

# 4月经济数据点评

## 经济在波动中恢复

**4月生产端复苏好于需求端；工业增加值4月增速转正；社零和固投略低于市场预期。**

- 4月工业增加值同比增长3.9%，1-4月工业增加值同比增长-4.9%，其中采矿业工业增加值累计同比增长-0.8%，制造业-5.4%，公用事业-3.9%，高技术产业0.5%。
- 4月社零同比增长-7.5%，1-4月社零累计同比增长为-16.2%。
- 1-4月固定资产投资增速为-10.3%，民间固定资产投资增速-13.3%，制造业投资累计同比增长-18.8%，基建投资-11.8%，地产投资-3.3%。
- 土地购置面积和土地成交价款1-4月累计同比增长-12%和6.9%，商品房销售面积同比增长-19.3%，商品房销售额累计同比增长-18.6%。1-4月商品房待售面积同比增速1.7%，较1-3月下降0.4个百分点。
- **4月数据生产端好于需求端。**4月经济数据在3月的基础上继续反弹，但整体表现略低于市场预期，除了工业增加值当月同比增长转正之外，社零增速略低于预期、固定资产投资增速依靠房地产投资强劲和基建投资快速上升支撑，显示出经济的复苏需要一个过程。需求端的复苏明显偏慢，其中受到复商复市的拉动餐饮消费有所反弹，但社零中增速较高的还是必须消费品，汽车的增速大幅反弹但房地产后周期增速偏弱，商品房销售额同比增速依然较低。需求端偏弱有居民收入增速大幅下行和4月失业率较3月继续上升的影响，我们认为居民就业和企业现金流依然是未来一段时间需要重点关注的对象。
- **全球经济有待复苏，警惕中美贸易摩擦卷土重来。**4月全球主要发达国家和地区为防控新冠疫情，均采取了不同程度的封城措施，对经济造成了明显的负面影响，从目前海外已经披露的数据看，制造业和服务业PMI指数大幅下行，失业率明显抬高，物价下行是普遍现象。从经济表现来看，中国当前走在全球经济复苏的前列，且生产端复苏表现好于需求端，但由于2020年全球经济将陷入衰退，因此中国的复苏前景也明显受到全球经济走向的影响，存在出现波动的可能性。另一方面，下半年美国大选将成为影响全球经济和资本市场的重要事件，不排除中美摩擦再度升温的可能性，届时可能进一步对全球经济复苏造成负面影响。5月底我国两会即将召开，关注政策组合拳可能出现的变化，特别是货币政策，为应对海外美联储快速扩张资产负债表的全球外溢性影响，我国货币政策深度可能相应增加。

**风险提示：疫情在全球传播时间过长，全球经济下行幅度超预期；国内通胀压力较高。**

### 相关研究报告

《当月同比宽幅波动，累计同比稳步下行：5月经济数据点评》2019.11.14

《数据好转，持续性有待观察：11月经济数据点评》2019.12.16

《2019年完成任务：12月和四季度经济数据点评》2020.1.17

《实事求是反映冲击，宽松可期难见强刺激：1-2月经济数据点评》2020.3.16

《新冠疫情冲击下，一季度数据走出V型趋势：3月和一季度经济数据点评》2020.4.17

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

朱启兵

(8610)66229359

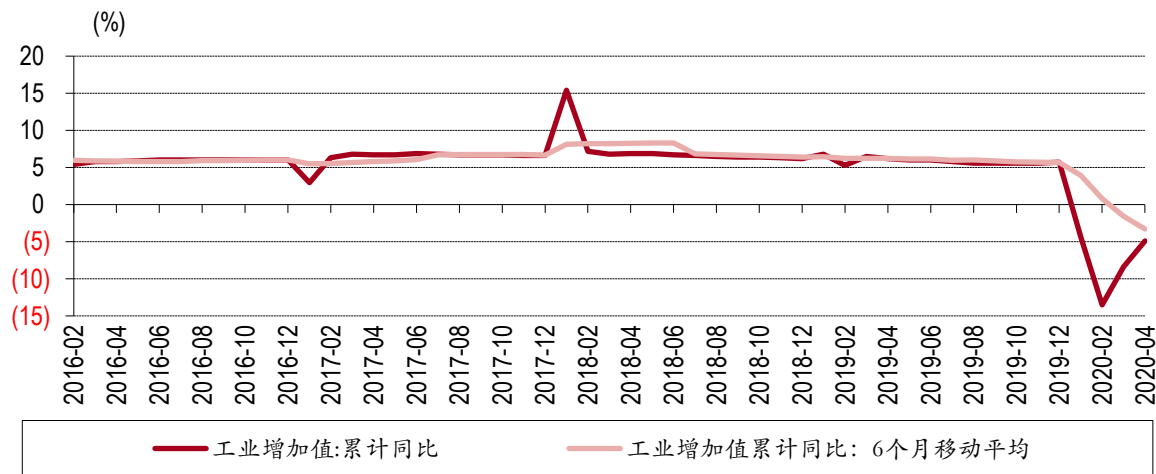
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

## 工业增加值增速转正

生产的复苏超出预期。4月工业增加值同比增长3.9%，较3月上升5个百分点，较去年同期下降1.5个百分点；1-4月工业增加值同比增长-4.9%，较去年同期下降11.1个百分点。4月工业增加值同比增长转正，且增速大幅超出市场预期，在复工复产政策支持下，生产端恢复情况较好。

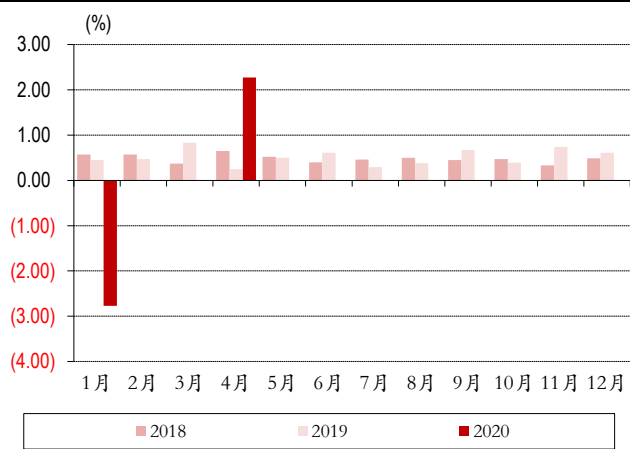
图表 1. 工业增加值累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

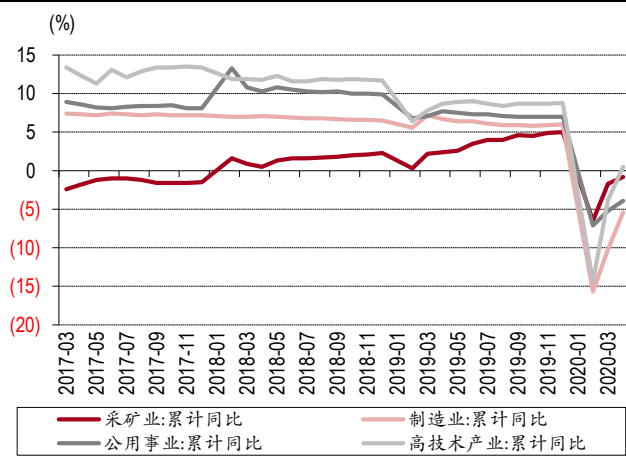
**4月环比继续强劲。**从环比增速来看，4月工业增加值环比增长2.27%，依然处于疫情冲击后的生产修复期。目前看来，工业生产恢复趋势较为强劲。从行业分类来看，1-4月采矿业工业增加值累计同比增长-0.8%，制造业累计同比增长-5.4%，公用事业累计同比增长-3.9%，高技术产业累计同比增长0.5%。高技术产业恢复速度最快，公共事业次之，整体生产端复苏情况较好。从企业类型来看，4月工业增加值增速较3月反弹幅度最大的依次是外企、私企、股份制以及国企，1-4月工业增加值累计同比增长较去年同期下滑幅度较小的依次是国企、外企、股份制和私企。私企在复工复产之后生产动力强劲。

图表 2. 工业增加值环比



资料来源: 万得, 中银证券

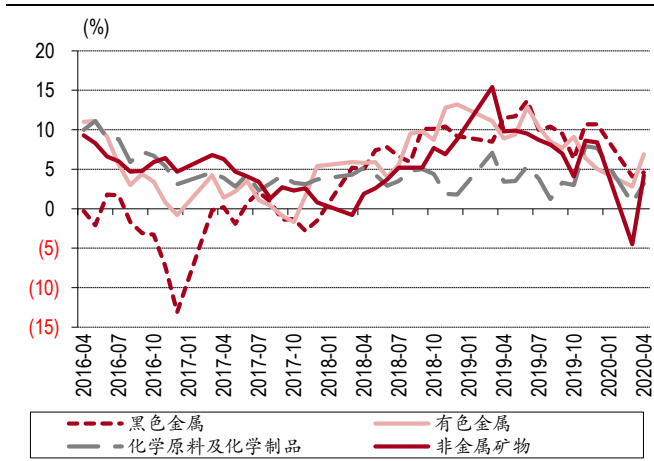
图表 3. 各行业工业增加值累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

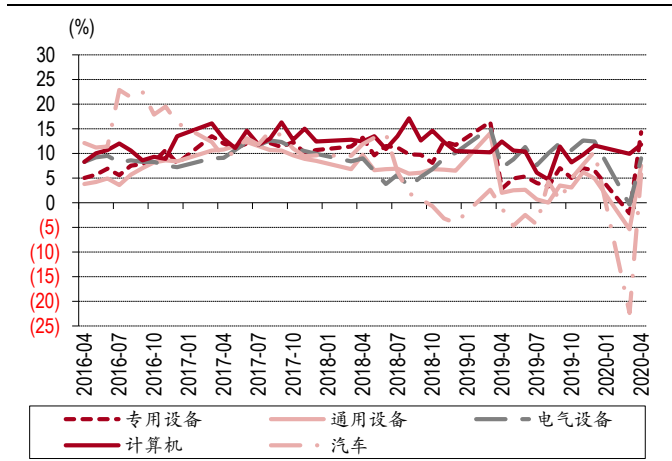
**下游表现最弱。**上游行业方面，化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长-3.9%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长-7.6%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长1.7%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长-0.6%，从当月工业增加值增速来看，上游四个行业均已转正，增速较高的有色金属增加值同比增长6.9%，增速较低的化学原料及化学制品增长3.2%。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长-9%，专用设备制造业增加值累计同比增长-4.2%，汽车制造业增加值累计同比增长-15%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长-5.8%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长1.8%，4月中游行业工业增加值累计同比增速虽然依然明显负增长，但当月同比增速已经大幅转正，其中汽车行业工业增加值增速已经回正至5.8%。相比之下下游行业工业增加值同比增速波动较小，食品制造业增加值累计同比增长-3.3%，纺织业增加值累计同比增长-10.6%，医药制造业增加值累计同比增长0%。下游特别是必须消费品工业增加值增速受新冠疫情的冲击相对较小，因此一直以来增速相对平稳，4月工业生产仍在恢复过程当中，但从当月同比增速来看，较多已经恢复到新冠疫情冲击之前水平左右。

图表 4. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 中游制造业工业增加值当月同比增速

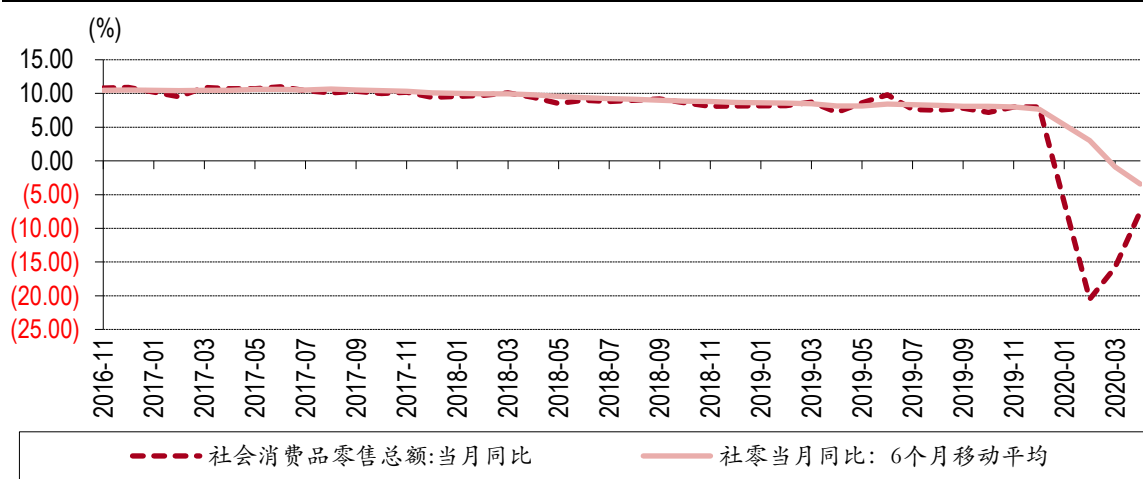


资料来源：万得，中银证券

## 社零增速恢复偏弱

**消费反弹的幅度相对较弱。**4月社零同比增速-7.5%，较3月回升了8.3个百分点，1-4月社零累计同比增速为-16.2%，较1-3月回升2.8个百分点。4月社零增速整体继续反弹，但增速仍低于市场预期，我们认为受到一季度居民收入增速大幅下降和4月失业率上升的影响，消费的恢复或持续弱于预期。

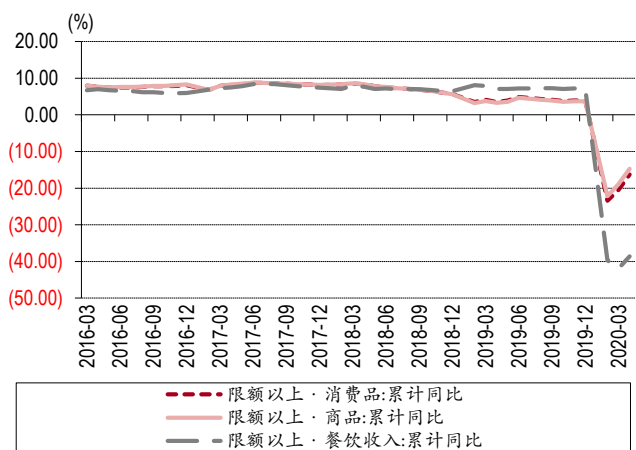
图表 6. 社零当月名义同比增速和 6 个月移动平均同比增速



资料来源：万得，中银证券

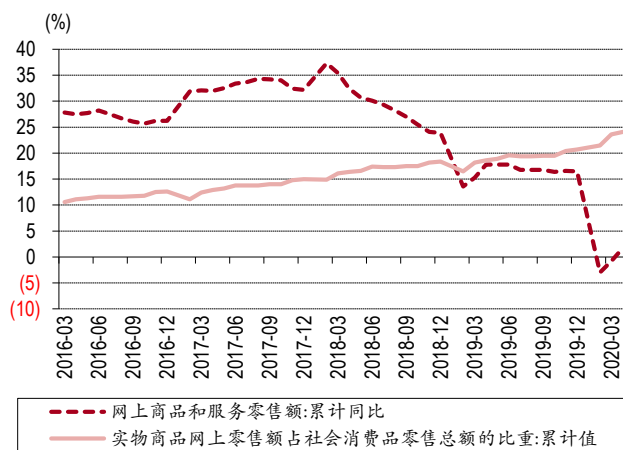
**复商复市带动餐饮消费反弹。**1-4月限额以上企业消费品零售总额累计同比增速-16.3%，较1-3月上升4.2个百分点，其中商品零售总额同比增速为-14.7%，较1-3月回升4.2个百分点，餐饮收入总额同比增速-38.6%，较1-3月上升3.3个百分点。1-4月网上零售额占比达到28.8%，较1-3月上升0.5个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为1.7%，较1-3月上升2.5个百分点。从城乡消费增速来看，4月乡村的消费增速-7.7%，较3月上升7.4个百分点，城镇消费同比增速-7.5%，较3月上升8.4个百分点。4月餐饮行业收入增速-31.1%，较3月上升15.7个百分点，商品销售收入增速-4.6%，较3月上升7.4个百分点。4月随着复商复市进一步推进，消费整体增速下降有所缓解。但从城乡居民消费增速的变化来看，城镇居民消费增速超过乡村，与2019年及此前表现不符，我们认为居民收入是限制消费恢复的重要原因。

图表 7. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

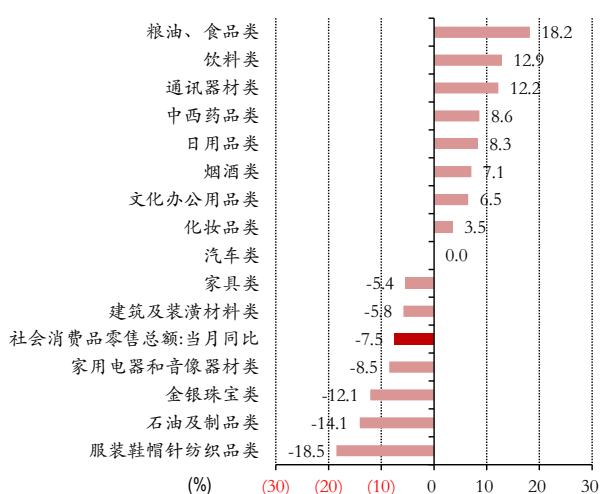
图表 8. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

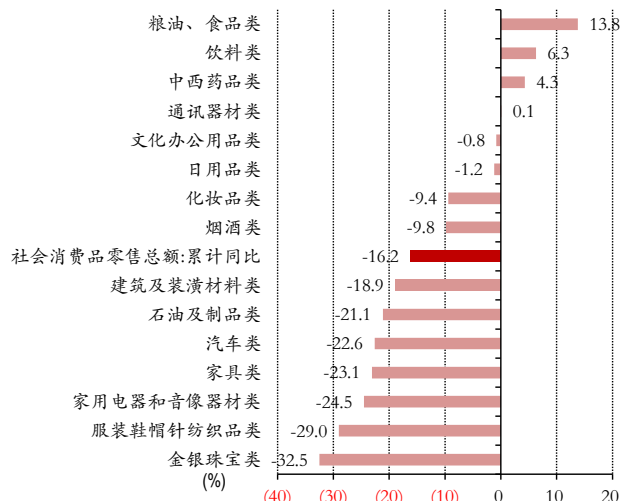
**汽车增速反弹, 房地产后周期消费偏弱。**从同比增速来看, 4月限额以上企业商品零售总额同比增速-3.2%，较3月大幅反弹11.8个百分点，同比增速较高的细分行业包括粮油食品、饮料喝通讯器材，增速最低的行业则包括服装鞋帽、石油制品及金银珠宝等。与3月相比只有粮油食品的增速回落，增速回升幅度较大的则有家电、汽车、金银珠宝等。从累计同比增速来看, 1-4月只有粮油食品、饮料、中西药品和通讯器材正增长，负增长幅度较大的则包括金银珠宝、服装和家电。汽车的消费增速依然偏低但恢复较快，同时房地产后周期的家电增速偏慢，可能受到房地产销售增速走低的影响。

图表 9. 各品类社零当月同比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 各品类社零累计同比

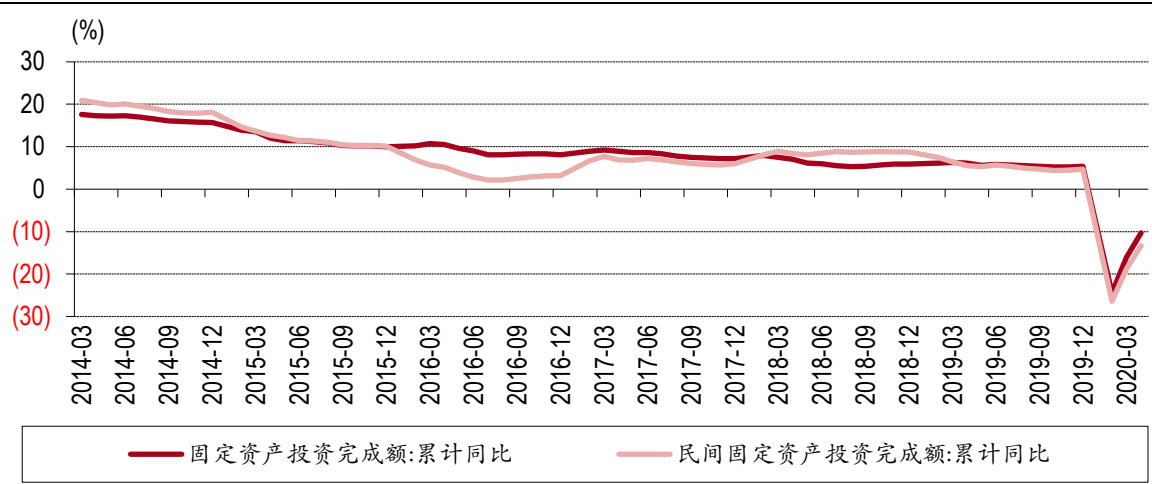


资料来源: 万得, 中银证券

## 固定资产投资增速有待提振

固投增速反弹力度低于预期。1-4月固定资产投资增速为-10.3%，较1-3月回升5.8个百分点，1-4月民间固定资产投资增速-13.3%，较1-3月回升5.5个百分点。4月固定资产投资增速继续回升，但幅度低于市场预期，主要问题在于两方面，一是全球经济负增长需求不振，二是企业资金链紧张投资能力受限。

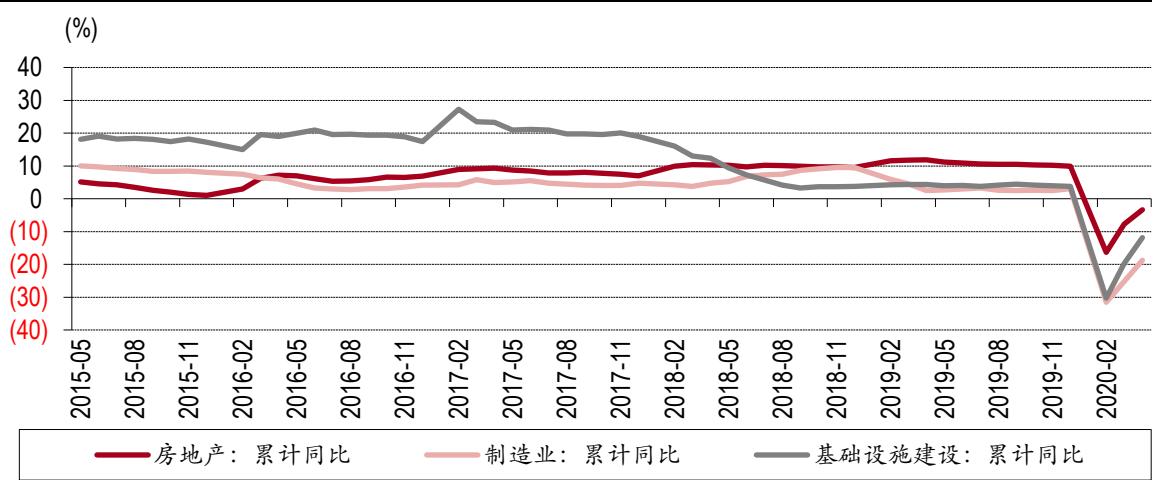
图表 11. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

房地产最强劲，基建增速回升幅度最大。分类别看，制造业投资1-4月累计同比增长-18.8%，较1-3月回升6.4个百分点；基建投资累计同比增长-11.8%，较1-3月回升7.9个百分点；地产投资累计同比增长-3.3%，较1-3月回升4.4个百分点。1-4月固定资产投资中房地产表现最强劲，下行幅度最小，反弹速度最快，4月受地方政府专项债额度体现下达影响，基建投资增速反弹幅度最大，随着5月专项债继续提前下发额度1万亿，基建增速将进一步回升。制造业固投增速最弱，一定程度上受到市场需求较弱且前景不明的影响。

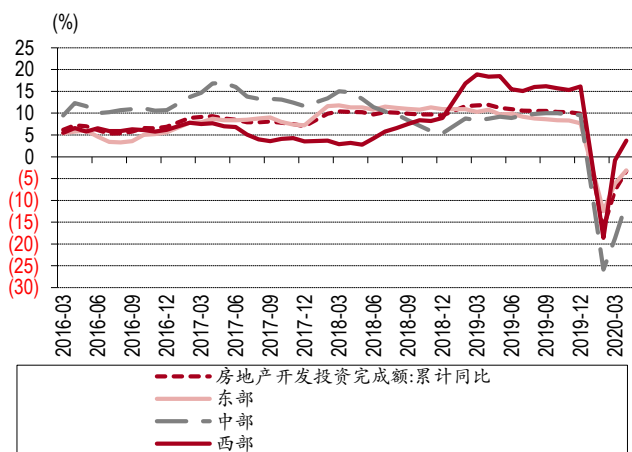
图表 12. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

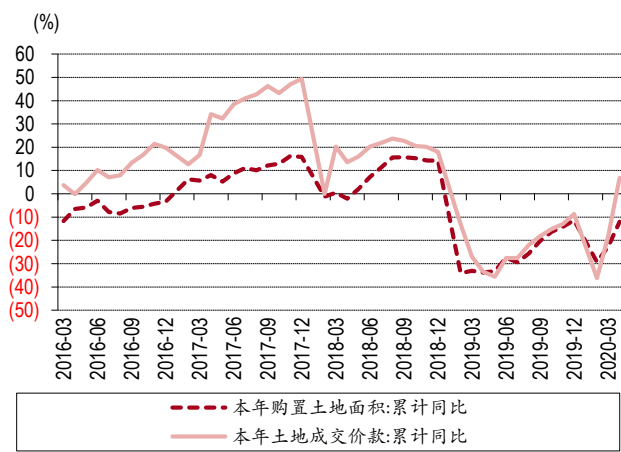
**房地产投资增速继续回升。**1-4月房地产投资增速-3.3%，较1-3月回升了4.4个百分点，其中东部地区累计同比增长-3.1%、中部地区累计同比增长-10.6%、西部地区累计同比增长3.7%，分别较1-3月回升3个百分点、8.1个百分点和4.5个百分点。从房地产分类来看，住宅投资增速-2.8%、办公楼投资增速-4.8%、商业地产投资增速-10.4%，分别较1-3月回升4.4个百分点、6个百分点和4.4个百分点。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-4月累计同比增长-12%和6.9%，较1-3月分别回升10.6个百分点和25个百分点。1-4月房地产投资增速较1-3月继续回升，同时土地购置面积和土地成交价款同比快速上行。需要关注的是现金流将成为制约房地产投资的重要原因，从西部地区房地产投资增速变化看，增速回正之后房地产投资增长有上限。土地成交价款同比正增长，一定程度上有助于缓解地方政府财政压力。

图表 13. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：万得，中银证券

图表 14. 土地购置面积和成交额累计同比



资料来源：万得，中银证券

**房地产销售恢复偏慢。**1-4月商品房销售面积同比增长-19.3%，较1-3月回升7个百分点，商品房销售额累计同比增长-18.6%，较1-3月回升6.1个百分点。从待售面积来看，1-4月商品房待售面积同比增长1.7%，较1-3月下降0.4个百分点，其中住宅面积同比增速2%，较1-3月下降0.4个百分点，办公楼累计同比5.8%，较1-3月上升0.3个百分点，商业地产累计同比-2.2%，较1-3月下降0.3个百分点。房地产投资增速较商品房销售增速明显偏高，商品房销售增速回升速度偏慢，可能继续影响房地产行业现金流。从房地产投资资金来源看，1-4月国内贷款占比18.6%，较1-3月下降1.4个百分点，定金和预付款的占比29.8%，则较1-3月上升1.3个百分点。从增速的角度看，1-4月房地产开发资金来源累计同比增速-10.4%，较1-3月回升了3.4个百分点，其中国内贷款资金来源增速-2.5%，较1-3月回升3.4个百分点，定金和预付款增速-18.9%，较1-3月回升3.5个百分点。1-4月随着房地产销售增速回升，房地产资金来源结构重新倾向个人定金预付和按揭贷款倾斜，但投资到位资金增速依然较房地产投

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\\_5148](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5148)

