

低基数效应渐退，结构性特征明显

1、固定资产投资受到基数效应渐退叠加政策回归常态，整体增速回落。4月固定资产投资累计同比19.9%，前值25.6%，预期值19.4%；当月同比为9.9%，大幅低于前值的18.3%。固定资产投资累计同比较2019年同期增长8.0%，两年平均增长3.9%。其中按照分项来看，三大投资同比涨幅均有所放缓，其中基建投资放缓较显著，房地产投资增速韧性依然较强，制造业投资稳中有升。

2、工业生产增速累计同比涨幅放缓。4月工业增加值累计同比20.3%，前值的24.5%，较2019年同期增长14.1%，两年平均增长6.8%。从结构来看，采矿业、制造业和公共事业累计同比涨幅均出现收窄。随着4月PMI小幅回落，工业生产的增速有望从高位回落。

3、消费累计同比涨幅收窄较多，但两年平均增速依然可观。累计同比较2019年4月份增长8.8%，两年平均增速为4.3%，其中地产链条、升级消费、汽车销售累计同比涨幅均收窄。从环比看，4月份社会消费品零售总额增长0.32%（消费基数效应渐退影响读数，环比弱于季节性，2019年季调环比0.81%）。

4、4月经济数据结构性特征依然较强，地产和制造业表现较强，消费和基建较弱。首先，房地产投资增速累计同比虽然涨幅收窄，但是当月同比回落程度不大。本月虽然房屋销售额和面积累计同比涨幅收窄，但是依旧处于高位，对房地产投资增速依然起到了支撑的作用。往后看，一方面财政部等4部门召开了房地产税改革试点工作座谈会，房产税试点推进大概率加快，另一方面3月新发放贷款加权平均利率再次上行，其中个人住房贷款加权平均利率均为首次上行，较去年12月末上行0.03个百分点。随着房地产调控政使得房贷供给边际收紧和贷款利率的回升，将约束居民杠杆抑制房地产销售。当前本月的新开工当月同比已经由正转负，预计下半年房地产投资增幅放缓但韧性较强。**第二，4月制造业投资维持较快修复势头。**从分项来看，装备制造业和高技术制造业虽然涨幅较前值放缓，但是增速依然较可观。往后看，在实现碳中和的路径中势必要通过工业生产的减碳，政策对于中下游制造业投资的支持力度依然较强。但是后续需注意若上游的涨价对中下游企业利润形成挤压，将压缩本轮制造业的恢复弹性。**第三，虽然4月消费低于预期，但整体复苏的方向不变。**一方面消费回落依然受到今年春节“本地过年”的扰动，4月的部分消费可能后移至“五一节假日”。另一方面地产链条的家用电器累计同比较前值出现明显回落，表明当前地产销售走弱对下游的影响已经有所显现。往后看，五一期间的出行人数基本恢复到疫情之前的水平，但是旅游收入恢复依旧比较慢，尤其是近期局部地区疫情有所反复，意味着消费回升最快的时间点已过，但消费整体复苏方向不变。**第四，4月基建投资表现较弱，主要由于财政支出对基建部分的支撑力度不大。**一方面3月公共财政支出在农林水事务同比增速-15.7%，低于前值的2.32%；城乡社区事务同比增速为-23.07%，低于前值的-10.68%；交通运输同比增速为-8.68%，远低于前值的92.09%；另一方面，3月公共财政收入明显上行，同比增速高达42.39%，远高于前值的17.44%。往后看，二季度在专项债发行高峰带动下，基建投资有望温和回升但整体有限。**第五，在经济增速放缓，结构性问题依然凸显的背景下，货币政策收紧的必要性回落。**从4月的经济数据显示，当前拉动经济增速的动力依然靠外需和房地产投资，制造业投资在政策红利下复苏有望延续，但是消费的表现依然较疲软。另外当前中下游企业依然受到上游企业涨价压力，在我国通胀攀升但整体依然可控的背景下，货币政策不宜过快收紧。

风险提示：流动性收缩导致短端利率出现较大上升；信用收缩过快、过大导致系统性信用风险爆发；通胀大幅超出预期，导致货币政策被动收紧。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

图表 1：4 月经济数据：低基数效应渐退，结构性特征明显

国金宏观4月经济数据点评：低基数效应渐退，结构性特征明显					
经济指标	单月增速（%）		累计增速（%）		数据描述与趋势判断
	3月	4月	1-3月	1-4月	
社零	34.2	17.7	33.9	29.6	基数效应渐退影响读数，环比弱于季节性。累计额同比较2019年4月份增长8.8%，两年平均增速为4.3%。具体来看，地产链条、升级消费、汽车销售累计同比涨幅均不同程度收窄；从环比看，4月份社会消费品零售总额增长0.32%（2019年季调环比0.81%）。
投资	18.3	9.9	25.6	19.9	基数效应渐退叠加政策回归常态，整体增速回落；累计同比较2019年同期增长8.0%，两年平均增长3.9%。其中按照分项来看，三大投资同比涨幅均有所放缓，其中基建投资放缓较显著。
民间投资	19.2	12.9	26.0	21.0	民间投资累计同比涨幅回落，但增速高于整体固定资产投资。
基建投资	21.6	2.8	26.8	16.9	当月同比涨幅明显回落。分项来看，电热燃气生产和供应业当月同比涨幅收窄（6.0%），铁路、道路运输业投资当月同比涨幅收窄（4.6%），水利、环境和公共设施管理业当月同比涨幅收窄（0.3%）。
制造业投资	25.1	14.7	29.8	23.8	基数效应下，当月同比涨幅收窄，但增速在三大投资分项中较快。从结构来看，装备制造业和高技术制造业虽然涨幅较前值放缓，但是增速依然较可观。装备制造业中的运输设备累计涨幅扩大至44.5%（前值为41.8%）。另外，轻工业中的纺织业累计同比涨幅扩大至22.9%（前值为18.2%）。
房地产投资	14.8	13.7	25.6	21.6	累计同比涨幅收窄，但韧性仍存（基数消退效应影响较大背景下，当月同比涨幅下降幅度不大）。
新开工面积	7.3	(9.3)	28.2	12.8	累计同比涨幅收窄，另外当月同比由正转负。
资金来源	26.6	19.6	41.4	35.2	累计同比涨幅收窄。其中利用自筹资金、国内贷款、定金及预收款、个人按揭贷款和其他资金累计同比涨幅不同程度收窄，但是利用外资累计同比跌幅收窄。
商品房销售面积	38.1	19.2	63.8	48.1	商品房销售面积、销售额累计同比涨幅收窄。整体来看，房屋销售受政策约束影响，贷款利率回升使得4月涨幅受限。
商品房销售额	58.1	32.5	88.5	68.2	
出口	30.6	32.3	49.0	44.0	4月出口明显走强主要受到机电产品和劳动密集型产品出口上涨较快的影响。从出口来看，一方面，4月全球制造业PMI为55.8，进一步创本轮疫后反弹以来新高，随着欧美主要国家疫情向好，外部需求持续修复对我国出口形成了正面的提振。另一方面，印度疫情的持续爆发导致部分订单转移到中国，也对出口高增形成贡献。从进口来看，存在部分低基数的影响，整体表现符合季节性，维持了3月的强势；国内经济稳中向好带动进口增长，部分大宗商品价格快速上涨拉高进口增速。
进口	38.1	43.1	28.0	31.9	
工业增加值	14.1	9.8	24.5	20.3	1-4月工业生产累计同比涨幅收窄。从结构来看，采矿业、制造业和公共事业累计同比涨幅均出现收窄。
出口交货值	15.9	18.5	30.4	27.3	1-4月出口交货值累计同比涨幅收窄，但4月当月同比涨幅扩大。
发电量	17.4	11.0	19.0	16.8	1-4月发电量累计同比涨幅收窄。
粗钢产量	19.1	13.4	15.6	15.8	1-4月粗钢产量累计同比涨幅较强。钢厂开工积极度大幅回升。
M1	-	-	7.1	6.2	信用收缩最快的时点已过，但信用需求扩张仍受供给抑制。首先，信贷低于预期但仍强于季节性。从总量来看，整体新增信贷需求依然较旺；从结构来看，短期融资回落较多，中长期贷款依然稳定。第二，信用需求下降最快的时点已过，新增社融已基本回归常态。从总量看，新增社融增速降幅开始收窄；从结构看，贷款增速下降将是未来社融下降的主要驱动。第三，需求和供给的缺口拉大，但短端利率（DR007）并未上升，体现流动性依然相对稳定。第四，信用供给收缩最快的时点可能已经出现。M2同比增速已降至潜在名义GDP同比增速附近（估计在8%左右）。第五，信用收缩对资产估值的杀伤力将逐步下降。
M2	-	-	9.4	8.1	
信贷（万亿）	2.7	1.5	7.7	9.1	
社融（万亿）	3.4	1.9	10.2	12.1	
CPI	0.4	0.9	0.0	0.2	CPI同比涨幅扩大，环比跌幅收窄，食品价格下跌、核心CPI回升。PPI同比涨幅扩大，环比涨幅收窄。往后可看，结构性通胀压力将有所减缓。从CPI来看，食品价格形成拖累、服务业对CPI形成拉动作用，5月CPI同比或回升至1.2%附近。猪肉价格受到5月淡季影响下，加上供应充足，短期猪肉下行压力仍存；从原油价格来看，需求超预期、供给逐步增加背景下，5月原油价格预计维持区间震荡；从服务业来看，五一期间假期在对春节形成“补偿性”出行，消费呈现平稳恢复态势，国内服务业回暖与核心通胀的价格持续修复将继续对CPI起到了拉动作用，但整体消费力度不强，核心CPI回升幅度预计有限。从PPI来看，受益于低基数影响，PPI同比继续上行、环比进一步放缓。大宗商品预计供需缺口将逐步收窄，同时金融影响偏负面，预计整体大宗商品价格开始震荡走平；但从生活资料来看，存在进一步上行的空间，尤其是当前生产资料的价格已经开始传导至生活资料，上游涨价效应将继续在5月得到体现。
PPI	4.4	6.8	2.1	3.3	
制造业PMI	51.9	51.1	-	-	4月制造业PMI录得51.1%，较前值回落0.8个百分点，但仍位于荣枯线以上，扩张力度减弱。各类型企业均处在景气区间，其中小型企业逆势上升0.4个百分点，景气程度有所改善。1) 供需整体走弱；2) 外需改善放缓；3) 库存整体稳定；4) 价格涨势放缓，但力度依然较强。PMI整体回落幅度高于季节性，但并不意味着经济增长动能放缓。
非制造业PMI	56.3	54.9	-	-	
综合PMI	55.3	53.8	-	-	

来源：国家统计局，财政部，中国人民银行，中国货币网，Wind，国金证券研究所

正文如下：

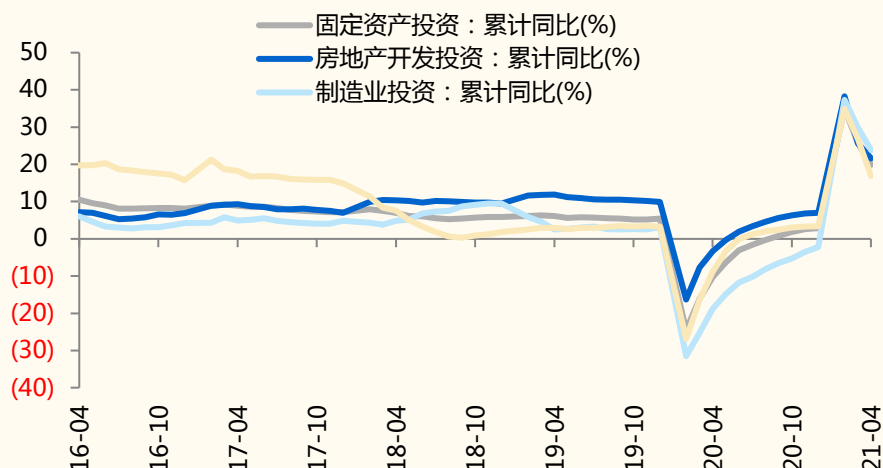
1、固定资产投资受到基数效应渐退叠加政策回归常态，整体增速回落。4月固定资产投资累计同比 19.9%，前值 25.6%，预期值 19.4%；4月当月同比为 9.9%，大幅低于前值的 18.3%。固定资产投资累计同比较 2019 年同期增长 8.0%，两年平均增长 3.9%。其中按照分项来看，三大投资同比涨幅均有所放缓，其中基建投资放缓较显著，房地产投资增速韧性依然较强，制造业投资稳中有升。

(1) 1-4 月基建累计同比较前值涨幅回落。分项来看，电热燃水生产和供应业涨幅收窄；铁路、道路运输业投资涨幅收窄；水利、环境和公共设施管理业涨幅收窄。基于总体经济逐步恢复正常化，叠加财政、货币政策回归常态化，往后看基建投资预计保持相对平稳。具体来看：1) 交运行业累计同比为 19.8% (前值 31.0%)，其中铁路运输业涨幅收窄至 27.5% (前值 66.6%)，道路运输业累计同比涨幅回落至 16.8% (前值 25.7%)；2) 水利大环保行业累计同比涨幅收窄至 15.6% (前值 26.1%)，其中权重最大的公共设施管理业涨幅收窄至 14.1% (前值 23.5%)，水利管理业涨幅收窄至 24.9% (前值 42.5%)。

(2) 1-4 月制造业累计同比涨幅较前值放缓。从分项来看，装备制造业和高技术制造业虽然涨幅较前值放缓，但是增速依然较可观。装备制造业中的运输设备累计涨幅扩大，另外汽车累计同比跌幅收窄；轻工业中的纺织业累计同比涨幅扩大。具体来看，1) 新兴行业中，医药制造业累计涨幅收窄至 33.1% (前值 42.7%)，计算机通信行业累计同比涨幅收窄至 30.8% (前值 40.4%)；2) 装备制造业中，汽车制造业累计同比跌幅收窄至 -3.0% (前值 -3.3%)，运输设备行业累计同比上涨至 44.5% (前值 41.8%)；3) 通用专用设备业中，通用设备累计同比涨幅收窄至 11.8% (前值 19%)，专用设备累计同比涨幅收窄至 30.2% (前值 38.1%)；4) 轻工行业中，农副食品加工业累计同比涨幅收窄至 36.7% (前 42.8%)，食品制造累计同比涨幅收窄至 17.8% (前值 25.6%)；5) 传统行业中，有色金属冶炼及压延加工业累计同比涨幅收窄至 22.9% (前值 24.6%)。

(3) 1-4 月房地产投资累计同比涨幅收窄。随着政策约束影响，1-4 月新开工面积累计同比涨幅收窄，另外当月同比由正转负。房地产开发资金累计同比涨幅走弱，商品房销售面积、销售额累计同比涨幅收窄。

图表 2：固定资产投资累计同比涨幅收窄



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

2、工业生产增速累计同比涨幅放缓。4 月工业增加值累计同比 20.3%，前值的 24.5%，较 2019 年同期增长 14.1%，两年平均增长 6.8%。从结构来看，采矿业、制造业和公共事业累计同比涨幅均出现收窄。随着 4 月 PMI 小幅回落，工业生产的增速有望从高位回落。

从结构来看，采矿业、制造业和公共事业累计同比涨幅均出现收窄。采矿业累计同比 8.4%（前值 10.1%），制造业累计同比 22.2%（前值 27.3%），公用事业部门累计同比 14.5%（前值 15.9%）。

从制造业内部结构来看，主要行业均累计同比涨幅收窄。

1) 新兴产业累计同比涨幅收窄。其中化学原料累计同比 17.6%（前值 21.1%），医药制造业累计同比 25.9%（前值 28.5%），计算机、通信和电子行业累计同比为 24.2%（前值 30.0%）。

2) 装备制造业累计同比涨幅收窄。其中汽车累计同比 38.8%（前值 55.1%），金属制品业累计同比 33.9%（前值 40.2%），运输设备业累计同比 21.2%（前值 27.2%），电气机械器材业累计同比 37.9%（前值 45.3%）。

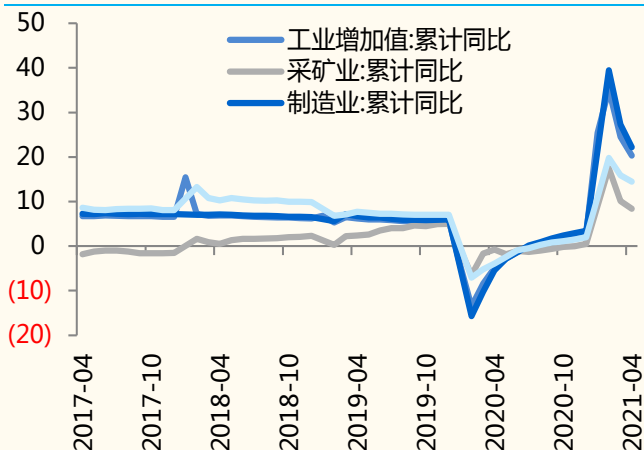
3) 通用专用设备制造业同比涨幅收窄。其中通用设备制造业累计同比 31.6%（前值 39.9%），专用设备制造业累计同比 28.2%（前值 37.2%）。

4) 轻工业同比涨幅收窄。其中农副食品加工业累计同比涨幅收窄 11.8%（前值 15.2%），食品制造累计同比涨幅收窄至 12.7%（前值 17.4%），纺织业工业累计同比涨幅收窄 16.1%（前值 22.5%）。

5) 传统制造业同比涨幅收窄。黑色金属冶炼及压延加工行业增加值累计同比涨幅收窄至 14.8%（前值 16.4%），有色金属冶炼及压延加工业累计同比 10.7%（前值 14.3%），非金属矿物制品业累计同比 26.7%（前值 33.9%）。

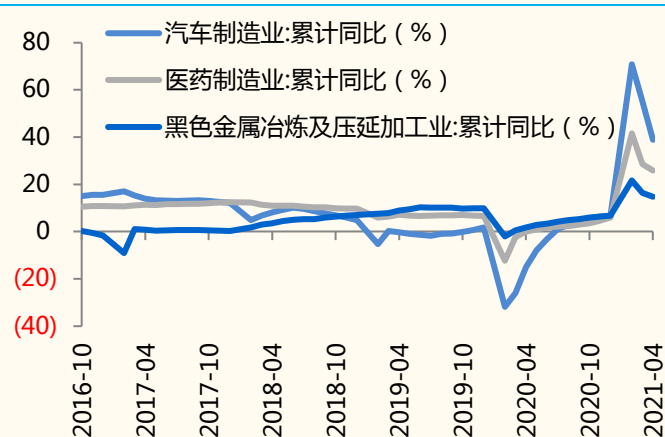
规模以上工业企业出口交货累计同比涨幅收窄。规模以上出口交货值累计同比涨幅收窄至 27.3%（前值 30.4%）。

图表 3：工业增加值累计同比涨幅回落 (%)



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 4：制造业工业增加值累计同比涨幅回落 (%)



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

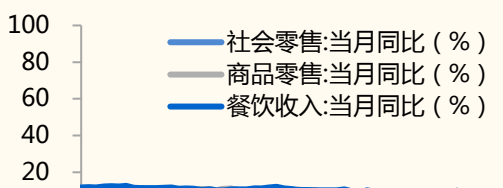
3、消费累计同比涨幅收窄较多，但两年平均增速依然可观。累计同比较 2019 年 4 月份增长 8.8%，两年平均增速为 4.3%，其中地产链条、升级消费、汽车销售累计同比涨幅均收窄。从环比看，4 月份社会消费品零售总额增长 0.32%（消费基数效应渐退影响读数，环比弱于季节性，2019 年季调环比 0.81%）。

地产链条细分类涨幅均有所收窄。建筑装饰材料当月同比 30.8%（前值 43.9%）；家具当月同比 21.7%（前值 42.8%）；家电当月同比 6.1%（前值 38.9%）。

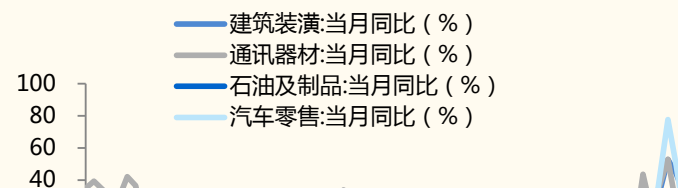
升级型消费中涨幅收敛。通讯类消费当月同比 14.2%（前值 23.5%）；中西药当月同比涨幅回落至 8.0%（前值 11.5%）；石油及制品类消费当月同比上涨至 18.3%（前值 26.4%）。

汽车消费大幅回落。汽车消费当月同比 16.1%（前值 48.7%）。

图表 5：消费动能较疲软



图表 6：消费中子分项当月同比不同程度回落



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_19644

