



肖利娜

宏观经济分析师

宏观战略部

投资咨询证书号: Z0013350

邮箱: xiaolina@ydqh.com.cn

电话: (022) 28130235

网址: www.ydqh.com.cn

地址: 天津市和平区解放北路
188号信达广场16层

邮编: 300042

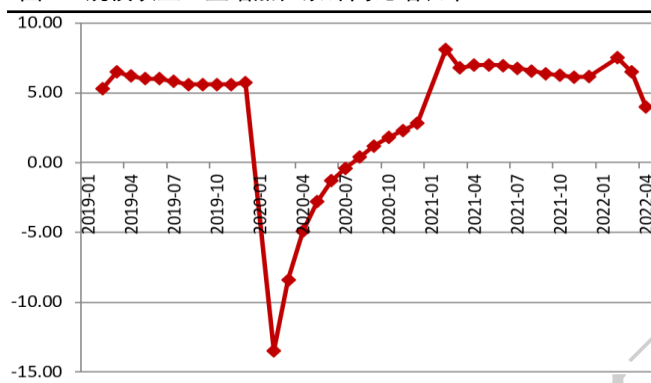
核心观点及内容摘要

- 4 月, 国内规模以上工业增加值当月同比增长-2.9%, 是 2020 年 4 月以来首次负增长, 逼近 2020 年初疫情爆发初期水平, 此轮疫情反弹对国内生产影响显著, 生产端短期承压收缩。
- 4 月, 固定资产投资累计同比增长 6.8%, 较 3 月回落 2.5 个百分点(见图 5)。三大投资增速全面回落, 其中, 房地产投资连续 10 个月下滑, 是国内投资增长的主要拖累。5 月份随着上海等地疫情得到遏制, 复工复产和产业链供需不畅等会得到缓解, 预计后期高技术行业投资仍将维持较快的增长, 制造业回落态势会有所改善。二季度基建投资仍将维持较快的增长, 对冲此轮疫情反弹给经济增长带来的冲击。
- 4 月, 社会消费品零售总额当月同比增长-11.1%, 较 3 月降幅扩大 7.57 个百分点。4 月市场消费明显下降主要是受疫情短期冲击影响的延续, 但需要注意的是, 疫情对居民就业及可支配收入的影响也在逐步显现, 导致居民消费能力及意愿都有下降。
- 4 月, 工业生产、投资消费全面走弱, 虽然数据走低是预期之内, 但降幅还是大于市场预期的。总体来看, 经济全面走弱更多是受疫情的短期冲击。工业生产主要受疫情和交通物流受阻的影响而阶段性下滑, 但 5 月以来全国整车货运流量指数出现反弹, 产业链不畅的状况将会得到缓解, 预计 5 月工业生产将有好转。投资端方面, 制造业投资仍有较强的韧性, 基建投资随着地方专项债 5-6 月的加速发行也会得到回升。房地产投资和消费下滑对经济增长的压力最大, 但地产宽松政策逐步推进, 关注后面的刺激效果; 消费方面主要看疫情控制后人员流动有限放开后的反弹, 促消费和稳就业政策的积极推进核心在提高居民可支配收入。当前看, 疫情的影响已持续两个月, 且对 4 月影响程度和时间都超市场预期, 短期内, 国内疫情走势及调控手段变化仍将是影响经济恢复及市场预期的重要因素。5 月随着国内疫情逐步控制, 后市经济预期将逐步重新回稳, 但疫情冲击对二季度开端的影响已不可忽视, 预计后市稳增长政策将有望全面发力及更多宏观积极政策的调控。央行 4 月提出推动宏观杠杆率上升, 降低融资成本, 强化重点领域支持的政策方向, 由此预计 5 月 LPR 出现调降概率较大, 以此促进实体融资需求及缓解居民支出成本。

1. 制造业拖累显著 工业生产承压收缩

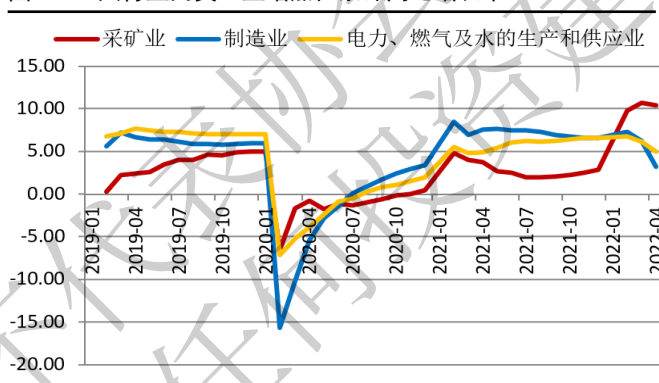
4月，国内规模以上工业增加值累计同比增长4.0%，不及5%的市场预期，较3月下降1.5个百分点，也明显低于2021年规模以上工业增加值两年复合增长的6.15%（见图1）；其中，4月当月同比增长-2.9%，是2020年4月以来首次负增长，逼近2020年初疫情爆发初期水平；表明此轮疫情反弹对国内生产影响显著，生产端短期承压收缩。三大行业门类中，制造业生产下滑幅度走阔拖累严重，4月，制造业规模以上工业增加值累计同比增长3.2%，较3月下降3.0个百分点，单月降幅9.0个百分点至-4.6%；另外，采矿业、电力燃气及水的生产和供应业累计同比较3月分别下降0.3、1.1个百分点至10.4%、5%（见图2）。

图1：规模以上工业增加值累计同比增长率（%）



资料来源：iFinD, 2021年数据为两年复合增长率

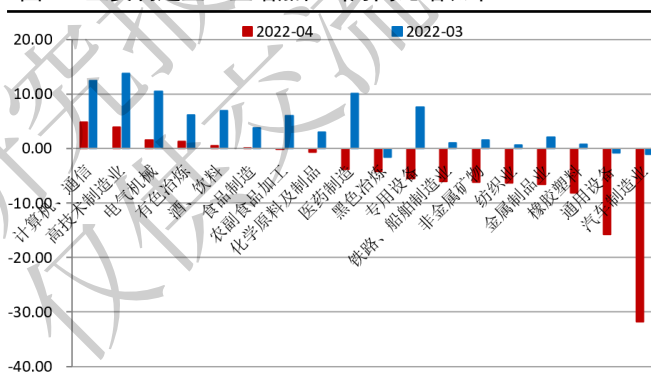
图2：三大行业门类工业增加值累计同比增长率（%）



资料来源：iFinD, 2021年数据为两年复合增长率

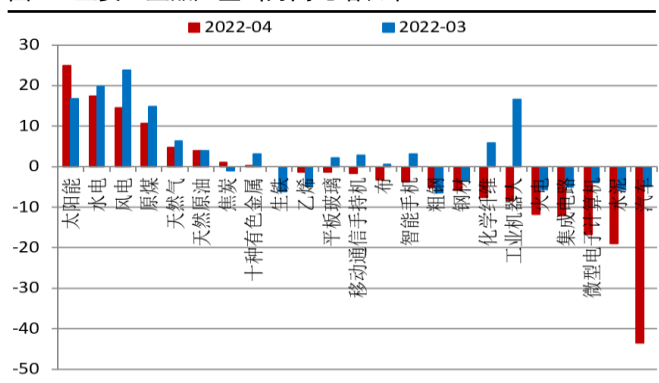
主要制造业行业中，4月，汽车制造业工业增加值当月同比下降31.8%，降幅较3月扩大32.8个百分点，疫情影响下汽车行业产业链部分企业停产停工，物流受阻严重，生产供给能力出现急剧下降。高技术制造业维持4%的增速，但较3月下滑9.8个百分点，其中通用设备、专用设备、医药制造等高技术制造业生产受产业链堵点影响较大，较上月分别回落15.1、13.1和13.9个百分点。与居民生活相关的食品制造、酒饮料等消费品行业工业保持微增长，纺织业生产由于出口支撑减弱增速下降6.3%。黑色冶炼和非金属矿物制品两大行业增加值分别当月同比增长-4.2%和-6.2%，较3月生产增速明显缩减，反映市场需求不足，上游原材料制造业生产意愿减弱（见图3）。

图3：主要制造业工业增加值当月同比增长率（%）



资料来源：iFinD

图4：主要工业品产量当月同比增长率（%）



资料来源：iFinD

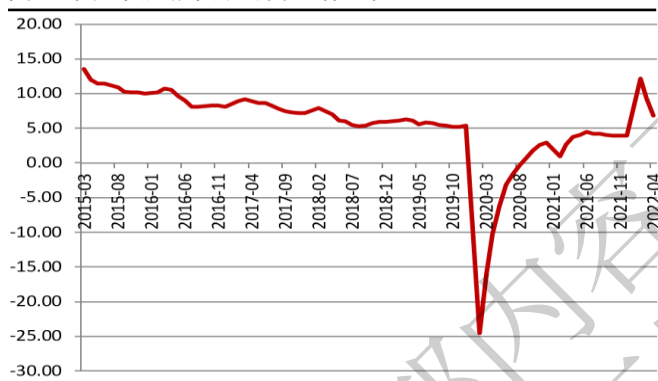
主要工业品产量中，太阳能、水电和风电等清洁能源工业品产量当月同比仍保持较高增速，均在14%

以上。受疫情影响及市场需求低迷导致的供需双压下，原煤、十种有色金属、化学纤维等基础工业品及钢材、玻璃、水泥、汽车等工业品受下游需求萎缩而产量同比持续下降。另外，移动通信手机、智能手机。工业机器人和集成电路等高技术产品产量也呈现回落，显示疫情反弹冲击影响较为广泛，对4月工业生产的冲击也显著大于3月（见图4）。

2. 三大投资增速全面下滑 地产政策刺激效果待观察

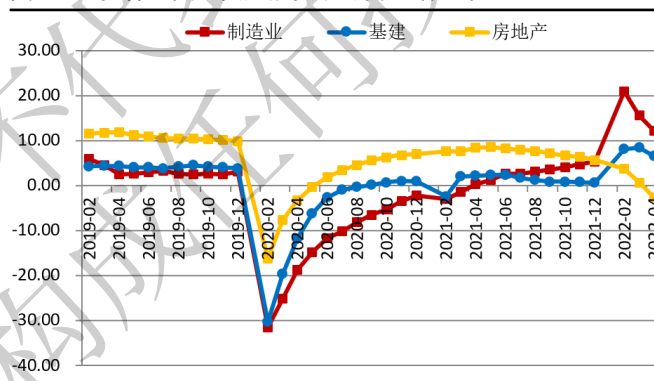
4月，固定资产投资累计同比增长6.8%，较3月回落2.5个百分点（见图5）。三大投资增速全面回落，其中，房地产投资连续10个月下滑，是国内投资增长的主要拖累。4月，房地产投资增长-2.7%，较3月回落3.4个百分点，是2020年6月以来首次降到负增长；而制造业和基建投资（不含电力）同比增长分别为12.2%和6.5%，较3月分别回落3.4、2.0个百分点，其中近两个月基建投资增速韧性相对较强是主要支撑，3-4月疫情反弹对制造业投资影响更为显著（见图6）。

图5：固定资产投资累计同比增长率（%）



资料来源：iFinD, 2021年数据为两年复合增长率

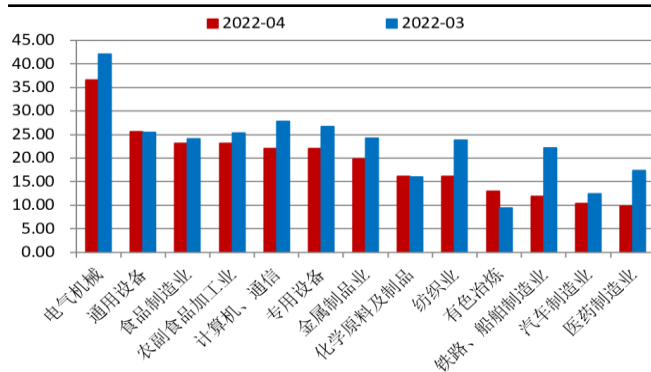
图6：主要行业固定资产投资累计同比增长率（%）



资料来源：iFinD, 2021年数据为两年复合增长率

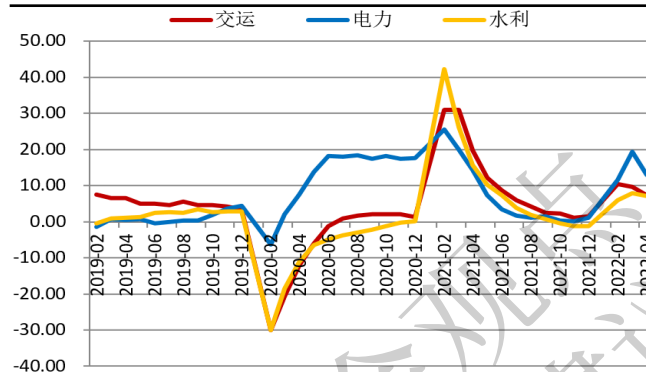
4月，制造业因疫情持续影响而投资增速再度回落。主要行业中，电气机械、通用设备、计算机、专用设备等高技术制造业投资增速保持22%以上的高增速，仍是制造业投资增长的主要支撑，其中，通用设备行业投资增长25.6%，较3月小幅上涨0.1个百分点，显示虽疫情影响产业链生产受阻，但采购订单延迟未影响通用设备的需求向好。在制造业投资总体回落下，4月铁路船舶、纺织业、医药制造投资增速分别回落10.3、7.7和7.5个百分点，幅度居前；汽车制造业投资增速回落2.0个百分点至10.4%，2022年以来保持10%以上的增速，显示汽车制造业投资复苏总体仍在持续，亦是制造业投资的重要支撑（见图7）。综合来看，在高技术行业投资韧性以及汽车投资复苏带动下，4月的国内制造业投资回落仍是受疫情影响产业链受阻的短期影响。在国内制造业转型升级以及稳增长政策的拉动下，加上5月份随着上海等地疫情得到遏制，复工复产和产业链供需不畅等会得到缓解，预计后期高技术行业投资仍将维持较快的增长，制造业回落态势会有所改善。

图 7：主要制造业行业固定资产投资累计同比增长率（%）



资料来源：iFinD, 2021 年数据为两年复合增长率

图 8：主要基建领域投资累计同比增长率（%）

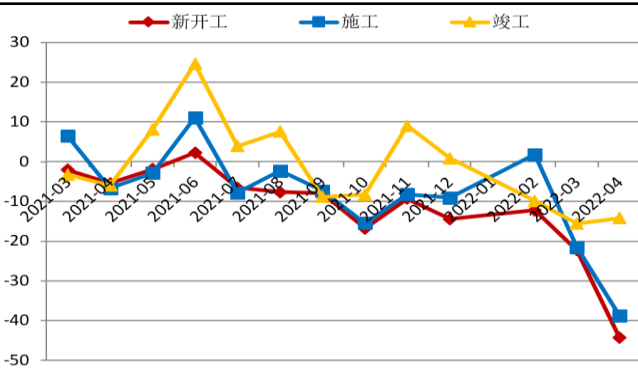


资料来源：iFinD, 2021 年数据为两年复合增长率

基建投资增长 4 月小幅回落，疫情影响基建投资节奏。结构上，电力、交运和水利等基建投资领域增速均有回落，或受 4 月地方债发行放缓资金层面影响，相关行业投资累计同比增长分别较 3 月下滑 6.3、2.2 和 0.8 个百分点至 13.0%、7.4% 和 7.2%（见图 8）。今年基建项目储备充足，4 月在企业生产受到疫情明显冲击的情况下，企业长贷仍维持了相对的韧性，反映了基建稳增长投资发力的支撑仍强。此外，4 月部分受到疫情的影响，地方政府专项债发行放缓，但在财政部要求地方政府于 6 月完成当年新增专项债发行，预计 5-6 月，地方政府专项债将加速回升，二季度基建投资仍将维持较快的增长，对冲此轮疫情反弹给经济增长带来的冲击。

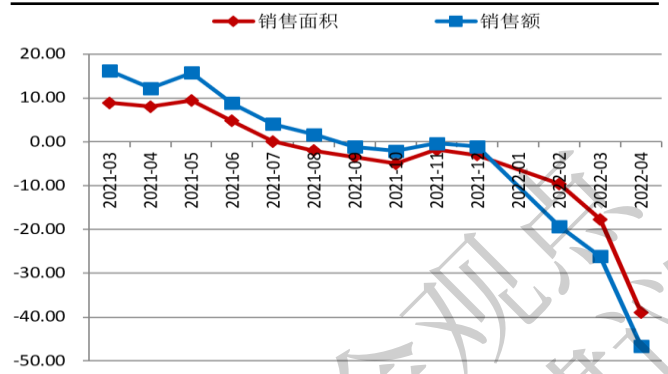
4 月，房地产投资增长延续回落，累计同比增长-2.7%，较 3 月的 0.7% 下降 3.4 个百分点。主要房地产投资中，房地产新开工、施工面积增速大幅下降至历史低点，相对于 3 月单月增长，当月同比增速分别下滑 21.95、17.24 个百分点至-44.19% 和-38.72%，显示 4 月各地疫情散发持续对商品房新开工及施工的负面影响；4 月竣工面积降幅小幅收窄 1.31 个百分点（见图 9）。从房地产销售情况看，4 月，国内房地产销售延续回落，商品房销售面积、销售额累计同比分别下降 39.0%、46.59%，降幅进一步加大（见图 10），尽管开年以来各地陆续放松了购房政策，但居民中长期贷款 4 月依旧维持弱势，显示居民购房意愿依旧疲弱。5 月 15 日，人民银行、银保监会发布相关通知，调整差别化住房信贷政策：调整首套个人住房贷款利率指导基准至 4.4%，4 月 103 个重点城市主流首套房贷利率为 5.17%，相对于政策利率下限仍有较大下调空间。房贷利率下调对刺激购房需求有一定作用，但由于居民预期和加杠杆能力不强，效果不明显，后续政策效果仍待观察，短期房地产投资增速下滑压力仍在。

图 9：商品房新开工、施工、竣工面积当月同比增长率（%）



资料来源：iFinD, 2021 年数据为两年复合增长率

图 10：房地产销售当月同比增长率（%）

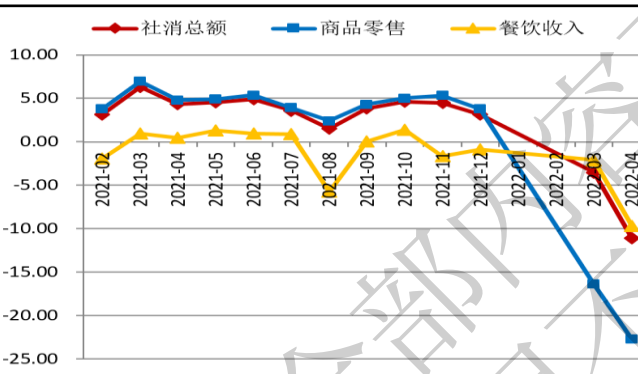


资料来源：iFinD, 2021 年数据为两年复合增长率

3. 可选消费大幅收缩 关注购买力抑制影响

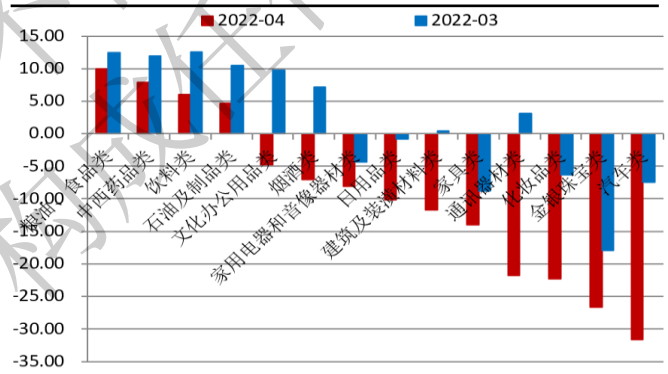
4 月，社会消费品零售总额当月同比增长-11.1%，较 3 月降幅扩大 7.57 个百分点；分结构看，商品零售当月同比下降 9.7%，较 3 月回落 7.59 个百分点；餐饮消费持续回落 6.32 个百分点至-22.7%，反映出 3 月以来，国内多地出现的疫情反弹 4 月对消费增长的抑制作用仍较为明显（见图 11）。

图 11：社会消费品零售总额当月同比增长率（%）



资料来源：iFinD, 2021 年数据为两年复合增长率

图 12：主要消费品零售额当月同比增长率（%）



资料来源：iFinD

主要消费品中，可选消费增速大幅收缩仍是拖累 4 月消费增长的主要因素。4 月，金银珠宝类、化妆品类、及通讯器材类等消费，4 月降幅均在 20%以上；汽车类消费降幅也扩大 24.1 个百分点至-31.6%，汽车产业链受疫情扰动影响较大。与地产相关的家具、建筑装潢等消费增速依旧持续回落，可见目前地产销售下滑对相关消费的压力依旧较为明显；仅粮油、医药、饮料等必需品消费继续保持正增长，但增速也在缩减（见图 12）。总体来看，4 月市场消费明显下降主要是受疫情短期冲击影响的延续，但需注意的是，疫情对居民就业及可支配收入的影响也在逐步显现，导致居民消费能力及意愿都有下降。疫情缓解后消费有较强的恢复预期，但总体幅度及中枢或对经济增长会构成压制，提高居民购买力将是政策的一大关注。

4. 疫情扰动或接近尾声 关注积极政策效果

4 月，工业生产、投资消费全面走弱，虽然数据走低是预期之内，但降幅还是大于市场预期的。总体来看，经济全面走弱更多是受疫情的短期冲击。工业生产主要受疫情和交通物流受阻的影响而阶段性下滑，

但 5 月以来全国整车货运流量指数出现反弹，产业链不畅的状况将会得到缓解，预计 5 月工业生产将有好转。投资端方面，制造业投资仍有较强的韧性，基建投资随着地方专项债 5-6 月的加速发行也会得到回升。房地产投资和消费下滑对经济增长的压力最大，但地产宽松政策逐步推进，关注后面的刺激效果；消费方面主要看疫情控制后人员流动有限放开后的反弹，促消费和稳就业政策的积极推进核心在提高居民可支配收入。当前看，疫情的影响已持续两个月，且对 4 月影响程度和时间都超市场预期，短期内，国内疫情走势及调控手段变化仍将是影响经济恢复及市场预期的重要因素。5 月随着国内疫情逐步控制，后市经济预期将逐步重新回稳，但疫情冲击对二季度开端的影响已不可忽视，预计后市稳增长政策将有望全面发力及更多宏观积极政策的调控。央行 4 月提出推动宏观杠杆率上升，降低融资成本，强化重点领域支持的政策方向，由此预计 5 月 LPR 出现调降概率较大，以此促进实体融资需求及缓解居民支出成本。

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel: 010-8831 2088

上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel: 021-6257 3180

天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel: 022-2813 9206

天津滨海新区营业部 300457

天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C区C1座2205单元
Tel: 022-6622 5869

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301
Tel: 022-5822 0902

天津解放北路营业部 300042

天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层（802-804）
Tel: 022-2330 3538

郑州营业部 450008

河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel: 0371-6561 2079

大连营业部 116023

辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2702号房间
Tel: 0411-8480 6701

淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel: 0533-358 6709

宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel: 0574-8795 1915

唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel: 0315-578 5511

烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel: 0535-216 3353/216 9678

杭州营业部 310000

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室
Tel: 0571-8799 6673