

M
A
R
K
E
T

R
E
S
E
A
R
C
H

R
E
P
O
R
T

市场研报



瑞达期货
RUIDA FUTURES



金尝发

宏观：全球经济陷入衰退 国内经济延续改善

2020-5-30

本期导读：

全球经济陷入严重衰退，经济复苏前景堪忧。受疫情防控措施的影响，全球商业活动受到巨大冲击，4月摩根大通全球制造业 PMI 加剧萎缩。而由于企业停工停产，国际贸易也受到巨大冲击。美国、欧洲等发达国家第一季度 GDP 均陷入萎缩，日本已连续两季负增长。从领先指标来看，各主要经济体 5 月 PMI 初值虽有所回升，但仍深陷萎缩区间，叠加目前全球疫情仍加速蔓延，美欧等国复工也存在疫情二次爆发的风险。IMF 表示可能会下调 2020 年 GDP 萎缩 3% 的预测，且全球经济从疫情带来的冲击中完全复苏所需的时间将比最初预期的长得多。

中国 4 月经济延续复苏态势，但受疫情及全球经济萎缩所影响，经济仍面临较大压力。从三驾马车来看，投资增速中三大分项均出现改善，得益于建筑业复工加快及宏观政策的大力支持，房地产与基建投资明显回暖，但制造业投资受需求影响仍较为疲弱。贸易方面，4 月出口虽然显著回升，但主要得益于前期的积压订单，目前海外疫情仍然严峻，外需疲弱短时间难以修复，贸易整体仍承压。4 月份消费持续回暖，汽车消费反弹明显，但消费整体仍较为疲弱。整体来看，在国内企业生产经营逐渐恢复，宏观政策不断加大力度的背景下，经济将持续修复。不过考虑到疫情的不确定性以及全球经济萎缩带来的影响，经济面临的压力仍然较大。

一、全球疫情和经济形势

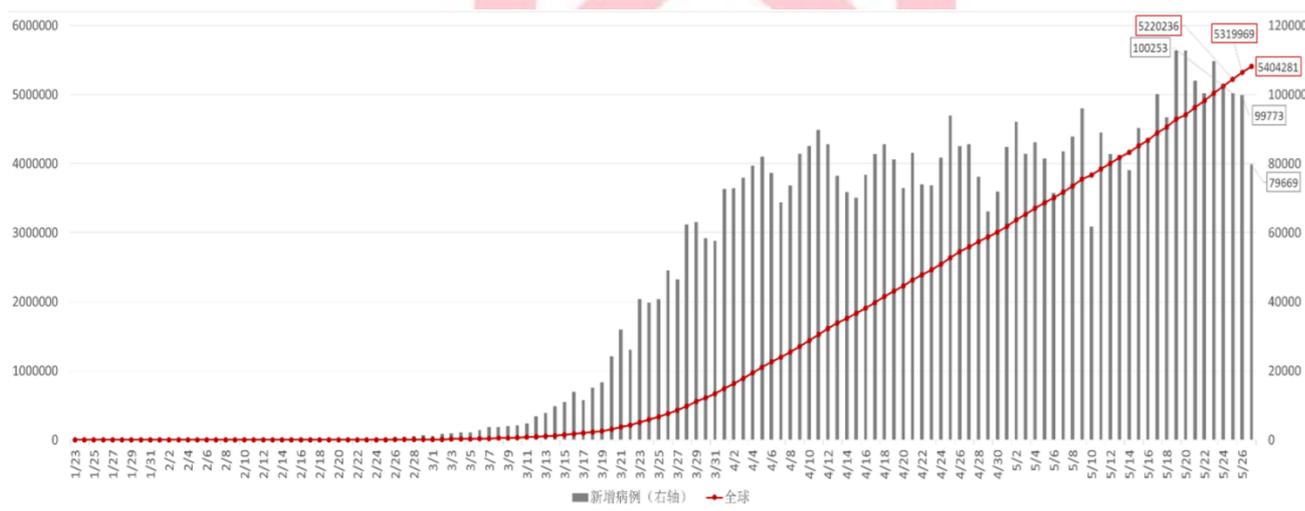
（一）新冠疫情持续蔓延，全球经济复苏缓慢

根据美国约翰斯·霍普金斯大学统计数据显示，截至北京时间 5 月 30 日 6:30 分左右，全球新冠肺炎确诊病例超 588 万例，累计死亡 363210 例。分国家来看，目前渡过首波疫情高峰的欧洲各国已分阶段解除封锁。5 月份，此前受到疫情严重冲击的欧洲国家如法国、西班牙、意大利等开始放宽出行限制。美国大多数州疫情也逐渐控制，部分防控措施也逐步解封以重启经济，不过多国解封后出现感染率反弹。对此，世卫组织警告称第二波疫情可能随时来袭，太快解除限制或致疫情反弹。另一方面，俄罗斯、印度、智利、墨西哥、巴基斯坦等国家疫情呈爆发趋势，尤其是巴西的累计确诊总数越居全球第二位，单日确诊病例已连续第 11 天超过万例，成为疫情新的震中。整体来看，全球疫情形势仍不

容乐观，前期疫情较为严重的欧美国家逐渐放宽措施，或导致第二波疫情的爆发。而新兴、发展中经济体国家的疫情也在爬坡阶段。5月25日，世卫组织卫生紧急项目负责人迈克尔·瑞安表示，全球大流行病通常会持续几波，应该意识到新冠肺炎感染率有可能在任何时候突然上升。他同时警示第二波疫情或第二个高峰的到来可能与流感季重叠，而那时疫情防控将会“更加复杂”。另外，当地时间5月29日，美国总统特朗普宣布将终止美国与世卫组织的关系，原因是世卫组织“拒绝执行美方所要求的改革”，美国政府暂停对其资助并启动调查，这对于全球疫情的控制将造成不利影响。

受疫情的影响，全球经济受到巨大冲击，美国、欧洲、日本等发达地区国家第一季度经济均陷入萎缩。全球贸易、商业活动几乎陷入停滞状态，摩根大通全球制造业PMI连续下滑，4月萎缩幅度扩大至39.8%。虽然目前美国、欧洲等地区已逐步复工复产，但部分地区疫情有所反弹，叠加全球疫情仍呈蔓延趋势，预计全球经济仍将承压，二季度萎缩将加剧。

图1 中国以外全球确诊病例数量



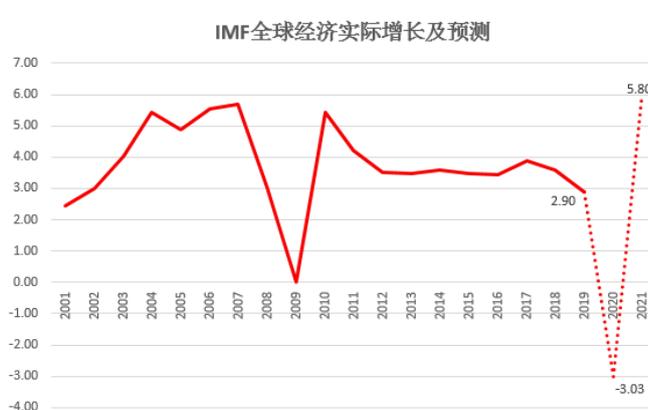
资料来源：WHO，瑞达期货研究院

图2 全球制造业PMI大幅下跌



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图3 IMF预计2020年全球经济下滑3%



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

二、海外经济与重大事件

(一) 美国：就业市场遭受重创，经济复苏速度缓慢

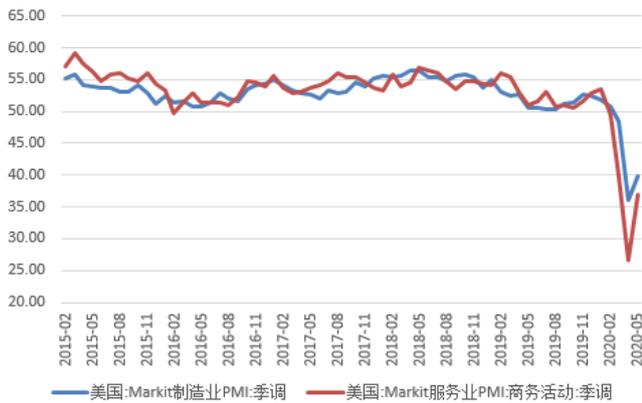
1. 一季度经济严重萎缩，下行风险进一步加剧

一季度经济陷入萎缩，二季度下行风险加剧。此前公布的数据显示，美国一季度实际 GDP 年化季率修正值下降 5%，创下 2009 年以来的最大季度跌幅，是 2014 年一季度以来首次出现负增长，也是 2008 年第四季度金融危机最严重时期 GDP 下滑 8.4% 以来的最低水平。不过随着美国复工复产加速，5 月商业活动出现改善。美国 50 个州都不同程度开放，经济阶段复苏计划正式实施。从领先指标来看，美国 5 月 Markit 制造业 PMI 初值为 39.8，服务业 PMI 初值为 36.9，综合 PMI 初值为 36.4，表现均超过市场预期和前值。虽然企业活动仍较为疲弱，但已经出现触底反弹的迹象。在没有出现第二波疫情的情况下，随着封锁措施的解除，预计未来几个月经济活动的下降幅度将进一步放缓。Markit 首席经济学家预计美国第二季度 GDP 年化季率将萎缩 37%，经济需要两年时间才能恢复到疫情之前的峰值。

美国就业市场遭受重创，失业率大幅飙升。根据美国劳工部 5 月 28 日的最新数据，3 月份疫情暴发以来，美国已有超过 4000 万人申请了首次失业救济，占美国人口近四分之一，同时已经连续 10 周收到超百万人申请首次失业救济。而此前，美国从未有记录过单周收到百万以上失业申请的情况。另一方面，4 月失业率也从 3 月的 3.5% 飙升至近 15%。而高频数据——初请失业金人数和续请失业金人数仍居高不下，暗示 5 月就业人口将再次出现历史性下滑。不过随着新增初请失业金人数明显放缓，加上各州重新开放后就业势头增强，预计 6 月份就业市场将出现好转。

受新冠疫情打压消费者需求影响，美国 4 月零售销售环比下降 16.4%，创历史新低。家具商店(-66.5%)、电子产品和电器(-64.8%)、体育用品(-48.9%)以及餐馆和酒吧(-48.7%)的零售销售均遭受重创。另外，4 月份个人消费支出也大幅下滑，环比下降 13.6%，降幅创 1959 年有可比数据以来最高值。由于消费者支出占美国经济活动的三分之二以上，因此疲弱的消费数据加剧了美国第二季度经济陷入严重萎缩的担忧。不过，虽然近期消费者活动急剧下降，但随着 5 月美国各州逐步重启经济，复工复产逐渐加速，4 月的零售销售及个人支出数据可能是周期性低点，5 月消费数据或将出现一定的改善。

图4 美国4月PMI大幅下滑



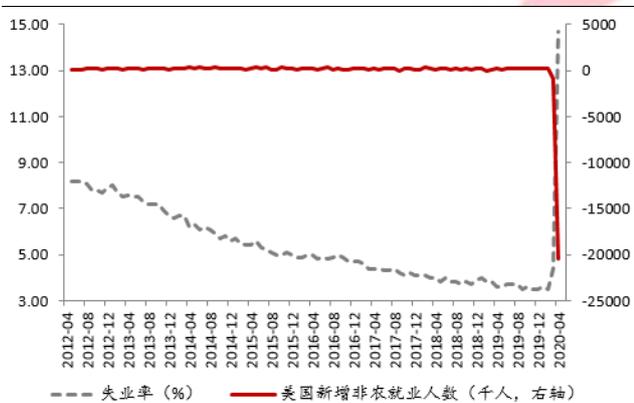
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图5 一季度经济陷入萎缩



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图6 美国失业率飙升



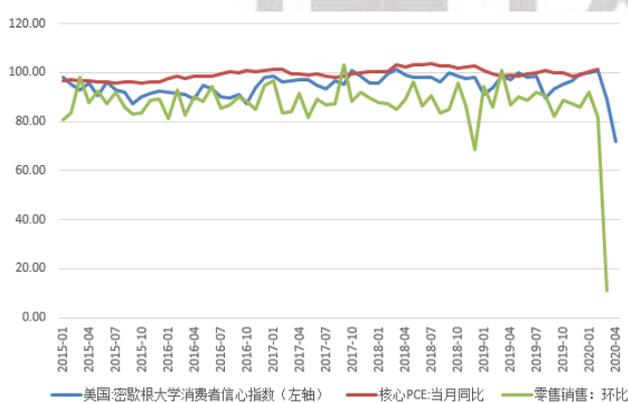
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图7 初请失业金人数连续四周下降



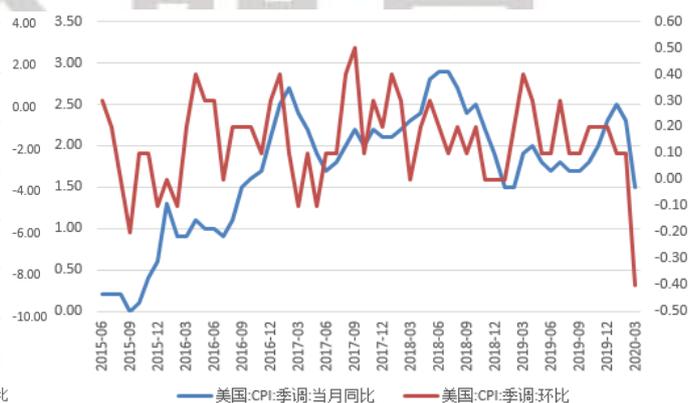
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图8 零售销售及消费者信心指数下滑



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图9 通胀持续低迷



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

2. 美联储维持利率不变，金融稳定面临风险

美联储5月21日公布的4月的会议纪要显示，新冠疫情对美国的经济构成严重威胁，金融稳定面临风险。

美联储 4 月 28 日至 29 日以视频会议方式召开货币政策例会，并在会后宣布将联邦基金利率目标区间维持在零至 0.25% 的超低水平。美联储官员认为，未来出现“更悲观预测”的可能性并不比“基线预测”来的低。在“更悲观预测”的情况下，年底前后将爆发第二轮新冠疫情，政府将不得不再次对社交互动和商业活动采取严格限制措施，从而导致明年实际 GDP 下降、失业率上升，以及通胀下行压力再现。美联储主席鲍威尔表示，旅游、娱乐行业的反弹可能要靠疫苗，体育赛事可能到最后才会恢复。有关 6 月份失业率上升的基准预测情景是合理的，但下半年失业率将有所下降。企业和家庭可能需要“3-6 个月”的更多财政援助，以避免破产。美国第二季度 GDP 可能“很容易”达到萎缩 20%-30% 的程度。经济可以“很快”开始好转，但全面从疫情中复苏将需要恢复信心。鲍威尔和 FOMC 的成员仍认为，负利率对美国来说可能不是一个合适或有用的政策。美联储的弹药尚未耗尽，如有需要可采取更多措施。经济将需要一段时间以复苏，长期来看经济将会复苏。

（二）欧洲：经济面临严重衰退，欧盟提出刺激计划

1. 一季度经济严重衰退，5 月商业活动有所改善

欧元区一季度经济创纪录萎缩，经济解封 4 月商业活动回暖。欧元区第一季度 GDP 年率为-3.2%，出现创纪录的萎缩。与上年同期相比，这是自 2009 年第三季度以来的最大降幅。分国家来看，法国 GDP 季度收缩幅度最大，录得 5.8%，其次是斯洛伐克和西班牙，分别为 5.4% 和 5.2%。意大利 GDP 下降 4.7%，在 2019 年最后一个季度收缩 0.1% 之后，正式进入衰退。德国第一季度 GDP 为-2.2%，而芬兰是欧元区唯一仍能实现 0.1% 增长的国家。随着抗疫封锁措施逐步放松，欧元区 5 月 PMI 小幅回升，虽然仍处于严重萎缩区间，但 PMI 指数的回升表明低迷的经济可能在 4 月触底。分国家来看，德国、法国和英国制造业和服务业 PMI 虽然低于荣枯线凸显企业活动依然处于半停滞状况，但是表现均高于预期值和前值，环比出现改善，出现触底反弹的迹象，暗示经济开始复苏。随着欧洲进入后疫情时代，企业复工复产将会加速，预计 6 月起欧洲企业活动将逐步出现明显好转。不过放宽措施后，欧洲部分国家出现疫情反弹，因此经济复苏仍存在诸多不确定性。

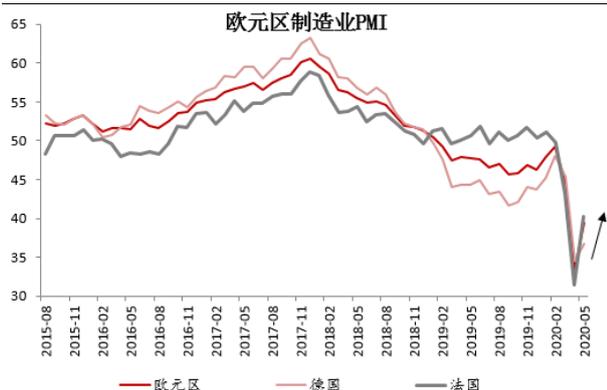
新冠疫情在欧洲暴发后，欧元区通胀率持续下滑。欧盟统计局的数据显示，5 月份 CPI 同比仅上涨 0.1%，为 2016 年 6 月份以来的最低涨幅，过去四个月通胀大幅回落，主要是受能源价格影响，5 月份能源价格同比下跌 12%。疲弱的通胀数据加大了欧洲央行加码宽松刺激的预期。整体来看，预计欧元区二季度整体仍将面临下行压力，不过随着目前欧洲疫情逐渐稳定，各国陆续重启经济，欧元区二季度过后经济有望企稳复苏。

图 10 一季度经济陷入衰退



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 11 欧元区、德国、法国制造业 PMI

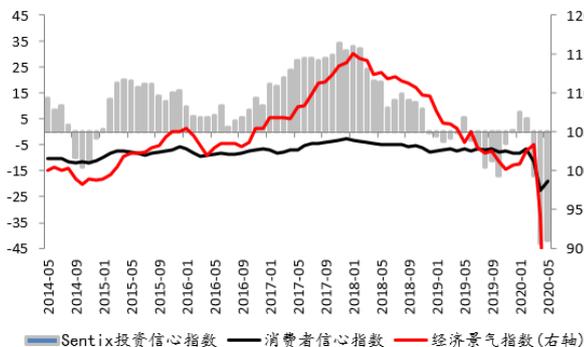


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

2. 欧盟提出刺激计划，货币政策维持宽松

欧元区经济下行压力加大，欧洲央行或进一步宽松政策，而为了应对疫情带来的冲击，欧盟提出 7500 亿欧元刺激计划。欧洲央行 4 月会议纪要表示，欧元区经济不太可能实现快速的 V 型复苏，管委会必须准备随时调整紧急抗疫购债计划（PEPP）和其它工具。欧洲央行会议纪要显示，管委会必须准备随时调整紧急抗疫购债计划（PEPP）和其它工具，“中性”经济预期可能过于乐观。不过，紧急抗疫购债计划（PEPP）限制了经济加速下行的可能。除了疫情造成的直接破坏之外，欧元区的增长预计将会恢复。欧洲央行表示，需要随时做好准备，适时调整其货币政策立场，并确保整个欧元区的传导机制正常运转。同时，欧洲央行强调紧急购债的灵活性至关重要。另外，5 月 27 日，欧盟委员会提出 7500 亿欧元一揽子刺激方案以应对疫情带来的影响，5000 亿欧元将以无需偿还的救助款形式分配给欧盟成员国，2500 亿欧元用于放贷，该计划仍需获得欧盟所有成员国的支持，奥地利、荷兰、丹麦和瑞典四国仍表示反对。欧盟领导人将在 6 月 19 日举行的下一次峰会上讨论该提案，但是预计会谈将很难取得进展。

图 12 欧元区经济景气度下滑



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 13 欧元区通胀走低



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

(三) 英国：经济料进一步放缓，脱欧谈判进展缓慢

1. 一季度经济大幅萎缩，英国经济前景恶化

英国一季度经济陷入萎缩，二季度下行压力加剧。英国第一季度 GDP 年率初值为-1.6%，降幅创 2008 年第四季度以来最大，因英疫情以来实施的封锁措施导致经济陷入停滞。随着疫情危机的升级，英国政府下令全国大部分地区关闭以阻止病毒传播，这导致英国 3 月份经济活动较 2 月萎缩 5.8%，降幅创历史新高。从领先指标来看，英国 5 月制造业 PMI 反弹至 40.6，好于市场预期，但仍处于严重萎缩之中。5 月产出和就业岗位出现了该调查 22 年以来第二大月度跌幅。企业报告称，新业务严重缺乏，尽管企业预期连续第二个月改善，但许多企业表示，他们担心需要很长时间才能恢复。一些服务业企业仍对近期前景深感悲观。整体来看，考虑到新冠肺炎病例数与其他国家相比较高，英国重启经济的步伐可能会较为缓慢。

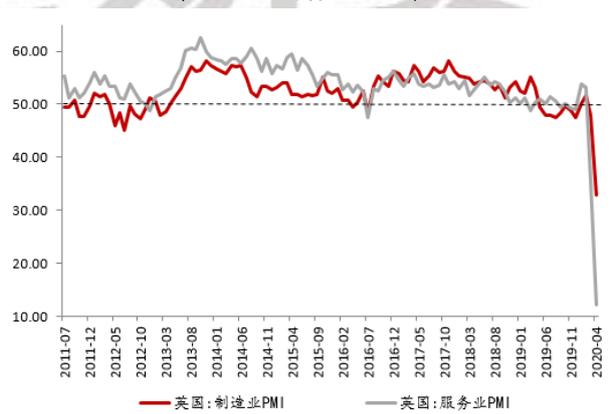
疫情导致失业率飙升，消费端遭受巨大冲击。随着英国全面实施封锁措施，英国 4 月失业率飙升至 5.8% 的历史最高水平。4 月新增失业金申请人数创 1996 年以来新高，增加 85.65 万人，增幅为 69%，失业金申请总人数增至 209.7 万人。另一方面，数据显示，英国 3 个月 ILO 失业率为 3.9%，远远好于市场预期的 4.4%。不过，英国央行此前表示，即使在薪资补贴措施执行期间，失业率仍可能在 4 月至 6 月期间达到 10%。另外，受新冠肺炎疫情及防控措施的影响，英国 4 月零售销售数据大幅下滑至 -18.1%，通胀率也由 3 月的 0 降至 -0.2%，创 2016 年 8 月以来的最低水平。

图 14 经济增速加速下滑
英国GDP季调同比



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 15 PMI 指数大幅下挫



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

2. 英国宣布关税计划，英欧谈判进展有限

5 月 15 日，英国“脱欧”谈判首席代表戴维·弗罗斯特表示，当日结束的英国与欧盟未来关系第

三轮谈判仅取得“有限进展”，双方仍分歧巨大。另一方，欧盟脱欧谈判首席代表巴尼耶称，与英国的立场截然不同，与英国的谈判还没有取得进展，仍然致力于对所有商品实行零配额、零关税的贸易协定智赢共享返佣，与英国的贸易协定必须确保公平竞争，需要就公平竞争的环境得到切实的保证。目前英欧双方在公平竞争领域仍存在重大分歧。按目前安排，若英欧未能在“脱欧”过渡期内达成贸易协议，且过渡期不再延长，双方将重新回到世界贸易组织框架下开展贸易。此前英国首相约翰逊曾几次强调不会延长“脱欧”过渡期。

英国 5 月 19 日宣布了脱欧后削减 300 亿英镑关税的计划。此外，英国宣布新的最惠国关税制度，英国全球关税将于 2021 年 1 月 1 日取代欧盟共同对外关税。英国关税确保从 2021 年 1 月起，60% 的贸易将按照世贸组织条款或通过现有的优惠准入进入英国。将通过削减 100 多种产品的关税来促进可持续经济，以支持可再生能源、能源效率、碳捕获和循环经济。英国将保持对牛肉、羊肉等农产品的进口关税不变，将对绝大多数陶瓷产品维持关税，并将对汽车征收 10% 的关税。将对应对疫情所需产品施行零进口关税，英国表示，新冠肺炎临时零关税将适用于非欧盟国家的个人防护装备、医疗器械、消毒剂和医疗用品。

（四）日本：经济前景不容乐观，二季度恐加剧萎缩

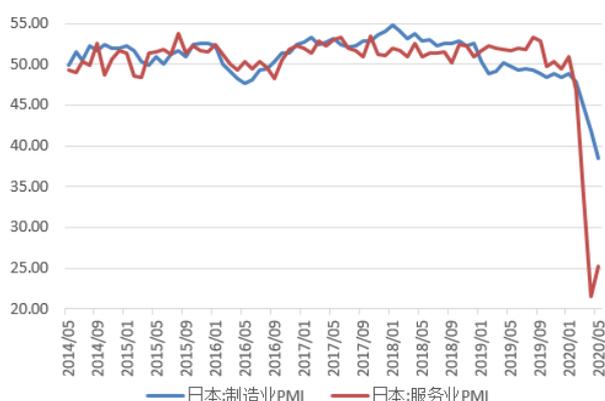
1. 疫情重创日本外贸，制造业需求大幅下降

日本经济连续两季负增长，一季度经济下滑 3.4%。受消费税上调及疫情的影响，近半年来日本经济内外环境发生了重大变化。去年 10 月份日本政府将消费税从 8% 上调至 10%，对国内经济形成了第一轮冲击，导致去年四季度 GDP 环比下降 7.3%。日本政府原本想借助今年的东京奥运会打一场经济翻身战，此前日本央行曾预测，东京奥运会将给日本带来 25 万亿日元至 30 万亿日元经济效益。不过随着疫情在全球大规模蔓延，东京奥运会被迫延期一年，使得日本经济反而损失 3000 亿日元。而受疫情的影响，日本经济再度受到冲击，今年一季度 GDP 环比下降了 3.4%，表现强于预期及前值，主要是因为 1-3 月份疫情尚未在日本出现大规模爆发，且叠加奥运会提振市场信心，消费出现边际回暖。不过二季度日本疫情再次呈现爆发的趋势，4 月 16 日，日本政府宣布全国进入“紧急事态”。在疫情的影响下，日本商业活动几乎停滞，4 月 Markit PMI 综合大幅下滑，虽然 5 月综合 PMI 初值从 4 月的 25.8 回升至 27.4。但受产出、新订单、积压工作大幅下滑的拖累，日本 5 月制造业 PMI 初值跌至 38.4，创金融危机以来最低。服务业 PMI 则从 4 月的 21.5 微弱回升至 25.3。由于企业面临销售萎缩，并寻求控制成本，裁员速度也达到了 10 年来的最高水平。数据显示，虽然日本服务业商业活动的下滑速度有所放缓，但

制造业商品需求大幅下降。IHS Markit 经济学家预计日本经济将连续第三个季度收缩，第二季度或将出现 20%以上的经济萎缩。

制造业需求大幅萎缩，外需疲弱出口大幅下滑。受疫情的影响，全球对汽车、工业材料和其它商品的需求大幅下滑。受此影响，日本 4 月出口较上年同期减少 21.9%，创 2009 年全球金融危机以来的最大降幅，其中，对美汽车出口锐减 65.8%。另外，受到新冠肺炎影响，日本 4 月就业人数录得自 2012 年 12 月以来的首次下降，失业率上升至 2.6%。4 月零售销售年率也大幅下滑至-13.7%，创 1998 年 3 月以来最大跌幅。

图 16 日本 PMI 指数



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 17 日本经济料加速萎缩

日本实际GDP环比折年率

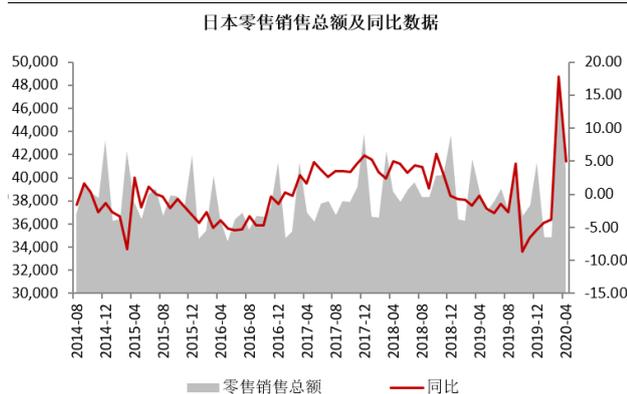


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

2. 日本央行加大宽松，经济刺激计划加码

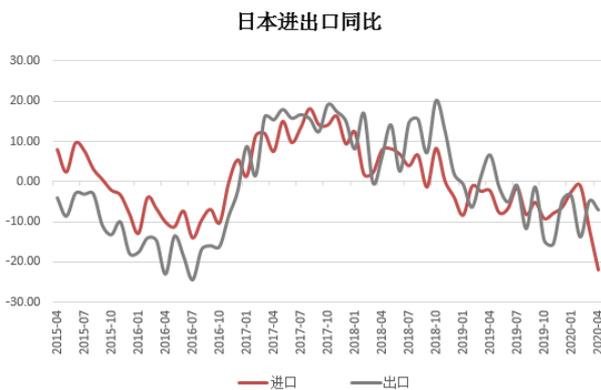
日本央行 22 日召开紧急政策会议，宣布维持利率不变，同时日本央行公布了新贷款计划的细节，该计划旨在增加对受新冠疫情打击的中小企业的放贷。日本央行此次将基准利率维持在-0.1%不变，将 10 年期国债收益率目标维持在 0%附近不变。日本央行将保持货币政策稳定，并关注疫情影响，称如有必要未来将毫不犹豫的进一步宽松。5 月 26 日，日本央行效仿美联储公布了日本版本的贷款计划，向受疫情冲击的中小企业提供近 2800 亿美元贷款，防止日本经济走向更深度的衰退。日本央行总裁黑田东彦表示，日本央行可以进一步扩大放贷计划，下调利率，并加大对上市交易基金(ETF)的购买力度。如果有必要，甚至可以拿出一些新措施，即便东京已解除紧急状态，但他对经济前景的看法依然悲观。另一方面，日本政府在 5 月 27 日制定第二笔追加预算，再加上 4 月份制定的第一轮刺激计划，总价值已超过 200 万亿日元。

图 18 日本零售销售



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 19 日本出口同比增速下滑

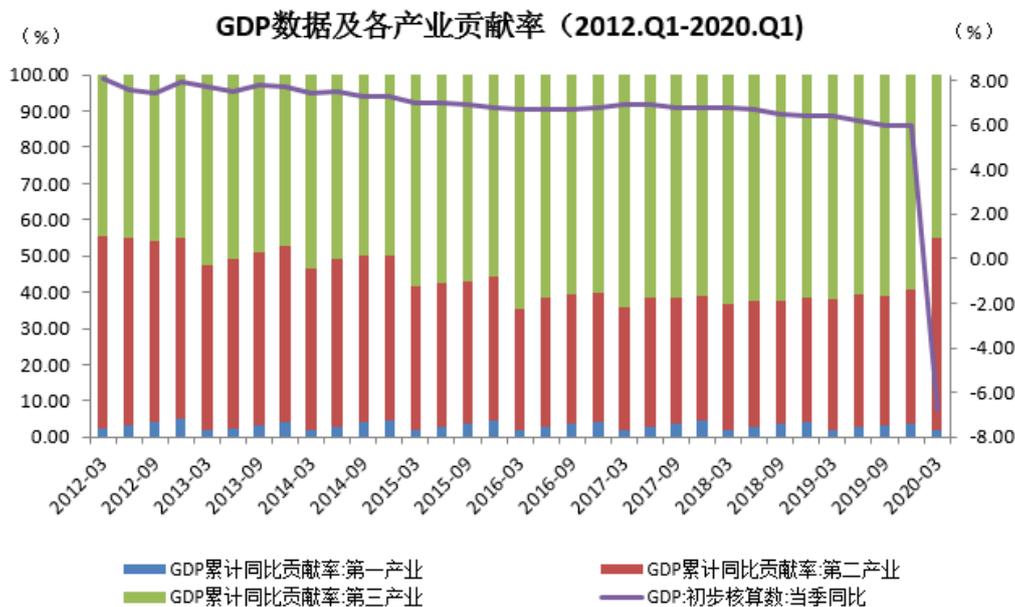


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

三、一季度经济负增长，宏观政策力度加强

4月经济延续改善，复苏仍面临挑战。受疫情影响，我国一季度经济明显收缩，投资、消费、出口均呈现出萎缩态势，一季度经济增速同比下滑6.8%。疫情对经济的冲击主要体现在几个方面，一、疫情防控措施导致企业生产经营活动受到限制。二、居民出行、日常活动受限，导致消费需求受到限制。三、企业盈利大幅下降，疫情带来的不确定性导致商业投资意愿及企业信心减弱。四、由于企业暂停生产及交通物流受限，导致通胀呈结构性上涨，居民人均实际可支配收入下降。五、供应链受到冲击，导致贸易活动放缓。整体来看，随着国内疫情防控形势向好，企业经营、人民生活逐步恢复常态，近几月经济数据有较大的改善，凸显出我国经济的韧性。看向未来，二季度经济有望延续复苏态势，不过经济复苏所需的时间以及反弹的速度将取决于海外疫情的发展和国内逆周期调节的力度。目前普遍预计海外二季度经济将陷入严重衰退，外需带来的压力将拖累二季度经济的回升。不过，下半年若全球疫情开始消退，国内逆周期调节效果充分显现，宏观经济有望迎来较大幅度的回升。

图 20 中国 GDP 及各产业贡献率



(一) 制造业 PMI 有所回落, 非制造业继续改善

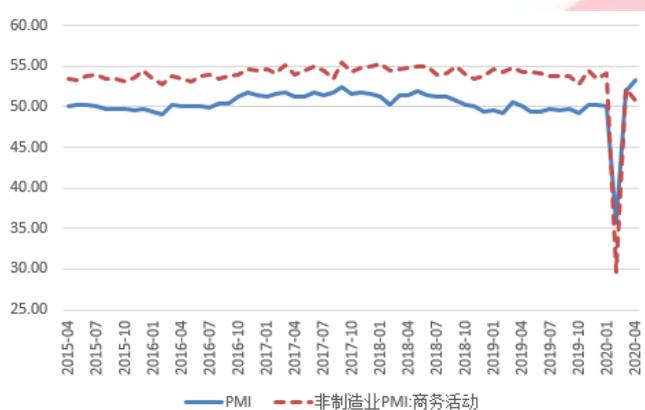
4 月份, 我国疫情防控向好形势进一步巩固, 生产生活秩序加快恢复, 制造业和非制造业生产经营活动继续改善。数据显示, 4 月制造业 PMI 为 50.8%, 比上月回落 1.2 个百分点; 非制造业 PMI 为 53.2%, 比上月上升 0.9 个百分点。具体来看, 4 月制造业生产经营状况较上月继续改善, 但扩张力度有所减弱。其中, 生产指数为 53.7%, 较上月下滑 0.4 个百分点, 制造业生产活动继续保持复苏势头。从劳动力需求看, 从业人员指数为 50.2%, 企业用工量连续两个月增加。截至 4 月 25 日, 全国制造业采购经理调查已复工企业中, 77.3% 的企业复产率达到正常水平的八成以上, 高于上月 9.4 个百分点。另一方面, 需求端的恢复要弱于生产端。新订单指数为 50.2%, 比上月回落 1.8 个百分点, 低于生产指数。而随着国外疫情加速扩散, 全球经济活动剧烈收缩, 我国外贸面临较大挑战。新出口订单指数和进口指数分别为 33.5% 和 43.9%, 比上月下降 12.9 和 4.5 个百分点。部分制造业企业反映新签订的出口订单锐减, 甚至已开工生产的订单被取消。

非制造业连续两个月改善, 但部分行业复工复产仍然比较滞后。分行业看, 建筑业商务活动指数为 59.7%, 高于上月 4.6 个百分点。服务业商务活动指数为 52.1%, 比上月上升 0.3 个百分点。从行业大类看, 零售业、餐饮业、信息传输软件和信息技术服务等行业商务活动指数位于 55.0% 以上。不过值得注意的是, 住宿、文化体育娱乐、居民服务等行业受疫情影响较大, 商务活动指数连续三个月位于 45.0% 以下, 相关企业生产经营比较困难。分项来看, 4 月新订单指数为 52.1%, 比上月回升 2.9 个百

分点，表明非制造业市场需求有所恢复。业务活动预期指数为 60.1%，比上月上升 2.8 个百分点，表明非制造业企业对近期市场发展信心有所恢复。

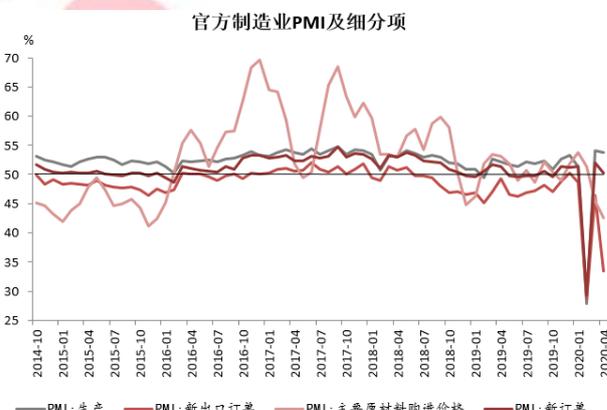
整体来看，随着疫情得到有效控制，生产生活秩序加快恢复，我国经济延续改善。二季度非制造业呈现加快恢复的势头，预示着经济运行基本趋势在向好发展。5 月基本民生消费和基建投资共同驱动经济平稳运行。建筑业供需活动继续保持活跃，投资需求加速恢复，有助于经济平稳运行。不过制造业由于海外疫情及经济下行压力的拖累，料短期内仍将承压。预计二季度经济将延续改善趋势，非制造业恢复程度要好于制造业。

图 21 4 月官方 PMI 指数



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 22 新订单、进口指数下滑



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（二）工业景气度有所回升，未来形势仍不容乐观

工业生产由减转增，制造业增速回升明显。1-4 月份，全国规模以上工业增加值同比下降 4.9%，降幅比 1-3 月份收窄 3.5 个百分点。单月来看，4 月全国规模以上工业增加值同比增长 3.9%，大幅超出市场预期，半导体和个人电脑制造业的复苏拉动了整体增长。从结构上看，4 月制造业同比增长 5%，明显快于采矿业、电力、燃气等供应业，尤其是高技术制造业重回两位数增长，显示新经济产业增长强劲。整体来看，近期疫情防控及一系列政策措施取得了积极成效，工业增加值有所改善。不过值得注意的是，4 月 PMI 新订单指数和新出口订单指数较 3 月均有所回落，显示整体需求仍较疲弱。因此，4 月工业增加值由负转正一部分可能与此前疫情爆发期间积压的订单有关，若未来新增需求无法取代积压需求，工业增加值仍存在回落的可能。

工业企业利润显著回升，但盈利形势仍不容乐观。1—4 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 12597.9 亿元，同比下降 27.4%，降幅比 1—3 月份收窄 9.3 个百分点。4 月份，受益于复工复产继

持续推进及相关扶持政策效果持续显现，汽车、专用设备、电气机械、电子等行业市场需求明显好转，订单量逐步增加，利润明显回暖。其中，汽车行业利润同比增长 29.5%，3 月份为下降 80.4%；专用设备行业利润增长 87.5%，3 月份为下降 20.5%；电气机械行业利润增长 33.9%，3 月份为下降 28.6%；电子行业利润增长 85.1%，增速比 3 月份加快 65.6 个百分点。分企业来看，国有控股企业实现利润总额 3046.3 亿元，同比下降 46.0%；私营企业实现利润总额 3920.1 亿元，下降 17.2%。整体来看，虽然 4 月份规模以上工业企业利润状况改善明显，但受市场需求尚未完全恢复、工业品价格持续回落、成本压力依然较大等多重因素影响，工业企业累计利润仍现较大降幅，盈利形势不容乐观。随着国内复工复产逐步加速，内需逐渐修复，预计短期内工业企业盈利仍存在进一步修复的空间。

图 23 工业增加值同比由负转正



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 24 工业企业利润小幅改善



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

(三) 投资增速有所回暖，基建投资带头发力

固定资产投资好转，高技术产业投资降幅明显收窄。1-4 月全国固定资产投资（不含农户）136824 亿元，同比下降 10.3%，降幅比 1—3 月份收窄 5.8 个百分点。分领域看，基础设施投资同比下降 11.8%，制造业投资下降 18.8%，房地产开发投资下降 3.3%，降幅分别比 1-3 月份收窄 7.9、6.4 和 4.4 个百分点。值得注意的是，高技术产业投资降幅较 1-3 月收窄了 9.1 个百分点至-3%。

整体来看，4 月份固定投资中的三大分项均出现改善，得益于建筑业复工加快及宏观政策的大力支持，房地产与基建投资明显回暖，单月增速分别回升至 6.9%、4.8%。受到海外疫情持续扩散的影响，制造业投资增速仍较为疲弱。展望未来，随着专项债大规模发行、后续财政政策支持以及新基建的大力推进，预计二季度基建投资大概率延续回升态势。由于建筑业复工加速，房贷利率下降刺激购房需求等因素，预计房地产投资增速将继续修复。最后，制造业投资增速在国内需求回暖的背景下也将延

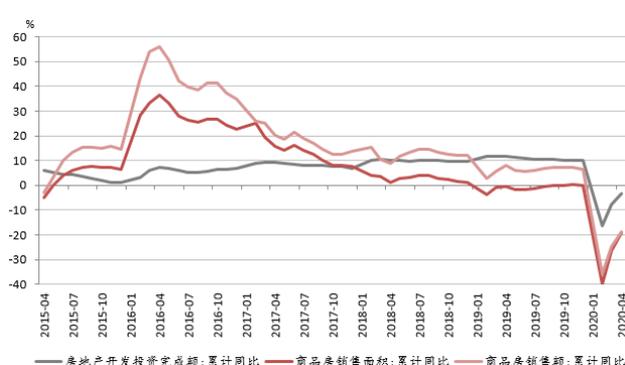
续改善，但外需疲弱将造成拖累。

图 24 固定资产投资累计同比



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 25 房地产投资与销售累计同比



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

(四) 前期消费逐步释放，市场销售逐步好转

消费端整体表现仍较疲弱，实物商品网上零售占比持续提高。1-4 月份，社会消费品零售总额 106758 亿元，同比下降 16.2%，降幅比 1-3 月份收窄 2.8 个百分点。4 月消费结构主要呈现四大特点：一是基本生活类商品较快增长，当月限额以上单位商品零售额中，粮油食品类和饮料类同比分别增长 18.2% 和 12.9%；二是消费升级类商品保持加快增长的势头，包括通讯器材类、文化办公用品类等保持了两位数增长。三是实物商品网上零售占比持续提高，占社零总额比重上涨 0.5 个百分点至 24.1%；四是汽车类消费出现好转，同比涨幅回升至 0%。显示此前各级政府、车企相关的促销及政策取得成效。

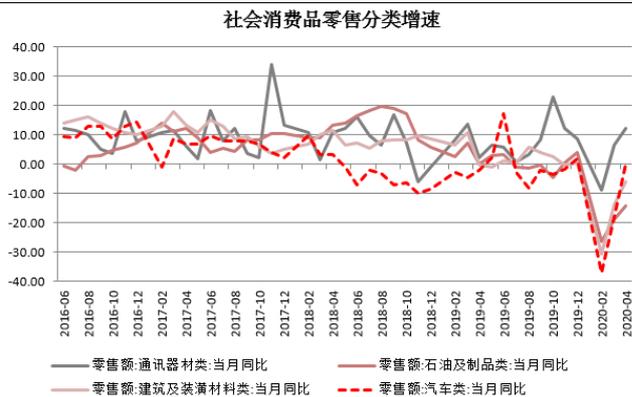
展望未来，随着企业经营及人民生活逐步恢复，未来消费仍将延续上升趋势，但仍存在一定制约。一方面，4 月通胀延续回落，高通胀对人均实际可支配收入的压力有所缓解。但在疫情尚未完全接受的情况下，很多聚集性消费、接触性消费仍将受到一定影响。另外，受疫情影响，今年就业压力较大，居民预期收入下滑在一定程度上将抑制消费增长。值得注意的是，本月中央政治局会议提出要将“保就业保民生”放在首要位置，一系列保就业措施也陆续实施，就业市场的稳定将有效促进内需增长。

图 26 社零销售总额增速



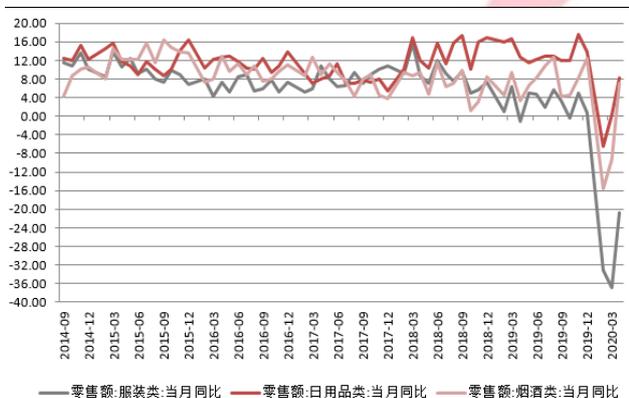
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 27 汽车消费大幅反弹



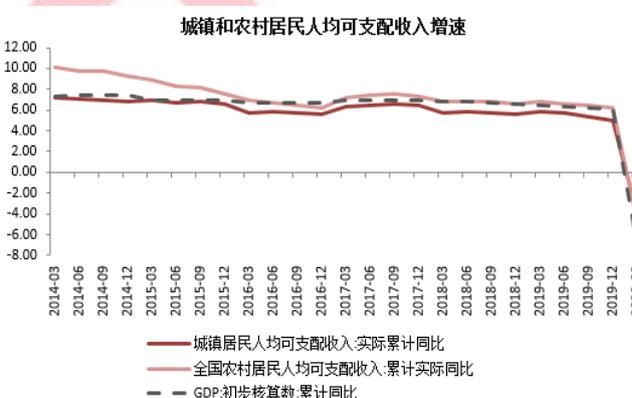
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 28 服装类零售增速加速下滑



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 29 人均可支配收入下降



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（五）出口超预期回升，二季度压力犹存

货物出口同比超预期增长，进口增速超预期偏弱。4 月份，货物进出口总额 24966 亿元，同比下降 0.7%，降幅比 3 月份收窄 0.1 个百分点。其中，出口 14074 亿元，增长 8.2%，3 月份为下降 3.5%；4 月份出口增速由负转正，主要原因是此前受疫情影响而积压的出口订单在国内复工复产后加快交付，另一方面是因为出口利润的上行。4 月出口由正转负并非外需改善下的结果，相反的，4 月 PMI 新出口订单指数仍较为疲弱，暗示出口增速未来仍面临压力。虽然目前美欧部分地区已开始推进复工，但短期内外需仍难有实质性的改善。因此预计二季度出口仍有可能拖累进出口增长。相比于出口超预期反弹，中国 4 月进口增速超预期下滑，同比下降 10.2%。主要原因首先是作为主要进口国的日本和东盟进口增速由正转负，在疫情的影响下，企业生产及外贸均受到严重的冲击，导致外贸不能正常进行，从而对进口增速产生了一定拖累。展望未来，随着海外部分国家逐步重启经济，进口增速有望在下半年逐

步改善。

图 30 进出口同比增速及贸易差额



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

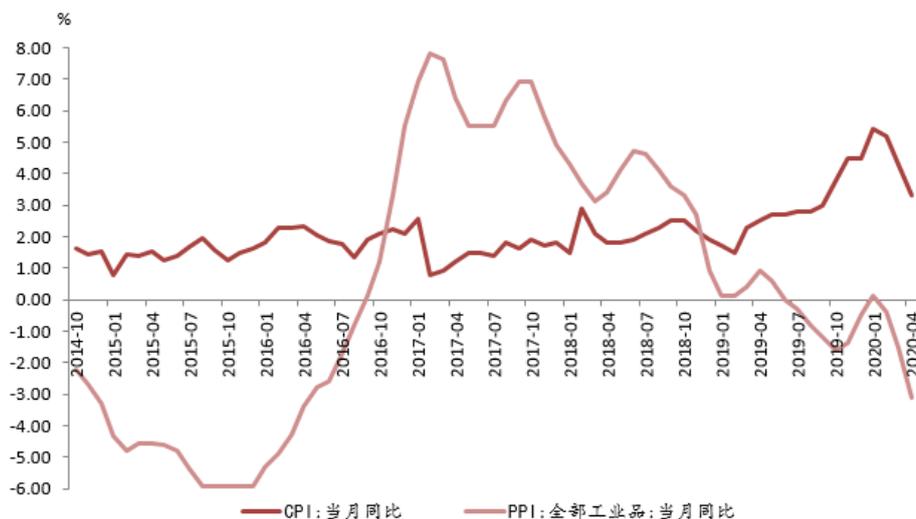
（六）CPI 持续回落，PPI 降幅扩大

CPI 连续两月大幅回落，时隔半年重回“3 时代”。4 月 CPI 同比录得 3.3%，较上月回落 1 个百分点，以猪肉为首的食品价格回落是拉动 CPI 下行的主要因素。4 月食品价格同比上涨 14.8%，涨幅较上月下行 3.5 个百分点。其中，猪肉价格比上月下降 7.6%，近期生猪存栏、利润不断增长带动猪肉供应增加，未来猪肉价格大概率继续回落。而受益于春夏供给恢复加快，4 月蔬菜价格比上月下降 8.0%，同比降至 -3.7%。非食品价格方面，受疫情在全球蔓延影响，4 月国际油价大幅下跌，导致国内通信价格同比降幅加深，带动非食品价格涨幅回落 0.3 个百分点。其中，汽油、柴油和液化石油气价格分别环比下降 7.5%、8.2% 和 3.7%。整体来看，随着猪周期进入下行周期，猪肉价格将会对 CPI 产生持续的负向拉动。另外，虽然目前国内疫情形势向好，但内需恢复仍较为迟缓。因此预计 CPI 或延续回落趋势。

受国际原油价格大幅度下跌影响，4 月份 PPI 较上月下滑了 1.6 个百分点至 -3.1%。PPI 通缩加剧最主要的原因除了原油价格暴跌之外，还与疫情蔓延导致的全球需求疲软有关。分项来看，生产资料同比收于 -4.50%，较上月下行 2.10 个百分点，生产资料各分项普遍下行；生活资料同比收于 0.90%，较前值下行 0.30 个百分点。分行业来看，主要行业中石油和天然气开采行业下行最大，较上月下行

29.70 个百分点。整体来看，目前美欧部分地区已逐步解封，各国 PMI 指数也由低位回升，在全球需求回暖的预期下，原油价格基本已经进入触底回升通道。因此预计 PPI 短期内或触底回升。

图 31 CPI、和 PPI 月度增速同比



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(七) 逆周期调节发力，社融信贷同比多增

国内经济活动回暖叠加政策支持，4 月社融信贷均超预期增长。4 月份社会融资规模增量为 3.09 万亿元，比上年同期多 1.42 万亿元；4 月份人民币贷款增加 1.7 万亿元，同比多增 6818 亿元，双双好于市场预期；M2 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。分结构来看，4 月新增人民币信贷同比大增 6818 亿元的主要原因是企业贷款和票据融资的增长。其中，企(事)业单位中长期贷款增加 5547 亿元，票据融资增加 3910 亿元。企业中长期贷款增加较多，说明越来越多的企业开始复工复产，相关投资活动有所恢复。此外，票据融资规模非常大，说明短期流动资金需求也非常强劲，说明在国有企业和中小企业之间，以及重大项目和恢复生产之间面临不同的生产资金需求。在社会融资规模方面，社会融资规模存量达到 26522 万亿元，同比增长 12%，4 月社会融资规模比上年同期多 142 万亿元，除信托贷款外，人民币贷款、企业直接融资、委托贷款和未贴现的银行承兑汇票等其他融资渠道均在回暖。

整体来看，4 月金融数据显示国内经济复苏回暖态势明显全球经济二季度经济大概率加剧萎缩，国内经济复苏仍面临较大压力，逆周期调节将持续加大力度，流动性仍保持宽松预期。而随着企业加速复工复产、融资需求回暖、市场消费需求逐步恢复，叠加宽信用政策加大对实体经济的支持，预计二季度金融数据将继续好转。

图 32 社会融资规模存量同比



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 33 M1、M2 同比



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 34 新增贷款及贷款余额增速



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

四、国内宏观政策展望

(一) 货币政策: 更加灵活适度, 实施精准滴灌

经济下行压力加大, 货币政策延续宽松。从宏观基本面来看, 虽然国内 4 月份经济有所好转, 但海外疫情持续蔓延, 全球经济下行以及疫情带来的不确定性因素仍给国内经济造成压力。今年以来, 中国人民银行出台了一系列货币政策措施, 三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元, 增加 1.8 万亿元再贷款再贴现额度, 发挥政策性银行信贷支持作用, 引导商业银行加大对小微企业的支持力度。4 月份央行持续引导金融机构下调贷款市场报价利率 (LPR) 推动企业融资成本降低, 提高金融机构加大信贷支持实体经济的针对性和有效性。金融机构积极调整内部管理和考核政策, 增加贷款投放。在各项经济数据下滑的情况下, 信贷投放力度明显放大, 金融数据逆势增长, 有效支持了实体经济。

5 月 22 日, 国务院总理李克强在 2020 年政府工作报告时说, 稳健的货币政策要更加灵活适度。同时,

政府工作报告中首次提出，要“创新直达实体经济的货币政策工具”，并提出务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。下一阶段的货币政策宽松尤其是降息的空间将进一步提升。整体来看，在海外疫情持续扩散，国内经济下行压力加大的背景下，2 季度货币政策或延续对中小企业信贷及流动性支持，并逐步向外需产业链相关企业倾斜，货币政策短期内仍有调整空间。

（二）财政政策：更加积极有为，适当提高赤字率

积极的财政政策要更加积极有为。4 月 17 日，中央政治局会议做出了当前我国经济发展面临的挑战前所未有的重要判断，并首次在“六稳”之外提出了“六保”目标。会议指出，要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响，其中积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。

5 月 22 日公布的 2020 年政府工作报告指出，今年积极的财政政策要更加积极有为，财政赤字率“拟按 3.6% 以上安排”，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，并将发行 1 万亿元抗疫特别国债。尽管此次政府工作报告没有设定 GDP 增长目标，但在疫情内外冲击扰乱经济活动的局势下，政府工作报告凸显了中央对经济的财政支持。此前公布的数据显示，4 月财政预算收入同比下降 15%。三月份收入同比下降 26.1%。与此同时，因为中国开始增加刺激性政策措施，四月份财政支出同比增加了 7.5%。三月份财政支出同比下降 9.4%；一般公共预算收入同比减少 14.5%，税收收入同比减少 16.7%。整体来看，随着国内企业生产经营逐渐恢复，未来几个月财政收入可能会增长，但是由于外部需求量骤减，疫情对企业利润的滞后影响，以及税收减免和延期缴纳，财政收入恢复速度可能会显著变慢。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。