

4月数据预测：弱复苏进行时

核心观点：

4月份高频数据显示多项工业生产指标环比继续改善，逐渐接近或超过去年同期水平，弱复苏的态势逐渐确立。经济活动的正面因素主要来自基建的确定性修复；负面因素则来自新签外贸订单的下滑。全国两会定于5月22日在京召开，届时对于今年经济工作整体安排、经济增长目标、稳就业政策目标、财政政策和货币政策空间等，市场都可能有更明确的认知。我们认为今年两会或将淡化经济增长的数字目标，而把工作重心放到稳就业、中小企业纾困等与社会民生关联更紧密的事项上。

□ 工业同比转正，基建快速修复

一系列迹象表明4月工业增加值有望较3月份继续改善，我们预计4月工业增加值可能转正，预计为+1%。3月份工业品库存继续被动积压走高，库存目前处于需求恢复和生产恢复的共同影响当中，难以明确判断何时重新转入被动去库存，预计未来一段时间继续维持震荡。但可以想见的是，主动补库存可能比此前预计来的更晚。目前全国范围内重大项目建设已陆续开工，从工业生产数据看，施工强度在陆续恢复到往年正常水平。我们认为到二季度末，基建投资累计同比有望转正；全年基建投资有望达到+10%~+15%间。

□ 通胀延续回落，工业价格下行

4月份高频数据显示，猪肉、鲜菜价格环比均小幅回落，猪肉、鲜菜、鲜果价格同比涨幅均低于前值。本轮猪周期从同比角度见顶向下的趋势已比较明确。我们预计4月份CPI环比-0.4%、同比+3.8%。4月份，中煤指数、国际原油价格、铁矿石价格指数、CRB金属指数、钢材价格指数等环比均呈现下跌，油价跌幅较大。我们认为PPI环比至少未来2-3个月内大概率维持负增长，全年PPI中枢可能在-3%~-2%之间。预计4月份PPI环比-1.3%，同比-3.1%。

□ 消费显著修复，汽车有望改善

社会消费品零售总额同比增速-7.6%，相较上月出现显著修复，但修复速度不及工业生产和基建投资。疫情对消费的影响依然真实地存在，且一季度企业利润下降及失业率上升等因素将影响到居民的消费能力和消费意愿。近期高频数据显示，乘用车零售端有所回暖，我们认为汽车消费有望持续改善。一季度被压制的需求集中释放、自然需求的修复叠加汽车消费刺激政策，汽车消费有望快速修复。

□ 外需拖累出口，外供压制进口

外需走弱，拖累出口，预计4月以人民币计价出口当月同比增速-18%，以美元计价的同比增速为-20%。全球供给体系受挫，压制我国进口数据，进口数据适当回落，预计4月以人民币计价的进口当月同比增速-13%，以美元计价的同比增速为-15%。

□ 宽信用仍继续，金融数据攀高

央行宽货币+宽信用的货币政策基调将更加向宽信用倾斜，着重为企业提供信贷支持，同时政府和债券市场也是扩信用的重要方式，通过实现M2和社会融资规模增速与名义GDP增速的基本匹配，金融数据高于名义GDP增速体现逆周期调节作用。预计4月信贷新增1.5万亿（增速13%，环比提高0.3个百分点），社融新增2.8万亿（增速11.9%，环比提高0.4个百分点）。

风险提示：海外疫情防控不及预期；制造业投资、消费增速超预期下行

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：张迪

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

相关报告

1《上调2021年GDP增速至8.5%—3月经济数据综述》2020.04.17

2《一季度GDP增速大概率下行“破0”——3月经济数据预测》2020.04.01

报告撰写人：李超

数据支持人：李超

正文目录

1. 两会日期确定，政策定调关键	3
2. 工业同比转正，库存继续震荡	3
3. 基建反弹引领，整体投资修复	3
3.1. 库存被动积压，制造业仍承压	3
3.2. 重大项目助力，基建快速修复	4
3.3. 销售环比修复，现金流仍制约	4
4. 通胀延续回落，工业价格下行	4
4.1. 通胀继续下行，猪周期已见顶	4
4.2. 工业价格下行，盈利继续受累	5
5. 消费显著修复，汽车有望改善	5
6. 岗位逐渐放开，就业小幅改善	5
7. 外需拖累出口，外供压制进口	6
8. 宽信用仍继续，金融数据攀高	6
风险提示	8

1. 两会日期确定，政策定调关键

3 月经济数据环比较 1-2 月回升明显，主要是规模以上工业企业在 3 月份加快复工、开工的拉动。4 月份高频数据显示多项工业生产指标环比继续改善，逐渐接近或超过去年同期水平。经济活动的正面因素主要来自基建的确定性修复；负面因素则来自新签外贸订单的下滑。

截至 4 月下旬，目前新冠疫情在美国等发达国家的发展情况仍不太明朗，一季度发达国家经济增长、失业等数字受冲击幅度可能超预期。全球疫情的新形势加大了我国宏观经济和产业链恢复的不确定性，从生产法的角度，二季度经济增长仍可能明显低于去年同期。对于二季度国内宏观经济最应关注的变量，我们认为一是外需下行对出口产业链的冲击、对相关就业的影响；二是在国内部分地区是否出于严控输入性疫情风险的考量，而继续维持较严格的防疫机制；三是消费数据是否会如期呈现补偿式修复？还是由于疫情影响居民收入和就业，消费继续呈现低迷（一季度，全国居民人均可支配收入扣除价格因素，实际下降 3.9%）。

我们中性预期，今年二到四季度，经济增速有望回升到正增长，全年经济增速可能在 2%~3% 之间。全国两会定于 5 月 22 日在京召开，届时对于今年经济工作整体安排、经济增长目标、稳就业政策目标、财政政策和货币政策空间等，市场都可能有更明确的认知。我们认为今年两会或将淡化经济增长的数字目标，而把工作重心放到稳就业、中小企业纾困等与社会民生关联更紧密的事项上。

2. 工业同比转正，库存继续震荡

3 月份工业增加值同比降幅明显收窄，规模以上企业复工开工推进较快，疫情的影响正在逐步消解。4 月份，重点电厂耗煤量同比降幅较 3 月份收窄；重点矿山铁矿石产量、铁矿石消耗量、主要钢厂螺纹钢产量同比均好于 3 月份；炼油厂开工率和焦炉生产率同比表现均较 3 月份改善；半钢胎开工率也逐步接近去年同期。一系列迹象表明 4 月工业增加值有望较 3 月份继续改善，我们预计 4 月工业增加值可能转正，预计为 +1%。

3 月份工业品库存继续被动积压走高，库存目前处于需求恢复和生产恢复的共同影响当中，难以明确判断何时重新转入被动去库存，预计未来一段时间继续维持震荡。但可以预见的是，主动补库存可能比此前预计来的更晚。

随着国内原发疫情逐渐消除，工业企业的新签订单下滑、尤其是来自外需的冲击，可能成为生产端的主要限制因素。目前来看，引领工业生产复苏的因素主要来自 1) 执行此前因疫情影响而拖延的订单；2) 基建领域施工强度短期内迅速提升，对原料、机械设备等的需求扩大。未来工业生产能否延续有效复苏仍取决于经济的系统性需求，既包括内需也包括外需，主要的变量来自外需。

3. 基建反弹引领，整体投资修复

3.1. 库存被动积压，制造业仍承压

预计 1-4 月整体固定资产投资增速在 -10% 左右；预计制造业投资累计同比 -20%，地产投资累计同比 -6%，基建投资累计同比 -5%。

从结构上看，基建周边制造业行业（如建筑设备制造、建材生产加工），以及部分此前产能不充分的子行业（如口罩生产等）的资本开支可能修复较快。但疫情对企业现金流的负面影响会持续在较长时间内体现，叠加未来国内外经济增长的不确定性，制造业投资受冲击时长可能明显超过工业生产。未来 2~3 个季度内，预计手机加工、汽车生产/汽车零部件和纺织服装等外贸占比较高的产业可能进一步承压，企业面临生存压力情况下，扩大投资的可能性有限。从

现金流角度来看，防范大量企业资金链断裂、保证必要的信用支持是未来货币政策的重点方向之一，也有助于稳定社会就业。不排除 2020 年全年制造业投资同比负增的可能，但 2021 年制造业投资可能低基数效应下大幅反弹。

3.2. 重大项目助力，基建快速修复

一季度基建投资累计同比-19.7%，降幅比 1—2 月份收窄 8.4 个百分点。我们对 1-2 月基建投资低迷判断的主要原因可能是人员到位和开工/施工受疾控政策的限制，资金端压力不大，目前看来，数据验证了我们的观点。近期监管部门下发要求，明确 2020 年全年专项债不得用于土地储备、棚改等与房地产相关领域，同时新增了应急医疗救治设施、公共卫生设施、城镇老旧小区改造等领域项目。同时，以省为单位，2020 年专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例提升至 25%，此前该比例为 20%。我们认为这些举措对基建投资资金来源有望形成较大支撑。

截至 4 月中旬，已有 31 个省份/直辖市公布了 2020 年度的重大项目投资规划（基本预期在未来 3-5 年内完成），其中 23 个省份/直辖市公布了 2020 当年需完成的重大项目投资额，共计约 9.5 万亿元。在这些重大项目规划中，基建——铁路、公路、轨交、水利等占比最大。目前全国范围内重大项目建设已陆续开工，从工业生产数据看，施工强度在陆续恢复到往年正常水平。我们认为到二季度末，基建投资累计同比有望转正；全年基建投资有望达到+10%~+15% 间。

3.3. 销售环比修复，现金流仍制约

1-3 月土地购置面积同比-22.6%，降幅比 1—2 月份收窄 6.7 个百分点；新开工面积下降 27.2%，降幅收窄 17.7 个百分点；竣工面积下降 15.8%，降幅收窄 7.1 个百分点。土地购置面积跌幅小于新开工，拿地意愿的下滑，可能意味着房企仍面临现金流压力。但随着国内疫情平复，地产工地开始重新复工、并可能对此前受疫情拖累的工期进行加班赶工，新开工出现好转。4 月份，30 个大中城市地产销售环比继续回升，国内原发疫情基本消除、居民刚需购房逐渐恢复，有望对后市地产企业现金流起到一定支撑。

未来地产数据仍主要观察房企拿地和商品房销售两大方向。保证地产销售不出现大幅下滑、保障房企回款稳定才是化解地产领域风险的关键，预计在房住不炒总基调不改的情况下，未来对房价环比下跌的城市可能适当放松需求端政策，合理满足居民刚需，以落实“稳房价、稳地价、稳预期”的要求，但需守住房价不出现投机性、流动性驱动性大幅上涨的底线。我们认为年内地产投资增速有望小幅转正。

4. 通胀延续回落，工业价格下行

4.1. 通胀继续下行，猪周期已见顶

4 月份高频数据显示，猪肉、鲜菜价格环比均小幅回落，猪肉、鲜菜、鲜果价格同比涨幅均低于前值。牛羊禽蛋价格同比涨幅均基本持平前值。我们认为国内疫情逐渐平息，物流运能恢复叠加天气转暖，二季度食品价格没有明显上行风险因素。今年苹果、柑橘等水果可能是丰收大年，去年二季度水果对通胀的扰动较大，今年可能相对较低。3 月非食品 CPI 的环比表现仍明显弱于历史均值，主因仍是疫情制约居民消费。我们认为在外就餐、线下购物等可能逐渐恢复运营强度，餐厅可能为弥补此前的经营亏损而适度涨价，在外就餐等服务类价格可能适度环比回升。我们认为，预计今年下半年，食品和非食品环比都将向历史季节性均值方向修复；我们维持年内 CPI 趋势下行的判断不变。

国家在今年 2-3 月调集多批冷冻储备猪肉投放市场缓解涨价压力，目前生猪产业链的供需两端都较前期回暖。根据农业农村部 4 月 21 日消息，农业农村部畜牧兽医局局长杨振海表示，由于今年下半年节日多，消费拉动力也更强，猪肉的价格高峰可能出现在 9 月份前后。但即便 9 月前后猪价涨破 50 元/公斤，由于 2019 年 3-11 月份猪肉价格基数逐月上行较快，不考虑非洲猪瘟疫情再度大规模爆发的情形下，本轮猪周期从同比角度见顶向下的趋势已比较明确。

未来可能阶段性扰动通胀预期的食品端因素包括：2月部分农户因为缺乏出货渠道而掩埋鸡苗，类似事件可能促使当前部分家禽涨价；猪周期见顶或带动玉米、豆粕等饲料原料涨价；蝗灾、草地贪夜蛾等病虫害可能扰动粮价预期；疫情影响部分国家农业生产和国际贸易，越南和印度宣布暂停大米出口、塞尔维亚暂停葵花籽油和其他农业物资的出口、哈萨克斯坦暂停小麦/胡萝卜/糖/土豆出口、埃及暂停各种豆类产品的出口，这些都干扰国内对相关产品的价格判断，产生囤货需求。但我国水稻、小麦、玉米等主粮自给率都在97%以上，主粮今年大规模涨价风险较低。

我们仍维持2020年CPI中枢可能在+3.5%左右的中性预测，预计4月份CPI环比-0.4%、同比+3.8%。

4.2. 工业价格下行，盈利继续受累

4月份，中煤指数、国际原油价格、铁矿石价格指数、CRB金属指数、钢材价格指数等环比均呈现下跌，油价跌幅较大。从3月初至今，各地企业产能开动强度较2月明显反弹，半钢胎开工率、炼油厂开工率、焦炭厂生产率、螺纹钢产量等均已接近去年同期水平，但油价大幅下跌对工业价格的负面影响仍在，且可能向化工等中下游行业进一步传导。考虑原材料生产和加工业价格向下游传导存在一定时滞，而国际油价波动不确定性仍较大、近期同比大幅负增长已成定局，我们认为PPI环比至少未来2-3个月内大概率维持负增长，全年PPI中枢可能在-3%~-2%之间。对工业企业盈利而言，PPI走低、工业增加值中枢明显低于去年同期，加上企业固定成本开支拖累，盈利修复幅度较为有限。对工业库存而言，短期内或仍有被动积压上行的压力，未来需再度经历被动去库存、才可能转入主动补库存。主动补库存可能要到今年四季度。

我们预计4月份PPI环比-1.3%，同比-3.1%。

5. 消费显著修复，汽车有望改善

预计4月份社会消费品零售总额同比增速-7.6%，相较上月出现显著修复，但修复速度不及工业生产和基建投资。其一，疫情对部分消费活动的影响仍真实存在，电影院、演唱会、体育赛事等文体娱产业仍处于“冻结”的状态，餐饮、百货、商场等线下消费场所的人流量依然未恢复疫情之前的水平。其二，消费具有显著的顺周期性，一季度企业利润下降及失业率上升等因素将滞后反映在居民工资性收入中，居民消费能力和消费意愿都将受到一定影响。

汽车消费有望改善。近期高频数据显示，乘用车零售端有所回暖，我们认为汽车消费有望持续改善。首先，2-3月疫情防控措施严格，4S店复工率低，居民外出也相对谨慎，而4月线下购车场景基本恢复，前一阶段被压制的需求将在二季度集中释放。其次，我国疫情防控取得显著成效，学生渐渐开学、景区陆续开放、婚庆典礼也逐步恢复，购车需求将回归正常化。第三，国家部委和各地政府纷纷出台汽车消费刺激政策，有助于汽车消费快速修复。

预计线下消费5月之后开始恢复增长。4月17日政治局会议提出要扩大内需、释放消费潜力，在复工复产的基础上额外强调了“复商复市”，预计线下消费有望被逐步激活，餐饮、电影、文体娱等服务类消费有望受益。“疫情防控常态化”下已实现高水平的复工复产，未来高水平的复商复市也值得期待。我们认为，二季度消费数据将稳步提升，更多消费刺激政策也将陆续出台，五一的“五天长假”有望助力消费数据冲高。

6. 岗位逐渐放开，就业小幅改善

预计4月全国调查失业率5.8%，较3月环比下降0.1个百分点，就业情况小幅改善，但仍面临较大压力。我国疫情防控取得显著成效，继规模以上企业复工复产以后，中小企业也陆续复工，工信部数据显示截至4月15日中小企业复工率已为84%，工商联数据显示4月上旬超过90%的民营企业已复工，产能利用率也稳步提升，就业岗位逐渐放开，用工需求的恢复有助于失业率下行。4月PMI指数显示建筑业从业指数显著提振，基建和地产的回暖也对就业形势起到良好的支撑作用。

我们判断，失业率高点已过，但回到 5.5% 以内仍面临一定考验：其一，住宿餐饮业等线下服务类行业受疫情影响较大，从业人员溢出，“复商复市”亟需提供到更高的水平以提供更多的就业岗位；其二，4 月发达经济体 PMI 指数均降至冰点，海外需求下降压力巨大，外贸链条上的就业人员面临一定的失业风险；其三，高校毕业生 7 月份面临毕业，2020 年有超过 700 万的高校毕业生要加入劳动力市场，是规模最大的新就业群体，三季度失业率有可能二次冲高。

7. 外需拖累出口，外供压制进口

外需走弱，拖累出口，我们预计 4 月以人民币计价出口当月增速-18%，以美元计价为-20%。一季度，我们提示影响出口增速的两大逻辑是海外需求和国内供给，进入四月国内复工复产进程有序进行，工业生产、交通物流等经济活动已经逐步接近疫情前水平，当前影响出口增速的主要是海外需求。我们认为，二季度海外需求大幅回落概率较高，将拖累出口增速下行。首先，截至 4 月末，全球疫情走势仍不明朗，整体上全球新增确诊人数并未趋势下行，结构上亚非拉等新兴市场国家疫情继续扩散，有望成为继欧美后的疫情“震中”，由于疫苗和群体免疫都并非能短期实现，至少二季度，全球疫情大概率仍将继续发酵。其次，疫情对全球经济的冲击逐步显现，全球总需求和全球供应链体系均受到冲击，目前美欧日等发达经济体 PMI 数据已经开始逐步反映经济衰退影响。第三，中国处于全球产业分工的中间枢纽环节，不论是欧美，还是亚非拉等新兴市场国家，这些国家的经济衰退或者隔离、限制措施均会对我国出口产生负面影响。第四，由于海外需求对出口产生较大负向冲击，我们预计二季度外向型产业将承受较大压力，手机加工、汽车生产/汽车零配件和纺织服装等外贸占比较高的产业可能受挫。综合来看，我们认为，4 月外需下降将拖累我国出口增速，预计 4 月人民币计价出口当月增速-18%，以美元计价同比增速为-20%。

供给体系受挫，进口增速回落，我们预计，4 月以人民币计价的进口当月增速-13%，以美元计价的同比增速为-15%。此前，我们提出影响我国进口的两个逻辑是国内需求和海外供给，我们在全市场旗帜鲜明地提出 3 月进口增速为正的判断也得到印证，内需回升和抢进口预期是主要成因。当下，我们认为这两个逻辑仍将是预判二季度进口数据的关键。内需方面，疫情和防疫措施对经济活动负面影响逐步下降，截至 4 月底，从六大发电集团耗煤、商品房销售面积、建材成交量指数、汽车销售、螺纹钢产量、炼油厂开工率等高频数据来看，已经逐步接近 2019 和 2018 年的状态，内需对进口有一定积极作用。但我们此前也提示，疫情全球化可能导致“买不到”的现象发生，全球供应链面临较大挑战，各国政府通过增设隔离、停工、居家等防疫措施来抗击疫情，航空、船运等国际贸易物流也受到扰动，截至 4 月底，发达经济体的复工进展较慢，乔治亚州 4 月 25 日成为美国首个“重启”的州，德州、俄亥俄州 5 月重启，纽约州需 5 月 15 日后重启，而意大利、加拿大、韩国等国也均在 5 月初开始“重启”经济。我们认为，由于经济停滞、复产复工仍未修复，受疫情冲击的主流经济体，其供给体系受挫对我国进口可能产生较大负面作用。综合来看，我们预计 4 月以人民币计价的进口当月增速-13%，以美元计价的同比增速为-15%。

8. 宽信用仍继续，金融数据攀高

预计 4 月信贷新增 1.5 万亿（增速 13%，环比提高 0.3 个百分点），社融新增 2.8 万亿（增速 11.9%，环比提高 0.4

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_5441

