

## 经济增长超预期，地产和基建投资发力

风险评级：低风险

——一季度宏观经济数据点评

2019年4月17日

费小平（SAC 执业证书编号：S0340518010002）

 电话：0769-22111089 邮箱：[fxp@dgzq.com.cn](mailto:fxp@dgzq.com.cn)

钟尚均（SAC 执业证书编号：S0340519040001）

 电话：0769-22118627 邮箱：[zhongshangjun@dgzq.com.cn](mailto:zhongshangjun@dgzq.com.cn)

陈宏 研究助理（SAC 执业证书编号：S0340118070048）

 电话：0769-22118627 邮箱：[chenhong@dgzq.com.cn](mailto:chenhong@dgzq.com.cn)

### 事件：

统计局公布经济数据显示，中国第一季度 GDP 同比增长 6.4%，预期 6.3%，前值 6.4%。中国 3 月份工业增加值同比增长 8.5%，预估为 5.9%。中国 1-3 月城镇固定资产投资同比增长 6.3%，预期 6.3%，前值 6.1%。中国 1-3 月社会消费品零售总额同比增长 8.3%，预期 8.3%，前值 8.2%。

### 点评：

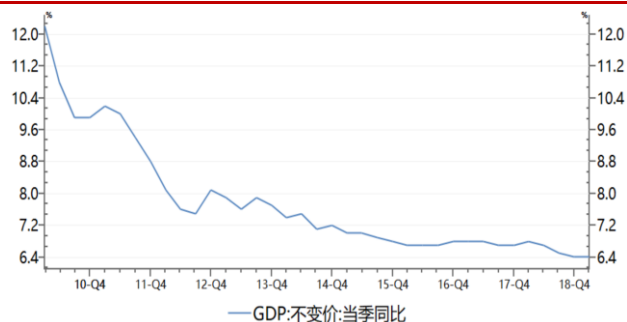
#### ■ 经济增长超预期，工业增加值增速回升明显

一季度GDP同比增长6.4%，超出市场预期，持平前值。3月份工业增加值同比增长8.5%，大幅超过预期和前值。经济数据的公布确认了经济回暖趋势，工业增加值大幅超预期增长则成为推动供给侧扩张的重要成分。

3月除国有控股企业外的其他所有制企业增速均有大幅回升，股份制企业、私营企业、外资企业工业增加值均回升较多。具体来看，3月份股份制企业和私营企业工业增加值分别同比增长10%和14.2%，比1-2月加快3.6个和5.9个百分点，而外资同比回升4.5个百分点至4.2%。

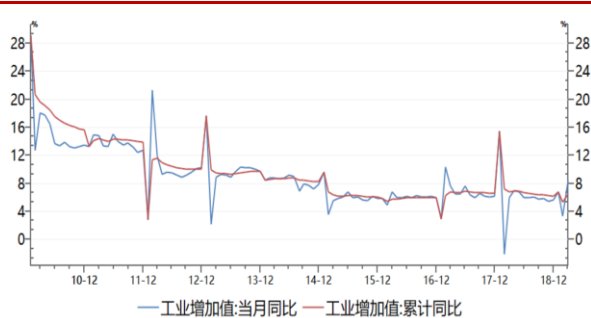
3月主要产品中建材产品增长较多，汽车产量也大幅收窄，是工业增加值超预期的重要原因，而工业企业产品销售率也提高1.3个百分点至98.8%。3月钢材、水泥产量分别同比增长11.4%和22.2%，比上月加快0.7个和21.7个百分点，而汽车降幅收窄12.5个百分点至-2.6%，此外发电量同比也提升了2.5个百分点。

图 1：GDP 增速



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 2：工业增加值增速



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

## ■ 投资增速持续攀升，地产和基建影响大

一季度固定资产投资同比增长6.3%，比1-2月高出0.2个百分点，持平预期。地产投资和基建加快是固定资产投资加快的主因，而制造业投资相比1-2月继续回落。

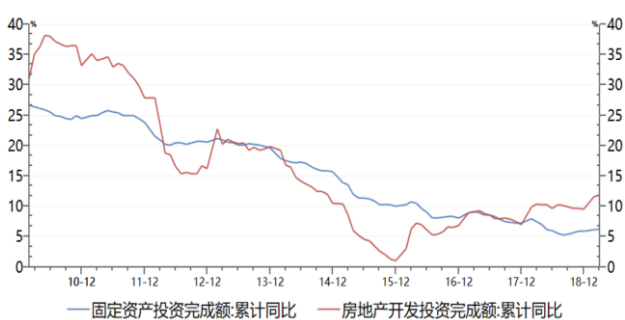
具体来看，一季度房地产开发投资同比增长11.8%，增速比1-2月高出0.2个百分点；一季度基建投资同比增加4.4%，增速比1-2月高出0.1个百分点；一季度制造业投资同比增长4.6%，增速比1-2月回落1.3个百分点。

房地产投资虽然处于高位，但后期增速仍不看好，主要原因在于维持当前高增速有待于开工与施工开快，居民加杠杆投资房产，而土地购置面积与成交价款继续大幅下跌。一季度房屋施工面积和新开工面积分别同比增长8.2%和11.9%，增速比1-2月加快1.4个和5.9个百分点。而土地购置面积与成交价款同比分别下跌33.1%和27%。此外，一季度房屋销售面积同比仍维持下降，而房地产开发资金来源主要是定金及预收款、个人按揭贷款，表明居民仍在加杠杆买房。

基建投资同比增幅继续上升，主要是公共设施管理业投资降幅收窄，前期财政存款投放逐步产生积极效应。从细分明细看，道路运输业和铁路运输业投资继续保10%以上的高增速，但两者降幅均有收窄，水利管理业投资降幅扩大3.7个百分点至-5.5%，仅公共设施管理业投资降幅收窄2.3个百分点至-0.6%。从财政存款看，2018年11-12月财政存款减少超1.7万亿元，相比往年多减少近3千多亿元，这部分投资通过乘数会带动更大体量投资，从而在一季度基建投资中逐步显现效果。

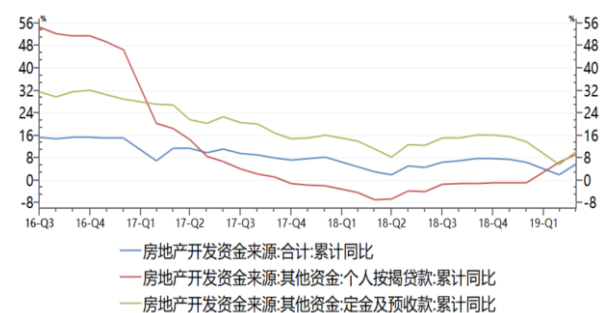
制造业投资如期回落，工业企业利润仍是制约制造业投资增速的重要因素，这与上个月制造业投资增速首次回落的原因一致，未来一段时间制造业投资增速很难回升。1-2月工业企业利润同比下降14%，汽车、石油加工、钢铁、化工等主要制造行业利润下降明显，这将影响相关行业投资。好的消息是，得益于总需求回升，近期钢铁、化工、石化产品价格均有上行，有望一定程度上改善企业利润，而4月1日起施行的增值税减税也有望极大的降低相关行业税负，增厚利润。

图 3：固定资产投资增速



资料来源: wind 资讯, 东莞证券研究所

图 4：房地产开发资金来源



资料来源: wind 资讯, 东莞证券研究所

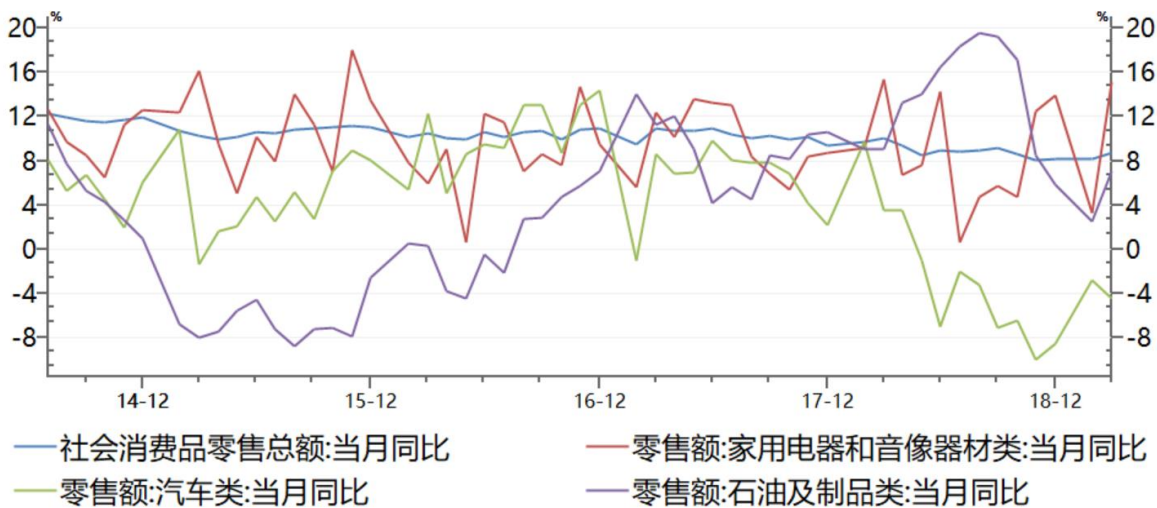
## ■ 社零增长符合预期，汽车消费有望逐渐回暖

一季度社会消费品零售总额同比增长8.3%，增速比1-2月加快0.1个百分点，基本符合预期。后期原油价格提升、汽车市场逐步回暖、家电等后地产周期板块市场销售韧性、减税等仍有望支撑销售平稳增长。

3月家电、家具等地产后周期板块节后销量显著提升，这些行业受地产销售回落的影响比预期要小；汽车销售额因为降价促销因素也呈现降幅扩大，但销量降幅收窄表明车市逐步回暖。从主要商品来看，3月份汽车类消费同比下降4.4%，降幅比1-2月扩大1.6个百分点；石油及制品类同比增长7.1%，增速比1-2月扩大4.6个百分点；家电及影像器材类同比增长15.2%，增速比1-2月扩

大11.9个百分点。实际上，中汽协数据显示3月份汽车销量同比下降5.18%，增速比2月大幅收窄8.59个百分点，汽车消费有所回暖，这一趋势有望随着4月1日起减税逐渐解冻汽车市场。

图 5：社会消费品、家电、汽车、石油制品零售同比



资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

### ■ 经济增长短期有望延续回暖，但仍存在下行压力

整体来看，一季度经济增速超过预期，持平前值，经济增长的韧性较大，供需两端均有改善。我们认为3月份工业增加值超预期，很大程度上与房地产和基建拉动工业产品产销有关，这一点在钢铁、水泥、发电量数据同比中有较为明显的迹象。

需求端除了投资强劲增长，也与石化产品、家电等产品消费增长有关，4月1日起实行的增值税降税政策有望进一步促进消费和投资增长。

我们认为一季度的经济数据有以下三点值得注意：

第一、房地产投资加快，从施工面积、新开工面积、销售面积、土地购置面积以及土地成交价款等数据综合来看，仍然存在地产加快施工的可能。这与上个月的情况并没有明显改善，地产销售和购置面积的减少，将在未来引起房地产投资增速不可避免的下滑，这是经济增长的一个风险点。

第二、消费未来将面临更高居民负债导致的消费增长回落威胁。由于3月份投资数据很大一部分靠房地产投资支撑，而房地产投资资金则主要靠居民预付款和个人按揭拉动，在居民杠杆攀升的背景下，消费增长将面临制约。更为严重的是，3月信贷数据显示居民贷款以短期贷款为主，目前不清楚这一部分流向车市和房市的比例，如果这部分贷款主要流向房地产市场，将是未来经济增长的问题。鉴于3月份汽车销售额降幅扩大，居民短贷流向房市的可能性还是比较大的。

第三、4月1日起全国适用新的增值税率，本轮增值税减税规模预计超 8500 亿元，这部分影响将逐步显现，成为经济增长的重要动力。其中制造业等行业增值税税率将从 16% 降至 13%，交通运输和建筑等行业增值税税率将由 10% 降至 9%，传媒、商贸、休闲服务继续适用 6% 税率，但增加抵扣税额项目，目标使所有行业税负只减不增。

总体来看，一季度经济增长超预期，但增长的质量有待提高，短期内经济有望延续回暖，但中期风险较多，经济下行压力依然存在。风险点来源于房地产和基建拉动的经济增长模式，房地产投资增速后期存有较大风险，而企业利润下滑短期难以改善制造业投资状况，内需走弱风险仍然存在。外部由于中美贸易谈判不断取得新进展，贸易风险减弱，但全球经济下行依然掣肘外部

环境改善。好消息是未来减税效应逐步发挥，有望减轻经济下行压力。

**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\\_13063](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13063)

