

2019年04月18日

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-60338120樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

上调 GDP 和 CPI 预测

——2019年1季度经济数据点评

相关报告

《3月贸易数据点评：对出口增速反弹不宜过度乐观》——2019-04-14

《《2019年新型城镇化建设重点任务》点评：放宽落户会导致房价上涨吗？》——2019-04-13

《3月PMI数据点评：工业生产短期或有企稳》——2019-03-31

《近期房地产税引发关注点评：关于房地产税你应该知道什么？》——2019-03-28

《2019年1-2月经济数据点评：存货调整拖累生产》——2019-03-16

事件：

统计局4月17日公布2019年1季度主要经济数据，GDP同比增速6.4%提前企稳。房地产投资和消费是需求端超预期的主要原因，而减税引发的原材料存货投资可能推升了工业生产。展望未来，减税等刺激措施有望持续支撑经济增长，我们上调GDP预测到6.5%并维持三季度经济增速可能反弹的判断。

投资要点：

- **房地产投资和消费超预期支撑需求。**一季度数据显示房地产投资和消费是需求端超预期的主要因素。房地产投资的韧性与地产商资金链缓解、停工项目恢复施工、以及存货偏低需要补充存货的压力或者都有关系。贸易摩擦缓解和经济预期改善推升消费者信心、减税提升居民可支配收入可能是消费回升的主要因素
- **工业生产大超预期或与减税带来的原材料库存投资上升有关。**3月工业生产同比大幅上升，基数效应和终端需求回升可能只能部分解释这个问题。一些企业在增值税率下调之前增加原材料购买以高税率增加抵扣可能是短期工业生产超预期的重要解释。
- **减税等刺激措施有望继续支撑总需求，上调GDP和CPI预测。**在地产投资韧性不改，基建投资基数偏低的情况下，我们认为减税降费和其它一些政策刺激措施将有望持续支撑总需求——包括消费和资本支出（制造业投资），我们上调GDP预测到6.5%。同时，由于经济增长进一步超预期，通胀的压力也会有所回升，叠加猪肉价格上涨可能超出市场预期，我们也上调CPI的预测到2.6%。
- **经济下行因素的风险相对可控。**针对市场对经济担心的一些主要问题，如小阳春后房地产销售是否会冷却，当前的财政支出进度前移是否会导致基建投资后继乏力，中美贸易协定削减贸易顺差的调控是否会冲击中国的总需求，我们也一一做了回应。

风险提示：经济下滑超预期，政策紧缩超预期，贸易战超预期

1、需求端：地产、消费超预期支撑经济

2019年1季度中国GDP增速为6.4%，与上个季度持平——虽然名义GDP仍然从上个季度的9.1%显著下行到7.8%。

从生产法来看，第一产业同比增速从2018年4Q的3.6%放缓到2.7%，第三产业增速同比从7.4%放缓到7.0%，而第二产业从5.5%反弹到6.1%，是支撑经济企稳的主要因素。

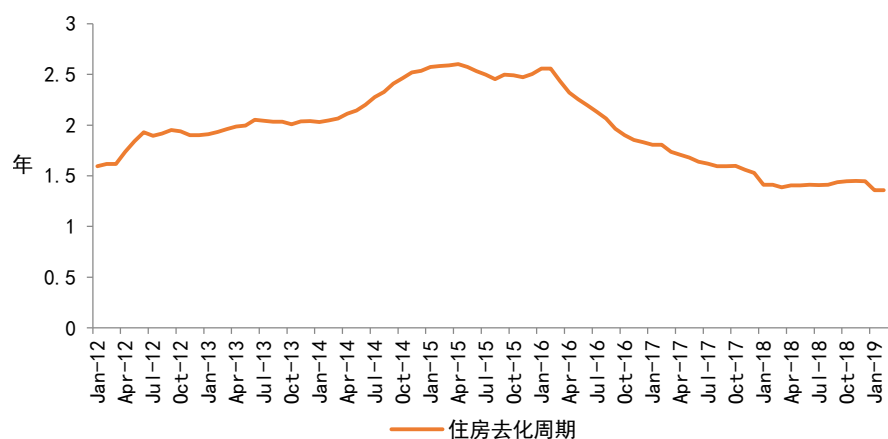
从支出法来看，1季度固定资产投资名义同比增速较去年4季度有放缓；但是社会消费品零售实际同比增速有反弹；同时，由于进口下降，贸易盈余对于经济增长的贡献从去年四季度的负值转正。具体而言，房地产投资和消费是需求超预期的主要因素，制造业投资略低于预期，而基建投资和出口基本符合预期。

就三月份而言，消费、基建和地产需求推动总需求有所回升。

房地产今年以来持续超预期的高增长验证了房地产投资的韧性很强。而包括螺纹钢需求等微观证据也证实了房地产投资高增长的数据基本是可靠的。市场对于房地产投资超预期的主要解释是前期在资金链偏紧情况下停工的项目重新开工——支持性的证据在于在建面积的增加相对于新开工面积的增加偏高。我们认为，房地产商库存持续下降需要补库存可能也是开发商加速房地产投资的重要原因。

除此之外，房地产销售面积单月同比开始从1-2月的负增长转正也表明房地产销售可能好于市场一致预期。单月的反弹未必代表趋势的逆转，但是政策稍微调整就房地产销售就反弹，也显示房地产需求的基本面是比较强的（《梦想能否照进现实》2019年3月18日）。

图 1：住宅房地产商存货持续走低降到 2012 年水平



资料来源：Wind，国海证券研究所

基建投资（不含电力）在政府财政的支撑之下，从去年11月的底部3.7%持续温和反弹到当前的4.5%。考虑到去年年初基建投资的基数不低，同比能够维持反弹与政府财政支出的前移有关系。

按照财政部今年两会期间提交的财政预算草案，2019年公共财政支出增速为6.5%，但是前三个月，公共财政累计同比支出已经达到15%。即使考虑到1-3月财政收入同比6.5%也略超预算中5%的目标，财政支出超进度也表现的比较明显——去年11月财政部提前下达中央对地方转移支付1.66万亿和地方债券发行提早到2019年1月份功不可没。

在政府基金预算支出方面，预算安排2019年地方政府专项债发行21500亿元。但是历史上看，专项债发行的节奏都是二、三季度比较高，一、四季度是淡季。今年一季度地方政府专项债发行超过5390亿元，基本是全年额度的四分之一，也超越了以往的季节性——意味着在政府基金预算收入低于预算安排且财政需要追求预算平衡的情况下，一季度政府基金预算下的支出也快于往年的进度。

由于企业盈利偏弱，制造业投资持续滑落，但是实际状况弱于预期。

消费的数据存在争议，但是我们认为反弹比较显著。悲观者认为社会消费品零售实际同比3月又有所下滑，但是我们认为限额以上社零的数据因为直接来自微观数据的汇总，可靠性更高。从限额以上的数据来看，除了汽车以外的主要的可选消费品（包括服装、家电、家具、通讯器材等）在去年春节错位基数已经较高的情况下，仍然强势反弹，说明需求是比较强劲的。

从连续几个月的趋势上看，社零和限额以上零售的大量子指标已经从去年三四季度季度极度低迷的情况下有所恢复——贸易摩擦缓解和经济预期改善推升消费者信心、减税提升居民可支配收入可能是最主要的因素。

2、工业生产：大超预期

工业生产从1-2月5.3%的同比增长强势反弹到8.5%，创出多年以来单月同比的新高。从主要工业产品包括粗钢、发电量、化纤、水泥、十种有色金属包括汽车产同比都比较明显的反弹，说明数据背后有真实产出的支撑。

春节错位的低基数可以解释工业生产一部分的反弹，但是反弹的程度大大高出了基数效应可以解释的范畴。从终端需求上看，似乎也没有达到这么强劲的地步。从微观的一些反馈来看，由于增值税4月1日下调，一些厂商、经销商在3月份向上游厂商增加进货获得16%的进项抵扣，4月以后销项税率则变成了13%，可以减少税收上缴似乎成为了一个重要的解释。确实，3月份的PMI原材料库存确实出现了反弹——存货投资可能对于GDP有较大贡献；而回顾历史，2018年5月1日增值税下调，2018年4月的工业生产也偏强。

考虑到基数效应的因素，4月份的工业生产会明显回落。

3、社融持续回升

金融数据方面，3月份的广义社融同比比较明显的回升。从结构上看，社融回升的质量也有明显改善——包括企业中长期贷款改善显著，表外融资总体上也边际

改善。

对表外融资而言，信托贷款转正，符合我们此前评论——监管部门在一些监管要求方面有边际的放松（《1-2 月经济数据点评》）。但是委托贷款恢复了趋势性的负增长，也验证了我们此前的判断——委托贷款的监管没有变动，1-2 月的好转更多是季节性的现象。

当然，居民部门贷款特别是短期贷款的反弹引起了一些担忧。特别是近期一些城市房地产市场出现了明显的回暖，是不是存在居民短期贷款流入房地产市场的问题，值得关注。

4、通胀压力有多大？

3 月份 CPI 反弹到 2.3%，略低于市场预期。统计局公布的猪肉价格与市场观测的高频数据之间的一些误差可能是很主要的原因。

从目前的情况来看，4 月 1 日开始的增值税税率下调可能会带来一次性的对于价格水平的冲击，有利于缓解短期的通胀压力。但是我们此前的评论指出，这种一次性的下行会在一年之后完全对称的反弹回去。如果不考虑对于通胀预期的影响，央行不应该在做货币政策决策时考虑这样的价格冲击。（《两会减税降费点评》）

这样看来当前的通胀压力需要给与更高的重视。一方面，农业部官员表示由于非洲猪瘟的影响，从农业部定点检测的样本数据来看，截止到今年 3 月生猪存量和母猪存量同比分别下降 18.8%和 21.0%，考虑到下半年是节日需求的高峰，猪价有可能出现阶段性快速上涨。下半年猪肉价格同比涨幅可能超过 70%，创历史新高。另一方面，当前的经济增长超出了市场预期，产出缺口也会向通胀一侧倾斜。

如果猪肉价格涨幅确实达到 70%以上，我们认为下半年一些月份 CPI 超过 3%的可能性是比较高的。

对货币政策而言，最重要的还是观察整体的产出缺口和通胀预期。就我们目前的估计，如果经济增速不超过 6.5%的水平，就很难说实际产出显著的高于潜在产出水平。而猪肉价格的上涨则主要关注其对于通胀预期的影响。我们认为单一品种价格上行的影响相对有限，但是如果猪肉价格上涨通过替代效应引起牛肉、鸡肉等其它农产品价格上涨（目前有一些这方面的迹象）并且推升了消费者整体的通胀预期，则可能会对货币政策构成比较明显的冲击。

当然，猪价上涨是否会带来价格水平特别是农产品价格水平的普涨，牵扯到中国居民部门通胀预期的形成机制，也需要结合下半年经济形势做整体判断，我们还需要进一步的跟踪和研究。

5、经济与政策展望：上调 GDP 和 CPI 预测

货币政策短期不会显著收紧。3月调查失业率虽有回落，31大中城市失业率仍有上升，这说明就业市场的压力——政府此前放松政策最主要考虑的问题——尚未完全解决。虽然贸易摩擦目前看缓和的可能性很大也降低了劳动力市场的风险，但是央行的一季度货币政策例会仍然把稳增长放在防风险之前，意味着政府仍然希望看到经济企稳的基础夯实。就我们看来，在通胀有压力、经济有企稳迹象、且部分地区房地产市场又有价格上行压力的情况下，货币政策当然不会放松，但是也难以显著收紧。

减税等政策有望进一步推升企业和居民支出。个税改革目前看已经对于消费产生了积极影响，那么4月增值税减税、5月社保降费之后，居民和企业部门的消费和资本支出（制造业投资）应该边际向上的力量是很明显的。除此之外，汽车零售在去年下半年基数很低，叠加发改委刺激汽车、家电、电子产品等消费发展“循环经济”的政策也可能近期出台，今年下半年有望对零售增长构成更大贡献。

我们上调2019年GDP预测到6.5%，并预计经济同比有望在3季度进一步温和反弹。考虑到经济增长和猪肉价格都比我们此前的估计要高，我们上调2019年CPI的预测到2.6%。

市场对于经济的担心有如下几点，但我们认为其实并没有那么可怕：

小阳春后房地产销售是否会冷却？我们认为金融市场一般都是顺周期加速运转的，很难相信在没有外力作用之下房地产销售出现改善苗头之后自动冷却。而在因城施策的环境中，也难以出现类似于去年730政治局会议对于房地产严厉调控的措施。当然，一些城市房地产已经出现的价格上涨的苗条需要被遏制——北京和长沙已经调整了公积金的政策和契税的政策，传递了明确的稳定房价的信号。但是土地供给的增加在中期而言是维持供需两旺格局最重要的——近期发改委发布的《新型城镇化任务》文件是个很积极的信号。

下半年三四线房地产投资下行的冲击是否会超预期？我们已经讨论过，中国房地产的总供给仍然相对不足（《梦想能否照进现实》），三四线城市的潜在需求也不宜低估。此外，虽然棚改政策退出会冲击三四线城市，全年年底以来货币政策的调整也有利于三四线城市房地产市场的稳定。

基建投资是否会后继乏力？基建投资当前的恢复与财政支出前移有较大关系。一些人担心后继乏力——特别是叠加减税效应。但是三个因素可能对基建构成支撑
1) 地产销售一旦能够在未来一两个季度企稳，土地出让就不会太差——毕竟地产存货仍然比较低。
2) 政府其实还有动用财政存量资金、国企改革出售国企股权获得资金等等办法；
3) 基建去年二三季度基数极低，负增长。所以整体看我们觉得维持温和反弹问题不大。

贸易协定会强迫中国大规模削减顺差并冲击中国的总需求吗？一些投资者担心贸易协定的达成和双方互设执行监督机构会强迫中国短期内大幅削减贸易顺差并冲击总需求。我们的初步考虑是市场总有办法绕开大部分行政管制，这种冲击比较有限。例如中国曾一度停止美国大豆进口转购巴西大豆，后来的消息是巴西购买了美国大豆。当然，我们需要结合中美贸易协定和执行机制的具体安排做进一步细致的分析。

风险提示：经济下滑超预期，政策紧缩超预期，贸易战超预期

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_13051

