

4 月经济修复过程略有波动，宏观政策将继续保持定力

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 月宏观数据显示经济修复动能略有减弱。从供应端来看，以不变价格计算的工业生产和服务业生产指数两年平均增速均有所下滑。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；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。

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。

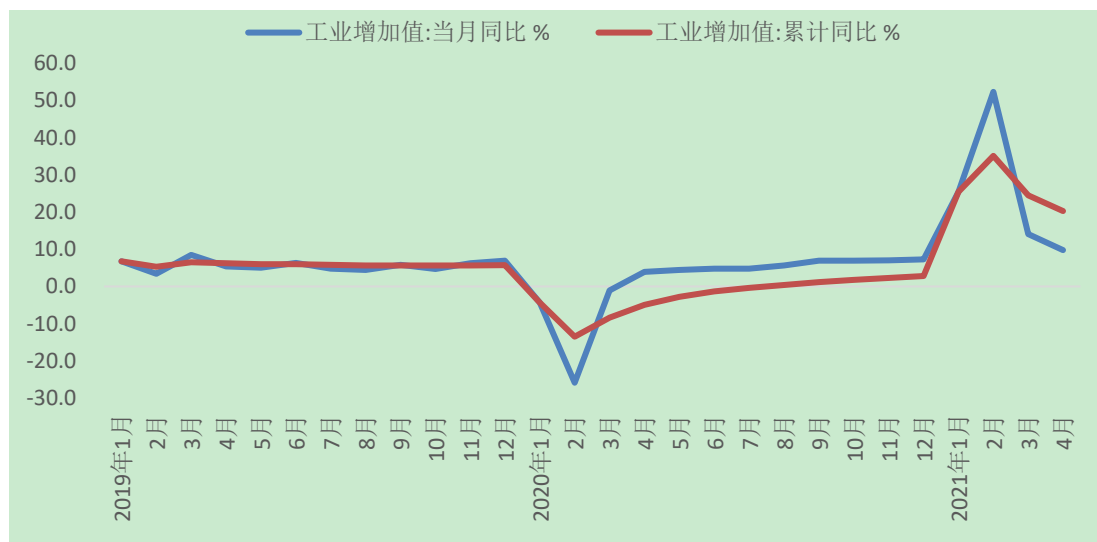
短期内，随着低基数效应减弱，5 月各项宏观数据同比增速会进一步回落。但以两年复合增速衡量，5 月工业生产有保持在 6.5% 以上，固定资产投资增速还有小幅上扬空间，消费继续处于一个“慢修复”过程。在就业市场改善叠加 PPI 冲高背景下，短期内宏观政策不会因经济修复过程的短期波动而出现明显调整，将继续保持定力。

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。

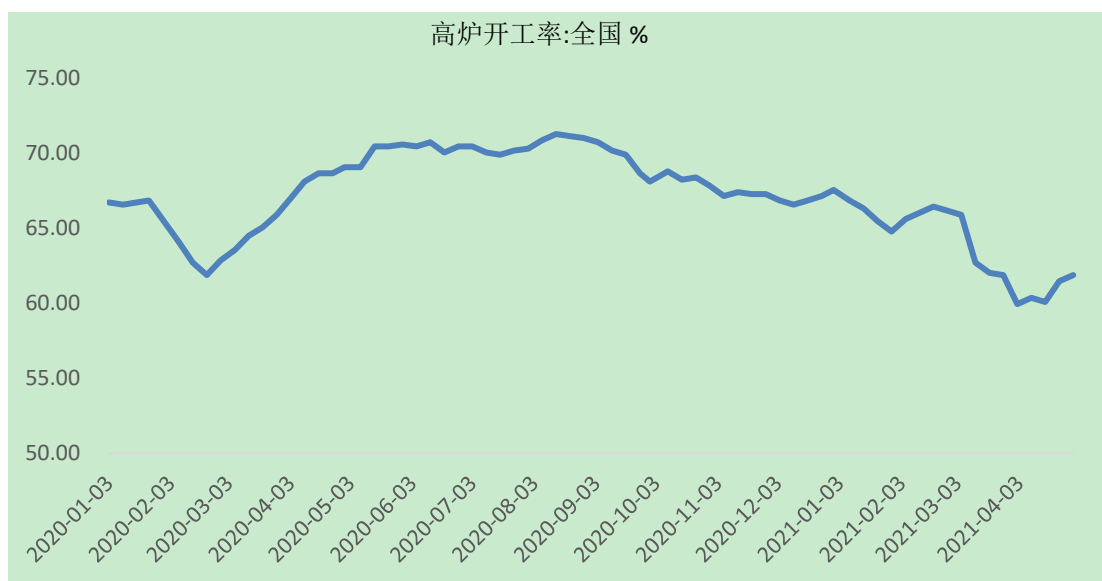
4月工业增加值同比实际增长9.8%，增速较上月下滑4.3个百分点，主要原因是去年同期工业复工复产加速导致基数垫高，而撇除基数因素影响的两年平均增速为6.8%，比3月加快0.6个百分点。环比来看，4月工业增加值环比增长0.52%，增速较上月放缓0.8个百分点，显示当月工业生产仍维持扩张但边际提速动能放缓。这也反映于当月制造业PMI指数环比下降0.8个百分点至51.1%，仍处扩张区间但扩张步伐有所走弱。我们认为，随着工业生产增速回升至疫情前水平，边际扩张动能向常态回归属正常现象，这也表明经济修复正逐步进入寻顶过程。另外，3月以来环保限产升级也对工业生产提速起到一定制约，全国高炉开工率在4月中下旬虽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

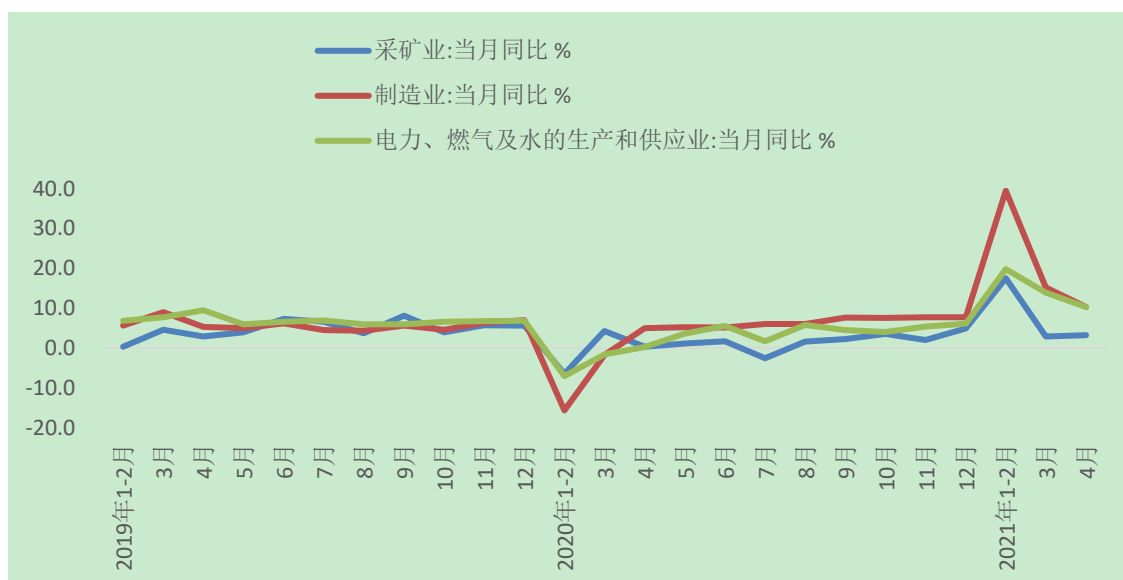
图2 4月中下旬高炉开工率有所反弹，但月均值低于3月



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

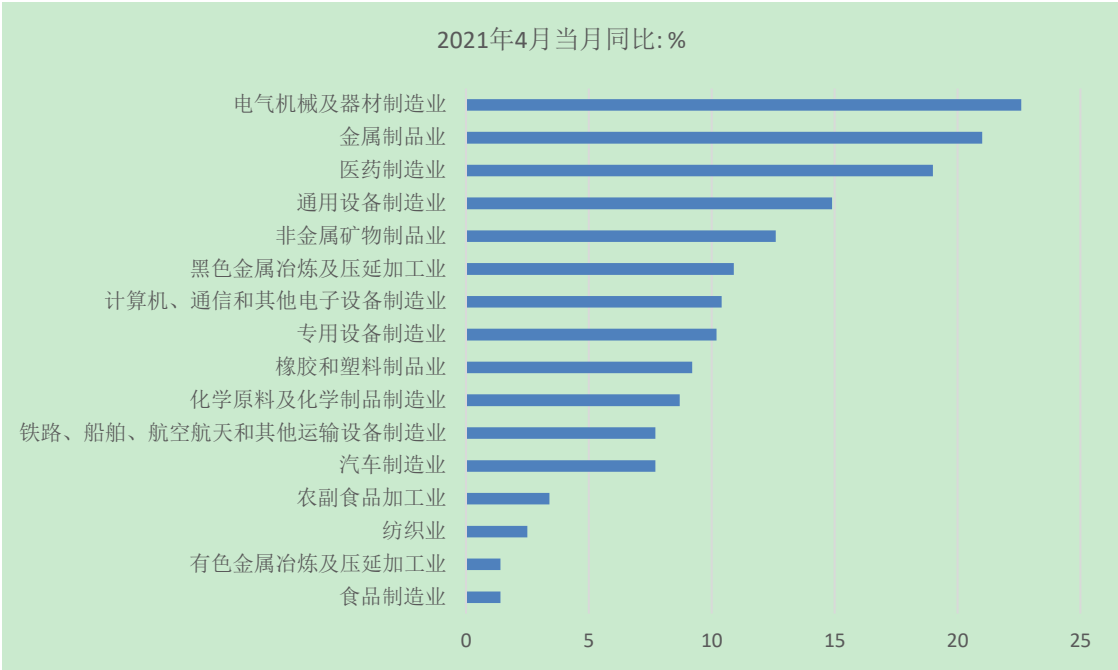


资料来源：WIND，东方金诚

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

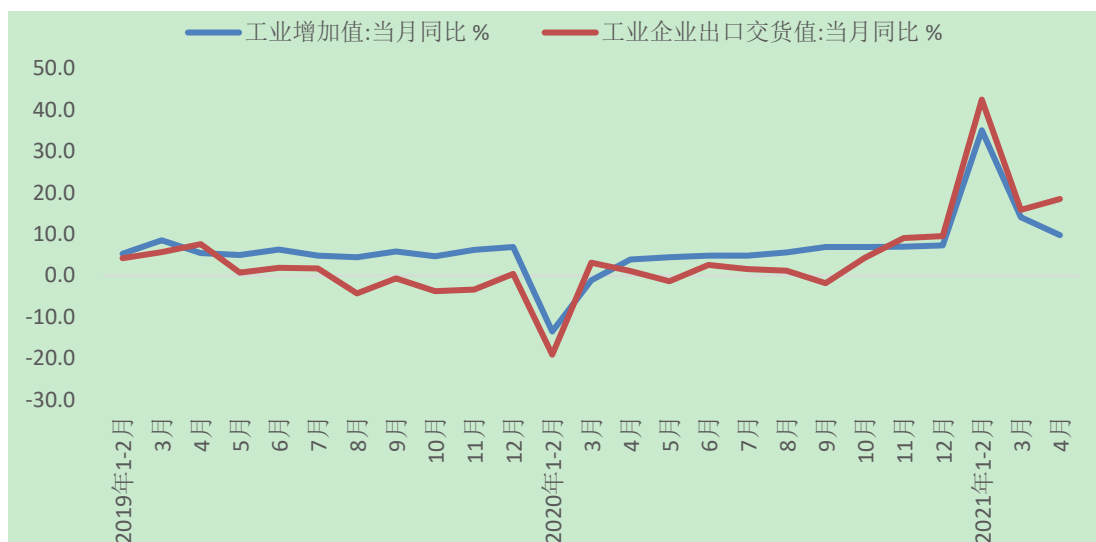
美补库需求共同支撑下，4 月中游资本品行业景气度仍然最强——当月电气机械及器材（22.6%）、金属制品（21.0%）、通用设备（14.9%）、非金属矿物制品（12.6%）、黑色金属（10.9%）、计算机通信和其他电子设备（10.4%）等行业增加值增速均超过制造业总体，纺织、食品等下游行业生产景气则相对较弱。另外值得一提的是，4 月汽车制造业增加值增速较上月大幅下滑 32.7 个百分点至 7.7%，尽管从环比来看，4 月汽车产量不及 3 月，但相较历年同期，今年 4 月汽车产量环比表现实际上要强于季节性，因此，4 月汽车制造业增加值同比增速放缓主要还是受基数因素扰动，不代表汽车生产出现明显降温。

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



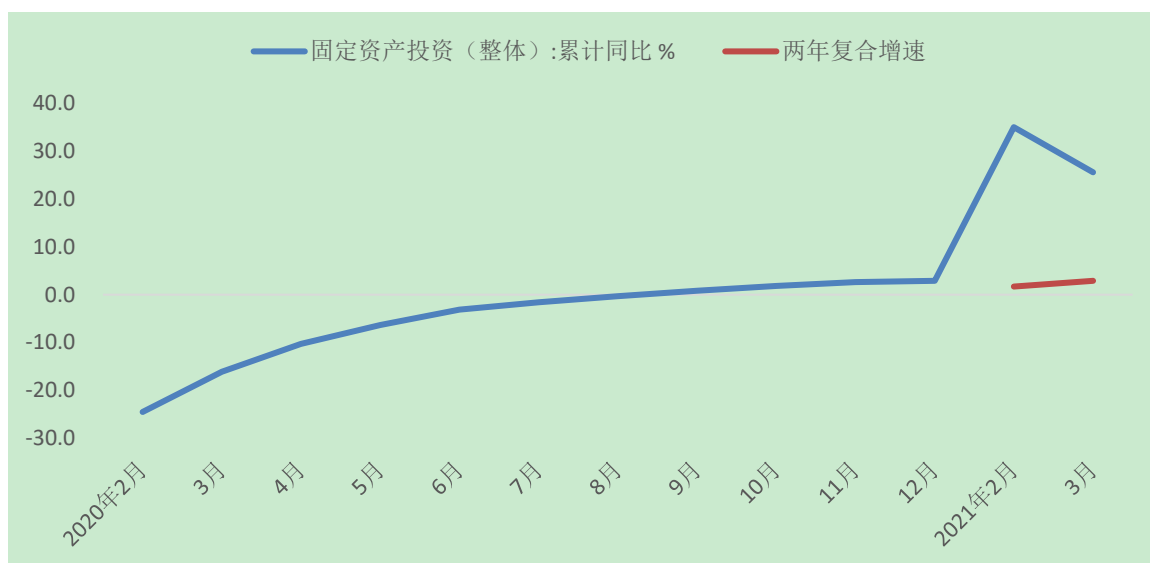
资料来源：WIND，东方金诚

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

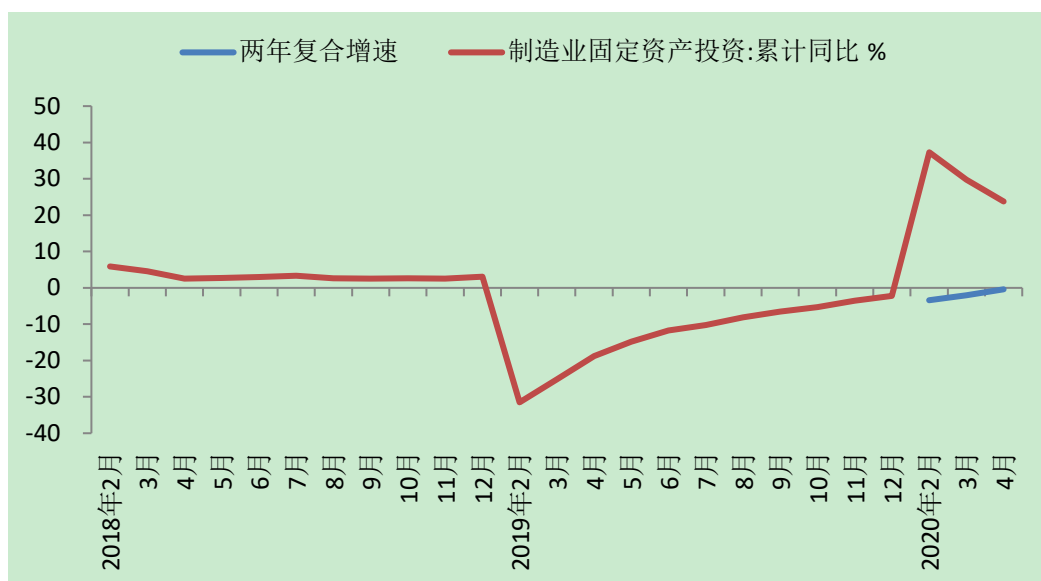


资料来源：WIND, 东方金诚

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。

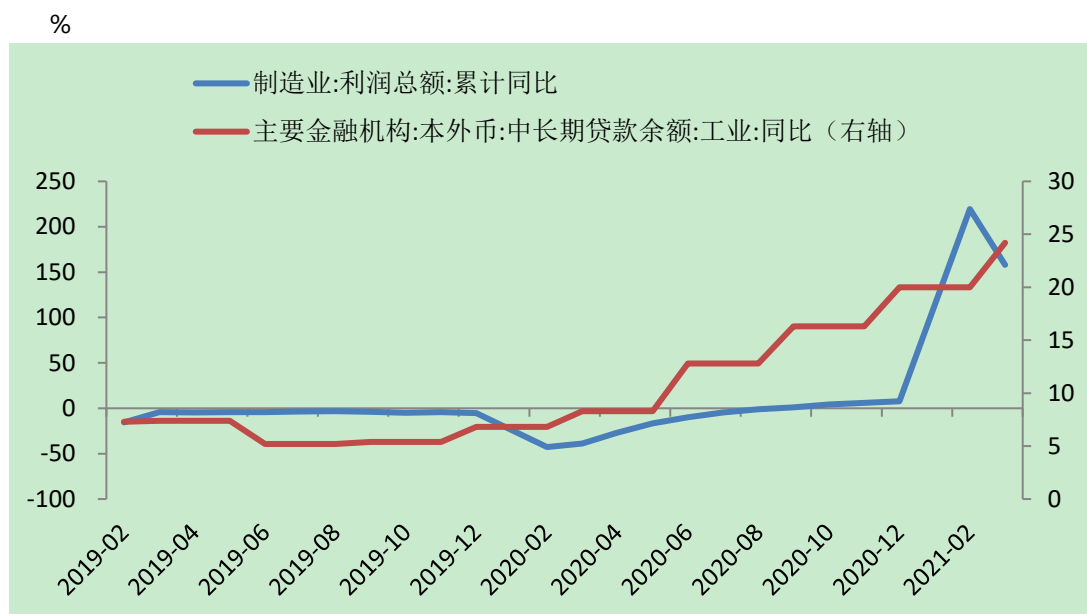
首先，当前制造业固定资产投资两年平均增速仍然为负，主要是由于去年同期跌幅巨大，致使修复过程拉长。其次，从最新的增长动能来看，制造业投资增速正在迅速改善，其中 4 月同比增长 14.7%，在三大类投资中增速最快。去年下半年以来工业品价格出现大幅上涨，制造业行业利润迅速改善，对制造业投资的刺激作用逐步显现。此外，近期政策面对制造业投资的融资支持力度仍在持续加大，制造业投资的信贷资金来源正在大幅增长。最后，当前制造业转型升级在投资数据也有明显体现：1-4 月高技术制造业投资同比增长 34.2%，两年平均增长 13.7%，远高于制造业平均增长水平。

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



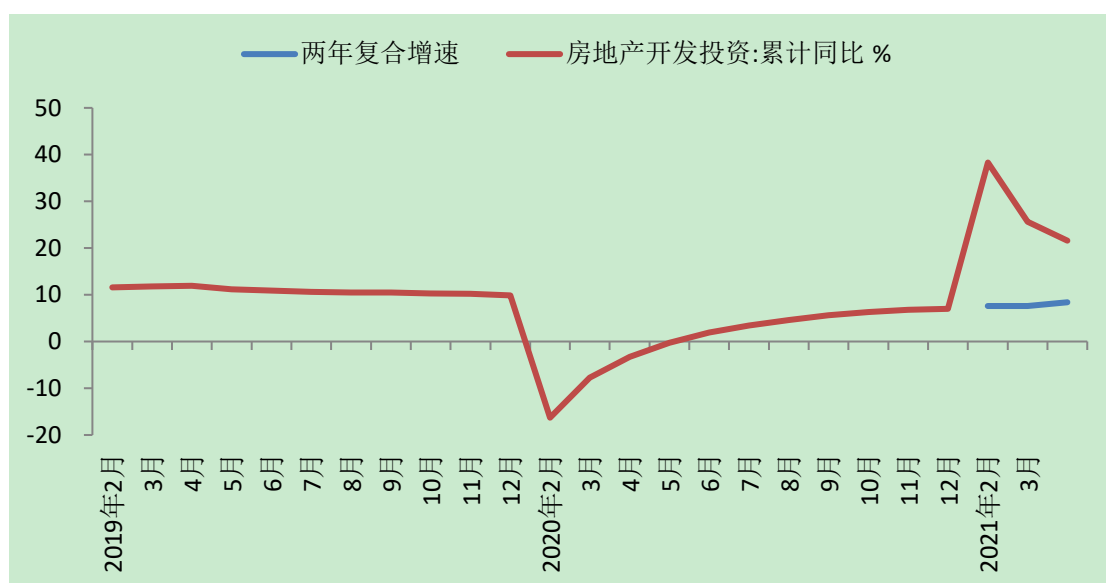
资料来源: WIND

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

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_19714

