

需求不足的缺口谁来补？政府投资和公共消费有望发力

——4 月经济数据点评

宏观数据点评

2020 年 05 月 16 日

报告摘要：

● 需求不足压制工业生产回升斜率，上下游生产分化

生产超预期源自中小企业复工提速。社零虽有回升，但仍处于负区间，说明缺乏需求的生产可能进入“瓶颈期”，回升斜率放缓。原材料价格下滑抑制上游采矿业生产；制造业生产改善显著，但是工业出口交货值同比回落，与 4 月出口走势相悖，说明外需压力仍较大。

● 社零全面回升但不改疲软之势，地产后周期和汽车零售修复明显

餐饮收入继续疲软，与其具有替代的食品零售仍旧居高不下，线下消费修复仍需时间。4 月社零的最大亮点是地产后周期消费和汽车零售修复显著，汽车尤为突出。

● 固投低于预期源自需求的不确定性较大，产业升级方向不变

4 月制造业仍旧是主要拖累因素；基建回升速度最快；但是房地产投资却是表现最好的。高技术产业投资是最大亮点，显著好于整体水平。房地产新开工和竣工一升一降。

● 失业率二次抬头，警惕外需萎缩对就业的影响扩散

4 月失业率小幅回升和工时下滑，说明用工需求略显不足。这跟近期海外疫情持续蔓延导致的外需急剧收缩，出口企业新出口订单骤减是分不开的。

● 财政支出需双管齐下，防止生产与需求恶性循环

社会保障、消费券和补贴等财政消费性支出加大，可以促进主动需求释放；基建、新基建和科研投入等财政投资性支出加大，不仅可以以工代赈缓解就业压力，而且可以提高潜在增长率，促进产业升级。

● 风险提示：

疫情发展超预期，逆周期调节不及预期，全球经济加速放缓。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：wuyanyan@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

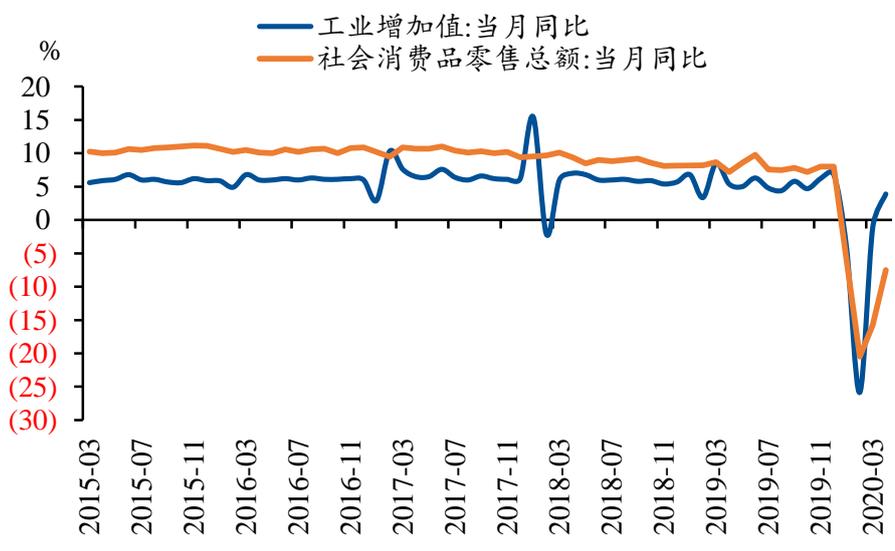
5月15日，国家统计局公布中国4月经济数据：

- (1) 规模以上工业增加值同比 3.9%，预期 1.8%，前值-1.1%；
- (2) 社会消费品零售总额同比-7.5%，预期-7%，前值-15.8%；
- (3) 固定资产投资累计同比-10.3%，预期-9.7%，前值-16.1%；
- (4) 基建投资（全口径）累计同比-16.4%，较上月回升 10.5 个百分点。
- (5) 房地产投资累计同比-3.3%，较上月回升 4.4 个百分点。

一、4月经济数据的四个重要信息

第一：生产超预期源自中小企业复工提速，生产和消费复苏斜率分化。4月工业增加值同比 3.9%，较上月回升 5 个百分点，高于市场预期（图 1）。其中，制造业增长 5.0%，私营企业和股份制企业分别增长 7.0%和 4.0%，构成主要驱动力。这一数据表现，与此前公布的 PMI 生产尤其是小企业生产较好相印证，都是源于 4 月中小企业复工进程提速。但是，生产回升斜率放缓，与 4 月高频数据指标接近。社零增速回升加快，但仍处于负区间，说明缺乏需求的生产可能进入“瓶颈期”。这与疫情下的经济复苏节奏一致：先是复工复产，然后开始需求修复。短期内，需求不足将继续制约生产积极性，工业增加值或呈抛物线式回升，难有大幅高于去年同期的表现，意味着经济复苏难以一蹴而就，“U”型反弹更为合理。

图 1：需求偏弱的情况下，工业生产增速恐难出现“M”型回升

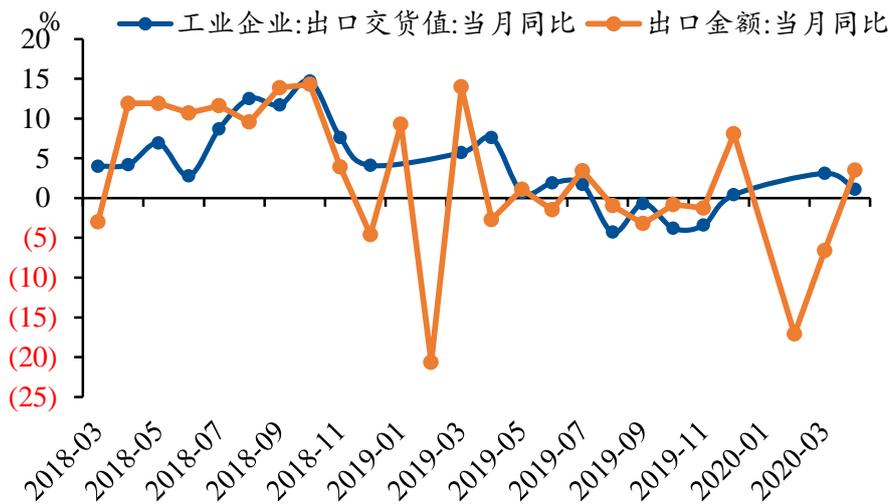


资料来源：Wind，民生证券研究院

工业上中下游复苏分化，出口交货值增速下滑是隐忧。4月采矿业生产同比下滑，而制造业各个行业增速明显修复，两者出现分化（图 2）。4月原材料价格仍处于下滑趋势，压缩采矿业企业的利润空间，是 4 月采矿业生产下滑的主要原因之一。相对的，原材料价格下降促进了原材料加工业的生产积极性，各项增速均高于 4%，形成拉动作用。受益于

建筑行业的高景气，设备需求预期向好提振设备制造业生产积极性，通用设备和专用设备增速较上月分别回升 12.9 和 16.5 个百分点。4 月汽车零售较上月大幅回升 22.6 个百分点，促使汽车生产增速回升 20.8 个百分点，说明只要有需求，生产就不会差。但是，4 月出口交货值同比较上月回落 2 个百分点至 1.1%，与 4 月出口额走势相悖，说明当前外需压力仍较大，稳外贸政策不能放松。

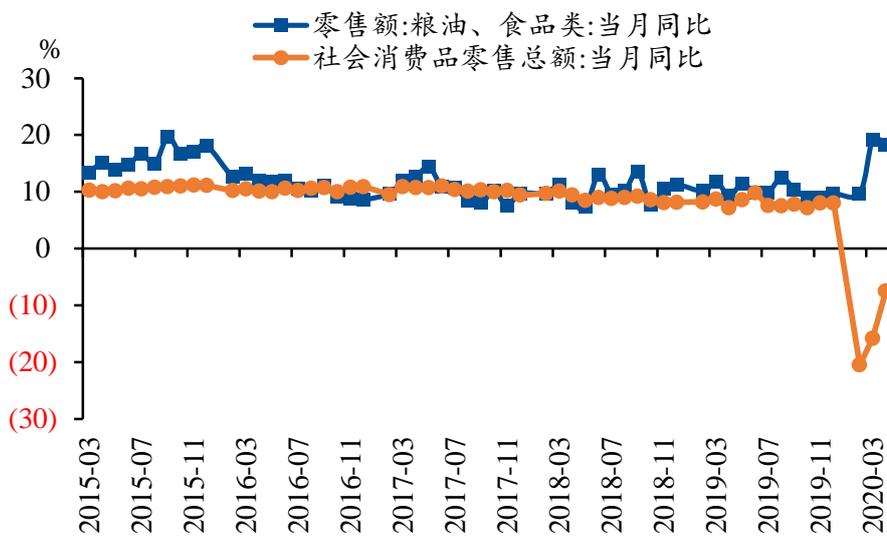
图 2：出口交货值同比回落，外需压力仍较大



资料来源：Wind，民生证券研究院

第二：社零全面回升但不改疲软之势，地产后周期和汽车零售修复明显。4 月社零增速较上月回升 8.3 个百分点至 -7.5%，不仅低于市场预期，而且仍处于负区间。分类来看，服装、金银珠宝和家用电器等可选消费增速仍处于负区间；餐饮收入继续大幅负增长，当月同比仅为 -31.1%；与其具有替代性的食品类零售同比增速依旧居高不下，说明线下消费仍需时间修复。4 月社零的最大亮点是地产后周期消费和汽车零售修复显著，汽车尤为突出。其中，家用电器和家具同比回升加速，建筑及装潢则略有放缓，可能与 4 月竣工面积单月同比回落有关。虽然 4 月汽车零售增速大幅回升 18.1 个百分点，但是汽车制造业投资增速回升较弱，车企扩充产能意愿不强，对未来需求的不确定性仍较为担忧。

图 3：必选消费代表食品类零售依然强势，线下消费修复仍需时间

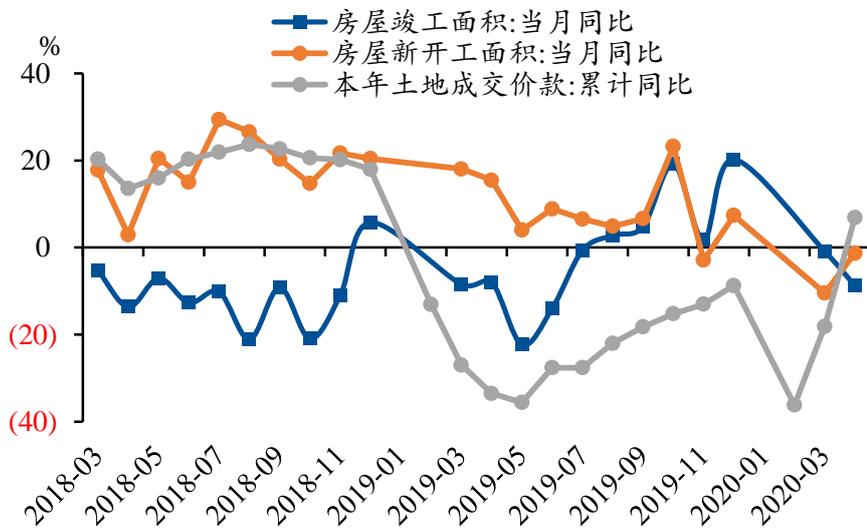


资料来源：Wind，民生证券研究院

第三：固投低于预期源自需求不足，产业升级方向不变。4月固投累计同比为-10.3%，较上月回升 8.3 个百分点，低于预期-9.7%。其中，制造业仍旧是主要拖累因素；基建回升速度最快，较上月回升近 6.8 个百分点；但是房地产投资却是表现最好的，累计同比为-3.3%，可能将率先转正。对于制造业投资来说，4月 PPI 降幅进一步扩大，加上制造业 PMI 新订单、在手订单和经营预期下滑，投资动力不足。结构亮点可能是未来一段时间内制造业投资的主要关注点。4月高技术产业累计同比较上月回升 9.1 个百分点至-3%，显著好于整体水平，反映我国产业升级方向明确，投资正在提速提质。

房地产新开工和竣工一升一降。4月房地产新开工面积当月同比-1.3%，较上月回升近 9 个百分点，同时伴随着土地成交价款累计增速年内首次转正；竣工面积当月同比录得-8.8%，较上月回落近 8 个百分点（图 4）。融资改善和销售增速修复是新开工面积回升的主要原因。从房地产资金来源来看，4月国内贷款、自筹资金和其他资金单月同比均有不同程度的回升。利率下滑推升了银行和债券市场对房地产的需求，同时也推动了部分购房需求。房价是房控政策的核心变量，如果房价不升，房地产投资回升并不会违背“房住不炒”原则。竣工增速虽有所下滑，但长期回升趋势并未改变，对于房地产后周期消费仍有支撑。

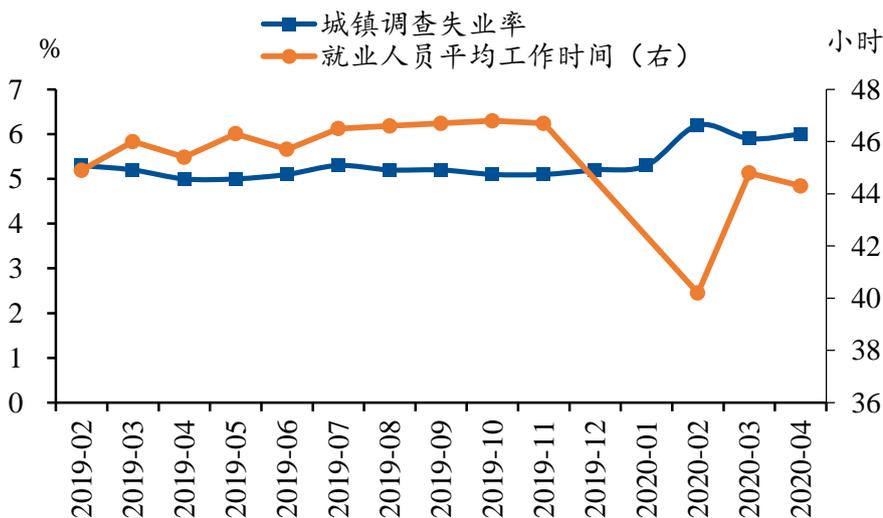
图 4：新开工和竣工出现分化，土地成交价款增速转正



资料来源：Wind，民生证券研究院

第四：失业率二次抬升，警惕外需萎缩对就业的影响扩散。4月，全国城镇调查失业率为6.0%，比3月份上升0.1个百分点，这是失业率在复工复产展开下的二次上升。不惟如此，4月全国企业就业人员周平均工作时间为44.3小时，比3月份减少0.5小时，均反映实体经济用工需求有所减弱(图5)。这跟近期海外疫情持续蔓延导致的外需急剧收缩，出口企业新出口订单骤减是分不开的。

图 5：失业率二次抬头，工时再次下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

二、财政支出需要双管齐下，防止生产与需求恶性循环

需求不足是当前最大问题。4月经济数据再次反映当前主动需求明显不足，可能已经出现抑制生产的迹象，加上失业率二次抬头，需要警惕“生产-裁员-需求”三者之间的恶性循环：需求不足导致生产积极性下滑，企业缩减支出减少用工需求量，收入下降进一步压制需求释放。在疫情和全球经济存在高度不确定性的情况下，主动需求难以释放，居民预防性储蓄倾向可能会逐渐加强。

财政消费性支出与投资性支出需要同时发力。在经历去杠杆之后，城镇居民存款余额增速和 M1 增速已经触底反弹，说明居民消费能力逐渐修复，空间已经打开。但是，不确定性因素可能会引发居民端“流动性陷阱”。因而，社会保障、消费券和商品补贴等财政消费性支出需要加大，进居民主动需求回升，并且可以起到针对性扶持产业的作用。另一方面，基建、新基建和科研教育等政府投资性支出可以以工代赈，缓解农民工和低收入者当前面临的困境，降低就业市场压力，同时也能够通过加大科研投入来促进产业升级和提高潜在增长率。特殊时期需要财政政策双管齐下，但不可走房地产短期刺激的老路，再次透支消费能力。

风险提示：

疫情发展超预期，逆周期调节不及预期，全球经济加速放缓。

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_5120

