



Research and
Development Center

补偿需求释放推升工业 经济未来或呈 W 型运行

——4 月经济数据点评

2020 年 5 月 15 日

李一爽 分析师

证券研究报告

固定收益

点评报告

李一爽 分析师

执业编号: S1500520050002

联系电话: +86 18817583889

邮箱: liyishuang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

补偿需求释放推升工业 经济未来或呈 W 型运行

2020 年 5 月 15 日

本期内容提要

➤ **事件:** 根据国家统计局公布的最新数据, 中国 4 月规模以上工业增加值同比增 3.9%, 预期增 1.8%, 前值降 1.1%。4 月社会消费品零售总额同比降 7.5%, 预期降 7%, 前值降 15.8%。1-4 月固定资产投资(不含农户)同比降 10.3%, 预期降 9.65%, 1-3 月降 16.1%。1-4 月房地产开发投资同比降 3.3%, 前值降 7.7%。1-4 月全国城镇新增就业 354 万人, 同比少增 105 万人, 4 月份, 全国城镇调查失业率为 6.0%, 比 3 月份上升 0.1 个百分点。对此我们进行点评分析。

➤ **点评:** 4 月工业增速超预期, 资本品生产改善最为明显, 但外需并非主要贡献项, 后续恢复或将受外需拖累。固定资产投资方面, 整体增速继续修复, 地产、基建走势偏强, 制造业相对偏弱。消费增速在主要需求分项中表现较弱, 4 月社零增速从-15.8%回升至-7.5%, 低于市场预期的-7%。4 月房地产销售回升, 开工加速, 土地市场整体转暖。在主要经济指标仍在复苏过程中的背景下, 4 月失业率回升或受劳动参与率上升的影响。

总体来看, 4 月中国经济仍然在恢复的过程中, 市场对中国经济的中期逐步改善的趋势预期也较为一致。但是我们认为, 4 月工业产出的超预期受到疫情防控措施解除带来的补偿性需求释放的影响。随着补偿性需求逐步减弱, 各主要需求分项都会受到回归平稳, 其中建筑链条受影响最小, 消费次之, 出口可能面临的压力更大。这些因素可能在 6 月左右形成合力拖累经济的短期动能。因为我们认为中国经济全年将呈现出非对称 W 型的运行态势。而在经济趋势性向上的信号确认之前, 货币政策仍将维持宽松的状态, 长端利率反转的时刻并未到来。

➤ **风险因素:** 疫情反复, 海外重启经济计划失败, 国内政策支持力度不达预期

目 录

工业增速超预期，资本品生产改善最为明显，后续恢复或将受外需拖累	2
投资增速继续修复，地产基建强，制造业偏弱	3
消费增速修复较慢	5
地产销售回升，开工加速，土地市场转暖	6
失业率回升或受劳动参与率上升的影响	7
风险因素	7

表 目 录

表 1：工业增加值分行业增速比较（%）	3
表 2：固定资产投资分行业增速比较（%）	4
表 3：消费分项增速比较（%）	6

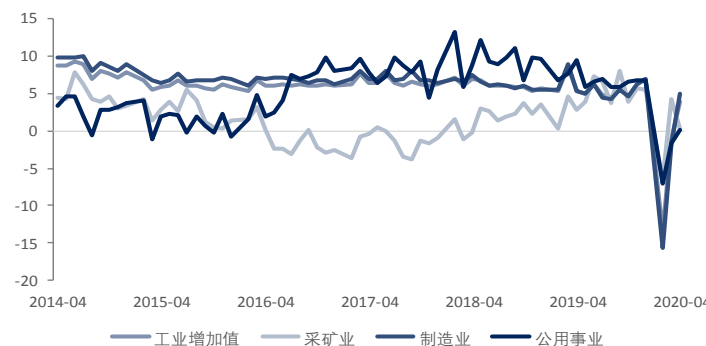
图 目 录

图 1：采矿业受高库存影响增速有所下滑(%).....	2
图 2： 工业增加值与发电量均逐步改善(%)	2
图 3：主要工业产品产量同比增速比较(%)	2
图 4：4月出口交货值有所回落(%).....	2
图 5：固定资产投资继续修复，房地产表现相对较差(%).....	4
图 6：其他费用快速回升(%).....	4
图 7：社零整体修复较慢(%).....	5
图 8：前期受疫情冲击较大商品类别均出现显著回升(%).....	5
图 9：商品房销售面积继续回升，施工增速趋于平稳(%).....	7
图 10：4月竣工增速降至-8%或受疫情影响部分建筑延期交付(%).....	7

工业增速超预期，资本品生产改善最为明显，后续恢复或将受外需拖累

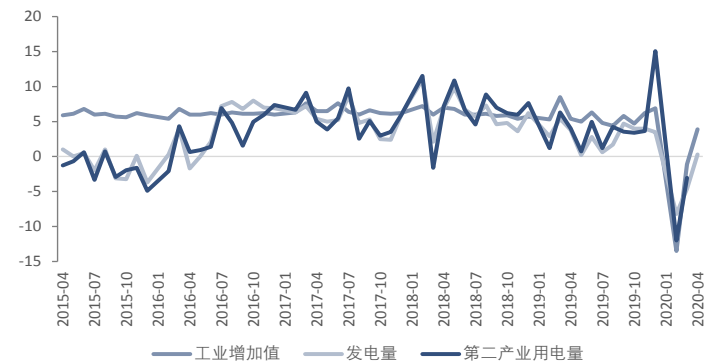
4月工业增加值同比回升至3.9%，好于市场预期的1.8%。主要行业4月增速全部转正，除采矿业受高库存影响、医药行业受疫情消退影响，生产有所下滑，多数行业生产增速均有所回升，尤其通用和专用设备资本品以及汽车行业生产修复最快，反映出补偿性需求对这些行业带来的提振。但值得注意的是，计算机通信电子行业的增速改善已经放缓。此外，在3月大幅回正后，4月出口交货值同比反而有所回落，显示外需并非本月工业增速超预期的主要贡献项，这与出口数据出现背离。考虑生产到清关的过程，我们认为可能前者相对领先，未来生产的恢复或将受外需拖累。

图 1：采矿业受高库存影响增速有所下滑(%)



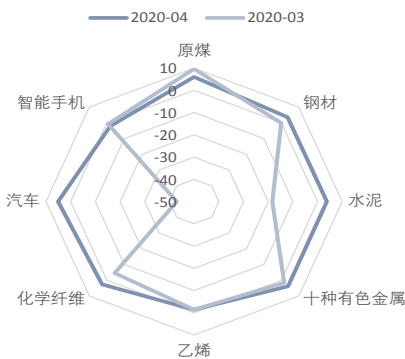
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：工业增加值与发电量均逐步改善(%)



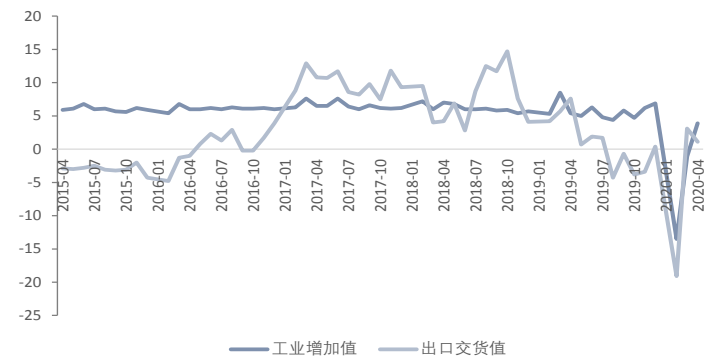
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：主要工业产品产量同比增速比较(%)



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：4月出口交货值有所回落(%)



资料来源：万得，信达证券研发中心

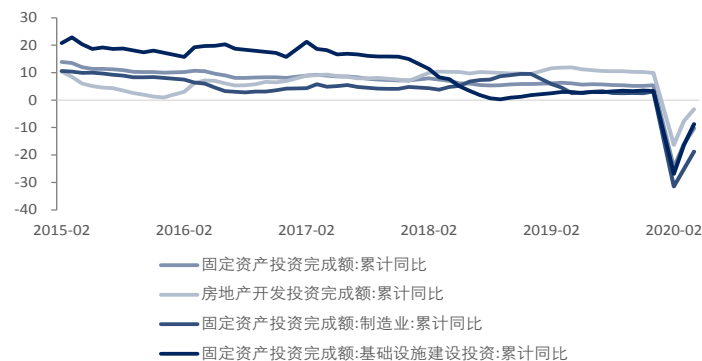
表 1：工业增加值分行业增速比较 (%)

		增速变动	2020-04	2020-03	2020-02	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09	2019-08	2019-07	2019-06	2019-05	2019-04
消费品	农副食品加工业	7.8	3	-4.8	-16	-0.3	-0.6	-2.7	-1.2	0	1.5	2.5	4.4	3.4
	食品制造业	1.8	7.5	5.7	-18.2	4.6	5.5	3.4	4.2	5	7.3	6.7	4.6	5.6
	纺织业	7.5	2	-5.5	-27.2	0.2	2.5	-1.3	0.6	0.1	1.2	1.6	0.7	-1.8
	医药制造业	-5.6	4.8	10.4	-12.3	5.3	5.1	7.1	7.3	8.3	7.4	5.9	5.6	9.1
	汽车制造业	28.2	5.8	-22.4	-31.8	10.4	7.7	4.9	0.5	4.3	-4.4	-2.5	-4.7	-1.1
中间品	非金属矿物制品业	8.7	4.2	-4.5	-21.1	8.4	8.6	4.1	7	8.1	8.7	9.5	9.9	9.8
	黑色金属冶炼及压延加工业	0.5	4.6	4.1	-2	10.7	10.7	6.3	9.5	10.4	10	13.7	11.7	11.5
	有色金属冶炼及压延加工业	4.1	6.9	2.8	-8.5	5	6.4	9.1	7.7	8.5	10.3	12.9	9.4	8.9
	化学原料及化学制品制造业	2.5	3.2	0.7	-12.3	7.7	7.9	3	3.3	1.2	3.8	5.4	3.5	3.4
资本品	橡胶和塑料制品业	10.7	5.2	-5.5	-25.2	3.7	5.7	3.9	5.7	4.5	5.2	4.8	5.1	-0.2
	金属制品业	10.5	8.9	-1.6	-26.9	6.3	6	3.1	2.6	0.9	4.2	5.7	6.5	3.3
	通用设备制造业	12.9	7.5	-5.4	-28.2	4.9	6.2	3.1	3.5	0	0.7	2.6	2.5	2
	专用设备制造业	16.5	14.3	-2.2	-24.4	6.5	7	5	7	3.3	4	5.3	4.9	2.8
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	5.2	5.7	0.5	-28.2	-6.8	0.1	3	4.7	7.8	15.7	14.5	8.3	5.8
	电气机械及器材制造业	9.4	9	-0.4	-24.7	12.4	12.6	10.7	12.1	10	7.6	11.3	8.8	7.1
	计算机、通信和其他电子设备制造业	1.9	11.8	9.9	-13.8	11.6	9.7	8.2	11.4	4.7	6.1	10.4	10.6	12.4

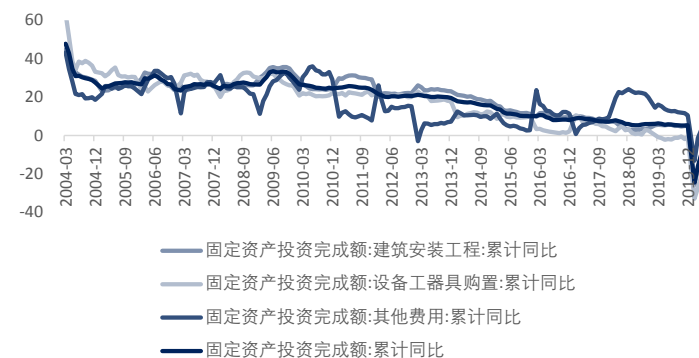
资料来源：万得，信达证券研发中心

投资增速继续修复，地产基建强，制造业偏弱

4月固定资产投资增速回升-10.3%，略低于市场预期的-10%。其中房地产投资增速回升至-3.3%，对应当月增速接近7%，在众多需求分项中表现最佳，但从投资分类中其他费用的快速提升，估计其中应包含了大量土地贡献。基建投资增速升至-8.8%，也对应当月投资增速转正，也印证了近期建筑用钢、水泥等微观数据的改善。而制造业投资回升至-18%，仍然相对低迷，在疫情对未来前景带来较大不确定性的背景下，制造业投资的恢复仍需时间。

图 5：固定资产投资继续修复，房地产表现相对较差(%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 6：其他费用快速回升(%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

表 2：固定资产投资分行业增速比较 (%)

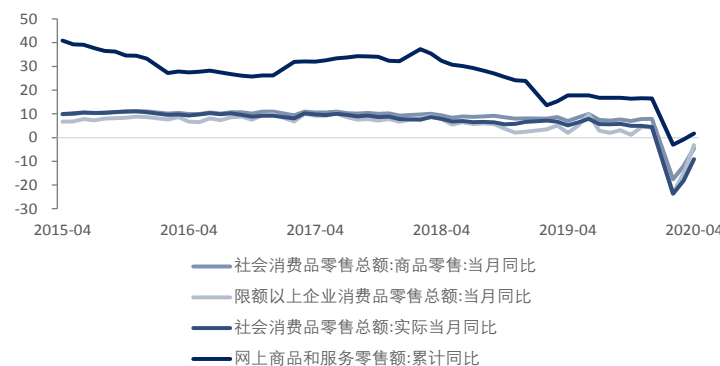
		增速变动	2020-04	2020-03	2020-02	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09	2019-08	2019-07	2019-06	2019-05	2019-04
消费品	农副食品加工业	4.9	-27.9	-32.8	-38.9	-8.7	-9.3	-10.1	-10.8	-9.4	-7.6	-7.4	-7.4	-6.3
	食品制造业	7.6	-21.5	-29.1	-35.1	-3.7	-4.8	-3.8	-3	-2.2	-1.4	0.4	-1	0.2
	纺织业	4.6	-32.5	-37.1	-44	-8.9	-8.7	-8.5	-8.2	-5	-2.6	-0.3	1.6	0.8
	医药制造业	9.2	-2.7	-11.9	-22.1	8.4	7.8	7.9	7	7.4	6.9	8.4	8.1	10.4
	汽车制造业	4.3	-22.9	-27.2	-41	-1.5	-0.4	-0.3	1.8	1.5	1.8	0.2	-0.1	-1.4
资本品	金属制品业	7.5	-23.8	-31.3	-38.1	-3.9	-3.8	-3.3	-4.5	-3.5	-5.2	-5.2	-4.8	-6.1
	通用设备制造业	7	-25.1	-32.1	-40.1	2.2	1.4	0.9	1.6	1.2	2.1	2.8	1.4	1.8
	专用设备制造业	7.5	-19.6	-27.1	-36.2	9.7	9.5	9.8	8.7	6.6	7.2	7.2	6.2	8.2
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	5.4	-26.2	-31.6	-39.7	-2.5	-5.7	-5.9	-8.3	-10.7	-10.4	-10.5	-8.6	-8.2
	电气机械及器材制造业	4.8	-23	-27.8	-33.7	-7.5	-6.8	-7.5	-7.6	-8	-7.5	-8.1	-5.9	-6.5
	计算机、通信和其他电子设备制造业	11.3	1.1	-10.2	-8.3	16.8	13.8	13.6	11.6	11.1	10.5	8.5	6.2	6.7
中间品	化学原料及化学制品制造业	8.4	-22.4	-30.8	-33	4.2	4.6	6.6	7.6	7.9	9.4	9.3	7.4	5.5
	有色金属冶炼及压延加工业	1.9	-9.7	-11.6	-17.3	1.2	-1.3	-1.3	-2.6	-4.3	-3.8	-3.4	-9.7	-11.7
基建	公用事业	5.6	7.6	2	-6.4	4.5	3.6	1.9	0.4	0.4	0	-0.5	0.8	0.5
	交运仓储邮政	8.6	-12.1	-20.7	-30.1	3.4	4.3	4.6	4.7	5.5	4.6	5.1	5	6.5
	水利环境公共管理	7.3	-11.2	-18.5	-30.1	2.9	2.8	2.7	3.5	2.4	2.6	2.5	1.4	1.1
地产	房地产开发	4.4	-3.3	-7.7	-16.3	9.9	10.2	10.3	10.5	10.5	10.6	10.9	11.2	11.9

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

消费增速修复较慢

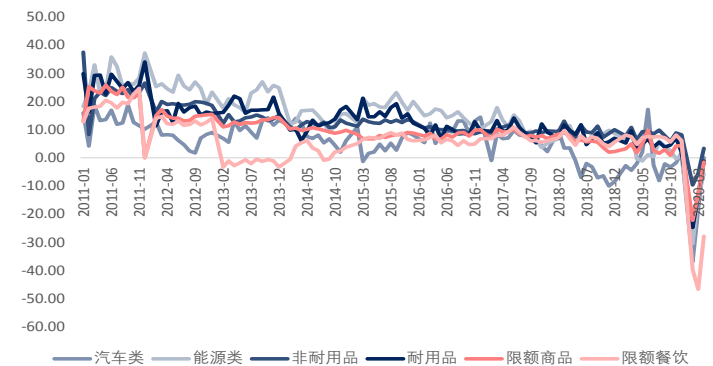
4月社零增速从-15.8%回升至-7.5%，低于市场预期的-7%，累计增速从-19%升至-16.3%，在主要需求分项中表现较弱。社零中商品零售回落-4.6%，餐饮回落-31.1%。而扣除价格因素后实际增速由-18.1%升至-9.1%。限额以上零售增速从-15%回升至-3.2%。从零售分类上看，前期受疫情冲击较大的商品均出现了显著回升，汽车消费已经回归0增长。但除服装之外，主要非耐用品消费的增速多数仍要好于耐用消费品，显示疫情带来的收入下降以及对消费者习惯的改变仍然需要较长的恢复过程。

图 7：社零整体修复较慢(%)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 8：前期受疫情冲击较大商品类别均出现显著回升(%)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

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_5143

