

4 月经济数据：经济转正在即

□ 经济转正在即，密切关注两会

4 月，在信用扩张下，经济逐渐修复。工业增加值修复最快，国家加快复工复产政策导向逐渐落实。消费也在稳健修复，基本生活必需品、通讯器材、汽车等修复较快，但由于保持社交距离，餐饮等领域仍有待进一步修复。固定资产投资降幅收窄，其中地产投资修复较快，与土地成交价款回升有关，高新技术制造业投资显著快于制造业整体修复，基建二季度仍存转正可能。失业率上升 0.1 个百分点，主要源于农民工找工作意愿增强，仍需加大逆周期调节创造更多就业岗位。经济见底后，信用温和扩张，容易出现结构性慢牛格局。未来需关注两会，逆周期政策出台和生产要素市场化改革。

□ 工增如期转正，强度还需需求

4 月工业增加值同比+3.9%，如期转正，高于我们的预期+1%。工业增加值修复最快的原因在于：复工复产政策导向加快落实、消费政策对内需的修复效果显现、海外防疫物资需求较大。我们认为，5 月工业生产将进一步改善，但修复强度仍然取决于内需的修复强度、外需的不确定性。

□ 消费稳健修复，汽车显著提振

4 月社会消费品零售总额名义同比下降 7.5%，降幅较上期 15.8% 显著收窄，消费开始进入稳健修复过程，但结构上表现出较强的分化特征。其中，基本生活必需品、通讯器材、汽车等修复较快；餐饮收入同比下降 31.1%，跌幅依然较深，疫情对于线下场景的影响依然存在；家具、家电、装潢等地产后周期行业同比出现一定改善，主要系疫情期间压制需求释放所致，当下商品房销售尚未企稳，地产后周期消费的后续修复仍需要一定耐心。

□ 失业小幅上行，压力仍未缓解

4 月全国调查失业率 6.0%，较上月上升 0.1 个百分点；4 月新增城镇就业人数 125 万人，比去年同期减少 10 万人，就业形势面临较大压力，仍需加大逆周期调节创造更多就业岗位。随着限制出行的措施逐渐放开，农民工返城求职的意愿增强，劳动力市场供给进一步上升，是调查失业率上行的主要原因。

□ 投资如期修复，基建快速回升，卖地支撑地产，制造仍有隐忧

1-4 月，全国固定资产投资（不含农户）同比-10.3%，降幅较 1-3 月收窄 5.8 个百分点。分领域看，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、4.4 个百分点。前期压制因素减弱，经济动能修复和政策效果落地带动基建数据回升，**专项债加码和重大项目引领将持续提振基建**；企业盈利前景仍有隐忧，资本开支意愿的修复相比生产数据更为滞后，制造业投资相对低迷；**4 月土地收入的大幅回升转正**，叠加前期压制因素缓释，支撑地产投资数据回升，但需要注意的是，**土地购置费不计入 GDP**。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：张迪

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

相关报告

1 《4 月数据预测：弱复苏进行时》

2020.04.30

2 《上调 2021 年 GDP 增速至 8.5%——3 月经济数据综述》

2020.04.17

3 《一季度 GDP 增速大概率下行“破 0”——3 月经济数据预测》2020.04.01

报告撰写人：李超

数据支持人：李超

风险提示：海外疫情防控不及预期；制造业投资超预期下行；政策落地不及预期

正文目录

1. 经济转正在即，密切关注两会	3
2. 工增如期转正，强度还看需求	3
3. 消费稳健修复，汽车显著提振	3
4. 失业小幅上行，压力仍未缓解	5
5. 基建快速修复，卖地带动地产	6
5.1. 制造业增速低，但结构存亮点	6
5.2. 项目引领，资金到位，基建快速修复	7
5.3. 地产数据全面修复，土地收入支撑较强	8
风险提示	9

图表目录

图 1: 工业主要门类 4 月增加值如期转正	3
图 2: 4 月主要工业产品产量增速与去年同期比较	3
图 3: 4 月社零名义同比下降 7.5%，消费进入持续修复过程	4
图 4: 汽车显著提振，地产后周期行业明显改善	4
图 5: 汽车销量实现 2018 年 7 月以来首次同比正增长	4
图 6: 商用车放量增长，乘用车快速修复	4
图 7: 4 月民航客运量仍然跌幅较深	4
图 8: 五一长假发送旅客人次同比未见明显改善	4
图 9: 4 月调查失业率小幅上行 0.1 个百分点	5
图 10: 中小企业复工率持续提升	6
图 11: 基建项目快速推进，有利于解决农民工就业问题	6
图 12: 制造业投资增速小幅修复	6
图 13: 基建投资及分行业数据降幅收窄	7
图 14: 房地产数据热力图	8
图 15: 4 月地产投资、卖地收入、新开工、竣工继续修复	9
图 16: 一二线卖地收入支撑地产投资回升	9

1. 经济转正在即，密切关注两会

4月，在信用扩张下，经济逐渐修复。工业增加值修复最快，国家加快复工复产政策导向逐渐落实。消费也在稳健修复，基本生活必需品、通讯器材、汽车等修复较快，但由于保持社交距离，餐饮等领域仍有待进一步修复。固定资产投资降幅收窄，其中地产投资修复较快，与土地成交价款回升有关，高新技术制造业投资显著快于制造业整体修复，基建二季度仍存转正可能。失业率上升0.1个百分点，主要源于农民工找工作意愿增强，仍需加大逆周期调节创造更多就业岗位。经济见底后，信用温和扩张，容易出现结构性慢牛格局。未来需关注两会，逆周期政策出台和生产要素市场化改革。

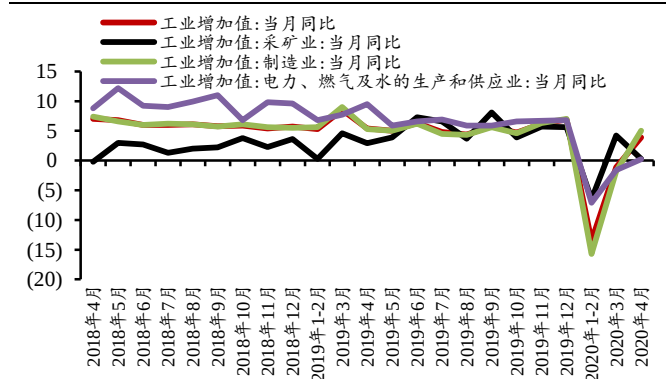
2. 工增如期转正，强度还看需求

4月工业增加值同比+3.9%，如期转正，高于我们的预期+1%。1-4月工业增加值累计同比下降4.9%，较前三月降幅收窄3.5个百分点。4月工业增加值增速转正的原因在于：其一，消费券发放、刺激汽车消费政策使得4月国内需求得到一定的修复，据中汽协数据4月汽车销量同比增长2.3%；其二，国内企业、项目的复工复产进一步提高，使得工业生产得到较大修复，6大发电集团日均耗煤量在4月下旬已超去年同期，4月汽车半钢胎开工率相当于前两年同期的85%，挖掘机总销量同比增59.9%；其三，虽然海外需求下滑，但4月海外供给能力受疫情影响受损严重，仍需国内出口工业产品弥补海外缺失的供给，尤其是与疫情防控相关的医疗产品。

我们认为，5月工业生产将进一步改善，但修复强度仍然取决于内需与外需，其中外需的不确定性更大。内需方面，一是在于持续性，短期靠消费政策刺激，中期看稳就业成效，稳就业才能稳收入，稳收入才能稳消费；二是餐饮等受疫情防控要求影响较大的线下消费场景仍有待进一步修复。外需方面，海外疫情仍在蔓延，海外复工复产未充分推进，外贸企业的订单需求将承压，可能给相关上下游产业链的生产带来负面冲击。

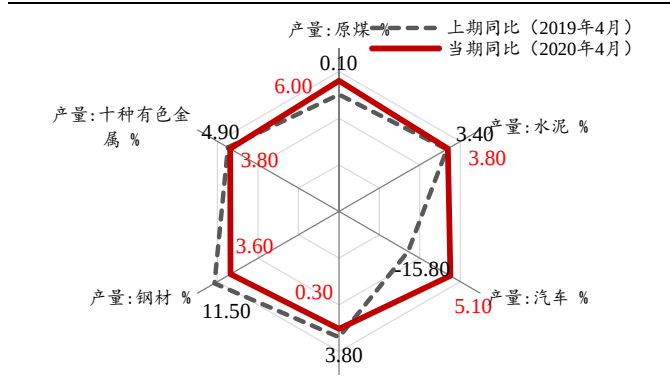
4月份，采矿业增加值增长0.3%，制造业增长5.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长0.2%。其中，制造业回升幅度最大，与复工复产进度相符。我们主要关注的工业产品：原煤、钢材、汽车、水泥、发电量、十种有色金属4月同比均转正，体现工业生产能力恢复较好。

图 1：工业主要门类 4 月增加值如期转正



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：4 月主要工业产品产量增速与去年同期比较

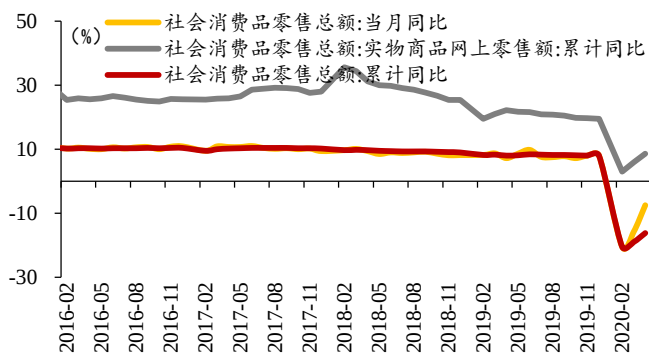


资料来源：Wind，浙商证券研究所

3. 消费稳健修复，汽车显著提振

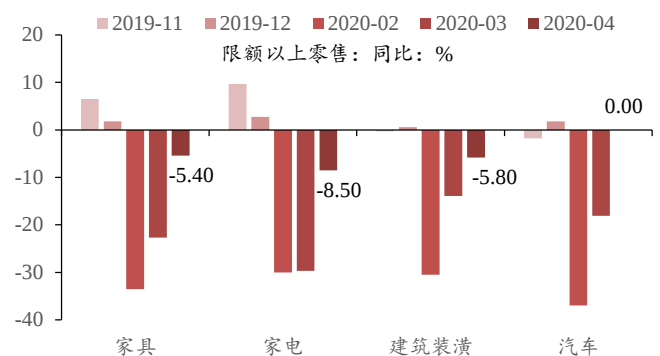
4月社会消费品零售总额名义同比下降7.5%，降幅较上期15.8%显著收窄，消费开始进入稳健修复过程，但结构上表现出较强的分化特征。其中，基本生活必需品、通讯器材、汽车等修复较快；餐饮收入同比下降31.1%，跌幅依然较深，疫情对于线下场景的影响依然存在；家具、家电、装潢等地产后周期行业同比出现一定改善，主要系疫情期间压制需求释放所致，当下商品房销售尚未企稳，地产后周期消费的后续修复仍需要一定耐心。

图 3：4 月社零名义同比下降 7.5%，消费进入持续修复过程



资料来源：Wind，浙商证券研究所

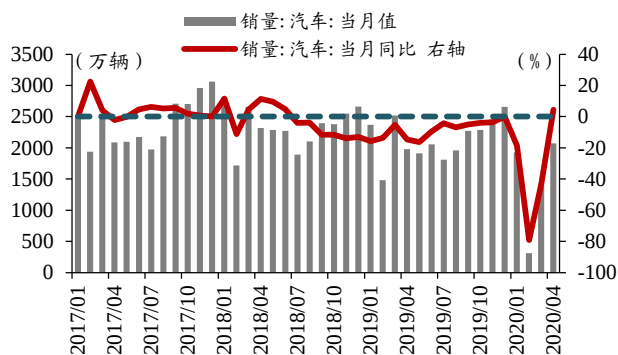
图 4：汽车显著提振，地产后周期行业明显改善



资料来源：Wind，浙商证券研究所

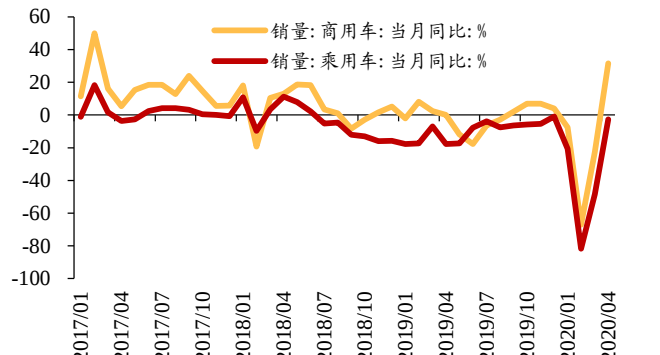
汽车零售额修复至去年同期水平，极大地提振了 4 月份的消费修复。4 月汽车销量实现了 2018 年 7 月以来的首次同比增长，其中乘用车销量同比 -2.6%，较上月的 -48% 显著修复，商用车放量增长，销量达到历史最高水平。乘用车的修复一方面源于 4S 店复工率提升，疫情期间压抑购车需求得到集中释放；另一方面随着疫情防控取得显著成效，购车需求逐渐回归正常化。

图 5：汽车销量实现 2018 年 7 月以来首次同比增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

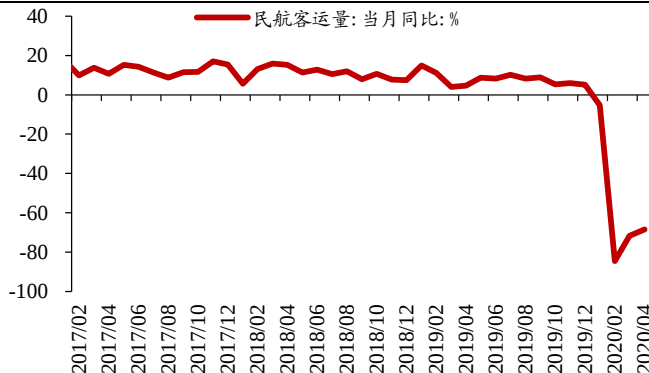
图 6：商用车放量增长，乘用车快速修复



资料来源：Wind，浙商证券研究所

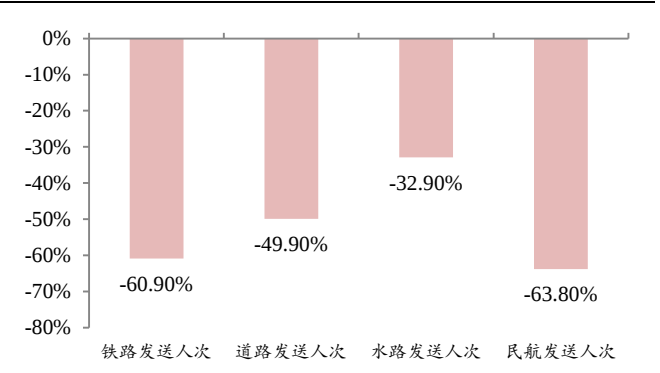
由于保持社交距离，餐饮收入同比下降 31.1%，跌幅依然较深，线下服务类消费有待进一步修复。一方面部分地区 4 月疫情防控未完全放松，复商复市水平依旧较低，另一方面企业和居民的警惕性依然较高，主动保持社交距离，商务需求和旅游需求仍未显著修复，从民航客运量以及五一旅游消费数据可见一斑。

图 7：4 月民航客运量仍然跌幅较深



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：五一长假发送旅客人次同比未见明确改善



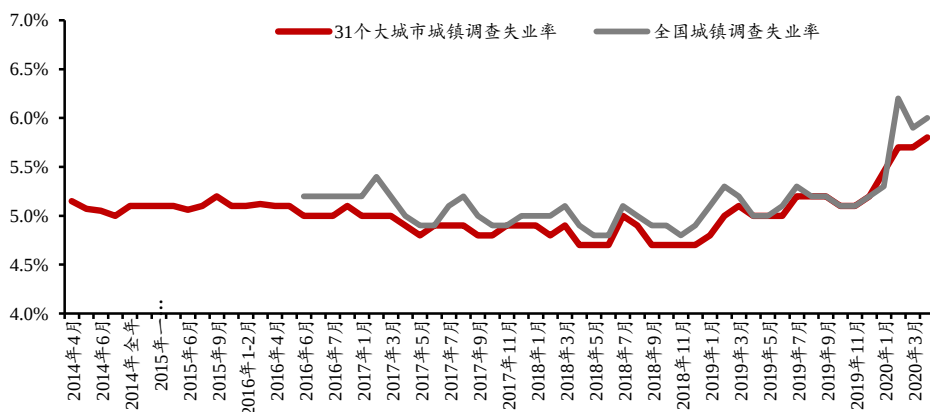
资料来源：Wind，浙商证券研究所

“疫情防控常态化”下已实现高水平的复工复产，未来高水平的复商复市也值得期待，二季度的消费数据有望持续改善。然而，消费具有显著的顺周期性，一季度企业利润下降及失业率上升等因素将滞后反映在居民工资性收入中，二季度疫情的冲击将逐步转向居民消费能力和消费意愿，消费报复性反弹的概率较小，后续消费的修复过程将呈现渐进式节奏。

4. 失业小幅上行，压力仍未缓解

4月全国调查失业率6.0%，较上月上升0.1个百分点，同比去年4月高出1个百分点；4月新增城镇就业人数125万人，比去年同期减少10万人，就业形势面临较大压力，仍需加大逆周期调节创造更多就业岗位。随着限制出行的措施逐渐放开，农民工返城求职的意愿增强，劳动力市场供给进一步上升，是调查失业率上行的主要原因。

图9：4月调查失业率小幅上行0.1个百分点



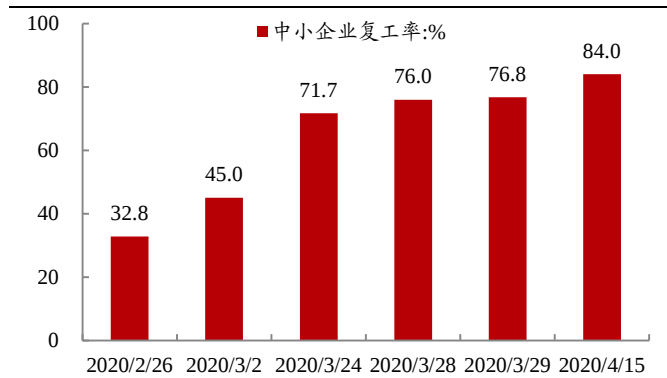
资料来源：Wind，浙商证券研究所

服务业用工需求亟待进一步改善。一季度住宿餐饮业增加值下降35.3%，4月餐饮业收入同比仍下降31.1%，电影院、体育比赛、演唱会等文体娱相关的线下服务类行业仍处于冻结状态，该等行业所对应的就业岗位也未能完全释放，从财新PMI指数也可以看出，服务业企业的从业人数指数已连续下滑3个月，服务业景气度欠佳是失业率仍处高位的重要原因。4月17日政治局会议在复工复产的基础上再提推动“复商复市”，4月30日北京降为二级响应并取消返京人员隔离14天的规定，释放出了下调限制出行和限制聚集管控力度的信号。预计5月份开始线下消费有望出现显著修复，相关行业的用工需求也有望得到改善。

我们仍需要重点关注外向型企业的就业压力。从4月份进出口的数据来看，外贸链条出现了两大积极因素：其一，防疫相关物资出口大增，多元化经营的企业可对冲一部分海外订单减少的影响；其二，国外疫情防控导致生产停摆，而我国复工复产已相当充分，供给能力的显著优势填补了国外供给缺口，“中国制造供应全球”得到了充分体现。不过，考虑美欧经济需求复苏相对较慢，后续仍需要关注潜在的外需冲击，4月中采PMI新订单指数较3月大幅度下滑，海外主要经济体的制造业PMI指数均将至冰点，外贸形势依然不容乐观，进而冲击外贸链条的劳动力市场。

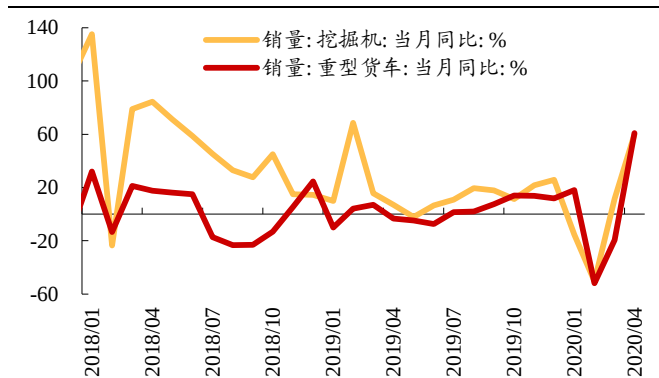
4月份复工率已显著提高的情况下，调查失业率仍处于历史高位，证明用工需求的改善出现了一定瓶颈，下一步仍需要加大逆周期调节力度创造更多就业岗位。7、8月份高校毕业生将陆续进入劳动力市场，有超过700万的高校毕业生要加入劳动力市场，是规模最大的新就业群体，三季度失业率有可能再次冲高。如果在年内实现调查失业率回到5.5%，需要加大逆周期政策调节力度，其一，进一步加大基建投资力度，通过重大工程项目解决农民工就业；其二，进一步放开限制并刺激消费，发挥服务业吸纳就业人员的能力。

图 10：中小企业复工率持续提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 11：基建项目快速推进，有利于解决农民工就业问题



资料来源：Wind，中国卡车网，浙商证券研究所

5. 基建快速修复，卖地带动地产

5.1. 制造业增速低，但结构存亮点

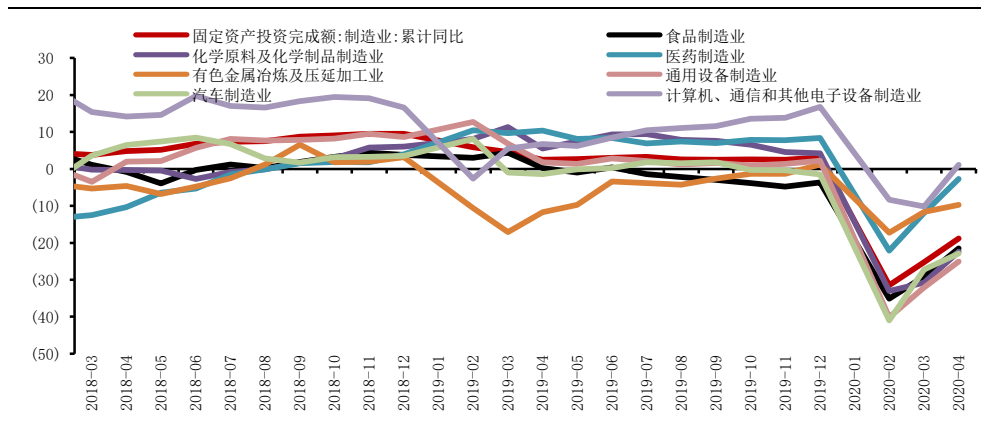
1-4 月，全国固定资产投资（不含农户）同比-10.3%，降幅较 1-3 月收窄 5.8 个百分点。分领域看，基础设施投资同比下降 11.8%，制造业投资下降 18.8%，房地产开发投资下降 3.3%，降幅分别比 1-3 月份收窄 7.9、6.4、4.4 个百分点。前期压制因素减弱，经济动能修复和政策效果落地带动基建及地产数据回升，企业盈利前景仍有隐忧，资本开支意愿的修复相比生产数据更为滞后，制造业投资相对低迷。

1-4 月制造业投资累计同比下降 18.8%，降幅较 1-3 月收窄 6.4 个百分点。制造业投资主要依赖于利润状况，目前 PPI 呈加速回落，在利润及现金流仍然承压的情况下，企业资本开支意愿的修复将相比生产数据更为滞后。

行业方面最大的亮点来自医药制造业及计算机、通信和其他电子设备制造业，1-4 月投资增速分别为-2.7%和+1.1%，计算机通信电子设备制造业是目前全部制造业子行业中投资增速唯一转正的行业，体现出高新制造业在疫情冲击下的较强韧性，也体现出政策的支持力度，一季度高技术制造业中长期贷款同比增长达 39.2%，较整体制造业高近 23 个百分点。医药制造业关系国计民生，肺炎疫情后，国家高度重视试剂、药品等研发应用和医疗物资保障工作，在较短时间内实现了产能扩大和产量增加，使得医药制造业投资增速明显高于其他制造业，预计未来口罩生产相关的化工、医疗等行业投资仍将构成结构性支撑。另外，黑色金属冶炼压延加工业投资受疫情冲击最小，主要受益于基建项目开工，预计后续仍有支撑，有色金属冶炼压延加工业投资同样受益于此，1-4 月投资增速-9.7%明显好于整体制造业。

后续在去年基数趋稳及基建、地产带动上下游制造业需求的情况下，预计制造业投资增速将继续缓慢修复，修复幅度取决于未来盈利水平、融资能力及企业对经济走势的信心。

图 12：制造业投资增速小幅修复



资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.2. 项目引领，资金到位，基建快速修复

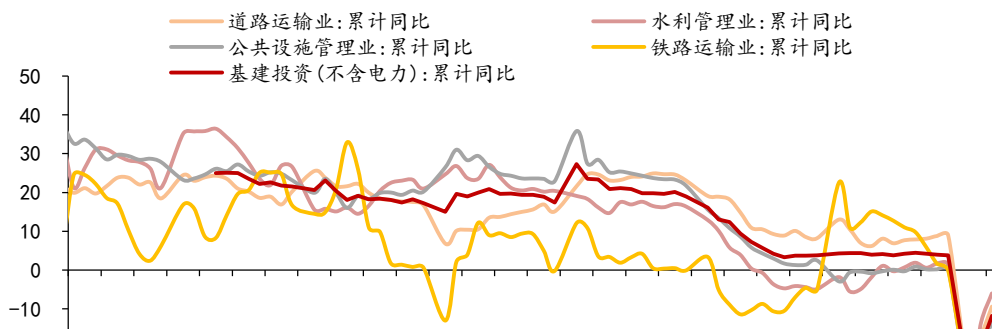
1-4 月基建及投资累计同比-11.8%，前值-19.7%，降幅较 3 月收窄 7.9 个百分点，基建快速修复。分行业来看，1-4 月，道路运输业、水利管理业、铁路运输业和公共设施管理业投资增速分别为-9.4%、-6%、-16.1%和-13.6%，降幅分别较 1-3 月收窄 8.1、7.6、12.5 和 6.9 个百分点。

4 月基建快速修复，降幅收窄，我们认为基建快速修复有以下几个原因：首先，前期压制因素缓释；年初我们提示 1-2 月基建投资增速低迷主因是人员到位和开工/施工受到防疫政策限制，并非资金压力，进入 4 月，国内疫情基本进入消退，经济活动加速，复工复产的有序推进，前期防疫限制等压制因素缓释带动基建投资增速相应回升，部分高频数据已经达到或超过去年同期水平，高频开工率、焦炉生产率、发电集团日均耗煤、挖掘机销量等已有验证。其次，到位资金加码，支持基建快速修复。我们此前就提示资金不是基建发力的限制因素，特别是专项债方面，资金投放力度的积极性超过 2019 年，截至 4 月底已经发行专项债券 12240 亿元。正是 4 月经济活动的修复意味着前期基建资金可以落在项目上，专项债逆周期发力尽快形成实物工作量的政策效果逐步显现。

其三，基建逆周期发力的政策基调进一步提升。新冠疫情的冲击效果逐步显现，从前期压制国内供需，到如今冲击全球经济并可能施压我国未来的外需，经济面临的直接冲击和次生伤害逐步清晰，基建逆周期发力的基调更加积极，3 月 31 日以来的国常会中对基建的措辞愈加积极，从专项债提前下达规模加码、推进城镇老旧小区配套和市政基础设施、新基建和落实重大项目等方面均有反映，政策积极性的提升有助于基建投资的修复。

此外，重大项目引领，带动基建增速回升。5 月 6 日，国常会表示加快推进国家规划已明确的重大工程建设，用好已下达的中央预算内投资和地方政府专项债，尽快形成实物工作量。截至 4 月中旬，已有 31 个省份/直辖市公布了 2020 年度的重大项目投资规划（基本预期在未来 3-5 年内完成），其中 23 个省份/直辖市公布了 2020 当年需完成的重大项目投资额，共计约 9.5 万亿元。在这些重大项目规划中，基建——铁路、公路、轨交、水利等占比最大。目前全国范围内重大项目建设已陆续开工，从工业生产数据看，施工强度在陆续恢复到往年正常水平。

图 13：基建投资及分行业数据降幅收窄



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_5156

