

2019年05月15日

宏观研究

研究所

证券分析师: 樊磊 S0350517120001
021-60338120 fanl@ghzq.com.cn

短期需求略有回落, 经济企稳韧性仍存

——2019年4月经济数据点评

相关报告

《中美贸易摩擦再度升级点评: 短期冲击或小于去年》——2019-05-13

《4月贸易数据点评: 进口回升验证内需改善》——2019-05-08

《贸易摩擦最新进展点评: 为什么对于中美贸易谈判不宜过度悲观》——2019-05-07

《4月PMI数据点评: 经济企稳趋势不改》——2019-05-05

《4月19日政治局会议点评: 政治局会议对市场关心问题的答案是什么?》——2019-04-21

事件:

统计局5月15日公布2019年4月主要经济数据, 终端需求略低于预期, 工业生产也如期回落, 但是详细分析数据, 经济企稳的内部韧性仍在。中美贸易摩擦的意外升级可能导致我们下修对下半年GDP的预测, 政策也面临进一步放松的压力。当然, 目前看中美谈判仍有转圜的空间。

投资要点:

- **制造业投资拖累终端需求。**4月份需求端的数据显示房地产投资保持较强韧性并继续高位增长, 基建投资基本稳定, 零售的数据剔除假日因素也并不差; 但是制造业投资超预期的下滑, 叠加出口数据因为基数效应的回落, 终端需求有所回落。
- **工业生产如期回落, 但经济内生性韧性仍在。**由于基数和增值税下降导致的原材料库存大增导致3月工业生产增速异常的高, 4月回到5.4%的水平虽然低于市场预期也在情理之中。实际上, 4月工业增加值增速仍然高于1-2月; 同时由于原材料重新去库存可能压制了工业生产, 工业生产其实仍在企稳反弹之中。此外, 考虑到减税降费有望逐步和持续对制造业投资、居民消费构成支撑, 房地产销售和开工继续超预期也都意味着需求端的内生性的韧性也并不差。
- **外部压力带来GDP增速下调风险。**虽然我们认为中美中期仍将有大概率达成协议, 美国财长即将访华的最新消息意味着谈判也有转圜的空间, 但是如果6月份的G20峰会仍未达成贸易协定, 对中国2000亿美元产品关税上调到25%可能影响中国下半年经济同比的反弹; 如果对3000亿美元产品也加征关税, 对于GDP的预测可能还有进一步下调的风险。当然, 中国政府也会进一步放松政策以应对外部需求冲击。4月份社融的回落虽然验证了我们对于货币紧缩的判断, 但贸易摩擦升级之后银行间市场利率的下行意味着政策可能又在重新调整。从总理对就业创业工作会议的批示来看, 劳动力市场的稳定是贸易摩擦升级背景下政府最关切的问题之一。

风险提示: 经济下滑超预期, 政策紧缩超预期, 贸易战超预期

1、需求端略有回落：制造业投资构成明显拖累

2019年4月份终端需求较3月份略有一些回落。虽然房地产投资持续保持高位，且基建投资比较平稳，制造业投资的超预期下滑还是拖累了需求。社零数据不及预期，然而我们注意到剔除掉假日因素，零售增速大体平稳。

房地产投资韧性较强。从单月同比来看，房地产投资同比增速从3月的12.0%上升到12.1%，继续保持较强的韧性，也符合我们在最近两篇房地产深度报告中的预测（《人口和去库存政策拐点之后的房地产投资1及2》）。

一方面，市场前期在资金链偏紧情况下停工的项目重新开工可能继续支持房地产投资——支持性的证据在于在建面积的增加相对于新开工面积的增加偏高，另一方面，房地产商库存持续下降需要补库存可能也是开发商加速房地产投资的重要原因。实际上，3、4月份，房地产单月销售面积由负转正，房地产新开工面积也维持在15%以上的高位。这意味着房地产投资有可能在较高水平上保持更长的时间。

展望未来，棚户区改造计划的显著缩水和未来数月的高基数可能会对房地产销售同比产生负面影响（从近期各地区公布的棚改计划来看，2019年为285万套左右，较2018年实际完成627万套的规模大幅下调，粗略估计影响全年商品房销售面积约10%¹），但是贸易摩擦升级之后流动性重回宽松以及政府的遏制房价上涨的政策²仍然有望对房地产销售构成支撑。我们预计全年商品房销售面积仅会出现-5%以内的负增长并存在超预期的可能，而房地产投资在未来数月仍会维持在较高的水平。

基建投资（不含电力）4月单月同比增速在4.4%，与上月大体持平。在财政政策持续保持积极的情况下，基建投资基本保持稳定并构成对于经济增长的支撑。值得关注的是在房地产市场出现一定回暖的情况下，地方政府土地出让金收入累计同比从3月份的-9.5%上升到4月的-7.6%，这也意味着地方政府的土地出让收入有望改善，并可以对基建投资构成支撑。

当然，在地方政府隐性负债仍然受到较严格控制的情况下，除非贸易摩擦急剧恶化导致政策比较明显的调整，基建投资不具备大幅反弹的基础。

制造业投资继续下滑，并拖累固定资产投资。单月制造业投资增速下滑到-1.1%，创出历史新低，也低于我们和市场的预期并拖累固定资产投资单月同比增速从6.5%下滑到5.7%。

我们认为从去年年底以来工业企业利润出现的负增长对企业投资构成了明显的拖累。虽然1-2月盈利的较严重的负增长可能与某些偶发性因素有关——实际并没有那么差，但3月份企业盈利的反弹与增值税减税后的存货投资大增有关——只是一个脉冲性的现象。这意味着当前企业盈利虽然可能已经筑底，但整体仍然

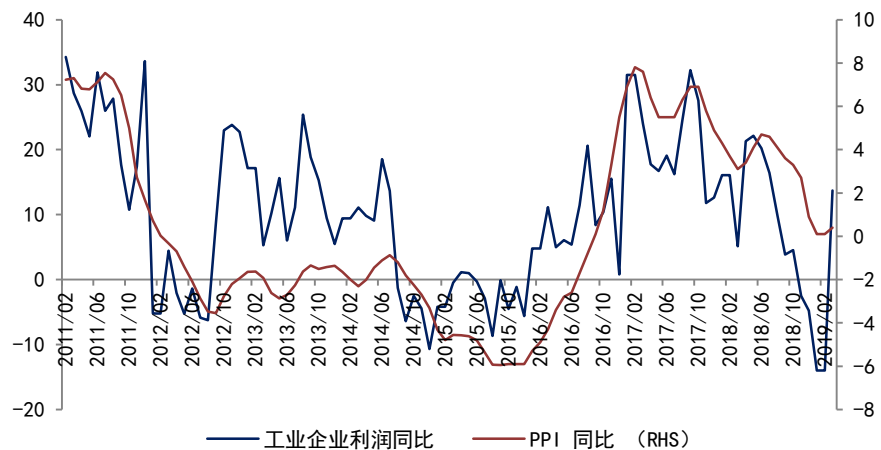
¹ 参见《285万套！2019年棚改开工量“腰斩”对市场意味着什么》，《华尔街见闻》4月29日，<https://wallstreetcn.com/articles/3520679?from=widgets>

² 房地产需求曲线和普通商品类似，便宜的时候需求更大。参见我们的深度报告《人口和去库存政策拐点之后的房地产投资2》

处在较低的水平。

然而，伴随着增值税税改的到位和减税降费的实施，叠加 PPI 二季度反弹，企业盈利有望出现相当改善。考虑到制造业投资通常滞后于企业盈利恢复，我们预计制造业投资二季度末三季度应该会逐步企稳或略有反弹——当然，反弹的程度还要看贸易摩擦最终的结果如何。

图 1：工业企业利润同比



资料来源：Wind，国海证券研究所

零售数据受到节日因素扭曲较大。社会消费品零售同比增速下滑到 7.2%，而限额以上消费品同比增速则下滑到 2.0%，纷纷创出新低。但是，节假日的因素可能对同比数据造成了较大扰动。由于“五一节”放假安排不同，2018 年 4 月全月假期有 10 天，而 2019 年 4 月假期只有 8 天，零售受到了比较明显的影响。按照国家统计局的估计，如果剔除假日的因素，今年 4 月社零增速在 8.7% 左右，和上个月大体持平，显著高于一季度平均水平，意味着消费需求仍处于反弹通道之中——此前对于经济预期的改善以及减税提升居民可支配收入可能是最主要的因素。

从品类来看，大部分可选消费品，包括服装、化妆品、通讯器材等都较 3 月大幅下滑；家电、家具、建材销售也表现欠佳。但是汽车零售持续回升。

考虑到国六标准落地，近期汽车厂商对国五标准汽车的降价促销可能会显著推升汽车销售，叠加节日效应，至少 5 月零售数据会出现显著回升。再往长看，我们预计减税降费仍将改善居民收入并将对消费构成支撑，但是贸易摩擦带来的增长和就业方面的压力则会对消费产生负面影响。

4 月出口虽然比去年年底的最低点有所回升，但是因为基数效应等多方面原因，仍然较 3 月份回落（《4 月贸易数据点评》）。

2、工业生产：如期回落，但韧性犹存

工业生产从 3 月 8.5% 的同比增长回落到 5.4%，符合我们对于 4 月工业生产将

“显著回落”的判断（《4月PMI数据点评》）。从主要工业产品包括发电量、化纤、水泥、十种有色金属等产量同比都下滑明显。只有粗钢产量强劲反弹——与房地产需求旺盛保持一致。

如我们上个月评论所指出的，低基数和增值税降低之后导致的原材料存货投资的大幅上升推升了3月份的工业生产，4月份伴随着这两个方面因素的减退，工业生产回落属于正常现象。

实际上，5.4%的工业增速仍然高于今年1-2月份的水平；考虑到3月份购入的产成品存货可能在近期逐步被消化，可能还压低了工业生产，工业生产逐步筑底企稳的韧性仍然有所体现。

从PMI产成品存货的情况来看，4月份企业部门去库存可能仍在持续。

3、金融数据如期回落验证货币政策调整

金融数据方面，4月份的社融存量同比有所回落——完全符合此前我们介绍的货币政策有所紧缩的结论（《政治局会议点评》）。从结构上看，银行贷款存量同比的回落是社融回落的最重要原因。由于监管最容易管控的是贷款增速，这也符合政策当局有意压缩信贷增速的政策意图。

然而在贸易摩擦突然升温之后，银行间利率的水平出现了明显的下滑。5月以来DR007的平均利率水平为2.42%，显著低于4月同期2.58%的水平，1个月和3个月Shibor的利率水平也都明显回落。我们认为货币政策结束了4月份短暂的稳健中性的状态，重新回归稳健略宽松的状态。

如果贸易摩擦没有在近期缓解，我们预计社融同比增速未来可能仍有上升的空间。

4、通胀压力：上行和下行的因素

4月份CPI反弹到2.5%，略低于市场预期。猪肉价格涨幅不及预期以及近期猪肉占CPI比重的下调可能有所贡献。

考虑到近期美国和伊朗关系的紧张也同时推升了油价，猪价和油价如果同时上涨可能会对通胀构成一定压力。当然，中美贸易摩擦升温之后中国经济增长速度可能要比原来预期的低，维护劳动力市场稳定也会存在一定挑战，这些因素又有助于平抑通胀。

5、经济与政策展望：GDP预测存在下修风险

短期而言，中美贸易摩擦可能对于中国经济构成一定冲击。虽然前期的减税降费 and 近期货币政策的重新调整有望继续对经济增长构成支撑，如果中美元首6月份的会晤未能就中美贸易问题达成协议，对2000亿美元中国产品加征关税可

能使得中国经济在 2 季度左右触底（6.3%）之后难以出现明显反弹——即使是考虑到近期货币政策的一些调整。我们预计下半年中国经济增速或在 6.3% 左右。如果美方进一步对 3000 亿美元中国产品加征关税，对于三四季度的 GDP 预测可能仍有一定下修空间。

当然，如果关税进一步上升，我们预计中国政府可能也会采取更大力度的政策调整来对冲外需的下滑并稳定劳动力市场。

从 4 月份的失业率数据来看，虽然因为季节性的因素失业率有所回落，但是仍然高于 2018 年同期，显示劳动力市场较经济较好时期仍存一定差距。我们也注意到中美贸易摩擦升温对于劳动力市场的冲击可能已经开始——近期百度“找工作”热词搜索量大幅上升；同时贸易摩擦对劳动力市场的潜在冲击也引起了政府高层的关注。

5 月 14 日，总理对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作出批示，会议提出“面对十分复杂严峻的形势”，要“守住不发生大规模失业的底线”，“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”，要“有效稳住就业大局、稳定社会预期”。

当然，就中期而言，我们认为中美仍有较大概率达成贸易协议。对于美方而言，在中美贸易协议已经达成 80-90% 的情况下，放弃取得的成果并接受贸易摩擦升级的损失属于不智行为；对于中国而言，坐视中美关系压舱石的经贸关系被破坏并可能导致两国进一步对立也不是理想选择。

我们认为美方当前的强硬有试探中国底线的意味，而中方的报复行为也是希望对于美方的相关利益集团造成损失，并希望他们能够向特朗普政府施加压力。5 月 14 日，美国财政部发言人称，美国财长姆努钦计划近期前往中国进行经贸谈。毫无疑问，这是个积极信号。中美贸易谈判仍有转圜的空间。

风险提示：经济下滑超预期，政策紧缩超预期，贸易战超预期

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_12517

