

经济数据好于预期 结构调整欲将发力

——宏观经济周报

分析师：宋亦威

SAC NO: S1150514080001

2019年4月23日

证券分析师

宋亦威

SAC NO: S1150514080001

022-23861608

助理分析师

孟凡迪

SAC NO: S1150118110004

相关研究报告

- 2019年一季度经济开局良好，经济渐显企稳迹象。从生产端看，3月工业增加值较前两月大幅回升，主要受春节效应引致基数偏低影响，逆周期政策也有一定积极影响。从结构层面看，采矿业、制造业同比增速回升明显。从行业看，设备制造业、汽车制造业、非金属矿物制品回升较快，应与逆周期落地及经销商备货有关。展望未来，春节效应影响消退后，4月生产增速或将有所回落。从需求端看，消费方面，虽3月社零小幅回升，但实际社零增速较上月回落0.4个百分点，故而价格增速回升或是支撑社零增速的主要力量。从结构上看，必选消费回升；可选消费表现分化。展望未来，受减税降费影响，居民可支配收入名义值与实际值均有所回升，再考虑到物价上涨，预计4月社零增速或仍有一定韧性。投资方面，3月固定资产投资累计同比增速延续缓慢回升态势。地产投资增速小幅上行，从结构上看，新开工面积、施工面积、竣工面积同比增速均有所回升，其中新开工面积边际回升幅度最大，可能与销售回暖有关。尽管居民杠杆率较高下，销售回暖恐难以持续，但受企业在政策边际放松之际加快周转影响，4月地产投资仍将保持一定韧性。制造业投资延续上月下行趋势，较上月回落1.3个百分点至4.6%，企业盈利回落的负面压制仍然存在。从结构上看，汽车制造业、设备制造业、有色回落明显；计算机同比增速回升较大。展望未来，受企业盈利仍处于下行周期影响，制造业增速仍将延续放缓态势。基建投资同比增速小幅提高，预计随逆周期政策落地，未来基建投资增速还将有所回升。具体来说，一方面，一季度财政支出同比增速大幅提升，基建同比增速依然较高；另一方面，专项债发行前置也为基建项目提供资金支持。
- 总的来看，一季度经济好于市场一致预期，逆周期调节成效尽显。有鉴于此，相较于之前关于“稳”的强调，4月19日召开的政治局会议则对“进”的政策略有偏向。会议在肯定了现阶段经济发展成效的同时，指出经济下行压力更多来自于“结构性”“体制性”因素，故而以产业转型、做强新兴产业的方式稳增长，是助推经济高质量发展之道。而在此过程中，要保持战略定力，坚持结构性去杠杆，释放低效的国有生产资源以提高市场运行效率，并基于金融供给侧改革的思路，缓解中小企业融资难、融资贵的问题，激发微观主体活力。此外，央行一季度货币政策例会中重提“把好货币供给总闸门”，并强调“不搞‘大水漫灌’”，也表明在一季度金融数据超预期的背景下，现在已进入政策观察期，尽管为降低小微企业融资成本结构性降准依旧可期，但在全面降息降准的预期或将有所延后。
- 高频数据跟踪表明：
 - 下游方面，地产销售延续回暖，土地供应成交同比增速由正转负。汽车销量跌幅走扩，整体来看，终端需求依旧偏弱。
 - 中游方面，价格涨跌互现，需求边际改善的态势并未延续。
 - 上游方面，煤炭价格小幅回落。有色方面，LME铜价微有回升，铝锌价延续回落。原油价格震荡上行。BDI、BCI环比回升，同比跌幅走扩。总体而言，上游价格涨少跌多，全球需求仍显疲软。
- 风险提示：全球贸易争端和国内经济下行超预期。

一、经济数据好于预期 结构调整欲将发力

2019年一季度GDP同比增速6.4%，持平于2018年四季度，经济开局良好，好于市场一致预期，整体来看逆周期政策初见成效，经济渐显企稳迹象。

具体而言，从生产端看，一季度工业增加值同比增长6.5%，其中3月单月同比增长8.5%，较前两月大幅回升，主要受去年3月基数偏低影响，此外逆周期政策落地也对供给侧产生一定积极影响。具体来说，因去年春节较晚影响，节后复工或于3月之后才开启，故而同期基数较低，本期工业增加值大幅跳升。此外，从历史来看，2014、2016两年春节较早，此两年3月环比增速约为2月的1.5倍左右，而今年3月环比增速为2月的2.17倍，远超季节性因素影响，故而除春节效应外，逆周期政策落地也对供给端产生一定积极影响。从结构层面看，相较于今年2月累计增速而言，采矿业、制造业同比增速回升明显，是拉动本期生产的主要力量。从行业看，设备制造业、汽车制造业、非金属矿物制品回升较快，应与逆周期落地及经销商备货有关。展望未来，考虑到春节效应消退影响，故而4月生产增速或将有所回落。

图1：经济开局良好



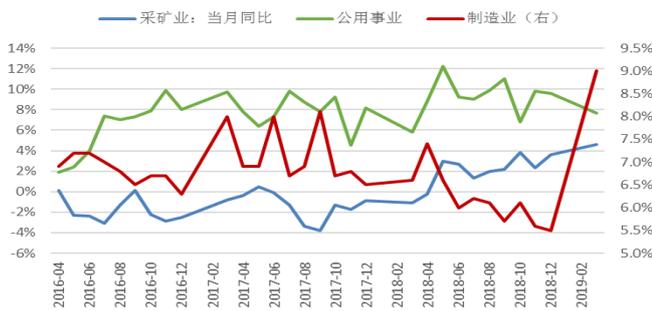
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图2：工业增加值同比大幅跳升

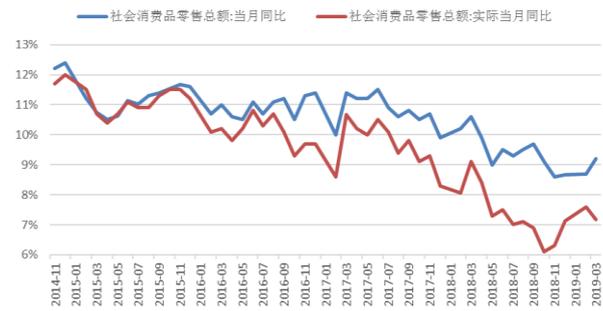


资料来源：Wind，渤海证券研究所

从需求端看，消费方面，一季度社零同比增长8.3%，较18年年末回落0.7个百分点，虽3月社零同比增长8.7%，较上月有所回升，但实际社零增速较上月回落0.4个百分点，故而价格增速回升或是支撑社零增速的主要力量。从结构上看，必选消费同比增速有所回升，其中食品、纺织同比增速回升较快；可选消费表现分化，其中汽车跌幅走扩，上月跌幅收窄的趋势并未延续，地产链则全线回升，家电、家具、装潢均大幅提升。展望未来，受减税降费影响，居民可支配收入名义值与实际值均有所回升，再考虑到物价上涨对社零的支撑作用，预计4月社零增速或仍有一定韧性。

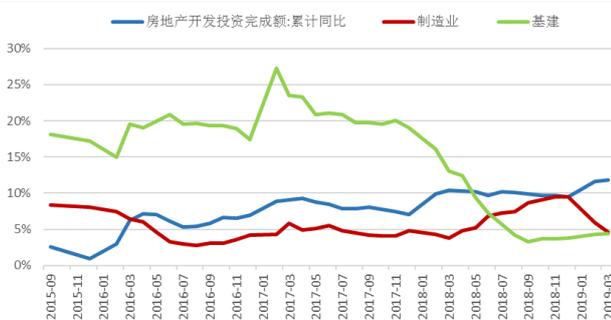
图 3：采矿业、制造业同比回升明显


资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 4：社零实际增速回落


资料来源：Wind，渤海证券研究所

投资方面，1-3月固定资产投资累计同比增速为6.3%，延续缓慢回升态势。从结构看，地产投资增速微有上行，制造业投资小幅回落，基建投资延续回升。

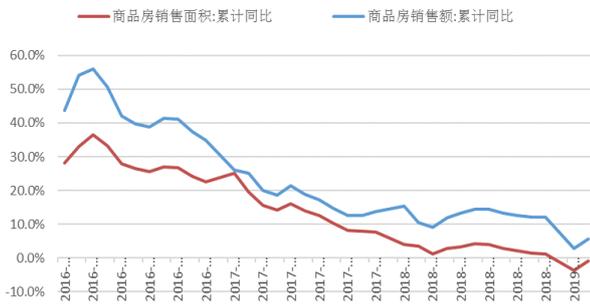
图 5：地产增速小幅回升，制造业延续回落


资料来源：Wind，渤海证券研究所

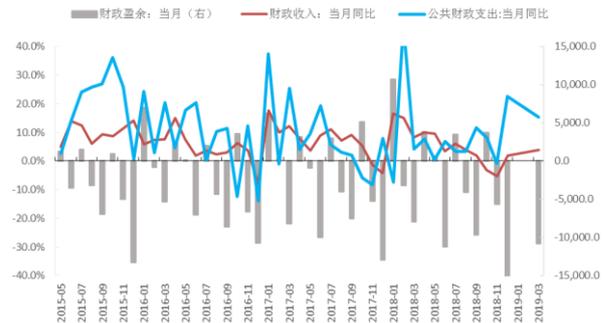
图 6：新开工、竣工、施工面积均回升


资料来源：Wind，渤海证券研究所

具体来说，地产投资增速小幅上行 0.2 个百分点至 11.8%。从结构上看，新开工面积、施工面积、竣工面积同比增速均有所回升，其中新开工面积边际回升幅度最大，可能与商品房销售额与销售面积同比增速回暖有关。我们认为，此次地产需求的改善应与“因城施策”下，前期压制需求集中释放有关，但在居民杠杆率仍高的背景下，中期来看地产需求延续改善态势难度较大。此外，一季度国有土地出让收入同比下降 9.5%，较前值跌幅走扩，表明土地购置费回落对地产投资拖累作用仍将延续，长期来看地产投资仍将下行。但考虑到短期企业在政策边际放松之际加快周转引致开工、施工、竣工面积回升影响，4 月地产投资仍将保持一定韧性。

图 7：地产销售有所改善


资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 8：财政支出同比增速较高


资料来源：Wind，渤海证券研究所

制造业投资方面，本期制造业投资延续上月下行趋势，较上月回落 1.3 个百分点至 4.6%，企业盈利回落的负面压制仍然存在。从结构上看，汽车制造业、设备制造业、有色金属回落明显；计算机同比增速回升较大，但主要受上期数据较低影响。展望未来，受企业盈利仍处于下行周期影响，制造业增速仍将延续放缓态势。

基建投资同比增速 4.4%，较上期提高 0.1 个百分点，预计随逆周期政策落地，未来基建投资增速还将有所回升。具体来说，一方面从财政收支角度来看，2019 年一季度财政支出同比增长 15%，较去年同期及年末分别增长 4.1% 和 6.3%，从结构上看，基建类支出同比增速仍然较高，其中交通运输累计同比增速达 47.4%，城乡社区事务累计同比增速也达到了 22.8%，积极财政政策不断加力提效；另一方面从地方政府专项债发行来看，2019 年一季度地方政府共发行债券 6653.16 亿元，远高于往年同期水平，专项债发行前置也为基建项目提供资金支持。由此来看，随未来逆周期政策持续落地，基建投资仍将延续回升态势。

从一季度及 3 月经济数据来看，经济开局良好，生产大幅回升，消费小幅提升，投资增速延续回升态势，整体来看逆周期政策初见成效，经济企稳迹象初现，也与央行一季度例会的乐观表态有所呼应。但与此同时，也有一些小的现象需要我们关注，即在三驾马车对 GDP 累计同比拉动方面，受衰退式贸易顺差走扩影响，净出口对经济增长贡献大幅提升；消费对经济拉动率较去年有所回落；而投资拉动率回落较快，与固定资产投资增速的延续回升似乎有所出入。我们认为，投资数据的矛盾一方面与 PPI 相较去年回升有关，另一方面也与数据统计口径不同有关（比如土地购置不影响 GDP 但会影响固定资产投资增速），未来走势还需持续关注；而消费的回落与衰退式贸易顺差的走扩或间接反映我国消费内需依然相对疲软，逆周期政策调节引致的生产回升能否进一步传导至产能扩张，进而引致工资提升下居民消费预期的改善，或是决定未来消费内需走势的重要一环。

总的来看，一季度经济开局良好，好于市场一致预期，逆周期调节成效尽显。有鉴于此，相较于之前关于“稳”的强调，4月19日召开的政治局会议则对“进”的政策略有偏向。会议在肯定了现阶段经济发展成效的同时，指出经济下行压力更多来自于“结构性”“体制性”因素，故而以产业转型、做强新兴产业的方式稳增长，是助推经济高质量发展之道。而在此过程中，要保持战略定力，坚持结构性去杠杆，释放低效的国有生产资源以提高市场运行效率，并基于金融供给侧改革的思路，缓解中小企业融资难、融资贵的问题，激发微观主体活力。此外，央行一季度货币政策例会中重提“把好货币供给总闸门”，并强调“不搞‘大水漫灌’”，也表明在一季度金融数据超预期的背景下，现在已进入政策观察期，尽管为降低小微企业融资成本结构性降准依旧可期，但在全面降息降准的预期或将有所延后。

二、上中下游跟踪

2.1 地产销售延续回暖，汽车销售跌幅走扩

4月初地产销售延续回暖。从结构看，一、二线城市边际增幅较为明显，三线城市涨幅收窄。土地方面，土地供应、成交同比增速由正转负，其中土地成交边际降幅较大，表明地产商拿地态度依旧较为谨慎。汽车方面，4月第二周汽车零售、批发同比增速跌幅扩大明显，其中零售同比增速为-35%，较上周回落43个百分点；批发同比增速为-39%，较上周回落33个百分点。整体来看，终端需求依旧较弱，终端需求依旧偏弱。

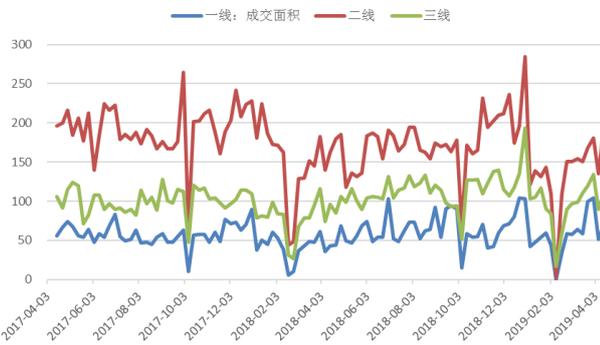
2.2 中游价格涨跌互现，需求边际改善的态势并未延续

钢铁方面，高炉开工率略有回升，螺纹钢、热轧板卷价格均略有回升，冷轧板卷价格微有回落。铁矿石指数小幅回落。水泥价格延续回升态势，但边际增幅收窄，长江、西南地区较强。化工方面，PTA价格小幅回落，PTA开工率略有上行，涤纶POY小幅回落。总体而言，中游价格涨跌互现，需求边际改善态势并未延续。

2.3 上游价格涨少跌多，全球需求仍显疲软

煤炭价格小幅回落，六大发电集团日均耗煤量回落幅度较大，同比有所恶化，发电集团煤炭库存延续回落，秦皇岛港库存小幅回落。有色方面，LME铜价延续回升，铝锌价则连续回落态势。原油价格震荡上行。BDI、BCI环比回升，同比跌幅走扩。总体而言，上游价格涨少跌多，全球需求仍显疲软。

图 9: 地产销售延续回暖



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 10: 土地成交同比增速边际降幅较大



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 11: 发电集团日均耗煤量回落幅度较大



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 12: 发电企业煤炭库存延续回落



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 13: 秦皇岛港煤炭库存小幅回落



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 14: 煤炭价格小幅回落



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 15: 高炉开工率回升略有回升



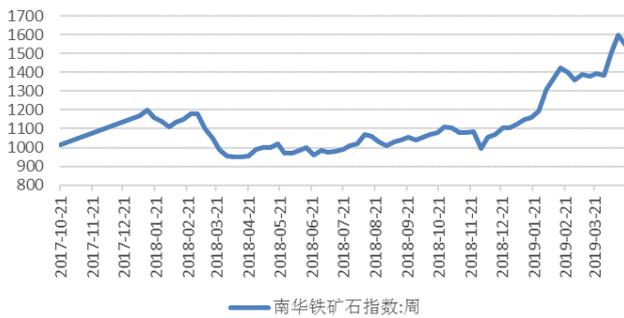
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 16: 螺纹钢、热轧板卷回升; 冷轧板卷小幅回落



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 17: 南华铁矿石指数小幅回落



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 18: 水泥价格延续回升态势



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 19: PTA 指数小幅回落



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 20: PTA 开工率略有上行



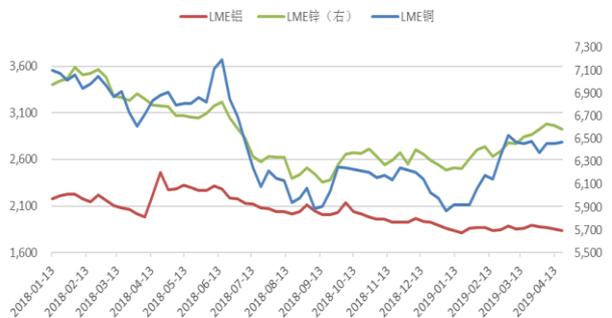
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 21: 原油价格震荡上行



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 22: LME 铜价微有回升, 铝锌价延续回落



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

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_12953



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>