉动，进一步上行。

4月固投符合预期，以2019年为基期，基建、房地产、制造业4月单月投资增速分别为7%、21.6%、4.9%，较3月提高了7.7个、5.6个和降低了6.5个百分点。

制造业：投资和生产均有所反弹，全球朱格拉周期开启不断被验证。

制造业各链条增速均有回升，一方面，2019年4月，制造业投资受贸易摩擦扰动，基数较低；另一方面，正如我们在前期多篇报告中所提到的，海外供需缺口和海外补库进程将持续支撑出口，企业利润改善，技改投资加速，也将推动制造业复苏进程。中国制造业投资持续复苏，美国基建计划蓄势待发，全球朱格拉周期开启不断被验证。

房地产：维持高位，预计新开工未来会有所反弹。

新开工和竣工持续回落，4月单月增速分别为-10.5%及-11.6%。新开工和竣工低迷，房地产投资却继续回升，主要受到了土地购置费的支撑。2020年下半年，土地成交持续保持较高增速，滞后半年传导到房地产投资中，从而对地产投资带来支撑。向前看，随着5月份的各地“两集中”土地出让告一段落，将释放大量开发商土地保证金，预计新开工会有所反弹，从而对房地产投资带来较强的支撑。

消费：略超预期，但依然处于历史高位

与2019年同期相比，4月社零增速8.8%，相对于3月份的13%有所下滑。4月环比下滑幅度较大，主要因为春节后疫情得到有效控制，居民短期集中释放消费需求，抬高了3月份的基数。实际上，4月增速依然高于1-2月的6.4%，也是2020年以来的较高增速。

二季度，经济如何实现更高水平的均衡？

近期，国内疫情出现多点散发。本次疫情散发时间与五一出游时间重叠度较高，本轮疫情链条可能会比较长，会持续影响线下服务业和低技术制造业的复苏。因此，在严峻的疫情形势背景下，及经济达到更高均衡的要求下，货币政策也将进一步放松。我们在430政治局会议点评中就提到，政策基调要“稳中求进”将主要体现在货币政策端。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001

0755-23946159

zhaogege@ebsecn.com

相关研报

国内外疫情不断扰动，货币政策继续微松——20210516 光大宏观周报（2021-05-16）

新增社融读数不佳，究其缘由实则不弱——2021年4月金融数据点评（2021-05-13）

外部扰动影响有限，政策基调延续稳健——2021年一季度货币政策执行报告点评（2021-05-12）

“生育意愿”接近日本，鼓励政策还有多远——《人口峭壁》第三篇（2021-05-11）

通胀分化延续，PPI仍将上行——2021年4月价格数据点评（2021-05-11）

从2月22日开始，为什么我们坚定看好全球朱格拉周期开启——《全球朱格拉周期开启》第十一篇（2021-05-09）

海外供应复苏放缓，中国出口继续强势——2021年4月贸易数据点评（2021-05-07）

不疾不徐，轻踩油门，乘势而上——20210430 政治局会议点评（2021-05-01）

企业利润继续高增，制造业强复苏可期——2021年1-3月工业企业盈利数据点评（2021-04-27）

美元指数易涨难跌——光大宏观周报（2021-04-25）

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？——货币政策前瞻系列一（2021-04-22）

财政收入先行复苏，支出进度有待加快——2021年3月财政数据点评（2021-04-22）

全球朱格拉周期开启，哪些板块迎风起舞——《全球朱格拉周期开启》第十篇（2021-04-21）

目 录

一、4 月经济动能继续上行，略有分化	3
二、制造业：投资及生产均在反弹	3
三、房地产：预计新开工未来会有所反弹	5
四、基建：略有下行，依然维持较高水平	6
五、消费：低于预期，可选消费品表现最好	7
六、二季度，经济如何达到更高水平均衡？	8

图目录

图 1：4 月固投增速继续上行，符合预期	4
图 2：制造业投资渡过春节前的冷冬和疫情冲击，持续回升	4
图 3：食品、农副食品、纺织、化工等链条的增速则依然较弱	5
图 4：2020 年下半年，土地成交保持较高增速，滞后半年传导到土地购置费中	6
图 5：全国房地产销售增速持续下滑	6
图 6：2021 年 5 月至 10 月，月均需发行 5700 亿元新增专项债	7
图 7：基建投资增速略有下行，但是依然高于去年四季度	7
图 8：各品类销售增速均有所下行，可选消费下滑幅度最小	7
图 9：饮料、化妆品、通讯、烟酒等可选消费品较强	7

表目录

表 1：2021 年 4 月，社零增速略低于市场预期	3
----------------------------------	---

一、4 月经济动能继续上行，略有分化

事件：2021 年 5 月 17 日，国家统计局公布 2021 年 4 月实体经济数据，生产单月增速 9.8%，前值 14.1%，预期 11%；固投累计增速 19.9%，前值 25.6%，预期 19.4%；社零单月增速 17.7%，前值 34.2%，预期 23.8%。

核心观点：4 月份经济动能进一步上行，但略有分化。制造业投资增速和生产均在反弹，验证了我们关于全球朱格拉周期开启，制造业强复苏的观点。房地产投资维持高位，基建和社零增速则有所回落，但依然处于较高水平。

向前看，国内外疫情反复扰动下，将主要冲击线下服务业和低端制造业，430 政治局会议提出的经济不均衡的问题，将会在二季度进一步扩大。因此，为了实现更高水平的经济均衡，货币政策将进一步放松。

表 1：2021 年 4 月，社零增速略低于市场预期

月份	固定资产投资 (累计同比)	社零 (单月同比)	工业增加值 (单月同比)	出口 (单月同比)
2020 年 11 月	2.6%	5.0%	7.0%	21.1%
2020 年 12 月	2.9%	4.6%	7.3%	18.1%
2021 年 1-2 月	35%	33.8%	35.1%	60.6%
2021 年 3 月	25.6%	34.2%	14.1%	30.6%
2021 年 4 月 实际值	19.9%	17.7%	9.8%	32.3%
2021 年 4 月 市场预期	19.4%	23.8%	11.0%	22.5%

资料来源：Wind，光大证券研究所（备注：市场预期为 Wind 一致预期，进出口均为美元计价，固投均为累计增速）

二、制造业：投资及生产均在反弹

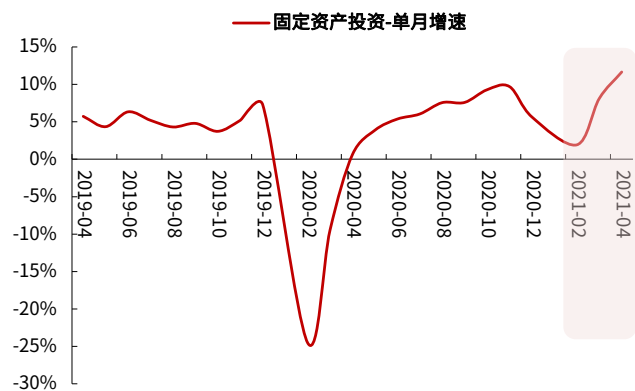
4 月固投增速继续上行，主要受到房地产和制造业的拉动。与 2019 年同期相比（下同），4 月固定资产投资单月增速 11.6%，比 3 月的 8%及 1-2 月份的 2%进一步上行，整体符合市场预期。其中，房地产投资进一步回升，制造业投资增速反弹，基建投资增速则出现放缓。

制造业投资出现反弹。今年 1-2 月份，由于冷冬和疫情冲击，制造业投资增速大幅转负。自 3 月份以来，在盈利改善和强劲出口的驱动下，制造业投资不断复苏。以 2019 年为基数，制造业投资 4 月单月增速 7%，是今年以来的首次转正。当然，2019 年 4 月份，受贸易摩擦扰动，制造业单月增速从 3 月的 4%下滑到 4 月的-1%，基数较低，也对增速的反弹有一定贡献。

制造业投资增速出现反弹，验证了我们关于全球朱格拉周期开启，设备更新进程加速的观点。从年初以来，我们一共推出 15 篇报告，不断重申全球朱格拉周期开启的观点。我们在 2 月 22 日的报告《全球朱格拉周期开启：碳中和、美国更新、供应链再造》中就已经提到，今年全球主要发达经济体将开启新一轮设备更新投资；并且在 4 月 9 日的报告《为什么我们强烈看好今年的制造业投资？》中，从五大线索看好制造业投资的反弹。

生产方面，制造业也出现反弹。与 2019 年同期相比，4 月工业增加值单月增速 14.1%，高于 3 月的 12.8%，略低于 1-2 月的 16.9%。分项来看，采矿业、制造业及电热燃气和水生产的单月增速分别为 3.4%、15.8%及 10.5%，制造业相对 3 月份上升 2.7 个百分点，采矿业及电热燃气及水则出现下滑。4 月制造业的工业增加值继续提升，主要是受到了 4 月份出口的提振。此外，制造业生产景气度的不断提升，也会持续改善企业盈利，进一步拉动制造业投资复苏。

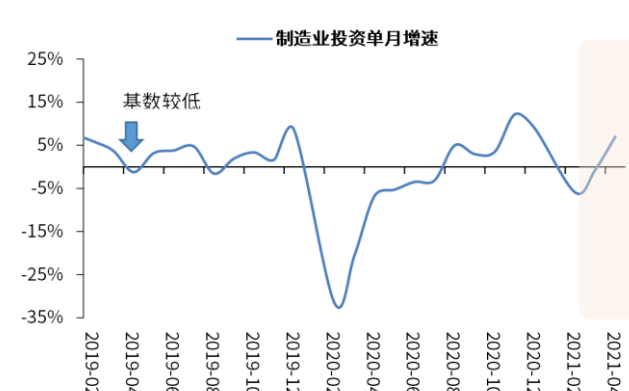
图 1：4 月固投增速继续上行，符合预期



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021 年单月增速，为与 2019 年同期相比

图 2：制造业投资渡过春节前的冷冬和疫情冲击，持续回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021 年单月增速，为与 2019 年同期相比

分链条来看，高端制造业复苏态势较强，而食品、农副食品、纺织、化工等链条的投资增速则依然较弱。一方面，是受到了年初疫情的冲击，线下服务业复苏缓慢，导致食品、纺织等链条较弱；另一方面，地产竣工持续走低，相关的家具、木材加工也表现比较弱。

向前看，我们认为制造业投资中枢会继续抬升。高技术制造业依然会维持复苏态势，但是低端制造业链条会受到线下服务业恢复缓慢的制约，复苏势头较慢。但是，考虑到高技术制造业在整体投资里所占权重更高（2020 年，高技术及产业升级链条占整体制造业投资的 50%，低技术链条和食品分别占 18%及 9.5%），在高技术制造业投资的带动下，整体制造业投资中枢依然会上行。

图 3：食品、农副食品、纺织、化工等链条的增速则依然较弱

需求侧产业链条	行业分类	投资占比	2020年单月增速									2021年相对2019年同期单月增速		
			6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2月	3月	4月		
房地产、基建	黑色金属	3.2%	28%	13%	96%	35%	23%	35%	38%	31%	36%	36%		
	有色金属	2.5%	-17%	8%	-5%	-10%	27%	1%	2%	1%	3%	2%		
	合计	5.7%												
食品	农副产品	5.1%	-2%	0%	14%	15%	5%	5%	1%	6%	3%	3%		
	食品	2.7%	-1%	6%	13%	4%	1%	3%	-9%	11%	11%	-1%		
	酒、饮料、烟草	1.6%	-15%	-11%	1%	-3%	7%	12%	2%	6%	1%			
	烟草	0.1%	-20%	-1%	-26%	6%	3%	10%	-44%	19%	38%			
	合计	9.5%												
出口：低技术 (纺织、家具等)	纺织	2.9%	-10%	8%	10%	7%	-3%	1%	5%	30%	21%	1%		
	纺织服装	1.6%	-34%	-28%	-22%	-24%	25%	8%	-46%	38%	36%			
	皮、毛、羽毛及其制品	0.9%	-16%	-19%	7%	-23%	15%	5%	19%	10%	20%			
	木材加工	1.9%	-19%	-12%	-18%	10%	-1%	4%	30%	22%	28%			
	家具	1.8%	-14%	-17%	-12%	-5%	10%	5%	22%	20%	30%			
	化学原料及化学制品	7.1%	-4%	-11%	12%	0%	5%	2%	2%	1%	6%			
	化学纤维	0.6%	-2%	-46%	-27%	-24%	6%	27%	2%	27%	5%			
	造纸	1.3%	-4%	-12%	2%	12%	7%	5%	2%	3%	11%			
	合计	18.0%												
出口：高技术 (机械、电气等)	电子设备	9.3%	16%	17%	18%	12%	4%	3%	3%	3%	2%	3%		
	通用设备	6.4%	-12%	-12%	3%	1%	0%	-3%	27%	20%	19%	11%		
	专用设备	7.1%	-6%	-6%	0%	-1%	-3%	3%	32%	2%	-1%	1%		
	金属制品	4.9%	-10%	-10%	-15%	3%	-5%	3%	6%	17%	14%	3%		
	非金属矿物制品	9.8%	-4%	-2%	-1%	-2%	6%	7%	10%	-4%	0%			
	合计	37.6%												
产业升级	运输设备	1.3%	-2%	1%	21%	8%	3%	1%	3%	16%	3%	2%		
	仪器仪表	1.4%	-7%	-16%	10%	-7%	13%	3%	25%	3%	2%			
	电气机械	6.1%	-8%	1%	-7%	-6%	-8%	-1%	25%	-8%	8%	0%		
	医药	4.1%	31%	20%	38%	40%	34%	6%	2%	2%	2%	3%		
	合计	12.8%												
汽车链条	汽车	5.5%	-14%	-14%	-15%	1%	4%	12%	1%	32%	28%	17%		
	橡胶、塑料	3.4%	-3%	-2%	14%	7%	7%	6%	39%	6%	7%			
	合计	8.9%												
其他	印刷	0.7%	-14%	-17%	-17%	-20%	20%	6%	31%	20%	24%			
	文娛	1.0%	-17%	-18%	-14%	-9%	34%	25%	42%	27%	22%			
	石油、煤炭	1.7%	13%	1%	15%	4%	2%	2%	4%	9%	9%			
	废弃资源综合利用	1.3%	-6%	-5%	9%	-1%	5%	27%	25%	0%	9%			
	其他	1.3%	-14%	-11%	-14%	-1%	33%	3%	7%	32%	17%			
	合计	6.1%												

资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：图中为单月投资增速。2021年单月增速，为与2019年同期相比；投资占比为2020年全年数据口径

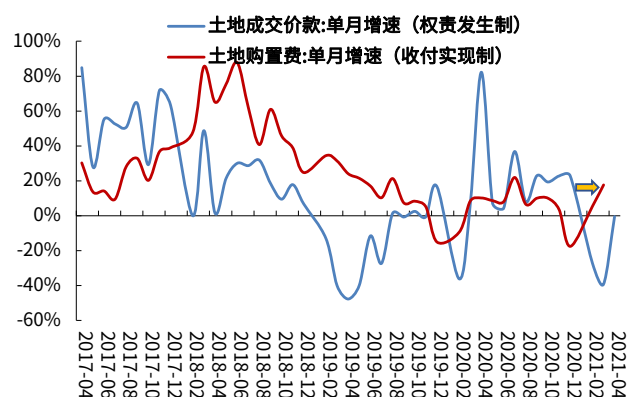
三、房地产：预计新开工未来会有所反弹

房地产投资增速进一步上行，新开工和竣工增速则继续回落。以2019年为基数来看，房地产投资增速4月单月增速21.6%，自3月份的16%进一步提升。新开工和竣工增速继续回落，4月单月增速分别为-10.5%及-11.6%，自3月份的-4.0%及-6.3%进一步下滑。

为何新开工和竣工低迷时，整个房地产投资依然在上行？我们认为来源于土地购置费的支撑。以2019年为基数，今年以来，土地购置费增速持续提升，2月和3月分别为6%及18%。土地购置费是收付实现制，开发商在二级市场竞得土地后，逐步向政府交纳土地出让金，已缴纳的资金才会被计入到土地购置费中，并且计入到房地产投资。因此，土地成交会滞后半年左右，反映到房地产投资中。2020年下半年，土地成交持续保持较高增速，滞后半年传导到土地购置费中，也是近期房地产投资持续上行的原因。

未来新开工有望小幅反弹,预计房地产投资将维持高位。新开工和竣工快速回落,我们认为,除开发商在主动降库存之外,还因为近期多地“两集中”土地出让,开发商大量资金被占用,施工端资金链条相对紧张。因此,向前看,随着5月份的“两集中”出让告一段落,预计新开工会有所反弹,从而对房地产投资带来较强的支撑。但是,房地产政策的不断收紧,全国房地产销售增速的持续下滑,制约了未来房地产投资进一步上行的空间。

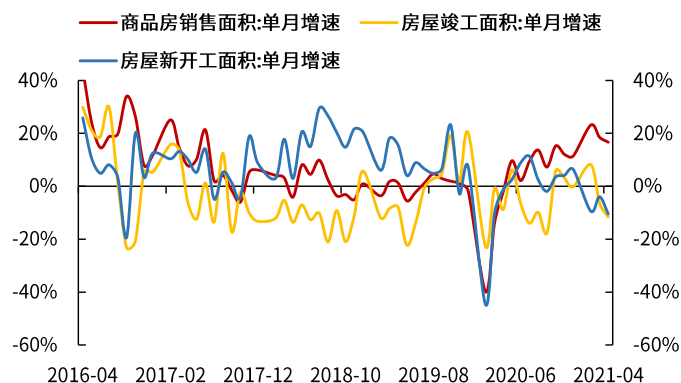
图 4: 2020 年下半年,土地成交保持较高增速,滞后半年传导到土地购置费中



资料来源: Wind, 光大证券研究所

备注: 2021 年单月增速, 为与 2019 年同期相比

图 5: 全国房地产销售增速持续下滑



资料来源: Wind, 光大证券研究所

备注: 2021 年单月增速, 为与 2019 年同期相比

四、基建：略有下行，依然维持较高水平

基建投资增速小幅回落,4 月狭义基建单月增速 4.9%, 低于 3 月份的 11.4%, 但是依然高于去年四季度, 及今年 1-2 月的水平。分项目来看, 水利公共设施、电热燃气及水, 以及交通运输等项目增速均有所放缓。

今年专项债发行的节奏明显后移, 将有力支撑二三季度基建增速。今年专项债下达时间较晚, 3 月才开始下达提前批专项债, 这也使得二季度到三季度, 专项债将集中发行。为了完成全年新增专项债发行 3.65 万亿元的任务, 假如专项债在 10 月发行完毕, 则 5 月至 10 月, 日均需发行 5700 亿元新增专项债, 日均 5700

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_19635

