

需求恢复缓慢，供需矛盾凸显

——联合宏观信用观察月报（2020年4月）

联合资信、联合评级宏观研究部

摘要：

- 2019年政府工作报告表示，当前和今后一个时期，我国发展面临风险挑战前所未有，并对预期目标作了适当调整，强调今年要优先稳就业，值得注意的是，今年的政府工作报告中没有提出对经济预期增长目标，表明了在当前不确定性因素较大的情况下，政策对经济增长的容忍性进一步提高。将保就业提到优先位置，后期政策将围绕在“促就业”上，不会出现类似2008年的强刺激政策。
- 随着国内疫情防控向好态势持续巩固，生产需求逐步好转，4月主要经济指标延续了3月份以来恢复改善势头。但同时也要看到，经济复苏尚未回到正常水平，面临的风险挑战仍然比较多。4月经济整体呈“生产复苏快于需求”的特征，生产加快，需求尚显疲弱，库存被动增加，供需矛盾上升；外需方面，全球经济收缩，贸易活动下降，出口形势严峻。二季度经济增长仍存在较大压力。
- 区域方面看，疫情加重了地区间的不平衡。行业方面，随着疫情逐渐得到控制，复工复产的持续推进，上下游产业产销均有好转，随着基建的发力，钢材、水泥的需求或将逐步恢复；在消费政策的刺激下，汽车消费大幅上升，但全球经济短期内前景黯淡，加之进口零部件的供给状态尚未改善，产销恢复仍有隐忧。
- 2020年以来，为对冲新冠疫情的影响，积极的财政政策更加积极有为，稳健的货币政策更加灵活适度，国务院及各部门陆续出台一系列阶段性针对性政策措施，对复工复产和恢复经济社会正常秩序发挥了积极作用。政府公布报告强调，下一阶段要继续实施“灵活适度的货币政策，积极有为的财政政策”，提高赤字率，提高专项债额度，发行特别国债，加大企业税收支持力度，促进消费扩容，大力提振内需。

一、宏观经济运行

2019 年政府工作报告表示，当前和今后一个时期，我国发展面临风险挑战前所未有，并对预期目标作了适当调整，强调今年要优先稳就业，值得注意的是，今年的政府工作报告中没有提出对经济预期增长目标，表明了在当前不确定性因素较大的情况下，政策对经济增长的容忍性进一步提高，将保就业提到优先位置，后期政策将围绕在“促就业”上，不会出现类似 2008 年的强刺激政策。

随着国内疫情防控向好态势持续巩固，生产需求逐步好转，4 月主要经济指标延续了 3 月份以来恢复改善势头。但同时也要看到，经济复苏尚未回到正常水平，面临的风险挑战仍然比较多。4 月经济整体呈“生产复苏快于需求”的特征，生产加快，需求尚显疲弱，库存被动增加，供需矛盾上升；外需方面，全球经济收缩，贸易活动下降，出口形势严峻。二季度经济增长仍存在较大压力。

1. 生产活动继续改善，但扩张力度减弱

随着生产生活秩序加快恢复，制造业和非制造业生产经营活动继续改善。2020 年 4 月，制造业采购经理指数和非制造业商务活动指数均位于荣枯线以上，其中制造业采购经理指数为 50.8%，比上月回落 1.2 个百分点；非制造业商务活动指数为 53.2%，比上月上升 0.9 个百分点；综合 PMI 产出指数为 53.4%，比上月上升 0.4 个百分点。

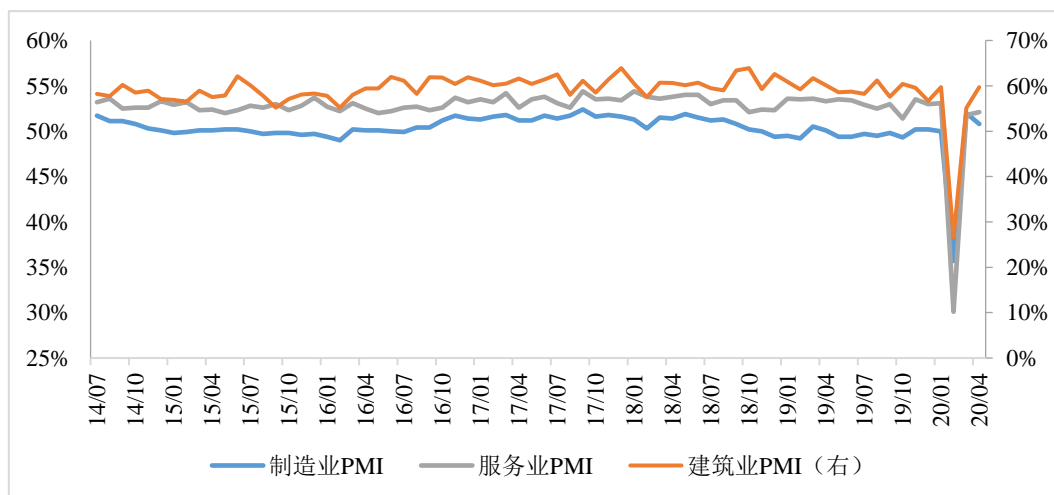
制造业生产经营状况较上月继续改善，但扩张力度有所减弱。4 月制造业 PMI 录得 50.8%，比上月回落 1.2 个百分点，扩张力度较 3 月放缓。在调查的 21 个行业中，食品及酒饮料精制茶、汽车制造、石油加工等 9 个行业 PMI 高于上月，纺织、化学原料制品、造纸印刷等 12 个行业 PMI 低于上月。**需求恢复弱于生产，库存被动上升。**4 月新订单指数为 50.2%，比上月回落 1.8 个百分点；生产指数为 53.7%，低于上月 0.4 个百分点，制造业生产活动继续保持复苏势头，但力度不及 3 月。需求恢复慢于生产，造成企业库存被动补增，产成品库存录得 49.3%，较前值上行 0.2 个百分点。**进料价格下降幅度大于出厂价格下降，企业利润空间上升。**4 月，主要原材料购进价格指数为 42.5%，较 3 月下行 3 个百分点；出厂价格指数 42.2%，较 3 月下行 1.6 个百分点，二者均创下自 2016 年以来最低值。结合 PPIRM-PPI 差值收窄，上游原材料价格下降明显，导致制造业进料价格进一步下降。主要原材料购进价格指数与出厂价格指数的差值为 0.3 个百分点，较前值大幅收窄 2.3 个百分点，录得 2016 年 1 月以来最低值，且首次跌落 1.0 个百分点之内，企业利润空间增大。**新出口订单大幅下降，需求不足导致就业压力上升。**4 月新出口订单指数录得 33.5%，较 3 月大幅下降 12.9 个百分点，疫情导致的外需不足使得新出口订单剧降；新订单指数 50.2%，虽还处于荣枯线上，

但较前值下降 1.8 个百分点，叠加在手订单录得 43.6%，显示了内需不足，就业压力上升。4 月从业人数指数录得 50.2%，较 3 月下降 0.7 个百分点，就业压力上升。

非制造业继续改善。2020 年 4 月，非制造业商务活动指数为 53.2%，高于上月 0.9 个百分点，其中建筑业和服务业均有不同程度上升。**建筑业加快恢复。**建筑业商务活动指数为 59.7%，较上月上升 4.6 个百分点，其中土木工程建筑业高于总体。从劳动力需求和市场预期看，建筑业从业人员指数和业务活动预期指数分别为 57.1% 和 65.4%，比上月上升 4.0 和 5.5 个百分点，在恢复传统基建、加快新基建等政策推动下，建筑业复工复产明显加快。**服务业稳步复苏。**服务业商务活动指数为 52.1%，比上月上升 0.3 个百分点。在促进企业复工复产、复商复市，扩大居民消费、增加公共消费等政策推动下，服务业多数行业业务活动稳步恢复，在调查的 21 个行业中，有 14 个行业商务活动指数高于 50.0%。

5 月随着两会的召开，政策的不确定性下降，需求端的刺激政策或将在两会之后更加明确，制造业及非制造业 PMI 指数或将进一步改善。

图 1：PMI 指数



数据来源：Wind，联合资信整理

2. 工业增加值当月值转正，服务业仍然较弱

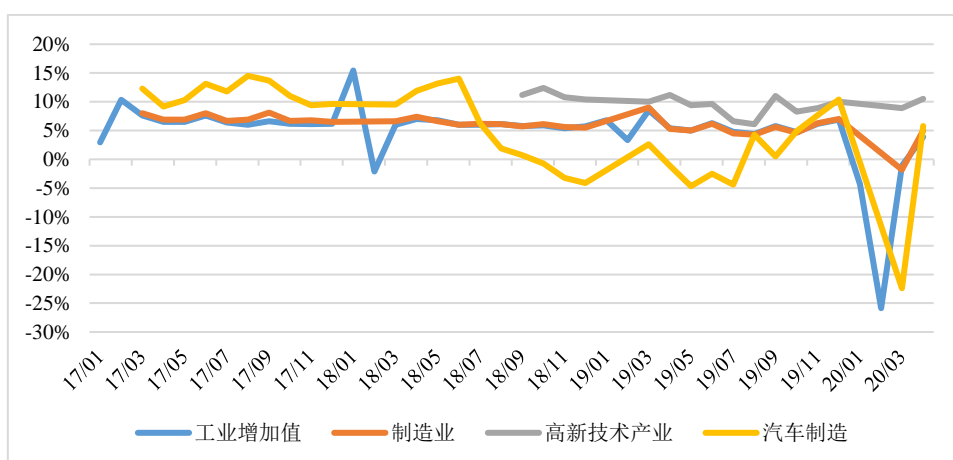
工业生产累计下降仍较明显，工业经济下行压力仍然较大。1-4 月份，工业增加值累计同比下降 4.9%，降幅较一季度收窄 3.5 个百分点，较去年同期（上涨 6.2%）仍有较大的下降。4 月当月工业增加值由负转正，高新技术行业表现靛眼。4 月，规模以上工业增加值同比增长 3.9%（3 月值为-1.1%），好于市场平均预期值 1.5%；环比增长 2.3%，较前值的 33.0%有所放缓。制造业增加值大幅改善是推动工业增加值转正的主要推

动因素：4月制造业增加值同比增长5.0%，较3月上升6.8个百分点，一方面受复工复产的推进，另一方面主要是由于出口相关的制造业改善显著。分行业看，高新技术产业表现尤为凸出，高技术产业工业增加值同比增长10.5%，高于全部工业6.6个百分点，与4月高新技术产品出口增速大幅上升相一致，前期订单积压造成的生产加速是4月高新技术工业增加值表现凸出的主要原因；4月汽车行业工业增加值为5.8%（去年同期值为-1.1%），较3月提高28.2个百分点，在所有行业中改善最大，主要是由于4月汽车生产、销售增加。**多数行业实现增长，产品增长面持续扩大。**4月统计的41个大类行业中28个行业增加值实现了同比增长，正增长的行业比3月增加了12个行业；统计的612种商品中60%实现了同比增长，产品的增长面上个月扩大超过20个点，其中汽车产量为210万辆，同比增速由上月的下降43%转为增长5.1%；发电机组、挖掘机、混凝土机械、光缆等均增长40%以上。

在工业生产继续恢复的同时，**服务业降幅也在收窄，但依然为负增长。**4月，全国服务业生产指数同比下降4.5%，降幅比3月份收窄4.6个百分点；服务业商务活动指数为52.1%，比3月份上升0.3个百分点。

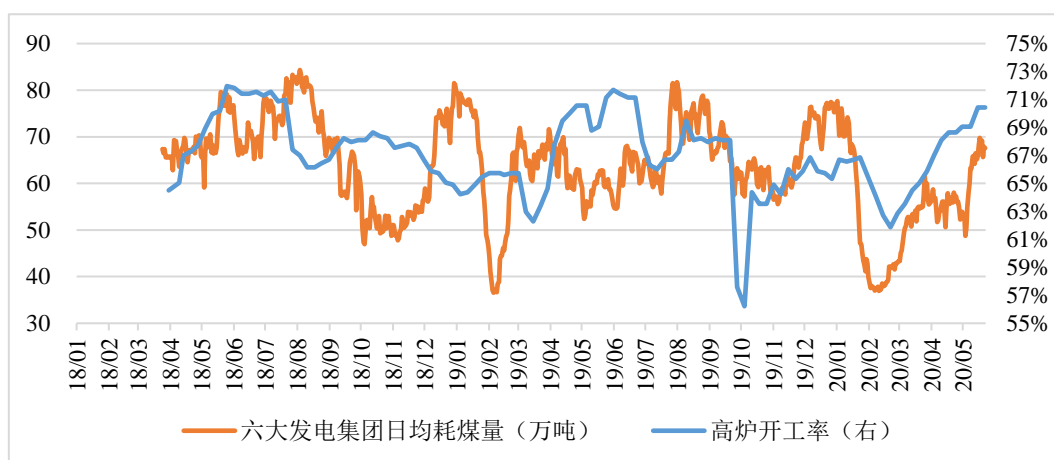
后续生产增长面临压力。生产恢复的动力是需求的上升，而后期生产复苏速度受制于需求的不足可能放缓。国家统计局4月下旬的快速调查显示，截至4月25日左右，规模以上工业达到正常生产水平一半以上的企业接近85%，尚未回归到正常水平，5月15日，统计局发言人表示复工复产的同时存在“达产难，订单少”的问题。需求端的不足，将会限制后期生产端的继续改善。从高频数据看，4月5大发电集团当月日均耗煤量均值为55.39万吨，仅为去年同期的86.9%，5月前两周日均耗煤量均值为60.94万吨，是去年同期水平的106.2%，耗煤量上升，推测原因是5月上旬南方的异常高温天气导致的居民用电量上升所致。整体来看，**二季度生产将受制于需求，增长面临压力，同比增长或难以达到去年同期水平。**

图2：工业增加值当月同比增速



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3：高炉开工率以及发电耗煤量



数据来源：Wind，联合资信整理

3. 投资降幅收窄，基建改善最为显著

2020年4月固定资产投资累计同比下降10.3%，降幅较前3个月收窄了5.8个百分点，基建、房地产、制造业三大行业投资均有改善，其中基建改善幅度最为显著，房地产投资增速在三大行业中依然遥遥领先，制造业投资依然较为疲弱。4月当月，基建、房地产投资均实现同比正增长，制造业依然处于负增长区间，由于制造业中民营企业占绝大部分，所以制造业投资增速依旧下降表明了投资者对未来经济预期不乐观；房地产投资连续第二个月改善，但幅度最弱，政府报告中重申“房住不炒”定位，未来房地产政策以“稳定市场”为主，大幅度放水刺激房地产的时代不再；基建投资增速大幅度改善。后期固定投资将主要依赖基建拉动。

基建有望继续发力。1-4月基建投资（不含电力）完成额累计同比下降11.80%，降幅较前值收窄7.90个百分点，在三大行业中好转最为显著；推算4月当月全口径基建同比增长4.79%，较3月上升12.78个百分点，高于去年同期1.79个百分点，在政策的支持下，基建有了较大幅度的改善。**基建融资仍然保持高位**，1-4月新增专项债发行11522亿元，同比增长57.9%。复工复产叠加基建政策的逐渐发力是4月基建继续好转的主要原因。后期基建增速有望保持高速增长，支撑固定投资增速继续好转。一方面**资金支持有望继续带动基建投资**。政策强调“六保”，2019年政府工作报告中再次强调加强新型基础设施建设，安排地方政府专项债券3.75万亿元，比去年增加1.6万亿元，提高专项债券可用作项目资本金的比例，同时中央预算内投资安排6000亿元，重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设，在资金的大力支持下，基建增速有望继续走高。另一方面**基建REITs 出台，有望盘活存量资产，或将带动基建投资继续增长**。4月30日，证监会与发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作

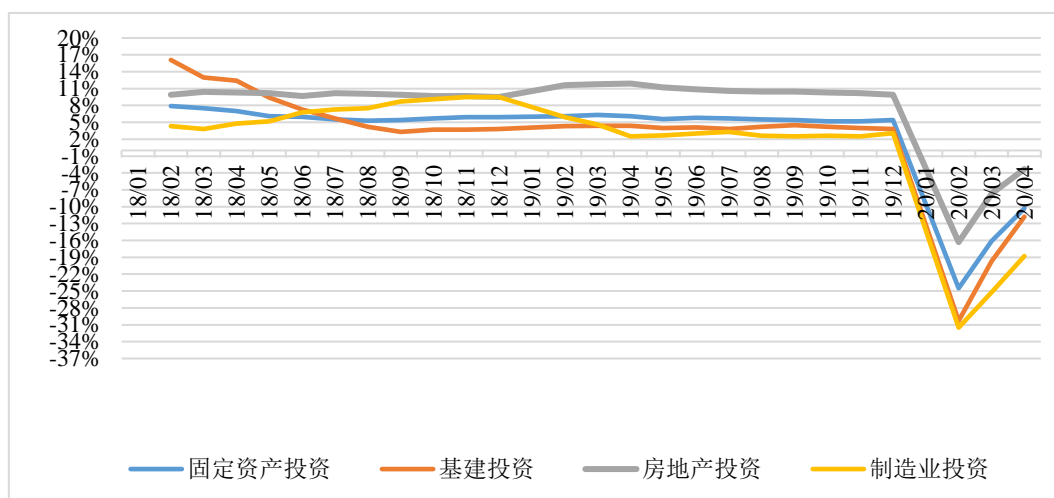
的通知》，标志着境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步。最后从项目审批角度看，**4 月项目审批速度继续保持高位**。3 月以来，在稳增长的政策情况下，3 月申报项目数量显著增加，全行业投资项目数同比增长 125%，创历史新高，4 月投资项目数同比增长 82%，增速较 3 月有所放缓，但仍然维持在历史较高的增速水平。整体看，2020 年固定资产投资主要依赖于基建拖动。

房地产投资继续修复。1-4 月房地产开发投资完成额累计同比下降 3.30%（去年同期是增长 11.9%），降幅较前值收窄 4.40 个百分点，增速在三大行业中依然遥遥领先，但是修复力度不及基建和制造业；4 月当月，房地产投资同比增长 7.0%（去年同期是增长 12.0%），较 3 月上升 5.8 个百分点。从生产端看，**新开工面积连续第二个月好转**，1-4 月房屋新开工、竣工面积累计同比为-18.4%、-14.5%，分别较前值反弹 8.8、1.3 个百分点；施工面积累计同比 2.5%，较前值继续小幅下行 0.1 个百分点。**销售端看，销售继续好转，价格同比涨幅略有下降，环比小幅上涨**。1-4 月商品房销售面积累计同比下降 19.3%，降幅较前值收窄 7 个百分点；百城新建住宅价格指数同比上涨 2.93%，较 3 月回落 0.02 个百分点，环比上涨 0.25%。从资金端看，**自筹资金改善明显，按揭改善力度不及预期**。1-4 月房地产开发资金来源累计同比为-10.4%，较 1-3 月提升 3.4 个百分点；从主要资金来源看，自筹资金增速提升 3.6 个百分点至-5.2%，个人按揭同比增速较 3 月上升 2 个百分点至-5.4%，回升幅度最小。结合 4 月新增居民中长期贷款回升力度不及短贷，显示了销售端回升力度可能有限。央行日前发布的《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，重申“房住不炒”定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，预示短期房地产整体调控政策不变，政策以维持房地产市场稳定为主，叠加疫情对消费心理产生的抑制影响，**后期房地产投资在政策的支撑下边际好转，但难以实现大幅增长**。

制造业投资仍显疲弱。1-4 月制造业投资累计同比-18.8%，较前值提升 6.4 个百分点，反弹幅度基本持平 3 月，在三大投资行业中增速最低；4 月当月，制造业同比下降 6.7%，降幅虽有收窄，但依然处于下降趋势，是三大行业中唯一下降的。其中**高技术领域投资向好**，1-4 月高技术制造业投资下降 3.6%，降幅比一季度收窄 9.9 个百分点，比全部制造业投资降幅小 15.2 个百分点。其中一些高技术制造业投资实现增长，生物药品制品制造业投资增长 18.3%，计算机及办公设备制造业投资增长 15.4%，专用仪器仪表制造业投资增长 4.6%。制造业工业增加值大幅改善表明生产大幅上升，而制造业投资依旧低迷反映了企业家对未来预期并不乐观未扩大投资，印证了制造业工业增加值大幅改善并非由于需求上涨而是由于前期订单加工所致。**预计后期制造业投资形势依然严峻**。一方面，制造业中出口占比较大，外贸的不景气对我国的制造业形成较大的冲击，疫情在全球范围的扩散，使得 2020 年全球贸易受到严重冲击，5 月 13 日联合国贸发会议与多

个国际组织联合发布报告显示，受新冠肺炎大流行影响，第一季度全球贸易额下降 3%，报告预计第二季度全球贸易将环比下降 27%，外贸环境的不确定性会压制国内制造业投资。另一方面，国内的需求不足，叠加 PPI 通缩压力存在，压缩企业的利润空间，同样压制企业的投资热情，4 月长江商学院中国企业经营状况（BCI）企业投资前瞻指数较前值回落 5.8 个百分点至 44.6%，显示了民营企业投资信心不足。后期制造业投资增速降幅或将进一步收窄，但仍然保持低位运行。

图 4：固定资产投资增速（累计同比）



数据来源：Wind，联合资信整理

4. 消费继续回暖，“报复性”复苏不可期

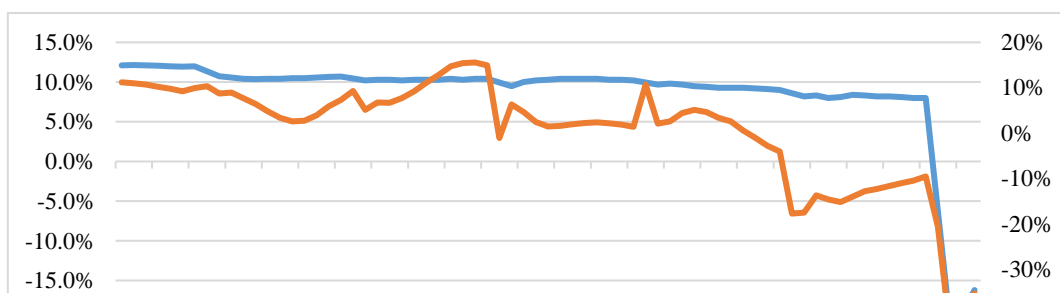
消费继续回暖，汽车消费贡献最大。1-4 月份，社会消费品零售总额 106758 亿元，同比名义下降 16.2%，降幅较一季度收窄 2.8 个百分点，除汽车以外的消费品零售额 97357 亿元，同比下降 15.5%。4 月当月，社会消费品零售总额当月同比名义下降 7.5%，较前值回升 8.3 个百分点，回升幅度较 3 月的 4.7 个百分点明显扩大，剔除汽车消费后同比名义下降 8.3%，降幅较 3 月收窄 7.3 个百分点；汽车类商品销售明显改善。面对疫情冲击，中央和地方出台多项政策措施，稳定和促进汽车消费，效果逐步显现。根据乘联会统计，4 月国内狭义乘用车市场销量同比下降 5.6%，高于去年同期值（-16.8%），较 3 月大幅反弹 34.8 个百分点，是消费继续回暖的主要力量。汽车消费的大幅度反弹主要推动因素是汽车的消费刺激政策，随着 4 月中旬后的车市销量逐步稳定，5 月车市已经进入后疫情时代，月度销量处于正常性季节波动状态；但同时不能忽略海外疫情的影响，虽然海外疫情逐步稳定，但全球经济短期内前景黯淡，4 月汽车零部件及底盘进口金额及数量同步下滑，且海外生产尚未完全恢复，进口零部件的供给状态尚未改善，产销恢复仍有隐忧。

从消费品类看，刚性消费依然保持强劲，可选消费相对疲弱。4 月份，限额以上单位粮油食品类商品零

零售额同比增长 18.2%，继续保持较快增长；饮料类和日用品类商品零售额同比分别增长 12.9% 和 8.3%，增速分别比 3 月份加快 6.6 和 8 个百分点；服装鞋帽同比降 18.5%，降幅虽有收窄，但依然保持负增长，房地产后周期消费品不景气，限额以上单位家用电器和音像器材类、家具类和建筑及装潢材料类商品零售额同比分别下降 8.5%、5.4% 和 5.8%。

短期看，消费在消费券等政策的刺激下，实现了快速的反弹，但长期看，**报复性消费不可期**：一方面，居民消费与居民收入保持较高的一致性，在经济下行、失业率上升，居民收入下行的压力下，居民边际消费倾向下降。2020 年一季度城镇居民人均可支配收入增速大幅下降至 0.5%（2019 年为 5%），4 月调查失业率为 6.0%，失业的增加叠加经济下行的预期，降低了居民对未来收入的预期，将压制消费的增长；另一方面在经历了**危机后，居民消费意愿下降，储蓄率普遍上升**。2008 年经济危机后，全球的储蓄率普遍升高，根据 IMF 统计的数据显示，2010 年世界平均储蓄率较 2009 年提升了 1.65 个百分点至 24.4%；欧盟储蓄率连续两年上升；我国 2010 年的储蓄率较 2008 年提升了 1.0 个百分点。最后疫情防控的常态化同样对消费产生抑制作用。据商务部监测，5 月 1 日-5 日，重点零售企业日均销售额比清明假期增长 32.1%，同比下降 6.7%；住宿、餐饮等生活服务，消费规模是去年同期 70% 左右，并未实现“报复性”消费。综合来看，疫情对居民产生的心理压力将会继续限制消费，后期消费的继续增长还需要政策的刺激，长期依然存在较大的压力。

图 5：社会零售总额及汽车销售增速



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_4914

