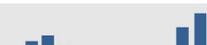


宏观经济月报

——2020年4月数据详析

2020年5月21日

作者：研究发展部 王青 冯琳 邹李永昊

2020年4月宏观数据		
指标名称	当月值	近期趋势
固定资产投资完成额:累计同比	-10.3	
社会消费品零售总额:当月同比	-7.5	
出口金额:当月同比	3.5	
进口金额:当月同比	-14.2	
工业增加值:当月同比	3.9	
CPI:当月同比	3.3	
PPI:全部工业品:当月同比	-3.1	
社会融资规模存量:同比	12.0	
M1:同比	5.5	
M2:同比	11.1	
公共财政收入:当月同比	-15.0	
公共财政支出:当月同比	7.5	

注：固定资产投资为1-4月累计同比，社零、工业增加值、进出口、通胀、财政收支为4月当月同比；M1、M2为4月末同比；进出口金额增速为以美元计价；当年1-2月数据为合并统计值。

数据点评

1、宏观经济：生产复苏快于需求，5月提振总需求政策有望出台

工业生产：4月工业生产增速转正，主因企业复工复产持续推进；同时，基建和房地产投资增速回升、汽车市场回暖，对工业生产也产生一定提振。当前国内经济生产端回升明显领先于需求端，后续工业生产的持续加速，需要着力扩大内需，拉动总需求。

投资：据测算4月当月固定资产投资增速已经转正，同比增长0.8%。其中，受房地产市场快速回暖拉动，月内房地产投资增速正在接近去年全年水平；作为宏观政策逆周期调节的主要发力点，基建投资在4月回升幅度最大，同比增长2.3%；工业品通缩和出口前景承压，制造业投资反弹势头较弱。5月基建投资会进一步加速，制造业投资同比转正存在困难，房地产投资增速将稳健上扬。

消费：4月居民消费活动进一步恢复，加之各地刺激消费政策频出，社零同比降幅延续收窄；但疫情阴云并未散尽，部分线下消费活动仍受约束，加之收入下滑抑制居民消费信心和能力，社零增速同比延续较大幅度负增。

贸易：4月出口走强或难持续，短期内贸易形势依然严峻。

2、物价：CPI重返“3时代”，通胀降温将为进一步降息铺平道路

CPI：4月猪肉、蔬菜价格持续走低，CPI涨幅连续两个月大幅回落并重返“3时代”，意味着通胀水平再度进入温和区间。

PPI：4月国际油价在3月大跌基础上进一步跳水；国内工业品价格在3月底砸下深坑后波动企稳，但在国际大宗商品价格下跌和总需求依然偏弱的情况下，整体回升幅度有限，月内均价大幅低于3月。加之去年同期基数走高，PPI同比跌幅明显加深。

3、金融：逆周期调节效果持续显现，4月信贷、社融及M2增速进一步加快

信贷：4月新增人民币贷款环比季节性少增，同比延续多增，带动月末贷款余额增速进一步加快；这一方面反映企业生产和居民消费活动逐步恢复，推动信贷需求改善，但更为重要的原因在于，在政策支持和引导下，银行加大了对企业的信贷投放力度。

社融：4月新增社融环比大幅少增，符合季节性规律；而主要在人民币贷款和企业债券融资两项拉动下，同比明显多增，进一步印证当前资金正大量流向企业，各项企业融资支持政策效果正在体现。

货币：主要受企业融资持续改善，并带动企业存款显著多增，以及财政政策发力、财政存款大幅少增带动，4月M2增速再创三年以来新高；4月M1增速也继续保持上行态势，显示企业等微观主体活力正在恢复，房地产市场保持稳健。

4、财政：4月财政支出增速转正，显示宏观政策实施力度正在加大

财政收入：国内经济活动逐步恢复利好税基改善，4月财政收入降幅收窄，但仍呈两位数负增状态，反映了疫情冲击尚未完全消退、PPI通缩和CPI回落带动价格因素减弱，以及减税降费力度加大等因素的共同影响。

财政支出：4月积极财政发力明显，加之财政收入改善对支出的制约减弱，当月财政支出增速转正；在加大力度保障就业、民生等“六保”领域的情况下，一般财政支出对基建投资的支持能力有限，4月基建类支出增速明显低于财政支出总体水平。

展望

- 1、宏观经济：**5月各项经济数据将继续回升，提振总需求政策有望出台。
- 2、物价：**5月CPI同比涨幅有望实现连续四个月下行，其中猪肉和鲜菜价格走低仍将是主要影响因素。预计5月PPI环比有望转正，新涨价动能边际回升也将带动PPI同比跌幅收窄至-2.5%至-2.8%左右，但工业品通缩局面难现明显改观。综合当前影响物价走势的主要因素，我们判断下半年CPI同比有望重返“2时代”，通胀降温将为进一步降息铺平道路。
- 3、金融：**在金融支持实体经济持续发力背景下，5月信贷、社融增量有望继续改善，信贷、社融和M2存量增速还有进一步上升空间。未来一段时间央行货币政策主轴将是：总量适度加大宽松、结构继续精准滴灌
- 4、财政：**积极财政政策会显著加大对冲力度，无论是减税降费规模还是政府投资水平，都会高于上年；短期内财政收入增速难以摆脱负增，财政政策发力或将带动支出增速进一步回升。

邮箱：dfjc@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市朝阳区朝外西街3号兆泰国际中心C座12层 100600

目录

宏观经济月报.....	1
数据点评.....	2
展望.....	3
1. 宏观经济：生产复苏快于需求，5月提振总需求政策有望出台.....	7
1.1 工业生产：4月工业生产增速转正，主因企业复工复产持续推进；同时，基建和房地产投资增速回升、汽车市场回暖，对工业生产也产生一定提振。当前国内经济生产端回升明显领先于需求端，后续工业生产的持续加速，需要着力扩大内需，拉动总需求.....	7
1.2 投资：据测算4月当月固定资产投资增速已经转正，同比增长0.8%。其中，受房地产市场快速回暖拉动，月内房地产投资增速正在接近去年全年水平；作为宏观政策逆周期调节的主要发力点，基建投资在4月回升幅度最大，同比增长2.3%；工业品通缩和出口前景承压，制造业投资反弹势头较弱。5月基建投资会进一步加速，制造业投资同比转正存在困难，房地产投资增速将稳健上扬.....	8
1.3 消费：4月居民消费活动进一步恢复，加之各地刺激消费政策频出，社零同比降幅延续收窄；但疫情阴云并未散尽，部分线下消费活动仍受约束，加之收入下滑抑制居民消费信心和能力，社零增速同比延续较大幅度负增.....	11
1.4 贸易：4月出口走强或难持续，短期内贸易形势依然严峻.....	12
1.5 5月各项经济数据将继续回升，提振总需求政策有望出台.....	18
2. CPI重返“3时代”，通胀降温将为进一步降息铺平道路.....	19
2.1 CPI：4月猪肉、蔬菜价格持续走低，CPI涨幅连续两个月大幅回落并重返“3时代”，意味着通胀水平再度进入温和区间.....	19
2.2 PPI：4月国际油价在3月大跌基础上进一步跳水；国内工业品价格在3月底砸下深坑后波动企稳，但在国际大宗商品价格下跌和总需求依然偏弱的情况下，整体回升幅度有限，月内均价大幅低于3月。加之去年同期基数走高，PPI同比跌幅明显加深.....	21
2.3 5月CPI同比涨幅有望实现连续四个月下行，其中猪肉和鲜菜价格走低仍将是主要影响因素。预计5月PPI环比有望转正，新涨价动能边际回升也将带动PPI同比跌幅收窄至-2.5%至-2.8%左右，但工业品通缩局面难现明显改观。综合当前影响物价走势的主要因素，我们判断下半年CPI同比有望重返“2时代”，通胀降温将为进一步降息铺平道路.....	24
3. 金融：逆周期调节效果持续显现，4月信贷、社融及M2增速进一步加快.....	25
3.1 4月新增人民币贷款环比季节性少增，同比延续多增，带动月末贷款余额增速进一步加快；这一方面反映企业生产和居民消费活动逐步恢复，推动信贷需求改善，但更为重要的原因在于，在政策支持和引导下，银行加大了对企业的信贷投放力度.....	25
3.2 4月新增社融环比大幅少增，符合季节性规律；而主要在人民币贷款和企业债券融资两项拉动下，同比明显多增，进一步印证当前资金正大量流向企业，各项企业融资支持政策效果正在体现.....	27
3.3 主要受企业融资持续改善，并带动企业存款显著多增，以及财政政策发力、财政存款大幅少增带动，4月M2增速再创三年以来新高；4月M1增速也继续保持上行态势，显示企业等微观主体活力正在恢复，房地产市场保持稳健.....	29
3.4 在金融支持实体经济持续发力背景下，5月信贷、社融增量有望继续改善，信贷、社融	

和 M2 存量增速还有进一步上升空间。未来一段时间央行货币政策主轴将是：总量适度加大宽松、结构继续精准滴灌..... 30

4. 财政：4 月财政支出增速转正，宏观政策实施力度正在加大..... 31

4.1 国内经济活动逐步恢复利好税基改善，4 月财政收入降幅收窄，但仍呈两位数负增状态，反映了疫情冲击尚未完全消退、PPI 通缩和 CPI 回落带动价格因素减弱，以及减税降费力度加大等因素的共同影响..... 31

4.2 4 月积极财政发力明显，加之财政收入改善对支出的制约减弱，当月财政支出增速转正；在加大力度保障就业、民生等“六保”领域的情况下，一般财政支出对基建投资的支持能力有限，4 月基建类支出增速明显低于财政支出总体水平..... 32

4.3 高基数拖累 4 月土地出让金收入增速放缓，政府性基金收入小幅负增；当月专项债发力支撑政府性基金支出同比高增..... 34

4.4 积极财政政策会显著加大对冲力度，无论是减税降费规模还是政府投资水平，都会高于上年；短期内财政收入增速难以摆脱负增，财政政策发力或将带动支出增速进一步回升..... 35

图表目录

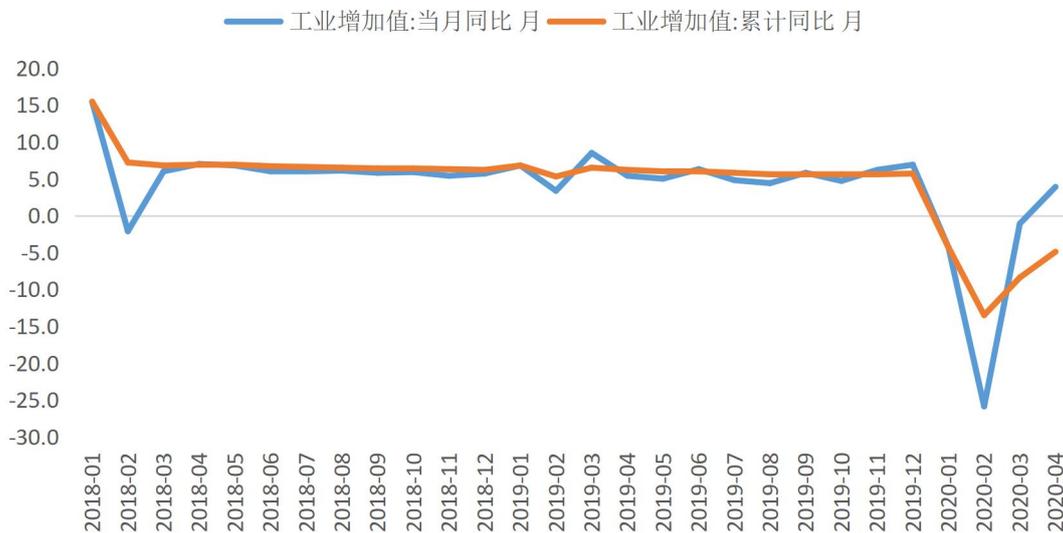
图 1 规模以上工业和制造业增速 %.....	7
图 2 三大门类增加值增速 %.....	8
图 3 固定资产投资及三类主要投资同比名义增速 %.....	9
图 4 房地产开发投资、房屋施工面积增速 %.....	10
图 5 制造业投资与民间投资增速 %.....	10
图 6 社会消费品零售总额同比增速 %.....	11
图 7 进出口增速及贸易差额 %.....	12
图 8 我国对发达经济体出口金额（美元）增速：同比 %.....	13
图 9 3 月制造业 PMI 新出口订单指数仍处收缩区间.....	13
图 10 我国对主要新兴经济体出口金额（美元）增速：同比 %.....	14
图 11 国际油价走势.....	15
图 12 大宗商品价格指数 RJ/CRB 走势.....	15
图 13 主要进口商品数量与金额（美元）同比增速 %.....	16
图 14 CPI 增速：当月同比 %.....	19
图 15 食品类分项 CPI 同比变动趋势 %.....	20
图 16 部分商品与服务 CPI 同比增速 %.....	21
图 17 PPI 增速 %.....	21
图 18 生产资料 PPI 同比增速 %.....	22
图 19 生活资料各项 PPI 同比增速 %.....	23
图 20 新增人民币贷款规模及增速.....	25
图 21 企业新增中长期贷款规模与增速.....	26
图 22 新增居民贷款规模及占比.....	27
图 23 社融规模增长情况.....	27
图 24 表外融资增量变化.....	28
图 25 M1、M2 增速 %.....	29
图 26 财政收入同比变化 %.....	31
图 27 主要税种收入增速同比变化率 %.....	32
图 28 财政支出增速当月同比 %.....	33
图 29 主要财政支出分项同比变化 %.....	33
图 30 政府性基金收支当月增速 %.....	34

1. 宏观经济：生产复苏快于需求，5月提振总需求政策有望出台

1.1 工业生产：4月工业生产增速转正，主因企业复工复产持续推进；同时，基建和房地产投资增速回升、汽车市场回暖，对工业生产也产生一定提振。当前国内经济生产端回升明显领先于需求端，后续工业生产的持续加速，需要着力扩大内需，拉动总需求

4月工业增加值同比增长3.9%，增速较上月回升5.0个百分点。当月境内疫情控制情况良好，企业复工复产持续推进。据工信部数据，截至4月21日，规模以上工业企业平均开工率和复岗率分别达到99.1%和95.1%，比3月28日的98.6%和89.9%分别提升0.5个和5.2个百分点，基本实现复工复产。同时，伴随需求端稳增长政策发力，以及前期积压的需求回补，4月基建和房地产投资增速回升、汽车市场回暖，对工业生产也产生一定提振，主要表现在当月机械设备、汽车等相关制造业增加值同比实现较快增长。但总体上看，在总需求尚未同步回升背景下，当前国内经济生产端的回升明显领先于需求端，并反映在产成品库存的高位和工业品价格的通缩风险。这意味着，未来在外需下行压力加大情况下，后续工业生产的持续回升，需要着力扩大内需，拉动总需求。

图1 规模以上工业和制造业增速 %

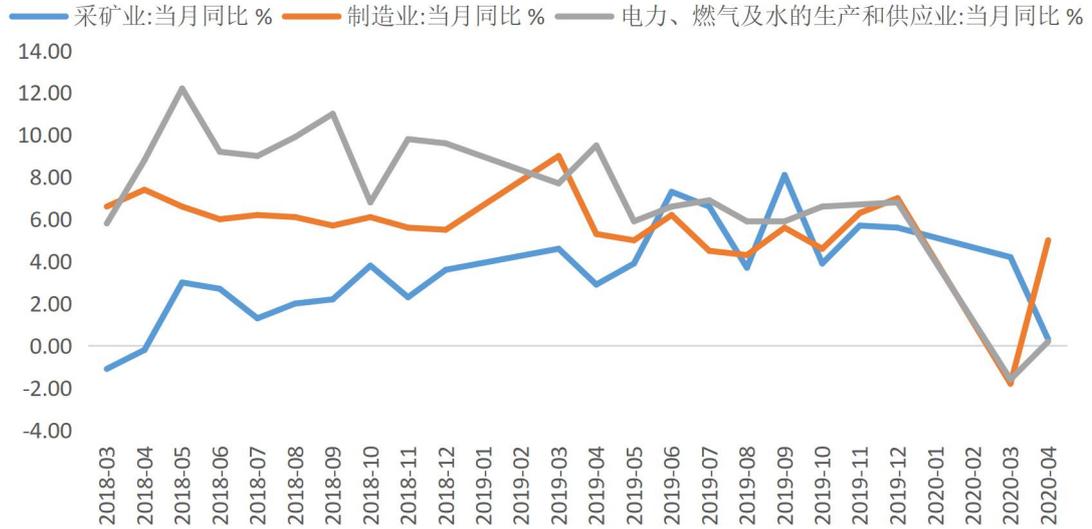


数据来源：WIND

分大类看，4月采矿业增加值同比增长0.3%，增速较上月回落3.9个百分点；电力燃气及水的生产和供应业增加值同比增长0.2%，增速回升1.8个百分点；制造业增加值同比增长5.0%，增速较上月回升6.8个百分点，是拉动当月工业增加值增速转正的主要力量。从

细分行业来看，4月制造业各主要行业生产普遍加速，其中，专用设备、通用设备、汽车、金属制品、橡胶和塑料制品等行业增加值增速较上月回升幅度较大，均超过10个百分点。

图2 三大门类增加值增速 %



资料来源：WIND，东方金诚；注：2月数据为1-2月累计同比增速。

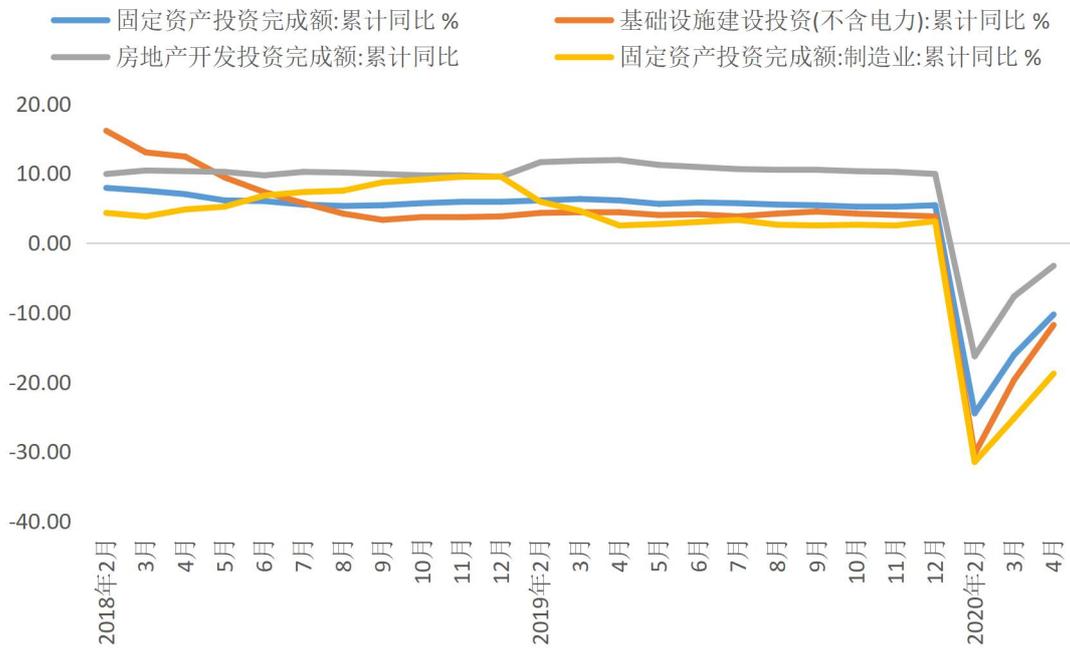
1.2 投资：据测算4月当月固定资产投资增速已经转正，同比增长0.8%。其中，受房地产市场快速回暖拉动，月内房地产投资增速正在接近去年全年水平；作为宏观政策逆周期调节的主要发力点，基建投资在4月回升幅度最大，同比增长2.3%；工业品通缩和出口前景承压，制造业投资反弹势头较弱。5月基建投资会进一步加速，制造业投资同比转正存在困难，房地产投资增速将稳健上扬

1-4月固定资产投资同比下降10.3%，降幅较1-3月收窄5.8个百分点。据我们测算，当月固定资产投资增速同比为0.8%，较上月大幅反弹11.7个百分点，年内月度同比首次转正。主要原因在于，4月国内疫情控制进一步稳定后，各地复工进程明显加快，企业融资规模大幅上升——从社融数据来看，4月资金继续通过信贷和债市大规模流向企业，三大类投资中已有两项实现月度同比正增长，唯一负增长的制造业投资降幅也大幅收敛近14个百分点。

不过就总体而言，考虑到国内消费和出口面临的压力较大，当前固定资产投资增速反弹仍略低于预期，特别是与工业生产恢复势头相比有所滞后。我们判断，5月两会出台一揽子宏观政策应对计划后，下半年固定资产投资增速有望明显加快，进而成为提振短期经济增长

动能的主要发力点，并为保就业创造有利的宏观环境。

图3 固定资产投资及三类主要投资同比名义增速 %



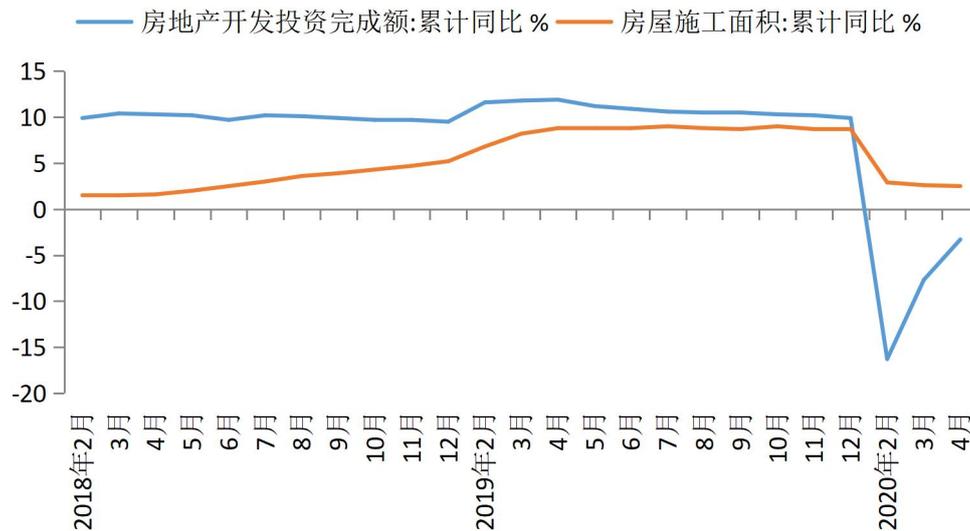
数据来源: WIND

1-4月基建投资(不含电力)同比-11.8%，较1-3月改善近8个百分点。据我们测算，当月基建投资(不含电力)同比增长2.3%，增速年内首次转正。我们分析，带动4月基建投资回暖的主要因素有三个：首先，基建投资正在成为宏观政策逆周期调节的重要工具，加之疫情稳定下来后，各地基建项目开工、施工速度明显加快。其次，以地方政府专项债发行量和新增企业中长期贷款同比大幅增长为标志，过去两年困扰基建投资的资金瓶颈问题显著缓解。最后，除传统的“铁公基”项目外，以5G等七大领域为代表的新基建受到普遍重视，正在成为当前基建投资的重要增长点。我们判断，当前基建投资在逆周期调节中的作用还没有充分发挥出来，未来一揽子宏观政策应对计划出台后，基建投资增速有望实现两位数增长。

房地产投资方面，1-4月房地产开发投资同比-3.3%，比1-3月改善4.4个百分点。据测算，4月当月房地产投资同比增速已连续两个月实现月度同比正增长，达到7.0%，正在接近去年全年增长水平，疫情冲击下房地产投资韧性凸显。4月房地产投资回暖或主要有三个原因：首先，近期受积压需求释放、房贷利率下调推动，房地产市场正在迅速回暖，4月房地产销售额、销售面积已接近去年同期水平，这是牵动房地产投资的最主要力量。其次，在“房住不炒”的原则下，各地纷纷出台扶助房企措施，房企在债市等渠道的融资环境也有明

显好转。最后，4月进入全面复工阶段，房地产施工进度随之加快。我们判断，后期伴随房地产销售端改善，房企资金压力还会进一步缓解；在下半年房贷利率持续走低预期下，房地产投资增速将逐步向两位数回归，年内整体增长水平大概率不会低于上年的9.9%。历史数据显示，在2008以来的三个降息周期中，年度房地产投资增速从未出现过下滑。

图4 房地产开发投资、房屋施工面积增速 %

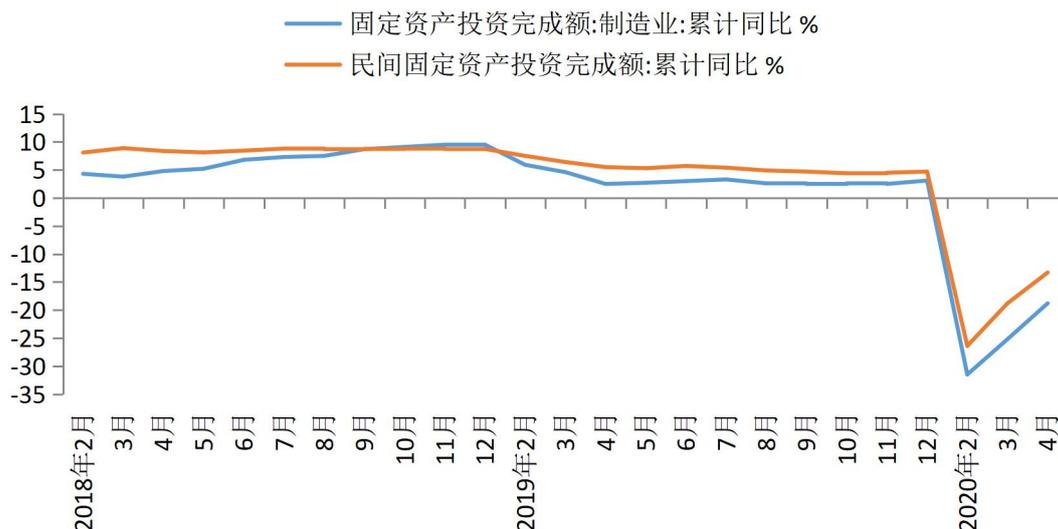


数据来源：WIND

1-4月制造业投资同比-18.8%，比1-3月改善6.4个百分点。据我们测算，当月制造业投资同比降幅为6.8%，是唯一继续处于负增长的固定资产投资类别，短板特征明显。其背后的主要原因是，制造业以民营企业为主，投资决策受行业利润走势影响较大，而且出口导向比较明显。近期因国内生产恢复快于需求，以及国际大宗商品价格波动剧烈，PPI持续处于同比负增状态，这势必对制造业企业利润形成较大压力。另外，伴随新冠疫情肆虐全球，未来我国出口会面临更大压力，也在对当前企业投资信心带来一定抑制效应。不过数据也显示，疫情并未打断我国制造业转型升级过程：1-4月高技术制造业投资同比-3.6%，降幅远低于制造业投资整体下降水平，而高技术制造业中，计算机及办公设备制造投资增长15.4%。

展望未来，短期内制造业投资、特别是民企投资信心仍会处于较低水平。我们判断，若下半年宏观政策对冲力度加大，伴随总需求扩张速度加快，制造业投资增速也存在较快反弹的可能。

图5 制造业投资与民间投资增速 %

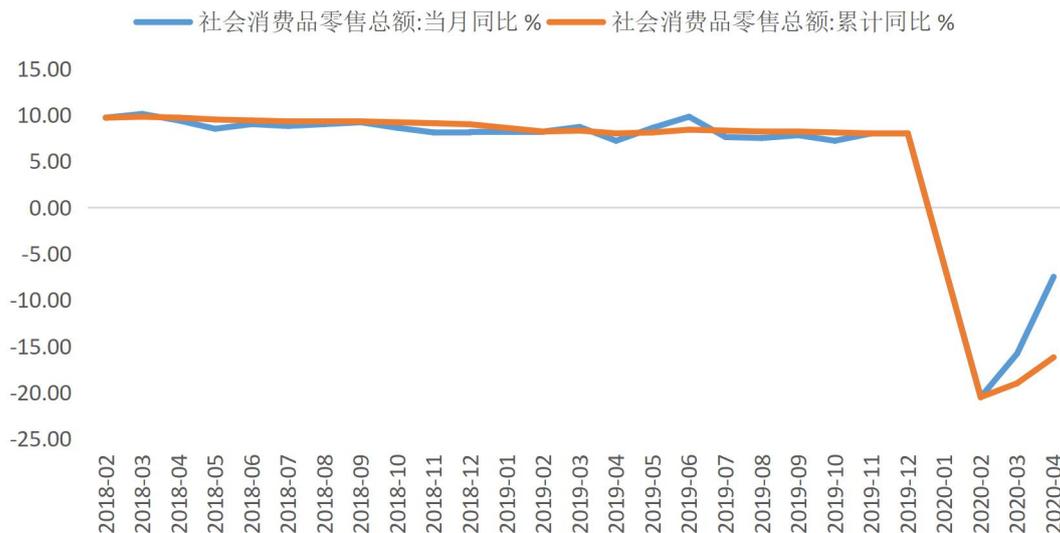


数据来源: WIND

1.3 消费: 4月居民消费活动进一步恢复, 加之各地刺激消费政策频出, 社零同比降幅延续收窄; 但疫情阴云并未散尽, 部分线下消费活动仍受约束, 加之收入下滑抑制居民消费信心和能力, 社零增速同比延续较大幅度负增

4月居民消费活动进一步恢复, 消费需求逐步回补, 加之各地刺激消费政策频出, 当月社会消费品零售总额(以下简称“社零”)同比名义下降7.5%, 降幅较上月收窄8.3个百分点, 扣除价格因素后, 实际下降9.1%, 降幅较上月收窄9.0个百分点。但疫情阴云并未散尽, 部分消费需求仍受约束, 加之经济下行压力较大、就业形势严峻、可支配收入下滑抑制居民消费信心和能力, 二季度以来并未出现预想中的“报复性消费”, 社零增速同比延续较大幅度负增。可以看到, 由于居民线下消费活动仍受一定限制, 不少线下商家也开始转战线上, 1-4月实物网上商品零售额累计同比增长8.6%, 较前值加快2.7个百分点, 比同期社零累计增速-16.2%高出24.8个百分点。

图6 社会消费品零售总额同比增速 %

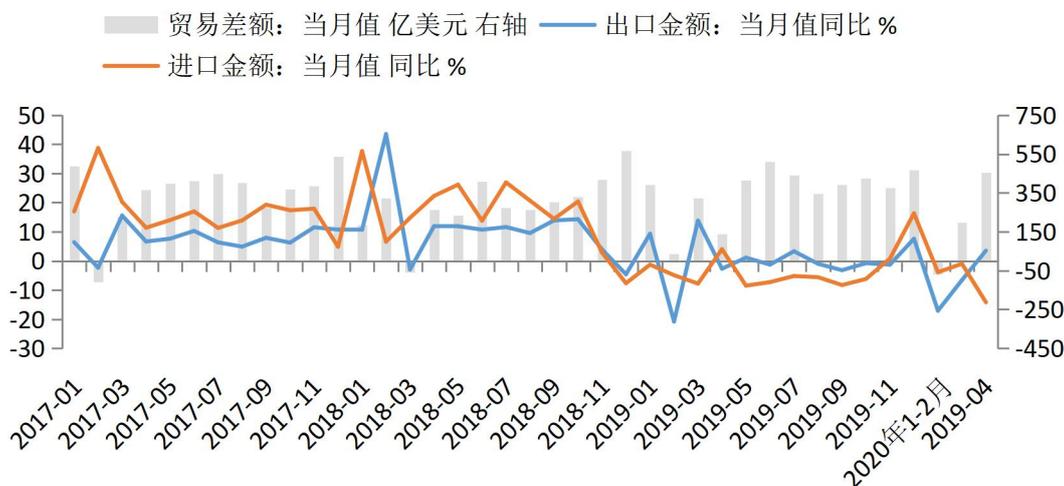


数据来源: WIND

从具体商品类别来看, 4月国内手机市场总体出货量4172.8万部, 同比增长14.2%, 其中5G手机出货量1638.2万部, 占同期手机出货量的39.3%, 这带动通讯器材销售涨幅扩大。4月车市、楼市回暖, 带动汽车以及家具、家电、建筑装潢材料等房地产相关商品零售额同比降幅大幅收窄; 同时, 化妆品、金银珠宝等可选消费品零售额增速也在前两个月大幅下滑基础上深蹲起跳。但除汽车零售额同比录得零增长以外, 4月上述商品零售额仍未能摆脱同比负增局面, 降幅收窄主要体现前期积压需求的回补。

1.4 贸易: 4月出口走强或难持续, 短期内贸易形势依然严峻

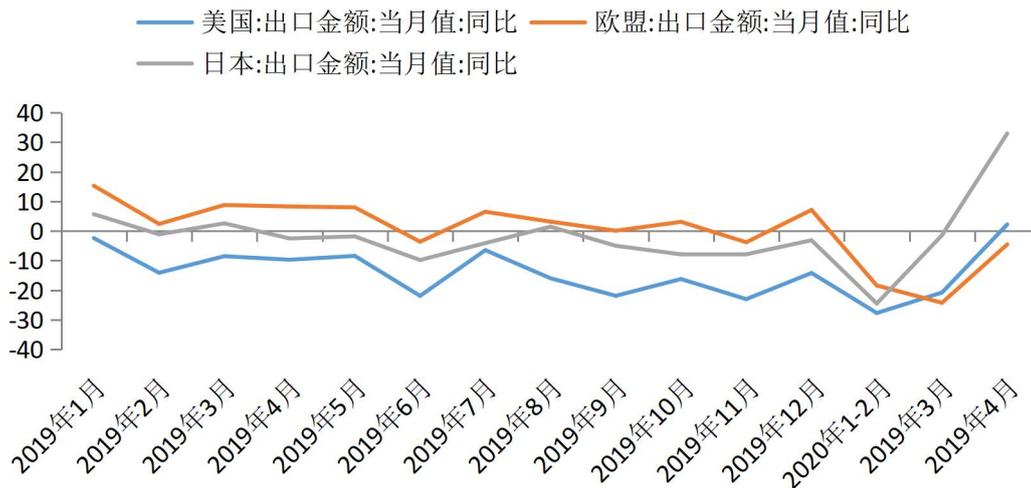
图7 进出口增速及贸易差额 %



数据来源: 海关总署

4月出口贸易额同比上升3.5%，年内首次转正，增速较上月大幅改善约10个百分点，而此前市场普遍预期当月出口会出现15%至20%的同比下滑。4月出口正增明显与近期全球经济显著恶化趋势相背离——下图显示，3-4月全球及主要经济体制造业PMI正在出现剧烈下滑，而且已探至全球金融危机以来最低点。

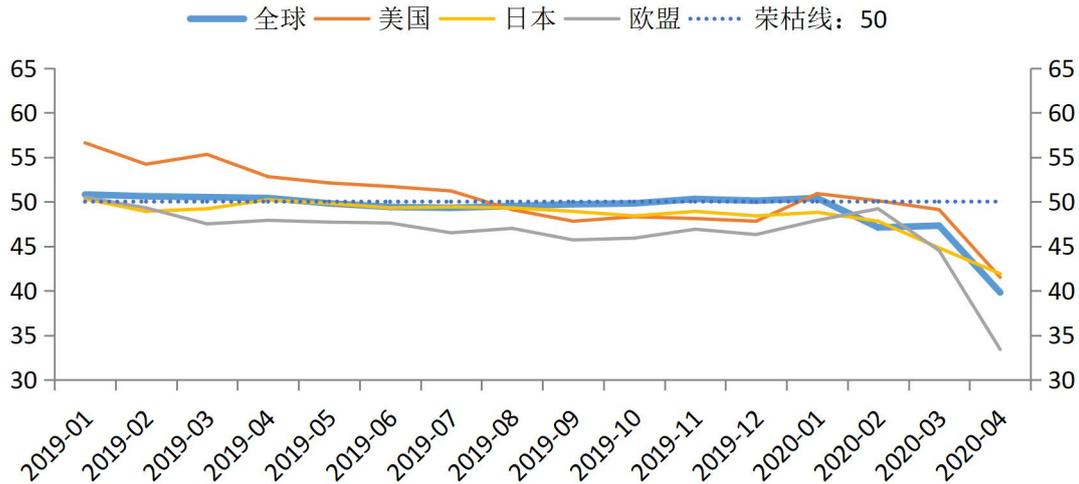
图8 我国对发达经济体出口金额（美元）增速：同比 %



数据来源：WIND 资讯

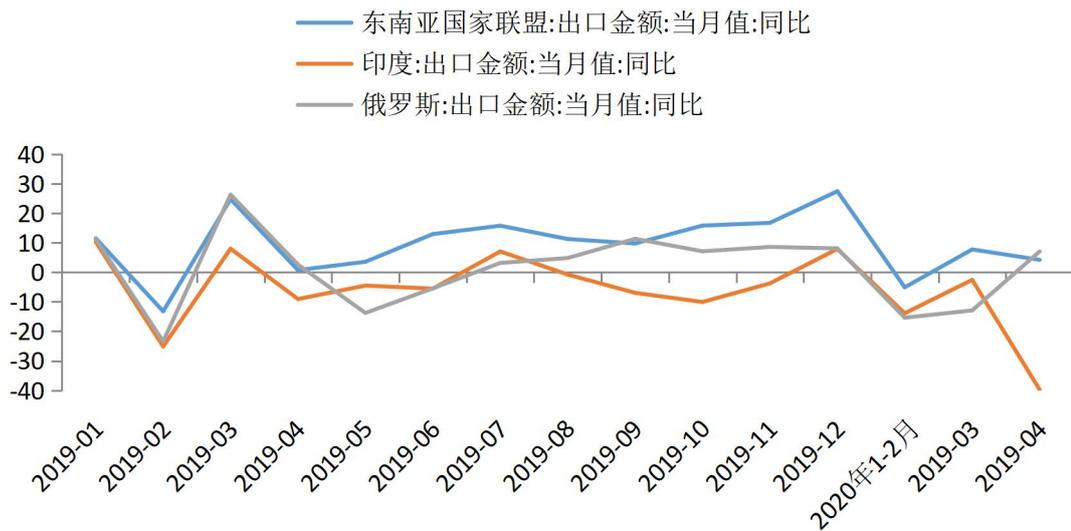
从主要出口目的地来看，4月我国对美国出口同比增长2.3%，一改年初以来大幅下滑势头；对欧盟出口同比下降4.5%，降幅也比上月显著收窄近20个百分点；4月对日本出口更是同比大增33%，而上月为负增1.4%。在新兴市场方面，作为我国第一大出口市场，4月我国对东盟出口同比增长4.2%，增幅较上月放缓3.5个百分点；对俄罗斯出口增长7.0%，而上月为同比下降13.0%；4月我国对印度出口出现了40.0%的同比降幅，增速较上月恶化约37个百分点。

图9 3月制造业PMI新出口订单指数仍处收缩区间



数据来源：WIND 资讯

图 10 我国对主要新兴经济体出口金额（美元）增速：同比 %



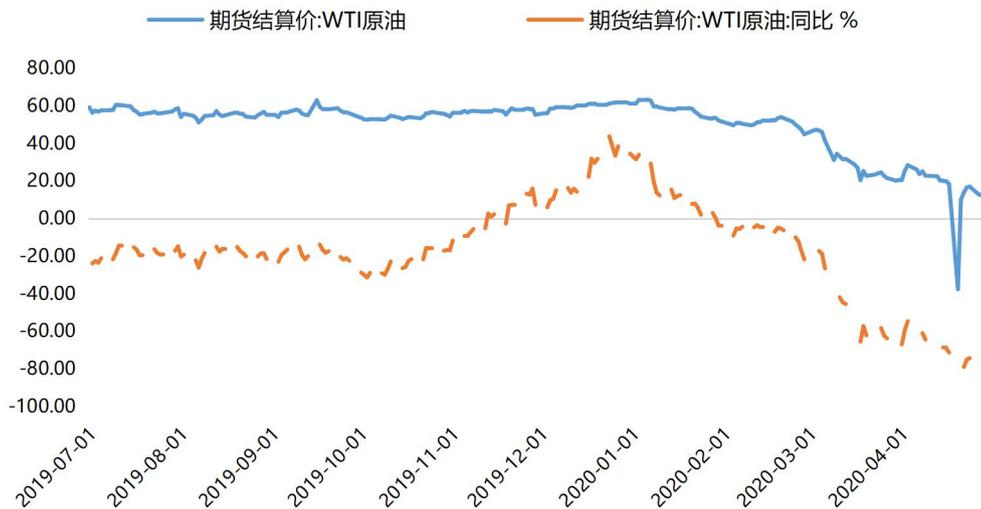
数据来源：WIND 资讯

4 月我国出口在全球经济严重下滑过程中不降反升的原因主要有：首先，上年 4 月出口额处于偏低水平，同比增速仅为-2.7%，比上年 3 月大幅下滑 16 个百分点。这样来看，上年同期明显偏低的基数在一定程度上推高了今年 4 月的出口增速。其次，当月我国对美欧等疫情严重地区出口反弹，或与当地停工停产导致商品供应不足，进口需求加大有关。第三，近期防疫物品出口增速较快——4 月包括口罩在内的纺织纱线及制品出口额逆势上扬，达到 146.2 亿美元（上月为 89.2 亿美元），同比增长 49.4%，也对当月整体出口水平起到了一定拉动作用。最后，当前全球经济骤然遭遇疫情冲击，国际贸易数据易于出现剧烈颠簸现象，

这在我国对俄罗斯、印度等新兴市场出口数据中表现尤为明显。

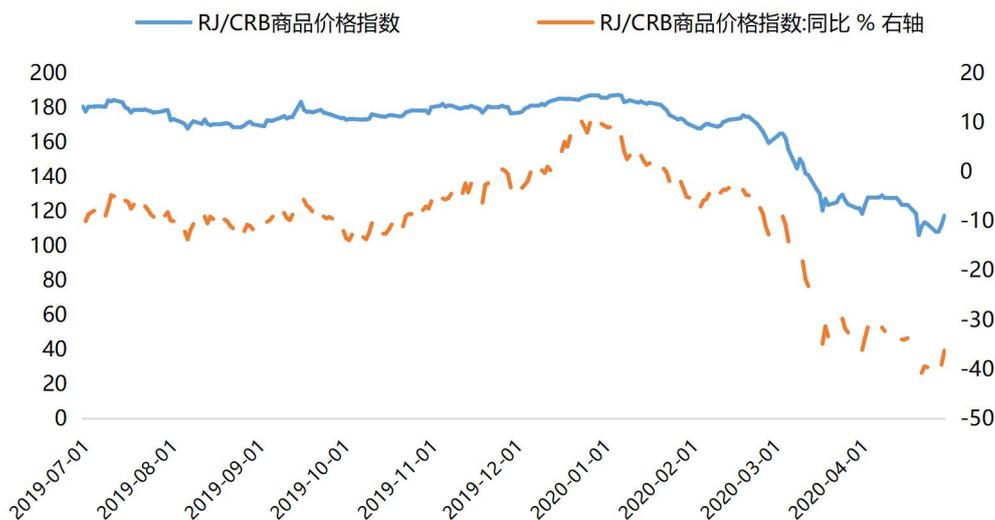
进口方面，4月进口额同比下降14.2%，降幅较上月扩大13.2个百分点。在国内需求渐进式修复，生产端动能持续回升的背景下，4月进口额同比降幅走阔，一方面受去年同期高基数制约，同时也与大宗商品价格因素有关。4月全球疫情冲击上游需求，国际原油库存剩余空间迅速收缩，油价在上月大跌的基础上继续跳水。而受原油暴跌和需求不振影响，其他上游原材料和工业品价格亦出现不同程度的滑坡。根据我们的计算，4月RJ-CRB商品价格指数月均值环比下跌13.5%，同比下跌35.9%，跌幅较上月加深11.5个百分点。而从进口量数据来看，4月我国对铁矿石、煤炭、铜等大宗商品进口量呈现两位数高增，显示国内工业生产复苏、房地产投资增速转正、基建政策发力等因素正在提振相关商品进口需求。

图 11 国际油价走势



数据来源：WIND 资讯

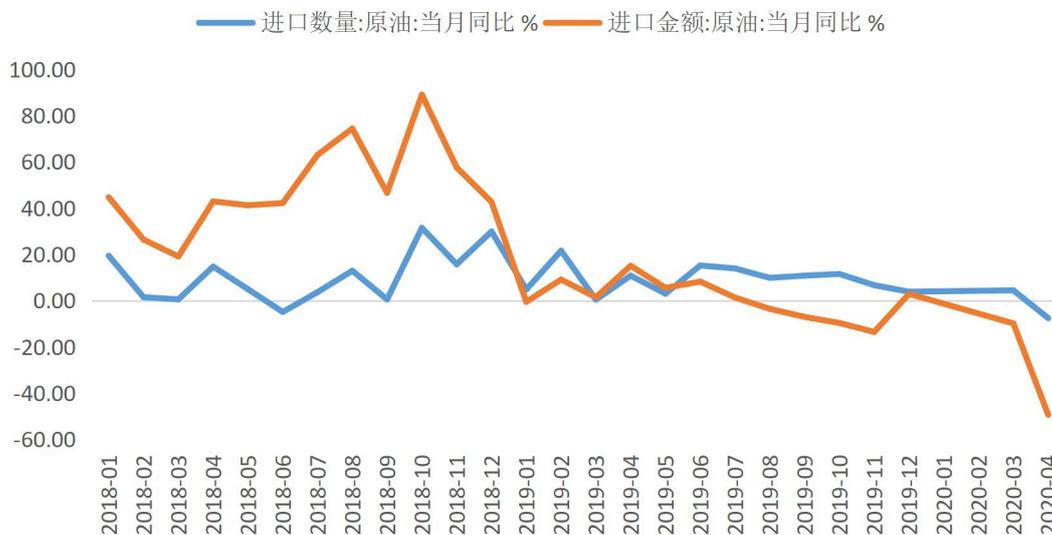
图 12 大宗商品价格指数 RJ/CRB 走势

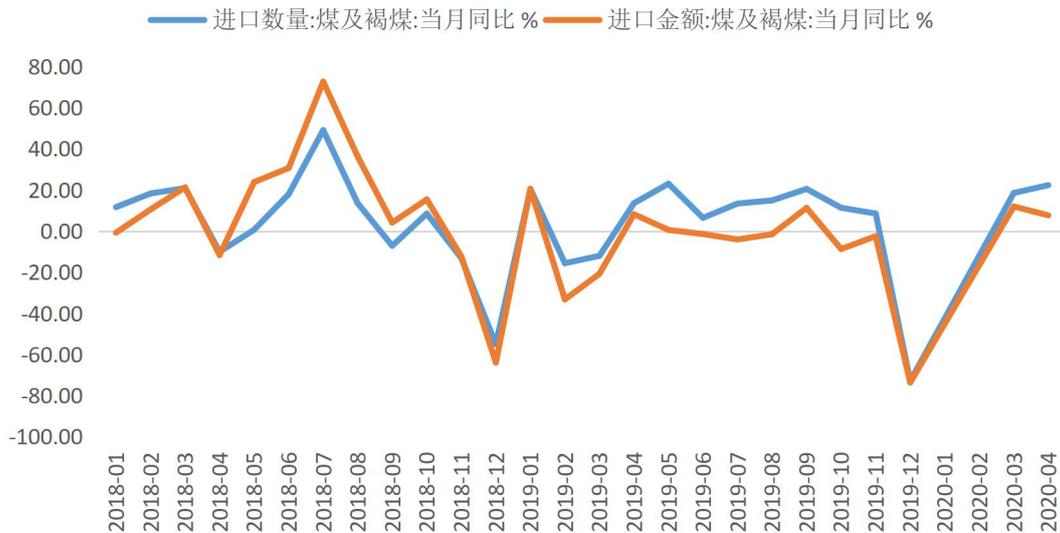
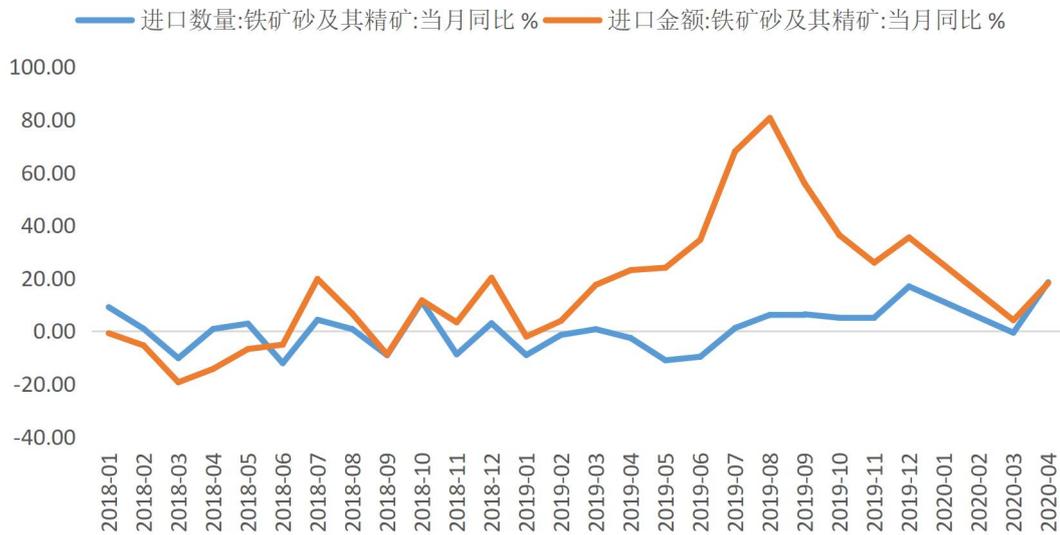
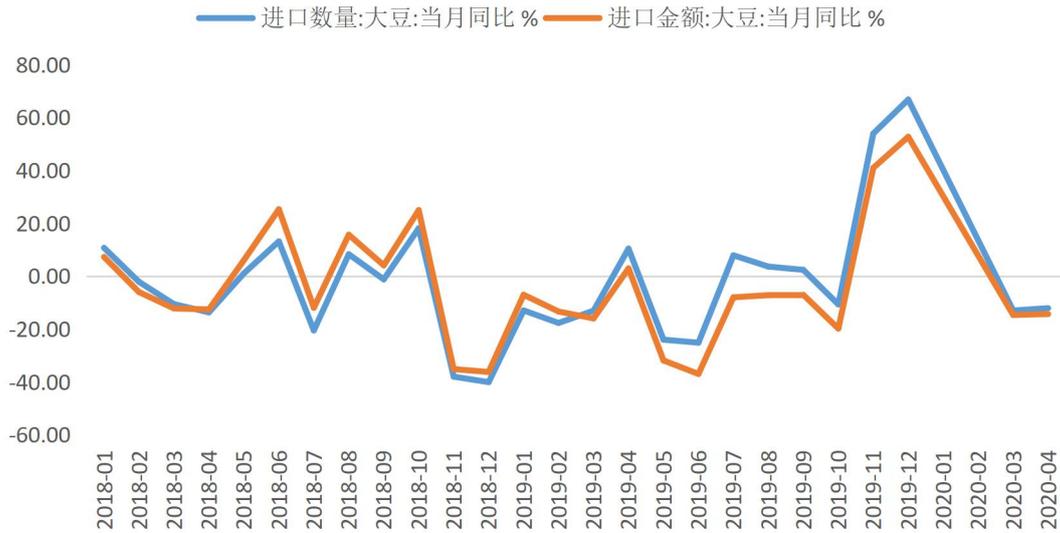


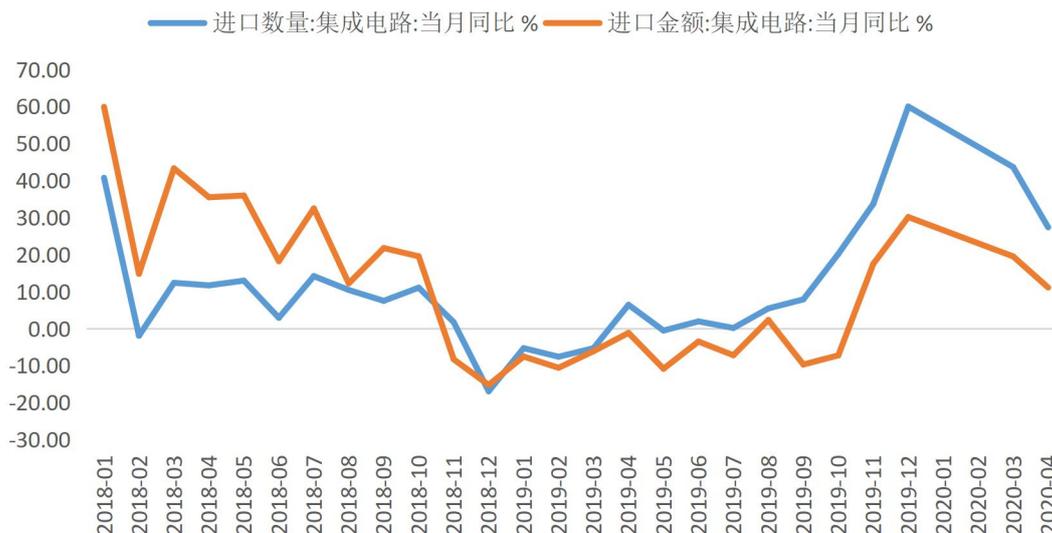
数据来源：WIND 资讯

从主要进口商品来看，受高基数影响，4月我国对原油进口量同比下降7.5%，上月为增长4.5%，加之当月油价同比跌幅加深，进口额同比跌幅由上月的9.8%扩大至49.3%；由于2月下旬降雨影响巴西大豆收成，以及疫情导致货运延误，4月我国对大豆进口延续大幅负增，进口量同比下降12.1%，进口额下降14.4%，降幅较前值-13.0%和-14.7%略有收敛。不过，4月我国对铁矿石、煤炭等大宗商品进口量高增，其中，对铁矿石进口量同比增长20.4%，进口额增长18.2%，大幅高于前值-0.6%和4.1%；对煤及褐煤进口量增长22.3%，高于前值18.5%，但因价格走低，进口额增速从上月的12.0%降至7.6%。此外，高基数影响下，4月我国对集成电路进口量和进口额同比增速大幅下滑，但仍实现27.4%和11.1%的较快增长。

图 13 主要进口商品数量与金额（美元）同比增速 %







数据来源: WIND 资讯

1.5 5月各项经济数据将继续回升，提振总需求政策有望出台

展望5月，工业生产有望继续向常态回归，但在目前供需缺口比较大的情况下，生产端回升可能已进入瓶颈期，部分行业面临去库存压力，工业生产回升幅度将有所放缓。5月单月基建投资会进一步加速，制造业投资同比转正存在困难，房地产投资增速将稳健上扬，固定资产投资有望达到3.0%左右，逐步向上年全年平均水平（5.4%）靠拢。5月消费将继续处于渐进回补过程，同时促销费政策持续发力也有利消费需求回升，但短期内经济和就业形势面临的压力较大，居民对收入前景预期不佳，将会持续制约消费信心和消费能力，上半年难现“报复性消费”局面，预计5月社零仍将延续负增。

预计5月两会将出台一揽子宏观政策应对计划，针对消费和投资的逆周期对冲力度有望进一步加大，财政、货币、社保、就业等政策合力将推动国内经济回升提速。但5月之后全球疫情对我国出口的冲击将会有较为充分的体现。综合判断，二季度GDP同比增幅有望达到3.0%左右。下半年若全球疫情稳定消退，国内逆周期政策效果充分显现，消费、投资会有超过近年平均水平的大幅反弹，宏观经济有望达到或高于潜在经济增长水平（6.0%）。反之，若下半年欧美疫情出现反复，则国内防疫措施仍难以全面撤回，其对宏观经济的压制作用也会延续。这样来看，未来海外疫情走向将成为宏观经济能否如期反弹的最大不确定因素。

进出口方面，5月欧美疫情或将延续缓和势头，各国有可能出台放松封锁措施，但经济重启还需要一段时间，这意味着二季度发达经济体需求将严重萎缩。而从俄罗斯、巴西、印度等国每日新增病例情况来看，疫情第三波高峰正在新兴经济体形成，其中东南亚国家疫情

走向尤其值得关注。4月我国官方PMI中的新出口订单指数再度掉头向下，降至33.5%的深度收缩状态。这也意味着4月出口增速反弹或难以持续，未来我国外需面临严峻挑战，稳外贸政策仍需进一步加码。

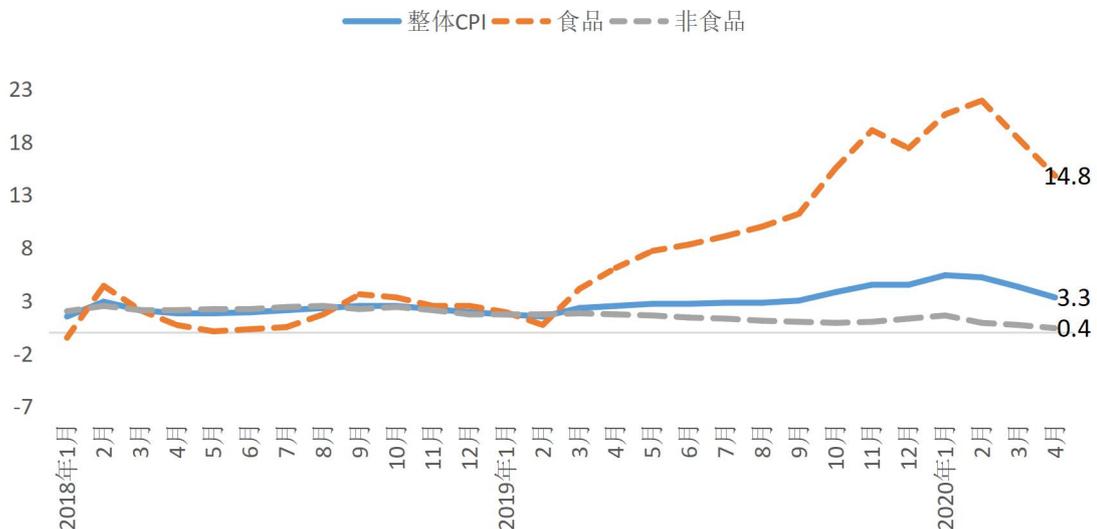
当前国内逆周期调节加力势头明显，以基建为代表的投资端发力将对进口需求产生提振，加上中美贸易第一阶段协议确认的贸易采购要求，后续进口获得的支撑要强于出口，今年贸易顺差将出现较大幅度的同比收缩态势。这也意味着接下来稳定国内经济运行需要着力扩大包括消费和投资在内的内需。

2. CPI重返“3时代”，通胀降温将为进一步降息铺平道路

2.1 CPI：4月猪肉、蔬菜价格持续走低，CPI涨幅连续两个月大幅回落并重返“3时代”，意味着通胀水平再度进入温和区间

4月CPI同比上涨3.3%，涨幅较上月大幅回落1个百分点，为连续两个月大幅下行（3月CPI涨幅回落0.9个百分点），已处于3.0%的目标水平附近。从结构上来看，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，仍是CPI上涨的主要拉动因素，但涨幅水平正在迅速回落；非食品价格同比仅上涨0.4%，涨幅较上月回落0.3个百分点，表明食品之外的CPI涨幅很低，需求不足是主要原因。这也表明，当前通胀结构性特征明显，食品价格上涨并没有向其他消费品外溢的趋势。

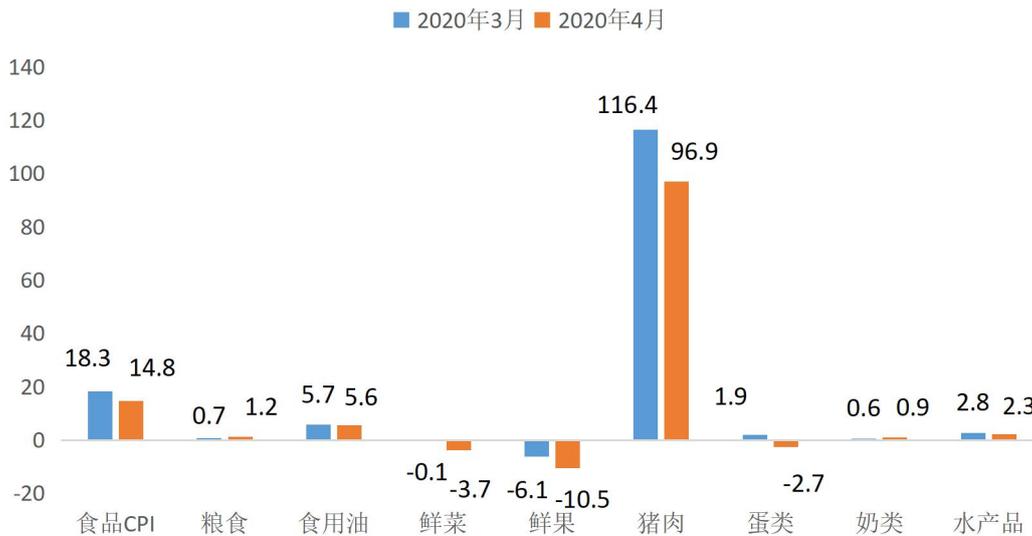
图14 CPI增速：当月同比 %



数据来源：Wind 资讯

食品价格方面，4月在CPI中权重较大的猪肉、蔬菜价格下降，加上去年同期价格基数较高，是带动本月食品价格、乃至整个CPI涨幅回落的主要原因。猪肉和蔬菜价格是当前食品CPI中权重最高、波动最大的两个品种。数据显示，近期生猪存栏环比正在大幅走高；伴随4月疫情进一步稳定，生猪利润高企带动猪肉供应增加，当月猪肉价格比上月下降7.6%。此外，上年4月猪肉价格曾出现涨幅跳升，基数垫高也推动今年4月猪肉价格同比涨幅大幅回落19.5个百分点。4月蔬菜价格比上月下降8.0%，主要原因是春夏之交供应量上升，这也带动菜价同比降至-3.7%，连续两个月处于负增状态。此外，受供应充足及需求相对增长有限影响，4月鸡蛋和水果价格比上月均下降2.2%，同比则分别为-2.7%和-10.5%，价格涨幅均比上月有明显下滑。本月粮油等其他食品价格变化不大，这表明疫情并未对国内食品供应形成明显冲击。

图 15 食品类分项 CPI 同比变动趋势 %



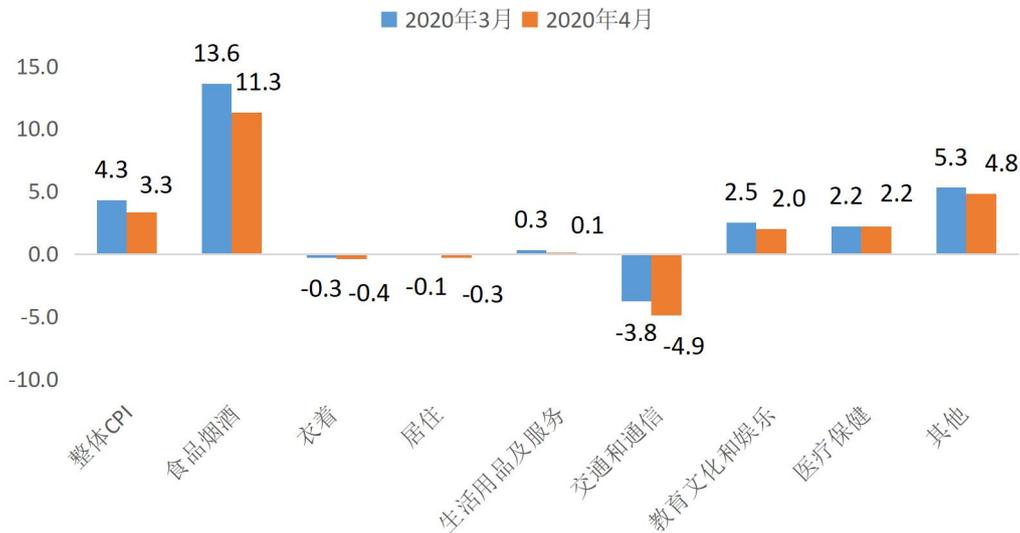
数据来源：国家统计局

非食品价格方面，4月国际油价持续下跌，影响国内交通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。主要受需求前景暗淡影响，OPEC+达成减产协议并未扭转4月国际油价颓势，布油均价续跌20%左右。受此影响，4月国内汽油、柴油和液化石油气价格分别环比下降7.5%、8.2%和3.7%，带动CPI中的交通和通信价格跌幅扩大1.1个百分点。不过，随着疫情稳定后出行需求增加，4月飞机票价格环比上涨5.6%。

其他商品和服务价格方面，疫情背景下需求总体受到一定抑制，价格涨幅普遍有小幅下行。4月扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.1%，涨幅比上月回落0.1个百分点，处

于偏低水平。这表明当前缺乏物价普遍上涨的基础，而未来需求不足可能引发通缩的风险值得关注。

图 16 部分商品与服务 CPI 同比增速 %

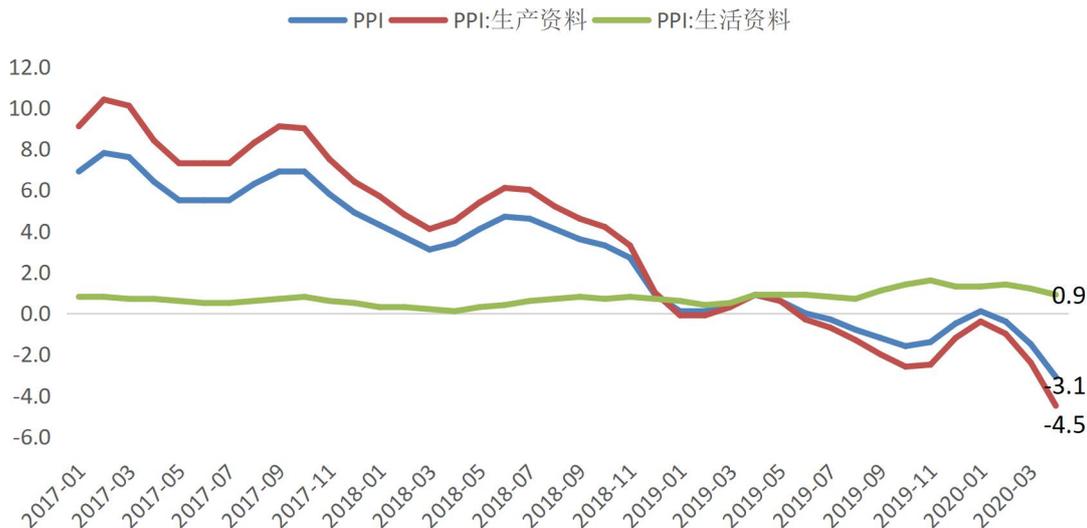


数据来源：WIND

2.2 PPI：4月国际油价在3月大跌基础上进一步跳水；国内工业品价格在3月底砸下深坑后波动企稳，但在国际大宗商品价格下跌和总需求依然偏弱的情况下，整体回升幅度有限，月内均价大幅低于3月。加之去年同期基数走高，PPI同比跌幅明显加深

4月全球经济受到疫情严重冲击，导致原油需求量大幅萎缩，加之4月12日OPEC+达成的减产协议要到5月才开始生效，原油供需矛盾进一步加深，国际油价在3月大跌基础上进一步跳水。同时，国内主要工业品价格在3月底砸下深坑，4月以来，国内生产和建设活动持续恢复，工业品价格波动企稳，但在国际大宗商品价格下跌和总需求依然偏弱的情况下，整体回升幅度有限，月内均价大幅低于3月。由此，4月PPI环比下跌1.3%，跌幅较上月加深0.3个百分点，叠加去年同期基数走高，当月PPI同比下跌3.1%，跌幅较上月扩大1.6个百分点。

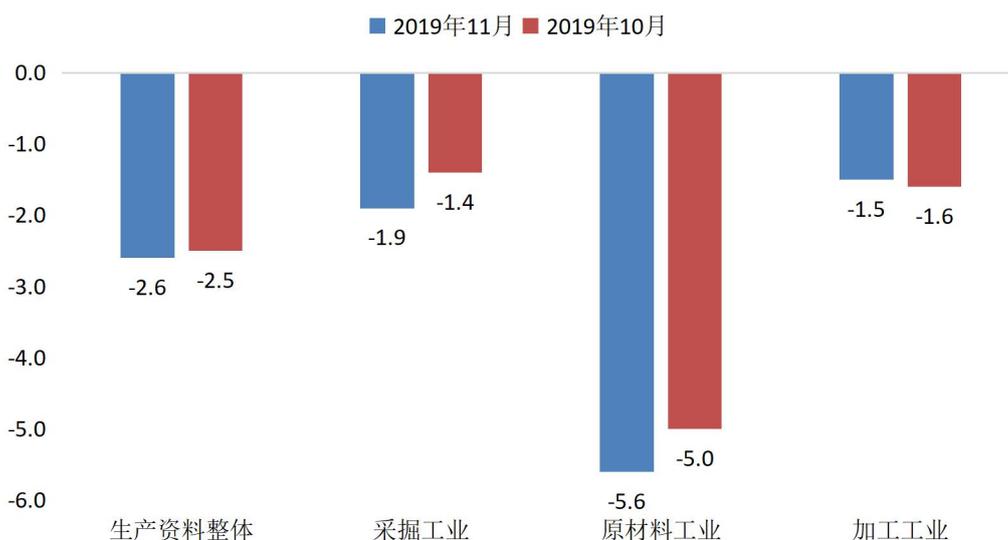
图 17 PPI 增速 %



数据来源：Wind 资讯

分大类看，4月生产资料PPI环比下跌1.8%，跌幅较上月扩大0.6个百分点，同比跌幅则较上月扩大2.1个百分点至-4.5%，反映了新涨价动能不足和基数走高的共同影响。各分项中，采掘工业、原材料工业和加工工业PPI环比分别下跌7.2%、3.3%和0.7%，跌幅较上月分别扩大3.7、0.6和0.2个百分点；同比分别下跌11.6%、8.8%和2.2%，跌幅较上月分别扩大7.6、3.6和1.0个百分点。可见，4月采掘工业PPI在各分项中下滑幅度最大，原油价格暴跌影响显著。

图 18 生产资料PPI同比增速 %

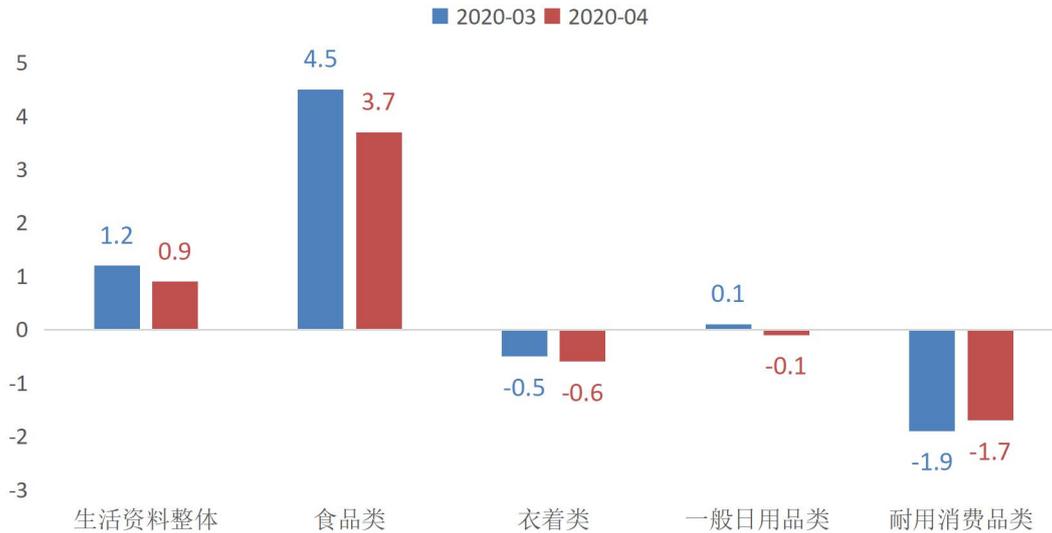


数据来源：WIND 资讯

4月生活资料PPI走势则相对稳定，环比下跌0.1%，跌幅较上月收窄0.1个百分点。在上游价格下跌向下游传导影响下，当月生活资料各分项价格环比均为负增，但随着需求回暖，

各分项价格环比跌幅多数较上月有所收窄。不过，由于基数走高，4月生活资料PPI同比涨幅较上月下滑0.3个百分点至0.9%；各分项中，食品类PPI同比涨幅回落最为明显，当月同比上涨3.7%，涨幅较上月下滑0.8个百分点。

图 19 生活资料各项 PPI 同比增速 %



数据来源：WIND

从细分行业来看，油价进一步下跌影响下——当月布伦特原油期货价月均值从上月的33.7美元/桶降至26.6美元/桶，同比降幅达62.8%（前值为-49.7%），4月石油和天然气开采业PPI环比下跌35.7%，同比下跌51.4%（前值为-21.7%），石油、煤炭和其他燃料加工业PPI环比下跌9.0%，同比下跌19.8%（前值为-10.6%）。同时，在国际大宗商品价格下跌和总需求依然偏弱的情况下，4月国内工业品价格继续承压，虽有企稳之势但回升动力不足。从具体行业来看，4月化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、塑料和橡胶制品业、非金属矿物和金属制品业、黑色金属和有色金属加工业等行业PPI环比均呈现下跌态势，且跌幅多数较上月有所扩大，同比跌幅则均有不同程度加深。总体来看，我们认为当前工业品通缩局面已经形成，下一步有待总需求扩张政策加以缓解。

2.3 5月CPI同比涨幅有望实现连续四个月下行，其中猪肉和鲜菜价格走低仍将是主要影响因素。预计5月PPI环比有望转正，新涨价动能边际回升也将带动PPI同比跌幅收窄至-2.5%至-2.8%左右，但工业品通缩局面难现明显改观。综合当前影响物价走势的主要因素，我们判断下半年CPI同比有望重返“2时代”，通胀降温将为进一步降息铺平道路

以能繁母猪存栏量环比持续上升、同比降幅显著收窄为标志，未来猪瘟疫情影响还会进一步缓和，这意味着5月猪肉价格或将继续走低。5月菜价还将季节性下降，加之上年同期价格基数偏高，预计4月鲜菜价格同比还将是负值。在上年高基数作用下，5月水果价格跌幅会进一步扩大。由此，我们预计5月食品通胀会进一步下降。非食品价格方面，由于当前国际油价已低于40美元/桶的“地板价”，国内成品油价格不会进一步下调，加之疫情稳定后居民商品、服务消费需求逐步恢复，相关商品和服务价格下行走势有望趋缓，同比涨幅将保持稳定。综合以上，我们预计5月CPI同比将进一步向3.0%靠拢，保持2月以来的下行态势。

PPI方面，欧佩克+减产协议从5月1日起正式执行，加之欧美疫情进入稳定期后，各国开始尝试重启经济活动，一定程度上提振需求前景，5月以来国际油价有所回升，但考虑到疫情影响仍然很大，全球石油需求萎缩严重，以及当前库存处于高位，短期内国际油价大幅反弹的基础尚不具备，预计将呈现底部震荡状态。从国内来看，伴随国内逆周期调节力度加码，基建投资提速，房地产投资企稳，将带动工业品需求回升，5月以来螺纹钢、铜、水泥等主要工业品价格均呈现爬升势头，但与上年同期相比，仍明显偏低。我们预计，5月PPI环比有望转正，新涨价动能边际回升也将带动PPI同比跌幅收窄至-2.5%至-2.8%左右。

通胀降温将为进一步降息铺平道路。对比2008年和2015年的前两个降息过程——在经济下行压力下，政策利率曾分别在1年内大幅下调216和125个基点，并带动一般贷款利率和房贷利率出现更大幅度下行，2019年晚些时候开启的本轮降息周期走势明显偏缓。在中美贸易战严重影响经济运行、新冠疫情冲击导致经济首次出现负增长的背景下，截至4月末，以MLF为代表的政策利率仅下调35个基点，一般贷款利率和房贷利率也仅比2019年高点分别下行56和15个基点。

进一步对比后可以发现，迄今为止的这轮降息过程恰逢CPI上行并处高位阶段，而2008年和2015年则是通胀急剧下行或处于低位时期。这样来看，此前降息过程缓慢的一个关键因素就是通胀制约——3月22日，央行副行长陈雨露表示，“货币政策首要的是要保持币值

的稳定。”而伴随猪通胀见顶回落，3月和4月CPI同比快速下行势头将在下半年持续，三季度有望降至“2时代”，通胀因素对降息牵制作用将显著削弱。我们判断，5月出于政策节奏等因素考虑，MLF及LPR降息或出现暂停，但下半年在外需放缓，国内防疫常态化也会对经济反弹形成一定影响的背景下，着眼于稳住就业大局、提振经济增长动能，央行降息节奏有可能适度加快，预计当前已处低位的一般贷款利率还有1个百分点左右的下行空间，而在房住不炒原则下，房贷利率下行幅度会相对较小。

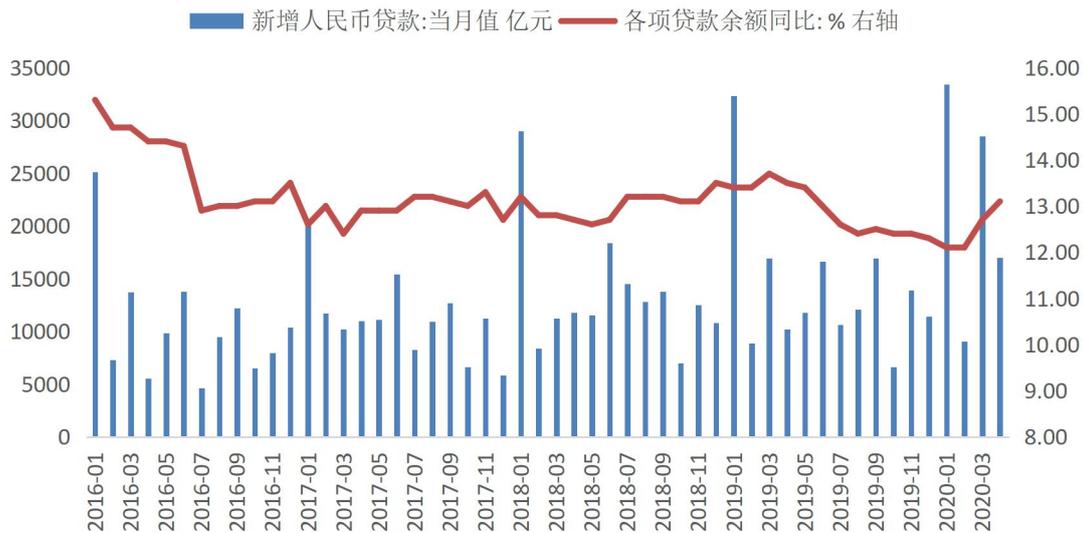
3. 金融：逆周期调节效果持续显现，4月信贷、社融及M2增速进一步加快

3.1 4月新增人民币贷款环比季节性少增，同比延续多增，带动月末贷款余额增速进一步加快；这一方面反映企业生产和居民消费活动逐步恢复，推动信贷需求改善，但更为重要的原因在于，在政策支持和引导下，银行加大了对企业的信贷投放力度

4月新增人民币贷款1.7万亿，环比季节性少增1.15万亿，但同比多增6800亿，这也带动月末人民币贷款余额增速加快至13.1%，较上月末提高0.4个百分点，较去年末已提高0.8个百分点。4月贷款同比多增，反映企业生产和居民消费活动持续恢复，信贷需求进一步回升，但更为重要的原因在于，在政策支持和引导下，银行信贷额度充足，加大了对企业的信贷投放力度。

具体来看，4月货币政策延续宽松，3月底央行下调7天逆回购利率20bp，4月下调MLF利率20bp，带动当月1年期LPR报价下行20bp，5年期以上LPR报价下行10bp；同时，4月宽信用延续，各类定向支持政策继续发力，3月31日国务院常务会议决定增加面向中小银行的再贷款再贴现额度1万亿元，4月3日央行宣布定向降准，并于4月7日大幅下调银行超额存款准备金利率，明确表达了敦促银行加大向实体经济、特别是向中小微企业发放信贷力度的政策意图。

图 20 新增人民币贷款规模及增速



数据来源：WIND

银行对企业信贷支持力度的加大，也体现在新增贷款结构上。4月新增非金融企业贷款（含中长期贷款、短贷和票据融资）9395亿，约占当月新增贷款总额的55%，环比季节性少增约1.11万亿，同比多增6115亿，占当月贷款同比多增规模的90%。从期限结构来看，4月新增企业短贷和票据融资环比少增6979亿，同比多增3391亿；新增企业中长期贷款环比少增4096亿，同比多增2724亿。根据我们的计算，1-4月新增企业中长期贷款累计同比增速达26%，较1-3月累计增速加快7.7个百分点。

图 21 企业新增中长期贷款规模与增速

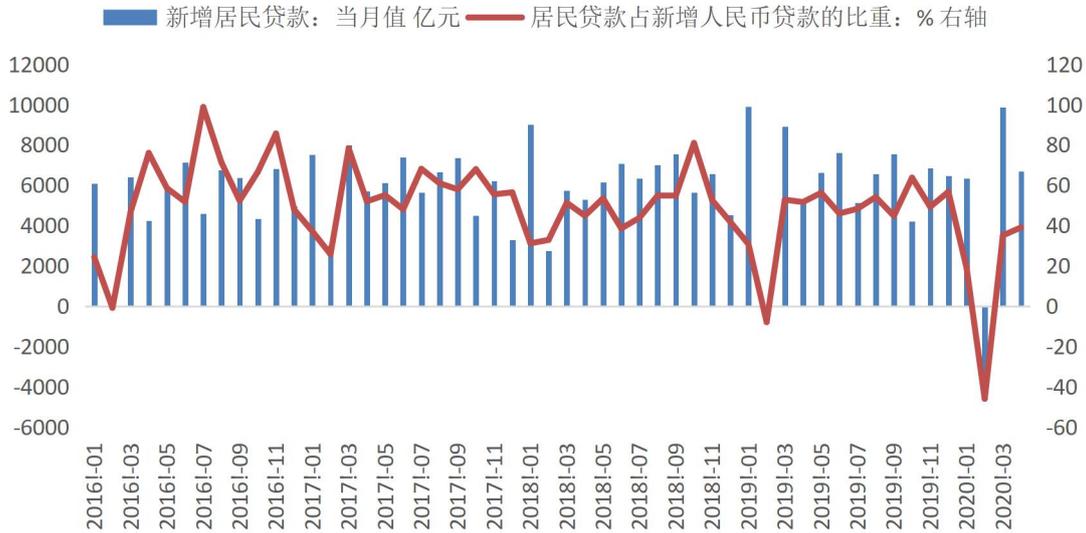


数据来源：WIND

居民贷款方面，4月居民短贷环比少增2864亿，同比多增1187亿，反映居民消费活动逐步恢复，尤其是车市回暖，对消费贷需求的提振；同时，4月房地产市场也有所好转，支

撑按揭贷款需求，当月居民中长期贷款环比少增 349 亿，同比多增 224 亿。总体上看，在房地产政策基调依然以稳为主的背景下，与企业贷款相比，新增居民贷款同比增速较为温和。

图 22 新增居民贷款规模及占比

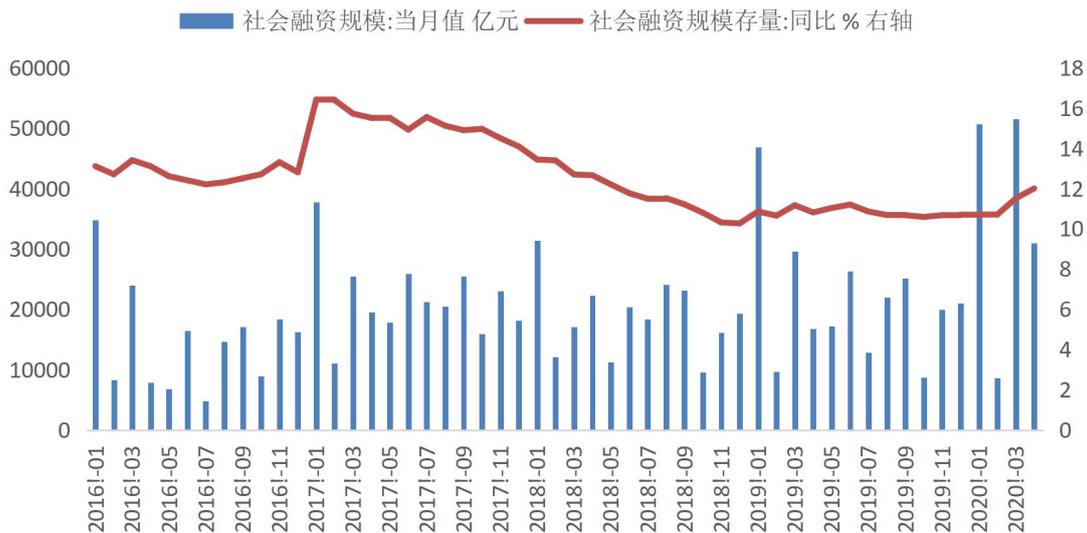


数据来源：WIND，东方金诚整理

3.2 4 月新增社融环比大幅少增，符合季节性规律；而主要在人民币贷款和企业债券融资两项拉动下，同比明显多增，进一步印证当前资金正大量流向企业，各项企业融资支持政策效果正在体现

4 月新增社融规模为 3.09 万亿，环比少增 2.06 万亿，符合季节性规律；同比多增 1.42 万亿，新增人民币贷款和企业债券融资两项为主要增量来源。在同比多增拉动下，月末社融存量同比增速较上月末加快 0.5 个百分点至 12.0%，为 2018 年下半年以来最高。

图 23 社融规模增长情况



数据来源: WIND

具体来看, 4月政府债券融资环比少增 2987 亿, 同比少增 1076 亿, 这与当月国债和地方债净融资额略高于上年同期相背离, 或因月内发行的部分专项债未纳入当月社融, 将体现在下月数据当中。4月底第三批 1 万亿新增专项债额度下达, 财政部要求在 5 月内发行完毕, 预示 5 月新增政府债券融资规模环比、同比将有明显上升。企业债券方面, 由于流动性充裕带动债券发行利率走低, 加之疫情背景下政策支持企业通过发债来缓解流动性压力, 4 月信用债发行量和净融资额继续保持同比高增, 当月企业债券融资环比少增 804 亿, 同比多增 5066 亿。考虑到当月人民币贷款同比多增主要源自企业贷款, 这进一步印证当前资金正大量流向企业, 各项企业融资支持政策的效果正在体现。

此外, 4 月三项表外融资合计新增 21 亿元, 环比少增 2188 亿, 同比多增 1446 亿, 显示前期金融严监管带来的局部性社会信用收缩有所减弱。4 月表外融资新增部分主要来自于表外票据融资, 当月新增 577 亿, 环比少增 2241 亿, 同比多增 934 亿; 新增信托贷款仅 23 亿, 环比、同比变化稳定; 委托贷款规模则继续压降, 当月负增 579 亿, 与上月大致持平, 同比少减 618 亿。。

图 24 表外融资增量变化



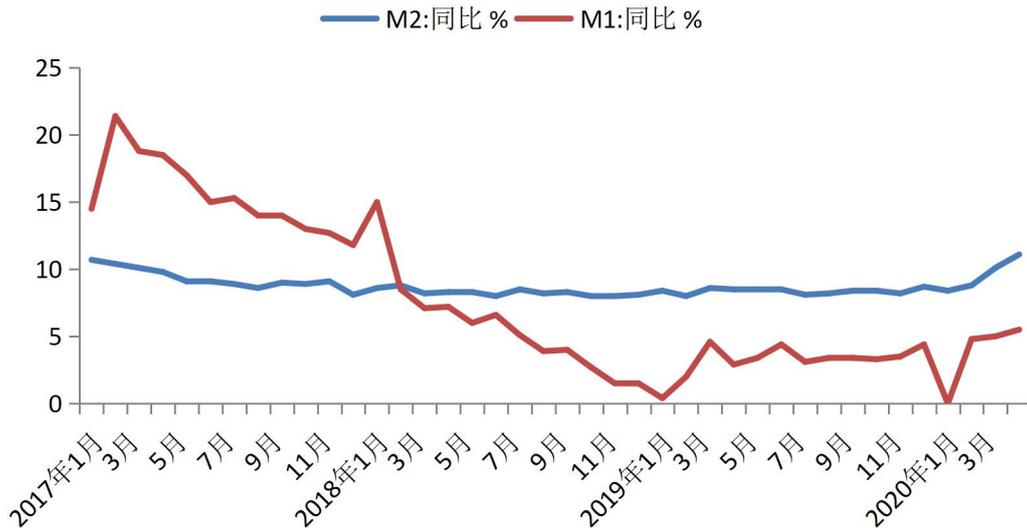
数据来源：WIND

3.3 主要受企业融资持续改善，并带动企业存款显著多增，以及财政政策发力、财政存款大幅少增带动，4 月 M2 增速再创三年以来新高；4 月 M1 增速也继续保持上行态势，显示企业等微观主体活力正在恢复，房地产市场保持稳健

4 月末 M2 同比增长 11.1%，增速比上月末大幅加快 1.0 个百分点，比上期同期加快 2.6 个百分点，为 2017 年 1 月以来最高增长水平。这也是国内疫情高峰过后 M2 增速连续两个月快速上升。4 月 M2 增速较上月及去年同期大幅加快，主要原因在于当月企业信贷、债券融资大幅增长，企业新增存款 1.17 万亿，比上年同期多增约 1.34 万亿。这抵消了当月居民存款下降约 8000 亿——季节性因素叠加消费支出扩大——带来的影响。此外，受财政减税及支出扩大等因素带动，4 月财政存款仅增加 529 亿，比去年同期大幅少增约 4800 亿，也对当月 M2 增速起到了助推作用。总体上看，M2 增速持续大幅走高，显示在疫情对宏观经济带来严重冲击背景下，央行货币政策对冲力度明显加大，货币供应量正在显著上升。

4 月 M1 同比增速较上月回升 0.5 个百分点达到 5.5%，与上年同期相比也加快 2.6 个百分点，为近 22 个月以来的最高增速。我们认为，4 月 M1 增速上行，一个重要原因是伴随当月复工复产进一步加快，企业等微观主体活动增强，活期存款多增。此外，4 月房地产销售活动延续回暖，这不仅体现在居民房贷增量已略超上年同期水平，也带动房企等相关企业活期存款增速加快。

图 25 M1、M2 增速 %



数据来源: WIND

3.4 在金融支持实体经济持续发力背景下，5月信贷、社融增量有望继续改善，信贷、社融和M2存量增速还有进一步上升空间。未来一段时间央行货币政策主轴将是：总量适度加大宽松、结构继续精准滴灌

主要受3月以后疫情全球蔓延态势加剧冲击，我们判断5月之后我国出口将会出现较为明显的下滑，叠加国内防疫常态化，二季度GDP增速反弹会受到一定制约，下半年经济增速回归潜在增长水平也面临一定挑战。为此，需要货币政策进一步加大逆周期调节力度。5月10日央行发布《2020年第一季度货币政策执行报告》，提出下一阶段的政策思路是“在多重目标中寻求动态平衡，更加重视经济增长、就业等目标，以更大的政策力度对冲疫情影响，为有效防控疫情、支持实体经济恢复发展营造适宜的货币金融环境。”更为重要的是，5月两会将会召开，预期会上将推出包括更加积极的货币政策等在内的一揽子宏观政策应对措施。这样来看，后期货币政策逆周期调节力度还会进一步加大。这也意味着5月企业新增信贷和社融有望持续改善，人民币信贷余额、社融存量及M2增速将保持连续3个月较快上行势头。

但正如近两个月引导资金大规模流向企业、监管层重申房住不炒那样，我们判断未来一段时间央行货币政策主轴将是总量适度加大宽松、结构继续精准滴灌。前者主要体现在持续实施降息降准，引导货币市场利率中枢下移，M2、信贷和社融存量增速要在一定程度上高于名义GDP增速；后者则体现在进一步加大对小微企业等实体经济支持力度，推进普惠小微贷款“量增、价降、面扩”，同时严防资金大规模流向房地产以及金融空转再度抬头，坚守不搞大水漫灌底线。

4. 财政：4 月财政支出增速转正，显示宏观政策实施力度正在加大

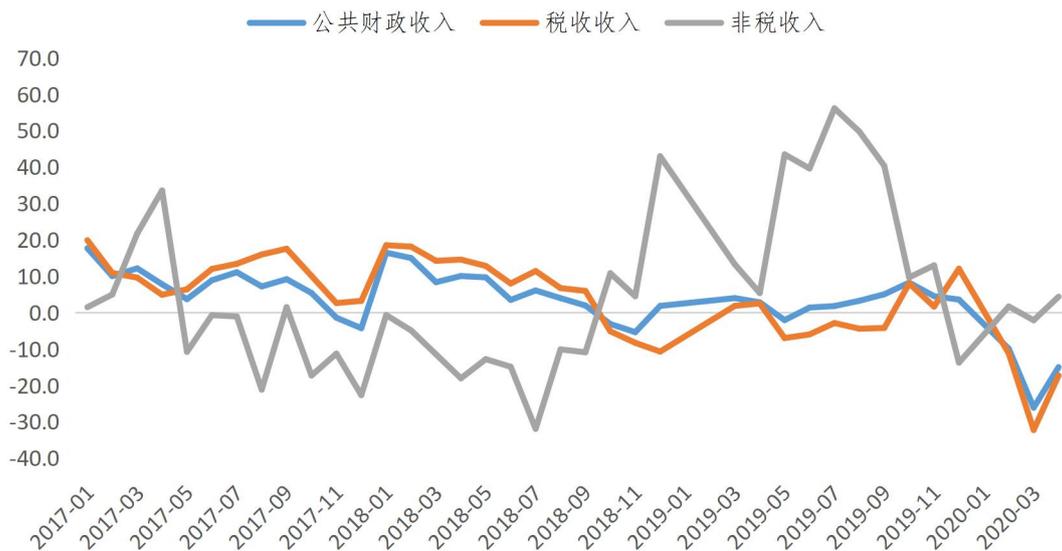
4.1 国内经济活动逐步恢复利好税基改善，4 月财政收入降幅收窄，但仍呈两位数负增状态，反映了疫情冲击尚未完全消退、PPI 通缩和 CPI 回落带动价格因素减弱，以及减税降费力度加大等因素的共同影响

4 月财政收入同比下降 15.0%，降幅较上月收窄 11.1 个百分点。当月税收收入同比下降 17.3%，与上月降幅 32.3% 相比明显收窄；非税收入同比增长 4.4%，较前值 -2.1% 高出 6.5 个百分点。4 月境内疫情控制情况良好，生产、投资、消费等各项经济活动有序恢复，带动税基改善，当月包括增值税、消费税、个人所得税、企业所得税，以及土地和房地产相关的各项税收收入降幅普遍收窄，消费税、汽车购置税、契税和土地增值税等税种收入增速实现转正。其中，消费税、车辆购置税增速转正，明显与 4 月汽车销量大幅回暖直接相关；当月契税等涉房税回升幅度最大，则直接受到房地产市场升温推动。

4 月非税收入继续保持相对较高增长势头，我们分析或主要与疫情制约税收增长的背景下，各地更加重视从国有资本经营收入和国有资源（资产）有偿使用、盘活变现政府资产、全面推进国企混改、转让部分国企政府持有股权等渠道筹集财政收入有关。我们判断，后续国内经济将持续向常态回归，这意味着财政收入方面的压力将得到进一步缓解。

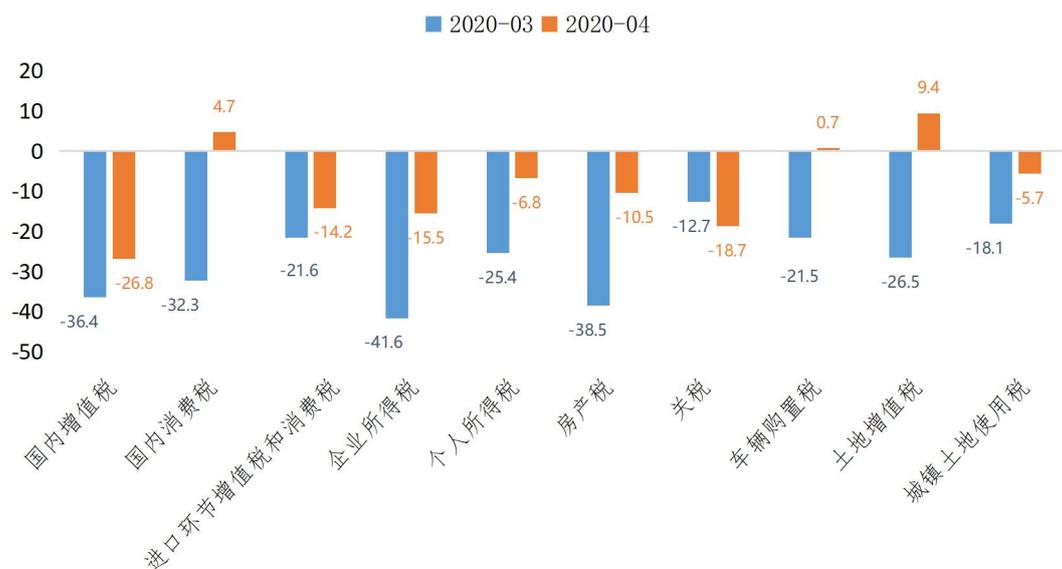
不过，尽管 4 月财政收入增速在上月深坑落定后开始回升，但仍呈两位数负增，这一方面受制于境外疫情仍处高发期，国内疫情防控手段无法完全撤回，各项经济活动仍普遍弱于疫情前状态；另一方面，4 月 CPI 同比进一步回落，加之油价暴跌和工业品价格反弹乏力导致国内 PPI 通缩加剧，价格因素对税收收入增速也起到下拉作用。此外，为帮助企业渡过难关，更大力度的减税降费正在推进，也在一定程度上制约了财政收入的增长。

图 26 财政收入同比变化 %



数据来源：WIND 资讯

图 27 主要税种收入增速同比变化率 %



数据来源：WIND 资讯

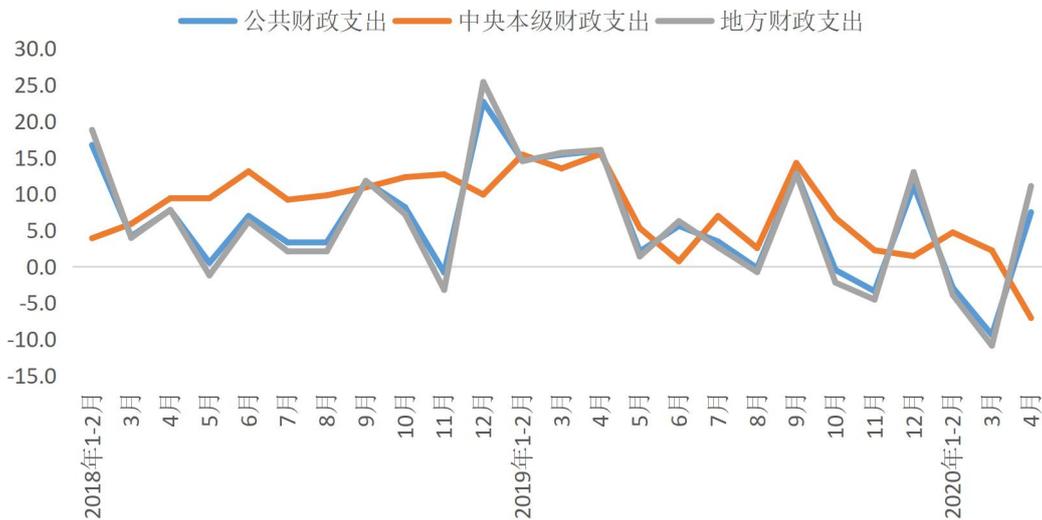
4.2 4月积极财政发力明显，加之财政收入改善对支出的制约减弱，当月财政支出增速转正；在加大力度保障就业、民生等“六保”领域的情况下，一般财政支出对基建投资的支持能力有限，4月基建类支出增速明显低于财政支出总体水平

4月积极财政发力明显，加之财政收入改善对支出的制约减弱，当月财政支出同比增长7.5%，较前值-9.4%大幅提升16.9个百分点。这显示当前宏观政策逆周期调节的实施力度正

在加大。从中央和地方角度来看，4月财政支出发力主要靠地方拉动——当月地方财政支出同比增长11.1%，大幅高于前值-10.9%。值得一提的是，由于财政收支增速的剪刀差扩大，今年以来财政赤字扩张明显，1-4月累计赤字规模达11463亿元，较上年同期扩大8447亿元。

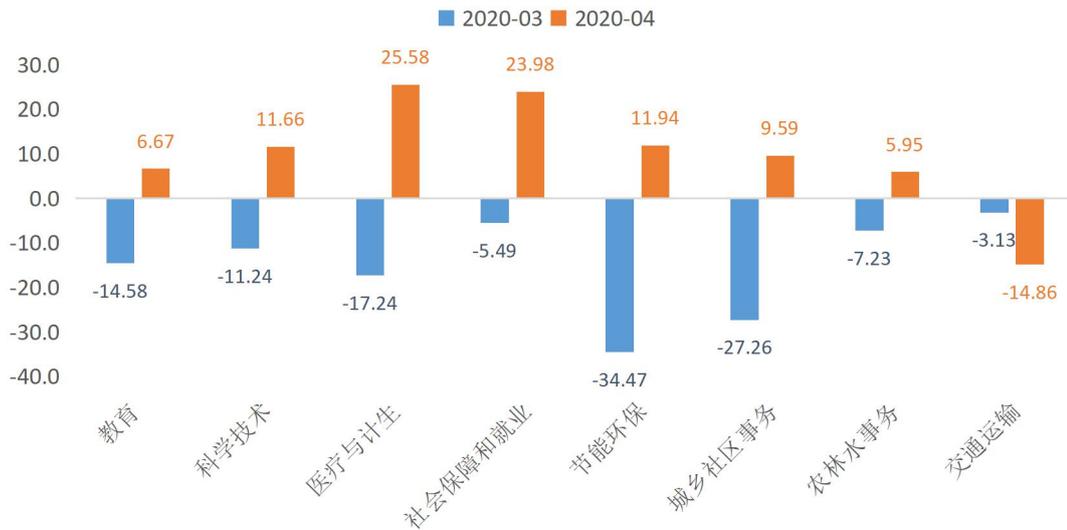
从分项来看，4月各主要分项支出同比增速多数加快，民生类支出中，社保和医疗支出增速反弹明显；基建类支出中，城乡社区和农林水事务支出增速也实现较大幅度转正，显示相关领域项目进度加快，仅交通运输支出降幅有所走阔。整体上看，4月基建类支出同比增速转正至1.3%，较上月加快17.0个百分点，但明显低于财政支出总体增速，或反映在一般财政加大力度保障就业、民生等“六保”领域的情况下，对基建投资的支持能力有限，专项债等一般公共预算以外的支出将在拉动基建投资方面发挥更大作用。

图 28 财政支出增速当月同比 %



数据来源：WIND 资讯

图 29 主要财政支出分项同比变化 %



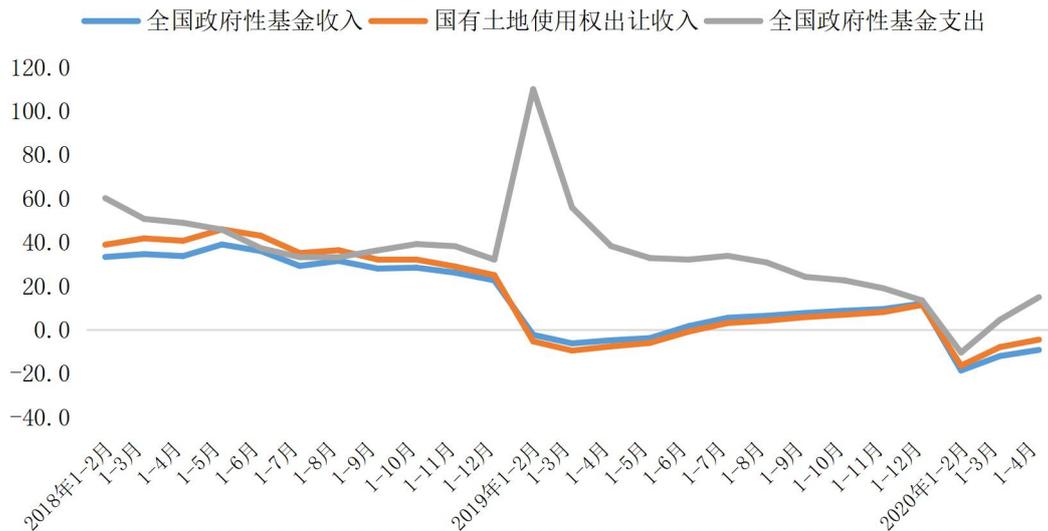
数据来源：WIND 资讯

4.3 高基数拖累 4 月土地出让金收入增速放缓，政府性基金收入小幅负增；当月专项债发力支撑政府性基金支出同比高增

1-4 月政府性基金收入同比下降 9.2%，降幅较 1-3 月收窄 2.8 个百分点。其中，地方政府性基金收入同比下降 7.6%，降幅较 1-3 月收窄 3.1 个百分点。但 4 月当月政府性基金收入同比下降 1.3%，低于上月的微幅增长 0.8%。主要原因是 4 月土地出让金收入同比增速较上月下滑 5.2 个百分点至 4.2%。3 月以来土地市场逐步回暖，4 月土地供应量、成交量，以及从土地溢价率看市场热度，较 3 月均延续好转，当月土地出让金收入同比增速下滑主要源于去年同期基数偏高。

1-4 月政府性基金支出同比增长 14.9%，大幅高于前值 4.6%。其中，地方政府性基金支出增长 15.7%，增速较 1-3 月加快 10.5 个百分点。根据我们的测算，4 月当月政府性基金支出同比增长 70.0%，较前值 52.4% 进一步加快，且大幅高于当月政府性基金收入同比增速（-1.3%），其背景在于专项债发力对基金支出形成有力支撑。1-4 月累计，政府性基金收支缺口为 7996 亿元，比上年同期扩大 5138 亿元。

图 30 政府性基金收支当月增速 %



数据来源：WIND

4.4 积极财政政策会显著加大对冲力度，无论是减税降费规模还是政府投资水平，都会高于上年；短期内财政收入增速难以摆脱负增，财政政策发力或将带动支出增速进一步回升

今年积极财政政策会显著加大对冲力度，无论是减税降费规模还是政府投资水平，都会高于上年。5月国内经济活动进一步恢复，将带动财政收入增速回升，但基本面整体偏弱，加之减税降费力度加大，意味着上半年财政收入增速可能较难摆脱负增状态。同时，积极财政政策加码又需要扩大财政支出力度，后续支出增速或将进一步加快。在这种情况下，我们判断，今年目标财政赤字率有望达到3.5%，比上年高出0.7个百分点（这意味着今年预算内财政将额外拿出7000亿元左右）。

另外，近日财政部长刘昆在人民日报撰文指出“通过抗疫特别国债、地方政府专项债券等多种渠道，增加政府投资，发挥政府投资的撬动作用”。在新增地方政府专项债规模方面，今年提前下达额度已达2.29万亿。考虑到地方债前提下达额度不会超过全年额度的60%，我们估计今年新增地方政府专项债规模会达到3.5至4万亿，大幅高于上年的2.15万亿。关于抗疫特别国债，综合考虑今年财政逆周期调节需求，我们初步估计发行规模有可能达到2至3万亿左右。综合以上，预计针对本次疫情，今年整体财政投入水平将在5至6万亿之间，约相当于GDP的5%至6%。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。