

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

政策效果显现 经济修复上行

—4月宏观经济数据点评

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2020年5月15日

内容提要:

4月工业增加值同比增长3.9%，预期增长1.8%，前值下滑1.1%；1-4月固定资产投资累计同比下滑10.3%，预期下滑9.7%，前值下滑16.1%；4月社会消费品零售总额同比下滑7.5%，预期下滑7.0%，前值下滑15.8%。

3月以来供给持续改善，4月生产情况好于预期。中观高频数据亦印证生产与投资端活动较前期改善明显。值得注意的是，4月PMI新订单与生产指数的裂口进一步加大，需求复苏不及供给改善，但剔除新出口订单指数的影响，或略高于3月水平。3-4月出口数据好于预期，外需萎缩对出口的冲击尚未完全显现，若未来出口持续为负，对工业生产恢复常态不利，出口转内销亦会加大国内产品库存去化的压力。

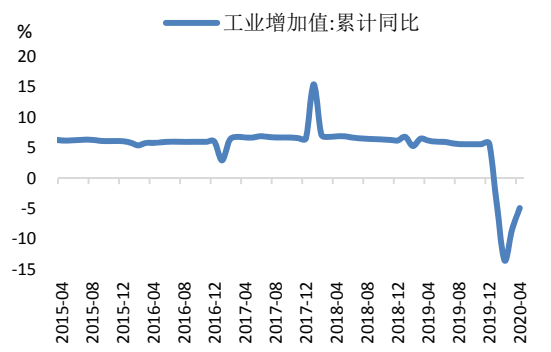
投资增速回升，基建投资效率、房地产投资韧性进一步显现。从4月当月看，基建投资增速转正并超过此前2年平均水平，地产投资增速向常态化靠拢，制造业投资加速恢复但仍拖累整体投资。未来，基建投资增速上行趋势不改，房地产投资恢复至4%甚至更高，制造业投资或难以明显改善。

消费改善较慢。虽然1季度居民资产负债表修复有利于后期上升，但当前失业率的上升、居民收入增速的放缓以及由此导致的谨慎预期上升，都不利于未来消费增速的恢复，消费仍然只有弥补性修复而非报复性反弹。

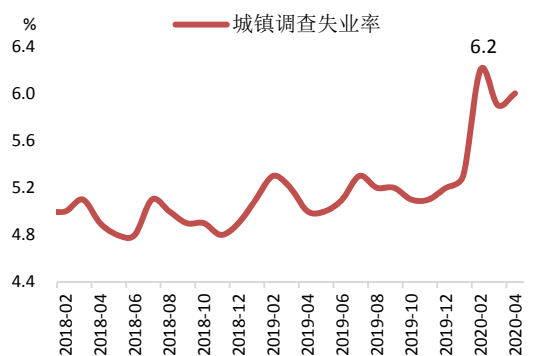
总体而言，4月经济数据总体符合预期，前期政策效果显现，经济正逐步走向修复的正轨。供需两端均有所改善，但供给改善仍然好于需求。未来政策的着力点在于稳定就业市场、弥补居民损失、提高居民收入以及提振消费方面，预期后期会有相关政策陆续出台。

风险提示: 央行超预期调控，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

VAI



失业率



相关报告

1. 《识时知务 静待花开—2020年国内宏观经济展望》
2. 《识时知务 静待花开—2020年国内宏观经济展望》
3. 《疫情对一季度经济影响超预期显著—2月经济数据点评》
4. 《供给好于需求 内需仍需提振—3月及一季度宏观经济数据点评》

事件：国家统计局5月15日公布的数据显示，4月工业增加值同比增长3.9%，预期增长1.8%，前值下滑1.1%；1-4月固定资产投资累计同比下滑10.3%，预期下滑9.7%，前值下滑16.1%；4月社会消费品零售总额同比下滑7.5%，预期下滑7.0%，前值下滑15.8%。

点评：4月经济数据总体符合预期，前期政策效果显现，经济正逐步走向修复的正轨。供需两端均有所改善，但供给改善仍然好于需求。投资出现反弹，其中基建与地产投资表现较好，而制造业投资受多重因素影响恢复较慢。消费底部回升，但总体仍然较弱，与失业率仍处高位、谨慎预期上升相关。未来政策的着力点在于稳定就业市场、弥补居民损失、提高居民收入以及提振消费方面，预期后期会有相关政策陆续出台。

1、供给持续保持相对较快改善

3月以来供给持续改善，4月生产情况好于预期。4月工业增加值同比增长3.9%，较3月(-1.1%)回升5.0个百分点，好于市场预期(1.8%)，总体情况与PMI生产指数保持较高水平一致；1-4月累计增速回升3.5个百分点至-4.9%。其中，采矿业增加值同比增长0.3%，增速比3月回落3.9个百分点；制造业增长5.0%，3月为下降1.8%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长0.2%，3月为下降1.6%。

分行业看，4月41个大类行业中有28个行业增加值保持同比增长。其中，专用设备制造业(增长14.3%，下同)、计算机、通信和其他电子设备制造业(11.8%)、电气机械和器材制造业(9.0%)等增幅居前。4月高技术制造业投资同比增长10.5%，较3月提升1.6个百分点，继续引领制造业投资增长势头。

中观高频数据亦印证生产与投资端活动较前期改善明显。其中，5月前2周六大集团发电周耗煤量同比分别增长1.3%(年内首度转正)、9.4%，相对于前4个月平均-16.5%的跌幅已是大幅改善；4月中旬以后高炉开工率持续向70%靠近，较年内低点回升近7个百分点；虽然当前钢铁库存仍然较高，但4月钢铁库存较3月减少21.6%，5月第1周较年内高点消化30.6%。此外，4月工业产销率较3月上升3个百分点至98%，已经步入正常区间，剔除此前积压订单的影响，需求仍然在恢复之中。

值得注意的是，4月PMI新订单与生产指数的裂口进一步加大，需求复苏不及供给改善，但剔除新出口订单指数的影响，或略高于3月水平。

3-4月出口数据好于预期，外需萎缩对出口的冲击尚未完全显现，若未

来出口持续为负，对工业生产恢复常态不利，出口转内销亦会加大国内产品库存去化的压力。

2、投资增速继续回升

固定资产投资累计增速回升，基建投资效率、房地产投资韧性进一步显现。1-4月全国固定资产投资（不含农户）同比下降10.3%，降幅比1-3月收窄5.8个百分点。其中，含电力的基建投资降幅（-8.8%）收窄7.6个百分点，制造业（-18.8%）收窄6.4个百分点，房地产（-3.3%）收窄4.4个百分点。从4月当月看，基建投资增速转正并超过此前2年平均水平，地产投资增速向常态化靠拢，制造业投资加速恢复但仍拖累整体投资。

基建投资增速效率显现。1-4月，含电力和不含电力的基建投资同比分别下降8.8%、11.8%，均较1季度回升近8个百分点；4月当月，含电力和不含电力的基建投资同比分别增长4.8%、2.3%，较3月回升12.8、13.5个百分点。2018年6月至2019年12月，含电力的基建投资累计增速在0.26-3.47%徘徊，从这个角度看，4月当月基建投资明显发力。前期政策累计效果逐步释放是基建投资发力的主要原因，1-4月人民币新增贷款同比增长近2万亿元，1-5月提前下达新增债券额度28,480亿元，从而M2大幅走高，社融增速再度上行。专项债发行加速并把大部分资金投向基建投资，加上复工复产力度逐步恢复正常，前期投资进度较慢的情况在4月得到改善。近期政治局会议指出，要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响，并明确了提高赤字率、发行抗疫特别国债、增加地方政府专项债券等举措。未来，基建投资增速上行趋势不改，但考虑到1季度宏观杠杆率环比上升13.9个百分点（NIFD数据，若以单季度年化测算则更高），如果2-4季度经济增长能保持在合理区间，失业率不大幅上升，则没有太多必要将基建投资拉升至较高水平，中性预计全年基建投资增速或达到10%左右。

房地产投资韧性尚存。4月当月房地产投资同比增长7.0%，较3月回升5.9个百分点，逐步接近2019年下限水平（2019年12月，增长7.4%）；销售金额同比下降5.0%，较3月收窄9.6个百分点。1-4月在建面积同比增长3.0%，与3月（3.1%）基本持平；1-4月新开工面积仍然下滑18.4%（1-3月为-27.2%），但4月新开工面积增速继续收窄9.2个百分点至-1.3%。此外，节后多地区土地政策趋于放松，4月拿地增速显著回升，1-4月土地购置费同比转正至6.9%，结束了2019年以来的持续负增长，

4月当月则同比大增82.2%。值得注意的是，由于当前经营贷利率已经低于房贷利率，不排除部分信贷资金违规进入楼市，推高销售数据。若未来商品房销售保持温和复苏，土地市场总体稳定，房贷利率稳中小降，全年房地产投资恢复至4%甚至更高是有可能的（以4%估算，剩余8个月平均增长6.5%左右），从这个角度看，“房住不炒”、不对房地产领域大放水是现实基础条件的。

制造业投资加速反弹但仍然居于萎缩区间。前期纾困政策频出，融资规模扩大，贷款加权利率下行，有助于制造业投资的恢复。1-4月制造业投资同比跌幅较前值收窄6.4个百分点至-18.8%；4月当月较前值加速收窄13.9个百分点至-6.7%。高技术产业再度起到支撑作用，其1-4月投资下降3.0%，降幅小于全部投资7.3个百分点，较前值收窄9.1个百分点。其中，计算机及办公设备制造投资、科技成果转化服务、电子商务服务、专业技术服务投资分别增长15.4%、28.0%、25.6%、12.5%。未来，欧美复工导致生产替代效应减弱，同时外需萎缩对订单的影响加大，叠加PPI或较长时间徘徊在-2.5%左右，实际融资成本上行，制造业投资或难以明显改善。

3、消费改善较慢

4月社会消费品零售总额同比名义下降7.8%（扣除价格因素实际下降9.1%）。其中，除汽车以外的消费品零售额下降8.3%。

分类来看，几乎所有种类的商品销售增速上行。其中，通讯器材（同比增长12.2%，下同）、日用品（8.3%）、文化办公用品（6.5%）增幅居前，汽车销售在连续2个月大跌后回归零增长，服装类（-18.5%）、金银珠宝类（-12.1%）降幅靠前，地产类商品销售增速较3月收窄但仍然负增长。疫情对餐饮业的影响有所缓解但并未根本性解除，其收入增速从3月的-46.8%收窄至-31.1%。

根据NIFD公布的数据，1季度居民部门杠杆率上升1.9个百分点，有数据历史上仅次于2010年3月（2.2个百分点），且为连续第34个季度上升。虽然1季度居民资产负债表修复有利于后期上升，但当前失业率的上升、居民收入增速的放缓以及由此导致的谨慎预期上升，都不利于未来消费增速的恢复，消费仍然只有弥补性修复而非报复性反弹。因此，未来政策的着力点在于稳定就业市场、弥补居民损失、提高居民收入以及提振消费方面，预期后期会有相关政策陆续出台。

风险提示：央行超预期调控，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

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_5158

