

经济展韧性

——2019年1季度经济增长数据点评

报告摘要

- 2019年一季度，中国GDP同比增长6.4%，与上一季度持平，好于市场预期。其中，出口拖累减弱是个关键原因。3月经济数据大面积好转：工业增加值在民企和制造业的带动下大幅加速；房地产投资再度上扬；消费在价格上涨的助力之下呈现明显回升。但制造业投资下滑、失业率仍处高位，仍提示出需谨慎的一面。
- 当前，市场对中国经济的“韧性”正形成共识，后续影响市场定价的宏观要素将转移到——通胀风险，政策反向微调的可能性，以及经济复苏情绪演绎后形成新的预期差。以下是我们对经济各主要变量的看法：
 - 基建。由于基建投资数据滞后于财政支出节奏，在一季度财政收支差额创下-10763亿元历史同期最低，政府性基金收支出现4581亿元赤字的情况下，二季度基建投资的回升势头将得到加强。但财政发力空间的提前消耗，或将制约下半年基建回升的空间。
 - 制造业。制造业投资在年初显著减速，与工业企业利润增长放缓有很大关联。我们对后续制造业投资的前景并不悲观：1) 工业企业利润增速与工业增加值增速高度相关，3月工业增加值的大幅回升将带动工业企业利润增长显著修复，对制造业投资有积极意义；2) 工业企业总资产增速对制造业投资有4个月左右的领先意义，1-2月工业企业资产增速呈现企稳回升迹象，预示制造业投资在二季度末有望企稳回升。
 - 房地产。房地产投资在以下两方面受到的支撑，将弱化其失速下滑的风险：1) 低库存。我们对房地产各口径库存的测算表明，当前已开工、未销售的住宅库存水平处于2003年以来的最低；而已拿地、未开工的住宅库存水平仍在高位并逐年攀升。这意味着，只要后期房地产销售不太差，房企就有必要继续开工和施工，而拿地的必要性并不高。2) 房地产销售韧性增强。国家发改委全面放松大城市落户限制后，城镇化加速推进的逻辑有所加强；房贷利率下调有助于推升房地产销售，目前首套房贷利率已连续四个月回落。因此，今年三四线城市对全国房地产销售的拖累可能弱于预期。
 - 消费。失业率偏高和汽车消费低迷仍对消费增长构成制约，但今年消费增长的积极因素增多：1) 收入分配结构好转，一季度居民家庭人均可支配收入的中位数增速回升到平均数增速以上；2) 增值税率下调有助于降低终端消费品价格，利好消费；3) 居民部门短期贷款和信用卡贷款增速止跌企稳，去年制约消费增长的因素有所减弱。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

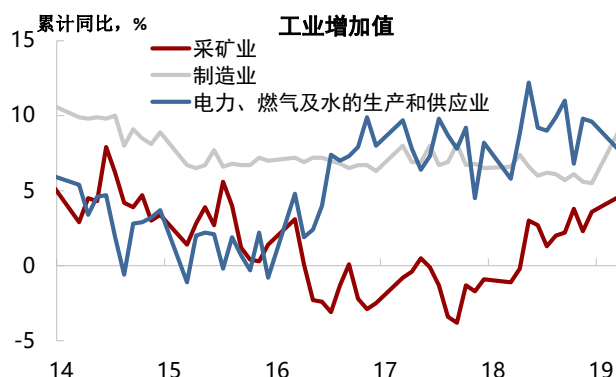
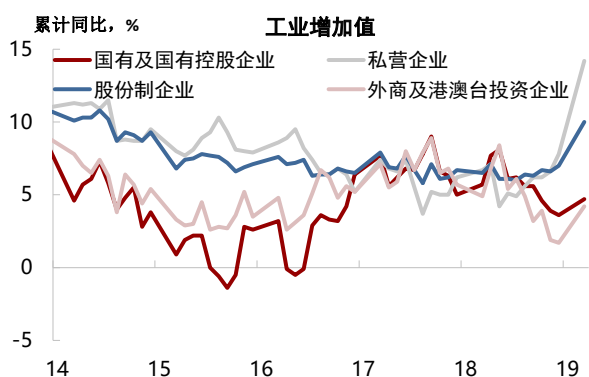


1、工业供需显著改善

剔除春节因素，一季度工业生产仍显著改善，制造业和民企为主要带动。3月规模以上工业增加值同比跳增至8.5%，为2014年8月以来新高（剔除1、2月极端值）；季调环比跳增至1%，创2013年9月以来新高。不过受春节错位影响，今年2、3月份同比数据波动较大，合并1-3月来看，工业增加值累计同比增长6.5%，较去年提高0.3个百分点，工业生产有所改善，但幅度不算剧烈。分所有制来看，1-3月工业增加值改善主要由民营企业贡献，外资和国有企业虽有小幅改善但仍形成拖累（图表1）。分行业来看，1-3月工业生产改善主要由制造业贡献，采矿业增速提升较温和，电热水增速则有所回落（图表2）。1-3月工业产销率回升至98.2%，累计同比回升至-0.1%，反映工业产品供求状况同步改善，生产好转具备需求支撑。

图表 1：1-3 月民营企业工业生产大幅扩张

图表 2：1-3 月制造业生产扩张最为显著



来源：Wind，莫尼塔研究

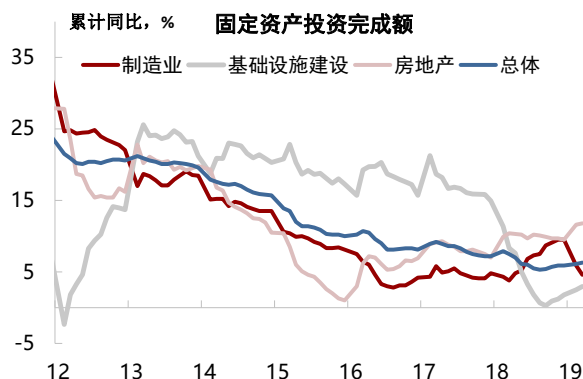
2、房地产投资继续上扬

1-3月固定资产投资同比增长6.3%，较上月进一步温和回升。其中，基建投资继续温和回升至2.9%，房地产投资增速高位进一步小幅上扬至11.8%，而制造业投资继续明显减速至4.6%，成为投资增长的主要拖累（图表3）。

由于基建投资数据滞后于财政支出节奏，在一季度财政收支差额创下-10763亿元历史同期最低，政府性基金收支出现4581亿元赤字的情况下，二季度基建投资的回升势头将得到加强。但随着财政发力空间的提前消耗，下半年基建回升的空间或将受到制约。

制造业投资在年初的显著减速，与工业企业利润增长的放缓有很大关联。2005年以来，工业企业利润累计同比曾在2009年、2012年和2019年年初骤跌，而三次都伴随着制造业投资增速的大幅下挫。我们对后续制造业投资的前景并不悲观，理由在于：1）工业企业利润增速与工业增加值增速高度相关，3月工业增加值的大幅回升将带动工业企业利润增长显著修复，对制造业投资有积极意义；2）工业企业总资产增速对制造业投资有4个月左右的领先意义（图表4），1-2月工业企业资产增速呈现企稳回升迹象，预示制造业投资在二季度末有望企稳回升。

图表 3：3月制造业投资成为主要拖累



图表 4：工业资产对制造业投资有 4 个月领先意义

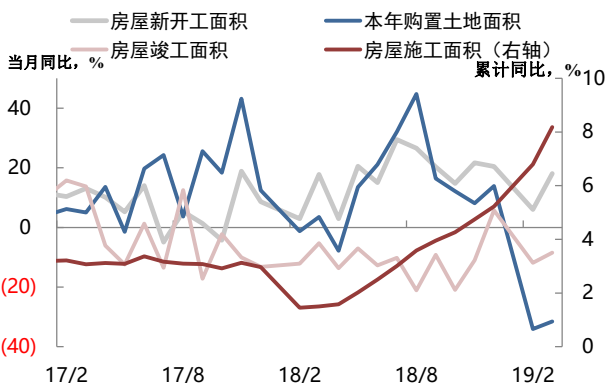


来源: Wind, 莫尼塔研究

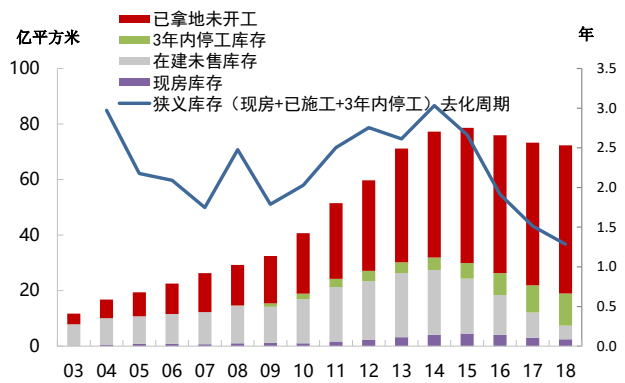
房地产投资累计同比从上月高位进一步上扬, 房地产销售、新开工、竣工、施工面积增速全线上扬, 房地产投资资金来源增速亦明显回升, 只有土地购置面积增速仍显著为负(图表5)。春节之后, 受益于房贷利率连续回落, 房地产销售超预期回暖, 尤其是三四线城市房地产销售的韧性明显好于预期, 3月三线城市房价环比涨幅还有所扩大。在此情况下, 房地产投资在以下两方面受到支撑, 将弱化其失速下滑的风险:

1) 低库存。我们对房地产各口径库存的测算表明, 当前已开工、未销售的住宅库存水平处于2003年以来的最低水平; 如果将近3年停工的住宅库存纳入考量, 也处于2010年以来的最低位。而已拿地、未开工的住宅库存水平仍在高位并逐年攀升(图表6)。这意味着, 只要后续房地产销售不太差, 房企就有必要继续开工和施工, 而未必继续拿很多地。因此, 今年房地产投资将受到建安投资的有力支撑, 尤其是拿地减少后, 房企将有更充裕的资金投入施工。2) 房地产销售韧性增强。国家发改委《2019年新型城镇化建设重点任务》明确提及放松大城市落户限制, 城镇化继续推进的逻辑对于三四线城市房地产销售的支撑有所增强。同时, 历史规律表明, 房贷利率下调有助于推升房地产销售, 而目前首套房贷利率已连续四个月回落。因此, 今年三四线城市对全国房地产销售的拖累可能弱于预期。

图表 5：3月房地产各面积分项全线回升



图表 6：房地产已开工库存处于低位



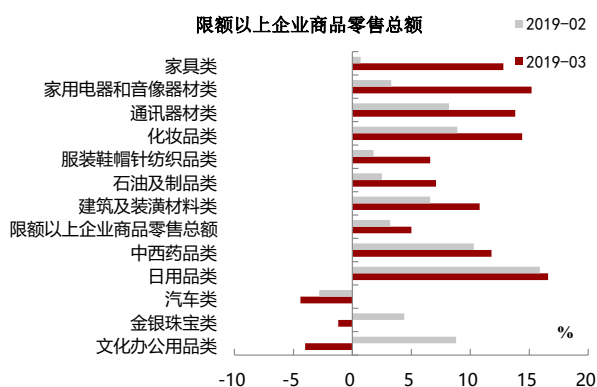
来源: Wind, 莫尼塔研究

3、消费增长的积极因素增多

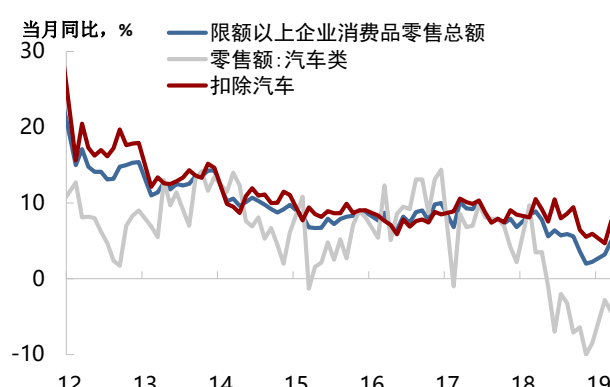
3月社会消费品零售总额同比回升0.5个百分点，至8.7%，实际同比增速回落0.4个百分点，至6.7%，3月CPI同比跳升对消费数据产生了明显影响。消费各主要分项多数加速增长，房地产相关的家具、家电、装潢零售增速显著提升，体现房地产销售回暖对消费的带动作用；金银珠宝和文化办公用品从1-2月的高速增长转负，背后应主要是春节因素的影响；汽车的负向拉动再度扩大，对消费的拖累依然显著（图表7、图表8）。

当前消费增长的积极因素增多，体现在：1）收入分配结构好转，一季度居民家庭人均可支配收入的中位数增速回升到平均数增速以上；2）增值税率下调有助于降低终端消费品价格，利好消费；3）居民部门短期贷款和信用卡贷款增速止跌企稳，去年制约消费增长的因素有所减弱（图表9）。不过，3月城镇调查失业率仅小幅回落至5.2%，就业压力较大，仍对消费增长构成制约（图表10）。另一个制约因素仍然是汽车，近期上海市打响了“以旧换新”的汽车消费刺激政策第一枪，对于拉动汽车消费的效果还有待观察。

图表 7：3 月消费各主要分项多数加速增长

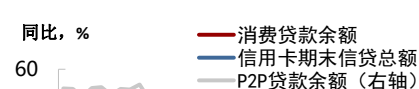


图表 8：汽车对消费的拖累依然显著



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 9：信用卡、消费贷及 P2P 增速止跌企稳



图表 10：3 月失业率仅小幅回落，仍处高位



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_13046



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn