

5月：部分经济数据“复增”加速

证券研究报告

2020年05月11日

作者

4月是国内经济“重启”的第2个月，各项主要经济数据保持回升势头，部分数据有望从“负增”走向“复增”。预计4月工业增加值、基建投资和房地产投资同比增速单月转正，制造业投资和消费增速仍有可能面临负增长；PPI通缩幅度进一步加深，CPI结构性通胀压力进一步缓解。

政策持续加码，伴随经济活动恢复，金融数据有望进一步改善，预计4月新增社融约2.8万亿，存量社融增速升至11.9%，达到2018年6月以来的最高增速。

市场方面，短期决定因素仍然是内外需基本面。战术上，对海外市场二次见底和国内疫情反复要留有防御空间，市场对于中美关系已有环境预期，但难以预测路径，以风险应对为主，等待路标出现。行业配置上建议继续持有业绩相对稳定的，并逐渐纳入内需受损修复板块，同时对外需保持观望。

利率方面，短端利率下行空间已经相当有限，长端利率面临海外复工、国内经济加速恢复、利率债供给放量等不利因素，除5月15日定向降准以外，月内其他降准或者降息存疑，长端利率存在进一步小幅上行的可能。

风险提示：两会政策目标超预期；国内疫情出现反复；海外复工进度低于预期

宋雪涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 联系人
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

表 1：4 月主要经济金融数据预测

同比增速 %	2019	2020Q1	2020.3	2020.4(E)	WIND 预期
实际 GDP (当季)	6.1	-6.8	-	-	
名义 GDP (当季)	7.8	-5.3	-	-	
工业增加值 (当月/季)	5.7	-8.4	-1.1	2.5	1.9
固定资产投资 (累计)	5.4	-16.1	-16.1	-10.7	-9.6
制造业投资	3.1	-25.2	-25.2	-20	
基建投资 (全口径)	3.9	-16.5	-16.5	-9.5	
房地产开发投资	9.9	-7.7	-7.7	-2.7	
社消零售总额 (当月/季)	8.0	-19	-15.8	-8.8	-6.8
出口 (当月/季, 美元)	0.5	-13.3	-6.6	3.5	-17.5
进口 (当月/季, 美元)	-2.7	-2.9	-1	-14.2	-16.2
CPI (当月/季)	2.9	4.9	4.3	3.6	3.7
PPI (当月/季)	-0.3	-0.6	-1.5	-2.5	-2.6
工业企业利润 (累计)	-3.3	-36.7	-36.7	-35	
新增信贷 (万亿)	-	-	-	1.4-1.5	1.25
社融 (万亿)	-	-	-	2.75-2.85	2.19
社会融资规模存量同比	10.7	11.5	11.5	11.9	
M1	4.4	5	5	6.7	
M2	8.7	10.1	10.1	10.5	10.1

资料来源：WIND，天风证券研究所

经济方面，4 月是国内经济“重启”的第 2 个月，各项主要经济数据保持回升势头，部分数据有望从“负增”走向“复增”。预计 4 月工业增加值、基建投资和房地产投资同比增速单月转正，制造业投资和消费增速仍有可能面临负增长；PPI 通缩幅度进一步加深，但可能已经接近底部，CPI 结构性通胀压力进一步缓解。

展望 5 月，近期高频数据显示经济活动有加速恢复迹象，发电耗煤自今年春节错位期间后首度实现同比正增长，螺纹钢表观消费量同比小幅转正，水泥价格由跌转涨。随着全国大部分地区风险等级调降为低风险，住宿餐饮、批发零售和线下娱乐等受疫情影响最大的三产行业有望加速恢复。5 月 21 日“两会”将在京召开，市场对赤字率、专项债额度、特别国债等问题的预期已经比较一致，**重点关注政府工作报告如何设定全年经济目标和失业率目标，可能对预判后续的政策基调有重要意义。**

政策方面，4 月 7 日央行将金融机构超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%，打破隔夜资金利率下限；4 月 15 日，央行对部分中小银行定向下调存款准备金率 0.5%，5 月 15 日还将再次下调 0.5%，共释放长期资金约 4000 亿元；今年以来央行先后安排三批再贷款再贴现额度共 1.8 万亿支持中小微企业，截至 5 月初，第一批 3000 亿已经基本收官，第二批 5000 亿发放进度接近 80%，第三批 1 万亿近期落地，后续将分批次下达。财政部再次提前下达地方专项债额度 1 万亿，力争 5 月底发行完毕，目前已累计提前下达 2.29 万亿。**货币和财政政策持续加码，伴随经济活动恢复，金融数据有望进一步改善，预计 4 月新增社融约 2.8 万亿，存量社融增速升至 11.9%，达到 2018 年 6 月以来的最高增速。**

市场方面，短期决定因素仍然是内外需基本面：欧美从封锁转向重启，基本面定价从第一阶段（经济底部的深度）转向第二阶段（经济恢复的斜率）；国内进入常态化防控，可选消费和服务业的恢复情况决定了基本面的短板。战术上，对海外市场二次见底和国内疫情反复要留有防御空间，市场对于中美关系已有环境预期，但难以预测路径，以风险应对为主，等待路标出现。行业配置上建议继续持有业绩相对稳定的，并逐渐纳入内需受损修复板块，同时对外需保持观望。利率方面，短端利率下行空间已经相当有限，长端利率面临海外复工、国内经济加速恢复、利率债供给放量等不利因素，除 5 月 15 日定向降准以外，月内其他降准或者降息存疑，长端利率存在进一步小幅上行的可能。

1. 金融数据：信贷社融继续高增，社融增速进一步升高

4月居民信贷可能继续保持较高增长。第一，多地出台消费刺激政策，汽车家电等大额消费明显改善，预计居民短期贷款新增3000亿。第二，4月30大中城市商品房成交面积恢复至去年同期的80.5%，环比3月上升28%，预计居民中长期贷款新增4500亿，恢复至疫前平均水平。预计4月新增居民贷款约7500亿。

企业复工复产率进一步提高，推升信贷需求；建筑业集中复工，基建项目对中长期贷款需求较高，预计企业中长期贷款新增3500亿。另一方面，宽松流动性环境下票据利率持续下行，除正常票据融资需求外可能还存在一定套利现象，预计企业短期贷款和票据融资新增3500亿，4月共计新增企业贷款约7000亿。总的来看，预计4月新增信贷（社融口径）1.4-1.5万亿。

表外方面，4月信托计划到期规模相对较小，但新产品成立规模也有所下滑，预计新增信托贷款规模在0附近；委托贷款继续负增，未贴现票据可能为正，预计4月表外净融资-500亿。另外，4月非金融企业债券净融资约9300亿，中债托管的政府债券金额增加3356亿，其中国债增加760亿，地方债增加2596亿。总的来看，预计4月新增社融2.75-2.85万亿，存量社融同比增速进一步升高至11.9%（前值11.5%）。

2. 工业生产：复工进度继续提升，4月同比可能转正。

4月工业生产继续恢复，六大发电集团发电耗煤量为去年同期的87%（3月为80%）；4月PMI生产指数为53.7，环比3月进一步扩张；4月出口增速超预期，防疫物品生产强度较高，可能对工业生产有一定带动。另外，去年3月工业增加值同比高达8.5%，4月同比回落至5.4%，因此今年4月基数较低。预计4月工业增加值同比增长2.5%（前值-1.1%），单月转正。

3. 固定资产投资：基建地产单月投资转正，制造业恢复稍慢

4月，主要钢材品种库存回落、产量回升，下游需求逐渐修复。螺纹钢库存去化斜率与往年旺季基本一致，产量月底已恢复至2019年同期的较高水平，建筑业需求正逐步修复至疫前水平。热轧卷板库存去化斜率也与往年相近，但产量恢复较慢，制造业需求的修复程度相对较低。

制造业企业利润继续大幅负增长，国内下游需求恢复较慢，海外需求也尚不明朗，顺周期属性意味着企业资本开支短期仍难恢复。4月单月可能继续保持小幅负增长，预计1-4月制造业投资增速-20%（前值25.2%）。

基建复工程度较高且资金到位情况良好，近期企业中长贷款放量增长，地方新增专项债额度已经发行1.2万亿。4月单月增速可能小幅转正，预计1-4月基建投资增速（全口径）-9.5%（前值-16.5%）。

近期土地市场转暖，土地成交情况快速好转，土地购置费增速有望继续小幅回升。虽然新开工面积仍在负增长，但竣工交付压力下房企复工赶工的积极性仍然较高，建安投资增速也将进一步回升。4月单月房地产投资可能小幅转正，预计1-4月房地产投资增速-4%（前值-9.3%）。

综上，预计1-4月固定资产投资增速回升至-10.7%（前值-16.1%）。

4. 房地产市场：商品房销售继续回升，土地市场量价齐升

4月30大中城市商品房成交面积同比下滑19.5%，较1-3月明显改善，其中一线/二线/三线城市同比为-23%/ -23%/ -11%，三线城市改善情况继续优于一线和二线。考虑到三线及以下地区占据全国商品房销售的6成以上且恢复情况更好，4月单月全国商品房销售面积同比增速可能回升至-10%以上。预计1-4月累计同比-21.3%（前值-27.2%）。

融资环境宽松，土地市场已经由冷转暖。成交土地溢价率连续回升，接近2019年1季度小阳春水平；4月单月100大中城市成交土地总价同比增长17.8%，为今年首次正增长。量价齐升后地方土地出让收入下滑压力有望逐渐缓解。

5. 消费：汽车消费大幅改善，社零同比降幅收窄

4月乘联会乘用车零售销量同比增速回升至-5.6%，较3月的-40%大幅改善。4月国际油价进一步暴跌62%，但国内油价3月已经跌至地板价，因此预计石油及制品类消费同比下滑幅度不大。总的来看，4月部分可选消费可能出现加速恢复，商品零售同比增速有望继续改善，但仍以补偿性恢复为主而非报复性反弹。餐饮收入虽然预计改善，但仍将保持两位数以上负增长。预计4月社零同比增速-8.8%（前值-15.8%）。

6. 通胀：PPI 通缩进一步加深，CPI 通胀压力显著缓解

4月国内经济活动加速恢复带动需求改善，黑色、有色、化工等多数工业品价格环比小幅上涨。国际油价大幅波动，月初减产协议重启刺激油价跳升，但海外疫情导致需求暴跌引发油价跳水，全月布油价格环比微涨。虽然4月多数工业品价格环比上涨，但月内节奏均为先跌后涨，导致月度均价较3月进一步回落，且4月PPI同比基数较高，**预计4月PPI同比进一步回落至-2.5%（前值-1.5%）。**

4月主要食品如猪肉和鲜菜等价格持续下跌，蛋类和鲜果价格小幅上涨，由食品涨价引发的结构性通胀压力逐渐消退。非食品价格随PPI趋于回落，服务类消费因需求改善可能小幅回升。**预计4月CPI同比回落至3.6%（前值4.3%）。**

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_5311

