

预期中的经济回暖 ——4月经济数据点评

基本结论

- **事件：**统计局5月15日公布，4月份，规模以上工业增加值同比上涨3.9%，前值为-1.1%；1-4月累计，全国固定资产投资同比下降10.3%，前值-16.1%；4月份社会消费品零售总额同比下降7.5%，前值-15.8%。我们点评如下：
- 随着国内疫情控制，企业基本全面复工复产，工业生产、投资、消费较一季度均有明显的回升。工业增加值增速转正，与PMI走势较为一致；固定资产投资方面，地产和基建单月增速回正，预计后期在土地购置费和建安费的带动下，地产投资有望继续保持韧性，基建投资也将受益于专项债等资金来源的支持，后续将会持续回升，但受到企业盈利和外需不确定性的影响，制造业投资仍较低迷；必选消费保持稳定，可选消费降幅收窄，4月社零数据有所改善，网络零售成为亮点。随着社会经济生活恢复正常，预计5月经济数据会进一步改善。
- 5月经济基本面有几方面值得关注：
 - (1) 基建回升的力度：考虑第三批1万亿元专项债额度下发且要求力争5月发完，加上特别国债有望在“两会”前后发行，5月基建投资增速会得到进一步提高。
 - (2) 社融可能仍然很高：3、4月新增社融规模超市场预期，考虑到1万亿元专项债额度和即将发行的特别国债，加上央行通过各项工具、政策引导LPR利率下行，降低实体经济融资成本，信贷需求也不弱，社融仍可能维持较大规模。
 - (3) 外需不确定性较高：4月出口得到改善，但更多是由抗疫物资和复工复产完成年初积压订单拉动的，持续性尚待观察。考虑到海外疫情反复性、复工复产速度等不确定性因素，5月外需有较大的不确定性。
 - (4) 通缩压力：CPI、PPI自今年2月以来持续走低，通缩压力加剧。加上猪肉供给改善、鲜菜蔬果季节性因素将会带动CPI进一步走低，通缩压力显现。
- 在一季度经济受到疫情影响大幅下跌之后，4月份的经济数据回升基本符合预期。考虑到1-4月天量社融表示实体经济融资环境宽松，前期的融资会体现在后期的经济恢复中，第二季度的经济数据应该会持续改善。而5、6月份利率债供给高峰的到来，也可能对资金面产生阶段性的扰动，近期基本面对债市并非十分有利。在流动性整体宽松的情况下，短端利率中枢会保持相对平稳，长端利率中枢可能会随着经济数据的改善而加大波动，建议谨慎拉长久期。
- **风险提示：**海外疫情继续恶化，全球性经济危机，货币政策收紧。

周岳

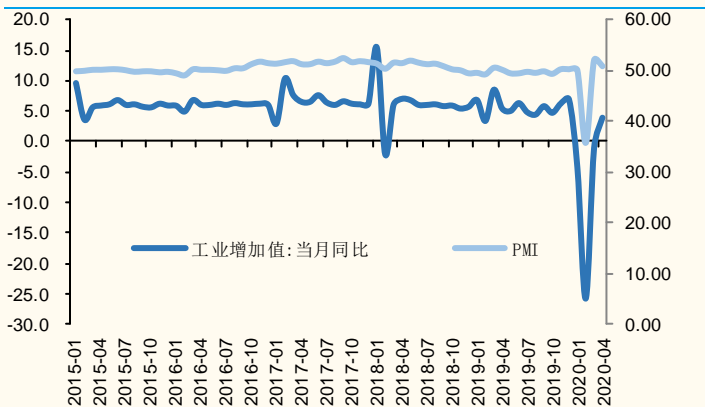
分析师 SAC 执业编号：S1130518120001
zhouyue1@gjzq.com.cn

事件：统计局 5 月 15 日公布，4 月份，规模以上工业增加值同比上涨 3.9%，前值为-1.1%；1-4 月累计，全国固定资产投资同比下降 10.3%，前值-16.1%；4 月份社会消费品零售总额同比下降 7.5%，前值-15.8%。我们点评如下：

1、全面复工复产，4 月工业增速转正

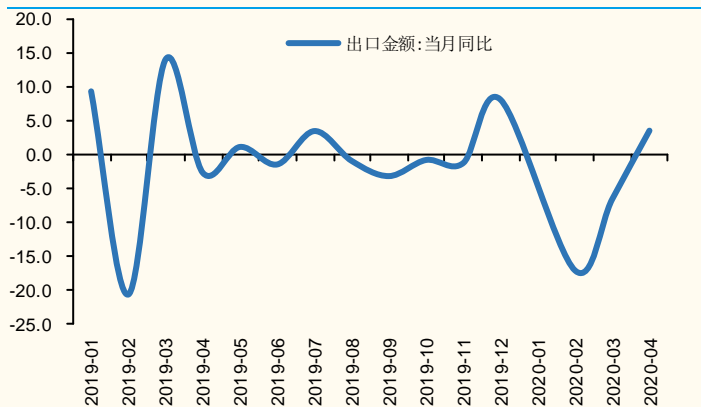
4 月份工业增加值同比上涨 3.9%，比 3 月回升 5 个百分点，和 4 月份 PMI 走势一致（4 月 PMI 继续位于荣枯线之上）。当月同比增速转正主要因为 4 月全国企业基本全面复工，截至 3 月 28 日，全国规模以上工业企业平均开工率为 98.6%¹，截止 4 月 15 日，全国中小企业复工率为 84%²，全面复工叠加出口改善超预期（4 月出口金额同比增长 3.5%，前值-6.6%）带动工业增加值同比增速回正。从高频数据来看，6 大发电集团 4 月日均耗煤量已经回升至 55.39 万吨，达到去年同期的 87%；高炉开工率持续回升，已经和去年同期持平，工业生产正在逐步恢复。

图表 1：工业增加值与 PMI 走势 (%)



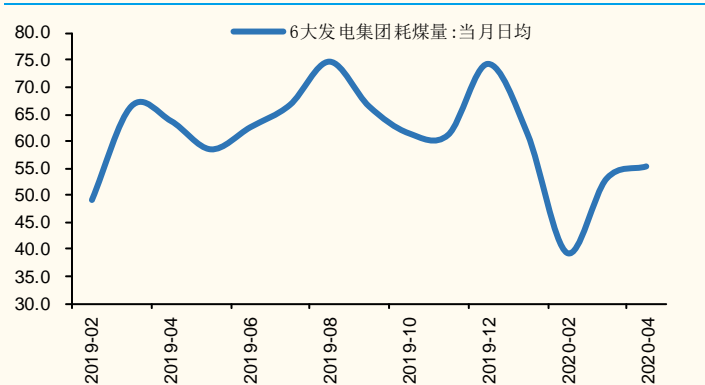
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：出口改善超预期



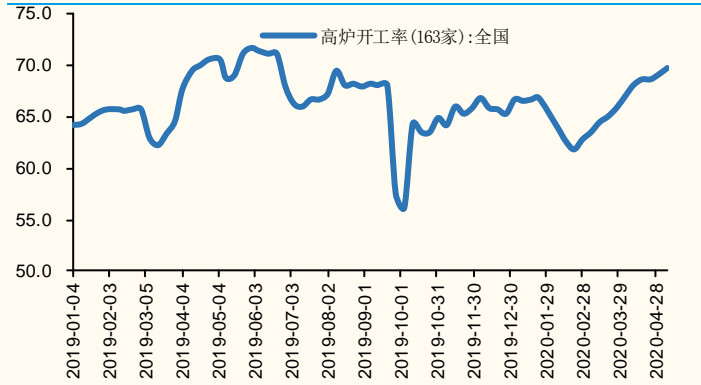
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：发电耗煤量 (万吨)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：高炉开工率 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

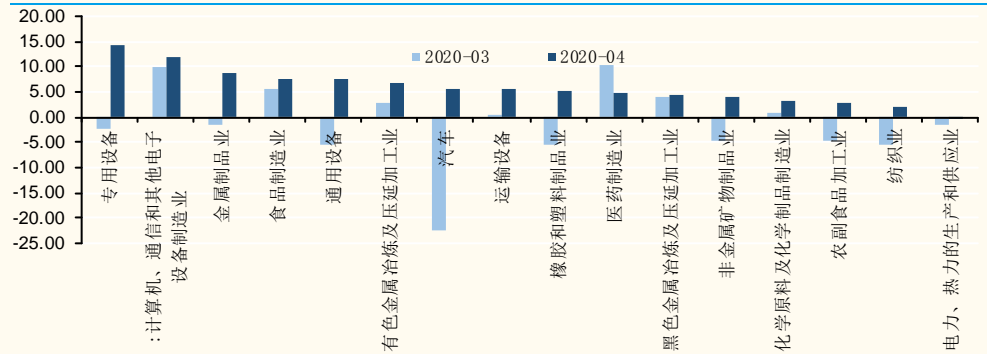
分三大门类看，4 月份，采矿业同比增长 0.3%，同比增速较前值有所下降，下降 3.9 个百分点；制造业，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增速转正，增加值分别同比上升 5%和 0.2%。分行业看，重点行业同比增速普遍转正：专用设备和计算机等电子设备制造业增长较好，分别同比增长 14.3%和 11.8%；黑色金属和有色金属冶炼及压延加工业分别同比增长 4.6%和 6.9%；汽车行业恢复迅速，同比增速转正，为 5.8%。相较于 3 月同比增速，除医药同比增速有所回落外（较前值下降 5.6 个百分点），其余行业同比增速较前值均有所提高，其中汽车行业恢复最快，较前值增长 28.2 个百分点。

¹ 来源：<http://finance.sina.com.cn/roll/2020-03-30/doc-iimxsth2584970.shtml>

² 来源：<http://www.miiit.gov.cn/n973401/n7647394/n7647409/c7870339/content.html>

分产品看，发电设备产量增长迅猛，同比增速高达 48%，而布产量同比下降 21.8%，新能源汽车受到油价影响继续负增长，同比下降 17.2%。

图表 5：重点行业工业增加值 (%)

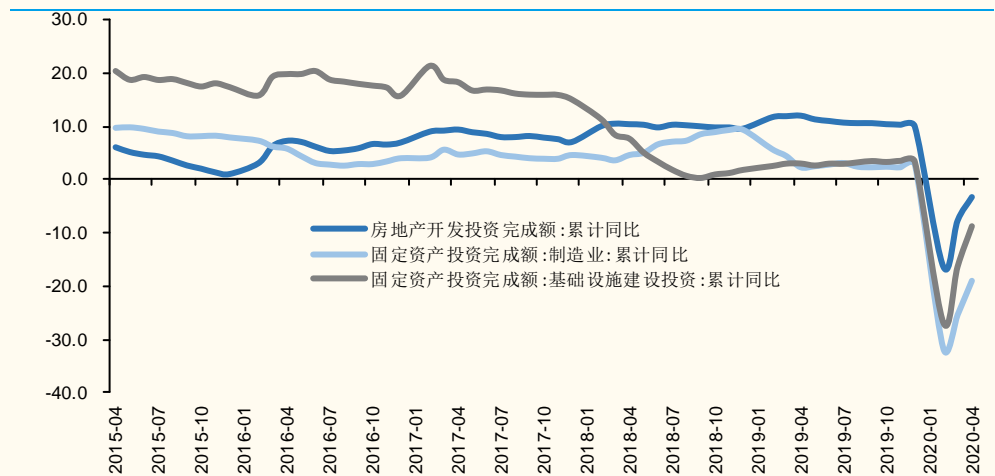


来源：Wind，国金证券研究所

2、固投累计同比增速继续回升

4月固定资产投资累计增速为-10.3%，较前值(-16.1%)收窄5.8个百分点。

图表 6：三大分项投资累计同比增速变化 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

制造业投资增速收窄。1-4月制造业投资累计同比增速较前值回升6.4个百分点，同比下降高达18.8%，4月同比增速约为-6.75%。受企业盈利偏弱，出口不确定性较高等因素影响，制造业投资增速相较于另两大分项回暖速度较慢。

房地产投资进一步好转。1-4月房地产投资累计同比增速为-3.3%，较前值收窄4.4个百分点，当月同比增速进一步上升，为6.97%。我们在前期报告³中认为，在去年成交数据的支撑下，土地购置费用受疫情冲击影响较小，对房地产开发投资的“韧性”起到重要作用，复工复产后存量项目的继续施工对建安投资也有支撑，后续地产销售的回暖对地产企业的资金来源也会有改善，预计后期地产投资仍然不弱。地产销售面积当月同比增长-2.29%（3月同比-14.11%），新开工面积当月同比增长-1.17%（3月同比-10.49%），降幅明显收窄。

³ 参见研报《地产投资为什么还可以？》(20200426)

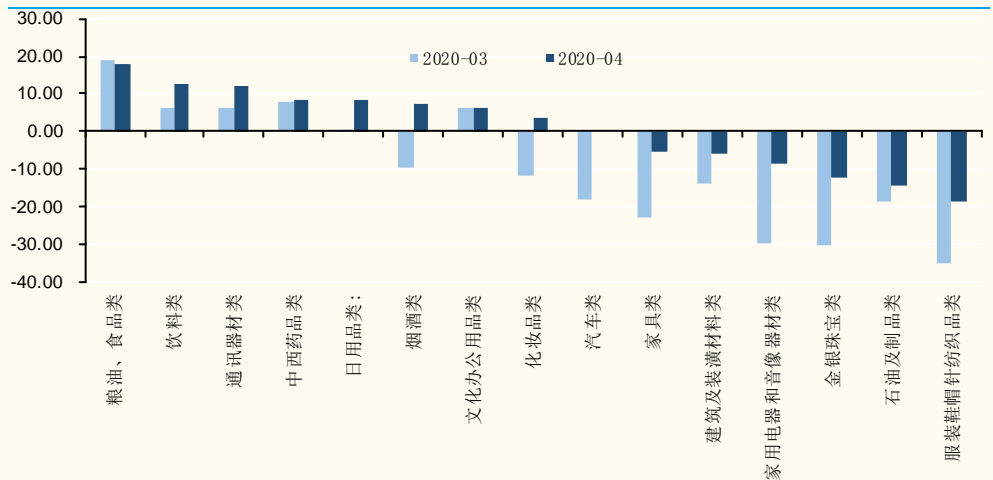
基建投资增速转正。1-4月基建投资累计同比为-8.78%，较前值收窄7.58个百分点，当月同比增长转正，约为4.8%。考虑到今年地方债发行前置以及额度增加，预计将会带动基建投资增速进一步提高。

3、网络零售活跃，消费降幅收窄

4月社会消费品零售总额同比增速为-7.5%，较前值收窄8.3个百分点。限额以上企业消费品零售总额同比增速为-3.2%，较前值收窄11.8个百分点。

从限额以上分项消费增速看，均较前值有所回升。必需品消费保持正增长，其中粮油、饮料、药品类分别同比增长18.2%、12.9%和8.6%。可选消费品迅速回暖，服装鞋帽、金银珠宝、家用电器虽继续负增长，分别同比下降18.5%、12.1%、8.5%，但较前值回升明显，分别提高16.3、18和21.2个百分点。同时餐饮行业有所恢复，同比增速较前值提高15.7个百分点至-31.1%。

图表 7：限额以上商品类型消费增速变化 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

网络零售活跃，实物商品网络零售额占社零总额比重持续上升。疫情影响下，消费者为安全考虑更多将消费转向互联网平台，加上网商平台不断推出促销活动，实物商品网络零售额占社零总额比重提高到24.1%，实物商品网络零售额累计同比增长8.6%。

4、债市策略

随着国内疫情控制，企业基本全面复工复产，加上国家积极财政政策和宽松货币政策应对疫情对经济的冲击，4月各项经济数据有所好转，5月经济基本面有几方面值得关注：

(1) 基建回升的力度

考虑第三批1万亿元专项债额度下发且要求力争5月发完，加上特别国债有望在“两会”前后发行，5月基建投资增速会得到进一步提高。

(2) 社融可能仍然很高

3、4月新增社融规模超市场预期，考虑到1万亿专项债额度和即将发行的特别国债，加上央行通过各项工具、政策引导LPR利率下行，降低实体经济融资成本，信贷需求也不弱，社融仍可能维持较大规模。

(3) 外需不确定性较高

4月出口得到改善，但更多是由抗疫物资和复工复产完成年初积压订单拉动的，持续性尚待观察。考虑到海外疫情反复性、复工复产速度等不确定性因素，5月外需有较大的不确定性。

(4) 通缩压力

CPI、PPI自今年2月以来持续走低，通缩压力加剧。加上猪肉供给改善、鲜菜蔬果季节性因素将会带动CPI进一步走低，通缩压力显现。

在一季度经济受到疫情影响大幅下跌之后，4月份的经济数据回升基本符合预期。考虑到1-4月天量社融表示实体经济融资环境宽松，前期的融资会体现在后期的经济恢复中，二季度的经济数据应该会持续改善。

而5、6月份利率债供给高峰的到来，可能会对资金面产生阶段性的扰动，近期基本面对债市并非十分有利。在流动性整体宽松的情况下，短端利率中枢会保持相对平稳，长端利率中枢可能会随着经济数据的改善而加大波动，建议谨慎拉长久期。

5、风险提示

海外疫情继续恶化，全球性经济危机，货币政策收紧。

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_5137

