

证券研究报告/宏观数据

经济企稳仍将至年中，消费回稳将成最大亮点——3月经济数据点评

报告摘要：

一季度工业生产当月同比平均增速 6.2%，较去年四季度明显回升。从需求端看回升主要源自消费增长回稳、出口实际增长稳定、房地产投资以及基建投资回升。工业生产与 GDP 关联度较大，主要贡献第二产业 GDP。展望未来，结合后文的判断，尽管未来我们判断消费仍将呈现回稳态势，基建增长速度持续回升，但一季度地产投资高增难持续，同时外需面临下行压力，制造业投资增长难以迅速企稳，我们预计二季度工业生产难以持续回升，较大可能有小幅回落，对应经济企稳判断上，我们预计一季度虽较去年四季度企稳，但年内真正实现企稳可能还需等到年中前后。

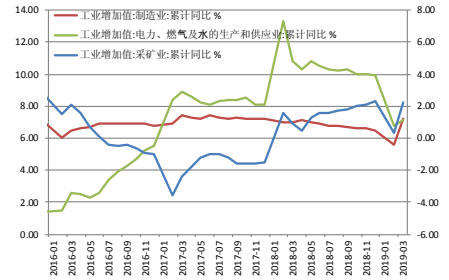
基建投资如期回升。去年末政府未投用资金基本消耗完毕，这对开年基建投资有拖累作用，预计后续基建投资增速有望继续发力。

制造业投资继续回落。从美、日经验来看，订单、产能利用率同比增量领先制造业投资 3-5 季度，这意味着一季度数据趋势大概率与全年制造业投资的趋势一致。综合考虑订单、产能利用率数据及政策利好因素，我们认为全年制造业投资将维持在 2015 年与 2016 年区间范围内，即 4.2%-8.1%，中性水平为 6%。一季度制造业投资录得 4.6%，二季度制造业投资增速有望逐步改善，全年增速达 6%。

房地产投资走高，销售回暖。分结构来看，1-3 月份房地产开发投资中住宅、办公楼、商业营业用房各分项增速均回落，投资上升主要由其他项贡献，可否持续有待验证。从政策以及资金面上看，未来投资有压力，叠加全国房地产销售增长依然乏力、土地购置费下滑、新开工回落将拖累施工，预计二季度房地产投资可能高位回落。

名义消费增速提升，实际消费增速略有回落但仍显著高于去年四季度。预计二季度消费将继续回暖，维持中性情形下全年社零增速有望回升至 9% 附近的判断。最终消费支出对 GDP 增长贡献率在 2018 年已经超过 70%，如果今年消费能够回稳，对年内经济企稳将有很大意义。

一季度数据显示韧性，但下行风险犹存，预计经济仍将于年中企稳，因部分指标仍有明显下行压力。稳经济、稳就业、激发市场活力为全年主基调，财政、货币、就业逆周期调控政策仍将释放利好，考虑到一季度亮眼表现已为政策赢得更多观望空间，节奏上或倾向微调 and 预调。预计结构性货币政策将继续，降准留有余地，但近期不是窗口期。



相关报告

《春节扰动下开年供需表现分化，消费年内将回稳——3月经济数据点评》20190321

《大放水预期修正，但整体仍将宽松——2月金融数据点评》20190311

《东北证券 2019 年政府工作报告解读：稳增长，稳就业，释放市场活力》20190306

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010
18010018933 caozl@nesc.cn

目录

1. 主要数据	3
2. 工业增加值大幅走强，各分项表现均乐观.....	3
3. 预计基建增长持续发力，制造业投资逐步企稳改善.....	4
4. 地产投资继续走高，供需、到位资金数据齐改善	6
4.1. 房地产销售回暖，投资继续走强.....	6
4.2. 供给端：新开工、施工、竣工面积增速均上升.....	6
4.3. 需求端：销售面积同比回暖.....	7
4.4. 预计二季度地产投资将高位回落，销售增长依然乏力.....	7
5. 消费回稳将是今年经济重要特征.....	9
6. 一季度数据显韧性，但预期过于乐观，预计经济企稳仍需等待年中	10
图 1: 规模以上工业增加值同比放缓	4
图 2: 三大门类增加值同比增速齐回升	4
图 3: 基建投资增速回升	4
图 4: 制造业投资增速下行	4
图 5: 美制造业投资、一季度订单与产能利用率	5
图 6: 日制造业投资、一季度订单与产能利用率	5
图 7: 我国制造业投资、一季度订单水平与产能利用率关系及预期	5
图 8: 固定资产投资与民间投资增速分化	6
图 9: 1-3月出口交货值回升	6
图 10: 房地产开发投资增速	6
图 11: 房地产开发投资(细分行业).....	6
图 12: 房屋新开工面积及增速	7
图 13: 细分行业增速情况	7
图 14: 商品房销售面积及同比	7
图 15: 商品房销售同比(细分行业)	7
图 16: 房企开发到位资金累计值及同比	8
图 17: 土储高企带动土地成交价款增速下行	9
图 18: 建安工程将受益于期房施工面积大增	9
图 19: 社会消费品零售总额同比增速	9
图 20: 限额以上单位商品汽车类零售当月同比	9

1. 主要数据

中国 1-3 月规模以上工业增加值同比 6.5%，预期 5.6%，前值 5.3%。

中国 1-3 月城镇固定资产投资同比 6.3%，预期 6.3%，前值 6.1%。

1-3 月份，全国房地产开发投资 23803 亿元，同比名义增长 11.8%，增速较 1-2 月份提高 0.2 个百分点。

中国 3 月社会消费品零售总额同比 8.7%，预期 8.4%。

2. 工业增加值大幅走强，各分项表现均乐观

3 月工业生产大幅回暖。3 月规模以上工业增加值同比实际增长 8.5%，增速较 1-2 月份加快 3.2 个百分点。生产端的回升与 PMI 生产指数显示的景气复苏迹象一致。

各工业门类均回暖。分三大门类看，1-3 月份，采矿业增加值同比增长 4.6%，较前期加快 4.3 个百分点；制造业增长 9.0%，加快 3.4 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 7.7%，加快 0.9 个百分点。

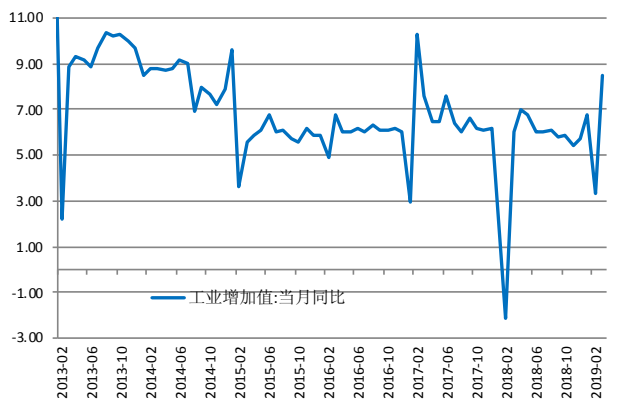
民营企业部门增速显著上升，政策对民企的扶持作用加快显现。分经济类型看，国有控股企业增加值同比增长 4.7%，较前期上升 0.3 个百分点，**民营企业增长 14.2%，较前期大幅提高 5.9 个百分点。**

工业产品交货值增速回升。1-3 月份，规模以上工业出口交货值同比增长 5.7%，较前期上升 1.5 个百分点。

一季度工业生产当月同比平均增速 6.2%，较去年四季度明显回升，从需求端看回升主要源自消费增长回稳、出口实际增长稳定、房地产投资以及基建投资回升。具体而言，一季度社零消费实际当月同比增长平均速度 6.9%，高于去年四季度的 6%；出口当月同比平均增速低于去年四季度，但是考虑价格因素后，应该平稳，一季度出口价格上涨 4.4%，明显低于去年四季度；房地产投资当月平均实际增长速度较去年四季度提高 4.5 个百分点，基建投资增长名义平均速度同样较去年四季度回升。

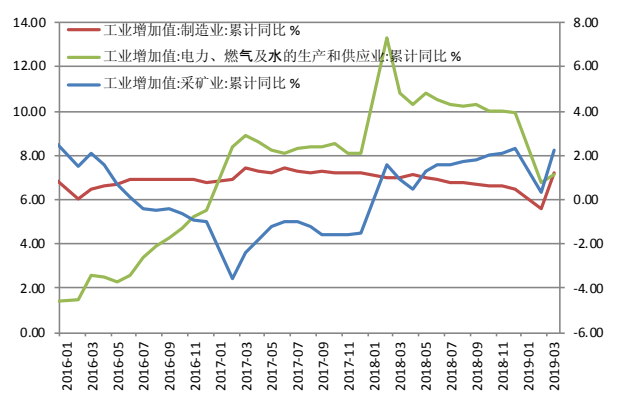
工业生产与 GDP 关联度较大，主要贡献第二产业 GDP。展望未来，结合后文的判断，尽管未来我们判断消费仍将呈现回稳态势，基建增长速度持续回升，但一季度的地产投资高增难持续，同时外需面临下行压力，制造业投资增长难以迅速企稳，我们预计二季度工业生产难以持续回升，较大可能有小幅回落，对应经济企稳判断上，我们预计一季度虽较去年四季度企稳，但年内真正实现企稳可能还需等到年中前后。

图 1: 规模以上工业增加值同比放缓



数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 三大门类增加值同比增速齐回升

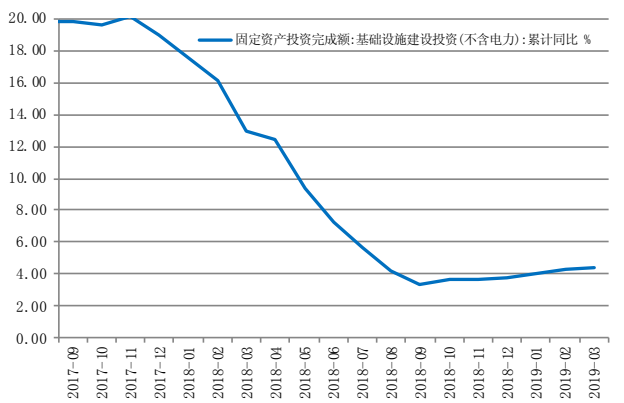


数据来源: 东北证券, Wind

3. 预计基建增长持续发力, 制造业投资逐步企稳改善

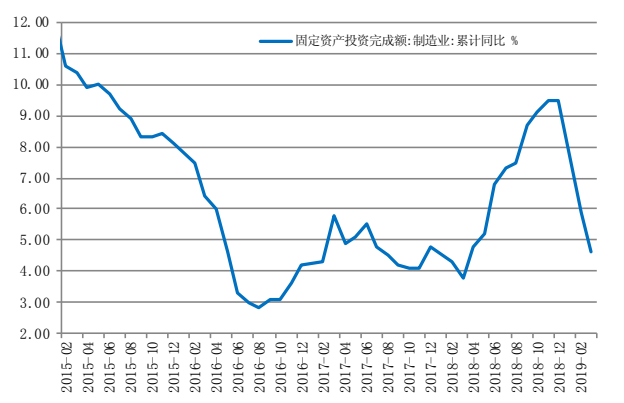
1-3 月固定资产投资继续回暖, 主因地产与基建投资走高, 而制造业投资增速再度放缓。1-3 月全国固定资产投资同比增长 6.3%, 增速较前期加快 0.2 个百分点。

图 3: 基建投资增速回升



数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 制造业投资增速下行



数据来源: 东北证券, Wind

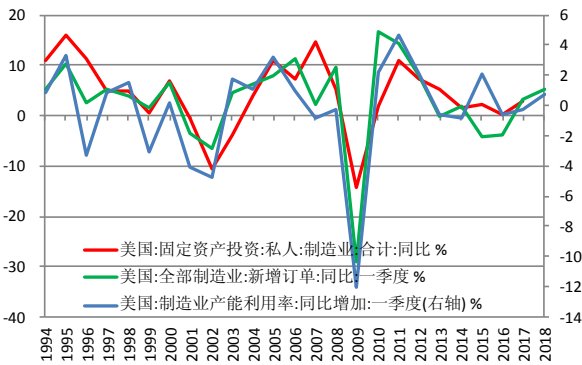
基建投资如期回升。1-3 月基建投资同比增长 4.4%, 增速较前期小幅提高 0.1 个百分点。我们在前期专题报告已指出, 18 年基建投资开年高增而后增速大幅回落的原因是长期沉淀资金的存在, 随着去杠杆、防控政府债务风险的稳步推进, 去年年终时政府未投用资金基本消耗完毕, 这对开年基建投资有拖累作用, 叠加专项债、PPP 陆续放量, 我们预计后续基建投资增速有望继续发力。

制造业投资继续回落。1-3 月制造业投资增速为 4.6%, 较前期增速回落 1.3 个百分点。结构上来看, 一季度制造业投资主要是受到通用设备制造业、专用设备制造业两大行业投资下滑的拖累, 上述两大行业 1-2 月合计为制造业投资增速贡献 2.0 个百分点, 1-3 月为贡献 1.1 个百分点, 共回落 0.9 个百分点, 占整体下滑幅度(1.3 个百分点)的比重近 70%。而一季度电气机械及器材制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业投资如期回升, 当前上述两行业产能利用率同比明显改善, 行业景气

复苏迹象有所显现，我们预计上述两行业投资有望继续扩张，为制造业投资托底。

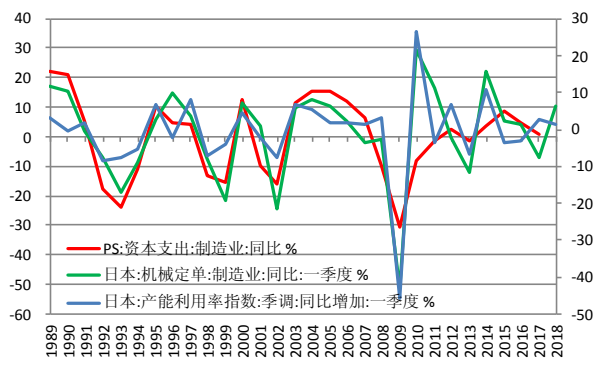
从美、日经验来看，订单、产能利用率同比增量领先制造业投资 3-5 季度，这意味着一季度数据趋势大概率与全年制造业投资的趋势一致。去年以来工业企业订单水平与工业产能利用率数据均稳步下行，制造业投资高位回落已是市场共识，当前焦点在于具体点位。考虑到一季度国内订货强于 2015、2016 年，出口产品订单弱于 2015 年但强于 2016 年，产能利用率同比增量强于 2015、2016 年，并且我们预计很难跌破 2016 年低位，综合上述数据及规律，同时(1)今年政府工作报告中提出促进新一代信息技术、新能源汽车、新材料等新兴产业加快发展，推动传统产业改造提升、移动网络基站扩容升级(2)政策力推解决民企融资难融资贵问题，利好民间投资以及(3)大力减税降费、激发市场活力，我们认为全年制造业投资将维持在 2015 年与 2016 年区间范围内，即 4.2%-8.1%，中性水平为 6%。目前一季度制造业投资录得 4.6%，我们认为二季度制造业投资增速将逐步改善，全年增速达 6%。

图 5: 美制造业投资、一季度订单与产能利用率



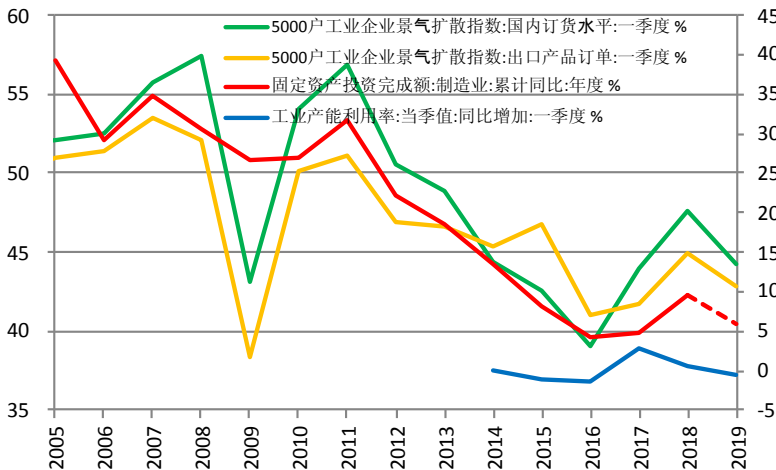
数据来源：东北证券，Wind

图 6: 日制造业投资、一季度订单与产能利用率



数据来源：东北证券，Wind，CEIC

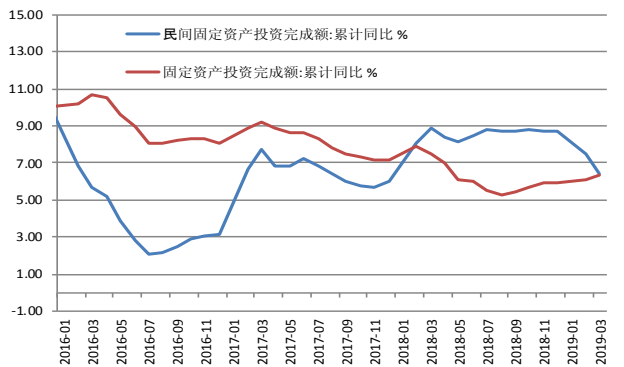
图 7: 我国制造业投资、一季度订单水平与产能利用率关系及预期



数据来源：东北证券，Wind

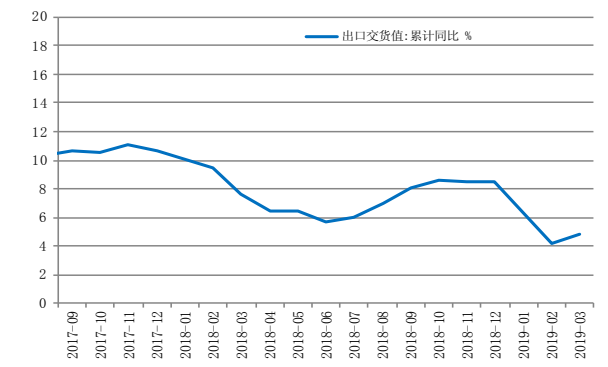
与制造业投资趋势一致，民间投资走低。1-3 月民间固定资产投资累计同比增速 6.4%，较前期回落 1.1 个百分点。

图 8: 固定资产投资与民间投资增速分化



数据来源: 东北证券, Wind

图 9: 1-3月出口交货值回升



数据来源: 东北证券, Wind

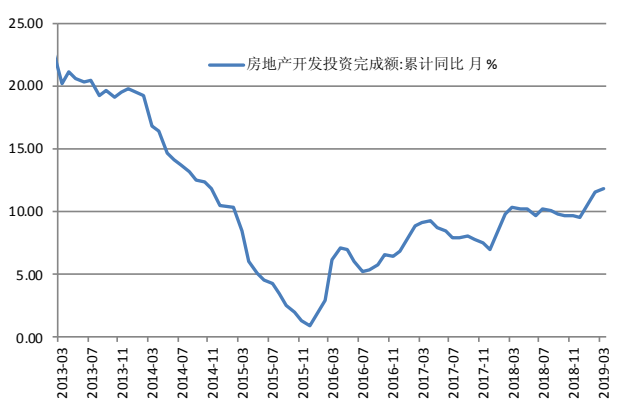
4. 地产投资继续走高, 供需、到位资金数据齐改善

4.1. 房地产销售回暖, 投资继续走强

房地产投资增速继续走高、销售回暖。1-3月, 全国房地产开发投资同比增长 11.8%, 较 1-2 月份提高 0.2 个百分点。1-3 月, 全国商品房销售面积同比下降 0.9%, 降幅较 1-2 月份收窄 2.7 个百分点, 销售额回暖 2.8 个百分点至 5.6%。

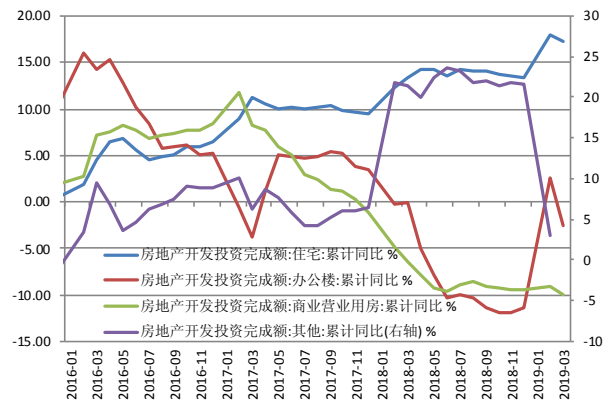
分结构来看, 1-3 月份房地产开发投资中住宅、办公楼、商业营业用房各分项增速均回落, 表明本次投资增速的上升主要由其他项贡献, 可否持续有待验证。

图 10: 房地产开发投资增速



数据来源: 东北证券, Wind

图 11: 房地产开发投资(细分行业)



数据来源: 东北证券, Wind

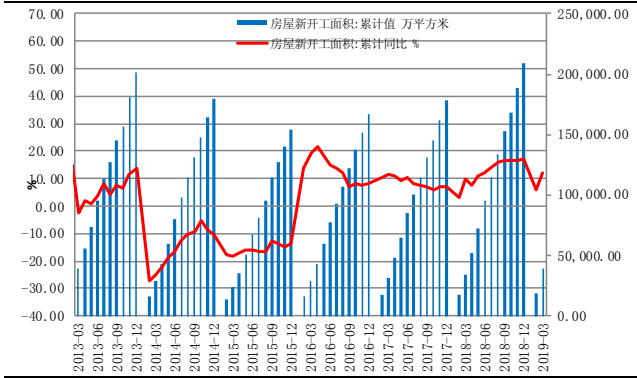
4.2. 供给端: 新开工、施工、竣工面积增速均上升

房屋新开工面积增速大幅上行。1-3 月房屋新开工面积 38728 万平, 同比增长 11.9%, 增速较前期提高 5.9 个百分点。其中住宅新开工面积累计值 28467 万平, 同比增长 11.5%, 回升 7.2 个百分点。

房屋施工面积增速上升。1-3月房屋施工面积累计699444万平，同比增长8.2%，增速较前期提高1.4个百分点。

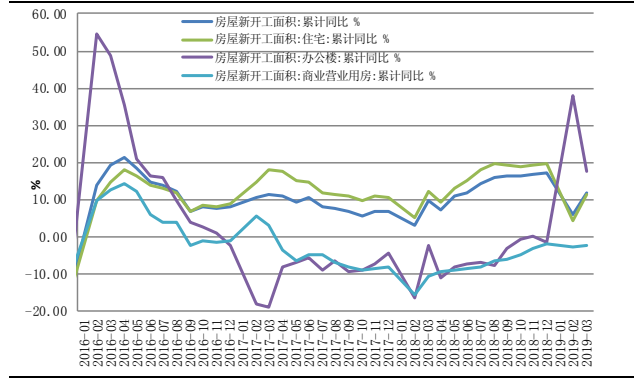
一季度商品房销售企稳、待售面积持续回落，带动新开工明显反弹。但企业施工进度依旧缓慢，竣工增速低位徘徊，受上述因素影响，施工面积增速继续攀升。

图 12: 房屋新开工面积及增速



数据来源：东北证券，Wind

图 13: 细分行业增速情况

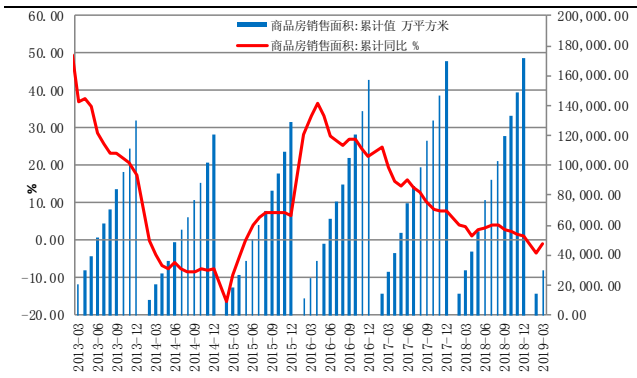


数据来源：东北证券，Wind

4.3. 需求端：销售面积同比回暖

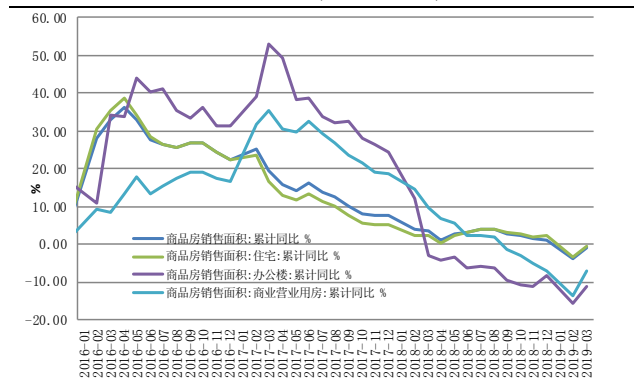
1-3月份，商品房销售面积29829万平方米，同比下降0.9%，降幅较1-2月份收窄2.7个百分点。其中，住宅销售面积下降0.6%，降幅收窄2.6个百分点，办公楼销售面积下降11.1%，商业营业用房销售面积下降6.9%，跌幅均明显收窄。商品房销售额27039亿元，增长5.6%，增速提高2.8个百分点。其中，住宅销售额增长7.5%，办公楼销售额下降13.0%，商业营业用房销售额下降2.6%。

图 14: 商品房销售面积及同比



数据来源：东北证券，Wind

图 15: 商品房销售同比(细分行业)



数据来源：东北证券，Wind

4.4. 预计二季度地产投资将高位回落，销售增长依然乏力

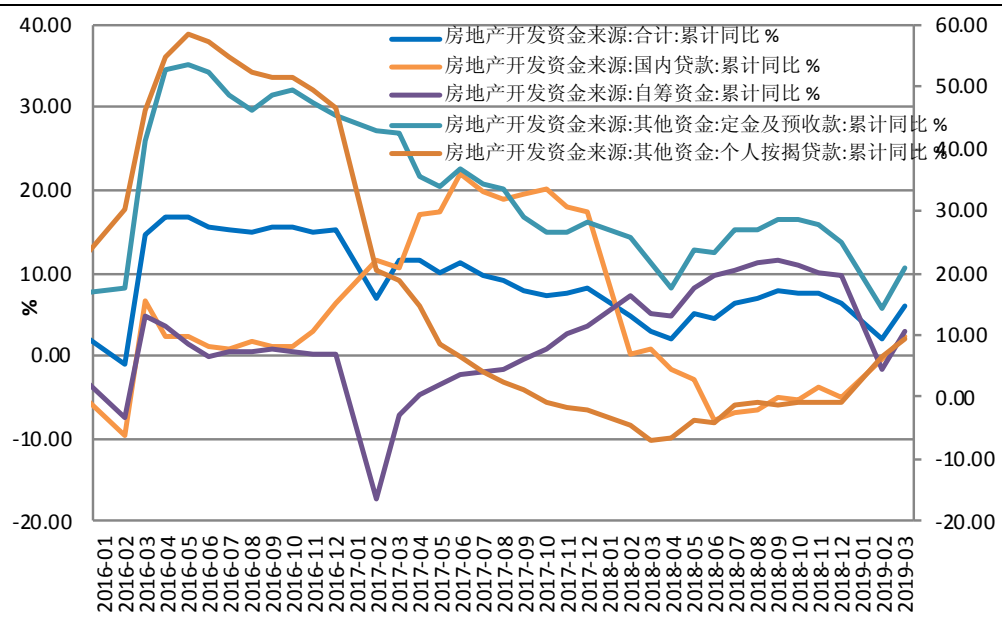
首先，从政策以及资金面上看，未来有压力。3月社融大增，使得1-3月房地产开发企业到位资金同比增长5.9%，增速较1-2月份提高3.8个百分点。其中，国内贷款7134亿元，增长2.5%，提高3个百分点；利用外资33亿元，增长1.1倍；自筹资金11795亿元，增长3.0%，提高4.5个百分点；定金及预收款12303亿元，增长

10.5%，提高 4.9 个百分点；个人按揭贷款 5645 亿元，增长 9.4%，提高 2.9 个百分点。

近两年贷款投放按 6:5:5:3 的比例逐季分配，若规律维持不变，则年内贷款增速将达 13.5%，叠加企业债与专项债放量，即使表外融资维持去年的收紧力度，社融也将回升至 11.5% 以上，与名义 GDP 增速显著背离。预计后续贷款投放将逐渐收紧，全年呈较明显的“前高后低”形态，这将为二季度房企资金带来一定压力。

政策方面，一季度楼市春意渐显，1-3 月商品房销售边际回暖，一、二、三四线城市房价均上涨，其中三四线城市房价涨幅较明显。叠加一季度经济显韧性、社融高增，房价上涨动力较强，需警惕二季度地产调控边际加码可能，以体现稳定房价的政策导向。

图 16: 房企开发到位资金累计值及同比



数据来源：东北证券，Wind

其次，房地产销售增长是房地产开发投资的领先动力源。3 月房地产销售有所回暖，我们认为这与结构上一二线成交活跃、部分地区房地产政策有边际放松的小幅调

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_13061



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn