

宏观观点评

恢复性 VS 报复性——全面解读 4 月经济

事件：2020年4月工业增加值同比3.9%（预期1.8%，前值-1.1%）；4月社会消费品零售同比-7.5%（预期-7.0%，前值-15.8%）；1-4月固定资产投资累计同比-10.3%（预期-9.7%，前值-16.1%），其中1-4月狭义基建投资-11.8%（前值-19.7%），1-4月房地产投资-3.3%（前值-7.7%），1-4月制造业投资-18.8%（前值-25.2%）。

生产：工业增加值由负转正，服务业生产仍弱。4月工业增加值增速由负转正，得益于复工的持续推进，同期工业发电量同比增速也由负转正。通用设备、专用设备表现突出。工业机器人、集成电路、微型电子计算机等产量增速较3月大幅提升。服务业生产仍弱，内部行业出现分化，其中信息传输、软件和信息技术服务业、金融业、房地产业表现较好。往后看，预计工业和服务业在疫后生产、出行恢复，逆周期政策加码等推动下仍将继续修复，新兴产业有望保持相对强势。但是在需求制约下，生产的恢复可能受到一定限制。

消费：“恢复性”消费已现，“报复性”消费会来吗？4月消费端加速回暖，“恢复性”消费已现，其中汽车消费是最大贡献。汽车消费V型反弹，已接近与去年同期水平，源于复工复产、低油价、刺激政策、短贷高增等共同推动。但往后看，考虑到1）经济下行压力、就业压力加大，居民消费能力下降；2）危机过后减少借贷，回补储蓄，居民消费意愿下降；3）疫情防控常态化对服务消费恢复构成制约等因素的影响，消费加速反弹可能只是短期现象，“报复性”消费仍难实现。

就业：指标稳定，压力仍大。4月城镇调查失业率6.0%，较3月微升0.1个百分点，基本保持稳定。城镇新增就业仍处于收缩区间，1-4月新增就业较去年同期少增105万人。此外，今年还有874万的高校毕业生进入就业市场，就业压力仍大。

基建投资延续反弹，REITs规模可达万亿，未来可期。1-4月基建融资保持高位，推动基建投资反弹幅度明显高于地产和制造业投资。基建REITs出台，有望盘活存量资产，拓宽投资渠道，对基建投资意义重大。预计基建REITs市场规模在万亿以上。

1）从基建REITs底层资产的角度看，2017年基建投资存量规模超百万亿，其中收益质量较好的经营性收费公路存量规模也有4.1万亿，只需将其中的25%作为底层资产，基建REITs规模就可达到万亿以上。2）从国际对比的角度看，2018年美国REITs的市场规模达1.05万亿美元，占当年美国上市公司总市值的比例约为3.5%，我国股市总市值约60万亿元，若我国基建REITs占比也能达到同样的水平，则对应基建REITs市场规模约为2.1万亿元，同样是万亿级别的市场规模。

地产投资持续修复，但销售景气回升幅度较有限。4月地产投资、开工、竣工、地产销售、土地成交、地产融资增速均有不同程度的改善，仅施工增速连续5个月持平或放缓。总体看，房地产市场平稳修复，但融资的结构差异侧面反映了房地产销售景气回升力度较有限。我们仍提示稳增长离不开房地产，后续各地仍有望差异化松动，发力点是盘活土地市场。预计随着疫情影响进一步消退和地产政策的边际改善，后续地产市场有望继续回暖。

制造业投资平稳回升，民间投资信心仍不足。4月制造业投资反弹力度大于民间投资，再结合4月BCI企业投资前瞻指数回落，指向我国民营中小企业投资信心仍不足。分项看，4月多数行业投资增速较3月改善，新经济和旧经济产业投资增速差距不大，医药制造和电子设备表现最亮眼。鉴于企业盈利增速仍维持低位，中小企业恢复尚需时日，海外疫情继续蔓延压制外需，制造业投资能否企稳复苏可能还要依赖国内基建、地产投资的带动，中短期形势依然严峻。

风险提示：全球疫情演化超预期，政策执行力度不及预期。

作者

分析师 熊国

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《从预期差看供需变化——兼评4月物价数据》
2020-05-12
- 2、《4月信贷社融超预期的背后》2020-05-11
- 3、《央行一季度货币政策报告的7大信号》2020-05-10
- 4、《出口链条的4大跟踪变量——兼评4月贸易数据》
2020-05-07
- 5、《有忧亦有喜——全面点评一季度经济》2020-04-18
- 6、《不寻常的信号——逐句解读4.17政治局会议》
2020-04-17
- 7、《疫情下美国就业究竟有多差？中国呢？》
2020-04-06



内容目录

生产端：工业增加值由负转正，服务业生产仍弱	3
消费端：“恢复性”消费已现，“报复性”消费可能受制约.....	4
消费：“恢复性”消费已现，“报复性”消费会来吗？	4
就业：指标稳定，压力仍大.....	6
投资端：三大投资继续反弹，基建 REITs 规模可期.....	7
基建投资延续反弹，REITs 规模可达万亿，未来可期.....	7
地产投资持续修复，但销售景气回升幅度可能较有限.....	9
制造业投资平稳回升，民间投资信心仍不足	10
风险提示	11

图表目录

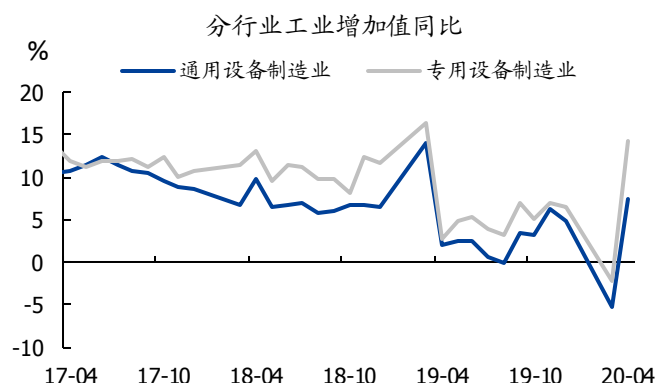
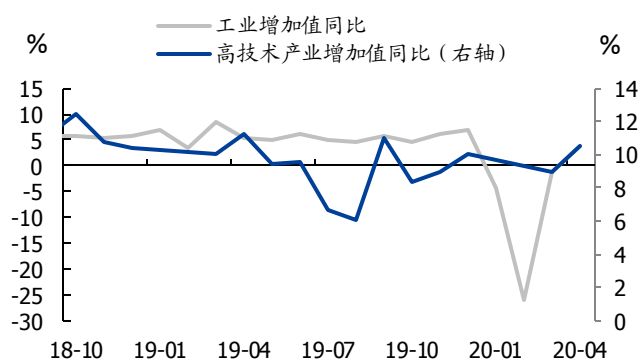
图表 1：4 月高技术产业增加值同比增速大幅提升	3
图表 2：4 月通用设备、专用设备制造业增加值增速大幅提升.....	3
图表 3：4 月 5 大发电集团当月日均耗煤量为去年同期的 89%	3
图表 4：服务业生产仍承压.....	4
图表 5：消费端加速回暖	4
图表 6：限额以上社零分项贡献率：汽车消费是最大支撑.....	4
图表 7：汽车消费出现 V 型反弹.....	5
图表 8：居民短期贷款助力汽车消费反弹.....	5
图表 9：居民收入与经济增长和消费密切相关	5
图表 10：就业压力加大，压制消费增速.....	5
图表 11：2008 年金融危机后美国居民减少借贷，增加储蓄	6
图表 12：消费者信心指数.....	6
图表 13：商品零售与餐饮收入增速	6
图表 14：“五一”旅游消费较去年减半.....	6
图表 15：4 月失业率微升.....	7
图表 16：4 月城镇新增就业同比降幅收窄	7
图表 17：基建投资增速继续反弹.....	7
图表 18：1-4 月专项债、城投债融资保持高位.....	7
图表 19：我国基建投资存量规模.....	8
图表 20：美国 REITs 总市值.....	8
图表 21：地产投资增速持续修复.....	9
图表 22：新开工、竣工持续反弹，施工继续小幅放缓.....	9
图表 23：地产销售继续平稳修复.....	9
图表 24：土地成交大幅反弹.....	9
图表 25：房地产开发资金来源.....	10
图表 26：个人按揭贷款增速回升幅度有限	10
图表 27：制造业投资继续平稳反弹.....	10
图表 28：民营中小企业投资信心仍不足.....	10
图表 29：4 月医药制造、电子设备制造投资表现亮眼.....	11

生产端：工业增加值由负转正，服务业生产仍弱

工业增加值增速由负转正，高技术产业表现更好。4月全国规模以上工业增加值同比增加3.9%，3月为下降1.1%；4月环比增长2.3%，较前值的33%有所放缓。工业增加值增长得益于复工的持续推进，4月工业发电量同比增长0.3%，3月为下降4.6%。行业上看，高技术产业相对更优。4月高技术产业工业增加值同比增长10.5%，高于全部工业6.6个百分点。细分行业中通用设备制造、专用设备制造增加值同比分别提升12.9、16.5个百分点至7.5%、14.3%。产品上看，金属切削机床、工业机器人、汽车、集成电路、微型电子计算机、发电设备等产量增速均较3月和去年同期大幅提升。

图表 1：4月高技术产业增加值同比增速大幅提升

图表 2：4月通用设备、专用设备制造业增加值增速大幅提升

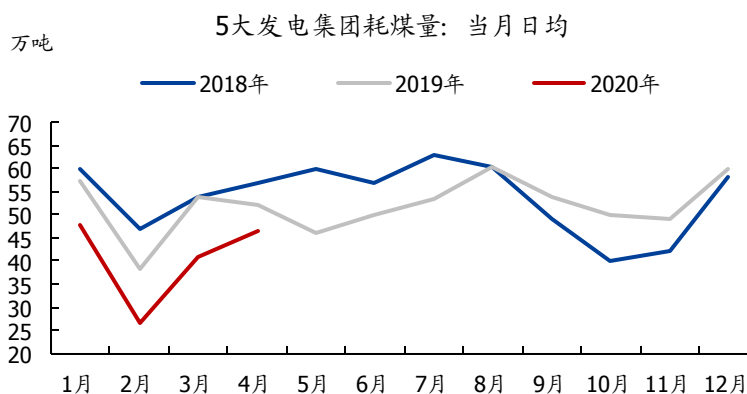


资料来源：Wind，国盛证券研究所

资料来源：Wind，国盛证券研究所

需求制约下，生产可能进入瓶颈期。报告《真实压力加大—4月PMI的4大信号》中我们观察到截至4月25日，仅有77.3%的已复工企业的复产率超过八成，表明生产恢复可能进入瓶颈期。5月15日，统计局发言人明确提出复工复产的同时存在“达产难，订单少”的问题，“达到正常水平50%的规模以上工业接近85%，还没有回归到正常水平”。数据显示4月5大发电集团当月日均耗煤量为46.4万吨，为去年同期的89%，意味着较去年仍有一定差距。这说明复工复产进行到目前阶段，需求端的恢复成为拉动经济、打开生产天花板的关键。

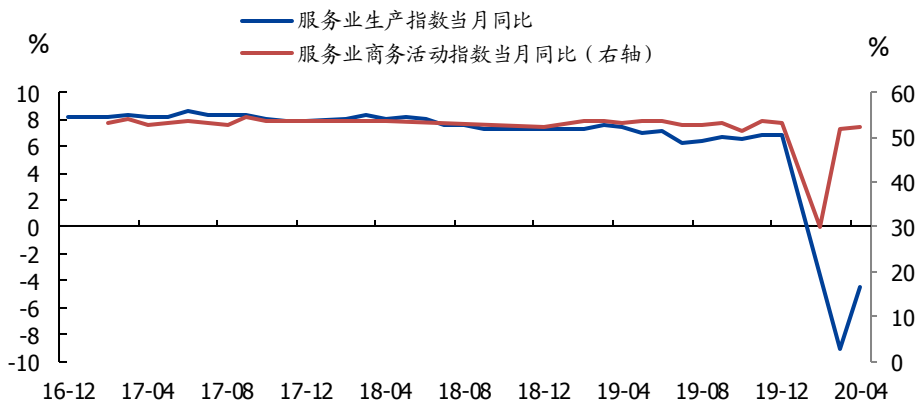
图表 3：4月5大发电集团当月日均耗煤量为去年同期的89%



资料来源：Wind，国盛证券研究所 5大发电集团，这里指浙电、上电、粤电、大唐、华能

服务业生产仍弱，内部行业出现分化。与工业相比，4月服务业生产仍相对较弱，服务业生产指数同比下降4.5%，较3月降幅收窄4.6个百分点。行业景气出现分化：同比增长的行业有信息传输、软件和信息技术服务业、金融业，房地产业；同比下降的有交通运输、仓储和邮政业，批发和零售业，住宿和餐饮业。

图表4：服务业生产仍承压



资料来源：Wind，国盛证券研究所

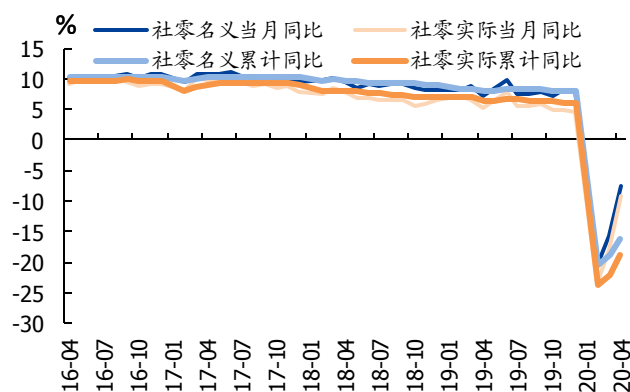
往后看，预计工业和服务业在疫后生产出行恢复、逆周期政策加码等推动下仍将继续修复，其中高技术制造、信息技术等新兴产业有望保持相对强势。但是在需求制约下，预计生产的恢复受到一定限制。

消费端：“恢复性”消费已现，“报复性”消费可能受制约

消费：“恢复性”消费已现，“报复性”消费会来吗？

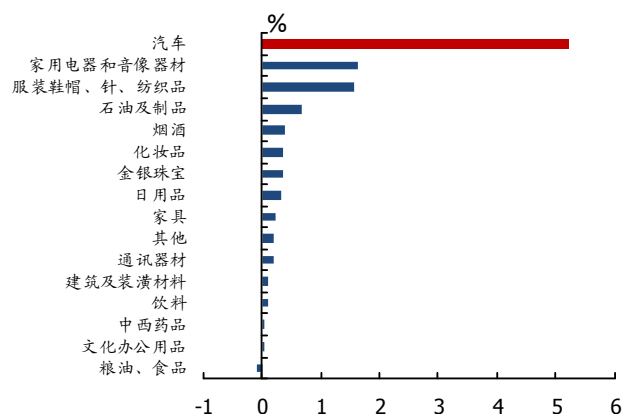
消费端加速回暖，“恢复性”消费已现。4月社会消费品零售总额当月同比-7.5%，较前值回升8.3个百分点，增幅较3月的4.7个百分点明显扩大，显示随着复工复产持续推进，消费端加速回暖，“修复性”消费已现。汽车消费是最大贡献。4月限额以上单位社零中汽车消费大幅反弹18.1个百分点，恢复至去年同期水平，对限额以上社零的拉动达5.2个百分点，是消费加速回暖的最大贡献。

图表5：消费端加速回暖



资料来源：Wind，国盛证券研究所

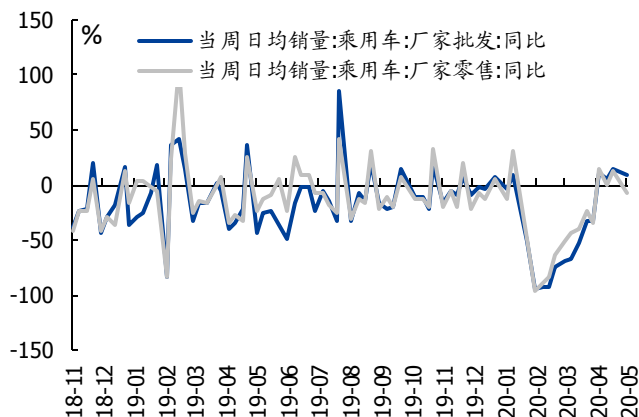
图表6：限额以上社零分项贡献率：汽车消费是最大支撑



资料来源：Wind，国盛证券研究所

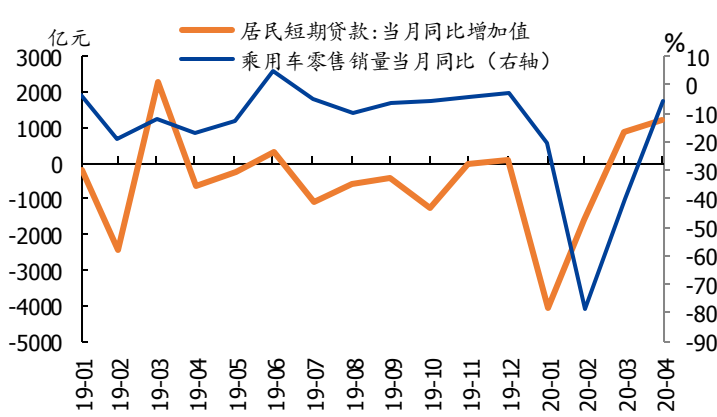
汽车消费V型反弹，源于复工复产、低油价、刺激政策、短贷高增等共同推动。乘联会数据显示，2-4月乘用车零售销量当月同比分别为-78.7%、-40.4%、-5.6%，目前已经接近与去年同期水平，实现了V型反弹。各地复工复产、油价低迷、汽车消费刺激政策等因素都对汽车消费的反弹构成支撑，此外，4月居民短期贷款较去年同期大幅多增1187亿元，也为汽车消费反弹提供了动力。

图表 7: 汽车消费出现V型反弹



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 居民短期贷款助力汽车消费反弹

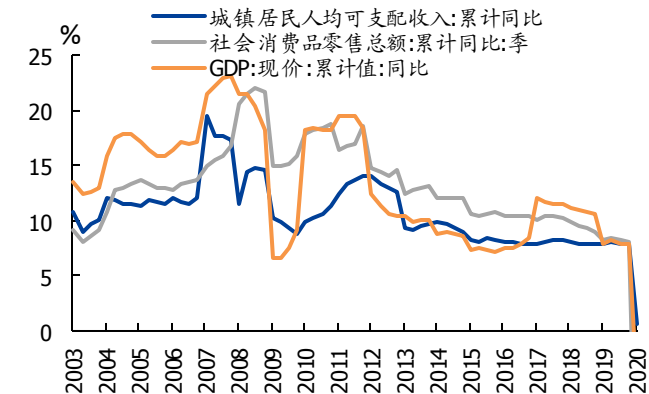


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

加速反弹可能只是短期现象，“报复性”消费恐难实现。短期来看，各地陆续解封、复工复产，叠加消费券等政策刺激可以促进消费加速反弹。然而中长期来看，消费仍主要取决于居民收入水平、收入前景等经济因素，同时受到疫情发展的制约。

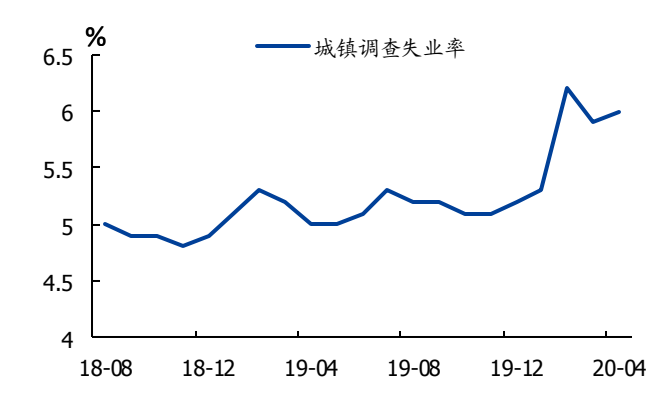
1、经济下行压力、就业压力加大，居民消费能力下降。居民收入与经济增长、就业环境密切相关，直接影响居民消费能力。受疫情冲击影响，我国经济下行压力显著增大，一季度GDP增速-6.8%创改革开放以来新低，国内就业形势也明显恶化，2月以来城镇调查失业率维持在6%左右的历史高位。经济下行压力、就业压力加大，拖累2020Q1城镇居民人均可支配收入增速大幅下降至0.5%，且降低了居民对未来收入的预期，制约居民消费能力。

图表 9: 居民收入与经济增长和消费密切相关



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 就业压力加大，压制消费增速

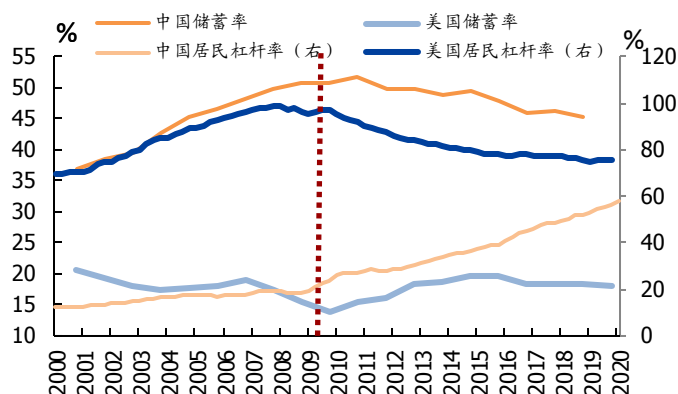


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2、危机过后减少借贷，回补储蓄，居民消费意愿下降。经济危机等负面事件发生后，居民的风险意识可能会明显提高，从而减少借贷，增加储蓄，并相应减少消费支出。参考美国经验，2008年金融危机后美国居民储蓄率从09年的13.9%持续上升至14年的

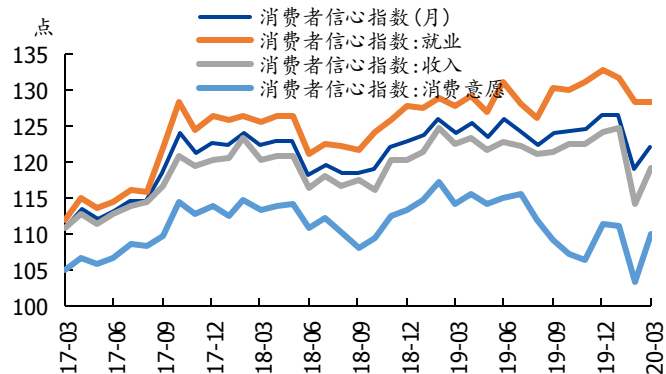
19.7%，而居民杠杆率则从09年的96%持续回落至目前的75%左右。目前我国居民杠杆率达58%，处于历史高位，而居民储蓄率则在近年来持续下降，本次疫情过后，我国居民同样可能减少借贷，回补储蓄，体现为一季度新增居民存款较去年多增4000亿元，而消费意愿指数仍在110点左右的低位徘徊。

图表 11: 2008 年金融危机后美国居民减少借贷，增加储蓄



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

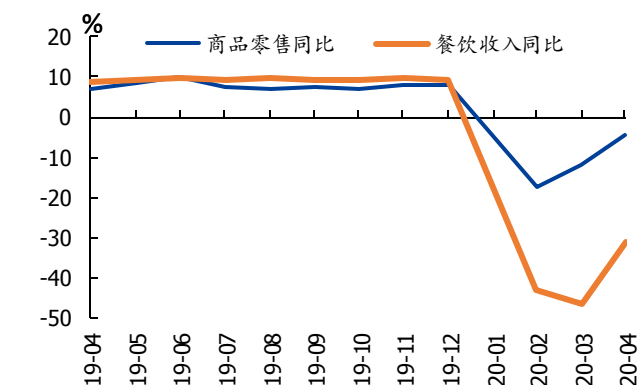
图表 12: 消费者信心指数



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

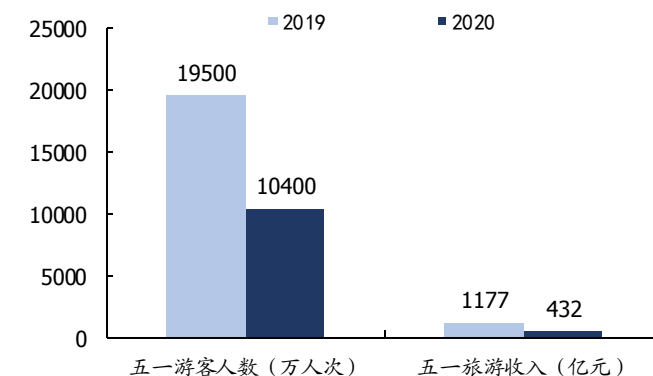
3、疫情防控常态化对服务消费恢复构成制约。从消费结构上看，随着复工复产推进，4月餐饮消费同样加速恢复，但仍较去年同期下降近三成。“五一”期间旅游消费虽较4月清明节时回暖，但前4天的国内游客总人数、国内旅游收入仅为去年同期的53%、37%，也并非“报复性”反弹。这反映了疫情防控常态化之下，居民外出活动受到抑制，制约了餐饮、旅游等服务消费反弹的速度与空间。

图表 13: 商品零售与餐饮收入增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: “五一”旅游消费较去年减半

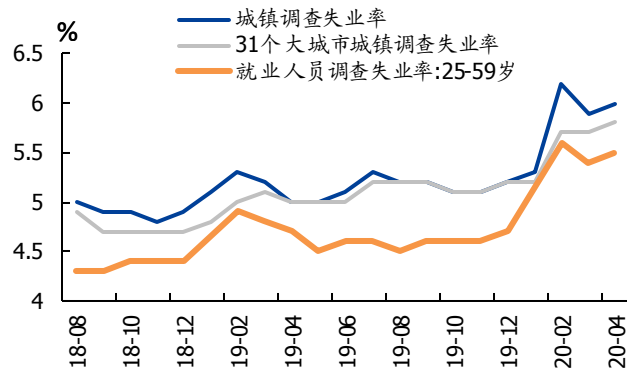


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

就业：指标稳定，压力仍大

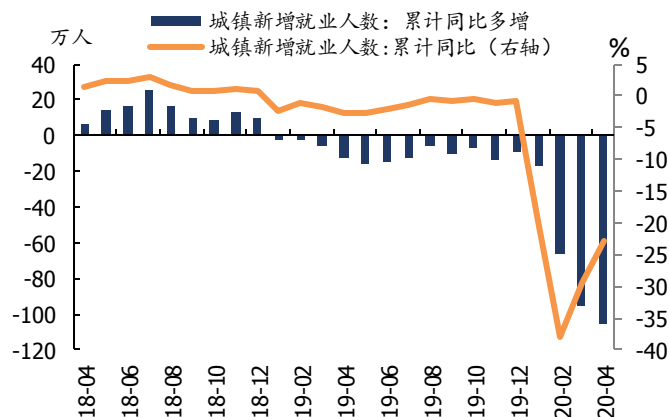
4月就业指标基本稳定，整体就业压力仍大。4月城镇调查失业率6.0%，较3月微升0.1个百分点，基本保持稳定。4月城镇新增就业人数同比降幅继续收窄6.4个百分点至-22.9%，但仍处于收缩区间，1-4月城镇新增就业354万人，较上年同期少增105万人，就业规模仍在缩小。此外，今年还有874万的高校毕业生进入就业市场，就业压力仍大。

图表 15: 4 月失业率微升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 4 月城镇新增就业同比降幅收窄



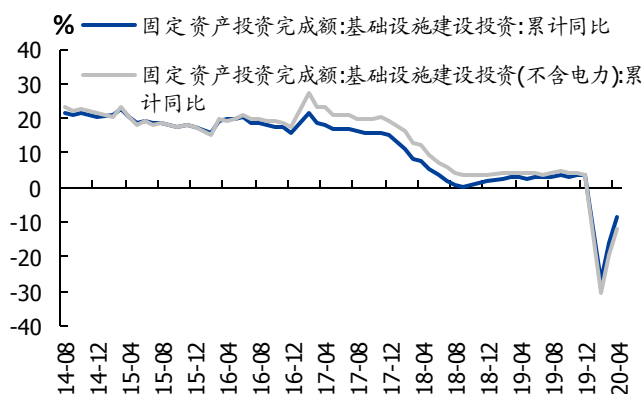
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

投资端：三大投资继续反弹，基建 REITs 规模可期

基建投资延续反弹，REITs 规模可达万亿，未来可期

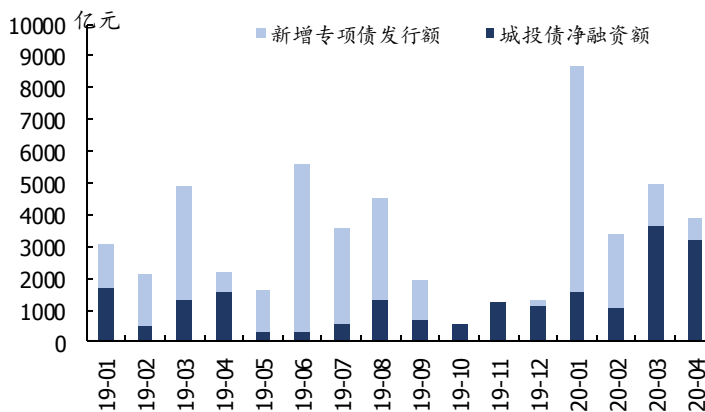
基建投资延续反弹。1-4 月狭义、广义基建投资累计同比分别为-11.8%、-8.8%，分别继续较前值大幅回升 7.9、7.6 个百分点，反弹幅度明显高于地产投资和投资。基建融资仍然保持高位，1-4 月新增专项债发行 11522 亿元，同比增长 57.9%，城投债净融资 9415 亿元，同比增长 87.1%。

图表 17: 基建投资增速继续反弹



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 1-4 月专项债、城投债融资保持高位



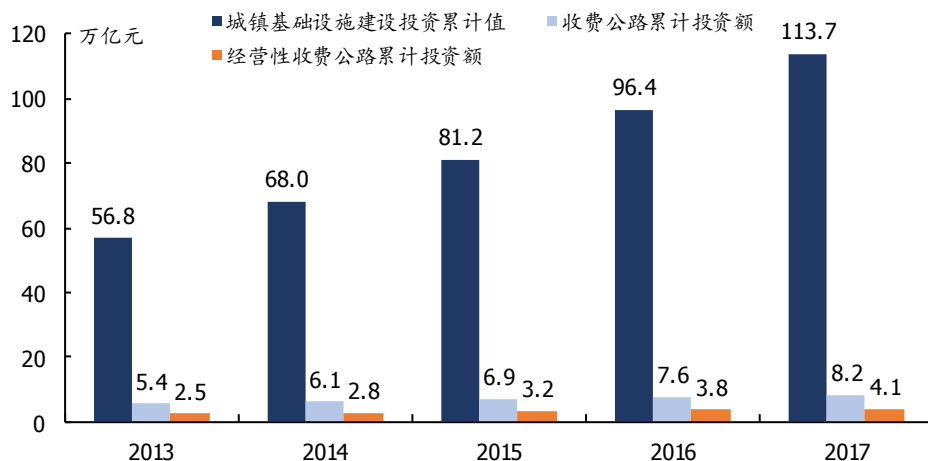
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

基建 REITs 出台，有望盘活存量资产，拓宽投资渠道。4 月 30 日，证监会与发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（以下简称《通知》），标志着境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步。基建 REITs 可以有效盘活优质存量基础设施资产，拓宽基础设施建设资金来源，提升直接融资比重，缓解地方政府债务压力，形成投资的良性循环，对基建投资意义重大。

预计基建 REITs 市场规模在万亿以上。由于目前基建 REITs 刚刚开始试点，未来发展仍存在许多不确定性（如地方政府意愿、税收优惠政策等），难以准确测算其规模。但我们仍可从国内和国际两种角度，对基建 REITs 可能达到的市场规模进行大致估算。

- 从基建 REITs 底层资产的角度考虑，可将历年基建投资的累计值视为以成本计量的基础设施存量规模¹。截至 2017 年，该存量规模为 113.7 万亿元。其中仅收费公路存量规模就高达 8.2 万亿，收益质量较好的经营性收费公路存量规模也有 4.1 万亿，只需将其中的 25% 作为底层资产，基建 REITs 规模就可达到万亿以上。

图表 19: 我国基建投资存量规模



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- 从国际对比的角度考虑，2018 年美国 REITs 的市场规模达 1.05 万亿美元，占当年美国上市公司总市值的比例约为 3.5%，考虑到当前我国股市总市值约 60 万亿元，若基建 REITs 占比也能达到同样的水平，则对应基建 REITs 市场规模约为 2.1 万亿元，同样是万亿级别的市场规模。

图表 20: 美国 REITs 总市值



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_5141

