



宏观研究

总需求不足才是核心矛盾

2020 年 05 月 15 日

投资要点

分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@y kzq.com

分析师：张德礼

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

邮箱：zhangdeli@y kzq.com

近期报告

《需求不足是经济问题的核心》

2020-04-30

《民粹主义兴起和逆全球化》2020-05-07

《通缩趋势已经明确》2020-05-12

《新型城镇化 以人为本与城市群的胜利》

2020-05-14

《评四部委关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》2020-05-15

总需求不足才是核心矛盾

4 月主要经济数据已经公布，供、需两端都在继续回暖。规模以上工业增加值增速转正，需求恢复速度相对略慢，从 5 月起疫情海外扩散对中国出口的影响可能会明显体现，总的来说需求不足是当前经济面临的主要问题。

在生产尤其是制造业的生产基本恢复后，需求是影响下一阶段经济的关键。如果供需两端持续出现较大的缺口，企业将面临去库存和停产的压力。

内需方面，房地产和基建将继续恢复，承担着稳增长的重任，但相较之下，制造业投资和消费内生性修复的动力不足。

外需方面，在前期报告中，通过对比中、韩两国新冠肺炎政府响应严厉指数和 2-4 月的出口增速，我们认为 4 月中国出口超预期，主要是放松管控后，前期积压的订单开始生产、运输和交付。韩国 4 月下旬放松了管控，但 5 月前 10 日的出口增速从前值-18.9%大跌到-46.3%，预示着生产、运输等供给端的梗阻打通后，海外需求将是主导中韩两国出口的关键，目前来看即使欧美等经济重启，我们的外需环境也不乐观。

无论是托底经济，还是稳就业和防范信用风险，都应尽快提振总需求。两会即将召开，各类财政稳增长措施将逐步落地，但逆周期调节需要避免大规模搞基建、全局性放松地产调控，否则可能出现房价和房租上涨，进一步挤压制造业投资和居民消费，低增长和高失业并存，金融体系也会面临更高的信用风险。

风险提示：海外疫情二次反复



图表目录

图表 1： 5 月第一周，半钢胎开工率大幅回落.....	3
------------------------------	---



4 月主要经济数据已经公布，供、需两端都在继续回暖。规模以上工业增加值增速转正，需求恢复速度相对略慢，从 5 月起疫情海外扩散对中国出口的影响可能会明显体现，总的来说需求不足是当前经济面临的主要问题。

4 月复工复产继续推进，规模以上工业增加值同比从-1.1%提高到 3.9%，年内首次转正。但环比从 32.1%大幅回落到 2.3%，显示复工复产在边际上已经有所放缓，可能和当前有效需求不足有关。

三大门类中，4 月制造业增加值改善幅度最大，同比从-1.8%提高到 5.0%，已基本回到 2019 年的中枢水平。疫情对制造业在人员和物资流动等方面的约束基本解除，未来的不确定因素在于终端需求和全球供应链，如果终端需求羸弱、供应链受阻，制造业增加值增速有回落的风险。

分行业看，几乎所有行业的增加值增速都在回升。专用设备制造业增加值同比增速最高，达到 14.3%。汽车制造业增加值同比，从 3 月的-22.4%大幅回升到 5.8%，和疫情后汽车需求集中释放有关。需要注意的是，5 月第一周汽车轮胎半钢胎开工率从前值 52.6%大跌到 28.3%，一些轮胎厂开始停工，后续汽车制造业增加值同比有较大概率回落。

图表1：5 月第一周，半钢胎开工率大幅回落



资料来源：wind、粤开证券研究院

再来看需求端。1-4 月固定资产投资累计同比-10.3%，相比于前值回升 5.8 个百分点，其中 4 月单月增速-2.2%，较前值-10.9%回升幅度更大。从 4 月单月增速看，房地产和基建投资是主要支撑，制造业投资尽管较快恢复，但目前仍然是主要拖累。

全口径基建投资累计增速从-16.4%回升到-8.8%，单月增速从-8.0%提高到 4.8%。作为逆周期调节的主要抓手，专项债向基建领域倾斜、各地推出大项目，4 月基建投资大为好转。考虑到财务支出法的滞后性，4 月实际的基建投资回暖幅度可能更大。两会召开后，确定今年的财政赤字率、特别国债规模和新增专项债额度，积极财政将加快落地，基建投资将继续回暖。

前 4 个月制造业投资累计同比-18.8% 前值-25.2% 单月增速从-20.6%提高到-6.7%。



尽管 4 月制造业投资改善明显，但它仍然是固投的主要拖累。反映了对未来预期不乐观的情况下，制造业企业对资本开支较为谨慎，预计这一趋势还将延续。分行业看，1-4 月仅有计算机、通信和其他电子设备制造业的投资增加，累计增速为 1.1%；医药制造业累计增速次之，为-2.7%，疫情爆发后加大了对口罩、呼吸机等医疗物资的新产能投资。

地产数据多数回升。1-4 月，商品房销售面积增速从-26.3%提高到-19.3%，销售金额增速从-24.7%提高到-18.6%。复工复产加快推进后，地产投资也继续修复，累计增速从-7.7%回升到-3.3%，而单月增速从 1.1%回升到 7.0%，成为支撑固投的核心因素。

房屋施工面积增速从 2.6%下滑到 2.5%，这是今年连续第三个月回落。可能的原因，一是房屋竣工加快后，竣工的面积不再纳入施工面积统计中，对施工面积增速有一定拖累。二是房屋销售负增长，部分中小房企经营困难，在建项目停工，不再纳入施工面积里。

预计房地产今年将继续是支撑经济的终端需求。一方面，尽管不会出现全局性的调控放松，但收紧的概率也很小，一些热点城市销售火爆带动了市场情绪，预计商品房销售将继续好转。另一方面，4 月地产投资的一些领先指标改善明显，房屋新开工面积单月同比增速从-10.5%回升到-1.3%，土地购置面积同比从-12.2%大幅反弹到 13.8%，这创下 2019 年 3 月以来的新高，显示开发商的预期并不差。

最后来看消费数据。社会消费品零售总额名义增速从-15.8%回升到-7.5%，实际增速从-18.1%回升至-9.1%。名义增速回升幅度更小，显示实物性消费品的通胀压力缓和。和这一趋势一致的是，商品零售价格指数同比从 2.8%下滑到 1.7%，这是 2019 年 3 月以来的最低水平，物价风险正快速从通胀转为通缩。

分行业看，限额以上的必需品零售好于可选消费品。4 月粮油和食品类同比增长 18.2%，饮料类同比增长 12.9%，增速在所有行业中位居前两位。通讯器材类同比从 6.5%上升至 12.2%，有一定基数原因。汽车类同比，从-18.1%大幅回升到 0%，和积压的需求集中释放、政策加大刺激等有关。

对比之下，4 月服装鞋帽、针纺织品类同比-18.5%，受疫情的影响依然很明显。因油价下跌，石油及制品类同比-14.1%，表现继续低迷。

疫情好转后，并没有出现消费的报复性反弹，线上和线下、零售和餐饮的分化依然很明显。往后看，消费也可能很难出现大幅好转：

一是复工先行，没有春节长假的集中消费窗口了，而春节往往也是消费意愿最强的时候。

二是实体经济下行，对居民部门消费能力滞后的传导效应。

三是当前家庭部门面临着较大的债务压力，央行报告显示中国家庭的偿债负担要大于美国家庭，4 月城镇调查失业率从 5.9%提高到 6.0%，在债务负担、就业压力和对未来预期不乐观的情况下，持续消费的意愿不足。

在生产尤其是制造业的生产基本恢复后，需求是影响下一阶段经济的关键。如果供需两端持续出现较大的缺口，企业将面临去库存压力，反噬生产。

内需方面，房地产和基建将继续恢复，承担着稳增长的重任，但相较之下，制造业投资和消费内生性修复的动力不足。

外需方面，在前期报告中，通过对比中、韩两国新冠肺炎政府响应严厉指数和 2-4 月的出口增速，我们认为 4 月中国出口超预期，主要是放松管控后，前期积压的订单开



始生产、运输和交付。韩国4月下旬放松了管控,但5月前10日的出口增速从前值-18.9%大跌到-46.3%,预示着生产、运输等供给端的梗阻打通后,海外需求将是主导中韩两国出口的关键,目前来看即使欧美等经济重启,我们的外需环境也不乐观。

无论是托底经济,还是稳就业和防范信用风险,都应尽快提振总需求。两会即将召开,各类财政稳增长措施将逐步落地,但逆周期调节需要避免大规模搞基建、全局性放松地产调控,而应该以适度的基建和消费为主,否则可能出现房价和房租上涨,进一步挤压制造业投资和居民消费,低增长和高失业并存,金融体系也会面临更高的信用风险。

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_5163

