

投资强消费弱，4月经济修复结构未现明显改观

主要数据：2021年4月规模以上工业增加值累计同比实际增长9.8%，前值14.1%；1-4月固定资产投资累计同比增长19.9%，前值25.6%；4月社会消费品零售总额同比增长17.7%，前值34.2%。

主要观点：总体上看，4月宏观经济延续修复势头，结构上工业生产和投资仍然是主力，服务业与消费修复处于偏弱状态。从供给端来看，工业生产和服务业生产指数两年平均增速“一上一下”。需求端方面，固定资产投资以名义值计算，两年平均增速上扬1个百分点，部分是受到PPI同比冲高影响，而价格变化相对较小的社零增速在4月明显走弱。我们判断，4月宏观数据波动属经济修复过程中的正常现象，考虑到未来消费复苏加快是大概率事件，二季度GDP两年平均增速仍有望加快至5.8%左右。

工业生产：4月工业增加值同比增速下滑主因去年同期基数垫高，两年复合增速较上月加快0.6个百分点；从环比来看，4月工业生产扩张边际动能放缓，这一方面显示经济修复正逐步进入寻顶过程，另一方面，3月以来环保限产升级也对工业生产提速造成一定制约。

投资：以两年平均增速衡量，1-4月固定资产投资增速较前值上扬1个百分点，其中制造业投资明显改善，房地产投资韧性凸显，基建投资增速维持较低水平。另外，近期PPI同比冲高，也是以名义值计算的固定资产投资两年平均增速上扬的一个原因。

社零：4月社零增速下滑主要受基数抬升影响，从两年平均增速来看，当月社零向上修复动能确也有所减弱，这一方面归因于3月社零大幅反弹部分受到补偿性消费提振，4月这一因素已然消退，另一方面也反映疫情冲击导致的就业质量下降和居民收入增速下滑对消费的抑制作用仍然存在。从结构上来看，4月限额以上企业商品零售额两年平均增速要超过社零总体，且下滑幅度较小，显示当前中小微零售企业面临的压力较大。

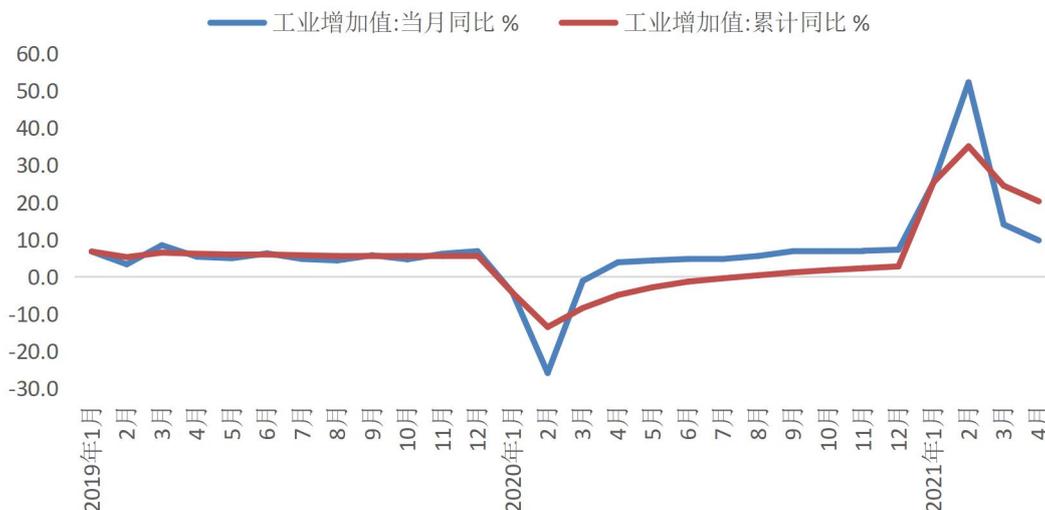
短期内，随着低基数效应减弱，5月各项宏观数据同比增速会进一步回落。但以两年复合增速衡量，5月工业生产有保持在6.5%以上，固定资产投资增速还有小幅上扬空间，消费将继续处于一个“慢修复”过程。在就业市场改善叠加PPI冲高背景下，着眼于弥补经济复苏过程中的结构性短板短期内宏观政策将继续保持定力，出现明显收紧的可能性不大。

具体分析如下：

一、工业生产：4月工业增加值同比增速下滑主因去年同期基数垫高；从两年平均增速和环比来看，4月工业生产仍维持扩张但边际动能放缓，这一方面显示经济修复正逐步进入寻顶过程，另一方面，3月以来环保限产升级也对工业生产提速造成一定制约。

4月工业增加值同比实际增长9.8%，增速较上月下滑4.3个百分点，主要原因是去年同期工业复工复产加速导致基数垫高，而撇除基数因素影响的两年平均增速为6.8%，比3月加快0.6个百分点。环比来看，4月工业增加值环比增长0.52%，增速较上月放缓0.8个百分点，显示当月工业生产仍维持扩张但边际提速动能放缓。这也反映于当月制造业PMI指数环比下降0.8个百分点至51.1%，仍处扩张区间但扩张步伐有所走弱。我们认为，随着工业生产增速回升至疫情前水平，边际扩张动能向常态回归属正常现象，这也表明经济修复正逐步进入寻顶过程。另外，3月以来环保限产升级也对工业生产提速起到一定制约，全国高炉开工率在4月中下旬虽止跌反弹，但月均值仍低于3月。

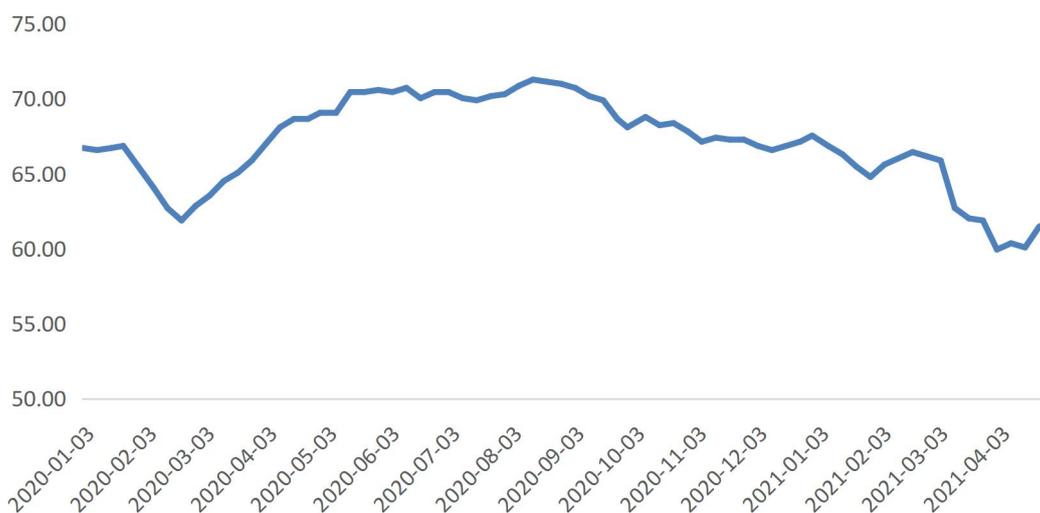
图1 规模以上工业增加值增速



资料来源：WIND，东方金诚

图2 4月中下旬高炉开工率有所反弹，但月均值低于3月

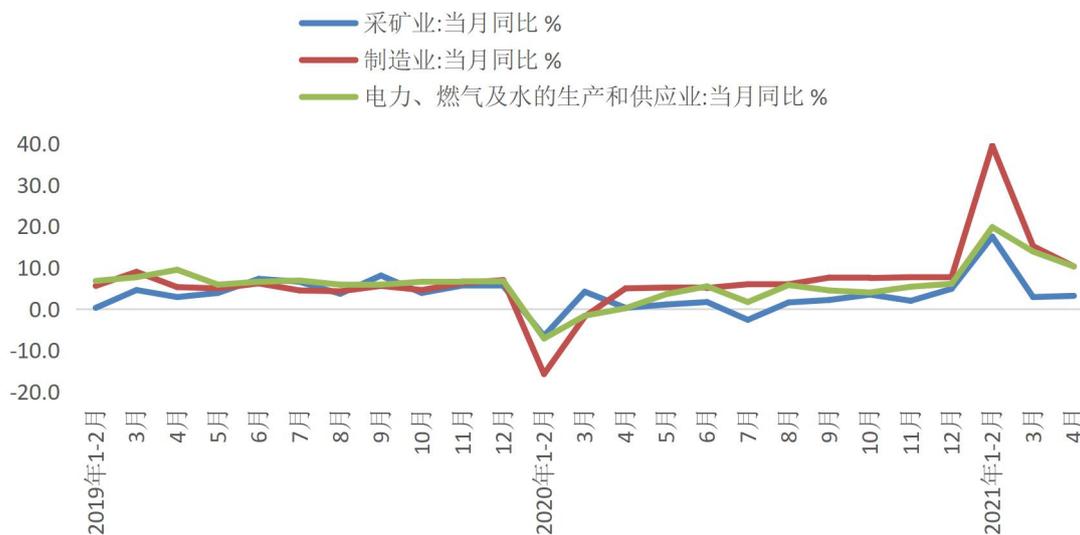
高炉开工率:全国 %



资料来源: WIND, 东方金诚

分门类看, 主因低基数效应减弱, 4月制造业、电力燃气及水的生产和供应业增加值同比增速有所放缓。其中, 制造业增加值同比增速较3月回落4.9个百分点至10.3%, 电力燃气及水的生产和供应业增加值增速回落3.6个百分点至10.3%。4月采矿业增加值同比增速则较上月加快0.3个百分点至3.2%, 除因基数走低外, 4月中下旬大宗商品价格迎来新一波上涨可能也在一定程度上提振采矿业生产。

图3 三大门类增加值增速



资料来源: WIND, 东方金诚

另外, 从制造业各细分行业来看, 行业间分化较为明显。由于基数抬高, 4月制造业各主要行业增加值同比增速多数放缓。而从绝对增速水平来看, 在国内固定资产投资需求和欧

美补库需求共同支撑下，4月中游资本品行业景气度仍然最强——当月电气机械及器材（22.6%）、金属制品（21.0%）、通用设备（14.9%）、非金属矿物制品（12.6%）、黑色金属（10.9%）、计算机通信和其他电子设备（10.4%）等行业增加值增速均超过制造业总体，纺织、食品等下游行业生产景气则相对较弱。另外值得一提的是，4月汽车制造业增加值增速较上月大幅下滑32.7个百分点至7.7%，尽管从环比来看，4月汽车产量不及3月，但相较去年同期，今年4月汽车产量环比表现实际上要强于季节性，因此，4月汽车制造业增加值同比增速放缓主要还是受基数因素扰动，不代表汽车生产出现明显降温。

图4 制造业各细分行业增加值增速



资料来源: WIND, 东方金诚

图5 工业企业出口交货值增速



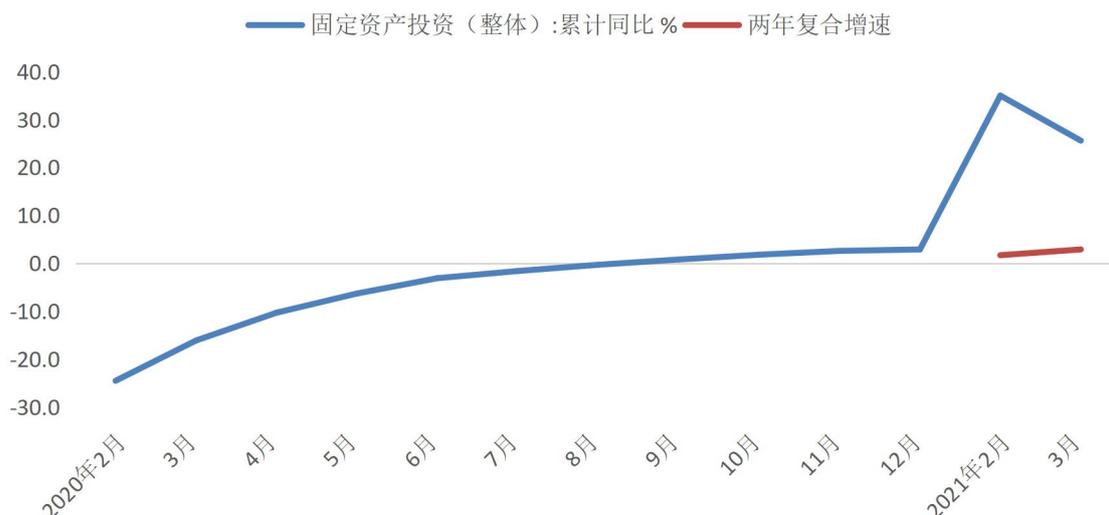
资料来源：WIND，东方金诚

二、投资：以两年平均增速衡量，1-4月固定资产投资增速较前值上扬1个百分点，其中制造业投资明显改善，房地产投资韧性凸显，基建投资增速维持较低水平。另外，近期PPI同比冲高，也是以名义值计算的固定资产投资两年平均增速上扬的一个原因。

2021年1-4月，固定资产投资同比增长19.9%，受上年基数垫高影响，增速较前值下滑5.7个百分点。以2019年1-4月为基数，两年平均增速达到3.9%，高于1-3月1个百分点。

首先，这意味着4月固定资产投资仍在延续去年二季度以来的修复势头。在修复进度方面，1-4月3.9%的两年平均增速约相当于2018-19年正常时期固定资产投资增速的七成左右，后期该指标还有进一步修复空间。其次，从三大固定资产投资板块来看，4月制造业投资修复明显加快，房地产投资韧性凸显，基建投资增速继续处于低位平稳状态，固定资产投资结构正在改善。

图6 固定资产投资两年平均增速上扬

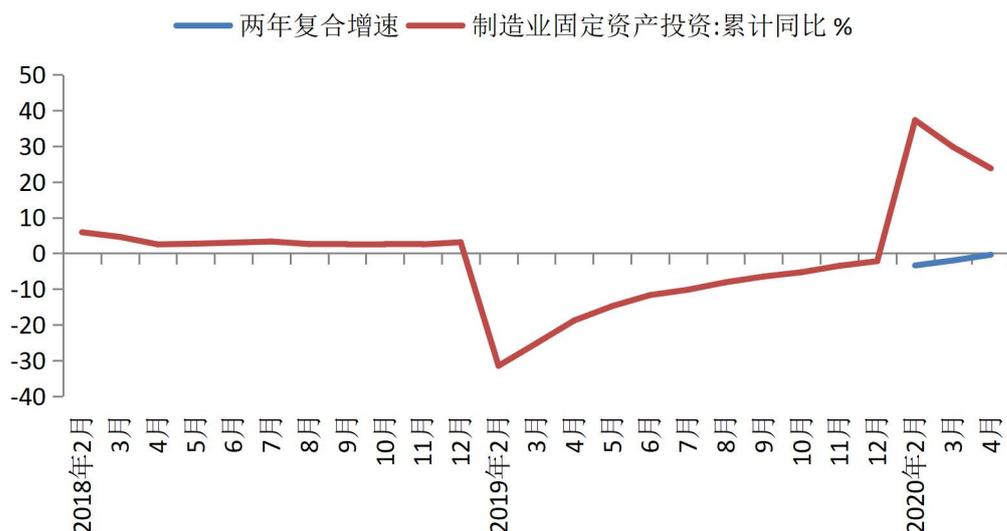


资料来源: WIND, 东方金诚

制造业投资: 1-4月制造业固定资产投资同比增长23.8%，基数垫高导致较前值下滑6个百分点，但两年平均增速升至-0.4%，较1-3月大幅改善1.6个百分点。

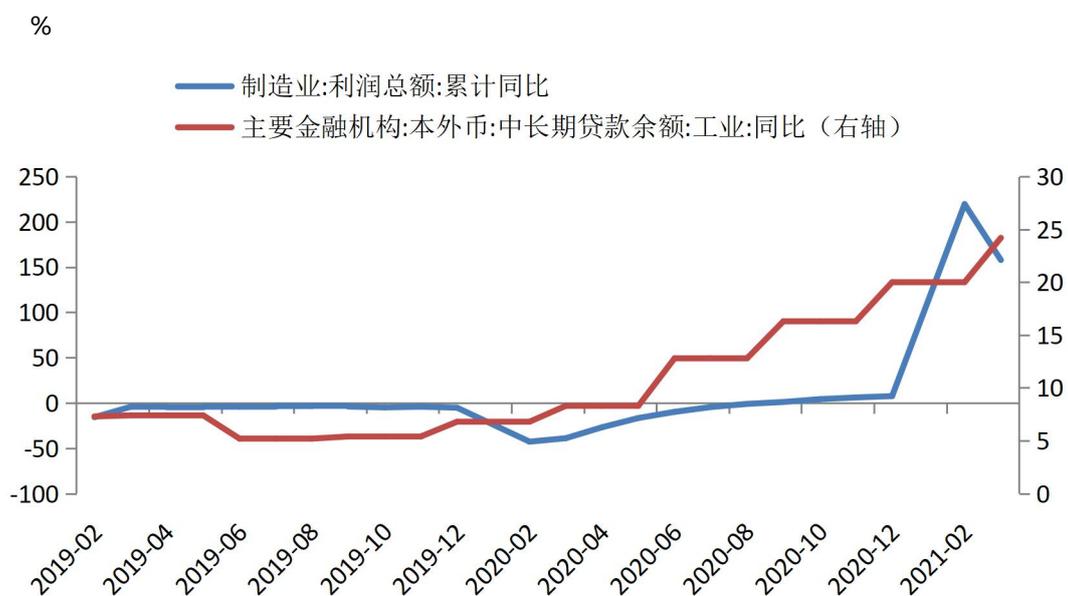
首先,当前制造业固定资产投资两年平均增速仍然为负,主要是由于去年同期跌幅巨大,致使修复过程拉长。其次,从最新的增长动能来看,制造业投资增速正在迅速改善,其中4月同比增长14.7%,在三大类投资中增速最快。去年下半年以来工业品价格出现大幅上涨,制造业行业利润迅速改善,对制造业投资的刺激作用逐步显现。此外,近期政策面对制造业投资的融资支持力度仍在持续加大,制造业投资的信贷资金来源正在大幅增长。最后,当前制造业转型升级在投资数据也有明显体现:1-4月高技术制造业投资同比增长34.2%,两年平均增长13.7%,远高于制造业平均增长水平。

图7 制造业投资两年平均增速改善,修复动能增强



资料来源: WIND, 东方金诚

图8 年初以来制造业利润和贷款增速均处于偏高水平



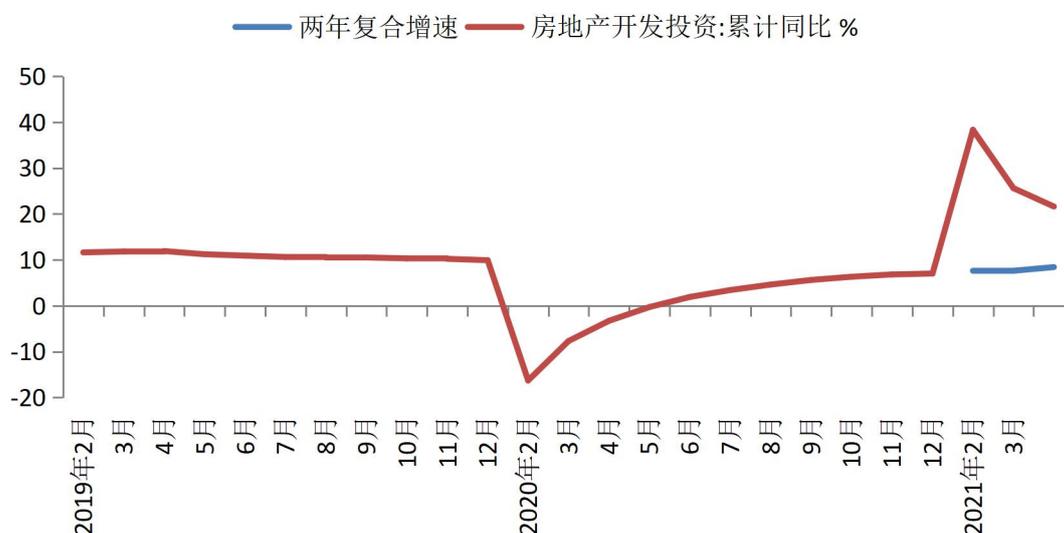
资料来源: WIND

短期内, 利润改善叠加政策支持将继续带动制造业投资较快增长, 二季度制造业投资的两年平均增速将会转正; 我们预计, 全年制造业累计投资增速有望接近两位数, 有望成为拉动 2021 年经济增长的重要动力之一。

不过值得注意的是, 近期上游大宗商品价格升幅巨大, 但下游消费相对较缓。在价格向下传导不畅的背景下, 未来多处中游的制造业利润可能受到较大侵蚀, 这对未来制造业投资或会带来一定不利影响。我们预计, 接下来财政政策和货币政策对中下游制造业投资的支持力度不会减弱。

房地产投资：1-4月房地产投资同比增长21.6%，同样是由于基数垫高原因，增速较1-3月下滑4个百分点。不过，以两年平均增速衡量，1-4月增速达到8.4%，较1-3月加快0.8个百分点。这与同期房地产市场继续保持较高热度直接相关：1-4月商品销售额同比增长68.2%，两年平均增长17.0%；商品房销售面积同比增长48.1%，两年平均增长9.3%。以上数据均远超疫情前水平。背后的主要因素是，2020年政策性降息对房地产市场存在较强的刺激作用，当前因城施策的房地产调控重点指向个别城市房价高涨，但对整体市场并未形成全面压制效应。

图9 房地产投资韧性较强

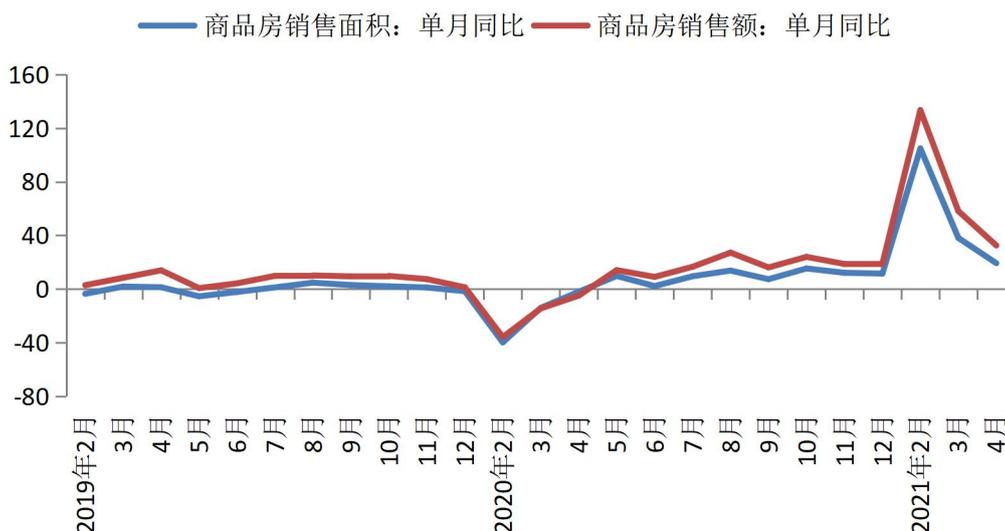


资料来源：WIND，东方金诚

值得注意的是，最新公布的4月70城房价上涨现象仍未明显降温。若后期房地产价格较快上涨从一线城市向二、三线城市扩散，不排除调控措施加码、甚至5年期LPR小幅上调的可能。站在当前时点判断，2021年房贷利率转向大幅上行的可能性仍然不大。在各地强化因城施策背景下，后期全国楼市明显降温的概率也比较小，或将继续对房地产投资增速形成支撑。我们预测，2021年房地产投资增速有望保持在7.0%左右，与2020年基本持平。

图10 楼市保持强劲运行状态

%



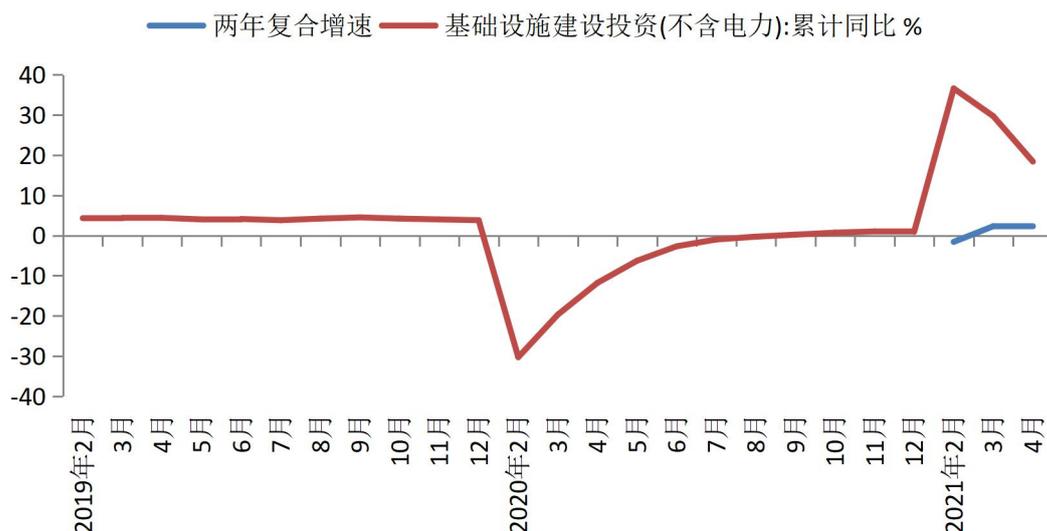
资料来源：WIND，东方金诚

基建投资：1-4月基建投资（不含电力）同比增长18.4%，增速较1-3月大幅下降11.3个百分点，主要源于上年同期基数变化。以2019年同期为基期，两年平均增长2.4%，较前值小幅加快0.1个百分点，继续处于低位稳定水平。

这表明，伴随宏观经济进入较快修复过程，担纲逆周期调节作用的基建投资已从快速冲高转向平稳增长。直接原因包括今年地方政府新增专项债推迟下达，部分基建项目进度放缓，“钱等项目”现象较为突出等；根本性原因在于，伴随经济增长向常态水平回归，以基建投资为代表的逆周期调节需求下降，而控制政府宏观杠杆率、防范地方政府隐性债务风险在政策议程中的位置前移。另外，近期PPI正在快速冲高，也不排除为防止各类工业品需求扎堆碰头，部分基建项目进度有所延迟。

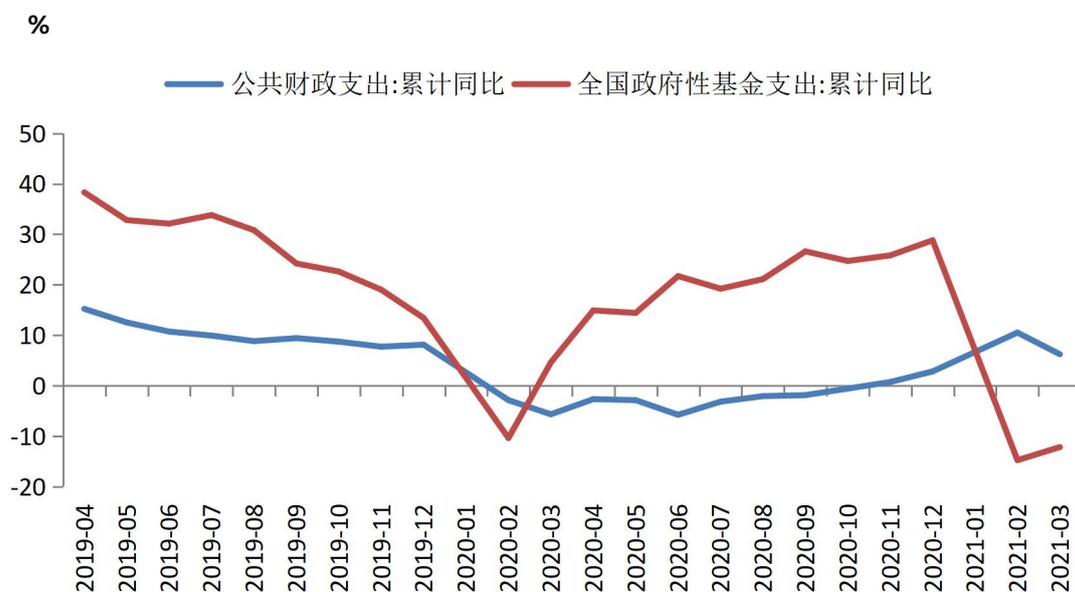
展望未来，今年包括政府性基金在内的广义财政政策收缩力度相对较大，控制地方政府隐性债务风险政策加码，这可能抵消“十四五”开局之年一批大项目上马对基建投资的推动作用，预计全年基建投资增速可能较去年升幅有限。

图 11 基建投资（不含电力）增长动能较为温和



资料来源: WIND, 东方金诚

图 12 年初以来包括政府性基金在内的广义财政支出进度明显后移



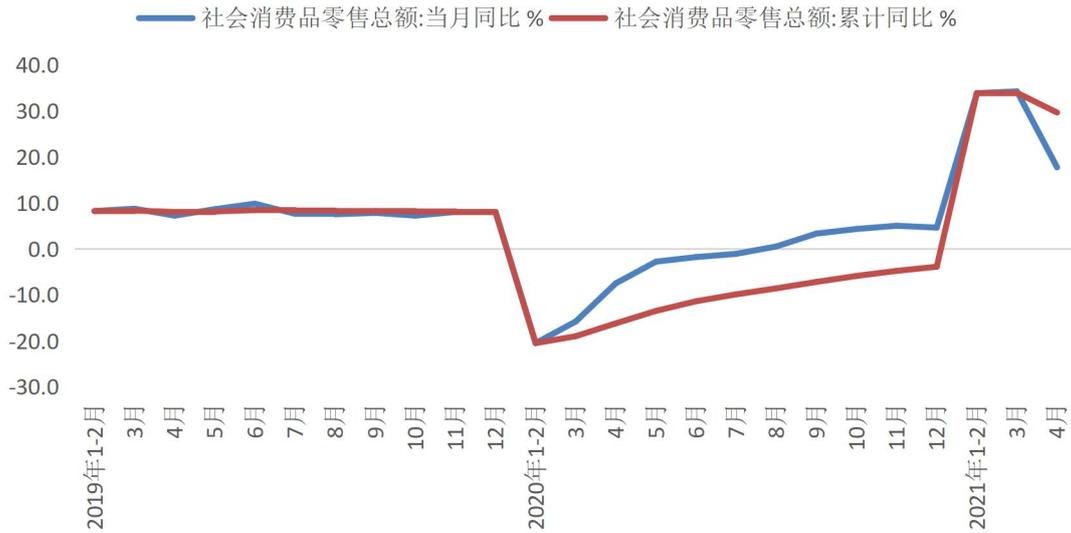
资料来源: WIND, 东方金诚

三、消费: 4月社零增速下滑主要受基数抬升影响,从两年平均增速来看,当月社零向上修复动能确也有所减弱,这一方面归因于3月社零大幅反弹部分受到补偿性消费提振,4月这一因素已然消退,另一方面也反映疫情冲击导致的就业质量下降和居民收入增速下滑对消费的抑制作用仍然存在。从结构上来看,4月限额以上企业商品零售额两年平均增速要超过社零总体,且下滑幅度较小,显示当前中小微零售企业面临的压力较大。

4月社零同比增长17.7%,增速较上月大幅放缓16.5个百分点,即便考虑到去年同期基数抬升的影响,当月社零表现仍不及预期。从撇除基数影响的两年平均增速来看,4月社零

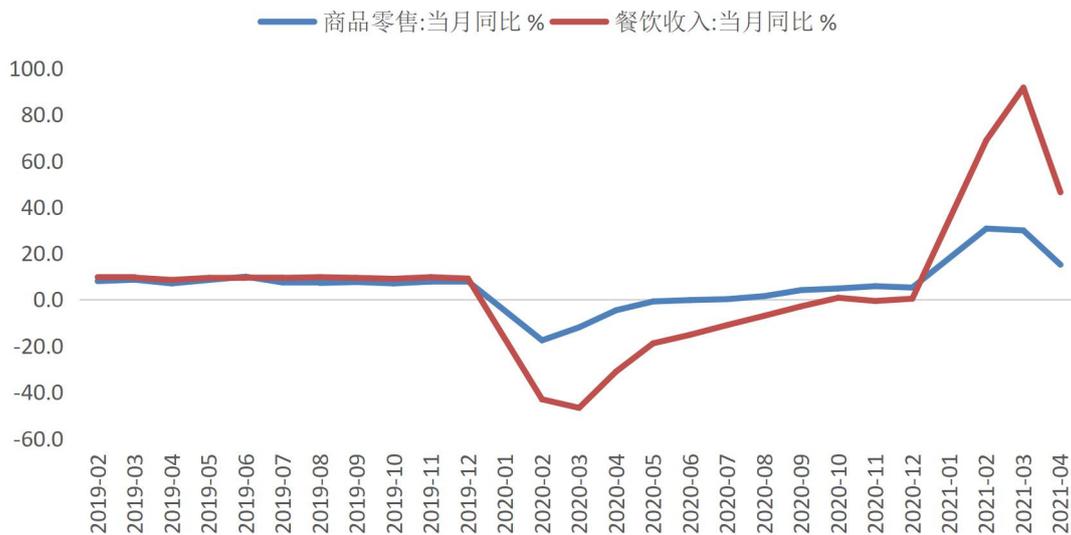
两年平均增长 4.3%，明显低于上月的 6.3%，显示社零向上修复动能减弱，这也反映于当月社零经季调后的环比涨幅仅为 0.32%，较上月下滑 0.62 个百分点，下滑幅度超出季节性。从消费类型来看，4 月商品零售额同比增长 15.1%，增速较上月下滑 14.8 个百分点，两年平均增速 4.8%，低于上月的 6.9%；餐饮收入同比增长 46.4%，增速较上月下滑 45.2 个百分点，两年平均增速 0.4%，亦弱于上月的 0.9%。

图 13 社会消费品零售总额同比增速



资料来源：WIND，东方金诚；注：2月当月同比为1-2月累计值。

图 14 社零口径商品零售额和餐饮收入同比增速

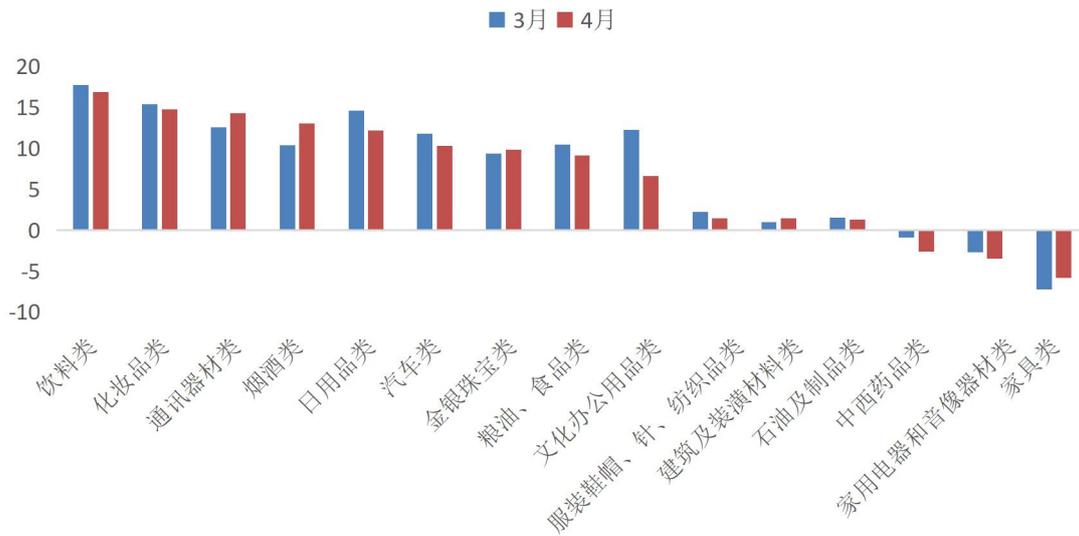


资料来源：WIND，东方金诚

从限额以上各类别商品来看，主要受基数抬升影响，4月烟酒、服装、化妆品、家电、家具、汽车、金银珠宝等可选消费品零售额同比增速下滑幅度较大，均超过社零总体增速降

幅。而从撇除基数影响的两年平均增速来看，4月限额以上企业商品零售额两年平均增长6.5%，增速较上月放缓0.9个百分点。当月限额以上多数类别商品零售额两年平均增速低于3月，但下滑幅度均不大，多数在1个百分点以内。综合考虑零售规模占比和增速下滑幅度，4月汽车和食品零售额对限额以上商品零售额整体增速拖累相对较大，其中，汽车零售额两年平均增速较上月放缓1.5个百分点至10.3%，食品零售额两年平均增速较上月放缓1.3个百分点至9.2%。

图 15 限额以上批发零售业零售额两年平均增速 (%)



资料来源：WIND，东方金诚

4月消费向上修复动能较3月放缓，一方面归因于1-2月消费活动受到疫情防控升级和就地过年抑制，因此3月社零增速大幅反弹部分受到补偿性消费提振，4月这一因素已然减退；另一方面，即便考虑到这一因素扰动，4月社零增长仍然偏弱，商品消费两年增速弱于正常年景，餐饮消费两年增速仍未摆脱零值附近的低增状态，我们认为，这主要反映疫情冲击导致的就业质量下降和居民收入增速下滑对消费的负面影响仍然存在，制约了消费改善动能的持续增强。

另外，从结构上来看，4月限额以上企业商品零售额两年平均增速要超过社零总体，且与上月相比下滑幅度较小，显示当前中小微零售企业面临的压力较大。我们关注到，5月12日国常会决定将部分减负稳岗扩就业政策期限延长到今年底，指出今年就业压力依然较大，要继续坚持就业优先，保持对市场主体特别是中小微企业稳岗、重点群体就业的政策支持。4月社零数据表现即在一定程度上反映了这一政策的背景。

最后，4月服务业生产指数同比增长18.2%，两年平均增长6.2%，较前值回落0.6个百分点。我们判断，这主要是受年初局部疫情反复，服务业修复受到一定影响有关，也与4月清明节期间的旅游数据相印证。可以看到，“五一”假期旅游数据较清明节已大幅改善，后期服务业修复势头有望强化。

四、短期内，随着低基数效应减弱，5月各项宏观数据同比增速会进一步回落。但以两年复合增速衡量，5月工业生产有望保持在6.5%以上，固定资产投资增速还有小幅上扬空间，消费继续处于一个“慢修复”过程。在就业市场改善叠加PPI冲高背景下，着眼于弥补经济复苏过程中的结构性短板，短期内宏观政策将继续保持定力，出现明显收紧的可能性不大。

工业生产：随着低基数效应进一步减弱，以及边际扩张惯性减退，5月工业增加值同比增速将进一步回落。但考虑到投资韧性犹在，尤其是制造业投资迅速改善，出口仍将保持强势，这意味着支撑工业生产较高景气的基础仍存，预计5月工业增加值与2019年同期相比的两年平均增速仍将维持在6.5%以上。

投资：5月固定资产投资两年平均增速还有小幅上升空间，主要动力来自制造业投资将继续明显改善——预计5月制造业投资两年平均增速将首次转正，近期房地产市场热度未现明显降温，在房企“多卖房、少拿地”模式下，商品竣工速度会有所加快，继续对房地产投资形成支持。近期新增地方政府专项债仍未大规模发行，财政存款持续同比多增或少减，短期内基建投资增速有可能稳中有降。

消费：展望5月，受五一假期拉动，社零边际增长速度料将加快，但扩张动能可能会受到以下因素制约：一是4月可选消费品两年平均增速多数下滑，餐饮收入两年平均增速亦有所减弱，显示前期疫情冲击的滞后影响可能仍会在未来一段时间制约消费向上空间。我们关注到，今年“五一”假期，全国国内旅游出游人次按可比口径恢复至疫前同期的103.2%，而旅游收入按可比口径仅恢复至疫前同期的77.0%。这表明，随着疫苗接种加快，居民线下消费和活动半径受到的制约基本解除，但居民消费能力的完全恢复可能还需要一段时间。二是近期中上游涨价正在通过成本压力向下游传导，下游商品跟进涨价可能对消费需求产生抑制作用。同时考虑到基数抬升影响，预计5月社零增速将降至15%左右。

值得注意的是，伴随经济修复过程延续，4月就业市场状况进一步改善，当月城镇调查失业率为5.1%，较上月下降0.2个百分点。这一数据走势叠加近期通胀抬头，或意味着二季度宏观政策不会因短期经济修复波动而出现明显调整，将继续保持定力。我们预计，二季

度以货币投放减速为代表的“紧信用”过程将持续，市场流动性稳定宽松的局面也有可能转向小幅趋紧。

东方金诚首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳