

扰动消散，韧性犹存

——4月中国经济数据前瞻

报告摘要

- 根据高频数据及我们草根调研预测，4月经济数据将多有回调，通胀进一步小幅上行。1) 固定资产投资有望保持平稳。房地产受建安投资支撑保持韧性，基建投资继续向上，制造业投资进入筑底阶段。2) 社零因汽车销售拖累加重，回升或暂时受阻，但后续将受到减税降费、一二线房地产销售回暖、及汽车家电消费刺激政策等多因素支撑。3) 进出口企稳态势继续巩固，但改善幅度不宜高估，一季度净出口对GDP拉动达到1.5个百分点，这构成二季度经济回调的重要风险点。4) 食品价格继续推升CPI，翘尾因素温和推升PPI。5) 信贷投放保持平稳，M2及社融增速微降。
- 我们认为，当前中国经济的韧性仍在，但随着3月春节错位、增值税临近下调、汽车国五国六切换等扰动褪去，加之经济政策开始从“全面开花”向减税降费和结构性宽松聚焦，以及后续通胀上行可能强化上述政策趋势。对经济企稳的预期不宜打得过满。

	指标		4月预测	前值
生产	工业增加值	当月同比	6.4% ↓	8.5%
	工业企业利润	累计同比	-2% ↑	-3.3%
消费	社零	当月同比	8.6% ↓	8.7%
投资	整体	累计同比	6.3% →	6.3%
	房地产	累计同比	11.5% ↓	11.8%
	制造业	累计同比	4.5% ↓	4.6%
	基建	累计同比	3.8% ↑	3.0%
贸易	出口	当月同比	5% ↓	14.2%
	进口	当月同比	-5% ↑	-7.6%
通胀	CPI	当月同比	2.4% ↑	2.3%
	PPI	当月同比	0.6% ↑	0.4%
金融	社融	当月新增	1.7万亿 ↓	2.9万亿
	信贷	当月新增	1.3万亿 ↓	1.7万亿
	M2	累计同比	8.4% ↓	8.6%

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

钱伟

wqian@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

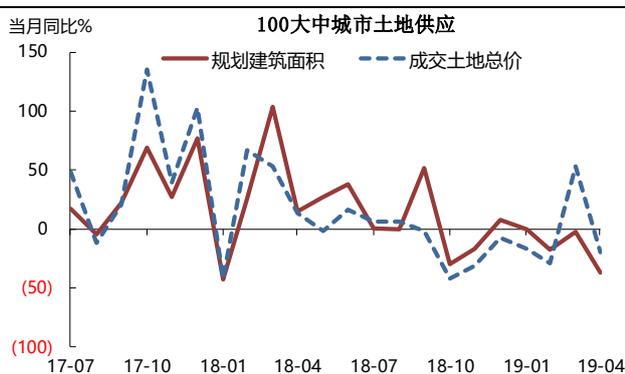
2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



一、固定资产投资增速维持平稳

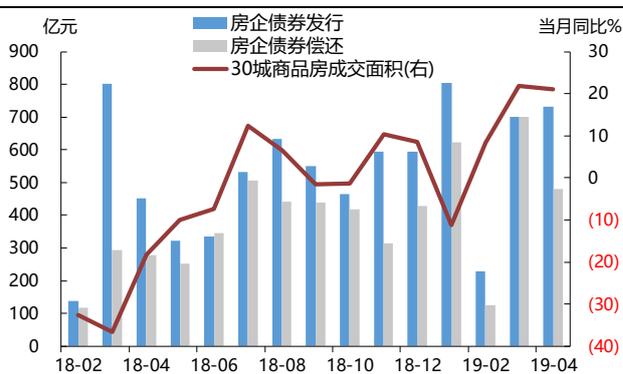
房地产建安投资向上、土地购置费向下的格局不变。4月政治局会议对货币政策的表述发生变化，部分城市对土拍市场升温迅速做出反应，但我们判断不会影响全年房地产投资的平稳回落。土地购置方面，4月100大中城市成交面积与总价增速双双回落（图表1），草根调研同样显示多数房企仍然较为理性，预计土地购置费增速仍将有序回落。建安投资方面，4月房企债券发行量环比继续走高，净融资额大幅上升，资金端改善延续；一二线城市商品房销售热度较3月略有回落，但回暖趋势尚未逆转（图表2）。在一季度施工面积高增、竣工面积低位的背景下，上述因素有望继续支撑建安投资。预计4月地产投资累计增速小幅回落至11.5%左右。

图表 1：百城土地成交面积与总价回落



资料来源：Wind，莫尼塔研究

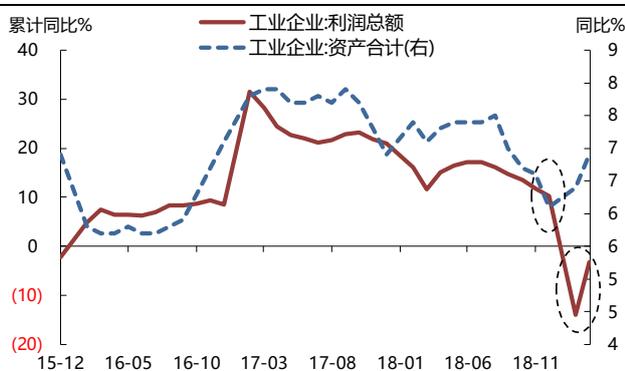
图表 2：房企融资改善，一二线销售维持较高水平



资料来源：Wind，莫尼塔研究

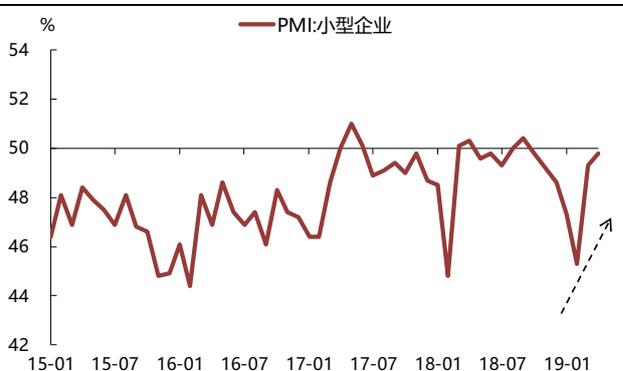
制造业投资增速进入筑底阶段。一季度制造业投资增速较去年显著下行，但我们对未来制造业投资并不悲观，二季度可能是增速筑底进而反弹的关键阶段：一是，货币政策虽然边际上略有收紧，但结构上对于民营企业的支持力度不变，政治局会议再次强调对民企新增贷款的硬性指标，此外，供给侧改革重心转向降成本与补短板，有助于企业负担减轻与盈利改善；二是，工业企业资产同比增速在2019年一季度触底反弹（图表3），工业企业利润当月同比在3月重回正增长，4月小型企业PMI也再度接近荣枯线（图表4），领先指标显示投资增速可能在二季度后期回升。预计4月制造业投资累计增速进一步下探4.5%（前值4.6%），处于阶段性底部区域。

图表 3：工企资产与利润先后出现拐点



资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 4：小型企业景气度继续修复



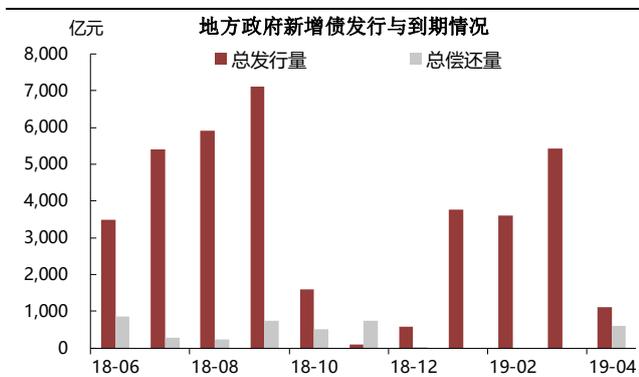
资料来源：Wind，莫尼塔研究

基建投资增速继续回升。基建补短板仍在推进过程中，一季度发改委审核批准投资项目共50个，金额达到3700亿，集中在能源、交运等领域。4月地方债发行大幅下滑（图表5），或与年初以来发行规模触及提前下达的上限1.39万亿有关，但由于今年发行节奏更早更快，基建投资资金来源仍有

保障。4月以来水泥价格环比回升，建筑业景气度维持高位（图表6），说明基建带动作用或正在体现。随着项目继续开工与施工，去年5月前后基数下行，预计4月基建投资累计增速上行至3.8%。

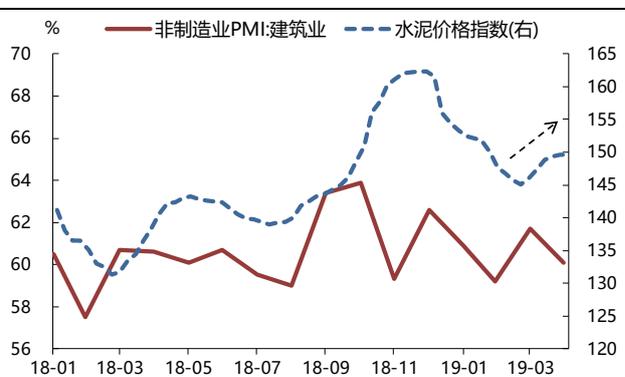
综上，假设其他分项增速不变，预计1-4月固定资产投资增速维持在6.3%左右。

图表 5：受提前下达额度限制，4 月地方债发行环比大幅下降



资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 6：水泥价格季节性回升，建筑业景气维持高位



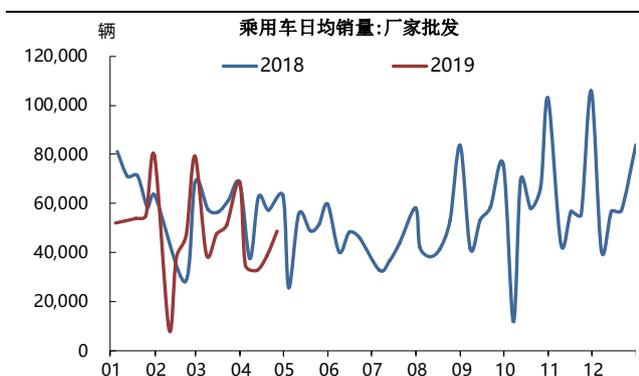
资料来源：Wind，莫尼塔研究

二、社会消费品零售增速改善暂受阻

汽车消费改善幅度不及预期，一二线城市地产销售回暖支撑下游消费。4月乘用车厂家销量大幅低于去年同期（图表7），不及此前市场的乐观预期，此外库存预警指数也有所上升，指向4月汽车消费拖累可能再度加重。原因可能包括：1) 增值税下调后，不同车企调价幅度差异较大，市场预期过于乐观，而效果体现需要时间；2) 一季度厂家对于国五车型促销效果较好，但随着国六实施日期日益临近，潜在消费者倾向于选择国六车型。

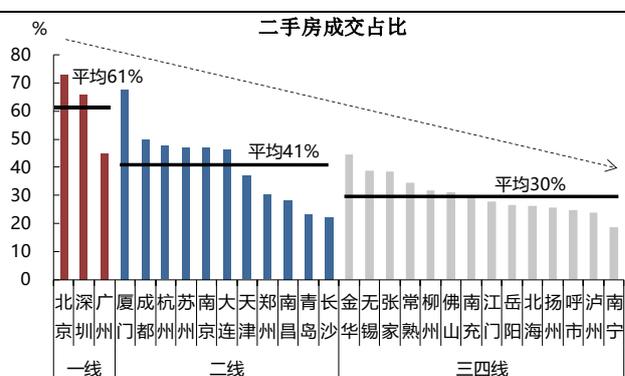
一二线城市商品房销售回暖，必然伴随其更为庞大的二手房销售，再考虑到一二线城市居民对家电装修等的购买力更强，其对于地产下游消费的拉动力也更强（图表8）。此外，通胀的回升对于消费名义增速也有一定支撑。总体来看，在增值税调降带动商品降价、个税与专项附加扣除增加居民可支配收入、以及汽车家电消费刺激政策多重利好下，我们看好全年消费回暖。但由于汽车分项短期可能出现反复，4月社零或暂时遇到一定阻力，预计名义增速小幅回落至8.6%。

图表 7：4 月乘用车厂家批发销量不及预期



资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 8：庞大的二手房市场，使得一二线城市对地产下游消费的拉动力更强



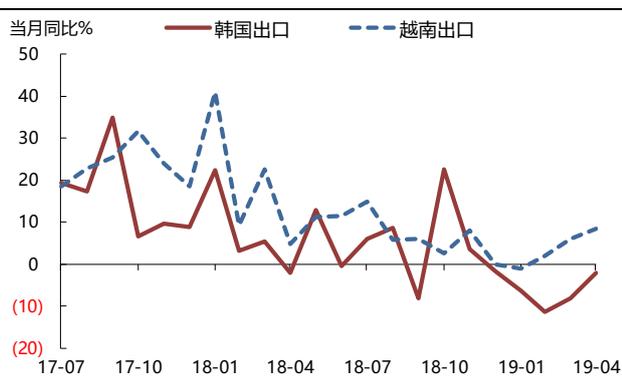
资料来源：Wind，莫尼塔研究

三、出口回归趋势，进口小幅改观

进出口企稳态势继续巩固，但改善幅度不宜高估。全球需求呈现一定改善迹象：美国4月Markit制造业PMI持平前值，欧元区4月与日本3月制造业PMI小幅反弹；波罗的海干散货指数3月与4月分别环比上涨8.2%与11.8%；越南4月出口同比增速8.4%，连续三个月回升，韩国4月出口负增2%，降幅连续两个月收窄（图表9）；国内PMI新出口订单分项同样逆势上涨（图表10）。4月出口增速虽然难以复制3月超高水平（春节错位干扰），但有望在一季度基础上（出口累计同比1.4%）继续回暖。此外，需要注意五一小长假可能带来的扰动，由于今年五一假期更长，不排除出口订单在假期之前赶工完成的可能性，从而推升出口增速。

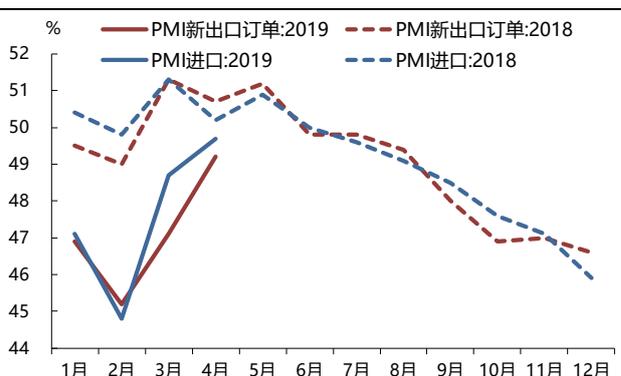
进口方面，虽然经济展现韧性，但国内需求算不上强劲，进口增速难有大幅改观。在扩大进口政策、贸易冲突缓解、以及去年低基数的基础上，单月进口增速降幅有望小幅收窄。预计4月美元计价出口增速5%左右，进口增速-5%左右。

图表 9：越南与韩国出口增速企稳回升



资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 10：4 月 PMI 进出口相关分项逆势走高



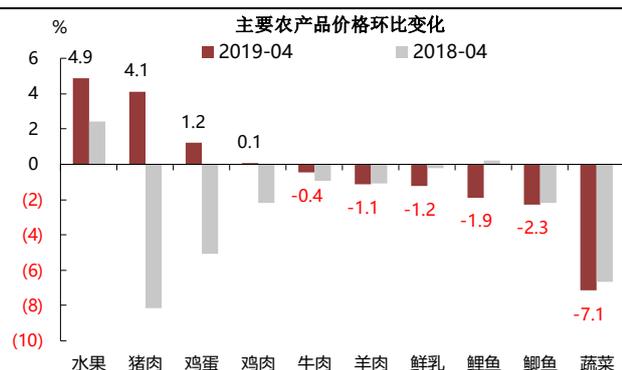
资料来源：Wind，莫尼塔研究

四、通胀进一步小幅走高

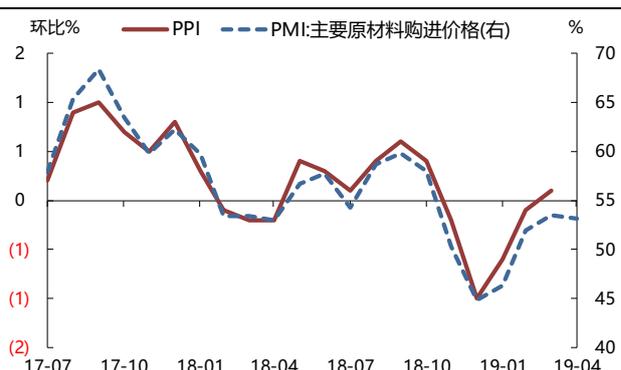
食品分项压力仍然较大，预计4月CPI同比微升至2.4%。4月猪肉价格环比上涨4.1%，较3月涨幅略微收窄，但水果、鸡蛋、鸡肉等价格相对去年同期涨幅较大，预计CPI食品分项同比继续上升至5%附近，仍然构成通胀的主要压力（图表11）。非食品方面，4月布伦特原油环比涨幅虽高于前值，但高基数使得同比走弱，能源相关价格压力减轻；4月非制造业PMI销售价格指数小幅回落，预计CPI服务分项环比平稳微降；此外，增值税下调落地，对于终端价格亦形成一定抑制。预计4月CPI非食品回落至1.7%左右。

工业品价格上涨势头有所遏制，预计PPI同比回升至0.5%。4月上旬和中旬，50种流通资料价格环比再度负增长，PMI原材料购进价格指数小幅走弱（图表12），前期南华工业品价格快速上涨至阶段性高位后出现一定调整。预计PPI环比在0%左右，但由于去年同期基数较低，同比增速继续上升至0.6%。

图表 11：主要农产品价格上涨压力仍然存在



图表 12：4 月 PPI 环比或小幅回落至 0%



资料来源：Wind，莫尼塔研究

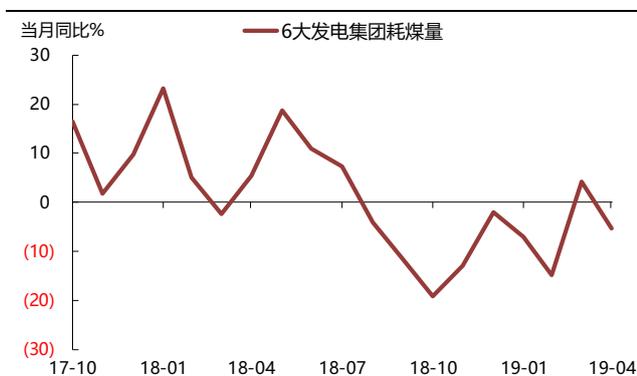
资料来源：Wind，莫尼塔研究

五、工业生产边际回调，工业企业利润继续企稳

PMI与发电耗煤数据指向工业生产热度有所回落。3月工业增加值增速大幅反弹至8.5%，春节对生产节奏的干扰较为明显。4月六大电厂发电耗煤量同比再度转负（图表13），PMI生产分项回落幅度略高于去年同期（图表14），工业生产热度或不及一季度整体水平。一季度工业增加值累计增速达到6.5%，是近三个季度的高点，预计4月工业增加值当月同比小幅降温至6.4%左右。

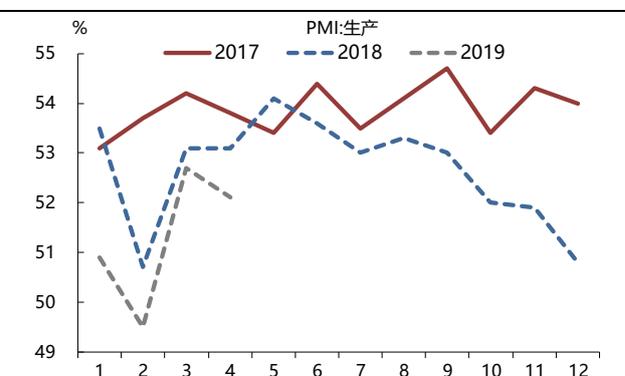
生产端与价格端保持平稳，预计4月工业企业利润降幅继续收窄。3月工企利润增速大幅反弹，得益于工业增加值与PPI的边际改善。展望4月，基于前述预测，工业增加值累计增速维持在6.5%左右，PPI累计增速继续小幅上升，但CPI走高在成本端形成一定压制。总体来看，企业盈利边际上仍有望继续改善，预计4月工业企业利润累计增速在-2%左右。

图表 13：4月发电耗煤量同比再度转负



资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 14：4月PMI生产分项回落



资料来源：Wind，莫尼塔研究

六、社融、M2 增速小幅回落

4月信贷投放保持平稳。根据我们草根调研，4月信贷投放基本保持平稳。资金主要流向基建、房地产和国企，而民营企业贷款需求依然不强。支持普惠金融仍然是政策要求，但我们调研对象反映上量不快，且提示部分资金可能变相支持了房地产。预计4月新增信贷1.3万亿，新增社融1.7万亿，M2增速小幅回落至8.4%，社融存量同比略微下降至10.6%。

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_12722



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn