



4月份宏观经济数据解读

摘要

投资方面，6月份之后PPP有望大范围重启，不过受去杠杆和地产融资收紧影响，未来基建和地产投资可能会继续下滑，制造业投资受财税和产业政策支持有望进一步回暖。

消费方面不太乐观，居民消费没有什么亮点。居民收入增速出现下滑态势，在当前这种消费低迷的情况下，估计政府大概率会出台相关措施以提振消费。

消费疲弱也是CPI下行的原因之一，4月份CPI回落至1.8%，再次回到2%以下，通胀的上行似乎遥遥无期，能源和工业品价格上涨对国内CPI并没有产生明显的影响。此外，农产品价格的长期低迷也是一个原因。

进出口方面，中美双方已表示不打贸易战并停止互相加征关税，预计未来进出口有望持稳，不过也要看到，这份声明只是一个初步共识，接下来在具体的方面还会继续进行谈判，有关高科技产品的进口和相关政策将是双方争夺的一个关键点，接下来还要密切关注。

南华期货研究所

章睿哲

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

黎敏

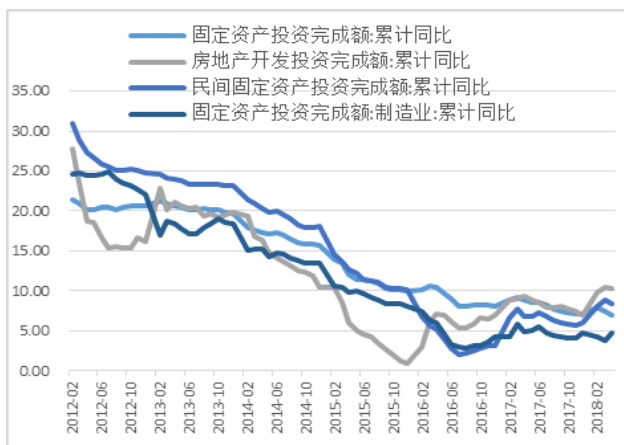
limin@nawaa.com

010-83168383

4月份宏观经济数据解读

投资方面，4月份固定资产投资完成额累计增长7%，是1999年以来新低。其中，房地产开发投资累计增长10.3%，比上月回落0.1个百分点，但增速仍维持高位；民间固定资产投资增长8.4%，比上月回落0.3个百分点；制造业投资增长4.8%，比上月增加1个百分点。

图1、投资增长情况



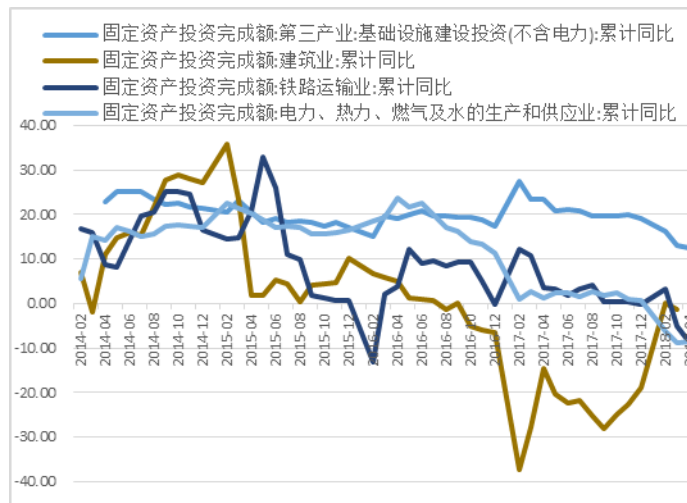
资料来源：WIND 资讯 南华研究

4月份投资增速继续下行，主要还是与PPP清理和地方政府去杠杆有密切关系。财政部PPP中心数据显示，截至2018年4月23日，各地累计清理退库项目1695个、涉及投资额1.8万亿元；上报整改项目2005个、涉及投资额3.1万亿元，数量和金额都较庞大，短期仍将对投资增速产生较大影响。

从财政部公布的情况来看，退库项目最多的地区是内蒙古、新疆、山东、河南、湖南、贵州和云南等欠发达省份，这些地方政府的负债率也比较高；从行业来看，退库项目中市政工程、交通运输、城镇综合开发项目数居前三位，合计占退库项目总数的51.9%、占退库项目总投资额的63.8%。交通运输的退库项目单位体量最大，单个项目平均投资额达23亿元。

受此影响，4月份第三产业基础设施建设投资增长12.4%，比上月下滑1.4个百分点，维持下滑态势。可以看到，固定资产投资中下滑最多的五个行业，分别是批发零售业、电力热力燃气和水的生产供应业、金融业、铁路运输业和建筑业，其中有三个行业都与基建有关，电力等生产供应业和铁路运输业4月份投资同比分别下降8.4%和8.9%，建筑业去年投资降幅高达20%，考虑到房地产投资温和上升，建筑业的投资下滑应当是与基建相关的土木工程投资下滑所致。

图2、基建相关投资增长情况



资料来源: WIND 资讯 南华研究

基建下滑态势目前仍看不到企稳迹象,而且PPP中退库和整改的基建项目占比也是最高的,可见PPP启动之后,基建项目也不会新增很多。由于基建投资增长下滑,A股的基建类板块表现也比较差,此外与PPP有关的板块跌幅也比较大。

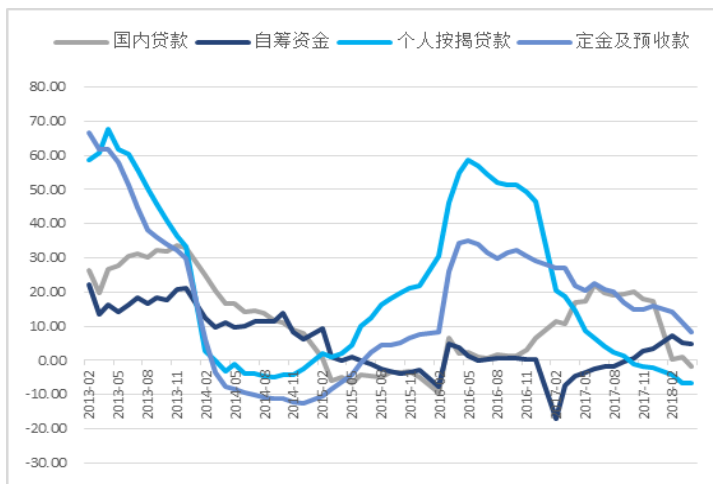
目前财政部已经公布相关退库和整改情况,预计不久之后PPP将重启,铁汉生态新疆PPP项目已经开始启动。不过即使PPP重启,由于监管加强,而且限制了地方政府(当前及以后年度财政承受能力已超过10%上限的不宜继续采用PPP模式实施)和央企(累计对PPP项目的净投资原则上不得超过上一年度集团合并净资产的50%;资产负债率高于85%或近2年连续亏损的子企业不得单独投资PPP项目)的投资,所以未来PPP与前两年相比增长速度也将放缓,此外项目的行业分布占比将会发生变化,基建项目将减少,而旅游公共服务和生态环保领域将是主要支持方向。此前文化和旅游部、财政部联合印发《关于在旅游领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见》,提出鼓励运用政府和社会资本合作(PPP)模式改善旅游公共服务供给,加大对旅游PPP项目的政策保障,优化资金投入方式、拓宽金融支持渠道。

应该看到,今年以来基建投资增速的下滑与信用紧缩有一定关联,是资金供给和需求的两面,一方面银行资金收紧,另一方面资金需求也在下行。不过,预计未来基建融资需求的减少将会给其他行业,诸如服务业和高科技行业的融资腾出空间。

房地产投资方面,上周的报告认为地产商的现金流较充足,信用风险较低,因此在当前融资环境下可能还是比较受金融机构青睐的资金投放对象。不过目前来看,监管机构对地产商的融资限制是超预期的,地产开发贷款已出现负增长。而且日前发改委、财政部联合发布了《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》,要求严防外债风险和地方债务风险。这可能意味着未来发改委对境外发债的申请和备案将收紧,而房地产企业就是境外发债的大户。此外,近期监管部门还对房企的境内发债进行了窗口指导,要求目前房企只能发长租债券和借新偿旧的债券。基于此,我们认为下半年房地产投资增速可能出现下

行。由于基建投资增速的持续下行和地产投资存在的不确定性，相关大宗商品的需求可能出现问题，建议投资者注意相关风险。

图 3、地产商资金来源增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

制造业投资方面，目前增长仍较低迷，但未来有一定上升的可能。一方面基建的回落，一些行业的需求会出现下行，另一方面，今年以来财政的减税降费力度有所加大，日前国务院召开常务会议，决定再推出 7 项减税措施，包括将享受当年一次性税前扣除优惠的企业新购进设备、器具单位价值上限，从 100 万元提高到 500 万元；将享受减半征收企业所得税优惠政策的小型微利企业年应纳税所得额上限，从 50 万元提高到 100 万元；取消企业委托境外研发费用不得加计扣除限制；将创业投资企业和天使投资个人有关税收优惠试点政策推广到全国等。所以，这一系列措施可以增厚企业利润，对于提振制造业投资有一定帮助，估计制造业投资有上行可能。

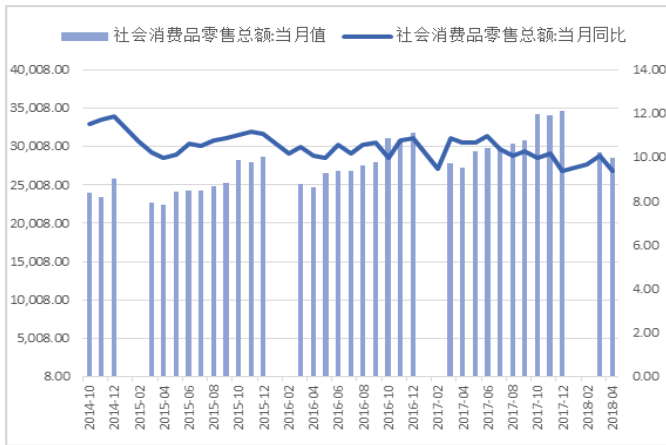
此外，高科技产业投资将保持较快增长。据统计局数据，1-4 月份，高技术制造业投资增长 7.9%，增速比全部投资高 0.9 个百分点，比全部制造业投资高 3.1 个百分点。其中，集成电路制造业投资增长 44.2%，通信系统设备制造业投资增长 41%，工业自动控制系统装置制造业投资增长 30.6%，半导体分立器件制造业投资增长 23.6%。今年 1-4 月份高技术制造业占制造业投资的比重已提高至 17.2%，对制造业投资增长的贡献率达到 27.8%。2018 年以来美国对中国高科技产业的遏制必然掀起国内高科技和进口替代研发的高潮，估计未来高科技产业投资将保持高速增长态势，建议投资者关注 A 股相关板块。

消费方面，4 月社会消费品零售总额当月同比增速又回落至 9.4%，目前来看消费增长不太乐观，居民消费没有什么亮点。从收入和支出来看，从去年 3 季度开始，居民收入增速已在下滑，四季度居民支出增速下滑至近年最低水平，今年以来也不见提高，可见高房价对消费的挤出效应是很明显的。在当前这种消费低迷的情况下，估计政府大概率会出台相关措施以提振消费。

消费疲弱也是 CPI 下行的原因之一，4 月份 CPI 回落至 1.8%，再次回到 2%以

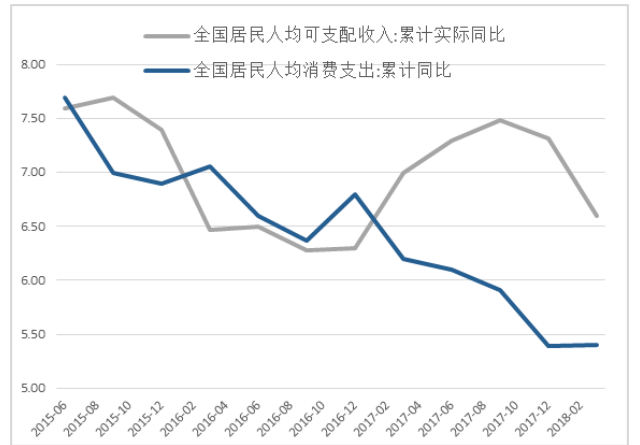
下，通胀的上行似乎遥遥无期。除了消费疲弱之外，尽管近两年来能源和工业品价格不断上涨，近期国际原油价格一度突破 80 美金，但对国内 CPI 并没有产生明显的影响。此外，农产品价格的长期低迷也是一个原因。不过由于前一阵子北方的寒潮天气，一些农产品受灾明显，近期苹果和棉花期货价格暴涨，但短期影响仍然较为有限，我们将密切关注未来相关农产品价格的走势以及对通胀的影响。

图 4、社会消费品零售增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 5、居民收入和支出增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

进出口方面，可以看到近几个月中国出口增长的波动非常大，这很大程度上和中美贸易战有关，对企业决策产生了很大影响。不过近期这一事件已出现转折，5 月 20 日正在对美国进行访问的习近平主席特使刘鹤向媒体表示，中美谈判已达成共识，双方不打贸易战，并停止互相加征关税。同时双方还发表了联合声明，主要内容包括：“双方同意将采取有效措施实质性减少美对华货物贸易逆差……中方将大量增加自美购买商品和服务……双方同意有意义地增加美国农产品和能源出口……双方就扩大制造业产品和服务贸易进行了讨论，就创造有利条件增加上述领域的贸易达成共识”等。

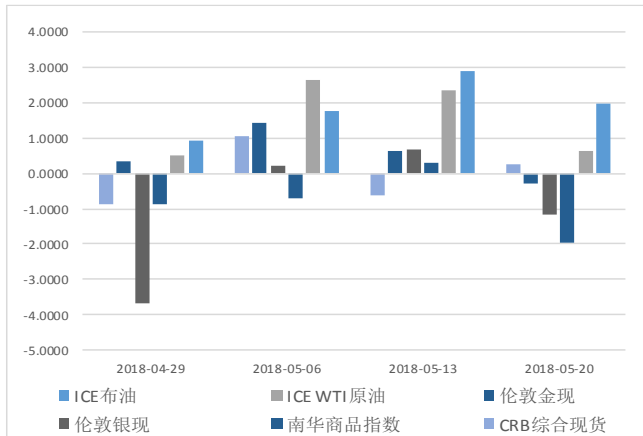
目前来看，不打贸易战并停止互相加征关税是一个好事，但明显中国对美国给出的条件还是做出了一定的让步，为什么会让步，这与国内的经济形势有一定关系。从 2018 年以来的宏观数据来看，还是比较疲弱的，投资和消费增长双双下滑，而且出口面临很大的不确定性，与此同时，企业和金融机构去杠杆正在进行时，这意味着国内经济运行本身暗藏了较大的流动性风险，这个时候我们是需要一个稳定的外部环境的，而向美国进口清洁能源也对我们有利。

不过，也要看到，这份声明只是一个初步共识，接下来在具体的方面还会继续进行谈判。中方表示将大量增加自美购买商品和服务，更希望的还是美国放宽在高科技领域的限制。在这个问题上，美国想的是，通过打压中兴、遏制中国高科技产业发展等手段来迫使中国向美国让步，最好是你大量进口我的初级产品，但高科技这块我继续压着你，而中国想的是，你要我进口产品可以，但我也希望你放宽高科技产品进口，同时放弃对中国高科技企业的制裁和限制。可见，这是双方争夺的一个关键点，接下来还要密切关注。

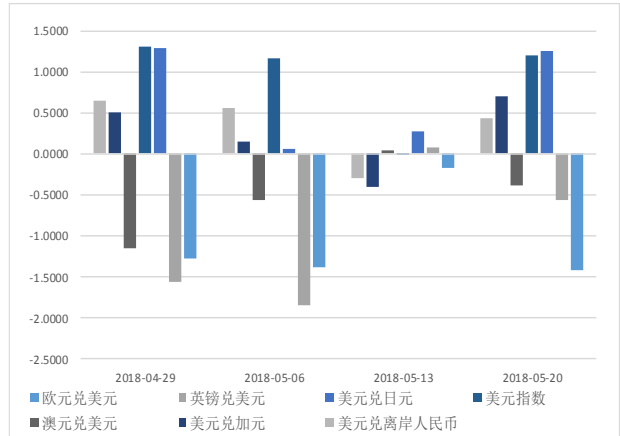
【本周全球大类资产表现】

2018年5月20日

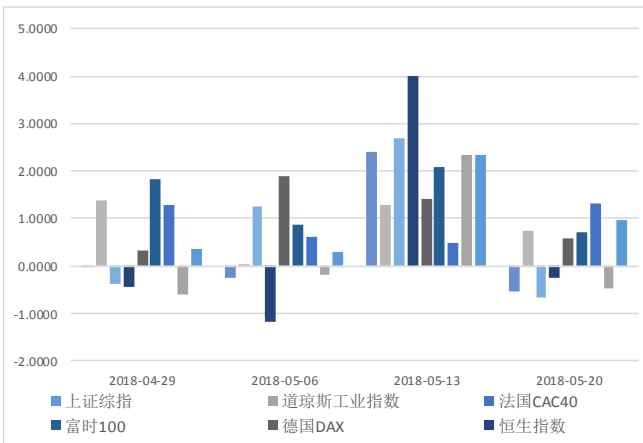
主要大宗商品涨跌幅



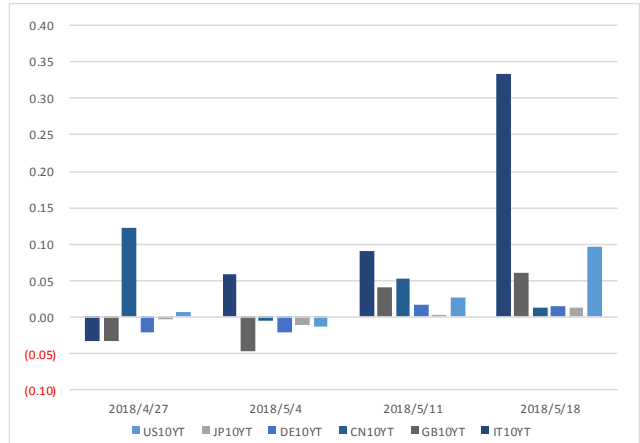
全球主要货币对涨跌幅



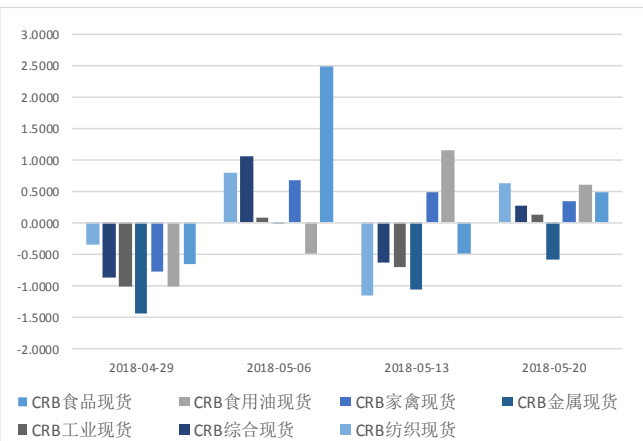
全球股指涨跌幅



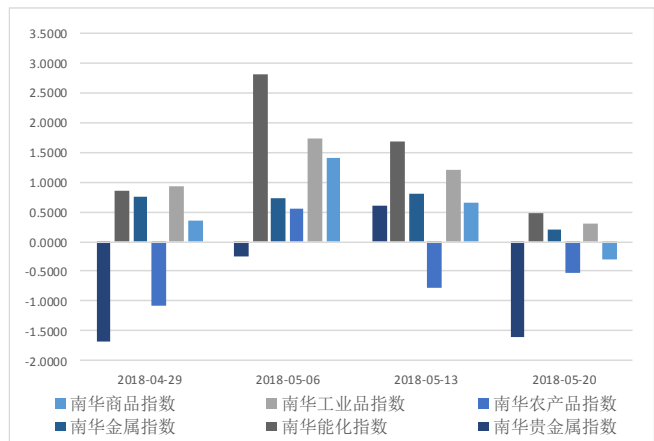
全球债市涨跌基点



CRB 指数涨跌幅



南华指数涨跌幅



资料来源: WIND 南华研究

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路438号东南科技研发中心2101室
电话：0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦203室
电话：0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道2号华盟商务广场1801
电话：0577-89971808

宁波分公司

宁波市海曙区和义路77号901、902
电话：0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路77号汇金大厦9楼
电话：0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道1277号香格大厦7楼
电话：0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路133号综合大楼东五楼
电话：0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心1幢1单元3101室
电话：0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段1700号1栋2单元12层1209号
电话：028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号
金地商务大厦11楼001号
电话：0931-8805351

大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座
大连期货大厦第34层3401、3410号
电话：0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B803、B805室
电话：010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B801、B802、B608、B609室
电话：010-63161286

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号801、802、810室
电话：0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路30号期货大厦1306室
电话：0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路2号1单元2501室
电话：0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号闽商总部大厦15层C室
电话：024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦A座1003
电话：022-28378072

上海分公司

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城801-802单元
电话：021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城803-804单元
电话：021-20220312、021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路663号1楼、7楼
电话：021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2701、2702室
电话：0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703、2705室
电话：0755-82577909

广州营业部

广州市天河区珠江新城花城大道68号环球都会广场2008单元
电话：020-38904626

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1002室
电话：0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路1号20-2、20-3
电话：023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路63号11楼
电话：0579-89292777

太原营业部

太原市迎泽区解放南路2号山西景峰国际商务大厦8层805室
电话：0351-2118018

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心3幢102室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起3至8间首层至二层
电话：0663-2663855

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路1048号一层、七层
电话：0573-83378538

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路555号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路88号环球财富广场1幢2909室
电话：0512-87660825

南通营业部

江苏省南通市南大街89号总部大厦六层603、604室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道96号之二砖石海岸B栋1903单元
电话：0592-2120291

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路103号星光华庭商铺112、212号房复式
电话：0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场B区准甲办公室1405室（第14层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路208号2楼
电话：0574-85201116

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net