

宏观经济观察 031：华为、两会和内循环

一周宏观动态

中国：4月经济没有爆发性消费，继续构建内循环。一轮周期的末端，无论是家庭消费还是企业投资都仍将是谨慎的，疫情下反而更为突出，复工两个月后经济数字仍表现疲弱即是印证。在4月“要素改革”之后，5月在“底线思维”下构建内循环的任务已经明确。尽管开启了金融支持大湾区的外循环阀门，但是“以我为主”之下“环保”和“扶贫”才是构建内循环的前哨。虚实之间，政策的着力点等待本周两会揭晓。

海外：关注信用风险释放路径，稳定不稳定的经济。货币上3月便通过超预期的提供了应对风险的弹药，“金融稳定报告”指出卫生事件恶化对于资产价格仍有冲击；财政上再次通过3万亿救助计划；外交上一方面延长了华为的临时许可，另一方面升级了制裁“要求采用美国技术和设备生产的芯片，也必须先经过美国同意才可出售给华为”。似乎风险资产又到了释放风险的时间窗口。

全球宏观定位

定位：3月资产市场大幅的调整即反馈了疫情冲击下的“底部”，随后的反弹反馈了改善的乐观。当前来看，需要注意的是这种改善面临的逆风——中美之间的对抗增强，以及疫情二次反弹的出现。货币的宽松对于信用的传导在周期末需要更长时间，因而杠杆将继续从私人部门向主权部门转移，经济周期料在二三季度进入探底阶段，等待企稳。

周期：（一）库存周期。疫情之下美国库存延续下行（2019年6月至今），同时疫情驱动非美库存在原来的“底部”被动上升后伴随着“报复性消费”证伪和外部冲击将迎来二次下行。（二）产能周期。面对停滞的经济活动，中美产能利用率均在一季度显著下降，体现在市场上是期限利差的陡峭化和商品的负价格。特朗普“强美元”的论述表明对风险转移的不满意，关注二次冲击对于产能再次调整的影响。

宏观策略

全球股票市场反弹上周趋缓，我们维持降低风险资产配置的判断。需要关注国外信用风险释放带来的市场调整风险；在出口压力下料强化内循环政策落地，对中期继续维持周期准备向上的宏观交易策略，配置来源于当前尾部冲击提供的空间；当前交易仍没有走出疫情，市场寄希望本周两会提振经济，但产能利用率回落背景下关注杠杆继续向主权部门转移。

风险点：疫情突然结束或显著改善

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

现实糟糕但好于预期

——宏观经济观察 030

2020-05-11

关注重启经济的问题

——宏观经济观察 029

2020-05-06

关注风险偏好的回落

——宏观经济观察 028

2020-04-27

中国提“六保”，美国欲复工

——宏观经济观察 027

2020-04-20

退回战术性防守

——宏观经济观察 026

2020-04-13

需求更差的一种假设

——宏观经济观察 025

2020-04-07

一周宏观数据

· 中国：2020 年 4 月金融统计数据报告

来源：人民银行

一、广义货币增长 11.1%，狭义货币增长 5.5%

4 月末，广义货币(M2)余额 209.35 万亿元，同比**增长 11.1%**，增速分别比上月末和上年同期高 1 个和 2.6 个百分点；狭义货币(M1)余额 57.02 万亿元，同比**增长 5.5%**，增速分别比上月末和上年同期高 0.5 个和 2.6 个百分点；流通中货币(M0)余额 8.15 万亿元，同比**增长 10.2%**。当月净回笼现金 1537 亿元。

评论：4 月金融指标继续表现为底部的反弹特征。

二、4 月份人民币贷款增加 1.7 万亿元，外币贷款增加 207 亿美元

4 月末，本外币贷款余额 167.79 万亿元，同比**增长 12.9%**。月末人民币贷款余额 161.91 万亿元，同比**增长 13.1%**，增速比上月末高 0.4 个百分点，比上年同期低 0.4 个百分点。

4 月份人民币贷款增加 1.7 万亿元，同比多增 6818 亿元。分部门看，住户部门贷款增加 6669 亿元，其中，短期贷款**增加 2280 亿元**，中长期贷款**增加 4389 亿元**；企（事）业单位贷款增加 9563 亿元，其中，短期贷款**减少 62 亿元**，中长期贷款**增加 5547 亿元**，票据融资**增加 3910 亿元**；非银行业金融机构贷款增加 404 亿元。

评论：资产端结构性特征表现为居民部门中长期信贷恢复（房贷），企业部门短期信贷减少，中长期信贷在财政扩张下增长（基建项目）。

4 月末，外币贷款余额 8331 亿美元，同比增长 1.6%。当月外币贷款增加 207 亿美元，同比多增 413 亿美元。

三、4 月份人民币存款增加 1.27 万亿元，外币存款减少 110 亿美元

4 月末，本外币存款余额 207.59 万亿元，同比**增长 9.7%**。月末人民币存款余额 202.26 万亿元，同比**增长 9.9%**，增速分别比上月末和上年同期高 0.6 个和 1.4 个百分点。

4 月份人民币存款增加 1.27 万亿元，同比**多增 1.01 万亿元**。其中，住户存款**减少 7996 亿元**，非金融企业存款**增加 1.17 万亿元**，财政性存款增加 529 亿元，非银行业金融机构存款增加 8571 亿元。

评论：负债端结构性特征表现为对居民部门负债减少（支出扩大，杠杆率上升），对企业部门负债增加（项目）。

4 月末，外币存款余额 7545 亿美元，同比下降 1.7%。当月外币存款减少 110 亿美元，同比多减 93 亿美元。

四、4 月份银行间人民币市场同业拆借和质押式债券回购月加权平均利率均为 1.11%

4 月份，银行间人民币市场以拆借、现券和回购方式合计成交 148.19 万亿元，日均成交 6.74 万亿元，日均成交同比**增长 42.6%**。其中，同业拆借日均成交同比**增长 26.1%**，现券日均成交同比**增长 44.7%**，质押式回购日均成交同比**增长 46%**。

4 月份同业拆借加权平均利率为 1.11%，分别比上月和上年同期**低 0.29 个和 1.32 个百分点**；质押式回购加权平均利率为 1.11%，分别比上月和上年同期**低 0.33 个和 1.35 个百分点**。

2020 年 4 月社会融资规模存量统计数据报告

初步统计，4 月末社会融资规模存量为 265.22 万亿元，同比**增长 12%**。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 160.45 万亿元，同比**增长 13.1%**；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 2.42 万亿元，同比增长 12.6%；委托贷款余额为 11.3 万亿元，同比**下降 6.1%**；信托贷款余额为 7.43 万亿元，同比**下降 5.8%**；未贴现的银行承兑汇票余额为 3.41 万亿元，同比**下降 14.1%**；企业债券余额为 26.07 万亿元，同比**增长 19.4%**；政府债券余额为 39.64 万亿元，同比**增长 15.2%**；非金融企业境内股票余额为 7.51 万亿元，同比**增长 6%**。

评论：融资结构的增速表现为：企业债券+19.4%>政府债券+15.2%>信贷+13.1%>股票+6%，而表外融资继续收缩：银承-14.1%<委托贷款-6.1%<信托贷款-5.8%。

评论：融资的占比结构表现为：表内上升，表外收缩。

从结构看，4 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 60.5%，同比**高 0.6 个百分点**；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比 0.9%，与上年同期持平；委托贷款余额占比 4.3%，同比**低 0.8 个百分点**；信托贷款余额占比 2.8%，同比**低 0.5 个百分点**；未贴现的银行承兑汇票余额占比 1.3%，同比**低 0.4 个百分点**；企业债券余额占比 9.8%，同比**高 0.6 个百分点**；政府债券余额占比 14.9%，同比**高 0.4 个百分点**；非金融企业境内股票余额占比 2.8%，同比**低 0.2 个百分点**。

注 1：社会融资规模存量是指一定时期末（月末、季末或年末）实体经济从金融体系获得的资金余额。数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 2：2019 年 12 月起，人民银行进一步完善社会融资规模统计，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标，指标数值为托管机构的托管面值；2019 年 9 月起，人民银行完善“社会融资规模”中的“企业债券”统计，将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标；2018 年 9 月起，人民银行将“地方政府专项债券”纳入社会融资规模统计；2018 年 7 月起，人民银行完善社会融资规模统计方法，将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入社会融资规模统计，在“其他融资”项下单独列示。

注 3：文内同比数据为可比口径。

2020 年 4 月社会融资规模增量统计数据报告

评论：融资 4 月增量的结构表现为：信贷多增>企业债多>股票多>委托贷款少减>信托贷款少增。

初步统计，2020 年 4 月社会融资规模增量为 3.09 万亿元，比上年同期**多 1.42 万亿元**。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.62 万亿元，同比**多增 7506 亿元**；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 910 亿元，同比多增 1240 亿元；委托贷款减少 579 亿元，同比**少减 618 亿元**；信托贷款增加 23 亿元，同比**少增 106 亿元**；未贴现的银行承兑汇票增加 577 亿元，同比**多增 934 亿元**；企业债券净融资 9015 亿元，同比**多 5066 亿元**；政府债券净融资 3357 亿元，同比**少 1076 亿元**；非金融企业境内股票融资 315 亿元，同比**多 53 亿元**。

注 1：社会融资规模增量是指一定时期内实体经济从金融体系获得的资金额。数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 2：2019 年 12 月起，人民银行进一步完善社会融资规模统计，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标，指标数值为托管机构的托管面值；2019 年 9 月起，人民银行完善“社会融资规模”中的“企业债券”统计，将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标；2018 年 9 月起，人民银行将“地方政府专项债券”纳入社会融资规模统计；2018 年 7 月起，人民银行完善社会融资规模统计方法，将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入社会融资规模统计，在“其他融资”项下单独列示。

注 3：文内同比数据为可比口径。

· 中国：4 月份国民经济运行继续改善 主要指标呈现积极变化

来源：统计局

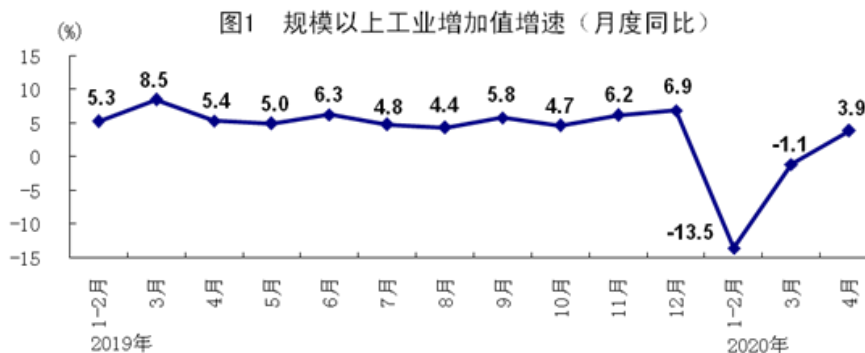
4 月份，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，全国上下统筹推进疫情防控和经济社会发展，国内疫情防控向好态势持续巩固，复工复产复市扎实推进，**生产需求**逐步好转，**基础产业**支撑有力，**市场预期**总体稳定，**新动能**逆势增长，**经济活跃度**提升，主要指标延续了 3 月份以来恢复改善势头。

一、工业生产由减转增，制造业增速回升明显

评论：4 月增加值转正，但同比增速依然较弱。尽管如此，我们注意到私营企业、制造业这两个小类的改善程度较高。

4 月份，全国规模以上工业增加值同比**增长 3.9%**，3 月份为下降 1.1%；环比增长 2.27%。1-4 月份，全国规模以上工业增加值同比**下降 4.9%**，降幅比 1-3 月份收窄 3.5 个百分点。4 月份，分经济类型看，国有控股企业增加值增长 0.5%；股份制企业增长 4.0%，外商及港澳台商投资企业增长 3.9%；私营企业**增长 7.0%**。分三大门类看，采矿业增加值增长 0.3%；制造业**增长 5.0%**，3 月份为下降 1.8%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 0.2%。高技术

制造业和装备制造业增长较快。4 月份,高技术制造业和装备制造业增加值分别**增长 10.5% 和 9.3%**,快于规模以上工业 6.6 和 5.4 个百分点。从产品产量看,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%。



二、服务业降幅收窄,现代服务业增势较好

4 月份,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。1-4 月份,服务业生产指数同比**下降 9.9%**,降幅比 1-3 月份收窄 1.8 个百分点。从主要行业看,4 月份,信息传输、软件和信息技术服务业,金融业,房地产业同比分别**增长 5.2%、4.4%、1.1%**;交通运输、仓储和邮政业,批发和零售业,住宿和餐饮业同比分别**下降 5.0%、6.6%、33.7%**,降幅比 3 月份分别收窄 9.7、8.1、15.4 个百分点。1-3 月份,规模以上服务业企业营业收入同比下降 11.5%,其中信息传输、软件和信息技术服务业增长 4.0%。4 月份,服务业商务活动指数为 52.1%,比 3 月份**上升 0.3 个百分点**。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%。服务业新订单指数为 51.9%,比 3 月份上升 2.6 个百分点;业务活动预期指数为 59.2%,上升 2.4 个百分点。

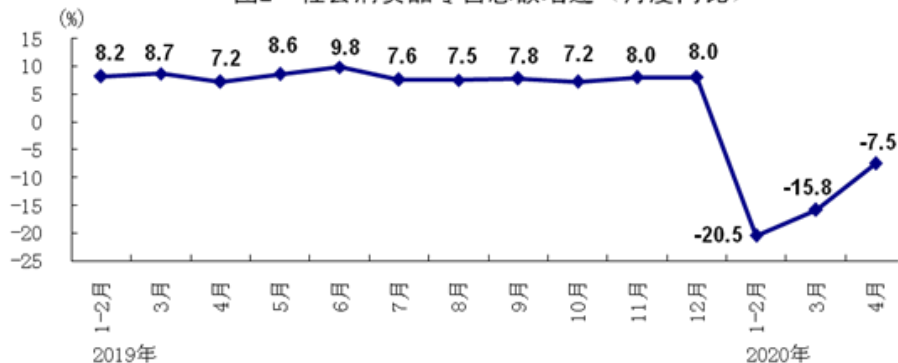
三、市场销售有所回暖,实物商品网上零售占比持续提高

4 月份,社会消费品零售总额 28178 亿元,同比**下降 7.5%**,降幅比 3 月份收窄 8.3 个百分点;环比增长 0.32%。1-4 月份,社会消费品零售总额 106758 亿元,同比**下降 16.2%**,降幅比 1-3 月份收窄 2.8 个百分点。4 月份,按经营单位所在地分,城镇消费品零售额 24558 亿元,同比下降 7.5%;乡村消费品零售额 3620 亿元,下降 7.7%。按消费类型分,餐饮收入 2307 亿元,**下降 31.1%**;商品零售 25871 亿元,下降 4.6%。基本生活类商品较快增长,4 月份,限额以上单位商品零售额中,粮油食品类和饮料类同比分别**增长 18.2%和 12.9%**。消费升级类商品销售改善,4 月份,通讯器材类和文化办公用品类分别**增长 12.2%和 6.5%**,比 3 月份分别加快 5.7 和 0.4 个百分点。网上零售较为活跃,1-4 月份,全国网上零售额 30698 亿元,同比增长 1.7%,1-3 月份为下降 0.8%;其中,实物商品网上零售额增长 8.6%,比 1-3 月份加快 2.7 个百分点,占社会消费品零售总额的比重为 24.1%,比 1-3 月份提高 0.5 个百分点。

评论: 虽然降幅收窄,但是服务业和消费依然相对较弱。正增长靠前的为信息(+5.2%)、金融(+4.4%)和地产(+1.1%),负增长靠前的为交运(-5.0%)、批发零售(-6.6%)和住宿餐饮(-33.7%),显示出中小企业就业压力仍很大。

评论: 社零消费仍为负增长,主要表现为餐饮压力,和服务业指数对应。从消费结构来看,必需消费品依然占据主要增长类别。

图2 社会消费品零售总额增速（月度同比）

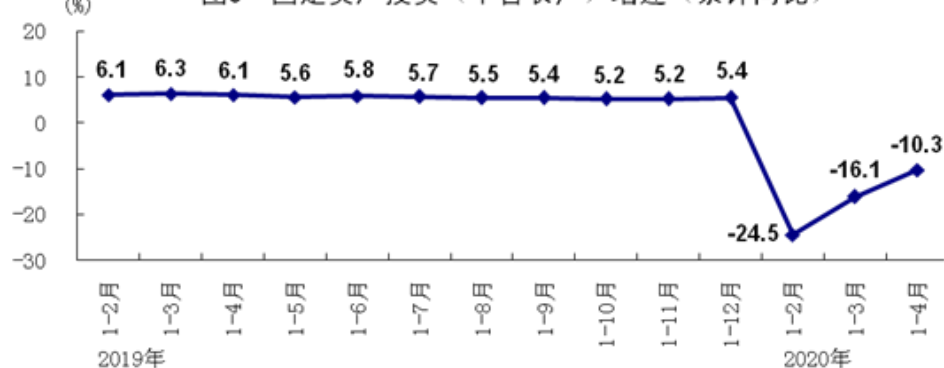


四、固定资产投资好转，高技术产业投资降幅明显收窄

评论：地产投资（-3.3%）降幅在4月依然小于基建（-11.8%）和制造业投资（-18.8%）。从4月的社融数据对比来看，企业仍在储存经济过冬的现金流，但是财政发力将对基建投资带来改善。但是，从地产下游来看，销售下降 19.3%意味着需求仍未好转。

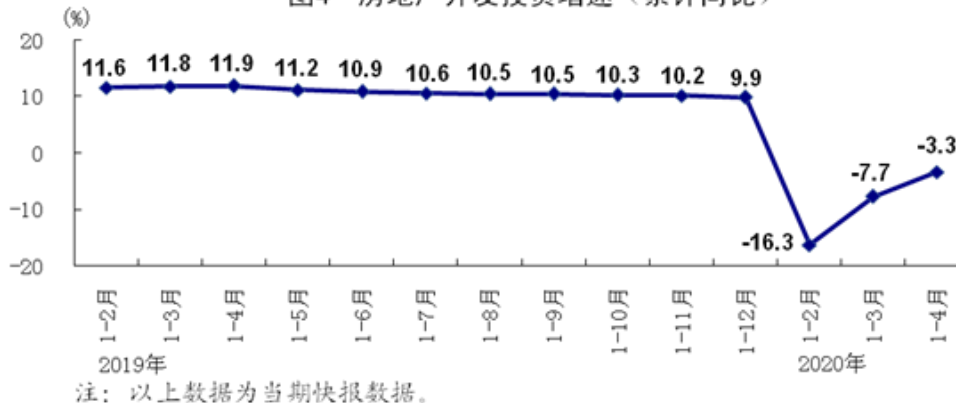
1-4 月份，全国固定资产投资（不含农户）136824 亿元，同比**下降 10.3%**，降幅比 1-3 月份收窄 5.8 个百分点；4 月份环比**增长 6.19%**。分领域看，基础设施投资同比**下降 11.8%**，制造业投资**下降 18.8%**，房地产开发投资**下降 3.3%**，降幅分别比 1-3 月份收窄 7.9、6.4、4.4 个百分点。全国商品房销售面积 33973 万平方米，**下降 19.3%**；商品房销售额 31863 亿元，**下降 18.6%**，降幅分别比 1-3 月份收窄 7.0 和 6.1 个百分点。分产业看，第一产业投资下降 5.4%，第二产业投资下降 16.0%，第三产业投资下降 7.8%，降幅分别比 1-3 月份收窄 8.4、5.9、5.7 个百分点。高技术产业投资**下降 3.0%**，降幅小于全部投资 7.3 个百分点，比 1-3 月份收窄 9.1 个百分点；其中，高技术制造业和高技术服务业投资分别下降 3.6%和 1.7%。高技术制造业中，计算机及办公设备制造投资**增长 15.4%**。高技术服务业中，科技成果转化服务、电子商务服务、专业技术服务投资分别**增长 28.0%、25.6%、12.5%**。社会领域投资下降 3.1%，比 1-3 月份收窄 5.7 个百分点；其中，卫生、教育领域投资同比增速由负转正，分别**增长 4.7%、2.9%**。

图3 固定资产投资（不含农户）增速（累计同比）



注：以上数据为当期快报数据。

图4 房地产开发投资增速（累计同比）

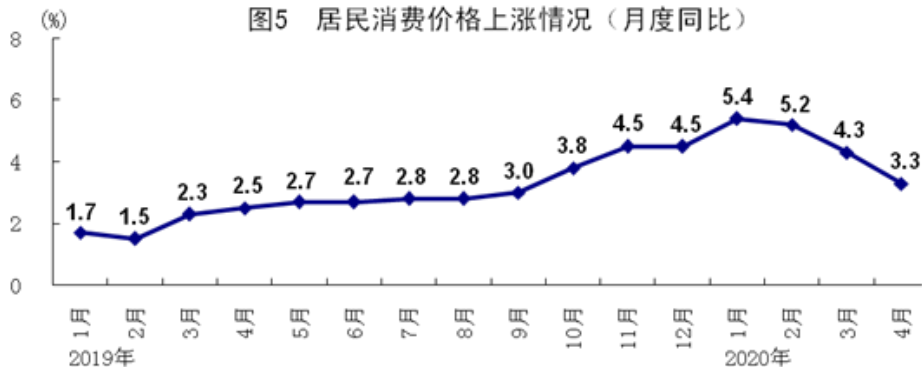


五、居民消费价格涨幅持续回落，工业生产者出厂价格降幅扩大

评论： CPI 的快速回落，以及下半年翘尾效应的转负，市场在需求悲观下增加了通缩担忧。对于利率，在专项债供给压力定价后，仍存在回落空间。

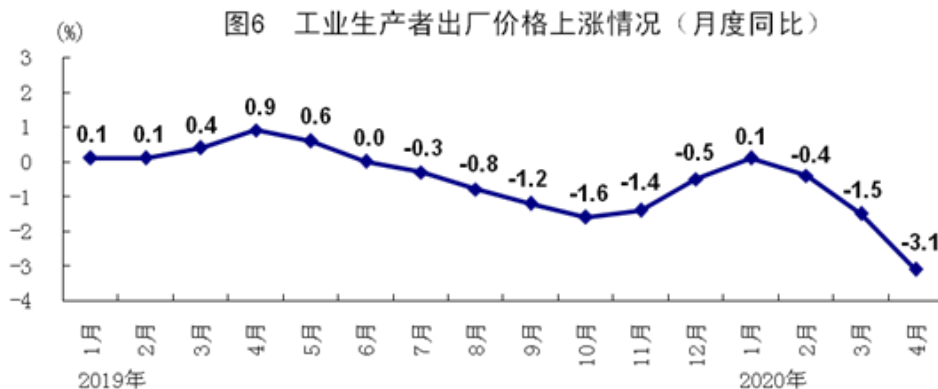
4 月份，全国居民消费价格同比上涨 3.3%，涨幅比 3 月份回落 1.0 个百分点；环比下降 0.9%。1-4 月份，全国居民消费价格同比上涨 4.5%。分类别看，4 月份，食品烟酒价格同比上涨 11.3%，衣着下降 0.4%，居住下降 0.3%，生活用品及服务上涨 0.1%，交通和通信下降 4.9%，教育文化和娱乐上涨 2.0%，医疗保健上涨 2.2%，其他用品和服务上涨 4.8%。在食品烟酒价格中，粮食上涨 1.2%，鲜菜下降 3.7%，猪肉上涨 96.9%，鲜果下降 10.5%。扣除食品和能源价格后的核心 CPI 上涨 1.1%，涨幅比 3 月份回落 0.1 个百分点。

图5 居民消费价格上涨情况（月度同比）



评论： PPI 的回落对于企业的压力更大，CPI-PPI 的裂口未见收敛也显示出产业链利润没有开启正向传导。

4 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 3.1%，降幅比 3 月份扩大 1.6 个百分点；环比下降 1.3%。工业生产者购进价格同比下降 3.8%，环比下降 2.3%。1-4 月份，全国工业生产者出厂价格和工业生产者购进价格同比分别下降 1.2% 和 1.5%。



六、全国城镇调查失业率略有上升，主要群体就业总体稳定

1-4 月份，全国城镇新增就业 354 万人，与上年同期相比少增 105 万人。4 月份，全国城镇调查 **失业率为 6.0%**，比 3 月份上升 0.1 个百分点；其中 16-24 岁人口、25-59 岁人口调查失业率分别为 **13.8%**、**5.5%**，分别比 3 月份高 0.5、0.1 个百分点。31 个大城市城镇调查失业率为 5.8%，比 3 月份上升 0.1 个百分点。4 月份，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**。

评论：就业问题依然是“六保”重点。一方面是从消费端刺激改善餐饮、零售的大量中小企业就业；另一方面是通过扩招和再培训降低就业压力。

七、货物出口同比增长，贸易结构继续优化

4 月份，货物进出口总额 24966 亿元，同比 **下降 0.7%**，降幅比 3 月份收窄 0.1 个百分点。其中，出口 14074 亿元，**增长 8.2%**，3 月份为下降 3.5%；进口 10892 亿元，下降 10.2%。进出口相抵，贸易顺差 3181 亿元。1-4 月份，货物进出口总额 90713 亿元，同比下降 4.9%。其中，出口 47435 亿元，下降 6.4%；进口 43278 亿元，下降 3.2%。贸易方式结构继续优化。1-4 月份，一般贸易进出口占进出口总额的比重为 59.8%，比上年同期 **提高 0.2 个百分点**。民营企业进出口占进出口总额的比重为 43.2%，比上年同期提高 2.3 个百分点。

评论：贸易是大国博弈中全球利益再分配的显性环节。对澳洲进口的限制，进口转向了美国。“外部环境长期恶化准备”的底线思维下，无论是刺激还是转型的重点依然是国内和国内市场。

总的来看，4 月份主要经济指标有所改善，我国经济运行正逐步向常态化复苏。同时也要看到，当前境外疫情仍在扩散蔓延，国内经济稳定复苏仍面临诸多挑战。面对复杂局面，要以

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_5132

