

2021年5月17日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

·从业资格编号 F3070864

·投资咨询编号 Z0015179

联系人：杨谱

·从业资格编号 F3078457



经济复苏不及预期，结构分化

——1-4月经济数据点评

内容提要

1-4月固定资产投资同比19.9%，预期20.0%，前值25.6%；4月社会消费品零售总额同比17.7%，预期25.0%，前值34.2%；4月规模以上工业增加值同比9.8%，预期10.0%，前值14.1%。

1、预计6月，我国财政政策和货币政策维持宽松，基建和房地产投资增速大概率放缓，国外生产恢复使我国出口承压。驱动经济增长的主动力量是消费和制造业投资的恢复。

2、4月固定资产投资累计同比不及预期。4月房地产投资累计同比21.6%，基建投资累计同比16.9%，在经济恢复仍较缓慢的背景下，基建投资和房地产投资维持较高增速对我国经济增长起到压舱石的作用。制造业投资累计同比23.8%，增速高于基建投资和房地产投资，显示制造业投资韧性较强。

3、4月社零增速大幅下滑。乡村消费增速和城镇消费增速均快速下滑，餐饮消费和商品销售均大幅走弱。高频数据显示，5月初，商品房成交面积较疲弱，乘用车批发较4月大幅下降，或压制消费增速。

4、4月规模以上工业增加值同比9.8%，预期10.0%，前值14.1%，我国经济复苏较缓慢。工业增加值增长最快的5个行业偏中下游，增长最慢的5个行业偏中上游，显示中下游经济复苏较中上游更快。

风险提示

疫情在全球超预期蔓延；经济增长不及预期；美元指数大幅走强

一、事件

2021年5月17日国家统计局发布2021年1-4月中国宏观经济数据：1) 1-4月固定资产投资同比19.9%，预期20.0%，前值25.6%；2) 4月社会消费品零售总额同比17.7%，预期25.0%，前值34.2%，1-4月社会消费品零售总额同比29.6%；3) 4月规模以上工业增加值同比9.8%，预期10.0%，前值14.1%，1-4月规模以上工业增加值同比20.3%。

二、点评

4月政治局会议认为“当前经济恢复不均衡、基础不稳固。”会议强调：“要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。”我们判断，由于经济增速快速回落且经济复苏不均衡，政策或不会快速收紧，国家注重经济发展的质量，政策要把握“时度效”，货币政策和财政政策会继续维持积极但大概率逐渐收敛。

预计6月，我国财政政策和货币政策维持宽松，基建和房地产投资增速大概率放缓，国外生产恢复使我国出口承压。驱动经济增长的主动力是消费和制造业投资的恢复。

就2021年2-4季度经济增速走势看：二季度基数效应转弱，同比增速会较大幅回落，但因全球生产和需求或快速回升，同比大概率维持高位；三、四季度，随全球疫苗较普遍接种（尤其是欧美地区大概率逐步达成群体免疫），疫情对全球经济的负面影响将明显减弱，全球经济复苏大概率偏强，虽然基数效应或使得全球经济同比增速回落，但大概率逐渐触底后进入加速通道，我国经济增速也大概率触底逐步攀升。

1、投资增速不及预期，制造业投资强于房地产和基建

4月固定资产投资累计同比19.9%，不及预期的20.0%，前值为25.6%，去年4月值为-10.3%。固定资产投资累计值，今年4月较2019年4月增长-7.67%，显示我国投资还没有恢复到往年增长水平。

4月房地产投资累计同比21.6%，前值下降4.0个百分点，去年3月值为-3.3%，今年4月较2019年4月的值增长17.6%，两年平均增长8.4%，显示在经济恢复仍较缓慢的背景下，房地产投资较高增速对我国经济起到了支撑作用。房屋新开工面积累计同比12.8%，房屋竣工面积累计同比17.9%，房地产开发资金来源累计同比35.2%，其中自筹资金累计同比15.4%，定金及预收款累计同比74.1%，个人按揭贷款累计同比41.3%。商品房销售面积累计同比48.1%，今年4月较2019年4月的值增长19.5%。4月末商品房待售面积51436万平方米，比3月末减少422万平方米，4月房地产企业购置土地面积累计同比4.8%。从高频数据看，截止5月16日，5月30大中城市商品房成交面积月化同比5.64%，较4月月化同比下降37.33个百分点。5月100大中城市成交土地面积日均值月化同比-50.91%，较4月月化同比跌幅扩大9.59个百分点，指向5月房地产投资增速承压。在房企“三道红线”和政策边际收紧的背景下，房地产投资增速2021年承压。

4月基建投资累计同比16.9%，较前值下降9.9个百分点，不含电力的基建投资累计同比18.4%，较前值下降11.3个百分点。基建投资是逆周期调节的重要手段，2021年不发行特别国债，地方专项债发行规模减少，赤字率较2020年下降较多，在经济趋势较快速回升阶段，基建投资增速下降。

4月制造业投资累计同比23.8%，较前值下降6.0个百分点，去年4月制造业投资累计同比在三大投资类别（房地产投资、基建投资和制造业投资）中最低，今年4月制造业投资累计同比攀升至最高，显示制造业投资韧性较强。制造业13个已经出来数据的大类中10个大类累计同比增速下降，其中较前值下降最多的是化学原料

及化学制品制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业、医药制造业、专用设备制造业、食品制造业和通用设备制造业，这些行业偏中下游。累计同比增速较前值上升的是纺织业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业和汽车制造业。随着新冠疫苗接种顺利推进，国外疫情蔓延速度下降，欧美等国家或地区逐渐放松管控措施，全球需求逐步恢复，我国制造业投资增速有支撑，但因全球生产恢复空间大于需求，我国投资恢复速度或不及预期。

4月民间投资累计同比 21.0%，较前值下降 5.0 个百分点，民间投资增速下降幅度低于制造业，显示民间投资恢复相对较快，国外需求快速恢复背景下，民间投资增速回升速度短期高于制造业。4月农、林、牧、渔业投资累计同比 33.3%，较前值下降 9.8 个百分点，4月采矿业累计同比 13.0%，较前值下降 7.8 个百分点。

2、零售同比快速下降，乡村弱于城镇，餐饮消费弱于商品零售

零售同比快速下降。4月社会消费品零售总额同比 17.7%，低于预期的 25.0% 和前值 34.2%。4月城镇消费品零售总额同比 17.6%，较前值下降 16.4 个百分点，乡村消费品零售总额同比 17.8%，较前值下降 17.1 个百分点，显示乡村消费增速和城镇消费增速均快速下滑。商品零售同比 15.1%，较前值下降 14.8 个百分点，餐饮收入同比 46.4%，较前值下降 45.2 个百分点，餐饮消费和商品销售均大幅走弱。

由于今年 2-4 月累计同比增速与去年低基数相关，2-4 月累计同比的高或低的意义不是非常重要，我们更关注，相对于 2019 年 4 月累计值的增长情况。

今年 1-4 月社会消费品零售总额较 2019 年 1-4 月增长 7.79%，高于 1-4 月较 2019 年 1-4 月的增长 7.60%，低于 2019 年 1-4 月相对于 2018 年 1-3 月的 8.04%。今年 1-4 月城镇消费品零售总额较 2019 年 1-4 月增长 9.6%，高于 2019 年 1-4 月相对于 2018 年 1-4 月的 7.9%。今年 1-4 月乡村消费品零售总额较 2019 年 1-4 月增长 -3.07%，大幅低于 2019 年 1-4 月相对于 2018 年 1-4 月的 8.9%，显示乡村消费增长大幅弱于城镇。今年 1-4 月商品零售较 2019 年 1-4 月增长 8.69%，高于 2019 年 1-4 月相

对于 2018 年 1-4 月的 7.9%。今年 1-4 月餐饮收入较 2019 年 1-4 月增长 0.35%，大幅低于 2019 年 1-4 月相对于 2018 年 1-4 月的 9.3%。餐饮收入恢复速度明显慢于商品零售。

从具体门类 4 月零售总额累计同比来看，已经出来数据的 15 个零售门类中，相对于 3 月，0 个门类增速上升，15 个门类增速下降，增速下降幅度最高的 6 个门类分别为汽车类、金银珠宝类、家用电器和音像器材类、家具类、通讯器材类和文化办公用品类。4 月累计同比增速最低的 5 个门类分别为粮油、食品类、中西药品类、石油及制品类、文化办公用品类和日用品类。

高频数据显示，5 月商品房成交面积较疲弱，或压制房地产产业链门类消费，5 月初乘用车批发较 4 月大幅下降（5 月 1 至 9 日，环比 4 月同期下降 22%，同比去年同期下跌 13%），汽车零售同比或回落，压制消费增速。

因低基数影响，一季度我国居民人均可支配收入回升明显，累计名义同比、累计实际同比和中位数累计同比分别录得 13.7%、13.7%和 12.7%，较去年四季度分别回升 9.0、11.6 和 8.9 个百分点。二季度基数仍低，居民收入同比大概率放缓，但大概率维持高位，我国内需整体回暖的确定性高。

IMF 预计中国 GDP 实际增速可能达 8.44%，中国消费增速（2020 年累计同比为-3.9%）有较强攀升动能（消费实际增速向 GDP 实际增速回归），我国需求在 2021 年将趋势攀升。

3、全球经济趋势回暖，我国 4 月经济复苏不及预期

4 月，工业增加值累计同比 20.3%，低于前值的 24.5%，制造业增加值累计同比 22.2%，较前值下降 5.1 个百分点，采矿业增加值累计同比 8.4%，较前值下降 1.7 个百分点。

4 月规模以上工业增加值同比 9.8%，预期 10.0%，前值 14.1%，我国经济复苏

不及预期。工业增加值分项中，4月制造业增加值同比10.3%，较前值下降4.9个百分点，采矿业增加值同比3.2%，较前值上升0.3个百分点，电力、燃气及水的生产和供应业增加值同比10.3%，较前值下降3.6个百分点，制造业复苏较缓慢。

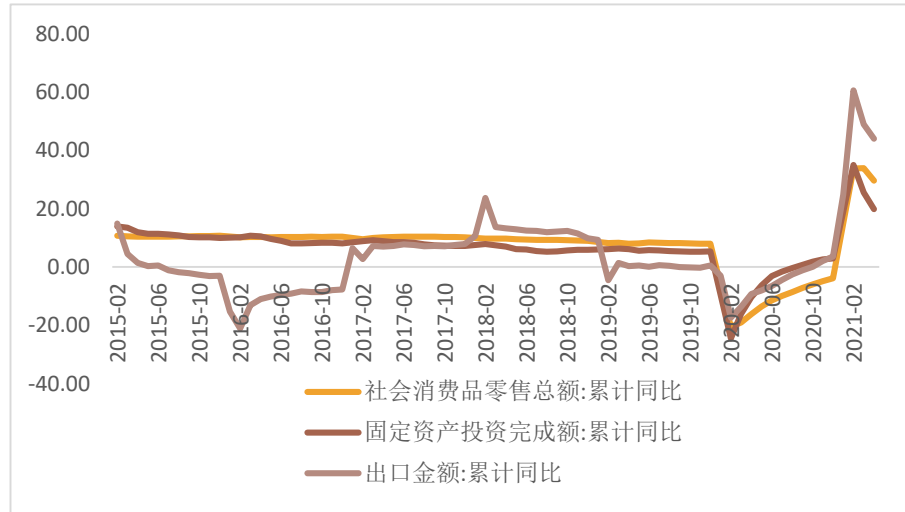
从具体行业看，因基数效应减弱，4月17个已经公布累计同比增速的行业均较3月下挫，增速下挫幅度最小的六个行业分别是：电力、热力的生产和供应业、黑色金属冶炼及压延加工业、医药制造业、农副食品加工业、化学原料及化学制品制造业和有色金属冶炼及压延加工业。

4月增速最快的五个行业分别是：汽车制造业、电气机械及器材制造业、金属制品业、通用设备制造业和专用设备制造业，这些行业偏中下游；增速最慢的五个行业分别是：有色金属冶炼及压延加工业、农副食品加工业、食品制造业、电力、热力的生产和供应业和黑色金属冶炼及压延加工业。这些行业偏中上游，显示中下游经济复苏较中上游更快。

从出口交货值看，我国4月工业企业出口交货值同比18.5%，较前值上升2.6个百分点，显示企业出口交货转强，4月出口同比32.3%，高于预期的22.0%和前值的30.6%，表明我国4月出口型企业生产增速回升。4月全球、日本、欧元区制造业PMI均较大幅上升显示全球经济复苏。当前欧美逐步放松疫情管控措施，国外需求趋势回升，短期我国出口增速仍有支撑。

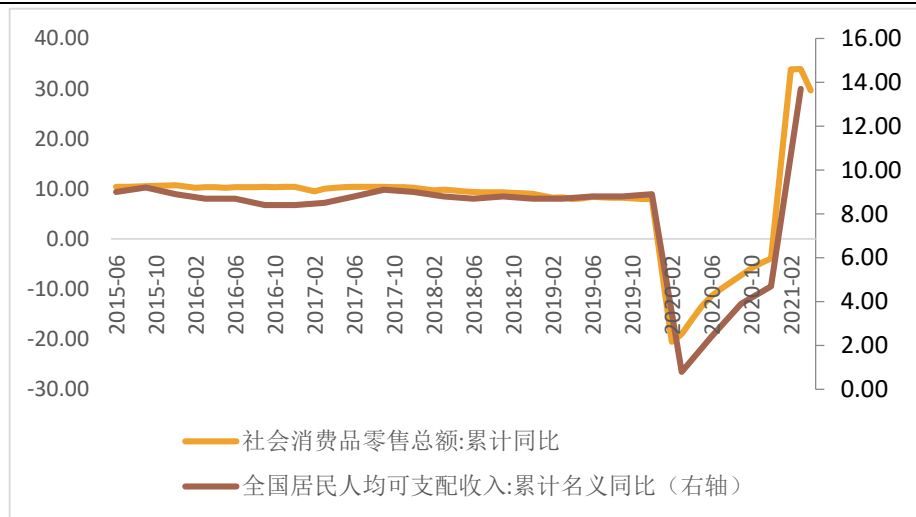
全球（中国之外）新冠肺炎每日新增确诊人数从4月29日的高点90.3万下降至近期的53.2万。我们认为，随着全球逐步放松疫情管控措施，聚集行为正增加，疫情仍可能继续快速蔓延，全球疫情管控措施可能边际加强。就趋势看，随着气温逐步的升高和疫苗接种的稳步推进，预计全球疫情管控措施趋势减弱，全球复工复产趋势稳步推进，我国经济增长有较强支撑。据Citymapper统计的36个全球大城市数据，5月14日全球主要36个大城市活动指数均值为41.5%，较5月9日的40.0%，上升1.5个百分点，城市活动指数均值攀升，较5月9日相对于5月2日的上升0.5个百分点，活动指数攀升速度提升。全球经济活跃度上升，攀升动能加强。

图 1：制造业、房地产业和基建累计同比：单位：%



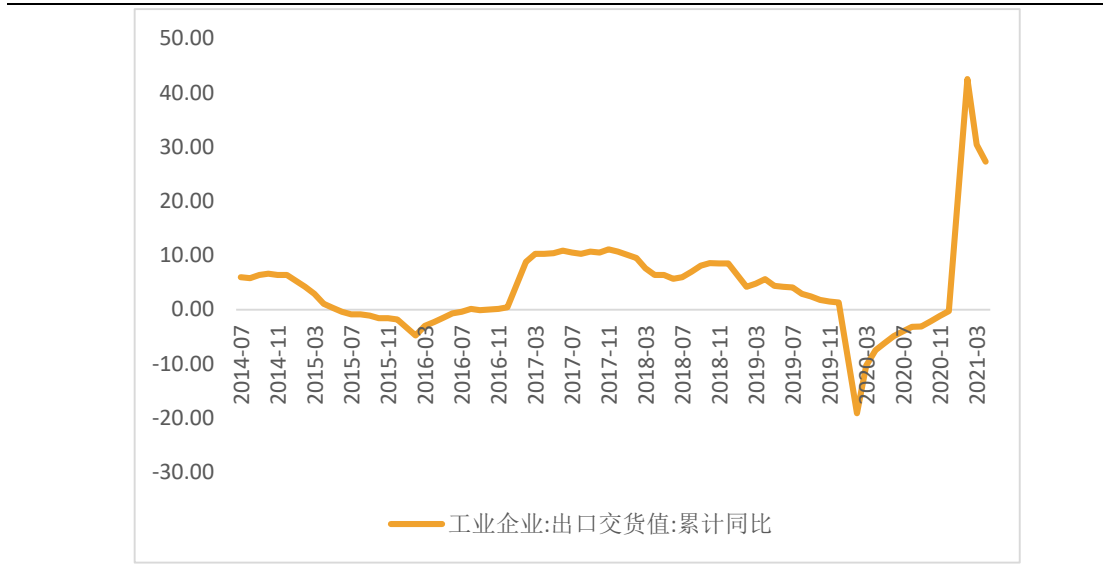
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：社零和居民可支配收入累计同比：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

图 3：工业企业出口交货值增速：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

三、风险提示

疫情在全球超预期蔓延；经济增长不及预期；美元指数大幅走强。

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。