

## 数据走势符合预期, 继续看好债市机会

——2019年4月经济数据点评

宏观数据点评

2019年05月16日

## 报告摘要:

事件: 近日, 国家统计局公布 2019 年 4 月经济数据。社会消费零售当月同比 7.2%, 市场预期 8.7% (我们预期 8.3%), 前值 8.7%。1-4 月房地产开发投资 11.9%, 我们预期 12.0%。1-4 月固定资产投资累计同比 6.1%, 市场预期 6.4% (我们预期 6.1%), 前值 6.3%。4 月工业增加值同比 5.4%, 市场预期 6.5% (我们预期 6.0%), 前值 8.5%。

## ● 消费超预期回落

消费回落一方面是季节性因素, 4 月份节假日移动, 致使消费有所回落; 一方面是受到房地产对消费需求的挤压, 消费需求普遍回落。

## ● 房地产开发投资增速继续回升

在房地产实施“一城一策”后, 部分城市为了吸引人才流入放松了房地产调控, 使得房地产销售面积累计同比增速降幅收窄, 销售额累计同比增速提升。商品房待售面积降幅收窄, 房屋新开工面积与施工面积增速回升, 房地产开发投资增速自 2019 年以来继续回升。

## ● 固定资产投资如期回落

制造业和民间投资拖累固定资产投资回落。由于 4 月份专项债发行明显缩量, 财政支出中基建支出增速下滑, 基建投资与上月持平。虽然制造业投资下滑较多, 但房地产和采矿业托底固定资产投资, 使得固定资产投资仅下降了 0.2 个百分点。

## ● 需求走弱, 生产超预期下行

3 月工业增加值回升主要受到春节效应影响和企业为享受增值税下调的优惠, 提前备货、加快生产。但消费、固定资产投资超预期下行, 使得工业增加值实际增速较我们预期更低。

## ● 服务业增速回落

4 月份, 全国服务业生产指数同比增长 7.4%, 增速比上月回落 0.2 个百分点, 比 1-2 月份加快 0.1 个百分点。虽然人均可支配收入保持较快增长, 但人均消费支出增速创 2018 年以来新低; 受消费与生产增速回落影响, 服务业增速回落。

## ● 经济与市场展望

下半年中国经济能否企稳取决于贸易谈判结果。若贸易摩擦升级, 则中国经济的企稳时间将由三季度后移。虽然央行货币政策委员会一季度例会暗示货币政策边际上不会更加宽松, 政治局会议明确政策重心由逆周期调节转向供给侧改革, 但中美经贸谈判再生波澜, 使得股市和债市有所分化。预计 6 月末日本 G20 峰会前, 股市将延续震荡调整行情, 股市更多属结构性投资机会。下一波机会需等待中美贸易协议正式达成, 改革在外部压力下加速推进。5-6 月债市则迎来交易性机会, 10 年期国债收益率或下行至 3.1-3.2%。

## ● 风险提示: 中美经贸谈判不及预期, 全球经济下行超预期, 改革推进不及预期。

## 民生证券研究院

## 分析师: 解运亮

执业证号: S0100519040001

电话: 010-85127665

邮箱: xieyunliang@mszq.com

## 研究助理: 毛健

执业证号: S0100119010023

电话: 021-60876720

邮箱: maojian@mszq.com

## 相关研究

- 1、中美经贸摩擦加剧的原因及谈判前景展望——中美经贸关系系列专题报告 20190321
- 2、货币政策边际上暂时不会更加宽松——央行货币政策委员会 Q1 例会点评 20190416
- 3、数据背后的实质: 经济何时内生企稳——Q1 经济数据点评 20190418
- 4、通胀上行, M2 因财政缴款回落——2019 年 4 月宏观数据预测 20190430
- 5、中美经贸谈判再生波澜——特朗普加税声明点评 20190506

## 目录

一、消费超预期回落 .....	3
二、房地产开发投资增速继续回升.....	4
三、固定资产投资如期回落 .....	5
四、需求走弱，生产超预期下行 .....	6
五、服务业增速回落 .....	6
六、经济与市场展望 .....	6
风险提示： .....	7

事件：近日，国家统计局公布 2019 年 4 月经济数据。社会消费零售当月同比 7.2%，市场预期 8.7%（我们预期 8.3%），前值 8.7%。1-4 月房地产开发投资 11.9%，我们预期 12.0%。1-4 月固定资产投资累计同比 6.1%，市场预期 6.4%（我们预期 6.1%），前值 6.3%。4 月工业增加值同比 5.4%，市场预期 6.5%（我们预期 6.0%），前值 8.5%。

点评一季度经济数据时，我们就指出：消费尚未企稳，创新难以一蹴而就。经济内生企稳时点为三季度判断，但需坚持改革开放，加大减税降费力度，提高企业投资回报率；充分发挥财政的再分配功能，改善居民财富和收入不平等状况，促进消费增长。维持稳健的货币政策，防止过度刺激；坚持房地产调控基本原则不动摇，防止地产挤压消费、抑制创新，加剧经济失衡。随着货币政策边际上暂时不会更加宽松，股市将由分母驱动转为分子驱动，预计短期内进入窄幅震荡，后续可能会有调整风险，更多属结构性投资机会。下一波机会需等待中美贸易协议正式达成，改革在外部压力下加速推进。

我们认为，消费回落一方面是季节性因素，4 月份节假日移动，致使消费有所回落；一方面是受到房地产对消费需求的挤压，消费需求普遍回落。

在房地产实施“一城一策”后，部分城市为了吸引人才流入放松了房地产调控，使得房地产销售面积累计同比增速降幅收窄，销售额累计同比增速提升。商品房待售面积降幅收窄，房屋新开工面积与施工面积增速回升，房地产开发投资增速自 2019 年以来继续回升。

制造业和民间投资拖累固定资产投资回落。由于 4 月份专项债发行明显缩量，财政支出中基建支出增速下滑，基建投资与上月持平。虽然制造业投资下滑较多，但房地产和采矿业托底固定资产投资，使得固定资产投资仅下降了 0.2 个百分点。

3 月工业增加值回升主要受到春节效应影响和企业为享受增值税下调的优惠，提前备货、加快生产。但消费、固定资产投资超预期下行，使得工业增加值实际增速较我们预期更低。

4 月份，全国服务业生产指数同比增长 7.4%，增速比上月回落 0.2 个百分点，比 1-2 月份加快 0.1 个百分点。虽然人均可支配收入保持较快增长，但人均消费支出增速创 2018 年以来新低。受消费与生产增速回落影响，服务业增速回落。

下半年中国经济能否企稳取决于贸易谈判结果。若贸易摩擦升级，则中国经济的企稳时间将由三季度后移。虽然央行货币政策委员会一季度例会暗示货币政策边际上不会更加宽松，政治局会议明确政策重心由逆周期调节转向供给侧改革，但中美经贸谈判再生波澜，使得股市和债市有所分化。预计 6 月末日本 G20 峰会前，股市将延续震荡调整行情，股市更多属结构性投资机会。下一波机会需等待中美贸易协议正式达成，改革在外部压力下加速推进。5-6 月债市则迎来交易性机会，10 年期国债收益率或下行至 3.1-3.2%。

## 一、消费超预期回落

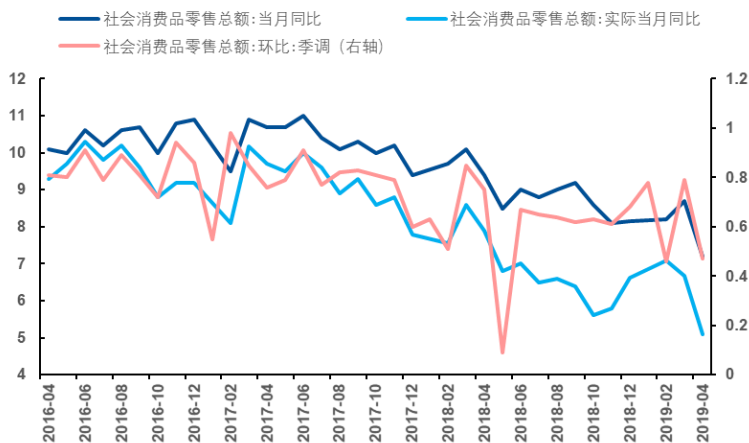
**季节性因素与需求不足导致消费回落。**社会消费零售当月同比 7.2%，市场预期 8.7%（我们预期 8.3%），前值 8.7%。扣除价格因素实际增长 5.1%，再创历史新低。经季节调整后环比增长 0.47%，环比增速为 2016 年 4 月以来第三低。其中，限额以上企业消费品零售总额当月同比增长 2.0%，为历史新低。相较 2018 年 11 月，限额以上企业消费品

零售总额当月同比增速仅低 0.1 个百分点，但是，社会消费零售当月同比增速却低 0.9 个百分点。表明限额以下企业消费品零售总额下降较多。我们认为，消费回落一方面是季节性因素，4 月份节假日移动，致使消费有所回落；一方面是受到房地产对消费需求的挤压，消费需求普遍回落。

**商品消费回落拖累社零。**按消费类型分，4 月份，餐饮收入 3281 亿元，同比增长 8.5%，增速较上月回落 1 个百分点；商品零售 27305 亿元，增长 7.0%，增速较上月回落 1.6 个百分点。

**消费品普遍回落。**4 月当月，必需品中，食品、服装、日用品等消费增速回落，仅饮料、药品维持正常增速。可选消费方面，地产相关的家电、家具增速回落；石油及制品、化妆品增速回落；汽车销售降幅收窄；珠宝增速高于 3 月，但 0.4% 的增速仍处于较低水平。

图 1：社会消费品零售总额同比增速回落 (%)



资料来源：Wind，民生证券研究院

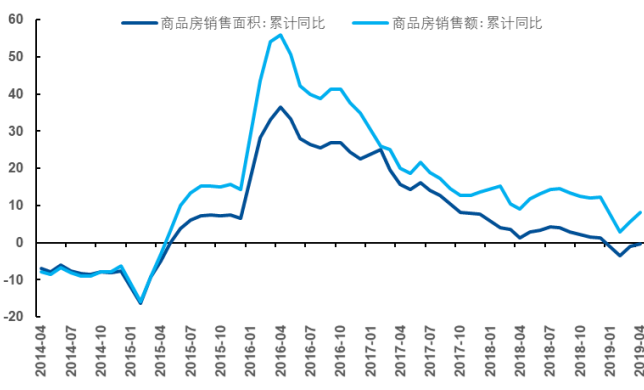
## 二、房地产开发投资增速继续回升

**商品房销售增速回升。**在房地产实施“一城一策”后，部分城市为了吸引人才流入放松了房地产调控，使得房地产销售面积累计同比增速降幅收窄，销售额累计同比增速提升。4 月份商品房销售面积累计同比下降 0.3%，降幅连续 3 个月收窄。商品房销售额同比增长 8.1%，连续 3 个月回升。

**商品房施工面积增速继续回升。**商品房待售面积降幅收窄，房屋新开工面积与施工面积增速回升。4 月，房地产开发企业房屋施工面积累计同比下降 9.4%，新开工面积累计同比增长 13.1%，施工面积累计同比增长 8.8%。施工面积自 2018 年 3 月以来连续回升。

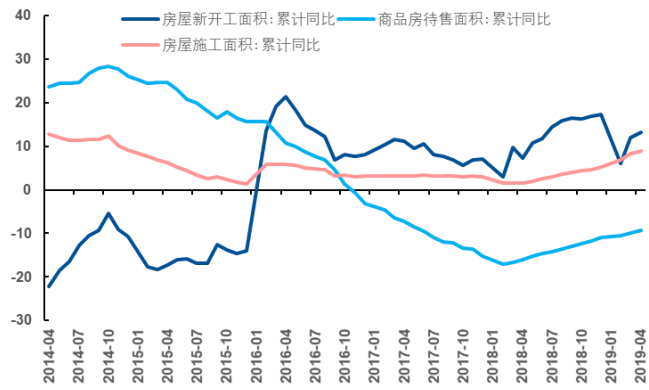
**房地产开发投资增速继续回升。**1-4 月房地产开发投资 11.9%，我们预期 12.0%。受商品房销售带动，施工面积增速回升，房地产开发投资增速自 2019 年以来继续回升。

图2：商品房销售增速回升 (%)



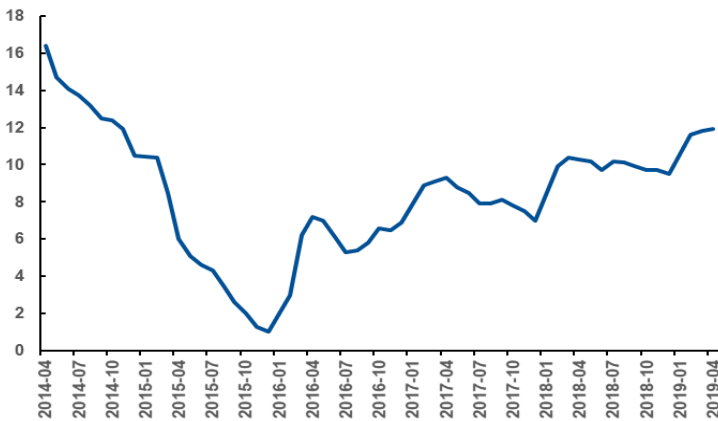
资料来源：WIND，民生证券研究院

图3：商品房施工面积增速继续回升 (%)



资料来源：WIND，民生证券研究院

图4：房地产开发累计同比增速回升 (%)

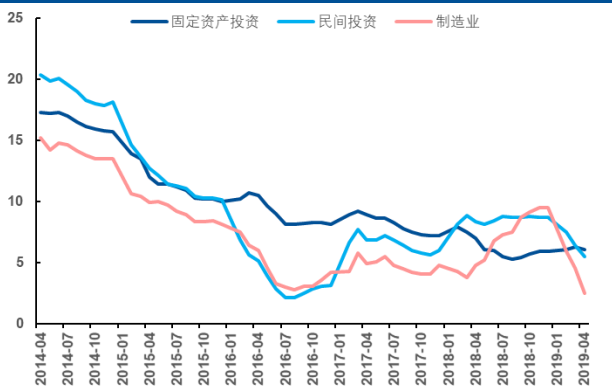


资料来源：Wind，民生证券研究院

### 三、固定资产投资如期回落

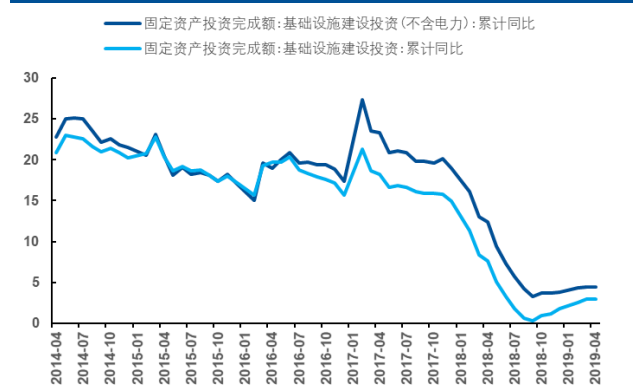
制造业和民间投资拖累固定资产投资回落。1-4月固定资产投资累计同比6.1%，市场预期6.4%（我们预期6.1%），前值6.3%。其中，民间固定资产投资93103亿元，同比增长5.5%，增速比1-3月份回落0.9个百分点。制造业投资增长2.5%，增速回落2.1个百分点。

图5：制造业和民间投资拖累固定资产投资回落 (%)



资料来源：WIND，民生证券研究院

图6：基建投资累计同比增速与上月持平 (%)



资料来源：WIND，民生证券研究院

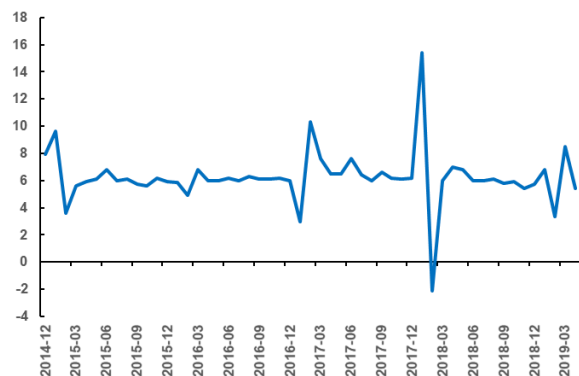
**受资金来源限制，基建投资与上月持平。**由于4月份专项债发行明显缩量，财政支出中基建支出增速下滑，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长4.4%，增速与1-3月份持平。其中，水利管理业投资下降4.9%，降幅收窄0.6个百分点；公共设施管理业投资下降0.4%，降幅收窄0.2个百分点；道路运输业投资增长7%，增速回落3.5个百分点；铁路运输业投资增长12.3%，增速提高1.3个百分点。

**房地产与采矿业托底固定资产投资。**虽然制造业投资下滑较多，但是房地产开发投资累计同比增长11.9%，采矿业投资累计同比增长25.7%，使得固定资产投资仅下降了0.2个百分点。

## 四、需求走弱，生产超预期下行

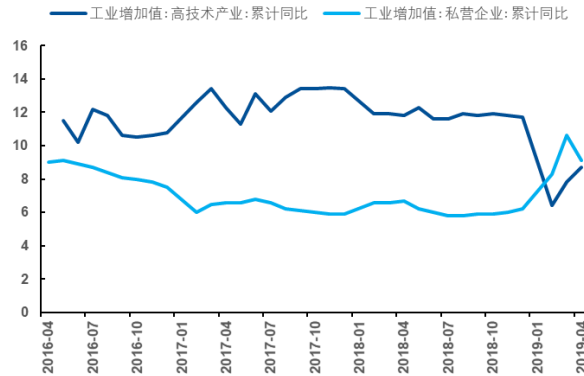
**需求走弱，生产超预期下行。**4月工业增加值同比5.4%，市场预期6.5%（我们预期6.0%），前值8.5%。3月工业增加值回升主要受到春节效应影响和企业为享受增值税下调的优惠，提前备货、加快生产。但消费、固定资产投资超预期下行，使得工业增加值实际增速较我们预期更低。

图7：工业生产超预期下行（%）



资料来源：WIND，民生证券研究院

图8：高技术产业工业增加值回升（%）



资料来源：WIND，民生证券研究院

**高技术产业工业增加值增速回升，私营企业工业增加值增速回落。**受益于国家政策支持，4月高技术产业增加值累计同比增长8.7%，较3月份回升0.9个百分点，增速自2019年以来继续回升。受成本上升和需求下降影响，4月私营企业工业增加值累计同比增长9.1%，较3月份回落1.5个百分点。

## 五、服务业增速回落

**消费与生产增速回落带动服务业增速有所回落。**4月份，全国服务业生产指数同比增长7.4%，增速比上月回落0.2个百分点。点评3月份数据时，我们就指出人均可支配收入保持较快增长，但人均消费支出增速创2018年以来新低；社会消费品零售总额增速回升，但服务支出受到挤压。受消费与生产增速回落影响，服务业增速回落。

## 六、经济与市场展望

下半年中国经济能否企稳取决于贸易谈判结果。若贸易摩擦升级，则中国经济的企稳

时间将由三季度后移。虽然央行货币政策委员会一季度例会暗示货币政策边际上不会更加宽松,政治局会议明确政策重心由逆周期调节转向供给侧改革,但中美经贸谈判再生波澜,使得股市和债市有所分化。预计6月末日本G20峰会前,股市将延续震荡调整行情,股市更多属结构性投资机会。下一波机会需等待中美贸易协议正式达成,改革在外部压力下加速推进。5-6月债市则迎来交易性机会,10年期国债收益率或下行至3.1-3.2%。

## 风险提示:

中美经贸谈判不及预期,全球经济下行超预期,改革推进不及预期。

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\\_12515](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12515)

