

坑底爬坡需踩油门

——4月经济数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

工业生产受到疫情较大冲击。4月工业增加值超预期下行，疫情对工业生产的冲击全面显现。不过相对于消费端的下行，工业生产下降的幅度仍然相对小一些。所以疫情对于中国经济的冲击仍属于“通缩性冲击”，和以往的规律一致。海外各国疫情的规律是对生产冲击相对更大，是“通胀性冲击”，二者有结构上的不同。4月工业生产数据有以下结构性特征：第一，疫情防控造成的停产是工业生产下降的主要原因。单长三角地区工业产值占全国比重就有1/4左右，上海疫情带来的负面影响是冲击4月份工业生产的主要因素。第二，上游几乎不受影响，中下游受到冲击很大。其原因一是国家保供政策持续发力，促进上游原材料生产供应；二是工业原材料价格高企也提升企业增产意愿；三是采矿业主要位于中西部地区，受本轮疫情影响较小。而制造业增加值同比下降4.6%，反映出疫情对中下游产业冲击更大。第三，设备制造业生产大幅下行，未来制造业投资可能有压力。4月通用设备制造业和专用设备制造业增加值分别同比下降15.8%和5.5%。设备制造业下滑意味着制造业企业设备更新及扩产的意愿可能较为低迷。第四，汽车制造业受到极大冲击。一方面，汽车产业链较长，容易受到疫情带来的供应链冲击。另一方面，吉林和长三角地区都是汽车生产重镇，两地疫情较为严重，对汽车行业打击很大。疫情后居民购车需求将会有明显反弹，且汽车消费为政策支持的重点方向，未来可能会出现供不应求的局面。

消费可能面临长期困境。4月消费品零售总额超预期下滑，同比下降11.1%，是2020年3月以来的最低值。去掉价格因素的实际同比下降14%，降幅更大。本轮疫情之下消费增速出现了和2020年2月相似的断崖式下降，结构上有相同点也有不同点。相同点是必选消费坚挺，可选消费大幅下滑。不同点是本轮疫情中宅经济类消费没有明显受益。通讯器材类（手机、电视等）消费和体育、娱乐用品类消费较2020年2月更差。我们认为可能在过去两年中宅经济类消费用品增长较快，已经对当前的需求有一定透支，而且本轮封控中上海网购物流的断裂也导致相关消费弱于2020年2月水平。2020年疫情冲击过后，消费复苏一直较为缓慢，其原因一方面各地疫情偶有反弹造成消费场景始终未能全面恢复；二是疫情对于居民收入的影响也抑制了消费的上行高度。相对应的，本轮疫情之后虽然也定会有消费的反弹，但力度的高度

同样未必能尽如人意。从疫情防控的角度来看，2020年第一波疫情过后，虽然各地也偶尔出现病例，但整体上经济开放程度很高。目前随着病毒的变异，其传播速度和隐匿性非常强，防控难度大大增加，同时封控的力度也增加了，出现少数病例即封城的地区越来越多，这意味着未来经济开放程度未必能达到2020年疫情后的程度。从居民收入的角度来看，今年经济下行压力很大，居民收入预期也会受到相应的影响。所以综合而言我们认为对今年消费复苏的高度不宜有过高期待。

投资是稳定经济的关键。1-4月固定资产投资总额累计同比增长6.8%，是主要数据中唯一一个超出预期的。制造业投资当前表现相当坚挺。我们测算4月当月同比增速为6.4%。按照3年平均增速来计算也有4.4%，在疫情冲击之下这是非常好的表现。这其中高技术制造业投资对整体制造业投资有较强拉动，统计局相关数据可以印证这一点。企业的产业升级对疫情和经济下行的敏感度相对低，所以表现较好。制造业升级的趋势仍在延续，这是值得乐观的方面。不过总体制造业投资的增长仍然受企业预期的影响较大，目前疫情的不确定性影响下，企业预期难以稳固，制造业投资未来将面临下行压力。基建投资增速短暂下滑。我们测算单月同比增长3%，较上个月8.8%出现了下滑。我们认为这是由于疫情封控阻碍了项目的施工，其影响是短期的。从2020年2月的情况来看，基建投资也出现了大幅度的下滑，不过相对于消费和制造业投资领域，基建投资反弹的速度非常快，疫情解封即出现大幅正增长。因为基建投资受政府行为驱动，不但受经济预期的影响，且具有逆周期性。当前经济下行压力较大的时期正是基建投资可以发挥作用的时候。基建投资在复工之后有望出现迅速反弹。房地产行业经历至暗时刻。房地产开发投资当月同比下降10%。房地产投资受到双重影响，一方面是周期性压力，此前房企拿地及新开工面积的不断下滑必然会传导到房地产投资端；另一方面是疫情的冲击，疫情防控影响了很多项目开工，上海大量建筑工人也被隔离封控。未来房地产行业政策主要从两方面发力：第一，稳定居民购房意愿。4月商品房销售当月同比下降39%，这固然是疫情影响了居民看房、购房，但不可否认的是内生的周期性下行因素也非常重要。目前各地房地产调控政策纷纷放松，房贷利率下限也由LPR降至LPR下沉20bp，这是政策端比较强力的信号。但是目前各地房贷利率还远远高于LPR，房贷利率底线调低的效果不会立竿见影，需要更多的政策出台来引导居民购房预期。我们认为商品房销售未来有望触底回升，但反弹速度会较2020年慢，政策力度有必要进一步加强。第二，房企需要必要的流动性支持。1-4月房企资金来源累计同比进一步下降至23.6%，房企到位资金的断崖式下滑导致拿地量骤减，新开工面积也大幅下滑。目前政策上已经对商品房需求端强力刺激，那么供给端也要“跟得上”才行，否则未来房屋供给不足会导致市场失衡，不仅对经济的实际拉动

力减弱，房价上涨也会加大。

就业压力继续增加，保主体非常重要。4月城镇调查失业率上升0.3个百分点至6.1%。这是历史上次高值，仅低于2020年2月。不过如今的就业结构性问题更突出。16-24岁人口失业率上升至18.2%，为历史最高值。通常16-24岁人口失业率高点出现在7月份应届生毕业季，这意味着未来几个月内这一数字未必会随着疫情解封而显著降低。今年毕业生的就业压力非常大。缓解就业压力的首要问题是保护市场主体。一方面要继续保持财政政策纾困力度，另一方面货币政策也需要加大支持，LPR有调降的必要，以提供更便宜的资金为企业续命。今年疫情对经济的冲击远远超出市场最初的预期，二季度经济很可能跌破3%，完成全年经济增长目标的难度无疑很大。不过政治局会议已经定调“努力实现全年经济社会发展预期目标”，这意味着无论困难多大，政策端必定全力以赴。今年消费端可能难以发力，制造业投资也可能相对疲软，基建投资应会出现快速反弹，房地产政策仍需要继续发力。放地产、搞基建和保主体是政策的三大方向。

风险提示：疫情反弹超预期；政策力度不及预期。

目录

1. 数据	6
2. 工业生产受到疫情较大冲击	6
3. 消费可能面临长期困境	8
4. 投资是稳定经济的关键	9
5. 就业压力继续增加，保主体非常重要	12

图表目录

图表 1: 疫情对工业生产的冲击全面显现.....	6
图表 2: 上游几乎不受影响, 中下游影响较大.....	7
图表 3: 设备制造业生产大幅下行.....	7
图表 4: 宅经济类消费并没有受益.....	8
图表 5: 疫情后消费增速中枢下降.....	9
图表 6: 投资增速下滑但维持正增长.....	9
图表 7: 制造业投资表现坚挺.....	10
图表 8: 基建投资疫后反弹速度较快.....	11
图表 9: 商品房销售大幅下降.....	11
图表 10: 房企到位资金继续下滑.....	12
图表 11: 年轻人就业压力达到历史最高值.....	12

1. 数据

4月工业增加值同比下降2.9%，预期（Wind，下同）增长1.1%，前值增长5%。

4月社会消费品零售总额同比下降11.1%，预期下降5.9%，前值增长3.5%。

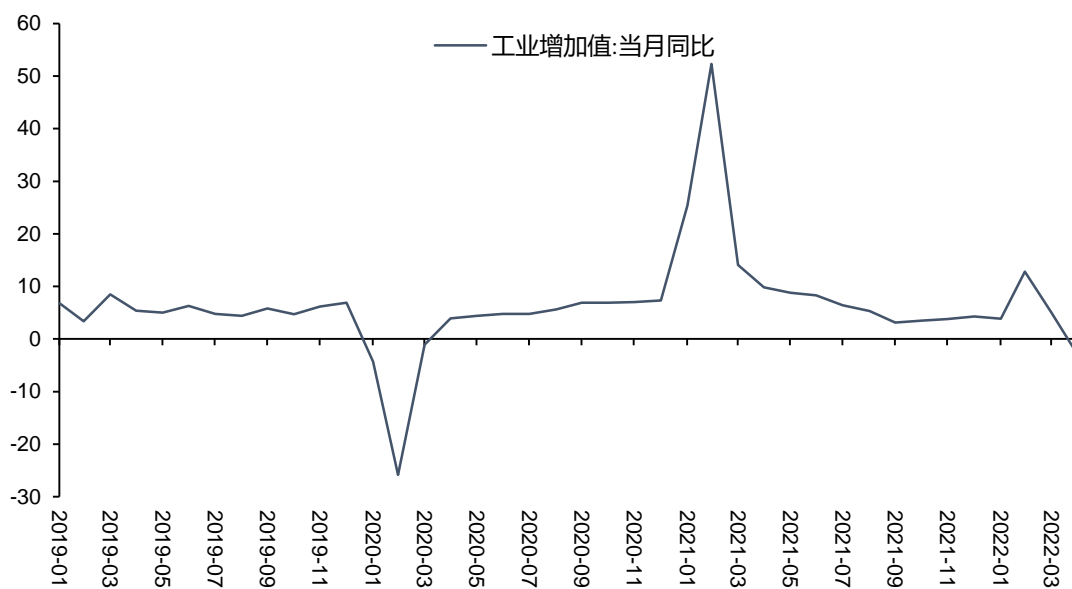
1-4月固定资产投资总额累计同比增长6.8%，预期6.5%，前值9.3%。

4月城镇调查失业率6.1%，前值5.8%。

2. 工业生产受到疫情较大冲击

4月工业增加值超预期下行，疫情对工业生产的冲击全面显现。不过相对于消费端的下行，工业生产下降的幅度仍然相对小一些。所以疫情对于中国经济的冲击仍属于“通缩性冲击”，和以往的规律一致。海外各国疫情的规律是对生产冲击相对更大，是“通胀性冲击”，二者有结构上的不同。

图表 1：疫情对工业生产的冲击全面显现



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

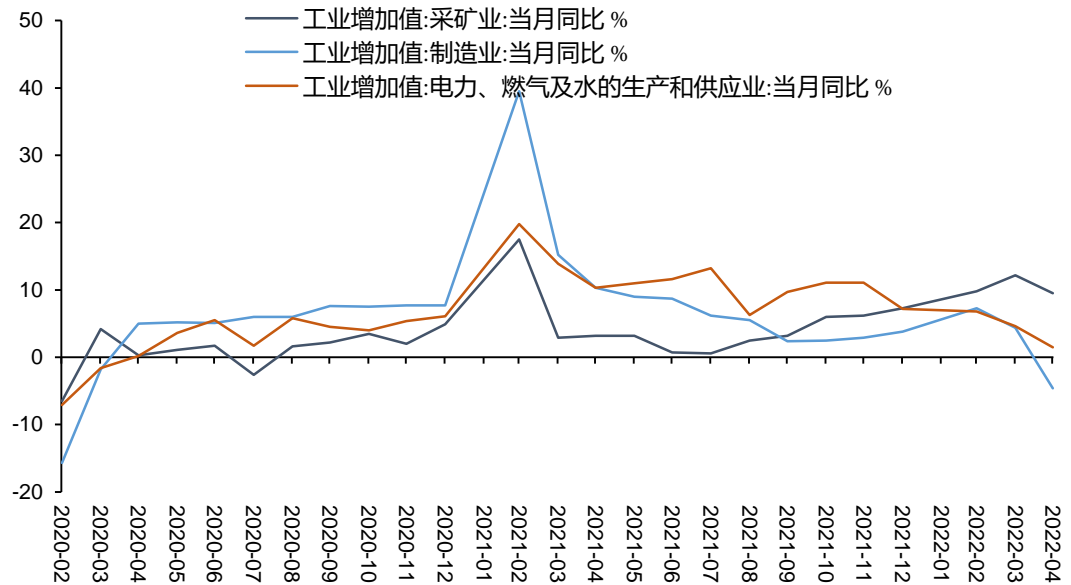
4月工业生产数据有以下结构性特征：

第一，疫情防控造成的停产是工业生产下降的主要原因。根据统计局数据，4月长三角地区规模以上企业工业增加值同比下降14.1%，东北地区规模以上企业工业增加值下降16.9%。单长三角地区工业产值占全国比重就有1/4左右，上海疫情带来的负面影响是冲击4月份工业生产的主要因素。

第二，上游几乎不受影响，中下游受到冲击很大。4月采矿业工业增加值同比增长9.5%，高于历年平均水平。煤炭采选及油气采选业增加值分别同比增长13.2%及7.2%。其原因一是国家保供政策持续发力，促进上游原材料生产供应；二是工业原材料价格高企也提升企业增产

意愿；三是采矿业主要位于中西部地区，受本轮疫情影响较小。而制造业增加值同比下降 4.6%，反映出疫情对中下游产业冲击更大。

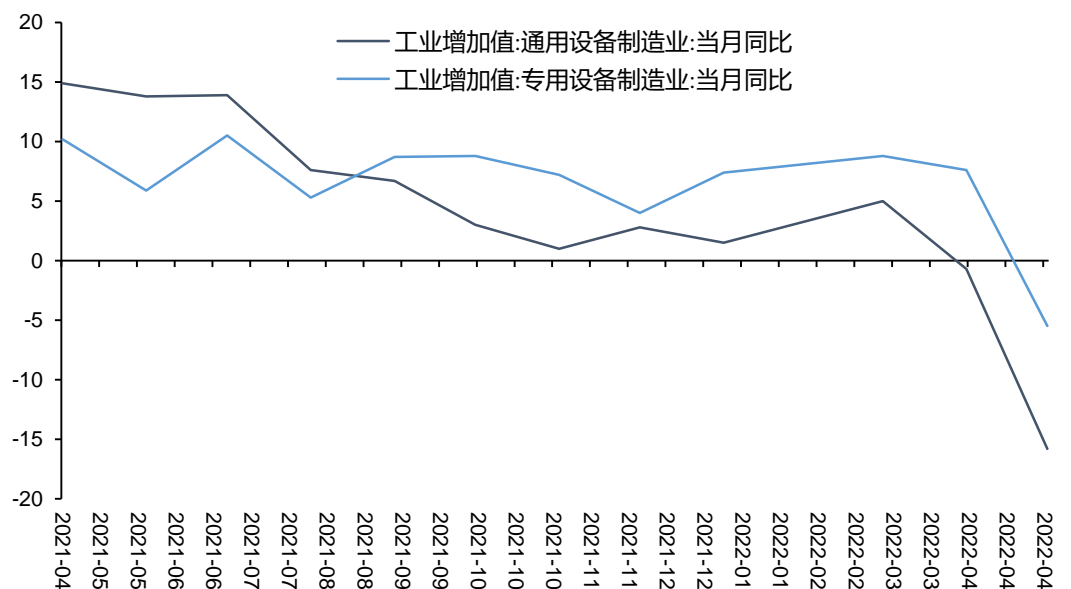
图表 2：上游几乎不受影响，中下游影响较大



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

第三，设备制造业生产大幅下行，未来制造业投资可能有压力。4 月通用设备制造业和专用设备制造业增加值分别同比下降 15.8%和 5.5%。设备制造业下滑意味着制造业企业设备更新及扩产的意愿可能较为低迷，未来制造业投资面临压力。

图表 3：设备制造业生产大幅下行



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

第四，汽车制造业受到极大冲击。4 月汽车制造业增加值同比下降 31.8%，汽车产量同比下降

43.5%，降幅远远高于其它行业及产品。一方面，汽车产业链较长，容易受到疫情带来的供应链冲击。另一方面，吉林和长三角地区都是汽车生产重镇，两地疫情较为严重，对汽车行业打击很大。疫情后居民购车需求将会有明显反弹，且汽车消费为政策支持的重点方向，未来可能会出现供不应求的局面。

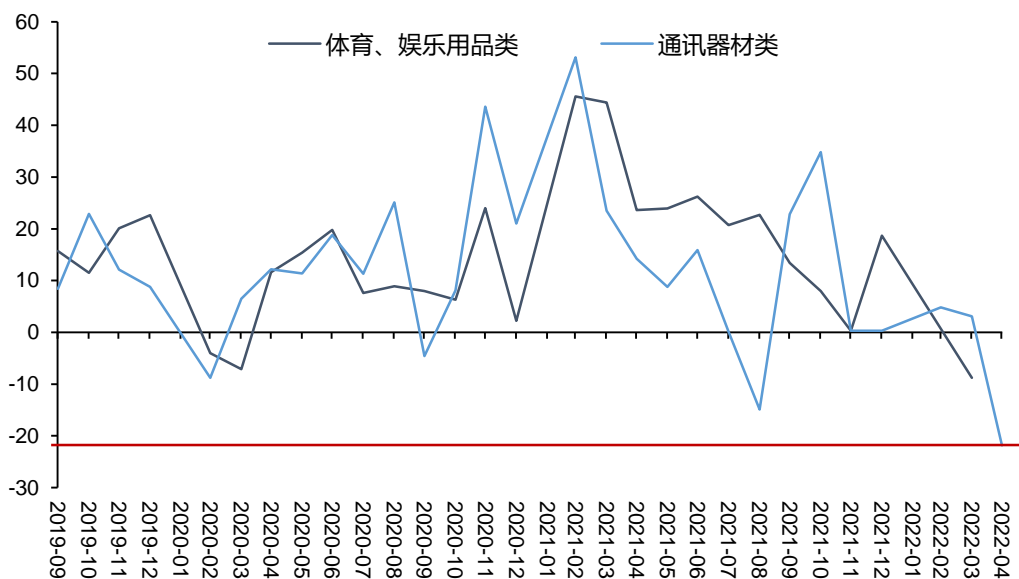
3. 消费可能面临长期困境

4月消费品零售总额超预期下滑，同比下降11.1%，是2020年3月以来的最低值。去掉价格因素的实际同比下降14%，降幅更大。本轮疫情之下消费增速出现了和2020年2月相似的断崖式下降，结构上有相同点也有不同点。

相同点是必选消费坚挺，可选消费大幅下滑。粮食、食品类消费未出现明显下降，同比增速仍有10%；饮料类消费降幅也不大，同比增长6%。但可选消费全面下降，化妆品，金银珠宝，汽车等消费大幅下滑，同比降幅均在20%以上。服装鞋帽消费也因为居家防控而下滑20%以上。

不同点是本轮疫情中宅经济类消费没有明显受益。通讯器材类（手机、电视等）消费在2020年2月下滑幅度不大，同比下降8.8%，并在之后迅速强力反弹。而4月通讯器材类消费同比下降21.8%，降幅远高于2020年2月。体育、娱乐用品类消费在2020年2月降幅不大，同比下降4%；但这类消费在今年3月就已同比下降8.8%，4月数据并未更新，但可以预计降幅会更大。我们认为可能在过去两年中宅经济类消费用品增长较快，已经对当前的需求有一定透支，而且本轮封控中上海网购物流的断裂也导致相关消费弱于2020年2月水平。

图表4：宅经济类消费并没有受益

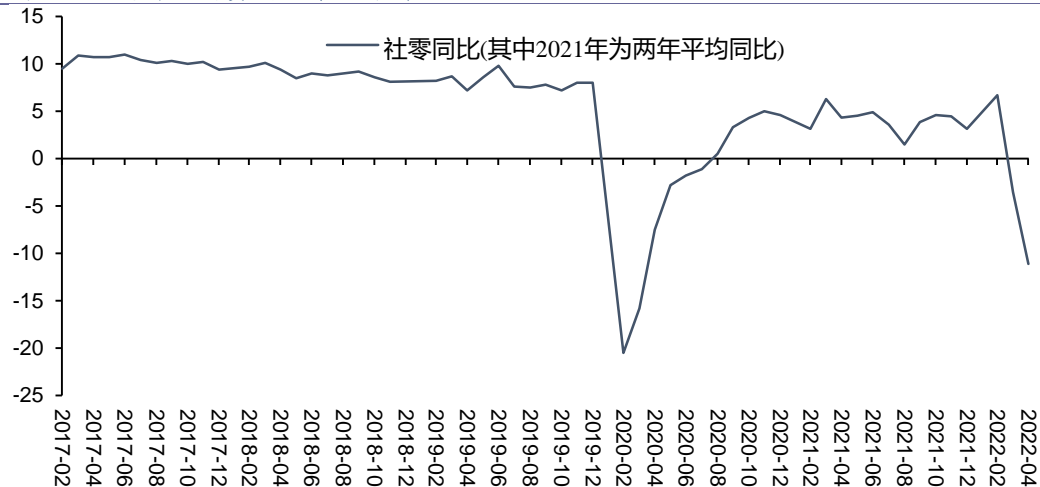


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

2020年疫情冲击过后，消费复苏一直较为缓慢，其原因一方面各地疫情偶有反弹造成消费场景始终未能全面恢复；二是疫情对于居民收入的影响也抑制了消费的上行高度。相对应的，本轮疫情之后虽然也定会有消费的反弹，但力度的高度同样未必能尽如人意。从疫情防控的角度来看，2020年第一波疫情过后，虽然各地也偶尔出现病例，但整体上经济开放程度很高。

目前随着病毒的变异，其传播速度和隐匿性非常强，防控难度大大增加，同时封控的力度也增加了，出现少数病例即封城的地区越来越多，这意味着未来经济开放程度未必能达到 2020 年疫情后的程度。从居民收入的角度来看，今年经济下行压力很大，居民收入预期也会受到相应的影响。所以综合而言我们认为对今年消费复苏的高度不宜有过高期待。

图表 5: 疫情后消费增速中枢下降



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

4. 投资是稳定经济的关键

1-4 月固定资产投资总额累计同比增长 6.8%，是主要数据中唯一一个超出预期的。我们测算 4 月当月投资增速为 2.3%，虽然也较前两个月下降，但维持了正增长，和 2020 年 2 月大幅负增长的情况明显不同。今年消费和出口都受到疫情比较大的冲击，投资必须起到稳定经济的关键作用。

图表 6: 投资增速下滑但维持正增长

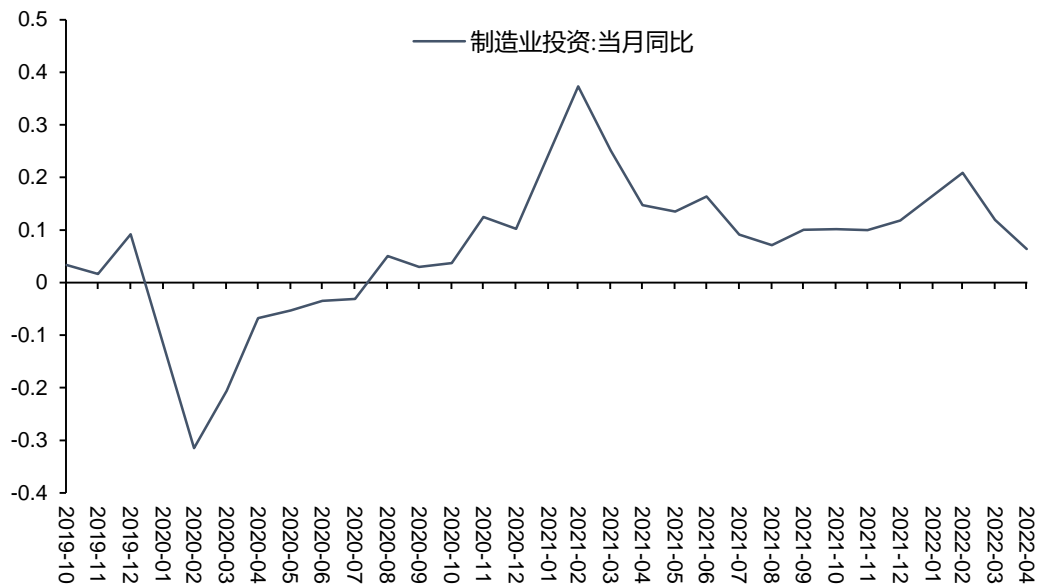


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

制造业投资当前表现相当坚挺。1-4 月累计同比增长 12.2%，我们测算 4 月当月同比增速为

6.4%。按照3年平均增速来计算也有4.4%，在疫情冲击之下这是非常好的表现。这其中高技术制造业投资对整体制造业投资有较强拉动。统计局解读中表示，1—4月份，高技术产业投资同比增长22.0%，拉动全部投资增长1.7个百分点。这表明高技术产业在总投资中的占比已经不低，对制造业投资的影响显然会更大。同时技改投资占全部制造业投资的比重不断提高，目前已经达到43.1%。企业的产业升级对疫情和经济下行的敏感度相对低，所以表现较好。制造业升级的趋势仍在延续，这是值得乐观的方面。不过总体制造业投资的增长仍然受企业预期的影响较大，目前疫情的不确定性影响下，企业预期难以稳固，制造业投资未来将面临下行压力。

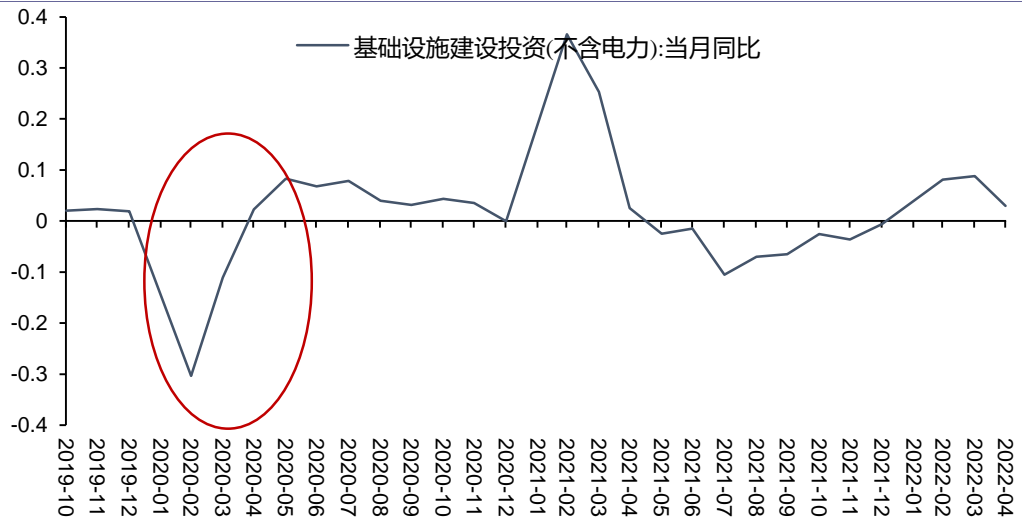
图表7：制造业投资表现坚挺



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

基建投资增速短暂下滑。1-4月基础设施建设投资（不含电力）累计同比增长6.5%，我们测算单月同比增长3%，较上个月8.8%出现了下滑。我们认为这是由于疫情封控阻碍了项目的施工，其影响是短期的。从2020年2月的情况来看，基建投资也出现了大幅度的下滑，不过相对于消费和制造业投资领域，基建投资反弹的速度非常快，疫情解封即出现大幅正增长。因为基建投资受政府行为驱动，不但不受经济预期的影响，且具有逆周期性。当前经济下行压力较大的时期正是基建投资可以发挥作用的时候。财政部要求地方政府专项债要在6月底之前发完，为基建投资储备了较多资金，目前来看今年基建项目的储备也较为充足，基建投资在复工之后有望出现迅速反弹。

图表 8: 基建投资疫后反弹速度较快



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

房地产行业经历至暗时刻。1-4 月房地产开发投资累计同比下降 2.7%，我们测算当月同比下降 10%。房地产投资受到双重影响，一方面是周期性压力，此前房企拿地及新开工面积的不断下滑必然会传导到房地产投资端；另一方面是疫情的冲击，疫情防控影响了很多项目开工，上海大量建筑工人也被隔离封控。未来房地产行业政策主要从两方面发力：

第一，稳定居民购房意愿。4 月商品房销售当月同比下降 39%，这固然是疫情影响了居民看房、购房，但不可否认的是内生的周期性下行因素也非常重要。目前各地房地产调控政策纷纷放松，房贷利率下限也由 LPR 降至 LPR 下沉 20bp，这是政策端比较强力的信号。但是目前各地房贷利率还远远高于 LPR，房贷利率底线调低的效果不会立竿见影，需要更多的政策出台来引导居民购房预期。我们认为商品房销售未来有望触底回升，但反弹速度会较 2020 年慢，政策力度有必要进一步加强。

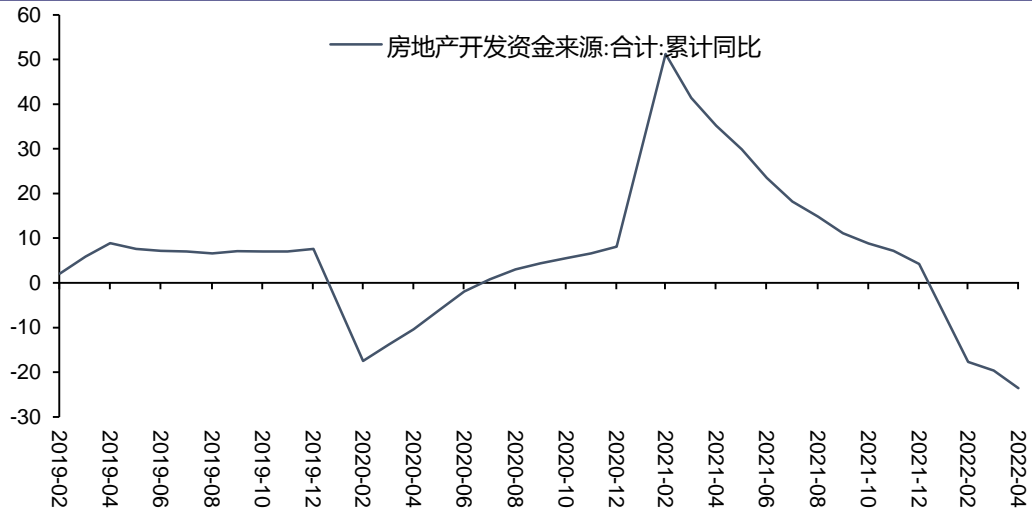
图表 9: 商品房销售大幅下降



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

第二，房企需要必要的流动性支持。1-4月房企资金来源累计同比进一步下降至23.6%，房企到位资金的断崖式下滑导致拿地量骤减，新开工面积也大幅下滑。目前政策上已经对商品房需求端强力刺激，那么供给端也要“跟得上”才行，否则未来房屋供给不足会导致市场失衡，不仅对经济的实际拉动力减弱，房价上涨也会加大。房企融资环境及资金链需要合理的支持，以免供给端滞后于需求端。

图表 10：房企到位资金继续下滑

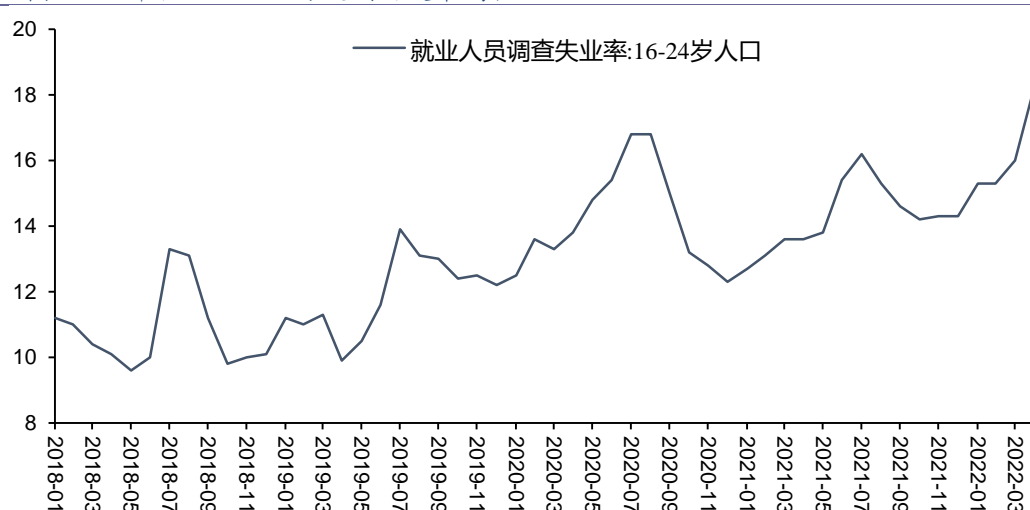


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

5. 就业压力继续增加，保主体非常重要

4月城镇调查失业率上升0.3个百分点至6.1%。这是历史上次高值，仅低于2020年2月。不过如今的就业结构性问题更突出。16-24岁人口失业率上升至18.2%，为历史最高值。通常16-24岁人口失业率高点出现在7月份应届生毕业季，这意味着未来几个月内这一数字未必会随着疫情解封而显著降低。今年毕业生的就业压力非常大。

图表 11：年轻人就业压力达到历史最高值



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

缓解就业压力的首要问题是保护市场主体，以免出现企业倒闭潮。一方面要继续保持财政政策纾困力度，尽量减轻受疫情影响较大的企业的生存压力。另一方面货币政策也需要加大支持，LPR有调降的必要，以提供更便宜的资金为企业续命。

今年疫情对经济的冲击远远超出市场最初的预期，二季度经济很可能跌破3%，完成全年经济增长目标的难度无疑很大。不过政治局会议已经定调“努力实现全年经济社会发展预期目标”，这意味着无论困难多大，政策端必定全力以赴。今年消费端可能难以发力，制造业投资也可能相对疲软，基建投资应会出现快速反弹，房地产政策仍需要继续发力。放地产、搞基建和保主体是政策的三大方向。

风险提示：疫情反弹超预期；政策力度不及预期。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。