

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 数据逐步回归常态 政策仍需保持定力

### —4月宏观经济数据点评

2019年5月15日

#### 分析师:

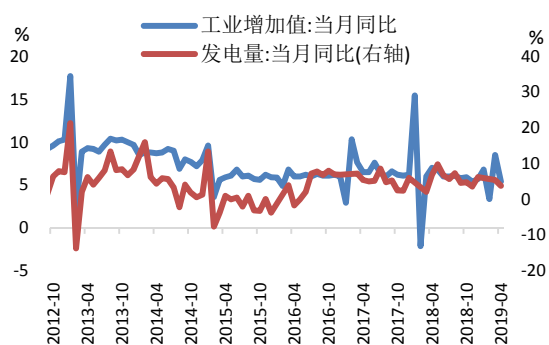
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

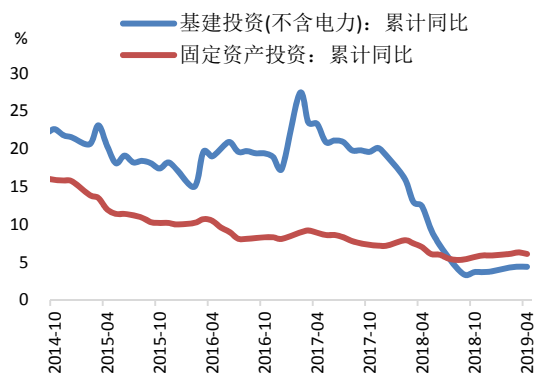
联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

#### 工业增加值与发电量



#### 固定资产投资与基建投资



#### 相关报告

1. 《内困外患下的变与不变—2019年国内宏观经济展望》
2. 《通胀总体温温和, 利润分配转移—2019年通胀形势展望》
3. 《PMI 喜忧参半, 持续性仍待观察—2月 PMI 数据点评》
4. 《经济数据超预期 货币政策略收紧—3月及一季度宏观经济数据点评》

#### 内容提要:

国家统计局公布的数据显示, 4月工业增加值同比增长5.4%, 前值8.5%, 预期6.5%; 1-4月固定资产投资同比增长6.1%, 前值6.3%, 预期6.4%; 4月社会消费品零售总额同比增长7.2%, 前值8.7%, 预期8.7%。

**供给增速趋于回落。**3月工业生产超预期主要受春节错期、政策支持、增值税税率下调、去产能及环保限产力度减弱等因素影响, 4月上述影响部分消退, 供给有所回落。前期政策发挥效用, 但与市场预期仍有一定差距, 当前供给端的回落与需求偏弱直接关联。考虑到2018年5月同期基数较高, 中美贸易争端最终如何解决仍然具有一定不确定性, 5月工业增加值或难有明显反弹。

**固定资产投资小幅回落, 其中基建投资稳定, 房地产投资小升, 制造业投资降幅加大。**从信贷、社融到基建项目投资的传导看, 目前仍然存在一定的时滞, 而且传导渠道也并非十分通畅。从制造业投资增速持续回落看, 企业扩产意愿不强。房地产投资小幅加快, 销售阶段性持续升温, 未来投资端或将稳中趋缓。

**需求端偏弱。**消费名义增速与实际增速均创下近20年次低, 需求总体仍偏弱, 稳消费仍然有一定压力。

总体而言, 4月宏观经济数据低于预期, 一方面是受年初以来节奏变化的影响, 3月加速而4月有所放缓; 但另一方面则表明经济增长并不如信贷、社融等数据显现出来的光鲜, 政策传导效应不及预期, 经济仍有下行压力。就政策而言, 保持定力避免大起大落至关重要, 首要是在稳增长上持续发力, 但同时也要平衡好调结构与内外均衡的关系。

**风险提示:** 供给侧改革调整加大, 贸易摩擦升温, 央行超预期调控, 经济下行压力增大, 海外市场黑天鹅事件等。

**事件：**国家统计局 5 月 15 日公布的数据显示，4 月工业增加值同比增长 5.4%，前值 8.5%，预期 6.5%；1-4 月固定资产投资同比增长 6.1%，前值 6.3%，预期 6.4%；4 月社会消费品零售总额同比增长 7.2%，前值 8.7%，预期 8.7%。

**点评：**4 月宏观经济数据低于预期，一方面是受年初以来节奏变化的影响，另一方面表明经济增长并不如信贷、社融等数据显现出来的光鲜，经济仍有下行压力。在 3 月错期及集中生产等影响因素消退后，经济数据向常态回归，政策仍需保持定力，在稳增长上发力的同时平衡调结构与内外均衡的关系。

### 1、工业生产远低市场预期

供给增速趋于回落。3 月工业生产超预期主要受春节错期、政策支持、增值税税率下调、去产能及环保限产力度减弱等因素影响，4 月上述影响部分消退，供给有所回落。1-4 月工业增加值累计同比增长 6.2%，与 2018 年全年增速持平，而 2018 年 5-12 月的累计增速则是逐步回落，前期政策发挥效用，但与市场预期仍有一定差距，当前供给端的回落与需求偏弱直接关联。考虑到 2018 年 5 月同期基数（6.8%）较高，中美贸易争端最终如何解决仍然具有一定不确定性，5 月工业增加值或难有明显反弹。

从中观数据看，4 月周高炉开工率均值较 2018 年同期上升 2.7 个百分点，环比则上升 6.1 个百分点；但 4 月 6 大发电集团日均耗煤量环比减少 3.3%，同比减少 5.0%，与工业增加值的回落较为一致。值得注意的是，5 月第一周高炉开工率反季节性回落，在剔除环保限产影响后或更多的受需求方面影响较大。

从行业看，4 月 41 个大类行业中有 33 个行业增加值保持同比增长，比上月减少了 7 个行业。增速较高的几个行业为计算机、通信和其他电子设备制造业（增长 12.4%，下同）、黑色金属冶炼和压延加工业（11.5%）、非金属矿物制品业（9.8%）等，增速较低的为纺织业（-1.8%）、汽车制造业（-1.1%）等。

### 2、固定资产投资小幅回落，其中基建投资稳定，房地产投资小升，制造业投资降幅加大。

**基建投资增速稳定。**4 月基建投资（不含电力）同比增长 4.4%，与 1-3 月持平。我们之前提出，近期基建投资增速回升缓慢，制约的主要因素

或不在于资金端，可能是匹配项目减少，也可能是项目资本金受到地方政府收入下降的影响。从信贷、社融到基建项目投资的传导看，目前仍然存在一定的时滞，而且传导渠道也并非十分通畅。

**制造业投资增速持续回落。**1-4月制造业投资同比增长2.5%，较1-3月回落2.1个百分点，降幅较前值（回落1.3个百分点）进一步扩大。虽然3月工业企业利润同比增速大幅回升至13.9%，4月PPI亦超预期回升至0.9%，但对制造业投资量能方面的影响却偏弱，4月制造业工业增加值同比增速回落3.7个百分点至5.3%。制造业投资整体增速持续回落，在剔除技改影响后，一方面受价格指数总体回落影响，另一方面表明企业扩产意愿不强。

**房地产投资小幅加快，销售阶段性持续升温。**1-4月房地产投资同比增长11.9%，较前值上升0.1个百分点，主要受新开工力度保持高位等因素支撑，土地购置费总体进一步下滑但分化态势明显；4月房地产投资同比增长12.0%，与3月持平。1-4月新开工面积同比增速较前值上升1.2个百分点至13.1%；施工面积则较前值上升0.6个百分点至8.8%。从土地市场情况看，2019年初以来100个大中城市土地溢价率较2018年下半年有所恢复，3-4月上升较快；但土地购置面积1-4月同比下降33.8%，跌幅较前值进一步扩大，地产企业拿地策略转向一、二线城市。此外，部分城市商品房价格上涨推动地产销售持续回暖，4月地产销售金额同比增长13.9%，为2018年9月以来最高，从而推动1-4月销售增速回升2.5个百分点至8.1%；4月销售面积同比增长1.3%，连续2个月保持正增长。房企资金紧张情况持续小幅缓解，1-4月房企到位资金同比增长18.4%，增速比前值上升5.3个百分点，其中贷款、自筹、其他资金增速分别回升1.2、2.3、3.9个百分点。2019年以来，房地产保持较好韧性，但由于当前一、二线城市与三、四线城市购地、销售分化持续，后期土地购置费之后计入投资的影响也将逐步显现，叠加年初以来部分地区（如苏州等）房价有抬头迹象或导致调控边际收紧，房地产投资将稳中趋缓。

#### 4、政策对消费的提振作用尚不显著

**消费名义增速与实际增速均创下近20年次低，需求总体仍偏弱。**4月社会消费品零售总额同比名义增长7.2%，大幅低于市场预期（8.7%）；实际增长5.1%，两者均创下近20年次低（最低值为2003年5月非典期间）。4月RPI同比上涨2.0%，为近5个月新高。

分类来看，多数商品销售增速较3月回落，其中家具、建筑与装潢材料类增速回落10个百分点左右，汽车、办公用品、金银珠宝类增速小幅回升，但汽车同比已是连续第11个月负增长。考虑到汽车销售基数从2018年5月起趋于下行，短期汽车销售增速或将保持稳定，从而部分减轻对整体消费的拖累。此外，根据统计局的数据，剔除4月节假日天数同比减少两天的因素后，4月当月社会消费品零售总额同比增长8.7%，与上月持平。

展望未来，股市与楼市财富效应有所减弱，就业压力较大，城镇居民可支配收入增长放缓（一季度实际增长5.9%，低于GDP0.5个百分点），居民加杠杆能力有限，三、四线城市房地产市场或将面临调整，稳消费仍有一定压力。

总体而言，4月宏观经济数据低于预期，一方面是受年初以来节奏变化的影响，3月加速而4月有所放缓；但另一方面则表明经济增长并不如信贷、社融等数据显现出来的光鲜，政策传导效应不及预期，经济下行压力尚存。在3月错期及集中生产等影响因素消退后，经济数据逐步向常态回归，如果再叠加中美贸易争端的影响（无论是心理影响还是实际影响），稳增长的压力不减，即使短周期企稳，基础仍需要进一步夯实。就政策而言，保持定力避免大起大落至关重要，首要是在稳增长上持续发力，但同时也要平衡好调结构与内外均衡的关系。

**风险提示：**供给侧改革调整加大，央行超预期调控，贸易摩擦升温，经济下行压力增大，海外市场黑天鹅事件等。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_12428](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12428)

