

2020年5月15日

宏观经济



## 生产因赶工加速，但消费弱于预期

### —— 2020年4月经济数据点评

宏观简报

4月份经济数据仍表现出分化趋势，其中生产和投资恢复较快，但消费恢复较慢。地产和基建投资反弹明显，预计后续的可持续性也较大，但制造业投资受出口下行预期和对经济前景的不确定性影响下恢复低于市场预期，预计先进制造业继续稳步复苏。受地产、基建反弹和出口赶工影响，工业增加值反弹较快。4月社消零售同比降幅从3月的-15.8%进一步缩窄至-7.5%，汽车、办公、化妆品恢复较快，但整体回复弱于预期。服务业恢复缓慢以及农民工回城推动失业率超季节性上升，关注后续出口下滑可能带来的失业风险。

#### 分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)  
021-52523808  
[zhangwenlang@ebscn.com](mailto:zhangwenlang@ebscn.com)

黄文静 (执业证书编号：S0930516110004)  
010-56513039  
[huangwenjing@ebscn.com](mailto:huangwenjing@ebscn.com)

郭永斌 (执业证书编号：S0930518060002)  
010-56513153  
[guoyb@ebscn.com](mailto:guoyb@ebscn.com)

邓巧锋 (执业证书编号：S0930517100005)  
021-52523805  
[dengqiaofeng@ebscn.com](mailto:dengqiaofeng@ebscn.com)

#### 联系人

郑宇驰  
021-52523807  
[zhengyc@ebscn.com](mailto:zhengyc@ebscn.com)

## 投资和生产恢复加快，好于市场预期

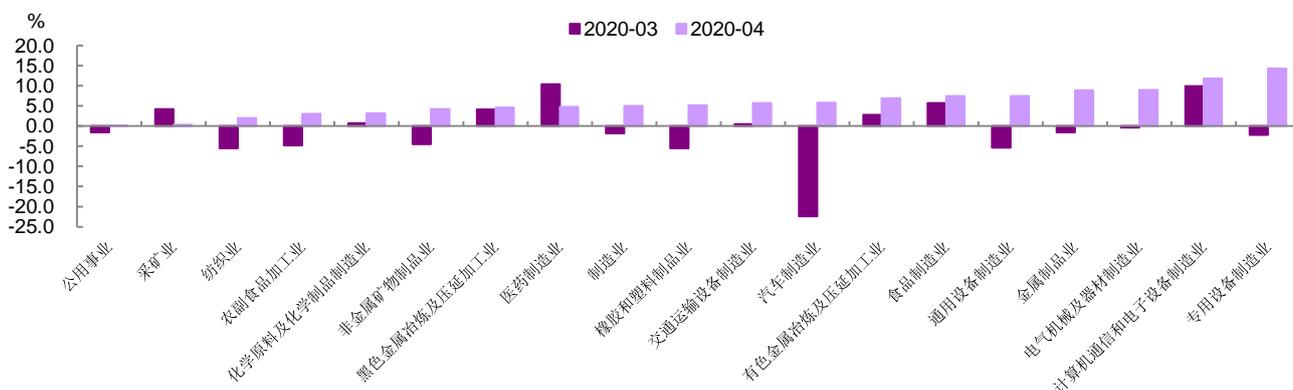
**基建投资恢复加快，4月单月广义基建同比增长4.8%，1-4月同比下滑8.8%，基本符合我们预期。**1-4月基建项目申报金额同比增长139.9%，明显高于去年同期，资金上2020年1-4月城投债累计净融资达到7952亿，占2019年城投总体净融资量的64%，城投债净融资量明显加快，对基建投资贡献加快。专项债方面，1-4月专项债发行规模1.2万亿，同比增长了64%，2020年1-4月专项债投向有80%以上投向基础设施项目，我们预计后续基建投资会继续恢复，全年基建投资增速或在10%左右。

**拿地大增、销售恢复、复工带动地产投资表现亮眼。**4月房企拿地转暖，土地购置面积同比从-12%大幅转正至13.8%，土地成交价款同比更是从6.7%反弹至82%，意味着地价同比大涨60%。外出增多，延期需求逐渐释放，商品房销售面积当月同比降幅从-14%缩窄至-2%。复工推进，4月新开工从-10.5%缩窄至-1.3%，开发投资当月同比反弹至7.0%（前值1.1%），继续在各类投资中表现亮眼。房企资金充裕，复工是资金到位的关键，4月开发资金来源同比从-7.6%大幅缩窄至-0.6%，其中国内贷款、利用外资同比大增11%和603%。

**前4月制造业投资增速-18.8%（前值-25.2%），估计4月单月投资增速约-7.5%（较3月-20.6%显著回升），**其中医药制造、计算机通信和其他电子、通用专用设备制造业投资增速反弹较快，或主要与疫情、先进制造业政策鼓励及地产基建产业链相关。今年前4月企业中长期贷款新增较多，基建和先进制造业融资条件改善，一定程度地支撑制造业投资。向前展望，制造业投资增速或将随着制造业达产的改善而好转（4月单月制造业增加值已反弹至5.0%），但鉴于产能利用率下降较多，对整体投资增速不宜过于乐观，另外存在行业增速分化的可能，先进制造业或将好于周期性制造业。

**4月份工业增加值同比增长3.9%（前值-1.1%），市场预期1.8%，我们预期3.5%，基本符合我们预期，**工业生产恢复加快的主要原因在于两个方面，一是地产投资和基建投资恢复加快，单月投资均转正；二是4月份受赶工影响，出口也明显加快导致。从行业来看，制造业恢复较快，4月工业增加值同比增长5.0%（-1.8%），其中周期行业、机械设备制造、高新技术产业恢复较快（图1）。往前看，受基建和地产投资反弹影响，预计工业生产会继续恢复，但要防范出口下滑导致的部分出口行业工业生产下滑。

图1：2020年1-2月和2020年3月工业增加值增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 消费总体弱于预期，失业风险略有提升

4月社消零售同比降幅从3月的-15.8%进一步缩窄至-7.5%，除必需品外，汽车、办公、化妆品恢复较快。随着疫情消退、复工推进、户外活动增多，汽车零售恢复较快，同比从3月的-18%恢复到0。食品、饮料等必需品同比大增18.2%和12.9%，通讯、医药、日用等疫情利好品类同样有8-12%的较快增速，非耐用可选品中文化办公用品、烟酒、化妆品恢复较快。但服装、金银珠宝、地产链消费品恢复稍慢，同比降幅在5-19%。餐饮亦恢复稍慢，同比降幅从-46.8%收窄至-31.1%。网上商品和服务零售继续好于总体社零，累计同比转正。

**服务业恢复缓慢以及农民工回城推动失业率超季节性上升。**相对于工业，由于疫情管控和人们心理因素，服务业恢复更为缓慢：4月全国服务业生产指数同比下降4.5%，而规模以上工业增加值则同比上升3.9%，其中吸收就业较多的交通运输、仓储和邮政业，批发和零售业，住宿和餐饮业同比分别下降5.0%、6.6%、33.7%。由于疫情，农民工回到城市时间较往年要晚，部分回城农民工暂时未找到工作，城镇失业率的分子和分母同时上升，推动4月失业率由3月的5.9%上升至6.0%。而4月新增城镇就业为125万，高于3月的121万，类似于往年3月和2月的季节性规律，而一般往年3月的失业率因农民工回城的供给冲击要高于2月。就业作为“六保”和“六稳”的首位，预计是即将召开的两会和未来一段时间的政策着力点。

总体来看，供给端“纾困”政策逐见成效，复工逐步推进，工业生产和投资恢复加快，但要防范出口下滑的风险。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益

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\\_5153](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5153)

