

2021年4月经济增长数据点评

中国经济成色几何？

■ 核心摘要

4月仍处于基数效应较快抬升阶段，各项经济数据的同比受此影响高位回落。通过比较经济数据的两年复合增速剔除基数影响，4月中国经济数据呈现以下特点。

1、工业生产景气度进一步提升，出口的拉动作用依然突出。4月工业增加值两年复合增速7%，较上月上扬0.2个百分点，较2019年增速抬升1.3个百分点，中国工业受益于全球疫情的特征进一步凸显。特别是，出口交货值两年复合增速进一步提升0.3个百分点至8.5%，而2019年增速仅为1.3%；高技术产业两年复合增速12.4%，工业增长结构亦有优化。分所有制来看，工业增加值呈现民营快于外资、外资快于国企的格局。民营企业从增长的量上是最好的，但在利润表现上则不尽然，1-3月国企利润增长是最快。工业产销率仍然高位运行，体现工业品需求较好。

2、固定资产投资仍处修复阶段，主要表现为制造业投资复苏。4月固定资产投资两年复合增速达到3.7%，较上月抬升1个百分点，其中，房地产开发投资增速上扬0.7个百分点至8.4%，基建投资上扬0.3个百分点至3.3%，而制造业投资增速回升1.8个百分点至0.3%，是疫情以来首度转正。4月民间投资两年复合增速回升1.3个百分点至2.4%，也出现较显著的滞后修复。**1) 当前制造业从出口高景气到产能利用率抬升的传导路径畅通。**从上市公司资本开支、工业总资产增速两项领先指标来看，制造业投资已现上行信号。但需要警惕，近期大宗商品价格快速蹿升对企业盈利的压制，以及碳中和可能衍生出的政策层层加码问题，使制造业投资信心受到压制。**2) 房地产销售继续较高景气运行，但房地产投资的前瞻指标仍然偏弱。**除本年购置土地面积在集中供地的带动下有所回升外，房屋新开工面积连续4个月负增长，房屋竣工面积连续第二个月负增长，房屋施工面积增速也出现回落。在五条政策红线的高压之下，房企开发投资的热度已经有所降温，这为后续房地产投资的稳定增长增添了一些不确定性。**3) 从基建各行业的增速来看，拖累主要在航空运输业和燃气生产供应业，前者受到疫情影响，后者则可能与国际油价波动相联系。**公共设施管理、仓储和道路运输业的投资增长也较慢，可能与地方财政收支不平衡，财政支出向民生领域更多倾斜有关；而与碳中和相联系的电热水、生态环境保护、水利投资增长相对较快。

3、消费复苏依然较缓。4月社会消费品零售总额两年复合增速仅增0.1个百分点至4.2%，仍显著低于2019年的8%。主要受到餐饮收入带动，商品零售增速基本持平于上月的4.8%，远低于2019年7.9%，商品消费增长有陷于停滞的倾向。4月消费的拖累主要是家具、家电音响和中西药品，石油制品、建筑装潢和纺织服装零售增速也较低。这体现出随着房地产竣工面积负增，房地产后产业链仍然受到压制。4月服务业生产指数两年复合增长6.7%，已接近于2019年水平，服务业消费进一步恢复的空间相对有限。4月城镇调查失业率降至5.1%，但仍高于2019、2018年水平（分别为5%和4.9%）；新增城镇就业达到全年1100万目标的39.7%，与去年进度相当。从就业目标的完成来说难度不大，但就业压力依然存在。

总之，中国经济仍然处于疫情影响下，经济增长的内生动能还没有得到充分修复，这是近期高层做出“当前经济恢复不均衡、基础不稳固”评估的背景。当前财政、货币政策进入“观察期”，需要观察的因素有四：一是，居民收入恢复带动消费复苏的路径能否畅通；二是，制造业投资加速的势能是强是弱；三是，外需对工业的拉动能在何种程度持续；四是，房地产投资是否存在下行风险。这些因素将决定下半年基数效应褪去后，中国经济增长的成色究竟几何。

事件：中国2021年4月规模以上工业增加值当月同比增长9.8%；社会消费品零售总额当月同比增长17.7%；1-4月固定资产投资(不含农户)同比增长19.9%，其中，制造业投资同比23.8%，基建投资同比16.9%，房地产投资同比21.6%。

一、经济复苏仍存高度分化

4月仍处于基数效应较快抬升阶段，各项经济数据的同比受此影响高位回落。通过比较经济数据累计值的两年复合增速剔除基数影响，可见1-4月中国经济数据呈现以下特点：

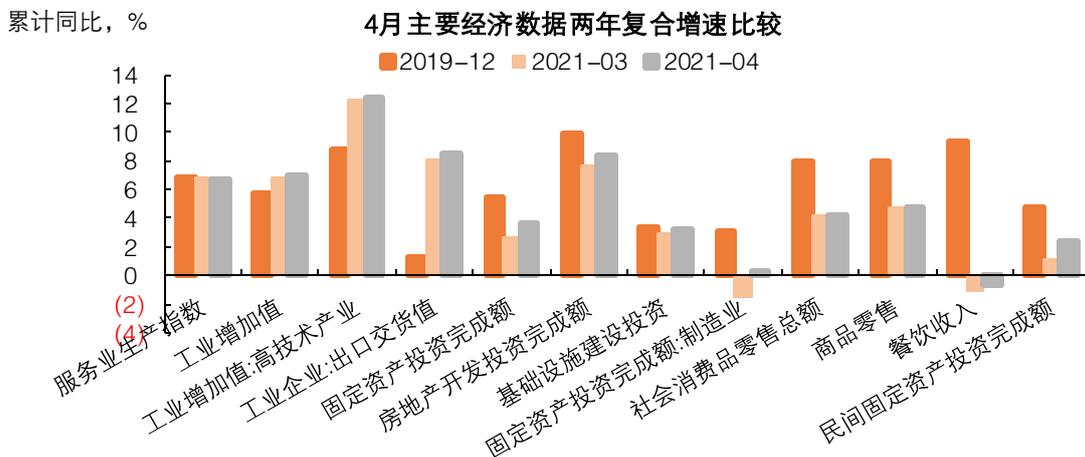
1) 工业生产景气度进一步提升，出口的拉动作用依然突出。4月工业增加值两年复合增速7%，较上月上扬0.2个百分点，较2019年增速抬升1.3个百分点，中国工业受益于全球疫情的特征进一步凸显。特别是，出口交货值两年复合增速进一步提升0.3个百分点至8.5%，而2019年增速仅为1.3%；高技术产业两年复合增速12.4%，工业增长结构亦有优化。

2) 固定资产投资仍处修复阶段，主要表现为制造业投资复苏。4月固定资产投资两年复合增速达到3.7%，较上月抬升1个百分点。其中，房地产开发投资增速上扬0.7个百分点，至8.4%；基建投资上扬0.3个百分点，至3.3%；而制造业投资增速回升1.8个百分点，至0.3%，也是疫情以来首度转正。4月民间投资两年复合增速回升1.3个百分点，至2.4%，也出现较显著的滞后修复。

3) 消费复苏依然较缓。4月社会消费品零售总额两年复合增速仅增0.1个百分点，至4.2%，仍显著低于2019年的8%。主要受到餐饮收入带动，商品零售增速基本持平于上月的4.8%，但仍远低于2019年7.9%，商品消费增长有陷于停滞的倾向。4月服务业生产指数两年复合增长6.7%，已接近于2019年水平，服务业消费进一步恢复的空间相对有限。

总之，中国经济仍然处于疫情影响下，经济增长的内生动能还没有得到充分修复，这是近期高层做出“当前经济恢复不均衡、基础不稳固”评估的背景。

图表1 1-4月中国经济数据大多保持复苏势头



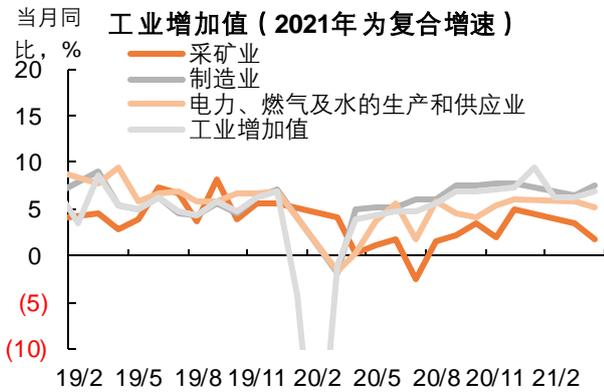
资料来源: wind, 平安证券研究所

二、工业产销仍然旺盛

制造业和民营企业工业增加值增长表现更佳，工业产销率高位运行。4月工业增加值当月同比的两年复合增速比上月提升0.6个百分点至6.8%，其拉动主要在于制造业，而电热水和采矿业增速均低于整体并有所回落。这符合当前工业景气高涨主要得益于出口的背景。分所有制来看，国有、民营和外资企业工业增加值增速皆比上月回升，民营快于外资，外资快于国企。民营企业从增长的量上是最好的，但在利润表现上则不尽然，1-3月国企利润增长是最快。3、4月份工

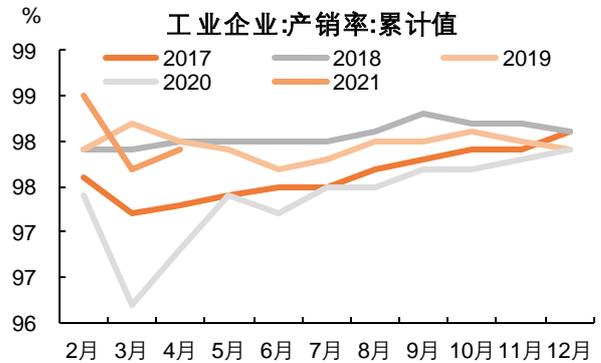
工业产销率的累计值比2月有显著回落,2月主要因为就地过年导致的产销率冲高。不过,当前工业产销率仅略低于2018、2019年同期,体现工业品需求较好。

图表2 4月工业增加值增速提升主要受制造业拉动



资料来源:wind, 平安证券研究所; 注: 2021年为两年复合增速

图表3 1-4月工业产销率高位运行



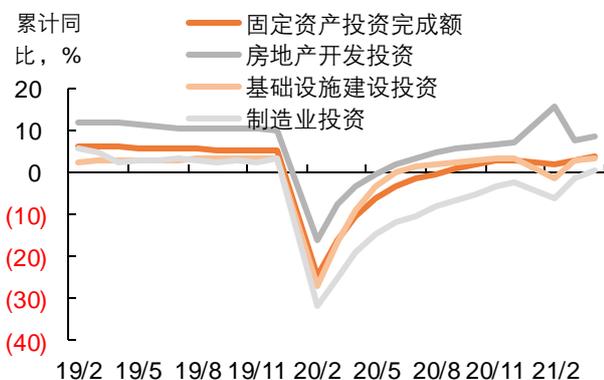
资料来源:wind, 平安证券研究所

三、制造业投资复苏加快

制造业投资呈滞后性修复,基建投资增长动能有限。1-4月固定资产投资两年复合增速抬升1个百分点,至3.7%,其中制造业、房地产、基建投资增速皆有上扬,尤以制造业投资回升幅度最大。但从绝对拉动来讲,房地产投资仍然是拉动固定资产投资增长的主力。从4月当月的两年复合增速来看,房地产投资从7.7%升至10.3%,制造业投资从-0.3%升至3.4%,而基建投资从5.8%下降至3.8%。受去年同期投资增速大幅下滑拖累,三项投资的两年复合增速都低于去年四季度的高点。此外,注意到第一产业固定资产投资两年复合增速达到8.1%,自去年疫情复苏以来,农业领域投资增速就显著快于二、三产业,可能体现了脱贫攻坚和乡村振兴等政策的有效落实。

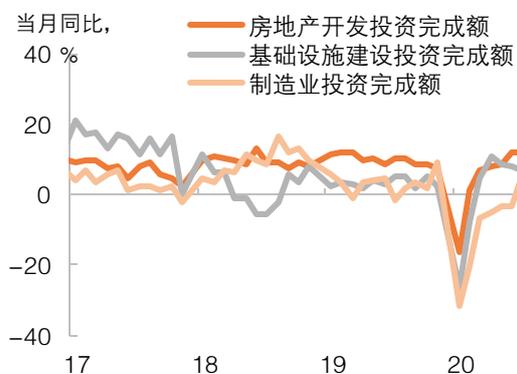
如我们在报告《中国制造业投资为何依旧低迷》中指出的,当前制造业从出口高景气到产能利用率抬升的传导路径畅通,从上市公司资本开支、工业总资产增速两项领先指标来看,制造业投资已出现上行信号。但需要警惕的是,近期大宗商品价格快速蹿升对企业(特别是中下游企业)盈利的压制,以及碳达峰碳中和可能衍生出的政策层层加码问题,使得制造业企业投资信心受挫。

图表4 房地产仍是拉动固定资产投资的主力



资料来源:wind, 平安证券研究所; 注: 2021年为两年复合增速

图表5 4月制造业投资增速修复幅度最大



资料来源:wind, 平安证券研究所; 注: 2021年为两年复合增速

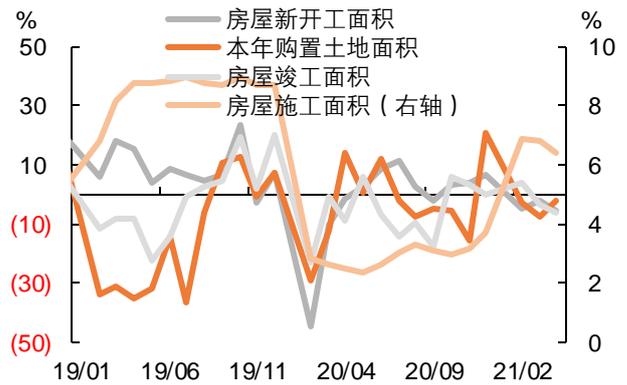
4月房地产销售仍然较高景气运行，全国70大中城市新建商品住宅价格环比涨幅升至0.5%，商品房销售面积两年复合增速小幅回落至8%。房地产整体开发资金来源的两年复合增速回升0.9个百分点，至9.1%，但相比于去年末超过20%的增速已有明显下降。分项来看，对个人按揭贷款和定金预收款的依赖边际上有所减弱，但国内贷款和自筹资金的获得性有所改善。但房地产投资的前瞻指标仍然偏弱，除本年购置土地面积在集中供地的带动下有所回升外，房屋新开工面积连续4个月负增长，房屋竣工面积连续第二个月负增长，房屋施工面积也回落0.4个百分点至6.4%。当前，房地产投资的平稳增长有赖于房地产销售的较高景气，在五条政策红线（房企新增融资的三条红线+银行房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两条上限）的高压之下，房企开发投资的热度已经有所降温，这为后续房地产投资的稳定增长增添了一些不确定性。

图表6 4月房地产销售仍然高景气运行



资料来源:wind, 平安证券研究所; 注:2021年为两年复合增速

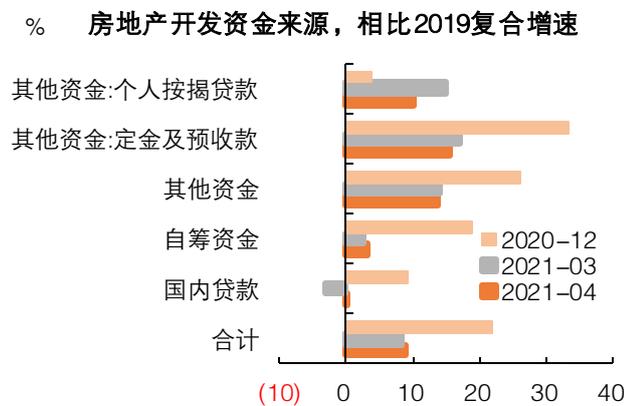
图表7 4月房屋新开工、施工、竣工面积增速均回落



资料来源:wind, 平安证券研究所; 注:2021年为两年复合增速

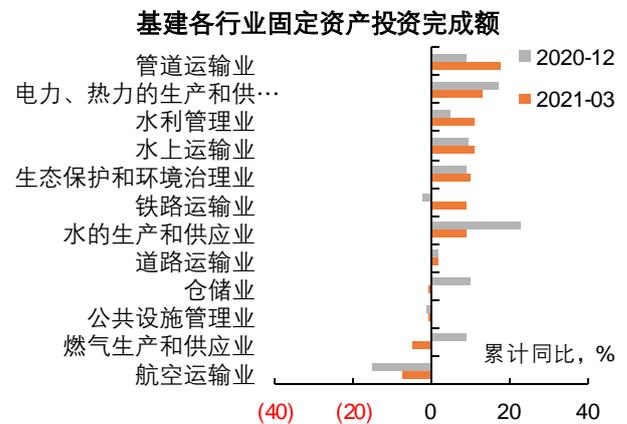
由于财政政策在“稳增长压力较小的窗口期”被后置，今年以来基建投资增速一直较低水平波动。从基建各行业的增速来看：拖累主要在航空运输业和燃气生产供应业，前者受到疫情影响，后者则可能与国际油价波动相联系；公共设施管理、仓储和道路运输业的投资增长也较慢，可能与地方财政收支不平衡，以及财政支出向民生领域更多倾斜有关；而与碳中和相联系的电热水、生态环境保护、水利投资增长相对较快。

图表8 4月房地产开发资金来源边际改善



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表9 基建投资中航空运输和燃气供应业仍显著负增



资料来源:wind, 平安证券研究所; 注:2021年为两年复合增速

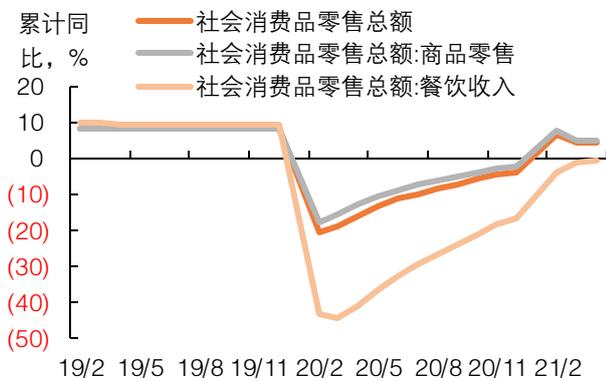
四、消费复苏步履维艰

1-4月社会消费品零售总额两年复合增速相比上月变化不大，其中餐饮收入增速小幅回升0.3个百分点至-0.7%，而商品零售增速持平于4.8%，均仍显著低于疫情前水平，消费复苏依然较缓。

房地产相关消费依然承压。从限额以上企业商品零售数据的两年复合增速来看，4月消费的拖累领域主要是家具、家电音响和中西药品，石油制品、建筑装潢和纺织服装零售增速也较低。这体现随着房地产竣工面积负增，房地产后产业链仍然受到压制；中西药品的负增可能由于疫情对居民就医产生一定影响；石油制品仍然体现油价波动问题，但随着国际油价稳定修复，其对消费的拖累将进一步减弱；纺织服装也主要体现疫情的社交隔离问题仍在延续。

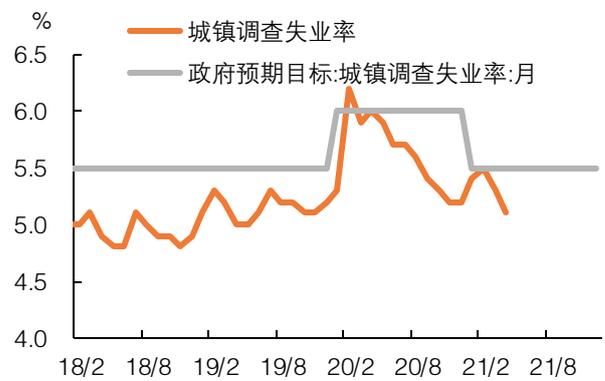
4月城镇调查失业率降至5.1%，低于5.5%的失业率目标，但仍高于2019、2018年水平（分别为5%和4.9%）。前四月新增城镇就业达到全年1100万目标的39.7%，与去年进度相当，而去年实际完成新增就业1186万，超出900万的就业目标。可见，从就业目标完成来说难度不大，但就业压力依然存在，尤其是在今年高校毕业生达到909万人，以及居民消费增长动能不足的情况下。

图表10 4月消费增速未见明显修复



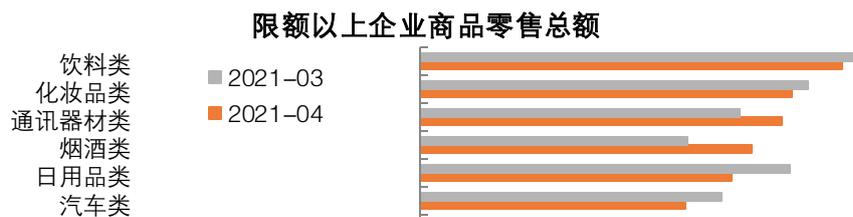
资料来源:wind, 平安证券研究所; 注: 2021年为两年复合增速

图表11 4月城镇调查失业率仍高于2018、2019同期



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表12 4月房地产相关消费依然承压



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_19618

