

制造业主动补库走向纵深

——评 2021 年 4 月增长数据

摘要

2021 年 4 月工业增加值当月同比增速为 9.8%，两年平均增速由 3 月的 6.2% 升至 6.8%。在以电气机械、通用设备为主的高技术制造业带动下，工业生产高位运行。

市场需求回暖支撑工业生产。2021 年 4 月工业绝大部分细分行业的营收、库存两年累计平均增速较 2、3 月份大幅增长并转正，累库进程持续。

主动补库下，制造业投资逐步回暖。4 月制造业投资当月值两年平均增速由 -0.4% 升至 3.4%。高技术制造业之外，农副食品、纺织等行业亦大幅改善转正，企业预期不弱。

房地产投资则在强劲销售带动下，当月值两年平均增速由 7.7% 升至 10.3%。但对房地产持续高压调控，房企拿地放缓，拖累施工节奏。当前房企补库需求仍存但 M1 同比回落，预计房地产投资保持稳中有降的趋势。

基建投资两年平均增速则再度回落。主动补库阶段，逆周期政策回退、资金动能不足推动基建投资调整。

但是经济复苏受限于疫情对居民消费习惯的影响，向下游传导不畅。4 月社零当月值两年平均增速由 6.9% 降至 4.8%，餐饮消费由 1.0% 降至 0.4%。居民外出消费意愿迟迟难以改善，服务、鞋帽等消费疲软。复苏不均制约居民收入改善，实物网购增速中枢下行。

当前，工业经济复苏效应扩散弱于以往，实体经济冷热不均，仍需政策精细调控。

关键词： 固定资产投资，工业增加值，消费

宏观研究部

张文达

分析师

电话：021-22852650

邮箱：zhangwd@cib.com.cn

郭于玮

高级分析师

电话：021-22852641

邮箱：guoyw@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

事件：

2021 年 4 月社会消费品零售同比 17.7%，前值 34.2%，我们预期值 22.4%，市场预期值为 25.0%。固定资产投资累计同比 19.9%，前值 25.6%，我们的预期值 19.2%，市场预期值为 20.0%。工业增加值同比 9.8%，前值 14.1%，我们预期值 9.5%，市场预期值 10.0%。

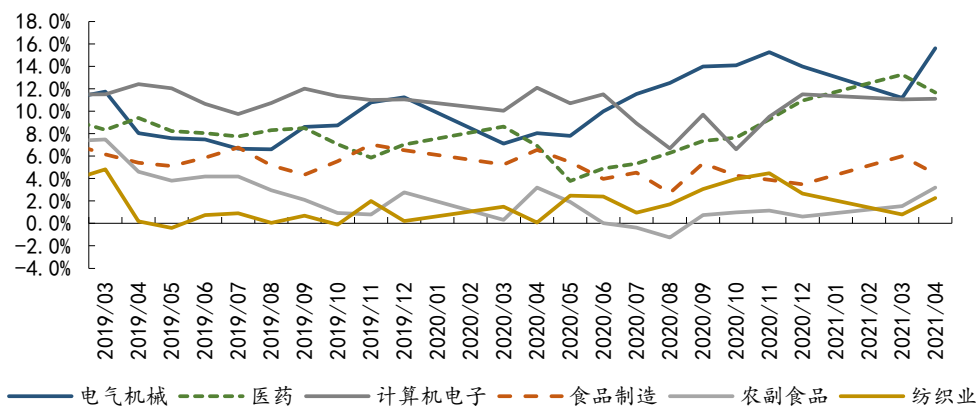
点评：

2021 年 4 月工业增加值当月同比增速为 9.8%，两年平均增速由 3 月的 6.2% 升至 6.8%。工业生产保持着高位运行的状态。结合工业企业的营收和库存数据来看，当前我国工业企业主动补库存走向纵深。

一、工业企业主动补库

工业生产方面，4 月高技术制造业工业增加值保持高速增长。包括电气机械（15.6%）、专用设备（12.2%）、通用设备（11.4%）在内的装备制造业，工业增加值两年平均增速大幅走高，计算机电子（11.1%）、医药（11.7%）等行业则保持韧性。前期受疫情拖累严重的食品制造、纺服、制鞋业等轻工业亦逐步回升。

图表 1 部分工业细分行业工业增加值两年平均增速情况



资料来源：WIND，兴业研究

工业生产的复苏无疑需要以市场需求为支撑。2021 年 Q4，工业企业分行业的营收两年累计平均增速中，除纺织业（-2.9%）、纺服业（-4.5%）、制鞋业（-5.6%）外，其他行业均实现正增长。同时，大部分行业库存两年平均增速正增长，累库进程开启。

行业	2021Q1营收两年累计平均增速	2021Q1库存两年累计平均增速
煤炭开采	6.5%	1.0%
石油开采	24.5%	-10.0%
有色金属采选	4.5%	4.5%
黑色金属采选	6.5%	14.5%
非金属矿采选	6.5%	12.5%
农副食品加工业	7.5%	9.5%
食品制造业	6.5%	9.5%
酒、饮料和精制茶制造业	10.5%	-7.5%
纺织业	10.5%	3.5%
纺织服装、服饰业	-2.5%	-4.5%
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	-4.5%	-4.5%
木材加工业	5.5%	5.5%
家具制造业	2.5%	9.5%
造纸业	4.5%	7.5%
印刷业	1.5%	6.5%
文教、文体和娱乐用品制造业	1.5%	6.5%
塑料制品业	12.5%	12.5%
橡胶、塑料制品业	10.5%	2.5%
医药制造业	6.5%	6.5%
化学纤维制造业	7.5%	13.5%
橡胶、塑料制品业	6.5%	8.5%
非金属矿物制品业	16.5%	10.5%
钢铁行业	13.5%	7.5%
有色金属冶炼和压延加工业	9.5%	9.5%
通用设备制造业	7.5%	7.5%
交通运输设备制造业	10.5%	10.5%
汽车制造业	7.5%	3.5%
电气机械及器材制造业	12.5%	15.5%
计算机、通信和其他电子设备制造业	7.5%	13.5%
仪器仪表制造业	13.5%	15.5%
电力、热力生产和供应业	10.5%	3.5%
燃气生产和供应业	4.5%	4.5%
水的生产和供应业	10.5%	20.5%

二、固定资产投资结构调整

2021年4月，制造业投资当月值两年平均增速由-0.4%升至3.4%。制造业投资的走强与当前工业企业利润走高、预期向好以及产能利用率高位运行密切相关。而从分项上来看，医药、计算机电子投资继续走强之外，农副食品、纺织业等下游消费品行业投资亦出现了难得的修复。当前工业企业的预期不弱。

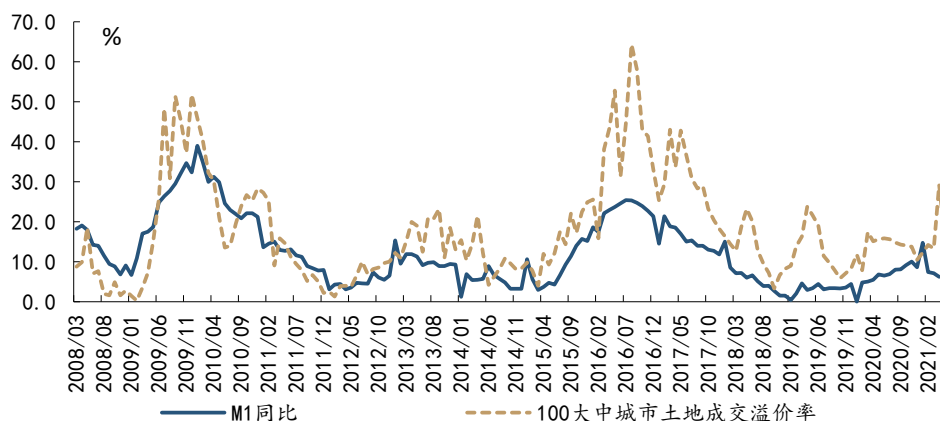
Figure 1: Percentage change in the number of employees in various industries (February 2021 and April 2021).

Industry	2021-02 (%)	2021-04 (%)
计算机电子	14.0%	21.0%
医药制造	13.0%	17.0%
运输设备	-7.0%	12.0%
有色	3.0%	6.0%
专用设备	1.0%	6.0%
电气机械	-3.0%	5.0%
化工	5.0%	5.0%
制造业	-2.0%	4.0%
农副食品	-2.0%	2.0%
金属制品	-10.0%	2.0%
纺织业	-17.0%	1.0%
食品制造	-6.0%	-1.0%
通用设备	-11.0%	-7.0%
汽车制造	-18.0%	-10.0%

房地产投资当月值两年平均增速由 7.7% 升至 10.3%。自 2020 年以来，房地产市场热度居高不下，房企销售回款为房企投资提供了充足资金。不过进入 2021 年第一季度以来，在调控政策的影响下，土地市场的供应、成交节奏均明显放缓。拿地的下降亦影响了房企的施工，4 月房地产企业的新开工面积和施工面积当月同比为-9.3%和-11.3%。

考虑到当前房地产市场库存处于相对低位，房企拿地补库存的需求仍存，近期持续上升的土地溢价率即是例证。同时，对于房地产保持高压调控，对房企融资限制仍然较强。预计未来，房地产投资在保持一定韧性的同时，稳中有降。

图表 4 部分行业工业增加值两年累计平均增速



资料来源：WIND，兴业研究

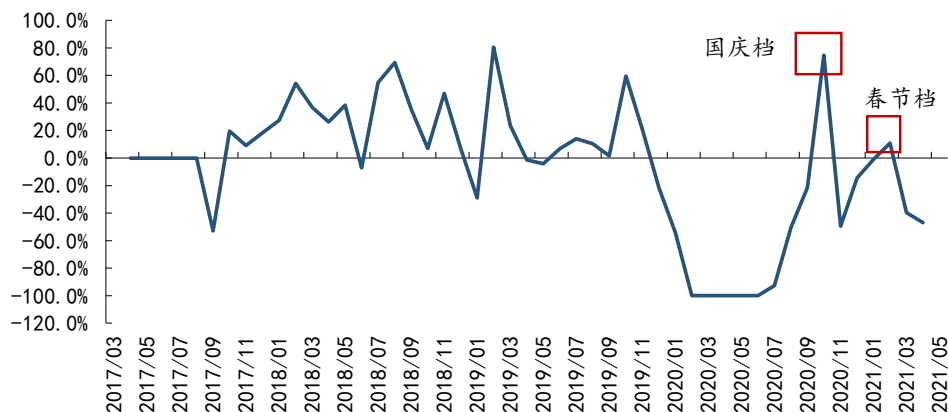
在基建投资方面，当月值两年平均增速由 5.8% 降至 3.8%。2021 年我国专项债发行进度较慢，土地市场成交偏低，地方政府性基金的收入增速放缓，基建投资的动能不足。3 月份，重大项目集中开工以及 1-2 月份施工缺口的回补带动了基建投资的回升，但 4 月这些推动因素相对减弱拖累了基建投资。经济内生动能回暖的背景下，逆周期政策的回退符合市场预期。

三、居民消费模式改变

不过本轮工业企业的复苏向消费的传导却并不通畅，消费复苏的节奏一步三叹。2021 年 4 月，社零同比录得 17.7%，当月值两年平均增速由 6.9% 再次下降至 4.8%。疫情影响下，居民消费习惯的改变或是经济复苏传导不畅的主要原因。

2021 年 4 月，餐饮消费当月同比两年平均增速由 1.0% 降至 0.4%。4 月尽管有清明假期加持，餐饮消费依然疲软。居民外出消费意愿的下降或是主要原因。一方面，服装鞋帽等商品的消费增长偏慢，相关行业的工业企业营收、利润增速迟迟未能转正。居民外出频次的下降是服装鞋帽消费走弱的重要原因。另一方面，电影市场受益于疫情的稳定而逐步改善，但是持续呈现出节假日短期冲高，日常表现低迷的态势。

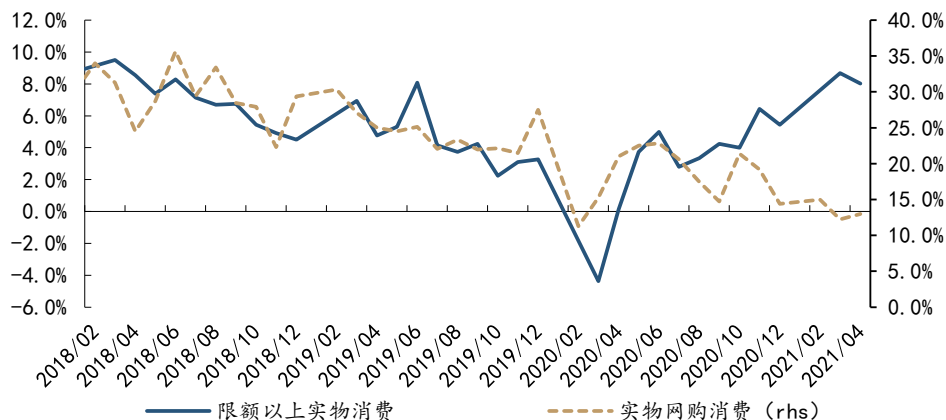
图表 5 历年电影票房较前年同期比值



资料来源：WIND，兴业研究

餐饮、旅游等服务业消费改善偏慢，使得居民整体收入水平的上升放缓，进一步拖累消费意愿。2021 年 4 月，网购实物消费当月同比两年平均增速由 12.2% 小升至 13.0%，但是增速中枢较疫情前明显下降，与中枢明显抬升的限额以上消费形成鲜明对比。“K 型复苏”的消费并不利于社零整体增速的改善。

图表 6 实物网购与限额以上商品消费当月两年平均增速变化情况



资料来源：WIND，兴业研究

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_19668

