

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 研究助理

联系电话: +86 13682411569

邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

中国作为全球生产者的角色正在强化

2021年05月18日

- **中国经济展示出“投资+出口”驱动的典型特征，出口和制造业链条表现值得期待。**4月固定资产投资超预期，环比增速高于2019等正常年份，两年平均同比增速抬升。分项上看，投资回暖受益于制造业投资修复与房地产投资强势，基建投资表现平平。销售端看房地产投资，4月份量减价增景气度较高，但开发环节收缩，资金来源进入下降通道，房地产投资年内仍有一定下行压力。4月我国出口强势，主要受到欧美经济复苏影响，全球制造业改善。我国在全球产业链中具有“替代效应”，同时欧美经济复苏仍存供需缺口，预计我国出口将保持强劲；制造业链条表现值得期待，重点关注大宗商品价格走势、需求端恢复与“碳中和”等相关政策导向。
- **工业生产不弱，海外工业品价格上涨将持续强于国内。**4月工业增加值两年平均增速较前值提升，分项中特别是制造业增加值提速明显。4月出口交货值高位抬升，工业企业产销率处于历史高位，外需复苏明显，叠加我国疫情防控领先、保障到位，生产端有望持续反弹。相比之下，全球主要经济体出台大规模刺激方案，市场流动性宽松，经济复苏与企业生产恢复推动下大宗商品价格上涨。同时境外疫情反复、供给端仍受制约，海外需求复苏阶段性快于供给修复，预计海外工业品价格上涨将持续强于国内。
- **消费端复苏滞后整体不均衡，影响到服务业，失业率新低可能带动消费。**中国4月份社会消费品零售近两年同比增长4.3%，后疫情时代网上商品零售额下滑，但网购食品项销售额上升。烟酒饮料类、建筑装潢器材类(基建)、金银珠宝类(高端消费和抗风险)相比2019年涨幅最为明显，书报杂志类负增长。由于很多服务是消费和生产同时进行的，因此消费复苏缓慢会直接影响到服务业。失业率创疫情以来最低，居民可支配收入增长，有可能带动之后消费水平走高。
- **风险因素：**海外疫情持续恶化，货币政策超预期收紧等。

目录

一、中国经济展示出“投资+出口”驱动的典型特征	3
二、“投资+出口”驱动下，工业生产不弱	4
三、消费端复苏仍然滞后，复苏不均衡	5
四、消费复苏缓慢，也影响到服务业	6
五、失业率创疫情以来最低，有可能带动之后消费水平走高	6
六、房地产投资强势，年内仍有一定下行压力	7
七、小结	8
风险因素	8

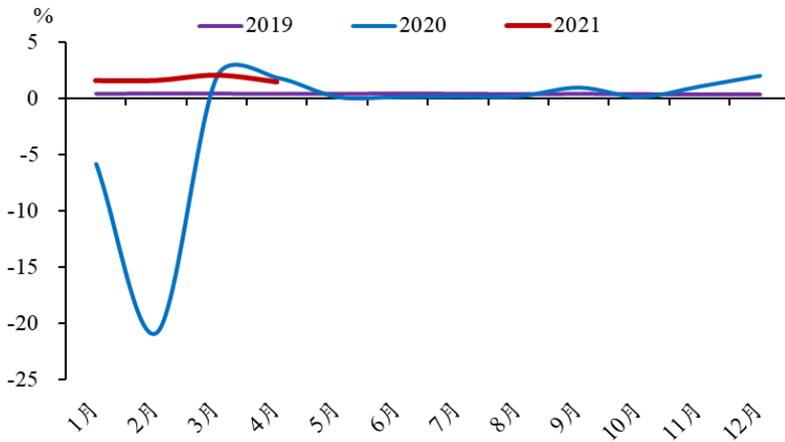
图目录

图 1：2021 年 1-4 月固定资产投资环比增速稳定高于正常年份	3
图 2：固定资产投资累计同比（两年平均增速）	3
图 3：4 月我国出口增速上提	4
图 4：4 月发达国家制造业维持强势复苏势头	4
图 5：工业增加值当月同比（两年平均增速）	4
图 6：4 月工业企业出口交货值同比增速（两年平均）进一步抬升	5
图 7：4 月工业企业产销率处于历史高位	5
图 8：社会消费品零售总额 4 月同比下降	6
图 9：消费复苏缓慢拖累服务业	6
图 10：城镇调查失业率 4 月份有所下降	7
图 11：4 月房地产销售维持高景气度	7
图 12：开发环节上购置土地面积与房屋新开工面积均降	8
图 13：房地产开发资金来源持平上月	8

一、中国经济展示出“投资+出口”驱动的典型特征

固定资产投资超预期。1-4月，固定资产投资（不含农户）同比增长19.9%，高于市场预期的19.39%，比2019年1-4月份增长8.0%，两年平均增长3.9%，较1-3月上升1pct。从环比看，1至3月增速持续好于去年同期水平，4月增速为1.49%，略低于去年同期的1.81%，但仍高于2019等正常年份0.40-0.50%的增速。

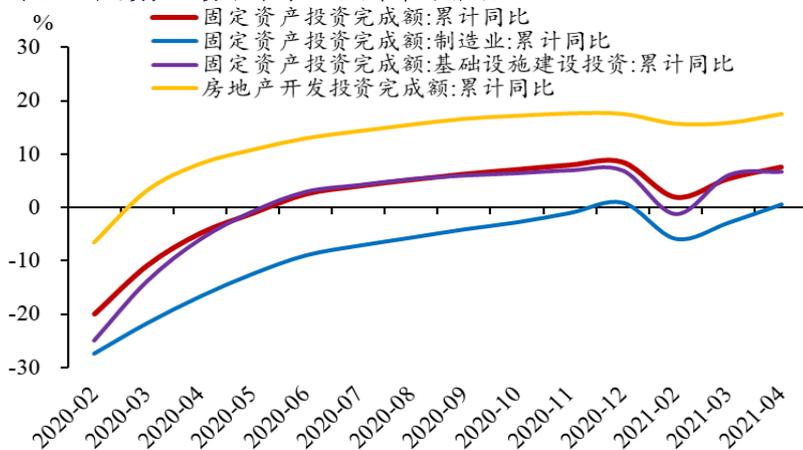
图 1：2021 年 1-4 月固定资产投资环比增速稳定高于正常年份



资料来源：万得，信达证券研发中心

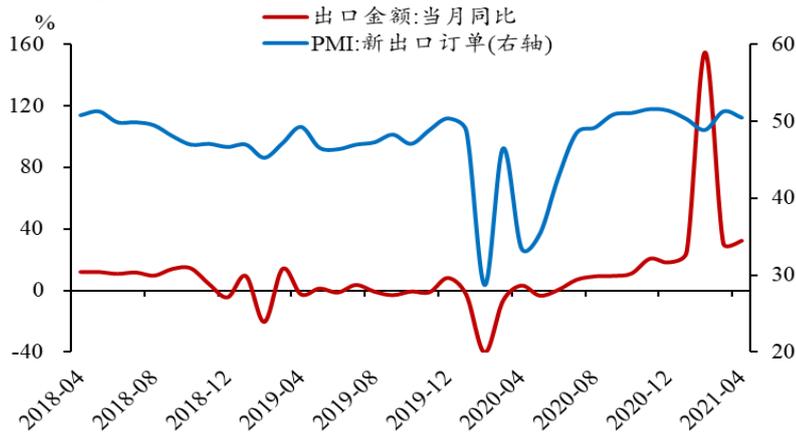
投资结构：制造业投资修复。剔除基数扰动看两年几何平均增速，4月固定资产投资的两年平均累计同比增速为7.55%，持续抬升。分三大类别看，4月制造业投资增速转正为0.53%，较3月份增速提升3.44pct，明显修复。4月房地产投资增速17.59%，较前值上升1.66pct，高位加速，是固定资产投资的主要拉动项。4月基建投资增速6.65%，较前值小幅扩大62bp。

图 2：固定资产投资累计同比（两年平均增速）

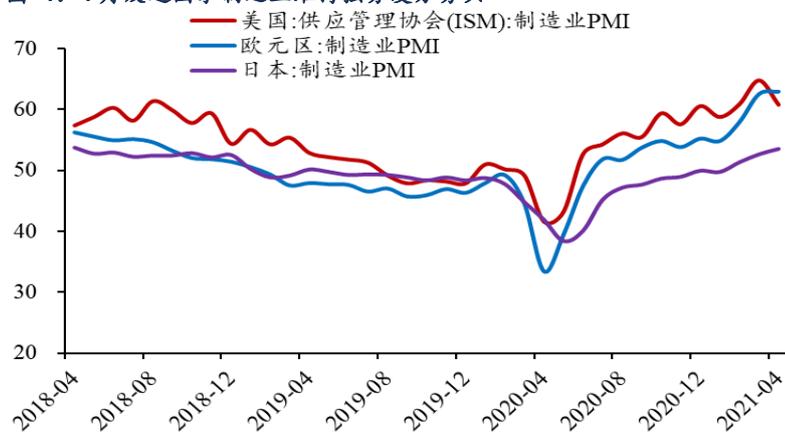


资料来源：万得，信达证券研发中心

投资向好和出口向好相关联。4月我国出口金额同比增速32.30%，3月增速正常回落以来呈现明显上行趋势，出口持续向好。4月我国新出口订单PMI为50.40，维持在荣枯线以上。出口增长主要受到欧美经济复苏的影响，今年以来全球制造业持续改善，4月美国制造业PMI为60.70，环比小幅回落但依旧保持高景气度；4月欧元区制造业PMI为62.90，高位进一步上行；4月日本制造业PMI为53.60，达到年内新高。

图 3：4 月我国出口增速上提


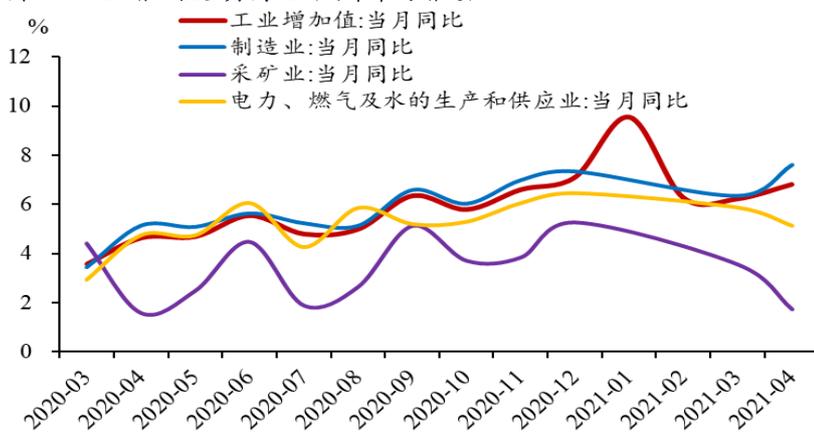
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：4 月发达国家制造业维持强势复苏势头


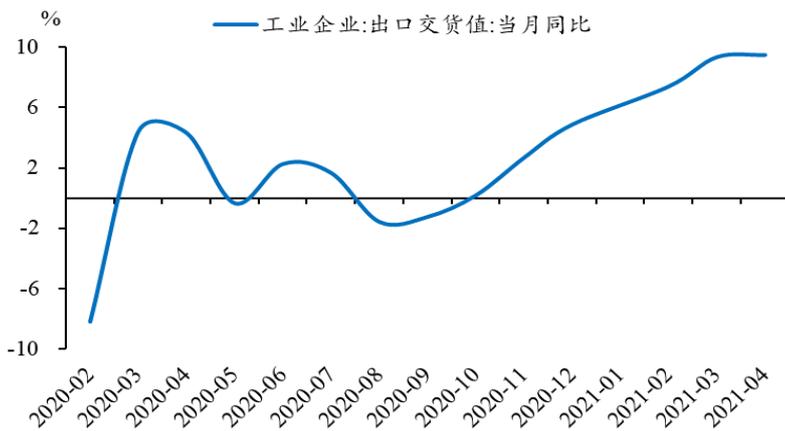
资料来源：万得，信达证券研发中心

二、“投资+出口”驱动下，工业生产不弱

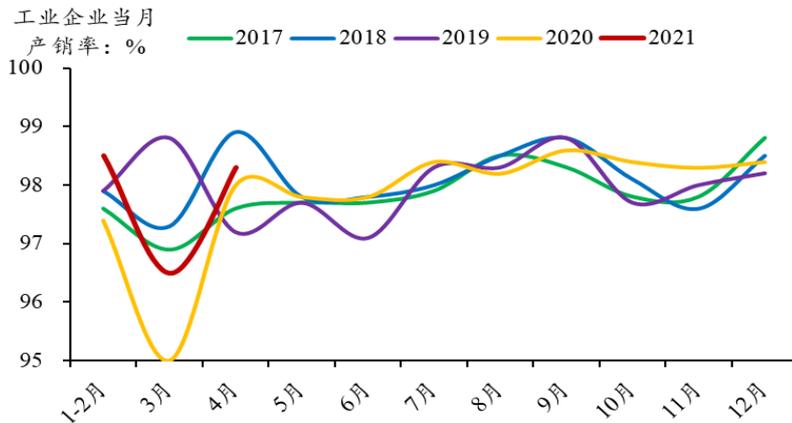
工业生产不弱，产销率处于历史高位。4 月全国规模以上工业增加值的两年平均当月同比增速为 6.81%，较 3 月增速提升 58bp。分项来看，特别是制造业增加值提速明显，增速 7.62%，较 3 月上升 1.26pct。我国工业生产景气度上升得益于“投资+出口”驱动，其中 4 月出口交货值的两年平均当月同比增速为 9.45%，在 3 月的高位基础上进一步抬升 14bp。4 月工业企业产销率为 98.3%，近五年来仅低于 2018 年的 98.9%，处于历史高位，表明工业品需求有所复苏。

图 5：工业增加值当月同比（两年平均增速）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：4 月工业企业出口交货值同比增速（两年平均）进一步抬升


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：4 月工业企业产销率处于历史高位


资料来源：万得，信达证券研发中心

三、消费端复苏仍然滞后，复苏不均衡

中国 4 月份社会消费品零售总额 33153 亿元，同比 17.7%，低于预期 25%，前月同比 34.2%，疫情之后近两年同比增长 4.3%，消费复苏整体滞后。4 月份环比是 0.32%，相对去年环比降低了 0.12 个百分点，近两年 4 月份社会零售总额的环比皆低于疫情前同期（2018 年 4 月环比 0.75%，2019 年 4 月环比 0.81%），说明消费端并未完全恢复到疫情前的增长水平。分地区来看，4 月城镇消费品零售总额为 28888 亿元，同比增长 17.6%，前月同比 34%；乡村消费品零售额 4265 亿元，增长 17.8%，前月同比 34.9%。

1) 餐饮收入受疫情影响，同比增长大幅下滑。商品零售 29776 亿元，同比增长 15.1%，前值 29.9%，近两年同比增长 4.79%，较 2019 和 2020 年分别下滑 4.6 和 2.2 个百分点；餐饮收入 3377 亿元，增长 46.4%，前值 91.6%，近两年同比增长 0.43%，较 2019 和 2020 年分别下滑 9.1 和 8.07 个百分点。除汽车以外的消费品零售额 17.9%，前值 32.5%，近两年同比增长 3.98%。

2) 后疫情时代网上商品零售额下滑，但网购食品项销售额上升。实物商品网上零售额 4 月同比增长 23.1%，前月 25.8%，近两年平均同比增长 15.62%，较 2019 年增长下滑了 6.58 个百分点。疫情隔离不便外出，网购食品近两年同比 30.48%，较 2019 年增长 3.76 个百分点；穿着同比 8.51%，较 2019 年减少 15.19 个百分点，网上商品零售额近两年同比 16.14%，较 2019 年降低 5.06 个百分点。

3) 烟酒饮料类、建筑装潢器材类（基建）、金银珠宝类（高端消费和抗风险）相比 2019 年涨幅最为明显，书报

杂志类负增长。近两年同比增速：金银珠宝增长 14.17%，饮料类 17.51%，烟酒类 16.26%，粮油食品 12.20%，建筑装潢 11.30%，通讯器材 13.20%，日用品 12.66%，化妆品 10.42%。相比 2019 年，疫情后金银珠宝、建筑装潢、通讯器材和烟酒分别较 2019 年增长明显，分别多增 13.77、11.30、11.10 和 12.96 个百分点。书报杂志消费近两年同比下滑 5.93%，相较 2019 年下滑 30.53 个百分点，电子产品代替纸质产品趋势明显。

图 8：社会消费品零售总额 4 月同比下降

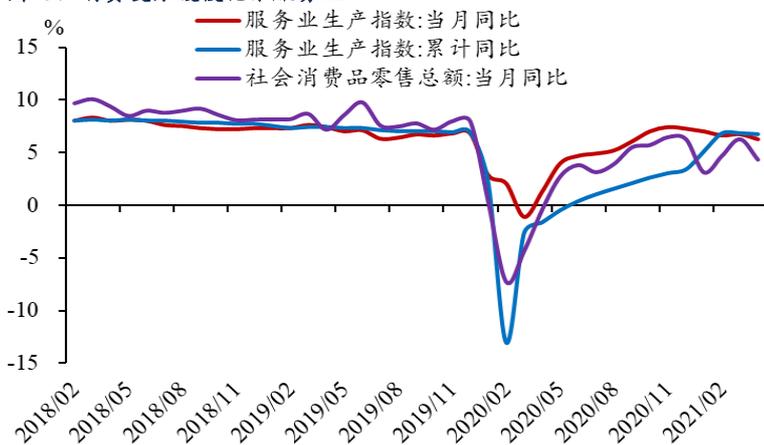


资料来源：万得，信达证券研发中心

四、消费复苏缓慢，也影响到服务业

由于很多服务是消费和生产同时进行的，因此消费复苏缓慢会直接影响到服务业。4 月社会消费品零售总额当月同比 4.3%，前月是 6.3%。服务业生产指数当月同比 6.2%，累计同比 6.7%，较前月同比分别下降 0.2 和 0.1 个百分点。如图 9 所示，社会消费品零售总额和服务业生产指数有一定的相关性。受居民担忧情绪影响，接触型聚集型服务消费复苏较慢，举例来讲，餐饮服务收入下滑较大，近两年同比增长 0.43%，较疫情前 2019 和 2020 年分别下滑 9.1 和 8.07 个百分点，制约了服务的修复。

图 9：消费复苏缓慢拖累服务业



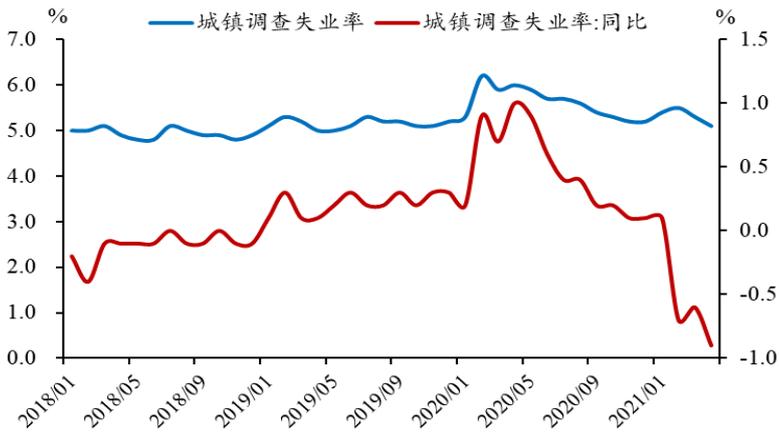
资料来源：万得，信达证券研发中心

五、失业率创疫情以来最低，有可能带动之后消费水平走高

就业决定收入，收入决定消费，而消费是经济增长的基础。1-4 月份，全国城镇新增就业 437 万人。如图 10 所示，4 月城镇调查失业率为 5.1%，低于预期 5.2%，创下 2020 年 4 月以来最低水平（部分得益于去年高基数原因），16-24 岁人口、25-59 岁人口调查失业率分别为 13.6%、4.6%，31 个大城市城镇调查失业率为 5.2%，比 3 月份下降 0.1 个百分点，整体就业率在稳步修复。就业率创新高可能带动国民收入水平整体提升。如图 11 所示，城镇调查失业率和居民可支配收入呈现反比，而可支配收入领先于社会消费品零售总额，因此本月失业率降低可能会

带动之后消费水平上行修复。

图 10: 城镇调查失业率 4 月份有所下降



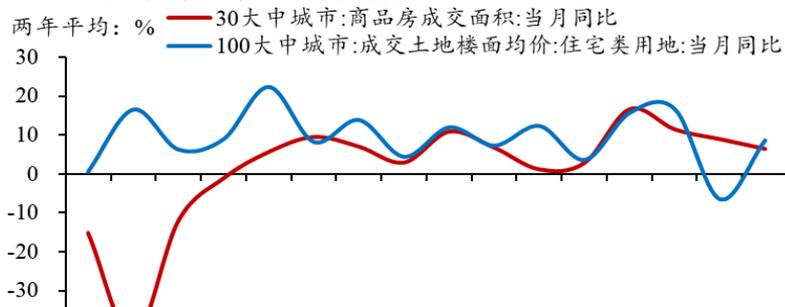
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

六、房地产投资强势, 年内仍有一定下行压力

房地产投资强势, 销售端维持高景气度。4月房地产投资的两年平均累计同比增速 17.59%, 较3月高位加速, 表现强势。从销售端来看, 4月商品房成交面积的两年平均当月同比增速边际下滑 2.49pct 至 6.37%, 但住宅类用地的成交楼面均价同比上升 8.66%, 增幅较3月扩大, 综合考虑量价因素, 4月房地产销售仍维持较高景气度。

开发环节收缩, 资金来源进入下降通道, 房地产投资年内仍有一定下行压力。开发环节上看, 4月购置土地面积两年平均增长 4.80%, 房屋新开工面积两年平均增长 12.80%, 增幅均较前值减小。资金来源上, 4月房地产开发资金来源合计值两年平均增长 10.06%, 几乎与上月持平。分项中个人按揭贷款、定金及预收款、国内贷款以及自筹资金等主要来源均进入下降通道, 鉴于当前重点调控房地产贷款、防风险控杠杆的政策基调, 预计产业严监管格局将延续, 房地产投资年内仍有一定下行压力。

图 11: 4 月房地产销售维持高景气度



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_19671

