

2019年5月15日

宏观经济



## 不必太担忧

### ——2019年4月经济数据点评

宏观简报

4月份经济数据走弱的幅度超乎预期，噪音的影响不可忽视。房地产投资仍然处于高位，但制造业投资大幅走弱导致总体FAI增长低于预期；4月假期比去年同期少2天导致社消超预期下滑；降税预期导致的提前备货致使工业生产超预期放缓。噪音消失过后，5月份数据小幅回暖的概率较大，如5月假期增加提振消费，增值税预期带来的扰动消退提振工业生产，在中美贸易摩擦前景不明朗情况下，二季度或仍存在贸抢跑提升经济，同时专项债加快发行或提振基建投资。

#### 分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)  
021-52523808  
[zhangwenlang@ebcscn.com](mailto:zhangwenlang@ebcscn.com)

黄文静 (执业证书编号：S0930516110004)  
010-56513039  
[huangwenjing@ebcscn.com](mailto:huangwenjing@ebcscn.com)

郭永斌 (执业证书编号：S0930518060002)  
010-56513153  
[guoyb@ebcscn.com](mailto:guoyb@ebcscn.com)

邓巧锋 (执业证书编号：S0930517100005)  
021-52523805  
[dengqiaofeng@ebcscn.com](mailto:dengqiaofeng@ebcscn.com)

#### 联系人

郑宇驰  
021-52523807  
[zhengyc@ebcscn.com](mailto:zhengyc@ebcscn.com)

4 月份多个经济数据弱于市场预期，比如制造业投资大幅走弱，社消增速超预期下滑，工业生产超预期放缓。

## 制造业投资拖累总体 FAI 增长放缓

1-4 月 FAI 同比增长 6.1% (前值 6.3%)，供给和需求端因素共同拖累制造业投资。前 4 月制造业投资增速下行至 2.5% (前值 4.6%，同期 4.8%)，单月增速跌至约-1.2%，大幅低于市场和我们预期。从子行业来看，前 4 月化学原料及化学制品制造、金属制品、通用设备制造、电气机械及器材制造业增速大幅走低，而尚未披露数据的化纤制造业在前 3 月增速亦跌幅明显 (-14.1%，前值-3.8%)，仅有医药制造、计算机通信和其他电子等投资增速略有反弹(尚未披露数据的黑色金属冶炼及压延在前 3 月大幅反弹至 30.6%，环保技改投资年内或仍继续)。

近期化工安全事故带来安监力度加强，制约化工行业年内投资。而金属制品和通用设备作为工业企业的重要中间投入品，需求与工业生产活动密切相关，整体工业投资增速的下行对这些行业带来一定拖累。4 月单月增速低，一定程度受增值税降税扰动，企业为增加进项税抵扣在 3 月加大原材料和设备采购，部分透支 4 月需求，3 月 PMI 分项指数中原材料库存上升、产成品库存下降印证了这一点。但今年前 3 月制造业投资增速仍较去年明显下行，表明前期制造业利润下行对投资拖累逐步显现，制造业投资增速下台阶成为必然。

向前展望，4 月始的增值税降税和 5 月开始的社保降费，或带来今年制造业企业利润改善近 5000 亿，结合其盈利估计 制造业利润增速或提升 5pct 左右，有助稳住制造业利润增速下滑趋势。但制造业投资情况仍很大程度上取决于中美贸易谈判进展，若有贸易协议达成，制造业全年投资增速或稳定在 3% 左右。

开发商施工加快的策略延续，房地产开发投资累计同比进一步上升至 11.9% (前值 11.8%)。“因城施策”下部分地区调控边际放松，30 城商品房成交面积同比仍在 19% 高位，4 月全国商品房销售面积累积同比降幅进一步收窄至-0.3% (前值-0.9%)。施工累积同比进一步提升至 8.8% (前值 8.2%)，竣工累积同比小幅收窄至-10.3% (-10.8%)，新开工面积小幅反弹至 13.1% (前值 11.9%)，但较去年底的 20% 以上仍有差距。

房企拿地依然谨慎，土地购置面积和成交价款仍有 30% 的跌幅。与投资提速相对应的资金来源累计同比亦加快至 8.9% (前值 5.9%)，融资条件边际改善，国内贷款、发债改善、信托边际放松导致自筹资金上升，而销售回暖使得定金预收款和按揭增速均加快，利用外资增长仍高达 104%。随着销售的回温以及融资的边际改善，房地产开发投资短期或仍在高位，但拿地的拖累已初现，下半年或加大。

1-4 月狭义基建投资同比增长 4.4% (前值 4.3%)，广义基建投资同比增长 3.0% (前值 3.0%)，均与上月持平，低于市场预期。从资金角度来看，4 月单月的预算内基建类支出同比增长速度下滑 (4 月单月为 2.8%，前值为 27.5%) 是导致基建投资增速低于市场预期的主要原因。但我们判断未来基建仍会平稳上行，主要原因在于，首先，在《政府投资条例》发布的情况下，区域地方政府和金融机构在寻求创新，合法合规推动基建项目投资；其次，

从资金角度来看，目前城投发债政策持续放松，银行仍偏好基建类项目，目前专项债发行规模为 7289 亿，后续还有 1.4 万亿规模发行，总体资金上仍支撑基建，预计全年基建投资增长在 9% 左右。

## 社消放缓主因五一错位，5 月或将反弹

去年五一有两天假日落在 4 月而今年没有，且 3 月存在春节错位和季末效应，而 4 月消退，社消同比超预期放缓至 7.2%（前值 8.7%），而平减指数的微升，使得实际社消放缓更多至 5.1%（前月 6.7%）。除金银珠宝（有利 2 月但不利 3 月的春节错位影响消退后，该项同比反弹）等少数品类外，绝大多数品类同比均放缓。与乘联会 4 月乘用车零售同比从 -12% 下滑到 -17% 不同，社消中汽车零售增速降幅收窄，或因增值税下调后降价的大车豪车销售提速、占比上升有关，汽车销售量减速，但销售额提速。1-4 月累计同比 8.0%，较去年 4 季度的 8.3% 仍更弱，五一假期错位的扰动不容忽视。而加长版错位“五一”假期对 5 月的社消将是较大提振。文化和旅游部数据显示，五一假期国内旅游接待总人数和旅游收入按可比口径分别增长 13.7% 和 16.1%，大幅高于春节黄金周的 7.6% 和 8.2%。苏宁易购数据显示，五一期间汽车用品和食品销量分别同比增长 163% 和 347%，对消费的判断勿过度悲观。

## 降税预期拉低本月工业生产

4 月工业增加值同比增长 5.4%（前值 8.5%），下滑幅度超出市场预期。4 月 1 日实行增值税全面减税政策，而 3 月备货可在 4 月进行抵扣，这导致 3 月备货增加，而 4 月备货减少拖累工业生产超预期下滑。

分行业来看，采矿业同比增长 2.9%（前值 4.6%），春节错位后生产采矿业趋稳符合预期；制造业同比增长 5.3%（前值 9%），超预期下滑，下滑幅度较大的是化学原料、橡胶制品、非金属矿物、黑色冶炼、通用设备、专用设备、交通运输设备等周期性行业，这与增值税下调导致的提前备货有较大关系，另外与基建投资增长弱化也有一定关系；另外，春节扰动过后，汽车制造回归常态，需求不强导致工业增加值同比下滑 1.1%，拖累工业生产。电力、燃气及水的生产同比增长 9.5%（前值 7.7%），符合预期。往前看，增值税降税预期导致的一次性扰动因素将消失，工业生产在未来或将反弹，未来两个季度内工业生产在 6% 左右稳定

## 就业平稳，调查失业率季节性回落

4 月全国城镇调查失业率为 5.0%，环比下降 0.2 个百分点；31 个大城市调查失业率为 5.0%，环比下降 0.1 个百分点。两者的回落幅度都与历年水平相当。周平均工作时间为 45.4 小时，同比增加 0.4 个小时；新增就业人员 135 万，虽然同比减少 6 万，但高于历年均值（129 万）。总体上来看，虽然就业仍然面临一定的结构性压力，但整体保持平稳。

总体来看，本月经济数据超预期回落受多种一次性因素所致，未来短期内小幅回升的概率较大，如 5 月假期增加提振消费，增值税预期带来的扰动消退提振工业生产，在中美贸易摩擦前景不明朗情况下，二季度或仍存在贸

抢跑提升经济，同时专项债加快发行或提振基建投资，总之短期内经济不必太担忧。

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\\_12511](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12511)

