

中国宏观经济月报

2020/5/7

中国宏观经济研究员 阎奕锦

010-66555831

yijin_yan@chiefgroup.com

主要观点：

- 受新冠肺炎疫情冲击，我国第一季度 GDP 录得-6.8%的增速，创有统计数据以来的最低值。随着复工复产的持续推进，我国经济持续恢复，但海外疫情仍未显著好转，虽然一些国家也陆续复工复产，但能否兼顾“疫情防控”和“复工复产”，以及“复工复产”的进度，经济恢复的进度等都有很大不确定性，其作为一个重要变量通过产业链、贸易、投资、金融市场、市场情绪等渠道对我国二季度经济金融状况产生影响。

- 在消费方面，虽然政府通过消费券、云直播等多种方式提振消费，但受限于收入增速的回落，居民消费恢复较为缓慢；政府增加公共消费的政策将在一定程度上弥补居民消费的缺口。投资方面，复工复产和财政资金到位将拉动基建投资回升；房地产投资韧性较强，但“房住不炒”的政策定位决定其增速提升空间有限；制造业投资受制于利润状况的恶化，恢复进度将最为缓慢。

- CPI 涨幅继续回落，PPI 降幅扩大。**3 月 CPI 同比上涨 4.3%，较 2 月低 0.9 个百分点。4 月，食品价格继续回落，非食品价格近乎持平。我们预计 4 月 CPI 环比下降 0.8%左右，同比上涨 3.4%左右，较 3 月回落 0.9 个百分点。

- 在货币政策继续稳经济的政策重心下，货币和社融增速将继续提升。预计 4 月金融机构新增人民币贷款 15,000 亿元左右，M2 同比增速为 11.0%左右，较上月高 0.9 个百分点。

- 对 4.17 日中央政治局会议简评：**

- 当前经济发展面临的挑战前所未有，首次在“六稳”的基础上提出六保。
- 财政政策和货币政策都将实质性发力，财政政策表述变动不大，货币政策首提降息。
- 多措并举扩内需。

- 再提房住不炒，打消了市场上对于“房地产成为短期刺激手段”的想法。
- 兼顾长期，继续推进改革，完善要素市场化配置。

目 录

一、经济运行总览.....	6
1、4月制造业景气度回落，非制造业景气度有所提升.....	6
2、消费增速降幅小幅收窄.....	11
3、财政收支增速降幅均继续扩大.....	14
4、投资增速有所收窄，工业增加值改善度最大.....	15
5、进出口增速降幅双双收窄，出口收窄幅度较大.....	22
二、CPI继续回落，PPI降幅扩大.....	26
1、CPI继续回落.....	26
2、PPI降幅扩大.....	29
三、货币增速继续提升.....	31
四、4.17 中央政治局会议简评.....	35
五、小结.....	37

图表目录

图表 1：GDP 当季同比及环比增长率.....	7
图表 2：GDP 三大产业同比增长率.....	7
图表 3：三大需求对 GDP 增长的拉动.....	7
图表 4：制造业采购经理指数.....	9
图表 5：非制造业采购经理指数.....	9
图表 6：库存变动情况.....	10
图表 7：各类企业的 PMI 指数.....	10
图表 8：中采制造业 PMI 成分指数.....	10
图表 9：克强指数走势.....	11
图表 10：六大发电集团日耗煤量显著提升.....	11
图表 11：居民收支名义增速.....	12
图表 12：居民收支实际增速.....	12
图表 13：居民收入结构.....	12
图表 14：居民支出结构.....	12
图表 15：社会消费品零售总额.....	13
图表 16：社会消费品零售总额同比增长率.....	13
图表 17：商品零售与餐饮收入当月同比增长率.....	14
图表 18：各类商品零售额当月同比增长率.....	14
图表 19：国家财政收支当月情况.....	15
图表 20：国家财政收支累计情况.....	15
图表 21：全国固定资产投资同比增长率.....	16
图表 22：全国固定资产投资分产业增速.....	16
图表 23：固定资产投资同比增长率.....	17
图表 24：投资实际增速.....	17
图表 25：工业增加值增速.....	18
图表 26：三大产业增加值同比增长率.....	18
图表 27：各行业增加值同比增长率.....	18
图表 28：各行业增加值同比增长率（续）.....	18
图表 29：工业企业利润总额增长率.....	19
图表 30：收入及成本同比增速.....	19
图表 31：企业经营指标.....	19
图表 32：各类企业利润增速情况.....	19
图表 33：各行业利润增速情况.....	20
图表 34：各行业利润增速情况（续）.....	20

图表 35：房地产活动情况.....	21
图表 36：房地产开发资金来源增速.....	21
图表 37：进出口金额.....	23
图表 38：进出口增速.....	23
图表 39：对美国进出口情况.....	24
图表 40：对欧盟进出口情况.....	24
图表 41：对日本进出口情况.....	24
图表 42：对东盟进出口情况.....	24
图表 43：劳动密集型行业出口增速.....	25
图表 44：高新技术品行业出口增速.....	25
图表 45：各类商品进口增速.....	26
图表 46：大宗商品进口增速.....	26
图表 47：CPI 同比及环比增速.....	27
图表 48：CPI 食品和非食品价格走势分化.....	27
图表 49：食品各中类指数同比增长率.....	27
图表 50：食品各中类指数环比增长率.....	27
图表 51：CPI 非食品各中类指数同比增长率.....	28
图表 52：CPI 环比增长率.....	28
图表 53：CPI 食品环比增长率的月度走势图.....	29
图表 54：CPI 非食品环比增长率的月度走势图.....	29
图表 55：工业生产者出厂价格同比增长率.....	30
图表 56：工业生产者出厂价格环比增长率.....	30
图表 57：工业生产者购进价格增速.....	30
图表 58：工业生产者购进价格分类指数走势.....	30
图表 59：当月外汇占款新增额.....	31
图表 60：基础货币.....	31
图表 61：各层次货币供应量同比增长率.....	32
图表 62：人民币存款及贷款增长走势.....	32
图表 63：各部门存款同比增长率.....	33
图表 64：新增人民币贷款的部门结构.....	33
图表 65：新增人民币贷款的期限结构.....	34
图表 66：社会融资规模累计值及累计增速.....	34
图表 67：社会融资规模结构.....	35
图表 68：社会融资规模占比.....	35

一、经济运行总览

受新冠肺炎疫情冲击，我国第一季度 GDP 录得-6.8%的增速，创有统计数据以来的最低值。随着复工复产的持续推进，我国经济持续恢复，但海外疫情仍未显著好转，虽然一些国家也陆续复工复产，但能否兼顾“疫情防控”和“复工复产”，以及“复工复产”的进度，经济恢复的进度等都有很大不确定性，其作为一个重要变量通过产业链、贸易、投资、金融市场、市场情绪等渠道对我国二季度经济金融状况产生影响。

1、4 月制造业景气度回落，非制造业景气度有所提升

2020 年第一季度经济增速创有统计数据以来最低值

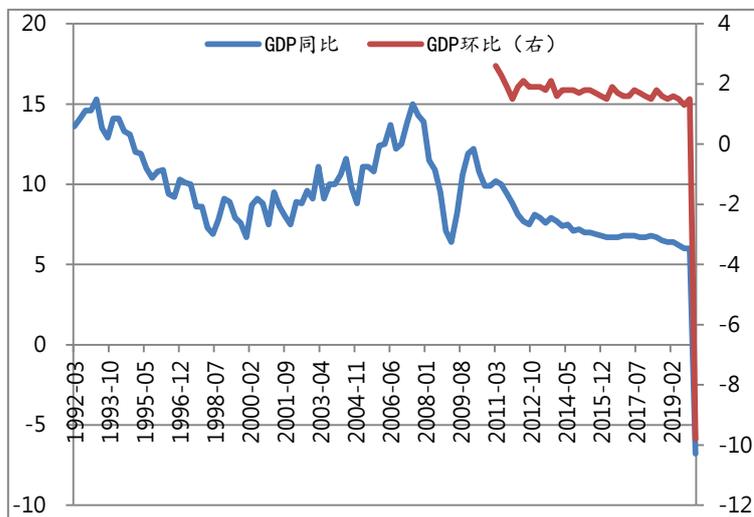
2020 年一季度我国实现国内生产总值 (GDP) 20.7 万亿元，实际同比下降 6.8%，较上年末低 12.8 个百分点。其中，第一产业增加值 1.0 万亿元，同比下降 3.2%，较上年末低 6.6 个百分点；第二产业增加值 7.4 万亿元，同比下降 9.6%，较上年末低 15.4 个百分点；第三产业增加值 12.3 万亿元，同比下降 5.2%，较上年末低 11.8 个百分点。

一般而言，疫情对第二产业和第三产业的冲击较大，但信息传输、软件和信息技术服务业 (13.2%) 和金融业 (6.0%) 继续保持较高正增速，对第三产业的下滑形成一定缓冲。除信息传输、软件和信息技术服务业和金融业之外，其他行业增速均为负值，降幅由大到小排序为：住宿和餐饮业 (-35.3%)、批发和零售业 (-17.8%)、建筑业 (-17.5%)、交通运输、仓储和邮政业 (-14.0%)、制造业 (-10.2%)、租赁和商务服务业 (-9.4%)、房地产业 (-6.1%)、农林牧渔业 (-2.8%)、其他服务业 (-1.8%)。

从环比看，第一季度 GDP 下降 9.8%，较上季度低 11.3 个百分点，较上年同期低 11.4 个百分点。环比折年率为-33.8%。

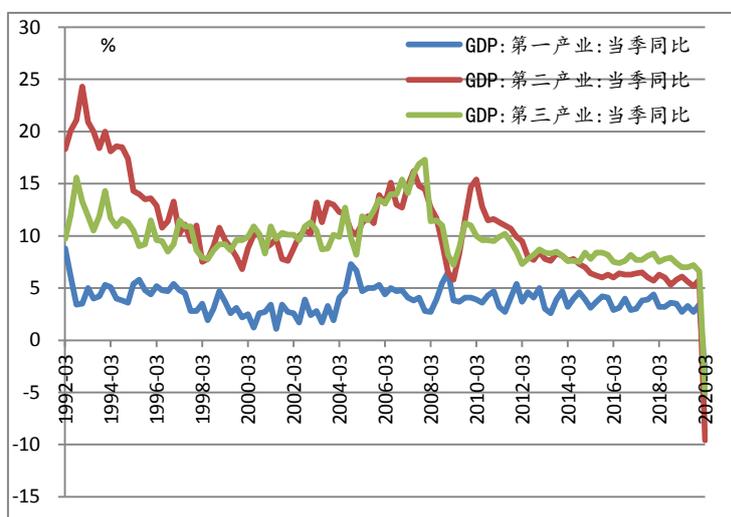
从三大需求对 GDP 的拉动看，均大幅回落。最终消费对 GDP 同比增长的拉动为-4.4% (上年为 3.5%)，资本形成的拉动为-1.5% (上年为 1.9%)，货物和服务净出口的拉动为-1.0% (上年为 0.7%)。

图表 1：GDP 当季同比及环比增长率



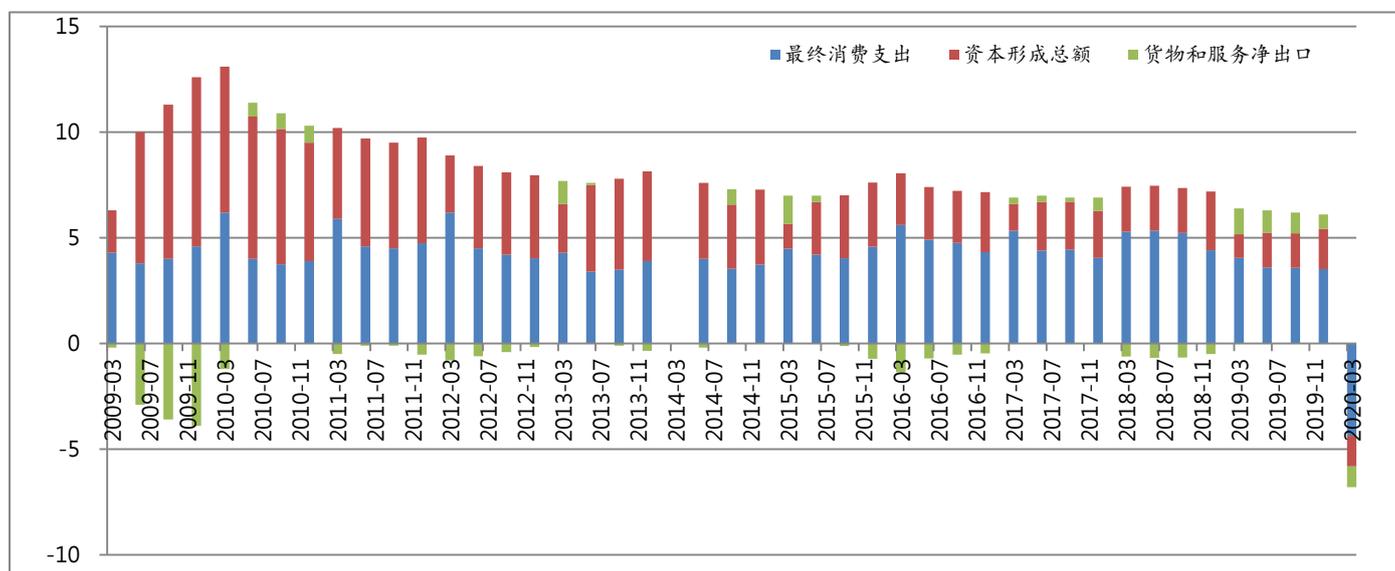
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 2：GDP 三大产业同比增长率



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 3：三大需求对 GDP 增长的拉动



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

4 月制造业景气度回落，非制造业景气度有所提升

从景气度指标看，2020年4月我国中采制造业 PMI 指数为 50.8%，较上月低 1.2 个百分点。中采非制造业 PMI 指数为 53.2%，环比高 0.9 个百分点。同月，财新采购经理指数（财新 PMI）为 49.4%，环比低 0.7 个百分点；财新服务业采购经理指数（财新 PMI）为 44.4%，环比高 1.4 个百分点。制造业景气度回落，服务业景气度提升。

从细分指数看，中采制造业 PMI 五个分类指数“四降一升”。供给好于需求，需求较弱；尤其是海外疫情持续影响下，外需疲软度提升，将通过多渠道对我国经济产生影响。

内外需双双回落，外需收缩幅度扩大。新订单指数为 50.2%，较上月低 1.8 个百分点；其中，新出口订单指数为 33.5%，较上月低 12.9 个百分点；进口指数为 43.9%，较上月低 4.5 个百分点；内外需均有所回落，但受海外疫情扩散的影响，外需指数回落幅度更大，而且继续处于收缩区间，预计外需在一段时间内均将继续承压。

生产增速小幅回落，供给继续好于需求。生产指数为 53.7%，较上月低 0.4 个百分点，生产增速小幅回落，供给方继续好于需求方。

就业状况改善度有所回落。从业人员指数为 50.2%，较上月低 0.7 个百分点，制造业复工返岗人数继续回升，但力度有所回落。

供货速度继续提升。供应商配送时间指数为 50.1%，较上月高 1.9 个百分点，供应商交货速度继续提升。

原材料库存回落，产成品库存小幅提升。原材料库存指数为 48.2%，较上月低 0.8 个百分点；产成品库存指数为 49.3%，较上月高 0.3 个百分点；意味着终端需求依然较弱，企业生产预期略有回落。

价格指数持续回落，油价暴跌进一步加剧 PPI 通缩风险。出厂价格指数为 42.2%，环比低 1.6 个百分点；购进价格指数为 42.5%，环比低 3.0 个百分点；需求趋弱带动各大宗商品价格普遍回落，叠加原油价格战重挫油价，使得今年通缩风险显著提升。

分企业规模看，大、中、小型企业景气度均继续处于荣枯线以上，大型和中型企业景气度有所回落，小型企业小幅好转。大型企业 PMI 指数为 51.1%，较上月低 1.5 个百分点；中型企业 PMI 指数为 50.2%，较上月低 1.3 个百分点；小型企业 PMI 指数为 51.0%，较上月高 0.1 个百分点。大、中、小型企业景气度

继续处于荣枯线以上，大型和中型企业景气度有所回落，小型企业小幅好转。

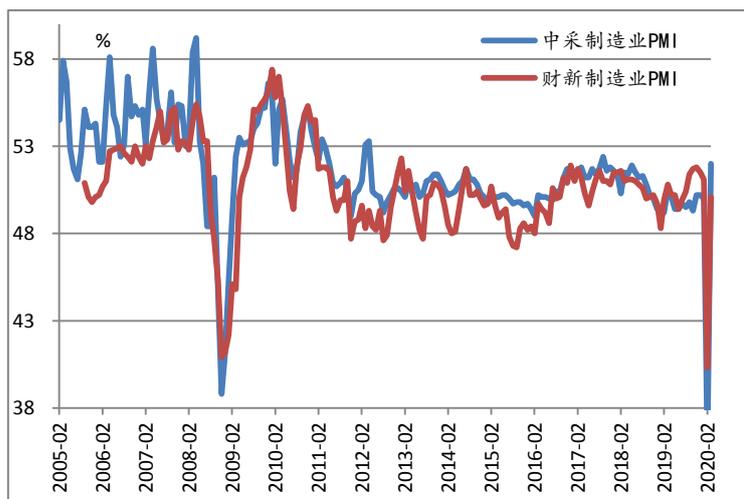
服务业恢复度弱于制造业，生活性服务业相对更弱；建筑业恢复较快。服务业商务活动指数为 52.1% 较上月高 0.3 个百分点，建筑业商务活动指数为 59.7%，较上月高 4.6 个百分点。

非制造业市场需求有所恢复。新订单指数为 52.1%，环比高 2.9 个百分点。

价格指数继续回落。投入品价格指数 49%，下降 0.4 个百分点；销售价格指数为 45.4%，下降 0.7 个百分点。

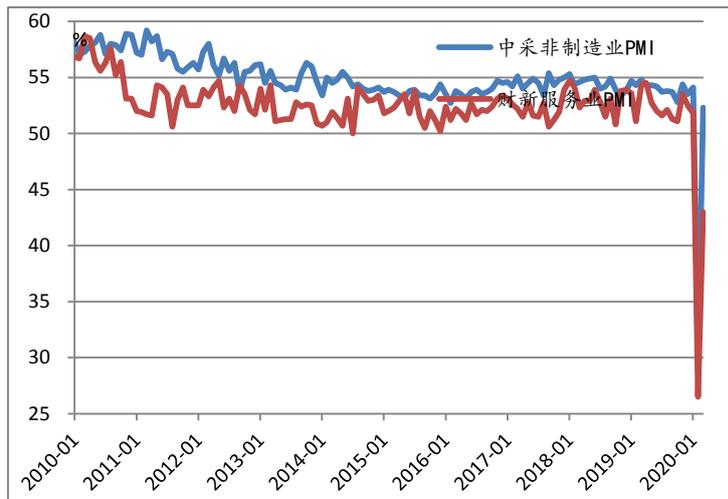
就业状况有所改善。从业人员指数为 48.6%，高 0.9 个百分点。建筑业改善幅度较大，服务业较小。

图表 4：制造业采购经理指数



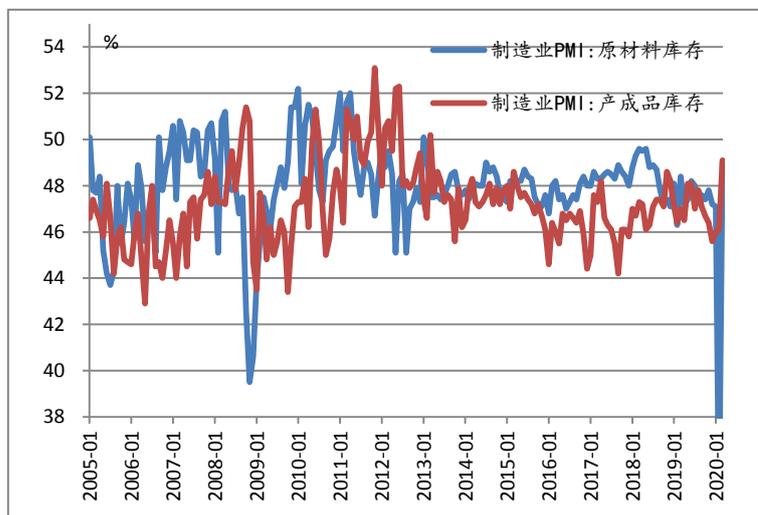
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 5：非制造业采购经理指数



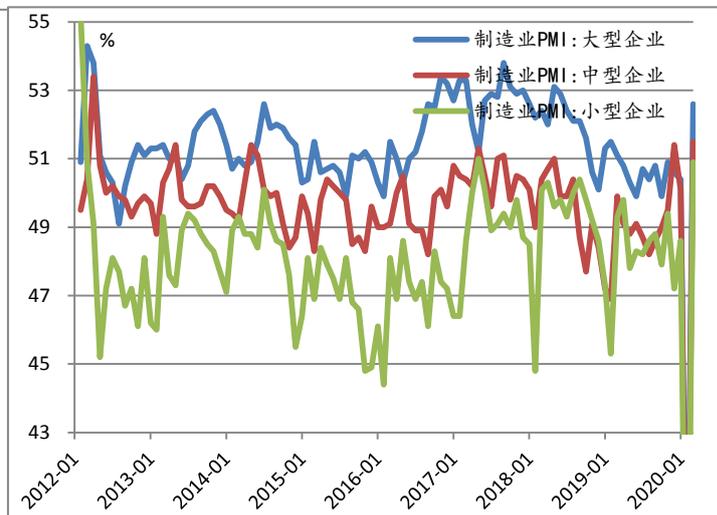
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 6：库存变动情况



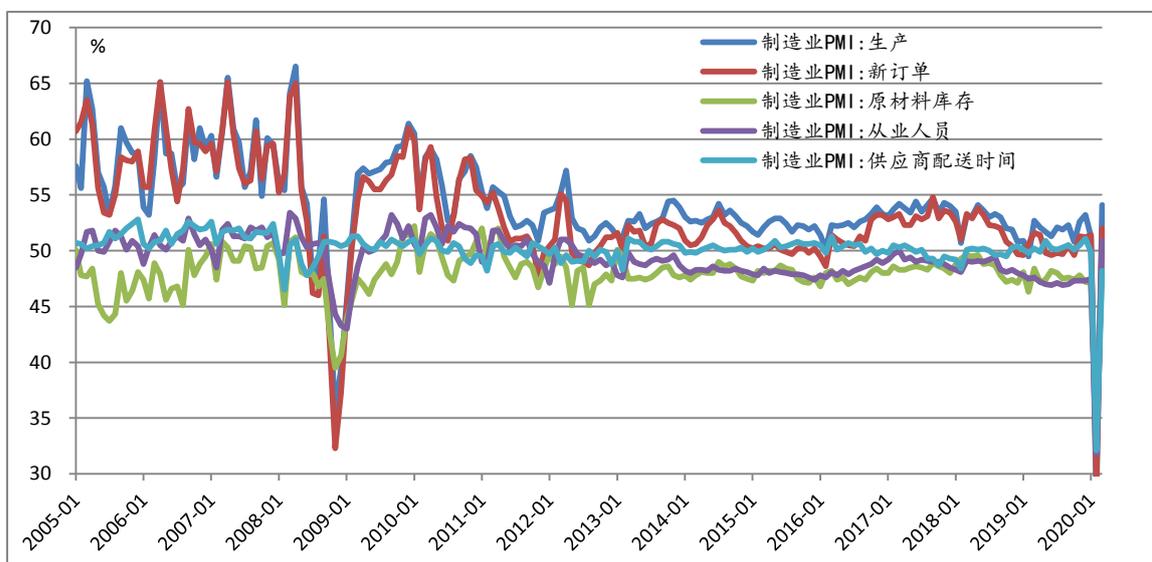
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 7：各类企业的 PMI 指数



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 8：中采制造业 PMI 成分指数



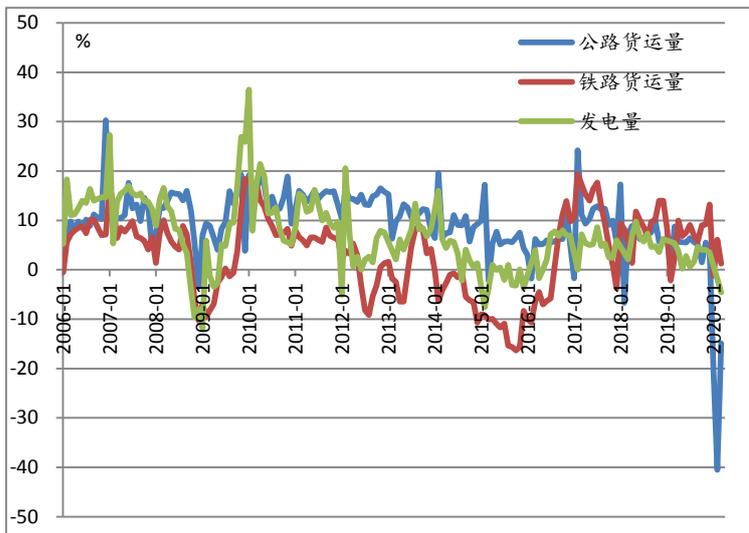
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

中上游数据显示企业产能持续恢复

克强指数的三大指标边际恢复。从发电集团用煤量看，4月6大发电厂集团

日用煤量继续提升，库存持续下降，意味着生产企业产能持续恢复。

图表 9：克强指数走势



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 10：六大发电集团日耗煤量显著提升

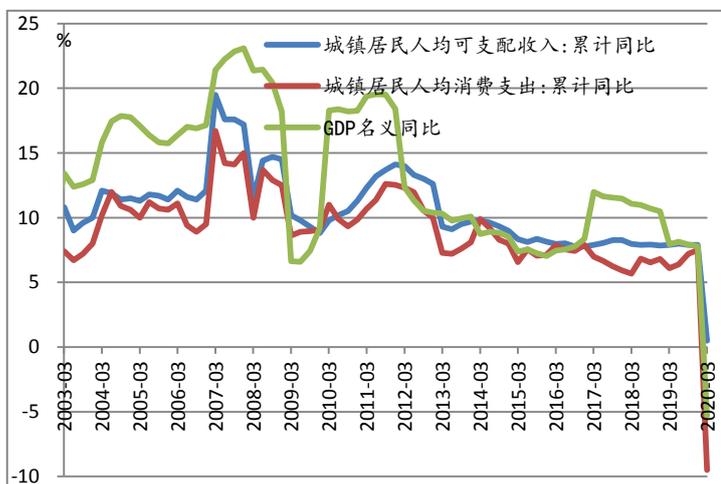


资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

2、消费增速降幅小幅收窄

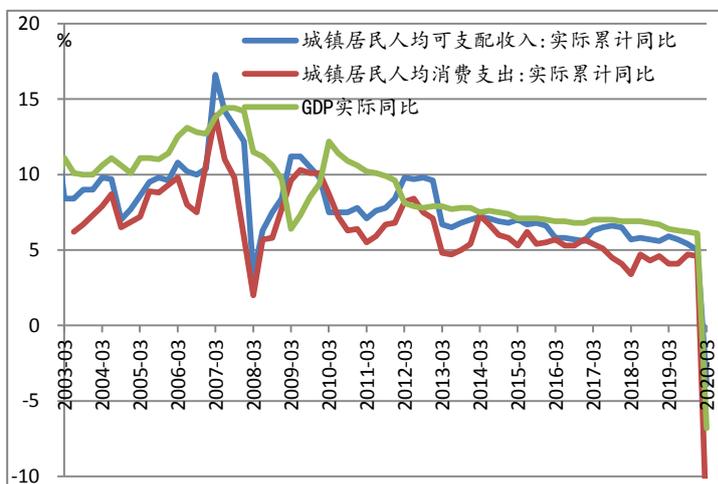
从居民家庭收支调查数据看，2020年第一季度全国居民人均可支配收入8,561元，同比增长0.8%，较上年末低8.1个百分点，较上年同期低7.9个百分点；扣除价格因素，实际同比增长-3.9%，较上年末低9.7个百分点，较上年同期低10.7个百分点；人均消费支出5,082元，同比下降8.2%，较上年末低16.8个百分点，较上年同期低15.5个百分点；实际下降12.5%，较上年末低18.0个百分点，较上年同期低17.9个百分点。收支均大幅回落，由于疫情限制了出行冲击了居民支出，支出回落幅度更大。

图表 11 : 居民收支名义增速



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 12 : 居民收支实际增速

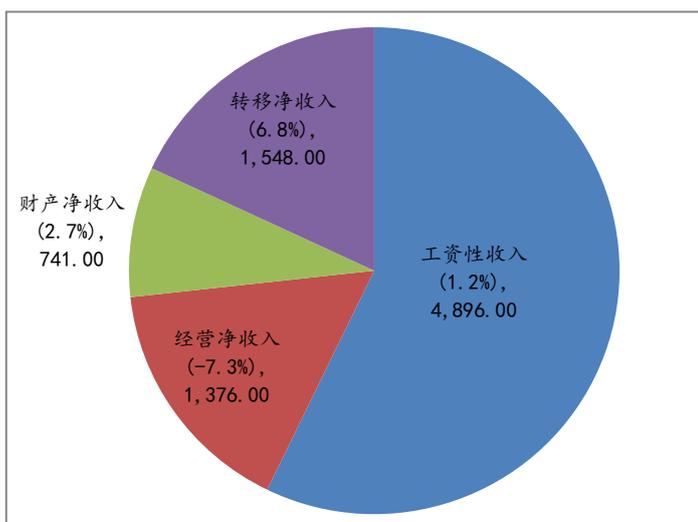


资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

从收入结构看，受疫情冲击的影响，经营净收入增速转负，其他三项保持正值，在政府转移支付等的影响下，居民转移净收入增速较高。

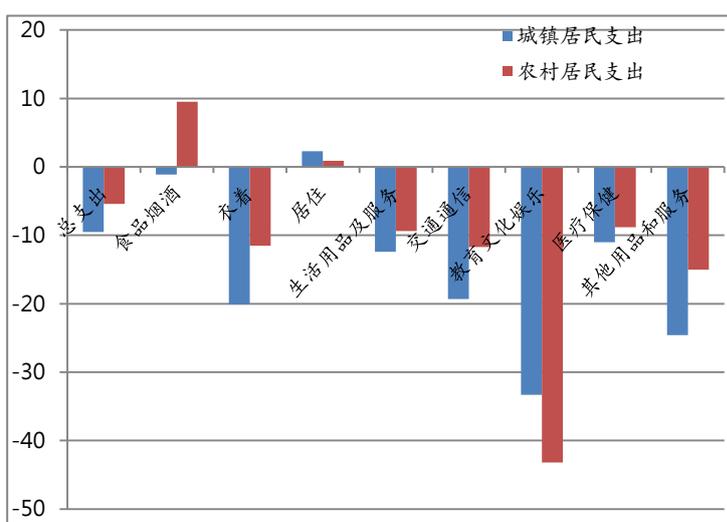
从支出结构看，除居住支出（以及农村居民的食品烟酒支出）外，其他各项均为负增长。

图表 13 : 居民收入结构



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

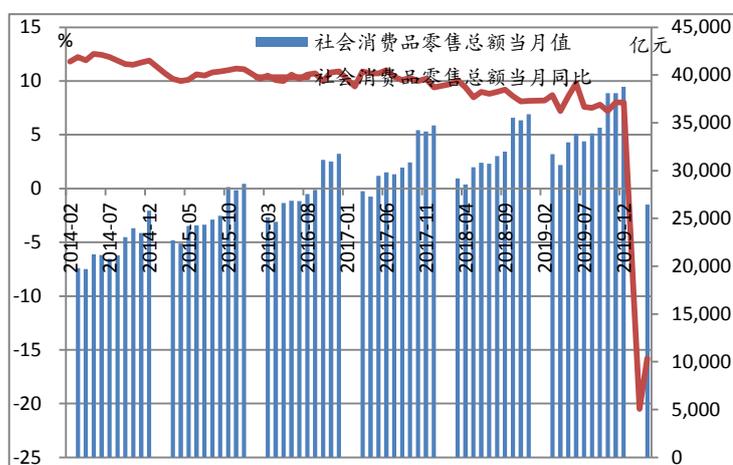
图表 14 : 居民支出结构



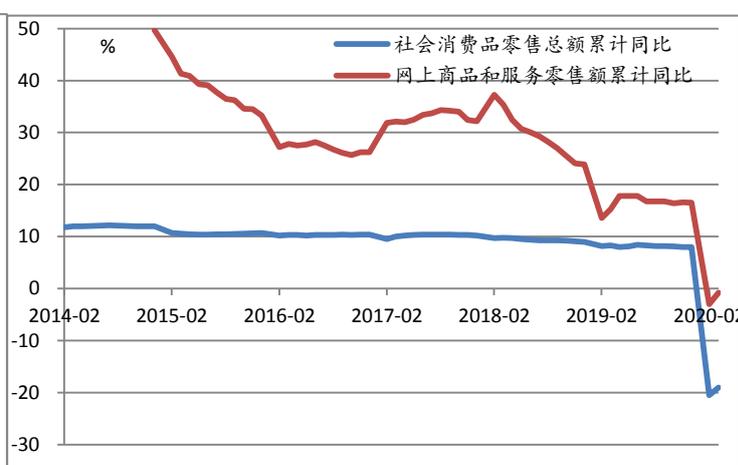
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

2020年3月社会消费品零售总额为2.6万亿元，同比减少15.8%，降幅较1-2月收窄4.7个百分点，较上年同期低24.5个百分点。经价格调整后，实际同比减少18.1%，降幅收窄5.6个百分点。虽然消费降幅有所收窄，但收窄幅度较小，意味着需求依然较为疲软。

图表 15：社会消费品零售总额



图表 16：社会消费品零售总额同比增长率



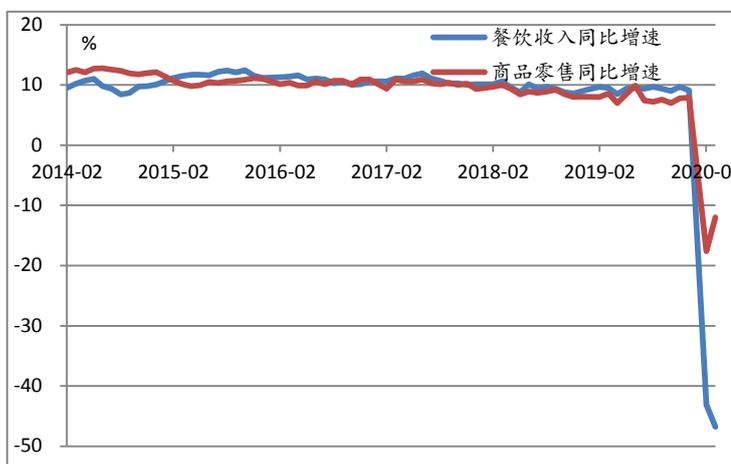
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

从消费形态看，商品零售降幅有所收窄，餐饮增速降幅继续扩大。3月商品零售2.5万亿元，同比减少12.0%，降幅较1-2月收窄5.6个百分点；餐饮收入1,832亿元，同比减少46.8%，降幅较1-2月扩大3.7个百分点。居民外出就餐意愿依然较低，导致餐饮收入增速降幅扩大。

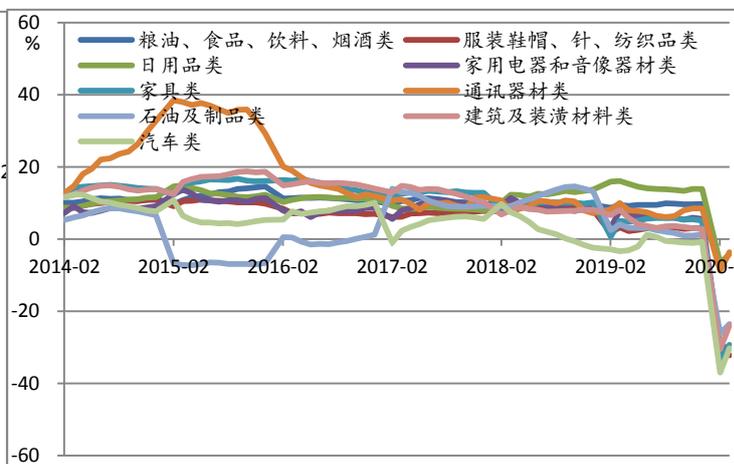
分商品看，本月仅服装类降幅扩大，其他各类均有所好转。粮食食品类、饮料类、中西药品类增速提升，通讯器材类、文化办公用品类、日用品类增速由负转正，其他各类降幅收窄。粮油食品类增速为19.2%，饮料类增速为6.3%；中西药类增速为8.0%，增速提升。通讯器材类增速为6.5%，文化办公用品类为6.1%，日用品类为0.3%，增速由负转正。汽车相关类增速降幅收窄，汽车类增速为-18.1%；石油及其制品类降至-18.8%。房地产相关类增速降幅也有所收窄，建筑及装潢材料类增速降幅收窄至-13.9%，家具类增速降幅收窄至-22.7%，家电类增速降幅收窄至-29.7%。

图表 17：商品零售与餐饮收入当月同比增长率



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 18：各类商品零售额当月同比增长率



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

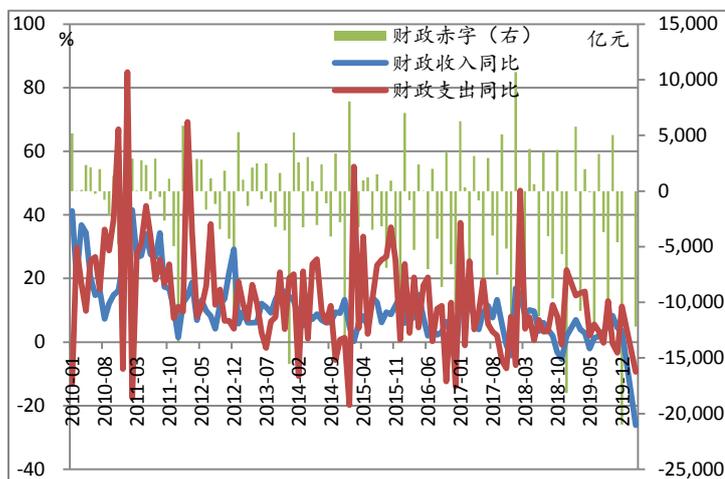
3、财政收支增速降幅均继续扩大

2020年3月财政收入1.08万亿元，同比减少26.1%，降幅较上月扩大16.2个百分点；其中，税收收入0.79万亿元，同比减少32.3%，降幅较上月扩大21.0个百分点；非税收入0.29万亿元，同比减少2.1%，较上月低3.8个百分点。财政支出2.29万亿元，同比减少9.4%，降幅较上月扩大6.5个百分点。3月是财政支出大月，财政支出大于财政收入，财政赤字1.22万亿元，略高于上年同期，累计赤字0.93万亿元。财政收入和财政支出增速双双回落。

在财政收入中，在基数效应的作用下个人所得税增速继续保持正值；投资者情绪高涨带动印花税增速大幅提升；其他各类增速均未负值。车辆购置税、增值税、进出口相关税种增速降幅超过20%，其他各类收入增速降幅相对较小。

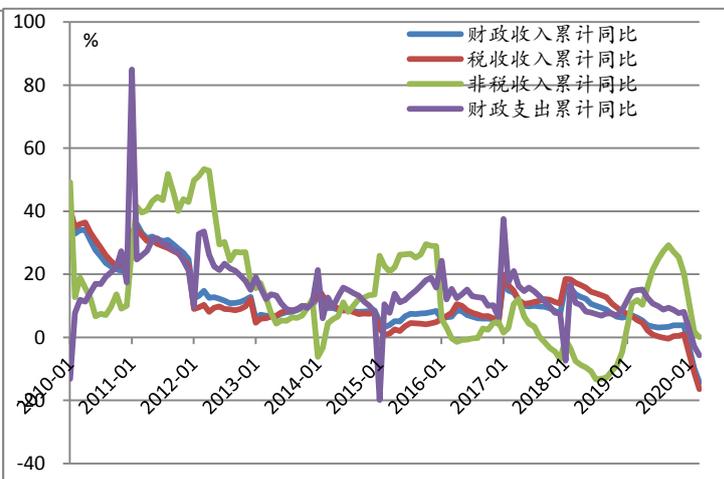
在财政支出中，本月各类支出增速普遍回落。卫生健康支出和债务利息支出继续保持正增速，其余各类增速为负，科学技术类、城乡社区事物类、城乡社区事务类降幅超过20%，社会保障和就业类、农林水类、教育类、文化旅游类等支出增速降幅相对较小。

图表 19：国家财政收支当月情况



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 20：国家财政收支累计情况



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

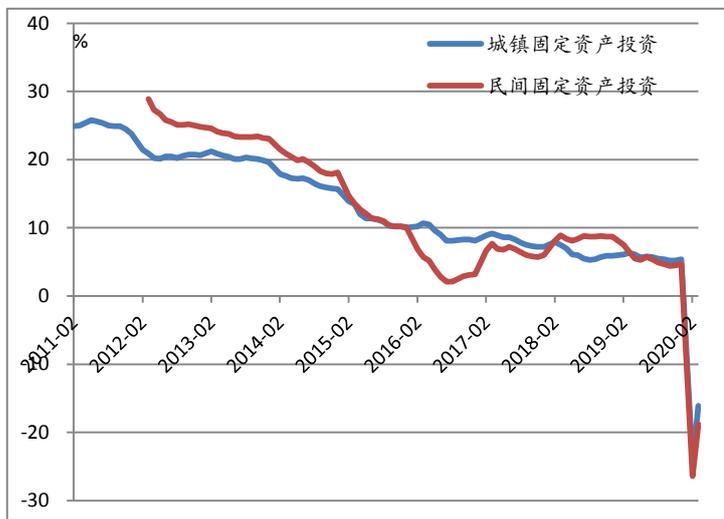
4、投资增速有所收窄，工业增加值改善度最大

2020年1-3月全国固定资产投资8.4万亿元，同比减少16.1%，降幅较1-2月收窄8.4个百分点。分产业看，第一产业投资1,643亿元，同比减少13.8%，降幅收窄11.8个百分点；第二产业投资2.5万亿元，同比减少21.9%，降幅收窄6.3个百分点；第三产业投资5.7万亿元，同比减少13.5%，降幅收窄9.5个百分点。三大产业增速降幅均有所收窄。

在第二产业中，制造业增速依然较低。采矿业投资同比下降3.2%，降幅较1-2月收窄0.6个百分点；制造业投资下降25.2%，降幅收窄6.3个百分点；电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增长2.0%，增速提升8.4个百分点。

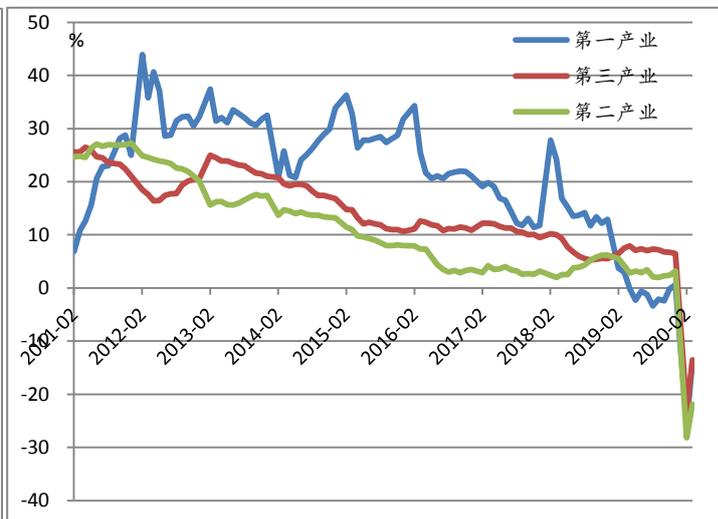
民间投资增速降幅收窄。1-3月民间固定资产投资4.8万亿元，同比减少18.8%，降幅较1-2月收窄7.6个百分点。

图表 21：全国固定资产投资同比增长率



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 22：全国固定资产投资分产业增速



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

从固定资产投资三大分类看，基建投资增速降幅收窄 10.6 个百分点至 -19.7%；制造业增速降幅收窄 6.3 个百分点至 -25.2%；房地产业增速降幅收窄 8.8 个百分点至 -9.3%；相对而言，房地产降幅最小，基建次之，制造业最大。

年初基建增速大幅回落的原因主要是工人到岗困难，随着复工复产的推进，以及专项债等财政资金的到位，基建增速将得到显著提升。

房地产韧性较强，而且疫情高峰过后，购房需求释放，房地产成交量持续提升，但政治局会议等依然维持“房住不炒”的政策定位，房地产不会成为短期经济刺激的着力点，所以，房地产投资增速不会有过大幅度的提升。

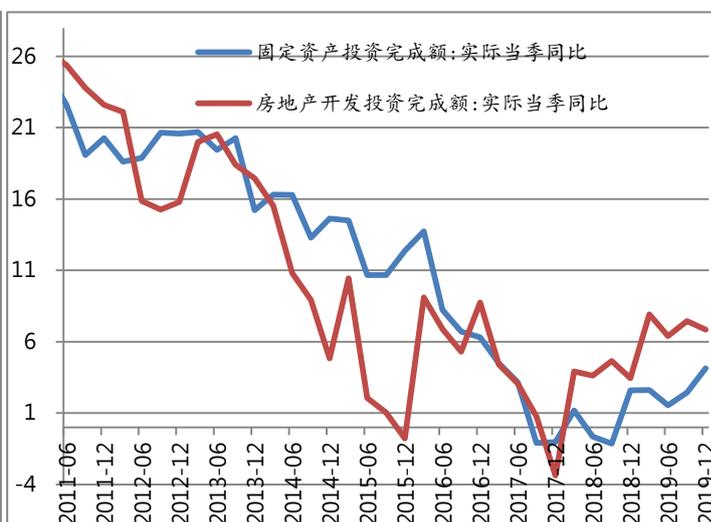
制造业主要受市场化因素影响，由于企业利润状况恶化较为严重且恢复进度缓慢，所以对制造业投资等的恢复形成抑制，其恢复度将弱于基建和房地产。

图表 23：固定资产投资同比增长率



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 24：投资实际增速



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

工业增加值增速降幅显著收窄

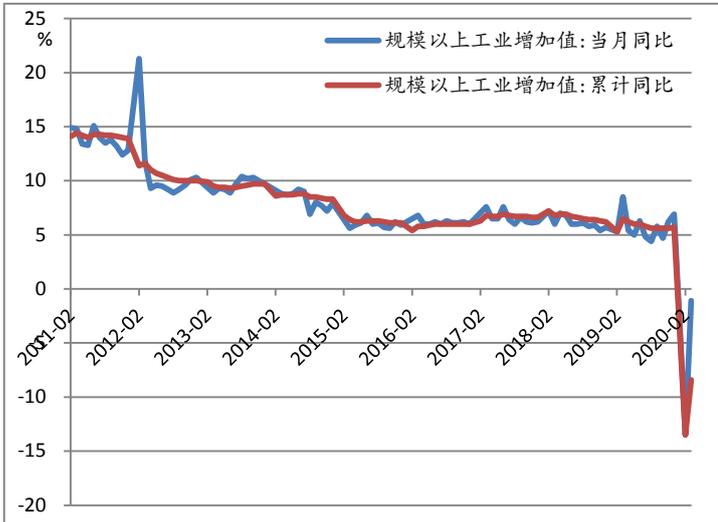
2020年3月，全国规模以上工业增加值同比下降1.1%，降幅较1-2月收窄12.4个百分点，增速较上年同期低9.6个百分点。

分三大门类看，采矿业、制造业和公共事业增速均显著改善，采矿业由负转正。采矿业增加值同比增长4.2%，较1-2月高10.7个百分点；制造业同比下降1.8%，降幅较1-2月收窄13.9个百分点；电力、热力、燃气和水的生产和供应业同比下降1.6%，降幅收窄5.5个百分点。

分行业看，计算机、通信和其他电子设备制造业¹增加值同比增长9.9%；黑色金属冶炼和压延加工业同比增长4.1%，电力、热力的生产和供应业同比减少1.7%；化学原料和化学制品制造业同比增长0.7%，电气机械和器材制造业同比减少0.4%，通用设备制造业同比减少5.4%。高科技类、黑色、医药等行业增速较高。

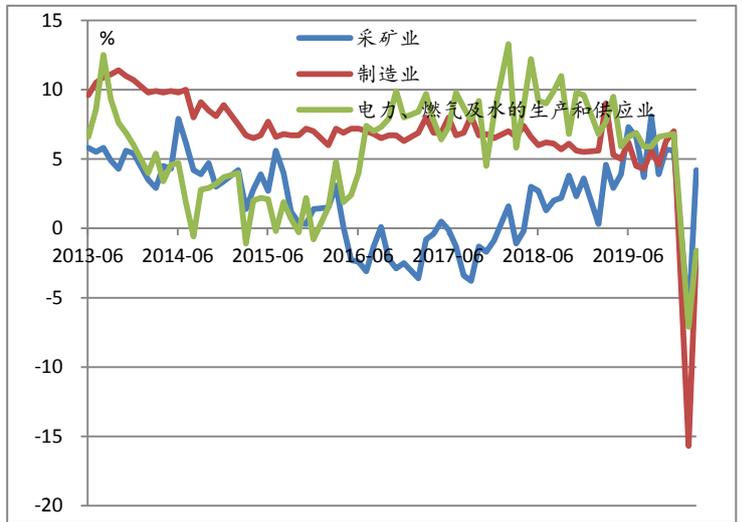
¹ 这几个行业的增加值在工业增加值中占比最高。从2003年-2011年占比均值看，计算机、通信和其他电子设备制造业为9.1%，黑色金属冶炼和压延加工业为7.9%，电力、热力的生产和供应业为7.0%，化学原料和化学制品制造业为6.6%，电气机械和器材制造业为5.8%，通用设备制造业为4.6%。

图表 25：工业增加值增速



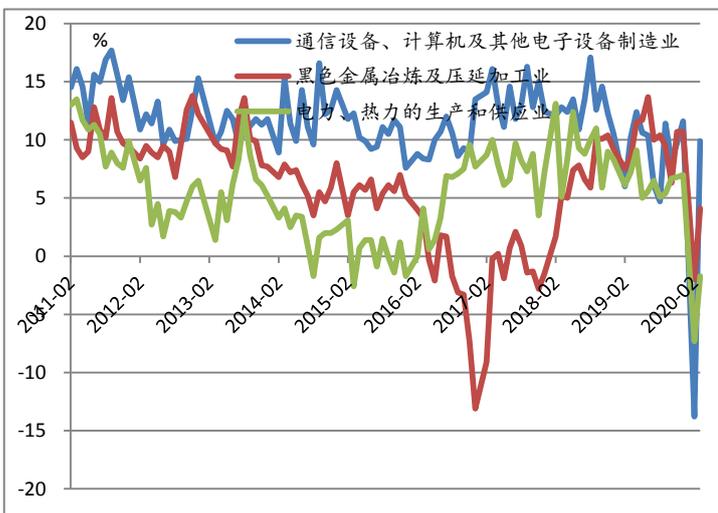
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 26：三大产业增加值同比增长率



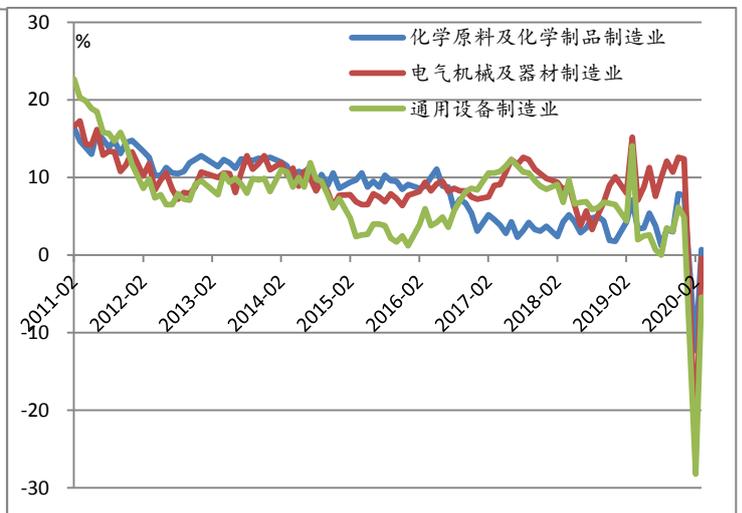
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 27：各行业增加值同比增长率



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 28：各行业增加值同比增长率（续）



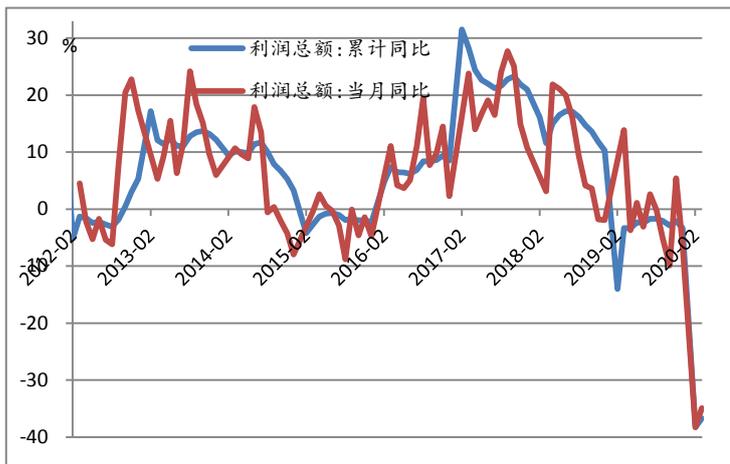
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

利润增速降幅收窄幅度很小

2020年1-3月全国规模以上工业企业实现利润总额7,815亿元，同比下降

36.7%，降幅较1-2月收窄1.6个百分点，较上年同期高33.4个百分点。由于疫情影响仍在，市场需求尚未完全恢复、企业产品库存上升较多、工业品价格持续回落、成本压力依然较大，工业企业利润降幅仍然较大，盈利形势仍不容乐观。

图表 29：工业企业利润总额增长率



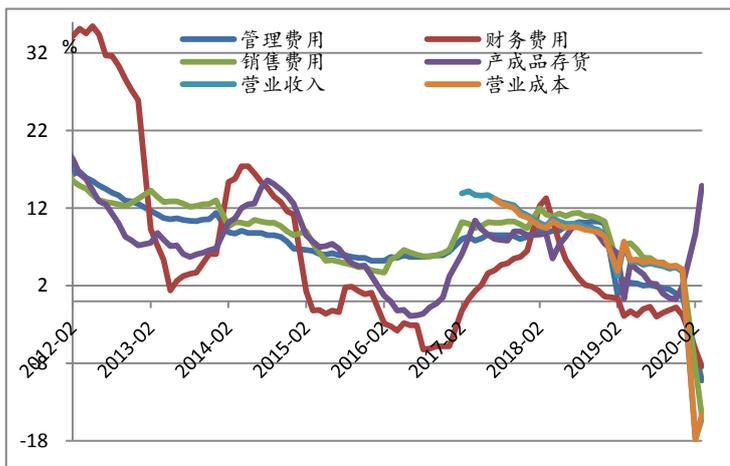
图表 30：收入及成本同比增速



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 31：企业经营指标



图表 32：各类企业利润增速情况



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

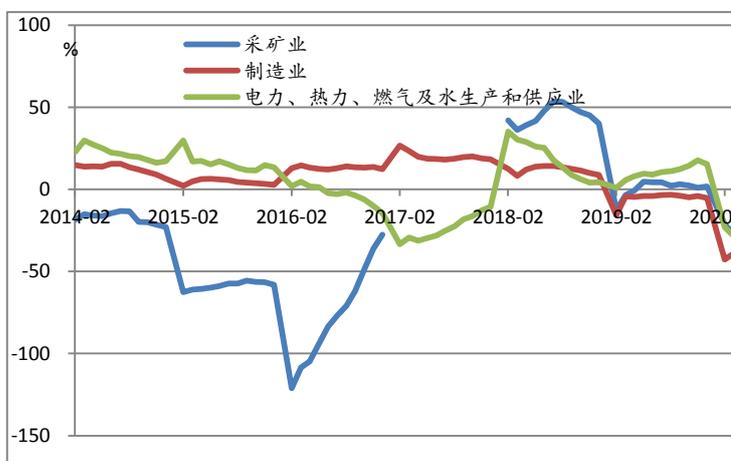
分企业类型看，私营企业和外商及港澳台企业降幅收窄，股份制近乎持平，

国企降幅扩大。外商及港澳台企业利润增速同比下降 46.9%，国有及国有控股企业同比下降 45.5%，股份制企业同比下降 33.0%，私营企业同比下降 29.5%。

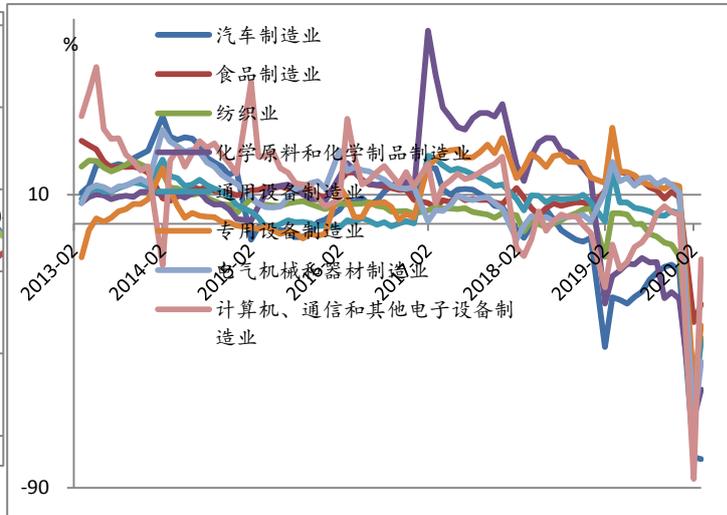
分行业看，1-3 月采矿业实现利润总额 881 亿元，同比减少 27.5%，降幅较 1-2 月扩大 6.4 个百分点；制造业利润总额 6,080 亿元，同比下降 38.9%，降幅收窄 3.8 个百分点；电力、热力、燃气等公用事业利润总额 854 亿元，同比减少 28.6%，降幅扩大 5.4 个百分点；制造业利润增速降幅收窄，但数值依然最大，采矿业和公用事业增速降幅扩大。

在制造业中，多数细分行业利润增速有所好转，必需品行业和先进制造业利润大幅改善。3 月，农副食品加工行业利润同比增长 28.7%，增速比 1—2 月份加快 26.5 个百分点；食品制造业利润下降 16.4%，降幅收窄 17.1 个百分点。高技术制造业利润实现增长，同比增长 0.5%，1—2 月份为下降 37.1%；战略性新兴产业利润下降 9.1%，降幅收窄 30.7 个百分点。

图表 33：各行业利润增速情况



图表 34：各行业利润增速情况 (续)



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

房地产活动显著回暖

房地产销售增速降幅收窄。1-3 月全国商品房销售面积为 2.2 亿平方米，同比减少 26.3%，降幅较 1-2 月收窄 13.6 个百分点；商品房销售额 2.0 万亿元，同比减少 24.7%，降幅收窄 11.2 个百分点。

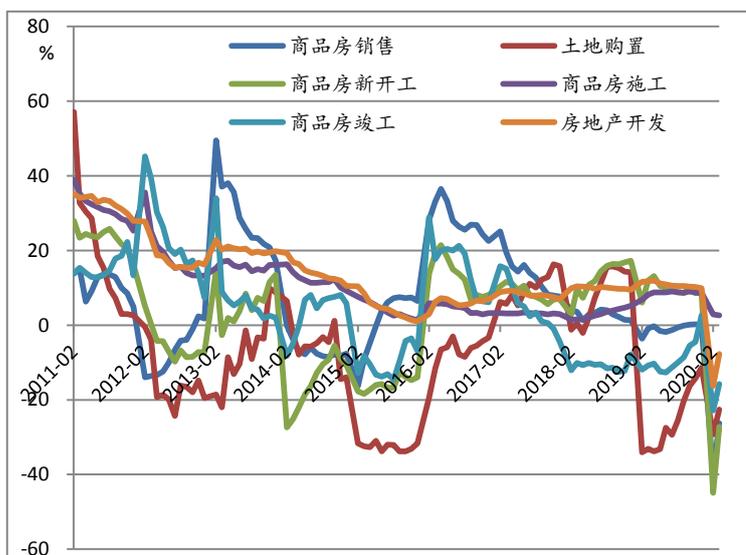
房地产施工类也有所好转。1-3月土地购置面积1,969万平方米，同比下降22.6%，降幅收窄6.7个百分点；房屋新开工面积2.8亿平方米，同比下降27.2%，降幅收窄17.7个百分点；房屋竣工面积1.6亿平方米，同比下降15.8%，降幅收窄7.1个百分点。

房地产开发投资增速降幅收窄。全年全国房地产开发投资2.2万亿元，同比减少7.7%，降幅收窄8.7个百分点。

房地产投资资金增速降幅小幅收窄。房地产开发企业到位资金3.4万亿元，同比减少13.8%，降幅收窄3.7个百分点。其中，定金及预收款减少22.4%；自筹资金减少8.8%；个人按揭贷款减少7.4%；房地产开发贷款减少5.9%。

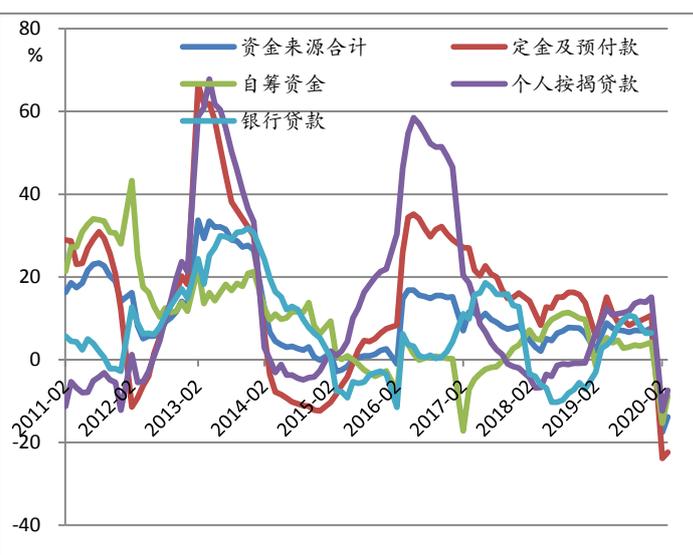
3月以来，在房地产销售持续恢复的带动下，房地产业活动逐渐回暖，部分城市前段时间的购房需求集中释放，出现了购房小热潮，甚至有观点认为房地产将再次成为短期经济刺激的手段。4月17日的中央政治局会议再次重申“房子是用来住的、不是用来炒的”，这意味着虽然房地产业韧性较强，但大幅提升的概率很小。

图表 35：房地产活动情况



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 36：房地产开发资金来源增速



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

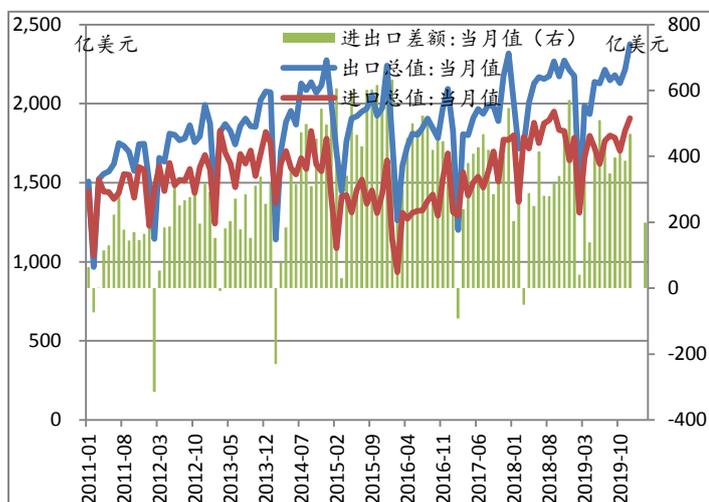
5、进出口增速降幅双双收窄，出口收窄幅度较大

3月我国实现出口1,852亿美元，同比减少6.6%，降幅较1-2月收窄10.6个百分点；实现进口1,653亿美元，同比减少0.9%，降幅收窄3.1个百分点。当月录得贸易顺差199亿美元，累计顺差132亿美元，虽然较上年同期低631亿美元，但扭转了前两个月贸易逆差的局面。

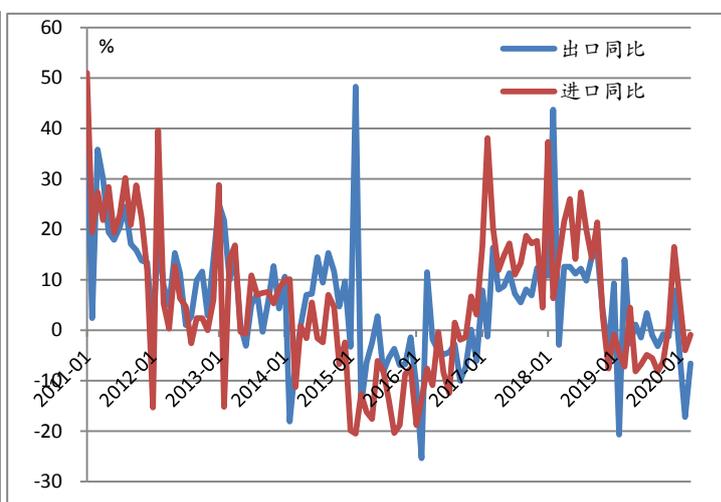
我国复工复产完成外贸订单使得出口显著改善，但压力仍存。3月，我国疫情逐渐得到控制，我国逐渐复工复产，前期积累的出口订单逐渐完成交货，使本月出口增速显著改善。由于新冠疫情的影响，IMF最近大幅下调全球经济增速预期，将2020年全球经济增速由3.3%下调至-3.0%，将发达经济体增速由1.6%下调至-6.1%，将新兴和发展中经济体增速由4.4%下调至-1.0%。同时，WTO在新一期《全球贸易数据与展望》中预计今年货物贸易额将下滑13%-32%。我国作为外贸大国必将受到不小冲击，外贸冲击将成为二季度关注的重点，从政策层面看，要稳外贸、拉内需双管齐下，尽力减小对经济的负面影响。

内需边际改善支撑进口增速提升，但价格回落将对进口增速形成一定抑制。随之复工复产的推进，内需逐渐恢复，各商品进口增速普遍有所好转。但由于全球需求疲软，使得不少商品价格下跌，将对近期的进口金额增速形成一定程度的抑制。

图表 37：进出口金额



图表 38：进出口增速



资料来源：海关总署、iFinD、致富研究院

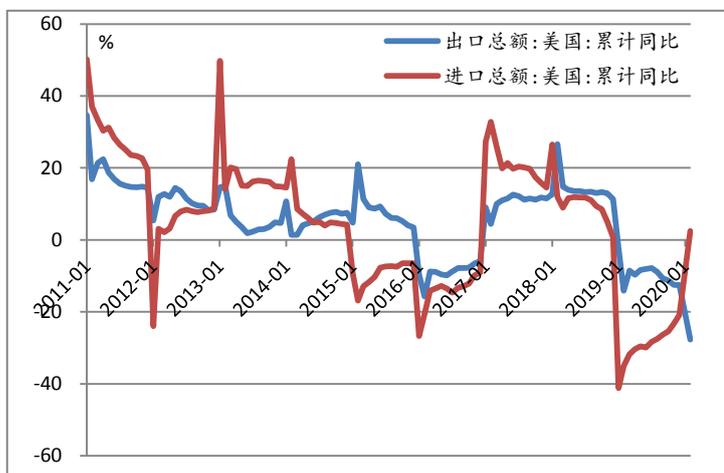
资料来源：海关总署、iFinD、致富研究院

外贸地域结构

从地域分布看，本月除欧盟之外，对其他经济体出口状况均有所改善。3月对美国出口同比减少 20.8%，对欧盟出口同比减少 24.3%，对东盟出口同比增加 7.7%，对香港出口同比减少 12.6%，对日本出口同比减少 1.4%，对欧盟出口增速降幅扩大，对其他地域均有所改善。

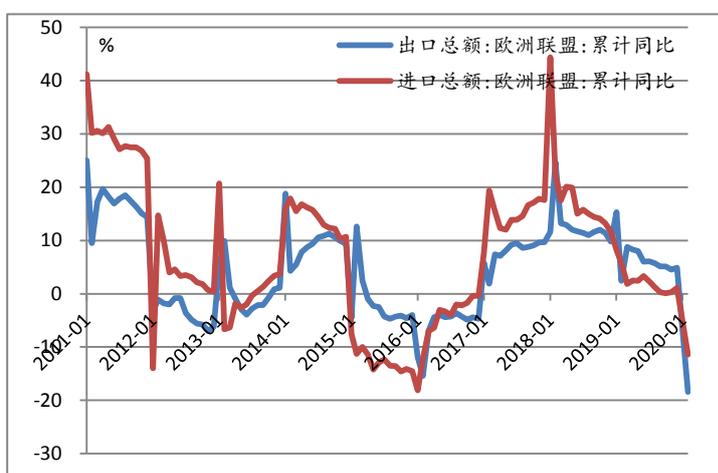
进口方面，本月从美国进口增速回来，从其他地域进口状况均有所改善。3月从美国进口同比减少 12.7%，从欧盟进口减少 6.5%，从东盟进口增长 10.5%，从日本进口增长 4.8%，从美国进口增速下降，从其他地域进口均有所改善。

图表 39：对美国进出口情况



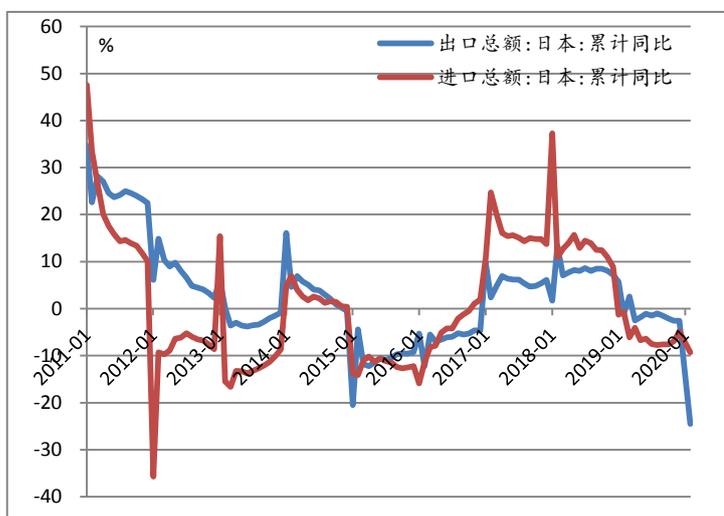
资料来源：海关总署、iFinD、致富研究院

图表 40：对欧盟进出口情况



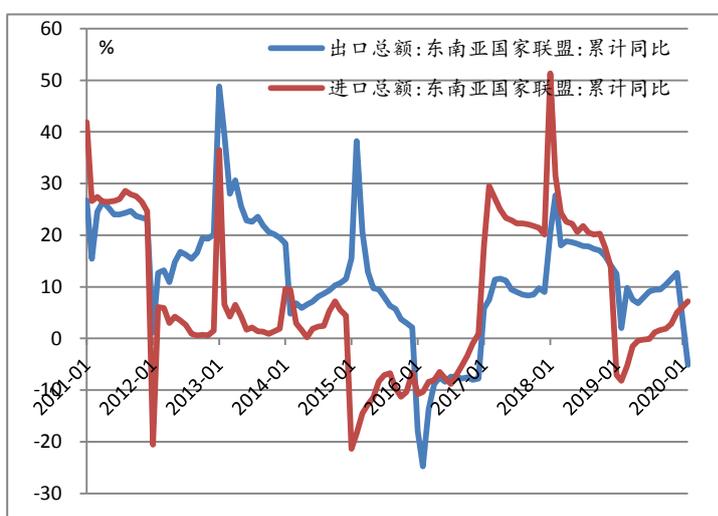
资料来源：海关总署、iFinD、致富研究院

图表 41：对日本进出口情况



资料来源：海关总署、iFinD、致富研究院

图表 42：对东盟进出口情况

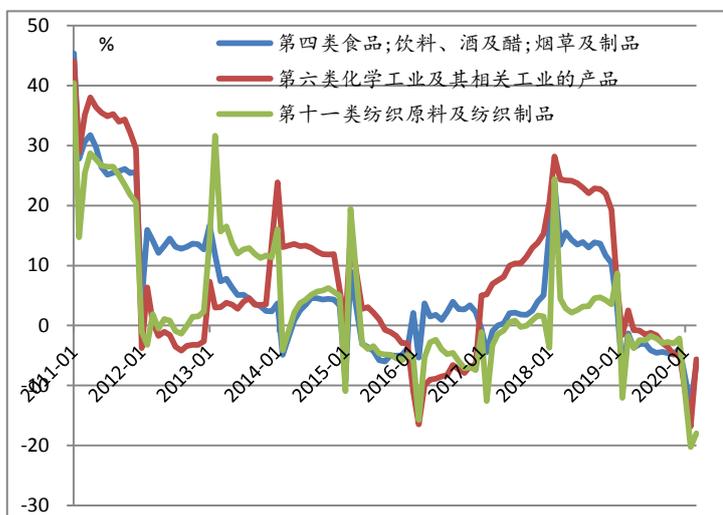


资料来源：海关总署、iFinD、致富研究院

外贸行业结构

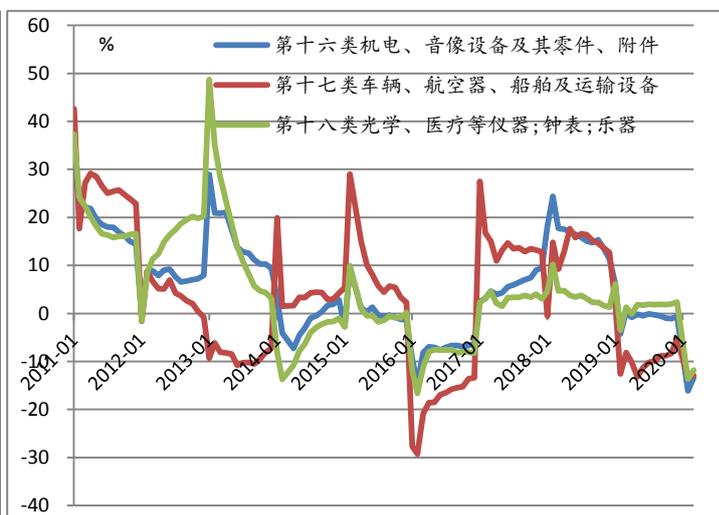
从出口行业看，本月劳动密集型产品和高新技术产品增速降幅普遍有所收窄。劳动密集型产品改善幅度较大，高新技术产品改善幅度较小。

图表 43：劳动密集型行业出口增速



资料来源：海关总署、iFinD、致富研究院

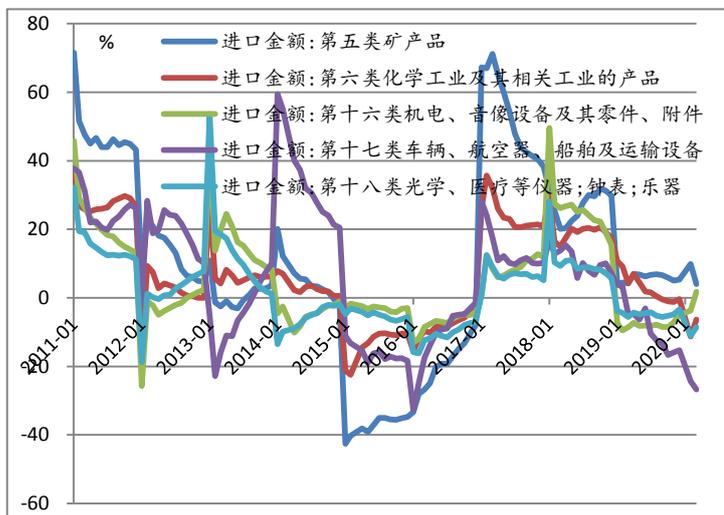
图表 44：高新技术品行业出口增速



资料来源：海关总署、iFinD、致富研究院

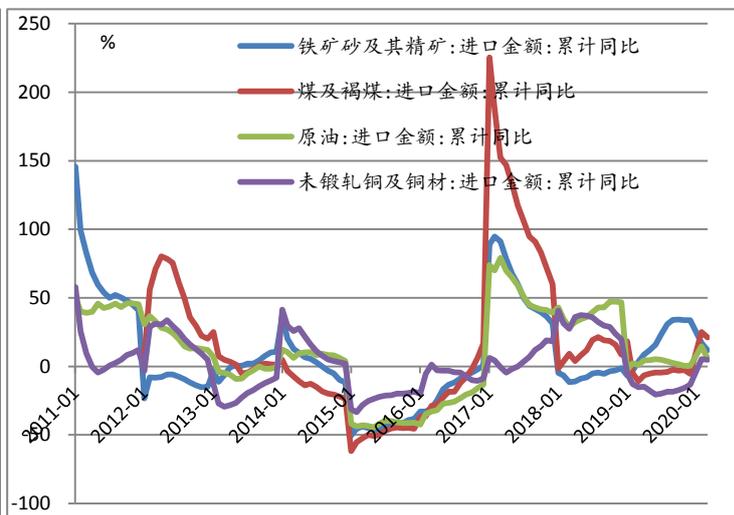
进口方面，本月矿产类和运输设备类增速回落，其他各类增速普遍有所改善。本月各原材料进口数量增速与上月较为接近，主要受价格下跌的影响，进口金额增速也随之回落。运输设备类增速在汽车和飞机等进口增速降幅扩大的带动下继续回落。其他各类增速在复工复产、内需环比改善的带动下有所提升。

图表 45：各类商品进口增速



资料来源：海关总署、iFinD、致富研究院

图表 46：大宗商品进口增速



资料来源：海关总署、iFinD、致富研究院

二、CPI 继续回落，PPI 降幅扩大

1、CPI 继续回落

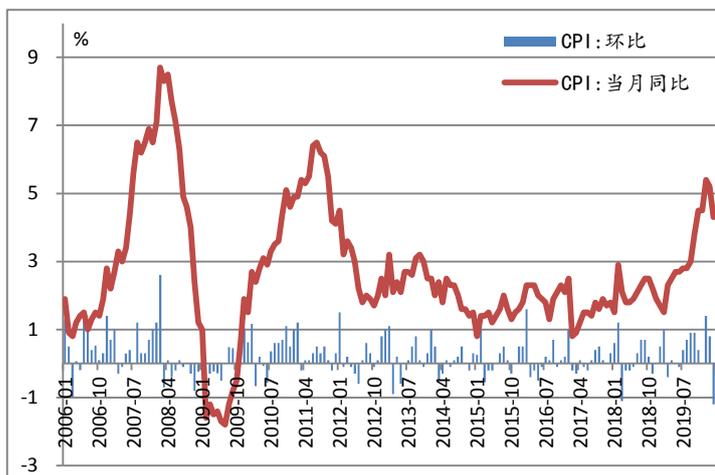
3 月全国居民消费价格总水平 (CPI) 同比上涨 4.3%，较上月回落 0.9 个百分点；环比下跌 1.2%，环比涨幅由正转负。其中，食品价格环比下跌 3.8%，非食品价格环比下跌 0.4%。随着复工复产的推进、交通物流的畅通、应季菜果的上市等，本月食品价格环比由涨转跌，同比涨幅显著回落。非食品价格主要受油价大幅回落的影响和机票等价格的回落，环比降幅也有所扩大。

3 月份食品价格普遍回落，鲜菜类、畜肉类和蛋类等主要食品价格降幅较大。具体来看，鲜菜价格环比下降 12.2%，同比下降 0.1%；畜肉类价格环比下降 5.2%，同比上涨 78.0%（其中，猪肉价格环比下降 6.9%，同比上涨 116.4%）；鲜果价格环比下降 0.2%，同比下降 6.1%；水产品价格环比下降 3.5%，同比上涨 2.8%。蛋类价格环比下降 4.3%，同比上涨 1.9%。

非食品价格中，七个中类价格环比“五升二降”。交通和通信类、居住、衣着、生活用品及服务、教育文化和娱乐类价格分别下跌 2.5%、0.3%、0.1%、0.1%

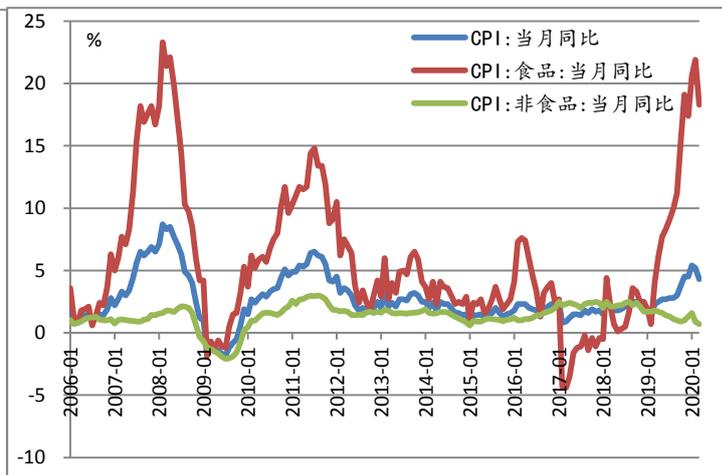
和 0.1%，医疗保健类价格上涨 0.2%，其他用品和服务价格上涨 0.4%。

图表 47：CPI 同比及环比增速



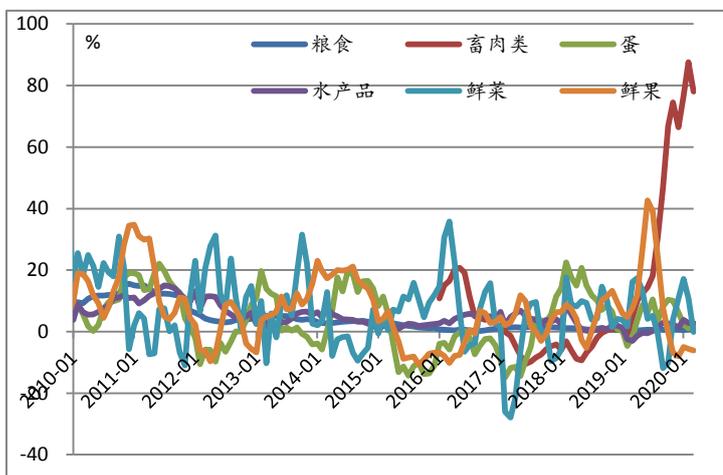
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 48：CPI 食品和非食品价格走势分化



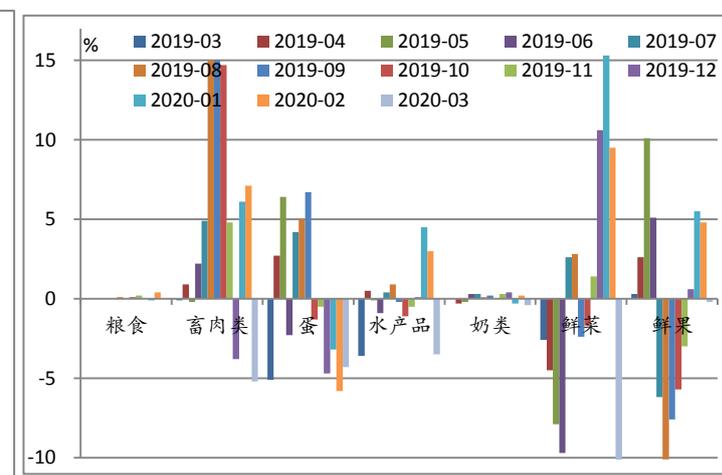
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 49：食品各中类指数同比增长率



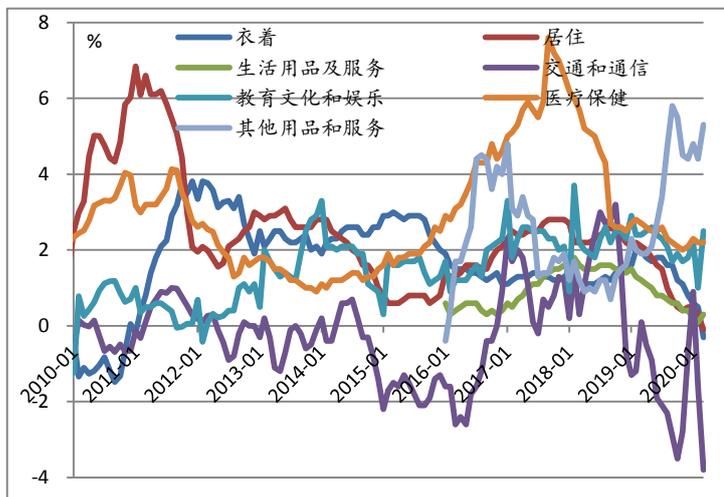
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 50：食品各中类指数环比增长率

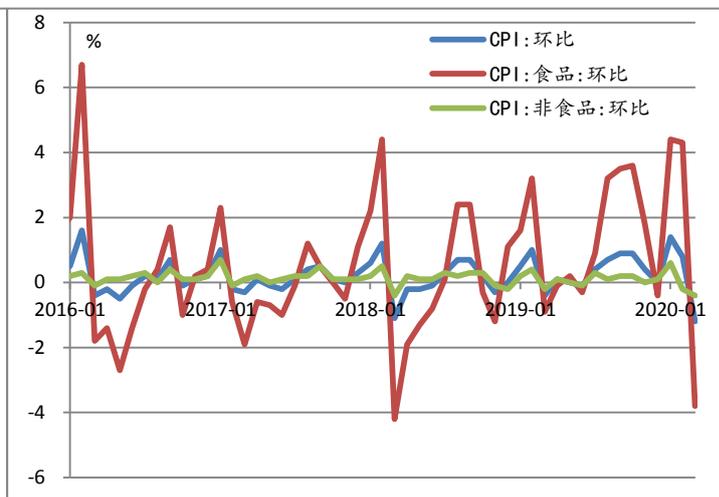


资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 51 : CPI 非食品各中类指数同比增长率



图表 52 : CPI 环比增长率



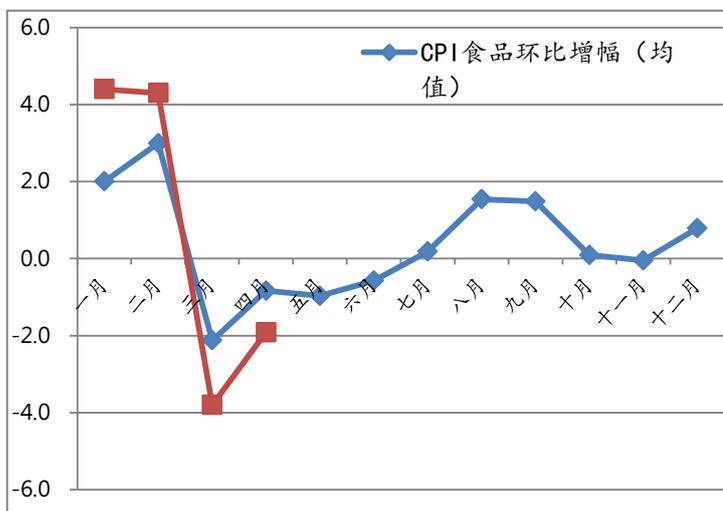
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

通过对各类商品和服务高频价格的跟踪观察，4月食品价格继续回落，非食品价格近乎持平。在食品价格中，鲜菜、猪肉价格继续大幅回落，鲜果、蛋类价格小幅上涨。非食品价格本月变动较小，涨跌抵消之后总体价格近乎持平。二者综合之后CPI环比小幅回落。

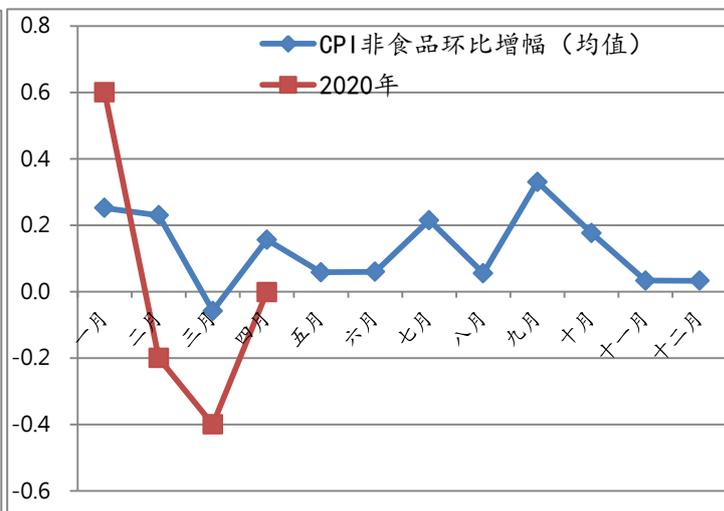
我们预计，4月食品价格继续回落，非食品价格环比近乎持平。CPI整体环比下降0.8%左右，同比上涨3.4%左右，较3月回落0.9个百分点。

图表 53 : CPI 食品环比增长率的月度走势图



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 54 : CPI 非食品环比增长率的月度走势图



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

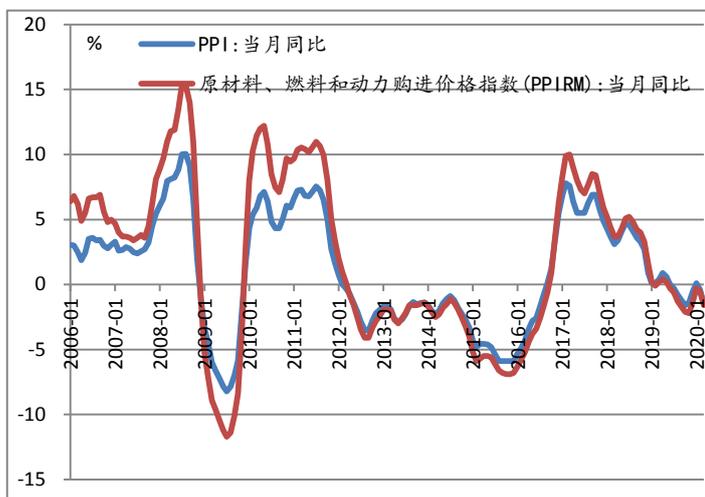
2、PPI 降幅扩大

3月工业生产者出厂价格指数 (PPI) 同比下跌 1.5%，降幅扩大；环比下跌 1.0%。其中，PPI 生产资料价格同比下跌 2.4%，降幅较上月扩大 1.4 个百分点；PPI 生活资料价格同比上涨 1.2%，涨幅较上月低 0.2 个百分点。受油价等国际大宗商品价格下跌的影响，本月 PPI 环比和同比降幅均有所扩大。

3月工业生产者购进价格指数 (PIRM) 同比下跌 1.6%，降幅扩大 1.1 个百分点，环比下降 1.1%。

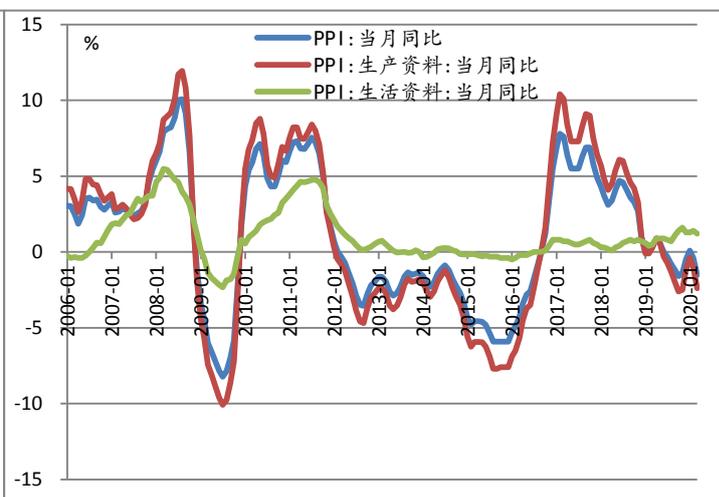
在工业生产者购进价格中，建筑材料类、黑色金属材料类、燃料动力类、有色金属材料类、化工原料类同比增速分别为 3.1%、-0.2%、-4.0%、-4.8%和 -7.2%，各类较上月普遍回落。在基建投资发力的预期下，建材类和黑色类价格较为抗跌，其他各类价格受生产需求回落预期的影响继续回落。

图表 55：工业生产者出厂价格同比增长率



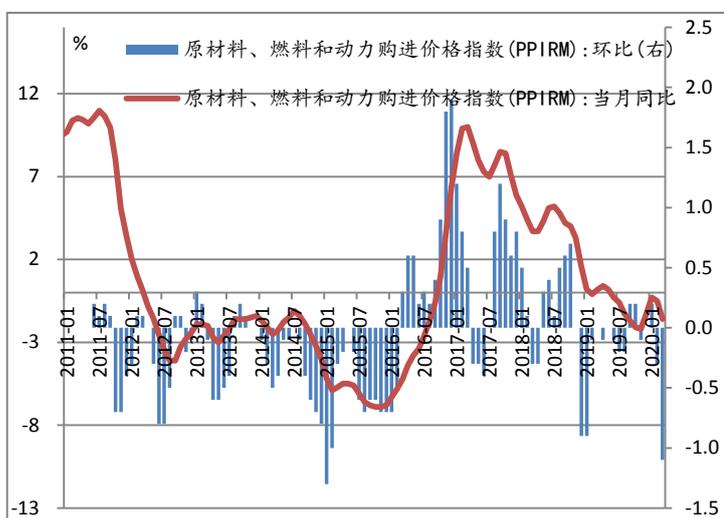
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 56：工业生产者出厂价格环比增长率



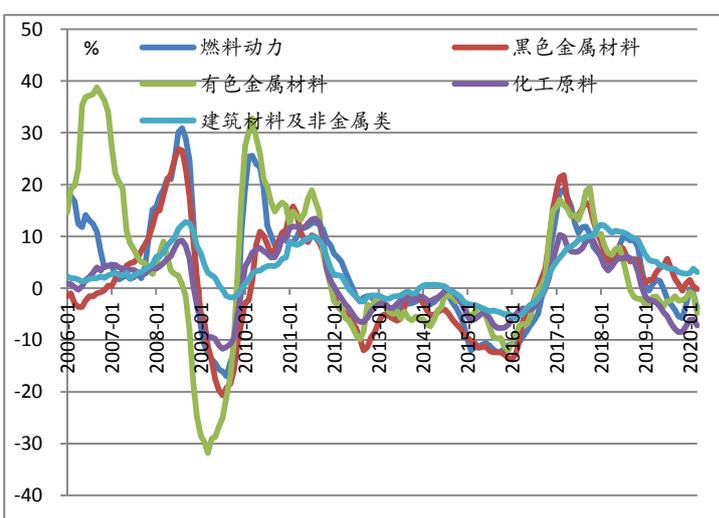
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 57：工业生产者购进价格增速



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 58：工业生产者购进价格分类指数走势



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

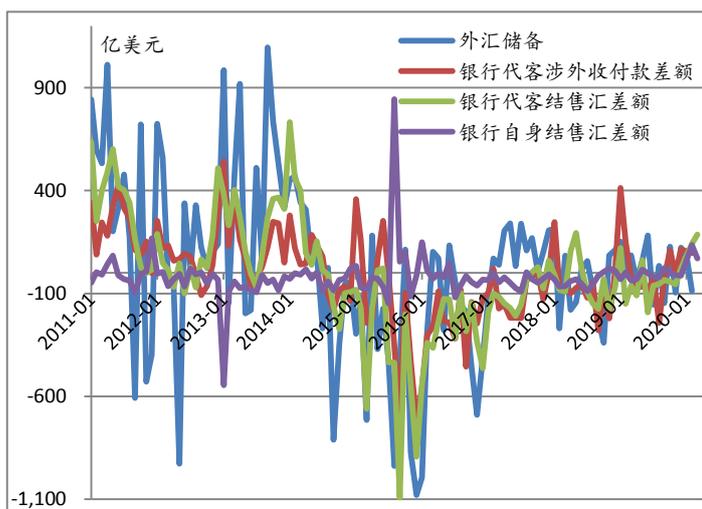
4月主要原材料购进价格指数为42.5%，环比低3.0个百分点；出厂价格指数为42.2%，环比低1.6个百分点。本月大宗商品价格低位整理，原材料购进价格指数和制造业出厂价格显著回落，结合基期数据，我们认为4月PPI同比降幅继续扩大。

三、货币增速持续提升

2019 年年末，基础货币余额为 32.4 万亿元，同比减少 2.1%，较上季度末高 1.7 个百分点，较上年同期低 4.9 个百分点。货币乘数为 6.13 左右，较上季度末低 0.25。2019 年基础货币增速持续为负，主要原因在于，在经济下行压力加大的大背景下，央行更侧重于通过降准释放长期资金，对短期流动性的投放减少。

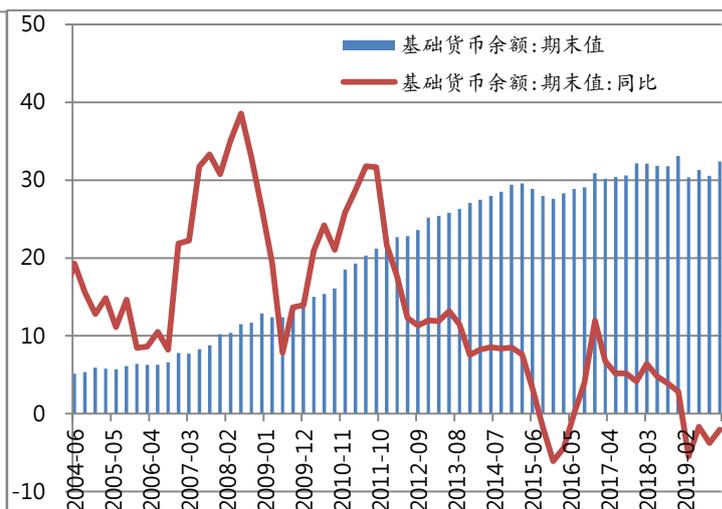
2020 年 3 月我国官方外汇储备总额为 3.06 万亿美元，较上月少 461 亿美元；外汇占款 21.2 万亿元，较上月少 170 亿元。

图表 59：当月外汇占款新增额



资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

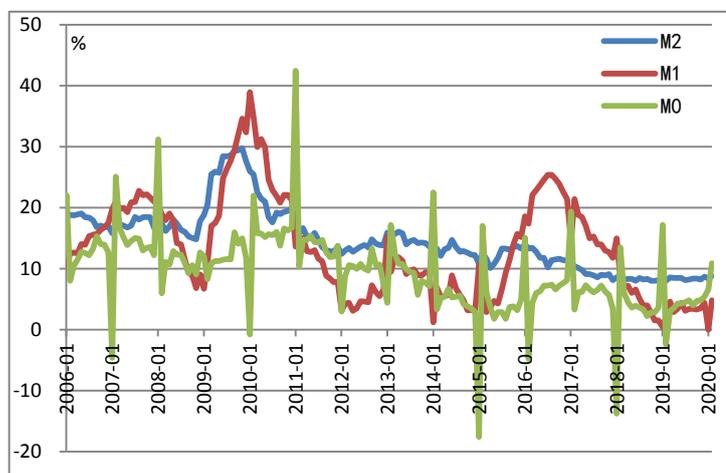
图表 60：基础货币



资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

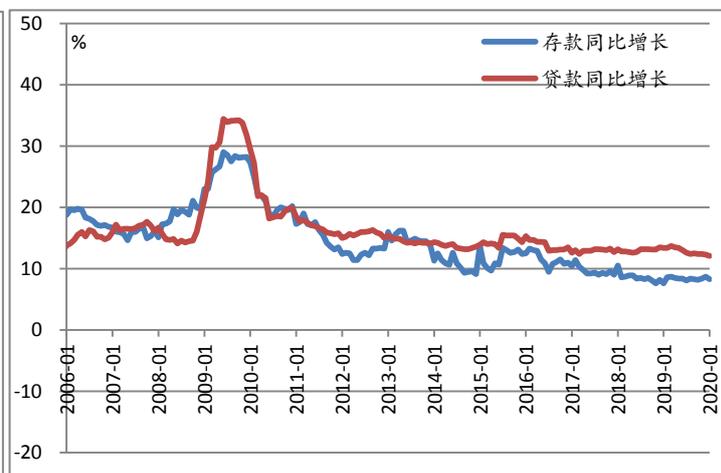
3 月末，广义货币 (M2) 余额 208.1 万亿元，同比增长 10.1%，增速较上月末高 1.3 个百分点，较上年同期高 1.5 个百分点。狭义货币 (M1) 余额 57.5 万亿元，同比增长 5.0%，较上月末高 0.2 个百分点，较上年同期高 0.4 个百分点。流通中货币 (M0) 余额 8.3 万亿元，同比增长 10.8%，较上月末低 0.1 个百分点，较上年同期高 7.7 个百分点。本月 M0 小幅回落，M1 和 M2 增速均较上月提升。

图表 61：各层次货币供应量同比增长率



资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

图表 62：人民币存款及贷款增长走势



资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

3月末，人民币存款余额 201.0 万亿元，同比增长 9.3%，增速较上月末高 1.2 个百分点，较上年同期高 0.6 个百分点。其中，储蓄存款余额为 87.8 万亿元，同比增长 13.0%，较上月高 1.8 个百分点；企业存款余额 61.3 万亿元，同比增长 8.4%，较上月高 2.0 个百分点，财政存款余额为 3.8 万亿元，同比减少 10.6%，较上月回落 1.6 个百分点。**储蓄存款和企业存款增速提升，财政存款增速回落。**

3月新增人民币存款为 4.16 万亿元，同比多增 2.4 万亿元。其中，住户存款增加 2.35 万亿元，非金融企业存款增加 3.19 万亿元，财政性存款减少 0.74 万亿元，非银行业金融机构存款减少 1.43 万亿元。**与上年同期相比，住户部门和企业部门存款大幅提升，财政存款下降。**

3月末，人民币贷款余额 160.2 万亿元，同比增长 12.7%，增速较上月末高 0.6 个百分点，较上年同期低 1.0 个百分点。

新增贷款总额显著高于上年同期。从部门结构看，企业部门获得新增贷款金额大幅增加，居民部门和非银金融部门获得的新增贷款金额略好于上年同期。3月新增人民币贷款 2.85 万亿元，同比多增 1.16 万亿元。其中，住户贷款增加 1.0 万亿元，同比多增 984 亿元；非金融企业贷款增加 2.05 万亿元，同比多增 0.98 万亿元；非银行业金融机构贷款减少 1,948 亿元，同比少减 766 亿元。

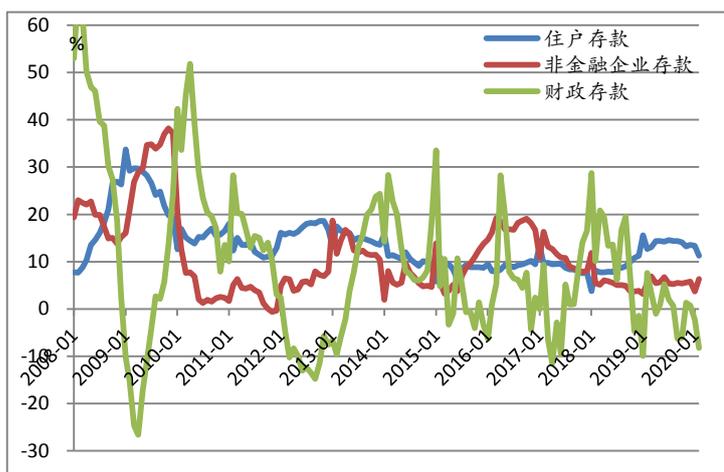
从期限结构看，各期限贷款新增额普遍提升。3月票据融资增加 2,075 亿元，同比多增 1,097 亿元；短期贷款增加 1.4 万亿元，同比多增 6,501 亿元；中

长期贷款增加 1.44 万亿元，同比多增 3,203 亿元。

今年以来货币政策的重心从新冠肺炎疫情防控到支持企业有序复工复产、再到支持经济恢复发展，通过再贷款、降准、下调 MLF 等政策利率进而引导实体利率下行等多种政策工具来战疫情、保经济。在逆周期调节的宽松的货币政策的作用下，货币增速和社融增速均显著提升。4.17 日政治局会议首次提到降息，明确 货币政策稳经济的重心不变，可以预测货币和社融增速将继续提升。

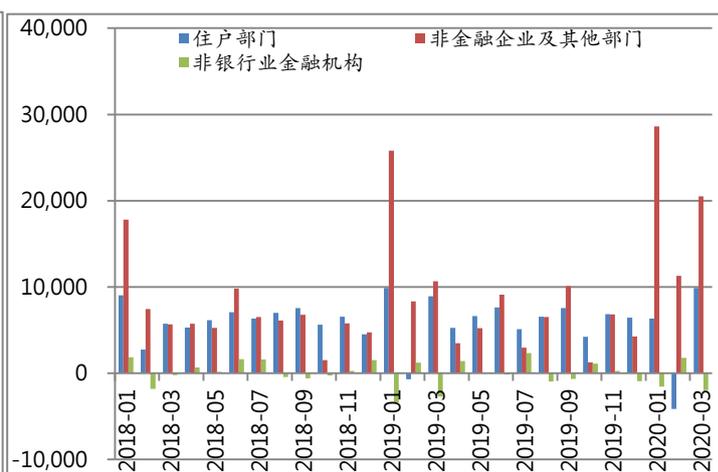
综合分析本月财政存款变动、央行公开市场操作和存款金额变动等因素，我们预计 4 月新增人民币贷款 15,000 亿元左右，M2 同比增速较上月继续提升，同比增长 11.0% 左右。

图表 63：各部门存款同比增长率



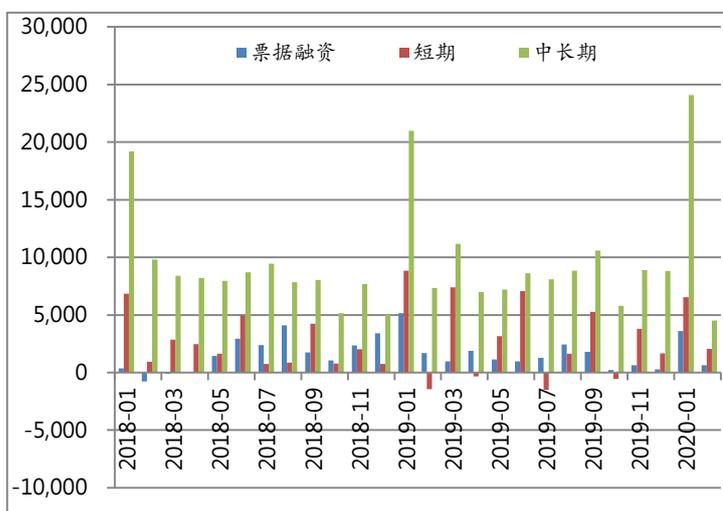
资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

图表 64：新增人民币贷款的部门结构

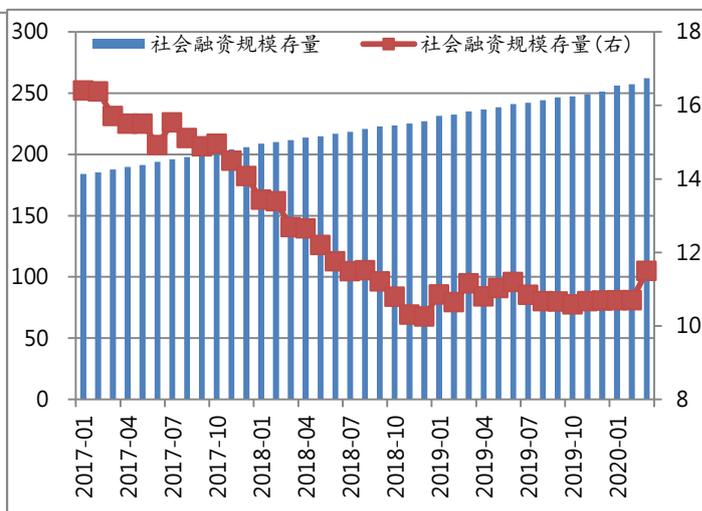


资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

图表 65：新增人民币贷款的期限结构



图表 66：社会融资规模累计值及累计增速



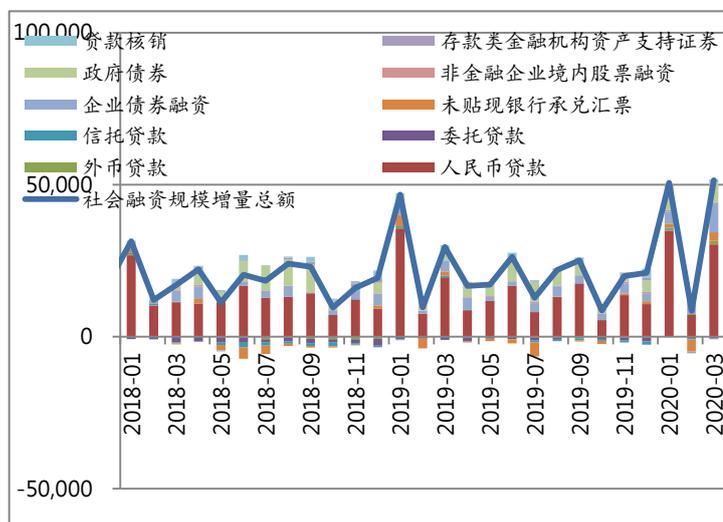
资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

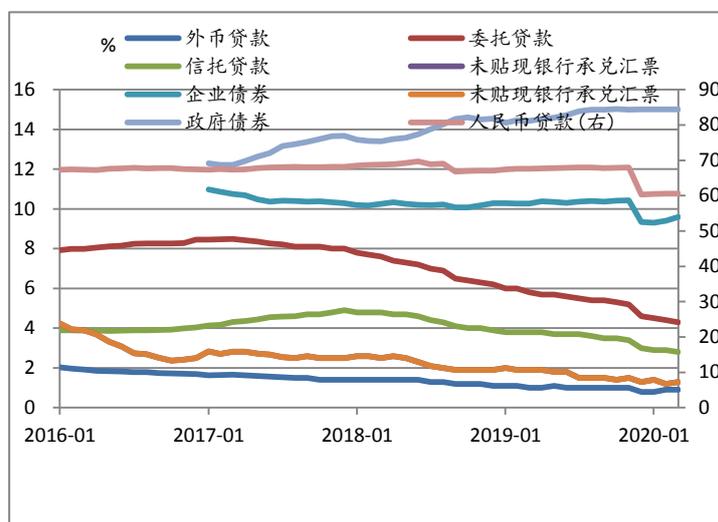
社会融资增速较上月提升。2020年3月末，社会融资规模存量262.2万亿元，同比增长11.5%，较上月末高0.8个百分点，较上年同期高0.3个百分点。

3月当月社会融资规模新增5.15万亿元，较上月多4.3万亿元，较上年同期多2.2万亿元。其中，人民币贷款增加3.04万亿元，同比多增1.08万亿元；外币贷款折合人民币增加0.11万亿元，同比多0.11万亿元；委托贷款减少588亿元，同比少减482亿元；信托贷款减少21亿元，同比多减549亿元；未贴现的银行承兑汇票减少0.28万亿元，同比少0.15万亿元；企业债券净融资增加0.98万亿元，同比多0.63万亿元；政府债券融资增加0.63万亿元，同比多0.29万亿元；非金融企业境内股票融资198亿元，同比多76亿元。整体上看，本月人民币贷款融资额大幅提升，企业债、政府债券、票据融资、外币贷款融资额均显著好于上年同期。

图表 67：社会融资规模结构



图表 68：社会融资规模占比



资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

四、4.17 中央政治局会议简评

4月17日，中共中央政治局召开会议，分析国内外新冠肺炎疫情防控形势，研究部署抓紧抓实抓细常态化疫情防控工作；分析研究当前经济形势，部署当前经济工作。

一、当前经济发展面临的挑战前所未有，首次在“六稳”的基础上提出六保

会议认为，今年一季度极不寻常，突如其来的新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击；当前经济发展面临的挑战前所未有，必须充分估计困难、风险和不确定性，切实增强紧迫感；紧扣全面建成小康社会目标任务，统筹推进疫情防控和经济社会发展工作，在疫情防控常态化前提下，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以改革开放为动力推动高质量发展，坚决打好三大攻坚战，加大“六稳”工作力度，保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基

层运转，坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会。

二、财政政策和货币政策都将实质性发力，财政政策表述变动不大，货币政策首提降息

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。与上次政治局会议对财政政策的表述——“积极财政政策要更加积极有为，适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模”相比，删掉“适当提高赤字率”中的“适当”二字，意味着对赤字率的容忍度提升，同时，对特别国债的用途加以限定，主要用于疫情相关领域。

稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。本次会议首次明确提到降息，收益率曲线下行可期，但在债券发行量大增的环境下，长端利率下行幅度相对较小。

三、多措并举扩内需

海外疫情仍未显著好转，外需继续承压，扩内需是稳经济的重中之重。

1、在消费方面，扩大居民消费的同时，适当增加公共消费。

2、在投资方面，积极扩大有效投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资，调动民间投资积极性。政府投资侧重于老旧小区改造，和传统基础设施和新型基础设施投资。

3、在外贸方面，支持企业出口转内销。

4、帮扶中小企业、减税降费、降低融资成本和房租，提高中小企业生产和发展能力。

5、稳就业、保民生。正如上次报告中所述，今年政府将淡化GDP增速目标，将脱贫攻坚和就业作为今年的政策重心，抓好高校毕业生等重点人群就业工作，做好民生保障，如期全面完成脱贫攻坚任务。

四、再提房住不炒，打消了市场上对于“房地产成为短期刺激手段”的想法

会议指出，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。这是今年几次政治局会议中首次提到房地产相关问题。是对在当前经济下行压力加大、部分人再次寄希望于房地产承担部分稳经济的作用；以及在货币政策宽松力度加大、资金流向房地产倾向提升；和部分城市房地产明显升温等现象的官方回应。房住不炒的定位打消了市场对房地产刺激的相关想法，促进房地产市场平稳健康发展则暗含着在房地产销售下滑、房企资金流紧张、债务风险和投资下滑风险提升时，政府出台政策加以调整的可能性。

五、兼顾长期，继续推进改革，完善要素市场化配置

会议指出，要不失时机推动改革，善于用改革的办法解决发展中的问题，完善要素市场化配置体制机制。在短期稳经济、保经济的同时，兼顾长期经济发展，与国务院4月9日发行的《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》相呼应，体现了中央政府的经济调控定力。《意见》涵盖土地要素市场化配置、劳动力要素合理畅通有序流动、资本要素市场化配置、加快发展技术要素市场、培育数据要素市场、加快要素价格市场化改革、健全要素市场运行机制等方面。各要素市场共同作用，破除约束，提升效率，为经济中长期发展挖掘新动力。

五、小结

受新冠肺炎疫情冲击，我国第一季度GDP录得-6.8%的增速，创有统计数据以来的最低值。随着复工复产的持续推进，我国经济持续恢复，但海外疫情仍未显著好转，虽然一些国家也陆续复工复产，但能否兼顾“疫情防控”和“复工复产”，以及“复工复产”的进度，经济恢复的进度等都有很大不确定性，其作为一个重要变量通过产业链、贸易、投资、金融市场、市场情绪等渠道对我国二季度经济金融状况产生影响。

整体来看，虽然政府通过消费券、云直播等多种方式提振消费，但受限于收入增速的回落，居民消费恢复较为缓慢；政府增加公共消费的政策将在一定程度上弥补居民消费的缺口。投资方面，复工复产和财政资金到位将拉动基建投资回

升；房地产投资韧性较强，但“房住不炒”的政策定位决定其增速提升空间有限；制造业投资受制于利润状况的恶化，恢复进度将最为缓慢。

3月CPI同比上涨4.3%，较2月底低0.9个百分点。4月，食品价格继续回落，非食品价格近乎持平。我们预计4月CPI环比下降0.8%左右，同比上涨3.4%左右，较3月回落0.9个百分点。

在货币政策继续稳经济的政策重心下，货币和社融增速将继续提升。预计4月金融机构新增人民币贷款15,000亿元左右，M2同比增速为11.0%左右，较上月高0.9个百分点。

研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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和征价。本公司及本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司 香港德辅道中 308 号 富卫金融中心 11 楼 电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893	香港致富证券有限公司北京代表处 北京市朝阳区国贸写字楼 1 座 6 层 电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555831	香港致富证券有限公司上海代表处 上海市陆家嘴东路 161 号招商局大厦 1309 室 电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185	香港致富证券有限公司深圳代表处 深圳福田区福华路 399 号中海大厦 6 楼 电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665

网址：www.chiefgroup.com.hk