

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观

经济“填坑”仍在进行时

报告原因：事件点评

——2020年4月经济数据点评

2020年5月15日

宏观研究/点评报告

山证宏观固收团队

分析师：

郭瑞

执业证书编号：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业证书编号：S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

研究助理：

邵彦棋

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座
28层北京市西城区平安里西大街28号
中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件

➤ 5月15日，统计局发布2020年4月份经济数据。

点评

➤ **4月份工业增加值同比转正，复工效果继续体现。**4月工业增加值同比3.9%，前值-1.1%。同比回升除了体现4月份复工复产有序推进外，也有去年基数相对较低的原因。从4月底到5月初的高频数据来看，工业产能依然在稳步扩大，预计5月工业增加值同比或继续抬升。不过，随着工业增加值同比逐步回到疫情前水平，后续月份工业增加值同比增加的斜率或逐月放缓。工业大类中，制造业增加值同比抬升最为明显。从具体行业看，制造业中的下游行业增加值同比的提升幅度大于中上游行业，同比升幅较大的行业包括汽车制造、设备制造、金属制品、电气机械、纺织类、文体娱乐类等。第一，随着各地区防疫级别逐渐降低，人员流动性提升，劳动力能够有序现场复工，部分劳动密集型制造业产能得以扩大。第二，部分受疫情抑制的需求在生活场景正常化过程中也在逐步恢复，如线下消费、娱乐等，而与之相关的纺织服装、文体类制造业增加值同比也在提高。第三，制造业增加值可以与出口数据相互验证，出口在3-4月回暖也对制造业生产起到拉动效果。

➤ **需求端继续修复，目前恢复程度仍低于供给端。从投资来看，4月固定资产投资完成额同比为-10.3%，前值-16.1%，同比水平仍低。**对于三大投资来说，房地产投资同比水平仍为最高。从4月的高频数据看，房地产销售加速恢复，其中一线城市销售同比在月底开始转正。与销售回款相关的新开工和土地成交价款同比继续延续“V”型走势，目前土地成交价款同比在4月已经转正。考虑到疫情前土地成交价款同比就处于明显修复趋势，这次同比转正可以看作该指标已经完全回到疫情前的趋势中。整体房地产投资的韧性或在后续月份中成为需求端重要的拉动力量。基建投资同比虽然低于房地产，但同比上升幅度高于房地产投资。政治局会议上提及新老基建，中央对基建的态度已经完全明确。同时，无论是财政“三支箭”还是近期发布的《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》，未来基建投资资金来源也大概率能够得到保障。制造业投资也有所恢复，但同比上升幅度不如基建投资，同比水平也低于房地产和基建。从疫情后的数据看，疫情对制造业的冲击最为严重，所以尽管制造业投资同比上升斜率尚可，但水平仍较低。作为需求端的后置变量，后续制造业真正加速恢复大概率须



看到房地产、基建、消费和出口这几部分需求真正企稳。具体行业看，制造业投资同比上升幅度较大的行业与制造业增加值同比上升幅度较大的行业基本一致，这反映了后疫情时期的恢复过程中，制造业中需求与生产之间的相关性。

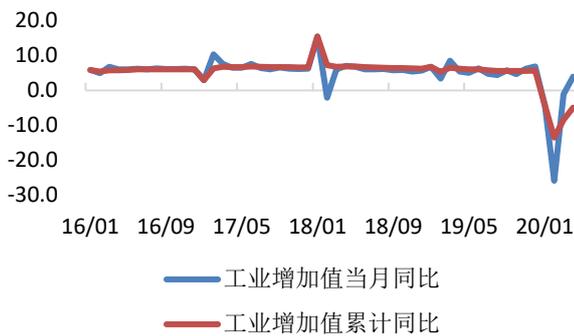
➤ **社零同比保持了稳健的上升幅度，4月当月同比-7.5%，前值-15.8%。**从分项来看，细分商品领域的分化趋势基本没有发生变化。社零同比单月增长主要来自于必选消费中的服装以及可选消费中与房地产相关较大的家具、家电类和汽车类，这些消费品类同比的提升一方面与线下消费的恢复相关，同时房地产销售的回暖也带动了地产相关类商品零售同比走高。上述类别商品零售同比提升幅度均超过了10个百分点。另外，受疫情冲击较小的食品、医药类、办公类消费单月变化幅度不大，与远程复工相关的通讯器材类同比继续小幅走高。从同比水平看，可选类消费零售同比较疫情前的水平仍有差距，未来同比仍有上升空间。

➤ **从4月的经济数据看，供给端和需求端的数据均表现出好转态势，且生产端的恢复快于需求端。**我们在上月的经济数据点评中就已经提到了后续经济恢复的主要制约来自于需求端，4月份的数据基本验证了我们之前的判断。虽然需求端同比上升幅度仍然稳健，但改善程度弱于生产端。4月份，全国的防疫措施仍然对生产和生活产生影响，这在一定程度上会制约需求端的恢复。

➤ **目前经济的位置仍处在“填坑”的“第一笔”上，短期纠结于后续经济恢复呈现“V”型还是“W”型意义不大。**进入5月份后，全国绝大多数地区生产和生活正常化趋势加速，同时部分稳增长政策已经在5月份先行启动。在“两会”召开后，大概率会有一系列稳增长政策出台。未来1到2个月份，经济增速的主线逻辑仍然是“填坑”，至触发短期顶端尚有不小距离。我们预计，生产端场景目前基本实现全面复工，未来生产端的恢复斜率或有所放缓。而在政策的刺激下，需求端各指标增速的恢复将保持在一定斜率上。

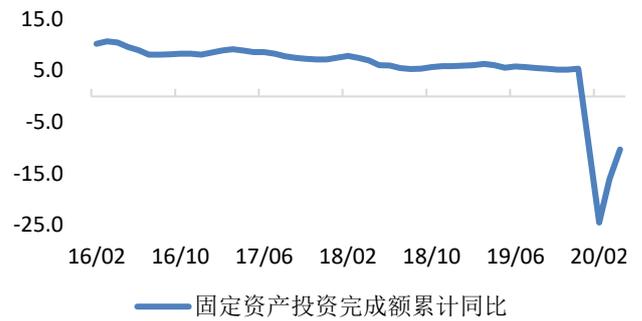


图 1：工业增加值同比走势



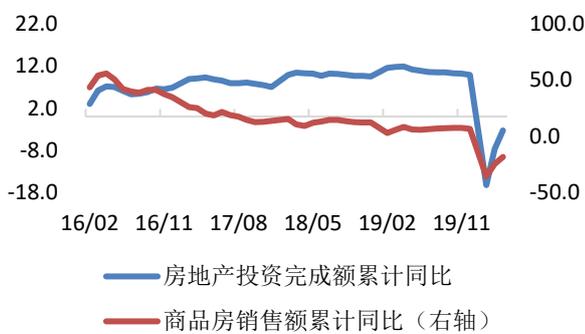
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：固定资产投资完成额累计同比走势



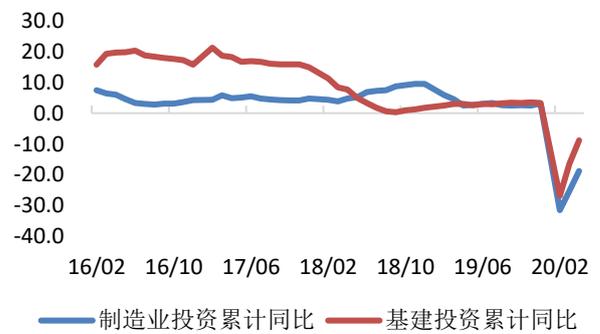
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3：房地产投资和销售累计同比走势



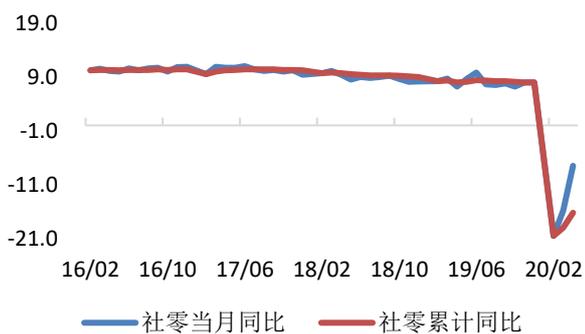
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：基建和制造业累计同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：社零累计同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336



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_5161

