

需求恢复缓慢，供需矛盾凸显

——联合宏观信用观察月报（2020 年 4 月）

联合资信、联合评级宏观研究部

摘要：

- 2019 年政府工作报告表示，当前和今后一个时期，我国发展面临风险挑战前所未有，并对预期目标作了适当调整，强调今年要优先稳就业，值得注意的是，今年的政府工作报告中没有提出对经济预期增长目标，表明了在当前不确定性因素较大的情况下，政策对经济增长的容忍性进一步提高。将保就业提到优先位置，后期政策将围绕在“促就业”上，不会出现类似 2008 年的强刺激政策。
- 随着国内疫情防控向好态势持续巩固，生产需求逐步好转，4 月主要经济指标延续了 3 月份以来恢复改善势头。但同时也要看到，经济复苏尚未回到正常水平，面临的风险挑战仍然比较多。4 月经济整体呈“生产复苏快于需求”的特征，生产加快，需求尚显疲弱，库存被动增加，供需矛盾上升；外需方面，全球经济收缩，贸易活动下降，出口形势严峻。二季度经济增长仍存在较大压力。
- 区域方面看，疫情加重了地区间的不平衡。行业方面，随着疫情逐渐得到控制，复工复产的持续推进，上下游产业产销均有好转，随着基建的发力，钢材、水泥的需求或将逐步恢复；在消费政策的刺激下，汽车消费大幅上升，但全球经济短期内前景黯淡，加之进口零部件的供给状态尚未改善，产销恢复仍有隐忧。
- 2020 年以来，为对冲新冠疫情的影响，积极的财政政策更加积极有为，稳健的货币政策更加灵活适度，国务院及各部门陆续出台一系列阶段性针对性政策措施，对复工复产和恢复经济社会正常秩序发挥了积极作用。政府公布报告强调，下一阶段要继续实施“灵活适度的货币政策，积极有为的财政政策”，提高赤字率，提高专项债额度，发行特别国债，加大企业税收支持力度，促进消费扩容，大力提振内需。

一、宏观经济运行

2019 年政府工作报告表示，当前和今后一个时期，我国发展面临风险挑战前所未有，并对预期目标作了适当调整，强调今年要优先稳就业，值得注意的是，今年的政府工作报告中没有提出对经济预期增长目标，表明了在当前不确定性因素较大的情况下，政策对经济增长的容忍性进一步提高。将保就业提到优先位置，后期政策将围绕在“促就业”上，不会出现类似 2008 年的强刺激政策。

随着国内疫情防控向好态势持续巩固，生产需求逐步好转，4 月主要经济指标延续了 3 月份以来恢复改善势头。但同时也要看到，经济复苏尚未回到正常水平，面临的风险挑战仍然比较多。4 月经济整体呈“生产复苏快于需求”的特征，生产加快，需求尚显疲弱，库存被动增加，供需矛盾上升；外需方面，全球经济收缩，贸易活动下降，出口形势严峻。二季度经济增长仍存在较大压力。

1. 生产活动继续改善，但扩张力度减弱

随着生产生活秩序加快恢复，制造业和非制造业生产经营活动继续改善。2020 年 4 月，制造业采购经理指数和非制造业商务活动指数均位于荣枯线以上，其中制造业采购经理指数为 50.8%，比上月回落 1.2 个百分点；非制造业商务活动指数为 53.2%，比上月上升 0.9 个百分点；综合 PMI 产出指数为 53.4%，比上月上升 0.4 个百分点。

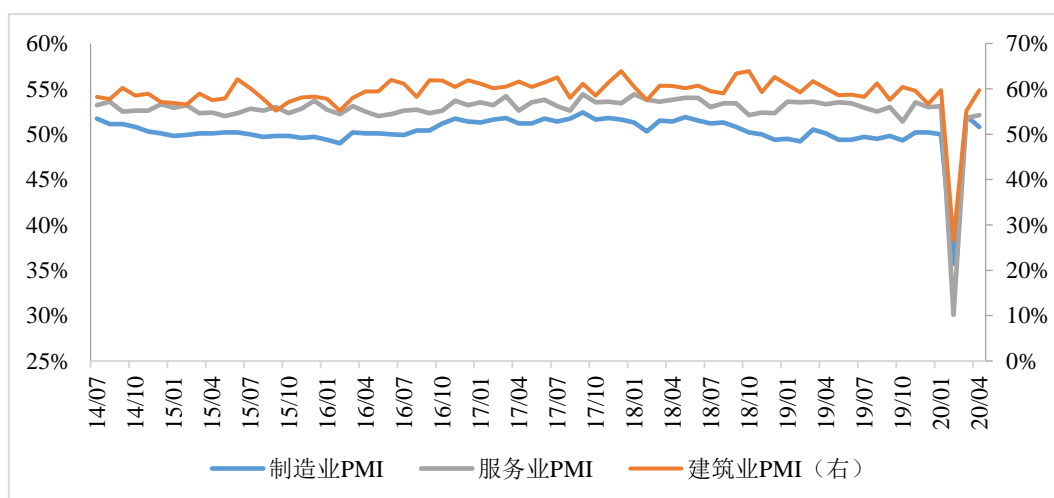
制造业生产经营状况较上月继续改善，但扩张力度有所减弱。4 月制造业 PMI 录得 50.8%，比上月回落 1.2 个百分点，扩张力度较 3 月放缓。在调查的 21 个行业中，食品及酒饮料精制茶、汽车制造、石油加工等 9 个行业 PMI 高于上月，纺织、化学原料制品、造纸印刷等 12 个行业 PMI 低于上月。**需求恢复弱于生产，库存被动上升。**4 月新订单指数为 50.2%，比上月回落 1.8 个百分点；生产指数为 53.7%，低于上月 0.4 个百分点，制造业生产活动继续保持复苏势头，但力度不及 3 月。需求恢复慢于生产，造成企业库存被动补增，产成品库存录得 49.3%，较前值上行 0.2 个百分点。**进料价格下降幅度大于出厂价格下降，企业利润空间上升。**4 月，主要原材料购进价格指数为 42.5%，较 3 月下行 3 个百分点；出厂价格指数 42.2%，较 3 月下行 1.6 个百分点，二者均创下自 2016 年以来最低值。结合 PPIRM-PPI 差值收窄，上游原材料价格下降明显，导致制造业进料价格进一步下降。主要原材料购进价格指数与出厂价格指数的差值为 0.3 个百分点，较前值大幅收窄 2.3 个百分点，录得 2016 年 1 月以来最低值，且首次跌落 1.0 个百分点之内，企业利润空间增大。**新出口订单大幅下降，需求不足导致就业压力上升。**4 月新出口订单指数录得 33.5%，较 3 月大幅下降 12.9 个百分点，疫情导致的外需不足使得新出口订单剧降；新订单指数 50.2%，虽还处于荣枯线上，

但较前值下降 1.8 个百分点，叠加在手订单录得 43.6%，显示了内需不足，就业压力上升。4 月从业人数指数录得 50.2%，较 3 月下降 0.7 个百分点，就业压力上升。

非制造业继续改善。2020 年 4 月，非制造业商务活动指数为 53.2%，高于上月 0.9 个百分点，其中建筑业和服务业均有不同程度上升。**建筑业加快恢复。**建筑业商务活动指数为 59.7%，较上月上升 4.6 个百分点，其中土木工程建筑业高于总体。从劳动力需求和市场预期看，建筑业从业人员指数和业务活动预期指数分别为 57.1% 和 65.4%，比上月上升 4.0 和 5.5 个百分点，在恢复传统基建、加快新基建等政策推动下，建筑业复工复产明显加快。**服务业稳步复苏。**服务业商务活动指数为 52.1%，比上月上升 0.3 个百分点。在促进企业复工复产、复商复市，扩大居民消费、增加公共消费等政策推动下，服务业多数行业业务活动稳步恢复，在调查的 21 个行业中，有 14 个行业商务活动指数高于 50.0%。

5 月随着两会的召开，政策的不确定性下降，需求端的刺激政策或将在两会之后更加明确，制造业及非制造业 PMI 指数或将进一步改善。

图 1：PMI 指数



数据来源：Wind，联合资信整理

2. 工业增加值当月值转正，服务业仍然较弱

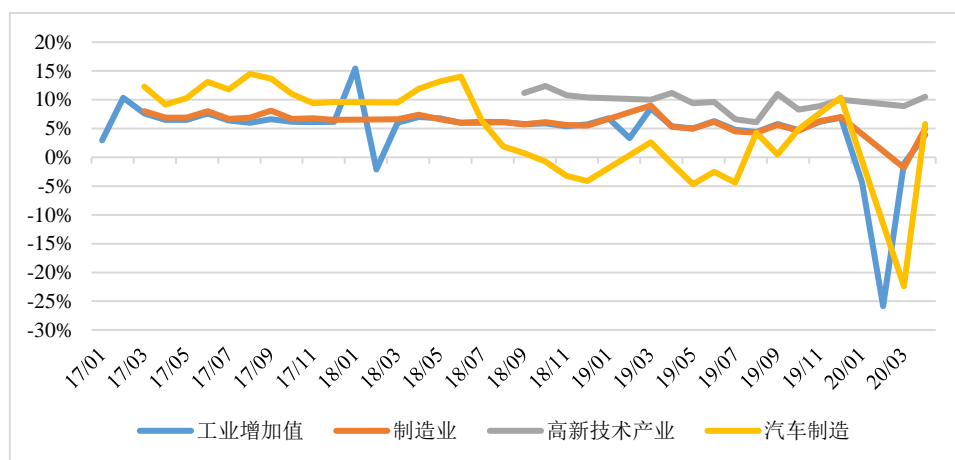
工业生产累计下降仍较明显，工业经济下行压力仍然较大。1-4 月份，工业增加值累计同比下降 4.9%，降幅较一季度收窄 3.5 个百分点，较去年同期（上涨 6.2%）仍有较大的下降。4 月当月工业增加值由负转正，高新技术行业表现靓丽。4 月，规模以上工业增加值同比增长 3.9%（3 月值为-1.1%），好于市场平均预期值 1.5%；环比增长 2.3%，较前值的 33.0%有所放缓。制造业增加值大幅改善是推动工业增加值转正的主要推

动因素：4月制造业增加值同比增长5.0%，较3月上升6.8个百分点，一方面受复工复产的推进，另一方面主要是由于出口相关的制造业改善显著。分行业看，高新技术产业表现尤为凸出，高技术产业工业增加值同比增长10.5%，高于全部工业6.6个百分点，与4月高新技术产品出口增速大幅上升相一致，前期订单积压造成的生产加速是4月高新技术工业增加值表现凸出的主要原因；4月汽车行业工业增加值为5.8%（去年同期值为-1.1%），较3月提高28.2个百分点，在所有行业中改善最大，主要是由于4月汽车生产、销售增加。**多数行业实现增长，产品增长面持续扩大。**4月统计的41个大类行业中28个行业增加值实现了同比增长，正增长的行业比3月增加了12个行业；统计的612种商品中60%实现了同比增长，产品的增长面比上个月扩大超过20个点，其中汽车产量为210万辆，同比增速由上月的下降43%转为增长5.1%；发电机组、挖掘机、混凝土机械、光缆等均增长40%以上。

在工业生产继续恢复的同时，**服务业降幅也在收窄，但依然为负增长。**4月，全国服务业生产指数同比下降4.5%，降幅比3月份收窄4.6个百分点；服务业商务活动指数为52.1%，比3月份上升0.3个百分点。

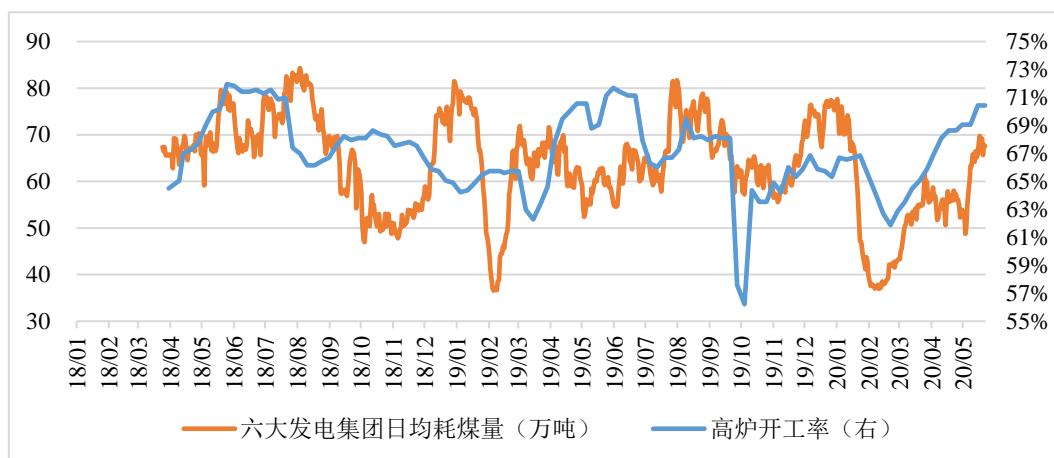
后续生产增长面临压力。生产恢复的动力是需求的上升，而后期生产复苏速度受制于需求的不足可能放缓。国家统计局4月下旬的快速调查显示，截至4月25日左右，规模以上工业达到正常生产水平一半以上的企业接近85%，尚未回归到正常水平，5月15日，统计局发言人表示复工复产的同时存在“达产难，订单少”的问题。需求端的不足，将会限制后期生产端的继续改善。从高频数据看，4月5大发电集团当月日均耗煤量均值为55.39万吨，仅为去年同期的86.9%，5月前两周日均耗煤量均值为60.94万吨，是去年同期水平的106.2%，耗煤量上升，推测原因是5月上旬南方的异常高温天气导致的居民用电量上升所致。整体来看，**二季度生产将受制于需求，增长面临压力，同比增长或难以达到去年同期水平。**

图2：工业增加值当月同比增速



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3：高炉开工率以及发电耗煤量



数据来源：Wind，联合资信整理

3. 投资降幅收窄，基建改善最为显著

2020 年 4 月固定资产投资累计同比下降 10.3%，降幅较前 3 个月收窄了 5.8 个百分点，基建、房地产、制造业三大行业投资均有改善，其中基建改善幅度最为显著，房地产投资增速在三大行业中依然遥遥领先，制造业投资依然较为疲弱。4 月当月，基建、房地产投资均实现同比正增长，制造业依然处于负增长区间，由于制造业中民营企业占绝大部分，所以制造业投资增速依旧下降表明了投资者对未来经济预期不乐观；房地产投资连续第二个月改善，但幅度最弱，政府报告中重申“房住不炒”定位，未来房地产政策以“稳定市场”为主，大幅度放水刺激房地产的时代不再；基建投资增速大幅度改善。预计后期固定投资将主要依赖基建拉动。

基建有望继续发力。1-4 月基建投资（不含电力）完成额累计同比下降 11.80%，降幅较前值收窄 7.90 个百分点，在三大行业中好转最为显著；推算 4 月当月全口径基建同比增长 4.79%，较 3 月上升 12.78 个百分点，高于去年同期 1.79 个百分点，在政策的支持下，基建有了较大幅度的改善。**基建融资仍然保持高位，**1-4 月新增专项债发行 11522 亿元，同比增长 57.9%。复工复产叠加基建政策的逐渐发力是 4 月基建继续好转的主要原因。后期基建增速有望保持高速增长，支撑固定投资增速继续好转。一方面**资金支持有望继续带动基建投资。**政策强调“六保”，2019 年政府工作报告中再次强调加强新型基础设施建设，安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元，提高专项债券可用作项目资本金的比例，同时中央预算内投资安排 6000 亿元，重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设，在资金的大力支持下，基建增速有望继续走高。另一方面**基建 REITs 出台，有望盘活存量资产，或将带动基建投资继续增长。**4 月 30 日，证监会与发改委联合发布《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

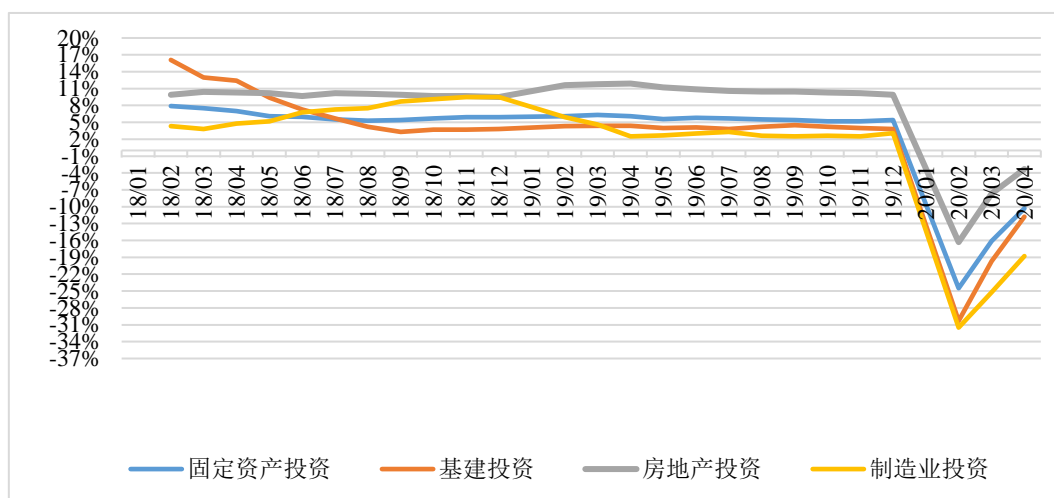
的通知》，标志着境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步。最后从项目审批角度看，**4 月项目审批速度继续保持高位**。3 月以来，在稳增长的政策情况下，3 月申报项目数量显著增加，全行业投资项目数同比增长 125%，创历史新高，4 月投资项目数同比增长 82%，增速较 3 月有所放缓，但仍然维持在历史较高的增速水平。整体看，2020 年固定资产投资主要依赖于基建拖动。

房地产投资继续修复。1-4 月房地产开发投资完成额累计同比下降 3.30%（去年同期是增长 11.9%），降幅较前值收窄 4.40 个百分点，增速在三大行业中依然遥遥领先，但是修复力度不及基建和制造业；4 月当月，房地产投资同比增长 7.0%（去年同期是增长 12.0%），较 3 月上升 5.8 个百分点。从生产端看，**新开工面积连续第二个月好转**，1-4 月房屋新开工、竣工面积累计同比为-18.4%、-14.5%，分别较前值反弹 8.8、1.3 个百分点；施工面积累计同比 2.5%，较前值继续小幅下行 0.1 个百分点。**销售端看，销售继续好转，价格同比涨幅略有下降，环比小幅上涨**。1-4 月商品房销售面积累计同比下降 19.3%，降幅较前值收窄 7 个百分点；百城新建住宅价格指数同比上涨 2.93%，较 3 月回落 0.02 个百分点，环比上涨 0.25%。从资金端看，**自筹资金改善明显，按揭改善力度不及预期**。1-4 月房地产开发资金来源累计同比为-10.4%，较 1-3 月提升 3.4 个百分点；从主要资金来源看，自筹资金增速提升 3.6 个百分点至-5.2%，个人按揭同比增速较 3 月上升 2 个百分点至-5.4%，回升幅度最小。结合 4 月新增居民中长期贷款回升力度不及短贷，显示了销售端回升力度可能有限。央行日前发布的《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，重申“房住不炒”定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，预示短期房地产整体调控政策不变，政策以维持房地产市场稳定为主，叠加疫情对消费心理产生的抑制影响，**后期房地产投资在政策的支撑下边际好转，但难以实现大幅增长**。

制造业投资仍显疲弱。1-4 月制造业投资累计同比-18.8%，较前值提升 6.4 个百分点，反弹幅度基本持平 3 月，在三大投资行业中增速最低；4 月当月，制造业同比下降 6.7%，降幅虽有收窄，但依然处于下降趋势，是三大行业中唯一下降的。其中**高技术领域投资向好**，1-4 月高技术制造业投资下降 3.6%，降幅比一季度收窄 9.9 个百分点，比全部制造业投资降幅小 15.2 个百分点。其中一些高技术制造业投资实现增长，生物药品制品制造业投资增长 18.3%，计算机及办公设备制造业投资增长 15.4%，专用仪器仪表制造业投资增长 4.6%。制造业工业增加值大幅改善表明生产大幅上升，而制造业投资依旧低迷反映了企业家对未来预期并不乐观未扩大投资，印证了制造业工业增加值大幅改善并非由于需求上涨而是由于前期订单加工所致。**预计后期制造业投资形势依然严峻**。一方面，制造业中出口占比较大，外贸的不景气对我国的制造业形成较大的冲击，疫情在全球范围的扩散，使得 2020 年全球贸易受到严重冲击，5 月 13 日联合国贸发会议与多

个国际组织联合发布报告显示，受新冠肺炎大流行影响，第一季度全球贸易额下降 3%，报告预计第二季度全球贸易将环比下降 27%，外贸环境的不确定性会压制国内制造业投资。另一方面，国内的需求不足，叠加 PPI 通缩压力存在，压缩企业的利润空间，同样压制企业的投资热情，4 月长江商学院中国企业经营状况（BCI）企业投资前瞻指数较前值回落 5.8 个百分点至 44.6%，显示了民营企业投资信心不足。后期制造业投资增速降幅或将进一步收窄，但仍然保持低位运行。

图 4：固定资产投资增速（累计同比）



数据来源：Wind，联合资信整理

4. 消费继续回暖，“报复性”复苏不可期

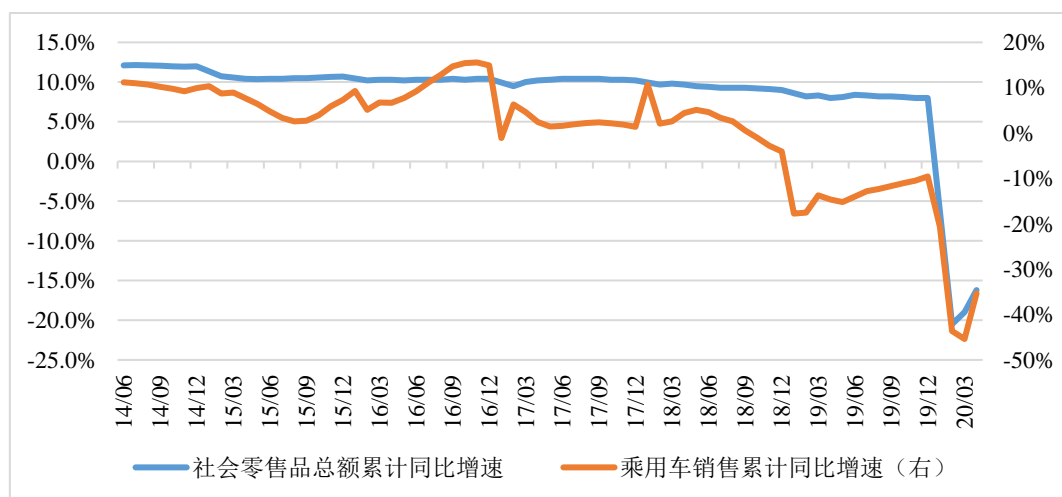
消费继续回暖，汽车消费贡献最大。1-4 月份，社会消费品零售总额 106758 亿元，同比名义下降 16.2%，降幅较一季度收窄 2.8 个百分点，除汽车以外的消费品零售额 97357 亿元，同比下降 15.5%。4 月当月，社会消费品零售总额当月同比名义下降 7.5%，较前值回升 8.3 个百分点，回升幅度较 3 月的 4.7 个百分点明显扩大，剔除汽车消费后同比名义下降 8.3%，降幅较 3 月收窄 7.3 个百分点；汽车类商品销售明显改善。面对疫情冲击，中央和地方出台多项政策措施，稳定和促进汽车消费，效果逐步显现。根据乘联会统计，4 月国内狭义乘用车市场销量同比下降 5.6%，高于去年同期值（-16.8%），较 3 月大幅反弹 34.8 个百分点，是消费继续回暖的主要力量。汽车消费的大幅度反弹主要推动因素是汽车的消费刺激政策，随着 4 月中旬后的车市销量逐步稳定，5 月车市已经进入后疫情时代，月度销量处于正常性季节波动状态；但同时不能忽略海外疫情的影响，虽然海外疫情逐步稳定，但全球经济短期内前景黯淡，4 月汽车零部件及底盘进口金额及数量同步下滑，且海外生产尚未完全恢复，进口零部件的供给状态尚未改善，产销恢复仍有隐忧。

从消费品类看，刚性消费依然保持强劲，可选消费相对疲弱。4 月份，限额以上单位粮油食品类商品零

零售额同比增长 18.2%，继续保持较快增长；饮料类和日用品类商品零售额同比分别增长 12.9% 和 8.3%，增速分别比 3 月份加快 6.6 和 8 个百分点；服装鞋帽同比降 18.5%，降幅虽有收窄，但依然保持负增长，房地产后周期消费品不景气，限额以上单位家用电器和音像器材类、家具类和建筑及装潢材料类商品零售额同比分别下降 8.5%、5.4% 和 5.8%。

短期看，消费在消费券等政策的刺激下，实现了快速的反弹，但长期看，**报复性消费不可期**：一方面，居民消费与居民收入保持较高的一致性，在经济下行、失业率上升，居民收入下行的压力下，居民边际消费倾向下降。2020 年一季度城镇居民人均可支配收入增速大幅下降至 0.5%（2019 年为 5%），4 月调查失业率为 6.0%，失业的增加叠加经济下行的预期，降低了居民对未来收入的预期，将压制消费的增长；另一方面在经历了**危机后，居民消费意愿下降，储蓄率普遍上升**。2008 年经济危机后，全球的储蓄率普遍升高，根据 IMF 统计的数据显示，2010 年世界平均储蓄率较 2009 年提升了 1.65 个百分点至 24.4%；欧盟储蓄率连续两年上升；我国 2010 年的储蓄率较 2008 年提升了 1.0 个百分点。最后疫情防控的常态化同样对消费产生抑制作用。据商务部监测，5 月 1 日-5 日，重点零售企业日均销售额比清明假期增长 32.1%，同比下降 6.7%；住宿、餐饮等生活服务，消费规模是去年同期 70% 左右，并未实现“报复性”消费。综合来看，疫情对居民产生的心理压力将会继续限制消费，后期消费的继续增长还需要政策的刺激，长期依然存在较大的压力。

图 5：社会零售总额及汽车销售增速



数据来源：Wind，联合资信整理

5、短期因素推升出口增速，二季度外贸环境不容乐观

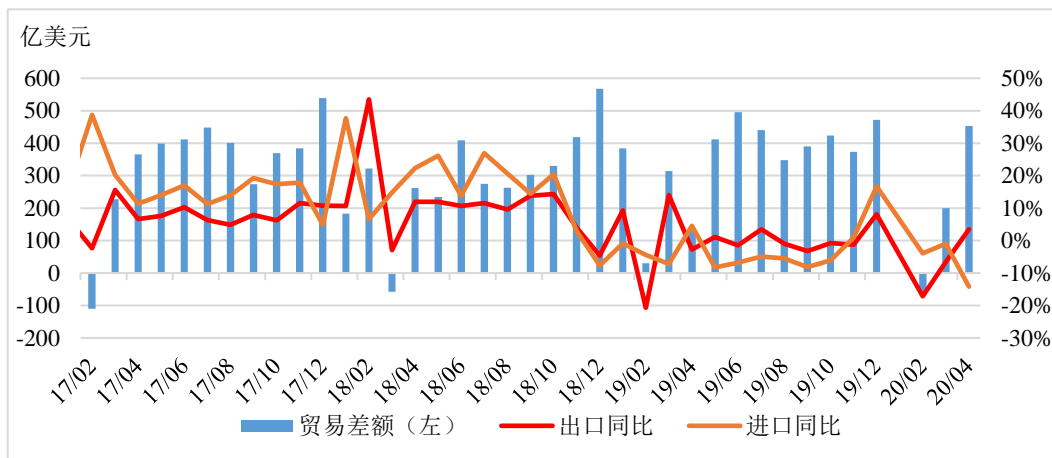
按美元计价，2020 年前 4 个月，我国进出口总值 1.3 万亿美元，下降 7.5%。其中，出口 6782.8 亿美元，

下降 9%；进口 6200.5 亿美元，下降 5.9%。以美元计价，2020 年 4 月当月出口同比增长 3.5%（3 月为下降 6.6%），市场预期-11.0%；进口同比下降 14.2%（3 月为下降 0.9%），市场平均预期下降 10.0%；贸易顺差 453.4 亿美元，市场预期 86.8 亿美元，3 月贸易顺差录得 199 亿美元。

高新技术产品和机电产品出口增速上涨也是 4 月出口增速超预期正增长的推动因素之一。2020 年 4 月高新技术产品和机电分别增长 10.9%和 5.5%，3 月分别下降 7.5%和 9.0%，环比上涨 18.4%和 14.4%，分别拉动出口增速 3.1 和 2.1 个百分点，**是出口超预期的主要推动因素之一。防疫物资出口大幅增加是出口超预期的另一原因。**4 月是欧美等发达国家疫情高峰时期，海外疫情扩散增加了全球防疫物资需求，而海外国家相继宣布实施封锁措施，停工停产导致国内防疫物资供给的下降，而作为最先复工复产的中国成为防疫物资的主要供给方，4 月纺织纱线、织物及制品出口金额达到 146.21 亿美元，创历史最高值，占全部出口金额的 7.3%，拉动出口增速 2.51 个百分点（去年同期值为-0.64 个百分点）；医疗仪器及器械出口金额为 15.09 亿美元，占全部出口金额的 0.75%，创历史最高值，拉动出口增速 0.26 个百分点（去年同期值为-0.06 个百分点）；两者共计拉动出口增速 2.77 个百分点。同时去年基数低、前期订单积压也是出口增速大幅反弹的主要因素。

进口方面，**价格下跌拖累进口增速**，呈现上游“量升价跌”，下游“量价齐跌”的特征，供需分化明显。4 月主要进口商品中，上游大宗资源品进口价格明显下跌，除了原油进口量同比减少外，铁矿石、铜材等进口数量均实现两位数增长，反映了在基建、建筑行业逐渐恢复的进程中，需求逐渐恢复；但下游需求端出现量价齐跌的情况，汽车及其零部件进口同比下滑 63.8%，降幅较上个月扩大 50.3 个百分点，汽车产业链较长，增速大幅下降体现出需求的走弱和疫情对供应链的冲击。另一方面，**需求不足叠加库存大量积累挤压进口需求。**3 月和 4 月 PMI 新订单指数分别录得 52.0%、50.2%，显示了需求端修复慢于生产端，汽车等消费品的销售增速下降印证了需求不足这一事实；同时工业企业的库存上升，自 2019 年 12 月开始工业企业库存开始上升，但是 2020 年 2 月和 3 月工业企业库存成直线上升趋势，显示了在疫情期间需求不足导致企业积累了大量的库存。市场需求低迷叠加企业被动补库存，共同拖累进口增速的下降。

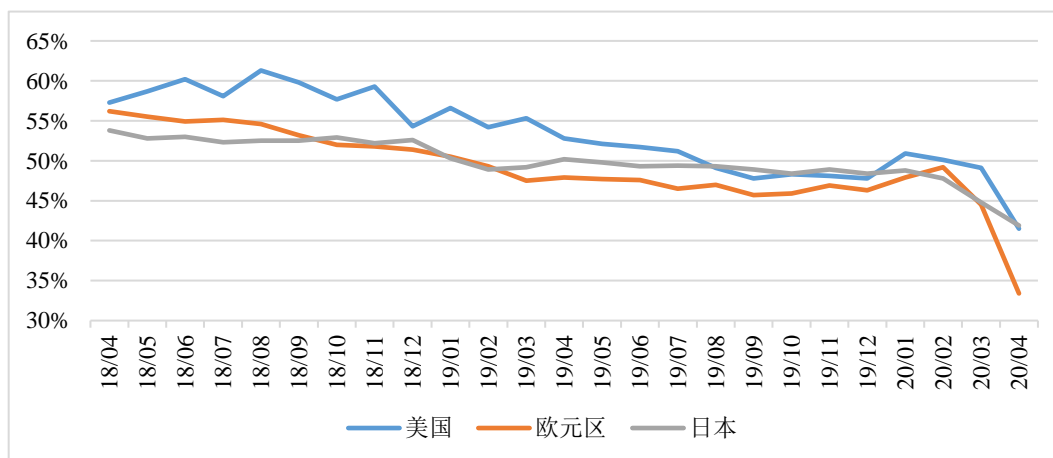
图 6：以美元计我国进出口情况



数据来源：Wind，联合资信整理

受疫情影响，海外需求收缩，二季度出口增速继续承压。国际货币基金组织（IMF）预测 2020 年全球经济增长将会下降到-3%。从目前来看，海外经济增速下滑已经开始显现，4 月美国 ISM 制造业 PMI 下滑至 41.5%，创 2009 年 4 月以来最低；欧元区 PMI 跌至 33.6%，基本持平金融危机低点；日本制造业 PMI 降至 41.9%，创 2009 年 4 月以来最低。海外经济的下降导致需求下降，虽然 5 月或将迎来海外大规模的复工复产，但需求恢复尚需要一段时间，短期内我国出口将继续承压。同时东盟经济体疫情也开始扩散，对我国的进口需求下降，前期对我国出口增速的正向拉动作用可能转负。需求不足将直接导致出口增速的下降。同时 4 月欧美国家陆续宣布复工复产，产品生产的恢复将冲击我国产品的需求，进而使我国出口增速承压。进口方面，随着我国基建的发力，以及消费政策的刺激，内部需求或将触底回升，但由于我国企业外贸转内销满足部分国内需求，进口增速难以达到往年水平。

图 7：外需不足，外贸形势严峻



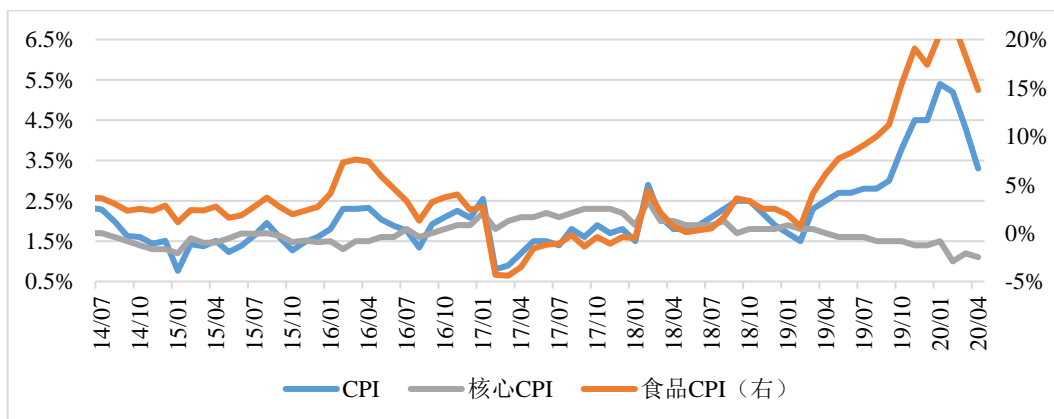
数据来源：Wind，联合资信整理

6. CPI-PPI 剪刀差进一步走阔

2020 年 4 月，全国居民消费价格（CPI）同比上涨 3.3%，较 3 月大幅下降 1 个百分点，涨幅连续第二个月回落，但依然位于自 2012 年以来的 2 月以来的高点；1-4 月平均，CPI 比去年同期上涨 4.5%；环比来看，4 月 CPI 环比下降 0.9%，降幅较前值收窄 0.3 个百分点。核心 CPI 同比上涨 1.1%，较 3 月下降 0.1 个百分点。食品价格是近一年以来 CPI 上涨的主要驱动因素，具体看，CPI 食品项同比涨幅由 2019 年 2 月的 0.7% 快速攀升至 2020 年 2 月 21.9% 的峰值，CPI 同比涨幅在此推动下也由 1.5% 大幅上升至 5.2%。本轮食品价格快速攀升主要是受猪瘟叠加猪周期推动猪肉价格大幅上涨所致。自 2020 年 3 月开始，食品价格开始下降，带动 CPI 同比涨幅从高位开始回落。具体看，4 月 CPI 同比上涨 3.3%，涨幅比上月回落 1.0 个百分点。其中，食品价格上涨 14.8%，涨幅回落 3.5 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.98 个百分点，是 4 月 CPI 回落的主要因素。从环比角度看，2020 年 4 月 CPI 环比下降 0.9%，降幅较 3 月收窄 0.3 个百分点。其中，食品价格下降 3.0%，拉动 CPI 下降 0.7 个百分点，是 CPI 环比继续下降的主要推动因素。具体看，主要食品构成项价格均有下降，鲜菜供应量增加，价格下降 8.0%；猪肉供给持续增加，价格继续下降 7.6%。非食品项环比下降 0.2%，主要是受国际原油价格下降影响，汽油、柴油等价格同步下滑。

短期通胀继续回落的可能性较大。从高频数据看，进入 5 月以来，猪肉价格继续下降，随着生猪产能的逐渐恢复，生猪出栏量也逐渐恢复，猪肉价格将持续下降，进而推动 CPI 增速继续下降；蔬菜逐渐进入供应季，叠加前期的交通管制逐渐恢复，蔬菜的供应将会季节性增加，价格会季节性的下降。非食品项方面，受疫情影响，国内需求尚未完全恢复，价格同比增速或将继续放缓。长期看，宽松的货币政策对下半年通胀具有一定压力，但考虑到去年通胀的高基数因素，以及疫情影响下的消费需求不足，核心 CPI 涨幅长期维持低位且有所下滑，下半年 CPI 涨幅较上年回落的概率较大。

图 8：CPI 同比增速

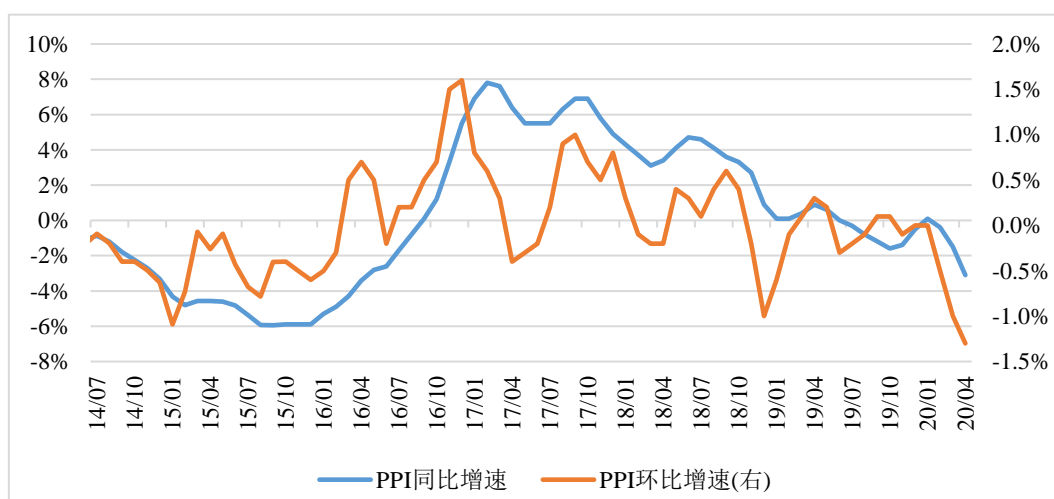


数据来源：Wind，联合资信整理

4月，PPI同比下降3.1%，降幅比上月扩大1.6个百分点，降幅扩大明显；PPI环比下降1.3%，降幅比上月扩大0.3个百分点，且1-4月环比降幅逐月扩大，环比同比同步大幅下降，加速下降趋势明显。**生产资料价格大幅下降是主要原因**：4月生产资料价格环比大幅下降1.8%，降幅扩大0.6个百分点；生活资料价格环比下降0.1%，降幅收窄0.1个百分点。4月生产资料价格同比下降4.5%，降幅扩大2.1个百分点；生活资料价格同比上涨0.9%，涨幅回落0.3个百分点。从具体行业角度看，**石油相关行业价格降幅继续扩大**。在40个行业大类中，价格下降的有30个，上涨的有8个，持平的有2个。其中，石油和天然气开采业价格环比下降35.7%，降幅扩大18.7个百分点；同比下降51.4%，降幅扩大29.7个百分点。石油、煤炭及其他燃料加工业价格环比下降9.0%，降幅扩大1.2个百分点；同比下降19.8%，降幅扩大9.2个百分点。石油相关行业产品价格降幅继续扩大，主要是受到国际原油价格大幅度下跌影响，同时下游需求的萎缩，也产生了较大的抑制作用。

预计 PPI 下降的趋势或将延续。国内因素看，受疫情影响，工业生产恢复进度快于需求恢复进度，供大于求的局面或将持续，企业为了去库存回笼资金以及在不利条件下保住市场份额，具有较强的压价促销的动力；国际因素看，受疫情冲击欧美等发达国家经济已经陷入衰退，对中国产生资料外需或将长期萎缩，对出口产品价格回升构成压力。虽然国内已经全面复工复产，海外疫情严重国家也自5月以来开始逐步解封，这将有利于PPI的稳定。但从实际情况来看，企业复工进度可能较快，但真正恢复正常生产则受制于需求的缓慢复苏，需要一个较长的过程。

图9：PPI增速



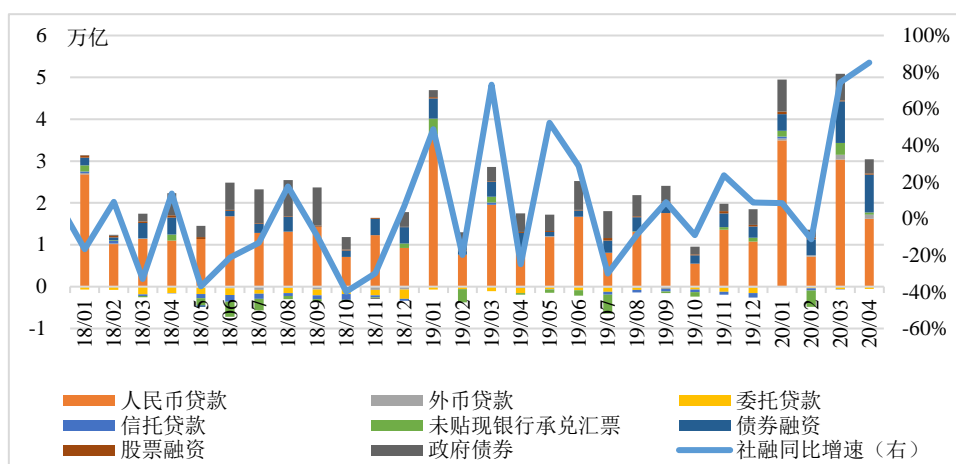
数据来源：Wind，联合资信整理

7. 贷款推升社融增速，M2-M1 剪刀差进一步走阔

4月末，社会融资规模余额同比增长12%，为2018年6月以来最高水平。1-4月社会融资规模增量累计为14.19万亿元，与去年上半年的增量接近。前四个月推动社融大幅增长主要有三个因素：一是**金融机构进一步加大对实体经济的信贷支持**：1-4月金融机构对实体经济发放的人民币贷款累计增加8.88万亿元，同比多增1.71万亿元。二是**金融市场对实体经济提供的直接融资增多**，企业债券和股票融资在社融中的比重明显上升：1-4月企业债券净融资为2.68万亿元，相当于去年全年企业债券净融资的80%；1-4月非金融企业股票融资1570亿元，同比增长近一倍。二者合计占社会融资规模的比重达到20%，同比提高6.4个百分点，从历史上看也处于较高水平。三是**金融体系积极配合财政政策发力，推动政府债券融资大幅增加**：1-4月政府债券净融资1.91万亿元，同比多5246亿元。其中，地方政府专项债券净融资1.14万亿元，同比多4373亿元。

4月份当月社会融资规模增量为3.09万亿元，同比多增1.42万亿元，环比下降2.07万亿，但依然是近10年来同期最高值。具体从结构看，**人民币贷款和企业债券融资是4月新增社融保持高位的主要原因**。具体看，4月新增人民币贷款1.62万亿，同比多增7506亿，主要是在基建政策发力下基建企业配套资金的需求上升所致；新增企业债券净融资9015亿，金融市场对企业的支持力度继续加大。

图 10：新增社融构成及同比增速



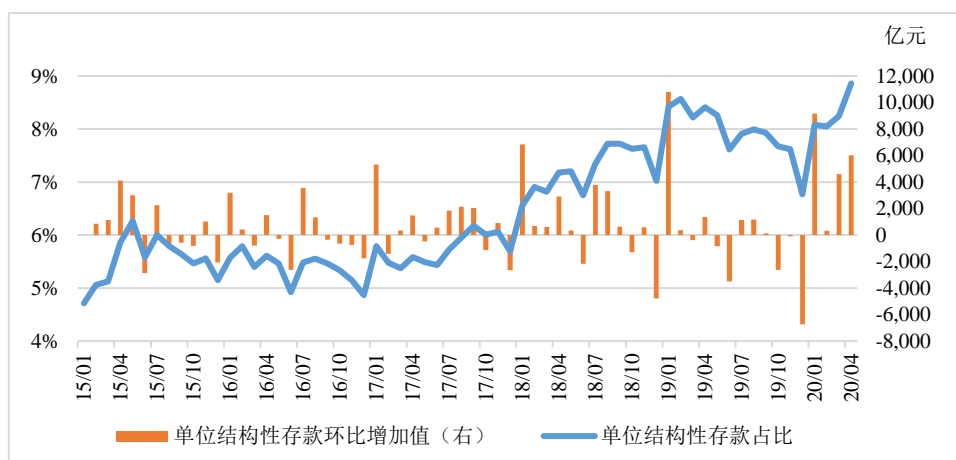
数据来源：Wind，联合资信整理

从信贷结构来看，**基建相关行业是贷款主力军**。4月新增人民币贷款1.7万亿，同比多增6818亿元。其中，4月份企（事）业单位贷款增加9563亿元，同比多增6092亿元。其中，中长期贷款增加5547亿元。从贷款去向看，4月末，制造业中长期贷款余额同比增长17.8%，比上月末高1.1个百分点，是2011年3月以来的高点。其中，高技术制造业中长期贷款持续快速增长，月末余额同比增长39.9%，比上月末高0.7

个百分点。基础设施中长期贷款余额同比增长 11.2%，比上月末高 0.7 个百分点，是 2018 年 5 月以来的高点。服务业（不含房地产业）中长期贷款余额同比增长 14.7%，比上月末高 0.7 个百分点，是 2018 年 3 月以来的高点。2020 年一季度人民币贷款增加 7.1 万亿元，其中基础设施行业增加 1.5 万亿元(占比 21.1%)；2019 年上半年新增人民币贷款 9 万多亿元，基础设施贷款新增仅有 1.32 万亿元（占比 13.7%）。比较来看，基础设施相关贷款 2020 年 1 个季度新增规模已超去年上半年 2 个季度的增量。综合前 4 个月的信贷数据看，**基建相关行业是贷款的主力军**。但企业贷款的增加，未必代表生产活动的提高，结合 4 月企业部门结构性存款的大幅上升来看，企业贷款部分流入金融市场赚取利差，并未对实体经济产生影响。

企业长期存款推升 M2 增速，疫情对居民收入冲击显现。2020 年 4 月末，广义货币(M2)余额 209.35 万亿元，同比增长 11.1%，增速分别比上月末和上年同期高 1 个和 2.6 个百分点；狭义货币(M1)余额 57.02 万亿元，同比增长 5.5%，增速分别比上月末和上年同期高 0.5 个和 2.6 个百分点。M2 同比增速连续第三个月上升，主要推动因素是企业存款的大幅上涨，4 月企业新增人民币存款 1.17 万亿，同比多增 1.34 万亿，表明在信贷政策的支撑下企业获得了较多信贷资金支持；从全国性中资银行数据显示，4 月企业新增人民币存款 1.01 万亿，其中活期存款减少 0.54 万亿，新增企业结构性存款 0.6 万亿元，占企业新增存款的 59.29%，是企业存款增加的主要推动因素。居民存款减少 7996 亿，同比多减 1748 亿，一方面反映了 4 月居民消费上升导致存款减少，另一方面反映了疫情对居民收入的冲击。M1 同比增长 5.5%，增速相较 M2 仍然较低，反映活期存款增长较缓。货币供应结构中，M1 的占比更高，可以反映出货币在实体的潜在流通速度越快，对实体的促进作用就会更强。如果企业对未来预期谨慎，企业会更倾向于金融投资，将存款定期化，M2 占比会更高；如果企业对未来增长前景乐观，准备补库存或者扩大资本开支，企业会选择将存款活期化，以随时应对补库存和扩大资本开支所需要的现金，这时企业账户上活期存款的部分占比会相对较高，M1 上升。4 月，M2-M1 剪刀差较 1-3 月进一步走阔，或显示了企业信贷部分未流入实体，而是以结构性存款的形式流入金融市场以赚取利差，企业对未来增长信心不足，同时也与投资低迷相印证。

图 11：单位结构性存款继续上升，占比创历史新高



数据来源：Wind，联合资信整理

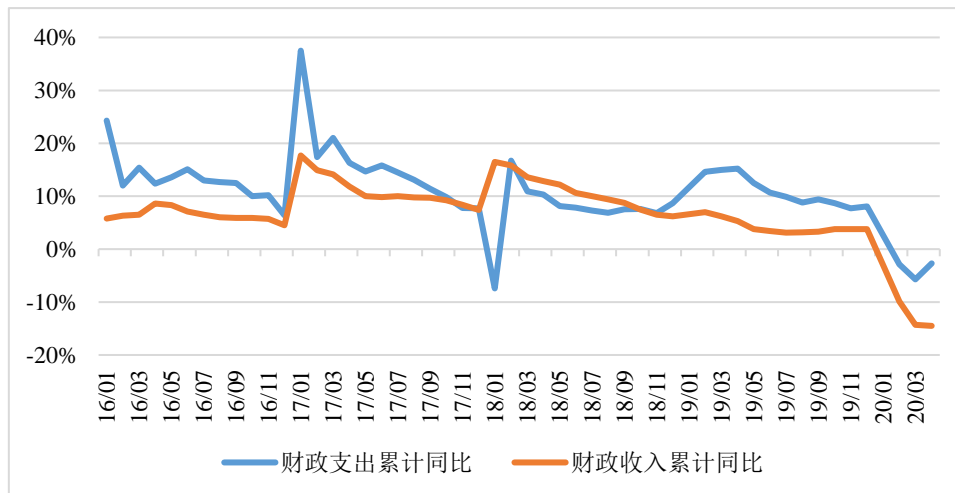
8、财政收入降幅逐月收窄，收支缺口创历史同期新高

1-4 月累计，全国一般公共预算收入 62133 亿元，同比下降 14.5%，分月看，1-4 月各月全国财政收入分别下降 3.9%、21.4%、26.1%、15%，呈现下降后趋于回升的态势。财政部分析财政收入下降受多重因素叠加影响。一是疫情冲击导致税基减少，以及为支持疫情防控保供、企业纾困和复工复产采取减免及缓征税收等措施，拉低收入增幅约 11 个百分点；二是继续巩固减税降费成效，增值税翘尾减收拉低全国财政收入增幅约 5 个百分点；三是上年末延至今年初缴纳入库的税收同比减少，以及去年同期中央特定国有金融机构和央企上缴利润等使收入基数较高，相应拉低今年全国财政收入增幅。具体看，1-4 月全国税收收入 53081 亿元，同比下降 16.7%；非税收入 9052 亿元，同比增长 1%。从税种看，受疫情冲击一些主要经济指标下降，以及减税政策翘尾减收等因素影响，主要税种收入同比下降，其中增值税同比下降 24.4%，降幅最大，进口货物增值税、消费税同比下降 21.6%，仅次于增值税下降；分行业看，受疫情冲击较大的行业税收降幅较大，其中住宿餐饮、交通运输业、文化体育和娱乐业分别下降 46.8%、29.8%、28.2%。

1-4 月累计，全国一般公共预算支出 73596 亿元，同比下降 2.7%，降幅较一季度收窄 3 个百分点，主要是落实“六保”任务，重点项目加快启动，财政支出快速增长。1-4 月收支累计缺口 11463 亿元，创历史同期最高值。政府工作报告要求“积极的财政政策更加积极有为”，在企业生产尚未完全恢复的情况下，税收收入难以到达常年水平，预计后期的财政压力较大。财政部 5 月 22 日提请十三届全国人大三次会议审查《关于 2019 年中央和地方预算执行情况与 2020 年中央和地方预算草案的报告》中预计，一般公共预算收入二季度可能维持负增长，下半年可能出现恢复增长并回补部分上半年减收；2020 年全年全国一般公共预算收

入 180270 亿元，下降 5.3%。政府财政压力较大，中央财政将加大转移支付力度解决地方政府支出困境。

图 12：财政收支累计同比增速



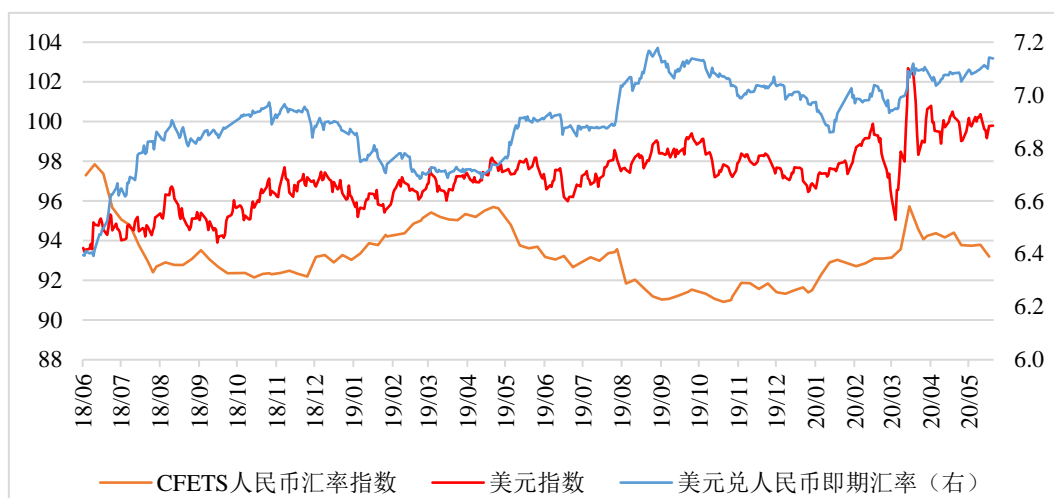
数据来源：Wind，联合资信整理

9. 人民币汇率高位震荡，警惕资本外流带来的贬值压力

截至 2020 年 4 月末，我国外汇储备规模为 30915 亿美元，较 3 月末上升 308 亿美元，升幅为 1%。4 月，为应对新冠肺炎疫情持续蔓延，主要国家加大了货币及财政刺激政策力度，投资者信心有所恢复。受此影响，国际金融市场上美元指数震荡微跌，主要国家资产价格有所上涨。汇率折算和资产价格变化等因素综合作用，当月外汇储备规模小幅上升。整体看，我国外汇储备较为稳定，对人民币汇率提供较强支撑。

4 月人民币兑美元高位震荡徘徊，人民币兑美元即期汇率 4 月末较 3 月末上升 412 基点；进入 5 月后由于欧美国家逐渐复工引起的市场对于疫情二次爆发的恐慌，避险情绪再次高涨，人民币兑美元即期汇率突破 7.1 大关，跌至 2015 年汇率改革以来仅次于 2019 年 9 月的第二低位。后期人民币汇率需要警惕恐慌情绪引起的资本外流引起的贬值。当前影响人民币汇率的主要是市场的避险情绪，4 月下旬以来欧美等国家疫情进入平台期，5 月欧美纷纷开始复工复产，但在疫情尚未完全得到控制的情况下匆匆复工，可能会引发疫情的二次爆发，进而引起国际市场担忧，避险情绪的上升引起美元需求上涨进而引发资本流出，对人民币汇率造成贬值压力。2019 年政府工作报告中对汇率的表述为“保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定”，将汇率提至利率表述之前，表明了 2020 年人民币汇率至关重要。后期人民币汇率可能是制约货币政策的一大因素，截至 5 月 25 日，央行连续 37 天未展开公开市场操作，显示了人民币汇率贬值对货币政策带来的制约，但宽松方向不改。

图 13：人民币汇率



数据来源：Wind，联合资信整理

二、区域、行业运行特征

疫情加重了地区间的不平衡。从工业增加值来看，4月受出口增速超预期的影响，以出口产业为主的东南沿海城市工业增加值表现优于其他城市，其中浙江以9.5%的增速领先全国，高于全国水平5.6个百分点；从累计增速看，疫情影响最为严重的湖北地区，工业增加值累计同比下降33.6%，下降幅度远远超出其他省份，受疫情影响较小的新疆，工业增加值累计同比增长3.4%，高出全国平均水平8.3个百分点。从居民价格指数看，全国有10个省份同比涨幅超过全国水平，山西、黑龙江持平全国，其余省份低于全国，地区间的差异较大。从生产者价格指数看，全国均为负增长，有15个省份的降幅小于全国平均水平，其中北京（-0.9%）降幅最小。从已公布的10个省市的财政收入来看，云南、青海、广西4月当月财政收入实现正增长，远高于全国平均水平；财政支出方面，仅有广西、江西支出累计增速超过全国，其中广西支出同比增长7.42%，是已公布10个省份中唯一实现正增长的。

表 1：4 月区域部分宏观数据

城市	工业增加值		CPI		PPI	财政收入		财政累计支出
	当月同比(%)	累计同比(%)	同比(%)	环比(%)	同比(%)	累计同比(%)	当月同比(%)	同比(%)
全国	3.90	-4.90	3.30	-0.90	-3.10	-14.50	-14.98	-2.70
北京	4.80	-9.80	2.40	-0.70	-0.90	-12.30	-15.35	-2.43
天津	-1.90	-12.30	2.60	-0.60	-7.00	-	-	-
河北	5.20	-2.00	2.60	-1.20	-4.50	-	-	-
山西	1.60	-2.20	3.30	-1.00	-4.20	-	-	-
内蒙古	1.60	-1.80	2.30	-1.00	-1.30	-	-	-
辽宁	2.10	-5.80	2.80	-1.30	-4.60	-	-	-
吉林	4.30	-7.70	3.20	-0.90	-2.60	-14.90	-22.60	-6.18
黑龙江	2.90	-5.90	3.30	-1.20	-12.80	-	-	-
上海	2.80	-12.80	2.50	-0.10	-2.30	-	-17.70	-6.03
江苏	8.10	-3.10	3.40	-0.60	-3.20	-7.80	-4.83	-
浙江	9.50	-4.80	2.50	-0.80	-4.40	-	-	-
安徽	9.10	-1.10	2.90	-1.00	-2.00	-	-	-
福建	4.50	-3.50	3.10	-0.60	-1.80	-	-	-
江西	6.60	-2.40	2.90	-0.60	-4.20	-4.20	-2.84	-0.39
山东	3.90	-3.10	3.60	-1.20	-3.20	-	-	-
河南	6.60	-2.90	3.40	-1.10	-1.40	-	-	-
湖北	-2.40	-33.60	4.30	-1.80	-1.50	-43.70	-31.14	-5.38
湖南	6.20	0.20	3.00	-0.60	-2.20	-	-	-
广东	3.60	-10.10	4.10	-0.70	-1.40	-	-	-
广西	1.00	-7.20	4.60	-0.30	-2.30	-0.40	8.42	7.42
海南	-6.10	-8.60	4.60	-0.70	-8.90	-30.10	-24.37	-3.81
重庆	9.20	-5.20	2.70	-1.20	-1.50	-	-	-
四川	6.30	1.00	4.40	-1.10	-1.90	-	-	-
贵州	2.90	-0.70	3.80	-0.70	-2.20	-	-	-
云南	1.70	-1.90	4.50	-0.60	-3.20	-3.90	0.04	-7.01
西藏	-1.10	-6.90	2.40	-0.40	-1.70	-	-	-
陕西	5.80	-0.60	2.80	-1.00	-8.60	-	-	-
甘肃	9.00	-0.90	2.30	-0.60	-10.40	-	-	-
青海	3.30	0.70	3.20	-0.50	-7.00	-1.30	18.97	-3.95
宁夏	7.30	2.30	1.90	-1.00	-5.70	-14.30	-5.13	-4.76
新疆	7.00	3.40	1.70	-0.80	-14.50	-	-	-

数据来源：Wind，联合资信整理

行业方面，随着疫情逐渐得到控制，复工复产的持续推进，上下游产业产量均有增加。具体看，上游煤炭产量累计同比增速继续好转，原油库存上涨，价格进一步下降，主要是由于疫情造成的原油需求下降导致。中游钢铁、水泥产量均有上升，价格环比降幅收窄，表明在基建逐渐发力的支撑下，钢材、水泥的需求有所恢复，预计后期随着房地产复工的进一步加深、基建的发力，钢材、水泥的价格有所支撑，环比降幅继续收窄。下游汽车的产量降幅收窄 12.3 个百分点，汽车销售较 3 月大幅反弹，但库存环比增加 3.3%，表明销售虽有增加但依然需求不足，库存被动增加；4 月房地产销售出现“小阳春”行情，前期积压的需求有小幅度的放量，销售面积降幅继续收窄，连续第二个月好转，需求带动价格小幅上涨，百城住宅价格环比上涨 0.3%，累计待售面积环比下降 0.9%，受复工程度加深的影响，4 月竣工面积累计同比下降 14.5%，

降幅较一季度收窄 1.3 个百分点。后期随着疫情防范的常态化，房地产销售将逐渐恢复，但受制于收入及对未来的预期，预计房地产销售不会出现报复性的增长。

表 2：4 月行业运行数据

行业	累计同比 (%)		库存			价格指数		
				同比 (%)	环比 (%)		同比 (%)	环比 (%)
房地产	竣工面积	-14.53	累计待售面积	1.70	-0.90	百城住宅	2.93	0.25
原油	表观消费量	-	美国原油库存	10.05	7.51	布伦特原油期货	-62.81	-21.03
运输业	货运量	-		-	-		-	-
水泥	产量	-13.98		-			-1.60	-3.76
钢材		0.95		-	-		-13.47	-1.70
煤炭		3.86	秦皇岛港口库存	-	-		-9.98	-5.33
汽车		-32.30	汽车库存	-20.82	3.29		-	-

数据来源：Wind，联合资信整理

三、宏观政策聚焦

2020 年以来，为对冲新冠疫情的影响，积极的财政政策更加积极有为，稳健的货币政策更加灵活适度，国务院及各部门陆续出台一系列阶段性针对性政策措施，对复工复产和恢复经济社会正常秩序发挥了积极作用。政府公布报告强调，下一阶段要继续实施“灵活适度的货币政策，积极有为的财政政策”，提高赤字率，提高专项债额度，发行特别国债，加大企业税收支持力度，促进消费扩容，大力提振内需。

1. 稳健的货币政策要更加灵活适度，加强货币政策逆周期调节

货币政策方面，2019 年政府工作报告表示，稳健的货币政策要更加灵活适度，综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年，货币政策边际宽松基本确定。今年以来，央行三次降低存款准备金率共计释放了 1.75 万亿元长期资金，同时加大对新冠肺炎疫情影响的货币信贷支持力度，设立 3000 亿元专项再贷款定向支持疫情防控重点领域和重点企业，增加 5000 亿元再贷款再贴现专用额度支持企业有序复工复产，再增加再贷款再贴现额度 1 万亿元支持经济恢复发展。为满足金融机构临时性流动性需求，4 月 10 日，央行下调各期限常备借贷便利利率 30 个基点，4 月央行对金融机构开展 SLF 共 272 亿元，均为 1 个月期。常备借贷便利利率发挥了利率走廊上限的作用，有利于维护货币市场利率平稳运行。在一季度的货币政策执行报告中，首次将货币政策目标描述为“保持 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配并略高”，较上一次的表述删除了“适度”二字，表明下半年宽松的货币政策可期。人民银行提出，下一阶段的货币政策目标是，稳健的货币政策要更加灵活适度，根据疫情防控和经济形势的阶段性变化，把握好政策力度、重点和节奏。加强货币政策逆周期调节，把支持实体经济恢

复发展放到更加突出的位置，运用总量和结构性政策，保持流动性合理充裕，支持实体经济特别是中小微企业渡过难关。充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务。

2.积极的财政政策要更加积极有为

财政政策方面，明确积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，延长中小企业贷款还本付息期限，提高专项债额度。2019年政府工作报告中提到，积极的财政政策要更加积极有为，赤字率拟按3.6%以上安排，财政赤字规模比去年增加1万亿元，同时发行1万亿元抗疫特别国债。今年拟安排地方政府专项债券3.75万亿元，比去年增加1.6万亿元。5月6日国常会议在年初已发行地方政府专项债1.29万亿元基础上，再按程序提前下达1万亿元专项债新增限额，并指出要力争5月底发行完毕。为企业减负方面，2020年继续执行下调增值税税率和企业养老保险费率等制度，新增减税降费约5000亿元；前期出台6月前到期的减税降费政策，包括免征中小微企业养老、失业和工伤保险单位缴费等政策执行期限全部延长到今年年底；小微企业、个体工商户所得税缴纳一律延缓到明年；延长中小微企业贷款延期还本付息政策至2021年3月底，对普惠型小微企业贷款应延尽延，对其他困难企业贷款协商延期。预计全年为企业新增减负超过2.5万亿元。

对于积极财政更积极，财政部表示具体到实施方面，主要有六个方面：保市场主体，重点支持中小微企业和受疫情冲击较大的产业纾困和发展；把保居民就业作为重中之重，千方百计稳定和扩大就业。就业是民生之本，就业优先政策要全面强化；支持创新发展和产业升级，稳定外贸外资基本盘，保障产业链供应链稳定；支持贯彻实施乡村振兴战略，全力保障粮食和重要农产品供应，确保粮食安全；做好打赢脱贫攻坚战财力保障，进一步保障和改善民生；加大对地方财力的支持力度，兜牢兜实保工资、保运转、保基本民生“三保”底线，确保基层正常运转。

3.提升产业链供应链稳定性和竞争力，促进消费复苏

5月14日中央政治局常委会会议上指出，要提升产业链供应链稳定性和竞争力，要在做好常态化疫情防控的前提下，继续围绕重点产业链、龙头企业、重大投资项目，打通堵点、连接断点，加强要素保障，促进上下游、产供销、大中小企业协同复工达产。要加快推动各类商场、市场和生活服务业恢复到正常水平，畅通产业循环、市场循环、经济社会循环。政治局常委会要求以重点产业链、龙头企业、重大投资项目为牵引，主要是由于疫情影响点多面广，部分中小企业和商户复工达产困难重重，为此需充分发挥龙头

企业的带动作用，采取有针对性的扶持措施，推动核心配套供应商复工复产，从而带动上下游、产供销、大中小企业共同运转，打通产业链供应链，保障全面复工达产。

在促消费提内需方面，从中央到地方，从汽车信贷到新型消费，多项金融政策力促国内消费市场。商务部、国家发展改革委等相关部门正在研究出台进一步的促消费措施，其中汽车、家电家具等市场将成为重要的发力点：在汽车市场，4月29日，发改委等11部门发布《关于稳定和扩大汽车消费若干措施的通知》，鼓励金融机构积极开展汽车消费信贷等金融业务，通过适当下调首付比例和贷款利率、延长还款期限等方式，加大对汽车个人消费信贷支持力度，持续释放汽车消费潜力；商务部、财政部、交通运输部等相关部门正在就完善二手车市场研究政策措施，近期有望修订出台《二手车流通管理办法》，促进加快二手车流通，带动新车消费。在家电家具市场，商务部正在联合有关部门和地方政府推进绿色智能产品销售，鼓励“以旧换新”政策有望加快落地。商务部表示，将鼓励有条件的地区结合实际制定奖励与补贴相结合的消费更新换代政策，鼓励企业开展消费电子产品以旧换新，积极促进绿色节能家电、家具消费。