

【华西固收研究】终端消费恢复偏慢，关注成本传导对中下游利润的压力

——4月经济数据点评 20210517

事件概述：

5月17日，统计局公布2021年4月经济数据。1-4月，全国规模以上工业增加值、社会消费品零售总额、固定资产投资（不含农户）累计同比分别为+20.3%、+29.6%、+26.4%；4月当月，全国规模以上工业增加值、社会消费品零售总额当月同比分别为+9.8%、+17.7%。

分析与判断：

► 工业：中游材料加工、设备制造业增速较高，或与基数效应有关

根据测算，4月工业增加值的两年平均增速为6.8%，较3月回升0.6pct；季调后的环比增速为0.52%，较3月回落0.08pct。分门类来看，采矿业景气度持续回落，两年平均增速由3.6%回落至1.7%，下降1.9pct；电热燃水生产和供应业两年平均增速小幅回落0.8pct；而制造业4月表现较佳，两年平均增速明显回升1.2pct，录得7.6%。从细分行业来看，表现较好的主要是偏产业链中游的材料加工、设备制造业，金属制品业、专业设备制造业、通用设备制造业、电气机械及器材制造业、橡胶和塑料制品业两年平均增速分别提升5.0、4.9、4.5、4.4、3.0pct。由于今年以来上游原材料涨价幅度明显，且中游向下游传导涨价压力的过程并不顺畅，中游行业利润可能会承受较大的压力。同时，结合2019年数据来看，我们认为这些行业两年平均增速提升较快或受到2019年低基数影响较大。而与此同时，医药制造业、食品制造业、非金属矿物制造业两年平均增速分别回落1.6、1.6、0.7pct，其中非金属矿物制品业2019年基数并不算高，近期承压较为明显。

► 社零：终端消费需求恢复仍然偏慢

2021年4月社零实现了4.3%的两年平均增速，较3月大幅回落2.0pct，低于市场此前预期。同时，4月社零季调环比增速仅录得0.32%，较3月回落了6.2pct。从2018、2019年数据来看，4月正常情况下的社零同比增速应在7-9%的区间内，而今年4月两年平均增速远低于正常水平，说明消费复苏情况仍然不够乐观。

从结构上看，15个细分品类中仅有3个品类的两年平均增速出现了边际提升，其余12个均有不同程度的回落。其中，文化办公、汽车、日用品、化妆品、服装鞋帽针纺织品回落幅度较大，分别较3月回落7.3、2.6、1.8、1.8、1.6pct。

从五一假期的出行表现来看，5月居民消费复苏的速度可能会边际加快，不过存在一定程度上的由原地过年所带来的“报复性消费”因素，可持续性预计有限。尽管本轮通胀目前主要表现为原材料价格上涨以及上游向中游的传导，但中游行业在此间或将承受较大的利润压力，终端产品供给可能会受到影响，需要警惕在价格向终端传导过程

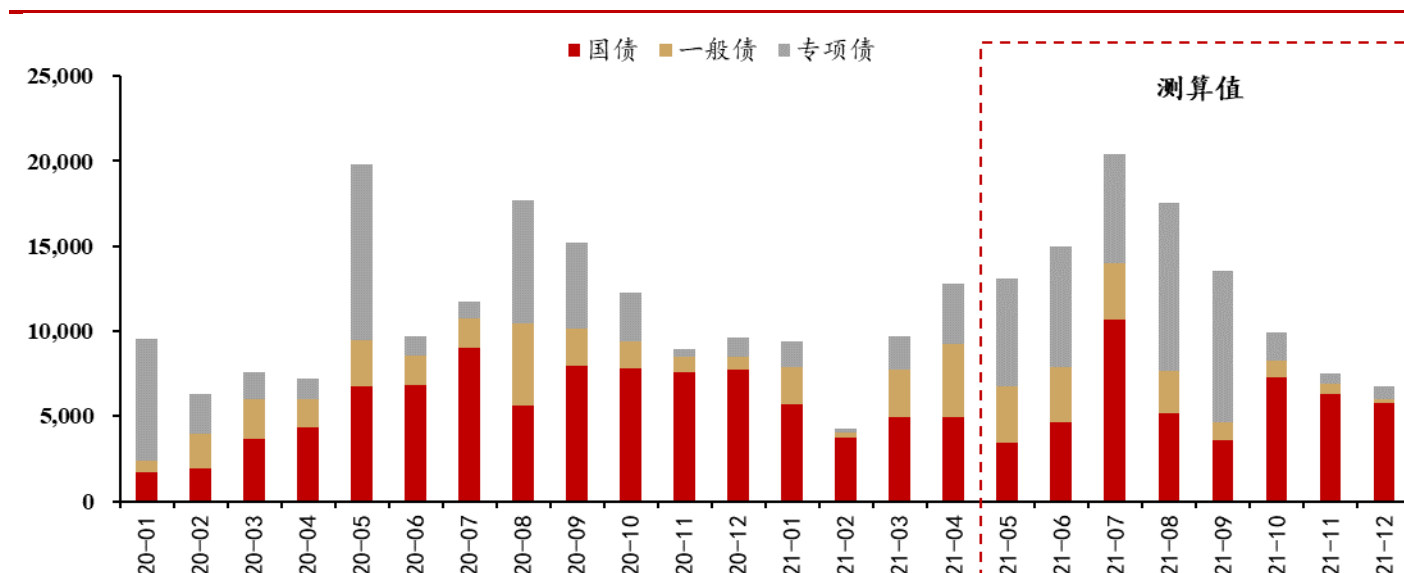
中对居民消费意愿的影响。

► 固投：地产投资恢复但结构恶化，基建投资边际放缓

2021年4月，地产投资的两年平均增速为10.3%，较3月回升2.6pct。但从分项数据来看，地产结构可能正在进一步恶化。从拿地端来看，地产严监管政策正在持续发挥效果，房企拿地的降幅虽然有所收窄，但仍然处在收缩状态，4月土地购置面积、土地成交价款两年平均降幅分别为1.9%、0.2%，降幅分别收窄5.9、21.8pct。销售端有边际放缓趋势，但仍处较高水平，对地产投资仍提供一定支撑，商品房销售面积、销售额两年平均增速分别为8.0%、12.2%，分别回落0.9、4.0pct。开工端则恶化明显，新开工面积、施工面积、竣工面积两年平均降幅分别为5.4%、6.7%、6.0%，降幅分别扩大3.4、13.2、2.8pct。

基建投资4月当月的两年平均增速为2.5%，较3月大幅回落3.1pct，并未延续3月的强劲反弹势头，可能与新增专项债发行缓慢有一定的关系。截至目前，新增专项债仅发行全年计划的9%，后续发行规模将陆续提升，预计2、3季度均处在高位，因此会对下半年基建投资产生一定的支撑。

图1：2、3季度政府债发行规模预计保持高位（单位：亿元）



资料来源：wind，华西证券研究所

制造业投资的两年复合增速再度出现明显提升，由3月-0.4%提升至3.4%，不仅实现了增速的转正，而且提升幅度明显。不过，考虑到工业原材料涨价周期沿着产业链向下传导的过程中，中游制造业预计将承受较大的利润压力，可能导致相关行业被动收缩产量，从而约束制造业投资扩张的动能。

投资策略：短期关注通胀传导情况，长端利率寻找配置机会

4月经济数据进一步确认了基本面的拐点，结合早已在2月出现拐点的社融数量来看，在中长期维度内对利率债并不悲观，利率没有大幅上行的基础。但是，短期内可能仍然存在三个潜在的利空：1）通胀第二阶段。当前，由供给引起的PPI上行或即将进入冲高阶段，二季度过后预计边际趋缓，但价格上涨压力向下游的传导才刚刚开始，其对货币政策的影响可能更大。但目前看，由于国内终端消费需求恢复较慢，下游涨价的压力预计有限。

2) 政府债的供给预计将从 5 月开始放量, 5-8 月可能持续处于供给偏高的状态, 叠加流动性维稳需求下降, 资金面或出现边际收紧。3) 无论美联储是否针对通胀提前加息, 美债有较大的概率会继续上行。

我们认为, 流动性宽松驱动行情已经成为过去式, 主线逻辑或将切换至基本面, 因此关注点应由短端切换至长端, 关注做平曲线的策略。同时, 在当前利率水平下, 继续追涨的性价比不高, 配置压力不大的投资者可以等待利空释放后的配置机会。

风险提示

信用环境存在不确定性。

【华西固收研究】剔除基数效应看2021年4月经济数据

联系人: 樊信江/张伟

	较两年同期增速 (%)		较两年同期 增速变化 (pct)	两年算数平均增速 (%)		两年算数平均增速 变化 (pct)	两年复合增速 (%)		两年复合增速 变化 (pct)
	3月	4月		3月	4月		3月	4月	
工业增加值	12.8	14.1	1.2	6.4	7.0	0.6	6.2	6.8	0.6
采矿业	7.2	3.5	-3.7	3.6	1.8	-1.9	3.5	1.7	-1.8
制造业	13.1	15.8	2.7	6.6	7.9	1.3	6.4	7.6	1.3
电燃水	12.1	10.5	-1.6	6.0	5.3	-0.8	5.9	5.1	-0.7
社会消费品零售总额	13.0	8.8	-4.2	6.5	4.4	-2.1	6.3	4.3	-2.0
固定资产投资总额	6.0	8.0	2.0	3.0	4.0	1.0	2.9	3.9	1.0
房地产投资	15.9	17.6	1.7	8.0	8.8	0.9	7.6	10.3	2.7
土地购置面积	-15.0	-3.7	11.3	-7.5	-1.9	5.7	-7.8	-1.9	5.9
土地成交价款	-39.3	-0.5	38.8	-19.6	-0.2	19.4	-22.1	-0.2	21.8
商品房销售面积	18.5	16.6	-1.9	9.3	8.3	-0.9	8.9	8.0	-0.9
商品房销售额	35.1	25.9	-9.2	17.5	12.9	-4.6	16.2	12.2	-4.0
新开工面积	-4.0	-10.5	-6.5	-2.0	-5.2	-3.3	-2.0	-5.4	-3.4
施工面积	13.3	-13.0	-26.3	6.7	-6.5	-13.2	6.5	-6.7	-13.2
竣工面积	-6.3	-11.7	-5.3	-3.2	-5.8	-2.7	-3.2	-6.0	-2.8
基建投资	11.4	5.0	-6.5	5.7	2.5	-3.2	5.6	2.5	-3.1
制造业投资	-0.7	7.0	7.7	-0.3	3.5	3.8	-0.3	3.4	3.8
进口	30.4	18.5	-11.9	15.2	9.2	-6.0	14.2	8.8	-5.3
出口	16.1	31.6	15.5	8.1	15.8	7.7	7.8	14.7	7.0

数据来源: 国家统计局, 华西证券研究所

免责声明: 本信息为公开信息收集整理所得, 仅面向华西证券的专业投资机构客户, 仅供在媒体背景下研究观点的及时交流。在任何情况下, 本信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。华西证券及华西证券研究所也不对任何人因使用本信息所引致的任何损失负责。本信息内容的版权归华西证券所有, 华西证券对本信息保留一切法律权利。未经华西证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

分析师: 樊信江

邮箱: fanxj@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100006

联系电话: 010-59775359

分析师: 颜子琦

邮箱: yanzq@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520010001

联系电话: 021-20227900

研究助理: 孙嘉伦

邮箱: sunjl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520120001

联系电话: 010-59775371

研究助理: 张伟

邮箱: zhangwei1@hx168.com.cn

联系电话: 010-59775334

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。2年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员，拥有2年证券研究经验。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

孙嘉伦：约翰霍普金斯大学金融硕士。1年券商研究所工作经验，2019年加入华西证券，主要参与产业债、境外债与地方政府债研究。

张伟：对外经济贸易大学金融学硕士。2019年加入华西证券，主要参与可转债、财政政策、宏观经济研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

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_19655

