



车轮上的修复

——2020 年 4 月经济数据点评

4 月经济较前月全面回暖，其中规模以上工业增加值当月同比 3.9% (前值-1.1%)；社会消费品零售总额当月同比-7.5% (前值-15.8%)；城镇固定资产投资额累计同比-10.3% (前值-16.1%)，其中基建投资同比-8.8% (前值-16.4%)，房地产投资同比-3.3% (前值-7.7%)，制造业投资同比-18.8% (前值-25.2%)。

一、生产：汽车产业链驱动生产由负转正

3 月规模以上工业增加值同比增速反弹 5pct 至 3.9%，超出预期 (1.8%)，一是受到汽车产业链的大力拉动；二是受到企业消化前期积压订单的支撑；三是海外需求推动防疫物资生产加速。

分三大产业看，制造业反弹最显著。4 月制造业增加值同比增长 5%，较前值提升 6.8pct；公用事业增加值较前值提升 1.8pct 至 0.2%；采矿业增加值同比较前值下滑 3.9pct 至 0.3%。

分行业看，汽车产业链是工业增加值修复的主要驱动。在多地区出台汽车消费政策的背景下，4 月汽车销售显著回暖。根据中汽协数据，4 月汽车销量 207 万辆，同比增加 4.4%，增速较前值大幅提升 47.7pct。4 月汽车制造业增加值同比由前值-22.4%大幅反弹 28.2pct 至 5.8%，相应地，汽车上游的专用设备、通用设备、橡胶制品、金属制品、电气机械及器材制造行业增加值同比增速较前值分别提升了 16.5pct、12.9pct、10.7pct、10.5pct、9.4pct。

目前来看，劳动力、原材料、物流等供给侧因素已不是工业生产面临的主要约束，需求的改善将决定未来工业生产进一步修复的程度。外需的拖累或在二季度有所显现。此外，需要关注汽车产业链回暖的可持续性。

二、投资：制造业投资连续大幅收缩

1-4 月全国城镇固定资产投资同比增速较前值回升 5.8pct 至 -10.3%，小幅弱于市场预期 (-10%)，主要受到制造业投资拖累。从单



月投资增速来看，据测算，4 月固定资产投资同比 0.7%（较前值提升 10.1pct）。

（1）房地产：需求释放、拿地加快

1-4 月房地产投资同比增速较前值提升 4.4pct。从单月投资增速来看，4 月房地产投资同比增长 7.0%（较前值提升 5.8pct）。

商品房销售继续回暖。1-4 月商品房销售面积同比-19.3%，较前值提升 7.0pct，销售金额同比-18.6%，较前值提升 6.1pct。

房企资金来源情况较上月有所改善。1-4 月开发商资金来源同比-10.4%，较前值提升 3.4pct。其中既受到销售回暖的影响，也受到融资环境改善的驱动。分结构看，国内贷款、销售回款、自筹资金等来源同比跌幅均有收窄。

资金来源改善支撑房企拿地意愿。1-4 月土地购置面积同比-12%，跌幅较前值收窄 10.6pct，土地成交价款累计同比 6.9%，较前值提升 25pct。

受复工驱动，开工和竣工面积同比跌幅收窄，施工面积同比增速稍有下滑。1-4 月新开工面积累计同比-18.4%，较前值提升 8.8pct，施工面积累计同比增长 2.5%，增速较前值下滑 0.1pct，竣工面积累计同比-14.5%，较前值提升 1.3pct。

房地产投资的韧性一是源自疫情期间被压制的购房需求逐步释放，二是由于开发商资金来源改善，三是受到部分热点城市土地出让增加支撑。

（2）基建：复工加快、资金支持

1-4 月基建投资同比增速较前值提升 7.6pct。从单月投资增速来看，据测算，4 月基建投资同比增长 4.8%（较前值提升 12.8pct）。

一方面受到基建项目复工节奏加快、大项目陆续施工影响，另一方面受到资金来源的支撑。疫情改善之下，基建项目 4 月复工进度显著加快；专项债额度提前下达，新增地方政府专项债 1-4 月发行规模 1.2 万亿，较去年同期增长 65%。

分行业看，电热燃水投资增速受到疫情的拖累相对有限，同比增速 7.6%，较前值提升 5.6pct；交运仓储同比-12.1%，较前值提升 8.6pct；水利环境同比-11.2%，较前值提升 7.3pct。

前瞻地看，随着基建项目资金使用效率提升和有效投资增加，基建投资增速有望继续反弹。结构上看，在政策支持下，5G 商用、数据中心、人工智能、物流、物联网等“新基建”的同比增速将以较快速度反弹。此外，城镇老旧小区改造、应急医疗救治、公共卫生、职业教育等投资项目也将对基建投资构成一定支撑。

（3）制造业：修复进度慢于预期

制造业投资同比较前值提升 6.4pct 至-18.8%，弱于市场预期。从单月投资增速来看，据测算，4 月制造业投资同比-6.7%（较前值收窄 13.9pct）。制造业投资同比持续收缩，主要有以下几方面因素：（1）企业利润大幅收缩，1-3 月工业企业利润同比大幅减少 36.7%，利润收缩对企业资本开支形成制约；（2）库存积压，3 月工业企业产成品库存同比大幅攀升至 14.9%，为 2014 年 10 月以来最大值，高库存抑制企业投资动力；（3）企业预期不乐观，二季度海外市场受疫情影响较大，海外经济迅速修复的难度较大，外需对未来我国出口的影响不可避免，企业对未来订单增长持悲观预期。

分行业看，出口相关行业投资额收缩幅度较大，纺织、交运设备、通用设备、电气机械及器材制造等行业投资金额同比跌幅均在 20%以上。而医药制造、黑色金属等与内需相关行业投资额同比跌幅相对较小。

前瞻地看，制造业投资的修复仍然不容乐观。从量上看，二季度外需受疫情影响更大，4 月制造业 PMI 新出口订单延续收缩态势。从价上看，4 月 PPI 通缩幅度进一步加深，未来 PPI 仍将面临通缩压力，企业利润增长将受到拖累。

三、消费：就业压力将制约消费修复节奏

4 月社会消费品零售总额同比较前值提升 8.3pct 至-7.5%，弱于市场预期（-7.0%），主要受石油价格大幅下跌影响。若不考虑到石油价格波动，则 4 月社零同比增速小幅高于市场预期。

可选消费同比出现显著反弹，但同比跌幅依旧较大。4 月家电音像、金银珠宝、家具、烟酒、化妆品销售额同比增速较前值均有明显反弹，但可选消费同比跌幅依旧较大，金银珠宝、家电音像、石油、服装等消费同比跌幅均在 8% 以上。

必选消费修复相对温和，但同比增速相对较高。4 月食品、药品、日用品销售额同比增速较前值反弹幅度较小甚至出现下滑，但同比增速较高，食品、饮料、日用品、药品同比增速均在 8% 以上。

网上消费增速继续回升，部分对冲了社零增长压力。1-4 月全国网上零售额超过 3 万亿元，同比增长 1.7%，增速较前值提升 2.5pct。

前瞻地看，未来需关注就业压力向消费的传导。一季度居民人均可支配收入同比增长 0.8%，较前值大幅回落 8.1pct，4 月以来就业压力有所加大，城镇调查失业率 6.0%（较 3 月高 0.1pct）。此外，如前所述，4 月汽车消费回暖或因购车需求延迟释放，可持续性仍然有待观察。

四、结论：关注需求端压力

总体来看，当前需求端恢复慢于生产端，需求成为未来经济修复的关键。若未来供需缺口进一步分化，企业将再次面临去库存压力，对生产造成压制。此外，若汽车产业链景气昙花一现，生产的修复也将受限。

未来经济修复压力主要来源于消费和制造业。4 月失业率意外走高、一季度居民收入同比增速大幅下滑，都对消费的修复构成压制，考虑到经济压力从企业部门向居民部门的传导，未来消费增长仍将承压。制造业方面，考虑到目前海外疫情形势仍严峻，海外市场需求不足，PPI 通缩背景下企业利润增长仍将承压，制造业企业投资意愿将持续受到拖累。

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_5051

