

宏观研究/数据综述月报

2019年04月17日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

程强 执业证书编号: S0570519040001
研究员 010-56793961
chengqiang@htsc.com

孙欧
联系人 sunou@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观: 政策基调以稳为主, 看多人民币资产》2019.03
- 2 《宏观: GDP 增速回落, 继续看好利率债》2019.01
- 3 《宏观: 工业生产延续弱势表现》2018.12

经济增速持平前值, 继续看多人民币资产

2019年3月经济数据综述

一季度经济增速持平前值, 外资流入预期+信息杠杆继续助推股市

今年一季度 GDP 增速为+6.4%, 持平去年四季度, 与我们预期一致。政府工作报告将今年经济增长目标下调至 6.0%-6.5%, 我们预计今年经济增速可能较去年小幅回落, 但基建投资如期反弹, 地产投资超预期继续维持高位, 经济完成增长目标概率较高。我们认为政策总基调仍将以稳为主, 上半年政策将着力改善小微企业经营环境、并应对可能的失业率上行问题。我们认为近期股市上涨主要源自外资流入的助推, 信息杠杆放大了股市赚钱效应、带来散户入市, 可能进一步推高市场, 继续看多人民币资产。

3月工业增加值表现较强一定程度上受企业开工影响

3月工业增加值当月同比+8.5%, 当月反弹与我们预期一致, 但反弹幅度超出市场和我们的预期。今年2月下旬~3月, 春节过后, 企业逐渐开始返工, 3月份工业生产当月的反弹与 PMI 的较强表现一致。我们认为经济需求侧仍存在下行压力, 3月工业生产数据较强一定程度上受到开工影响, 预计4月工业增加值同比增速较3月份回落, 经济短期拐点向上可能性不大。

3月社会消费品零售总额增速 8.7%, 预计未来仍无大幅上行动力

3月社会消费品零售总额增速为 8.7%, 较上月回升 0.5 个百分点, 一方面因 CPI 走高推升消费名义增速, 同时历史数据显示, 3月消费增速一般呈现环比回升, 主因季末企业有动力增强促销力度。结构方面, 1-2月受春节因素负面影响较大的地产后周期相关消费均环比改善; 汽车消费增速仍为负值且再次回落, 预计今年销售仍不景气。一季度, 最终消费支出增长对经济增长的贡献率为 65.1%, 消费贡献率降低体现投资驱动的效应有所发力。整体看, 预计经济缓慢下行的情况下, 消费仍无大幅上行动力。

3月全国调查失业率 5.2%环比改善, 但 31 大城调查失业率 5.1%环比恶化

3月全国城镇调查失业率 5.2%, 比上月下降 0.1 个百分点, 随着 3月企业开工, 就业压力有所缓解。我们仍然认为失业率 5.5%左右将是重要的政策底线, 今年国家实行“就业优先政策”, 预计后续仍将加大就业扶持力度。3月 31 个大城市城镇调查失业率为 5.1%, 比上月上升 0.1 个百分点, 这是全国失业率和 31 城失业率的首次方向性背离, 体现出一线和热门二线就业压力有所加大, 我们认为这将是中长期趋势, 随着新型城镇化部署, 各大城市放开落户条件, 二线城市“抢人大战”获将继续上演, 未来高素质人口加速流动、高技能劳动力生产要素的有效配置将继续加强。

1-3月制造业投资增速继续回落、基建投资稳中有升

1-3月制造业投资累计同比+4.6%, 较前值回落; 基建投资累计同比+4.4%, 较前值稳中有升; 整体固定资产投资累计同比+6.3%。我们认为实体需求仍存下行压力, 中小企业融资情况未见根本性好转, 可能继续对制造业企业的资本开支形成制约。地方政府专项债从年初就启动发行, 保障了基建投资资金来源。我们预计随着项目继续开工、去年同期基数下行, 二季度基建投资增速有望进一步回升。

1-3月地产投资同比增长 11.8%, 预计为建安和土地购置共同带动

1-3月份, 全国房地产开发投资同比增长 11.8%, 增速比 1-2 月份提高 0.2 个百分点。房地产投资继续维持较高增速, 我们认为有两个方面原因, 一是土地购置支出滞后计入房地产投资的因素仍然没有消失。二是建安投资相比去年有所回升。1-3月份, 商品房销售额增长 5.6%, 增速提高 2.8 个百分点。3月份受到春节后累计需求集中释放的影响, 销售明显回暖。目前, 各地房地产政策还没有限购、限贷等实质性放松, 未来地产销售继续向好还需等待政策确认。

风险提示: 受中美贸易摩擦可能对外需产生较大扰动、银行体系流动性向实体经济疏导路径不畅等因素的影响, 经济走势可能弱于预期。

一季度经济增速持平前值，外资流入预期+信息杠杆继续助推股市

今年一季度 GDP 增速为+6.4%，持平去年四季度，与我们预期一致、高于 Wind 一致预期 0.1 个百分点。政府工作报告将今年经济增长目标下调至 6.0%-6.5%，我们预计由于制造业投资、消费、进出口增速存在下行压力的影响，今年经济增速可能较去年小幅回落，但基建投资如期反弹，地产投资超预期继续维持高位，经济完成增长目标概率较高。我们认为政策总基调仍将以稳为主，上半年政策将着力改善小微企业经营环境、并应对可能的失业率上行问题。我们认为近期股市上涨主要源自外资流入的助推，信息杠杆放大了股市赚钱效应、带来散户入市，可能进一步推高市场，继续看多人民币资产。

我们认为当前经济表现出了一定的韧性，对应未来货币政策宽松可能呈现出二阶拐点变化。我们仍然维持全年社融增速 11% 的判断，但经济韧性越强，货币政策的宽松程度也可能对应有所减弱；未来国家在稳增长方面的政策投放节奏或会出现一些微调。

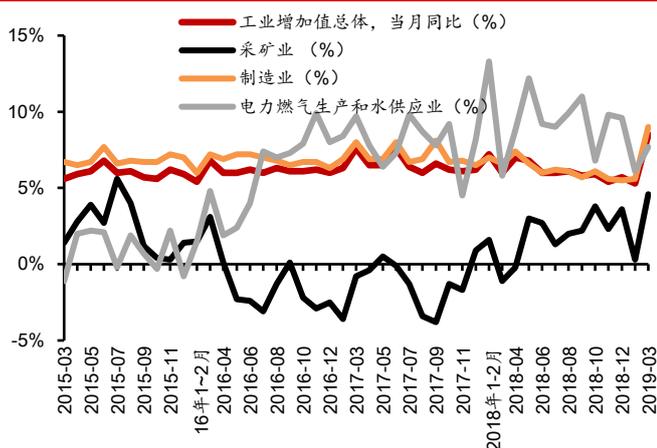
我们在年度策略报告中提出，进攻逻辑应看好成长股龙头，如 5G、人工智能、工业互联网、物联网等创新性基建领域；防守逻辑阶段性看多 CPI 与 PPI 剪刀差扩大带来的农产品、食品饮料、商贸零售等消费类行业盈利修复行情。

尽管我国经济增速继续存在下行压力，但经济结构转型也在同时有序进行。从投资端来看，1-3 月高技术产业投资同比增长 11.4%，增速快于全部投资 5.1 个百分点。供给侧改革由破到立，注重提高全要素生产率，高技术产业投资有望继续对冲传统产业投资的下行压力。

3 月工业增加值表现较强一定程度上受企业开工影响

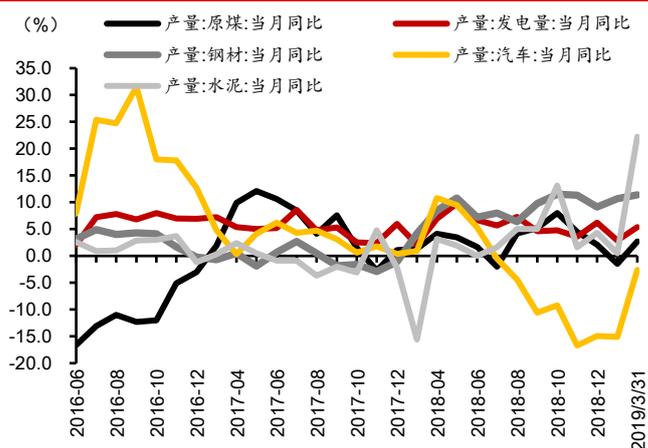
3 月工业增加值当月同比+8.5%，当月反弹与我们预期一致，但反弹幅度超出市场和我们的预期。2018Q1~2019Q1，工业增加值的季度均值分别为 6.6%、6.6%、6.0%、5.7%、6.5%。今年 2 月下旬~3 月，春节过后，企业逐渐开始返工，3 月份工业生产当月的反弹与 PMI 的较强表现一致。我们认为经济需求侧仍存在下行压力，3 月工业生产数据较强一定程度上受到开工影响，预计 4 月工业增加值同比增速较 3 月份回落，经济短期拐点上可能性不大。根据统计局表述，今年一季度移动通信基站设备、城市轨道交通车辆、新能源汽车产量同比分别增长 153.7%、54.1%、48.2%，新产品新业态增长态势较为明确。

图表1：工业增加值和三大子门类增加值同比增速 %



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：部分工业产品产量当月同比 %



资料来源：Wind，华泰证券研究所

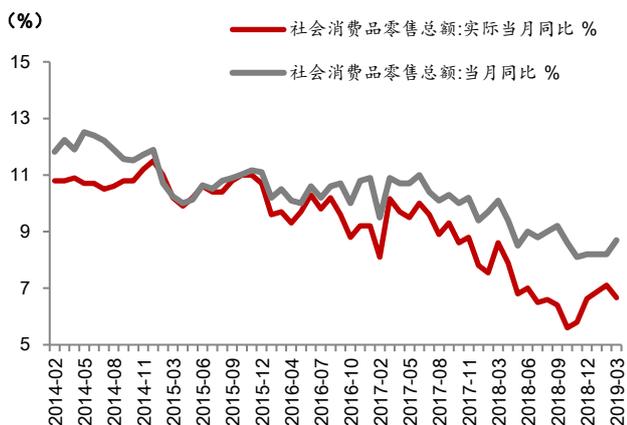
3 月社会消费品零售总额增速 8.7%，预计未来仍无大幅上行动力

3 月社会消费品零售总额增速为 8.7%，较上月回升 0.5 个百分点，一季度增速 8.3%，较去年全年 9% 回落 0.7 个百分点。3 月数据回升一方面因 CPI 走高推升消费名义增速，另一方面，历史数据显示，3 月消费增速一般呈现环比回升，主因季末企业有动力增强促销力度。结构方面，1-2 月受春节因素负面影响较大的地产后周期相关消费如建筑装潢、家具、家电等，均出现环比改善，符合我们预期；汽车消费增速仍为负值且相比 1-2 月再次回落，预计今年销售仍不景气。

一季度，全国居民人均可支配收入实际同比增长 6.8%，再次超过同期 GDP 增速，主要来自经营性收入增速及工资性收入增速的提高，而股市上涨对财产性收入的影响尚未明显体现。我们认为，虽然股市上行有利于后续居民财产性收入回升，但工业企业利润增速处于低位将滞后反映在居民工资性收入中，甚至可能冲击就业，整体看，居民消费能力和消费意愿回暖仍有待观察。实际上，一季度全国居民人均消费支出实际同比增长 5.4%，较去年底的 6.2%出现了明显回落。

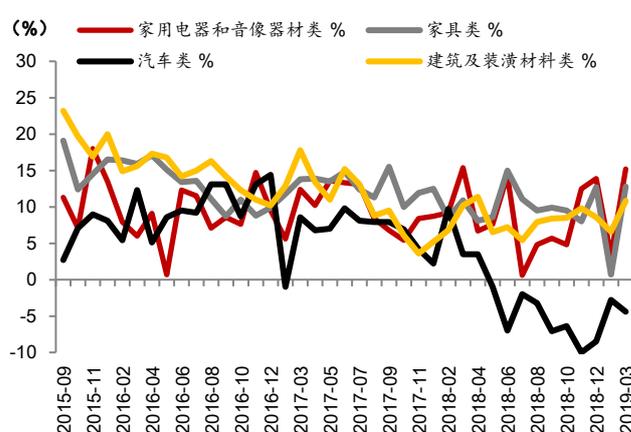
一季度，最终消费支出增长对经济增长的贡献率为 65.1%，出现逆季节性回落，目前我国经济仍为投资驱动，而消费具有较强的顺周期性，我们认为消费贡献率降低体现投资驱动的效应有所发力。未来消费走势主要取决于经济形势及居民预期，但整体看，我们认为经济缓慢下行的情况下，消费仍无大幅上行动力。

图表3： 社会消费品零售总额名义与实际同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： 3月地产后周期季节性回升符合预期



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： 一季度居民收入增速上行，但消费支出增速下行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6： 一季度消费对 GDP 贡献率下行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

3月全国城镇调查失业率 5.2%环比改善，但 31 大城市调查失业率 5.1%环比恶化

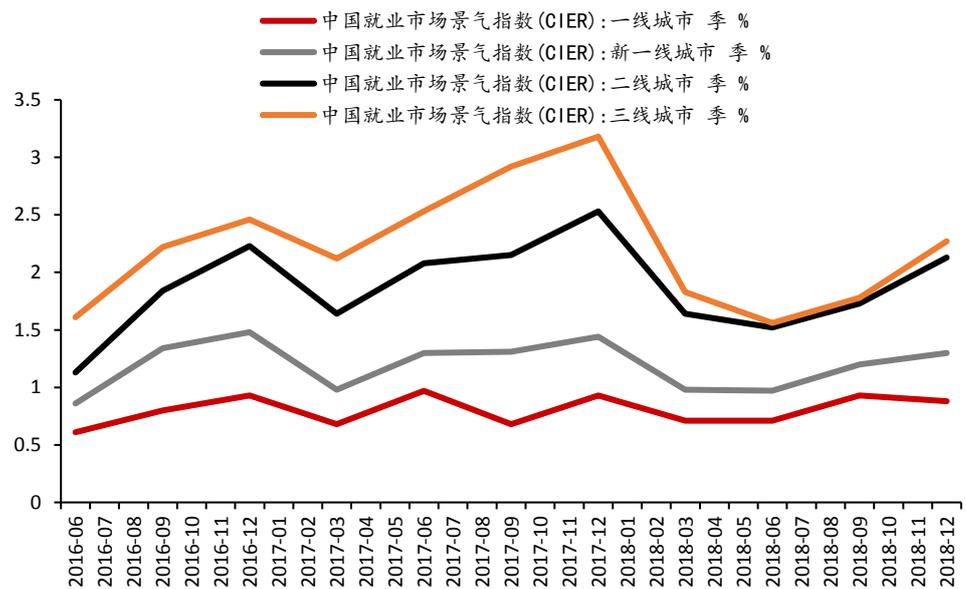
3月份，全国城镇调查失业率为 5.2%，比上月下降 0.1 个百分点，随着 3 月企业开工，就业压力有所缓解，尤其是今年年初地产投资数据仍处高位，农民工就业状况较好。我们仍然认为失业率 5.5%左右将是重要的政策底线，今年政府工作报告提出“就业优先政策”，我们认为未来需高度关注失业率数据对政策的扰动，预计国家将多管齐下稳定和扩大就业，《报告》中提到通过加强就业帮扶、对解决就业的企业给予税费减免、拨款进行职工技能提升和转岗转业培训等方式稳定就业，我们预计就业政策或将继续加码。

3月数据值得注意的是,31个大城市城镇调查失业率为5.1%,比上月上升0.1个百分点,据我们对历史数据的统计,这是该数据2016年以来最高值,3月也是全国失业率和31城失业率的首次方向性背离。31大城市失业率通过每月在31个省会(首府)城市开展调查得到,而全国调查失业率每月调查约12万户,样本覆盖我国所有市(地、州、盟)和约1800个县(市、区、旗),二者走势背离反映的是一二线城市与非一二线城市就业状况的差异。

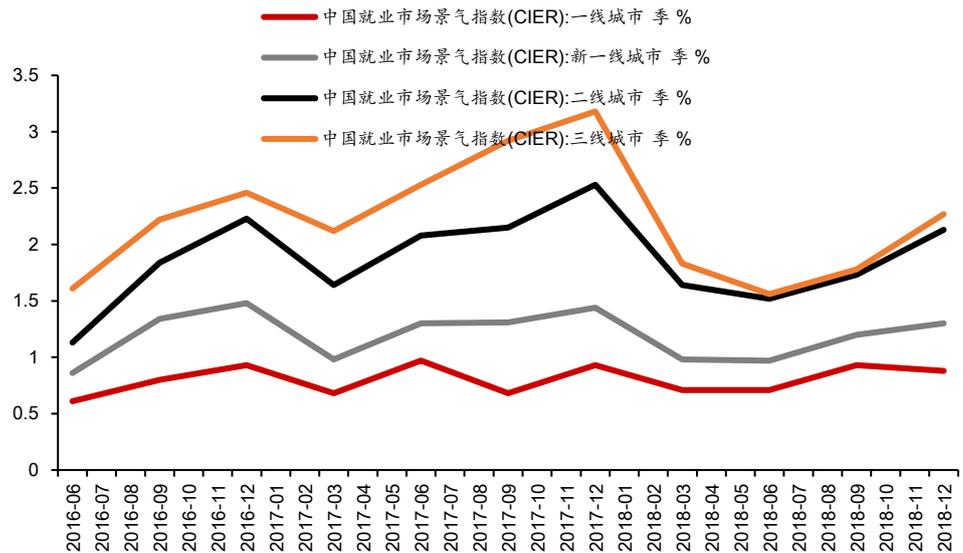
我们通过中国就业市场景气指数(CIER)寻找线索。CIER指数由中国就业研究所按季度发布,等于智联招聘平台上市场招聘需求人数/市场求职申请人数,该数值大于1时意味着就业市场劳动力供不应求,数据小于1意味着劳动力市场不景气。该指数统计不同城市级数据,从历史数据我们发现,CIER指数始终呈现一线、新一线、二线及三线城市依次递增的趋势,且一线城市的CIER指数持续处于1以下,体现出就业市场供大于求的状况。截至去年底的数据显示,二线、三线城市CIER数据有环比回升的情况下,一线城市CIER指数出现边际下行,一线城市就业市场继续走弱。我们认为主要原因在于,受金融及互联网行业就业压力加大的影响,服务业就业形势不景气,大城市服务业占比更高,因此就业状况首当其冲,这也是31大城市失业率走势与全国数据背离的原因。

展望后市,我们认为一线城市就业压力加大将是中长期趋势,而随着新型城镇化部署,各大城市放开落户条件,二线城市“抢人大战”获将继续上演,这为高素质人口加速流动、高技能劳动力生产要素的有效配置提供了制度保障。我们此前提出“新供给价值重估理论”,人口质量红利的提升将成为我国吸引资本流入的重要因素。

图表7: 中国就业市场景气指数(CIER)显示一线城市就业状况走弱



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8：中国就业市场景气指数(CIER)显示一线城市就业状况走弱

资料来源：Wind，华泰证券研究所

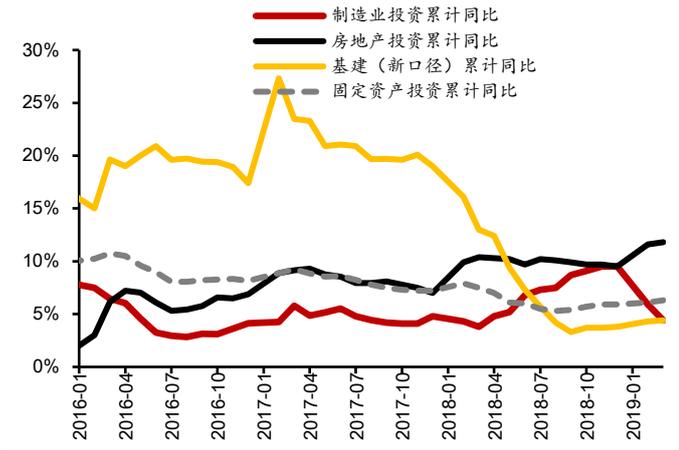
1-3月制造业投资增速继续回落、基建投资稳中有升

1-3月制造业投资累计同比+4.6%，较前值回落；基建投资（统计局口径）累计同比+4.4%，较前值稳中有升；地产投资累计同比+11.8%，较前值继续小幅上行。1-3月整体固定资产投资累计同比+6.3%。

一季度制造业投资较去年全年有较明显的下行，与我们预期一致。我们认为实体需求仍存下行压力，中小企业融资情况未见根本性好转，可能继续对制造业企业的资本开支形成制约。中央经济工作会议把推动制造业高质量发展放在2019年重点工作任务的第一位，目前高技术制造业和传统制造业投资增速已出现较明显分化；同时强调要解决好民营和小微企业融资难、融资贵问题，明确了供给侧改革重心转向降成本和补短板方向。政府工作报告强调全面降低企业成本，我们认为相关政策力度较强，有助于减轻企业负担、提高企业盈利，一定程度上对冲制造业投资中枢的下行压力。

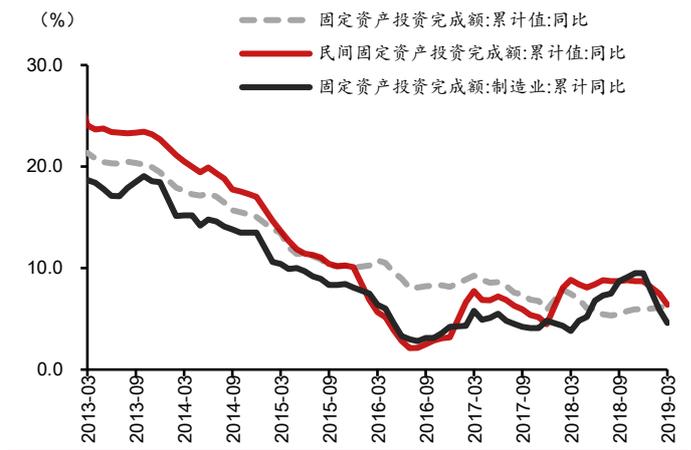
一季度基建投资如期出现反弹。从去年底以来，国家发改委批复项目体量同比有较大增长，高铁、机场、轨交等方向基建投资项目储备较为充分；地方政府专项债从年初就启动发行，保障了基建投资资金来源。1-3月铁路投资增速为+11%、明显高于去年全年值。去年末的中央经济工作会议指出我国现阶段投资潜力仍然较大，要加快5G、人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设步伐，我们认为以上方向将是中长期基建补短板的重要发展方向。我们预计随着项目继续开工、去年同期基数下行，二季度基建投资增速有望进一步回升。

图表9： 固定资产投资和三大子门类累计同比增速 %



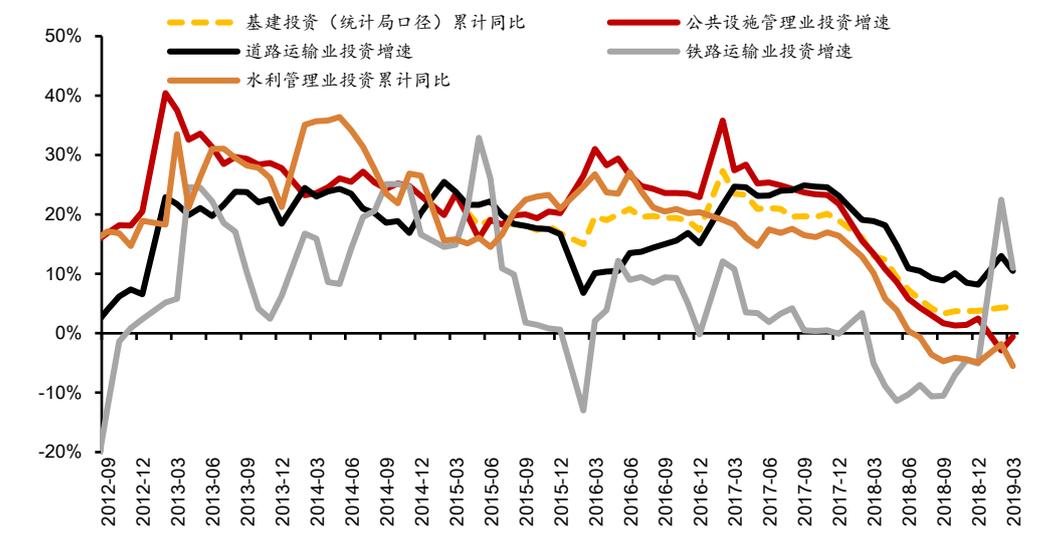
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10： 制造业投资和民间投资增速的表现 %



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11： 一季度铁路投资增速相对去年全年出现较为明显的回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

1-3月地产投资同比增长11.8%，预计为建安和土地购置共同带动

1-3月份，全国房地产开发投资23803亿元，同比增长11.8%，增速比1-2月份提高0.2个百分点。房地产投资继续维持较高增速，我们认为有两个方面原因，一是土地购置支出滞后计入房地产投资的因素仍然没有消失，但从财政数据的国有土地出让收入来看，未来这一部分地产投资转为明显的下行压力（1-2月国有土地出让收入增速为0.5%），一旦地产

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_13068

