

经济韧性凸显，内生动力待提高

分析师：费瑶瑶

执业证书：S0380518040001

联系电话：0755-82830333 (107)

邮箱：feiy@wanhesec.com

研究助理：潘宇昕

联系电话：0755-82830333 (198)

邮箱：panyx@wanhesec.com

主要观点：

一季度经济运行平稳，工业生产回暖。2019年一季度GDP同比增长6.40%，与2018年四季度持平。一季度规模以上工业增加值同比增长6.5%，增速较2018年末提高0.3个百分点，三月单月同比显著提高，主要受春节错位和逆周期政策落地影响，企业为扩大税收抵扣主动增加备货也带动了上游生产。考虑到4月春节效应基本消退影响，生产增速或将有所回落。**利润增速回升，上游压力有所缓解。**规模以上工业企业一季度实现利润总额12972亿元，同比下降3.3%，跌幅大幅收窄；3月单月利润同比增长13.9%，出现较大幅度的反弹，主要由于春节错位、基数效应、工业品出厂价格回升以及逆周期调控等因素拉动。

制造业PMI小幅下降。4月统计局PMI50.1%，前值50.5%，其中生产、新订单、采购量均小幅下跌，出厂价格持续反弹，产成品和原材料库存再度下降，表明企业加库存意愿不强；进口，新出口订单仍在荣枯线下，表明全球经济下行背景下，进出口仍不乐观。小型企业PMI迅速反弹至49.8%，显示出小微企业的政策红利逐步释放。

从需求端看，投资慢回升，消费企稳，外贸承压。拉动GDP的三驾马车中，净出口、投资、消费的贡献率分别22.8%、12.1%和65.1%，消费仍占据主导。三大类投资中，财政支出前倾推动基建进一步升温，而房地产投资在土地购置费预期下行和建安费用增长空间有限的背景下，增速或高开低走。制造业进一步缩紧资本开支，盈利持续恶化的影响逐步显现。必选消费稳增长，地产消费复苏。一季度社零总额累计增长8.2%，增速较2018年下降0.68个百分点。必选消费品保持稳健增长，汽车零售端持续负增长、石油类商品增速高位回落拖累消费改善，地产相关消费表现较为强劲。

猪、油共振难持续，预期通胀温和抬升，3月CPI同比2.3%，核心CPI与前值持平。受非洲猪瘟影响，猪肉价格带动食品项CPI显著回升，猪周期上行阶段开启，或进一步推高食品CPI，但油价对CPI的影响偏中性，结构性通胀演绎成全面通胀可能性较小，货币政策空间仍存。

社融增速企稳，信贷结构改善。3月新增社融2.86万亿，新增人民币贷款、非标融资和地方专项债融资是主要增量。中长期贷款同比多增，票据融资回落，显示出银行信贷风险偏好提升，实体经济信用条件和融资需求显著修复。

政策方面：4月12日，中国人民银行货币政策委员会2019年第一季度例会在北京召开。4月19日，中共中央政治局召开会议部署经济工作。

风险提示：世界贸易摩擦加剧，经济下行加快

目录

一、 国内经济	4
(一) 一季度经济运行平稳，经济韧性凸显	4
(二) 猪油共振难持续，温和通胀不致货币转向	12
(三) 社融量质齐增，M1 连续跳升	13
二、 4 月国内主要金融监管及调控政策梳理	14
(一) 两办印发《关于促进中小企业健康发展的指导意见》	14
(二) 央行举行货币政策委员会第一季度例会	15
(三) 中共中央政治局召开会议部署经济工作	15
三、 风险提示	15

图表 1	GDP 增速 (%)	4
图表 2	GDP 贡献率 (%)	4
图表 3	制造业 PMI 指数 (%)	5
图表 4	制造业 PMI 指数: 库存 (%)	5
图表 5	制造业 PMI 指数: 价格 (%)	5
图表 6	制造业 PMI 指数: 企业 (%)	5
图表 7	工业增加值增速: 分行业 (%)	6
图表 8	主要工业品指数及价格 (右轴: 美元/桶)	6
图表 9	工业增加值-工业企业利润-PPI 对比 (%)	7
图表 10	PPI 翘尾因素分布 (%)	7
图表 11	工业企业利润增速: 分行业 (%)	7
图表 12	GDP 贡献率 (%)	8
图表 13	全国固定资产投资增速 (%)	8
图表 14	全国固定资产投资增速: 分类 (%)	8
图表 15	一季度公共财政支出占全年预算比重 (%)	9
图表 16	财政支出增速: 分行业 (%)	9
图表 17	房地产开发投资增速: 分项 (%)	9
图表 18	房地产销售、施工、开工增速 (%)	9
图表 19	制造业投资增速: 分行业 (%)	10
图表 20	社会消费品零售总额增速 (%)	11
图表 21	社会消费品零售额增速: 必选消费类 (%)	11
图表 22	社会消费品零售额增速: 地产相关消费 (%)	11
图表 23	社会消费品零售额增速: 汽车及石油类 (%)	11
图表 24	进出口月度数据 (%)	12
图表 25	贸易差额 (亿美元, %)	12
图表 26	CPI 月度同比 (%)	12
图表 27	核心 CPI 月度同比 (%)	12
图表 28	PPI 月度数据 (%)	13
图表 29	PPI 月度数据: 分项目 (%)	13
图表 30	社会融资规模分项情况: 同比多增 (亿元)	14
图表 31	社会融资规模月度值 (亿元)	14
图表 32	货币供应量增速 (%)	14

一、国内经济

(一) 一季度经济运行平稳，经济韧性凸显

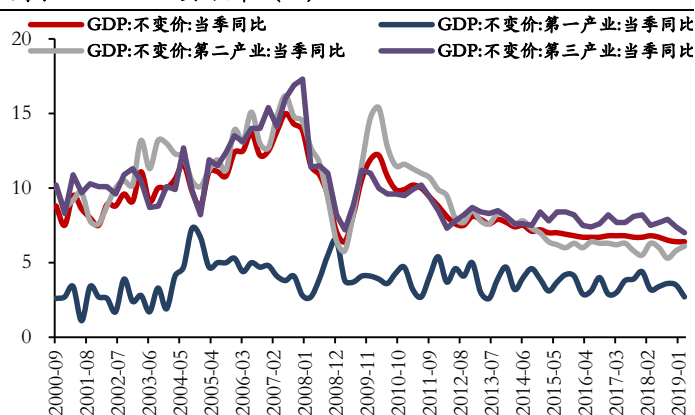
2019 年一季度 GDP 同比增长 6.40%，与 2018 年四季度持平，经济开局整体平稳，优于市场普遍预期，整体来看逆周期政策初见成效，经济渐显企稳迹象。

图表 1 GDP 增速 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 2 GDP 贡献率 (%)

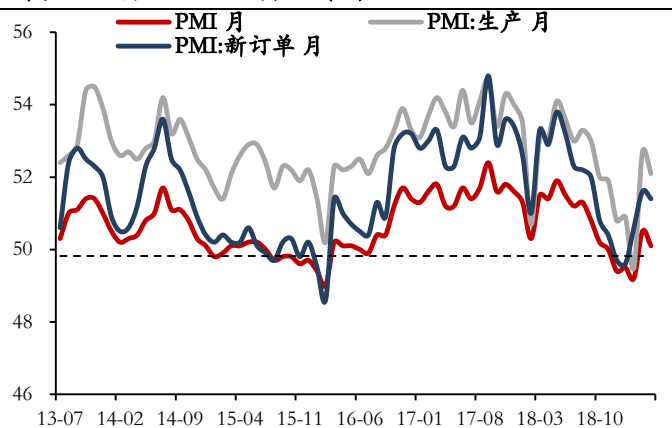


资料来源：Wind，万和证券研究所

制造业 PMI 小幅下降。4 月统计局 PMI 50.1%，前值 50.5%，其中生产、新订单、采购量、原材料价格均小幅下跌，但仍在临界值上；出厂价格持续反弹，产成品和原材料库存再度下降，表明企业加库存意愿不强；进口，新出口订单进一步走高，但仍在荣枯线下，全球经济下行压力不减，出口仍不乐观，4 月美国制造业 PMI 持平上月，欧元区的制造业 PMI 微幅上升，但仍低于荣枯线。

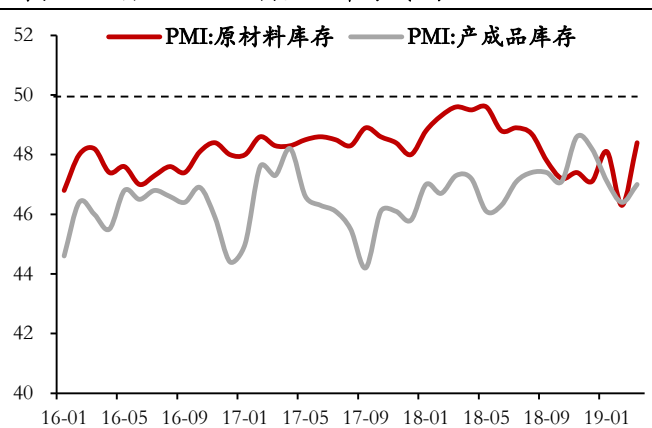
总的来看，春节扰动逐步消除后，内需、生产有所恢复，经济韧性得到体现，但整体偏向“弱企稳”，且企业盈利仍在恶化，说明后续生产或乏力。但值得注意的是小型企业 PMI 迅速反弹至 49.8%，显示出小微企业的政策红利逐步释放。

图表 3 制造业 PMI 指数 (%)



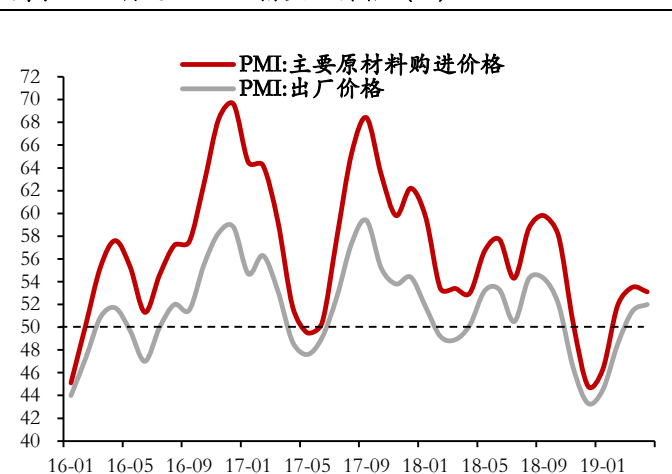
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 4 制造业 PMI 指数：库存 (%)



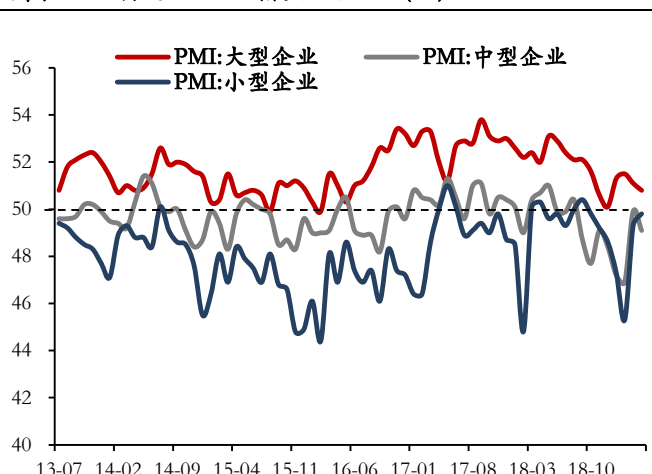
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 5 制造业 PMI 指数：价格 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

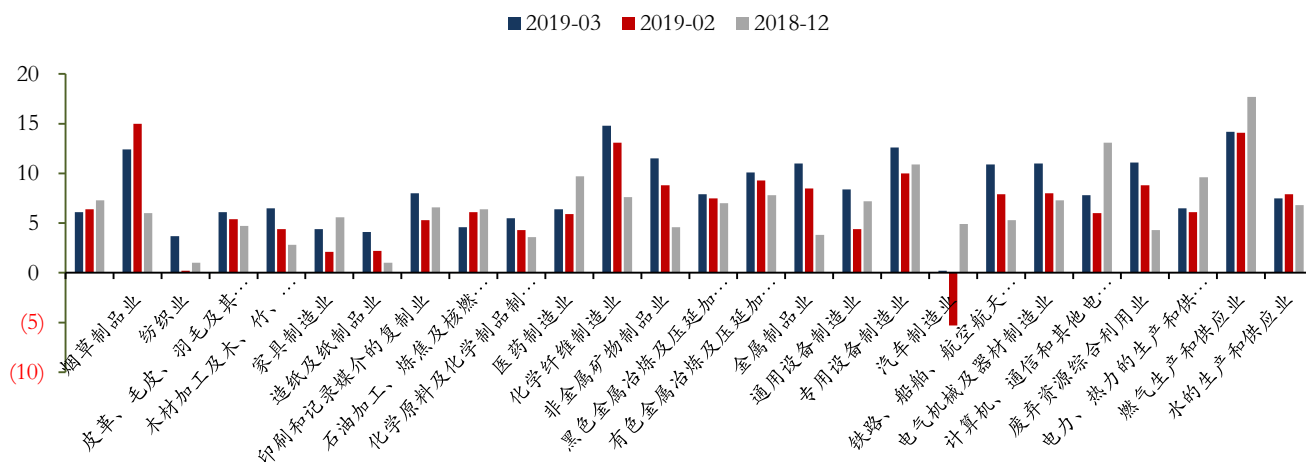
图表 6 制造业 PMI 指数：企业 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

从供给端看，工业生产回暖。2019 年一季度规模以上工业增加值同比增长 6.5%，增速较 2018 年全年提高 0.3 个百分点，三月单月同比增长 8.5%，前值 3.36%，主要受春节错位影响和逆周期政策落地对供给侧的拉动，此外企业为扩大税收抵扣主动增加备货也带动了上游生产。从结构看，采矿业累计 2.2%，前值 0.3%，水电燃气生产和供应业累计 7.1%，前值 6.8%，制造业累计 7.2%，前值 5.6%，增速全面回升，尤其采矿业、制造业复苏动力强劲。考虑到 4 月春节效应基本消退影响，生产增速或将有所回落。

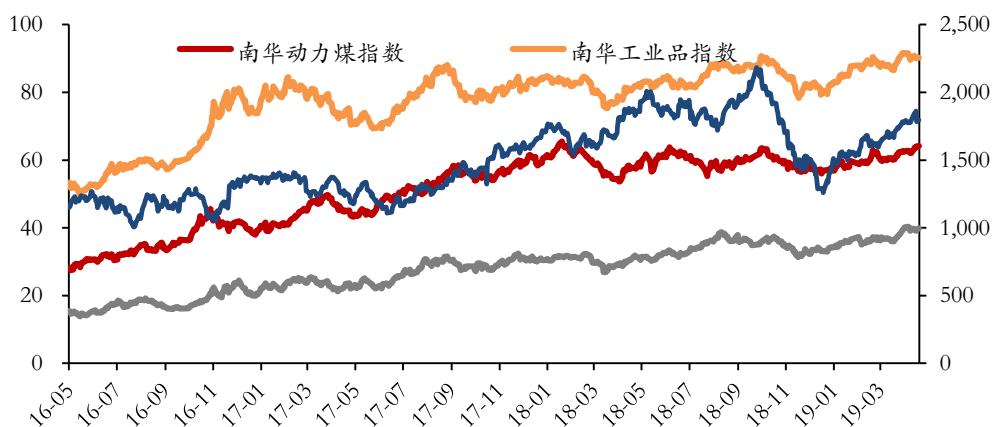
图表 7 工业增加值增速：分行业 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

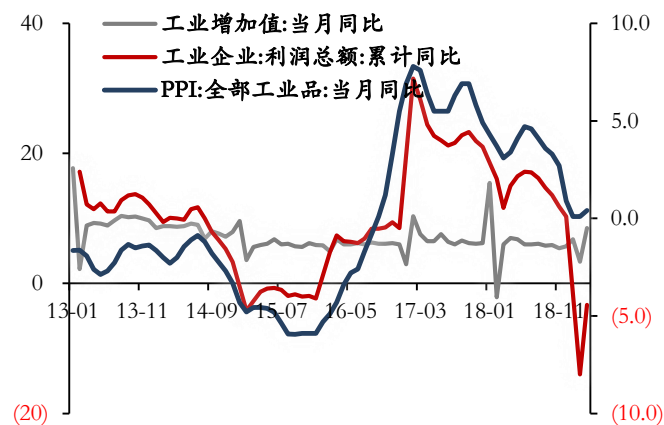
利润增速反弹，上游压力有所缓解。规模以上工业企业一季度实现利润总额12972亿元，同比下降3.3%，增速较1-2月提升10.7个百分点，跌幅大幅收窄；3月单月利润同比增长13.9%，出现较大幅度的反弹，一是春节因素导致年内新开工在3月集中释放，印证3月的货币、PMI均出现大幅反弹。此外，上年同期增速较低，基数效应助推增速回升。二是由于工业品出厂价格持续回升，逆周期调控对冲了部分由于去产能政策边际弱化和国内需求下降导致的上游行业利润下滑压力。

图表 8 主要工业品指数及价格（右轴：美元/桶）



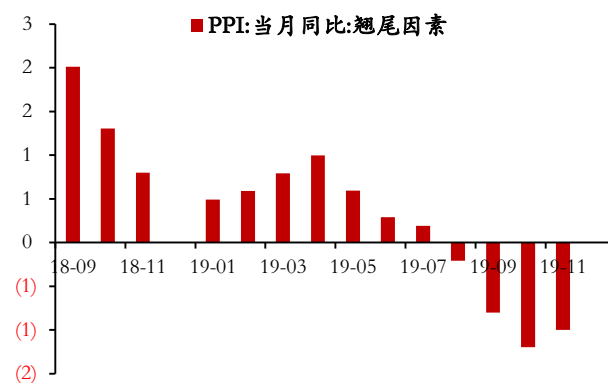
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 9 工业增加值-工业企业利润-PPI 对比 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

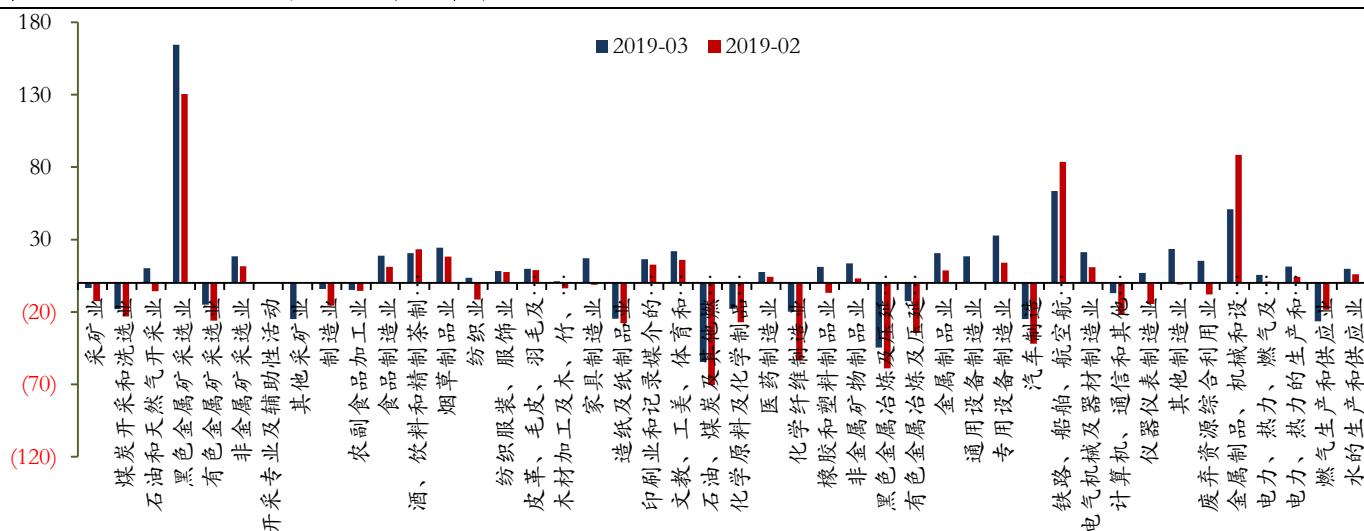
图表 10 PPI 翘尾因素分布 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

分行业看，一季度采矿业利润同比-3.4%，增速较 1-2 月提升 9.2 个百分点，其中煤炭采选业、石油天然气开采业、有色金属矿采选业利润增速均有较大幅度反弹，黑色金属矿开采业持续高增，一季度累计增长 164.6%；制造业利润增速为-4.2%，较 1-2 月提升 11.5 个百分点，其中有色金属加工业、黑色金属加工业、石油加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业利润增速较 1-2 月均显著回升。这些行业利润回升，一方面受基建投资回升拉动上游需求影响，另一方面受益于减税降费政策带动中下游扩大资本开支，整体上反映出国内逆周期调控效果逐渐释放。

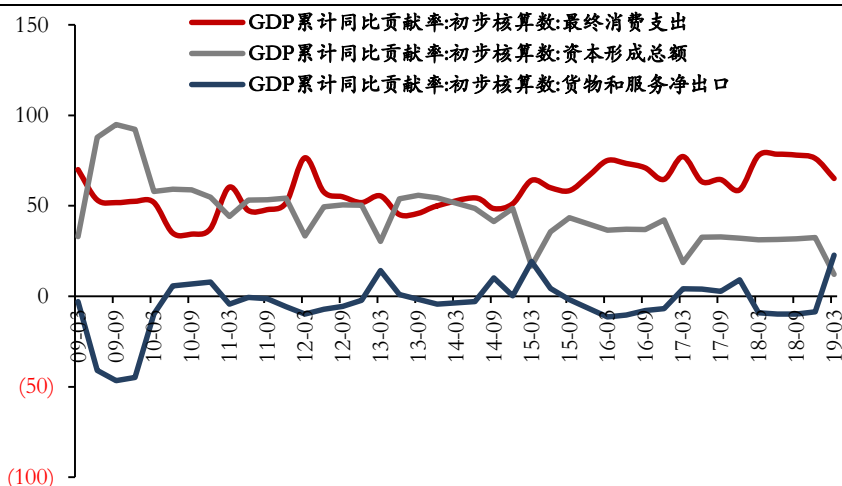
图表 11 工业企业利润增速：分行业 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

从需求端看，投资慢回升，消费企稳，外贸承压。拉动 GDP 的三驾马车中，净出口的贡献率回升至 22.8%（前值-8.6%），投资的贡献率下滑至 12.1%（前值 32.4%），消费的贡献率 65.1%（前值 76.2%），略有下滑但仍占据主导。

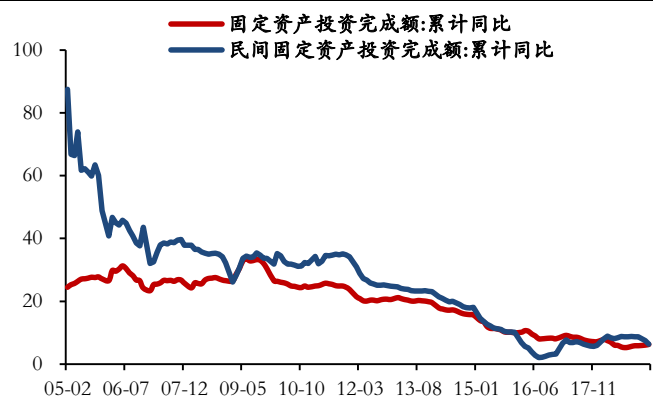
图表 12 GDP 贡献率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

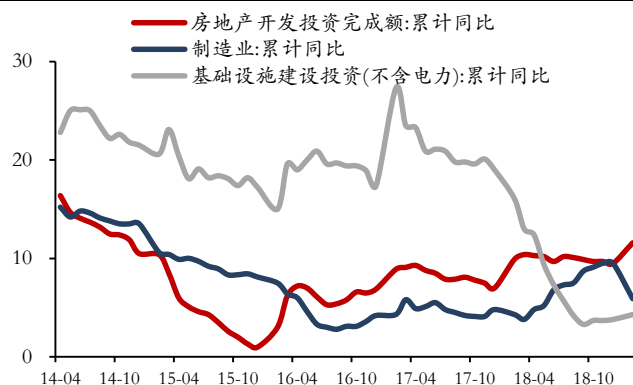
一季度全国固定资产投资同比增长 6.3%，较 2018 年增速提高 0.4 个百分点，但民间投资增速下滑 1.1 个百分点。三大类投资中，基建，房地产开发、制造业一季度同比分别增长 4.4%、11.8% 和 4.6%，较 2018 年增速分别变动 0.6、2.3 和 -4.9 个百分点，内生动力仍然不足。

图表 13 全国固定资产投资增速 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 14 全国固定资产投资增速:分类 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

财政支出前倾推动基建升温 2019 年一季度全国固定资产投资增速

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_12769

