

宏观研究/数据综述月报

2019年05月15日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

程强 执业证书编号: S0570519040001
研究员 010-56793961
chengqiang@htsc.com

孙欧
联系人 sunou@htsc.com

相关研究

- 1《宏观: 经济增速持平前值, 继续看多人民币资产》2019.04
- 2《宏观: 政策基调以稳为主, 看多人民币资产》2019.03
- 3《宏观: GDP 增速回落, 继续看好利率债》2019.01

经济仍具韧性特征, 聚焦供给侧政策

2019年4月经济数据综述

4月经济数据弱于上月, 但经济仍具韧性特征

一季度 GDP 增速+6.4%持平去年四季度, 我们认为当前经济呈现出一一定的韧性。我们预计, 尽管制造业投资、消费、进出口增速未来或仍存在下行压力, 但新经济业态稳健高速发展, 地产投资超预期继续维持高位, 整体经济完成增长目标概率较高, 未来国家在稳增长方面的政策投放节奏或会出现一些微调, 地产投资调控放松的节奏可能会对对应延后。结合一季度经济数据以及4月下旬政治局会议的表态, 今年我国经济政策将着重在供给侧而非需求侧。我们预计 Q2-Q4 经济增速持平为+6.3%。

4月工业增加值当月同比+5.4%

4月工业增加值当月同比+5.4%, 低于我们预期 0.9 个百分点。我们认为 3 月份工业生产大幅反弹一定程度上受春节后开工效应的影响, 4 月末公布的当期 PMI 呈现环比回落, 4 月工业增加值如期较前值回调, 趋势均符合我们的预判。2018Q1~2019Q1, 工业增加值的季度均值分别为 6.6%、6.6%、6.0%、5.7%、6.5%, 我们认为今年年内工业增加值的季度节奏仍将是平缓回落, 经济短期拐点向上可能性不大。

1-4月制造业投资增速继续回落、基建投资持稳

1-4月固定资产投资累计同比+6.1%, 其中制造业投资累计同比+2.5%延续回落, 基建投资累计同比+4.4%持平前值。在需求未呈现全面复苏, 同时中小企业融资未见根本性好转的情况下, 我们认为制造业资本开支可能继续受到制约。今年基建投资呈现出结构分化特征, 铁路投资较为强劲, 我们认为主要源于中央财政支持、重点项目开工建设。而公共设施管理业投资 (主要是市政工程类) 表现较弱, 反映地方政府的自主投资意愿不强。

1-4月地产投资同比增长 11.9%, 土地出让收入有所下滑

1-4 月份, 全国房地产开发投资同比增长 11.9%, 增速比 1-3 月份 (11.8%) 提高 0.1 个百分点。房地产投资增速仍然没有开始下滑, 我们认为有两个方面原因, 一是土地购置支出滞后计入房地产投资的因素还未消失, 二是建安投资相比去年有所回升, 1-4 月份, 房地产开发企业房屋施工面积同比增长 8.8%, 增速比 1-3 月份提高 0.6 个百分点, 但从销售端来看, 全国销售面积仍为同比下降 0.3%。我们维持地产投资未来增速下行的判断。

4月社会消费品零售总额同比增速为 7.2%

4月社会消费品零售总额增速为 7.2%, 较上月大幅回落 1.5 个百分点, 今年 4 月仅 8 天节假日, 较去年 4 月份少 2 天, 是数据下行的主要原因, 预计下月在五一假期增加及 CPI 增速上行的影响下, 消费增速环比将有回升。分项结构数据分化明显, 数据下行主要受地产后周期的拖累, 建筑装潢、家具、家电增速分别下行 11.1、8.6 和 12 个百分点, 汽车消费有所回暖, 但仍为负值。我们坚持认为当前居民消费意愿并无显著回升, 今年消费数据大概率维持较低水平, 难有很强上行动力。

4月全国调查失业率 5%继续环比改善

4月全国城镇调查失业率 5%, 比上月下降 0.2 个百分点, 开工月份已过, 二季度失业率将呈现季节性改善。5月 13 日, 全国就业创业工作电视电话会议再次提出“认真实施就业优先政策, 把稳定和扩大就业放在更突出位置, 确保完成全年就业目标任务”。我们认为失业率 5.5%左右将是重要的政策底线, 未来稳就业政策仍将持续发力, 预计今年实现全年失业率目标难度不大, 但我们提示关注进出口数据下行拖累贸易部门就业可能对失业率构成的冲击, 如果在 7 月叠加毕业季, 失业率可能阶段性超预期上行。

风险提示: 受中美贸易摩擦可能对外需产生较大扰动、银行体系流动性向实体经济疏导路径不畅等因素的影响, 经济走势可能弱于预期。

4 月经济数据弱于上月，但经济仍具韧性特征

一季度 GDP 增速+6.4%持平去年四季度，我们认为当前经济呈现出一定的韧性。4 月经济数据整体弱于 3 月，包括 PMI、固定资产投资、消费、工业生产在内的经济数据呈现了一定程度的回调。政府工作报告将今年经济增长目标下调至 6.0%-6.5%，我们预计，尽管制造业投资、消费、进出口增速未来或仍存在下行压力，但新经济业态稳健高速发展，地产投资超预期继续维持高位，整体经济完成增长目标概率较高，未来国家在稳增长方面的政策投放节奏或会出现一些微调，地产投资调控放松的节奏可能会对应延后。

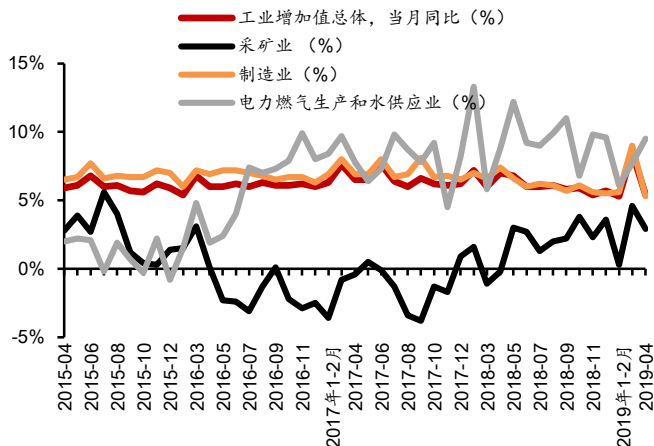
经济走势较为平稳，为国家推进资本市场制度改革创造了良好的经济背景；结合一季度经济数据以及 4 月下旬政治局会议的表态，今年我国经济政策将着重在供给侧而非需求侧。我们预计 Q2-Q4 经济增速持平为+6.3%。

4 月工业增加值当月同比+5.4%

4 月工业增加值当月同比+5.4%，低于我们预期 0.9 个百分点、低于 Wind 一致预期 1.1 个百分点。3 月份工业增加值反弹幅度超出市场和我们的预期，我们认为一定程度上受到春节后开工效应的影响；我们认为随着国家政策重点转向供给侧，需求侧显著复苏的预期或将逐渐被证伪，PMI 和工业生产都可能出现一定程度的回调。4 月末公布的当期 PMI 呈现环比回落，4 月工业增加值如期较前值回调，趋势均符合我们的预判。2018Q1-2019Q1，工业增加值的季度均值分别为 6.6%、6.6%、6.0%、5.7%、6.5%，我们认为今年年内工业增加值的季度节奏仍将是平缓回落，经济短期拐点向上可能性不大。

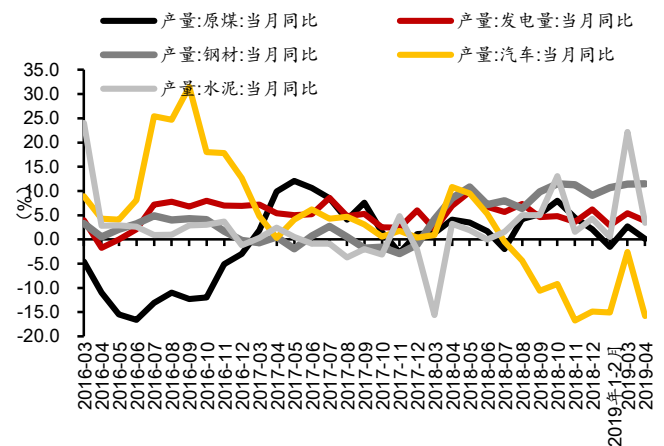
根据统计局表述，4 月份高技术制造业增加值同比增长 11.2%，比全部规模以上工业增加值快 5.8 个百分点；新能源汽车、微型计算机设备产量同比分别增长 17.1%和 16.6%，新产品新业态增长态势较为明确。

图表1：工业增加值和三大门类增加值同比增速 %



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：部分工业产品产量当月同比 %



资料来源：Wind，华泰证券研究所

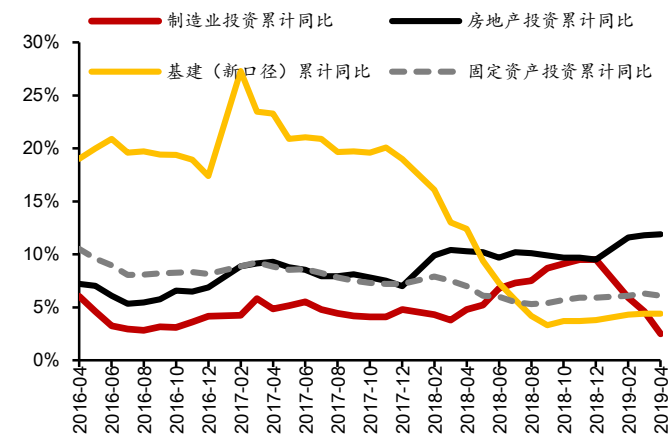
1-4 月制造业投资增速继续回落、基建投资持稳

1-4 月固定资产投资累计同比增速+6.1%，低于我们预期 0.1 个百分点、低于 Wind 一致预期 0.3 个百分点；其中制造业投资累计同比+2.5%，较前值（+4%）延续回落；基建投资（统计局口径）累计同比+4.4%持平前值；地产投资累计同比+11.9%较前值稳中有升。

在需求未呈现全面复苏，同时中小企业融资情况未见根本性好转的情况下，我们认为制造业企业的资本开支可能继续受到制约。高技术制造业投资 1-4 月累计同比+11.4%，考虑其在制造业投资中的占比约为两成，则除去高技术制造业投资的其他制造业行业，1-4 月累计同比增速只有约+0.3%。未来国家或在高技术制造业方向继续加大投入和财政/信贷/产业政策支持力度，对冲传统制造业的下行压力。

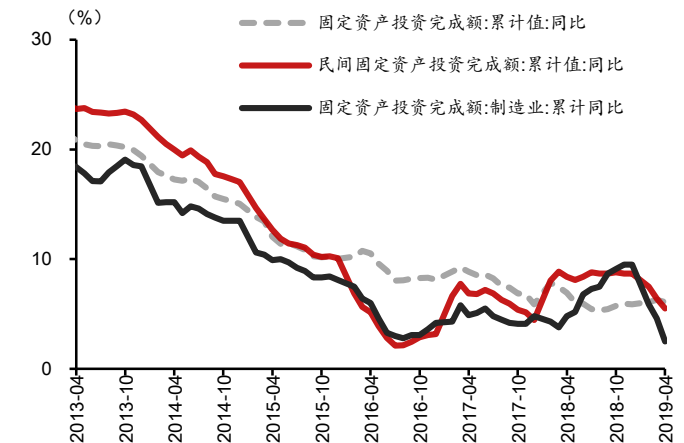
去年底以来，国家发改委批复项目体量同比有较大增长，高铁、机场、轨交等方向基建投资项目储备较为充分；地方政府专项债从今年年初就启动发行，保障了基建投资资金来源。今年基建投资呈现出结构分化特征，铁路投资较为强劲（1-4 月累计同比+12.3%），我们认为主要源于中央财政支持、重点项目开工建设。而由地方政府投资主导的公共设施管理业投资（主要是市政工程类）1-4 月累计同比增速仅为-0.4%，反映地方政府的自主投资意愿不强。总体来看，我们预计随着储备项目继续投放开工、去年同期基数下行，二三季度基建投资增速有望呈现稳中有升。

图表3：固定资产投资和三大子门类累计同比增速 %



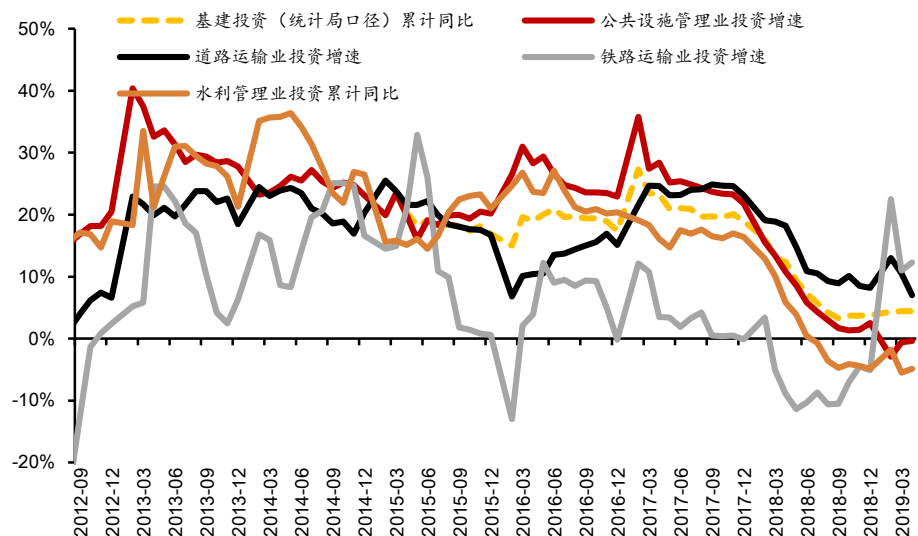
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：制造业投资和民间投资增速的表现 %



资料来源：Wind，华泰证券研究所

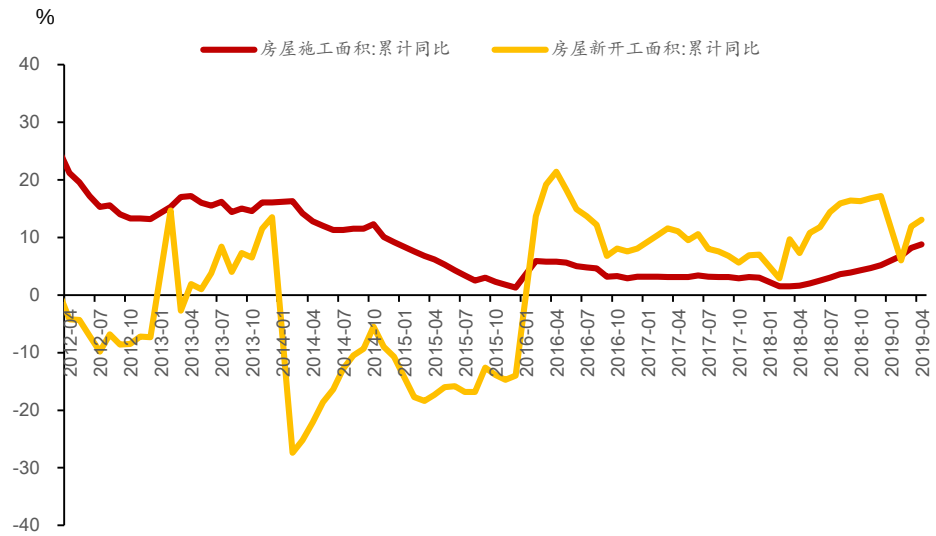
图表5：一季度铁路投资增速相对去年全年出现较为明显的回升



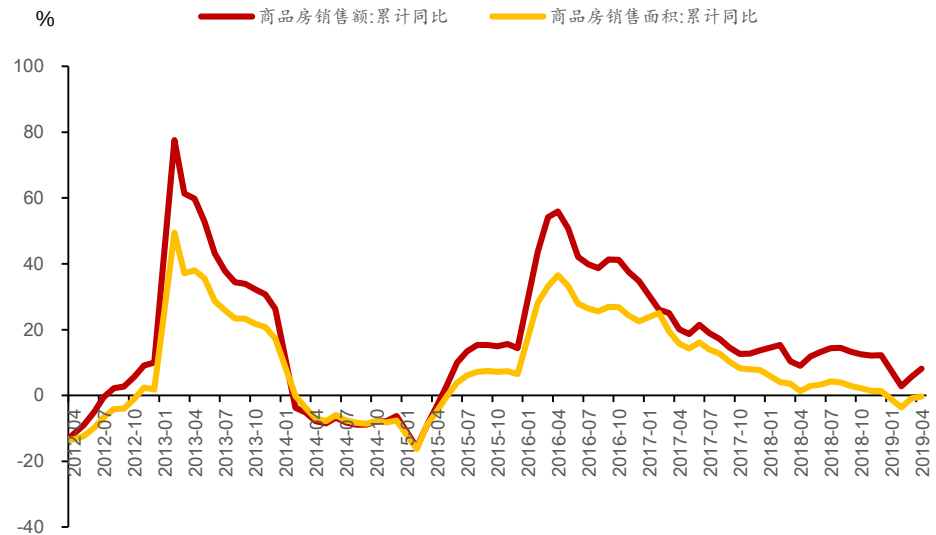
资料来源：Wind，华泰证券研究所

1-4 月地产投资同比增长 11.9%，土地出让收入有所下滑

1-4 月份，全国房地产开发投资同比增长 11.9%，增速比 1-3 月份（11.8%）提高 0.1 个百分点。房地产投资增速仍然没有开始下滑，我们认为有两个方面原因，一是土地购置支出滞后计入房地产投资的因素还未消失，但 1-4 月财政数据端显示土地出让收入持续为负，1-4 月份，房地产开发企业土地购置面积同比下降 33.8%，降幅比 1-3 月份扩大 0.7 个百分点；土地成交价款下降 33.5%，降幅扩大 6.5 个百分点，这些数据也可以印证。二是建安投资相比去年有所回升，1-4 月份，房地产开发企业房屋施工面积同比增长 8.8%，增速比 1-3 月份提高 0.6 个百分点，但从销售端来看，分区域的数据中，增速为正且增速比前值提高的只有东部地区销售额，全国销售面积仍为同比下降 0.3%。展望未来，我们维持地产投资增速下行的判断，在一城一策、因城施策下，预计地产政策在限购、限贷等实质性放松上仍会非常审慎。

图表6：房屋新开工和施工面积有所增长

资料来源：wind，华泰证券研究所

图表7：房屋销售微增

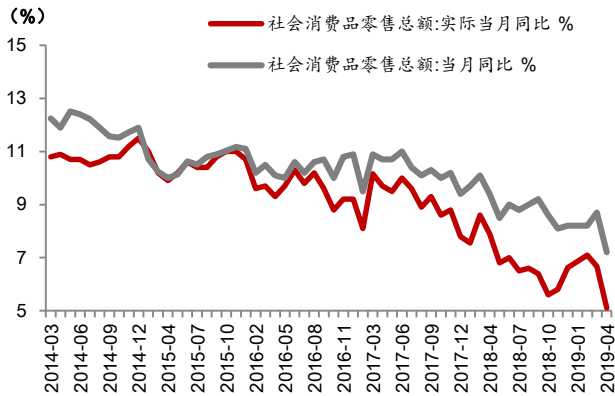
资料来源：wind，华泰证券研究所

4 月社会消费品零售总额增速 7.2%，预计未来仍无大幅上行动力

4 月社会消费品零售总额增速为 7.2%，较上月大幅回落 1.5 个百分点，今年 4 月仅 8 天节假日，较去年 4 月份少 2 天，是数据下行的主要原因，据统计局测算，剔除假期天数影响，4 月消费同比增长 8.7%，与上月持平。我们预计下月在五一假期增加、基数走低及 CPI 增速上行的影响下，消费增速环比将有回升。4 月分项结构数据分化明显，数据下行主要受地产后周期的拖累，建筑装潢、家具、家电增速分别下行 11.1、8.6 和 12 个百分点至 -0.3%、4.2% 和 3.2%，汽车消费有所回暖，但仍为负值，消费升级类产品消费仍然疲软。汽车消费增速自去年 5 月进入负值区间，今年后续月份面临较低基数，我们预计汽车消费将逐渐出现企稳迹象。

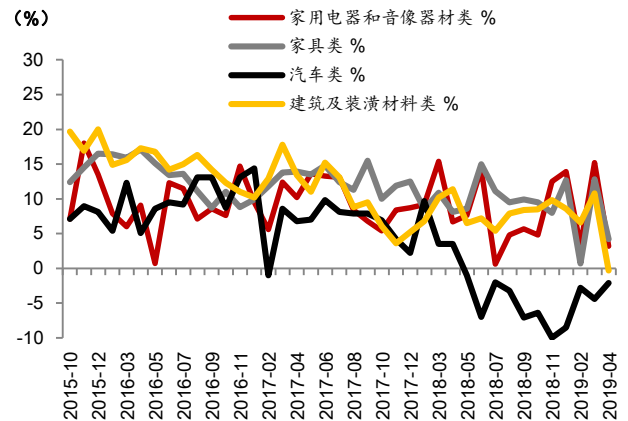
整体看，今年一季度居民收入增速上行但支出增速数据下行，两者背离体现虽然居民消费能力有所改善，但消费意愿并无显著回升，我们坚持认为今年消费数据大概率维持较低水平，难有很强上行动力。

图表8：社会消费品零售总额名义与实际同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：4月地产后周期相关消费大幅下行成主要拖累



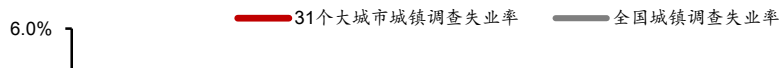
资料来源：Wind，华泰证券研究所

4月全国城镇调查失业率5%继续环比改善

4月全国城镇调查失业率5%，比上月下降0.2个百分点，失业状况继续改善。我们认为开工月份已过，二季度失业率将呈现季节性改善，尤其是当前地产投资增速仍处高位，农民工就业状况较好。今年政府工作报告着重强调“就业优先政策”，5月13日召开的全国就业创业工作暨普通高等学校毕业生就业创业工作电视电话会议再次提出“认真实施就业优先政策，把稳定和扩大就业放在更突出位置，确保完成全年就业目标任务”，我们认为失业率5.5%左右将是重要的政策底线，未来稳就业政策仍将持续发力，比如优化营商环境、多措并举支持民营小微企业、加强就业帮扶、对解决就业的企业给予税费减免等。

我们此前提出，失业率的季节性波动主要来自农民工和高校毕业生两个群体，5月13日会议针对两个群体提出：要加强毕业生信息衔接，拓宽就业渠道，做好就业创业服务，强化就业兜底保障，精准施策促进高校毕业生就业创业。要认真做好农民工就业创业工作，劳务输入省份要尽可能把失业人员留在当地，防止出现大规模返乡潮；劳务输出省份要多渠道帮助返乡农民工在县城和乡村创业，带动更多农村劳动力在家门口实现就业。整体来看，随着各项政策措施落地，我们认为今年实现全年失业率目标难度不大，但我们提示关注进出口数据下行拖累贸易部门就业可能对失业率构成的冲击，如果在7月叠加毕业季，那么可能使得失业率阶段性超预期上行。

图表10：4月全国城镇调查失业率5%继续环比改善



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_12509

