恒大研究院
EVERGRANDE RESEARCH INSTITUTE

乱云飞渡仍从容

——全面解读 4 月经济金融数据

恒大研究院研究报告

宏观研究　　点评报告　　2019/5/16

首席经济学家： 任泽平

研究员： 罗志恒
✉luozhiheng@evergrande.com

联系人： 孙婉莹
✉sunwanying@evergrande.com

联系人： 华炎雪
✉sunwanying@evergrande.com

事件：1-4 月规模以上工业增加值同比 5.4%，预期 6.5%，前值 8.5%。1-4 月城镇固定资产投资同比 6.1%，预期 6.4%，前值 6.3%。1-4 月社会消费品零售总额同比 7.2%，预期 8.6%，前值 8.7%。4 月社会融资规模增量为为 1.36 万亿元，比上年同期少 4080 亿元，预期 1.65 万亿元，前值 2.86 万亿元；4 月 M2 货币供应同比 8.5%，预期 8.5%，前值 8.6%。

请务必阅读正文之后免责条款部分

目录

1 核心观点：经济前低后稳 4
2 信贷社融略降但延续反弹趋势，金融供给侧结构性改革发力 7
3 生产超预期回落，主要受当月需求回落、高基数、增值税减税引发生产前移等影响 9
4 固定资产投资略降，仍由房地产和基建支撑，制造业投资和民间投资继续探底 10
5 地产销售延续回暖，投资继续高增，融资环境改善 11
6 制造业投资继续探底，高技术投资相对较快 13
7 财政支出节奏前移，基建平稳，但专项债后续发行放缓制约下半年基建回升幅度 14
8 消费受假期天数减少拖累，未来将因个税减税、稳定汽车消费等反弹 16
9 受全球经济回落和中美贸易摩擦影响，出口压力较大，部分产业链转移已显现 17
10 CPI、PPI 双升，增值税减税部分对冲猪周期，PPI 上升企业盈利改善 19
11 PMI 略有下滑但仍处扩张区间，库存周期进入被动去库存，小企业活力明显提高 21
12 中美贸易摩擦的本质是霸权国家对新兴大国的战略遏制 24

图表目录

图表 1： 2019 年 4 月新增社融结构 8
图表 2： 2019 年 4 月金融机构新增信贷结构 8
图表 3： 2019 年 4 月 M1 及 M2 增速 9
图表 4： 4 月工业增加值超预期回落 10
图表 5： 一产、二产投资回落，三产投资上升 11
图表 6： 房地产投资上升，基建持平，制造业下行 11
图表 7： 4 月 M2 和社融增速略有回落，与投资小幅下行相互印证 11
图表 8： 地产投资保持高位，销售回暖 12
图表 9： 土地购置面积仍为负增长 12
图表 10： 汽车投资增速下滑，计算机继续回升 13
图表 11： 高技术制造业保持高增长 13
图表 12： 工业企业资产反弹预示制造业投资将企稳 13
图表 13： 财政发力支撑基建反弹 14
图表 14： 2019 年 1-4 月累计财政收支差额已为赤字，往年为盈余 15
图表 15： 4 月地方债净融资额大幅回落 15
图表 16： 4 月社零消费因假期天数减少而超预期下滑 16
图表 17： 我国居民杠杆率持续攀升，挤压消费 17
图表 18： 中国对美出口占出口总额明显下降 18
图表 19： 1 季度越南、中国台湾对美出口增速较高 18
图表 20： 中国加工贸易占比减少 18
图表 21： 人民币汇率贬值 18
图表 22： 受全球经济下行与中美贸易摩擦影响，4 月出口仍弱 19
图表 23： 美国 PMI 持续下滑 19
图表 24： 4 月中国对主要经济体出口增速回落 19
图表 25： CPI、PPI 继续上升 20
图表 26： 生猪价格仍保持上涨趋势 21
图表 27： 4 月制造业 PMI 指数分项一览 22
图表 28： 4 月制造业、非制造业 PMI 略有回落，但仍高于荣枯线 22

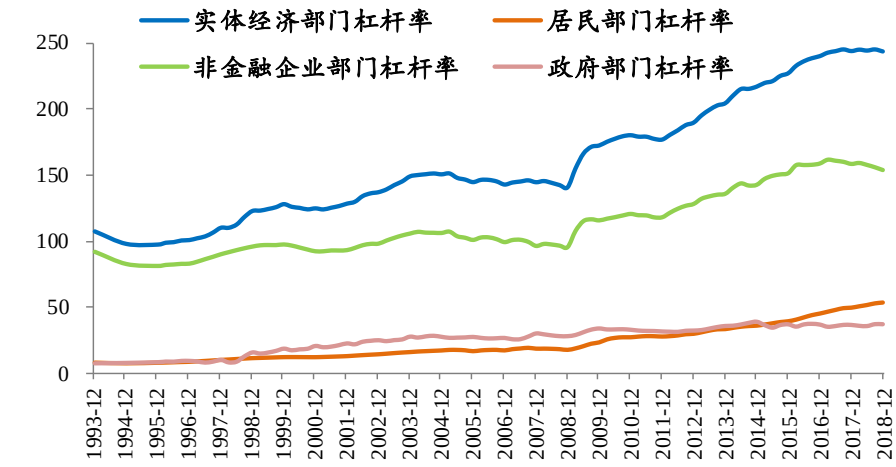
1 核心观点：经济前低后稳，中美贸易摩擦最好的应对是改革开放

1-4 月份的经济金融数据表明：当前经济继续企稳但反弹的力度偏弱，主要因为较弱的库存周期受到金融周期下半场的压制，符合我们“经济年中触底、前低后稳（而不是前低后高）”的判断。

2008 年以来有四轮库存周期反弹，分别在 **2009、2012、2016、2019** 前后，但是逐步不断减弱，主要是因为过去十年在国企、地方政府、居民部分分别加杠杆后，宏观杠杆率较高，经济再度加杠杆的空间有限。

当前此轮库存周期处于主动去库存刚转入被动去库存的周期复苏早期。但同时处于金融周期下半场，企业、居民和地方政府杠杆率偏高，继续加杠杆的能力受制约。

图表1：我国实体经济部门杠杆率偏高，加杠杆的空间有限



资料来源：Wind，恒大研究院

从政策看，积极的财政政策应继续推进落实减税降费，稳健的货币政策应疏通宽货币到宽信用的传导机制，加大金融供给侧结构性改革。面对中美贸易摩擦不断升级，最好的应对是加大改革开放和减税降费力度，避免 **80** 年代日本货币放水刺激的错误应对。

具体看，当前宏观经济的八大特点和趋势：

一、**4** 月信贷社融略降但整体延续反弹趋势；当前经济企稳基础不牢固，且面临的外部不确定性提高，为配合金融供给侧结构性改革，疏通货币传导渠道，未来定向降准、**MLF**、**PSL** 等结构性货币工具将越发重要。4 月新增社会融资规模 1.36 万亿元，同比少增 4160 亿元，存量社融

同比增速 10.4%，较 3 月环比下降 0.3 个百分点。M2 增速 8.5%，环比微降 0.1 个百分点，金融数据回落，但整体延续反弹态势。1-4 月合计新增社融 9.6 万亿元，比 2018 年同期多增 1.9 万亿元，实体经济融资环境较 2018 年大幅改善。**从宽货币到宽信用的五大传导渠道看，稳货币之下宽信用效果减弱，货币传导渠道还需畅通，银行信贷投放略有回落。**4 月金融机构新增人民币贷款 1.02 万亿元，同比微降 1600 亿元，1-4 月合计新增 6.8 万亿元，比去年同期多增 7865 亿元。1）信贷传导渠道逐步疏通，但中小企业的信贷需求拉动仍需时间；2）利率传导渠道方面，货币市场利率下降，但 2019 年以来 DR007 的波动率大，对实体经济融资存在不利影响；3）股市受外部中美贸易摩擦压制风险偏好下降而回调，资产价格渠道信用投放受影响；4）4 月汇率总体稳定，汇率渠道对宽信用的影响不大；5）央行反复与市场沟通其政策意图，预期管理渠道基本疏通。**从结构来看，居民贷款占比保持稳定，居民中长期贷款处较高水平支撑房地产销售，企业贷款占比大幅下滑，表内票据融资增加。当前经济企稳基础不牢固，且面临的外部不确定性提高，为配合金融供给侧结构性改革，疏通货币传导渠道，未来定向降准、MLF、PSL 等结构性货币工具将越发重要。**

二、固定资产投资略下滑，仍由房地产和基建支撑，制造业投资和民间投资继续探底。1-4 月固定资产投资同比增长 6.1%，较 1-3 月回落 0.2 个百分点，仍由房地产和基建支撑。从当月增速看，4 月固定资产投资增速 5.7%，较 3 月增速下滑 0.7 个百分点，与 4 月逆周期调节政策边际弱化有关，包括地方债发行较 1 季度明显放缓、社融信贷季节性回落等。地产投资继续上升，基建平稳，但制造业投资和民间投资增速下滑。**从未来看，企业经营预期仍处高位、价格回升、盈利改善，库存周期从主动去库存转入被动去库存阶段，后续宽货币到宽信用将继续畅通，下半年投资有望企稳，但由于不是大水漫灌，因此不会大幅上升。**

三、一季度政治局会议重申“房住不炒”，4 月销售热度略有减弱，但整体尤其是一二线城市延续回暖趋势，投资短期高增，银行端贷款增速上升。受一二线刚需强劲、金融支持等影响，一二线销售较好，三四线因前期棚改货币化透支需求而有下行压力，区域分化明显。3 月以来，伴随居民中长期贷款快速上升，3 月当月地产销售增速快速上升为 1.8%，较 1-2 月提高 5.4 个百分点。4 月当月地产销售同比为 1.3%，销售热度略有减弱但延续总体回暖态势，4 月当月一线城市销售同比为 56.1%，低于 3 月的 61.8%，但仍然强劲。4 月房企到位资金连续两个月上升，来自居民的预收款仍是支撑，但是来自银行端的国内贷款和个人按揭贷款增速持续上升，反映地产融资形势总体改善。1-4 月，房企到位资金同比 8.9%，较 1-3 月上升 3.0 个百分点，连续两个月上升，为一年半以来的高点。其中，国内贷款同比 3.7%，较上月上升 1.2 个百分点；定金及预收款同比 15.1%，上升 4.6 个百分点；个人按揭贷款同比 12.4%，较 1-3 月上升 3 个百分点。从当月看，4 月房企到位资金当月同比 18.4%，较上月提高 5.3 个百分点。新开工增速显著高于竣工面积，房企仍在加快预售回款，因刚性交付今年竣工增速或加速。新开工和施工面积累计增速上升，当月增速回落，但仍处较高水平，考虑到销售回暖、融资改善、库存去化充分和因城施策，短期房地产投资高增。

四、制造业投资继续探底，高技术投资增速相对较快，未来企业盈利改善将支持制造业投资企稳。纺织、金属制品行业下滑幅度较大，但高技术投资保持高增长。当前 PPI 上升，4 月增值税下降、5 月社保减费逐步落实，将支撑企业盈利改善，同时宽货币到宽信用传导将逐步生效，融资环境改善，均支撑制造业投资在后续企稳回升，但受到外需疲软影响回升幅度不大。

五、社零消费受假期天数减少及股市回调居民财富缩水拖累，未来将因个税减税、稳定汽车消费等反弹，但居民部门杠杆率仍高后续消费回升受压

制。4 月社零售消费名义增速 7.2%，较 3 月大幅下滑 1.5 个百分点，实际增速 5.1%，较一季度下滑 1.6 个百分点，名义增速、实际增速均创历史以来新低。主要与 4 月节假日天数较少、股市回调有关，剔除节假日因素后增速 8.7%与 3 月持平。从消费品类看，1）地产相关行业消费大幅回落，家具、家电音像器材、建筑装潢增速明显下滑，4 月同比增速分别为 4.2%、3.2%和-0.3%，分别较 3 月下滑 8.6、12 和 11.1 个百分点。2）升级类消费品增长大幅下滑，化妆品、服装类和通讯器材类商品同比分别增长-7.7%、-1.1%和-11.7%，较 3 月增速分别下滑 7.7、7.4 和 11.7 个百分点。3）受增值税减税、国内油价下调影响，4 月石油及制品消费同比增速 0.1%，较上月下滑 7 个百分点。

六、CPI 和 PPI 继续回升，增值税减税对冲猪周期，PPI 上行企业盈利将改善。4 月 CPI 同比上涨 2.5%，涨幅较上月扩大 0.2 个百分点；环比上涨 0.1%，强于季节性。从食品项看，蔬菜和猪肉是 CPI 主要推力；从非食品项看，清明及五一假期推动文化和娱乐类价格上涨。国内增值税减税措施已于 4 月 1 日实施，发改委同时调降成品油价格，对冲猪周期上行。PPI 环比持续改善，经济进入被动去库存周期，未来受高基数影响或有小幅回落。

七、4 月制造业 PMI 略有回落但连续两个月高于荣枯线，库存周期进入被动去库存，小企业活力明显提高。4 月制造业 PMI 为 50.1%，较上月略降 0.4 个百分点，但仍连续 2 个月高于荣枯线。出厂价格回升而原材料购进价格指数下降，预示着企业盈利有望持续改善。4 月原材料和产成品库存指数双双回落，库存周期步入被动去库存。预计三四季度进入主动补库存，同时由于补库存力度不大，全年经济前低后稳。小企业 PMI 上升至 6 个月高点，生产、新订单和经营预期指数均明显提升，供给侧改革升级、宽货币到宽信用、减税降费等政策提振小企业信心。非制造业商务活动略有回落，建筑业保持高景气，但新订单和经营预期指数回落。

八、受全球经济回落和中美贸易摩擦影响，出口压力较大，部分产业链转移已显现。4 月出口增速-2.7%，较 3 月和 1 季度大幅下降 16.5 和 5 个百分点，原因在于全球经济下行、高基数效应和美方转从他国进口引致的产业链转移。第一，全球制造业 PMI 继续下行，4 月为 50.3%，较上月下行 0.2 个百分点。第二，2018 年 4 月基数偏高，环比为 14.4%，远高于 2016 和 2017 年 4 月的 7.5%和-0.8%。第三，2018 年 7 月 6 日中美互征关税引发的贸易摩擦升级至今已有 10 个月，产业链逐步转移至越南和中国台湾等地。4 月中国对美、台湾出口增速大幅减少至-13.1%和 4.8%，但中国台湾对美出口却高达 21.5%。一季度，越南对美国出口增速 40.2%，较四季度上升 33.5 个百分点。一季度美国从中国进口家具减少 12.8%，而从越南和台湾的进口分别增加 37.2%和 19.3%。**受全球经济增长放缓、中美贸易摩擦再起波澜的影响，未来出口增速继续承压。**中美贸易谈判重回紧张状态，企业面临不确定性的情况，将加速转移产业链，对后续出口造成拖累。但是，人民币汇率可能贬值对出口将有所支撑。

中美贸易摩擦的本质是霸权国家对新兴大国的战略遏制。只要做好改革开放，只要勤修内政，没什么了不起的，别被他牵着走。中国真正的问题也不是美国，而是自己，如何解决进一步扩大开放、国企改革、官员积极性、企业家信心活力、减税降费等问题。

再次重申我们的 2019 年宏观形势主要判断：经济年中触底，资本市场否极泰来

1、上半年中国经济还将惯性下滑，随着主动去库存周期结束、产能新周期和货币财政政策效应显现，年中经济将触底，下半年企稳，全年前低后稳，经济失速风险缓解。

经济有自身运行规律，关注世界经济、金融、库存、产能、房地产、政治等六大周期。

2、年初 M2 和社融增速触底回升，政策底（2018 年 3 季度）、市场底（2019 年 1 季度）、经济底（2019 年中）将先后出现。

3、货币宽松和周期轮动，债市、股市、房市、商品将先后转好。

4、未来宏观政策既要防止对冲不及时、力度不够，也要防止力度过大、重走老路。

5、中国“增速换挡”步入“经济 L 型”触底期，有三次触底，第一次是 2016 年初，第二次是 2019 年中。

6、当前三大挑战：中美贸易摩擦具有长期性和严峻性；渐行渐近的人口危机；调动地方政府和企业家的积极性，推动新一轮改革开放。

2 信贷社融略降但延续反弹趋势，金融供给侧结构性改革发力

4 月社融、信贷数据低于预期，但整体依然延续反弹趋势，反映经济企稳的基础不牢固。4 月新增社会融资规模 1.36 万亿元，同比少增 4160 亿元，存量社融同比增速 10.4%，较 3 月略下滑。1-4 月合计新增社融 9.6 万亿元，比 2018 年同期多增 1.9 万亿元，企稳回升趋势延续，实体经济融资环境较 2018 年大幅改善。M2 同比增速 8.5%，比 3 月环比下降 0.1 个百分点。

从宽货币到宽信用的五大传导渠道看，稳货币之下宽信用效果减弱，货币传导渠道还需畅通，银行信贷投放略有回落。4 月金融机构新增人民币贷款 1.02 万亿元，同比微降 1600 亿元，1-4 月合计新增 6.8 万亿元，比去年同期多增 7865 亿元。从供给来看，一季度银行信贷冲量比较猛，后续节奏放缓，从需求来看，前期主要是基建和地产对社融拉动较大，4 月企业短期贷款及中长期贷款再度同时同比少增，一方面可能是企业融资需求前置，另一方面对中小企业的需求拉动仍需要时间。**前期宽货币宽信用政策生效，五大传导渠道已经逐步打通。**1）信贷传导渠道逐步疏通，但中小企业的信贷需求拉动需要时间；2）利率传导渠道方面，货币市场利率下降，但 2019 年以来 DR007 的波动率大，对实体经济融资存在不利影响；3）股市受外部中美贸易摩擦压制而回调，资产价格渠道信用投放受影响；4）4 月汇率总体稳定，汇率渠道对宽信用的影响不大；5）央行反复与市场沟通其政策意图，预期管理渠道基本疏通。

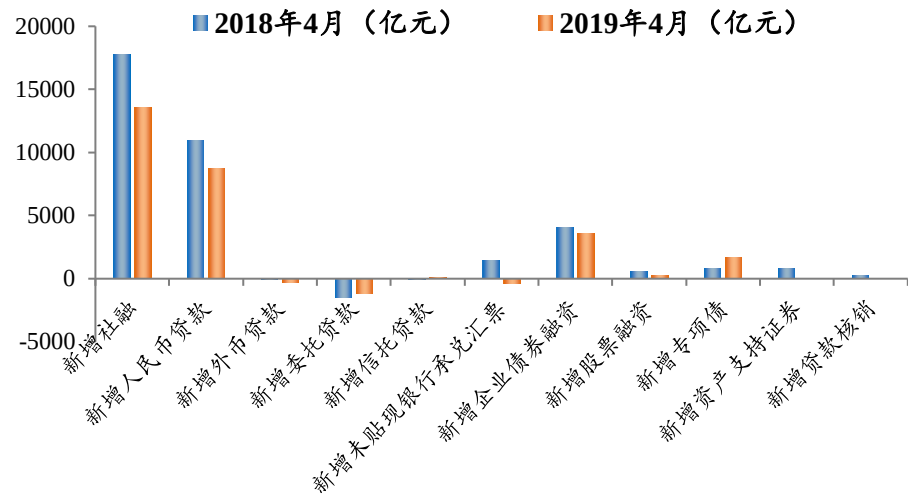
从结构来看，居民贷款占比保持稳定，居民中长期贷款处较高水平支撑房地产销售，企业贷款占比大幅下滑，表内票据融资增加。4 月新增企业贷款 3471 亿元，同比少增 1845 亿元，占比 34%，较 3 月的 63.1%大幅下滑，中长期贷款 2823 亿元，同比环比均下降幅度较大，与前期信贷投放较多有关。新增居民贷款 5258 亿元，与去年同期基本持平，占比 51.6%相对稳定，居民中长期贷款 4165 亿元，处于较高水平，支撑房地产销售。新增非银金融贷款 1417 亿元，占比大幅增加至 13.9%。需要注意的是，4 月表内票据融资 1874 亿元，同比多增 851 亿元，票据回表，仍是民企和小微企业贷款的重要渠道，贷款对小微企业的支持力度有待进一步提高。但是随着 5 月定向降准，金融供给侧结构性改革逐步推进，未来小微贷款力度有望增强。

M2 增速略有回落，货币投放稳定；M1 增速边际略有下降但回升趋势不改，实体经济活动延续改善态势。4 月 M2 同比增速 8.5%，比 3 月环比下降 0.1 个百分点：一方面，4 月是传统的缴税大月，财政存款 5347 亿元，拖累 M2，但比 2018 年同期少增 1837 亿元；另一方面，从金融机构存款看，4 月个人存款和企业存款均环比减少，缴税、高基数是当月企业存款同比大幅多减主因。5 月社保费率下调、财政支出或边际改善企业资金状况。4 月 M1 同比增速 2.9%，延续 1-3 月回升态势，反映企业活期存款和个人持有的现金稳定增加，交易需求延续回升态势。

未来金融供给侧结构性改革将逐渐发力，进一步疏通信贷传导渠道，促进中小银行贷款投放，降低民企和小微企业融资成本。去杠杆已经取得阶段性成果，但结构性问题依然存在，地方政府、国企和房地产部门杠杆依然偏高，而民企、中小企业和高端制造业部门融资不足，仍需金融供给侧结构性改革发力，从而支持合适的部门加杠杆，构建多层次、广覆盖、有差异的融资体系。

当前经济企稳基础不牢固，且面临的外部不确定性提高，为配合金融供给侧结构性改革，疏通货币传导渠道，未来定向降准、MLF、PSL 等结构性货币工具将越发重要。

图表2：2019 年 4 月新增社融结构



资料来源：Wind，恒大研究院

图表3：2019 年 4 月金融机构新增信贷结构

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_12498