



4 月经济数据点评

数据回撤，期待政策

经济数据低于预期；工业增加值受到增值税改革影响较大；制造业投资增速继续下滑；社零受节日因素影响。

- 4月工业增加值同比增速5.4%，1-4月累计同比6.2%。受到增值税改革的影响较大。
- 4月社零同比增速7.2%，1-4月累计同比8%。节衣缩食型消费特点再现。
- 1-4月固定资产投资增速为6.1%，民间固定资产投资增速5.5%，其中制造业投资增长2.5%，基建投资增长4.4%，地产投资增长11.9%。
- 4月数据低于预期，反而推升市场的政策预期。3月的经济数据抬高了市场预期水平，虽然对于4月数据的回落市场已经有所警觉，但实际上数据回落的幅度更大，这可能导致预期重估。从4月经济数据的表现看，亮眼的仍旧是房地产投资小幅继续上升，以及基建投资增速持稳，但是工业增加值同比增速、社零同比增速和制造业投资增速都明显走低。同时叠加当前中美互加关税的负面影响，市场对于更积极的稳增长政策期待升温。我们认为4月政治局会议之后，5月6月可能是此前已经出台的政策生效的观察期，同时考虑到今年以来财政支出前移造成的压力，政策的变化可能更多体现在货币政策方面，也即央行通过各种创新工具支持金融机构向小微企业贷款，推动社融和信贷重回高位。至于是否有更积极的政策，观察窗口可能在6月中下旬。
- 维持稳增长压力犹存的观点，但对增速并不悲观。4月经济数据的走向再次提醒了今年经济增长面临的压力犹存，同时此前市场预期中美贸易磋商取得阶段性成果的预期被打破，显示出稳增长的外部环境依然严峻。但我们认为今年经济增长保2（6.2%）争3（6.3%）的目标没有变化。我们预期今年投资是拉动国内经济增长的重要力量，包括房地产投资增速可以维持在10%以上，以及基建投资增速将维持上行趋势；社零增速受到统计口径影响同比增长较弱，但从居民消费增速来看，与去年一季度增速持平，考虑到个税减税的正面影响，预计消费增速尚可；贸易方面，我国已经在积极通过转口贸易和调整贸易结构，对冲美国对华的加征关税影响，并且人民币汇率存在贬值预期，也将一定程度上缓解出口压力。整体来看，我们对今年GDP增速的预期不悲观。
- 风险提示：全球经济数据低于预期。

相关研究报告

《经济转型靠企业：10月经济数据解读》2018.11.14

《投资拉动经济并非只有老路：11月经济数据点评》2018.12.14

《投资搭桥，渡过难关：12月经济数据解读》2019.1.21

《政策和数据之间的剪刀差：1-2月经济数据点评》2018.9.14

《数据亮眼，压力犹存：3月和一季度经济数据点评》2019.4.17

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

张晓娇

(8621)2032 8517

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

朱启兵

(8610)66229359

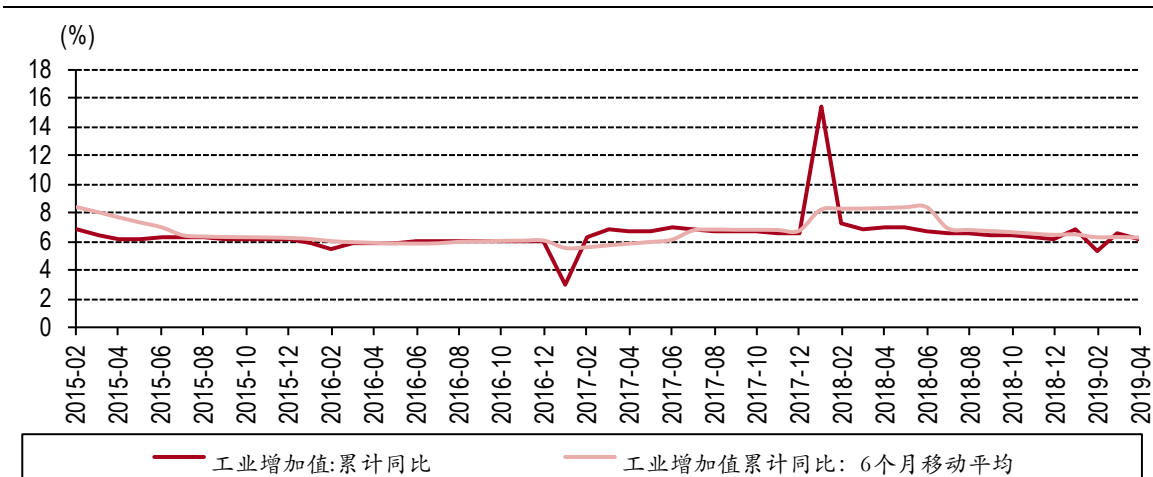
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

工业增加值增速回落

4月工业增加值超预期回落。4月工业增加值同比增速5.4%，较3月下降3.1个百分点，较去年同期下降1.6个百分点；1-4月工业增加值同比增速6.2%，较1-3月下降0.3个百分点，较去年同期下降0.7个百分点。4月工业增加值的回落受到多个因素的影响，包括春节后复工影响结束、增值税改革导致4月产能提前至3月释放、以及工作日同比减少等。整体来看，工业增加值同比增速低于市场预期。

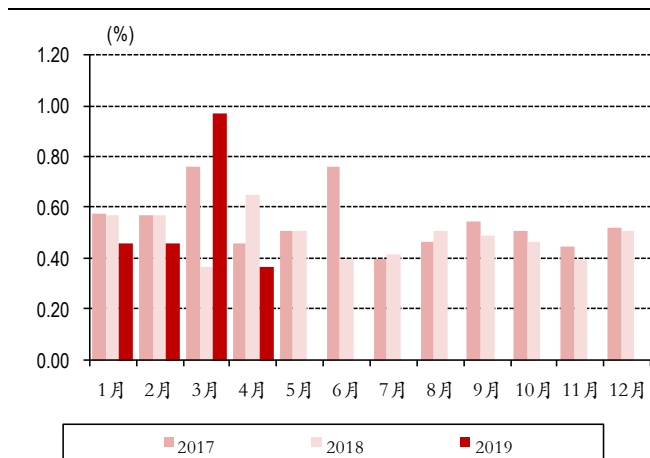
图表 1. 工业增加值累计同比增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

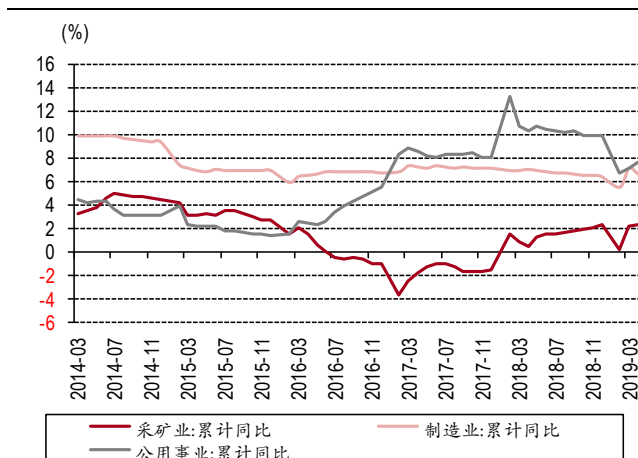
这个4月有点弱。从环比增速来看, 4月工业增加值环比增长0.37%, 较3月强劲的环比增速下降了0.6个百分点。从历史规律看, 今年4月工业增加值环比走弱也较为显著, 今年工业增加值环比增速的走势在一季度中与2017年较为相似, 需要观察5月又叠加了中美互加关税对工业增加值的影响。从行业分类来看, 1-4月采矿业工业增加值累计同比增速2.4%, 制造业累计同比增速6.7%, 公用事业累计同比增速7.7%, 从当月增速来看, 采矿业工业增加值同比增速较3月下降了1.7个百分点, 制造业较3月下降了3.7个百分点, 公共事业上升了1.8个百分点。由于增值税改革对上游和中游工业行业的影响较大, 因此采矿业和制造业工业增加值的波动更为明显。

图表 2. 工业增加值环比



资料来源: 万得, 中银国际证券

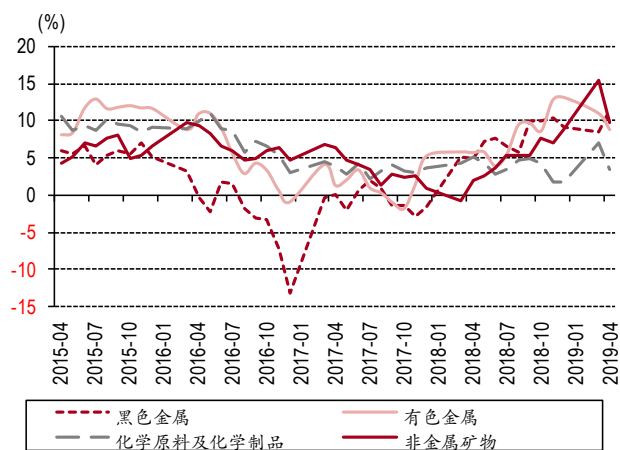
图表 3. 各行业工业增加值累计同比



资料来源: 万得, 中银国际证券

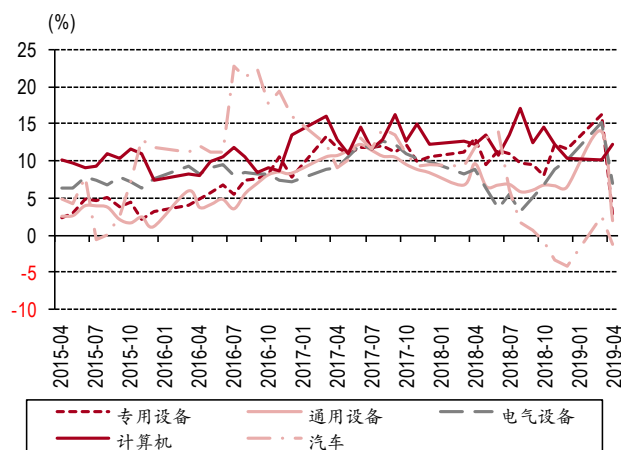
上游中游下游工业增加值增速都有不同程度的回落。上游行业方面，化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长3.4%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长9.8%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长11.5%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长8.9%，上游行业工业增加值在4月普遍有所回落，只有黑色金属行业增加值增速出现了上升。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长2%，专用设备制造业增加值累计同比增长2.8%，汽车制造业增加值累计同比增长-1.1%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长7.1%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长12.4%，中游行业工业增加值也出现了明显的大幅下降，只有计算机行业增加值增速上行。下游行业中，纺织业增加值同比增速大幅回落。工业增加值的回落虽然受到增值税改革的影响将逐渐减弱，但是进入5月之后，中美关税问题的影响将反应在实体经济当中，因此需要关注工业增加值对贸易问题的反映。

图表 4. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

图表 5. 装备制造业工业增加值当月同比增速

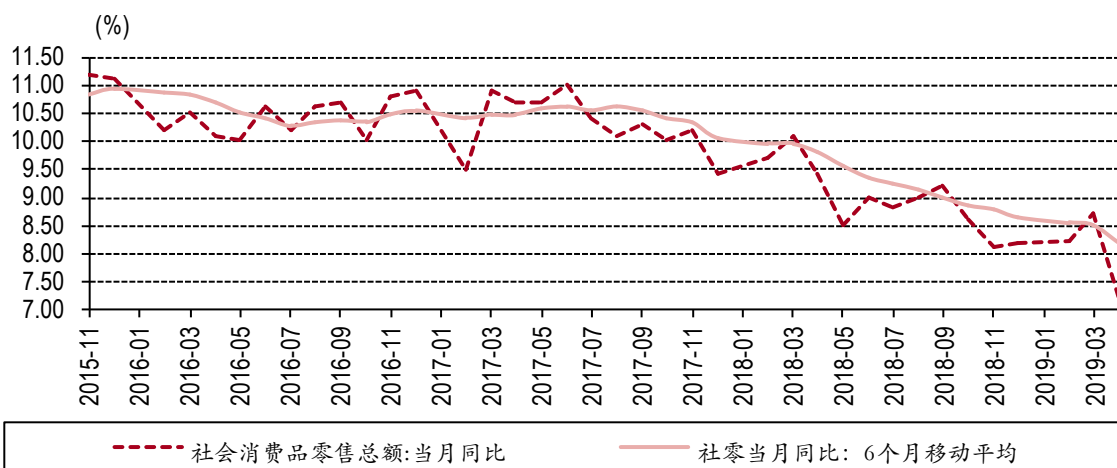


资料来源：万得，中银国际证券

社零增速受到节假日影响

社零增速低于预期。1-4月社零累计同比增速为8%，较1-3月回落0.3个百分点，4月社零同比增速更是下滑至7.2%，明显低于市场预期。社零增速低于市场预期，主要由于五一假期后移的影响，如果剔除假日因素，4月社零增速与3月相当。另外我们维持此前的观点，一是消费上网的趋势会导致名义社零增速趋于下行，二是社零的统计口径问题，导致服务类消费不在统计之列，造成了社零消费增速被系统性低估。除此之外，从消费倾向看，居民2018年的消费品类更加向居住倾斜，存在一定程度上对其他消费的挤出问题。

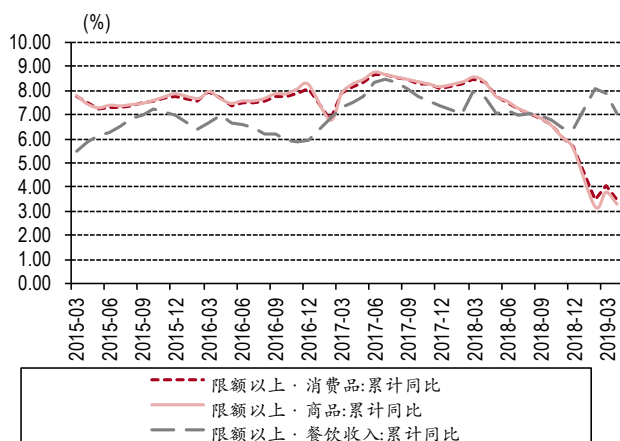
图表 6. 社零当月名义同比增速和6个月移动平均同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

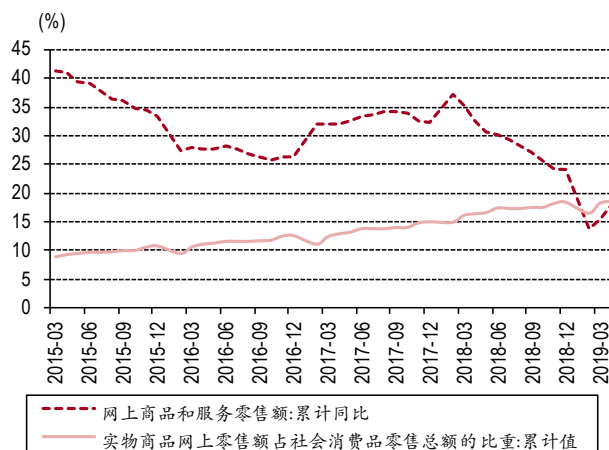
限额以上社零增速继续大幅下行。1-4月限额以上企业消费品零售总额累计同比增速3.5%，较1-3月下降0.6个百分点，商品零售总额累计同比增速为3.3%，较1-3月增速下降0.5个百分点，餐饮收入总额累计同比增速7.1%，较1-3月增速下降0.8个百分点。1-4月网上零售额占比达到18.6%，较1-3月上升0.4个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为17.8%，较1-3月上升2.5个百分点。从城乡消费增速来看，1-4月乡村的消费增速8.9%，较1-3月下降0.3个百分点，城镇消费同比增速7.9%，较1-3月下降0.3个百分点。1-4月餐饮行业收入增速9.3%，较1-3月下降0.3个百分点，商品销售收入增速7.9%，较1-3月下降0.3个百分点。

图表 7. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

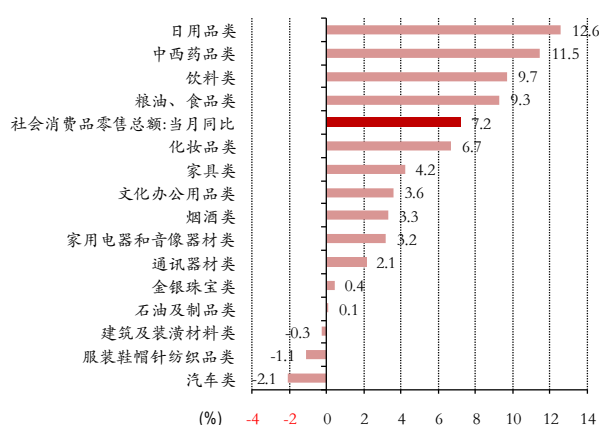
图表 8. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

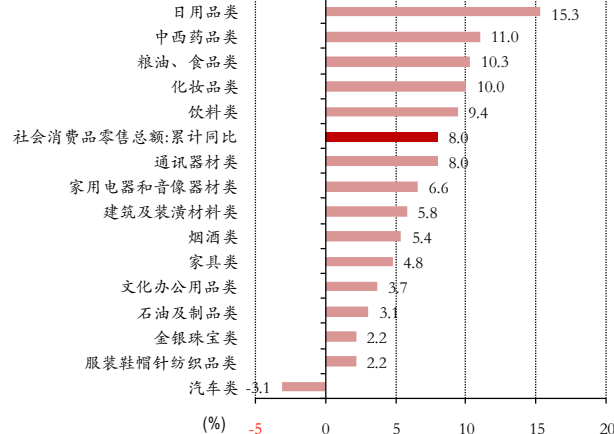
节衣缩食型消费特点再现。从当月同比增速来看，4月限额以上企业商品零售总额同比增速1.8%，较3月下降3.2个百分点，增速较高的细分行业包括日用品、中西药品、饮料等，增速较低的则是汽车、鞋帽纺织品、建筑装潢材料等。与3月相比消费增速明显上升的有文化办公用品、汽车、金银珠宝，增速下滑较快的则有家电、通讯器材、建筑装潢等。从1-4月累计增速与1-3月相比的变化来看，消费增速明显上行的包括汽车、中西药品、饮料等，消费增速明显下滑的则包括建筑装潢、通讯器材、家电等。总的来看，消费的增速整体出现了下行，从特点来看，必需消费品的消费增速相对较高，房地产后周期消费增速再次下行。关注节衣缩食型消费特点再现，同时需要关注个税减税对消费的刺激更加偏向哪些领域，以及是否可持续。

图表 9. 各品类社零当月同比



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 10. 各品类社零累计同比

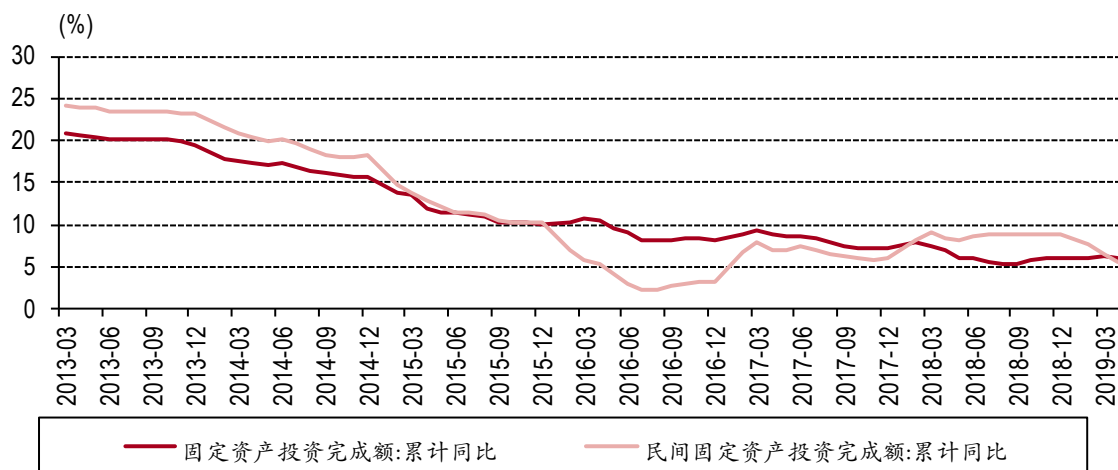


资料来源: 万得, 中银国际证券

投资增速下行低于预期

民间固定资产投资和制造业投资增速下行低于市场预期。1-4月固定资产投资增速为6.1%，较1-3月下降0.2个百分点，1-4月民间固定资产投资增速5.5%，较1-3月下行0.9个百分点。固定资产投资增速出现一定下行在市场预期的接受范围内，但制造业投资增速明显下行以及民间固定资产投资超预期下行，则明显低于市场预期。未来需要关注市场预期的变化，如果制造业投资增速持续下行，可能会影响市场对于中国经济转型升级的预期。

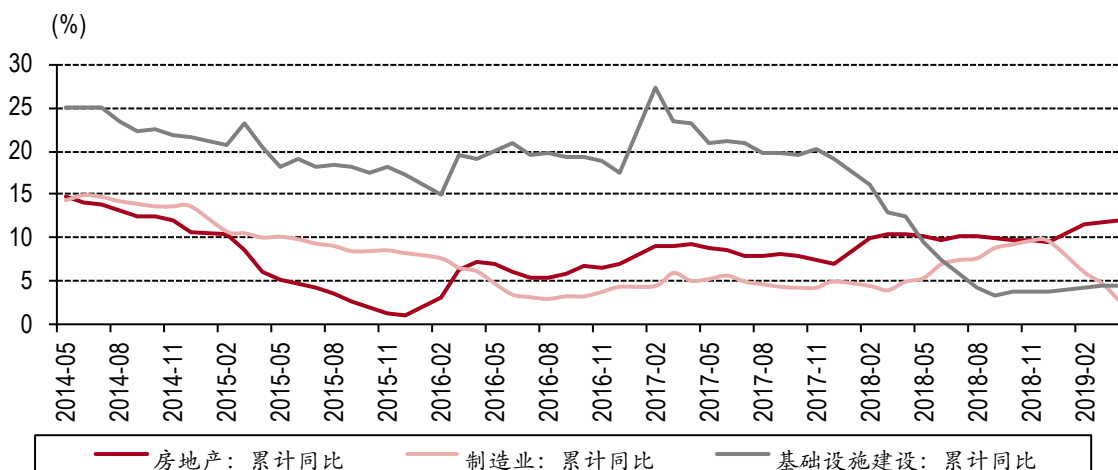
图表 11. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

基建继续稳增长，房地产继续超预期。分类别看，制造业投资1-4月累计同比增长2.5%，较1-3月下行2.1个百分点；基建投资累计同比增长4.4%，较1-3月持平；地产投资累计同比增长11.9%，较1-3月上行0.1个百分点。整体来看，制造业投资增速回落速度有所加快，但基建增速维持平稳，同时房地产投资增速也继续小幅上行，我们认为房地产投资增速今年走势仍将较强势，基建在下半年对投资的托底作用更明显，但制造业投资增速回落的影响偏负面。从细分行业来看，一产和二产增速都有明显回落，三产投资增速小幅上升，但二产的投资占比是小幅上升的；设备投资和其他投资的占比均有小幅上升；国有企业投资增速7.8%，较1-3月上升1.1个百分点，但外资投资增速明显回落；东、中、西部地区固投增速均有所回落，其中西部地区 and 东北地区回落最为明显。

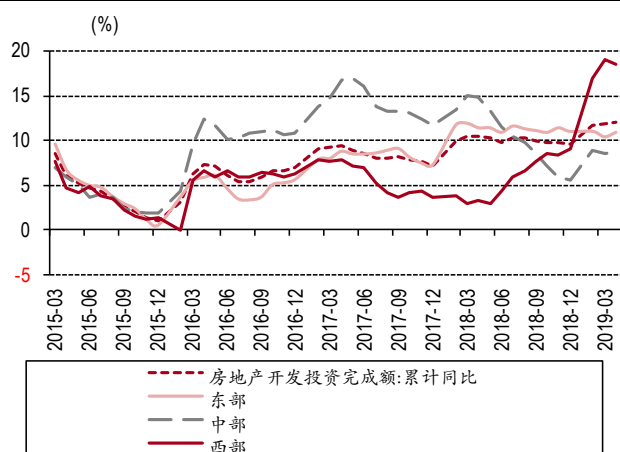
图表 12. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

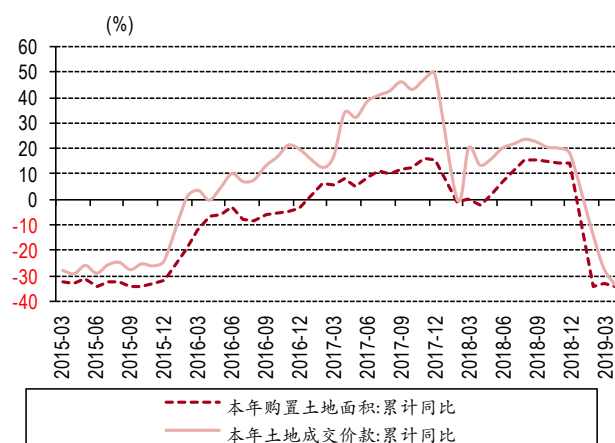
房地产投资继续强劲。1-4月房地产投资增速11.9%，较1-3月上升0.1个百分点，其中东部地区累计同比增长10.8%、中部地区累计同比增长8.7%、西部地区累计同比增长18.4%，分别较1-3月上升0.5个百分点、上升0.3个百分点和下降0.5个百分点。从房地产分类来看，住宅投资增速16.8%、办公楼投资增速-2.4%、商业地产投资增速-9.8%，分别较1-3月下降0.5个百分点、上升0.2个百分点和上升0.1个百分点。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-4月累计同比增长-33.8%和-33.5%，较1-3月分别下降0.7个百分点和下降6.5个百分点。房地产投资增速继续维持在高位，并且剔除土地购置费，1-3月实际用于房地产的投资累计同比增速回到5.01%。房地产投资在今年可能都较为强劲，但考虑到土地市场实际上已经出现量和价的双降温趋势，未来房地产投资增速还是会下降的。

图表 13. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 14. 土地购置面积和成交额累计同比



资料来源：万得，中银国际证券

居民爱买房，是内需也是刚需。1-4月商品房销售面积同比增长-0.3%，较1-3月上升0.6个百分点，商品房销售额累计同比增长8.1%，较1-3月上升2.5个百分点。从待售面积来看，1-4月商品房待售面积同比增速-9.4%，较1-3月上升0.5个百分点，其中住宅面积同比增速-14.7%，较1-3月上升0.7个百分点，办公楼累计同比0.6%，较1-3月上升0.2个百分点，商业地产累计同比-8.6%，较1-3月下降0.3个百分点，我们维持此前观点，认为房地产去库存的任务已经完结。从资金来源看，1-4月国内贷款占比17.1%，较1-3月下降1.2个百分点。从增速的角度看，1-4月房地产开发资金来源累计同比增速8.9%，较1-3月上升3个百分点，其中国内贷款资金来源增速3.7%，较1-3月上行1.2个百分点，定金和预付款增速15.1%，较1-3月上行4.6个百分点，外资资金增速103.7%，继续大幅上行，个人按揭贷款增速12.4%，较1-3月上行3个百分点。

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_12508

