

经济补偿性恢复不等于复苏

—— 2020年4月经济数据点评

行业点评

● 经济补偿性恢复不等于复苏

4月各项经济数据继续修复，经济离正常水平还有较大差距。4月三大需求均有改善，但核心是需求滞后于供给回补，这些指标的改善有一定补偿性恢复的性质。同时，企业生产经营预期比较谨慎，如果不考虑超低基数效应，供给修复速度已经出现明显放缓，之前累积的库存面临去化压力，因此只看需求变化会产生经济复苏的错觉，更何况需求主要源于补偿性修复，全球经济衰退、就业与收入承压对经济的冲击还没有体现出来。

● 超低基数下，工业生产增速转正

4月工业生产增速转正最主要原因是超低基数效应，同时也导致行业分化，即基数低的行业生产增速明显改善，而基数高的行业生产增速上升幅度小。当然，4月出口超预期改善对部分制造业生产也有一定促进作用，但要看到的是，出口改善主要集中于医药与ICT等行业，对整体生产更有指示意义的出口交货值增速回落至1.1%。

● 基建与地产投资单月增速转正

4月固定资产投资降幅从16.1%收窄至10.3%，三大分项均出现改善，尤其是房地产与基建投资单月增速分别回升至6.9%、4.8%，主要原因是疫情好转后，建筑业赶工加快，加上货币政策极度宽松以及财政政策力度加大，房地产与基建单月增速回到相对正常的水平。往后看，由于地产竣工仍然是两位数降幅，交房压力下，房企施工强度会提升，叠加货币宽松下房贷利率稳步下降刺激购房需求，我们预计房地产投资增速会继续修复。随着专项债大规模发行、后续财政政策支持、新基建大幅推进，后续基建投资修复仍是相对确定性线索。

● 汽车与地产引领社零改善

4月社零名义与实际增速分别回升至-7.5%、-9.1%，可选消费改善速度整体加速，这与国内疫情进一步改善、刺激消费政策推出有关。其中，4月汽车消费增速从-18.1%回升至0，基本回升至2018H2以来偏正常的水平，一方面，前期被抑制购车需求延后爆发；另一方面，刺激汽车政策在3-4月密集推出，加速了需求回升速度。4月家电、家具、建材消费增速分别回升21.2、17.3、8.1个百分点，与房地产需求加速恢复有关，4月商品房销售面积单月同比增速从-14.1%回升至-2.1%。我们认为后续汽车（政策刺激、疫情前行业景气度有底部回升的迹象）与地产链（竣工周期上升、旧改、房贷利率下降）消费修复仍然是确定性较强的线索。

消费增速离正常水平还有较大距离，存在修复空间但速度可能会放缓，主要原因在于，需求的大规模延后释放实际上掩盖了就业与收入承压对消费的影响，4月失业率仍然高居不下，PMI、BCI等指标亦反映企业通过降薪裁员将经营压力转移到居民部门，因此，这一影响可能在后续逐渐体现出来，进而压制消费修复速度。

● 风险提示：海外疫情二次扩散；政策落实不及预期

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118060007

陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

相关报告

宏观报告：隔离的经济成本需要灵活审慎的政策来对冲——2020年1-2月经济数据点评

2020-3-16

目 录

1、 经济补偿性恢复不等于复苏.....	3
2、 超低基数下，工业生产增速转正.....	3
3、 基建与地产投资单月增速转正.....	5
4、 汽车与地产引领社零改善.....	8

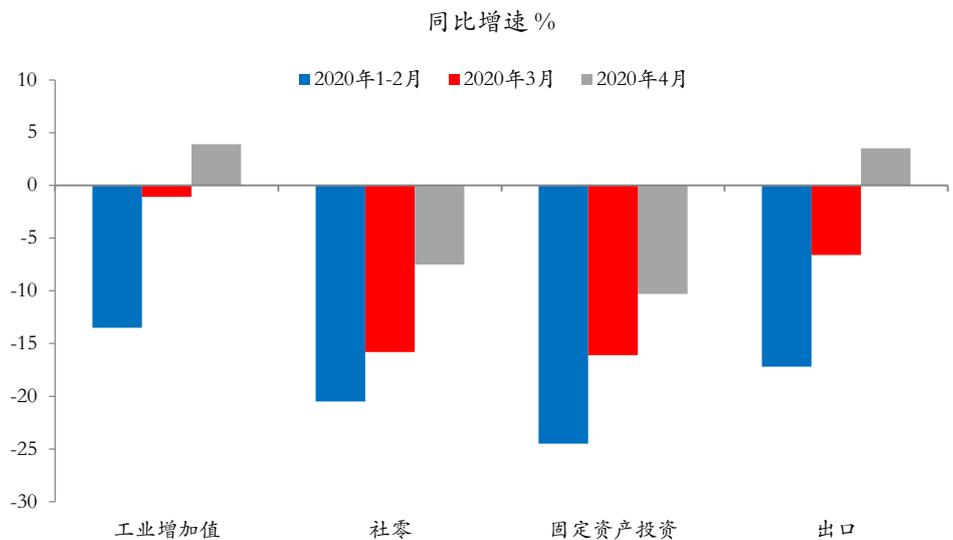
图表目录

图 1: 4月生产与需求继续改善.....	3
图 2: 各行业工业增加值变化.....	4
图 3: 4月工业增加值基数偏低.....	4
图 4: 出口交货值增速回落.....	5
图 5: 产销率高于季节性，预示着企业在去库存.....	5
图 6: 基建、地产、制造业投资增速上升.....	6
图 7: 2020年前4月地方专项债放量.....	7
图 8: 企业家宏观经济热度指数领先制造业投资增速.....	7
图 9: 计算机通信和其他电子设备制造业、医药制造业投资增速明显改善.....	7
图 10: 企业投资前瞻指数下降.....	8
图 11: 社零增速回升.....	9
图 12: 汽车、地产链消费修复.....	9
图 13: 随着国内疫情改善，消费意愿明显上升，但收入与就业仍然相对疲弱.....	9

1、经济补偿性恢复不等于复苏

4月各项经济数据继续修复，经济离正常水平还有较大差距。4月三大需求均有改善，但核心是需求滞后于供给回补，正如国新办在5月15日新闻发布会上所言“4月份国民经济运行延续了3月份恢复改善的势头。当然，我们同时也要看到，这些指标的改善有一定补偿性恢复的性质”。同时，企业生产经营预期比较谨慎，如果不考虑超低基数效应，供给修复速度已经出现明显放缓，之前累积的库存面临去化压力，因此只看需求变化会产生经济复苏的错觉，更何况需求主要源于补偿性修复，全球经济衰退、就业与收入承压对经济的冲击还没有体现出来。

图1：4月生产与需求继续改善



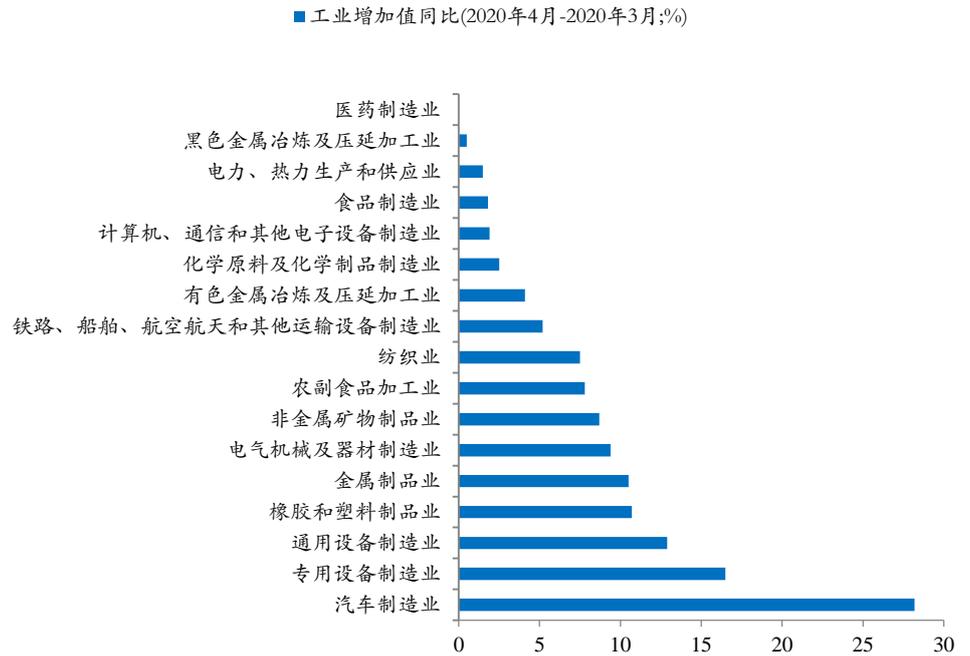
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、超低基数下，工业生产增速转正

2020年4月工业增加值同比增长3.9%，其中，制造业增加值增长5.0%，上月为下降1.8%，是带动工业生产好转的主要拉动力。工业生产增速转正最主要原因是2019年4月超低基数，2019年4月工业增加值环比增长0.27%，为2011年以来同期最低，从而导致行业分化，即基数低的行业生产增速明显改善，例如通用设备和专用设备制造业，而基数高的行业生产增速上升幅度小，比如黑色金属冶炼和压延加工业、医药制造业。当然，4月出口超预期改善对部分制造业生产也有一定促进作用，但要看到的是，出口改善主要集中于医药与ICT等行业，对整体生产更有指示意义的出口交货值增速回落至1.1%。

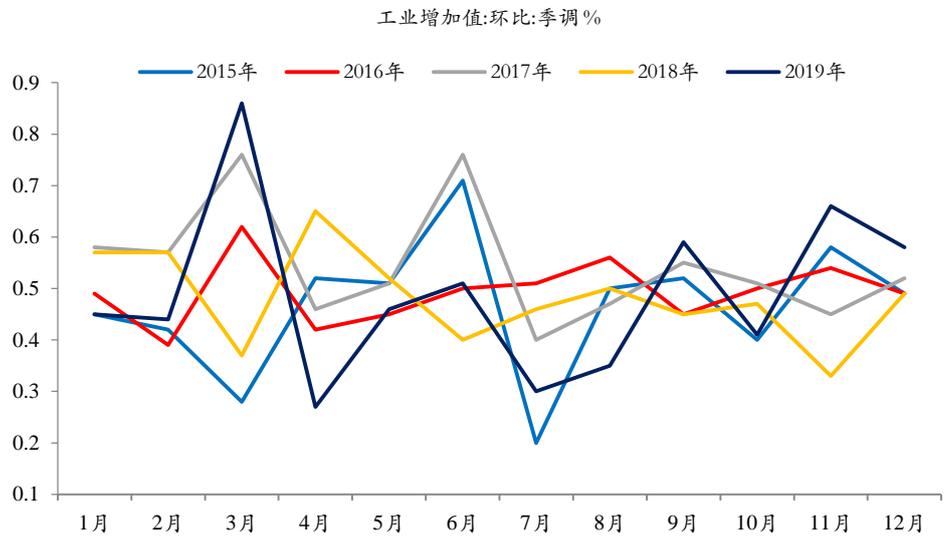
如果不考虑基数影响，4月工业生产改善幅度也明显出现下降，需求改善幅度整体与上月相当，这体现为复工修复较为充分后，虽然需求滞后于供给恢复，但企业生产经营预期会比较谨慎，一季度高企的库存将逐渐去化，4月工业企业产销率回升至近年同期偏高水平，这也是去库存的体现。我们在一季度看到GDP降幅远小于需求降幅，二季度可能出现GDP增速上升幅度比需求小的情况，这导致传统的观察三大需求来判断经济增速的方法可能会出现高估。因此，考虑低基数后，经济修复斜率已经明显放缓。

图2： 各行业工业增加值变化



资料来源：Wind，新时代证券研究所

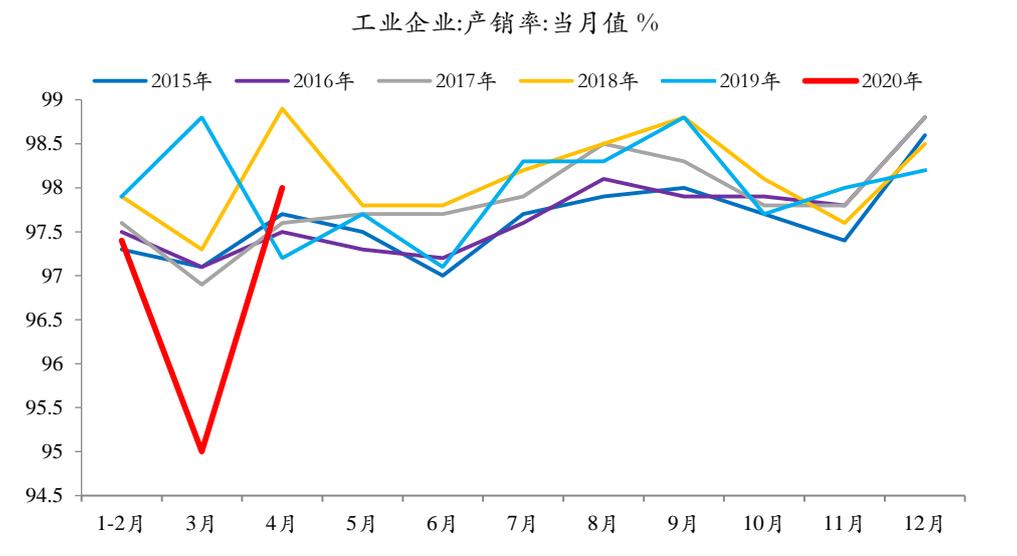
图3： 4月工业增加值基数偏低



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 出口交货值增速回落

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 产销率高于季节性，预示着企业在去库存

资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 基建与地产投资单月增速转正

4月固定资产投资降幅从16.1%收窄至10.3%，三大分项均出现改善，尤其是房地产与基建投资单月增速分别回升至6.9%、4.8%，主要原因是疫情好转后，建筑业赶工加快，加上货币政策极度宽松以及财政政策力度加大，房地产与基建单月增速回到相对正常的水平。往后看，由于地产竣工仍然是两位数降幅，交房压力下，房企施工强度会提升，叠加货币宽松下房贷利率稳步下降刺激购房需求，我们预计房地产投资增速会继续修复。随着专项债大规模发行、后续财政政策支持、新基建大幅推进，后续基建投资修复仍是相对确定性线索。具体来看：

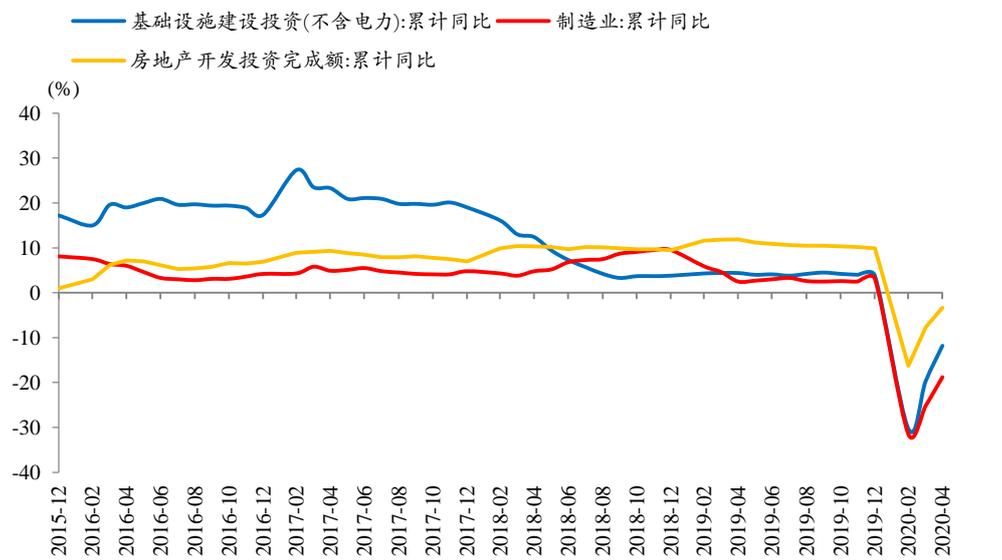
基建投资增速回升一方面是由于赶工需求，除非国内疫情出现二次大规模爆发，否则赶工需求仍会驱动基建投资增长。另一方面，资金规模与效率提高，2020年1-4

月，地方专项债发行12240亿元，高于2019年同期的8117亿元，国常会要求，在年初已发行地方政府专项债1.29万亿元基础上，再提前下达1万亿元专项债新增限额，力争5月底发行完毕。而2019年基建投资不温不火的一个原因是专项债主要用于土储与棚改，用于基建的比例很小，2020年1-4月专项债主要投向基建，此外二季度新下达的专项债额度还增加了城镇老旧小区改造这一资金投向，并鼓励用于新型基础设施、医疗等市政设施项目投资，再加上赤字率的提升，困扰2019年基建投资的资金问题会得到改善。

房地产投资增速回升的原因在于：（1）国内疫情好转，赶工需求回升。3-4月房屋施工面积累计同比增速均出现回落，而房地产投资增速明显上升，表明在交房压力下，房企需要赶工，施工强度上升。（2）货币宽松下加速房地产需求回暖。货币宽松下，首套房贷款利率连续5个月出现下降，与复工形成合力，加速了房地产需求回暖，4月商品房销售面积单月同比降幅从14.1%收窄至2.1%。往后看，由于地产竣工仍然是两位数降幅，货币政策宽松的基调没有改变，我们预计后续地产投资、销量、新开工、施工等数据会继续改善。

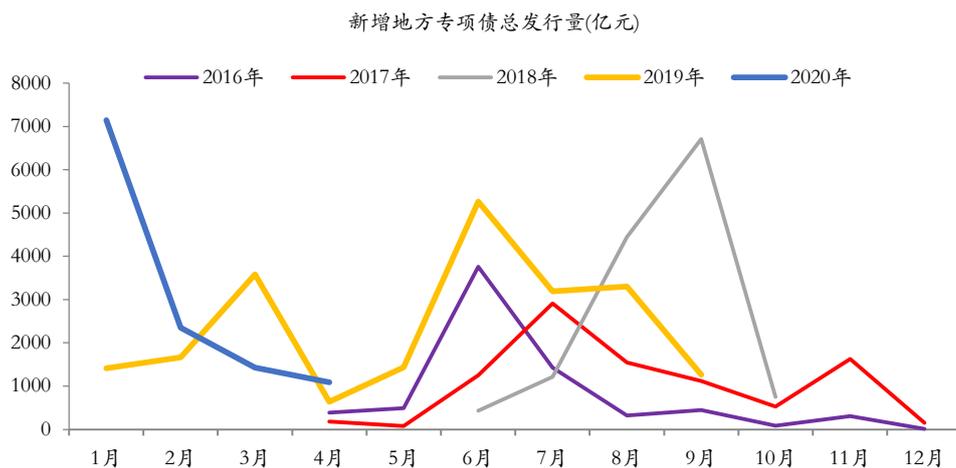
4月制造业投资单月增速为-6.7%，虽然增速仍然为负，但较3月（-20.6%）有较为明显回升，从已公布的分项数据来看，计算机通信和其他电子设备制造业、医药制造业投资增速改善最明显，分别较上月回升11.3、9.2个百分点，我们认为这与4月医疗物资、高新技术产品、机电产品出口超预期有关。整体而言，和房地产与基建投资相比，制造业投资增速仍显得疲弱，这也与4月建筑业PMI强于制造业PMI相印证。往后看，制造业投资增速或继续修复，但考虑到疫情对盈利、外需、企业资本开支意愿的冲击需要时间恢复，制造业投资增速修复速度可能放缓并且较长一段时间在低位徘徊。

图6：基建、地产、制造业投资增速上升



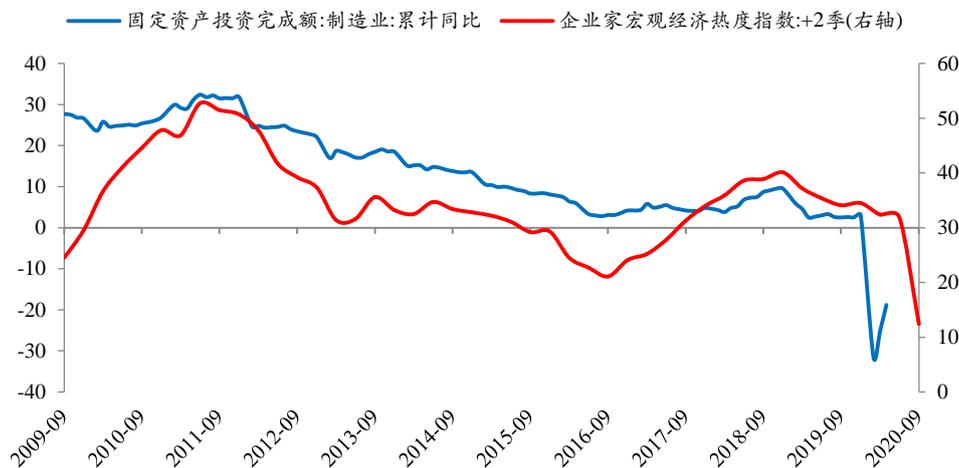
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 2020年前4月地方专项债放量



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 企业家宏观经济热度指数领先制造业投资增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 计算机通信和其他电子设备制造业、医药制造业投资增速明显改善

■ 固定资产投资累计同比(2020.4-2020.3;%)
有色金属冶炼及压延加工业

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_5144



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>