

数据恢复性特征明显

(一) 政策力度放缓 但结构持续改善

4月末社会融资规模存量为265.22万亿元，同比增长12%；新增社融规模达到30900亿元，同比大增84.92%，高于上月同比数据，但环比回落。从分项数据看，环比下降的原因在于新增人民币贷款和表外业务环比大跌。4月新增人民币贷款16200亿元，占比从59%继续回落到52%。其中，新增居民贷款和新增非金融企业贷款环比大幅减少，但同比依旧表现为多增。新增非银金融企业贷款为404亿元，转变为净增加。

从期限结构看，尽管中长期贷款环比继续下降，但占比继续回升。在居民户方面，主要表现为短期贷款环比下降明显，而中长期贷款环比增加。居民户中长期贷款占比从48%回升到61%；企业客户方面，中长期贷款占比也从47%提升到58%。居民户的中长期贷款回升有利于推动房地产销售的回升。贷款期限的改善也从一定程度上说明前期因缓解企业流动性而大举短期贷款的特别情形出现了缓解。

包括地方专项债在内的政府债券新增3357亿元，低于前值，也大大低于去年同期水平。1月到4月新增政府债券合计以达到19138亿元，去年同期为13891.35亿元。中债数据显示，4月共发行了政府债券7234亿元，其中，国债发行了4366.4亿元，地方政府债发行了2867.6亿元，4月地方政府债发行同比增加了26.51亿元。1到4月地方政府债同比增加了16.16%；国债同比增加了42.32%。尽管地方专项债在4月有所放缓，但国债发行在4月出现加快，而更加积极可为的财政政策有望进一步得到贯彻。财政部新近下达的一万一地方债计划在5月基本发行完毕。

4月，M2同比11.1%，较前值继续回升；M1报5.5%，比前值增加0.5个百分点。M1和M2的倒挂幅度从-5.1%扩大到-5.6%。从M1结构看，单位活期存款同比多增了22051.16亿元，环比少增了3328.08亿元；流通中货币为81500亿元，同比多增7534.24亿元。在M2结构中，各分项构成了正向效应的有财政存款有所减少，而非金融企业和非银金融机构存款增多。构成了负面效应的是居民存款的减少。从企业存款看，活期存款多增快于企业存款的多增，显示出企业流动性相对比较充足。

总体看，4月份的货币金融数据显示出更加灵活适度的货币政策正在配合更加积极可为的财政政策，正在对冲经济下行压力，得以积极贯彻之中。国务院总理李克强在十三届全国人大三次会议作政府工作报告中介绍，稳健的货币政策要更加灵活适度；综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年；创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。

图1：基础货币投放增速（%）

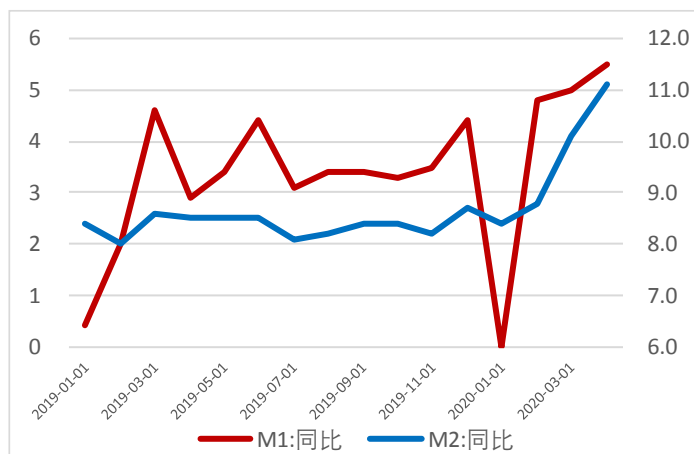


图2：社会融资规模和新人民币贷款

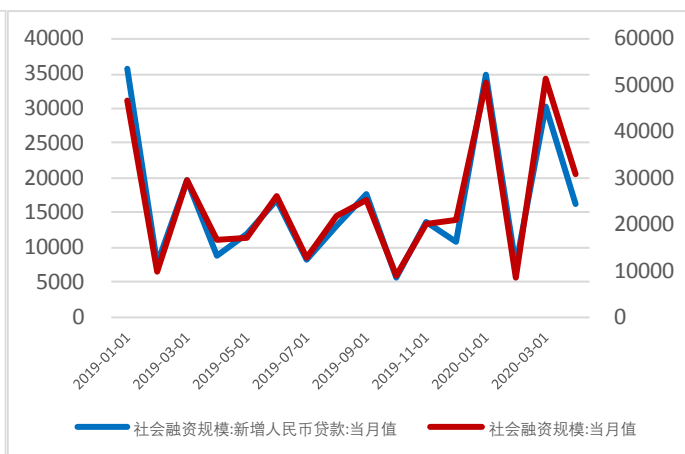


图3: 货币净投放 (亿元)

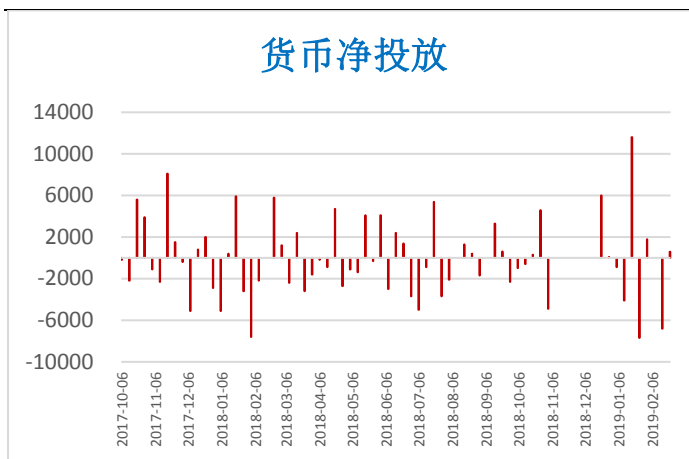
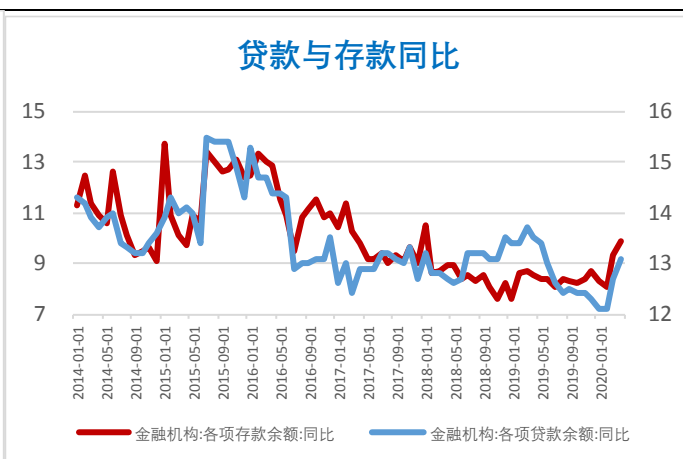


图4: 金融机构存贷款同比 (%)



资料来源: WIND 资讯 银河期货研究中心

(二) 4月制造业 PMI 如预期回落

4月制造业 PMI 报 50.8%，前值为 52%；非制造业 PMI 报 53.2%，前值为 52.3%；综合产出 PMI 报 54.4%，前值为 53%。财新数据也显示财新 PMI 重回收缩区。分项来看，虽然 4 月各项数据均处于下滑状态，但受疫情影响，新出口订单下降最为明显。而通过前期积压订单消化后，在手订单的下降和产成品库存的增加也对复工和生产构成了制约。

从生产 PMI 和新订单 PMI 的关系看，其差值从 2.1% 扩大到 3.5%，显示出在生产大力恢复的同时，需求面临的挑战。从新订单 PMI 和出口新订单的关系看，显示出口新订单 PMI 是拖累新订单 PMI 的重要因素，在疫情全球蔓延以及逆全球化的背景下，出口将持续面临巨大挑战。从大中小企业看，新订单 PMI 方面，仅仅小型企业有所回升。而在出口新订单方面，均出现大幅度回落，中小企业则更加明显。小型企业出口新订单 PMI 甚至低于 2 月数据，创历史低值，当然这是由于全球疫情爆发的时间晚于国内。从新订单 PMI 和产成品库存 PMI 关系看，4 月产成品库存 PMI 依旧处于高位，并较前值继续回升，新订单和产成品库存 PMI 的差值继续缩小到 0.9%。产成品库存 PMI 在高位不断抬升，对新订单 PMI 的回升起到了抑制作用。

图5: 制造业 PMI 分项数据

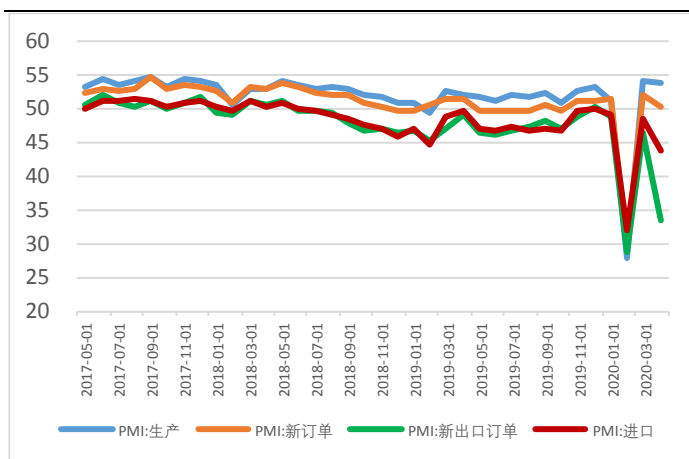
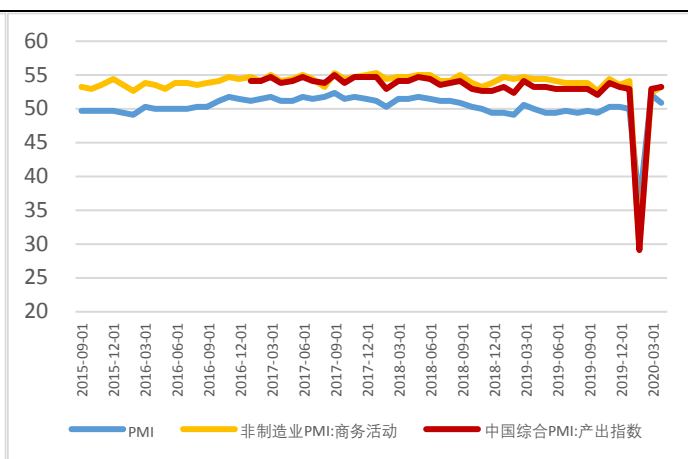


图6: PMI 数据 (制造业、非制造业和综合)



资料来源: WIND 资讯 银河期货研究中心

(三) CPI、PPI 进一步收缩

4 月 CPI 公布值为 3.3%，低于前值与市场预期；CPI 环比报 -0.9%，好于前值的为 -1.2%，但依然处于回落状态。PPI 同比报 -3.1%，PPI 环比为 -1.3%，均低于前值，表明 PPI 数据加速下滑。4 月物价的回落反映了疫情导致的全球经济的低迷，也反映了我国在控制包括猪价等价格方面的成就。同时，物价的回落也为实施更加灵活适度的货币政策提供了空间。

4 月因为油价跌幅加大和猪价回落，新涨价因素回落明显到 0.06%，创下 2002 年 3 月以来的历史新低。

食品价格中，猪价上涨 96.9%，前值为 116.4%。随着基数的提高，猪价同比总体呈现回落趋势。从生猪存栏与能繁母猪存栏看，依旧下跌，但跌幅继续收窄，特别是能繁母猪存栏跌幅大幅收窄。鲜菜和鲜果价格继续回落，蛋类价格回落。农产品批发价格 200 指数和寿光蔬菜指数在 2 月创下高点后，3 月以来回落明显，4 月继续大幅回落。但值得关注的是粮食和食用油出现上涨的趋向。与非食品 CPI 比较，食品 CPI 回落更为明显。

PPI 同比回落主要是因为生产资料 PPI 同比回落所致，生产资料 PPI 同比为-4.5%，较 3 月跌幅继续扩大，而生活资料 PPI 上涨了 0.9%，但涨幅回落。生产资料中，上游的原材料和采掘业继续大幅下滑，下游加工业跌幅也出现扩大。环比跌幅也十分明显，上游比下游继续出现更剧烈的下跌。

图7: CPI与PPI同比走势

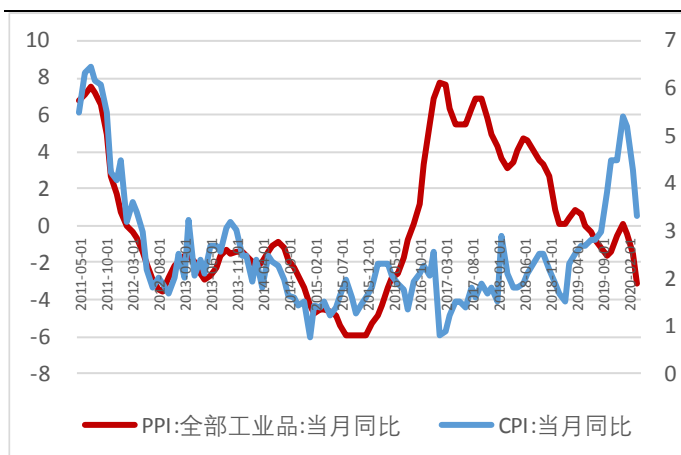
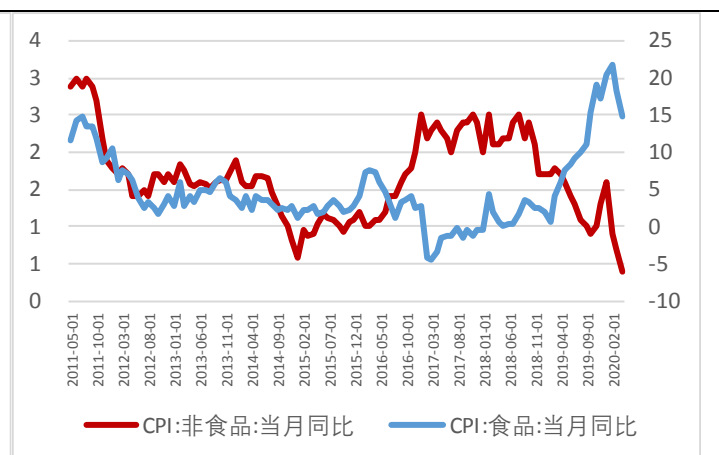


图8: CPI分项当月同比 (%)



资料来源:WIND 资讯 银河期货研究中心

(四) 工业增加值同比上涨 需求虽然不振但有所改善

4 月份规模以上工业增加值同比增长 3.9%，增速由负转正，明显高于市场预期的 1.8%；1—4 月份，固定资产投资同比下降 10.3%，降幅比一季度收窄 5.8 个百分点；4 月份社会消费品零售总额同比名义下降 7.5%，降幅比 3 月份收窄 8.3 个百分点。

和 3 月比较，专用设备、通用设备、电气机械、汽车、非金属矿造（水泥）、农副食品加工等行业改善明显。此外，和出口数据一致，计算机、通信和其他电子设备制造业增速保持高位。三大产业看，采矿业增加值同比增速比上月回落 3.9 个百分点；制造业增长以及电力、热力、燃气及水生产和供应业均大幅增强，有负转正。这或受基建项目升温，耐用消费和部分必需消费修复，以及政策导向及场景推动。

房地产投资累计同比继续回落，但依旧明显小于固定资产投资、基本建设、制造业等累计同比幅度，房地产投资累计同比下跌了 3.3%，明显小于固定资产累计同比 10.3% 的跌幅，更小于制造业和基本建设的 11.8% 与 10.8% 的跌幅。但制造业和基本建设累计同比 4 月跌幅收敛明显。房地产投资占固定资产投资比重今年以来持续回落，但是依旧处于比较高的比率。从数据来看，房地产投资数据边际改善，特别是土地供应面积和土地价格均有上升，住房不炒不是不要发展房地产市场，房地产在减缓经济下行压力、促进就业和保障民生方面是可以发挥一定作用的。

4 月名义社会消费品零售总额同比增速低于市场预期，但较前值有所缓和。其中餐饮增速虽然依然为负，但已经大幅回升，且未来改善空间依然较大。商品结构上看，烟酒、服装、化妆品、家用电器、家具、汽车等行业改善最明显。粮油食品、饮料、中西药品、通讯器材、文化办公用品继续维持较高的同比正增长，其中粮油食品 4 月同比 18.2%，略低于 3 月；通讯器材同比 12.2%，远好于前值。总体而言，食品饮料、日用品及可选中的药品（疫情）、办公用品（线上教育）与通讯器材（线上业态）保持坚挺；服装、烟酒及受到装修相关需求坚挺、各地汽车消费政策以及消费券等积极政策影响的汽车和地产相关消费改善明显。

与 1-2 月的“停摆期”不同，3-4 月“修复期”特征明显，后续数据可能会进一步上升，但存在隐忧。虽然上游工业生产的回升较快，但下游消费和出口的回升较为乏力，供需矛盾持续凸显。必选消费持续坚挺，非必需品尤其是奢侈品的消费依然是负增长，表明市场对经济表示担忧，缺乏购买热情。流动性虽有改善，但更多流入不缺钱的优质企业，但资质偏弱的企业借不到，政策有效发挥将受到一定限制。

图9：固定资产投资相关数据

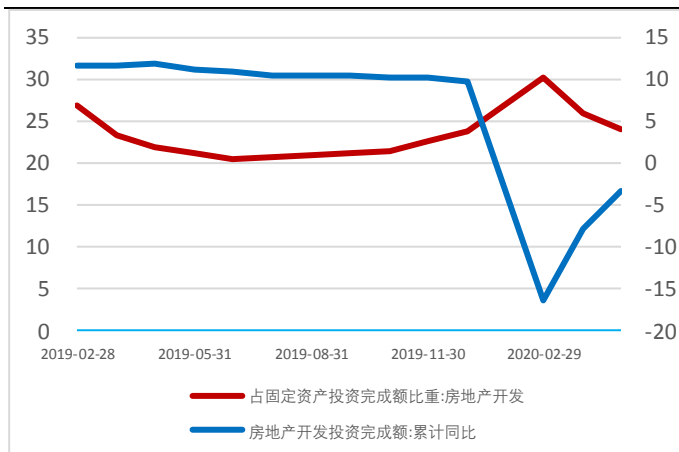
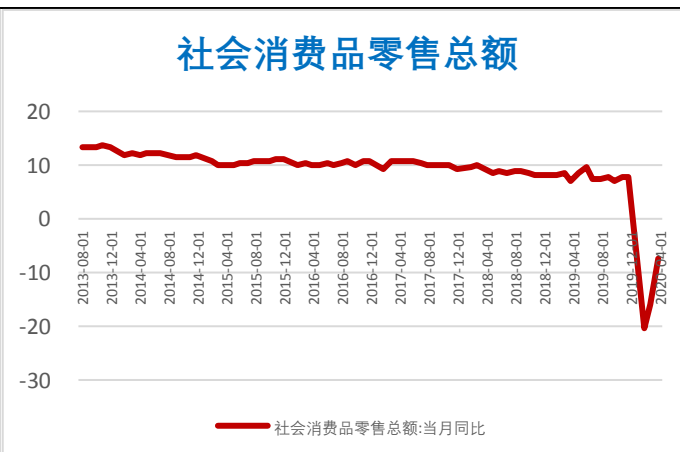


图10：消费品零售总额



资料来源:WIND 资讯 银河期货研究中心

免责声明

期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告的著作权属于银河期货有限公司。未经银河期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为银河期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于银河期货有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但银河期货有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且银河期货有限公司不保证所这些信

息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，银河期货有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与银河期货有限公司及本报告作者无关。

若有任何疑问，欢迎咨询！

万一菁

投资咨询从业证书号:Z0014392

E-mail:wanyijing_qh@chinastock.com.cn

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_4923

