



2021年5月17日

Experts of financial  
derivatives pricing  
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：姚兴航

• 从业资格编号 F3073320

• 投资咨询编号 Z0015370

邮箱: yaoxinghang@jinxinqh.com



## 疫情冲击进一步显现，稳增长动力增强

### 内容提要

国家统计局发布4月经济数据：1) 4月工业增加值同比-2.9% (3月5%)；2) 4月固定资产投资累计同比6.8% (3月9.3%)，其中制造业投资累计同比12.2% (3月15.6%)；基建投资同比6.5% (3月8.5%)；房地产投资同比-2.7% (3月0.7%)；3) 4月社会消费品零售总额同比-11.1% (3月-3.5%)；4) 4月全国城镇调查失业率6.1% (3月5.8%)，其中16-24岁和25-59岁人口调查失业率分别为18.2%、5.3% (3月分别为16%、5.2%)。

4月疫情影响进一步显现，经济供需均受冲击下经济数据各项大幅下行并全面低于预期，消费和服务业冲击首当其冲是影响最大的环节，社交经济和可选消费品增速大幅走弱。同时供应链冲击也加剧生产和投资端压力，“疫情-地产”链条影响继续发酵，房地产销售和投资继续大幅下滑，这也与信贷数据中私人部门融资需求的偏弱相印证。而“适度超前开展基础设施投资”的政策导向以及“留抵退税”的政策红利下，基建和制造业投资增速回落但仍有韧性。

市场对4月经济数据全面走弱存在一定预期，后续的环比改善斜率是关键。5月初以来，疫情呈现逐步收敛的态势，全国新增确诊明显回落，上海逐步向社会面清零靠近，但疫情多点爆发下多个城市仍有不同程度的封控状态，全国防控强度仍然位于高位，疫情对于经济的拖累短期仍难消除，5月经济环比改善幅度或相对有限，或呈现弱修复的格局。

二季度GDP放缓压力下政策仍需积极加力，宽信用和保市场主体仍是政策主要方向，在合理充裕的货币环境呵护之下，信贷政策和结构性政策是主要工具，确保供应链循环畅通。同时基建扩张、地产放松、消费刺激等政策仍在路上，房地产政策仍处宽松周期，首套房贷款利率下限下调后，因城施策放松仍在扩围提速，LPR利率也存在下调可能。而财政或也存在扩容概率，除减税退税等政策外，下半年特别国债到期或有望续作。

### 风险提示

疫情发展超预期，政策力度不及预期，地缘政治冲突超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明



## 一、事件

国家统计局发布 4 月经济数据：

1) 4 月工业增加值同比-2.9% (3 月 5%)；2) 4 月固定资产投资累计同比 6.8% (3 月 9.3%)，其中制造业投资累计同比 12.2% (3 月 15.6%)；基建投资同比 6.5% (3 月 8.5%)；房地产投资同比-2.7% (3 月 0.7%)；3) 4 月社会消费品零售总额同比-11.1% (3 月-3.5%)；4) 4 月全国城镇调查失业率 6.1% (3 月 5.8%)，其中 16-24 岁和 25-59 岁人口调查失业率分别为 18.2%、5.3% (3 月分别为 16%、5.2%)。

## 二、点评

4 月疫情影响进一步显现，经济供需均受冲击下经济数据各项大幅下行并全面低于预期，消费和服务业冲击首当其冲是影响最大的环节，社交经济和可选消费品增速大幅走弱。同时供应链冲击也加剧生产和投资端压力，“疫情-地产”链条影响继续发酵，房地产销售和投资继续大幅下滑，这也与信贷数据中私人部门融资需求的偏弱相印证。而“适度超前开展基础设施投资”的政策导向以及“留抵退税”的政策红利下，基建和制造业投资增速回落但仍有韧性。

市场对 4 月经济数据全面走弱存在一定预期，后续的环比改善斜率是关键。5 月初以来，疫情呈现逐步收敛的态势，全国新增确诊明显回落，上海逐步向社会面清零靠近，但疫情多点爆发下多个城市仍有不同程度的封控状态，全国防控强度仍然位于高位，疫情对于经济的拖累短期仍难消除，5 月经济环比改善幅度或相对有限，或呈现弱修复的格局。

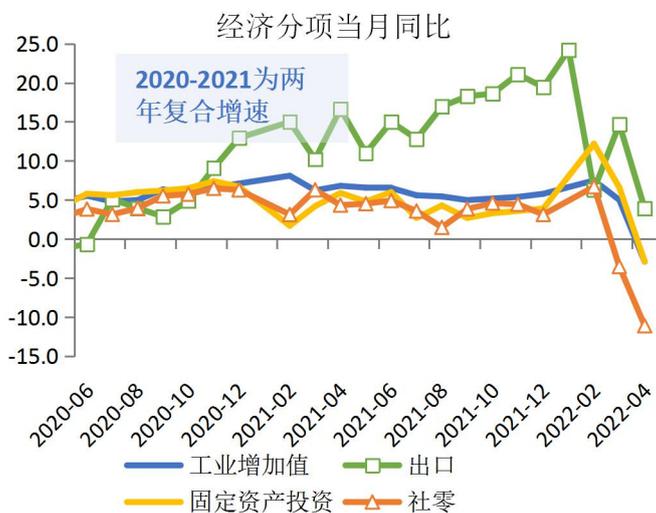
二季度 GDP 放缓压力下政策仍需积极加力，宽信用和保市场主体仍是政策主要方向，在合理充裕的货币环境呵护之下，信贷政策和结构性政策是主要工具，确保供应链循环畅通。同时基建扩张、地产放松、消费刺激等政策仍在路上，房地产政策仍处宽松周期，首套房贷款利率下限下调后，因城施策放松仍在扩围提速，LPR 利率也存在下调可能。而财政或也存在扩容概率，除减税退税等政策外，下半年特别国债到期或有望续作。

图 1：宏观经济热力图

指标	同比	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09	21-08	21-07	21-06
工业增加值	当月同比% (2020-2021为两年平均)	-2.9	5.0	7.5	#N/A	5.8	5.4	5.2	5.0	5.4	5.6	6.5
固定资产投资		1.8	6.7	12.2	#N/A	3.9	3.6	3.3	2.7	4.3	2.7	6.0
基建		3.0	8.8	8.1	#N/A	-0.3	-0.1	0.9	-1.8	-1.7	-1.7	2.6
房地产		-10.1	-2.4	3.7	#N/A	-3.0	3.0	3.3	4.0	5.9	6.4	7.2
制造业		6.4	11.9	20.9	#N/A	11.0	11.2	6.9	6.4	6.1	2.8	6.0
社消零售		-11.1	-3.5	6.7	#N/A	3.1	4.4	4.6	3.8	1.5	3.6	4.9
出口金额		3.9	14.7	6.3	24.2	19.4	21.1	18.6	18.3	17.0	12.8	15.0
进口金额		0.0	-0.1	10.5	19.9	13.4	17.2	12.2	15.1	14.2	12.9	19.1
CPI		当月同比%	2.1	1.5	0.9	0.9	1.5	2.3	1.5	0.7	0.8	1.0
PPI	当月同比%	8.0	8.3	8.8	9.1	10.3	12.9	13.5	10.7	9.5	9.0	8.8
M1	%	5.1	4.7	4.7	-1.9	3.5	3.0	2.8	3.7	4.2	4.9	5.5
M2	%	10.5	9.7	9.2	9.8	9.0	8.5	8.7	8.3	8.2	8.3	8.6
社融	存量同比%	10.20	10.60	10.20	10.50	10.30	10.10	10.00	10.00	10.30	10.70	11.00
失业率	城镇调查	6.1	5.8	5.5	5.3	5.1	5.0	4.9	4.9	5.1	5.1	5.0

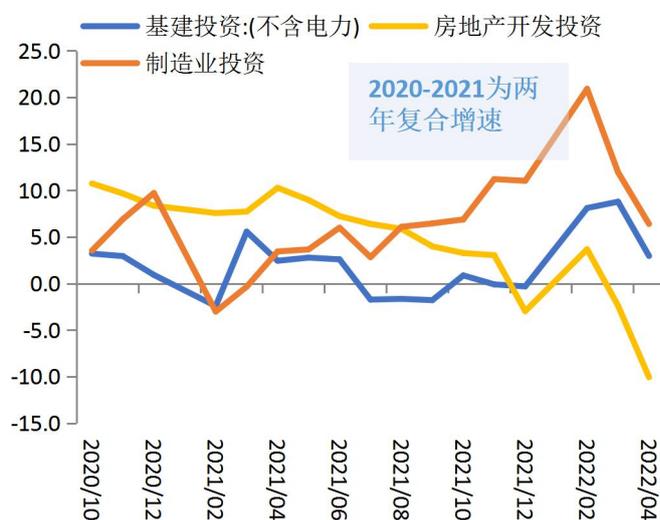
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：经济各分项增速纷纷回落 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

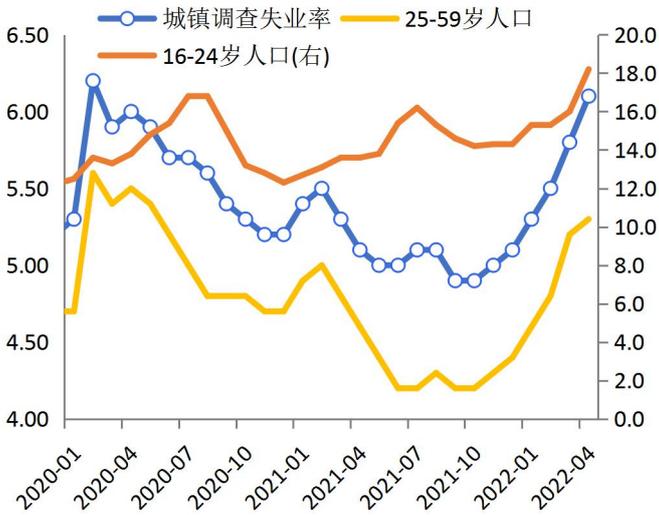
图 3：地产投资降幅显著扩大 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

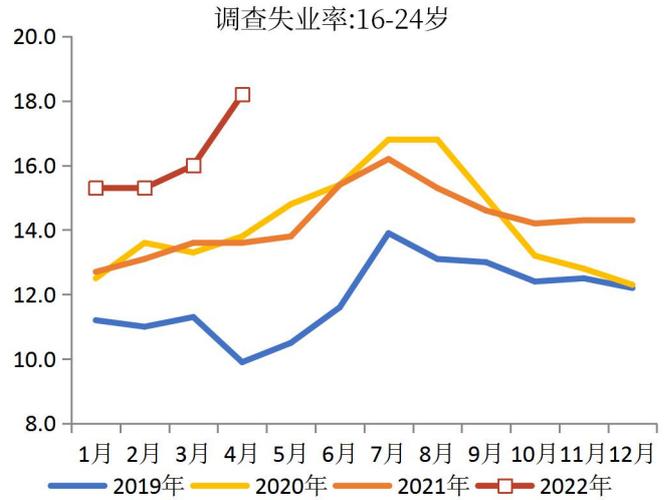


图 4：各年龄段失业率均明显回升（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 5：16-24 岁失业率回升远快于往年同期（%）



资料来源：Wind，优财研究院

### 1. 疫情继续冲击地产供需两端，地产投资链条全面下滑

疫情继续冲击地产供需两端，居民预期偏弱叠加销售活动受限，商品房销售大幅走弱，加剧房企资金来源压力，并施压地产投资和房企债务链条。4月地产端数据全面大幅下滑，房地产投资增速进一步下行，当月同比-10.1%，降幅较上月扩大7.7个百分点，4月商品房销售同比-39%，降幅较3月扩大超过20个百分点，录得除2020年2月以外有史以来最差的表现。

一方面，居民房价预期偏弱以及收入压力拖累商品房需求端，另一方面，疫情防控措施偏严约束销售活动场景，供需两端同步缺位下商品房销售大幅走弱，并从销售回款链条向房企资金来源压力传导。而在资金端压力叠加房企预期偏弱下，房企拿地及开工的动力和意愿不足，土地成交面积降幅仍在持续扩大，并制约后续开工节奏。同时疫情的冲击也影响房企建筑活动，项目停缓建增多，也是拖累新开工和施工的因素之一。

二季度仍是地产投资探底期，后续房地产投资端的回升仍需看到地产销售的明显改善。近期房地产政策调整步伐有所加快，房企债务压力和投资下滑风险下因城施策仍在继续，各地纷纷出台包括首付比例、限购限贷松绑、按揭利率调降等政策，5.15日央行



和银保监会出台调整差别化住房信贷政策，对首套房贷款利率下限调整为不低于LPR-20bp，预计房贷利率的下调将有助于支撑市场需求的回暖。

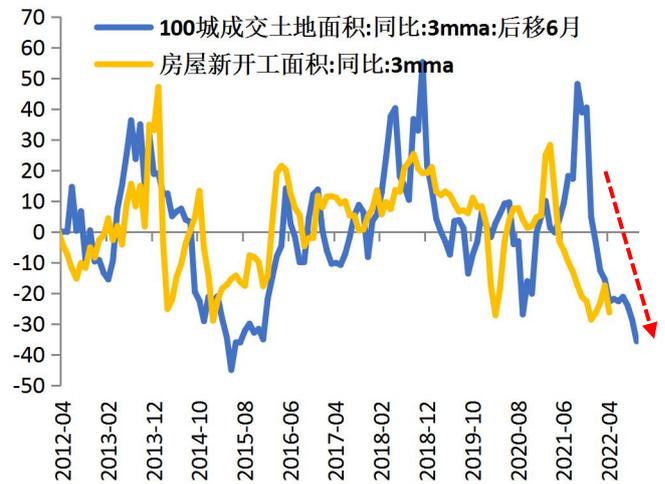
从历史复盘来看，通常房地产销售回升滞后于房贷利率下降约3-6个月，而本轮房贷利率下行始于去年10月份，疫情的反弹使得时滞拉长。预计随着本轮疫情的逐步收敛和防控强度的缓和，3季度地产销售有望有所回暖，并带动资金和投资链条的改善。但疫情管控常态化下短期扰动长期化的特点、以及居民收入的长期受损和储蓄意愿的走高下，地产端修复弹性或弱于以往。

图 6：地产投资链条全面走弱 (%)



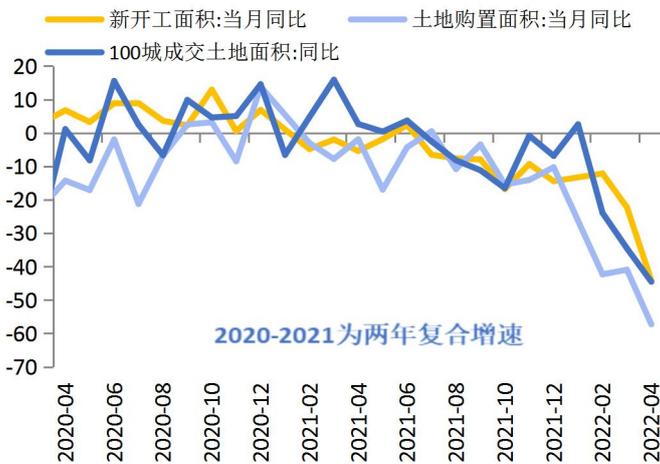
资料来源：Wind，优财研究院

图 7：土地成交走弱带动新开工仍在低位 (%)



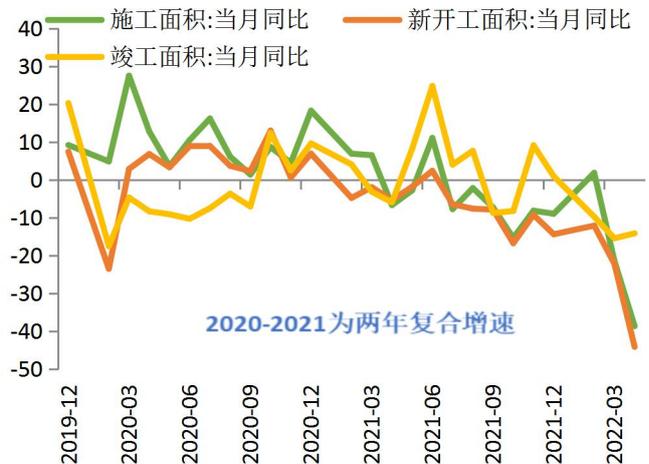
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：前瞻指标仍在剧烈下滑 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 9：新开工、施工、竣工增速均明显下滑 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

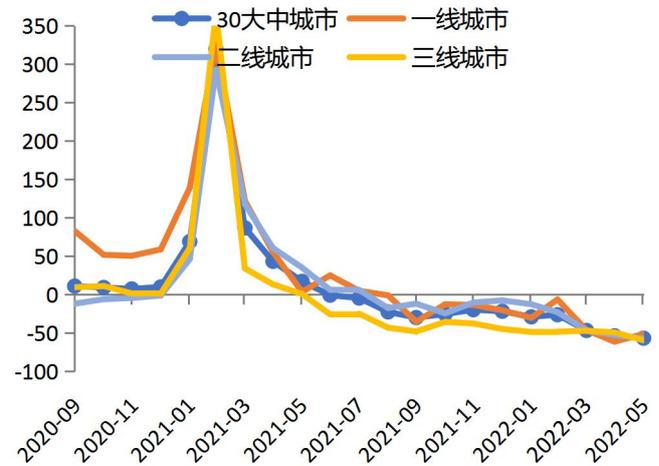


图 10：前瞻指标仍未回暖（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 11：新开工、施工、竣工增速均明显下滑（%）



资料来源：Wind，优财研究院

## 2. 疫情封控影响基建施工

4 月基建投资当月同比 3.0%，较上月增速回落 5.8 个百分点，受到疫情封控范围扩大、基建开工项目放慢、4 月专项债发行速度放缓的影响。预计在“适度超前开展基础设施投资”的政策导向、以及 6 月底完成专项债发行的要求下，5-6 月专项债发行速度或重新加快，基建增速仍有投资意愿和资金支撑。但受制于房地产市场持续走弱、土地出让收入大幅下滑的背景，政府性基金收入压力仍大，财政资金仍受约束，基建投资大概率前高后低，特别国债以及 PSL 是否重启是市场关注重点。

## 3. 制造业投资增速回落但韧性仍强，留抵退税支撑制造业投资韧性偏强

4 月制造业投资同比增长 6.4%，前值 11.9%，制造业投资增速回落但韧性仍强，高于其他需求项，主要受到 4 月留抵退税政策的支撑，盈利支撑下上游行业偏强，同时新基建政策支持也支撑通信电子和电器机械行业维持高景气。往后看，年内制造业投资预计逐步回落，随着成本端压力的加大、以及消费、地产等因素对订单的影响，需求和盈利对制造业的压力将逐渐显现，库存向主动去化周期切换下企业扩产动力不足，下半年外需回落压力值得关注。

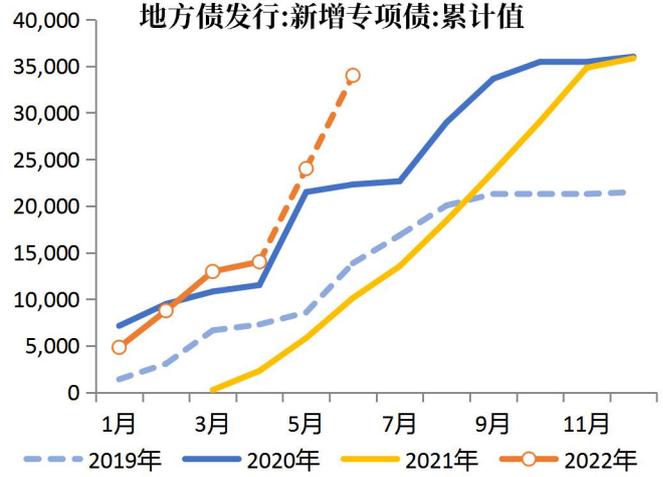


图 12：基建制造业投资回落但韧性仍存（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 13：5-6 月专项债发行速度或将提速（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

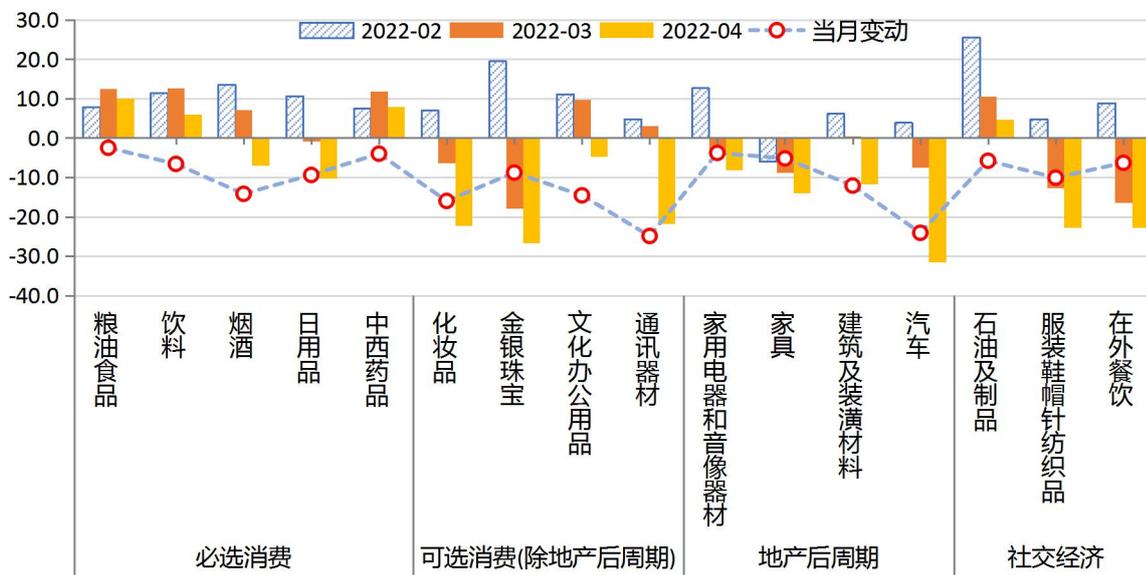
#### 4. 社交经济和可选消费冲击进一步显现，居民收入预期转弱压制消费端修复

4 月社会消费品零售总额同比-11.1%，较上月继续大幅回落，疫情对消费的冲击进一步显现。消费场景缺失、物流管控、叠加居民收入预期转弱，社交经济和可选消费回落幅度居前，尤其是汽车、通讯器材、金银珠宝化妆品、服装鞋帽及在外餐饮当月同比降幅超-20%，而必选消费相对偏强，粮油食品、饮料及中西药品仍录得 5%以上的正增长。

往后看，疫情仍将是消费的主要边际变量，随着本轮疫情的逐步收敛，预计消费将逐步回暖，但失业率攀升下居民部门收入压力加剧，压制消费端的修复。4 月居民部门贷款负增而存款多增，反映居民储蓄意愿的走高以及消费倾向的走弱。后续消费回升幅度仍取决于稳增长的力度，短期消费刺激政策或有望出台，必选消费或仍优于可选消费。

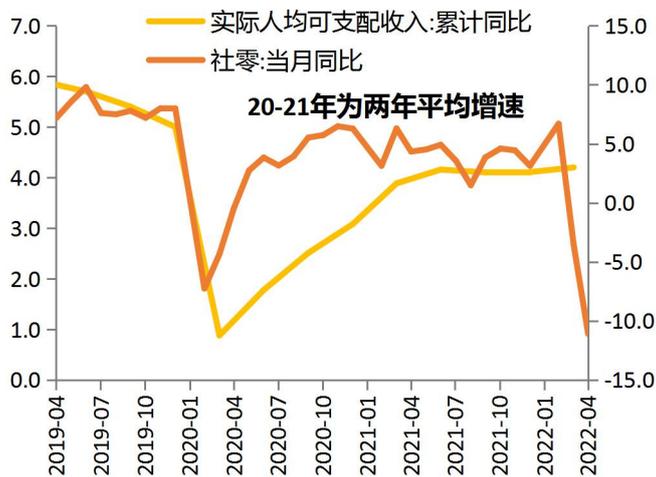


图 14: 消费分项当月同比 (2021-12 月为两年复合增速, %)



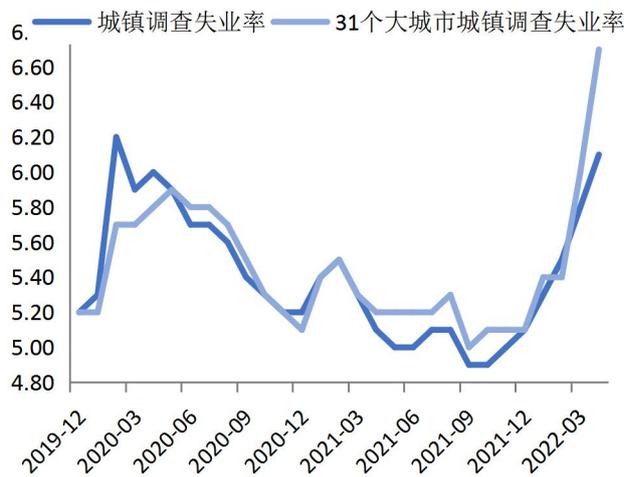
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 消费增速仅次于 20 年疫情期间 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

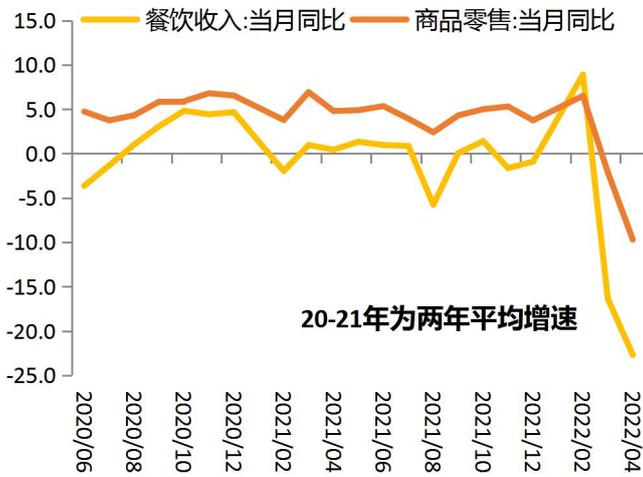
图 16: 疫情冲击下失业率大幅上行 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

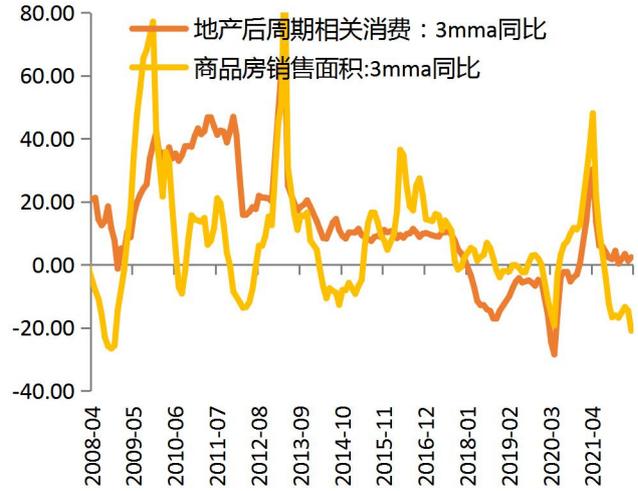


图 17: 餐饮收入下滑幅度大于商品零售 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 收入压力下地产后周期消费仍弱 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

## 风险提示

疫情发展超预期, 政策力度不及预期, 地缘政治冲突超预期



## 重要声明

### 分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

### 免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。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或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>