

固定收益研究/动态点评

2020年05月15日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号: S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

张大为
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究：“迟到”有理，量缩可期，价平有深意》2020.05
- 2《固定收益研究：20200514 信用债日常跟踪》2020.05
- 3《固定收益研究：20200513 信用债日常跟踪》2020.05

经济渐进修复，生产>消费

2020年4月经济数据点评

核心观点

4月经济渐进修复，生产修复快于消费，工业增加值、基建单月同比增速转正。我们认为二季度消费、基建投资、工业增加值等有望延续回暖态势，然而外需担忧并未消除，或在5-6月兑现压力。关注即将召开的两会政策定调，我们认为注重经济增长质量、取代单纯数字目标、规范宏观调控方式，或成为宏观经济调控的基调和主线。对市场而言，我们认为生产恢复快于消费，内需好于外需，必选好于可选，基建好于制造业，高技术领域好于传统领域。股市短期还难以为业绩驱动定价，债市正度过最友好阶段，但经济修复的程度不足、货币政策还不到转向的地步，调整空间有限。

工业生产回暖明显，部分行业产销两旺

4月工业增加值同比如期小幅转正，当月同比回升到3.9%，制造业生产的回升，无疑是带动整体工业增加值同比由负转正、表现超预期的最主要因素。具体看子行业，电气机械、通用/专用设备、运输设备、汽车、化工产业同比较3月改善幅度较大，体现为工业生产已经从3月份的局部修复转向全面回暖。部分工业产品表现出产销两旺的局面，与高频数据互相验证。

制造业投资降幅收窄，外需+库存+盈利压力仍存

制造业投资仍是三项投资中累计降幅最大的一项，1-4月累计同比-18.8%。推算投资当月同比-6.8%，走高13.9个百分点，边际修复的趋势同样较为明确。我们认为部分行业如口罩生产相关的化工、纺织、医疗等涉及领域，可能出现“补偿式投资”，但整体制造业投资端受冲击的持续时间可能长于生产端。我们认为4月制造业投资数据的好转一定程度上受基数影响，未来一段时间投资降幅的收窄速率可能有所放缓。相对于基建、地产投资，我们认为制造业投资今年各月份累计同比速度可能始终处于相对低位。

土地购置费或是拉升房地产投资主力

1-4月房地产开发投资累计同比-3.3%，推算当月同比为7%，走高5.8个百分点。我们认为土地购置费是主要拉升项，当月土地成交量价回升，并且土地出让金或在4月有集中补缴。开发环节看，前端拿地与开工有所改善，竣工走弱或对5月份施工带来压力。资金来源看，投资仍主要由自筹与信贷支撑，受益于货币政策宽松，而预收款乏力显示销售端仍相对疲软，4月份商品销售额环比改善，但同比仍未转正。一季度货币政策执行报告对房地产态度偏紧，或源于近期地价走热，意味着投资向上弹性可能有限。

基建投资是亮点，或维持高斜率上行

1-4月基建投资（不含电力）累计同比-11.8%，推算当月同比2.3%，走高13.4个百分点，与螺纹钢表观需求等微观旺势相印证，其中铁路投资提速幅度较大。我们预计年内基建累计增速逐月抬升，且相较于其他需求侧变量的回升斜率更为陡峭。我们认为短期基建资金来源可能走在了施工进度之前，可通过建材需求与价格变化判断施工强度；全年基建增速的把握应关注赤字、专项债与特别国债等财政工具安排，下周两会上将会得到明确。

消费持续修复，可选>必选，5月份可能加速回升

4月社会消费品零售总额当月同比-7.5%，降幅较3月收窄8.3个百分点，消费市场的最差时点已经过去，居民收入增速下行预期等因素可能继续对扩大消费形成制约，但社零消费增速从负增长持续修复的态势较为明确。我们预计，随着北京疫情响应机制下调、全国商业差旅等活动逐渐恢复正常，5-8月消费或以更快的速度进行修复，有望未来一个季度内实现转正。

风险提示：海外疫情扩散超预期，赤字率、特别国债等规模不及预期，出口数据在5-6月份大幅回落。

4月经济数据综述：渐进修复，生产>消费

2020年5月15日，国家统计局发布4月经济数据：

- 1) 4月工业增加值同比3.9%（前值-1.1%）；
- 2) 1-4月固定资产投资累计同比-10.3%（前值-16.1%），其中制造业投资同比-18.8%（前值-25.2%）、基建投资同比-11.8%（前值-19.7%）、房地产投资同比-3.3%（前值-7.7%）；
- 3) 4月社会消费品零售总额同比-7.5%（前值-15.8%）
- 4) 4月份全国城镇调查失业率6%（前值5.9%）。

经济渐进修复，生产修复快于消费，工业增加值、基建单月同比增速转正。4月份固定资产投资、工业生产、社会零售消费数据，较3月继续回暖，工业增加值同比转正，固定资产投资累计同比降幅明显收窄；外贸出口数据也好于预期。截至5月中旬，全国规模以上工业企业基本都已复工复产，产能利用率也在延续上行，中高频数据显示，耗煤量、半钢胎开工率、炼油厂开工率、螺纹钢产量等多项工业生产指标大都接近或超过去年同期水平。北京、上海的疫情应急响应机制顺势下调，我们认为二季度消费、基建投资、工业增加值等数据有望延续回暖态势，但是整体仍处于“渐进修复”的过程中。

外需担忧并未消除。对国内经济而言，目前增长端的主要风险因素仍来自全球经济增长的不确定性，以及外需收缩对国内的负向影响。目前新冠疫情在欧洲国家的感染率大都呈平缓下行态势，但距离完全受控尚有差距；美国的新增病例是否已来到顶部拐点仍然存在较大不确定性。从部分已公布数据来看，一季度发达国家经济增长、失业等数字受冲击幅度普遍较大，若疫情持续时间超预期，今年、甚至更长时间内，全球经济活动可能受到持续冲击，短期仍较强势的外贸数据可能逐步体现负面影响。

关注即将召开的两会政策定调。5月下旬即将召开的全国两会有望为全年经济工作方向和政策方法进一步定调，就当前形势而言预计政府对经济增长的压力已充分认识。417政治局会议精神有望延续，“六稳”、“六保”还是主基调，稳就业是关键，帮助企业熬过疫情寒冬是关键。逆周期政策有望进一步加码，但是前提一定是“走正门，堵偏门”，在高质量发展的前提下进行。因此在赤字率等规范性财政政策方面可能进一步发力，但是预计对非标、隐性债务、房地产领域的监管不会放松，更不会采取欧美 MMT 模式的“寅吃卯粮”经济刺激方式。财政与货币政策将相互配合，各司其职，在市场机制、传导机制仍顺畅的情况下尚无必要大搞财政货币化。我们认为注重经济增长质量，取代单纯数字目标，规范宏观调控方式，或将成为今后宏观经济调控政策的基调和主线。

图表1：4月经济数据概览

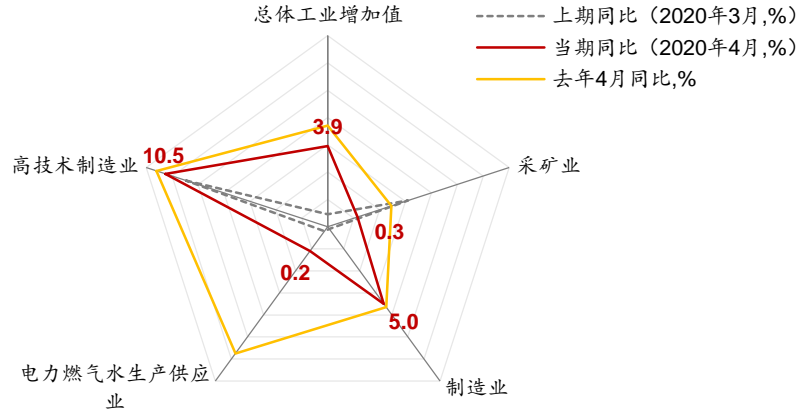
宏观指标	市场预期	20-04	20-03	20-02	20-01	19-12	19-11	19-10	19-09	19-08	19-07	19-06	19-05	19-04	19-03
GDP	单季 %	-	-6.8			6.0			6.0			6.2			6.4
工业增加值	单月 %	1.8	3.9	-1.1	-13.5	6.9	6.2	4.7	5.8	4.4	4.8	6.3	5.0	5.4	8.5
城镇调查失业率	单月 %	-	6.0	5.9	6.2	5.2	5.1	5.1	5.2	5.2	5.3	5.1	5.0	5.0	5.2
固定资产投资	累计 %	-9.7	-10.3	-16.1	-24.5	5.4	5.2	5.2	5.4	5.5	5.7	5.8	5.6	6.1	6.3
	单月 %	-	0.7	-9.4	-24.5	10.0	5.2	3.7	4.8	4.3	5.2	6.3	4.3	5.7	6.5
制造业投资	累计 %	-	-18.8	-25.2	-31.5	3.1	2.5	2.6	2.5	2.6	3.3	3.0	2.7	2.5	4.6
	单月 %	-	-6.7	-20.6	-31.5	9.2	1.6	3.4	1.9	-1.6	4.7	3.8	3.2	-1.2	3.7
基建投资 (不含电力)	累计 %	-	-11.8	-19.7	-30.3	3.8	4.0	4.2	4.5	4.2	3.8	4.1	4.0	4.4	4.4
	单月 %	-	2.3	-11.1	-30.3	1.9	2.3	2.0	6.3	6.7	2.3	4.4	3.0	4.4	4.5
房地产投资	累计 %	-	-3.3	-7.7	-16.3	9.9	10.2	10.3	10.5	10.5	10.6	10.9	11.2	11.9	11.8
	单月 %	-	7.0	1.1	-16.3	7.4	8.4	8.8	10.5	10.5	8.5	10.1	9.5	12.0	12.0
社零	单月 %	-7.0	-7.5	-15.8	-20.5	8.0	8.0	7.2	7.8	7.5	7.6	9.8	8.6	7.2	8.7
出口	单月 %	-16.5	3.5	-6.6	-17.2	7.6	-1.1	-0.9	-3.2	-1.0	3.3	-1.3	1.1	-2.7	14.2
进口	单月 %	-13.1	-14.2	-0.9	-4.0	16.3	0.3	-6.4	-8.5	-5.6	-5.6	-7.3	-8.5	4.0	-7.6
贸易差额	亿美元	81.5	453.4	199.0	-71.0	467.9	387.3	428.1	396.5	348.3	450.5	509.8	416.6	138.4	326.5
CPI	%	3.7	3.3	4.3	5.2	5.4	4.5	4.5	3.8	3.0	2.8	2.8	2.7	2.7	2.3
PPI	%	-2.6	-3.1	-1.5	-0.4	0.1	-0.5	-1.4	-1.6	-1.2	-0.8	-0.3	0.0	0.6	0.9
信贷	亿元	13000	17000	28500	9057	33400	11400	13900	6613	16900	12100	10600	16600	11800	16900
社融	亿元	21600	30941	51492	8554	50674	21030	17547	6189	22700	19800	10100	22600	14000	28593
M2	%	10.1	11.1	10.1	8.8	8.4	8.7	8.2	8.4	8.2	8.1	8.5	8.5	8.5	8.6
M1	%	-	5.5	5.0	4.8	0.0	4.4	3.5	3.3	3.4	3.4	3.1	4.4	3.4	2.9

资料来源：Wind，华泰证券研究所

工业生产回暖明显，部分行业产销两旺

4月工业增加值同比如期小幅转正，当月同比回升到+3.9%，高于我们预期以及wind一致预期的+1.5%。工业三大门类来看，采矿业增加值同比增长+0.3%，前值为+4.2%；制造业同比+5%，前值为下降1.8%；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比+0.2%，前值为下降1.6%。

图表2：主要工业增加值门类当期同比与上期同比对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

4月份制造业生产的回升，无疑是带动整体工业增加值同比由负转正、表现超预期的最主要因素。具体看子行业，电气机械、通用/专用设备、运输设备、汽车、化工产业同比较3月改善幅度较大，体现为工业生产已经从3月份的局部修复转向全面回暖。

结合此前公布的4月外贸数据，我们认为工业生产在4月份延续了快速有序恢复，一是继续执行此前积压的订单，二是对应内需（基建）和外需（医疗物资生产和出口）的积极信号，主动加大生产力度。根据统计局表述，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%，增幅较大的产品主要是高技术制造业领域。

图表3：分行业工业增加值同比

工业增加值同比 (%)	上游					中游							下游				
	黑色矿采	有色矿采	非金属	化工制造	橡胶塑料	电热气水	通用设备	专用设备	电气机械	运输设备	汽车	通信电子	纺织业	农副食品	食品制造	医药	金属制品
2020-04	4.6	6.9	4.2	3.2	5.2	-0.2	7.5	14.3	9.0	5.7	5.8	11.8	2.0	3.0	7.5	4.8	8.9
2020-03	4.1	2.8	-4.5	0.7	-5.5	-1.7	-5.4	-2.2	-0.4	0.5	-22.4	9.9	-5.5	-4.8	5.7	10.4	-1.6
2020-02	-2.0	-8.5	-21.1	-12.3	-25.2	-7.3	-28.2	-24.4	-24.7	-28.2	-31.8	-13.8	-27.2	-16.0	-18.2	-12.3	-26.9
2020-03	3.3	3.8	-6.3	0.7	-5.5	-1.7	-5.4	-2.2	-0.4	0.5	-22.4	9.9	-5.5	-4.8	5.7	10.4	-1.6
2019-12	-0.4	1.1	6.5	7.7	3.7	7.0	4.9	6.5	12.4	-6.8	10.4	11.6	0.2	-0.3	4.6	5.3	6.3
2019-11	13.3	3.5	1.2	7.9	5.7	6.8	6.2	7.0	12.6	0.1	7.7	9.7	2.5	-0.6	5.5	5.1	6.0
2019-10	8.0	2.2	-3.8	3.0	3.9	6.7	3.1	5.0	10.7	3.0	4.9	8.2	-1.3	-2.7	3.4	7.1	3.1
2019-09	6.9	4.6	-2.2	3.3	5.7	5.4	3.5	7.0	12.1	4.7	0.5	11.4	0.6	-1.2	4.2	7.3	2.6
2019-08	6.7	4.6	-2.6	1.2	4.5	5.1	0.0	3.3	10.0	7.8	4.3	4.7	0.1	0.0	5.0	8.3	0.9
2019-07	5.7	0.2	-1.4	3.8	5.2	6.5	0.7	4.0	7.6	15.7	-4.4	6.1	1.2	1.5	7.3	7.4	4.2
2019-06	6.5	1.9	-1.1	5.4	4.8	5.6	2.6	5.3	11.3	14.5	-2.5	10.4	1.6	2.5	6.7	5.9	5.7
2019-05	8.7	1.9	0.7	3.5	5.1	5.0	2.5	4.9	8.8	8.3	-4.7	10.6	0.7	4.4	4.6	5.6	6.5
2019-04	9.9	-1.0	1.0	3.4	-0.2	9.1	2.0	2.8	7.1	5.8	-1.1	12.4	-1.8	3.4	5.6	9.1	3.3
2019-03	5.1	1.7	-2.0	7.1	12.6	7.2	14.1	16.4	15.2	13.6	2.6	10.2	9.0	5.7	4.8	6.9	14.6
2018-12	-2.8	7.8	2.0	1.8	3.7	8.3	6.5	11.7	10.1	13.8	-4.1	10.5	0.2	5.9	8.5	8.8	4.0
2018-11	-10.6	3.6	2.1	1.9	1.2	9.0	6.7	12.4	9.0	12.7	-3.2	12.3	1.5	2.2	8.6	6.6	3.9
2018-10	-6.5	3.4	6.5	4.4	2.4	5.9	6.8	8.1	6.8	5.0	-0.7	14.6	1.1	4.7	7.7	7.0	3.1
2018-09	-6.8	4.0	3.9	5.0	2.2	11.0	6.1	9.7	5.2	2.4	0.7	12.6	0.8	5.5	4.5	9.7	3.7
2018-08	-5.9	0.4	0.1	4.8	2.0	10.0	5.9	9.8	3.3	-0.5	1.9	17.1	0.0	6.0	5.3	8.3	4.4

注：热力图数据单位为%；较上期为同比值的环比增减，单位为百分点

资料来源：Wind，华泰证券研究所

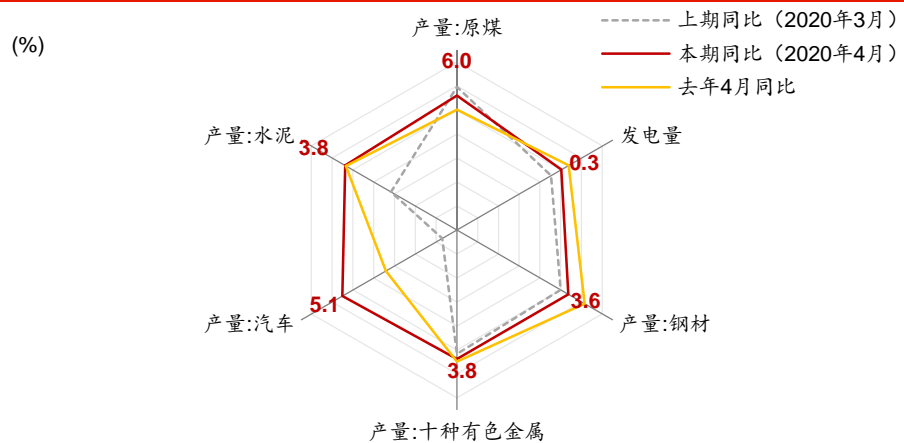
从主要产品产量来看，4月份，钢材、水泥、发电量、十种有色金属、汽车产量同比均高于前值；发电量、钢材产量、水泥产量、汽车产量同比已经转正，部分工业产品表现出产销两旺的局面，与高频数据互相验证。一是高频数据显示重点电厂耗煤量持续回升，对应4月发电量同比转正；二是4月主要钢厂螺纹钢产量同比较3月继续上行，对应4月份钢材产量同比转正；三是半钢胎开工率逐步接近去年同期，4月最后一周中汽协公布汽车销售量大幅回暖，对应4月汽车产量也同比转正。

库存方面，2月、3月连续两个月，工业品产成品库存同比持续走高，我们认为反映的是生产快于消费，产品的被动积压、而非企业主动补库。库存周期当前的位置并不明确，目前一段时间将继续处于需求恢复和生产恢复的共同影响当中，短期难以明确判断需求和供给哪个上行更快，预计未来一段时间将继续维持震荡。但可预见的是，库存周期重新转回到被动去库存、以及进一步转入主动补库存阶段，可能至少要到今年下半年。需求转暖在前、生产回升在后，未来部分机械设备、专用设备、医疗设备等相关行业有望先进入补库存阶段。

一季度国际油价下行幅度明显超预期，同样反映了需求趋弱、库存被动积压的态势。油价下行对PPI中枢的负面影响较大，预计我国今年PPI中枢可能有较明显的负增长；考虑企业仍有固定成本支出、而可变收入（价格-PPI、产量-工业增加值等综合影响）可能较去年同期较大下滑，预计工业企业盈利仍将延续承压，同比暂时仍处于负增长区间。

二季度，我们预计带动工业生产继续复苏的因素主要来自全国两会为经济工作定调，重大项目施工强度继续提升，对工业原料、机械设备等需求扩张。未来工业生产能否持续有效复苏仍取决于经济的系统性需求，主要的不确定性来自外需，包括汽车零配件、纺织、电子加工贸易等方面。

图表4：主要工业产品产量当期同比与上期同比对比

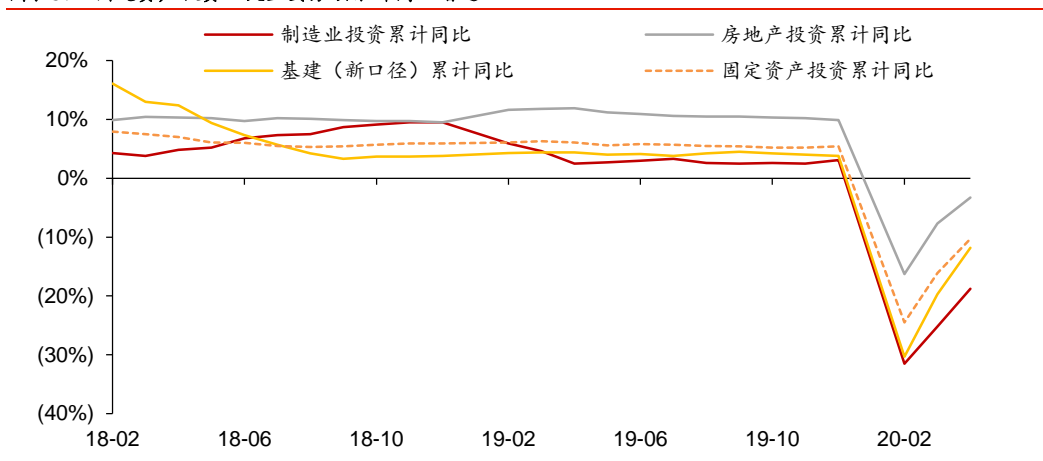


资料来源：Wind，华泰证券研究所

制造业投资降幅收窄，外需+库存+盈利压力仍存

1-4月整体固定资产投资增速为-10.3%；其中制造业投资累计同比-18.8%，地产投资累计同比-3.3%，基建投资累计同比-11.8%。1-4月制造业投资累计同比降幅较前值收窄6.4个百分点，降幅收窄幅度大于地产、低于基建。制造业投资仍是三项投资中累计降幅最大的一项。我们推算制造业投资当月同比-6.8%，当月同比较上月回升13.9个百分点；尽管仍为负增长，但投资边际修复的趋势同样较为明确。

图表5: 固定资产投资三大主要分项累计同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

分子行业来看, 4月制造业结构中较前值改善幅度较大的行业包括化学制品、通用/专用设备、通信电子、医药制造、金属制品业等。1-4月通信电子业投资累计同比+1.1%, 已经转负为正。统计局指出, 1-4月高技术制造业投资同比下降3.6%, 高技术制造业中, 计算机及办公设备制造投资增长15.4%。总体来看, 无论是对生产还是投资端, 高技术制造业领域的回暖速率都相对最快。

图表6: 制造业投资累计同比分行业概览

制造业投资累计同比 (%)	上游		中游						下游				
	化学制品	有色加工	通用设备	专用设备	汽车制造	运输设备	电气机械	通信电子	农副食品	食品制造	纺织业	医药制造	金属制品
2020-04	-22.4	-9.7	-25.1	-19.6	-22.9	-26.2	-23.0	1.1	-27.9	-21.5	-32.5	-2.7	-23.8
2020-03	-30.8	-11.6	-32.1	-27.1	-27.2	-31.6	-27.8	-10.2	-32.8	-29.1	-37.1	-11.9	-31.3
2020-02	-33.0	-17.3	-40.1	-36.2	-41.0	-39.7	-33.7	-8.3	-38.9	-35.1	-44.0	-22.1	-38.1
2019-12	4.2	1.2	2.2	9.7	-1.5	-2.5	-7.5	16.8	-8.7	-3.7	-8.9	8.4	-3.9
2019-11	4.6	-1.3	1.4	9.5	-0.4	-5.7	-6.8	13.8	-9.3	-4.8	-8.7	7.8	-3.8
2019-10	6.6	-1.3	0.9	9.8	-0.3	-5.9	-7.5	13.6	-10.1	-3.8	-8.5	7.9	-3.3
2019-09	7.6	-2.6	1.6	8.7	1.8	-8.3	-7.6	11.6	-10.8	-3.0	-8.2	7.0	-4.5
2019-08	7.9	-4.3	1.2	6.6	1.5	-10.7	-8.0	11.1	-9.4	-2.2	-5.0	7.4	-3.5
2019-07	9.4	-3.8	2.1	7.2	1.8	-10.4	-7.5	10.5	-7.6	-1.4	-2.6	6.9	-5.2
2019-06	9.3	-3.4	2.8	7.2	0.2	-10.5	-8.1	8.5	-7.4	0.4	-0.3	8.4	-5.2
2019-05	7.4	-9.7	1.4	6.2	-0.1	-8.6	-5.9	6.2	-7.4	-1.0	1.6	8.1	-4.8
2019-04	5.5	-11.7	1.8	8.2	-1.4	-8.2	-6.5	6.7	-6.3	0.2	0.8	10.4	-6.1
2019-03	11.3	-17.1	6.8	9.3	-1.0	-8.7	-3.1	5.5	-6.7	4.4	9.0	9.7	2.7

注: 热力图数据单位为%; 较上期为同比值的环比增减, 单位为百分点

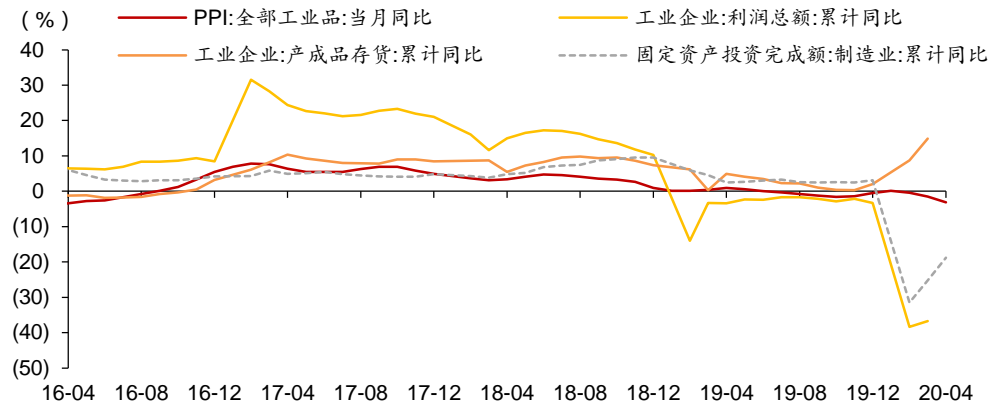
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

新冠疫情对制造业资本开支的冲击可能在多个方面体现; 一方面冲击企业的正常营业和新增订单, 影响其现金流; 一方面考虑原有员工的固定工资支出成本仍在, 企业更不可能短期显著加大资本开支。我们认为部分行业——如口罩生产相关的化工、纺织、医疗等涉及领域, 可能出现“补偿式投资”, 但整体制造业投资端受冲击的持续时间可能长于生产端。

4月工业企业盈利数据暂未公布, 但我们认为大概率仍有-20%~-10%之间的负增长幅度, 企业的固定成本支出仍是盈利拖累, 价格端(PPI)加速下行。从盈利-资本开支传导角度, 整体工业企业盈利的负增长修复可能相当缓慢, 资本开支的改善将更为滞后。货币政策工作重心之一是为中小企业纾困, 防范大量企业资金链断裂、避免出现大幅失业潮、保证必要的信用支持。

2019年4-12月制造业投资增速基本在2.5%-3%区间窄幅震荡，而2019年1-3月制造业投资累计同比为+4.6%；我们认为4月制造业投资数据的好转一定程度上受2019年4月基数走低的影响，未来一段时间投资降幅的收窄速率可能有所放缓。相对于基建、地产投资，我们认为制造业投资仍面临外需疲软+库存走高+盈利弱化等压力，今年各月份累计同比速度可能始终处于相对低位。

图表7：工业企业盈利修复逻辑不明确，库存周期或继续震荡（4月工业企业盈利和库存数据暂未公布）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

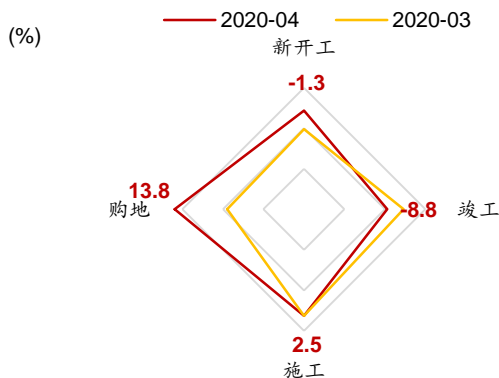
土地购置费或是拉升房地产投资主力

1-4月房地产开发投资累计同比-3.3%（1-3月为-7.7%），降幅收窄4.4个百分点，当月同比7%，走高5.8个百分点。房地产投资可由“施工面积、PPI与土地购置费增速”拟合，前两者均在走弱，我们认为当月房地产投资主要由土地购置费拉升贡献，一方面当月土地成交量价回升，另一方面疫情期间各地延缓支付土地出让金，或在4月存在集中补缴。

从开发环节看，存量施工继续走弱，前端投资有所改善。1-4月施工面积累计同比增速2.5%，较前值走弱0.1个百分点。从4月当月看，购地与新开工面积同比分别13.8%、-1.3%，竣工面积同比-8.8%。前端投资出现明显改善，尤其房企拿地节奏较快。

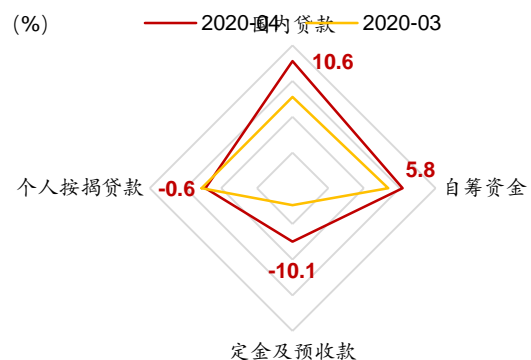
从资金来源看，投资仍主要由自筹与信贷支撑，受益于货币政策宽松，而预收款乏力显示销售端仍相对疲软。4月当月，国内贷款与自筹资金同比分别为10.6%、5.8%，预收款与个人按揭贷款同比分别-10.1%、-0.6%。疫情以来流动性宽松利好房企发债，3、4月净融资额连创2016年以来新高，并且银行信贷额度充裕，房企也有所受益。然而定金预收款增速仍有逾10%的降幅，虽然商品销售额环比改善，但同比-5%仍未转正。

图表8：开发环节面积增速（当月同比）



注：施工面积为存量概念，数据为累计同比
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：开发资金来源增速（当月同比）

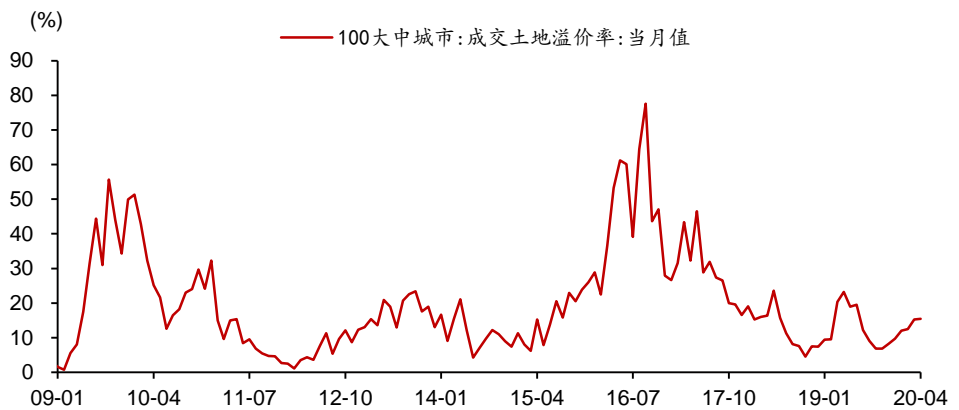


资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们曾提及今年房地产存在的两大风险点，其一是出口收缩冲击外向型企业现金流，可能引发抛盘风险。由于4月出口仍有韧性，以及政策助力下企业资金面明显改善，该风险尚未显露。但4月新出口订单已经大幅收缩，外需冲击“可能迟到但不会缺席”，出口与地产传导链条仍需警惕。其二是“专项债禁投棚改”可能带来地产端投资收缩的压力，但由于近期该政策或放松，这一负面影响或弱化，仍需关注专项债政策变动。

房地产政策态度偏紧，或与近期地价走热有关，意味着房地产投资向上弹性可能有限，以稳为主。5月10日，一季度货币政策执行报告再次强调，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。与上期内容相比，删掉了“因城施策”的表述，我们认为目前中央有意收回地方放松限购等自主裁量权，避免宽松政策异化为房地产的助推剂。但与417政治局会议相比，提及“不作为刺激手段”的偏严厉措辞，或与近期地价升温有关，去年5月也曾因地价走高引发房地产融资政策收紧。当下货币政策相对宽松，流动性易于向房地产领域外溢，4月房企开发资金来源已有所体现，这与“资金用于支持实体经济”要求相悖。因而央行此次表态偏紧，也意味着房地产的向上弹性受到约束。

图表10：近期土地溢价率不断走高



资料来源：Wind，华泰证券研究所

基建投资是亮点，或维持高斜率上行

1-4月基建投资(不含电力)累计同比-11.8%(1-3月为-19.7%)，降幅收窄7.9个百分点，当月同比2.3%，走高13.4个百分点。分行业看，铁路投资明显提速，1-4月累计同比-16.1%，较前值提速12.5个百分点，道路、水利与公共设施投资累计同比分别为-9.4%、-6%、-13.6%，分别较前值提速8.1、7.6、6.9个百分点。

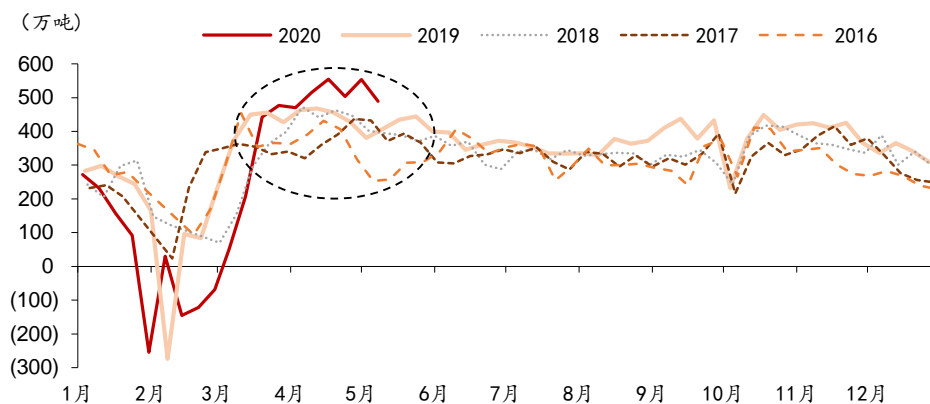
建筑业复工改善，项目审批加快、资金来源充裕，推动4月份基建投资显著提速，从土木工程PMI(4月61.8%)、螺纹表观需求量(4月持续位于历史同期以上)、挖机销量(3月同比增长11.6%)数据亦有体现。主流贸易商建筑钢材成交量或反映5月基建投资继续提速，3月、4月与5月劳动节后8天同比依次为-12.2%、8.8%、22.5%。

为对冲疫情对内外需、产业链的冲击，基建是相对确定性的政策受益领域，预计累计增速呈现“逐月抬升”走势，且相对于其他需求侧变量的回升斜率或更为陡峭。我们认为短期(上半年)基建资金来源可能走在了施工进度之前，可通过螺纹钢、水泥等建材需求与价格变化判断施工强度；全年基建增速的把握应关注GDP增长目标如何设定、以及赤字、专项债与特别国债等财政工具的额度与投向，即将在下周两会上得到明确。而以往经验看，两会之后，基建发力会加速。

我们认为“3.5~4.0%赤字率、3.75万亿专项债、1万亿特别国债”的财政空间下，推升基建投资达到13%左右或不存在资金障碍。但以下因素或令增速不及预期：(1)财政工具额度尚未明确，基建其他资金来源存在弹性空间；(2)资金投向上，我们认为科教文卫领域的基础设施或受政策倾斜，尤其是医疗卫生领域可能加大政府投入，这些“泛基建”投资并不

纳入基础设施行业范畴，不过对于拉动内需是“等效”的；(3) 专项债“前发后用”，当年的拨付资金与项目工期有关；(4) 地方项目储备不足，以及建筑施工进度的客观约束也可能让年内落地的投资规模不达预期。

图表11：螺纹钢表现需求



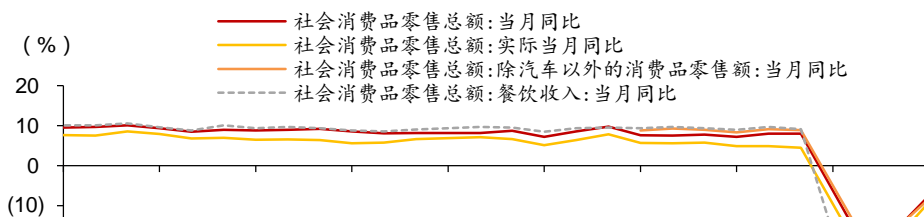
资料来源：Wind，华泰证券研究所

消费持续修复，可选>必选，5月份可能加速回升

4月社会消费品零售总额当月同比-7.5%，降幅较3月收窄8.3个百分点；1-4月社零消费累计同比-16.2%。消费市场的最差时点已经过去，居民收入增速下行预期等因素可能继续对扩大消费形成制约，但社零消费增速从负增长持续修复的态势较为明确。我们预计，随着北京疫情响应机制下调、全国范围内商业差旅等活动逐渐恢复正常，5-8月消费增速可能以更快速度进行修复，未来一个季度内，社零消费当月同比增速有望转正。

从数据结构看，除汽车以外的消费品零售额同比下降8.3%，汽车项目消费在4月份同比零增长，表现好于整体消费，较前值回升18.1个百分点；部分地区加大车牌投放力度等措施，可能对汽车销售起到正向刺激。餐饮收入当月同比-31.1%，较前值回升12个百分点。

图表12：4月社零消费结构数据



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_5140



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn