



兴泰智库研究报告

XINGTAITHINK-TANKRESEARCHREPORT

2019年第9期总第65期·宏观报告

2019年4月份宏观经济形势 分析报告

徐蕾 李庆

咨询电话：0551-63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：<http://www.xtkg.com/>

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路1688号兴泰金融广场2209室

金融研究所

二〇一九年五月



- ▶ **发达国家和发展中国家经济回暖。**美国经济正处于高增长低通胀的黄金组合，但2季度GDP仍然回落，美联储政策暂时不变。欧洲出现缓慢复苏，但复苏并不稳定。发展中国家回暖，但其短暂回暖源于中国和美国，中国经济走弱后会影响到发展中国家，进而影响发达国家经济景气度。
- ▶ **国内生产端和需求端均下滑，房地产及相关产业一枝独秀。**生产端回落，回落幅度超过往年，生产端中上游行业生产较为旺盛，尤其是黑色行业的热度较高，中下游行业仍然处于下滑阶段。需求方面，居民需求和外部需求走低，政府需求仍有支撑，居民需求预计年年维持在8%附近，出口增速回落至-7%左右。房地产表现仍然较为亮眼，在2季度仍然是10%以上的增速。
- ▶ **经济走弱，通胀和贸易摩擦决定未来货币政策。**央行对货币刺激的态度一直较为暧昧，4月份央行对市场较为谨慎，5月施行“小降准”，仍然是缓慢的货币刺激。中美贸易摩擦升级，央行仍在观察，预计2季度GDP回落至6.3%，如果回落速度加快，央行降准可能提前到2季度。通胀是另一制约货币政策的指标，通胀4季度到达高点，年末接近3%，1季度货币政策报告中央行提到会观察通胀。

目录

CONTENTS



01

国际经济形势分析

02

国内经济形势分析

03

宏观经济政策分析

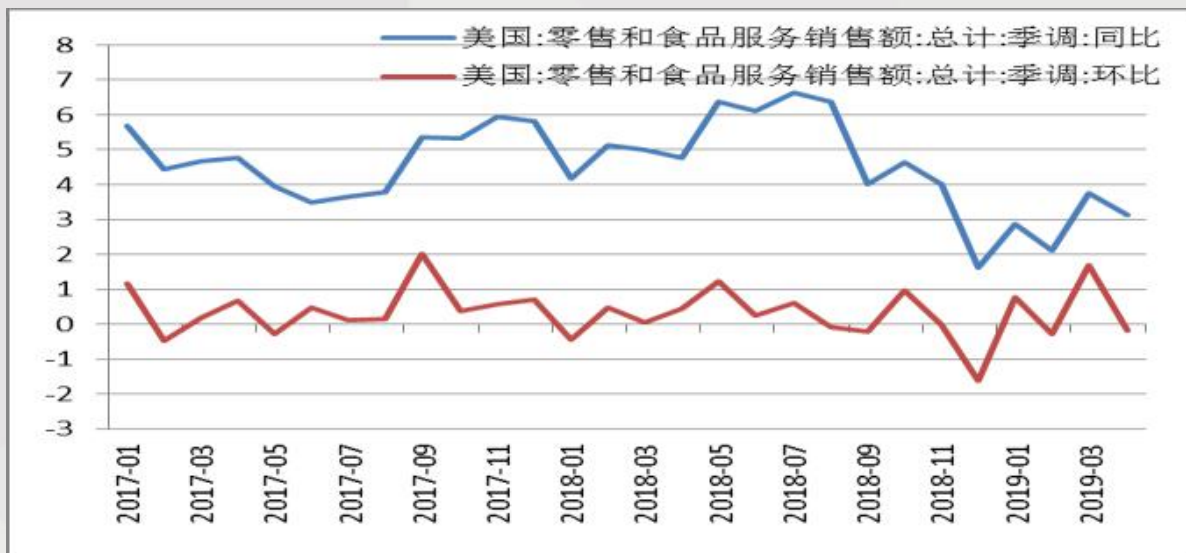
01



国际经济形势分析

GDP、景气指数、货币政策

1.1 美国：高增长低通胀



美国消费仍然强劲，通胀依然温和，但PMI指数连续下跌，加上贸易逆差再次扩大，预计二季度增速会放缓至2%左右。美国GDP、就业和通胀表现良好，美国经济正处于历史上罕见的高增长低通胀低失业率组合期。美联储可能继续维持政策利率不变。

美国4月末季调CPI年率仅为2%，不及预期的2.1%，但好于前值的1.9%；而4月末季调核心CPI年率为2.1%，与预期相符，高于前值的2%。受汽油、租金和医疗成本上涨的推动，4月CPI环比增0.3%。剔除食品和能源的CPI微增0.1%，因服装价格连续第二个月出现下跌。核心CPI已经连续3个月保持同样的微幅增长。4月份PPI环比增长0.2%，也低于预期，3月份PPI增长0.6%。4月PPI核心同比上升2.4%，是去年5月以来的最低涨幅。

1.2 欧元区：维持低速增长



欧元区方面，欧盟公布的修正后的一季度GDP环比增长0.4%，同比增长1.2%，与初值一致并符合预期。同时，欧盟28国GDP环比增长0.5%，同比增长1.5%，也符合预期。一季度欧元区经济的小幅回升，主要是德国经济反弹，及意大利结束连续两个季度的衰退，同时，法国经济维持低速增长的影响。

欧盟统计局发布的2019年4月的欧元区CPI同比为1.7%，高于2019年3月的1.4%。去年同期的通胀率为1.2%。4月CPI主要受到服务业、能源和食品、酒精烟草的拉动。欧元区4月CPI月率为0.7%，低于前值的1%，符合预期。扣除能源与食品后的CPI仍高于预期，表明欧元区内需逐步恢复，通缩压力缓解。

02

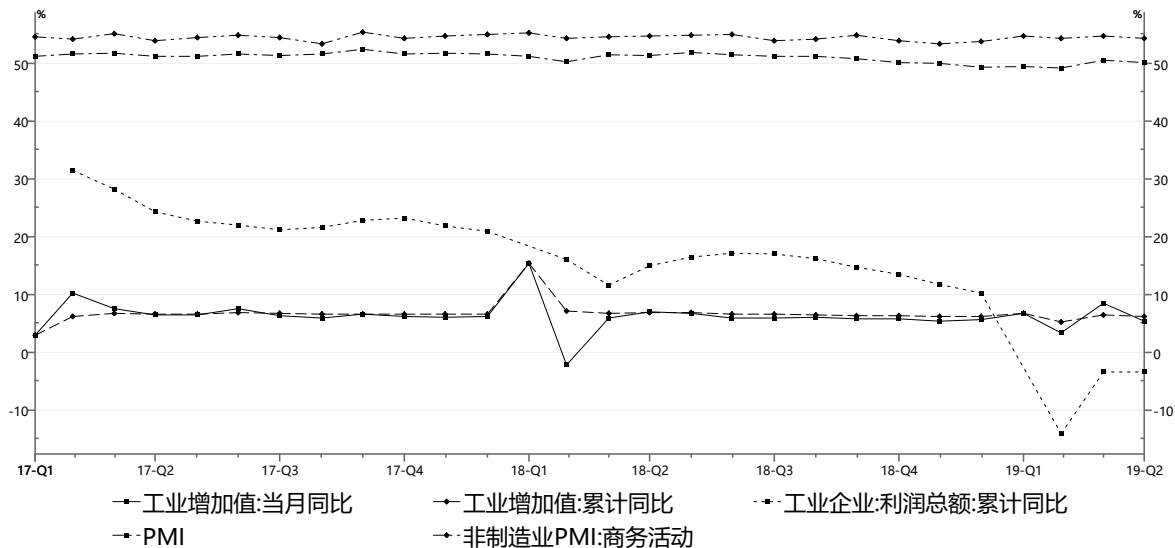


国内经济形势分析

GDP、工业、投资、消费、进出口、物价水平

2.1 工业增加值总体承压，制造业面临较大压力

工业生产及景气指数

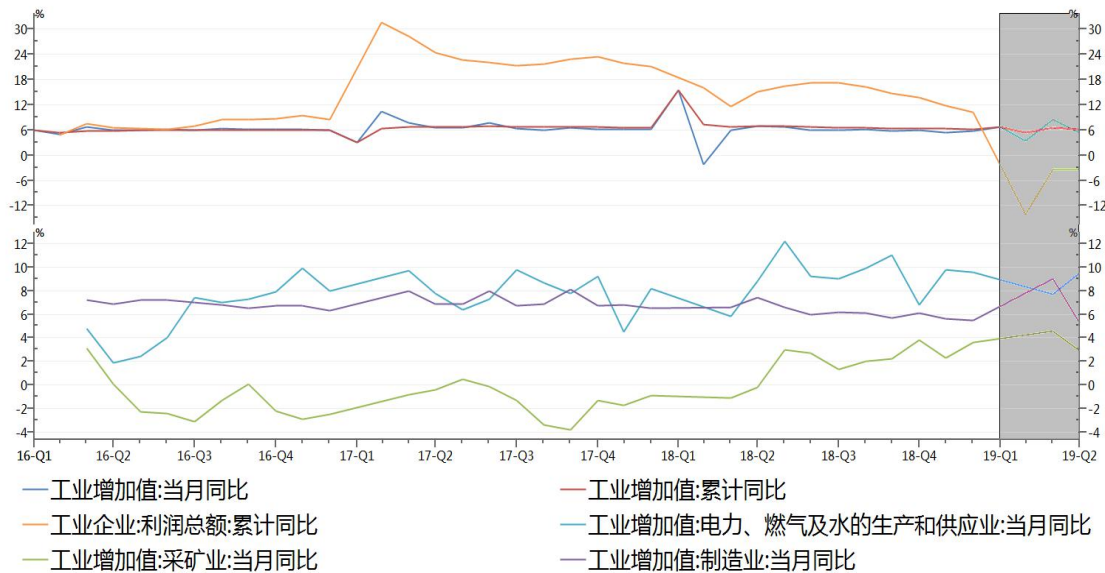


4月工业增加值当月同比为5.4%，较前值大幅下行3.1个百分点；4月工业增加值累计同比为6.2%，较前值下行0.3个百分点。其中，制造业工业增加值当月同比面临较大压力：一是与前值相比，制造业当月同比下行幅度最大，二是制造业当月同比跌至2013年6月以来的新低。

展望：4月份工业增加值大幅回落的主要原因增值税下调，不少企业为了充分享受增值税下调的优惠，积极调整了生产经营活动，在3月份提前备货、加快生产。随着提前备货效应消退，工业增加值有望有所反弹。预计工业增加值5月份将有所回升。

2.2 增值税扰动消退，工业企业盈利增速再度下行

规上工业增加值、利润及三大类工业增加值同比



数据来源: Wind

4月全国规模以上工业增加值同比实际增长5.4%，增速较上月下滑3.1个百分点，与当月PMI生产指数走低、电煤同比负增长相一致。4月工业企业实现利润总额同比下降3.7%，较3月份同比增长13.9%大幅下行。一方面，增值税税率下调需求提前释放；另一方面，工作日较去年同期有所减少同样对企业利润造成冲击。除此之外，4月内需较一季度偏弱同样导致企业盈利转弱。

展望：1季度我国利润增速负增长，4月份利润增速延续负增长，但是下跌幅度减弱。企业生产在4月份回落，预计5、6月份企业生产会小幅上行，同时有减税的影响，上半年企业利润增速可能回暖。

2.3 投资：受制造业投资拖累，固定资产投资增速维持在低位

固定资产投资累计分项同比



4月固定资产投资累计同比为6.10%，低于前值0.2个百分点，继续处于历史低位。第一产业固定资产投资累计同比时隔15年下次进入负增长区间；第二产业在反弹至6.20%的相对高位后再次下行；第三产业则在跌至5.3%的低位之后出现反弹。

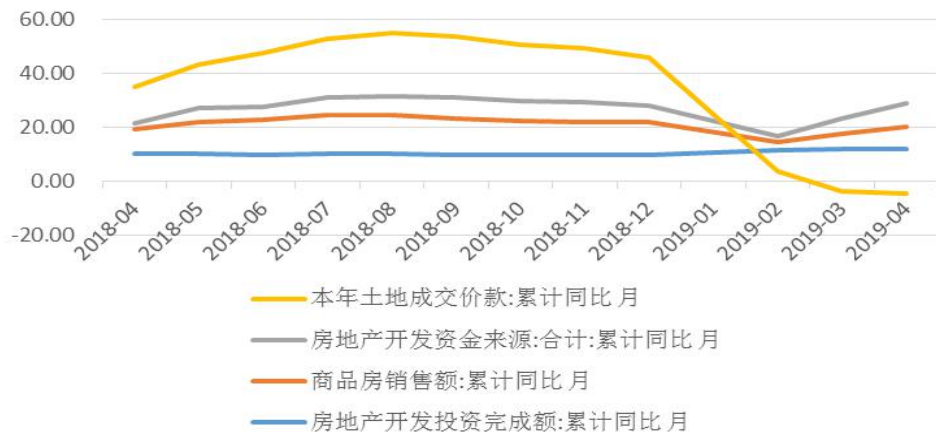
基建投资“引而待发”。1-4月基建投资（不含电力）同比增长4.4%，与1-3月累计增速持平。基建增速滞后，一方面与资金在途有关，另一方面或反映严控地方政府隐性负债背景下，其他配套资金到位较缓。

制造业投资与民间投资同步放缓。因终端需求走弱和前期利润下滑抑制制造业投资需求，1-4月制造业投资同比增长2.5%，增速较前值下滑2.1个百分点，以制造业为主的民间投资增速也回落0.9个百分点。

展望：因中美贸易战，民间投资增速将继续回落。预计民间固定资产投资累计同比增速将小幅回落，房地产固定资产投资增速继续上升。基建投资增速、制造业固定资产投资累计同比增速继续回落。预计固定资产投资累计同比增速将小幅回落。

2.4 房地产：房地产投资韧性不减，高增势头还将延续

房地产投资



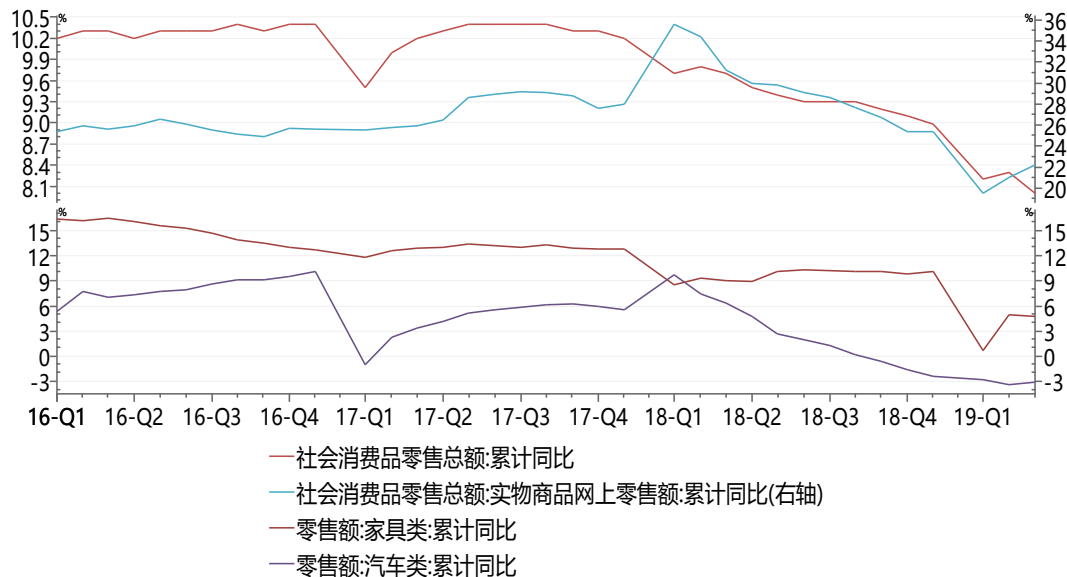
房地产投资继续“领跑”。4月房地产开发投资完成额累计同比为11.9%，较前值上行0.1个百分点，创2014年12月以来新高。2018年房地产投资累计同比录得9.5%的增速，包含土地购置费在内的其他费用累计同比为44.1%，对房地产投资起到了很大的支撑作用。土地购置费等其他费用累计同比出现大幅下行，4月仅录得25.4%。国有土地使用权出让收入累计同比均处于下行通道，因此，2019年土地购置费累计同比大概率下行。

房地产投资面临诸多支撑。一是建筑工程累计同比一改2018年负增长的颓势，在2019年的前四月中，增速切换至正增长。二是首套房贷平均利率与二套房贷平均利率均在2018年10月见顶。三是4月商品房待售面积累计同比为-9.4%，连续27个月负增长。四是4月房地产开发资金来源合计累计同比8.90%，创2017年9月以来新高。

展望：商品房销售额连续3个月回升。施工面积自2018年3月以来连续回升。预计5月份房地产固定资产投资增速继续上升。

2.5 消费：消费需求全面下行，但汽车类消费跌幅收窄

社会消费品零售总额及分类累计同比



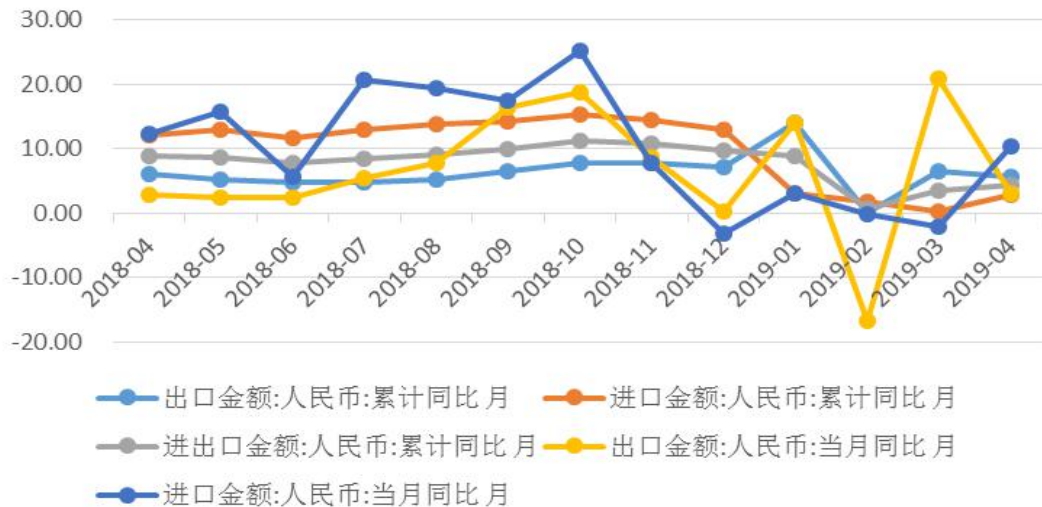
数据来源: Wind

4月社会消费品零售总额同比名义增速由上月的8.7%降至7.2%，1-4月累计增速则较前值放缓0.3个百分点至8.0%。当月社零增速大幅放缓的主要原因是五一假期较上年后移带动假期消费需求后移，根据统计局测算，如考虑4月节假日天数同比减少两天的因素，4月当月社零同比增速可达到8.7%，与上月持平。4月汽车类零售额当月同比为-2.1%，较前值上行2.3个百分点，与2018年11月的低点相比，累计上行7.9个百分点。

展望：消费回落一方面是季节性因素，一方面是受到房地产对消费需求的挤压，消费需求普遍回落。5月份，随着节假日效应消退，预计社会消费品零售总额同比增速将小幅回升。

2.6 外贸：出口形势不容乐观，全年贸易顺差大概率承压

进出口金额当月同比、累计同比



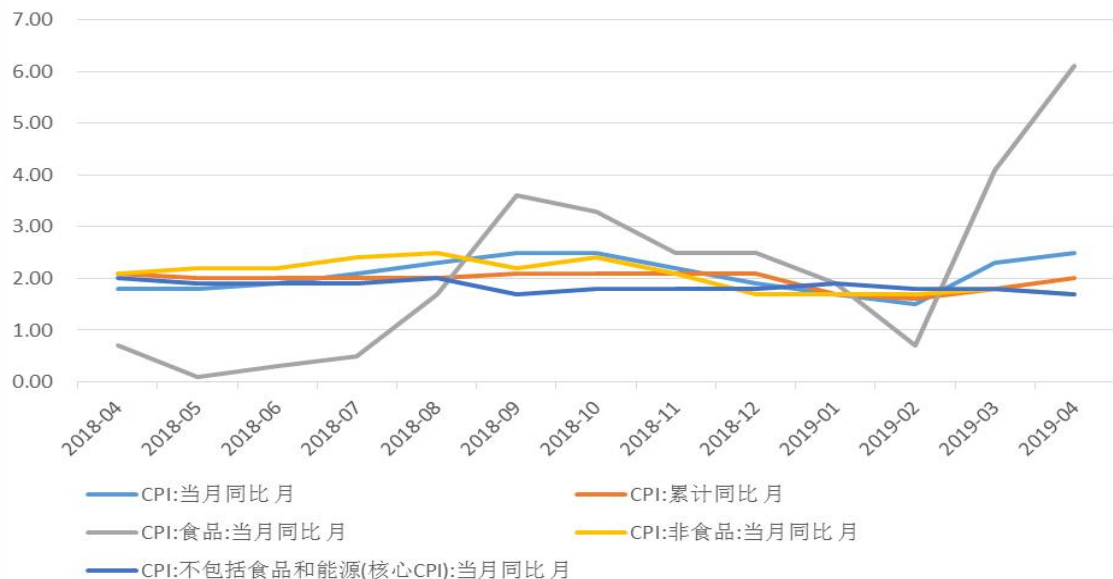
展望：出口方面，全球经济持续走弱。叠加美国加征关税，出口仍存下行压力。预计5月份出口同比增速为负；而进口方面，受消费乏力、内需疲软影响，叠加从美国进口下降，预计进口增速再次下滑。

出口增速疲弱受多重因素影响。4月出口当月同比为-2.7%，较前值大幅下行16.9个百分点。一是全球经济增速下行，使得外需增长的推动力减弱。二是受中美贸易摩擦的影响，贸易环境出现恶化，在很大程度上冲击出口增速。三是受基数效应的拖累。

进口增速超预期增长，主要受国内需求的提振。4月进口当月同比为4.0%，较前值上行11.6个百分点。2019年财政政策加力提效，减税降费效果初显，货币政策改善传导机制，逐步实现宽货币向宽信用传导，此外，国家发改委出台鼓励汽车及家电消费的政策。在一系列逆周期政策的调节之下，进口增速得到提振。

2.7 通胀：短期内CPI还将上行，PPI同比已达年内高点

CPI当月同比与累计同比

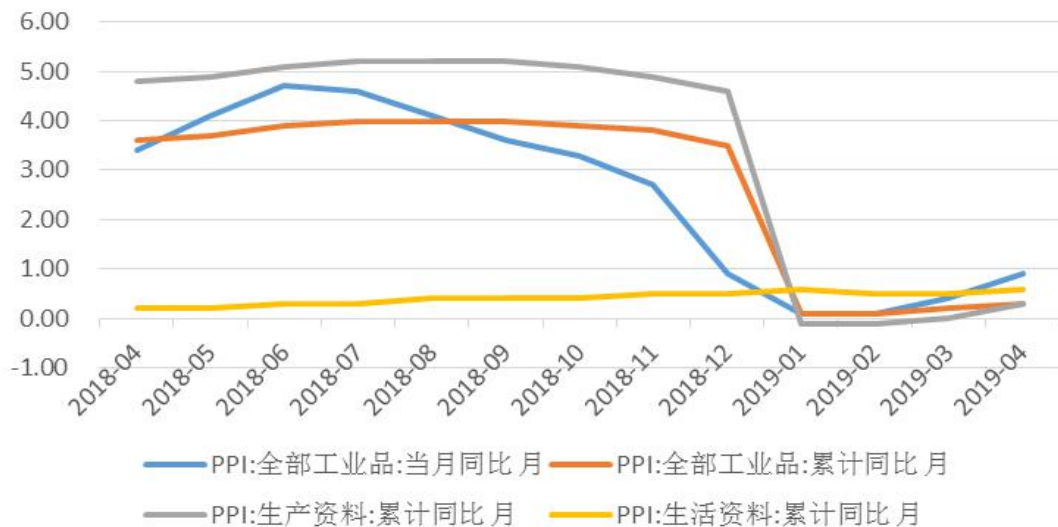


展望：CPI同比还将上行，一是在非洲猪瘟的影响下，预计“猪周期”在未来几个月将拉动猪肉以及牛羊肉等替代品的价格；二是从基数效应与翘尾因素上看，2018年5月CPI同比为1.80%，持平于前值，但是翘尾同比为1.34%，较前值上行0.11个百分点，这将进一步拉动5月CPI同比上行。

“猪”因素拉动CPI同比。4月CPI同比2.5%，持平于预期，较前值上行0.2个百分点。4月CPI同比上行主要有3个方面的原因：一是食品项是推动CPI同比上行的“主力军”，尤其是在“猪周期”的带动下，猪肉、羊肉与牛肉同比涨幅在CPI同比的30个细项中分列2、4、5位，其中，猪肉CPI同比走势更是直线拉升，“猪周期”对CPI同比的拉动开始发力；二是从基数效应看，2018年4月CPI同比为1.80%，较前值下行0.3个百分点；三是从翘尾因素看，2019年4月CPI翘尾同比为1.30%，较前值上行0.2个百分点。

2.7 通胀：短期内CPI还将上行，PPI同比已达年内高点

PPI当月同比与累计同比（201804-201904）

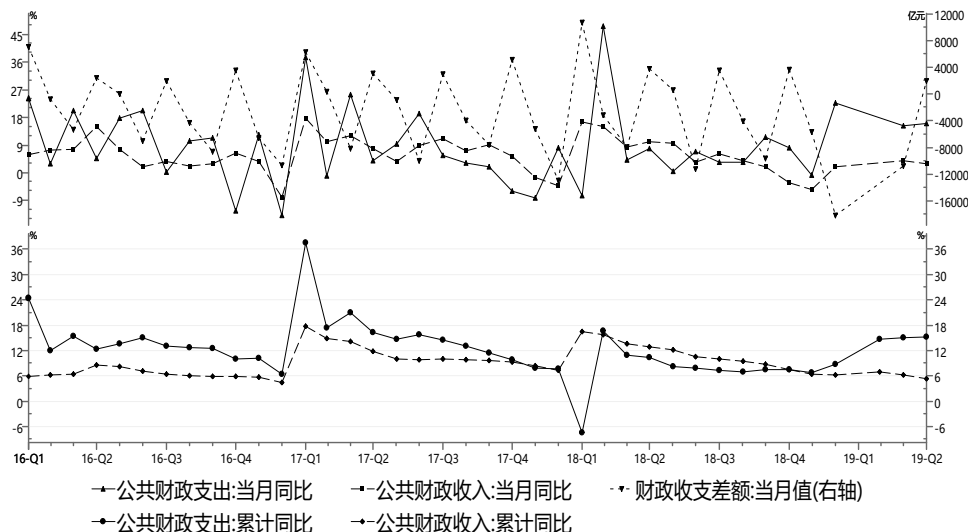


展望：PPI同比下行将是大概率事件，一是5月PPI翘尾同比为0.59%，较前值下行0.4个百分点；二是国际油价前期超预期上行，但是在全球经济增速下行的大背景下，国际油价继续上行阻力料将加大；三是美元指数由于“美强欧弱”因素，短期内还处于相对高位，叠加考虑全球经济增速下行，预计有色金属颓势依旧；四是受政治局会议再提“房住不炒”定位以及货币政策宽松空间收窄的边际影响，预计黑色系上方面临较大阻力。

PPI同比已达年内高点。4月PPI同比0.9%，高于预期0.3个百分点，较前值上行0.5个百分点。4月PPI同比超预期上涨主要有两点原因：一是受特朗普制裁伊朗言论，OPEC减产顺利执行，以及国内房地产投资超预期上行的影响，采掘工业中的原油系与黑色系上行，拉动采掘工业PPI同比超预期上行；二是从翘尾同比看，4月PPI翘尾同比为0.99%，较前值上行0.20个百分点。

2.8 财政：基建类支出增速放缓，关注下半年财政政策发力空间

财政收支当月、累计同比及收支差额



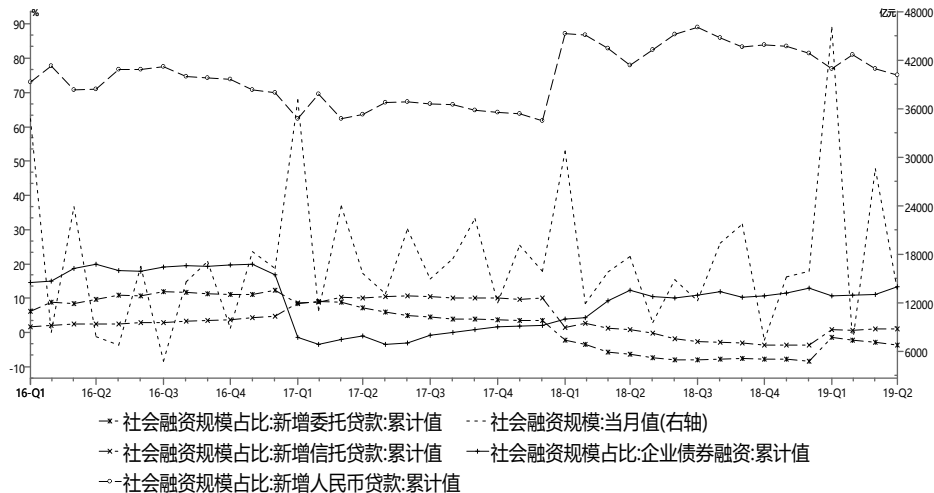
数据来源: Wind

支出增速快于收入增速，压缩下半年财政政策发力空间。4月财政收入同比为2.83%，较前值下行1.17个百分点。在过往的30年中，同比位列第27，在减税降费背景下，4月财政收入增速低于季节性。4月财政支出同比为15.94%，较前值上行0.53个百分点，在过往的30年中，同比位列第16。进入2019年，财政支出增速持续大幅领先于财政收入增速，相应的，财政赤字的节奏也明显快于往年，3月累计财政赤字为4973亿元，4月累计财政赤字为3016亿元。

展望：财政支出增速持续大幅领先于财政收入增速。上半年财政支出的前倾，压缩下半年财政政策发力空间。主要税种增速绝大部分负增长，在减税降费背景下，该情况有可能贯穿2019年。4月基建类支出增速放缓，而国有土地使用权出让收入累计同比下行，则预示土地购置费累计同比面临一定压力。预计5月份财政支出依旧小幅上扬，财政收入增速持续走低。

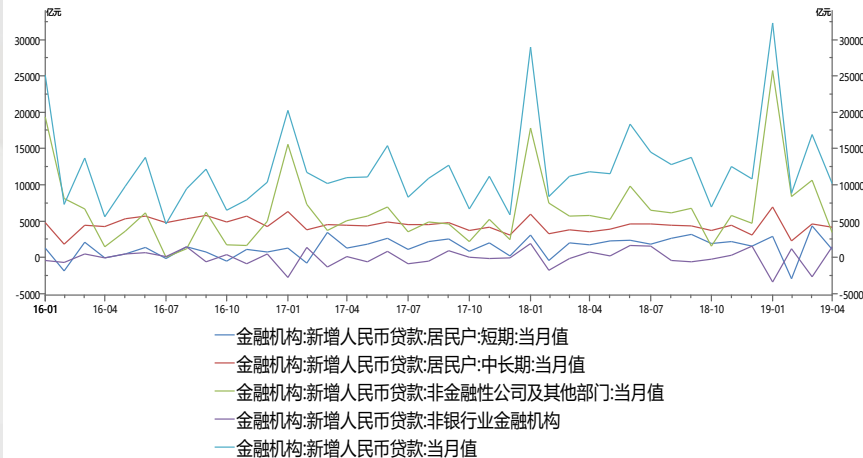
2.9 金融：季节性融资意愿因素导致信贷回调

社会融资规模结构



社会融资增速回落。4月份新增社会融资总额13,591亿元，回落15,040亿元。4月份开始社会融资走弱，尤其是委托贷款和未贴现银行汇票回落，企业的融资活动走低，而地方基建相关的专项债券按照节奏下发，表现在制造业投资的下滑和基建投资的稳定。如果经济持续下滑，社融和基建需要更高的增速。

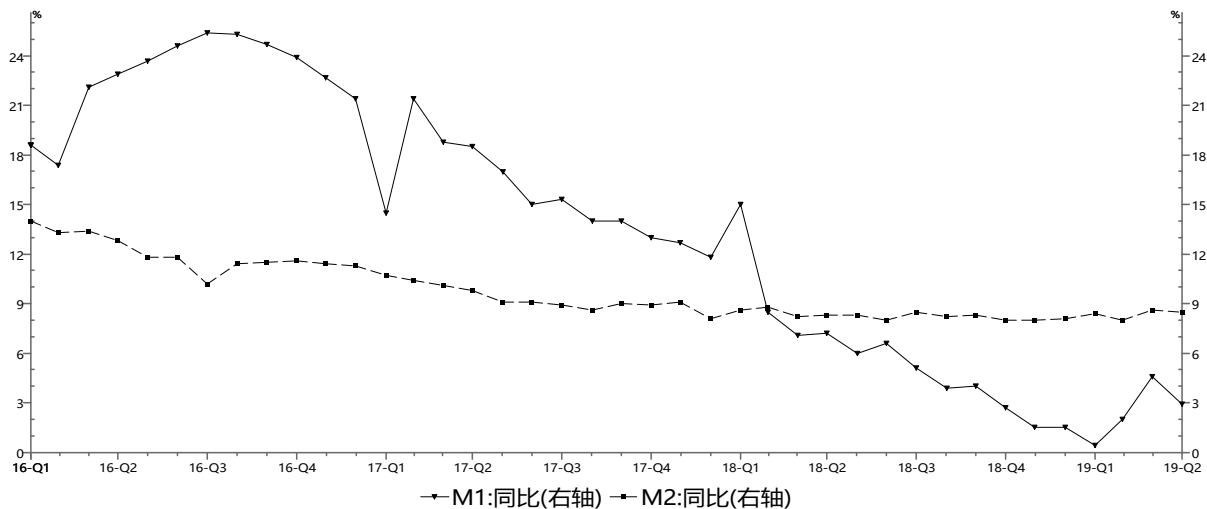
金融机构新增人民币贷款 (201601-201904)



4月新增人民币贷款10200亿元，低于预期1800亿元，环比少增6700亿元，同比少增1600亿元。与往年同期相比并不算低，但是受3月信贷超预期影响，2019年4月环比下行幅度与往年相比较较大，此外，在一季度经济增速超预期的背景下，商业银行4月放缓信贷节奏。

2.10 金融：M1同比与M2同比双双下行，大幅反弹概率较低。

M1、M2新增同比



数据来源: Wind

4月M2同比8.5%，较前值下行0.1%。一是在贸易顺差收窄的背景下，外汇占款下行是大概率事件，将减少基础货币，降低M2增速；二是M2增速应与名义GDP增速相适应，一季度名义GDP增速为7.83%，较前值下行1.31个百分点，而PPI同比下半年大概率低于上半年，这意味着名义GDP增速承压。当然，在宽货币向宽信贷传导的背景下，综合考虑，M2同比有望维持在8.5%左右。

4月M1同比2.9%，继3月反弹2.6个百分点之后，4月环比下行1.7个百分点。4月M1同比较前值下行，直接原因是企业存款出现下行：3、4月非金融性公司新增人民币存款分别为19239亿元、-1738亿元。从中长期看，M1同比与工业企业利润总额累计同比相关性较强。2019年工业企业利润总额累计同比承压，但是考虑到基数效应，预计M1同比上行幅度比较温和。综合看，本轮M1周期大概率不会是一个强周期。

03



宏观经济政策分析

财政政策、货币政策、金融监管、财政规范

3.1 宏观经济压力犹存，但货币政策宽松空间收窄

4月19日 中央政治局会议：，一季度经济运行总体平稳、好于预期，开局良好

经济运行仍然存在不少困难和问题，外部经济环境总体趋紧，国内经济存在下行压力，这其中既有周期性因素，但更多是结构性、体制性的。

要坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的总体思路，做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定各项工作。

要细化“巩固、增强、提升、畅通”八字方针落实举措，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，在推动高质量发展中防范化解风险，坚决打好三大攻坚战。

宏观政策要立足于推动高质量发展，更加注重质的提升，更加注重激发市场活力，积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要松紧适度。

3.2 进一步降低小微企业融资成本，加大金融对实体经济的支持

4月17日 国务院常务会议：确保小微企业融资规模增加、成本下降，促进就业扩大和新动能成长

坚持不搞“大水漫灌”，实施好稳健的货币政策，灵活运用货币政策工具，扩大再贷款、再贴现等工具规模，抓紧建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架，推广债券融资支持工具。

推动银行健全“敢贷、愿贷、能贷”的考核激励机制，支持单独制定普惠型小微企业信贷计划。

通过政府性融资担保降低企业融资费用。中央财政继续安排资金，实施小微企业融资担保降费奖补政策。

引导银行提高信用贷款比重，降低对抵押担保的过度依赖。

3.3 财政政策加力提效，货币政策根据经济增长和价格形势变化及时预调微调

4月22日 中央财经委员会第四次会议

要深化供给侧结构性改革，巩固“三去一降一补”成果，增强微观主体活力，提升产业链水平，畅通国民经济循环。

要强化宏观政策逆周期调节，财政政策要加力提效，减税降费要尽快落实到位，货币政策要松紧适度，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调，加大对实体经济的金融支持。

要打好三大攻坚战，按照既定部署，尽锐出战，确保取得重要进展。

要推动改革开放取得新的重大成果，善用高水平开放倒逼深化改革，提升市场化法治化营商环境。

要抓住用好新机遇，加快经济结构优化升级，提升科技创新能力，深化改革开放，加快绿色发展，参与全球经济治理体系变革，更多在推动高质量发展上下功夫。

3.4 稳就业依旧是工作重点，多措并举实现比较充分的就业

4月30日 国务院常务会议：确定了实施今年《政府工作报告》提出的职业技能提升行动的具体措施

一是大规模开展职业技能培训。培训重点面向职工，兼顾就业重点群体和贫困劳动力。

二是从失业保险基金结余中拿出1000亿元，设立专项账户，统筹用于职业技能提升行动。

三是支持地方调整完善职业培训补贴政策，符合条件的劳动者均可参加培训并获得补贴。

四是深化“放管服”改革，推动职业院校扩大培训规模，支持企业、社会培训机构开展技能培训，民办机构在政府购买服务等方面与公办同类机构享受同等待遇。

兴泰智库成立于2016年8月，是由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）发起，并联合有关政府部门、高等院校、研究机构、金融机构和专家学者组成的，以“汇聚高端智慧，服务地方金融”为宗旨的非营利性、非法人学术团体。《兴泰智库研究报告》是兴泰智库自主研究成果的输出平台，内容以宏观报告、政策解读、行业分析、专题研究为主，对内交流学习，对外寻求发声，致力于为合肥区域金融中心建设提供最贴近市场前沿的前瞻性、储备性、战略性智力支持。

本报告基于兴泰智库研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见仅代表研究人员观点，不构成对任何人的投资建议，公司不对本报告任何运用产生的结果负责。

本报告版权归公司所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、转载、刊发，需注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。