

2021 年 05 月 18 日

4 月经济数据点评：内需恢复力度偏弱，经济动能或已临顶

■生产符合历史规律，上游走弱，下游受出口影响。4 月工业增加值季调环比自 3 月的 0.6% 下降至 0.52%，与近五年同期均值接近。4 月碳中和及环保限产使得上游生产走弱，中下游生产主要受到出口拉动。在上游成本快速上涨，以及出口进一步上行概率可能不高影响下，下游生产回升的持续性可能不强。

■4 月消费走弱，消费回升受收入增长制约，同时消费意愿或有下降。本月社消两年平均增速回落至 4.3%，后续消费增速或仍将受收入增长制约，消费后续修复空间或比较有限。从结构上来看，消费回落主要受商品消费回落影响，疫情后可选消费首现回落，消费意愿或有下降。

■地产施工建安回落，土地购置费增速下半年或将走弱。土地购置费是近期地产投资韧性的重要来源，主要受 2020 年土地出让明显集中在下半年影响。今年以来土地成交降温，预计下半年土地购置费增速或将回落。本月销售小幅回落，新开工、拿地和竣工走弱；施工面积增速显著走弱。在严查经营贷、消费贷流入房地产市场等政策影响下，商品房销售存在边际放缓的可能；同时房企合意库存水平下降，预计施工建安或继续走弱。

■4 月制造业投资受出口影响，制造业投资回升持续性可能不强。制造业增速回升主要受到出口影响，包括运输设备、纺织、电气机械和金属制品在内的出口导向型行业投资回升幅度最大。制造业下游投资占制造业投资三分之二左右，上游价格快速回升，可能会压缩中下游利润空间；同时出口难以进一步上行，制造业投资回升持续性可能不强。

■基建投资边际走弱，在地方融资监管趋严情况下，基建增速难超预期。4 月基建两年平均当月增速自 5.8% 降至 3.8%，基建投资边际走弱。政策持续关注地方财政金融风险，地方国企和财政融资监管趋严，此外从政治局会议表态来看，稳增长意愿不强，基建增速料难超预期。

■4 月发达国家需求和海外疫情推升出口，出口进一步上行概率不高。4 月对印度、巴西和东南亚出口增速均创新高，今年以来对美欧出口也持续处于较高水平。海外疫情或阶段性推升中国出口份额，但疫情缓和后，出口份额可能回落。同时收入效应未必进一步走强，美国 4 月 PMI 和实际利率走低，需求回升速率或有放缓，部分经济体提前收紧货币政策，也将对外需产生一定影响，出口进一步上行的概率不高。

■目前出口和地产是经济韧性的主要来源，后续海外疫情缓和可能影响中国出口份额，同时出口“收入效应”未必进一步回升，出口进一步上行概率不高。商品房销售存在边际放缓的可能，房企合意库存水平下降，施工建安增速或继续走弱，对经济的拉动也将受到影响；土地购置费增速下半年或也将走弱，地产投资难超预期。在制造业中下游利润空间压缩，以及出口难以进一步上行影响下，制造业投资修复的持续性可能不强。地方国企和财政融资监管趋严，稳增长意愿不强，基建增速料难超预期。本月消费显著走弱，消费回升受收入增长制约，同时消费意愿或有下降，消费后续修复空间或比较有限。总的来看，经济动能可能处于顶部区间附近。

■风险提示：疫情发展超预期、信用风险超预期等

固定收益主题报告

证券研究报告

池光胜

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518100003
chigs@essence.com.cn

黄海澜

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521020001
huanghl@essence.com.cn

相关报告

券商保险外资增持利率债，
广义基金转增信用债—4 月 2021-05-15
托管数据点评

2020 年主流房企旧改项目有
哪些变化？城市更新系列报 2021-05-15
告三

4 月金融数据解读：金融数
据走弱，结构性紧信用影响 2021-05-13
显现

山西煤企的四个边际变化与
两个关注点 2021-05-13

从 2021Q1 货政报告出发，
如何看待债券后市？ 2021-05-12

内容目录

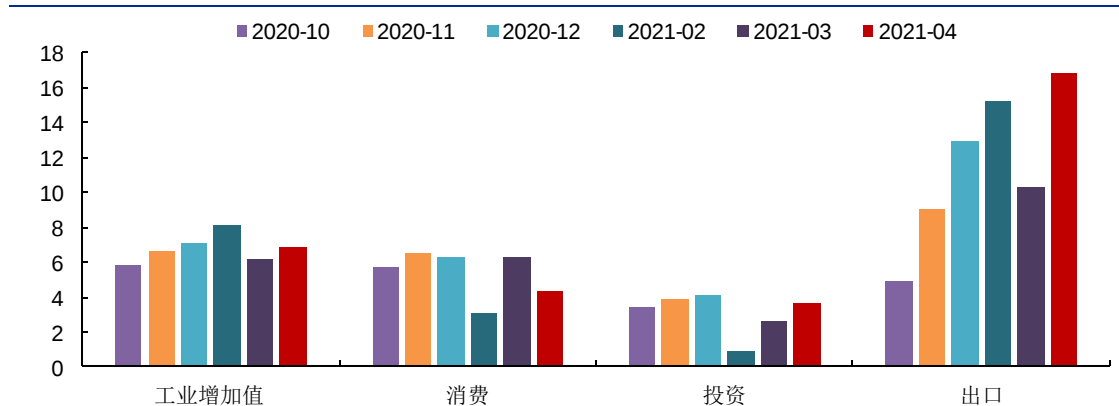
1. 4月生产符合历史规律，上游生产走弱，下游生产主要受出口拉动.....	3
2. 收入增速制约消费，疫情后可选消费首现回落.....	4
3. 地产施工建安已现回落，土地购置费增速下半年或将走弱.....	5
4. 4月制造业投资受出口影响，制造业投资回升持续性可能不强.....	6
5. 地方融资监管趋严，基建增速料难超预期.....	7
6. 发达国家需求和海外疫情推升4月出口，出口进一步上行概率不高.....	8

图表目录

图 1: 4月经济各分项两年平均增速（2月为1-2月合计增速，%）.....	3
图 2: 4月工业增加值季调环比符合历史规律（%）.....	3
图 3: 工业增加值及主要门类当月增速（两年平均，%）.....	3
图 4: 中上游工业增加值增速普遍走弱，部分下游行业工业增加值增速回升（两年平均，%）.....	4
图 5: 出口拉动部分下游出口导向型行业生产（%）.....	4
图 6: 本月社消增速回落至居民收入增速之下（%）.....	5
图 7: 本月消费回落主要是受到商品消费回落影响（%）.....	5
图 8: 疫情后可选消费增速首次走弱，当月增速和两年平均当月增速均现回落（%）.....	5
图 9: 土地购置费是近期地产投资韧性的重要来源（%）.....	6
图 10: 2020年下半年土地成交价款占到全年四分之三左右（%）.....	6
图 11: 地产投资主要分项指标与前值对比（当月同比两年平均，2月为1-2月累计数，%）.....	6
图 12: 制造业子行业投资增速与前值对比（两年平均，%）.....	7
图 13: 4月出口导向型制造业子行业投资回升幅度较大（两年平均，%）.....	7
图 14: 本月基建两年平均当月增速走弱（%）.....	7
图 15: 对美欧出口增速持续处于高位（%）.....	8
图 16: 4月对部分疫情严重发展中国家出口显著上升（%）.....	8

2021年5月17日，统计局公布了2021年4月的经济数据。总体来看，数据普遍低于市场预期。剔除基数影响后，4月工业生产符合历史规律，上游走弱，下游受出口影响；消费明显走弱，出口和投资回升的持续性可能不强。

图1：4月经济各分项两年平均增速（2月为1-2月合计增速，%）

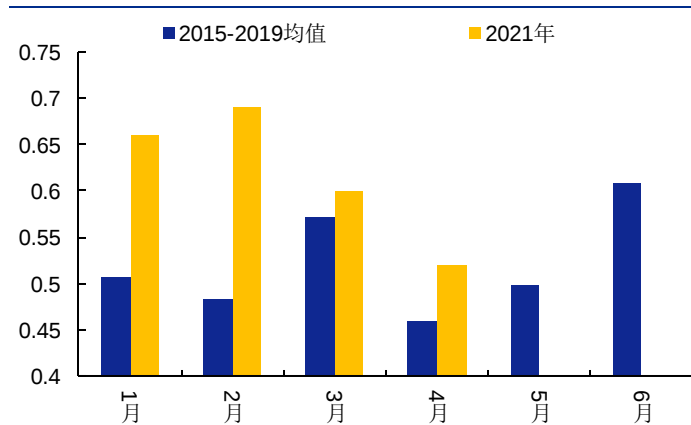


资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.4 月生产符合历史规律，上游生产走弱，下游生产主要受出口拉动

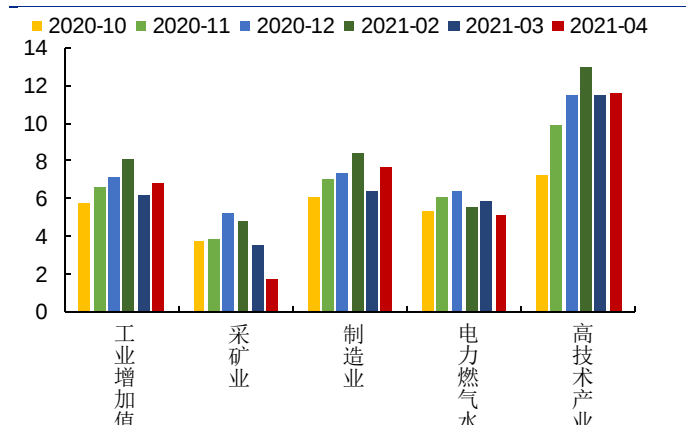
工业生产环比增速符合历史规律，生产回升动能较1-2月走弱。4月份，全国规模以上工业增加值同比增长9.8%，两年平均增长6.8%，略高于3月的两年平均增速6.2%。工业增加值季调环比自3月的0.6%下降至0.52%，工业增加值季调环比与2015-2019年同期历史均值0.46%接近。相对于2021年1-2月，近两个月生产回升动能趋弱。

图2：4月工业增加值季调环比符合历史规律（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图3：工业增加值及主要门类当月增速（两年平均，%）

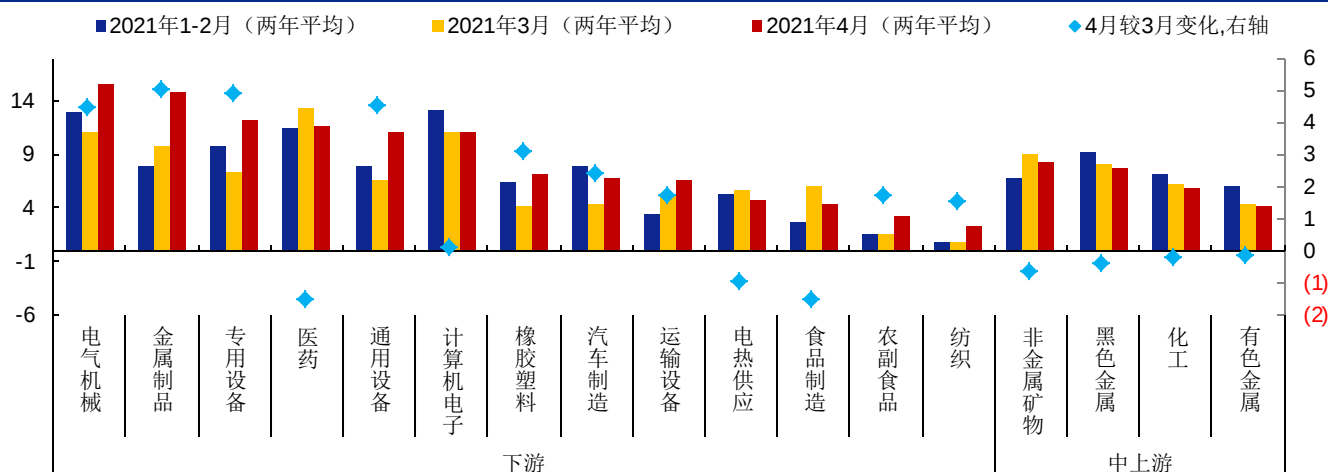


资料来源：Wind，安信证券研究中心

4月碳中和及环保限产使得上游生产普遍走弱。4月采矿业增加值同比增长3.2%，两年平均增长1.74%，低于3月的3.55%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长10.3%，两年平均增长5.1%，也低于3月的5.9%。在近期碳中和及环保限产影响下，上游行业增加值增速普遍较3月走弱。

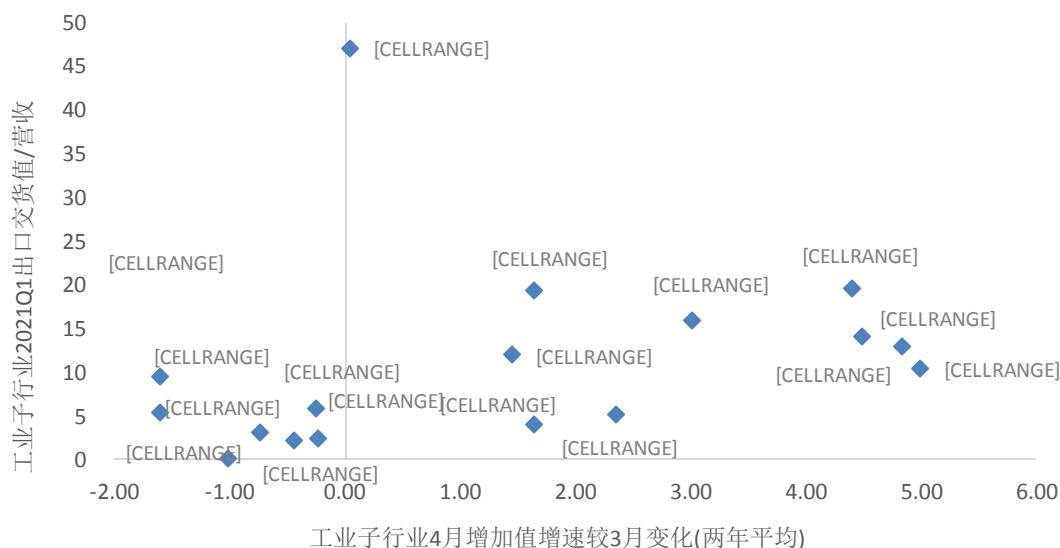
4月中下游生产主要受到出口拉动。4月制造业增加值同比增长10.3%，两年平均增长7.6%，高于3月的6.4%。电气机械、通用设备、专用设备以及金属制品等出口占比较高的行业生产回升幅度较大，反映下游生产受出口影响较大。在上游成本快速上涨，以及出口难以进一步上行影响下，下游生产回升的持续性可能不强。

图 4：中上游工业增加值增速普遍走弱，部分下游行业工业增加值增速回升（两年平均，%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：出口拉动部分下游出口导向型行业生产（%）



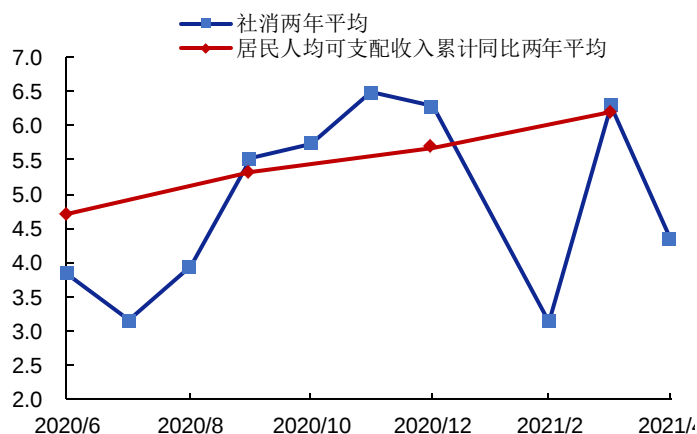
资料来源：Wind，安信证券研究中心

2. 收入增速制约消费，疫情后可选消费首现回落

4月消费走弱,反映消费回升受收入增长制约。3月居民可支配收入两年平均增速升至6.2%，而社会消费品零售总额两年平均增速升至6.3%，消费增长快于收入。本月社消两年平均增速回落至4.3%，后续消费增速或仍将受到收入增长制约，这使得消费后续修复空间或比较有限。

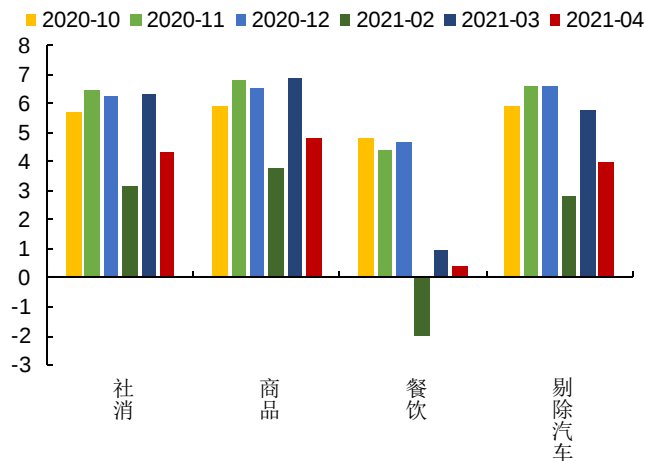
从结构上来看，本月消费回落主要是受到商品消费回落影响，疫情后可选消费增速首次回落，消费意愿或有所下降。4月必选消费两年平均增速自12.7%降至9.5%，可选消费两年平均增速自8.8%降至6.7%，为疫情后首次回落，消费意愿或有所下降。餐饮消费也有所回落，两年平均增速自0.96%回落至0.43%，服务消费增速仍然处于低位。

图 6：本月社消增速回落至居民收入增速之下（%）



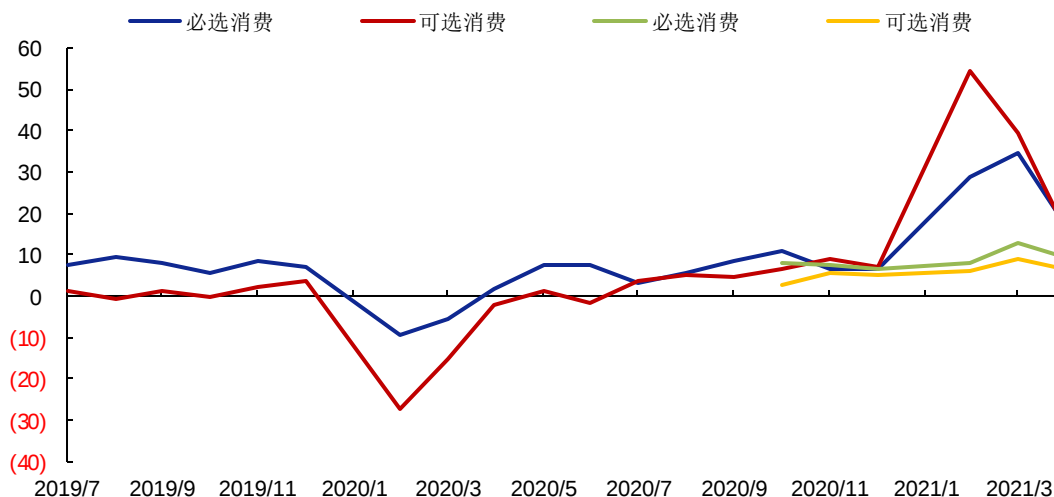
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 7：本月消费回落主要是受到商品消费回落影响（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：疫情后可选消费增速首次走弱，当月增速和两年平均当月增速均现回落（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

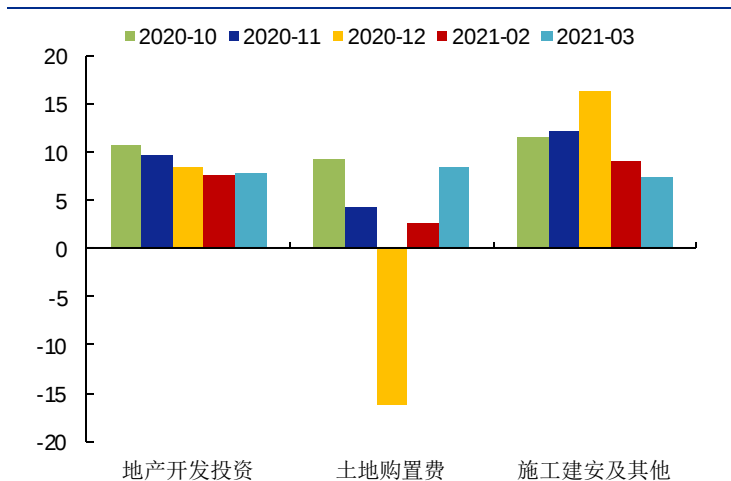
3. 地产施工建安已现回落，土地购置费增速下半年或将走弱

近期土地购置费持续较强，主要受 2020 年土地出让明显集中在下半年影响。今年下半年土地购置费增速或将走弱。2021 年 4 月地产投资当月同比两年平均增速为 10.3%，高于 3 月的两年平均值 7.7%，土地购置费是主要的支撑因素。从 3 月土地购置和施工建安增速来看，土地购置费当月增速（两年平均）自 2020 年 12 月的-16.3%升至 3 月的 8.5%，施工建安增速（两年平均）自 2020 年 12 月的 16.3%降至 3 月的 7.3%。2020 年土地出让明显集中在下半年，下半年土地成交价款占到全年的 76.6%，为近五年来最高，支撑近期土地购置费增速处于高位。房地产融资监管趋严，房企合意库存水平下降，使得今年以来土地成交降温，预计今年下半年土地购置费增速将有所回落。

施工建安增速已现回落，本月商品房销售边际走弱，施工拿地普遍偏弱，预计施工建安或继续走弱。4 月销售面积增速小幅回落，当月同比两年平均增速 8.0%，低于 3 月的两年平均值 8.9%，严查经营贷、消费贷等流入房地产市场或将使得销售增长放缓。新开工、拿地和竣工维持低位，新开工面积 4 月当月同比两年平均增速为-5.4%，低于 3 月的两年平均增速-2%；土地购置面积两年平均增速从-7.8%升至-1.9%；竣工面积两年平均增速自-3.2%降至-6%；剔除竣工面积的施工面积当月同比两年平均自 9.4%降至-6.9%。

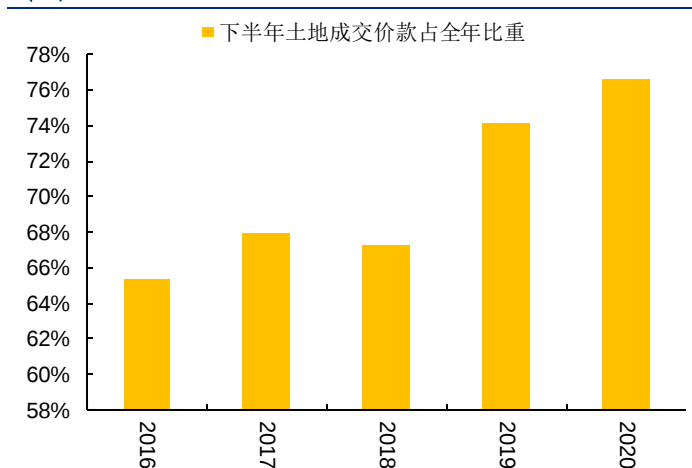
在严查经营贷、消费贷流入房地产市场等政策影响下，商品房销售存在边际放缓的可能；同时房企合意库存水平下降，预计施工建安或继续走弱。土地购置费是近期地产投资韧性的主要来源，主要受到 2020 年土地出让明显集中在下半年影响，今年以来土地成交降温，预计今年下半年土地购置费增速或将走弱。

图 9：土地购置费是近期地产投资韧性的主要来源（%）



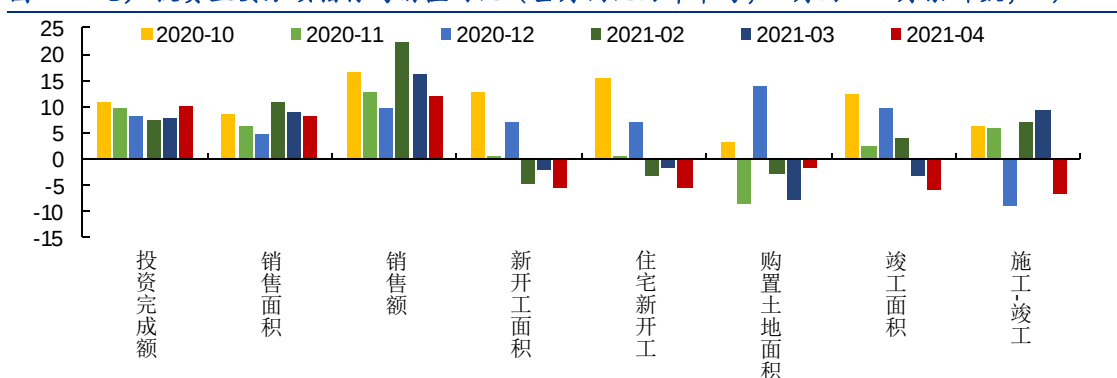
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：2020 年下半年土地成交价款占到全年四分之三左右（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 11：地产投资主要分项指标与前值对比（当月同比两年平均，2 月为 1-2 月累计数，%）



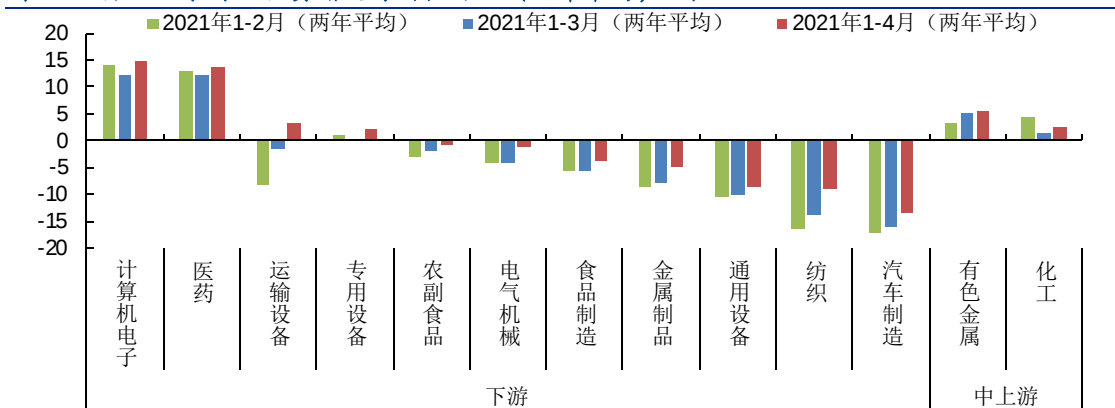
资料来源：Wind，安信证券研究中心

4.4 月制造业投资受出口影响，制造业投资回升持续性可能不强

本月制造业投资回升受出口影响较大。4 月制造业当月同比增长 14.7%（前值 25.1%），两年平均增速自-0.35%升至 3.4%。1-4 月制造业投资两年平均增速为-0.4%，高于 1-3 月两年平均增速 2.0%。制造业增速回升主要受到出口影响，包括运输设备、纺织、电气机械和金属制品在内的出口导向型行业投资回升幅度最大。

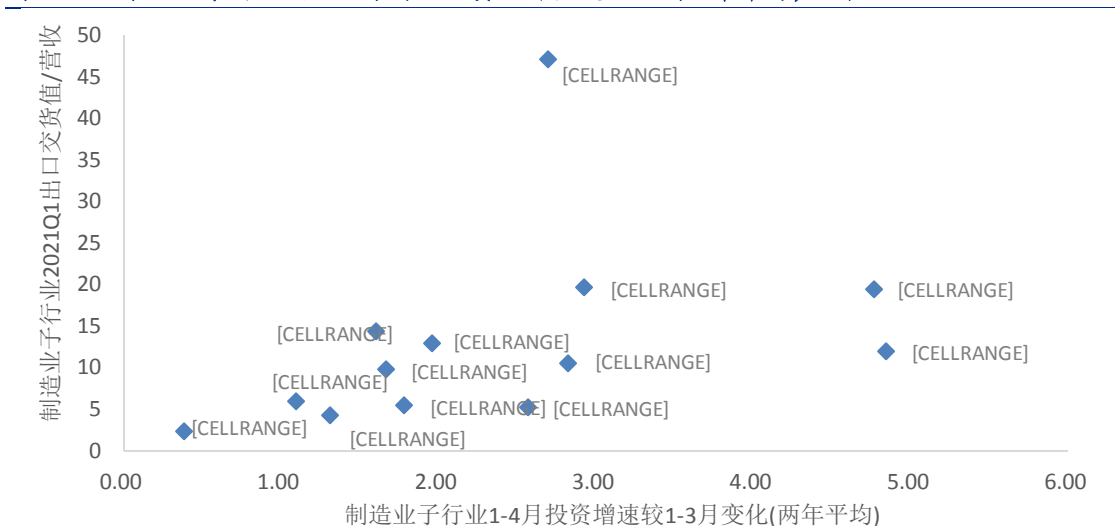
制造业下游投资占到制造业投资的三分之二左右，上游价格的快速回升，可能压缩中下游利润空间；同时后续出口难以进一步上行，制造业投资回升持续性可能不强。

图 12: 制造业子行业投资增速与前值对比 (两年平均, %)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 13: 4 月出口导向型制造业子行业投资回升幅度较大 (两年平均, %)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

5. 地方融资监管趋严，基建增速料难超预期

本月基建两年平均当月增速走弱，在地方融资监管趋严的情况下，基建增速难超预期。4 月基建两年平均当月增速自 5.8% 降至 3.8%，基建投资增速仍然维持低位。政策持续关注地方财政金融风险，地方国企和财政融资监管趋严，此外从政治局会议表态来看，稳增长意愿不

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_19681

