

当前海内外经济形势如何？两会窗口期资产如何配置？

- **宏观 高翔：4 月经济数据有哪些值得关注的点？** 基建、房地产、出口表现突出，制造业和社零表现不及预期。首先，基建投资开始发力。分项当中主要是水电气行业上升较快，同比升至 7.6%。我们认为今年基建投资增速有望达到 13%左右的水平。其次，房地产投资修复较好。房地产现阶段跌幅已收窄至-3.3%，施工面积增速为正且保持稳定。我们认为今年房地产投资不会很差，今年累计同比升至 2-3%的水平。再次，制造业整体改善不明显，但结构上有亮点。从结构上看，医药、计算机和通信制造业三个行业同比改善较为明显，而其他行业如装备制造、通用设备、传统制造等改善并不明显。我们预计今年制造业投资可能在下半年逐渐改善，但程度弱于房地产和基建。最后，社零消费仍然较为低迷，汽车、医药、通信类消费较强，石油制品、餐饮、纺织服装类消费较弱。
- **海外 段小乐：关注不同疫情进程下各主要经济体表现。** 从疫情发展来看，中国香港、日本、韩国、越南、德国、澳大利亚疫情基本得到控制，美国、英国第一阶段拐点看到，印度、巴西疫情仍在加剧。**美国：**消费、投资、就业明显走弱，但金融压力缓解。**香港：**进出口贸易和地产成交走弱，但制造业 PMI 边际改善。**日本：**疫情对日本进出口的影响显现。**韩国：**疫情冲击下韩国一季度实际 GDP 仍为正值，4 月数据下滑明显。**越南：**疫情冲击下一季度实际 GDP 仍正增长，但增长动能下降。**德国：**消费走弱，软指标走弱幅度加深。**英国：**疫情冲击下消费大幅下滑。**澳大利亚：**制造业和服务业明显走弱，但信心有边际改善。**巴西：**进出口开始大幅下滑，制造业和消费信心走弱。
- **固收 周岳：经济回暖，债市遇冷。** 通过观察四月经济数据我们得出三点结论，第一，经济确实在回暖了。第二，全社会的融资规模是非常高的。第三，今年驱动短端利率大幅下行的流动性环境边际改变了。在这个大背景下，有哪些超预期的驱动因素可能会带动收益率继续向下呢？我们认为需要关注三点。一是外需疲软导致出口增速或难以持续。二是财政赤字率上升但财政赤字规模，专项债规模，特别国债规模或不及预期。三是地产投资不及市场预期或引领长端利率继续下行。
- **策略 艾熊峰：临近两会，财政刺激显著加码，风险偏好有望进一步上升。** 市场步入两会窗口，风险偏好有望进一步上升。财政刺激力度将显著加强，其中赤字规模、专项债规模和特殊国债规模等措施的总体规模或接近十万亿。行业配置建议聚焦“消费+基建”等供需两端受益的行业。

风险提示：疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
duanxiaole@gjzq.com.cn

周岳 分析师 SAC 职业编号：S1130518120001
zhouyue1@gjzq.com.cn

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfang@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

一、宏观高翔：4月经济数据有哪些值得关注的点？

总体来看，四月经济数据还是比较符合市场预期的。边际改善的趋势也在持续，国内经济最坏的时间点已经过去。从分项上看，基建、房地产、出口比较突出，制造业和社零表现的没有那么好。

(1) 首先是基建，基建投资当月同比转正

基建投资累计同比由-16.6%升到了-8.8%，当月同比升到了正的4.8%。从分项上看，表现最好的是水电燃气行业转正了。水电燃气行业累计同比2%，交运累计同比-20%，水利环保行业-18.5%。我们从基建投资的资金来源来看，政府资金基本上占到基建投资资金来源的60%以上。从目前市场对财政政策的力度来看，预计2020年一般财政预算赤字率可能在5%左右；其次，预计今年地方政府专项债发行在3.50万亿元左右，相较于去年至少增加1万亿元以上；此外，预计今年抗疫特别国债发行可能在1万亿元左右，可以与现有的财政货币政策相互补充，形成合力；最后，预计今年PSL净增6000亿元以上。我们预计2020年基建投资增速大概能达到13%以上的水平。

(2) 其次是房地产，房地产投资在三大投资当中最先改善

房地产跌幅继续收窄，由-7.7%收窄到了-3.3%。3月份累计同比已收窄至-7.7%，现在4月份收窄至-3.3%，整体力度还是可以的。商品房销售这块还是有点差，虽然在收窄但是只是从-26.3%收窄至-19.3%。但是施工面积一直保持比较稳定，同比一直保持2.5%的水平，另外土地购置费累计同比3月份也转正了（-9.3%升至1%），所以整体来看房地产投资4月的数据确实在转好。房地产需求端难松。从现阶段政府的表态来看，基本上“房住不炒”的定位没有因为这次疫情的影响而发生动摇，政策更倾向于用其他手段刺激经济增长，例如基建（传统基建和新基建）以及消费（政府公共消费和居民消费等）。供给端可能放松，保证房地产投资增速，稳定经济增长。主要是土地供给（政府在税收收入下降，土地收入可能作为一部分补充）和房地产企业融资（支持中小企业融资政策中受益）两块，最终保证一定的房地产投资增速，稳定经济增长。因此，在今年整体房地产需求不旺、政策“房住不炒”的前提下，我们认为房地产增速不一定会很差。2020年Q1房地产投资累计同比-7.7%，在三大投资当中表现最好。未来看，我们认为全年房地产增速转正，并小幅上升的可能性较大。

(3) 出口超预期，但并不意味着外需好转

出口改善超预期的主要原因在于：第一，去年基数较低；第二，海外生产停滞导致一些必须消费品更多从中国进口；第三，4月出口体现3月的订单情况，3月海外经济活动还未停滞，因此订单可能相对较好。出口好于预期并不意味着4月外需好转。未来订单消耗完，海外经济活动停摆，出口将显著下行。

(4) 制造业整体改善不明显，结构上有亮点

制造业方面（-25.2%收窄至-18.8%），4月的数据来看，制造业投资跌幅收窄，整体改善不明显，但结构上有亮点。制造业投资和全球需求有关，在外需存在较大不确定的情况下，制造业改善不明显。从结构上看，医药（-2.7%）、计算机和通信制造业（1.1%）三个行业同比改善较为明显，而其他行业如装备制造、通用设备、传统制造等改善并不明显，-20%--30%的水平。我们预计今年制造业投资可能在下半年逐渐改善，但程度弱于房地产和基建。外需下行在经济数据上的体现可能不在净出口，而在制造业。我国位于全球产业链的中游位置，扮演着中游组装、加工和制造的角色，因此外需不好导致出口不好的同时，进口也将受到较大影响。因此最后的货物贸易顺差对GDP的影响可能并不明显。疫情影响下，海外经济增长衰退的概率较大。粗略估算，受海外疫情影响，2Q外需可能下滑30%，原因在于4月整月海外经济停摆，二季度生产需求可能下滑1/3。此外，从美国失业救济金领取人数上看，疫情以来由28万跃升至

现在 400 多万水平，水平远超金融危机。高盛也将美国 2 季度经济增长下调至 -30%，海外经济以服务业为主，且隔离防疫措施较晚，冲击可能比中国要大。外需塌陷导致制造业回升力度偏弱，预计二季度制造业同比难有明显回升，跌幅可能收窄至-15%左右的水平。从数据的角度来看，出口和制造业同比趋势几乎相同；另外，出口交货值占整个工业增加值的比值在 40%左右，可以理解为外需占到制造业投资 40%左右，如果二季度外需下滑 30%，那么可能拖累制造业近 12 个百分点。2020 年 1 季度制造业投资累计同比-25%，二季度内需应有所企稳，但外需下滑严重，预计跌幅有所收窄，但整体水平仍然较弱，可能在-15%的水平。

(5) 消费方面，4 月社零消费仍然较为低迷。

社零消费由-15.8%收窄至-7.5%，累计同比-19%--16.2%。消费数据虽然边际收窄，但整体程度是比较弱的。从结构上看，汽车、医药、通信类消费较强，石油制品、餐饮、纺织服装类消费较弱。我们认为二季度消费难以大幅回升。原因有以下几点：第一，从总量的角度看，消费和居民收入相关性高，收入增加带来的财富效应能够拉动消费意愿。但疫情影响整体名义 GDP 下行，收入减少，消费意愿下降；第二，从餐饮角度来看，截至 4 月结束，在疫情和管控措施的影响下，餐饮业很难回到去年同期水平；第三，从纺织服装来看，截至 4 月结束，大型购物商场消费者依然较少，即使是在不太限制的劳动节假期，大型商场的人流量依然较少，二者占到商品零售总额（限额以上）比重的 25%左右；第四，从汽车消费来看，随着新能源车政策的积极加码（补贴退坡放缓、延长两年等），2 季度汽车消费有望出现一轮一季度延迟后的补偿消费和政策刺激消费的补涨行情；第五，政府消费可能上升，政治局会议特别强调了“做好复工复产、复商复市，扩大居民消费，适当增加公共消费”的要求，可能今年政府消费也将有所扩张。从投入产出表来看，2017 年政府消费占最终消费支出的 27.8%，其中，公共管理和社会组织、教育、卫生等公共消费方面有望发力（本身占比也较大）。总体来看，二季度消费可能有所反弹，达到去年同期消费水平，主要是汽车消费和政府公共消费的拉动。但餐饮、服装、旅游等占比较大的消费难有起色，且疫情影响名义 GDP 下行，收入减少导致消费意愿下降。因此，消费大幅上升的可能性不大。

二、海外 段小乐：不同疫情进程下各主要经济体表现

我们综合 2019 年的进出口、出口和进口三项指标，并根据其地理位置和经济结构选取十个国家和地区作为我们的观察样本，分别是：美国、中国香港、日本、韩国、越南、德国、印度、英国、澳大利亚、巴西。从疫情发展来看，中国香港、日本、韩国、越南、德国、澳大利亚疫情基本得到控制，美国、英国第一阶段拐点看到，印度、巴西疫情仍在加剧。

美国：消费、投资、就业明显走弱，但金融压力缓解。美国 1Q20 的 GDP 增速下滑较为明显（1Q20 实际 GDP 同比降至 0.3%，前值 2.3%）。从消费来看，高频数据有边际改善。上周 ICSC-高盛连锁店销售同比-17.5%（前值-19.4%），4 月密歇根大学消费者信心指数 71.8（前值 89.1），5 月 Sentix 投资信心指数-36.8（前值-39.1）。4 月 ISM 制造业 PMI 指数降至 41.5（前值 49.1），中小企业乐观指数 90.9（前值 96.5），商业不确定指数 222.5（前值 136.2）。从金融来看，上周金融压力指数继续下行，Libor-OIS 利差下行，高收益债收益率和信用利差下行，美联储资产负债表大幅上升。从劳动力市场来看，美国 4 月失业率升至 14.7%（前值 4.4%），预计 5 月失业率仍在 10%以上。

香港：进出口贸易和地产成交走弱，但制造业 PMI 边际改善。3 月香港进口同比-11.1%（前值-0.1），转口贸易同比-5.8%（前值 4.2%）；4 月地产成交额同比-57.2%（前值-26.8%）；4 月制造业 PMI 为 36.9（前值 34.9）。

日本：疫情对日本进出口的影响显现。韩国：疫情冲击下韩国一季度实际 GDP 仍为正值，4 月数据下滑明显。越南：疫情冲击下一季度实际 GDP 仍正增长，

但增长动能下降。4 月份，越南出口同比-1.0%（前值-10.7%）、进口同比-1.0%（前值-12.8%），零售销售同比-4.3%（前值 4.7%），来越外国游客同比-37.8%（前值-18.1%），制造业 PMI 为 32.7（前值 41.9）。印度：经济走弱明显，央行转向宽松，疫情仍在加剧。

德国：消费走弱，软指标走弱幅度加深。4 月份，德国的服务业 PMI 降至 16.2（前值 31.7），制造业 PMI 降至 34.5（前值 45.4），IFO 商业信心指数降至 74.3（前值 85.9）；5 月份，GFK 消费者信心降至-23.4（前值 2.3）。

英国：疫情冲击下消费大幅下滑。4 月份，英国制造业 PMI 降至 32.6（前值 47.8），GFK 消费者信心降至-34（前值-9）；3 月份英国零售销售实际同比降至-6.0%（前值 0）。

澳大利亚：制造业和服务业明显走弱，但信心有边际改善。3 月澳大利亚进口下滑但出口回升；4 月服务业 PSI 降至 27.1（前值 38.7），制造业 PMI 降至 35.8（前值 53.7）；5 月消费者信心指数升至 88.1（前值 75.6）。

巴西：进出口开始大幅下滑，制造业和消费信心走弱。4 月份巴西出口同比-5.0（前值 10.4）、进口同比-14.8%（前值 10.6%），制造业 PMI 降至 36.0（前值 48.4），消费者信心降至 59.3（前值 82.4）。

三、固收周岳：经济回暖，债市遇冷

这周有不少数据和事件出现，有 4 月份的物价数据、金融数据，经济数据，还有 MLF 的续作。具体的数据内容就不去细说，这里讲一下我们结论性的看法。

第一，经济确实在回暖。4 月份的经济数据延续了 3 月份开始的回暖迹象，不管是消费还是投资，都在回升，有些当月已经转正了，比如工业增加值，比如地产投资和基建投资，当月没有转正的数据，降幅也是大幅收窄。从宏观角度我们可以去讨论哪些分项仍然偏弱，供给修复速度快于需求，但是从趋势角度看，经济数据在一季度砸了个深坑之后，后面逐步恢复的趋势是确定性非常高的。

第二，全社会的融资规模是非常高的。一季度金融数据出来后，市场解读是规模超预期，当时看多债市的有两种观点，一是结构仍不是太好，二是天量社融是疫情下的“反危机”操作，社融高增速难以持续。我们当时认为考虑到信贷需求很强，政府债券的发行，以及复工复产后的正常运转，二季度的社融是不弱的，4 月份金融数据确实不差，但不能说超预期。原先一直讲社融存量增速领先经济增速 2 个季度左右，这个经验规则如果还起作用，这么高的社融规模，后面对经济还是要发生一些作用的，不可能全打了水漂。

第三，今年驱动短端利率大幅下行的流动性环境边际改变了。今年 R007 下了 160BP，1 年期国债下了 110BP，这背后的核心驱动因素就是宽松的流动性。这个超宽松的流动性能否延续，甚至更加宽松呢？大家认为 CPI 终于拐头往下，对货币政策的掣肘变小了，而且降了超额准备金利率后，短端的空间更大了。可我们认为实际情况可能并没有那么乐观，流动性环境边际的改变，还是可以从央行的操作中看出一些端倪。

3 月份以来的公开市场操作频次和规模都变小了，几次降息都是缩量降价，央行的领导也说过，绝不会让市场出现“钱荒”，也不能让钱“变毛”，我们不能只看到前半句，也得看到后半句。在今年资金市场短端利率下到接近历史低点的时候，如果继续宽松，在实体经济恢复不可能一步到位的情况下，有没有可能出现央行担心的钱“变毛”的问题。所以我们认为流动性可能已经过了最宽松的时候了，接下去考虑到地方债、特别国债的发行，央行大概率会做相应的对冲，但是现在面不多，不能一直加水。

所以我们认为，经济趋势性的回升、前期大规模的社融信贷投放，以及流动性状况的边际改变，最近对债市并没有太多利好因素。回到债市，今年短端和长端都下了不少，短端下行的驱动因素是流动性宽松，长端下行的驱动因素是疫

情下的经济预期，这些可能边际上都在发生改变，**收益率曲线要变牛平，需要一些超预期的驱动因素。那么有哪些超预期的驱动因素可能会带动收益率继续向下呢？我们认为需要关注三点。**

一是外需。4月份的出口不错，但是能不能持续是个问题，里面有很多积压订单的因素，也有部分防疫相关的产品出口。现在外围的疫情看起来过了峰值，后面可能会逐步稳定下来，但是海外经济恢复的速度仍是个很难判断的变量。如果再出现贸易摩擦，或者受到一些其他非经济因素的影响，接下去的出口可能承压，那么一系列的产业链也会受到影响，我们看到4月份的制造业投资仍然较为低迷，如果外需不好，那今年的制造业的利润和投资都会受很大影响。

二是财政。今年市场对财政特别关注。赤字率能到多少，发多少专项债，特别国债规模有多少，都是大家非常关注的事情。大家对财政的期待，倒未必是增加政府支出提高政府消费，更多关注的是基建增速，基建投资对经济增长立竿见影，而且能带动一系列的产业链，所以债市投资者是很担心基建投资快速回升的。但是我们认为，考虑到今年的财政收入情况，赤字率提高后赤字规模也未必能提高多少，专项债、特别国债可能也没有大家想的那么多，使用效果也未必有那么的显著。最近大家从央行和财政关于赤字货币化的争论，应该也能感觉到两个部门其实都是有难处的，所以月底的两会，可能会有一些信号出来。

三是地产。今年的固定资产投资方面，如果有超预期的，可能还是地产。地产投资在3月份就转正了，4月单月回升到接近7%，已经接近疫情前的水平。我们前期报告里对地产投资做了拆解，发现土地购置费一项还是地产投资这么有韧性的重要因素，后面建安可能也会起来，但考虑到房住不炒，整体可能并不强。如果基建+地产没有市场预期的那么高，那这个预期差也会牵引长端往下走。

总体上看，目前经济在回升，流动性的状况可能也没有前几个月好，短期看债市机会并不多，短端中枢可能变化不大，但长端的波动可能会明显加大，市场会进入前期涨幅过大后的修复期，从节奏来看，尚需要等待预期差的出现。

四、策略 艾熊峰：临近两会，财政刺激显著加码，风险偏好有望进一步上升

两会召开前夕，多部委负责人对扩大内需政策均明确表态，5月13日-14日发改委和财政部相关负责人先后对后续政策基调和政策取向做出明确表态。财政部部长近日撰文**明确指出，加大逆周期调节力度，有效对冲疫情影响，具体措施包括“增加赤字规模，落实减税降费，扩大政府投资”三大方面。**与此同时，国家发改委主任撰文表示，**实施扩大内需战略，促进消费和投资。**积极稳定居民传统大宗消费，适当增加公共消费，实施城镇老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资等。

市场步入两会窗口，风险偏好有望进一步提升。A股市场逐渐步入两会窗口，当前市场对于财政政策的力度存在一定的分歧，我们预计财政政策的力度或超市场预期。总体来说，财政刺激力度将显著加强，其中赤字规模、专项债规模和特殊国债规模等措施的总体规模或接近十万亿，较去年或增加4-5万亿，其中消费和基建是重点发力方向。在此背景下，A股市场风险偏好或进一步抬升。从股票风险溢价来看，当前A股股票风险溢价仍处在比较高的位置，也就是在疫情冲击下，当前市场风险偏好并不高，后续在刺激政策的催化下风险偏好有望迎来修复。此外，正如我们此前一直强调的，以A股为代表的新兴市场将持续受益于全球流动性宽松的大环境。综上所述，当前时点对A股市场维持相对乐观的观点，核心逻辑在于经济恢复和政策刺激下的风险偏好修复，以及对新兴市场有利的全球流动性宽松的外部环境。

行业配置建议聚焦“消费+基建”等供需两端受益的行业：1) 消费：商贸零售、

休闲服务、食品饮料等。疫情对消费类行业冲击较大，随着疫情缓和以及消费回补政策的刺激，行业将逐步走出低谷，客流量回升和消费意愿度提升将促进相关行业景气复苏。商贸零售、休闲服务、食品饮料等行业一方面需求端受益于需求回暖，另一方面供给端也充分受益于行业集中度的提升；2) 基建：建材、建筑、机械等。需求端方面，基建发力对冲疫情冲击是当前市场共识度较高的措施，预计在两会召开后，政策目标落地后，基建投资或将明显提速，建材、建筑和机械等基建相关的行业将受益于基建投资扩张。供给端方面，建材、机械等行业库存压力较小，同时对海外供应链依赖度较低，供需基本都集中在本土市场，供给端结构相对优化。

风险提示：

- 1、疫情扩散速度和范围远超预期，导致经济和社会活动受到重大影响；
- 2、政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；
- 3、部分行业受到负面影响远超预期。

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_5045

