

## 投资消费表现分化

### ——2021 年 4 月经济数据点评

4 月规模以上工业增加值当月同比 9.8%（市场预期 11.0%）；社会消费品零售总额当月同比 17.7%（市场预期 23.8%）；城镇固定资产投资额累计同比 19.9%（市场预期 19.4%），其中全口径基建投资累计同比 18.4%，房地产投资累计同比 21.6%，制造业投资累计同比 23.8%。

#### 一、工业生产：增长势头不减

工业生产增长势头不减，但稍弱于预期，制造业仍为最大贡献项，碳达峰背景下采矿业生产增速下滑。4 月规模以上工业增加值两年平均同比增长 6.8%，增速与一季度持平，环比较 3 月增长 0.5%，工业生产逐月上升趋势稍有放缓。分三大门类看，制造业仍然是工业增加值增长的主要拉动项；电力、热力、燃气及水生产和供应业增速相对稳定；采矿业增速在大宗商品价格上升期反而回落，指向随着环保政策落地推进，采矿业产能扩张受到制约。生产增长仍主要由外需驱动，而内需，尤其是消费增长不及预期，拖累相关行业生产恢复。

前瞻地看，短期出口对于工业生产的拉动仍将持续，随着制造业投资的回升，设备类生产有望再添动力，不过，消费疲弱可能对下游行业生产造成持续制约。

#### 二、固定资产投资：整体延续修复

1-4 月，全国城镇固定资产投资同比增长 19.9%，两年平均增长 3.9%，比 1-3 月提升 1 个百分点。4 月固定资产投资同比增长 10.9%，两年平均增长 5.7%，比上月提升 1.7 个百分点，环比增长 1.5%。

##### （1）房地产：销售增速拐点已现，投资韧性尚存

房地产销售面积和金额两年平均增速均较上月下滑，销售价格同比涨幅有所扩大。“三条红线”政策约束下，房企仍在加快施工竣工，



拉动投资保持较高增速。受集中供地政策出台影响，土地成交量短期不及往年同期，但溢价率处于近三年高点，表明房企拿地热情不减。4 月 22 个大中城市仅有广州、沈阳、长春、重庆和无锡进行了首批供地，拖累整体土地成交量。100 个大中城市土地溢价率 37.7%，达到近年高点。

销售旺盛为房企资金端提供保障，政策收紧促进房企资金结构调整，自筹资金和国内贷款维持低增速。4 月定金及预收款和个人按揭贷款维持较高增速，两年平均增速分别为 15.5%、10.1%，自筹资金和国内贷款增速较低，分别为 3.3%和 0%。

前瞻地看，房地产销售增速拐点或已显现，投资韧性将至少维持至下半年。受各地政府房地产调控不断升级的影响，房地产销售增长斜率放缓，房地产周期将逐步由“量价齐升”进入“量缩价稳”阶段。房企拿地开发、实现高周转的投资冲动仍然强劲，去年以来的高土地购置未来将继续向新开工和施工传导，对房地产投资产生支撑。

## （2）基建：财政监管趋严约束投资增长

基建投资增速有所回落，1-4 月全口径基建投资累计同比增长 16.9%，两年平均增速为 3.3%。4 月当月基建投资同比增长 2.8%，两年平均同比增长 3.8%，增速较 3 月回落 2 个百分点。基建投资增速回落的主要原因是财政资金支持不及预期。一是在稳妥化解地方政府债务风险的要求下，财政部强化监管，导致专项债发行节奏偏缓。财政部一方面对存量专项债开展排查，实行穿透式监管，另一方面在发行节奏上进行调控，分批下达专项债额度。受此影响，地方政府在项目选择上相对谨慎，导致前 4 个月新增专项债 2,056 亿元，规模小于预期。二是一般公共预算支出投向基建领域金额持续下滑。

前瞻地看，鉴于今年专项债资金额度仍较为充裕，资金端对于基建投资增速的制约不会长期持续，再加上专项债资金优先保障在建项目，全年基建投资仍有望温和增长。

## （3）制造业：边际改善，增速回升



制造业投资增速有所回升。1-4 月制造业投资增长 23.8%，两年平均增速-0.4%，比 1-3 月提升 1.6 个百分点。4 月当月制造业投资增长 14.7%，两年平均增速 3.4%，比上月提升 3.5 个百分点。从结构上看，与 2019 年同期相比，主要行业投资均有所增长或降幅收窄，增速普遍上行。高技术产业仍是拉动制造业投资的主力，部分中游设备类和原料加工类行业投资出现正增长，多数下游制造业两年平均增速仍然为负，但降幅收窄。

前瞻地看，驱动制造业投资的两条逻辑，产业转型升级和利润刺激下的扩大再生产，都已逐渐显现，未来制造业投资增速有望进一步恢复。不过需要关注的是，环保政策落地对上游和中游高能耗、高污染行业扩产的制约，以及原材料价格上涨对下游企业生产和利润的冲击，可能会对未来制造业投资产生一定抑制。

#### 四、消费：修复节奏不及预期

消费复苏乏力，4 月同比增长 17.7%，两年平均增长 4.3%，环比增长 0.3%，较上月下降 0.6 个百分点，恢复动能边际减弱。商品销售增速止步不前，餐饮消费增速环比下降。从商品消费结构来看，受去年居家隔离带来的高基数影响，必选消费品增速有所下滑；部分耐用消费品仍未完全恢复；少量可选消费品保持高增长；随着新能源汽车进入新的景气周期，汽车零售销量增速继续上涨，热度不减。

前瞻地看，受居民收入 K 型分化式修复以及居民杠杆率抬升的拖累，消费修复节奏或不及预期。首先是高收入群体的收入和财富增速均高于低收入群体，但边际消费倾向又不及后者，导致消费的整体修复受到抑制。其次是去年房地产市场进入新上行周期，房地产销售量价齐增导致居民杠杆率持续攀升，对消费产生挤出效应，导致在消费场景陆续恢复的背景之下，消费增长仍然乏力。

#### 四、前瞻：投资回升，消费低迷

前瞻地看，我国经济有望保持复苏态势，结构性非均衡逐步改善，但需关注消费需求不足对增长的拖累。生产方面，出口景气和制造业投资改善带来的需求将对工业生产形成持续拉动。需求方面，房企拿地热情高涨，房地产投资韧性将至少维持至下半年；专项债资金充裕有望支撑全年基建投资温和增长；产业转型升级和利润刺激下企业扩大再生产，将驱动未来制造业投资增速进一步恢复；但受常态化防疫措施、居民收入增长分化和高房价挤出效应的拖累，消费修复节奏或相对较慢。

（评论员：谭卓 黄翰庭 牛梦琦）

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\\_19748](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19748)

