

数据回归常态，贸易摩擦增添不确定性

—— 2019年4月经济数据点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007

陈韵阳（联系人）证书编号：S0280118040020

● 数据回归常态，贸易摩擦增添不确定性

随着春节、增值税减税等因素影响退去，3月强势数据不再，4月数据回归常态，工业、投资、社零、出口、社融数据全面回落。不必对单月数据波动过度解读，目前来看，经济可能处于筑底状态，既不会很快强复苏（即使复苏应该也是弱复苏），也不会快速回落。贸易摩擦风云又起，贸易摩擦对经济的影响是一个动态的过程，短期影响不宜高估，长期影响不宜低估，同时，贸易摩擦重在应对，政策调整与改革开放或将形成对冲，对国内经济形势保持谨慎乐观。

● 工业生产增速显著回落，结构分化

2019年4月工业增加值同比增长5.4%，增速较3月大幅下降3.1个百分点，主要受高基数以及不可持续因素（春节错位、增值税减税）消退影响。从结构上来看，占比最高的制造业生产增速回落较多，增速回落3.7个百分点。其中，非供改行业生产增速回落幅度较大，供改行业生产增速回落幅度较小，这应该和环保限产、去产能力度减弱有关。

● 制造业投资拖累固定资产投资增速回落

2019年1-4月固定资产投资同比增速从6.3%下降至6.1%，从结构来看，制造业投资是主要拖累，企业资本开支没有启动，随着去产能、环保减弱导致上游企业利润增速下滑，以及出口不确定性增加，制造业投资增速下滑，并拖累民间投资增速。从企业盈利、出口等领先指标来看，二季度制造业投资增速或继续下行。基建投资增速持平。一季度大量资金投入，但截至目前，基建投资增速仍不温不火。一方面，基数偏高可能压制同比增速，另一方面，从资金投入至基建投资增速回升存在时滞。后续随着基数的显著降低以及资金前倾滞后效应体现，基建投资增速有望加速回升。房地产投资增速略有回升，主要是基数推动，4月单月增速与3月基本持平。在土地购置费支撑下，上半年房地产投资增速或仍能维持高位，随着土地购置面积增速的回落，下半年土地购置费增速可能将出现明显下滑，房地产投资增速或回落至中低增速。从结构上看，2019年地产销售与投资的格局可能是“一二线上行对冲三四线下行”。

● 受季节因素影响，社零增速全面下滑

2019年4月社零名义和实际增速分别为7.2%、5.1%，均低于前值（8.7%、6.7%），从结构来看，大部分消费品零售增速出现下滑。受季节因素影响，2015年以来，4月社零增速均不及3月，而社零增速如此全面的下滑，可能与2019年4月节假日天数比2018年同期减少2天有关，统计局在新闻稿里提到“如考虑4月份节假日天数同比减少两天的因素，测算4月当月社会消费品零售总额同比增长8.7%，与上月持平”。

单月数据波动不能说明问题，如果拉长时间来看，2019年1-4月社零实际增速同比增长6.4%，为2003年以来最低。同时，2019年一季度居民人均可支配收入增速与中位数增速均有提升，但是可能由于居民对未来经济预期不佳，消费更加谨慎，人均消费支出增速回落，居民未来经济预期不佳可能继续对社零增速产生拖累。

● 风险提示：货币政策发生转向；贸易战发展超预期

相关报告

宏观报告：供需两弱，经济未企稳——2019年1-2月经济数据点评

2019-3-14

宏观报告：上游行业进入通缩——2019年1月通胀数据点评

2019-2-15

宏观报告：渐行渐近的通缩风险——2018年通胀数据点评

2019-1-10

目 录

1、 数据回归常态，贸易摩擦增添不确定性.....	3
2、 工业生产增速显著回落，结构分化.....	3
3、 制造业投资拖累固定资产投资增速回落.....	4
4、 受季节因素影响，社零增速全面下滑.....	6

图表目录

图 1: 4 月工业增加值基数偏高 (%)	3
图 2: 制造业拖累工业增加值同比增速 (%)	4
图 3: 供改行业工业生产增速降幅小 (%)	4
图 4: 制造业投资增速回落 (%)	5
图 5: 1-4 月土地购置费对房地产投资拉动率或维持高位 (%)	5
图 6: 土地购置面积连续 3 个月显著负增长 (%)	6
图 7: 社零增速回落 (%)	6
图 8: 大部分消费品零售额增速放缓 (%)	7

1、数据回归常态，贸易摩擦增添不确定性

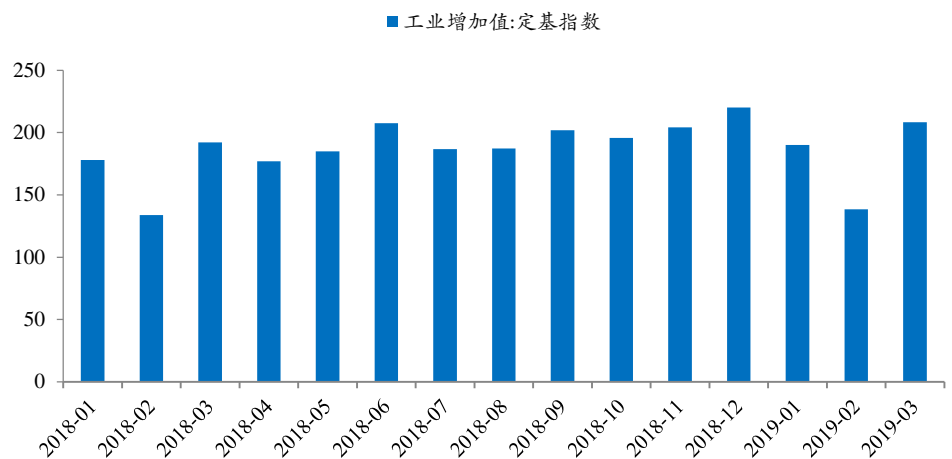
随着春节、增值税减税等因素影响退去，3月强势数据不再，4月数据回归常态，工业、投资、社零数据全面回落。不必对单月数据波动过度解读，目前来看，经济可能处于筑底状态，数据会有反复，经济既不会很快强复苏（即使复苏应该也是弱复苏），也不会快速回落。贸易风云又起，贸易摩擦对经济的影响是一个动态的过程，短期影响不宜高估，长期影响不宜低估。同时，贸易摩擦重在应对，短期政策调整与长期改革开放或将形成对冲，对国内经济形势保持谨慎乐观。

2、工业生产增速显著回落，结构分化

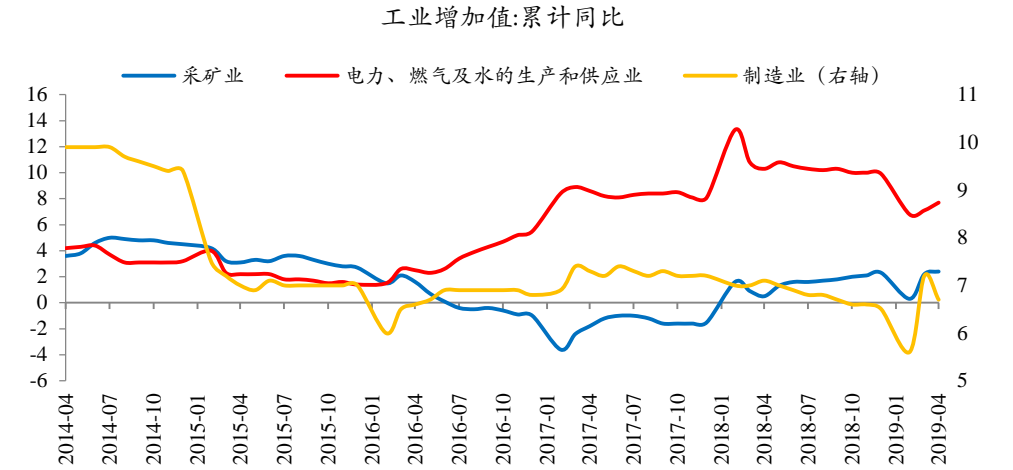
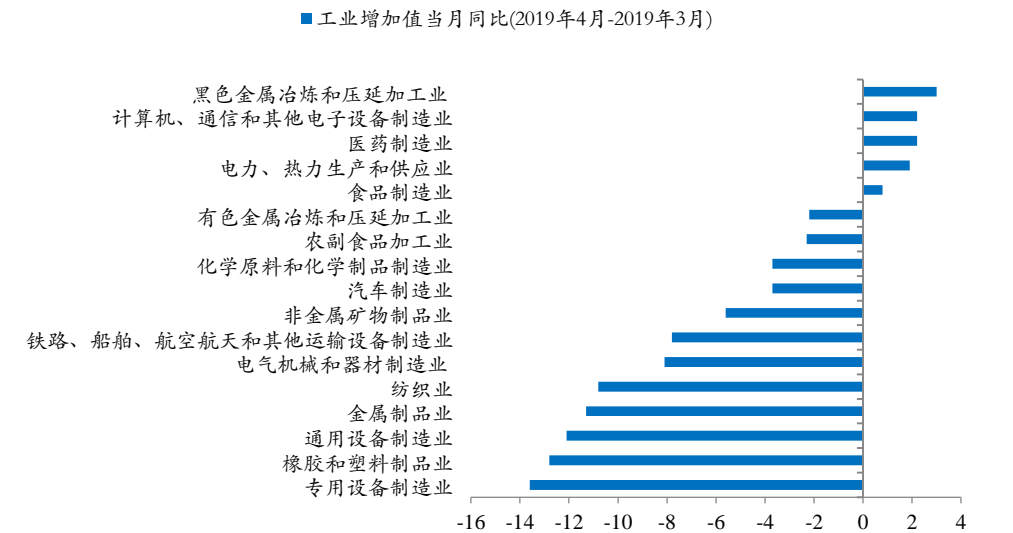
2019年4月工业增加值同比增长5.4%，增速较3月大幅下降3.1个百分点，主要受高基数以及不可持续因素（春节错位、增值税减税）消退影响。2018年4月工业增加值季调环比增速从0.37%上升至0.65%。同时，2019年3月工业增加值增速显著回升受春节错位与增值税减税干扰，4月这些因素消退。

从结构上来看，占比最高的制造业生产增速回落较多，增速回落3.7个百分点。其中，非供改行业生产增速回落幅度较大，供改行业生产增速回落幅度较小，例如，黑色金属冶炼和压延加工业生产增速较上月提高3个百分点，有色金属冶炼和压延加工业、化学原料和化学制品制造业、非金属矿物制品业等生产增速降幅不超过6个百分点，这应该和环保限产、去产能力度减弱有关。非供改行业生产增速回落幅度较大可能受制造业投资需求疲弱影响，1-4月制造业投资增速较1-3月回落2.1个百分点，年初以来进口增速的低迷也反映这点。

图1：4月工业增加值基数偏高（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 制造业拖累工业增加值同比增速 (%)**图3： 供改行业工业生产增速降幅小 (%)**

3、 制造业投资拖累固定资产投资增速回落

2019年1-4月固定资产投资同比增速从6.3%下降至6.1%，从结构来看，制造业投资是主要拖累，制造业投资增速较1-3月回落2.1个百分点，基建投资增速与1-3月持平，房地产投资增速较1-3月提高0.1个百分点。具体来看：

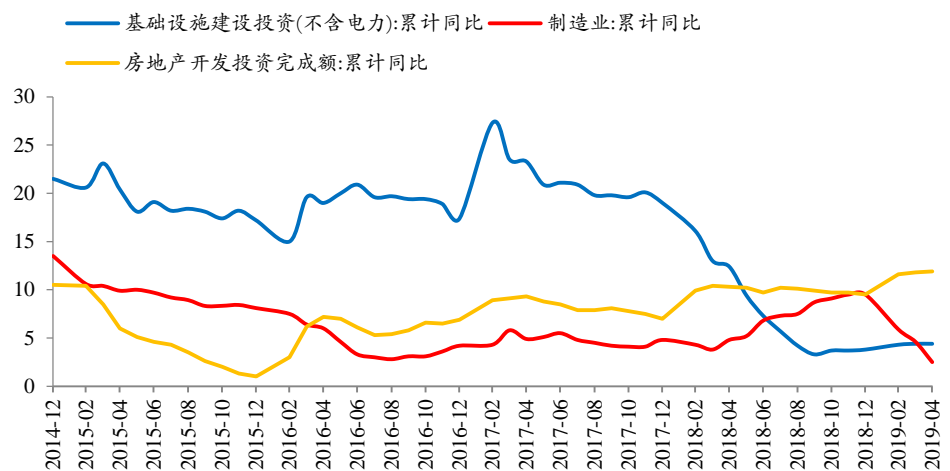
制造业投资增速回落。企业资本开支没有启动，随着去产能、环保减弱导致上游企业利润增速下滑，以及出口不确定性增加，制造业投资增速下滑，并拖累民间投资增速。从企业盈利、出口等领先指标来看，二季度制造业投资增速或继续下行。

基建投资增速持平。一季度大量资金投入，但截至目前，基建投资增速仍不温不火。一方面，2018年2-4月基建投资累计同比增速分别为16.1%、13%、12.4%，均是两位数增长，基数偏高可能抑制了2019年前4月基建投资增速。另一方面，从资金投入基建投资增速回升存在时滞。后续随着基数的显著降低以及资金前倾

滞后效应体现，基建投资增速有望加速回升。

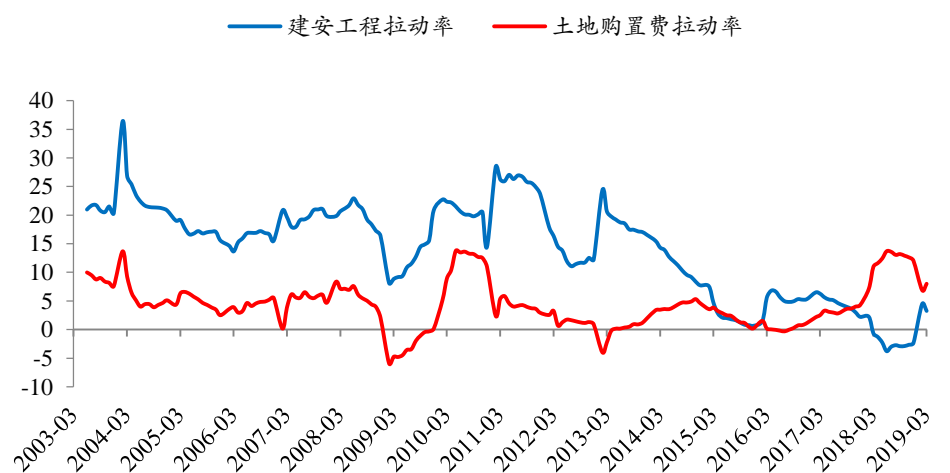
房地产投资增速略有回升。房地产投资增速小幅回升主要是基数推动，4月单月增速与3月基本持平。2018年1-4月土地购置费占比继续上升至26.2%，加上前期土地成交款滞后计入，2019年1-4月土地购置费对房地产投资拉动率或维持高位。在土地购置费支撑下，上半年房地产投资增速或仍能维持高位，随着土地购置面积增速的回落，下半年土地购置费增速可能将出现明显下滑，房地产投资增速或回落至中低增速。从结构上看，2019年棚改棚改开工计划目标大幅减少至285万套，三四线城市投资增速或明显回落，而房贷利率下降以及人才引进政策可能打开部分被抑制已久的需求，2019年地产销售与投资的格局可能是“一二线上行对冲三四线下行”，未来关注各城市房地产调控政策变化以及房贷利率下行对一二线城市房地产市场的刺激力度。

图4：制造业投资增速回落（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5：1-4月土地购置费对房地产投资拉动率或维持高位（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

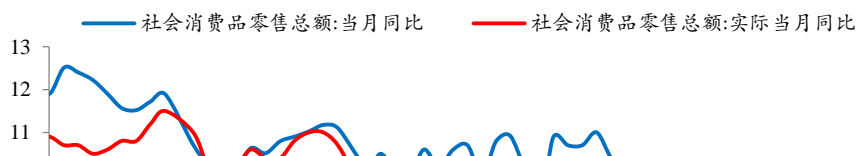
图6： 土地购置面积连续 3 个月显著负增长 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

4、受季节因素影响，社零增速全面下滑

2019年4月社零名义和实际增速分别为7.2%、5.1%，均低于前值(8.7%、6.7%)，从结构来看，大部分消费品零售增速出现下滑。受季节因素影响，2015年以来，4月社零增速均不及3月，而社零增速如此全面的下滑，可能与2019年4月节假日天数比2018年同期减少2天有关，统计局在新闻稿里提到“如考虑4月份节假日天数同比减少两天的因素，测算4月当月社会消费品零售总额同比增长8.7%，与上月持平”。

单月数据波动不能说明问题，如果拉长时间来看，2019年1-4月社零实际增速同比增长6.4%，为2003年以来最低。同时，2019年一季度居民人均可支配收入增速与中位数增速均有提升，但是可能由于居民对未来经济预期不佳，消费更加谨慎，人均消费支出增速回落，居民对未来经济预期不佳可能继续对社零增速产生拖累。

图7： 社零增速回落 (%)

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_12519

