

2021年05月17日

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-61981316
联系人：

樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn
方诗超 S0350121030003
fangsc@ghzq.com.cn

纠结的经济数据

——4月经济数据点评

相关报告

- 《《一季度货币政策执行报告》点评：货币政策维持稳定》——2021-05-14
- 《4月贸易数据点评：上修对二季度的出口预测》——2021-05-10
- 《4月美联储议息会议点评：联储仍旧偏鸽》——2021-05-05
- 《4月30日政治局会议点评：政策收紧的风险得到缓释》——2021-05-05
- 《4月PMI数据点评：经济拐点被进一步确认》——2021-05-04

事件：

5月17日，国家统计局公布4月份主要经济数据。工业增加值同比增长9.8%（前值14.1%），剔除基数效应之后重新回到了7%左右的增速。需求端的数据显示，剔除基数效应之后投资和出口都有所反弹，但是社会消费品零售重新下滑，此外服务业产出的水平剔除基数后有所下滑。经济整体可能较3月的水平略有改善，但是结构上的修复不及预期。有好有坏的经济数据显得比较纠结，然而我们维持经济整体已经在去年四季度、工业部门1-2月见顶回落的判断。总量型的政策可能继续观望，但是结构性的政策可能需要有所发力。

投资要点：

- 剔除基数效应之后，投资和出口有所反弹，而社会消费品零售再度低于预期。

剔除基数效应（通过假定去年同期的增速与去年四季度相当，下同），固定资产投资单月同比整体有所回升，其中制造业投资摆脱了1-3月负增长的局面，开始出现了轻微的正增长；房地产投资从此前三个月持续下滑的趋势中有所反弹（虽然房地产销售面积下滑到低个位数增长，新开工明显下滑且负增长），基建投资则从3月明显反弹的水平有所回落。当然，整体而言，与去年四季度的水平相比，投资剔除基数效应增速仍然偏低。

社会消费品零售实际同比增速剔除基数效应之后再度下滑到零增长附近，明显低于市场预期。限额以上的消费品同比增长剔除基数因素之后也较3月偏高的水平有所回落，但是仍维持了不错的增长，说明大型零售企业的表现好于整体。分品类来看，限额以上大部分消费品的同比增长剔除基数都较3月有所滑落，仅有地产产业链相关的家具，建材和家电的下滑不明显——与此前几个月地产销售韧性偏强可能有一定关系。

前期公布的4月出口即使剔除基数效应也比较强劲并较3月有所反弹，而4月出口交货值增速剔除基数也维持在1-2月以来的高位，显示出出口部门仍是制造业增长的主要支撑力量。

■ 剔除基数，工业生产明显反弹，服务业产出则有所下滑

从生产端来看，4月工业增加值同比增速剔除基数效应重新回到了7%左右的增速，不仅仅较3月明显反弹，也略超市场一致预期。

分行业来看，采掘业的增加值在商品价格偏强的大背景下没能显著反弹，可能与供给方面受到抑制有关。制造业中与设备制造相关的同业设备，专用设备，电器设备，运输设备，金属制品等增速反弹比较明显，或与出口产业链仍然维持景气有关。从主要工业产品的产量来看，剔除基数4月金属切削机床、汽车工业的反弹相对比较明显——后者可能与3月芯片严重短缺冲击汽车生产有关，但是原材料产品的产出增长并不显著，与采掘业增加值增速偏弱保持一致。

服务业生产指数不考虑基数因素较3月份有所下滑，并且弱于去年四季度的水平。

■ 失业率有所下滑

中国4月份的调查失业率下降0.2%到5.1%，可能主要与季节性的因素有关——2018和2019年的4月调查失业率都较3月下降0.2%。统计局同时披露16-24岁人口失业率为13.6%，说明年轻人包括大学毕业生的就业形势可能仍然比较严峻。

■ 经济与政策的展望

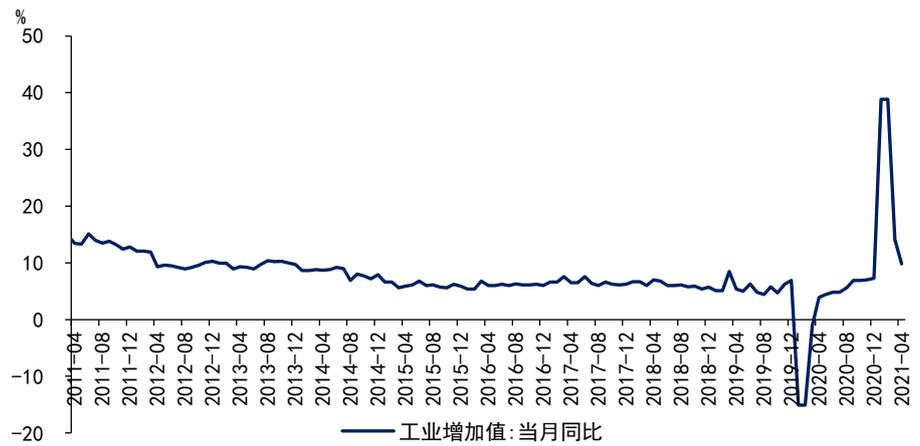
从总产出的数据来看，4月工业生产略弱于去年四季度的水平而服务业比较明显的弱于去年四季度的水平，工业生产同时明显弱于今年1-2月的水平，进一步验证了我们关于经济高点已经过去的判断。

当然，与3月份相比，4月需求与产出的数据总体略有一些改善。其中，投资与出口的反弹对冲了消费的下行，工业产出的反弹对冲了服务业的下行。经济短期出现一定的反弹和震荡仍属于正常现象。

由于4月经济的反弹并不明显，且数据有喜有忧，我们认为尚不具备总量型政策的调整的条件。反过来，中国经济本轮复苏出现的出口与投资偏强，消费偏弱，工业偏强服务业偏弱的结构性扭曲再度加强，一些调结构的政策特别是鼓励服务业、消费的措施也许是政策需要进行考虑的方向。

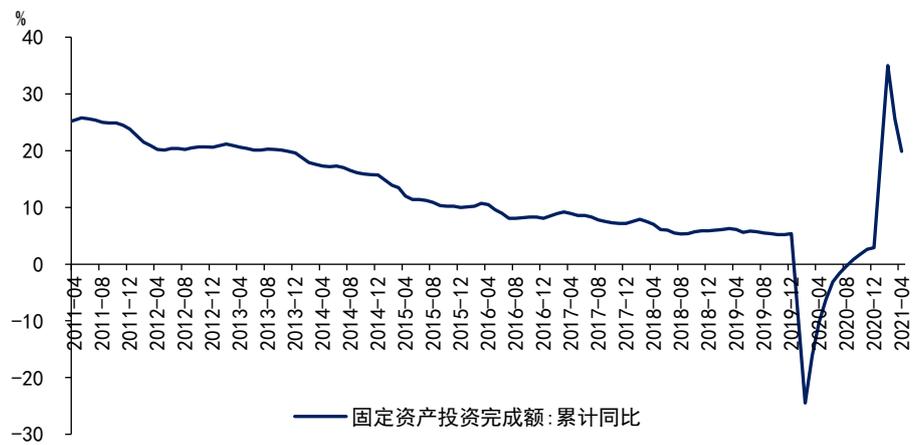
风险提示：经济、政策不达预期；中美关系、疫情恶化超预期

图 1: 工业增加值增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: 固定资产投资增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 3: 服务业生产指数



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 4: 服务业 CPI



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 5: 城镇调查失业率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，超过 10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

方诗超，宏观助理研究员。2017 年在浙江大学获得经济学学士学位，2020 年于美国 Cornell 大学获得应用经济学硕士学位。2021 年加入国海证券，从事宏观经济研究。

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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_19605

