

宏观研究/数据预测月报

2019年04月29日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

宫飞 执业证书编号: S0570518090001
研究员 010-56793970
gongfei@htsc.com

程强 010-56793961
联系人 chengqiang@htsc.com

孙欧
联系人 sunou@htsc.com

相关研究

1《宏观: 经济下行压力仍存, 政策以稳为主》
2019.02

2《宏观: 经济下行压力仍存, 稳增长信号明确》
2019.01

3《宏观: 经济有下行压力, 政策基调以稳为主》
2018.12

经济韧性体现, 政策以供给侧为主

4月经济数据预测

政治局会议后政策主变量转向供给侧

我们认为, 结合一季度经济数据以及4月下旬政治局会议的表态, 今年我国经济政策将着重在供给侧而非需求侧。本次政治局会议并未出现前两次会议中强调的“六稳”, 而是明确提出“注重以供给侧结构性改革的办法稳增长, 坚持结构性去杠杆”, 我们认为这意味着供给侧改革仍是今年主线, 需求侧政策将逐渐退出。随着经济形势和政策基调边际变化, 市场预期继续分化, 我们预计股票市场二季度波动加大, 整体趋势为震荡上行, 获利盘较大后市场会面临一定的回调压力。预计债市总体震荡, 二季度后半段利率债可能出现短暂交易性机会。

预计4月工业增加值当月同比+6.3%, 1-4月固定资产投资累计同比增速+6.2%

根据高频数据监测结果, 今年4月份, 6大发电集团月耗煤量同比表现低于3月, 我们认为随着国家政策重点转向供给侧, 需求侧显著复苏的预期或将逐渐被证伪, 预计4月工业增加值当月同比为6.3%。我们预计1-4月制造业投资累计同比+4%, 较前值延续回落; 基建投资(统计局口径)累计同比+5%, 较前值稳中有升; 地产投资累计同比+11%, 较前值小幅回落。预计1-4月整体固定资产投资累计同比+6.2%。

预计4月CPI同比+2.6%、PPI同比+0.6%

农业部高频数据监测显示, 截至4月28日, 今年4月份猪肉价格环比继续上涨, 受基数效应影响, 同比涨幅出现较大幅度上行; 仔猪价格环比上涨更明显。我们认为二季度通胀可能进一步上行, 未来“猪油共振”情形仍是通胀上行的最大风险因素。结合CPI环比的历史季节性表现, 我们预计4月通胀环比+0.2%、同比+2.6%。根据我们对国内大宗商品价格的跟踪监测, 截至4月28日, 4月份原油、黑色金属行业价格环比表现强于3月份。我们预计4月PPI环比+0.2%、同比+0.6%。

人民币计价, 预计4月出口同比+3.8%, 进口同比+4.2%, 贸易顺差为250亿美元

我们认为, 春节过后企业“节前抢出口”效应消失, 而且由于今年春节较早导致的3月错月效应也消失, 导致3月当月较高的同比增速不可持续。从需求端的数据来看, 4月欧元区制造业PMI为47.8, 仍然维持在低位。我们预计今年全球经济仍将维持下行态势, 外需走弱制约出口。我们认为中美贸易关系的阶段性缓和有助于扩大我国对美国的进口, 同时非洲猪瘟导致我国猪肉价格走高可能也会刺激我国对美农产品的采购, 这可能会导致我国进口增速的企稳。此外, 1季度我国GDP增速6.4%, 房地产、工业生产、社融等数据超出市场预期, 内需企稳有助于支出进口增速企稳。

预计4月社会消费品零售总额同比+8.5%

预计4月社会消费品零售总额增速为8.5%, CPI上行会对消费名义增速有所支撑, 但分项结构数据仍不乐观。一季度, 居民收入增速上行但消费支出增速数据下行, 两者再次出现背离, 我们认为体现居民消费能力改善, 但消费意愿并无显著回升; 但预计生活必需品消费尤其是食品烟酒类消费将在价格水平上行的影响下有所提高。整体看, 我们认为今年消费数据大概率维持较低水平, 难有很强上行动力。

预计4月信贷新增1.1万亿, 社融新增1.7万亿, M2增速8.5%, M1增速4%

季度信贷金融数据大超预期, 市场对于经济触底的预期也较强烈, 我们认为这一预期存在一定偏差, 并预测4月份信贷金融数据回调概率较高。我们认为, 中央政治局会议重新强调房地产调控和供给侧改革, 央行在一季度末边际上收紧了货币政策, 我们认为4月份的信贷金融数据存在回调的概率, 预计信贷新增1.1万亿, 增速13.5%, 社融新增1.7万亿, 增速10.6%, M2增速8.5%, M1增速4%。

风险提示: 制造业投资、消费增速超预期下行, 经济下行速度超预期, 猪价过快上涨导致通胀压力加大, 货币政策面临两难。

政治局会议后政策主变量转向供给侧

我们认为，结合一季度经济数据以及4月下旬政治局会议的表态，今年我国经济政策将着重在供给侧而非需求侧。我们在4月12日提出的“新供给价值重估理论”指出，通过供给侧的劳动力、资本、科技、组织形式等生产要素变革，提高经济潜在增速或缓解其下行，全球资本有望给中国的人民币核心风险资产进行重估。随着经济形势和政策基调边际变化，市场预期继续分化，我们预计股票市场二季度波动加大，整体趋势为震荡上行，获利盘较大后市场会面临一定的回调压力。预计债市总体震荡，二季度后半段利率债可能出现短暂交易性机会。

本次政治局会议并未出现前两次会议中强调的“六稳”，而是明确提出“注重以供给侧结构性改革的办法稳需求，坚持结构性去杠杆”，我们认为这意味着供给侧改革仍是今年主线，需求侧政策将逐渐退出。目前我国实体供给侧改革及金融供给侧改革已实现了“由破到立”的切换，实体供给侧改革未来将更注重提高全要素生产率，解决经济潜在增速下行问题；金融供给侧改革核心是支持实体经济，通过有效供给解决当前实体经济、产业升级和优质民营企业融资没有得到有效满足的问题。在全球比差逻辑中，我国更为占优，这有利于吸引资本流入带来人民币风险资产的价值重估。

政治局会议对一季度经济运行的表述是“总体平稳，好于预期”，中央对当前经济形势的判断比较积极，强调了经济正继续结构转型等正面因素。我们认为，一季度GDP增速+6.4%持平去年四季度，经济呈现出一定的韧性。政府工作报告将今年经济增长目标下调至6.0%-6.5%，尽管制造业投资、消费、进出口增速未来仍存在下行压力，但在需求端基建投资反弹、地产投资超预期继续维持高位的托底效用下，经济完成增长目标概率较高，未来国家在稳增长方面的政策投放节奏或会出现一些微调。经济走势较为平稳，为国家推进资本市场制度改革创造了良好的经济背景。

预计4月工业增加值当月同比+6.3%

3月工业增加值当月同比+8.5%，反弹幅度超出市场和我们的预期，我们认为一定程度上受到春节后开工效应的影响。2018Q1~2019Q1，工业增加值的季度均值分别为6.6%、6.6%、6.0%、5.7%、6.5%，我们认为今年年内工业增加值的季度节奏仍将是平缓回落。根据统计局表述，今年一季度移动通信基站设备、城市轨道交通车辆、新能源汽车产量同比分别增长153.7%、54.1%、48.2%，新产品新业态增长态势较为明确。

根据我们观察的耗煤量高频数据，今年4月份，6大发电集团月耗煤量同比表现低于3月，我们认为随着国家政策重点转向供给侧，需求侧显著复苏的预期或将逐渐被证伪，PMI和工业生产都可能出现一定程度的回调。我们预计4月份工业增加值当月同比+6.3%。

预计1-4月固定资产投资累计同比增速+6.2%

我们预计1-4月制造业投资累计同比+4%，较前值延续回落；基建投资（统计局口径）累计同比+5%，较前值稳中有升；地产投资累计同比+11%，较前值小幅回落。预计1-4月整体固定资产投资累计同比+6.2%。

一季度制造业投资较去年全年有较明显的下行，与我们预期一致。我们认为实体需求仍存下行压力，中小企业融资情况未见根本性好转，可能继续对制造业企业的资本开支形成制约。中央经济工作会议把推动制造业高质量发展放在2019年重点工作任务的第一位，目前高技术制造业和传统制造业投资增速已出现较明显分化；同时强调要解决好民营和小微企业融资难、融资贵问题，明确了供给侧改革重心转向降成本和补短板方向。政府工作报告强调全面降低企业成本，我们认为相关政策力度较强，有助于减轻企业负担、提高企业盈利，一定程度上对冲制造业投资中枢的下行压力。

一季度基建投资如期出现反弹。从去年底以来，国家发改委批复项目体量同比有较大增长，高铁、机场、轨交等方向基建投资项目储备较为充分；地方政府专项债从年初就启动发行，保障了基建投资资金来源。1-3月铁路投资增速为+11%、明显高于去年全年值。去年末的

中央经济工作会议指出我国现阶段投资潜力仍然较大，要加快5G、人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设步伐，我们认为以上方向将是中长期基建补短板的重要发展方向。我们预计随着项目继续开工、去年同期基数下行，二季度基建投资增速有望进一步回升。

预计4月CPI同比+2.6%、PPI同比+0.6%

农业部高频数据监测显示，截至4月28日，今年4月份猪肉价格环比继续上涨（往年二季度，在春节过后，猪肉价格一般呈现季节性下跌），去年同期猪肉价格在春节后呈现快速回落，受基数效应影响，今年4月份猪肉价格同比涨幅出现较大幅度上行。我们认为二季度通胀可能进一步上行，未来“猪油共振”情形仍是通胀上行的最大风险因素。结合CPI环比的历史季节性表现，我们预计4月通胀环比+0.2%、同比+2.6%；中性情况下，我们仍预计今年CPI中枢上行到+2.5%，高点可能在年中附近、低于+3%。

从农业部高频数据来看，仔猪价格比猪肉价格的环比上涨更明显。我们认为仔猪价格受补库需求直接驱动，对能繁母猪当前的低存栏量较敏感，而生猪价格还受终端需求综合影响，猪肉价格上涨会推升替代肉类的需求，故仔猪价格弹性可能明显大于生猪和猪肉。同时，牛羊鸡肉对猪肉具有消费替代性，并且大中型生猪养殖企业在利润回升的环境下或加大补栏，可能一定程度上缓和猪价对通胀的快速上行威胁。

如果猪肉价格超预期上涨引发通胀快速上升、CPI当月同比突破3%，央行的货币政策会如何应对？我们的判断是央行大概率会提高通胀容忍度，首保稳增长目标。首先，从历史上看，通胀大幅上行往往对应猪价和油价上行周期叠加、经济进入过热阶段，因而央行可能选择加息控制通胀。而今年实体经济下行压力仍存，货币政策重点在于推动信用释放、流动性向实体经济疏导，降低实体经济融资成本，加息控制通胀可能性较低。我们认为央行大概率在二季度下调公开市场政策利率，目的为降低市场融资成本，改善小微企业经营环境。

3月PPI环比+0.1%、同比+0.4%，与我们预期一致；PPI环比如期转正、同比小幅上行。我们预计今年基建增速可能较去年反弹，同时年初地产数据表现不弱，钢铁、水泥等部分工业品价格可能会对较强的基建、地产数据有所反映。但我们认为未来对PPI环比更重要的影响变量仍可能来自供给端，目前看来，今年的供给侧政策变量当中，最可能对PPI产生正向影响的是环保工作的继续推进。根据我们的观察，环保工作在广度和深度上仍在继续推进，结合对环保政策和需求侧刺激潜在影响的判断，我们预计今年二三季度PPI环比或继续出现正增长。

根据我们对国内大宗商品价格的跟踪监测，截至4月28日，4月份原油、黑色金属行业价格环比表现强于3月份。我们预计4月PPI环比+0.2%、同比+0.6%；年内PPI同比增速的节奏有望逐季上行。但未来工业企业利润累计同比增速能否转正，仍要看量价改善逻辑是否可持续，以及减税降费政策落地效果。

我们在深度报告《增值税率下调对PPI影响几何？》中，测算4月1日的增值税率调整对PPI环比的总影响幅度约为-1.19%，但由于企业对产品价格的调整可能是渐进的，如果企业分别用1、3、6个月的时间完成价格的下调，则-1.19%的PPI环比降幅将分别体现在4月、4-6月和4-9月的PPI环比走势中，对4月环比增速的影响分别为-1.19、-0.4和-0.2个百分点。我们对4月PPI环比+0.2%的预测，隐含了企业用6个月的时间完成价格下调的情形。

预计4月出口（人民币计价）同比增加3.8%，进口（人民币计价）同比增加4.2%，贸易顺差250亿美元

我们预计2月出口当月同比增速按照人民币计价3.8%，按照美元计价为-2.0%。我们认为，春节过后企业“节前抢出口”效应消失，而且由于今年春节较早导致的3月错月效应也消失，导致3月当月较高的同比增速不可持续。从需求端的数据来看，4月欧元区制造业PMI为47.8，仍然维持在低位。我们预计今年全球经济仍将维持下行态势，外需走弱制约出口。韩国一般被认为是反映全球贸易的晴雨表，根据韩国关税厅发布的数据，韩国4月前20天出口额同比减少8.7%，排除工作日因素的日均出口额同比减少11.5%，侧面说明全球贸易需求的走弱。

预计4月进口增速按照人民币计价增长4.2%，按照美元计价增长-1.6%，预计4月份贸易顺差为250亿美元。我们认为中美贸易关系的阶段性缓和有助于扩大我国对美国的进口，同时非洲猪瘟导致我国猪肉价格走高可能也会刺激我国对美农产品的采购，这可能会导致我国进口增速的企稳。此外，1季度我国GDP增速6.4%，房地产、工业生产、社融等数据超出市场预期，内需企稳有助于支出进口增速企稳。因此，我们预计相比3月-1.8%的进口同比增速（人民币计价），4月增速有望转正。

预计4月社会消费品零售总额同比增速为8.5%

预计4月社会消费品零售总额增速为8.5%，较上月微降0.2个百分点，CPI上行会对消费名义增速有所支撑，但分项结构数据仍不乐观。从一季度居民收入和消费支出数据看，居民收入增速上行但支出增速数据下行，两者再次出现背离，我们认为体现居民消费能力改善，但消费意愿并无显著回升，因此我们看到乘联会高频数据显示4月乘用车销量仍不景气，消费升级产品仍未显著复苏，我们预计4月汽车消费仍将继续下滑；但预计生活必需品消费尤其是食品烟酒类消费将在价格水平上行的影响下有所提高。整体看，我们认为今年消费数据大概率维持较低水平，难有很强上行动力。

预计4月份全国城镇调查失业率为5.1%左右

预计4月全国城镇调查失业率为5.1%，较上月继续改善0.1个百分点。开工月份已过，二季度失业率将呈现季节性改善，就业压力有所缓解，尤其是当前地产投资增速仍处高位，农民工就业状况较好。今年政府工作报告着重强调“就业优先政策”，我们认为失业率5.5%左右将是重要的政策底线，未来稳就业政策仍将持续发力，比如多措并举支持民营企业、加强就业帮扶、对解决就业的企业给予税费减免等。目前来看，随着经济出现企稳迹象，实现全年失业率目标难度不大，我们提示关注进出口数据下行拖累贸易部门就业可能对失业率构成的冲击，如果在7月叠加毕业季，那么可能使得失业率阶段性超预期上行。

预计4月信贷新增1.1万亿，社融新增1.7万亿，M2同比增速为8.5%，M1同比增速为4%

1季度信贷金融数据大超预期，市场对于经济触底的预期也较强烈，我们认为这一预期存在一定偏差，并预测4月份信贷金融数据回调概率较高。在央行和银保监会支持民营和小微企业融资的考核压力下，商业银行在1季度存在“抢项目”的情况，风险相对可控的民营企业和小微企业信贷项目成为银行“争夺”的资源。我们认为，中央政治局会议重新强调房地产调控和供给侧改革，央行在一季度末边际上收紧了货币政策，我们认为4月份的信贷金融数据存在回调的概率，预计信贷新增1.1万亿，增速13.5%，社融新增1.7万亿，增速10.6%，M2增速8.5%，M1增速4%。

图表1：4月宏观经济数据预测

	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019M3 预计	2019M3 实际	2019M4 预计
GDP							
(当季同比, %)	6.7	6.5	6.4	6.4	6.4	6.4	-
规模以上工业增加值							
(当期同比, %)	6.6	6	5.7	6.2	6	8.5	6.3
城镇固定资产投资							
(累计同比, %)	6	5.4	5.9	6.3	5.9	6.3	6.2
社会消费品零售总额							
(当月同比, %)	9	9	8.3	8.4	8.3	8.7	8.5
CPI							
(当期同比, %)	1.8	2.3	2.2	1.8	2.3	2.3	2.6
PPI							
(当期同比, %)	4.1	4.1	2.3	0.2	0.4	0.4	0.6
出口							
(当期同比, %)	3.3	11.9	4.6	0.9	0.3	14.2	-2.0
进口							
(当期同比, %)	11.1	20.7	5.2	-4.8	-2.9	-7.6	-1.6
贸易差额							
(亿美元)	929	851	1320.5	763.3	0	326.7	250
M2							
(当期同比, %)	8.2	8.3	8	8.3	8	8.6	8.5
社会融资总额							
(当期, 亿元)	35276	53326	38556	81975	17000	28593	17000
人民币贷款							
(当期新增, 亿元)	41700	40342	28725	62893	12000	19584	11000
全国城镇调查失业率							
(期末, %)	4.8	5	4.9	5.3	5.3	5.2	5.1
一年期定期存款利率							
(期末, %)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
人民币兑美元汇率							
(期末)	6.62	6.88	6.86	6.73	6.73	6.73	6.73

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_12858

