

向常态化复苏

——2020年4月经济数据点评兼债市观点

固定收益简报

◆ 事件

2020年5月15日国家统计局公布2020年4月经济数据：

4月份规模以上工业增加值同比增长3.9%，3月为下降1.1%；1-4月全国固定资产投资同比下降10.3%，降幅收窄5.8个百分点；4月社会消费品零售总额同比下降7.5%（实际下降9.1%），降幅比上月收窄8.3个百分点，扣除汽车以外的消费品零售额下降8.3%。

◆ 点评

工业生产恢复最快，制造业回升明显

4月份规模以上工业增加值同比实际增长3.9%，3月为下降1.1%；从环比看，4月份规模以上工业增加值比上月增长2.27%。生产的恢复效果非常明显，恢复速度明显快于投资和消费。高频数据也较好的印证了生产恢复较好的情况。4月制造业增加值增长5.0%，上月为下降1.8%；汽车制造业增加值同比增长5.8%，3月为下降22.4%，均出现明显回升。

投资环比增长但回暖有待时日，制造业投资下降仍然较大，房地产韧性仍在，基建潜力有待进一步释放

1-4月份，全国固定资产投资同比下降10.3%，降幅收窄5.8个百分点；4月固定资产投资环比增长6.19%，较3月有所改观，但整体而言，投资回暖还有待时日。

1-4月份，制造业投资下降18.8%，降幅持续收窄；房地产开发投资同比下降3.3%，降幅收窄4.4个百分点，4月修复仍然比较快，韧性仍在。基建投资同比下降11.8%，降幅收窄7.9个百分点，在公募REITs政策出台后，基建投资的潜力加大，需要进一步的释放。

社消降幅仍然较大，汽车消费率先走出负增长

4月社会消费品零售总额同比下降7.5%（实际下降9.1%），降幅比上月收窄8.3个百分点。消费目前仍处在修复阶段，短期内难以出现明显反弹。4月汽车消费同比增速为0，增速率先走出负值区间。

◆ 债市观点

新年以来，债券二级市场走势大致经历了三个阶段，其中疫情以来又可以分为两个阶段（大致以3月3日为分界）。目前，与债市调整相关的基本面指标拐点尚未确认来临，而近期长端利率调整速度较快，因此继续向上的空间预计有限，后续可能处于震荡走势，需等待经济先行指标进一步确定经济复苏反弹。

◆ 风险提示

当前境外疫情仍在快速蔓延，境内疫情也有零星病例出现；后续宏观政策实施的效果也有一定的不确定性。

分析师

张旭（执业证书编号：S0930516010001）

010-58452066

zhang_xu@ebsecn.com

危玮肖（执业证书编号：S0930519070001）

010-58452070

weiwx@ebsecn.com

邬亮（执业证书编号：S0930518040003）

010-58452047

wuliang16@ebsecn.com

联系人

李枢川

010-58452065

lishuchuan@ebsecn.com

相关报告

对特别国债的几点思考——从政策看利率债系列之七

..... 2020-5-14

财政赤字货币化的内涵与日美两国实践——从政策看利率债系列之六

..... 2020-5-14

将关注点放在后续经济修复中来——2020年一季度经济数据点评兼债市观点

..... 2020-4-17

专项债资金投向基建领域占比超75%——开年至今利率债发行回顾与展望

..... 2020-4-12

基本面复苏的起点、支撑与政策选择——从基本面看利率债系列之二

..... 2020-4-9

财政战“疫”，三箭齐发——从财政政策视角看3月27日中央政治局会议

..... 2020-3-28

如何看基建资金补缺口的四个选项——从政策看利率债系列之五

..... 2020-2-27

当前环境下看地方债——从政策看利率债系列之四

..... 2020-2-9

事件

2020年5月15日国家统计局公布2020年4月经济数据:

- 1) 4月份规模以上工业增加值同比增长3.9%，3月为下降1.1%；
- 2) 1-4月全国固定资产投资同比下降10.3%，降幅收窄5.8个百分点；制造业投资下降18.8%，降幅收窄6.4个百分点；基础设施投资同比下降11.8%，降幅收窄7.9个百分点；房地产开发投资同比下降3.3%，降幅收窄4.4个百分点；
- 3) 4月社会消费品零售总额同比下降7.5%（实际下降9.1%），降幅比上月收窄8.3个百分点，扣除汽车以外的消费品零售额下降8.3%。

点评

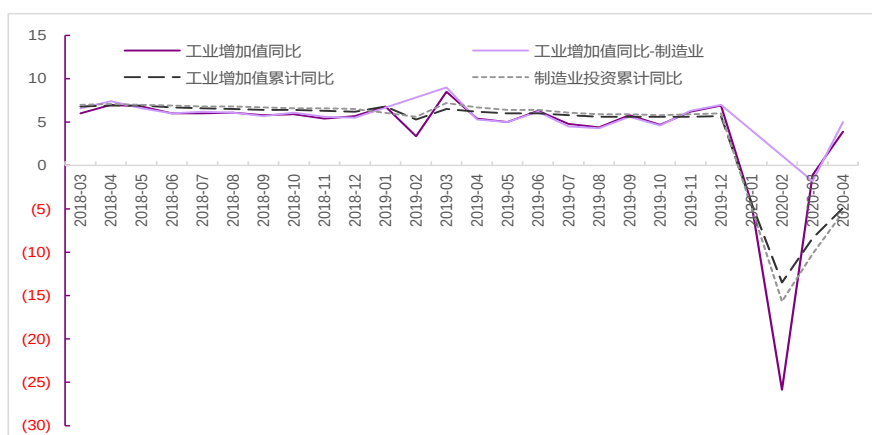
工业生产恢复最快，制造业回升明显

4月份规模以上工业增加值同比实际增长3.9%，3月为下降1.1%；从环比看，4月份规模以上工业增加值比上月增长2.27%。随着各地陆续复工复产，生产的恢复效果非常明显，恢复速度明显快于投资和消费。

高频数据也较好的印证了生产恢复较好的情况。截至5月8日，全国高炉开工率达到69.75%，已经超过了疫情前水平并创下2019年7月以来新高；发电耗煤方面，上周日均发电耗煤量58.31万吨，比上上周53.58万吨上升4.73万吨或8.8%，上升幅度较大。

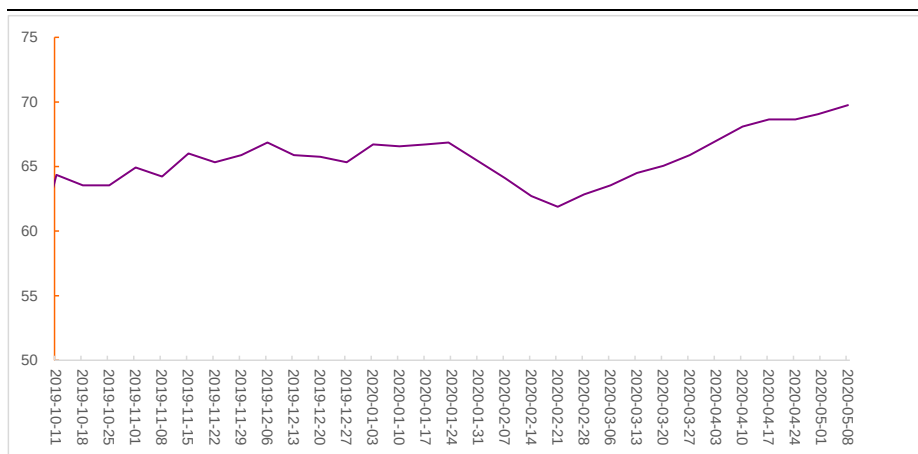
分门类来看，4月份采矿业增加值同比增长0.3%，比上月回落3.9个百分点；制造业增长5.0%，上月为下降1.8%，增速回升明显；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长0.2%，上月为下降1.6%。另外，4月汽车制造业增加值同比增长5.8%，3月为下降22.4%，回升非常明显。

图1：工业生产恢复最快，制造业回升明显



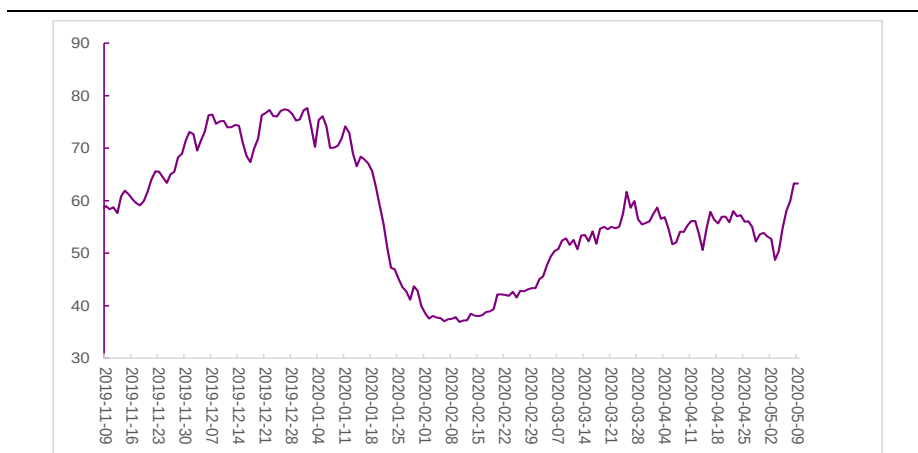
资料来源: wind, 光大证券研究所 纵轴: %

图 2：全国高炉开工率已经超过疫情前



资料来源：wind，光大证券研究所 纵轴：%

图 3：上周日均发电耗煤量增长较快



资料来源：wind，光大证券研究所 纵轴：万吨

投资环比增长但回暖有待时日，制造业投资下降仍然较大，房地产韧性仍在，基建潜力有待进一步释放

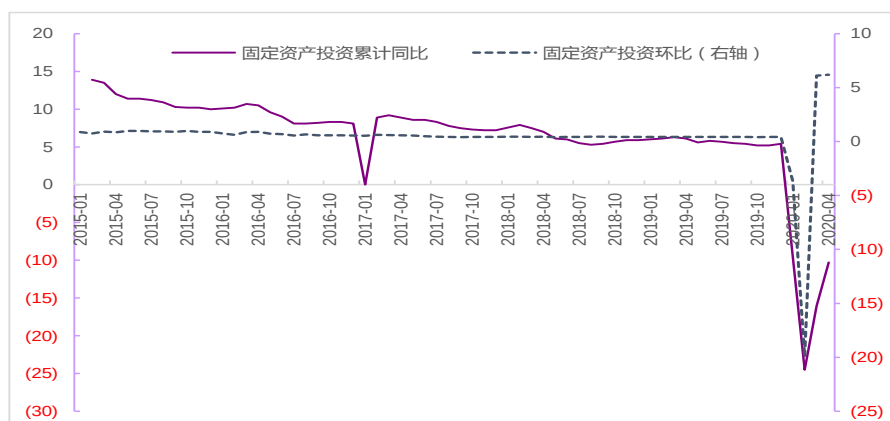
1-4 月份，全国固定资产投资 136824 亿元，同比下降 10.3%，降幅比 1-3 月份收窄 5.8 个百分点。环比来看，4 月固定资产投资增长 6.19%，较 3 月有所改观，但整体而言，投资回暖还有待时日。

分项来看，1-4 月制造业投资下降 18.8%，降幅比 1-3 月收窄 6.4 个百分点，但降幅在持续收窄（3 月降幅比 1-2 月份收窄 6.3 个百分点），其中汽车制造业投资 1-4 月同比下降 22.9%，降幅比 1-3 月收窄了 4.3 个百分点。

1-4 月全国房地产开发投资 33103 亿元，同比下降 3.3%，降幅比 1-3 月份收窄 4.4 个百分点。地产投资在主要分项中下降幅度相对较小，4 月修复仍然比较快，韧性仍在。另外，1-4 月份，房地产开发企业土地购置面积同比下降 12.0%（降幅收窄 10.6 个百分点），但土地成交价款同比增长 6.9%（1-3 月份为下降 18.1%）。土地出让金回升有利于地方政府缓解财政压力。

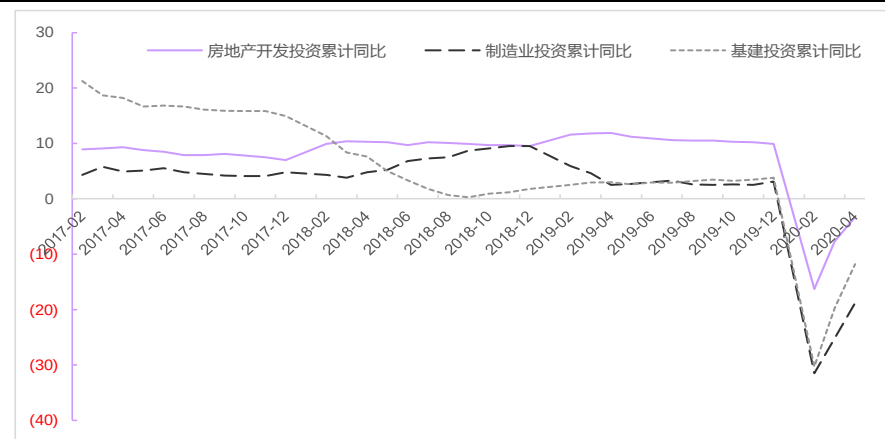
基建投资方面，1-4 月狭义基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降 11.8%，降幅比 1-3 月份收窄 7.9 个百分点（1-3 月降幅较 1-2 月收窄 10.6 个百分点）。基建对经济的托举作用尚未体现出现，在公募 REITs 政策出台后，基建投资的潜力加大，需要进一步的释放。

图 4：固定资产投资同比降幅收窄但回暖有待时日



资料来源：wind，光大证券研究所 纵轴：%

图 5：制造业投资下降仍然较大，房地产韧性仍在，基建潜力有待释放



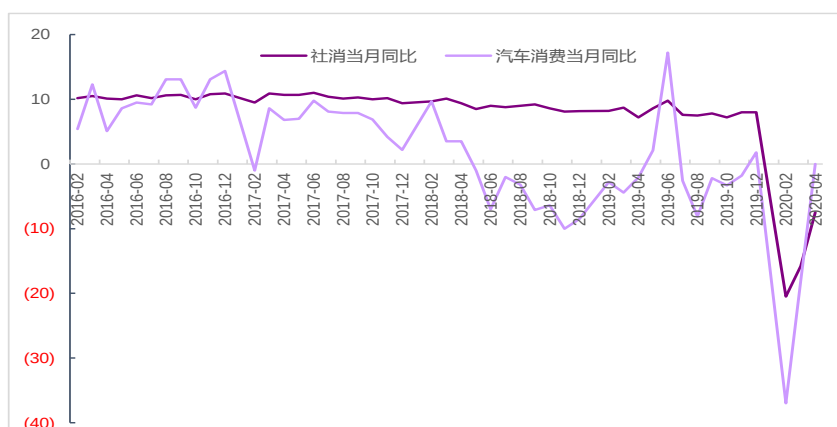
资料来源：wind，光大证券研究所 纵轴：%

社消降幅仍然较大，汽车消费率先走出负增长

4 月份，社会消费品零售总额 28178 亿元，同比下降 7.5%（实际下降 9.1%），降幅比 3 月收窄 8.3 个百分点，扣除汽车以外的消费品零售额下降 8.3%。1-4 月份，社会消费品零售总额 106758 亿元，同比名义下降 16.2%，扣除汽车以外的消费品零售额下降 15.5%。

受管制、社交隔离等影响，消费仍受疫情明显冲击。另外，由于居民收入同样受到冲击，消费目前仍处在修复阶段，短期内难以出现明显反弹，真正回暖可能需要到下半年。另外，4 月汽车消费同比增速为 0，增速率先走出负值区间。这也验证了我们之前报告提到的汽车消费在政策刺激下率先反弹的观点。后续汽车消费的修复也将影响汽车行业的生产与投资，为经济复苏提供助力。

图 6：社消降幅仍然较大，汽车消费率先走出负增长

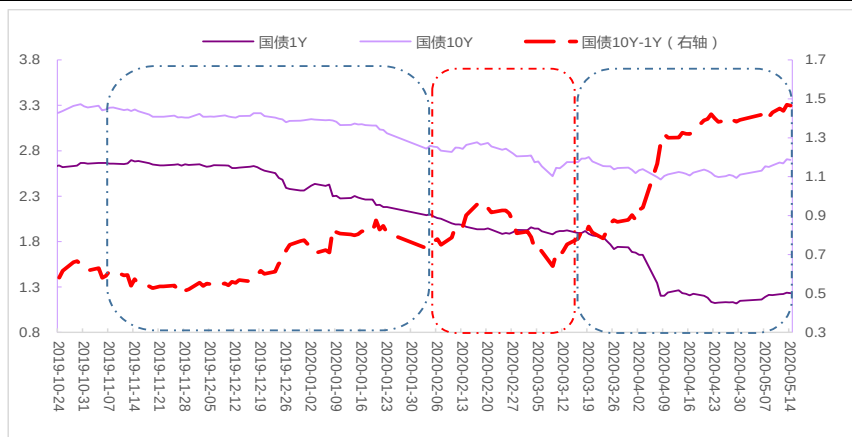


资料来源：wind，光大证券研究所 纵轴：%

债市观点

新年以来，债券二级市场走势大致经历了三个阶段，其中疫情以来又可以分为两个阶段（大致以3月3日为分界）。目前，与债市调整相关的基本面指标拐点尚未确认来临，而近期长端利率调整速度较快，因此继续向上的空间预计有限，后续可能处于震荡走势，需等待经济先行指标进一步确定经济复苏反弹。

图 7：新年以来债券二级市场走势大致经历了三个阶段



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：% 注：数据截至2020年5月15日

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_5165

