

## 宏观点评报告

2020 年 5 月 15 日

## 生产回升，需求较弱，2 季度经济增速可能仍然负增长

## 2020 年 4 月经济数据点评

## 核心内容：

## 1、2 季度 GDP 可能仍然负增长，需要更多政策支持

受到新冠疫情的冲击，我国 1 季度经济增速大幅度下滑。4 月份我国经济仍然笼罩在新冠疫情下，疫情对服务业的冲击仍然较大，全国经济生活并未恢复正常，而可预见的 5、6 月份仍然有冲击。4 月份的经济数据显示，消费回升速度仍然缓慢，固定资产投资较为疲软，5、6 月份社会消费品增速和固定资产投资增速回正较为困难。同时 2 季度海外疫情影响下，我国出口压力更大。2 季度我国经济增速会比 1 季度回升，但是可能仍然是负增长。

## 2、复工促进生产回升，未来面临订单和库存冲击

生产有所好转，复工复产恢复下带来生产反弹。4 月份表现较好的行业是计算机、通讯和其他电子设备行业以及专用设备制造业，这是订单释放的影响，也是出口相关行业。4 月份我国已经面临海外疫情的冲击，出口行业订单大幅回落，会直接影响未来出口相关企业的生产，尤其是通用设备制造业、计算机通讯和其他电子设备行业冲击可能加大。同时需求疲软带来了企业产成品库存的快速上行，未来企业去库存也需要时间。预计 2 季度工业生产可能为正增长，但仍然较为疲软，预计在 2% 左右。

4 月份单月来看，出口相关产业的生产回升仍然靠前，1-4 月份合计来看，保持正增长的两个行业分别是计算机、通信和其他电子设备制造业和黑色金属冶炼及延压加工，电子设备、半导体产业景气度仍在。

## 3、消费仍在疫情笼罩之下，未来增速回升缓慢

2 季度消费增速仍然受疫情影响，居民消费模式仍然集中于必需品消费，对非必需品消费较为谨慎。同时新冠疫情下收入的减少使得居民缩减开支。餐饮、旅游、交通、酒店消费仍然大幅下滑，食品、药品和通讯器材消费上行。第一大消费品汽车和石油消费大幅回落，汽车未来仍然低迷。疫情后居民消费恢复只能缓慢进行，5 月份消费增速可能仍然负增长，2 季度消费增速预计在 -2%-0 左右，3、4 季度消费增速回升至正增长。

4 月份，居民消费出现了回升，但持续度仍需要观察：（1）居民更倾向于居家模式，对医疗较为重视；（2）通讯器材已经逐渐带有生活必需品的特质，恢复速度较快；（3）居民对非必需品的消费低迷；（4）汽车消费有所回升，得益于居民解封后消费的回升以及国家对汽车消费的支持，但其持续回升动力仍然有限；（5）对房地产相关消费比上月回升，但仍然较为疲弱。

## 4、制造业低迷基建不振，稳增长力度低于预期

固定资产投资下降幅度有所收窄，各行业投资均有回升，房地产表现最好，单月投资增速继续增长。基建投资增速不及预期，基建可能未来只是缓慢回升的状态。制造业仍然较为低迷，内外需同时下行对制造业带来较大的影响，制造业回升困难加大。疫情影响下，基础设施投资仍然托底经济，房地产仍然有韧性，但需要政策支持。现阶段的政策对冲仍然稍显不足，这种缓慢发力的状态可能使得固定资产投资 2 季度仍然负增长。

二产、三产恢复速度同步，制造业反弹困难重重。从制造业各行业单月投资来看，4 月份大部分行业制造业投资仍为负增长，只有计算机、通讯和其他电子设备制造业和医药制造业投资正增长。需求弱势直接影响制造业，未来出口产业疲软会进一步打击制造业，制造业需要更大的政策支持。

基建行业投资增速不及预期，未来增长存疑，地方政府受制于债务，央行仍然强调杠杆，基建可能保持平稳增长。基建投资增速取决于未来资金到位速度，2 季度会逐步好转，但是速度可能不及预期。2019 年我国基建共实现 15 万亿投资，如果 2020 年我国可实现约 17 万亿投资，基建投资增速就仍然可期。

房地产投资继续回升，先行指标均有回暖，市场利率下行对房地产投资有利，但政策方面仍然不够友好。房地产投资处于小幅回升的状态，下半年可能平稳。100 城出售土地面积增速回升，房地产投资 2Q 继续回升，下半年有望震荡。商品房销售面积和销售额有所上行，商品房待售面积下行。银行利率逐月下行，并且未来利率仍有下行空间，利好于房地产资金面。4 月份房地产商资金状况继续改善，定金和预付款收入比例上行至 29.76%，个人按揭贷款比例继续上行，同时自筹资金下滑，房地产商资金链仍然较为紧张，但银行对

## 分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

执业证书编号：S0130515030003

张宸

☎：(8610) 8357 1342

✉：zhangchen\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517120001

房地产商的支持高于去年。

## 一、2 季度 GDP 可能仍然负增长，需要更多政策支持

受到新冠疫情的冲击，我国 1 季度经济增速大幅度下滑。4 月份我国经济仍然笼罩在新冠疫情下，疫情对服务业的冲击仍然较大，全国经济生活并未恢复正常，而可预见的 5、6 月份仍然有冲击。4 月份的经济数据显示，消费回升速度仍然缓慢，固定资产投资较为疲软，5、6 月份社会消费品增速和固定资产投资增速回正较为困难。同时 2 季度海外疫情影响下，我国出口压力更大。2 季度我国经济增速会比 1 季度回升，但是可能仍然是负增长。

从生产端来看，4 月份生产恢复，这是复工后生产的反弹。未来生产仍然有隐忧，4 月份海外订单大幅下行影响未来的生产，同时工业企业产成品库存快速上行也使得企业需要更多的时间去库存，未来生产受阻于海外订单下滑和高库存。

从需求端来看，4 月份表现并不理想。社会消费是受到疫情冲击较大的行业，4 月份来看恢复速度仍然较为缓慢，居民的消费结构仍然是以必需品为主，食品、医药和通讯设备显示了较强的韧性。而非必需品消费仍然不景气，金银珠宝和服装消费仍然减少。主要消费品汽车消费虽然有小部分回升，但持续向好的动力不足，原油处于低位，消费不振。

固定资产投资不及预期，制造业投资持续疲软，基建投资低于预期，房地产投资表现平稳。制造业受到需求疲软的影响，可能持续负增长。基础设施建设持续低于预期显示地方政府投资启动较难，央行资金投放仍然相对谨慎。房地产较为稳健，增速持续回升，4 月份单月投资基本恢复正常，但房地产政策仍然不够友好，棚户区改造减少后房地产投资增速上行有困难。

## 二、复工促进生产回升，未来面临订单和库存冲击

生产有所好转，复工复产恢复下带来生产反弹。4 月份表现较好的行业是计算机、通讯和其他电子设备行业以及专用设备制造业，这是订单释放的影响，也是出口相关行业。4 月份我国已经面临海外疫情的冲击，出口行业订单大幅回落，会直接影响未来出口相关企业的生产，尤其是通用设备制造业、计算机通讯和其他电子设备行业冲击可能加大。同时需求疲软带来了企业产成品库存的快速上行，未来企业去库存也需要时间。预计 2 季度工业生产可能为正增长，但仍然较为疲软，预计在 2% 左右。

4 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 3.9%，增速比上月上行 5.0 个百分点，工业生产增速超出预期。我们认为：(1) 前期受到复工进度影响的订单生产得以恢复，带来了工业生产的上行；(2) 去年 4 月份基数稍低，今年同比增速上行。

从三大产业来看，制造业成为本月工业生产的主要贡献来源，主要源于复工复产成效的推动，后续需要密切关注海外需求萎缩，以及在手订单消化之后的需求弱化压力。4月制造业增加值由负转正大幅回升至5%，上升6.8个百分点，拉动工业增加值回升约5.5%，贡献工业增加值超预期的主要因素；采矿业增速回落0.3%，对工业增速产生一定拖累；电力、热力、燃气及水生产和供应业转正至回升0.2%，回升幅度较为有限。

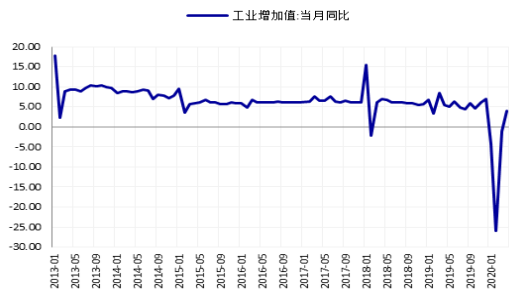
4月份虽然工业生产同比速度上行，但发电量增速只有0.3%，仍然处于较弱的位置。工业生产未来仍然有忧虑：（1）工业生产滞后于订单，未来生产受阻。4月份PMI数据显示新增订单下滑至50.2%，出口订单下滑至33.5%，未来的工业生产会有所回落；（2）工业生产上行的同时，工业产成品库存迅速增加，需求较为疲软，企业未来需要时间消化库存。4月份工业企业产成品库存增速14.9%，产成品库存连续2个月快速上行，显示销售不畅。

4月份单月来看，出口相关产业的生产回升仍然靠前：（1）专用设备制造业生产增速14.3%，生产恢复速度最快，预计与订单累计有关；（2）计算机、通信和其他电子设备生产增速11.8%，行业景气度仍然较高，但是韩国、日本出口已经开始下滑，未来可能会有所低迷。1-4月份合计来看，保持正增长的两个行业分别是计算机、通信和其他电子设备制造业和黑色金属冶炼及延压加工，电子设备、半导体产业景气度仍在。

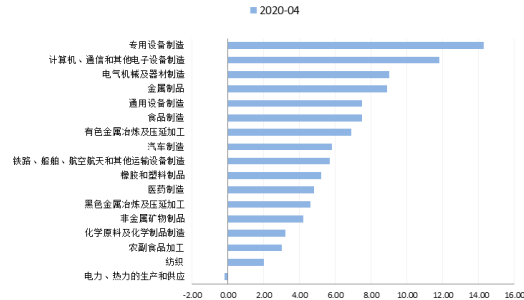
工业生产持续恢复仍然面临考验，高库存以及订单下行阻碍着工业生产的继续回升。2季度工业生产可能仍然保持正增长，但增长速度有限，我们预计增长速度在2%左右。

图1：工业增加值同比回升（%）

图2：4月份制造业各行增长幅度（%）



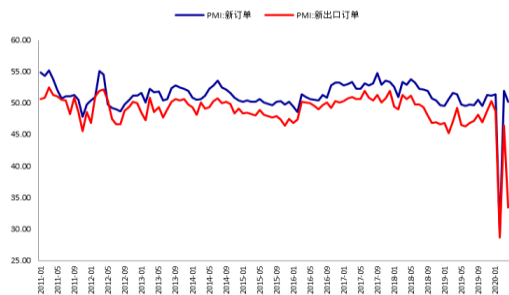
数据来源：WIND 中国银河证券研究院



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 3：新出口订单快速下滑 (%)

图 4：工业产成品库存上行 (%)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

表 1：各年度工业增加值比较

| 累计同比%              | 2020-04 | 2019年 | 2018年 | 2017年 | 2016年 |
|--------------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 计算机、通信和其他电子设备制造业   | 1.80    | 9.30  | 13.10 | 13.80 | 10.00 |
| 黑色金属冶炼及压延加工业       | 1.70    | 9.90  | 7.00  | 0.30  | -1.70 |
| 医药制造业              | 0.00    | 6.60  | 9.70  | 12.40 | 10.80 |
| 煤炭开采与洗选            | 0.00    | 5.50  | 2.20  | -2.10 | -1.50 |
| 有色金属冶炼及压延加工业       | -0.60   | 9.20  | 7.80  | 1.50  | 6.20  |
| 食品制造业              | -3.30   | 5.30  | 6.70  | 9.10  | 8.80  |
| 电力、热力的生产和供应        | -3.90   | 6.50  | 9.60  | 7.80  | 4.80  |
| 化学原料及化学制品制造        | -3.90   | 4.70  | 3.60  | 3.80  | 7.70  |
| 专用设备制造业            | -4.20   | 6.90  | 10.90 | 11.80 | 6.70  |
| 电气机械及器材制造          | -5.80   | 10.70 | 7.30  | 10.60 | 8.50  |
| 农副食品加工业            | -7.00   | 1.90  | 5.90  | 6.80  | 6.10  |
| 金属制品业              | -7.30   | 5.80  | 3.80  | 6.60  | 8.20  |
| 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制 | -7.30   | 7.40  | 5.30  | 6.20  | 3.20  |
| 非金属矿物制品            | -7.60   | 8.90  | 4.60  | 3.70  | 6.50  |
| 通用设备制造             | -9.00   | 4.30  | 7.20  | 10.50 | 5.90  |
| 橡胶和塑料制品            | -9.40   | 4.80  | 3.20  | 6.30  | 7.60  |
| 纺织业                | -10.60  | 1.30  | 1.00  | 4.00  | 5.50  |
| 汽车制造业              | -15.00  | 1.80  | 4.90  | 12.20 | 15.50 |

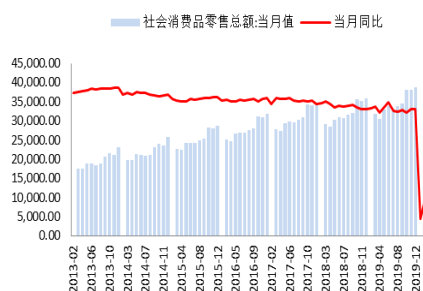
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

### 三、消费仍在疫情笼罩之下，未来增速回升缓慢

2 季度消费增速仍然受疫情影响，居民消费模式仍然集中于必需品消费，对非必需品消费较为谨慎。同时新冠疫情下收入的减少使得居民缩减开支。餐饮、旅游、交通、酒店消费仍然大幅下滑，食品、药品和通讯器材消费上行。第一大消费品汽车和石油消费大幅回落，汽车未来仍然低迷。疫情后居民消费恢复只能缓慢进行，5 月份消费增速可能仍然负增长，2 季度消费增速预计在-2%-0 左右，3、4 季度消费增速回升至正增长。

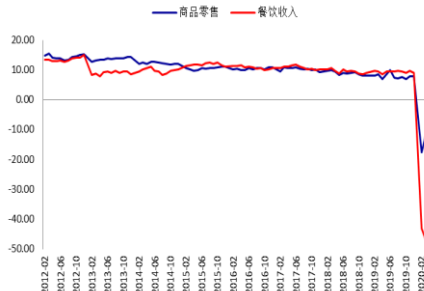
2020 年 1-4 月份，社会消费品零售总额 106,758 亿元，同比下滑 16.2%。4 月份社会消费总额 28,178 亿元，同比下降 7.5%，比 1-3 月份下滑收窄 8.3 个百分点。从实际消费来看，4 月 RPI 同比从 2.8%下行至 1.7%，物价大幅下滑，实际消费增速-9.1%，降幅比上个月收窄了 9.0 个百分点。4 月份我国仍然处于新冠疫情阴影中，服务业恢复缓慢，尤其餐饮业消费仍然不景气，商品零售有所回升，但是仍然处于负增长。2 季度我国仍然难以恢复正常的经济生活，尤其是餐饮、娱乐、旅游、交通、住宿酒店恢复仍然需要时间，疫情后重建消费信心也是需要较多的时间。另外一个方面，疫情导致居民收入锐减，1 季度我国居民可支配收入只有 0.8%，实际可支配收入为-3.9%，即使消费限制放开，居民收入下滑也制约了消费增速的上行。预计 2 季度我国社会消费零售恢复仍然较为缓慢，社会消费品零售总额预计-2%-0 左右。

图 5：全社会消费额和消费增速变化（亿元，%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 6：餐饮收入继续下滑（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

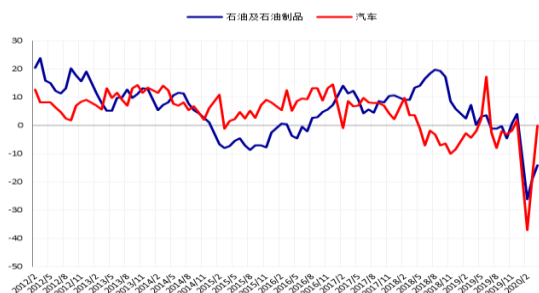
4 月份，生产基本恢复，疫情管制有所放松，但服务业仍然较为低迷，居民消费出现了回升，但持续度仍需要观察：（1）居民更倾向于居家模式，对医疗较为重视，食品消费增速大幅增长 18.2%，医药用品增速 8.6%；（2）通讯器材已经逐渐带有生活必需品的特质，通讯器材消费上行 12.2%，恢复速度较快；（3）居民对非必需品的消费低迷，4 月份服装消费增速-18.5%，金银珠宝消费下滑 12.1%；（4）汽车消费有所回升，得益于居民解封后消费的回升以及国家对汽车消费的支持，但其持续回升动力仍然有限，汽车消费本月平稳；汽油价格仍在低位，消费增速-14.1%；（5）对房地产相关消费比上月回升，但仍然较为疲弱。

第一大消费品行业汽车消费稍有恢复，汽车消费在我国已经度过高速期，汽车企业进入存量博弈阶段。2019 汽车消费经过近 1 年半的低迷，库存去化速度较快，2020 年疫情下汽车消费继续萎靡。国家对汽车消费支持可小幅刺激汽车消费，但汽车消费持续增长较为困难。

1-4 月份我国受到新冠疫情的影响，居民消费结构性变化明显，食品、药品、通讯器材等生活必需品消费正增长，日用品消费回落，其他产品消费增速大幅下行。疫情短时间结束的可能性较小，预计此种消费模式至少持续至 2 季度。

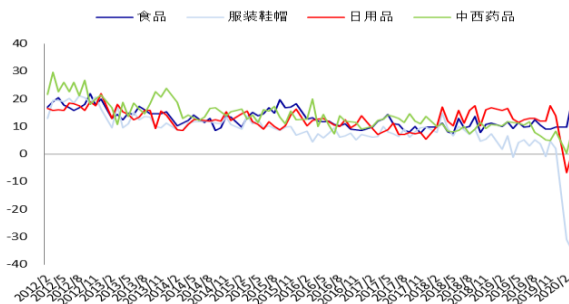
2020 年开年新冠疫情全面影响我国经济，1 季度疫情对消费的直接冲击已经显现，2 季度冲击仍然延续，收入下降会降低居民消费意愿，疫情蔓延使得旅游出行和外出餐饮都会较为谨慎，消费未来只能缓慢恢复。我们预计 2 季度消费增速在-2%左右，3、4 季度疫情好转后消费增速会恢复至 5%左右。

图 7：汽车消费有所回升（%）



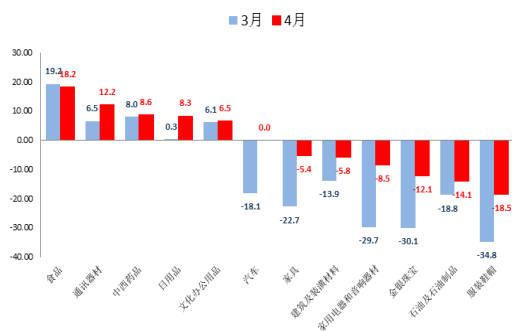
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 8：食品药品消费基本平稳（%）



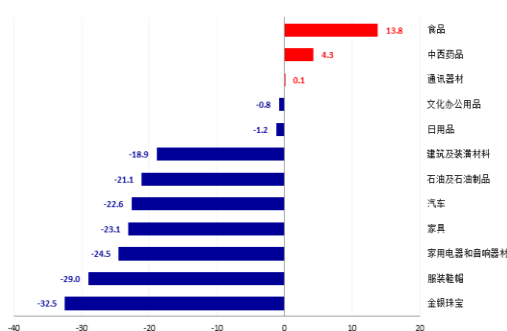
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 9：4 月份各行业消费增速（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 10：1-4 月份各行业累计消费增速（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

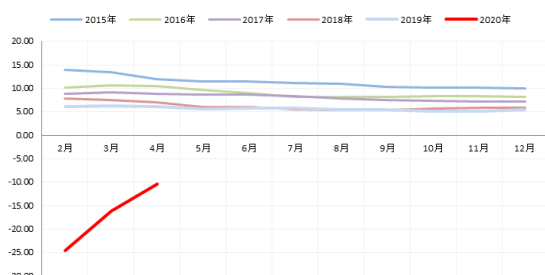
#### 四、制造业低迷基建不振，稳增长力度低于预期

固定资产投资下降幅度有所收窄，各行业投资均有回升，房地产表现最好，单月投资增速继续增长。

基建投资增速不及预期，基建可能未来只是缓慢回升的状态。制造业仍然较为低迷，内外需同时下行对制造业带来较大的影响，制造业回升困难加大。疫情影响下，基础设施投资仍然托底经济，房地产仍然较有韧性，但需要政策支持。现阶段的政策对冲仍然稍显不足，这种缓慢发力的状态可能使得固定资产投资 2 季度仍然负增长。

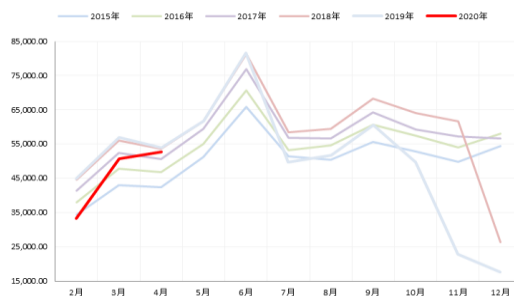
2020 年 1~4 月份，固定资产投资增速-10.3%，与 1~3 月份下降收窄 5.8 个百分点。固定资产投资随着开工逐步展开，投资增速有所上行。4 月份固定资产投资额 52,679 亿元，投资额稍低于预期，制造业持续疲软，基建投资不及预期，房地产投资保持稳健。

图 11：固定资产投资增速上行（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

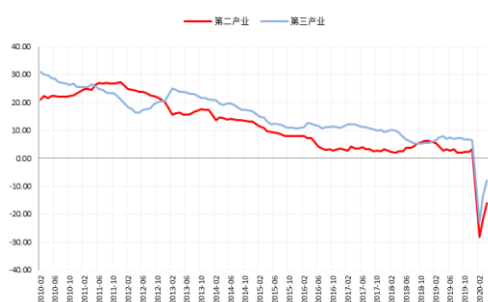
图 12：投资额上行（亿）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

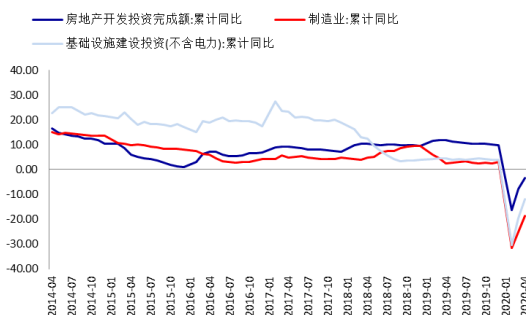
二产、三产恢复速度同步，制造业反弹困难重重。从结构上来看，1~4 月份，三产和二产投资同步回升。二产投资增速回升 5.9 个百分点至-16.0%，其中制造业投资上行 6.4 个百分点至-18.8%。三产表现与二产持平，虽然旅游、交通、餐饮、娱乐业较为不景气，但金融业、卫生文教、信息服务也均看涨。

图 13：第三产业增速回升更快（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

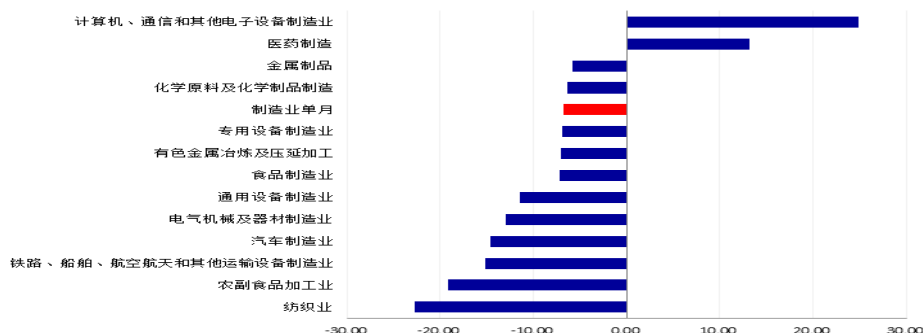
图 14：基建低于预期（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

从制造业各行业单月投资来看，4 月份大部分行业制造业投资仍为负增长，只有计算机、通讯和其他电子设备制造业和医药制造业投资正增长，这也是当下较为稳健的两个行业。总体来看医药制造业和半导体产业链景气度最好，其他行业仍然面临较大的困难。需求弱势直接影响制造业，未来出口产业疲软会进一步打击制造业，制造业需要更大的政策支持。

图 15：制造业投资各行业单月同比（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

**三产投资回落速度减弱，基建投资弱于预期，房地产投资继续好转：**(1) 基建投资仍然负增长，铁路投资稍有改善，公共设施建设改善并不明显；(2) 房地产行业增速 4 月份继续回升，新开工面积增速好转，同时土地出让面积回升，房地产投资仍然较为稳健。

**基建行业投资增速不及预期，未来增长存疑，地方政府受制于债务，央行仍然强调杠杆，基建可能保持平稳增长。**基建行业和房地产行业单月投资增速分别为-3.76%和 6.97%，分别比上月变化 14.8%和 5.8%。2020 年地方政府专项债正常发行，财政部表示会扩大专项债发行额度、提高我国赤字率、重启特别国债，5 月 22 日两会召开，这些是关注的重点，我们预计财政资金可能增加 6~7 万亿。基建投资增速取决于未来资金到位速度，2 季度会逐步好转，但是速度可能不及预期。2019 年我国基建共实现 15 万亿投资，如果 2020 年我国可实现约 17 万亿投资，基建投资增速就仍然可期。

**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\\_5147](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5147)

