

增长或边际放缓

——4 月经济数据点评

◆ 核心观点:

工业生产延续高景气。4 月工业增加值同比增长 9.8%，两年平均复合增长 6.81%，增速略高于一季度。制造业生产景气对应三条需求端线索：一是房地产和基建链条，二是国内外制造业进一步复苏，三是原材料涨价。

制造业 PMI 小幅回落，涨价因素突出。4 月 PMI 51.1%，较 3 月下降 0.8 个百分点，分项中，生产、新订单、进口、采购量均有所下降，但仍在荣枯线以上，原材料购进价格 66.9%，连续高于出厂价格，或导致中下游制造业利润承压，对本轮库存周期上行有所拖累。

投资端稳步恢复，结构不平衡，房地产一枝独秀。1-4 月固定资产投资累计增长 19.9%，两年年均复合增速 3.71%，低于疫前水平。房地产投资平均复合增速 8.44%，投资端保持韧性主要由于销售端延续旺盛。制造业投资平均复合增速 0.26%，整体恢复缓慢且结构分化明显，上游原材料行业明显受益于涨价因素，中游制造业或由于成本上涨压缩利润空间导致复苏缓慢。基建投资平均复合增长 2.19%，主要由于相关领域财政支出力度不大。

消费整体保持稳定，零售额增速放缓或由于消费前置。4 月社会消费品零售总额同比增长 15.1%，两年年均复合增速 4.79%，较 3 月增速明显下降，但累计增速显示社零平稳增长，4 月增速下降或由于清明节期间部分居民走亲访友以弥补“就地过年”的影响，在 3 月提前释放了消费需求。从节假日旅游恢复情况来看，疫情对线下消费场景的限制基本已经消除，体验式消费快速恢复，预计 5 月社零增速将温和恢复。消费品类别中金银珠宝、家具、建材类销售额增速较 3 月扩大，显示出通胀预期下居民财富保值需求旺盛。

进出口整体维持高位，全球制造业延续复苏。4 月出口金额同比增长 32.3%，进口金额同比增长 43.1%，平均复合增速分别为 16.76% 和 10.67%。在全球制造业进一步改善的大背景下，出口延续强势，甚至快于上月，进口略有回落，比较符合季节性特征。出口产品呈现几点结构特征，一是消费电子产品类连续处于高位，并没有随着复工而需求骤降；二是“出门经济”恢复的背景下，服装出口有所恢复，尚且没有回流和转移的明显迹象；三是海外房地产后周期产品出口保持强劲，四是防疫物资出口增速再度上行。

CPI 运行平稳，PPI 涨幅扩大。4 月 CPI 同比 0.9%、环比 -0.3%。食品项环比跌幅收窄，主要由于粮食、食用油、水产品价格上涨，非食品中，疫情防控形势较好叠加节日因素影响，交通、旅游价格上涨，受原材料价格上涨影响，工业消费品价格上涨。PPI 同比 6.8%，环比 0.9%，新涨价因素主要在于铁矿石、有色金属等国际大宗商品价格上涨，环比涨幅收窄主要是由于国际油价和有色金属价格涨幅回落影响。

经济增长或边际放缓，不改复苏底色。市场对于 4 月经济数据的理解分歧较大，我们倾向于认为经济复苏边际放缓，主要动力仍然强劲，一是出口维持强势，特别是没有出现海外经济复苏铺开对中国制造业需求下滑的迹象，贸易共振的逻辑强于出口份额变化的影响；二是投资端在财政明显收敛的情况下仍然稳定恢复，房地产投资销售均强劲，预计年内经济增长压力不大；三是服务型消费仍有修复空间。此外，城镇调查失业率 4 月下降至 5.1%，低于 2019 年 12 月，就业压力在进一步减小，也印证了经济仍在复苏的大方向上。

风险提示：通胀超预期、疫情发展超预期、海外货币政策转紧

作者

潘宇昕 分析师
SAC 执业证书：S0380521010004
联系电话：0755-82830333
邮箱：panyx@wanhesec.com

相关报告

社融收敛，信贷较好：4 月金融数据点评-潘宇昕-0514

经济整体偏景气：3 月及一季度经济数据点评-潘宇昕-0421



正文目录

一、工业生产：景气度延续	3
二、投资：房地产一枝独秀	3
三、消费：整体保持稳定	5
四、出口：继续强势	6
五、通胀：风险可控	7
六、风险提示	9

图表目录

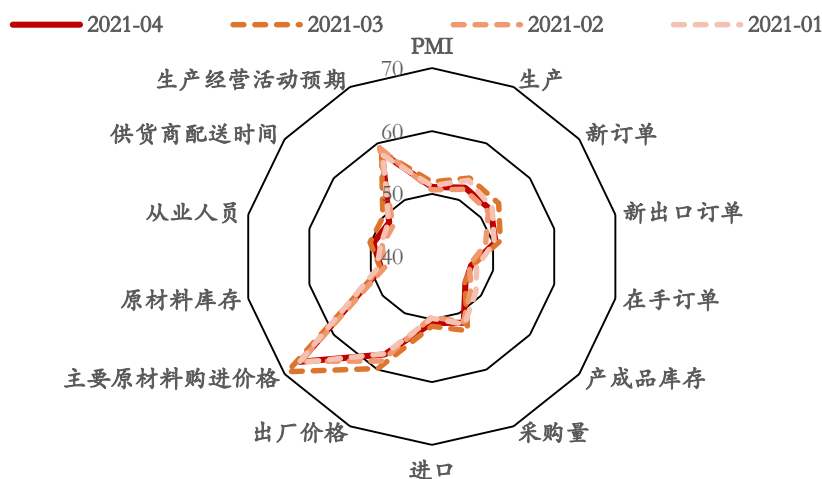
图 1 制造业 PMI (%)	3
图 2 固定资产投资完成额：累计同比 (%)	4
图 3 固定资产投资完成额：分类别：累计同比 (%)	4
图 4 商品房销售和拿地情况：累计同比 (%)	4
图 5 房屋建设情况：累计同比 (%)	4
图 6 财政支出：当月值 (千亿元)	5
图 7 社会消费品零售总额：同比 (%)	5
图 8 清明节、“五一”旅游人数	6
图 9 清明节、“五一”旅游收入 (亿元)	6
图 10 社零增速：平均复合增速 (%)	6
图 11 进出口情况：当月同比 (%)	7
图 12 主要经济体景气度 (%)	7
图 13 CPI 同比 (%)	8
图 14 CPI 环比 (%)	8
图 15 工业品价格 (美元/桶、点)	8
图 16 食品价格 (元/公斤)	8
图 17 国际原油价格走势	8
图 18 LME 铜价走势	8
图 19 LME 铝价走势	9
图 20 煤炭价格走势	9
图 21 铁矿石期货价格走势	9
图 22 PPI (%)	9

一、工业生产：景气度延续

4月工业增加值同比增长9.8%，两年平均复合增长6.81%，增速略高于一季度。三大门类中，采矿业、制造业、水电燃气供应业4月平均复合增速分别平为1.74%、7.62%、5.13%，仅采矿业较一季度有所下滑。制造业生产中以钢铁、非金融矿物、化工、通用设备、专用设备、电气机械、汽车、医药、计算机通信等电子设备、金属制品业等生产景气度较高，对应需求端的三条主线：一是房地产和基建链条，二是国内外制造业复苏，这里面既有全球贸易共振带来总需求的扩大，也有我国出口替代效应延续的体现，三是原材料涨价，目前看来，生产端仍然延续景气。

制造业PMI小幅回落，涨价因素突出。4月PMI51.1%，较3月下降0.8个百分点，分项中，生产、新订单、进口、采购量均有所下降，但仍在荣枯线以上，原材料购进价格66.9%，连续5个月超过65%，出厂价格57.3%，涨幅连续低于成本价格，或导致中下游制造业利润承压，同时，原材料库存和产成品库存持续低于50%，或也体现了价格上涨对库存周期上行的拖累。

图1 制造业PMI (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

二、投资：房地产一枝独秀

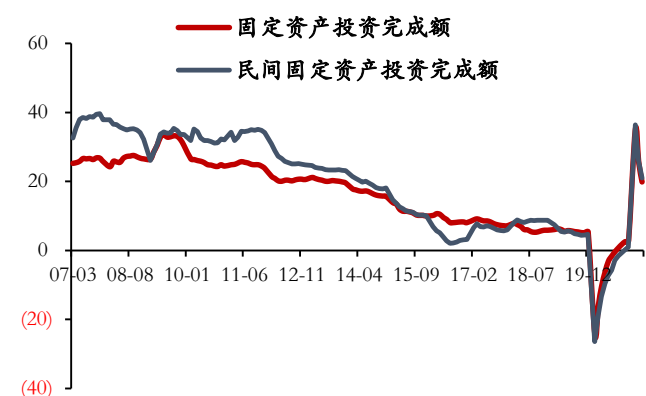
1-4月固定资产投资累计增长19.9%，两年年均复合增速3.71%，较一季度明显提升。固定资产投资增速仍然低于疫情前水平，并且结构化显著，以房地产投资一枝独秀，平均复合增速达到8.44%，相比之下，制造业投资仅有0.26%，不过边际有所改善；基础设施投资2.19%，基本持平一季度增速。

房地产销售仍然旺盛，投资维持韧性。1-4月房地产开发投资完成额累计增长21.6%，平均增速8.44%，投资端保持韧性，主要由于销售端延续旺盛态势，1-4月商品房销售面积和销售金额两年平均复合增速分别为9%和17%，处于高位，一方面是居民购房需求继续释放，另一方面也是由于房企金融政策收紧的时候，房企通过加快推盘实现资金回笼。同时，1-4月土地成交价款、土地购置面积、新开工面积两年平均复合增速分别为-13%、-3.97%、-4.06%，拿地和开工力度持续回落，后续房地产投资或有回落。

制造业投资整体恢复缓慢，结构分化明显。已公布的主要行业投资增速（两年平均复合）分化明显，食品、纺织、金属制品业、汽车、通用设备等增速为负，尚未成功“爬坑”，而化工、医药、有色金属冶炼、计算机通信等行业投资增速较高，整体来看，上游原材料行业受益于涨价因素，固定资产投资需求比较旺盛；下游行业以疫情以来需求一直景气的行业如医药、电子产品等，投资增速保持扩张；中游制造业，即便在出口强劲的背景下，投资复苏依然缓慢，可能是由于原材料价格涨幅较大导致企业利润空间被压缩，企业倾向于观望。

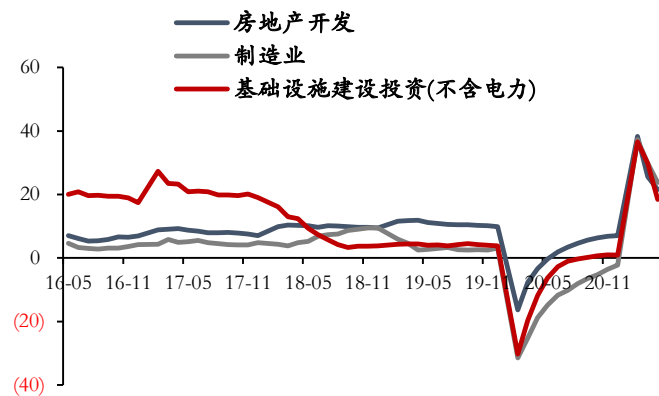
基础设施投资表现平淡，财政支出力度一般。1-4月基础设施投资累计增长18.4%，平均复合增长2.19%，增速仍低于疫情之前。从3月财政支出来看，目前财政支出主要偏向民生保障等领域，与基建相关性高的项目比如城乡社区事务、农林水事务、交通运输等在低基数的情况下仍然负增长，而且4月财政存款明显走高，也显示当前财政支出力度并不大，对基建的支撑有限。另一方面可能也是考虑到当前原材料上涨对实体经济的影响，财政支出后置以避免供求关系更加紧张。

图2 固定资产投资完成额：累计同比 (%)



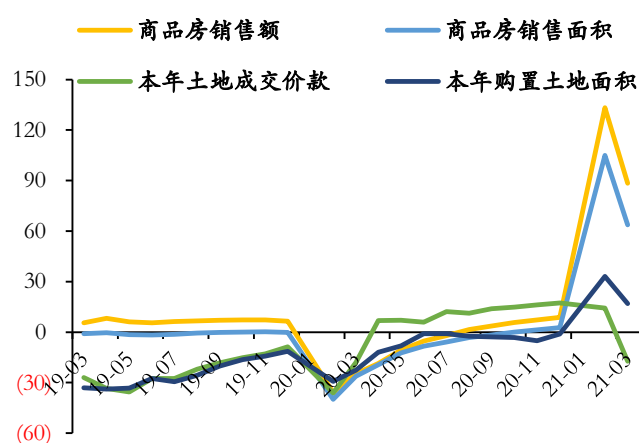
资料来源：Wind、万和证券研究所

图3 固定资产投资完成额：分类别：累计同比 (%)



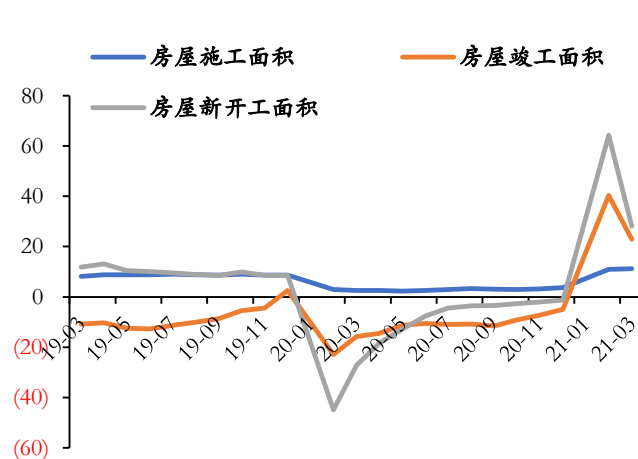
资料来源：Wind、万和证券研究所

图4 商品房销售和拿地情况：累计同比 (%)



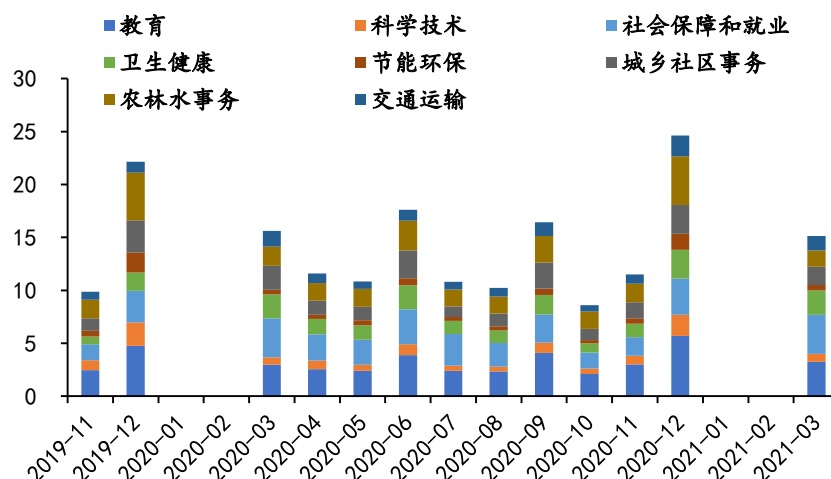
资料来源：Wind、万和证券研究所

图5 房屋建设情况：累计同比 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

图6 财政支出：当月值（千亿元）

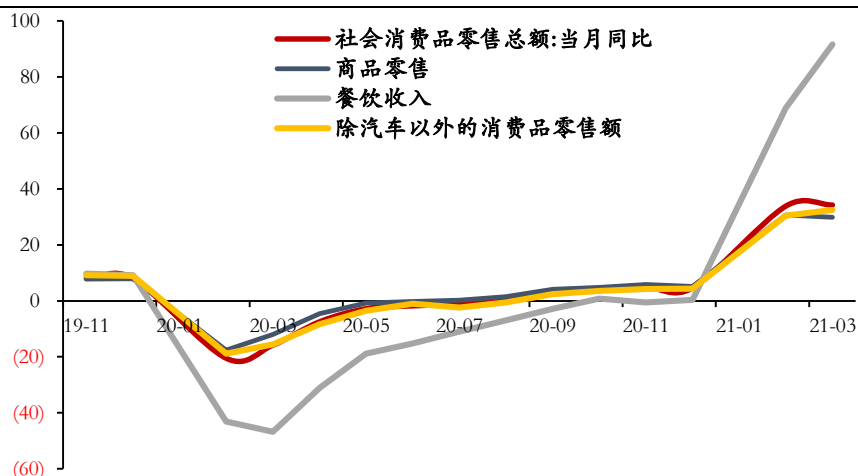


资料来源：Wind、万和证券研究所

三、消费：整体保持稳定

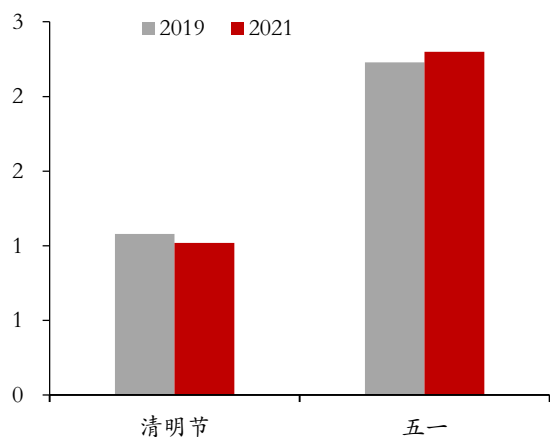
4月社会消费品零售总额同比增长15.1%，两年年均复合增速4.79%，较3月6.3%的增速明显下降，零售额增速放缓或由于消费前置。首先，疫情对线下消费场景的限制基本已经消除，据文旅部发布的数据，清明节和“五一”假期期间全国国内旅游分别达到1.02亿和2.3亿人次，恢复至疫前同期的94.5%和103.2%，旅游收入分别恢复至疫前同期的56.7%和77%，除去类似机票门票打折的因素外，体验式消费快速恢复。社零增速下降可能是由于消费需求前置，清明节期间部分居民走亲访友以弥补“就地过年”的影响，在3月提前释放了消费需求，造成3月消费明显恢复、4月显著下降的局面。另外，从累计增速来看，1-4月社零总额同比增长29.6%，平均复合增速4.21%，消费整体较为平稳，预计5月社零增速温和恢复。

图7 社会消费品零售总额：同比（%）



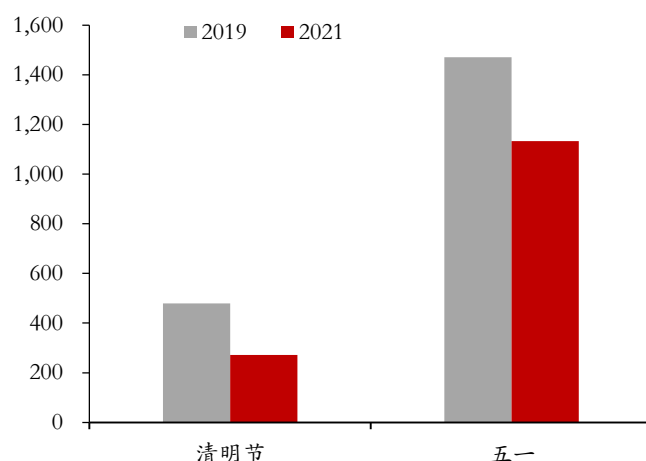
资料来源：Wind、万和证券研究所

图8 清明节、“五一”旅游人数



资料来源：文旅部、万和证券研究所

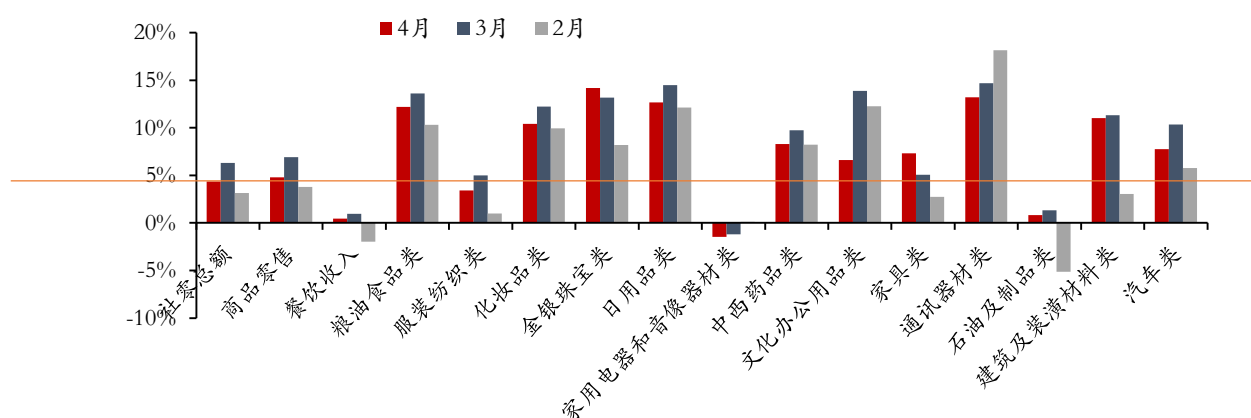
图9 清明节、“五一”旅游收入（亿元）



资料来源：Wind、万和证券研究所

从零售类型看，粮油食品、化妆品、日用品、文化办公用品、通讯器材、汽车等连续保持高景气的消费品增速有所下降，但仍远高于整体社零增速，金银珠宝、家具、建材类销售额增速较3月扩大，显示出通胀预期下居民财富保值的需求旺盛。餐饮消费4月平均复合增速0.43%，较3月下降0.5个百分点，不过限额以上餐饮企业增速扩大至7.51%，小微餐饮仍有非常大的修复空间。

图10 社零增速：平均复合增速（%）



资料来源：Wind、万和证券研究所

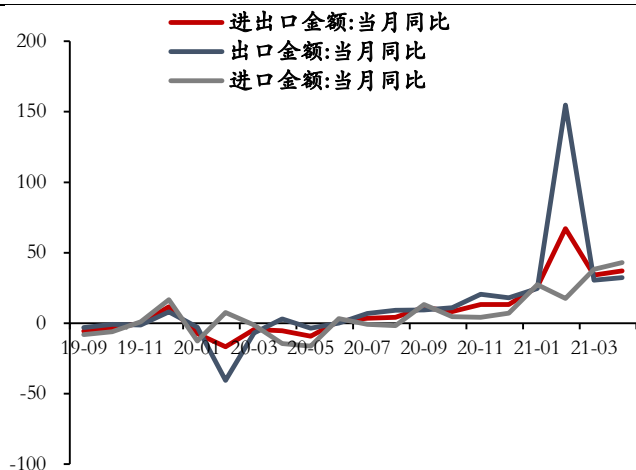
四、出口:继续强势

进出口整体维持高位。4月出口金额同比增长32.3%，进口金额同比增长43.1%，平均复合增速分别为16.76%和10.67%，出口延续强势，甚至快于上月，进口略有回落，比较复合季节性特征，整体维持高位。

海外经济偏强，需求扩张拉动出口。4月全球制造业PMI为55.8%，创本轮疫后反弹以来新高，全球制造业进一步改善，美国、欧元区4月PMI均在60%以上，日本PMI上行至53.6%，发达经济体制造业复苏将继续带动中国制造业出口。

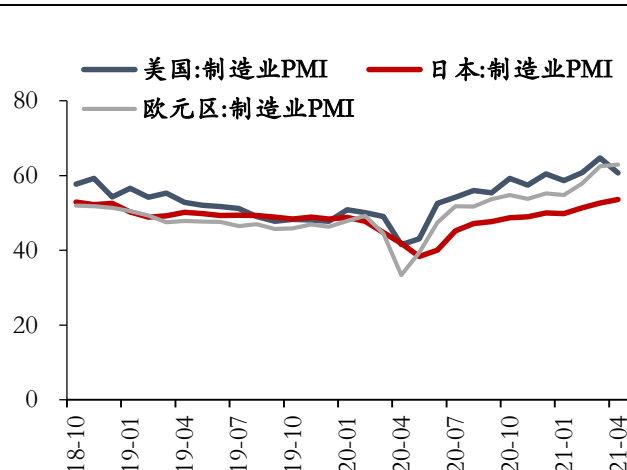
从出口产品来看，有几点结构特征值得关注，一是电子产品类平均复合增速达 20%，连续处于高位，并没有随着复工出现需求骤降的现象；二是“出门经济”恢复的背景下，服装出口有所恢复，尚且没有回流和转移到东南亚国家的明显迹象；三是海外房地产后周期产品出口仍保持强劲，家具、家电同比增速分别为 57.7%、60.2%；四是防疫物资出口增速再度上行，纺织纱线、医疗器械出口金额环比分别增长 26%和 8%，可能与印度疫情有关。

图 11 进出口情况：当月同比 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 12 主要经济体景气度 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

进口产品量价齐升，价是主因。主要进口产品中，大豆、原油、铁矿砂、汽车和汽车底盘、集成电路等 4 月进口金额同比分别增长 53.78%、73.18%、89.56%、222%、22.9%，进口数量同比增速分别为 11%、-0.17%、2.99%、150%、23.2%，原材料价格持续走高显著拉动大宗商品进口金额，当前全球疫情反复，主要资源国仍受冲击，预计短期内进口增速仍将受大宗商品价格影响而维持高位。

五、通胀:风险可控

4 月 CPI 同比 0.9%、环比-0.3%。CPI 同比涨幅扩大主要是由于基数原因；环比来看，食品项环比跌幅收窄，猪肉、鲜果、鲜菜受供给恢复影响延续下跌趋势，粮食、食用油、水产品则由于成本上涨等因素价格上行。非食品中，疫情防控形势较好叠加节日因素影响，飞机票、旅行社收费、交通工具租赁费和宾馆住宿价格分别上涨 21.6%、5.3%、4.3%和 3.9%；受原材

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_19658

