

当下经济增长不均衡具体表现在哪里？

核心观点：

1、从 4 月经济增长数据看，当下经济增长在供需层面呈现出明显的不平衡的特征，强弱分化较为明显，具体而言表现为供给强、需求弱，外需强、内需弱，投资强、消费弱，投资内部房地产强、基建弱稳、制造业偏弱等特征。

2、当下工业增加值增速依旧处于近年来偏高水平，但三大门类表现冷热不均。其中表现最强的当属制造业生产，主要受自去年以来持续偏强的外需偏强带动制造业强势运行。相对而言，另外采矿业以及电热燃气行业的当月同比复合增速均出现了不同程度的回落，对于上述两大门类的增速回落，主要受“碳中和”“碳达峰”目标下环保逐渐趋严的影响，而电力、燃气及水的生产供应业之所以回落力度较小，预计受到今年以来新基建发力的对冲所致。总体而言，外需偏强带动制造业生产偏强运行是工业增加值进一步边际改善的主要驱动。

3、从累计同比两年复合增速看消费呈现常态性修复，但从当月同比的速以及环比表现看，消费都出现了明显的回落。从消费类型看，商品零售及餐饮收入环比均呈现回落态势，其中餐饮收入的回落是消费边际走弱的主要拖累。而餐饮收入之所以边际走弱，我们认为主要基于以下几点原因：1) 尽管消费场景基本不受限制，但是居民收入以及消费倾向的恢复是相对缓慢的，反观居民消费倾向看，今年一季度居民消费倾向仅略高于 2020 年一季度水平，远低于去年 2-4 季度水平；2) 偏强的房地产表明当下尽管居民收入在恢复，但居民杠杆率偏高导致的房地产相关支出对于消费能力的挤压仍然是持续存在的，这也是消费恢复相对偏慢的根本原因。

4、投资中房地产持续强于预期，基建稳中略有反弹，制造业小幅反弹，投资内部不均衡特征凸显。当下固定资产投资的走强更多的体现为房地产投资的支撑作用。

风险提示：房地产投资持续强于预期 专项债资金分流程度强于预期
消费意愿恢复低于预期

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

目录

第 1 章	当下经济增长不均衡具体表现在哪里？	3
1.1.	从供需恢复缺口看不平衡的增长	3
1.2.	制造业与新技术产业促成工业增加值偏强运行	3
1.3.	常态性修复之际，消费环比回落如何理解？	4
1.4.	投资中房地产持续强于预期，制造业弱于预期	5
第 2 章	上周重要数据追踪	7
	免责声明	9

第1章 当下经济增长不均衡具体表现在哪里？

数据：

国家统计局近日公布数据显示，4月份，规模以上工业增加值同比实际增长9.8%，比2019年同期增长14.1%，两年平均增长6.8%；

1—4月份，全国固定资产投资（不含农户）143804亿元，同比增长19.9%；比2019年1—4月份增长8.0%，两年平均增长3.9%。

4月份，社会消费品零售总额33153亿元，同比增长17.7%；比2019年4月份增长8.8%，两年平均增速为4.3%。1—4月份，社会消费品零售总额138373亿元，同比增长29.6%，两年平均增速为4.2%。

1.1. 从供需恢复缺口看不平衡的增长

从4月经济增长数据看，当下经济增长在供需层面呈现出明显的不平衡的特征，强弱分化较为明显，具体而言表现为供给强、需求弱，外需强、内需弱，投资强、消费弱，投资内部房地产强、基建弱稳、制造业偏弱等特征。

表 1.1 各指标累计同比两年复合增速与疫情前对比（%）

日期	工业增加值	房地产	制造业	基建	出口	消费
2021年4月	7.0	8.4	0.26	2.2	14.5	4.2
2021年3月	6.8	7.7	-1.47	2.1	13.6	4.1
2019年4月	6.2	11.9	2.6	4.4	0.2	8.

数据来源：iFinD 南华研究

1.2. 制造业与新技术产业促成工业增加值偏强运行

从供给端的工业增加值看，1—4月工业增加值累计同比两年复合增速为7.0%，环比3月份两年复合增速上涨0.2pcts，2019年同期为6.2%，工业生产恢复较好，且在外需偏强的带动下，工业增加值两年复合增速早已超过2019年同期水平，且纵向来看，当下工业增加值增速依旧处于近年来偏高水平，表明当下工业生产依旧偏强运行。

分门类看，尽管工业增加值整体表现偏强，但三大门类表现冷热不均。其中表现最强的当属制造业生产，4月当月同比复合增速为7.6%，环比上扬1.2pcts，主要受自去年以来持续偏强的外需偏强带动制造业强势运行。相对而言，另外两大门类当月同比复合增速均出现了不同程度的回落，其中采矿业4月复合增速回落至1.7%，环比3月3.5%的复合增速下降1.8pcts，电热燃气及水的生产供应业增速则从3月的5.9%回落至5.1%，回落幅度略小于采矿业。对于上述两大门类的增速回落，主要受“碳中和”“碳达峰”目标下环保趋严的影响，而电力、燃气及水的生产供应业之所以回落力度较小，预计受到今年以来新基建发力的对冲所致。

除上述三大门类外，新技术产业自疫情以来始终一枝独秀，4月新技术产业工业增加值当月同比的两年复合增速环比上涨0.1pcts至11.6%，表现一直领跑整体工业增加值，这一方面体现当下制造业新旧动能的转换，另外今年一直强调的政策结构层面倾向于科技领域也将对新技术产业形成持续支撑。总体而言，从门类看，外需偏强带动制造

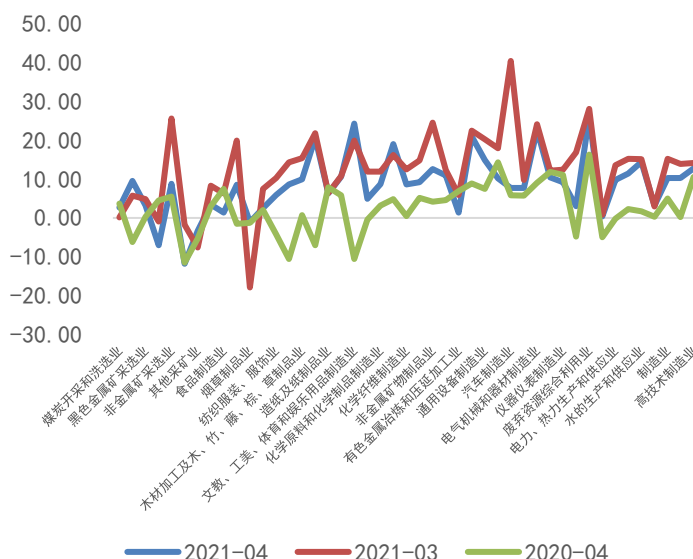
业生产偏强运行是工业增加值进一步边际改善的主要驱动。

图 1.2.1: 工业增加值累计同比复合增速 (单位: %)



数据来源: IFinD 南华研究

图 1.2.2: 分行业工业增加值当月同比 (单位: %)



数据来源: IFinD 南华研究

1.3. 常态性修复之际，消费环比回落如何理解？

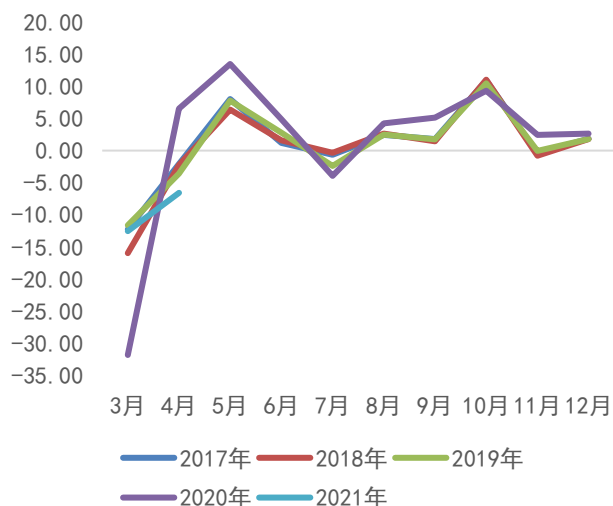
从累计同比看，4月社零累计同比环比小升0.1pcts至4.2%，但当月同比两年复合增速从3月的6.3%回落至4.34%，而且从社零环比看，4月社零总额环比为-6.57%，因此，尽管累计同比两年复合增速呈现常态性修复，但从当月同比的复合增速以及环比表现看，消费都出现了明显的回落。

从消费类型看，商品零售及餐饮收入环比均呈现回落态势，其中4月商品零售环比-6.87%，餐饮收入环比-3.81%；两种消费类型各自的当月同比复合增速也均是呈现下行态势，其中4月商品零售当月同比从3月的6.9%回落至4.8%，餐饮收入当月同比复合增速更是从3月的1.0%回落至0.4pcts，结合消费的总体表现可知，餐饮收入的边际走弱是拖累4月社零当月同环比均出现走弱的主要原因。而餐饮收入之所以边际走弱，我们认为主要基于以下几点原因：1) 尽管消费场景基本不受限制，但是居民收入以及消费倾向的恢复是相对缓慢的，反观居民消费倾向看，今年一季度居民消费倾向仅略高于2020年一季度水平，远低于去年2-4季度水平；2) 偏强的房地产表明当下尽管居民收入在恢复，但居民杠杆率偏高导致的房地产相关支出对于消费能力的挤压仍然是持续存在的，这也是消费恢复相对偏慢的根本原因。

除此之外，从具体行业的零售情况看，环比出现明显走弱的行业主要为体育、娱乐用品类商品零售，其次是家用电器类、饮料类以及中西药品类零售，而对比2019年同期的当月同比来看，除中西药品类当月同比呈现负增速外，家具、家电以及建筑装潢类商品零售均呈现明显的负增速，进入后疫情时代，中西药品类零售的回落在预期之内，而以家具家电等为代表的后周期行业这些限额以上商品零售的走弱一方面或与前期促

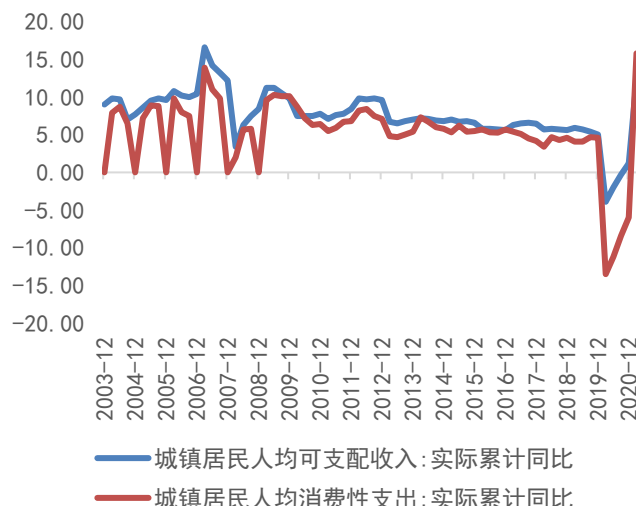
消费政策的透支有关，另外房地产竣工偏慢对上游行业拉动相对有限。后续需要持续关注房地产销售、汽车消费以及限额以下零售品消费的恢复情况。

图 1.3.1：社零环比走弱（单位：%）



数据来源：IFinD 南华研究

图 1.3.2：收入与消费支出缓慢恢复（单位：%）



数据来源：IFinD 南华研究

1.4. 投资中房地产持续强于预期，制造业弱于预期

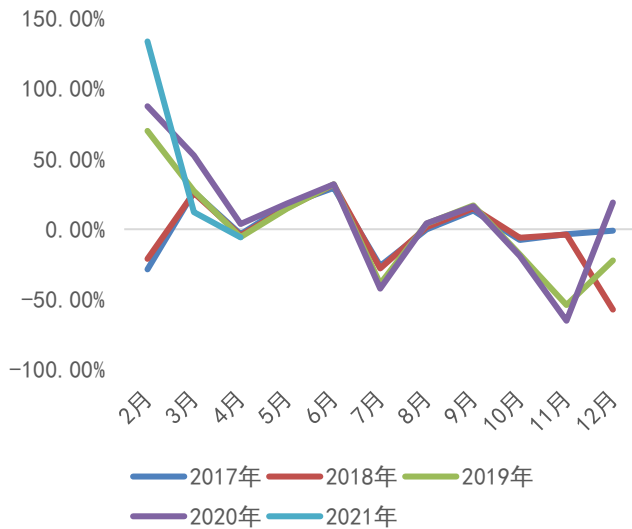
4 月固定资产投资完成额累计同比两年复合增速由 3 月的 2.7% 进一步回升至 3.7%，但从环比表现看，4 月固定资产投资环比基本接近 2019 年同期水平。从具体的投资结构看，当下固定资产投资的走强更多的体现为房地产投资的支撑作用。

首先，4 月房地产投资累计同比两年复合增速由 3 月的 7.0% 进一步回升至 8.4% 在一系列房地产调控政策强压下房地产投资持续走高并强于市场预期，需要关注今年房地产投资持续强于预期的风险。具体来看，4 月房地产投资累计同比进一步走强，从分项来看，相较于 3 月，4 月房地产投资的上行主要是由于供给端所导致的，4 月土地购置费、土地购置面积以及土地成交价款两年复合增速均较上月明显上扬，这与今年刚实施的“两集中”政策有关。除了土地供应外，其余指标均环比出现了一定的走弱，房地产施工累计同比复合增速由 3 月的 6.8% 回落至 6.4%，房地产竣工累计同比复合增速由 3 月的 1.7% 回落至 0.4%，施工面积以及新开工面积复合增速均较 3 月负向走低。但虽如此，4 月房地产投资强于预期更多的则是与当下房地产市场热度不减相关，4 月房地产销售复合增速虽略有回落，但无论是销售面积还是销售额累计同比增速仍旧处于相对较高水平，而且对比房地产销售的季节性来看，房地产销售存在“金三银四”的季节性特征，4 月销售回落本就在预期之内，但尽管回落，4 月的房地产销售依旧明显高于往年同期水平，可见当下房地产市场热度依旧很高。

再来看基建，基建投资基本在预期之内，呈现稳中弱反弹的基调。从分类看，4 月基建投资的反弹主要表现为电热燃气等公用事业以及交通运输业，上述两个行业在 4 月的累计同比复合增速分别回升 0.3pcts 和 0.7pcts 至 10.9%、2.6%，水利环境和公共设施管理业出现 0.1% 的回落，内部基本呈现稳中略升的节奏。对于基建累计同比的弱反弹，一方面主要是由于今年专项债发行明显后置所致，另外从专项债投向可知，今年棚

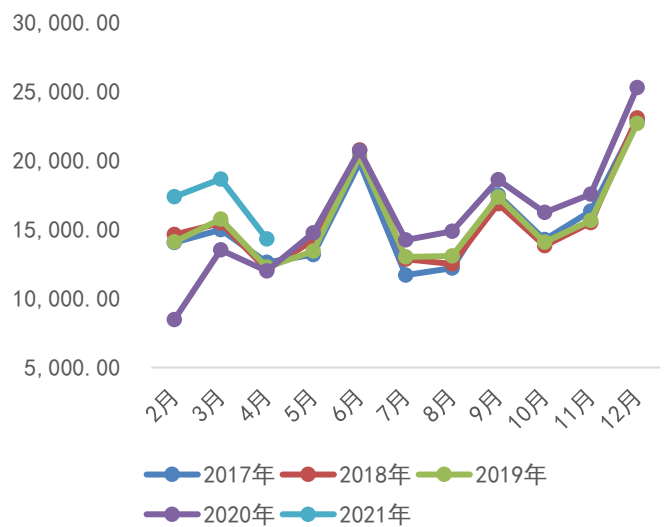
改对专项债的分流要比去年下半年更为明显，而且今年政府财政支出也是呈现为弱基建支出的特征。因此，在二三季度基建增速反弹的大格局下，预计基建投资反弹的节奏相对要稳，后续关注专项债的发行节奏。

图 1.4.1：固定资产投资环比季节性（单位：%）



数据来源：IFinD 南华研究

图 1.4.2：房地产销售季节性（单位：万平方米）



数据来源：IFinD 南华研究

图 1.4.3：企业家信心指数居于高位（单位：%）

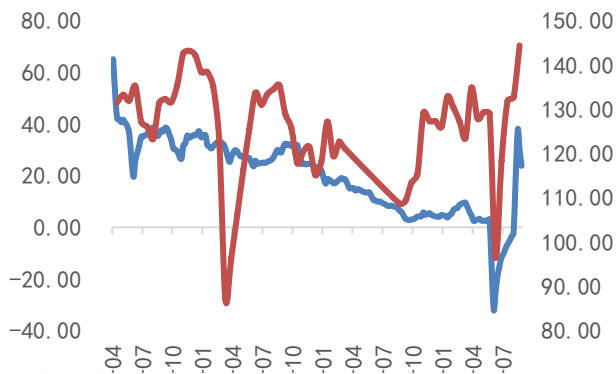
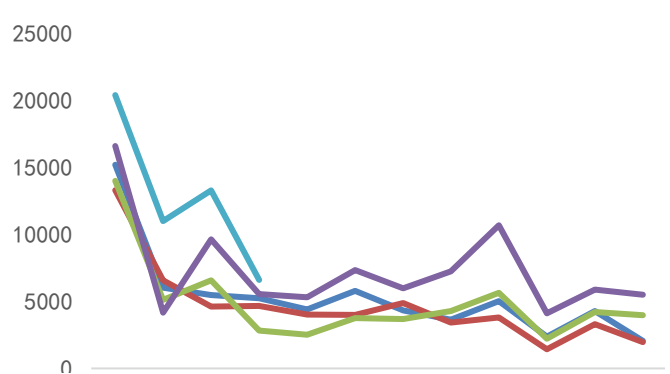


图 1.4.4：非金融企业中长期贷款当月新增（单位：亿元）



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_19897

