

宏观经济

谨慎乐观（短期）

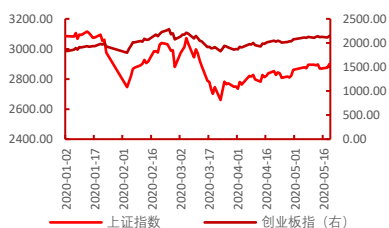
看好（中长期）

市场数据（2020-5-19）

上证综指涨幅（%）

近一周	0.24
近一月	1.61
近三月	-2.58

股价走势图



数据来源：Wind、国融证券研究与战略发展部

研究员

张志刚

执业证书编号：S0070519050001

电话：010-83991712

邮箱：zhangzg@grzq.com

联系人

李凌云

电话：010-83991532

邮箱：lily@grzq.com

李海宸

电话：010-83991799

邮箱：lihc-yjz@grzq.com

相关报告

《两会在即，逆周期政策进入兑现期》
20200515

《两会再预热政策预期升温，权益风偏提升利好转债》20200513

《中央会议部署防疫和经济新常态，政策调门再提高》20200430

《财政加码货币宽松配套支持，利率有望走向牛平》20200428

《3月国内经济弱复苏，外需骤降、就业承压下政策转向积极》20200423

4月国内经济稳步修复，两会召开政策期待验证

——2020.5.19 宏观研究月报

投资要点

■ 国内4月经济数据继续恢复，生产好于消费，CPI开始回落，PPI通缩压力加大。随着复工复产加速，经济正逐月反弹，但离正常化尚有距离，需求仍然不足。目前地产投资和基建投资已经开始逐渐发力托底经济，两会后财政政策落地进入执行期，基建投资增速有望创新高；同时目前虽“房住不炒”，但也要“稳住地产”，地产投资预计将继续保持平稳改善。后续必需消费预计将保持稳定增长，可选消费需求稳步复苏但或受居民收入预期下降的制约。国外疫情扩散，外需下行压力持续，或将拖累出口产业链。总体来看，预计后续经济将稳步改善。今年国内稳就业压力较大，政策或较长时间维持宽松状态，重点放在加大投资力度和刺激消费等扩内需方向上，尤其两会在即，财政政策落地后进入执行期，经济有望加速好转。

1) 复工加速进行，二季度GDP有望转正。4月工业增加值由负转正，制造业复产提振明显。后续生产端将继续加速恢复，部分行业甚至赶工。工业增加值先行，二季度GDP有望正增长。

2) 4月需求端环比继续恢复，投资好于消费。总需求的逐步恢复仍有赖于政策对内需继续刺激。4月投资整体好于消费，其中地产投资、基建投资恢复较快，制造业投资、消费恢复相对较慢。展望5-6月，消费方面，线下经营开放和人流恢复，必需消费有望保持稳定增长，可选消费逐步恢复，补贴落地或能部分对冲收入预期下滑的影响；投资方面，财政政策进入执行期，基建有望加速发力，地产正常化，投资整体持续改善可期；不过，海外疫情冲击延续，外需下行对国内经济的拖累将逐步兑现。

3) 4月社融、信贷继续高增长，宽信用效果显现，下一步“宽货币+宽财政”助力经济修复，5-6月信贷、社融有望继续多增。企业中长期贷款仍保持较高增长，新老基建齐头并进，新增万亿专项债额度已经下达，全年专项债总额度预期不断升温，后续社融有望保持较高增长。

4) 4月CPI同比回落至“3”时代，PPI同比降幅扩大。4月CPI增幅持续下行，猪价连续3个月走弱，对CPI同比的拉动有望持续回落；PPI降幅扩大，工业品需求较弱，同时国际油价剧烈波动带动相关产业链价格下跌，工业品领域通缩压力加大。预计后续CPI增幅仍有下行空间，PPI跌幅或继续加深。

5) 4月PMI略有调整，后续或受外需制约。目前海外疫情仍有较高风险，5月逐步解封复工，预计后续主要经济体PMI数据将继续承压。

6) 重点行业中，经济上中下游需求分化严重。上游行业中，石油价格处于相对较低位置，减产、库存和需求多方博弈，后续或持续低位震荡；煤炭库存维持高位，供给压缩空间有限，价格仍有下行压力。中游行业水泥发货处于高峰，涨价蔓延；挖掘机连续2月热销超预期；发电耗煤恢复正增长。下游行业中，线下必需消费正恢复增长，汽车、家电、手机等可选消费因前期需求集中释放加速恢复，商品房销售数据也在接近去年同期，但进程可能有反复。

7) 两会在即，逆周期政策进入兑现期。央行会前相对淡定，会后预计要配合财政发力，宽松有望维持；财政预期规模即将落地，后续进入执行期。综合来看，“宽货币+宽财政”逻辑不变，兑现后进入执行期，政策精准发力全面“保就业”。

风险提示：国内政策宽松不及预期；海外疫情引发全球衰退超预期。

目 录

1. 4月工业生产恢复较快，制造业回升明显，二季度GDP有望转正.....	5
2. 4月经济总需求环比加速好转，但离正常仍有距离.....	5
2.1 4月固定资产投资增速继续回升，地产最快，基建加速.....	6
2.2 4月消费稳健修复，汽车提振明显.....	8
2.3 4月出口同比增速超预期转正，但外需压力仍在.....	10
3. 阶段性宽信用效果明显，后期“宽货币+宽财政”助力经济修复.....	12
4. 猪价连续走弱三个月，CPI压力缓解，需求不足，PPI通缩压力扩大.....	15
5. 4月PMI继续扩张但略回落，外需拖累开始显现.....	17
6. 行业：中游水泥挖机景气上行，下游地产汽车家电修复超预期.....	19
7. 两会在即，逆周期政策进入兑现期.....	21

插图目录

图 1 4 月当月工业增加值由负转正	5
图 2 细分行业中制造业修复最为明显	5
图 3 4 月固定资产投资持续转暖，三大投资增速均有所回升（%）	6
图 4 今年专项债发行规模高企，后续预计将继续放量	7
图 5 4 月城投债发行再创新高	7
图 6 3 月以来销售有所好转	8
图 7 近期土地购置和新开工累计增速均探底回升	8
图 8 4 月社零同比降幅持续收窄	9
图 9 4 月消费结构分化明显，线下可选消费加速复苏	9
图 10 4 月汽车消费短期回升明显	9
图 11 截至 5 月 10 日汽车销售高频数据已有所修复	9
图 12 4 月餐饮业有所修复，但幅度有限	10
图 13 复工带动社交需求提升，珠宝和化妆品消费回升明显	10
图 14 4 月出口数据由负转正，进口继续下滑	11
图 15 1-4 月份出口累计同比降幅缩窄，进口累计持续下滑	11
图 16 前 4 个月，对美进出口累计同比均呈下降趋势	11
图 17 1-4 月份对日、韩、欧、东盟出口边际好转	11
图 18 4 月份 PMI 新出口订单再度下滑，表明外需疲弱	12
图 19 4 月份韩国进出口同比降幅均持续扩大	12
图 20 4 月社融增速保持平稳，宽信用初显成效	12
图 21 M2-M1 剪刀差持续扩大，反映现阶段企业投资意愿不足	13
图 22 4 月社融同比多增主要靠贷款和企业债券	14
图 23 4 月贷款同比多增主要由企业中长期贷款和票据融资贡献	14
图 24 4 月 CPI 增速持续下行，PPI 降幅加剧（%）	15
图 25 4 月份食品项增速持续下滑带动 CPI 增速放缓（%）	15
图 26 猪肉价格同比增速继续回落（%）	16
图 27 4 月 PPI 同比环比降幅再次扩大	17
图 28 国际油价波动较大 5 月 PPI 仍有下行压力	17
图 29 4 月份，制造业和非制造业 PMI 均位于荣枯线上方	18
图 30 需求疲弱，新订单下降	18
图 31 疫情冲击欧美经济，国内出口订单开始体现	18
图 32 经济复苏，就业好转，但就业整体压力仍大	18
图 33 4 月非制造业 PMI 持续回升，其中建筑业 PMI 发力更为明显	19
图 34 4 月全球主要经济体 PMI 均大幅回落，全球经济继续探底	19
图 35 油价后期在减产、库存和需求复苏的多方博弈中，维持低位震荡	20
图 36 煤炭库存仍处高位，价格或在低位徘徊	20
图 37 4 月以来发电集团耗煤量正持续改善	20
图 38 4 月下旬以来水泥局部开始涨价，正向多区域蔓延	20
图 39 3-4 月份挖掘机销售连续超预期	21
图 40 4 月商品房销售面积接近去年同期	21
图 41 4 月汽车销量降幅均明显收窄，手机出货量转正	21

1. 4月工业生产恢复较快，制造业回升明显，二季度GDP有望转正

4月份，规模以上工业增加值同比实际增长3.9%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），上月为下降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%。1—4月份，规模以上工业增加值同比下降4.9%。分三大门类看，4月份，采矿业增加值同比增长0.3%，增速比上月回落3.9个百分点；制造业增长5.0%，上月为下降1.8%；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%。降幅总体有所收窄。

4月全国复工复产进度加速后，各行业分化严重。细分行业上看，对工业增加值贡献最大的是制造业，增长5.0%，其中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。目前商务部、发改委等部门已明确表示将出台政策刺激汽车消费，预计两会后相关政策细则将正式落地，后续汽车消费及投资数据或将改善。采矿业此前生产和进口较为旺盛，但近期相关企业一季报数据显示采矿业利润大幅下滑促使企业已经开始主动去库，因此本月采矿业生产出现放缓迹象。

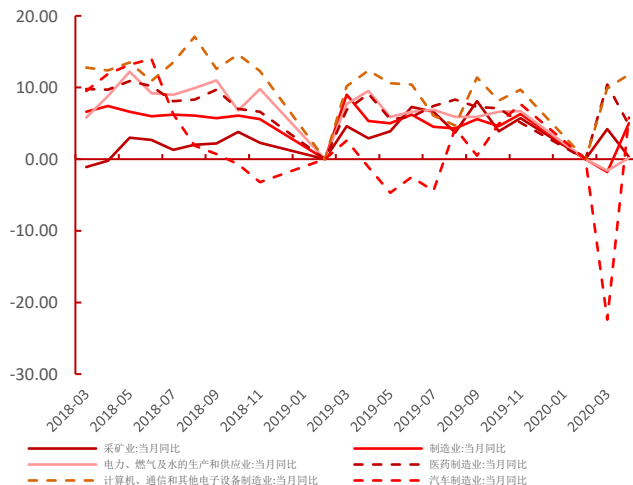
综合来看，工业增加值先行，二季度GDP有望转正。

图1 4月当月工业增加值由负转正



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图2 细分行业中制造业修复最为明显



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

2. 4月经济总需求环比加速好转，但离正常仍有距离

随着国内生产经营加速正常化和社会活动开放，较3月而言，4月需求端环比增速加快，总需求仍处复苏通道，但整体需求仍显疲弱，部分行业有疫情

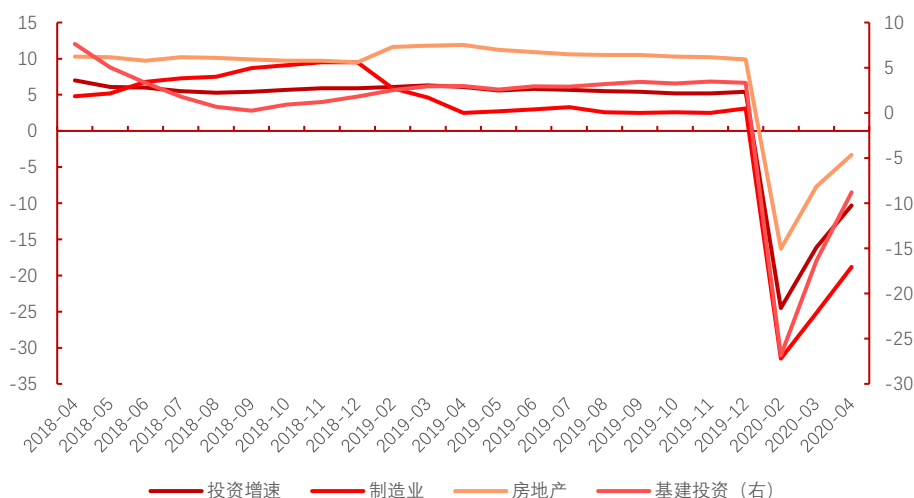
隔离需求延后释放的因素，持续复苏动力仍需观察。地产投资、基建投资恢复较快，消费、制造业投资恢复相对较慢。这种现象在二季度预计也有望持续。两会后政策进入执行期，投资托底经济效果将逐步验证。

2.1 4月固定资产投资增速继续回升，地产最快，基建加速

4月固定资产投资中，地产开发投资已接近正增长，基建恢复加快，制造业投资不仅降幅最大而且恢复较慢。1-4月固定资产投资同比增长-10.30%，前值-16.1%。其中，基建投资同比下降11.8%，制造业投资下降18.8%，房地产开发投资下降3.3%，降幅分别比1-3月份收窄7.9、6.4和4.4个百分点。

1-4月制造业投资为固投三大分项中恢复最弱一环。目前制约制造业投资恢复最主要的因素在于：需求端恢复较慢，盈利尚处负增长状态，企业投资信心和意愿不足。3月和4月高增的社融数据反应出目前企业融资环境改善明显，宽信用逐步显现，制约企业进行固定资产投资的不再是前期紧张的资金链，而是因为企业对发展前景不确定所产生的投资意愿不足。4月M1和M2的“剪刀差”进一步走阔，即企业融得资金后并未全部形成投资，部分仍在金融市场空转导致非银金融机构存款得到增加。此外，尽管欧美开始复工，但海外需求仍处于较为疲弱的状态，美国4月零售数据初值环比下跌16.4%，未来订单预期较弱。综合来看，制造业投资随经济复苏有望继续好转，但恢复所需时间可能略长。

图3 4月固定资产投资持续转暖，三大投资增速均有所回升（%）

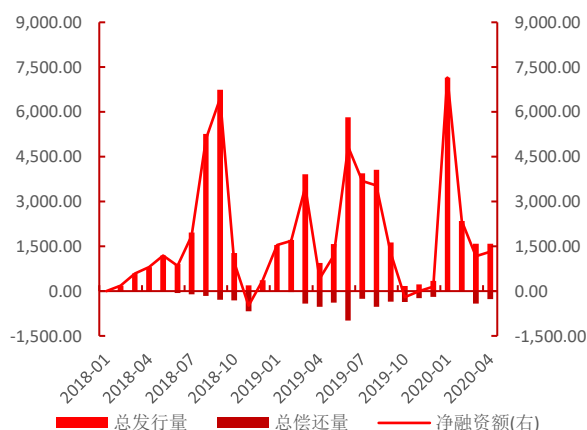


数据来源：Wind、国融证券研究与战略发展部

1-4月，基建投资累计增速狭义/广义口径下分别为-11.80%、-8.78%，较

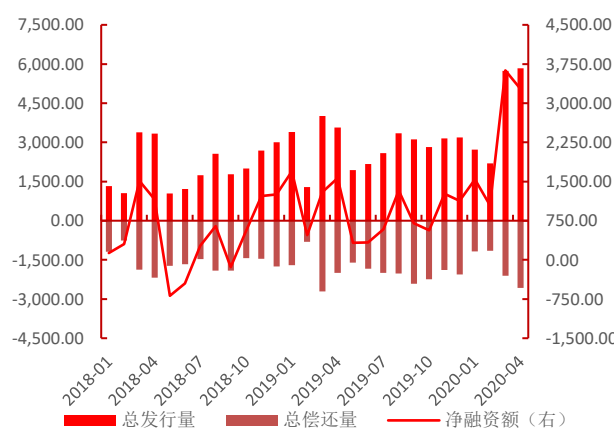
1-3 月分别回升 7.9pct、7.6pct。近期中央各级会议反复提及新老基建，4 月新增万亿专项债额度提前下达，基建 REITs 开始试点实施，以及新增企业中长期信贷加速等方面的支持下，基建投资正加速上行。行业层面，挖掘机连续 2 月量价齐升，水泥价格全面回暖，螺纹钢库存快速下降，均反映了当前已进入施工旺季。同时，财政政策规模将在 5 月下旬两会上得以明确，会后进入执行期，预计二季度基建投资增速将持续上行，二季度末有转正的可能。

图 4 今年专项债发行规模高企，后续预计将继续放量



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 5 4 月城投债发行再创新高



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

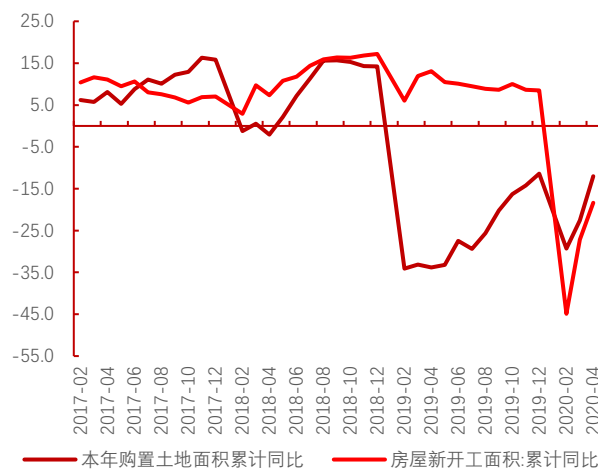
地产开发投资单月已恢复正增长，4 月为 6.73%。1-4 月地产开发投资增速下降幅度最小，累计增速下降 3.3%；相较 1-3 月回升 4.4pct。1-4 月全国商品房销售面积和土地购置面积累计同比增速降幅分别收窄至 -19.30% 和 -12.00%，分别回升了 7.0pct 和 10.6pct。土地购置、房产销售均在改善，其中土地市场的恢复明显快于房产销售，一方面是由于当前地方政府财政吃紧，各地区纷纷加大了供地力度；另一方面源于融资环境逐步恢复，房企正提前布局。1-4 月房屋新开工面积、施工和竣工面积累计同比分别为 -18.40%、2.5% 和 -14.50%，新开工和竣工较 1-3 月降幅分别收窄 8.8pct 和 1.3pct，施工面积同比继续下滑 0.1pct，整体仍是向好的。短期房地产销售回暖或有前期需求集中释放因素，后续复苏或有反复，但货币政策宽货币宽信用持续，地方政府因城施策边际放松加码，部分标杆城市已经开始预热，预计地产投资将继续稳步改善，但由于中央层面仍强调“房住不炒”，政策相机抉择概率加大，后续出现超预期大幅增长的可能性不大。

图 6 3 月以来销售有所好转



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 7 近期土地购置和新开工累计增速均探底回升



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

总体看，固定资产投资作为经济稳增长政策的重要发力点，整体复苏力度将加速，有望部分弥补消费增速的低迷。展望未来，两会上相关财政政策力度将得以明确，决定基建投资的反弹高度；地产投资方面，货币环境维持宽松叠加地方政府边际放松加码，有望实现稳步增长，而制造业投资滞后于经济复苏，短期仍然承压。

2.2 4 月消费稳健修复，汽车提振明显

4 月份，社会消费品零售总额 28178 亿元，同比下降 7.5%，降幅比前值收窄 8.3pct；实际同比下降 9.1%，较前值缩窄 9.0pct。按经营单位所在地分，城镇同比下降 7.5%，乡村同比下降 7.7%。消费类型恢复差异较大，商品零售同比下降仅 4.6%；受创严重的餐饮业加速恢复，收入同比下降 31.1%，降幅比前值收窄 15.7pct。

4 月线下经营正常化和人流开始恢复，消费稳健修复，但结构上分化特征明显。其中，基本生活必需品、通讯器材、汽车等修复较快，餐饮等线下服务

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_5047

