

季节性因素加大生产和需求下行读数

数据：4月规模以上工业增加值当月同比5.4%（前值8.5%），累计同比6.2%（前值6.5%）；4月社会消费品零售总额当月同比7.2%（前值8.7%），累计同比8.0%（前值8.3%）；4月固定资产投资当月同比5.7%（前值6.5%），累计同比6.1%（前值6.3%）。

投资：投资处在下行过程中，但当月同比下行幅度超预期的主要原因在于季节性因素。4月固定资产投资当月和累计同比均下滑反映了两个事实：一是固定资产投资依然处在下行过程中；二是当月同比明显下滑，主要是由于季节性因素导致的，并非是投资突然明显走弱。今年集中开工时间早于去年，导致3月和4月当月同比波动过大。分项上看，基建投资累计同比高于去年，表明基建投资依然在回升。不过，从数值来看，基建投资回升速度并不是很快。制造业投资处于下行趋势中，不过，制造业投资当月同比过低很大程度上是由于季节性因素导致的。房地产投资增速依然偏强，主因土地购置费增速依然较高，且建安投资增速回升。

消费：季节性因素加大4月社零同比增速读数。春节过后，社会消费品存在集中消费期。由于今年春节在2月上旬，集中消费期早于去年，导致3月和4月社零同比出现很大波动。此外，今年“五一”假期错位也是社零增速大幅下滑的重要原因。结合1-4月社零累计同比来看，相比于去年4季度，消费趋势偏弱，但并非大幅下滑。分项上看，日常、地产相关及升级型消费均有所下行，汽车消费跌幅收窄。

工业增加值：剔除季节性因素，1-4月累计同比更能代表生产的真实状况。由于今年春节在二月上旬，节后集中开工时间早于去年，从而导致3、4月份工业生产相较于去年有所错位，当月同比波动变大。其实，结合1-4月累计同比来看，相比于去年四季度，工业生产算是平稳的。从结构上看，采矿业和制造业生产下滑，而公用事业生产上升。

经济依然偏弱，但季节性因素错位导致生产和需求读数下行幅度过大。4月投资、消费、工业增加值、出口、信贷、社融等各项指标均出现明显下行，是否意味着经济突然由非常好转向非常差呢？4月的数据需要从两个方面分别进行解读。一方面，4月各项指标明显下行，很大程度上是由季节性因素错位导致的，并非经济突然变得非常差，参考年份为2016年。春节假期过后，为了完成年前留下的任务以及为后期生产做准备，企业会集中开工一段时间，这就导致消费、投资、生产、出口、信贷等各项指标在节后突然出现明显上升。由于大部分的集中开工时间位于3月份，因此，从历年规律来看，3月各项指标占全年的比重整体好于4月。不过，由于春节假日所在的时点不同，会导致集中开工时间并非完全固定。例如去年春节在2月中下旬，集中开工时间应该位于3月中旬到4月上旬。今年春节在2月上旬，集中开工时间应该位于整个3月。由于集中开工时间错开，今年各项指标当月同比的波动就会变得非常大，具体表现为3月明显上升，4月明显下滑。其实，今年的季节性效应与2016年非常类似。2015年春节在2月中下旬，2016年春节在2月上中旬。2016年3月投资、消费、生产、出口、信贷等均明显上行，而4月这些指标均下行较多。我们判断，4月各项指标明显下行，很大程度上是由季节性因素导致的，并非是经济突然变得很差。另一方面，经济依然偏弱，叠加中美贸易摩擦影响，实质性的回升迹象还未出现，宽信用、减税降费等政策的影响有待检验。从生产角度来看，4月工业增加值当月同比低于1季度，服务业生产指数当月同比与1季度持平。整体而言，经济依然偏弱。考虑到中美贸易摩擦影响，实质性的回升迹象还未出现。4月社融余额增速依然很高，宽信用政策并未明显收紧，减税降费力度很大，这些宽松政策的效果具有一定的时滞性，其影响有待检验。

风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

林玲 联系人
linling1@gjzq.com.cn

图表 1: 国金宏观 4 月经济数据点评

国金宏观4月经济数据点评：季节性因素错位，生产和需求短暂明显下行					
经济指标	单月增速 (%)		累计增速 (%)		数据描述与趋势判断
	3月	4月	1-3月	1-4月	
社零	8.7	7.2	8.3	8.0	季节性因素导致4月社零增速明显下行。春节过后，社会消费品存在集中消费期。由于今年春节在2月上旬，集中消费期早于去年，导致3月和4月社零同比出现很大波动。结合1-4月社零累计同比来看，相比于去年4季度，消费趋势偏弱，但并非大幅下滑。分项上看，日常、地产相关及升级型消费均有所下行，汽车消费跌幅收窄。
投资	6.5	5.7	6.3	6.1	投资处在下行过程中，不过，当月同比明显下行，主要原因在于季节性因素导致的。4月固定资产投资当月和累计同比均下滑反映了两个事实：一是固定资产投资依然处在下行过程中；二是当月同比明显下滑，主要是由于季节性因素导致的，并非是投资突然明显走弱。今年集中开工时间早于去年，导致3月和4月当月同比波动过大。
民间投资	5.6	3.8	6.4	5.5	民间投资继续走弱。民间投资累计同比低于去年及去年同期水平，民间投资继续走弱，主要受到制造业投资下滑的影响。
基建投资	3.3	3.0	2.9	3.0	基建投资当月同比下滑，累计同比继续上行。基建投资累计同比高于去年，表明基建投资依然在回升。不过，从数值来看，基建投资回升速度并不是很快。
制造业投资	3.7	(1.2)	4.6	2.5	制造业投资处于下行趋势中，不过，制造业投资当月同比过低很大程度上是由于季节性因素导致的。1-4月制造业投资累计同比继续下滑，表明制造业投资依然处于下行趋势中，核心原因在于企业利润下滑，制造业企业投资意愿下降。不过，由于季节性因素，制造业投资当月同比下滑过多，是临时性的。
房地产投资	12.0	12.1	11.8	11.9	房地产投资增速依然偏强，主因土地购置费增速依然较高，且建安投资增速回升。1-4月制造业投资累计同比继续上升，表明房地产投资增速依然偏强。究其原因在于，土地购置费增速依然较高，超出了市场预期。此外，受交房压力影响，建安投资增速可能依然较好。
新开工面积	18.1	15.5	11.9	13.1	受商品房销售面积下滑影响，新开工面积当月同比回落，不过，由于绝对增速依然较高，累计同比上升。
资金来源	13.1	18.4	5.9	8.9	定金和按揭贷款增速上升，房地产资金来源改善。
商品房销售面积	1.8	1.3	(0.9)	(0.3)	受益于一线及部分二三线城市，商品房销售额增速明显上升。今年房地产市场呈现出一线及部分二三线城市销售好，四五线城市销售走弱的结构性特征，这就导致商品房销售面积增速维持低位，商品房销售额增速不差。4月30大中城市商品房销售面积同比维持高位，表明一线及部分二三线城市销售依然较好。
商品房销售额	8.3	13.9	5.6	8.1	
出口	13.8	(2.7)	1.3	0.2	短期因素消退，净出口对GDP贡献下降。4月出口同比转负，主要原因在于海外需求回落、去年基数较高以及中美贸易摩擦的影响。4月进口当月同比由负转正，主要原因在于国内需求改善。预计未来进出口同比增幅将趋于走弱，但进口好于出口，净出口对GDP贡献有所下降。
进口	(7.9)	4.0	(4.7)	(2.5)	
工业增加值	8.5	5.4	6.5	6.2	工业生产并非由很好转变为非常差，剔除季节性因素，1-4月累计同比更能代表生产的真实状况。由于今年春节在二月上旬，节后集中开工时间早于去年，从而导致3、4月份工业生产相较于去年有所错位，当月同比波动变大。其实，结合1-4月累计同比来看，相比于去年四季度，工业生产算是平稳的。从结构上看，采矿业和制造业生产下滑，而公用事业生产上升。
出口交货值	5.7	7.6	4.8	5.6	出口交货值当月同比回升，表明出口可能并没有想象中那么差。
发电量	5.4	3.8	4.2	4.1	发电量累计同比下行，与工业增加值增速下行相印证。
粗钢产量	10.0	12.7	9.9	10.1	粗钢生产依然较好，主要得益于基建和建安投资回升，且环保限产力度有所减弱。
人民币汇率 (贬值为-)	(0.5)	(0.2)	2.1	1.9	4月人民币兑美元小幅贬值。4月美元指数继续走强，人民币兑美元出现相应的贬值。
M1	-	-	4.6	2.9	信贷季节性走弱，但融资需求并不差。信贷：信贷总量季节性走弱，结构相对稳定；企业短贷和长贷少增、票据融资多增，居民中长期贷款稳定，非银金融机构贷款增加。社融：信贷季节性走弱，表外票据下降，利率虽升但企业债券融资仍好。M2：居民存款季节性走弱，叠加缴税因素带来财政存款增加，M1、M2均回落。
M2	-	-	8.6	8.5	
信贷 (万亿)	1.7	1.0	5.8	6.8	
社融 (万亿)	2.9	1.4	8.2	9.5	
CPI	2.3	2.5	1.8	2.0	食品价格带动CPI继续上升，PPI高点或现。4月CPI当月同比继续回升，主要原因在于猪肉、鲜果等食品价格上涨超过季节性。4月PPI当月同比回升较多，主要原因在于原油、钢铁、水泥、有色等大部分工业品价格均上涨，并且去年基数偏低。展望5月，CPI当月同比继续上升，PPI当月同比回落。4月以后CPI中枢将会抬升，但不应过度担忧其对货币政策的掣肘作用。国内外需求依然偏弱，叠加基数抬升，PPI年内高点或现。
PPI	0.4	0.9	0.2	0.3	
制造业PMI	50.5	50.1	-	-	临时性因素短期消退导致PMI温和下行。4月制造业PMI下滑，生产和需求季节性走弱，出厂价格指数继续上升。4月非制造业商务活动季节性下滑，建筑业和服务业均有所下行。季节性因素消退，叠加增值税减税引起的提前备货效应结束，4月制造业和非制造业PMI均有所回落。制造业PMI、非制造业PMI以及综合PMI产出指数均处在近几个月的相对高位，表明短期内经济依然稳定。
非制造业PMI	54.8	54.3	-	-	
综合PMI	54.0	53.4	-	-	

数据来源：央行、统计局、海关总署，Wind，国金宏观整理（边泉水/段小乐/林玲/邱鼎荣/高翔）

来源：国家统计局，财政部，中国人民银行，中国货币网，Wind，国金证券研究所

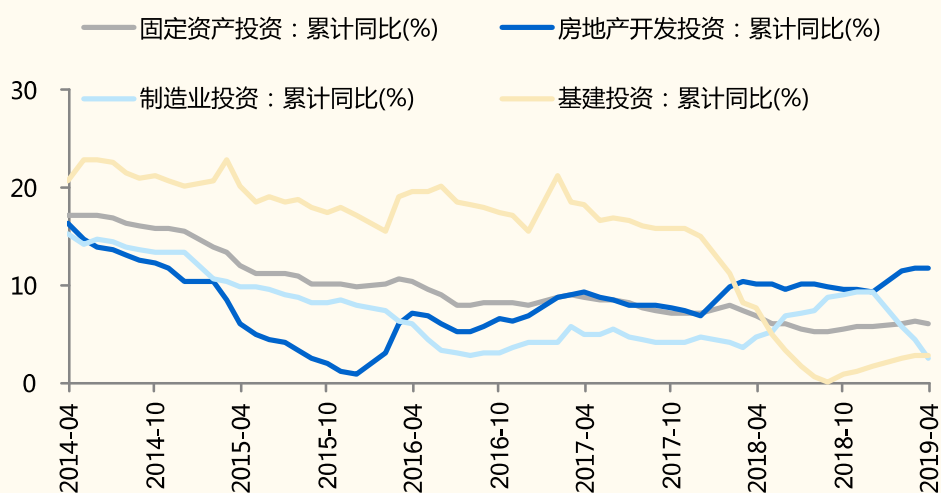
1、投资处在下行过程中，不过，当月同比明显下行，主要原因在于季节性因素导致的。4 月固定资产投资当月和累计同比均下滑反映了两个事实：一是固定资产投资依然处在下行过程中；二是当月同比明显下滑，主要是由于季节性因素导致的，并非是投资突然明显走弱。今年集中开工时间早于去年，导致 3 月和 4 月当月同比波动过大。

(1) 基建投资当月同比下滑，累计同比继续上行。基建投资累计同比高于去年，表明基建投资依然在回升。不过，从数值来看，基建投资回升速度并不是很快。具体来看，1) 交运行业累计同比保持不变（前值 6.5%），其中铁路运输业上升至 12.3%（前值 11%），而道路运输业增速下降为 7%（前值 10.5%）；2) 水利大环保行业累计同比涨幅扩大至 1.1%（前值 1.0%），其中权重最大的公共设施管理业增速跌幅收窄至-0.4%（前值-0.6%），水利管理业跌幅收窄至-4.9%（前值-5.5%）。

(2) 制造业投资处于下行趋势中，不过，制造业投资当月同比过低很大程度上是由于季节性因素导致的。1-4 月制造业投资累计同比继续下滑，表明制造业投资依然处于下行趋势中，核心原因在于企业利润下滑，制造业企业投资意愿下降。不过，由于季节性因素，制造业投资当月同比下滑过多，是临时性的。具体来看，1) 新兴行业中，医药制造业累计同比上升至 10.4%（前值 9.7%），计算机通信行业累计同比涨幅扩大至 6.7%（前值 5.5%）；2) 装备制造业中政策支持汽车制造业累计同比跌幅扩大至-1.4%（前值-1.0%），铁路船舶行业累计同比跌幅收窄至-8.2%（前值-8.7%）；3) 轻工行业中，农副食品加工业累计同比跌幅收窄至-6.3%（前值-6.7%），食品制造累计同比涨幅收窄至 0.2%（前值 4.4%）；4) 传统行业中，有色金属冶炼及压延加工业累计同比跌幅收窄至-11.7%（前值-17.1%）。

(3) 房地产投资增速依然偏强，主因土地购置费增速依然较高，且建安投资增速回升。1-4 月制造业投资累计同比继续上升，表明房地产投资增速依然偏强。究其原因在于，土地购置费增速依然较高，超出了市场预期。此外，受交房压力影响，建安投资增速可能依然较好。开发资金来源累计同比回升至 8.9%（前值 5.9%）。

图表 2：固定资产投资累计同比下降



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

2、工业生产并非由很好转变为非常差，剔除季节性因素，1-4 月累计同比更能代表生产的真实状况。由于今年春节在二月上旬，节后集中开工时间早于去年，从而导致 3、4 月份工业生产相较于去年有所错位，当月同比波动变大。其实，结合 1-4 月累计同比来看，相比于去年四季度，工业生产算是平稳的。

(1) 从结构上看，采矿业和制造业生产下滑，而公用事业生产上升。采矿业

当月同比涨幅收窄至 2.9% (前值 4.6%)，制造业当月同比下降至 5.3% (前值 9.0%)，公用事业部门当月同比上升至 9.5% (前值 7.7%)。

(2) 从制造业内部结构上看，受益于建安投资和基建投资回升，传统制造业生产显著回升。

1) 新兴产业回升。其中医药制造业当月同比上升至 9.1% (前值 6.9%)，计算机、通信和电子行业当月同比上升至 12.4% (前值 10.2%)。

2) 装备制造业整体下行。其中汽车当月同比由涨转跌至-1.1% (前值 2.6%)，金属制品业当月同比下降至 3.3% (前值 14.6%)，运输设备业当月同比下降至 5.8% (前值 13.6%)。

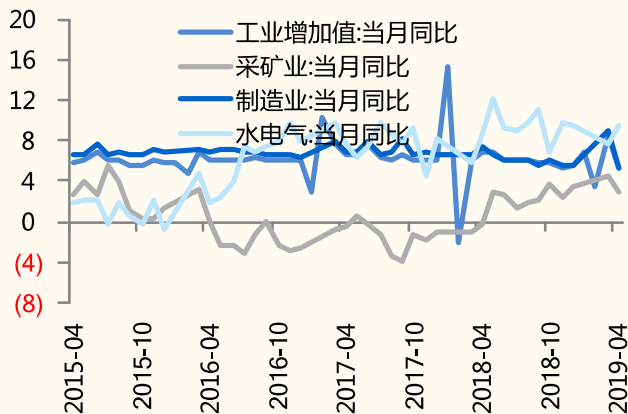
3) 通用专用设备制造整体下行。其中通用设备制造业当月同比下降至 2.0% (前值 14.1%)，专用设备制造业当月同比下降至 2.8% (前值 16.4%)。

4) 轻工业分化。其中农副食品加工业当月同比下降至 3.4% (前值 5.7%)，食品制造当月同比上升至 5.6% (前值 4.8%)，纺织业工业当月同比由涨转跌至-1.8% (前值 9.0%)。

5) 传统制造业分化。黑色金属冶炼及压延加工业增加值当月同比上升至 11.5% (前值 8.5%)，有色金属冶炼及压延加工业当月同比下降至 8.9% (前值 11.1%)，非金属矿物制品业当月同比下降至 9.8% (前值 15.4%)。

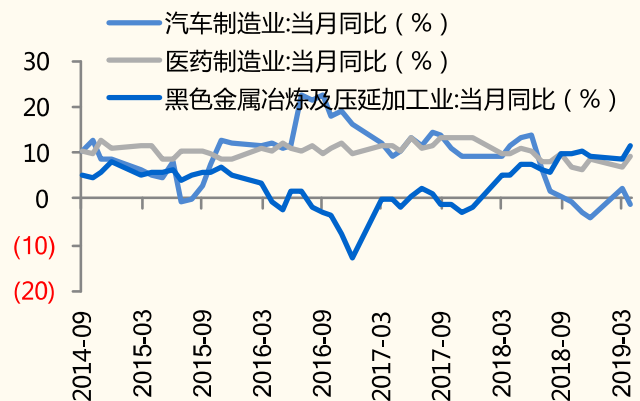
(3) 规模以上工业企业出口交货当月同比上升。规模以上出口交货值当月同比上升至 7.6% (前值 5.7%)。

图表 3: 工业增加值当月同比明显下降



来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 4: 黑色金属当月同比上升



来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

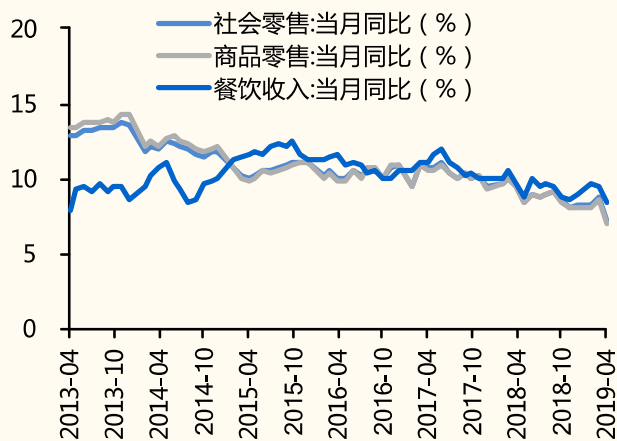
3、季节性因素导致 4 月社零增速明显下行。春节过后，社会消费品存在集中消费期。由于今年春节在 2 月上旬，集中消费期早于去年，导致 3 月和 4 月社零同比出现很大波动。结合 1-4 月社零累计同比来看，相比于去年 4 季度，消费趋势偏弱，但并非大幅下滑。分项上看，日常、地产相关及升级型消费均有所下行，汽车消费跌幅收窄。

(1) 地产链条有所下行。建筑装潢材料当月同比由涨转跌至-0.3% (前值 10.8%)；家具当月同比大幅下行至 4.2% (前值 12.8%)；家电当月同比涨幅下行至 3.2% (前值 15.2%)。

(2) 升级型消费有所下行。通讯类消费同比大幅下行至 2.1% (前值 13.8%)；中西药同比下行至 11.5% (前值 11.8%)；石油及制品类消费下行至 0.1% (前值 7.1%)。

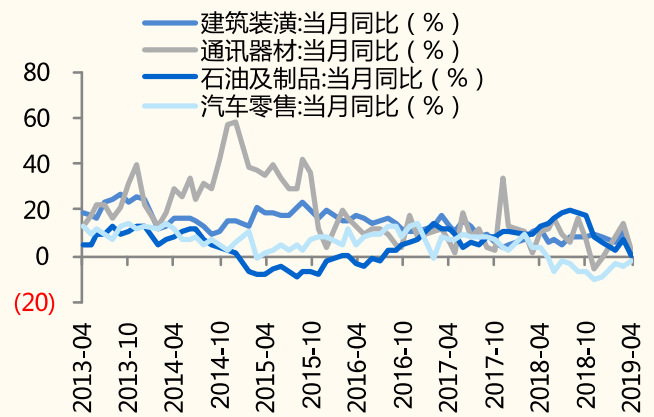
(3) 汽车消费跌幅收窄。汽车消费当月同比跌幅收窄至-2.1% (前值-4.4%)。

图表 5：消费当月同比下行



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 6：地产类链条、升级型消费均下行



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

风险提示：

1. 财政宽松力度不足，减税降费力度不够或者执行力度不够，难以对冲经济下行压力，导致企业盈利进一步下降，失业等问题加剧；
2. 货币政策短期过紧导致名义利率上升，同时物价下滑，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；
3. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；
4. 房地产市场持续收紧，叠加资管新规严格执行程度超预期，可能造成部分金融机构出现风险，从而导致系统性风险发生概率上升；
5. 中美贸易摩擦升温，对双方需求形成较大冲击；美联储如果加息速度和幅度高于市场预期，将推升美元大幅上升，资本流入美国，新兴市场将再度面临资本流出，可能诱发风险。

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_12512



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>