

经济增长暂时放缓，下半年有望再次加快

——4月经济数据点评

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

4月份我国社会消费品零售总额四年平均增速回落1.3个百分点至3.5%，消费增速的下滑可能由短期因素导致。5月份以来国内疫情有所扩散，预计短期消费增速大体低位稳定，下半年消费有望进一步修复。4月固定资产投资增速当月同比增速回落0.9个百分点至3.8%，但未来几个月有望小幅提高。综合来看，国内经济进一步走弱的可能性较小，经济预期正在筑底；下半年国内经济增长有望加快。

摘要：

数据：1-4月固定资产投资同比增长4.7%，预期5.2%，前值5.1%。4月社会消费品零售总额同比增长18.4%，预期20.2%，前值10.6%；工业增加值同比增长5.6%，预期9.7%，前值3.9%。

点评：

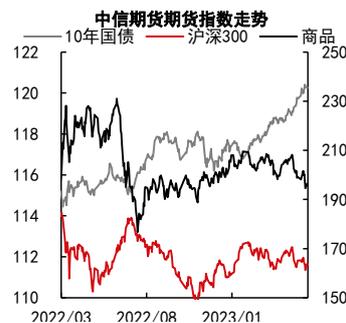
1、4月投资增速有所回落，未来几个月有望小幅提高。4月份固定资产投资、房地产、基建、制造业投资当月同比增速分别回落0.9、1.3、2.0、0.9个百分点至3.8%、-7.2%、7.9%、5.3%；剔除基数效应，四年平均增速分别为4.4%、0.4%、5.0%、4.6%，增速较3月分别变化-0.6、-1.2、-3.3、0.4个百分点，房地产与基建投资增长放缓较为显著。在去年积压需求释放完之后，4月份商品房销售面积环比减少40.6%，这导致房屋新开工、房屋施工与房地产投资均有所走弱。如果5-12月商品房销售面积较2019年同期的增速维持在4月份-25.6%的水平，那么全年商品房销售面积同比减少1.4%，这将是偏弱的表现。考虑到疫后居民收入与预期的改善，商品房销售进一步走弱的可能性很小。4月基建投资增长放缓可能因为一季度GDP好于预期之后基建进度放缓；考虑到4月份以来我国经济增长显著放缓，未来基建投资仍将积极发挥稳经济作用。考虑到今年以来企业中长期贷款的持续较快增长，预计未来几个月制造业投资有望小幅改善。

2、4月消费增速暂时回落，下半年消费有望继续修复。4月社会消费品零售总额四年平均增速回落1.3个百分点至3.5%。这可能有二个原因：一是前3个月消费的快速恢复在一定程度上透支了未来的消费；二是当基数效应较强时，统计误差可能导致消费增速波动较大。这两个因素的影响均是短期的。5月份以来国内疫情有所扩散，这可能对服务消费略有抑制。从中长期趋势来看，我国消费仍存在较大的修复空间。预计短期消费增速大体低位稳定，下半年消费有望进一步修复。

3、4月工业增加值增速显著回落，下半年有望回升。4月工业增加值两年平均增长1.3%，增速回落3.1个百分点，表现异常偏弱，这可能因为我国投资、消费、出口增长均有所放缓。5月份疫情对消费需求略有抑制，工业增速可能仍偏弱；下半年随着国内投资与消费需求的改善，工业增加值增速有望回升。

4、4月服务业增长放缓，下半年服务业将继续修复。4月服务业生产指数两年平均增速回落0.8个百分点至3.2%，四年平均增速回落0.7个百分点至4.7%，服务业生产增长明显放缓。目前我国服务业修复尚未完成。5月份以来国内疫情有所反弹，短期服务业修复可能放缓；考虑到疫情消退，下半年服务业生产有望进一步修复。

风险提示：房地产修复弱于预期、美国金融风险爆发



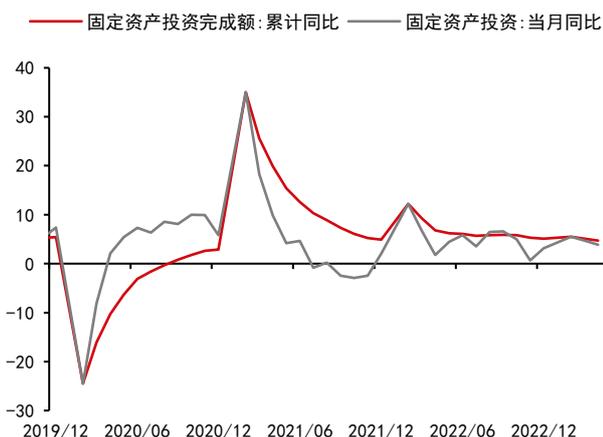
宏观研究团队

研究员：
刘道钰
021-80401723
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482
投资咨询号：Z0016422

一、4月投资增速有所回落，未来几个月有望提高

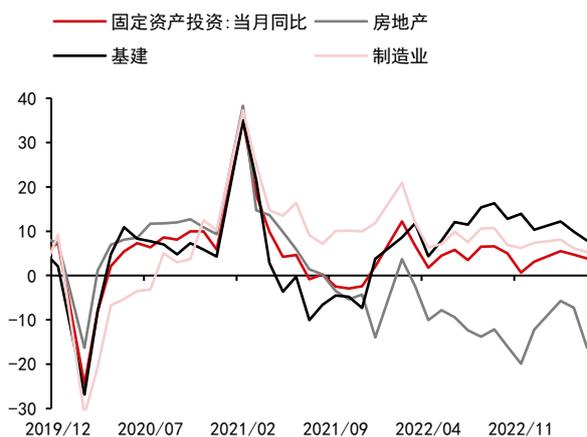
4月份固定资产投资当月同比增速回落0.9个百分点至3.8%，房地产与基建投资增速回落较为显著。1-4月固定资产投资同比增长4.7%，明显低于预期值5.2%和前3月增速5.1%；其中，4月份同比增长3.8%，增速较3月份回落0.9个百分点。分项来看，1-4月份房地产、基建、制造业投资分别同比增长-6.2%、9.8%、6.4%，其中4月份分别同比增长-7.2%、7.9%、5.3%，增速较3月分别回落1.3、2.0、0.9个百分点。由于疫情影响，去年4月份固定资产投资的基数偏低；为了剔除基数效应，可以分析相对于2019年的四年平均增速。4月份固定资产投资、房地产、基建、制造业投资分别四年平均增长4.4%、0.4%、5.0%、4.6%，增速较3月分别变化-0.6、-1.2、-3.3、0.4个百分点，房地产与基建投资增长放缓较为显著。

图表1：固定资产投资累计及当月同比



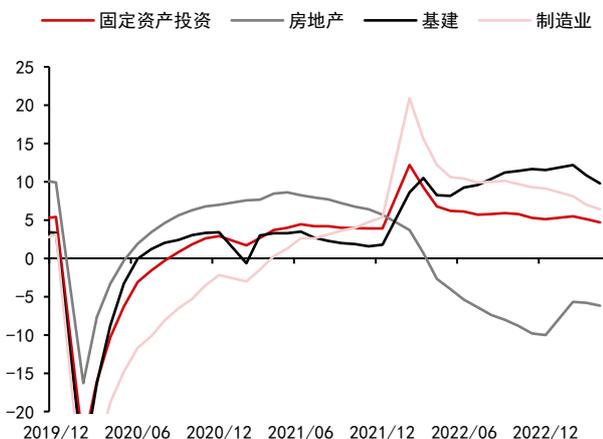
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表2：固定资产投资及其主要分项的当月增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表3：固定资产投资累计同比(2021年为两年平均增速)



资料来源：Wind 中信期货研究所

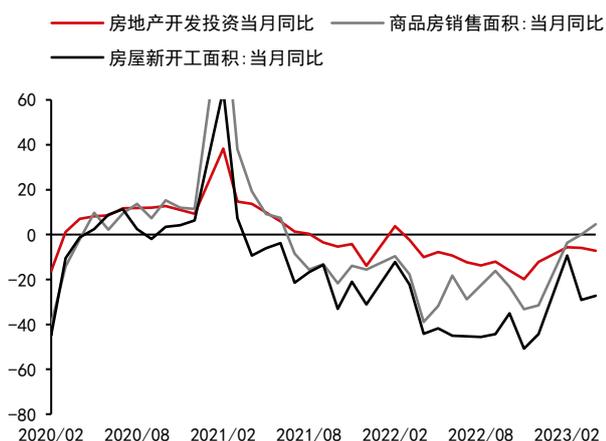
图表4：固定资产投资当月同比(2021年为两年平均增速)



资料来源：Wind 中信期货研究所

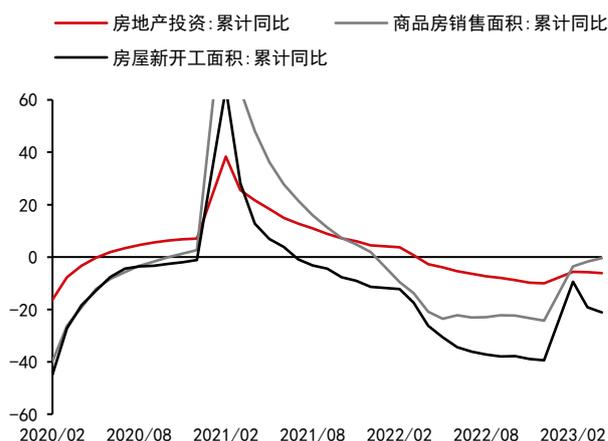
房地产方面，4月份商品房销售环比显著减少，房地产投资降幅有所扩大。高频数据显示短期商品房销售仍偏弱，但在居民收入与预期趋于修复的背景下，未来商品房销售仍有望温和改善。1-4月份商品房销售面积同比下降0.4%，降幅较前3月收窄1.4个百分点。根据累计同比增速推算当月同比增速，4月份商品房销售面积当月同比增长4.6%，考虑到去年4月基数异常低，这个增速是偏低的。4月份商品房销售环比减少40.6%，降幅远大于2011-2021年间环比降幅的中位数水平21%。在去年积压需求基本释放之后，4月份商品房销售回落显著。如果5-12月商品房销售面积较2019年同期的增速维持在4月份-25.6%的水平，那么全年商品房销售面积同比减少1.4%，这将是偏弱的表现。这也说明4月份商品房销售表现偏弱。4月份房屋新开工面积同比下降27.2%，较2019年下降63.7%，（较2019年的）降幅较3月扩大16.6个百分点；房地产投资同比下降7.2%，较2019年增长1.5%，增幅较3月缩小5.0个百分点。1-4月房屋施工面积同比下降5.6%，降幅较前3月扩大0.4个百分点；房屋竣工面积同比增长18.8%，增速较前3月提高3.9个百分点。总体来看，由于商品房销售明显回落，4月份房屋新开工也明显走弱，施工降幅有所扩大，只有竣工增速继续提高，房地产投资增速也明显回落。未来房地产整体表现仍取决于商品房销售。5月份以来30大中城市商品房销售数据相对于4月并未改善，这可能意味着短期商品房销售仍然偏弱。考虑到疫后居民收入与预期的改善，商品房销售进一步走弱的可能性很小，市场可能已经充分地反映了商品房销售与房地产投资暂时偏弱的预期；未来商品房销售更有可能随着居民收入的增长与预期的修复而温和改善。今年以来房屋竣工已经显著改善，未来仍有望维持相对较快的增长。

图表5： 房地产相关指标的当月同比增速



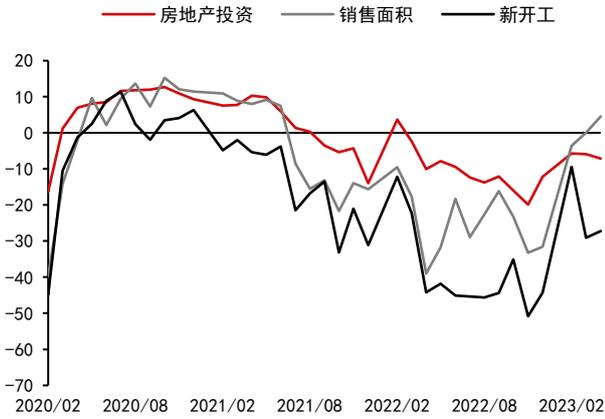
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表6： 房地产相关指标的累计同比增速



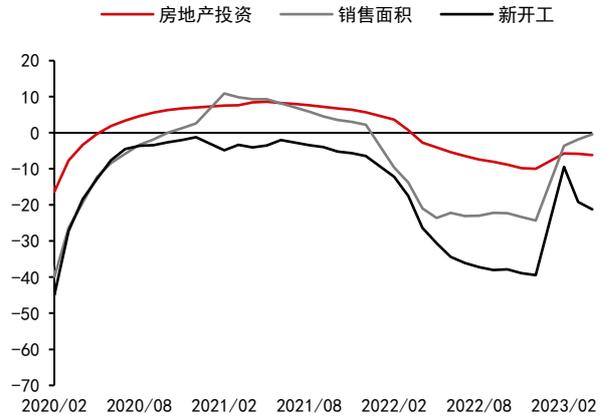
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表7： 房地产相关指标当月同比(2021年1-4月为两年平均增速)



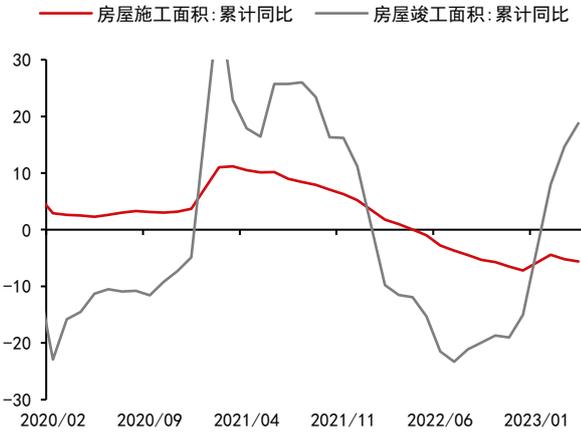
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表8： 房地产相关指标累计同比(2021年1-4月为两年平均增速)



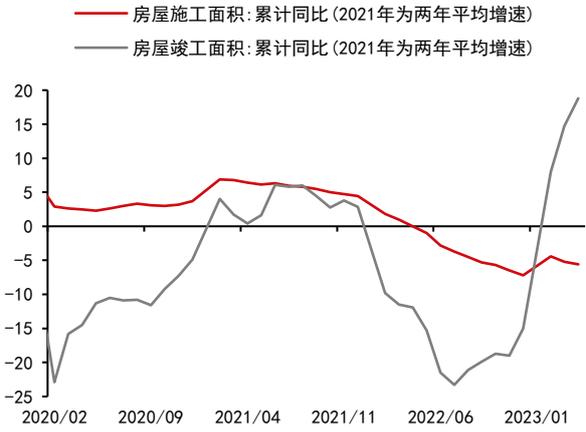
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表9： 房屋施工及竣工面积累计同比增速



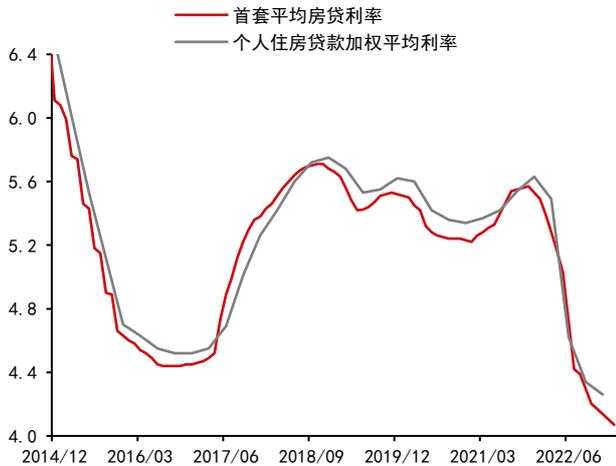
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表10： 房屋施工及竣工面积累积同比(剔除基数效应)



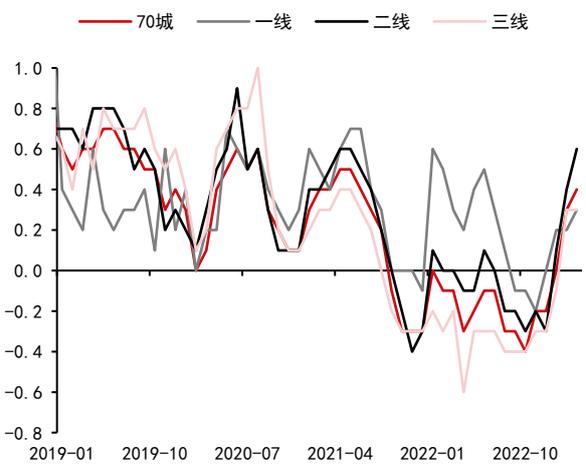
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表11： 房贷利率



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表12： 70个大中城市新建住宅价格环比(%)



资料来源：Wind 中信期货研究所

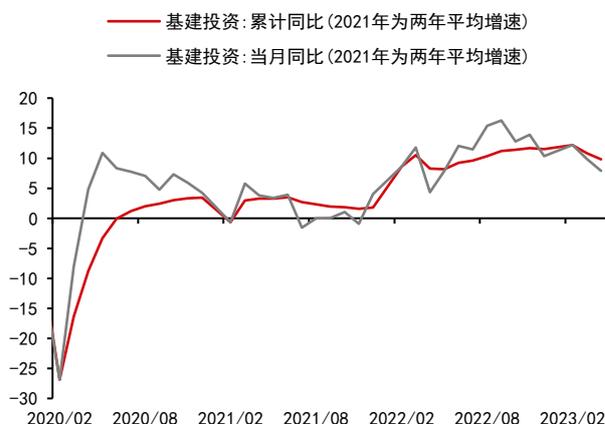
基建方面，4月基建投资增长有所放缓，未来基建投资仍将积极发挥稳经济作用。4月基建投资同比增长7.9%，增速较3月份回落2.0个百分点；四年平均增长5.0%，增速较3月回落3.3个百分点，但较1-2月提高0.3个百分点。分行业看，1-4月份电力热力燃气及水的生产和供应业、交通运输仓储和邮政业、水利管理业、公共设施管理业的固定资产投资分别同比增长24.4%、8.1%、10.7%、4.7%，增速分别变化2.1、-0.8、0.4、-3.0个百分点。4月份基建投资增速回落可能因为一季度GDP好于预期之后基础设施建设进度有所放缓。考虑到4月份以来我国经济增长显著放缓，未来基建投资仍将积极发挥稳经济作用。

图表13：基建投资同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表14：基建投资同比增速(2021年为两年平均增速)



资料来源：Wind 中信期货研究所

制造业方面，4月制造业投资增速大体稳定，考虑到今年以来企业中长期贷款的持续较快增长，预计未来几个月制造业投资有望小幅改善。4月份制造业投资同比增长5.3%，增速较3月增速回落0.9个百分点；四年平均增长4.6%，增速较3月提高0.4个百分点，但低于1-2月5.3%的增速。总体来看，制造业投资增速的变化不大。4月份我国企事业单位中长期贷款新增6669亿元，同比多增4017亿元，较2019年多增1443亿元，表现仍然较好；今年以来，企事业单位中长期贷款持续维持较快增长。国内经济恢复已经提振了企业投资预期，未来几个月制造业投资有望小幅改善。

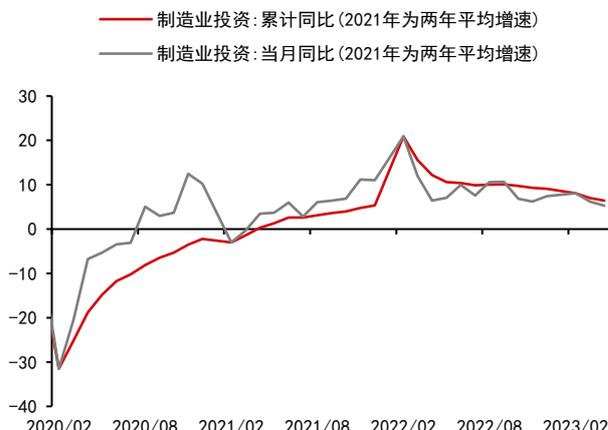
综合来看，未来几个月我国固定资产投资同比增速有望小幅提高。

图表15：制造业投资同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表16：制造业投资同比增速(2021年为两年平均增速)

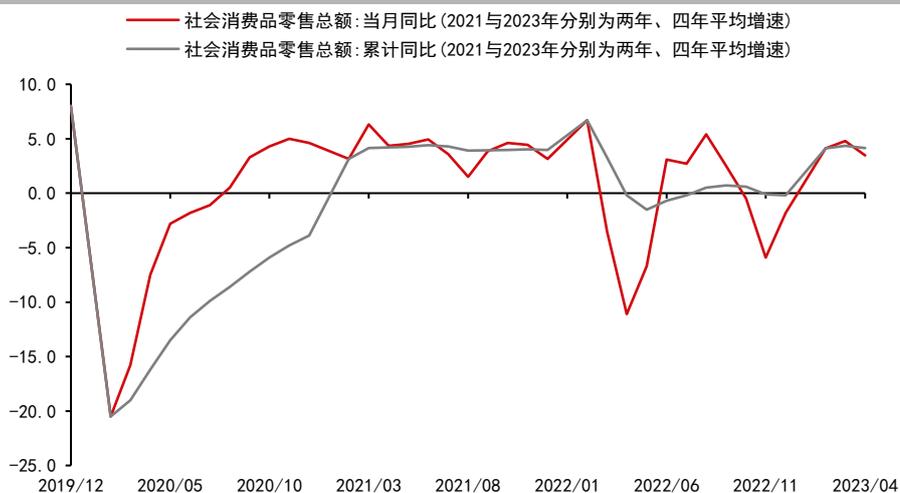


资料来源：Wind 中信期货研究所

二、4月消费暂时回落，下半年消费有望继续修复

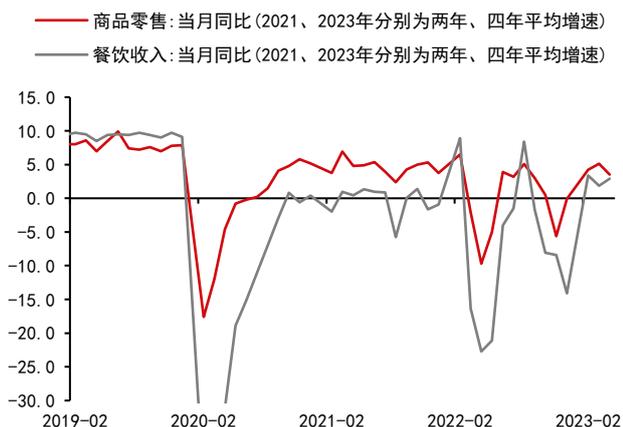
4月份消费四年平均增速回落1.3个百分点至3.5%。预计5月份消费增速大体低位稳定，下半年消费有望进一步修复。4月社会消费品零售总额同比增长18.4%，低于市场预期增速20.2%；剔除基数效应，4月社会消费品零售总额四年平均增长3.5%，增速较3月回落1.3个百分点。其中，商品零售同比增长15.9%，四年平均增速回落1.6个百分点至3.5%；餐饮收入同比增长43.8%，四年平均增速提高1.0个百分点至2.9%。从限额以上企业数据来看，4月份几乎所有类别商品的消费增速均有所回落。其中，与经济相关性较弱的粮油食品类零售额的四年平均增速也回落2.2个百分点至8.7%。4月份我国城镇调查失业率较3月下降0.1个百分点至5.2%；就业的改善有利于居民收入预期的改善，有利于消费的恢复。但是，4月份消费增长却有所放缓。这可能有两种解释。一是前3个月消费的快速恢复在一定程度上透支了未来的消费；二是当基数效应较强时，统计误差可能导致消费增速波动较大，比如2021年2-4月份的基数效应较强，消费两年平均增速分别为3.1%、6.3%、4.3%，波动较大。这两个因素的影响均是短期的，不可能持续。5月份以来国内疫情有所扩散，这可能对服务消费略有抑制。从中长期趋势来看，目前消费的四年平均增速仍比居民收入增速低2.1个百分点，消费仍存在较大的修复空间。疫情以来我国居民积累了不少超额储蓄；这些超额储蓄也有望在未来逐步释放。综合来看，短期消费增速大体低位稳定，下半年消费有望进一步修复。

图表17：社会消费品零售总额的增速（剔除基数效应）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表18：商品零售与餐饮收入当月同比（剔除基数效应）



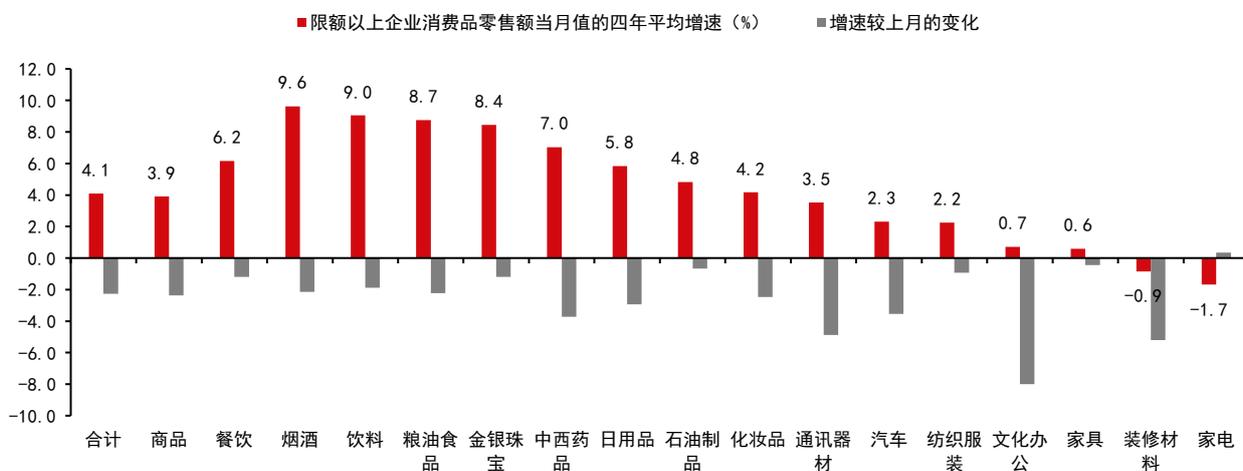
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表19：城镇调查失业率



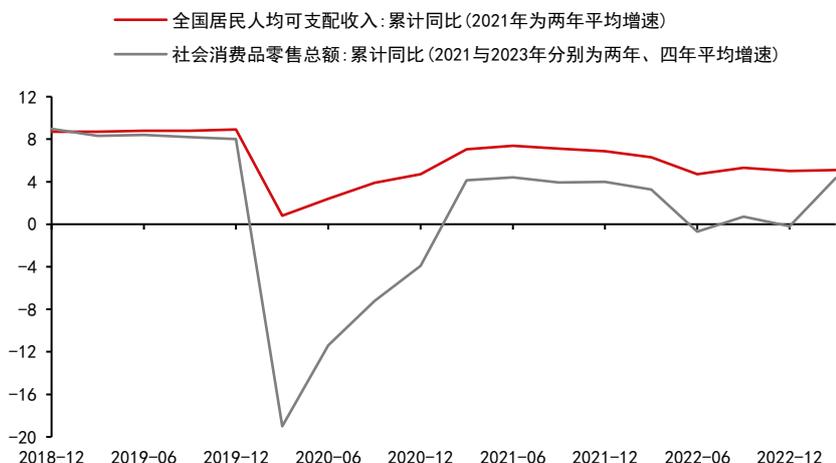
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表20：限额以上消费品零售总额当月值的四年平均增速及其相对于上月的变化



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表21：居民收入增速与消费增速（剔除基数效应）



资料来源：Wind 中信期货研究所

三、4月工业增速显著回落，下半年有望回升

剔除基数效应，4月工业增加值增速显著回落，可能因为投资、消费、出口需求普遍走弱。4月工业增加值同比增长5.6%，显著低于预期值9.7%；剔除基数效应，4月工业增加值两年平均增长1.3%，增速回落3.1个百分点，表现异常偏弱。从分行业数据来看，主要行业工业增加值增速均显著回落。从主要产品产量来看，4月份钢材、水泥、汽车、十种有色金属、原油加工量分别两年平均增长-0.5%、-9.3%、-5.0%、3.2%、3.2%，增速较3月分别变化-2.8、-11.4、-7.8、-1.8、-0.1个百分点。4月份工业增加值增速的回落可能因为我国投资、消费、出口增长均有所放缓。

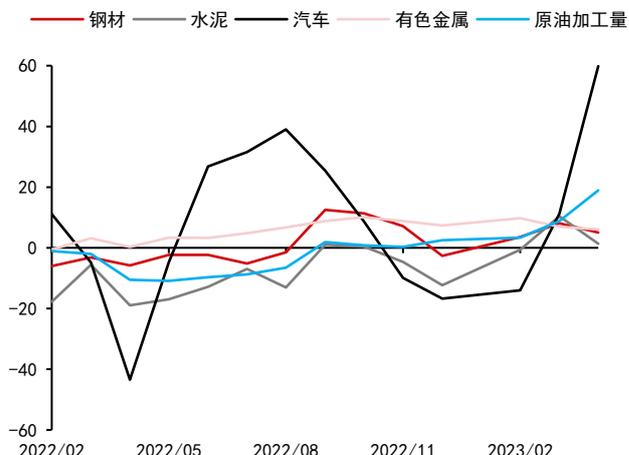
往前看，5月份疫情对消费需求略有抑制，工业增速可能仍偏弱；下半年随着国内投资与消费需求的改善，工业增加值增速有望回升。

图表22：工业增加值当月及累计同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表23：工业品产量:当月同比增速

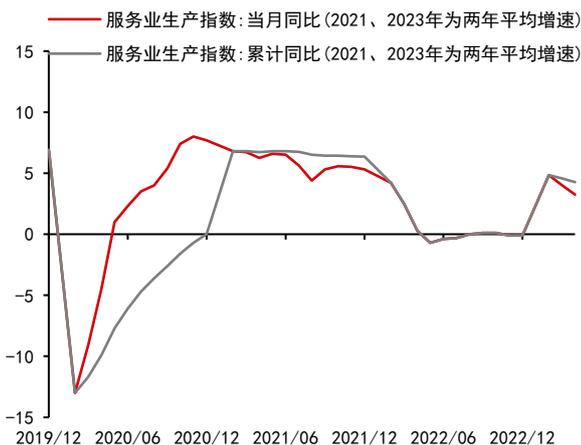


资料来源：Wind 中信期货研究所

四、4月服务业增长放缓，下半年服务业将继续修复

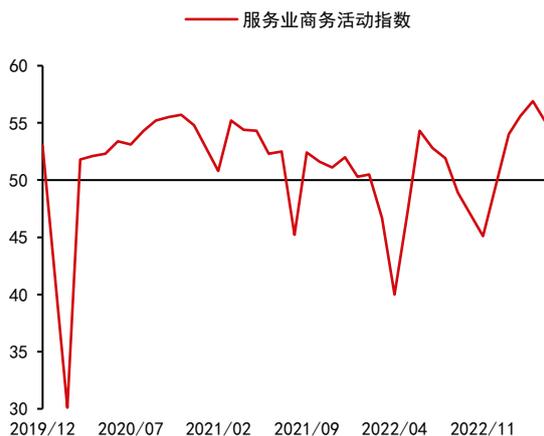
剔除基数效应，4月服务业生产增速明显回落，但预计下半年服务业生产有望进一步修复。4月服务业生产指数同比增长13.5%；两年平均增长3.2%，增速回落0.8个百分点；四年平均增长4.7%，增速回落0.7个百分点。因此，剔除基数效应，4月份服务业生产增长明显放缓。目前我国服务业修复尚未完成。5月份以来国内疫情有所反弹，短期服务业修复可能放缓；考虑到疫情消退与国内经济的进一步改善，下半年服务业生产有望进一步修复。

图表24：服务业生产指数当月及累计同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表25：服务业商务活动指数



资料来源：Wind 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>