

## 固定收益研究/动态点评

2019年05月15日

张继强 执业证书编号：S0570518110002  
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号：S0570518120004  
研究员 luzhe@htsc.com

### 相关研究

- 1《固定收益研究：金融数据季节性回落，债市小机会有望延续》2019.05
- 2《固定收益研究：CPI走高但风险可控，PPI回升但已至高点》2019.05
- 3《固定收益研究：大业转债：汽配小票，谨慎参与》2019.05

# 如何理解宏观高频波动下的五个“疑惑”？

## 2019年4月宏观数据点评

### 核心观点

4月经济数据整体表现较弱，各项指标除“房地产投资”均出现下滑。我们围绕高频宏观表现、消费是否变差、制造业是否触底、地产投资高韧性、基建未体现发力等五个市场普遍疑惑提供看法。我们认为，后续强化逆周期调节导致经济增长路径很可能反其道而行之。地产下行和基建上行会逐步切换，消费复苏可能在下半年缓慢发生，制造业投资在年底有复苏希望，经济向下有托底但向上无弹性的状况难改。基本面指向仍是债市震荡市，股市业绩驱动还未到来。近日中美贸易摩擦和经济数据不佳双重利好兑现，后续下行空间减小，好在短期风险点仍不多，杠杆机会回归。

### 4月宏观数据概览

4月经济数据整体表现较弱，各项指标除“房地产投资”均出现下滑。4月工业增加值同比增长5.4%，较上月下降3.1个百分点。1-4月固定资产投资同比增长6.1%，相比1-3月回落0.2个百分点；基建投资（不含电力）累计同比增长4.4%，与前3月持平；制造业投资累计同比增长2.5%，大幅回落2.1个百分点；房地产投资累计同比增长11.9%，相比1-3月提高0.1个百分点。4月社零总额同比增长7.2%，较上月回落1.5个百分点。

### 我们对投资者五个普遍性疑惑的看法

疑惑一：高频宏观怎么来的？政策相机抉择+融资主体抑制，趋势不明显反而显得月度波动大。疑惑二：消费变差了吗？数据表现疲弱，主要受劳动错峰影响。疑惑三：工业增加值与制造业投资触底了吗？工业增加值下滑主要受制造业拖累，增值税下调前后加快备货与需求透支导致两月高低异动。下半年消费、外需能否稳住是制造业投资能否激活的关键。疑惑四：地产投资缘何韧性如此好？高开工向竣工过渡带动建安回升，土地购置费的支撑作用弱化但仍存。疑惑五：基建加码为何仍未体现？逆周期政策中性回归、严控隐性债务弱化财政杠杆、去年高基数是制约基建走高主因。

### 后续展望：强化逆周期调节导致经济增长路径很可能反其道而行之

在经济内生动力仍不足，新旧增长模式青黄不接之际，逆周期调节政策的松紧仍是关键变量。经济增长实际季度表现可能会较为平稳，但预期层面却是跌宕起伏，“预期差”是影响市场的关键。趋势性来看，我们认为地产下行和基建上行会逐步切换，消费复苏可能在下半年缓慢发生，制造业投资在年底才有复苏的希望，经济向下有托底但向上无弹性的状况难改。5月消费等数据预计有所好转，外部压力关注逆周期调节力度变化，整体预计略有改善。三季度房地产投资可能是拖累因素，年底阶段提防CPI、PPI上行压力。

**启示：债市震荡格局不改，短期利率下行后风险仍低；股市业绩驱动未到**。基本面指向仍是债市震荡市，股市业绩驱动还未到来。今天较弱的经济数据与中美贸易摩擦消息相互对冲，债市表现波澜不惊。4月份债市利空集中释放从而进入喘息期，近日中美贸易摩擦和经济数据不佳双重利好兑现，但3月份快速调整的心理阴影仍在，看短做短情绪明显，后续下行空间减小，好在短期风险点仍不多，杠杆机会回归。

风险提示：房地产投资回落超预期、基建发力不及预期。

## 4月宏观数据概览

4月经济数据整体表现较弱，各项指标除“房地产投资”均出现下滑。4月工业增加值同比增长5.4%，较上月下降3.1个百分点。1-4月固定资产投资同比增长6.1%，相比1-3月回落0.2个百分点；基建投资（不含电力）累计同比增长4.4%，与前3月持平；制造业投资累计同比增长2.5%，大幅回落2.1个百分点；房地产投资累计同比增长11.9%，相比1-3月提高0.1个百分点。4月社零总额同比增长7.2%，较上月回落1.5个百分点。

图表1：4月宏观数据概览

宏观指标	市场预期	2019-04	2019-03	2019-02	2019-01	2018-12	2018-11	2018-10	2018-09	2018-08	2018-07	2018-06	2018-05	2018-04	2018-03	2018-02	2018-01
GDP 单季 %		6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.5	6.5	6.5	6.7	6.7	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
工业增加值 单月 %	6.5	5.4	8.5	5.3		5.7	5.4	5.9	5.8	6.1	6.0	6.0	6.8	7.0	6.0	7.2	
城镇调查失业率 单月 %	-	5.0	5.2	5.3		4.9	4.8	4.9	4.9	5.0	5.1	4.8	4.8	4.9	5.1	5.0	5.0
投资 累计 %	6.4	6.1	6.3	6.1		5.9	5.9	5.7	5.4	5.3	5.5	6.0	6.1	7.0	7.5	7.9	
制造业 累计 %	-	2.5	4.6	5.9		9.5	9.5	9.1	8.7	7.5	7.3	6.8	5.2	4.8	3.8	4.3	
基建 累计 %	-	4.4	4.4	4.3		3.8	3.7	3.7	3.3	4.2	5.7	7.3	9.4	12.4	13.0	16.1	
地产 累计 %	-	11.9	11.8	11.6		9.5	9.7	9.7	9.9	10.1	10.2	9.7	10.2	10.3	10.4	9.9	
社零 单月 %	8.6	7.2	8.7	8.2		8.2	8.1	8.6	9.2	9.0	8.8	9.0	8.5	9.4	10.1	9.7	
出口 单月 %	3.0	-2.7	14.2	-20.7	9.3	-4.6	3.9	14.3	13.9	9.6	11.6	10.7	11.9	11.9	-3.0	43.6	10.7
进口 单月 %	-2.1	4.0	-7.6	-5.2	-1.5	-7.6	2.9	20.3	14.4	20.7	27.0	13.8	26.2	22.3	14.8	6.6	37.7
贸易差额 亿美元	345.6	138.4	326.5	41.20	395.9	568.38	418.54	330.79	303.20	261.99	274.39	409.01	234.20	262.32	-57.70	322.81	183.43
CPI %	2.5	2.5	2.3	1.5	1.7	1.9	2.2	2.5	2.5	2.3	2.1	1.9	1.8	1.8	2.1	2.9	1.5
PPI %	0.6	0.9	0.4	0.1	0.1	0.9	2.7	3.3	3.6	4.1	4.6	4.7	4.1	3.4	3.1	3.7	4.3
信贷 亿元	12000	10200	16900	8858	32300	10800	12500	6970	13800	12800	14500	18400	11500	11800	11200	8393	29000
社融 亿元	16500	13592	28593	7030	46353	15898	15239	7420	21691	19391	12254	14877	9518	17761	15848	11894	30793
M2 %	8.5	8.5	8.6	8.00	8.4	8.10	8.00	8.00	8.30	8.20	8.50	8.00	8.30	8.30	8.20	8.80	8.60
M1 %	4.3	2.9	4.6	2.0	0.4	1.5	1.5	2.7	4.0	3.9	5.1	6.6	6.0	7.2	7.1	8.5	15.0

资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 我们对投资者存在的五个普遍性疑惑有如下看法：

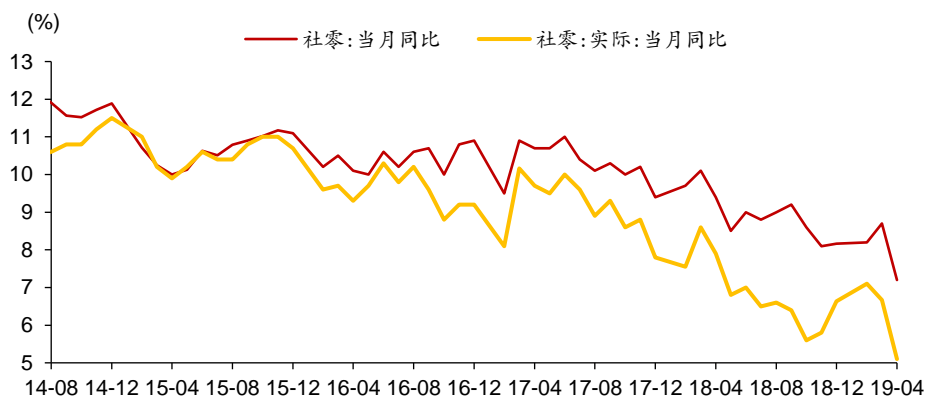
### 疑惑一：高频宏观怎么来的？

政策相机抉择+融资主体抑制，趋势不明显反而显得月度波动很大。今年的宏观数据表现出整体较频繁的月度波动性，源于几个因素：第一，政策相机抉择、力度不连贯并根据经济表现调整；第二，由于融资主体抑制的问题没有根本解决，例如地方政府隐性债务约束，企业投资的积极性没有根本转变，经济内生动力仍弱。经济数据在自身趋势和政策力量之间走出了窄幅的波动的局势，有托底、无弹性，预期差在此过程中更容易产生。

### 疑惑二：消费变差了吗？

社会消费品零售总额数据表现疲弱，但其实主要受劳动节错期影响。一方面，4月实际假期天数同比缩减两天。4月假日缩短因素解释部分社零增速回落。据统计局测算，剔除假期天数影响，4月社零同比增长8.7%，与上月持平。另一方面，劳动节“后置加量”对4月消费挤出更明显。假期后置导致部分消费需求后置，而今年劳动节增加一天，假期选择旅行人数增加，而大额旅行支出前对消费需求存在抑制。

图表2：社零消费回落主因假日错期影响

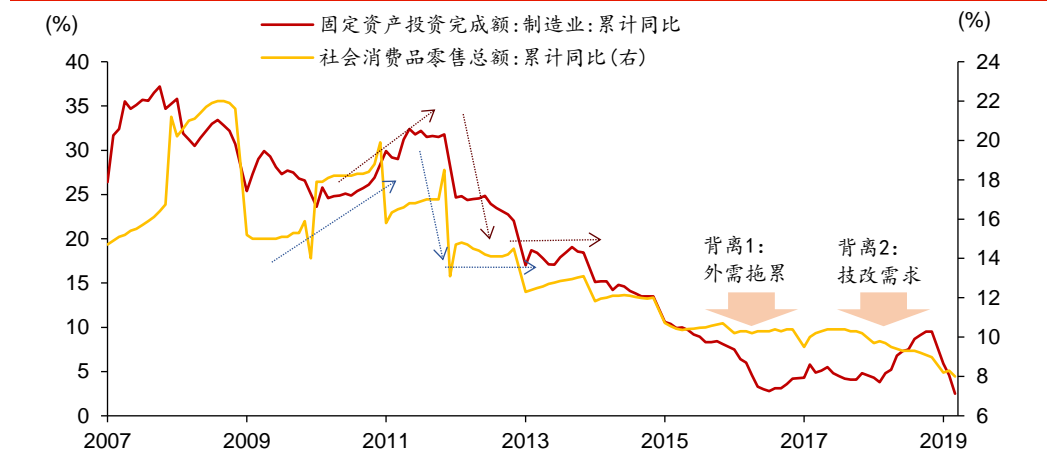


资料来源：Wind，华泰证券研究所

**疑惑三：工业增加值与制造业投资触底了吗？**

工业增加值大幅下滑主要受制造业拖累，增值税下调前后加快备货与需求透支导致两月呈现高低异动。4月制造业工业增加值（占比80%）仅增长5.3%，较3月大幅回落3.7个百分点。分行业看，设备制造业增加值下降明显，通用设备和专用设备制造业同比分别较上月下降12.1和13.6个百分点至2.0%和2.8%，技改周期退潮影响仍在逐步兑现。4月下调增值税税率、5月下调社保费率，政府工作报告预计全年降负2万亿元，下半年制造业投资的能力边界有望扩大，但消费、外需能否稳住是投资意愿能否激活的关键。综合而言，预计二三季度制造业投资延续下行态势，年末存企稳希望。

**图表3：需求往往是决定制造业投资走势的关键**

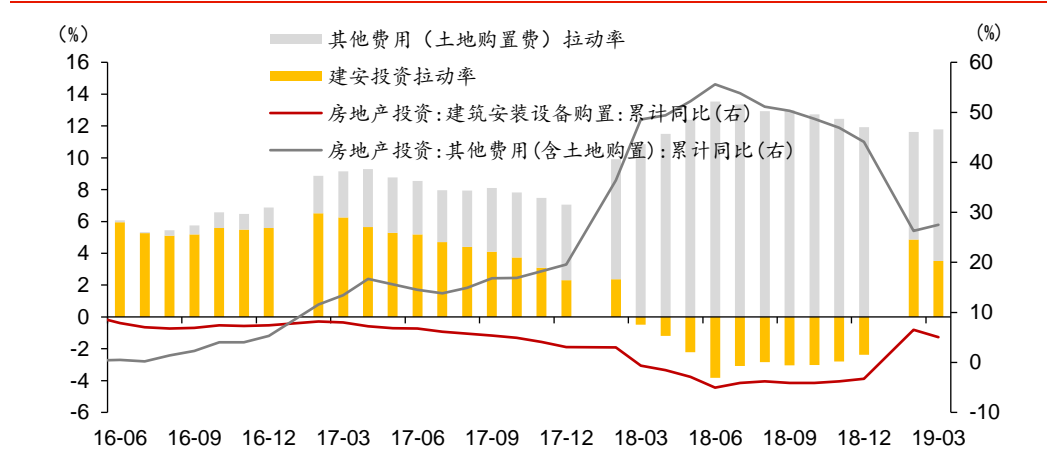


资料来源：Wind，华泰证券研究所

**疑惑四：地产投资缘何韧性如此好？**

高开工向竣工过渡带动建安回升，土地购置费的支撑作用弱化但仍存。其一，从土地成交价对购置费的领先性看，二三季度土地购置费对投资仍有支持。其二，去年房企执行高周转策略，较少资金投入竣工建设，导致部分开工项目停缓建。迫于交房后竣工期限要求，前期高开工将过渡至施工竣工，建安刚性支出支撑地产投资，4月施工增速继续走高。其三，由于棚改货币化安置退潮，房企对“上半年好于下半年”预期反而又加快新开工推盘，尤其近期销售回暖叠加资金支持，4月新开工再度走高。其四，今年融资环境、资金来源情况好转。

**图表4：房地产投资分项拉动率**

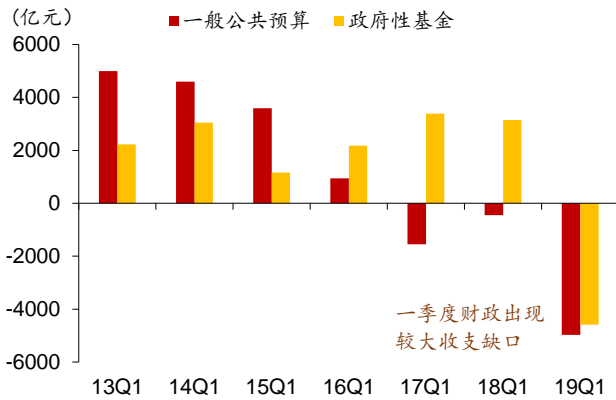


资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 疑惑五：基建加码为何仍未体现？

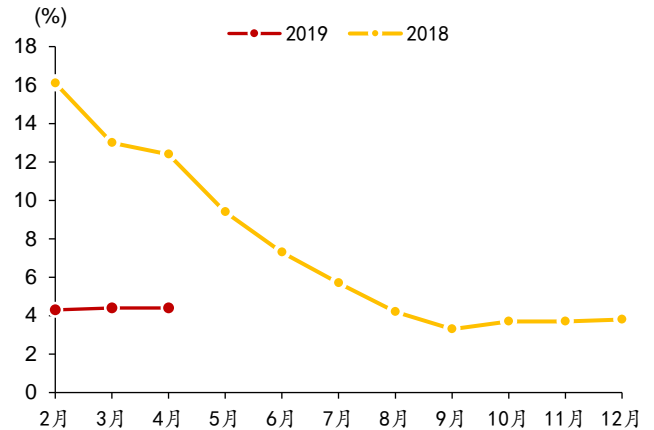
逆周期政策中性回归、严控隐性债务弱化财政杠杆、去年高基数是制约基建走高主因。第一，年初政策逆周期发力，一季度经济表现好于预期，导致政策重心有所回归。4月政治局会议指出，相较于周期性因素，经济下行压力更多是结构性、体制性的，因此加码基建的紧迫度下降；第二，防风险的底线思维下，严控隐性债务政策不放松，一季度财政支出高增长未出现基建投资相应提升，意味财政杠杆效应有所弱化。第三，去年1-4月基建累计增速12.4%，基数仍较高，对基建回升节奏仍有影响。

图表5：财政收支差额，年初财政逆周期发力



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：基建投资尚未体现加码，去年4月基数较高



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 后续展望：强化逆周期调节导致经济增长路径很可能反其道而行之

在经济内生动力仍不足，新旧增长模式青黄不接之际，逆周期调节政策的松紧仍是关键变量。经济增长实际季度表现可能会较为平稳，但预期层面却是跌宕起伏，“预期差”是影响市场的关键。趋势性来看，我们认为地产下行和基建上行会逐步切换，消费复苏可能在下半年缓慢发生，制造业投资在年底才有复苏的希望，经济向下有托底但向上无弹性的状况难改。5月消费等数据预计有所好转，外部压力关注逆周期调节力度变化，整体预计略有改善。三季度房地产投资可能是拖累因素，年底阶段提防CPI、PPI上行压力。

### 启示：债市震荡格局不改，短期利率下行后风险仍低；股市业绩驱动未到

基本面指向仍是债市震荡市，股市业绩驱动还未到来。今天较弱的经济数据与中美贸易摩擦消息相互对冲，债市表现波澜不惊。4月份债市利空集中释放从而进入喘息期，近期中

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\\_12521](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12521)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>