

日期：2020年05月18日



分析师： 陈彦利
Tel: 021-53686170
E-mail: chenyanli@shzq.com
SAC 证书编号: S0870517070002

报告编号：

相关报告：

经济持续恢复 生产率先转正

——2020年1-4月宏观数据点评

■ 主要观点：

经济持续恢复，生产率先转正

4月份，规模以上工业增加值同比实际增长3.9%，上月为下降1.1%，由负转正。随着复工复产的加快，工业生产明显进一步恢复，且大幅转正。三大产业均实现转正，而其中制造业本月恢复最快，采矿业有所回落。与上月相比，主要行业产值均实现转正。1-4月份固定资产投资同比下降10.3%，降幅收窄5.8个百分点。随着地方债的加快发行，第三批一万亿的专项债额度下发，并争取在5月发行完毕。基建投资在财政加码以及项目赶工刺激下有望进一步恢复。疫情冲击下，对制造业冲击较大，制造业投资降幅最大，但随着加大对受疫情影响的企业尤其是中小企业的政策扶持、金融救助，制造业投资也在逐步修复。房地产投资降幅收窄，并且表现仍然要好于整体投资。土地购置费用的增长以及施工保持，也将进一步推进房地产投资的回升以及转正。消费同比下降7.5%，降幅比上月收窄8.3个百分点。随着疫情得到有效控制，供给恢复，原本被疫情的消费需求也在逐步释放，各项消费均有所改善。整体来看，生产端较需求端恢复要快，工业生产已实现转正，正逐渐向正常水平恢复。4月份，全国城镇调查失业率为6%，比上月小幅上升0.1个百分点，表明当前就业压力仍在。

资本市场波动中向好

伴随国内经济逐渐企稳，海外经济虽受冲击较大，但资本市场在庞大的货币放松政策对冲下仍然稳固，并在渡过前期冲击后，走稳态势依旧。海内外疫情的变化带来的预期变化和货币政策操作框架变化，推动了中国利率期限结构下降，形状改善，信用风险缓释态势延续，市场平稳中趋于活跃；股市伴随通胀预期扭转和经济内生动力上行，趋向好转，分化延续、核心资产中科技主线突出。在全球主要经济体先后迈入负利率时代，中国供给侧改革重心“降成本”，在未来2年都将延续，2020年货币当局下调基准利率趋势不变，政策利率和存准率都会有下调，利率下行是长期趋势，短时调整但绝非拐点。

恢复趋势更加明了

4月的数据进一步改善，并且生产端已实现转正，其余数据降幅也在继续收窄。1季度经济受疫情冲击到底有多大，在现在已明了情况下，后续增长的态势也更趋明了。从复工复产等社会经济活动的情况来看，复工达产还有进一步的空间。从就业情况看，压力虽有，但社会容纳力完全可以承受疫情的冲击。就业作为“六稳”和“六保”的首位，要继续落实相关措施，稳住经济的同学也将温酒就业。政策应对方面，中国并无出台超常规措施，只是根据实际影响按原有政策基调和框架体系，出台了一些针对性的举措。前期出台的降准和再贷款、再贴现措施，仍然延续了支持中小企业和定向投放的政策框架。在投资促进和产业政策上，针对疫情冲击加大了对重点项目的支持力度，如税收减免和资产收费上。中国也将坚持以结构调整为核心的稳健政策基调，对中小企业的金融救助已受到疫情真实冲击的企业为标准。

事件：1-4 月实体经济数据公布

1. 工业生产转正

4月份，规模以上工业增加值同比实际增长3.9%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），上月为下降1.1%。从环比看，4月份，规模以上工业增加值比上月增长2.27%。1-4月份，规模以上工业增加值同比下降4.9%。

2. 固定资产投资继续修复

1-4月份，全国固定资产投资（不含农户）136824亿元，同比下降10.3%，降幅比1-3月份收窄5.8个百分点。其中，民间固定资产投资77365亿元，下降13.3%，降幅收窄5.5个百分点。从环比速度看，4月份固定资产投资（不含农户）增长6.19%。

3. 消费回暖

4月份，社会消费品零售总额28178亿元，同比下降7.5%（扣除价格因素实际下降9.1%，以下除特殊说明外均为名义增长），降幅比上月收窄8.3个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额25095亿元，下降8.3%。1-4月份，社会消费品零售总额106758亿元，同比名义下降16.2%。其中，除汽车以外的消费品零售额97357亿元，下降15.5%。

	实际值	上月值	去年同期
工业增加值（当月）	3.9	-1.1	5.4
固定资产投资（不含农户）	-10.3	-16.1	6.1
社会消费品零售（当月）	-7.5	-15.8	7.2

数据来源：路透、上海证券研究所

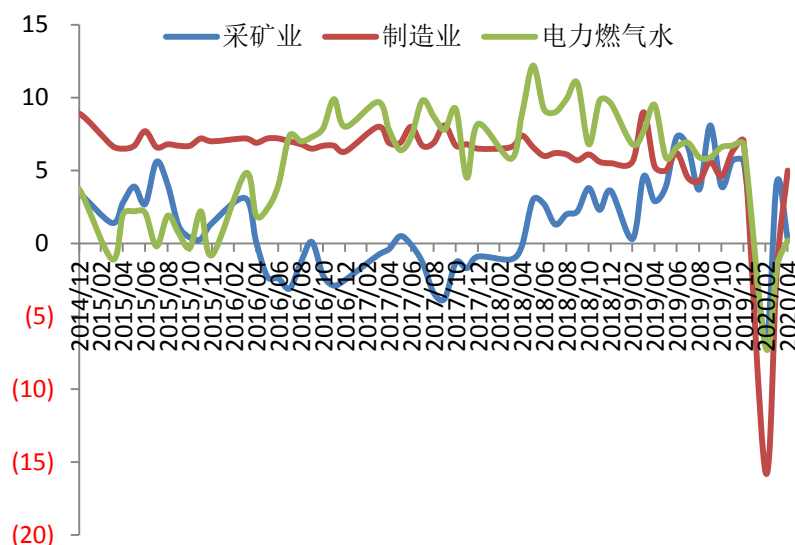
事件解析：数据特征和变动原因

1. 制造业加快恢复

4月份，规模以上工业增加值同比实际增长3.9%，上月为下降1.1%，由负转正。随着复工复产的加快，工业生产明显进一步恢复，且大幅转正。分三大门类看，4月份，采矿业增加值同比增长0.3%，增速比上月回落3.9个百分点；制造业增长5.0%，上月为下降1.8%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长0.2%，上月为下降1.6%。三大产业均实现转正，而其中制造业本月恢复最快，采矿业有所回落。从产量来看，原煤产量下滑或是导致采矿业生产放慢的主要因素，；而制造业中，高技术制造业和装备制造业恢复更快，光缆，挖掘、铲土运输机械，集成电路，工业机器人，微型计算机设备产量同比分别增长43.8%、40.8%、29.2%、26.6%、26.2%，汽车产量由负转

正，其他行业也均有一定程度的改善；公共事业中，天然气产量加速增长，发电量由负转正。

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%）

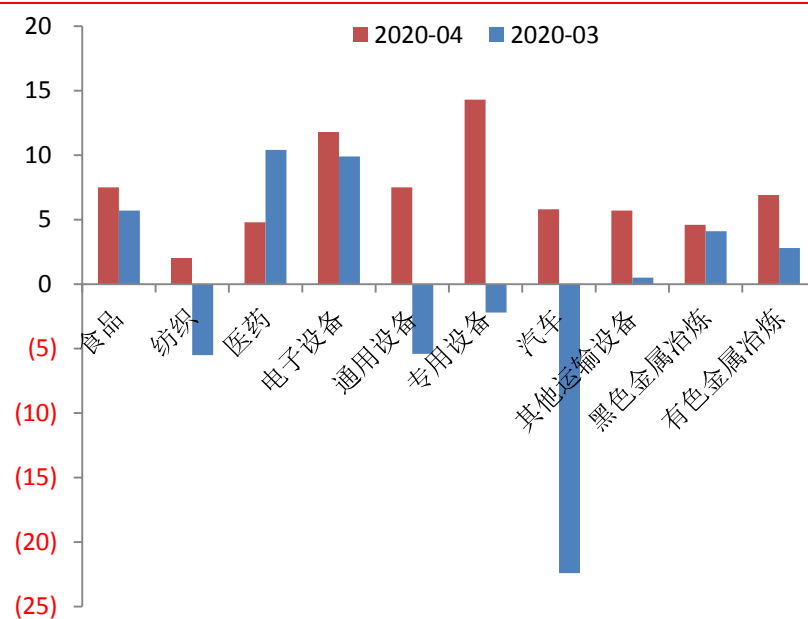


数据来源：wind，上海证券研究所

2.多数行业均实现转正

分行业看，4月份，41个大类行业中有28个行业增加值保持同比增长，而上月仅有16个行业保持增长。其中，农副食品加工业增长3.0%，纺织业增长2.0%，化学原料和化学制品制造业增长3.2%，非金属矿物制品业增长4.2%，黑色金属冶炼和压延加工业增长4.6%，有色金属冶炼和压延加工业增长6.9%，通用设备制造业增长7.5%，专用设备制造业增长14.3%，汽车制造业增长5.8%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长5.7%，电气机械和器材制造业增长9.0%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长11.8%，电力、热力生产和供应业下降0.2%。与上月相比，主要行业产值均实现转正，尤其是汽车行业在上月大幅负增(-22.4%)的情况下也实现正增长。

图 2: 主要行业工业增加值增速 (同比, %)



数据来源: wind, 上海证券研究所

3. 各项投资降幅收窄

1-4 月份, 全国固定资产投资 (不含农户) 136824 亿元, 同比下降 10.3%, 降幅比 1-3 月份收窄 5.8 个百分点。其中, 民间固定资产投资 77365 亿元, 下降 13.3%, 降幅收窄 5.5 个百分点。从环比速度看, 4 月份固定资产投资 (不含农户) 增长 6.19%。

第一产业投资 3102 亿元, 同比下降 5.4%, 降幅比 1-3 月份收窄 8.4 个百分点; 第二产业投资 40937 亿元, 下降 16.0%, 降幅收窄 5.9 个百分点; 第三产业投资 92785 亿元, 下降 7.8%, 降幅收窄 5.7 个百分点。

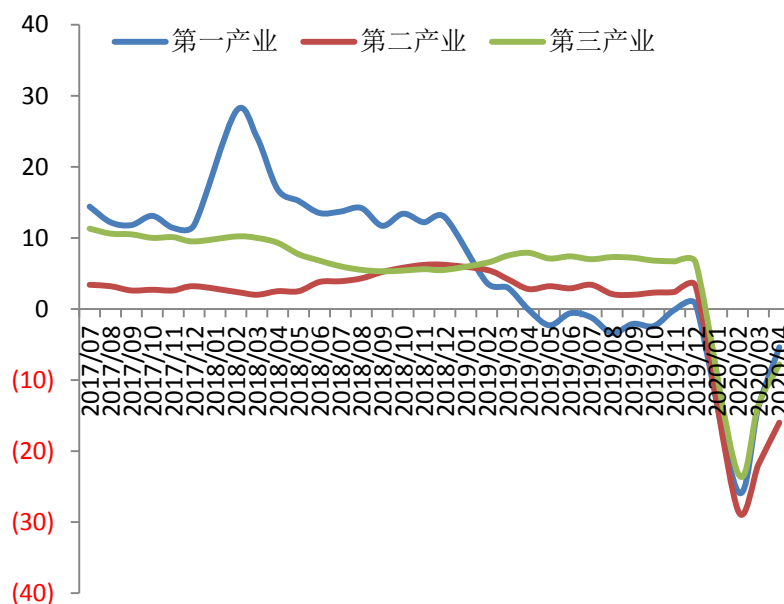
第二产业中, 工业投资同比下降 15.1%, 降幅比 1-3 月份收窄 6.0 个百分点。其中, 采矿业投资下降 9.2%, 降幅扩大 6.0 个百分点; 制造业投资下降 18.8%, 降幅收窄 6.4 个百分点; 电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长 7.6%, 增速提高 5.6 个百分点。

第三产业中, 基础设施投资 (不含电力、热力、燃气及水生产和供应业) 同比下降 11.8%, 降幅比 1-3 月份收窄 7.9 个百分点。其中, 水利管理业投资下降 6.0%, 降幅收窄 7.6 个百分点; 公共设施管理业投资下降 13.6%, 降幅收窄 6.9 个百分点; 道路运输业投资下降 9.4%, 降幅收窄 8.1 个百分点; 铁路运输业投资下降 16.1%, 降幅收窄 12.5 个百分点。

本月固定投资仍在继续修复, 降幅进一步收窄。基建投资同比下降 11.8%, 降幅比 1-3 月份收窄 7.9 个百分点。随着地方债的加快发行, 第三批一万亿的专项债额度下发, 并争取在 5 月发行完毕, 并且月底两会的召开也会明确今年专项债额度, 专项债的规模也有望进一步

步增加。地方债的发行有望扩大有效投资补短板，基建投资在财政加码刺激以及项目赶工下有望进一步恢复。制造业投资下降 18.8%，降幅收窄 6.4 个百分点。疫情冲击下，对制造业冲击较大，制造业投资降幅最大，但随着加大对受疫情影响的企业尤其是中小企业的政策扶持、金融救助，制造业投资也在逐步修复。从区域来看，各地区降幅均继续收窄。

图 3：固定资产投资完成额增速（累计同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

4. 拿地、施工支撑地产投资

1-4 月份，全国房地产开发投资 33103 亿元，同比下降 3.3%，降幅比 1-3 月份收窄 4.4 个百分点。其中，住宅投资 24238 亿元，下降 2.8%，降幅收窄 4.4 个百分点。

1-4 月份，房地产开发企业房屋施工面积 740568 万平方米，同比增长 2.5%，增速比 1-3 月份回落 0.1 个百分点。其中，住宅施工面积 521043 万平方米，增长 3.8%。房屋新开工面积 47768 万平方米，下降 18.4%，降幅收窄 8.8 个百分点。其中，住宅新开工面积 35248 万平方米，下降 18.7%。房屋竣工面积 19286 万平方米，下降 14.5%，降幅收窄 1.3 个百分点。其中，住宅竣工面积 13709 万平方米，下降 14.5%。

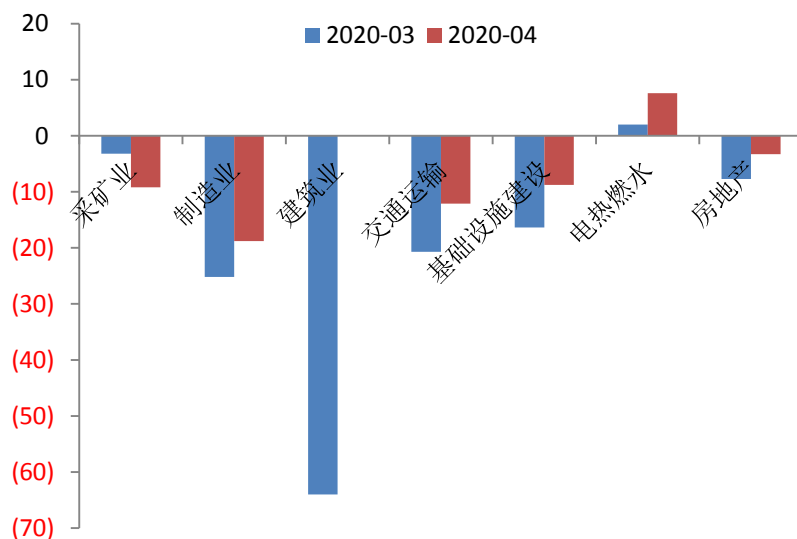
1-4 月份，房地产开发企业土地购置面积 3151 万平方米，同比下降 12.0%，降幅比 1-3 月份收窄 10.6 个百分点；土地成交价款 1699 亿元，增长 6.9%，1-3 月份为下降 18.1%。

1-4 月份，商品房销售面积 33973 万平方米，同比下降 19.3%，降幅比 1-3 月份收窄 7.0 个百分点。其中，住宅销售面积下降 18.7%，办公楼销售面积下降 32.0%，商业营业用房销售面积下降 29.1%。商品房销

售额31863亿元，下降18.6%，降幅比1-3月份收窄6.1个百分点。其中，住宅销售额下降16.5%，办公楼销售额下降37.5%，商业营业用房销售额下降34.5%。

房地产投资降幅收窄，并且表现仍然要好于整体投资。其中新开工、销售等数据均有所改善，而施工略有下滑，保持平稳。在疫情的冲击下，施工为正继续支撑了地产投资，使其在整体投资大幅下滑中表现中稍好，恢复也最快。值得关注的是，土地购置面积大幅收窄，土地成交款已率先转正，说明房企加快了拿地的节奏。土地购置费用的增长以及施工保持，也将进一步推进房地产投资的回升以及转正。货币政策报告中，央行仍坚持房住不炒，但未在提及因城施政，严调控意味升级，也是针对疫情期间各地蠢蠢欲动的放松政策的回应，地产放松的可能性下降，但进一步调控升级的可能性也不大，要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。

图 4：主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）



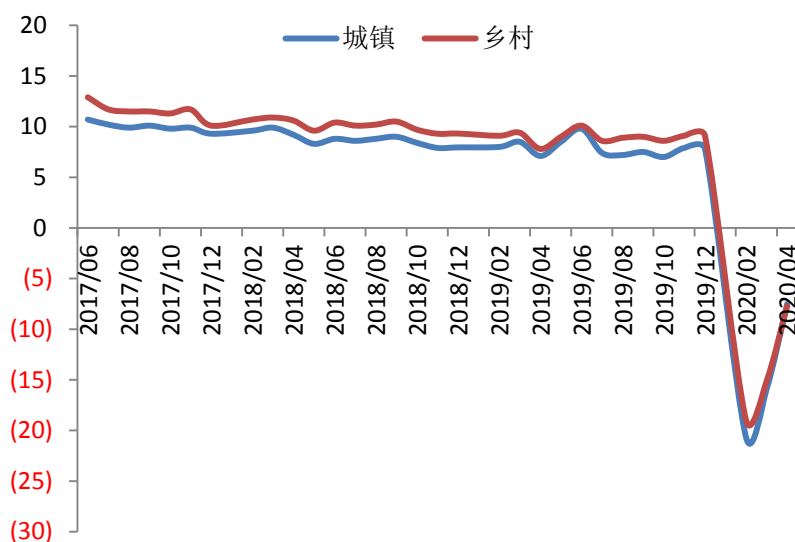
数据来源：wind，上海证券研究所

5. 消费回暖

4 月份，社会消费品零售总额 28178 亿元，同比下降 7.5%（扣除价格因素实际下降 9.1%，以下除特殊说明外均为名义增长），降幅比上月收窄 8.3 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 25095 亿元，下降 8.3%。1-4 月份，社会消费品零售总额 106758 亿元，同比名义下降 16.2%。其中，除汽车以外的消费品零售额 97357 亿元，下降 15.5%。按经营单位所在地分，4 月份，城镇消费品零售额 24558 亿元，同比下降 7.5%，降幅比上月收窄 8.4 个百分点；乡村消费品零售额 3620 亿元，下降 7.7%，降幅比上月收窄 7.4 个百分点。1-4 月份，城镇消费品零售额 92413 亿元，同比下降 16.3%；乡村消费

品零售额 14345 亿元，下降 15.4%。按消费类型分，4 月份，商品零售 25871 亿元，下降 4.6%，降幅比上月收窄 7.4 个百分点；餐饮收入 2307 亿元，同比下降 31.1%，降幅比上月收窄 15.7 个百分点。1-4 月份，商品零售 98425 亿元，下降 13.1%；餐饮收入 8333 亿元，同比下降 41.2%。

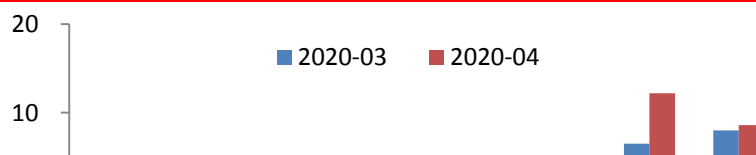
图 5：限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

随着疫情得到有效控制，供给恢复，原本被疫情的消费需求也在逐步释放，各项消费均有所改善，通讯器材、中西药品进一步增长。为释放消费潜力，近期已出台不少刺激消费政策（包括提振汽车消费政策），以及五一假期的刺激，消费有望进一步恢复。

图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%）



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_5099

