

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

经济复苏分化持续 投资走稳消费偏弱

—4月宏观经济数据点评

2021年5月18日

分析师:

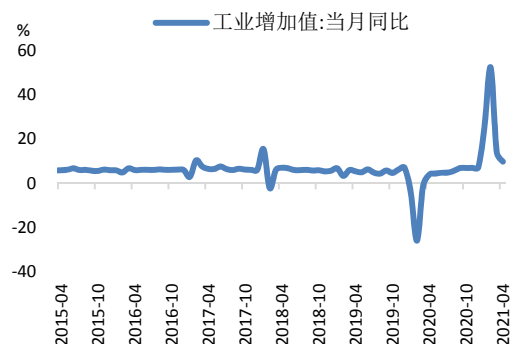
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

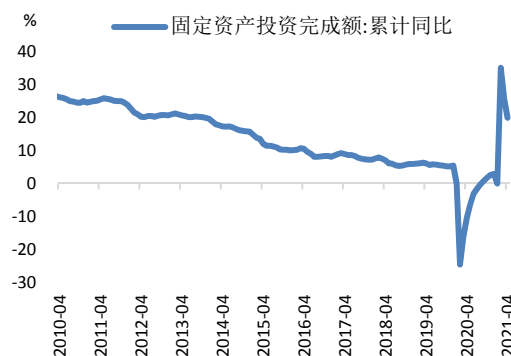
邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

VAI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

FAI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

- 1.《政策回归常态 创新行稳致远—2021年国内宏观经济展望》
- 2.《经济开局平稳 K型复苏延续—1-2月宏观经济数据点评》

内容提要:

4月工业增加值同比增长9.8%，预期增长10.0%，前值增长14.1%；1-4月固定资产投资累计同比增长19.9%，预期增长19.4%，前值增长25.6%；4月社会消费品零售总额同比增长17.7%，预期增长23.8%，前值增长34.2%。

生产端继续高位运行。求复苏、制造业投资加速、出口表现持续较好仍然是供给继续高位增长的主要原因。不过，从剔除高基数影响、环比走势等因素看，生产端似乎已在高位，未来对经济的支撑效应下降，政策仍需要保持一定的支持力度。

消费端弱复苏，收入放缓及疫情影响尚存。4月社会消费品零售总额同比增长17.7%，较2019年同期增长8.8%，两年平均增速为4.3%，较3月回落2个百分点。

投资端整体加速。1-4月固定资产投资（不含农户）同比增长19.9%，比2019年同期增长8.0%，两年平均增速为3.9%，较1-3月提升1个百分点。基建投资增速小幅加速，未来随着疫情稳定、新增专项债（关注节奏）陆续发行，基建投资或继续温和复苏。房地产投资保持韧性，不过部分前瞻指标显示房地产景气度有所减弱。制造业投资滞后复苏，前期制约制造业投资上行的原因或在于供给受限、就地过年影响当期消费及预期、大宗商品较快涨价等，目前看前两者压力部分减轻，企业信心有所增强，但后者对中下游企业成本压力尚存，总体而言未来制造业投资上行趋势不改。

综合来看，4月经济数据略低于预期，生产端继续高位运行，消费端弱复苏，投资端整体加速，经济K型复苏延续。当前经济仍有韧性，未来重点在提振制造业投资与居民消费，政策将继续以稳为主。

风险提示：央行超预期调控，贸易摩擦升温，通胀超预期，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

事件：国家统计局 5 月 17 日公布的数据显示，4 月工业增加值同比增长 9.8%，预期增长 10.0%，前值增长 14.1%；1-4 月固定资产投资累计同比增长 19.9%，预期增长 19.4%，前值增长 25.6%；4 月社会消费品零售总额同比增长 17.7%，预期增长 23.8%，前值增长 34.2%。

点评：4 月经济数据总体上略低于预期，生产端继续高位运行，消费端弱复苏，投资端整体加速，经济 K 型复苏延续。当前经济仍有韧性，未来重点在提振制造业投资与居民消费，政策将继续以稳为主。

1、生产端继续高位运行

在经历 2-3 月的短暂休整后，生产似乎有所加速。4 月规模以上工业增加值同比增长 9.8%，比 2019 年同期增长 14.1%；两年平均（复合增速）增长 6.8%，快于 3 月的 6.2%。1-4 月规模以上工业增加值同比增长 20.3%，较 1-3 月回落 4.2 个百分点。4 月工业增加值总体表现较好，强于 2015-2019 年同期均值（6.2%），需求复苏、制造业投资加速、出口表现持续较好仍然是供给继续高位增长的主要原因。

不过，从另一个方面看，生产端是否实质性加速，还有待进一步观察。首先，4 月复合增速表面上看在加速，但 3 月复合增速略低一定程度上受到了 2019 年同期高基数的影响，剔除上述影响，4 月复合增速或低于 3 月。其次，4 月规模以上工业增加值环比（经季调）增长 0.52%，高于 2015-2019 年同期均值（0.46%），但 2-4 月逐月递减（累计回落 0.17 个百分点）。再者，从 PMI 生产指数走势看，4 月环比回落 1.7 个百分点，虽然部分受 3 月环比大幅回升 2 个百分点影响，但仍然弱于 2011-2019 年数据所反映出来的季节性特征。此外，中国 4 月出口表现仍强，支持了工业生产的稳定，但下半年出口走势不确定性犹存。总体而言，如果当前生产端已在高位，未来对经济的支撑效应下降，政策仍需要保持一定的支持力度，不过这还需要后续数据进一步的验证。

分行业看，4 月 41 个大类行业中有 37 个行业增加值保持同比增长。其中，电气机械和器材制造业（同比增长 22.6%，下同）、通用设备制造业（14.9%）、非金属矿物制品业（12.6%）、计算机通信和其他电子设备制造业（10.4%）、专用设备制造业增长（10.2%）增幅居前，汽车制造业（7.7%）较 3 月（40.4%）回落较多。其中，装备和高技术产业增势持续强劲。4 月装备制造业、高技术制造业增加值同比分别增长 13.1%、12.7%；从两年平均增速看，分别增长 11.2%、11.6%，较 3 月份分别加快 3.0、0.1 个

百分点，分别高于全部规模以上工业 4.4、4.8 个百分点。分产品看，新能源汽车（175.9%）、乙烯（19%）、钢材（12.5%）、十种有色金属（11.6%）增幅居前，但汽车整体（6.8%）增长放缓。

2、消费端弱复苏，收入放缓及疫情影响尚存

4 月社会消费品零售总额同比增长 17.7%，较 2019 年同期增长 8.8%，两年平均增速为 4.3%，较 3 月回落 2 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额增长 17.9%。扣除价格因素，4 月社会消费品零售总额实际增长 15.8%，两年平均增长 2.6%，较 3 月回落 1.8 个百分点。从环比看，4 月份社会消费品零售总额增长 0.32%，不足疫情前的一半。

分类来看，多数商品零售的两年复合增速超过商品零售整体增速（4.8%），其中通讯器材类（13.2%）、金银珠宝类（14.2%）和体育娱乐用品类（17.4%）等消费升级类商品增长较快，石油及制品类（0.8%）、家用电器和音像器材类（-1.5%）、服装鞋帽针纺织品类（3.4%）等低于平均水平。

收入放缓及疫情影响尚存，消费还未回到常态时期水平。第一，居民收入放缓的趋势并未扭转。全国居民人均可支配收入同比增速已连续 3 年低于 GDP 增速，其中城镇居民人均可支配收入同比增速连续 7 年低于 GDP 增速。第二，当前经济 K 型复苏明显，中高收入人群收入复苏快于中低收入人群，但前者消费弹性弱于后者，对整体消费的贡献偏弱。全国居民人均可支配收入中工资性收入累计同比增速已经连续 12 个季度低于财产净收入，更不用说剔除收入平均化效应下的增速对比了。普通收入人群消费能力有所减弱，据文化和旅游部数据显示，5 月 1 日至 5 日，全国国内旅游出游 2.3 亿人次，同比增长 119.7%，按可比口径恢复到了疫前同期的 103.2%；实现国内旅游收入 1132.3 亿元，同比增长 138.1%，按可比口径仅恢复至疫前同期的 77%。虽然 77% 的数据存在一定低估的可能，但与疫情前 10-20% 的同比增速相比仍有较大差距。第三，虽然国内疫情总体控制良好，但散发式疫情会阶段性增强防控措施，对场景消费（娱乐、教育等）以及餐饮消费的负面影响尚存。瑞丽（4 月）、合肥六安与大连（5 月）等个别城市疫情再现，4 月餐饮收入同比增长 46.4%，两年平均增长 0.4%，仍低于总体水平。此外，收入增速放缓与疫情影响尚未彻底终结，消费者的谨慎预期难以消除，亦不利于整体消费恢复至常态水平。

3、制造业滞后复苏，房地产投资保持韧性，高技术产业投资较快增长

1-4 月固定资产投资（不含农户）同比增长 19.9%，比 2019 年同期增长

8.0%，两年平均增速为 3.9%，较 1-3 月提升 1 个百分点。从环比看，4 月固定资产投资（不含农户）增长 1.49%。

基建投资增速小幅加速。1-4 月基础设施投资（含电力）同比增长 16.9%，两年平均增长 3.3%，较 1-3 月加快 0.3 个百分点。其中，信息传输业（同比增长 42.6%，下同）、铁路运输业（27.5%）、水利管理业（24.9%）、生态保护和环境治理业（19.3%）等投资增幅较大。由于当前仍处于“稳增长压力较小的窗口期”，财政支出节奏有所放缓，与今年专项债下达时间偏晚、节奏偏慢一致，前 4 个月基建投资增速一直较低水平波动。未来，随着疫情稳定、新增专项债（关注节奏）陆续发行，基建投资或继续温和复苏。

房地产投资保持韧性。1-4 月房地产开发投资同比增长 21.6%，两年平均增长 8.4%，较 1-3 月加快 0.8 个百分点；4 月单月两年平均增长 10.3%，较 3 月加快 2.7 个百分点。商品房销售保持良好态势，1-4 月商品房销售面积同比增长 48.1%；较 2019 年同期增长 19.5%，两年平均增长 9.3%。总体而言，房地产短期仍将保持一定韧性。不过，部分前瞻指标显示房地产景气度有所减弱。首先，近期新开工面积、施工面积、竣工面积两年符合增速均较前期走弱。其次，虽然 1-4 月房地产开发企业到位资金两年平均增长 10.1%，高出疫情前水平，但除利用外资跌幅收窄外，其他资金来源增速均逐月小幅下滑。此外，虽然当前房地产销售良好，但在政策持续调控销售端以及融资端的压力之下，开发商拿地的热情有所下降，为未来房地产投资保持韧性的时间周期上增加了一些不确定性。

制造业投资滞后复苏。1-4 月制造业投资增长 23.8%，高于全部投资 3.9 个百分点，两年平均下降 0.4%，降幅收窄 1.6 个百分点，已接近 2019 年同期水平。分行业看，原材料制造业投资同比增长 29.8%，其中黑色金属冶炼和压延加工业投资增长 51.6%，化学原料及化学制品制造业投资增长 35.5%；装备制造业和消费品制造业投资分别增长 21.6% 和 23.0%。高技术产业投资增速较快。1-4 月高技术产业投资同比增长 28.8%；两年平均增速为 11.8%，比一季度提高 1.9 个百分点。高技术制造业投资增长 34.2%。其中，航空、航天器及设备制造业投资增长 97.6%，计算机及办公设备制造业投资增长 43.5%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长 40.3%。高技术服务业投资增长 18.1%。前期制约制造业投资上行的原因或在于供给受限、就地过年影响当期消费及预期、大宗商品较快涨价等，目前看前两者压力部分减轻，企业信心有所增强，但后者对中下游企业成本压力尚存，总体而言未来制造业投资上行趋势不改，但低于

2020 年末市场预期的可能性较大。

风险提示：央行超预期调控，贸易摩擦升温，通胀超预期，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

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_19689

