

宏观研究/数据预测月报

2020年05月08日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号: S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

刘天天 执业证书编号: S0570518050003
研究员 010-56793946
liutiantian@htsc.com

张大为
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

- 1《宏观: 数据环比改善, 同比仍处低位》
2020.04
- 2《宏观: 复工进展与开年经济数据前瞻》
2020.03
- 3《宏观: 疫情可能对一季度经济形成负面影响》
2020.02

工业、基建修复快于消费

4月宏观经济数据预测

核心观点

3月份固定资产投资、工业生产经济数据环比较1-2月有明显回升, 随着国内原发疫情基本平息, 规模以上工业企业在3月份加快复工、开工, 对工业生产形成较明显的拉动。我们认为4月份工业增加值有望同比转正, 固定资产投资项目中, 基建投资降幅有望继续快速收窄。尽管内需修复, 但全球疫情的新形势加大了我国宏观经济和产业链恢复的不确定性, 外需下行隐忧较大, 二季度经济增长仍可能明显低于去年同期。

预计4月工业增加值同比转正, 基建加速修复, 地产/制造业投资增幅有限

我们认为, 全国两会将带动二季度工业生产继续复苏。预计4月工业增加值当月同比+1.5%。2-3月库存处于被动积压状态, 未来部分机械设备、专用设备、医疗设备等相关行业有望先进入补库存阶段。3月底建筑业基本完成复工、叠加基建资金来源充裕, 预计1-4月基建投资(不含电力)累计同比收窄至-10.8%左右; 二季度地产端向上的弹性可能有限、向下的风险还值得警惕, 预计1-4月房地产开发投资累计同比-4.5%左右; 制造业投资端或进一步承压, 预计1-4月制造业投资累计同比-21.7%左右。

预计4月CPI同比+3.7%, 4月PPI同比-3%

4月份, 食品端通胀压力继续缓解。农产品批发价格指数环比-4.5%, 同比6.5%, 较上月回落4.8个百分点。由于生产恢复较快而外需压力骤增, 产成品仍有累库压力, 非食品物价继续承压。我们预计4月CPI环比-0.6%, 同比3.7%; 预计今年CPI呈滑梯式回落走势, 全年中枢在3%左右。4月份能源、化工、黑色金属价格环比跌幅较大, 同比显著走低, 而有色金属价格环比跌幅明显收窄。我们预计4月PPI环比-1.2%, 同比-3%, 今年PPI呈U型走势, 短期跳水幅度较大, 之后爬坡节奏较慢, 二季度可能出现底部, 全年中枢在-2.3%左右。

预计4月社会消费品零售总额同比增速-9.2%

我们预计2020年4月社会消费品零售总额同比增速-9.2%。分结构来看, 一方面疫情带来消费供给的结构性调整, 线下门店展开“自救”向线上转移的趋势在加速。但线上消费多以个人消费为主, 聚会、宴会等带来大额销售的场景仍然受到制约, 线下消费复苏存在场景障碍。另一方面, 可选消费品虽难以在短期内迅速反弹, 但有望在4月走出“深坑”区间。综合来看, 我们认为, 消费正处在渐进式回补的过程中, 消费需求的释放在短期内依赖于促消费政策继续发力, 在中长期依赖于经济与就业回暖带来的收入预期修复。

预计4月全国调查失业率5.8%, 保就业重要性上升

随着国家与地方的扶持政策在稳企业、稳重点群体方面持续发力, “就业池”得到进一步扩充, 4月就业形势较一季度有所改善。但企业资金链的收紧甚至断裂导致居民收入与就业仍然承压, 稳企业仍是“攻坚”难点。目前来看, 当下解决企业的生存问题与居民的就业问题是重中之重。同时“保就业”的实现需建立在一定的经济增速上, 扩大有效需求, 确保企业有能力用工是稳就业的关键。预计4月全国城镇调查失业率为5.8%, 较3月下降0.1个百分点, 同比上升0.8个百分点。

风险提示: 疫情持续影响工业生产、冲击中小企业现金流, 企业资本开支意愿持续受压制; 疫情在全球范围内扩散, 外贸受限, 部分产品产生涨价压力; 外需下行, 影响国内相关产业链。

全国两会日期确定，有助于经济活动信心修复

图表1：4 月份经济数据预测表

指标	单位	2020				2019			
		4月(预测)	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月
GDP	单季同比, %	-	-6.8	-	-	6.0	-	-	6.0
规模以上工业增加值	当期同比, %	1.5 ↑	-1.1	-25.9	-4.3	6.9	6.2	4.7	5.8
城镇调查失业率	当期值, %	5.8 ↓	5.9	6.2	5.3	5.2	5.1	5.1	5.2
城镇固定资产投资	累计同比, %	-12.0 ↑	-16.1	-24.5	-	5.4	5.2	5.2	5.4
制造业投资	累计同比, %	-21.7 ↑	-25.2	-31.5	-	3.1	2.5	2.6	2.5
房地产开发投资	累计同比, %	-4.5 ↑	-7.7	-16.3	-	9.9	10.2	10.3	10.5
基建(不含电力)投资	累计同比, %	-10.8 ↑	-19.7	-30.3	-	3.8	4.0	4.2	4.5
社会消费品零售总额	当期同比, %	-9.2 ↑	-15.8	-20.5	-	8.0	8.0	7.2	7.8
出口(美元计价)	当期同比, %	3.5 ↑	-6.6	-17.1	-	8.1	-1.3	-0.8	-3.2
进口(美元计价)	当期同比, %	-14.2 ↓	-1.0	-3.9	-	16.7	0.9	-6.1	-8.2
贸易差额(美元计价)	当期值, 亿美元	453.4 ↑	199.3	-68.8	-	471.9	373.2	423.8	390.5
CPI	当期同比, %	3.7 ↓	4.3	5.2	5.4	4.5	4.5	3.8	3.0
PPI	当期同比, %	-3.0 ↓	-1.5	-0.4	0.1	-0.5	-1.4	-1.6	-1.2
新增人民币贷款	当期值, 亿元	15,000	28,500	9,057	33,400	11,400	13,900	6,613	16,900
人民币贷款(存量)	当期同比, %	13.0 ↑	12.7	12.1	12.1	12.3	12.4	12.4	12.5
社会融资规模	当期值, 亿元	26,000	51,492	8,578	50,697	21,030	19,937	8,680	25,142
社会融资规模(存量)	当期同比, %	11.8 ↑	11.5	10.7	10.7	10.7	10.7	10.6	10.7
M2	当期同比, %	11.3 ↑	10.1	8.8	8.4	8.7	8.2	8.4	8.4

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

3 月份固定资产投资、工业生产经济数据环比较 1-2 月有明显回升，随着国内原发疫情基本平息，规模以上工业企业在 3 月份加快复工、开工，对工业生产形成较明显的拉动。4 月份中高频数据显示，耗煤量、半钢胎开工率、炼油厂开工率、螺纹钢产量等多项工业生产指标逐渐接近或超过去年同期水平。我们认为 4 月份工业增加值有望同比转正，固定资产投资项目中，基建投资降幅有望继续快速收窄。但新签外贸订单的下滑可能成为进出口产业链的主要负面影响因素之一。

目前新冠疫情在欧洲国家的感染率大都呈平缓下行态势，但距离完全受控尚有差距；美国的日新增病例数仍然较高，新增疫情是否已来到顶部拐点仍然存在较大不确定性。从部分公布数据来看，一季度发达国家经济增长、失业等数字受冲击幅度普遍较大，若疫情持续时间超预期，今年、甚至更长时间内，全球经济活动可能受到持续冲击。全球疫情的新形势加大了我国宏观经济和产业链恢复的不确定性，尽管内需正在修复，但外需下行隐忧较大，二季度经济增长仍可能明显低于去年同期。

我们认为二季度国内宏观经济最应关注的变量包括：一是外需下行冲击出口产业链，是否会导致失业情况重新趋于严重？二是在两会日期确定、即将为今年经济工作定调后，国内是否能恰当平衡防疫与稳增长，继续加大施工强度，补偿此前受拖累的工期？三是消费数据的补偿式修复力度有多大，非必需耐用品消费是否会持续低迷？消费数据的修复可能受到居民可支配收入增速下行的限制。

全国两会定于 5 月 22 日在京召开，我们认为两会和政府工作报告的最大意义是对市场预期进行重要的指导，届时市场可能对今年经济工作整体安排、经济增长目标设定、全面建成小康社会的内涵、稳就业目标和对应政策、财政和货币政策空间等有更明确的认知。

预计 4 月份工业增加值同比小幅转正

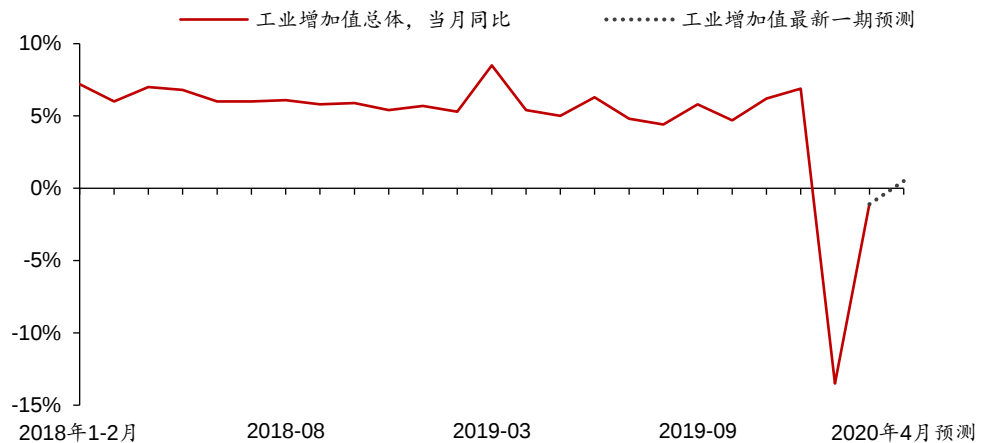
我们预计 4 月工业增加值同比可能小幅转正，预计当月同比+1.5%。4 月份，重点电厂耗煤量同比降幅较 3 月份继续收窄；黑色金属方面，重点矿山铁矿石产量、铁矿石消耗量、主要钢厂螺纹钢产量同比均好于 3 月份；炼化和焦炭生产方面，炼油厂开工率和焦炉生产率同比表现均较 3 月份改善；半钢胎开工率也逐步接近去年同期。一系列迹象表明，4 月工业增加值有望较 3 月份（同比-1.1%）继续改善，我们预计 4 月份工业生产同比可能小幅转正。

库存方面，2 月、3 月连续两个月，工业品产成品库存同比持续走高，我们认为反映的是产品的被动积压、而非企业主动补库。库存周期当前的位置并不明确，目前一段时间将继续处于需求恢复和生产恢复的共同影响当中，短期难以明确判断需求和供给哪个项目上行更快，预计未来一段时间将继续维持震荡。但可预见的是，库存周期重新转回到被动去库存、以及进一步转入主动补库存阶段，可能至少要到今年下半年。需求转暖在前、生产回升在后，未来部分机械设备、专用设备、医疗设备等相关行业有望先进入补库存阶段。

一季度国际油价下行幅度明显超预期，同样反映了需求趋弱、库存被动积压的态势。油价下行对 PPI 中枢的负面影响较大，预计我国今年 PPI 中枢可能有较明显的负增长；考虑企业仍有固定成本支出、而可变收入（价格-PPI、产量-工业增加值等综合影响）可能有较大下滑，预计工业企业盈利仍将延续承压，同比负增长修复进程可能较为缓慢。

二季度，我们预计带动工业生产继续复苏的因素主要来自全国两会为经济工作定调，重大项目施工强度继续提升，对工业原料、机械设备等需求扩张。未来工业生产能否延续有效复苏仍取决于经济的系统性需求，主要的不确定性来自外需，包括汽车零配件、纺织、电子加工贸易等方面。

图表2： 预计 4 月份工业增加值同比小幅转正



资料来源：Wind，华泰证券研究所

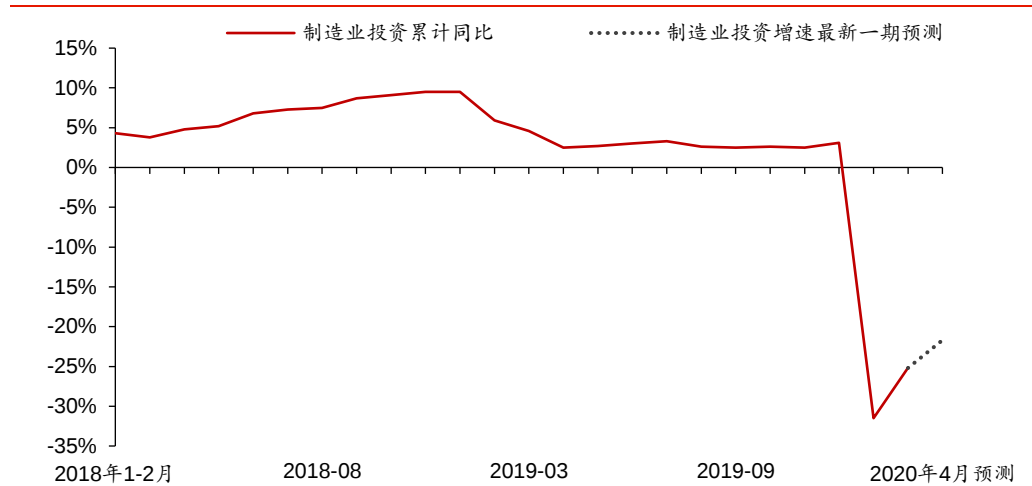
预计基建加速修复，制造业、地产投资向上弹性有限

我们预计 1-4 月整体固定资产投资增速在-12%左右；预计制造业投资累计同比-21.7%，地产投资累计同比-4.5%，基建投资累计同比-10.8%。

从结构上看，与基建工程相关的制造业行业（如重型机械、通用/专用设备、建材生产加工），以及部分此前产能不充分的子行业（如口罩生产），其可能相对更快地修复资本开支。但疫情对企业新签订单、经营性现金流的负面影响可能持续较长时间。从盈利-资本开支传导角度，盈利的负增长修复可能相当缓慢，资本开支的改善将更为滞后。海外经济增长不确定性仍较大，与外需外贸相关的制造业企业，目前主要任务仍是“求生存”，不大可能主动增加资本开支。我们预计手机加工、汽车生产/汽车零配件和纺织服装等外贸占比较高的产业，投资端可能进一步承压。

货币政策工作重心之一是为中小企业纾困，防范大量企业资金链断裂、避免出现大幅失业潮、保证必要的信用支持。相对于基建、地产投资，我们认为制造业投资不排除 2020 年全年同比均在负增长区间的可能性。考虑 2019 年 4-11 月制造业投资增速基数基本维持稳定、且较 3 月份增速基数下行，我们认为今年 1-4 月制造业投资负增长幅度有望较 1-3 月收窄，但表现仍明显弱于基建投资。

图表3： 预计 1-4 月制造业投资累计同比-21.7%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们预计 1-4 月基建投资(不含电力)累计同比收窄至-10.8%左右(1-3 月为同比-19.7%)。我们认为 3 月底建筑业基本完成复工、叠加基建资金来源充裕，决定了 4 月份基建投资有明显提速，而土木工程 PMI、微观钢材需求、挖机销量亦有体现。

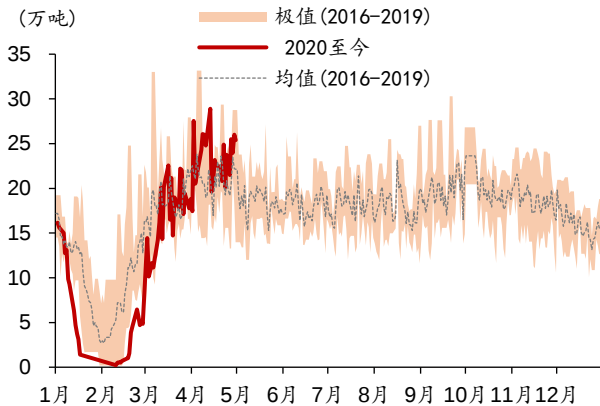
具体而言，1) 我们认为一季度基建投资乏力在于建筑业员工返岗不足、项目难以开工推进，据统计局 3 月底建筑业企业复工率已达九成左右，为 4 月基建投资加速提供了基础。

2) 我们认为上半年基建资金可能走在了施工进度之前，根据财政部、人民银行与 Wind 数据统计，一季度投向基建领域的地方专项债+基建中长期贷款+城投债净融资规模同比多增约 1 万亿元，而基建累计增速仍为负值，因此通过资金来源推断基建投资的方法“失效”，更重要的是从微观数据观察基建的反弹节奏。

3) 我们看到，其一，进入 4 月份，建筑钢材成交与表观需求均呈现环比大幅修复、同比增长转正的局面。2 月后两周、3 月、4 月主流贸易商钢材成交量同比依次为-66.9%、-12.2%、8.8%。其二，挖机销量往往领先于施工强度，3 月份销量同比增长 11.6%，预示了建筑业景气度提升。其三，4 月土木工程建筑业 PMI 达到 61.8%的高景气度，经营活动预期指数更高达 67.9%，反映了基建活动可能在快速走热。

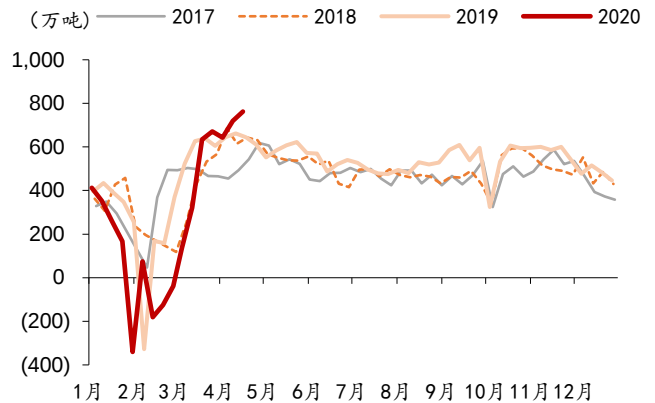
今年为了对冲疫情对内外需、产业链的冲击，基建投资是相对确定性的政策受益领域，预计全年累计增速呈现“逐月抬升”的走势，且相对于其他需求侧变量的回升斜率或更为陡峭。我们认为观察基建投资，短期（上半年）关注微观层面的施工进度，全年关注 GDP 增长目标如何设定、以及赤字、专项债与特别国债等财政工具的额度。

图表1: 主流贸易商建筑钢材成交



资料来源: Mysteel, 华泰证券研究所

图表2: 螺纹钢表观需求



资料来源: Mysteel, 华泰证券研究所

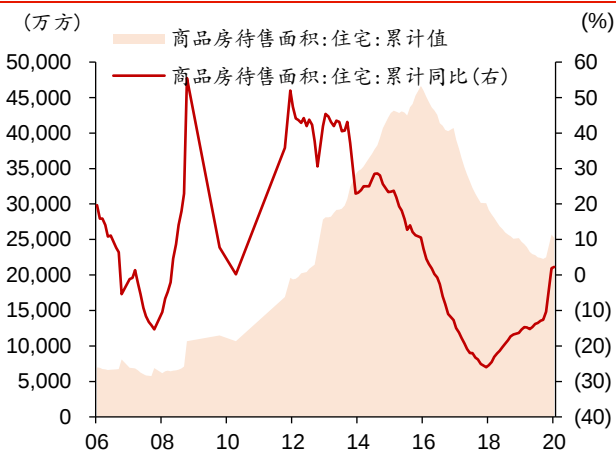
我们预计 1-4 月房地产开发投资累计同比-4.5%左右（1-3 月为同比-7.7%）。我们认为建安工程投资与基建端类似，4 月仍受到复工率环比改善的提振。而去年土地成交价款呈渐进式修复，延迟支付对今年的土地购置费可能会起到较弱的支撑作用。我们认为二季度地产端向上的弹性可能有限、向下的风险还值得警惕。

首先，商品房库存攀升与销售回款不足约束房企拿地与开工进度，而存量施工项目收缩或令投资“断档”。1-3 月全国商品房销售面积同比下降 26.3%，待售面积同比增长 2.3%（近 5 年首次正增长），从当月数据看，3 月房企购地与新开工面积同比分别-12.2%、-10.5%，显著弱于后端竣工面积同比-0.9%。据克尔瑞数据显示，截至 4 月 21 日，今年重点监测城市流拍率升至 21.8%，较去年增加了 5.8 个百分点。可见，销售端压力已经向房地产前端投资传导。而 1-3 月房屋施工面积同比 2.6%，较 1-2 月走弱 0.3 个百分点，若存量施工项目走弱叠加前端开工不足，可能出现投资断档的风险。

其次，二季度出口与房地产共振向下的风险需警惕。因海外疫情持续扩散，二季度的出口压力无疑骤增，东南沿海加工制造企业正迎接现金流挑战，主动或被动的房地产处置可能出现。

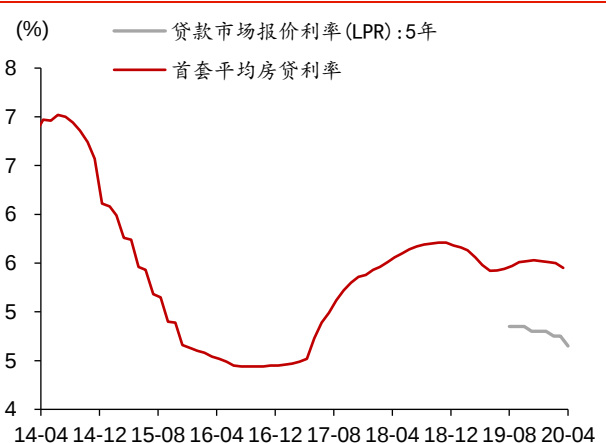
此外，货币环境宽松与政策引导相对冲，房地产领域受益有限。4 月 20 日中长期 LPR 调降 10BP，打开了房贷利率下行空间，有利于释放刚需。但 4 月 17 日政治局重提“房住不炒”，4 月 20 日央行深圳支行发出《关于房抵经营贷资金违规流入房地产市场情况的紧急自查通知》，要求立即开展自查工作。可见，中央着力避免宽松政策异化为房地产的助推剂，确保把资金用到支持实体经济。因此，房地产销售与投资端向上的弹性可能有限，很难出现如同 2009 年强势反弹的态势。

图表3: 商品住宅库存积累



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: LPR 调降打开房贷利率下行空间

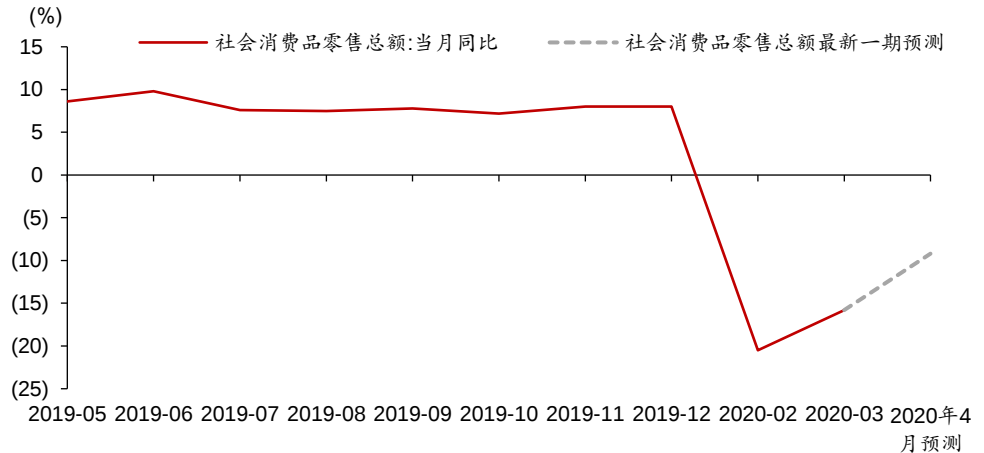


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

预计 4 月社会消费品零售总额同比增速-9.2%

随着国内疫情防控的工作成果得到进一步巩固，促消费政策稳步发力，消费活动逐渐步入正轨。但在企业外需承压、失业率仍处高位的情况下，居民收入预期放缓仍然是制约消费意愿的最大掣肘。我们认为，消费正处在渐进式回补的过程中，消费需求的释放在短期内依赖于促消费政策继续发力，在中长期依赖于经济与就业回暖带来的收入预期修复。我们预计 2020 年 4 月社会消费品零售总额同比增速-9.2%。

图表5： 预计 2020 年 4 月消费增速有所回升，但仍处在渐进式回补的过程中



资料来源：Wind，华泰证券研究所

分结构来看，一方面疫情带来消费供给的结构性调整，线下门店展开“自救”向线上转移的趋势在加速。随着 4 月线下消费场景陆续放开，餐饮、百货等线下门店客流量逐步恢复，营收呈现回暖态势。但由于疫情长周期防控的需求仍在，作为疫情的重灾区线下消费正通过向线上转移的方式展开“自救”。但线上消费多以个人消费为主，聚会、宴会等带来大额销售的场景仍然受到制约，线下消费复苏存在场景障碍。

另一方面，可选消费品虽难以在短期内迅速反弹，但有望在 4 月走出“深坑”区间。4 月 20 日，国家发改委强调促消费的重点是积极稳定汽车、家电等居民传统大宗消费，地方政府也纷纷响应推出消费鼓励政策。我们认为，可选消费的回补仍依赖于消费意愿的修复，但政策提振能够在短期内形成托底作用，疫情期间受抑的需求有望在 4 月得到释放。

扩大消费是稳定内需的关键一环，消费政策持续加码有望助推消费需求在二季度进一步释放。根据政治局会议提法，我们认为本轮促消费政策可归结为三个角度。

其一，直接增加公共消费，包含社会性消费与政府自身消费两方面内涵，以抵补居民消费的不足。我们认为政府自身消费并非“洪水猛兽”，只要采购机制合理，除了拉动经济以外，还能够提高公共服务质量、定向纾困与产业引导，并且政策退出成本低。而社会性消费与医院、学校等民生基建相结合，可以助力保就业与脱贫攻坚任务。

其二，通过复市复商，扩大消费型基建投资，为居民营造消费环境和场景。我们认为老旧小区改造、停车场、充电桩、5G 等新旧基建起到扩内需作用以外，也有助于营造消费环境，进而带动居民消费。

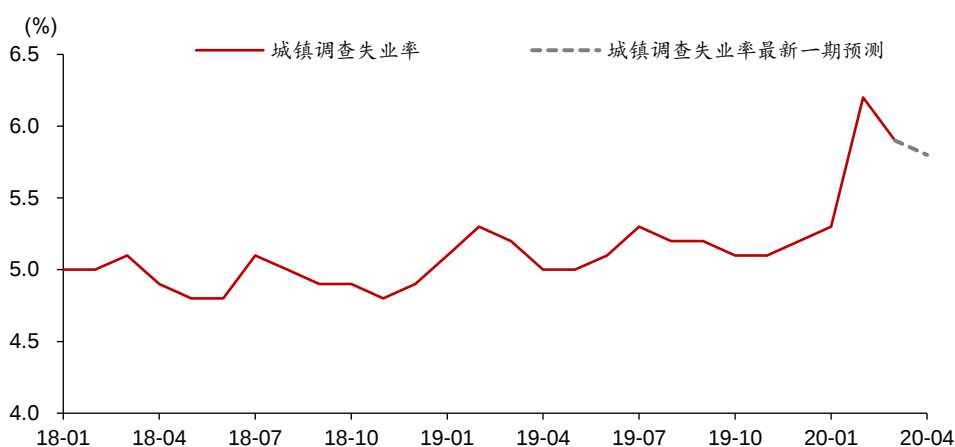
其三，直接补贴或减少税费等方式刺激居民消费，通过消费券等引导消费需求释放。一方面，为促进汽车消费回补，中央与地方多措并举，捆绑限购再现苗头，新能源汽车是补贴重点，二手车经销商增值税减收以激活二手车市场发展。另一方面，消费券作为补贴的一种方式，有利于提高消费倾向，目前主要投向餐饮、文旅及零售行业。

我们认为，消费政策选择的偏向性或导致经济与市场不同反馈。消费政策选择的偏向性上，扩大政府采购相较于提高科教文卫等社会性消费支出，或带来更强的经济与市场反馈。在财政资金乘数方面，我们认为消费券>政府采购>现金补助的排序。综合来看，我们认为随着促消费政策持续发力，消费意愿和场景的障碍逐步解除，消费有望在 4 月走出低迷区间。但长期来看，只有企业与居民的资产负债表得到修复，进而居民的收入预期得到修复，消费需求才能够释放。

预计 4 月全国调查失业率 5.8%，较 3 月份小幅回落

随着国家与地方的扶持政策在稳企业、稳重点群体方面持续发力，“就业池”得到进一步扩充，4 月就业形势较一季度有所改善。但企业资金链的收紧甚至断裂导致居民收入与就业仍然承压。预计 4 月全国城镇调查失业率为 5.8%，较 3 月下降 0.1 个百分点，同比上升 0.8 个百分点。

图表6： 预计 2020 年 4 月全国城镇调查失业率较一季度有所改善，但仍然承压



资料来源：Wind，华泰证券研究所

4 月以来，中央和部分地方政府均已出台关于稳就业工作的实施意见，涵盖创造岗位、扶持创业、抓好高校毕业生就业等方面。4 月 14 日，李克强总理在国务院会议中明确提出加大力度稳企业、吸纳毕业生就业。4 月 24 日，人社部等七部门联合发布通知对部分准入类职业资格实施“先上岗、再考证”的阶段性措施，同时落实好先上岗高校毕业生的各项待遇保障。同时各地陆续出台稳就业政策，主要有以下几个特点：一是以国企为代表扩大应届生招聘岗位；二是给予中小微企业吸纳高校毕业生的就业与创业补贴；三是扩大硕士生、专升本的招聘规模。

图表7： 4 月以来，各地陆续出台稳就业政策支持高校应届毕业生就业

4 月 24 日	江西	1、扩充高校毕业生基层就业数量，计划“特岗教师”招聘 6600 名，“三支一扶”高校毕业生数量 2000 名，高校毕业生参加就业见习数量 11000 名。 2、省内国有企业、中央在赣企业在年度用人计划中单列一定比例，专项招录高校应届毕业生。对招聘高校毕业生的创业型小微企业，根据招聘人数按月给予“五险一金”补贴，为期半年。 3、支持高校毕业生创业带动就业。加大毕业生创业担保贷款扶持力度，对具有大专以上学历的个人创业贷款最高额度从 15 万元提高到 20 万元。
4 月 21 日	陕西	1、各地公务员招录、事业单位招聘及国有企业公开招聘要根据岗位需求合理制定招聘条件，对不同教育形式的研究生提供平等就业机会，不得设置与职位要求无关的报考资格条件。 2、加强对非全日制研究生的就业指导服务，为符合条件的研究生统一办理就业手续，确保其都能享受就业创业政策。 3、高校对毕业生就业状况逐一摸底，重点关注建档立卡贫困家庭、零就业家庭毕业生等特殊群体，开展“一对一”帮扶，努力推动家庭困难毕业生充分就业。
4 月 20 日	湖南	1、省属国有企业从新增岗位中拿出不低于 50% 的岗位专门招聘应届高校毕业生。 2、疫情防控期间，中小微企业吸纳高校毕业生稳定就业一年以上并按规定缴纳社会保险的，可按每人 1000 元的标准给予其一次性吸纳就业补贴。 3、扩大研究生招生规模，2020 年全省研究生招生计划增加 5%，将专升本录取比例扩大一倍以上。
4 月 16 日	北京	北京市事业单位空缺岗位主要用于专项招聘高校毕业生（含择业期内未落实工作单位的高校毕业生）。
4 月 10 日	南京	1、全年组织各类企业推出超过 20 万个岗位，专项用于高校毕业生招聘。 2、对外地求职的高校毕业生，每人发放 1000 元一次性面试补贴。企业在 3 年内可按实际招聘人数，享受每人每年 7800 元的税费依次减免优惠。 3、中小微企业新招用毕业 1 年内的高校毕业生，签订 1 年以上劳动合同并参保，可按每人 2000 元享受一次性吸纳就业补贴。

资料来源：教育部大学生就业网，华泰证券研究所

目前来看，稳企业仍是“攻坚”难点。受疫情防控政策的限制，整个经济系统被分割成各个“点”，难以串成完整的链条。对国内而言，实体餐饮、线下零售、外贸纺织、汽车零配件等行业经营压力较大，可能存在部分企业破产倒闭的现象，中小企业的压力可能相对更大。虽然稳就业政策扩充了就业岗位增量，但企业资金链承压导致就业群体面临着裁员与缩招风险，就业存量仍然告急。稳重点群体方面，高校毕业生 5 月 6 日教育部宣布硕士研究生扩招 18.9 万人，专升本扩招 32.2 万人，高校应届生的就业问题预计在二季度招生工作结束后有所改善。

稳就业是当前宏观经济最受关切的问题之一，4 月政治局会议强调做好“六保”工作也将“保居民就业”放在首位。我们认为，在创设有效需求、稳就业等政策作用下，调查失业率进一步大幅上行风险有限，但短期回到 5.5% 以下的不确定性也较大，政策可能会更多追求

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_5354

