

宏观观点评

经济恢复到什么程度了？——全面解读4月经济

事件: 4月工业增加值同比9.8%(前值14.1%);4月社零同比17.7%(前值34.2%);1-4月固投累计同比19.9%(前值25.6%),其中:房地产投资同比21.6%(前值25.6%);基建投资同比16.9%(前值26.8%);制造业投资同比23.8%(前值29.8%)。

核心观点: 经济整体应已接近疫情前水平,当前仍属顺周期,但分化明显、强弱明显。

1、目前经济恢复到什么程度了? 经济整体可能已经接近疫情前水平,但各部门恢复很不均衡,分化明显:出口、工业增加值、地产投资明显偏强,高于疫情前水平;消费、制造业和基建投资仍偏弱,低于疫情前水平。

2、生产端:工业生产仍偏强,服务业分化。 4月工业增加值的两年平均增速有所提升,整体仍偏强,其中:出口产业链增加值增速回升较多,医药跌幅较大;服务业整体增速小幅回落,可能与房地产、批发零售业的景气回落有关,住宿餐饮等修复仍在加速。往后看,出口形势依然乐观,预计仍将对工业生产构成支撑。

3、消费端:三大因素导致当月增速大降,整体仍疲软,距离正常尚需时日。 4月社零当月同比较前值“腰斩”,也明显低于预期,主因可能有三:1)基数抬升以及当月同比数据波动:从平均累计增速看,4月消费仍在加速;2)局部疫情扰动:4月印度疫情大幅爆发,云南再现本土传播,都对消费产生一定拖累;3)汽车消费拖累。整体看,我国消费仍较为疲软,恢复至正常水平尚需时日。随着国内疫苗接种加速推进,疫情冲击仍将继续减退,消费仍将延续恢复,尤其是餐饮、旅游等服务业。

4、就业端:继续好转,已恢复正常水平。 4月调查失业率继续回落至5.1%,已经恢复疫情前的正常水平,新增就业规模也基本追平2019年同期。

5、投资端:地产与制造业投资持续修复,基建小幅放缓

>地产销售持续回落,土地购置费支撑地产投资上行。4月地产销售继续回落,地产政策收紧效果显现;新开工继续偏弱,施工高位放缓,但地产投资仍维持高位,应是土地购置费支撑。预计后续地产政策持续加码下,地产景气仍将趋于下行,但斜率较缓,施工维持高位和土地购置费大增(前期拿地递延计入)也将地产投资构成支撑。

>制造业投资小幅回升,环保政策压制显现。4月制造业投资延续温和修复,仍明显偏弱,其中出口产业链投资增速提升较多,传统重工业(有色、化工)提升较少,可能反映了出口持续高景气和各省环保压力下,限制传统重工业新增产能的影响。往后看,除了疫情扰动,需要注意三方面拖累:经济节奏、环保政策压制、上游价格暴涨对下游行业利润的侵蚀。预计今年制造业投资仍有望延续修复,但幅度可能弱于预期。

>专项债发行加速,基建投资仍小幅放缓。4月基建投资平均当月增速小幅回落,考虑到4月新增地方专项债发行超2000亿元,较3月明显加速,基建资金约束按说应有所缓解,但实际上当月增速仍小幅下行,原因可能在于地方政府隐性债务去化加速。维持前期观点:4.30政治局会议指出“要用好稳增长压力较小的窗口期”,基建投资发力的必要性仍低,叠加隐性债务去化可能加速,全年基建投资难有高增速。

6、整体看,当前经济仍处于复苏进程、仍属顺周期,并延续“分化明显、强弱明显”的特征,即:强在出口、工业生产、地产,弱在消费、制造业投资、基建投资。 往后看,维持此前判断:决策层对经济依旧担心、但总体偏乐观,将用好稳增长压力较小的窗口期,目标转为更侧重促改革、调结构、防风险,主基调并未转向、延续不急转弯,但边际趋紧、信用收缩、监管趋严仍是大方向,继续提示四大关注点:1)关注信用收紧的进展,房地产、去杠杆(地方化债提速)、表外融资等三大领域趋于收紧;2)PPI持续超预期、大宗价格续涨,近来国常会、金稳会议、央行等多次提及大宗价格,需关注对上下游利润的挤压,以及对政策的可能约束;3)财政部近来两次提及房地产税(财政部长撰文、房地产税工作座谈会),预示房地产税推出可能提速,比如短期可能再推行房产税试点;4)紧盯美联储缩减QE的动向,短期关注5月20日纽约联储的“一级交易商调查”和“市场参与者调查”。

风险提示: 疫情演化、外部环境恶化、政策收紧等超预期

作者

分析师 熊国

执业证书编号: S0680518050004

邮箱: xiongyuan@gszq.com

研究助理 杨涛

邮箱: yangtao3123@gszq.com

相关研究

1、《高频与政策半月观——生产稳,价格涨,提示四大政策动向》2021-05-16

2、《出口为何频频超预期?——兼评4月贸易数据》2021-05-07

3、《把握三重“窗口”——逐句解读4.30政治局会议》2021-05-01

4、《4月PMI明显回落的背后》2021-04-30

5、《近期密集发文,今年地方隐性债务化解如何走?》2021-04-28

6、《各部委各省碳中和已有政策一览——碳中和系列一》2021-04-24

7、《客观看待Q1经济的强与弱,Q2有望环比上行》2021-04-16



内容目录

生产端：工业生产仍偏强，服务业生产分化	3
消费端：当月增速明显回落，整体仍疲软	4
就业端：继续好转，已恢复正常水平	5
投资端：地产与制造业投资持续修复，基建小幅放缓	5
地产销售持续回落，土地购置费支撑投资	5
制造业投资小幅回升，环保政策压制显现	6
专项债发行加速，基建投资仍小幅放缓	8
风险提示	8

图表目录

图表 1：工业生产仍偏强	3
图表 2：服务业生产整体放缓	3
图表 3：分行业工业增加值增速变动	3
图表 4：社零当月和累计同比增速	4
图表 5：我国 4 月疫情再度出现本土传播	4
图表 6：分行业消费增速变动	4
图表 7：我国城镇调查失业率情况	5
图表 8：我国新增就业规模	5
图表 9：商品房销售增速	6
图表 10：土地成交增速	6
图表 11：地产投资增速变动	6
图表 12：地产新开工、施工、竣工增速	6
图表 13：制造业投资增速	7
图表 14：企业投资预期变动	7
图表 15：分行业制造业投资增速变动	7
图表 16：基建投资增速变动	8
图表 17：地方政府专项债和城投债融资	8

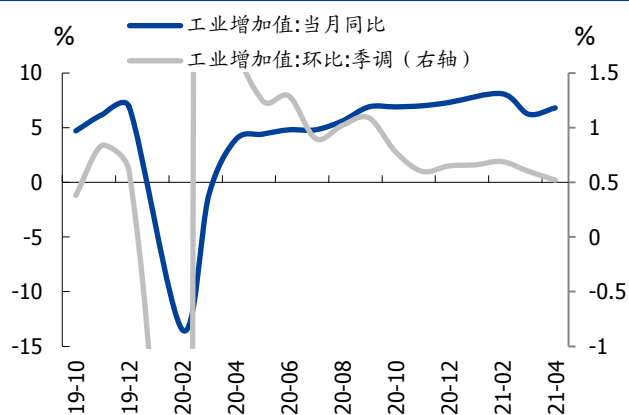
生产端：工业生产仍偏强，服务业生产分化

工业生产仍偏强。4 月工业增加值当月同比回落至 9.8%（3 月为 14.1%），基本符合市场预期，较 2019 年同期两年平均增速为 6.8%，较 3 月的平均增速 6.2%有所回升；环比角度看，4 月工业增加值季调环比为 0.52%，较 1-3 月的 0.60%继续下降，但仍高于 2015-2019 年平均环比的 0.46%，反映工业生产仍然偏强。

服务业生产分化，住宿餐饮等修复仍在加速。4 月服务业生产指数同比回落至 18.2%，两年平均增长 6.2%，较 3 月的平均增速 6.7%有所回落，仍维持高位；结合 4 月服务业 PMI 小幅回落，服务业增长应确实有所放缓。

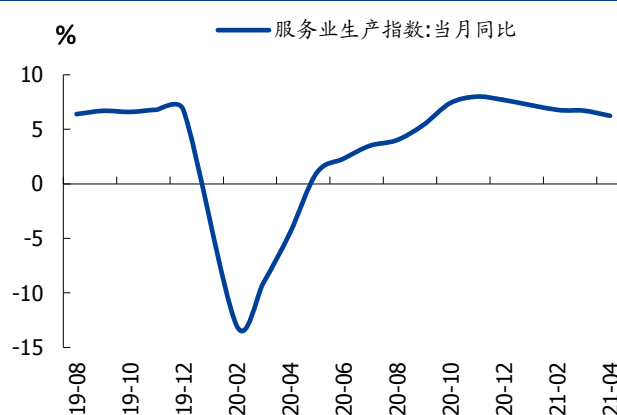
考虑到 4 月部分受疫情影响较大的行业恢复明显加快，住宿、餐饮、生态保护及环境治理、文化体育娱乐等行业商务活动指数高于上月 1.8-5.7 个百分点，4 月服务业放缓可能与房地产、批发零售业的景气回落有关。

图表 1：工业生产仍偏强



资料来源：Wind，国盛证券研究所注：2021 年 1-4 月增速为较 2019 年同期两年平均增长

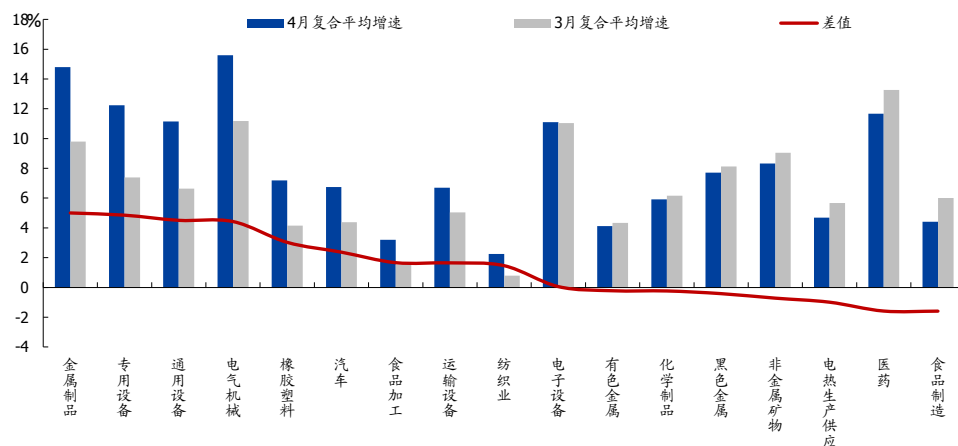
图表 2：服务业生产整体放缓



资料来源：Wind，国盛证券研究所注：2021 年 1-4 月增速为较 2019 年同期两年平均增长

分行业看，出口产业链（金属制品、专用通用设备、电气机械）增加值增速回升较多，食品制造、医药增加值增速跌幅较大。往后看，全年出口形势依然乐观，预计仍将对工业生产构成支撑（具体参考前期报告《出口为何频频超预期？兼评 4 月贸易数据》）。

图表 3：分行业工业增加值增速变动



资料来源：Wind，国盛证券研究所

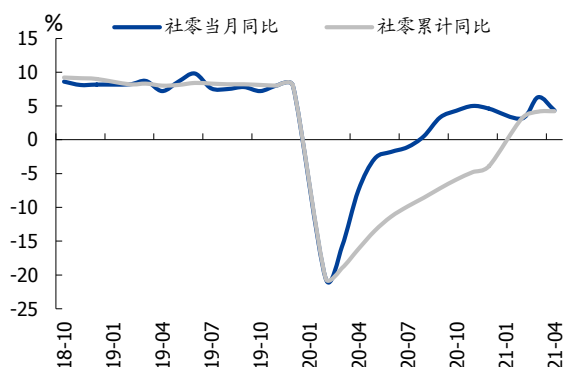
消费端：当月增速明显回落，整体仍疲软

社零当月增速明显回落。4月社零当月同比大幅回落至17.7%，明显低于市场预期的23.8%；两年平均增速为4.3%，较3月的平均增速6.3%明显回落；4月社零环比0.3%，也较3月的0.9%明显回落。

4月社零当月增速明显回落，除了基数抬升（2020年4月社零同比-7.5%，较3月提升8.3个百分点），主因可能有三：

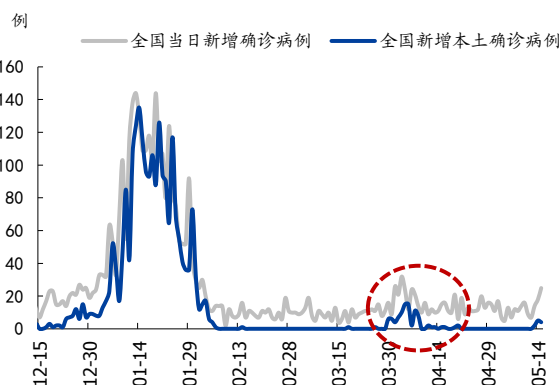
- **当月同比数据波动**：从两年复合平均增速来看，4月社零当月平均增速回落2个百分点，但1-4月社零累计平均增速4.2%，较1-3月平均累计增速的4.1%却是小幅提升的，即从累计增速角度看，4月消费仍在加速。
- **局部疫情扰动**：4月印度疫情再度大幅爆发，我国疫情防控压力提升，4月初云南再度出现本土传播疫情，虽然迅速受控，但全月仍新增本土确诊病例81例，对消费产生了一定拖累。
- **汽车消费拖累**：4月限额以上汽车消费同比16.1%，两年平均增速7.7%，较3月平均增速下降2.6个百分点，明显大于社零整体降幅。

图表4：社零当月和累计同比增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所注：2021年1-4月增速为较2019年同期两年平均增长

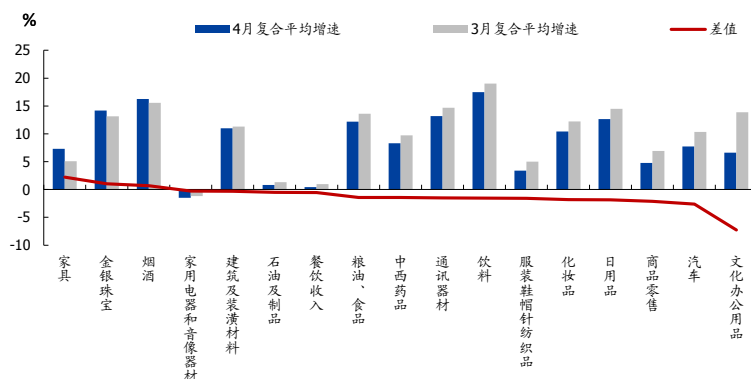
图表5：我国4月疫情再度出现本土传播



资料来源：Wind，国盛证券研究所

结构看，疫情拖累仍存。分大类看，4月商品零售两年复合平均增速4.8%，低于3月平均增速6.9%；餐饮收入两年复合平均增速0.4%，也较3月小幅回落；结合“五一”国内旅游人次已恢复至疫前同期的103.2%，但收入仅恢复至77.0%，反映疫情对消费的拖累仍存。分行业看，家具、金银珠宝增速提升，文化办公用品、汽车消费回落较多。

图表6：分行业消费增速变动



资料来源：Wind，国盛证券研究所

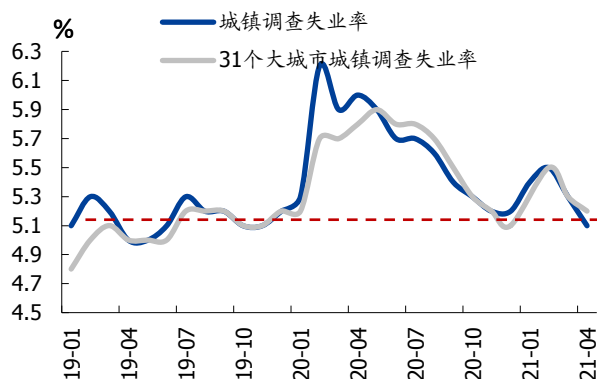
整体看，我国消费仍较为疲软，恢复至正常水平尚需时日。随着国内疫苗接种加速推进，疫情冲击仍将继续减退，消费仍将延续恢复，尤其是餐饮、旅游等服务业。

就业端：继续好转，已恢复正常水平

4 月调查失业率继续回落，已经恢复正常水平。2021 年 4 月城镇调查失业率、31 个大城市调查失业率分别下降 0.2、0.1 个百分点至 5.1%、5.2%，已经恢复 2019 年平均 5.15% 的正常失业率水平。

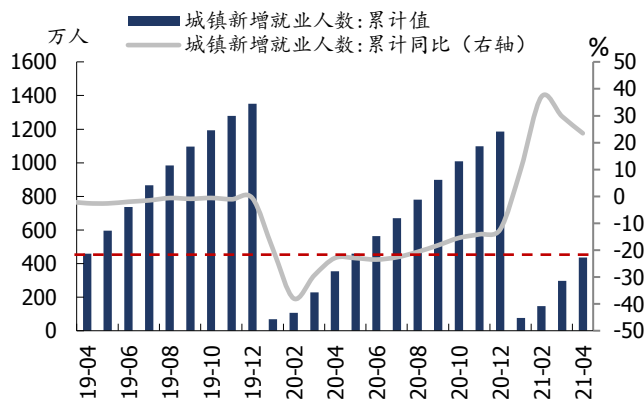
新增就业规模基本追平 2019 年同期。1-4 月城镇累计新增就业规模 437 万人，基本追平 2019 年 1-4 月的 459 万人，进一步验证我国就业基本恢复正常水平。

图表 7：我国城镇调查失业率情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 8：我国新增就业规模



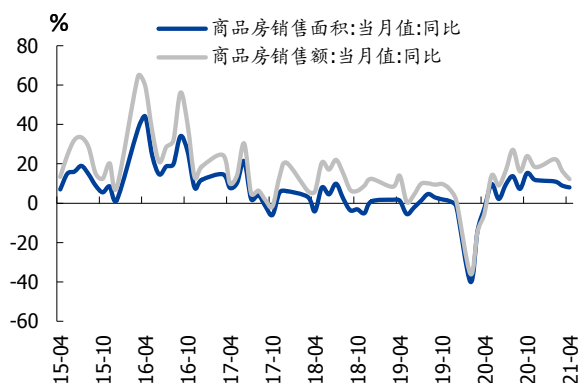
资料来源：Wind，国盛证券研究所

投资端：地产与制造业投资持续修复，基建小幅放缓

地产销售持续回落，土地购置费支撑投资

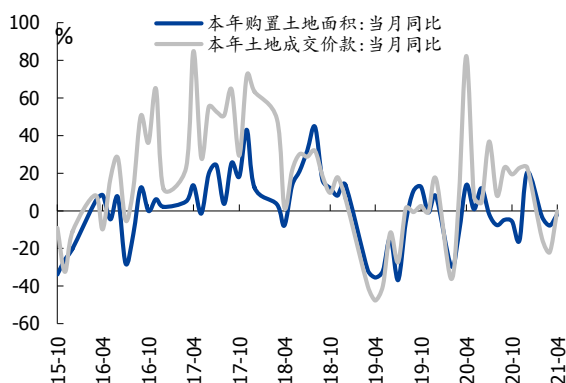
地产销售持续回落。4 月商品房销售面积、销售金额较 2019 年同期平均增长 8.0%、12.2%，较 3 月均继续回落，但仍处于高位，反映地产政策收紧效果显现。土地成交跌幅收窄。4 月土地购置面积、土地成交价款较 2019 年同期分别平均下跌 1.9%、0.2%，跌幅较 3 月有所收窄。

图表 9: 商品房销售增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 2021年1-4月增速为较2019年同期两年平均增长

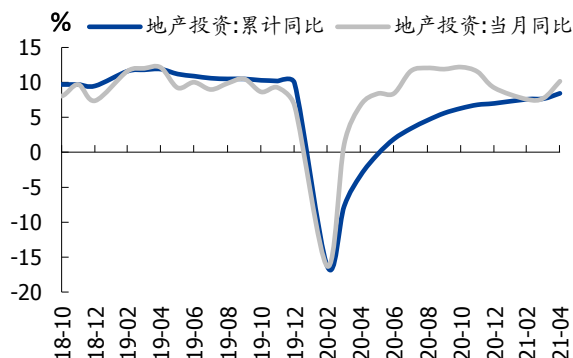
图表 10: 土地成交增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 2021年1-4月增速为较2019年同期两年平均增长

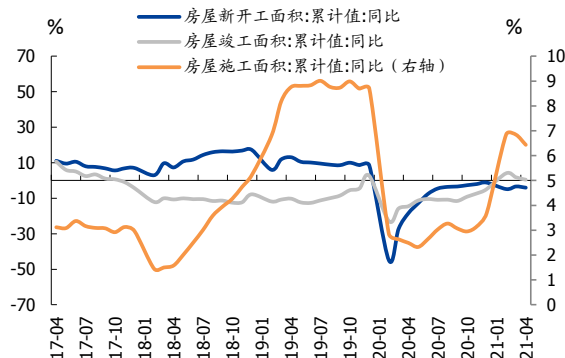
地产投资小幅上行,主因土地购置费支撑。1-4月地产投资较2019年同期平均增长8.4%,较1-3月平均增速7.6%小幅提升。新开工继续偏弱,施工高位放缓。1-4月房屋新开工、施工、竣工面积累计平均增速分别变动-4.1%、6.4%、0.4%,均较1-3月平均增速小幅回落。注意到:4月施工增速高位小幅回落,但地产投资增速仍上行,应是4月土地购置费增速提升较多(前期拿地高增速递延计入)提供了支撑。新开工增速继续明显偏弱,可能是反映了前期拿地持续下行及政策压力的影响。

图表 11: 地产投资增速变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 2021年1-4月增速为较2019年同期两年平均增长

图表 12: 地产新开工、施工、竣工增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 2021年1-4月增速为较2019年同期两年平均增长

往后看,维持前期观点:地产政策持续加码下,地产景气仍将趋于下行,但回落斜率和

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_19641

