

如何理解三四月內地經濟數據反差之大？

百家觀點

國家統計局昨日公佈了4月宏觀經濟數據。在3月的強勢反彈之後，4月經濟數據呈現出大幅回落的態勢，低於市場預期，尤其消費、出口、工業增加值等多項數據出現大幅下滑。短短兩個月之間，為何經濟指標出現反轉，這裡面有哪些疑問待解？

■京東數字科技首席經濟學家沈建光

春節擾動等季節性因素顯然不能完全解釋這種波動。今年春節假期位於2月初，與去年相比出現錯位、提前了11天；我們觀察了2015年–2018年的歷史數據，發現春節位於1月底2月初的年份（如2016年、2017年）與今年的情況較為類似，而這些年份，主要宏觀經濟指標，如消費、工業生產、出口增速確實出現3月增加，4月回調的現象。

一、如何解釋3、4月數據的劇烈波動？

儘管如此，今年上述幾項數據的波動幅度之大，仍顯著超出了可比年份，數據異常背後，剔除季節性因素，一定有其他原因。

1) 節假日天數減少、消費意願下降導致4月消費不及預期；4月社零同比名義增長僅為7.2%，創下2003年5月以來的新低。按照統計局的解釋，增速回落主要原因是節假日天數減少，剔除相關影響，測算4月當月社零增速為8.7%；歷史來看，4月節假日多為9-10天，而今年僅為8天，考慮到實物商品網上零售額仍保持22.2%的較高增速，節

假日減少影響線下消費有一定解釋力。

此外，3月社零回暖的主要原因在於可選消費的集體回升（汽車除外），而4月來看，儘管汽車降幅收窄，但可選消費仍呈現出集體大幅回落的態勢，如房地產相關的家電、傢具、建築裝潢分別較上月增速下降12%、8.6%、11.1%，通訊器材和石油製品也分別回落11.7、7個百分點；在筆者看來，在一季度居民實際收入增速有所回升的情況下，居民消費能力與消費意願之間出現了分化，意願不足不僅拉低了可選消費，必選消費也受到了影響，如服裝鞋帽等增速甚至出現了負增長。

2) 出口增速劇烈波動凸顯外貿隱憂：以美元計價，中國4月出口同比下降2.7%，較3月大幅回落。事實上，可以觀察到今年1-4月出口增速波動十分劇烈，數據之中傳遞出了當前市場中國對外貿前景的普遍擔憂，3月的亮眼出口表現只是春節擾動等因素引發的暫時性現象。數據顯示，2019年前四個月以美元計出口額累計同比僅增長0.2%，

主要品類累計增速較上月均有下降、且顯著低於去年同期，如機電產品和高新技術產品1-4月累計出口分別同比下降3.3%和0.8%，服裝類產品則表現更差，1-4月累計同比下降7.6%。

3) 政策邊際收緊、出口下滑或衝擊工業生產，減稅放大波動：4月規模以上工業增加值同比實際增長5.4%，較3月大幅回落3.1%。4月開始實施的增值稅下調使不少企業將4月的生產計劃提前至3月，很可能在一定程度上放大了波動，但仍有一些負面因素或對4月工業生產帶來了衝擊。

其一是4月信貸數據不及預期，企業短期和中長期貸款均有下滑，貨幣政策邊際收緊已得到驗證，可能影響企業對短期生產安排的預期；其二是出口下滑導致的訂單減少也是一個重要原因，機電、高新技術、服裝紡織等相關行業的生產可能受到了抑制，4月紡織業、電器機械與器材製造業、通用設備製造業、專用設備製造業、鐵路船舶航空航天和其他運輸設備製造業增速分別回落10.8、8.1、12.1、13.6、7.8個百分點。需要指出，4月節假日較少與工業生產反而更低似乎是矛盾的，究其原因，增值稅下調將生產行為前置與出口拖累對4月的影響應當更大。

二、製造業投資緣何持續下滑？

1-4月，全國固定資產投資同比增長6.1%，增速較上月回落0.2%。其中，房地產投資延續強勢，1-4月房地產投資同比增長

11.9%，較上月繼續提升0.1%，新開工及施工面積仍在提升，銷售也在回暖，仍是投資保持高位的重要原因；基建投資繼續小幅回升，1-4月同比增長4.4%，顯示基建补短板仍保持力度，交通運輸、倉儲和郵政業仍是主要貢獻，其中鐵路運輸業投資增長12.3%，較上月提高1.3個百分點。

製造業已成為投資的持續拖累，1-4月同比增速2.5%，較上月繼續下滑2.1個百分點。而製造業短期生產表現仍然強於投資，1-4月份工業增加值同比增長6.2%，比上年四季度的5.7%加快了0.5個百分點、與上年持平，考慮到這一點，投資持續下滑或意味着企業對未來需求改善的長期預期仍然悲觀。

一是企業盈利能力未整體改善。3月當月工業企業利潤增速大幅反彈，同比達到13.9%，但一個重要原因是去年3月基數偏低（僅為3.1%），後續企業利潤能否改善尚待觀察，預期3月高增速難以持續。而一季度整體來看，工業企業利潤增速仍為負值，累計同比-3.3%；利潤帶來的留存收益是企業擴大投資的重要資金來源，利潤改善仍然滯後是制約製造業投資的重要因素。

二是民間投資持續走低。從所有制來看，民間投資佔製造業投資的85%，是絕對主體。歷史上民間投資增速整體較高，但4月數據顯示其已下滑至5.5%，創15個月新低，已低於國有企業投資增速2.3個百分點。

三、中美貿易衝突加劇會打亂經濟企穩與

政策部署的節奏嗎？

儘管4月經濟數據整體表現不及預期，數據波動劇烈也反應出當前對於增長的預期仍然不穩，但前期逆周期調控政策逐步進入發力期，隨着效果的顯現，中國經濟本應大概率進入向好區間；但近期中美貿易衝突捲土重來再次增添了巨大變數，2,000億甚至更大規模商品加徵25%關稅的負面衝擊是巨大的，不僅會打壓出口，一旦升級為全面的貿易衝突，或將負面衝擊延伸至工業生產、消費、就業等領域，對市場信心和產業鏈遷移都會造成深刻的影響。

中方目前對於貿易戰的反制仍然十分理性克制，長期貿易戰無疑是雙輸的結果，中美雙方均表示磋商仍將進行；而6月底中美領導人可能在日本G20峰會上再次會晤也傳達了積極信號，將是觀察貿易戰走勢的重要拐點。

當然，考慮到短期美國對華2,000億關稅已然上調，外需不確定將會衝擊內部經濟基本面與就業市場，受此灰犀牛影響，5、6月中國經濟數據將面臨壓力，二季度GDP增速可能降至6.2%；而如果6月底貿易談判能夠取得成果，三、四季度的壓力將會減小，全年GDP增速可能在6.4%左右。

此外，為平抑短期負面影響，逆周期政策應對或將加大，減稅降費以及出口企業補貼政策或進一步落實，而前期本已經邊際收緊的貨幣政策也可能迎來轉變。

貿易戰利淡消化 A股震盪尋買點

中國A股雖遭遇貿易協商亂流，但伴隨美中領導人可望於6月G20會面之正面訊息，5月14日相關A股ETF單日成交量僅次於避險性質對象，投資者持續看好A股反彈。A股除短線存有轉機外，就中長期角度而言，貿易戰變數引導A股適度技術調整，有利後市行情發展，A股待消化利空後，可望憑藉基本面與宏觀經濟數據的好轉，重回震盪上行格局，現階段相對較佳進場機會正逐步浮現。

■富蘭克林華美投信

富蘭克林華美中國A股基金經理人沈宏達表示，近期全球股市深受多空消息牽動，創造不少增長性資產更好的增持機會，像是中國A股持續消化貿易協商利空，未來仍有轉圜餘地。而且決定股價中長期走勢的企業每股盈利(EPS)增速向上轉折，投資氛圍顯然不像去年貿易戰初期悲觀，因此短線震盪宜視為較佳買點，適時佈局A股好轉基本面的。

外資權重提升效應開始發酵

沈宏達指出，從A股第1季季報數據來看，企業EPS季增速轉正，提供基本面有利支撐；4月PMI雖小幅回落，但維持在擴張水平，顯示經濟呈現改善。進入5月後在穩貨幣、寬信用政策引導下，宏觀數據有機會表現比去年好，且MSCI、富時指數權重提升效應開始發酵，均為未來A股行

情值得期待的原因。

沈宏達認為，待貿易協商不確定性順利消除，A股盤勢有機會震盪上行。不過接下來的行情應會分化，漲勢能延續的多為基本面有支撐、增長展望可至一年以上的產業，後市重心很可能移動到漲得久的個股，考量指數報酬表現或面臨震盪，投資者可挑選適時換股操作的A股基金，把握大盤整理回調之際佈局，是震盪市更佳操作策略。

富蘭克林華美投信建議，A股短線雖面臨不確定性，但第2季面對的是低基期，因此風險隨之降低，且降稅減費、穩貨幣與穩信貸等政策的組合效果開始發揮作用，伴隨企業獲利下修潮告一段落，營運狀況即將好轉。考量股市通常領先基本面，若基本面如預期在第2季落底，那近期市場的修正就能視為本輪短線修正的底部，看好A股的投資者可留意進場增持機會。

比華利中港酒店

集團管理・自置物業

牌照號碼：H/0277 H/0278

尖沙咀・中港酒店

日租450元起

灣仔・比華利酒店

日租750元起

訂房專線：9509 5818

中港酒店：九龍尖沙咀白加士街1-11號1 & 2樓全層

電話：2730 1113 傳真：2723 5398

比華利酒店：香港灣仔駱克道175-191號京城大廈4樓全層

電話：2507 2026 傳真：2877 9277

網址：www.bchkhotel.hk

空氣污染管制條例

(第311章)

關於申請牌照以便進行一項指明工序的公告

現根據空氣污染管制條例 (第311章) 第14條的規定公佈，空氣污染管制監督接獲一份下述的申請書，用以申請牌照，以便進行一項指明工序。

(1) 申請人姓名及地址：

中國聯通(香港)運營有限公司
新界將軍澳工業邨駁宏街19號中國聯通(香港)環球中心

(2) 與申請有關的指明工序類別：

電力工程

(3) 進行與申請有關的指明工序的處所地址：

新界將軍澳將軍澳市地段39號將軍澳工業邨駁宏街

有關上述申請的詳情，可於辦公時間內，在九龍灣臨樂街19號南豐商業中心5樓環境保護署環境法規管理科區域辦事處(東)查詢。

如任何人士欲就批准申請提出反對，則該人士須在本公告刊登後的30天內，以空氣污染管制(指明工序)規例附表2表格5將該項反對通知空氣污染管制監督，並將反對通知書的副本送交環境局局長。空氣污染管制條例所訂明的反對理由是：

(1) 批准申請會趨於妨礙或導致或保持任何有關的空氣質素指標；或

(2) 有害或原惡性排放物的排放或當可能會損害健康。

有關空氣質素指標的詳情及表格5可向環境保護署環保法規管理科區域辦事處(東)索取。

環境保護署署長
空氣污染管制監督

申請酒牌續期公告

T. W. SOHO 1

現特通告：林頌希其地址為青衣長發邨敬發樓7樓731室，現向酒牌局申請位於新界荃灣沙咀道105-129號好運唐樓地下10-11號舖T. W. SOHO 1的酒牌續期，其附加批註為酒吧。凡反對是項申請者，請於此公告刊登之日起十四天內，將已簽署及申明理由之反對書，寄交新界大埔鄉事會街8號大埔綜合大樓4字樓酒牌局秘書處。

日期：2019年5月16日

NOTICE ON APPLICATION FOR RENEWAL OF LIQUOR LICENCE

T. W. SOHO 1

Notice is hereby given that Lam Chung Hei of Room 731, Floor 7, King Fat House, Cheung Fat Estate, Tsing Yi is applying to the Liquor Licensing Board for renewal of the Liquor Licence in respect of T. W. SOHO 1 situated at Shop No. 10-11, G/F., Fortune Mansion, 105-129 Sha Tsui Road, Tsuen Wan, New Territories with endorsement of bar. Any person having any objection to this application should send a signed written objection, stating the grounds therefor, to the Secretary, Liquor Licensing Board, 4/F., Tai Po Complex, No. 8 Heung Sze Wui Street, Tai Po, New Territories within 14 days from the date of this notice.

Date: 16th May 2019

申請酒牌續期公告

CHINA TANG KOWLOON

現特通告：盧兆聰其地址為九龍蘭秀道16號美孚新村第五期4樓D室，現向酒牌局申請位於九龍海港城港威商場4樓4101舖CHINA TANG KOWLOON的酒牌續期。凡反對是項申請者，請於此公告刊登之日起十四天內，將已簽署及申明理由之反對書，寄交九龍深水埗基隆街333號北河街市政大廈4字樓酒牌局秘書處。

日期：2019年5月16日

NOTICE ON APPLICATION FOR RENEWAL OF LIQUOR LICENCE

CHINA TANG KOWLOON

Notice is hereby given that Lo Siu Chung of Flat D, 4/F., Mei Foo Sun Chuen Stage V, 16 Nassau Street, Kowloon is applying to the Liquor Licensing Board for renewal of the Liquor Licence in respect of CHINA TANG KOWLOON situated at Shop 4101, Level 4, Gateway Arcade, Harbour City, Kowloon. Any person having any objection to this application should send a signed written objection, stating the grounds therefor, to the Secretary, Liquor Licensing Board, 4/F., Pui Ho Street Municipal Services Building, 333 Ki Lung Street, Shamshuipo, Kowloon within 14 days from the date of this notice.

Date: 16th May 2019

申請酒牌續期公告

陳勤記齒鵝飯店

現特通告：陳慧玲其地址為香港上環皇后大道西111號地下，現向酒牌局申請位於香港上環皇后大道西111號地下陳勤記齒鵝飯店的酒牌續期。凡反對是項申請者，請於此公告刊登之日起十四天內，將已簽署及申明理由之反對書，寄交香港灣仔軒尼詩道225號駱克道市政大廈8字樓酒牌局秘書處。

日期：2019年5月16日

NOTICE ON APPLICATION FOR RENEWAL OF LIQUOR LICENCE

CHAN KAN KEE

CHIU CHOW RESTAURANT

Notice is hereby given that Chan Wai Ling of G/F., 11 Queen's Road West, Sheung Wan, Hong Kong is applying to the Liquor Licensing Board for renewal of the Liquor Licence in respect of Chan Kan Kee Chiu Chow Restaurant situated at G/F., 11 Queen's Road West, Sheung Wan, Hong Kong. Any person having any objection to this application should send a signed written objection, stating the grounds therefor, to the Secretary, Liquor Licensing Board, 8/F., Lockhart Road Municipal Services Building, 225 Hennessy Road, Wanchai, Hong Kong within 14 days from the date of this notice.

Date: 16th May 2019

德國通脹回升 歐元暫橫行

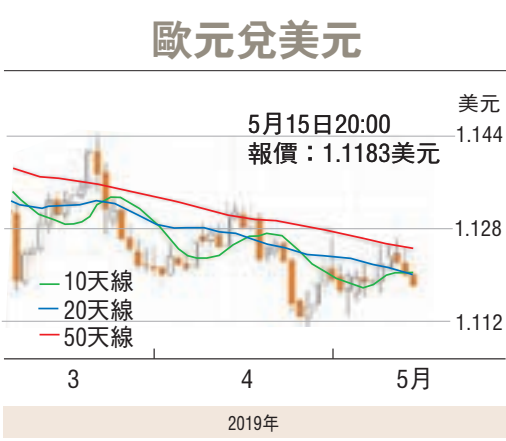
金匯動向

馮強

歐元本周初受制1.1265美元附近阻力後走勢持續偏軟，周三曾走低至1.1180美元附近約1周低位。德國聯邦統計局本周二公佈4月份消費者物價指數按年上升2%，顯著高於3月份的1.3%水平，而周三公佈的德國首季GDP則按季增長0.4%，較第4季經濟增長停滯有改善。此外，歐盟統計局周三公佈歐元區首季GDP按季增長0.4%，與初值相若，但歐元匯價卻依然連日下跌，失守1.12美元水平，主要是市場關注美國稍後是否將對歐洲生產的汽車加徵關稅，不利德國汽車業表現，打擊德國經濟。

另一方面，市場避險氣氛升溫，周三德國10年期長債息率下跌至負0.12%水平逾兩年半以來低點，對歐元造成下行壓力。但若果美國同時與中國及歐盟等主要經濟體發生關稅戰，則不排除美元在貿易上的需求將相應下降，該因素反而將對美元指數的往後表現構成負面。雖然美國本周五公佈4月份的零售銷售以及工業生產等數據之前，美元指數率先攀升至接近97.65水平1周高點，但隨着歐元過去兩周均未能擺脫橫行走勢，預料歐元將暫時上落於1.1100至1.1300美元之間。

周二紐約6月期金收報1,296.30美元，較上日下跌5.50美元。現貨金價周二受制1,303美元附近阻力後走勢偏軟，周三在1,293美元水平獲得



較大支持後迅速反彈，一度向上逼近1,301美元水平。

避險資金逢低吸 金價看俏

憂慮美國可能向歐洲汽車加徵關稅，周三市場氣氛不安，美國及德國信息雙雙顯著下跌，美國10年期長債息率進一步下跌至2.375%水平7周低點，部分避險資金繼續逢低吸納，帶動金價反彈。預料現貨金價將反覆走高至1,310美元水平。

金匯錦囊

歐元：將暫上落於1.1100至1.1300美元之間。
金價：將反覆走高至1,310美元水平。

就業數據欠佳 英鎊添沽壓

金匯出擊

英皇金融集團 黃美斯

英鎊周一挫至兩周新低，因英國政府的就業數據顯示，第一季薪資增長低於預期，表明整體經濟的動盪時期可能已經開始。數據顯示，在過去約一年的時間，英國工資增長強勁，但在2019年第一季度放緩至3.2%，低於3.4%的預測，也低於此前3.5%的讀數；該數據還顯示就業崗位增長放緩至9.9萬人，遠低於市場預估中值13.5萬人。

技術圖表所見，MACD指標重新跌破訊號線；而由二月低位1.2770延伸的上升趨向線位於1.2885，當前匯價已逼近此區，倘若後市失守將加劇英鎊兌美元的跌勢。下方支撐預估2月低位1.2770及1.2670，下一級看至1.25。上方阻力回看200天平均線1.2960，較大阻力料為1.3060及本月初高位1.3176。

意大利預算憂慮打壓歐元

歐元兌美元周二下滑，此前意大利副總理薩爾維尼表示，如果有必要，羅馬準備突破歐盟的預算規定，以刺激就業。薩爾維尼在聯合政府中的合作夥伴、五星運動領導人迪馬約稍後對記者表示，通過談論提高意大利本已很高的高債務水平來製造市場緊張氣氛是「相當不負責任的」。美元則受到提振，因美國和中國官員表示，兩國將繼續就貿易問題進行磋商。隨着美國與歐盟和日本的談判繼續進行，投資者也在關注特朗普是否會對進口汽車和汽車零部件徵收關稅。今年2月，特朗普收到了一份「232條款」

今日重要經濟數據公佈

09:30	中國	4月房屋價格年率，前值10.6%
		4月消費者物價調和指數(HICP)月率終值，預測0.6%，前值0.6%
16:00	意大利	4月消費者物價調和指數(HICP)年率終值，預測1.2%，前值1.2%
		3月全球貿易平衡，前值32.68億盈餘
17:00	歐元區	3月末經季節調整的貿易平衡，前值179億盈餘
		4月建築許可年率，預測129.8萬戶，前值128.8萬戶
		4月建築許可月率，前值-0.2%
		4月房屋開工年率，預測120.5萬戶，前值113.9萬戶
		4月房屋開工月率，前值-0.3%
20:30	美國	一周初請失業金人數(5月11日當周)，預測22.0萬人，前值22.8萬人
		初請失業金人數四周均值(5月11日當周)，前值22.025萬人
		續請失業金人數(5月4日當周)，預測168.0萬人，前值168.4萬人
		5月費城聯儲製造業指數，預測9.0，前值8.5
	加拿大	3月製造業銷售月率，預測+1.1%，前值-0.2%