

经济放缓，逆周期调节政策将再度发力

摘要

4 月的数据显示经济再度走弱。增值税减税带来的提前备货效应退出后，生产面回到弱势区间。而需求面同样呈现偏弱的走势。受前期盈利增速放缓的拖累，制造业投资大幅回落。而由于地方政府债务管控，基建投资依然偏弱。地产继续保持强韧，但投资已经处于高位，继续显著上行空间有限。整体经济再度走弱。

近期中美贸易摩擦再度激化，外部不稳定性再度上升。因而内需回升对稳定经济至关重要。随着经济下行压力上升，逆周期政策将再度发力。一方面，货币政策会继续保持流动性宽松；另一方面，政策将疏通传导渠道，通过对小微和民营企业资金支持以及适当放松地方政府债务管控和加大国开行资金投放等方式，加大对实体经济资金投放。逆周期政策有足够发力空间，能够托底经济，实现经济平稳运行。

风险提示：经济下行或超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

联系人：张伟
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 定量分析中美贸易战对经济的影响 (2019-05-15)
2. 跟随内需变化的方向 (2019-05-12)
3. 实体融资暂时回落，逆周期政策预计再度发力 (2019-05-10)
4. 通胀压力减轻，年内或难破“3%” (2019-05-10)
5. 外需将弱势运行，经济企稳依然需要依赖内需 (2019-05-08)
6. 经济继续弱平稳，逆周期政策或再度发力——月度经济预测 (2019-05-06)
7. 小长假期间国内外经济与资本市场状况述评 (2019-05-05)
8. 从宏观面寻找资本市场锚 (2019-04-30)
9. 企业盈利拐点尚未来临，预期变化决定市场走势 (2019-04-28)
10. 经济企稳，政策调整 (2019-04-21)

统计局数据显示经济下行压力有所上升。4月工业增加值同比增长5.4%，较上月下降3.1个百分点，再度回到弱平稳区间。工业增加值增速显著回落主要是增值税减税带来的提前备货效应退出，导致4月产出下降。分行业看，设备制造业增加值下降最为明显，通用设备和专用设备制造业工业增加值同比分别较上月下降12.1和13.6个百分点至2.0%和2.8%。增值税调降短期扰动退出后，生产面再度回到弱势格局。此外，4月出口交货值同比增长7.6%，较前值回升2.1个百分点。

图1：4月工业增加值同比增税回落



数据来源：Wind，西南证券整理

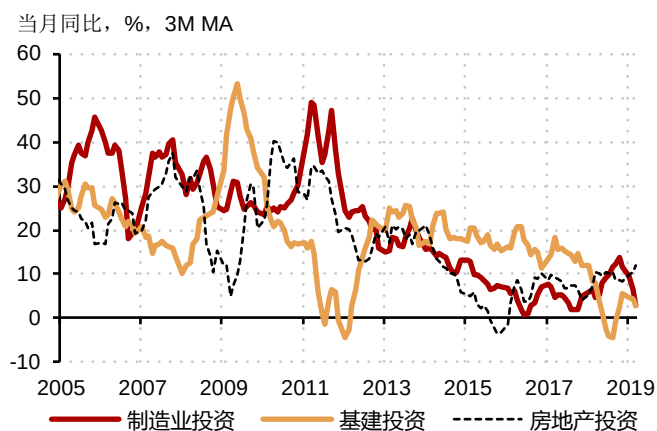
图2：设备制造业增加值下降最为明显



数据来源：Wind，西南证券整理

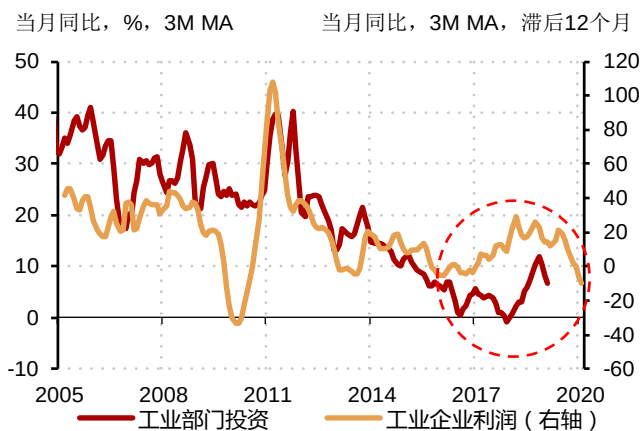
需求有所下滑，基建发力缓慢，制造业投资下滑明显。随着逆周期政策回撤，需求再度出现放缓。固定资产投资前4个月同比增长6.1%，增速较上月下滑0.2个百分点。其中制造业投资由于前期企业盈利放缓，下滑最为明显。4月单月制造业投资同比下跌1.2%，增速较上月下降4.9个百分点。PPI难以持续回升，工业企业盈利将保持弱势，这意味着制造业投资增速也将保持低位。年初以来财政明显提前发力，1季度地方债净融资1.2万亿，但4月地方债净融资明显减少，只有600亿元。此外，土地收入持续负增长，1-4月土地使用权收入同比下降7.6%。地方政府资金来源承压，叠加地方政府债务管控约束，导致基建投资发力幅度有限，4月单月同比增长3.0%，增速基本与上月3.3%的水平持平。

图3：制造业投资下滑明显



数据来源：Wind，西南证券整理

图4：盈利放缓驱动制造业投资趋弱

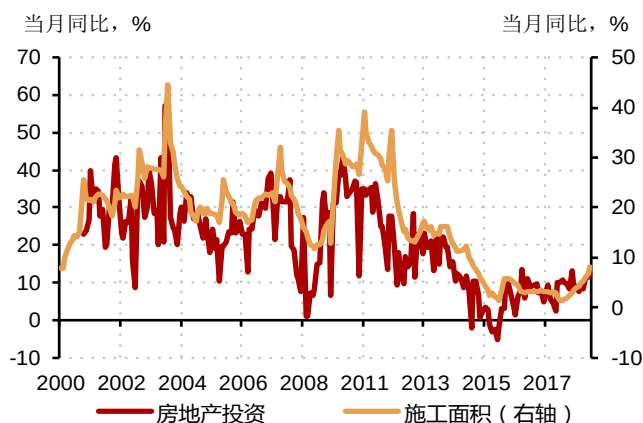


数据来源：Wind，西南证券整理

房地产市场继续强韧。4月数据显示房地产市场继续强韧。当月房地产销售面积同比增长1.3%，增速与上月1.8%基本持平。销售增长，库存偏低环境下，房地产投资继续高速增长。4月房地产投资同比增长12.0%，与上月持平。而新开工面积4月单月同比增长15.5%，增速较上月小幅回落2.6个百分点。4月竣工面积同比增长7.9%，较前值回升0.51个百分点。新开工面积增速与竣工面积增速差为23.4%，较前值小幅回落3个百分点，依然处于高位。新开工面积增速持续大于竣工面积增速使得施工面积增速继续回升，并进而对地产投资形成支撑。

虽然4月的社融增速有所回落，但在外部不稳定性提高，经济下行压力有所上升的情况下，预计货币政策将继续保持宽松，6-7月央行或再次降准。实体货币环境改善有助于房地产销售提前见底。而地产销售一般领先地产投资半年左右，这意味着地产投资也有望在4季度见底。

图5：施工面积持续回升支撑房地产投资



数据来源：Wind，西南证券整理

图6：房地产销售领先地产投资6个月左右

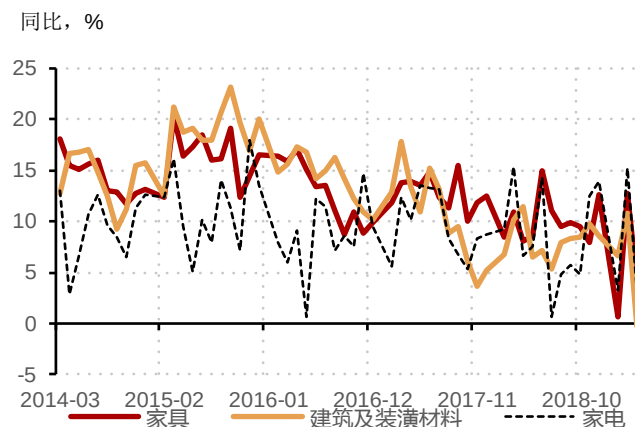


数据来源：Wind，西南证券整理

社零走弱，增值税调降透支企业部分商品消费是主要拖累因素。除对工业增加值之外，增值税调降也会对企业购买消费商品和小经销商购买商品产生影响，提前备货同样会影响3、4月社零增速，将这两个月合计来看，8.0%的平均增速显示社零弱平稳。

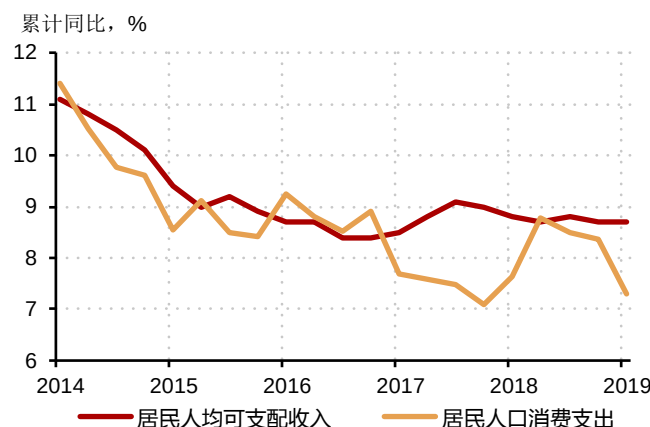
分行业看，地产链相关消费明显走弱，汽车消费跌幅收窄。4月社零总额名义增速同比增长7.2%，较前值大幅回落1.5个百分点。与房地产产业链相关的家电、家具、建筑及装潢材料等销售均有明显回落。4月分别同比增长了3.2%、4.2%和-0.3%，较3月分别下行12、8.6和11.1个百分点。汽车消费同比-2.1%，较上月跌幅收窄2.3个百分点，对社零的拖累减少0.23个百分点左右。居民收入偏弱环境下，消费将延续弱势。

图 7：房地产相关行业销售回落



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：居民收入偏弱，消费难以回升



数据来源：Wind，西南证券整理

经济下行压力上升，逆周期政策将再度发力。近期由于中美贸易摩擦再度激化，外部不稳定性再度上升，因而内需回升对稳定经济至关重要。面对当前经济下行压力再度抬头的情况，逆周期政策将再度发力。一方面，货币政策会继续保持流动性宽松，并可能在 6、7 月再度降准；另一方面，政策将疏通传导渠道，通过对小微和民营企业资金支持以及适当放松地方政府债务管控和加大国开行资金投放等方式，加大对实体经济资金投放，推动社融回升。逆周期政策有足够发力空间，能够托底经济，实现经济平稳运行。

表 1：我国宏观经济指标实际值及预测

																西南预测	市场预期
		2018-3	2018-4	2018-5	2018-6	2018-7	2018-8	2018-9	2018-10	2018-11	2018-12	2019-1	2019-2	2019-3	2019-4	2019-4F	2019-4F
CPI	同比%	2.1	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.6	2.6
PPI	同比%	3.1	3.4	4.1	4.7	4.6	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.7	0.6
工业增加值真实增速	同比%	7.2	7.0	6.8	6.0	6.0	6.1	5.8	5.9	5.4	5.7		5.3	8.5	5.4	5.7	6.5
固定资产投资累积名义增速	同比%	7.5	7.0	6.1	6.0	5.5	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9		6.1	6.3	6.1	6.2	6.4
消费品零售名义增速	同比%	10.1	9.4	8.5	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2		8.2	8.7	7.2	8.5	8.7
新增人民币贷款	亿人民币	11200	11800	11500	18400	14500	12800	13800	6970	12500	10800	32300	8858	16900	10200	13000	12818
M2增速	同比%	8.2	8.3	8.3	8.0	8.5	8.2	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5
一年期定存	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
出口名义增速（美元计价）	同比%	-2.7	12.7	12.6	11.2	12.2	9.8	14.4	15.6	5.4	-4.4	9.1	-20.7	14.2	-2.7	-1.0	1.8
进口名义增速（美元计价）	同比%	14.4	21.5	26.0	14.1	27.3	19.9	14.5	21.4	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	4.0	-8.0	-4.5
贸易顺差	亿美元	-49.8	283.8	249.2	414.7	280.5	278.9	312.8	340.2	447.5	570.6	391.6	41.2	326.5	123.7	380.4	372.3
人民币兑美元汇率（月末值）	人民币/美元	6.29	6.34	6.41	6.62	6.82	6.82	6.88	6.96	6.94	6.87	6.70	6.69	6.72	6.74	6.73	6.68
存款准备金率	%	17.0	16.0	16.0	15.5	15.5	15.5	15.5	14.5	14.5	14.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5

数据来源：CEIC，Wind，西南证券。注：市场预测为 Wind 调查的市场预测均值，其中汇率为即期汇率，西南预测汇率为中间价

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报

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_12514

