



Research and
Development Center

证券研究报告 Research Report

2019年5月15日

宏
观
点
点
评

数据冲高回落，维持经济弱企稳判断

胡佳妮 固定收益分析师

编号：S1500514070006

电话：+86 10 83326732

邮箱：hujiani@cindasc.com

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼（100031）

李 曼 研究助理

电话：+86 10 83326856

邮箱：limana@cindasc.com

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼（100031）

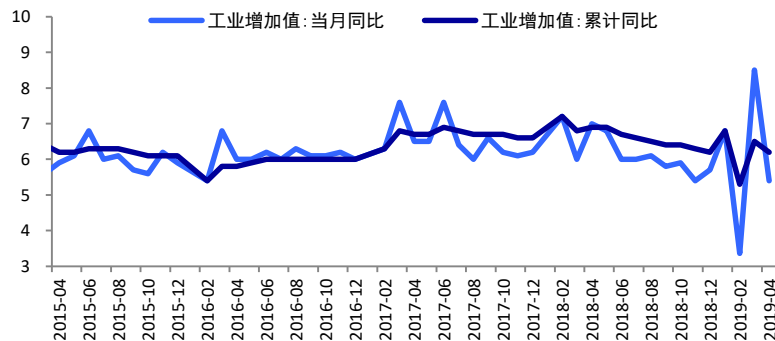
政策面“稳”字当头，维持经济弱企稳判断

- 由于季节性因素的扰动，3月经济数据和金融数据脉冲式走高，导致市场情绪一度过分乐观，而从政策效果的时滞性、企业信心改善等角度来看，现阶段经济复苏动力难言强劲。结合4月数据来看，“基建”+“房地产”仍是经济企稳的核心驱动力量，内生动力依旧偏弱，制造业投资增速回升尚需时日。居民资产负债表修复过程中，消费依然承压运行。但在减税等提振消费的政策利好下，我们对消费也不用过分悲观。
- 现阶段，外部不确定性风险加剧，逆周期调控将持续发力，财政力度将继续加码、金融条件也将逐步改善，但在不诉诸强刺激的政策基调下，我们维持上半年经济弱企稳观点不变。

生产端低位企稳，改善程度相对有限

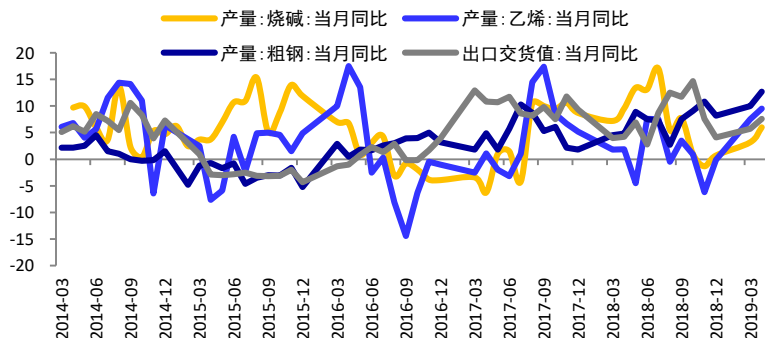
- 4月规模以上工业增加值同比实际增长5.4%，较3月回落2.9个百分点。从累计值看，1-4月同比增长6.2%，与2018年四季度持平。
- 我们在一季度数据点评中强调过目前需求改善程度还是相对有限，3月的高增长主要是因为受到春节错位因素的影响，4月数据虽然回落，但是累积增速也并未进一步下滑，我们维持经济弱企稳的观点不变。

工业增加值当月同比与累计同比增速情况（单位：%）



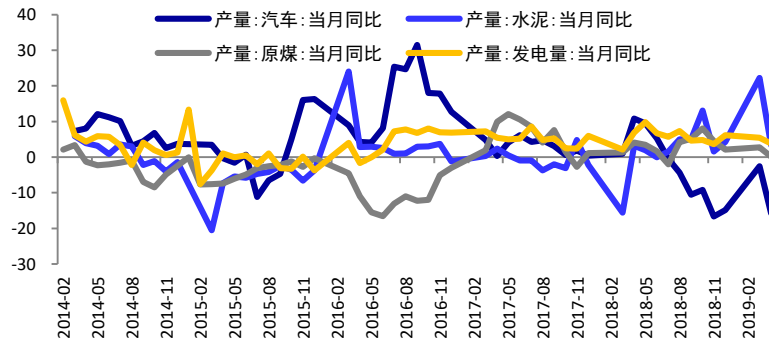
Source: 万得, 信达证券研发中心

化工和钢材类产量增速有所回升（单位：%）



Source: 万得, 信达证券研发中心

汽车、原煤、发电量产量增速相对疲弱（单位：%）



Source: 万得, 信达证券研发中心

基建、地产投资仍是短期经济企稳的核心驱动力，内生动力仍然不强

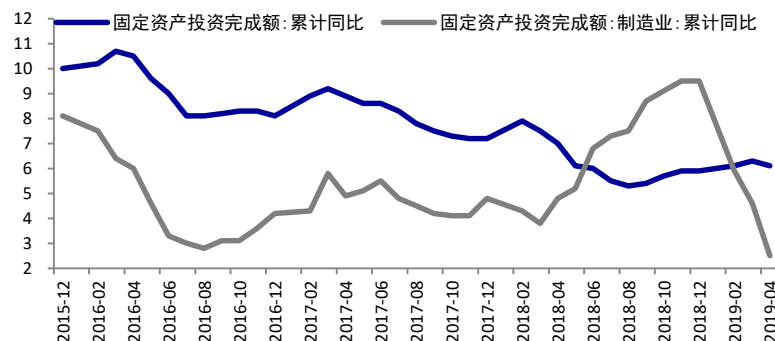
- 1-4月固定资产投资（不含农户）同比增长6.1%，增速较1-3月回落0.2个百分点，较2018年回升0.2个百分点。
- 基建投资增速继续回升，但是反弹力度低于市场预期，我们认为，无论是从防范地方政府债务风险的角度考虑，还是从大规模减税下财政资金可持续性的角度考虑，今年基建投资增速大概率维持在中速水平，与不走强刺激的政策基调相吻合。**后期增速会继续反弹，但是反弹力度我们保持谨慎态度，**
- 地产投资增速维持高位，还是受到销售回暖和快周转模式的影响。但我们观察到竣工面积虽然小幅回升，但维持负增长，土地成交价款、购置面积增速也继续下滑，政策调控尚未松动的前提条件下，地产投资增速压力可能于下半年显现。
- 制造业投资增速继续回落，表明当前经济内生动能仍然不强。由于融资渠道改善到企业信心改善还存在一定的时滞性，基建方面也非强刺激，制造业投资增速的反弹可能还需时日。

财政支出与基建投资增速情况（单位：%）



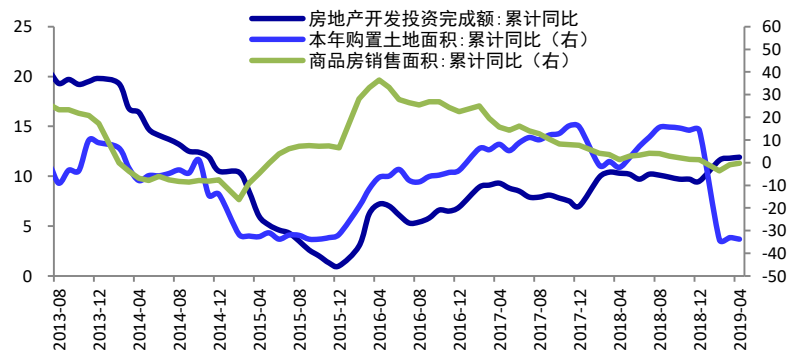
Source: 万得，信达证券研发中心

固定资产投资完成额情况（单位：%）



Source: 万得，信达证券研发中心

房地产投资与销售情况（单位：%）

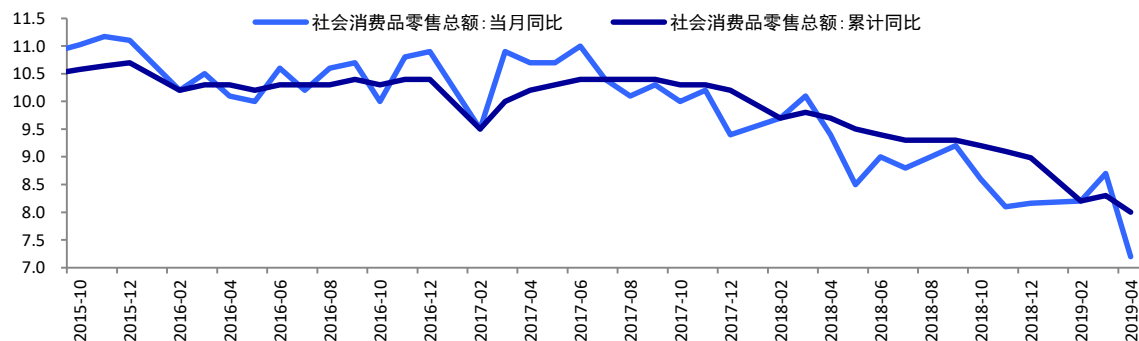


Source: 万得，信达证券研发中心

节假日因素扰动有其合理性，但是从绝对水平来看，消费承压运行的实质未改

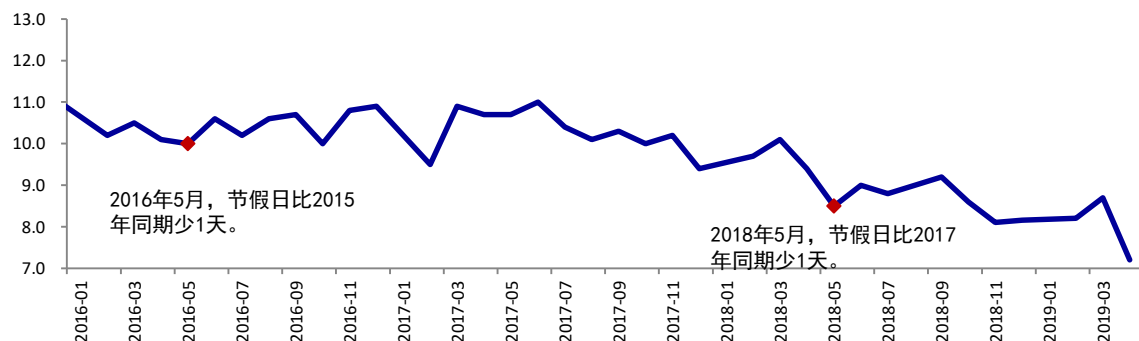
- 4月社会消费品零售总额同比名义增长7.2%，较3月大幅下滑1.5个百分点。
- 统计局给出解释：如考虑4月份节假日天数同比减少两天的因素，测算4月当月社会消费品零售总额同比增长8.7%，与上月持平。
- 我们通过回溯历史数据，发现2016年5月、2018年5月均发生过节假日比上年同期天数少一天，增速出现下降的情形。**我们认为，节假日因素对于数据的扰动有其合理性，但是从绝对水平来看，消费承压运行的实质未改。**
- 不过，文化和旅游部披露的数据显示，2019年“五一”假日期间全国国内旅游接待总人数1.95亿人次，按可比口径增长13.7%；旅游收入按可比口径增长16.1%。均较2018年出现较大幅度增长。预计5月消费数据将出现反弹。

社会消费品零售情况（单位：%）



Source: 万得，信达证券研发中心

节假日因素对社会消费品零售总额确有影响（单位：%）

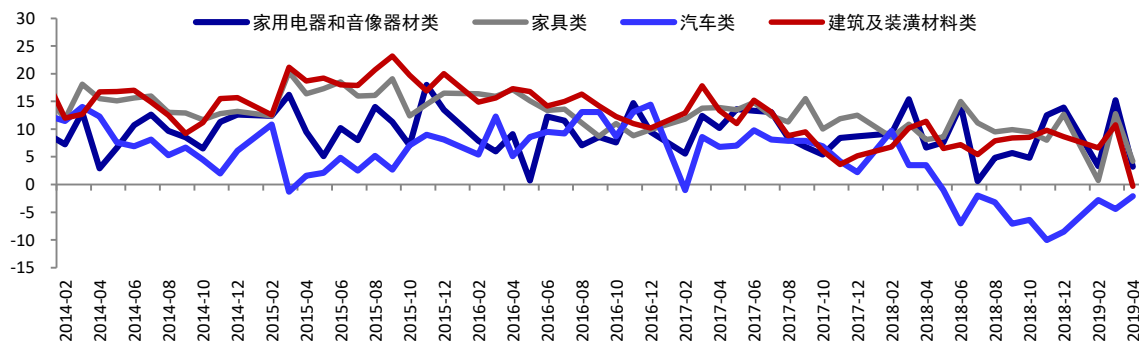


Source: 万得，信达证券研发中心

多数消费品增速下行，但不用过分悲观

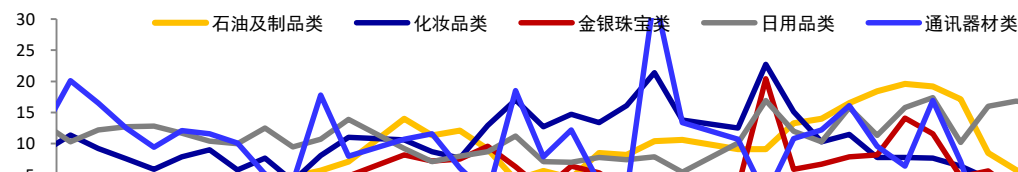
- 从具体消费类别看，多种消费品增速均出现下滑，仅汽车消费延续回升迹象。
- 总体上，我们维持居民资产负债表处于修复过程中，消费增速偏弱运行的判断。不过往后看，二季度通胀数据大概率上行，结合减税等提振消费的政策刺激，我们对消费也不过分悲观。

地产链条相关消费回落，汽车消费有回升迹象（单位：%）



Source: 万得，信达证券研发中心

日用品、石油制品等消费增速均出现下行（单位：%）



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_12491

