

政策定力迎考验

——4月经济增长数据点评

报告摘要

- **4月经济增长数据大面积不及预期。**其原因主要包括：1) 增值税率下调放大了工业增加值的波动，1-4月累计来看，工业生产较去年底并未出现趋势性变化；2) 4月基建刺激力度下降（地方债发行减少、信贷投放放缓），在经济内生动能不足的情况下，经济数据高度依赖于政策刺激的节奏，从而容易呈现出较大波动；3) 制造业投资面临盈利恶化和中美不确定性两大制约，持续下滑。4) 消费本身修复动能不足，叠加‘五一’假期错月后移的影响，出现重挫。
- **在中美贸易冲突反复的情况下，政策的侧重点势必重新偏移**到“稳增长”上来，尤其目前政策更加注重预调，在形势变化时政策调整得会更早些。考虑到消费和制造业投资信心的修复是个慢变量，稳增长的抓手更可能是加快推进发展高质量制造业的产业政策，以及基建方面有序渐进地放开一些合法合规的非标融资。需要防范和警惕的是，稳增长操之过急，在改革上开倒车。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

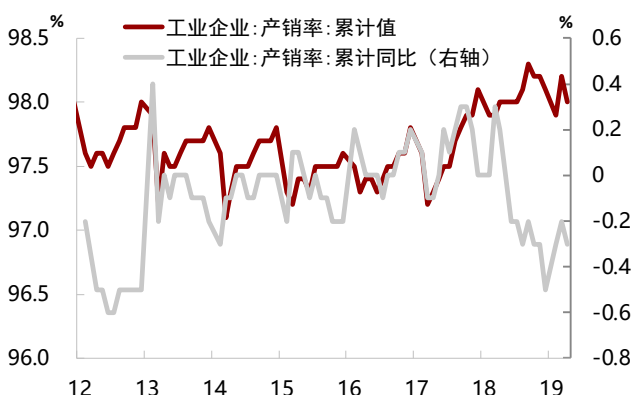
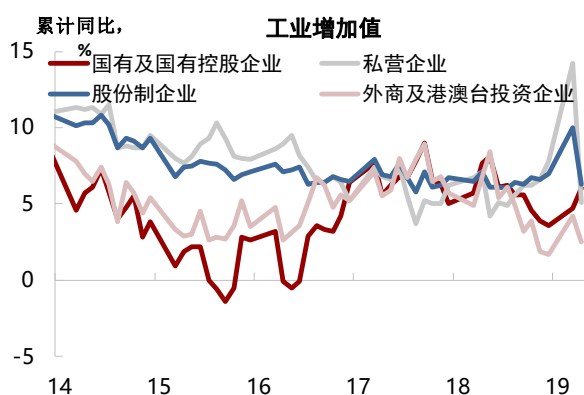


1、工业增加值受减税影响较大

4月工业增加值增速放缓，工业产品需求疲弱。4月规模以上工业增加值同比从上月高点回落至5.4%，持平于去年11月的低点；1-4月工业产销率回落至98%，同比仍处于-0.3%的低位（图表1）。3、4月份工业增加值大幅波动，受增值税率下调扰动较大，4月开征增值税，部分（议价能力较弱的）企业可能提前备货扩大进项，导致工业增加值统计前移。分所有制来看，可以为此提供注脚：1-4月工业增加值从猛增转向回落，主要受民营企业驱动，而国企增长持续加快，而民营企业议价能力较弱，更有动力因增值税率下调而提前备货（图表2）。合并1-4月来看，工业增加值累计同比增长6.2%，与去年全年持平，表明工业生产的趋势并未出现明显变化。

图表1：工业增加值大幅波动主要受民企驱动

图表2：1-4月产销率弱于去年同期，表明需求不强



来源：Wind，莫尼塔研究

2、制造业投资进一步下挫

1-4月固定资产投资同比增长6.1%，较上月温和回落0.2个百分点（图表3）。其中：

基建投资增长斜率放缓，累计同比3%持平于上月。

基建增长放缓，主要与4月地方债发行和信贷增长放缓相联系，是政策刺激力度下降的结果。去年四季度以来基建投资回升的平缓斜率，背后是金融监管和地方政府债务整肃依然严格的结果，导致财政资金能够撬动的杠杆受到极大限制。回顾最近两次基建投资增速V型反弹的历史：2009年不存在债务约束，“四万亿”的效果迅即有效。2012年基建投资反弹的背景是，2010年对城投平台贷款的监管导致基建大幅下挫，且2012年财政赤字率从2%调降到1.6%，但2012年信托贷款加速发展、城投发债限制放开（二者在社融中的占比均大幅上升），使得基建拓展出了新的资金来源，由此才带动基建投资累计同比从2012年2月的-2.36%的历史低位快速回升至年底的13.7%（图表4）。而当前情况是，基建的资金来源渠道仍然受到严格监管，且财政预算全年规划有限，基建投资的回升主要得益于财政提前集中发力。因此，基建要看到更快速有力的反弹，可能需要有序渐进放开一些合法合规的非标融资。

房地产投资高位进一步上扬，累计同比11.9%。

房地产投资增长强劲，主要受到宽信用背景下房企资金来源好转，以及已拿地块的施工和新开工需求。1-4月房屋施工面积同比进一步上升至8.8%，商品房销售面积同比小幅回升至-0.3%，房屋新开工面积进一步上扬至13.1%，房屋竣工面积同比略微回升至-10.3%，土地购置面积同比进一步降至-33.8%之低位（图表5）。房地产投资的支撑主要在于施工和新开工，全国土地购置依然低迷。

房地产投资资金来源增速继续全线回升，反映房地产是宽信用的一个重要载体。在房地产销售不出现明显恶化的前提下，房地产投资的韧性有望保持。但近期全国房地产销售的高频数据出现弱化迹象，对于房地产投资的稳定而言是个负面信号（图表6）。

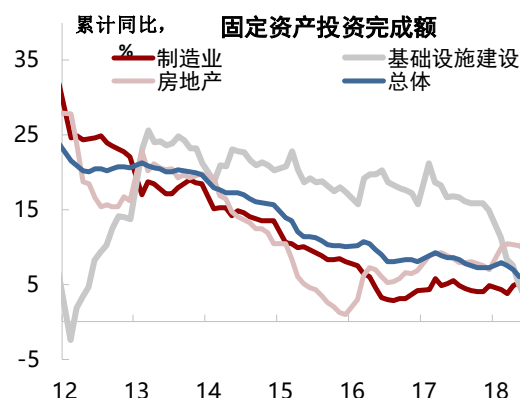
制造业投资继续明显减速至2.5%，仍然是投资增长的主要拖累。

制造业投资的持续减速，反映出企业家信心修复面临困难。主要包括：去年四季度以来民营企业盈利的加速恶化（图表7）；中美贸易冲突相联系的政策环境高度不确定性（图表8），近期中美冲突反复的新情况强化了这一点。还应注意到，减税降费政策对于民营与国有企业、大型与小型企业的作用效果存在不平衡性，中小型民营企业由于议价能力较弱、本身社保征缴欠规范，所获得的减税降费红利可能较小，这也不利于企业家信心的修复。

制造业投资低迷，与我们银行调研反映的产业类融资需求较弱相一致，是经济增长缺乏内生动能的体现。所带来的结果是，经济增长高度依赖于政策刺激的节奏，从而容易呈现出较大波动。在经济增长的外部压力增大、稳增长诉求阶段性增强的情况下，需要警惕和防范“国进民退”回潮。

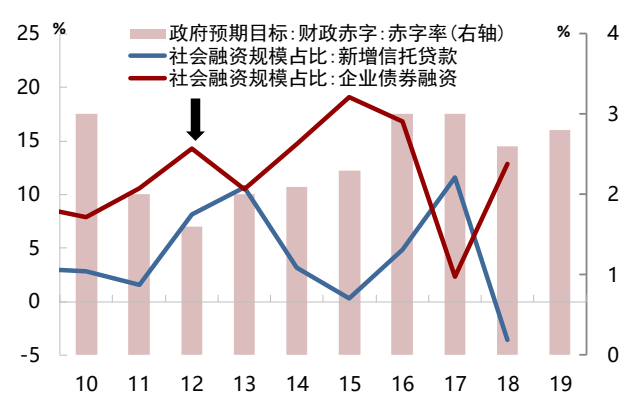
此外，第一产业固定资产投资累计同比进一步下挫至0.1%，去年全年为12.3%，第一产业投资的大幅下滑也应引起关注。

图表 3：4月制造业投资仍为主要拖累

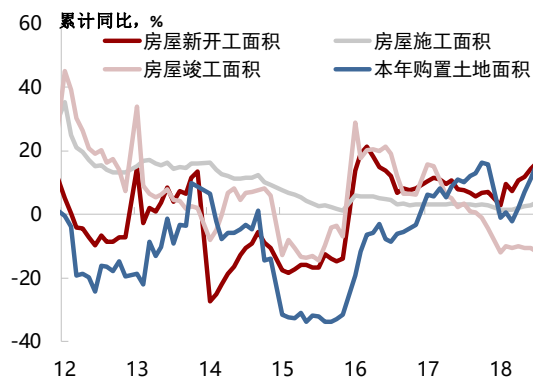


来源：Wind，莫尼塔研究

图表 4：2012 年信托贷款和城投发债拓展了基建的资金来源

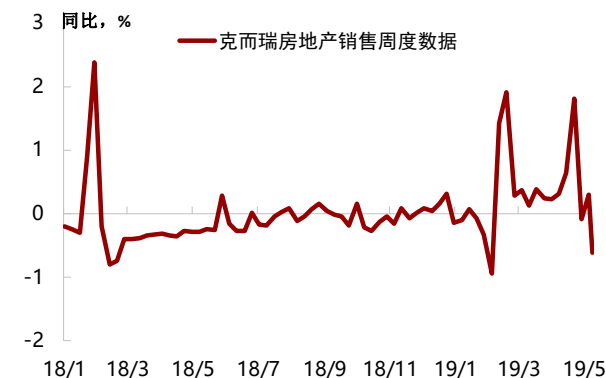


图表 5：4月房地产施工和新开工继续回暖

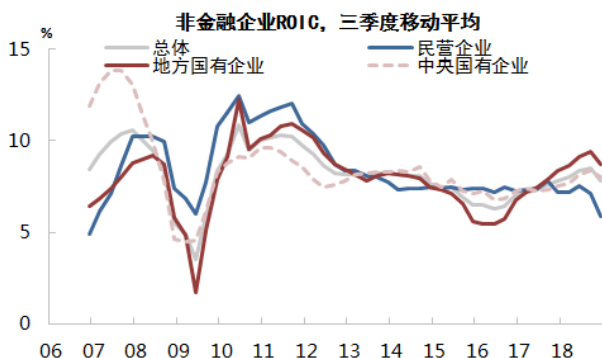


来源：Wind，克而瑞，莫尼塔研究

图表 6：近期高频数据显示房地产销售回落迹象

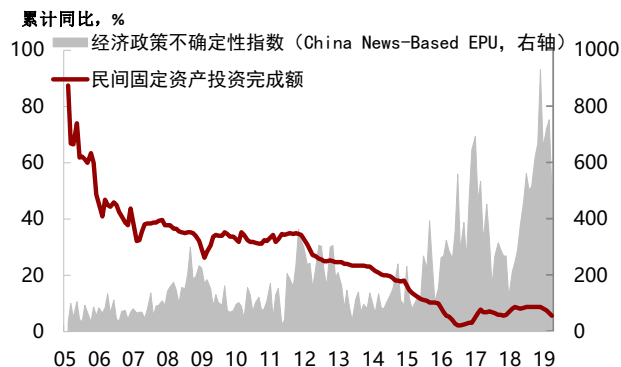


图表 7：去年 4 季度民企盈利能力大幅恶化



来源：Wind，莫尼塔研究

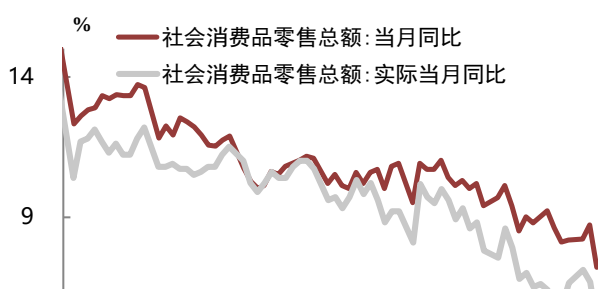
图表 8：经济政策不确定性仍然超高



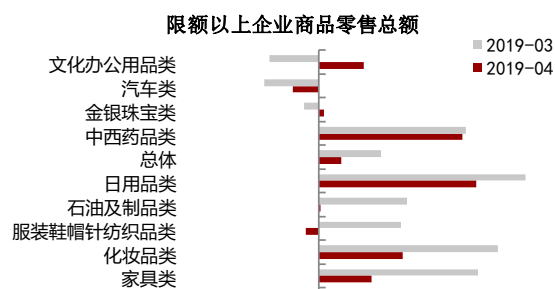
3、消费增长修复动能不足

4月社会消费品零售总额同比大幅下挫至7.2%，创2003年5月以来最低；实际同比增速大幅下滑至5.1%（图表9）。统计局指出“社会消费品零售总额增速回落主要受‘五一’假期错月后移影响，如果剔除假日移动因素，4月份增速与3月份基本持平”。分项也基本符合假期后移的影响重点：回落幅度最大的是房地产相关的家电、建筑装潢和家具，通讯器材类也受到消费后移的影响减速较快。消费增速提升的分项只有文化办公用品、汽车（均为假期前消费较多）和金银珠宝（图表10）。考虑到个人所得税减税的效果全年呈现递减形态，一季度对消费的正面影响应该是最强的，但从4月消费数据来看，即便考虑假期错位因素，消费增长修复的动能也并不足。经济景气不彰、居民加杠杆能力透支，仍然对消费增长构成较强约束。

图表 9：4 月消费增长大幅下挫



图表 10：房地产相关消费和通讯器材减速最多



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_12484

