

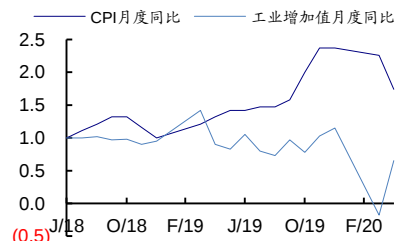
证券研究报告—动态报告

宏观经济

宏观经济月报

2020年05月31日

CPI与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	-10.30
社零总额当月同比	-7.50
出口当月同比	-20.70
M2	11.10

相关研究报告:

《大类资产配置月报: 宽松政策下, 股债商同时上涨》——2020-05-07
 《大类资产配置月报: 疫情笼罩下的众生相》——2020-03-02
 《宏观经济月报: 短期外需弱化影响有限, 当前经济跌得越深, 反弹越快》——2020-03-18
 《大类资产配置月报: 国内风险平价组合表现也不差》——2020-04-03
 《大类资产配置月报: 疫情冲击势必, 但“填坑”走势可期》——2020-02-02

证券分析师: 李智能

电话: 0755-22940456
 E-MAIL: lizn@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516060001

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

宏观月报

经济修复加快, 高技术制造业表现亮眼

● 4月国内补偿性增长观察与分析

2020年4月国内消费以及投资同比增速继续回升, 但仍低于内生性增长同比水平, 还未出现补偿性增长。预计2020年5、6月国内需求的对冲力量或显著显现, 同时国内零星疫情对经济运行的影响进一步弱化, 国内投资同比增速有望超过内生性增长水平, 逐渐出现较明显的补偿性增长, 国内消费同比增速有望进一步向内生性增长水平靠拢, 不排除会超过内生性增长水平, 从而出现类似2003年的消费补偿性增长。

● 4月经济增长: 修复加快, 高技术制造业表现亮眼

从生产端来看, 4月国内工业生产同比继续回升至正增长。从需求端来看, 固定资产投资完成额同比增速继续回升至正增长, 其中房地产、基建、高技术制造业投资同比均反弹至正值, 但旧产能制造业投资同比仍明显负增长; 消费同比增速亦继续回升, 但大部分可选消费同比仍然处于负增长区间; 进口增长回落, 或与库存暂时积压有关, 出口增速继续回升, 一方面是前期积压订单继续释放, 另一方面则反映海外经济体生产能力受疫情影响大幅下降, 因此海外经济体的进口需求仍较大。

整体来看, 虽然4月海外疫情加快蔓延, 但国内疫情防控局面表现仍然很出色, 国内经济增长加快修复。

从高频指标来看, 5月以来, 国内经济增长景气度在4月的基础上进一步抬高, 电厂日耗煤量、粗钢产量、PTA产量同比均高于4月, 房地产和汽车销售同比增速也高于4月, 这些均显示5月国内经济修复仍然在加速过程中。

● 通货膨胀: 5月CPI、PPI同比或分别为2.7%、-3.3%

5月食品价格再次出现加快下跌的迹象, 其中肉类价格大幅下跌是主要因素。考虑到国内经济已逐渐恢复正常, 餐饮对农产品的需求明显提升, 因此5月肉类价格继续明显超季节性下跌或表明国内猪肉供给已经由去年的偏紧格局转向偏松格局。预计5月整体食品价格环比约为-3.0%, 仍明显低于季节性水平。

随着海外疫情边际影响减弱以及国内需求继续抬升, 5月非食品价格高频指标有所回升。预计5月非食品价格环比回升至接近季节性水平。

综合食品与非食品价格环比, 2020年5月CPI环比或约为-0.6%, 5月CPI同比或继续明显回落0.6个百分点至2.7%左右。

5月工业品价格延续企稳势头, 预计2020年5月PPI环比回升至零附近, PPI同比小幅回落至-3.3%左右。

内容目录

4 月国内补偿性增长观察与分析	4
4 月经济增长数据解读：修复加快，高技术制造业表现亮眼	5
生产端：4 月工业增加值同比转正，高技术制造业升至两位数	5
需求端：投资——同比转正，地产、基建、高技术制造业均明显正增长	7
需求端：消费——同比回升幅度明显扩大，后续补偿增长可期	8
需求端：进出口——疫情抑制海外生产能力，中国出口超预期好转	9
高技术制造业生产与投资或持续向好	10
4 月通胀解读：月内翘尾因素导致 4 月 CPI、PPI 同比大幅下降	12
2020 年 4 月 CPI 数据分析	12
2020 年 4 月 PPI 数据分析	16
国信证券投资评级	18
分析师承诺	18
风险提示	18
证券投资咨询业务的说明	18

图表目录

图 1: 2020 年一季度所有经济增长指标均大幅下降, 对冲力量缺失	5
图 2: 2020 年 4 月工业增加值同比增速继续回升至正值	6
图 3: 4 月制造业工业增加值同比已恢复至接近去年同期水平	6
图 4: 4 月水泥、汽车产量同比回升最显著,	7
图 5: 4 月机器人、集成电路产量同比均接近 30%	7
图 6: 房地产、制造业、基建投资当月同比增速一览	7
图 7: 制造业新旧动能投资当月同比增速一览	8
图 8: 房地产销售当月同比增速一览	8
图 9: 4 月消费同比增速加快回升	9
图 10: 4 月汽车消费增速回升幅度较大, 补偿性增长显现	9
图 11: 中国进出口当月同比增速变化一览	10
图 12: 国内贸易顺差金额一览	10
图 13: 2019-2020 年国内制造业投资分项当月同比一览	11
图 14: 2019-2020 年国内工业增加值当月同比一览	12
图 15: 2020 年 4 月 CPI 食品与非食品价格环比均明显低于季节性	12
图 16: CPI 食品项环比与历史均值比较	13
图 17: CPI 非食品服务项环比与历史均值比较	13
图 18: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较	14
图 19: 4 月高频食品价格下跌走势明显放缓, 但 5 月再次加快	15
图 20: 2020 年 5 月食品价格明显低于季节性主要由肉类价格贡献	15
图 21: 4 月高频非食品价格下跌走势亦明显放缓, 5 月有所抬升	16
图 22: 2020 年 4 月 PPI 生产资料价格明显下跌是拖累 PPI 整体环比的主要原因	16
图 23: 2020 年 4 月 PPI 生产资料各分项价格环比与历史均值比较	17
图 24: 流通领域生产资料价格高频指标走势图	17

4 月国内补偿性增长观察与分析

要评估 2020 年新冠病毒肺炎疫情对经济增长造成的损失以及疫情后的补偿性增长，需要先评估 2020 年国内经济的内生性增长同比水平，但目前显然还缺乏未来的增长数据，因此当前还无法像非典疫情和次贷危机时期那样测算得到各月的内生性增长同比。

考虑到 2019 年下半年国内经济呈现较明显的企稳迹象，同时我们看到 2019 年整体市场价格走势较为平稳（CPI 明显上升主要是受猪肉供需失衡这单一因素影响），此外 2019 年失业率较 2018 年略有上升，因此 2019 年下半年国内经济增长速度或比较接近当前中国的潜在经济增速水平，因为若 2019 年国内经济增长速度明显超过当前中国的潜在经济水平，那整体市场价格会有较明显的上升，失业率会出现回落迹象而不是上升。

因此，2020 年如果没有疫情影响，或疫情影响完全结束后，国内的经济增长大概率就以 2019 年下半年这个潜在经济增速水平运转，我们将之确定为 2020 年的潜在经济增长水平。

2019 年下半年，国内固定资产投资完成额、出口、社会消费品零售总额同比增速分别为 5.1%、0.9%、7.7%，我们将这个同比增长水平作为 2020 年各月的内生性增长同比水平。

2020 年 1-2 月、3 月、4 月固定资产投资完成额当月同比增速分别为-24.5%、-9.4%、0.7%，虽然同比增速逐月明显抬升，但 4 月仍低于内生性增长同比 5.1%。

2020 年 1-2 月、3 月、4 月出口当月同比增速分别为-17.1%、-6.6%、3.5%，一季度同比增速明显低于内生性增长同比 0.7%，但 4 月超过了 0.7%，4 月出口出现明显的补偿性增长。

2020 年 1-2 月、3 月、4 月社会消费品零售总额当月同比增速分别为-20.5%、-15.9%、-7.3%，虽然同比增速逐月明显抬升，但 4 月仍维持负增长，明显低于内生性增长同比 7.7%。

2020 年 4 月国内消费以及投资同比增速继续回升，但仍低于内生性增长同比水平，还未出现补偿性增长。我们认为可能有两个因素制约国内经济快速恢复至内生性增长水平：

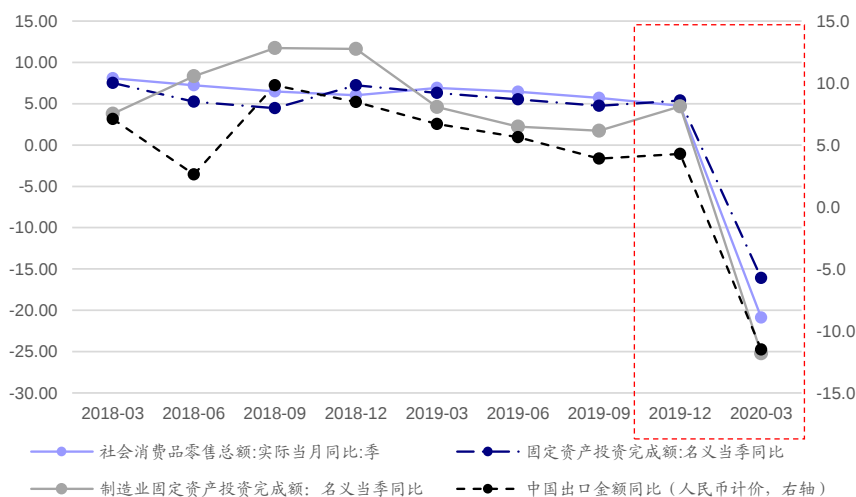
1、目前海外疫情仍在蔓延，国内仍有零星感染病例，疫情对国内经济的影响仍未完全消除，4 月国内整体经济增长格局更像是 2003 年 6 月时的经济恢复过渡期。

2、截至 2020 年 4 月，国内对冲总需求下滑的力量还未明显体现，因此居民的预防性储蓄倾向可能仍处于较高水平。2003 年非典疫情并未对国内生产能力造成太大的影响，但 2020 年一季度新型冠状病毒肺炎疫情却对国内供给端造成较大影响，使得一季度国内所有经济增长指标均大幅下降，对冲总需求下滑的力量缺失，导致国内一季度 GDP 首次出现同比负增长，这种从未被我国居民感受过的经济寒冬可能使得居民预防性储蓄倾向明显抬升。2020 年 4 月国内各项经济增长指标同比增速虽然明显回升但仍低于内生性增长水平，对冲的力量仍未显现，因此居民的这种预防性储蓄倾向可能仍处于较高水平。

预计 2020 年 5、6 月国内需求的对冲力量或显著显现，同时国内零星疫情对经济运行的影响进一步弱化，国内投资同比增速有望超过内生性增长水平，逐渐

出现较明显的补偿性增长，国内消费同比增速有望进一步向内生性增长水平靠拢，不排除会超过内生性增长水平，从而出现类似 2003 年的消费补偿性增长。

图 1: 2020 年一季度所有经济增长指标均大幅下降，对冲力量缺失



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

4 月经济增长数据解读: 修复加快, 高技术制造业表现亮眼

从生产端来看, 4 月国内工业生产同比继续回升至正增长。从需求端来看, 固定资产投资完成额同比增速继续回升至正增长, 其中房地产、基建、高技术制造业投资同比均反弹至正值, 但旧产能制造业投资同比仍明显负增长; 消费同比增速亦继续回升, 但大部分可选消费同比仍然处于负增长区间; 进口增长回落, 或与库存暂时积压有关, 出口增速继续回升, 一方面是前期积压订单继续释放, 另一方面则反映海外经济体生产能力受疫情影响大幅下降, 因此海外经济体的进口需求仍较大。

整体来看, 虽然 4 月海外疫情加快蔓延, 但国内疫情防控局面表现仍然很出色, 国内经济增长加快修复。

从高频指标来看, 5 月以来, 国内经济增长景气度在 4 月的基础上进一步抬高, 电厂日耗煤量、粗钢产量、PTA 产量同比均高于 4 月, 房地产和汽车销售同比增速也高于 4 月, 这些均显示 5 月国内经济修复仍然在加速过程中。

生产端: 4 月工业增加值同比转正, 高技术制造业升至两位数

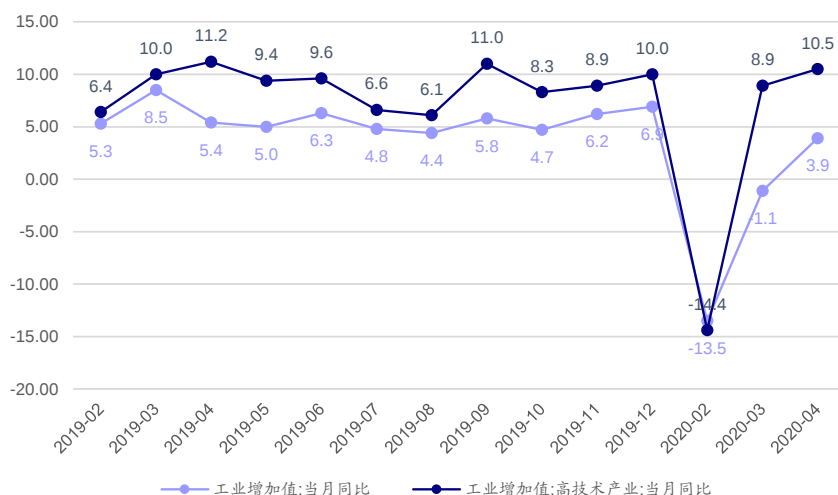
4 月工业生产快速恢复, 4 月工业增加值同比增速为 3.9%, 较 3 月继续回升 5 个百分点, 其中高技术制造业增加值同比继续抬升至两位数。高技术制造业增加值 3 月同比为 10.5%, 较 3 月继续回升 1.6 个百分点。

分三大门类看, 制造业同比增速已基本恢复至去年同期水平, 采矿业、公用事业恢复相对较慢。4 月采矿业同比 0.3%, 较 3 月回落 3.9 个百分点; 制造业 5.0%, 继续回升 6.8 个百分点, 已接近去年同期水平; 公用事业 0.2%, 回升 1.8 个百分点。

分产品看, 4 月投资与消费相关产品产量同比均较 3 月继续回升, 此外, 高技

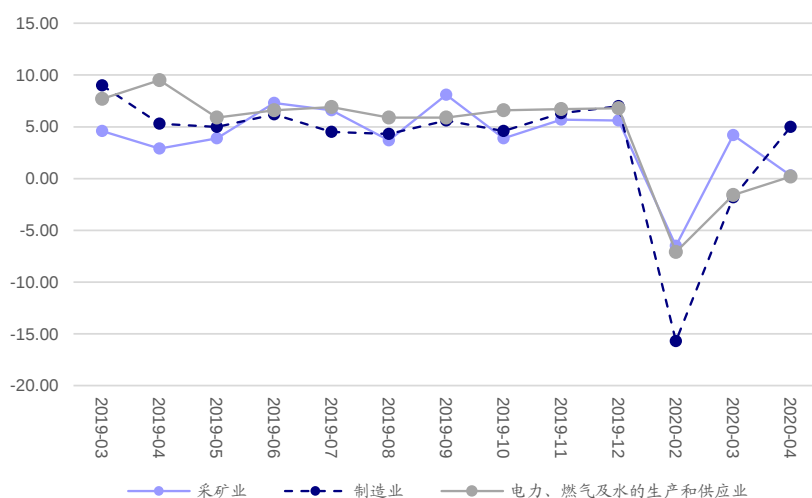
术制造业产量同比继续抬升至两位数。4月汽车、水泥产量同比为5.1%、3.8%，较3月分别回升48.1、22.1个百分点，十种有色金属、乙烯产量同比为3.8%、-1.4%，较3月回升2.2、0.0个百分点。

图 2：2020 年 4 月工业增加值同比增速继续回升至正值



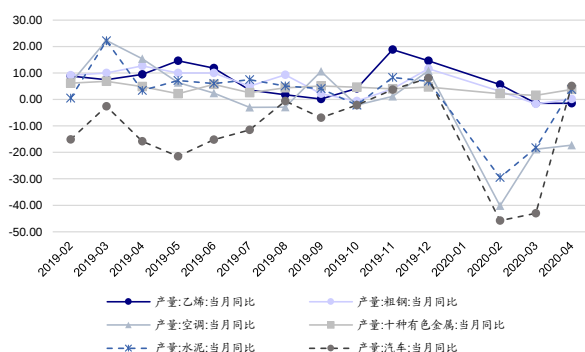
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 3：4 月制造业工业增加值同比已恢复至接近去年同期水平



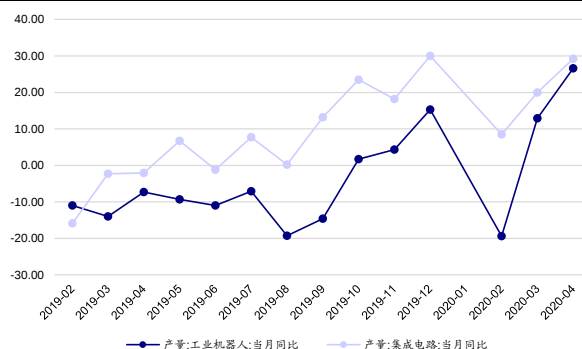
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 4：4 月水泥、汽车产量同比回升最显著，



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 5：4 月机器人、集成电路产量同比均接近 30%



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

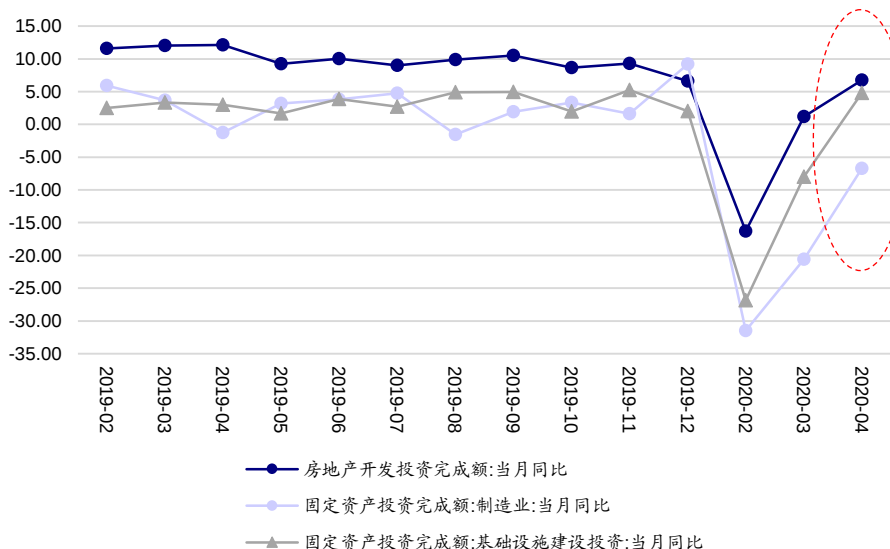
需求端：投资——同比转正，地产、基建、高技术制造业均明显正增长

固定资产投资 4 月当月同比增速回升至正值，其中房地产、基建、高技术制造业投资均表现亮眼。4 月固定资产投资当月同比增 0.7%，较 3 月回升 10.1 个百分点。其中房地产开发投资当月同比为 6.8%，较 3 月继续回升 5.6 个百分点；制造业当月同比-6.7%，回升 13.9 个百分点，其中拟合的高技术制造业投资当月同比增 9.7%，较 3 月抬升 23.1 个百分点；基建投资同比 4.8%，回升 12.8 个百分点。

将房地产与基建投资金额合并来看，其同比约为 5.6%，已经非常接近去年下半年平均同比 5.8%，后续其同比若再继续抬升，投资补偿性增长将得以显现。制造业投资整体仍同比负增长，但主要是旧产能投资仍较低迷，而高新技术制造业投资同比已经回升至 10% 左右的较高增速。

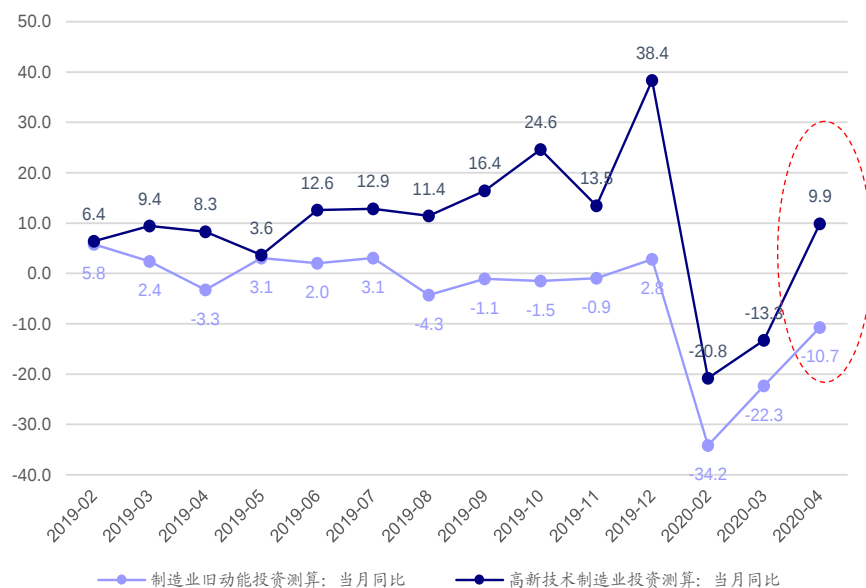
随着国内零星疫情对经济运行的影响进一步弱化，预计后续国内投资同比增速会进一步抬升。

图 6：房地产、制造业、基建投资当月同比增速一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

图 7: 制造业新旧动能投资当月同比增速一览

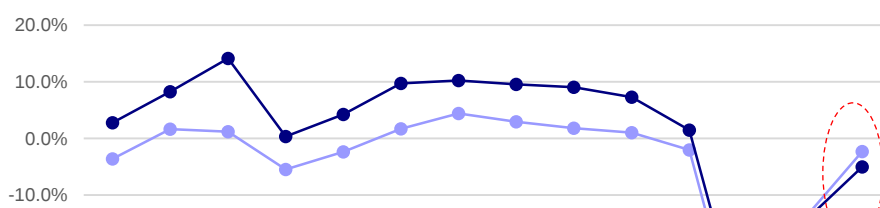


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和测算

房地产销售方面, 4月继续回升但仍同比负增长。4月商品房销售面积同比增速-2.3%, 较3月同比回升11.8个百分点; 商品房销售金额同比-5.0%, 较3月回升9.6个百分点。

4月房地产销售虽然仍较低迷, 但考虑到今年货币环境较宽松, 即使政府“房住不炒”基调不变, 但房地产企业正常融资应该不会受到影响, 预计疫情对全年房地产投资的影响较小。

图 8: 房地产销售当月同比增速一览



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_4820

