

宏观点评

一季度经济喜大于忧，是时候上修了么？

事件：中国一季度 GDP 累计同比增长 6.4%（预期 6.3%，前值 6.4%）；1-3 月规上工业增加值同比 6.5%（预期 5.6%，前值 5.3%）；1-3 月社会消费品零售总额同比 8.3%（预期 8.3%，前值 8.2%）；1-3 月固定资产投资同比 6.3%（预期 6.3%，前值 6.1%），其中：房地产投资累计同比 11.8%，前值 11.6%；制造业投资累计同比 4.6%，前值 5.9%；基建投资累计同比 4.4%，前值 4.3%。

核心结论：

1、一季度经济数据有喜有忧，总体喜大于忧。我们认为，一季度经济虽整体呈现向好态势，但仍需关注数据中的隐忧，尤其是出口、地产投资和制造业投资后续将承压。

➤ **三大亮点：**3 月消费增速回升，就业改善、地产销售回暖、物价上涨是主因；地产投资增速继续走高，施工面积增速创近 46 个月新高；工业生产超预期回升，减税可能带来了“抢生产”效应。

➤ **三大隐忧：**全球经济增速放缓，二季度出口承压；一季度土地成交断崖式下跌，“房住不炒”大基调不变的前提下，地产投资难以达到以往景气度；民间投资连续第 4 个月下滑，上半年制造业投资仍然承压。

2、二季度是政策观察期，关键在于地方政府、金融机构的积极性。基于我们的四个跟踪维度（履职尽责政策的细则；表外融资走势；PPP 落地情况；微观调研和基建企业的订单情况），各方积极性的回升尚需时日。

3、经济节奏：信用底向经济底传导可期，仍判断全年经济增速先下后平，但小幅上调经济增长中枢。分季看，一季度 6.4%，之后三个季度连续走平至 6.3%（之前判断为 6.2%）。

政策节奏：二三季度总体无大忧，四季度可能需谨慎；要密切关注边际变化。

站在当前时点，对经济面的确可以乐观一些，但尚不足以让宽松总基调“踩刹车”。换言之，鉴于经济有企稳迹象，意味着短期内不会出台更大力度的宽松举措，但年初以来已定的各项宽松政策大概率还会执行，比如降准仍然可期（预计最晚 6 月份），具体看，

- 1 季度：政策释放期（2019 年政府工作报告已公布全年的主要政策）
- 2 季度：政策观察期（核心是地方政府和金融机构积极性是否回升）
- 3 季度：政策可能继续偏友好（内外经济压力、建国 70 周年）
- 4 季度：政策可能偏谨慎（民企股权质押和就业问题有望阶段性缓解）

风险提示：政策执行力度不及预期；海外主要经济体经济增速大幅下滑。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 王梅卿

邮箱：wangmeili@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《出口只是“假反弹”，二季度将“真回落”——3 月进出口数据点评》2019-04-14
- 2、《社融大超预期，经济和政策的节奏将怎么走？——3 月金融数据点评》2019-04-14
- 3、《3 月通胀如期反弹，全年有惊无险——兼看减税是否拉低通胀？》2019-04-11
- 4、《本轮国企改革有望比肩股权分置，激发新一轮制度红利——兼评格力混改》2019-04-09
- 5、《3 月 PMI 喜忧并存，经济仍将先下后平，二季度降准“降息”可期》2019-03-31



内容目录

一季度经济数据有喜也有忧，总体喜大于忧.....	3
三大亮点：名义消费增速回升、地产投资再走高、工业生产大超预期.....	3
亮点一：3月消费增速回升，就业改善、地产销售回暖、物价上涨是主因.....	3
亮点二：地产投资增速继续走高，施工面积增速创近46个月新高.....	3
亮点三：工业生产超预期回升，减税可能带来“抢生产”效应.....	4
三处隐忧：出口贸易仍然承压、土地成交断崖式下跌、民间投资意愿低迷.....	5
隐忧一：全球经济增速放缓，二季度出口仍有较大压力.....	5
隐忧二：土地成交清淡，地区投资分化.....	5
隐忧三：民间投资意愿较为低迷，制造业投资增速大幅下滑.....	6
二季度是政策效果验证期，关键在于地方政府、金融机构的积极性.....	7
维度一：关注尽职免责政策细则等各部门文件.....	8
维度二：关注表外融资走势.....	8
维度三：关注PPP落地情况.....	9
维度四：关注微观调研、基建相关行业的订单情况.....	10
信用底向经济底传导可期，货币宽松总基调未变，关注边际变化.....	11
风险提示.....	11

图表目录

图表 1: PMI 从业人员指数 3 月有所反弹.....	3
图表 2: 地产链 3 月消费增速大幅回升.....	3
图表 3: 地产建安投资增速大幅回升.....	4
图表 4: 施工面积增速连续第 12 个月回升.....	4
图表 5: 3 月工业生产环比大幅上升.....	5
图表 6: 原材料工业生产增速大幅高于制成品.....	5
图表 7: 摩根大通全球制造业 PMI 走势领先中国出口增速.....	5
图表 8: 全球制造业 PMI 和 OECD 综合领先指标持续下滑.....	5
图表 9: 今年一季度土地购置面积及成交价款均出现断崖式下跌.....	6
图表 10: 东部、中部地区地产投资增速低于房地产投资整体增速.....	6
图表 11: 民间投资增速已连续 4 个月持平或走低.....	7
图表 12: 工业企业利润增速的回落将拖累制造业投资.....	7
图表 13: 跟踪各方积极性的四个维度.....	8
图表 14: 近期关于激发各方积极性的重要会议及文件.....	8
图表 15: 2019 年 1、3 两月的新增表外融资均由负转正.....	9
图表 16: PPP 成交额累计同比增速企稳.....	10
图表 17: 建筑业新订单、业务活动预期 PMI 指数.....	10
图表 18: 通信基站设备产量增速领先信息基建投资.....	10

一季度经济数据有喜也有忧，总体喜大于忧

一季度经济数据公布，生产、投资、消费等多个分项数据均持平或高于市场预期，“经济底”似乎有所显现，市场对“逆周期调节”政策转向的预期逐渐发酵。我们认为，一季度经济虽整体呈现向好态势，但仍需关注数据中的隐忧，尤其是出口、地产投资和制造业投资后续将承压。

三大亮点：名义消费增速回升、地产投资再走高、工业生产大超预期

亮点一：3月消费增速回升，就业改善、地产销售回暖、物价上涨是主因

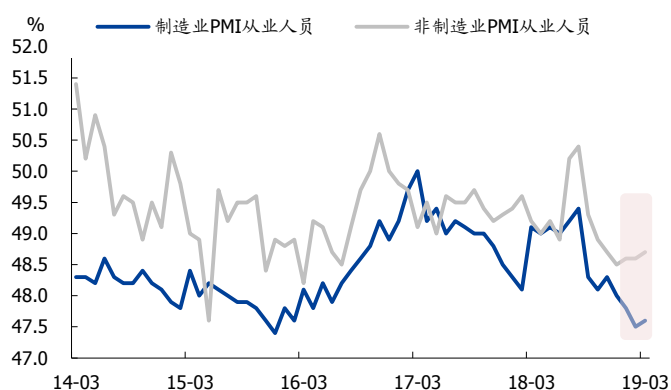
1-3月社零名义同比增长8.3%，而实际增速为6.9%，高于实际GDP增速，表明消费仍是我国经济保持韧性的重要支柱。从单月数据来看，3月社零同比增长8.7%，比1-2月份加快0.5个百分点。我们认为，名义消费增速回升的主因有三。

一是就业形势有所改善，居民未来收入预期边际好转。去年四季度以来，“六稳”政策、逆周期调节政策陆续出台，在政策的对冲作用下，国内就业压力有所缓和。3月制造业PMI工业人员指数止跌反弹，而非制造业PMI从业人员则连续第3个月回升。

二是3月地产销售回暖带动地产链消费。3月社零回升的一大拉动力是家电、家具、装潢等地产链消费品。这可能与1-3月全国商品房销售回暖有关。一季度商品房销售面积同比下跌0.9%，跌幅较前期收窄2.7个百分点；商品房销售额同比增长5.6%，涨幅扩大2.8个百分点。

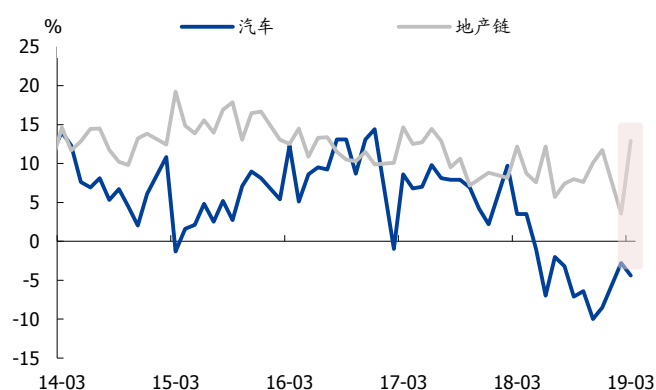
三是3月价格回升带来名义消费量的增长。注意到3月CPI同比增长2.3%，而RPI同比增长1.9%，其中食品项和燃料项是主要拉动项。剔除价格的影响后，3月实际社零同比增速为6.7%，增速较前期回落了0.5个百分点。

图表1: PMI从业人员指数3月有所反弹



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 地产链3月消费增速大幅回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

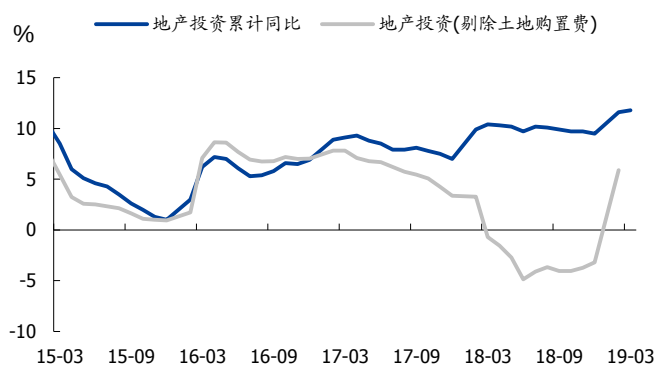
亮点二：地产投资增速继续走高，施工面积增速创近46个月新高

一季度地产投资同比增长11.8%，增速较1-2月份加快0.2个百分点，是固定资产投资增速得以回升的主要拉动力。去年6月以来，土地购置费对地产投资的贡献边际下降，而建安投资的影响逐步加强。今年1-2月，建筑工程累计同比增速高达9.4%，创下2015

年以来的新高。

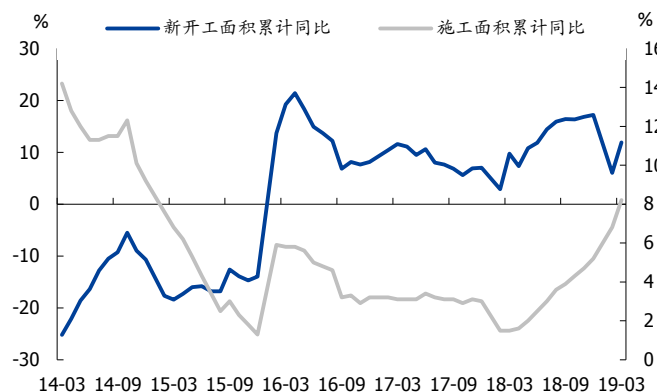
去年在地产融资条件收紧的情况下，房企大多采用“加大新开工力度-售卖期房-收取订金”的高周转模式。随着交房日期的临近，房企将加大施工、竣工力度，到位资金则将主要依赖于居民按揭贷款。3月份施工面积同比增速连续第12个月回升至8.2%，增速创下近46个月的新高；竣工面积同比增速为-10.8%，增幅较1-2月收窄1.1个百分点。到位资金方面，个人按揭贷款同比增长9.4%，为近21个月的最大值。

图表3：地产建安投资增速大幅回升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表4：施工面积增速连续第12个月回升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

亮点三：工业生产超预期回升，减税可能带来“抢生产”效应

3月工业增加值同比增长8.5%，单月增速为近14个月的最大值，大超市场预期。在2月经济数据点评报告《经济再下行，关键是节奏，继续提示四大超预期20190314》中，我们已提示到，由于2019年春节比2018年春节提前了11天，因此今年春节对工业生产的影响基本集中反映在2月，导致前两月工业生产增速相较前期大幅下滑。3月由于春节错位的影响，工业生产增速的回升在意料之中。

然而，合并看1-3月的工业生产增速，仍然达到了6.5%，不仅比1-2月加快1.2个百分点，也比去年四季度加快了0.8个百分点。这表明一季度工业生产确实出现了超季节性的回升。我们认为，一个重要的诱因可能在于4月1日起将执行增值税减税方案，企业为加大抵扣力度，在3月进行了“抢购原材料”，引发了上游原材料企业的“抢生产”。

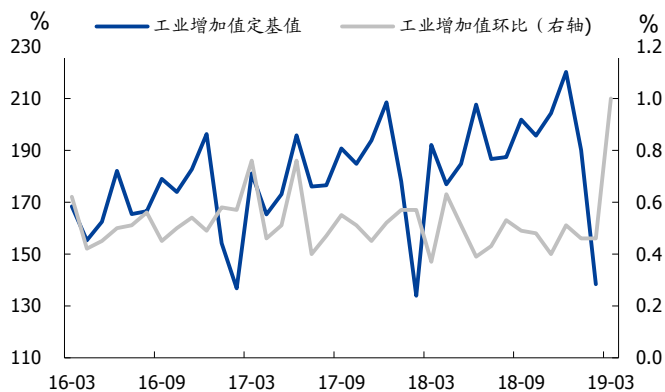
线索一是3月经季调后的工业生产环比增速高达1%，创下了近67个月的新高。在投资小幅回升、出口走低、消费整体回落的情况下，生产呈现出如此强劲的反弹，减税的影响可能较大。

线索二是原材料的工业增加值增速明显高于制成品工业生产增速。若企业3月份确实受到减税政策影响，加大原材料采购力度，那么我们将观察到原材料工业产量增速明显高于制成品产量增速。由于数据可得性问题，我们从41个工业行业中选取了6个典型的原材料行业¹和7个制成品行业²，观察两组行业的工业生产平均增速。对比可发现，2017年以来原材料与制成品生产增速的缺口逐渐拉大，但今年3月原材料生产增速大幅上升至10.7%，反超制成品生产增速8.2%。

¹ 农副食品加工业、纺织业、化学原料及化学制品业、橡胶和塑料制品业、非金属矿物制品业、金属制品业

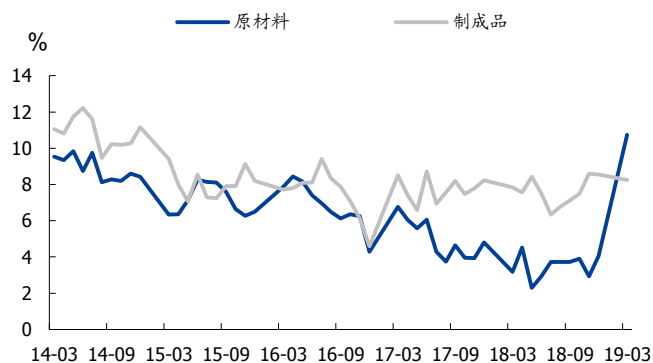
² 食品制造业、医药制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、汽车制造业、铁路船舶运输设备制造业、tmt设备制造业

图表 5: 3月工业生产环比大幅上升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 原材料工业生产增速大幅高于制成品



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

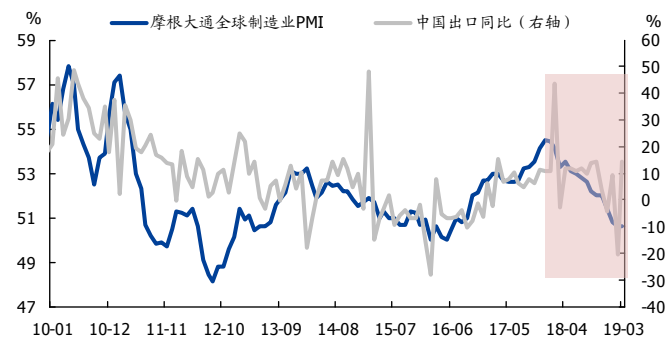
三处隐忧: 出口贸易仍然承压、土地成交断崖式下跌、民间投资意愿低迷

隐忧一: 全球经济增速放缓, 二季度出口仍有较大压力

以美元计, 中国 3 月出口当月同比 14.2%, 大幅高于预期 (6.5%) 和前值 (-20.7%)。但分季度看, 出口并未大幅反弹: 一季度当季出口增速 1.4%, 低于 2018Q4 (3.9%) 和 Q3 (11.7%), 更是远低于过去两年同期 (15%左右) 和去年两年整体水平 (最低 10.6%)。

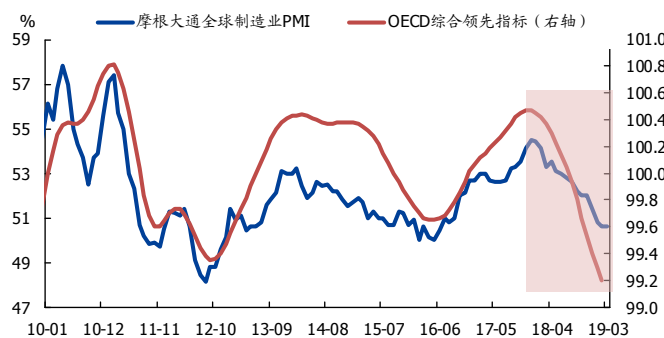
往后看, 领先指标指向全球经济仍将持续放缓, 二季度出口仍有较大压力。2018 年 1 月以来, 摩根大通全球制造业 PMI 和 OECD 综合领先指标均持续大幅下滑, 预示着全球经济未来仍将持续放缓。此外, 年初以来主要央行和 IMF 等机构纷纷下调了近两年的经济增长预期, 全球经济前景不容乐观。再叠加 2018 年二季度开始有一轮显著的“抢出口”以及高基数, 倾向于认为, 3 月出口的反弹持续性不会太强, 未来出口增速将整体承压回落, 4 月出口大概率显著转弱甚至负增。此外美欧贸易摩擦若迅速升温, 其对中国的外溢效应也不可小觑。

图表 7: 摩根大通全球制造业 PMI 走势领先中国出口增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 全球制造业 PMI 和 OECD 综合领先指标持续下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

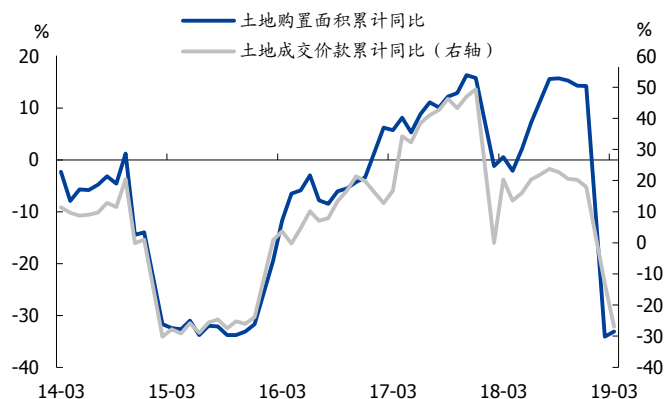
隐忧二: 土地成交清淡, 地区投资分化

一季度地产投资增速虽仍处于 11.8% 的高位, 但值得注意的是, 我们认为这是前期土地购置费及地产施工提速的共同作用。往后看, 在交房压力下, 地产施工增速料将继续回升。但由于土地购置面积增速自去年 9 月以来就持续下滑, 今年一季度更是出现断崖式

下跌（1-3月同比增速为-33.1%，去年同期为0.5%），土地购置费对地产投资的拖累作用将逐渐显现。

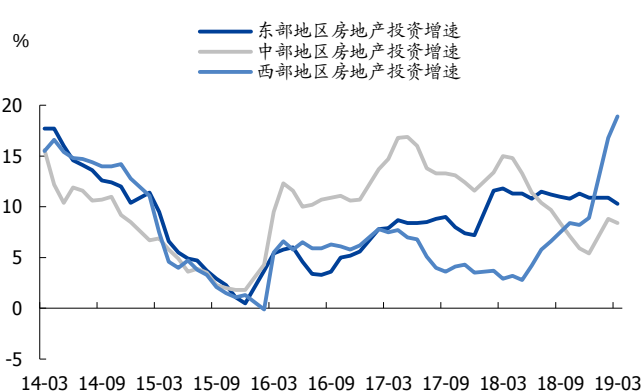
此外，在一季度国民经济运行情况发布会上，国家统计局新闻发布人再次强调了“房住不炒”的市场定位，并明确指出“投资性需求要抑制和遏制”。这意味着，一方面房地产政策还是会坚持因城施策，保障消费需求，地产市场具备一定的支撑；另一方面，房地产政策的总基调不会放松，就整体而言，房地产市场较难达到过往地产周期的景气度。1-3月份，东部、中部地区地产投资增速均低于房地产整体投资增速，西部、东北部地区地产投资保持高增长，表明热点城市地产调控仍难言放松。

图表 9：今年一季度土地购置面积及成交价款均出现断崖式下跌



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 10：东部、中部地区地产投资增速低于房地产投资整体增速



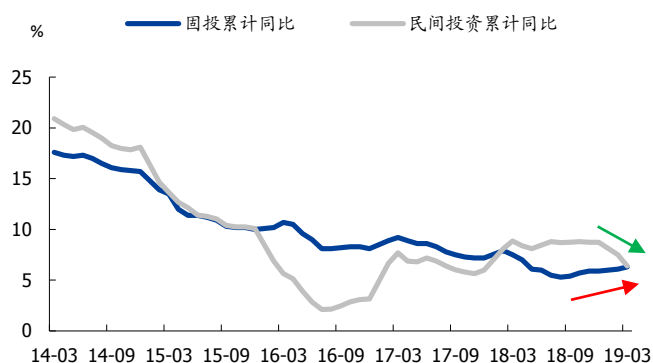
资料来源：Wind，国盛证券研究所

隐忧三：民间投资意愿较为低迷，制造业投资增速大幅下滑

1-3月固定资产投资同比增长6.3%，增速较前期回升0.2个百分点，比去年同期下降1.2个百分点。与此同时，一季度民间投资累计同比增速为6.4%，较1-2月份增速下滑1.1个百分点，比去年全年下滑2.3个百分点，为连续第4个月增速持平或走低。固投增速与民间投资增速的背离，表明目前民间投资意愿仍较为低迷，而一季度投资增速的小幅回升则主要来源于国有企业或外资企业。

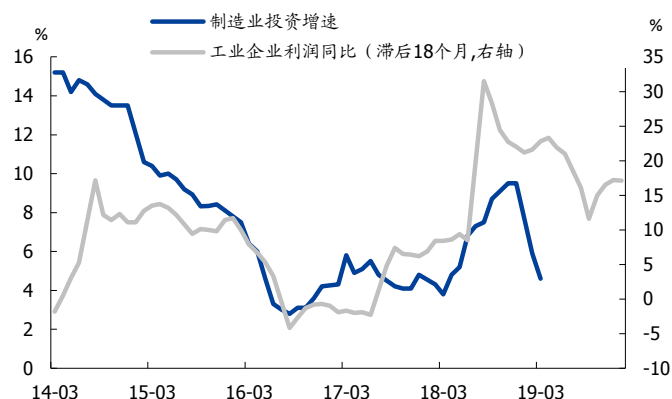
民间投资意愿的下滑在制造业领域表现得最为突出。制造业投资中85%是民间投资，1-3月制造业投资同比增长4.6%，增速较前期回落1.3个百分点，为近一年的最低点。在前期报告《本轮制造业投资反弹的动力与可持续性 20181105》中，我们探讨了制造业投资的分析框架，并给出了对本轮制造业投资周期走势的判断。4月1日增值税减免政策落地，对制造业企业的成本、销量均有一定的正向作用。但考虑到企业盈利增速仍未见底，制造业新增意向投资累计额同比增速尚处于下行通道，我们维持此前观点，今年上半年制造业投资增速将趋于下行。

图表 11: 民间投资增速已连续 4 个月持平或走低



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 工业企业利润增速的回落将拖累制造业投资



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

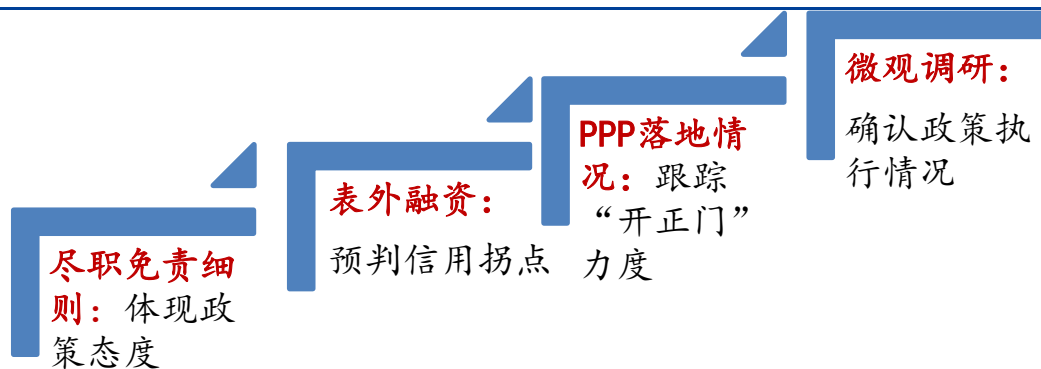
二季度是政策效果验证期，关键在于地方政府、金融机构的积极性

诚然，近期包括社融、PMI、出口以及发电耗煤等中微观数据，均指向经济短期有向好企稳迹象，而一季度经济数据也确实超出市场预期。然而，仔细剖析，目前预示经济有望向好的指标其实并非“完全站的住脚”。比如：3月中国制造业 PMI 指数 50.5%，虽然时隔三个月再次站上荣枯线，各分项指数环比也均有不同程度回升，但 PMI 需求端指标仍相对较弱；3月出口大反弹，但更多是春节因素和低基数效应，但进口增速继续下滑，表明内需依然较为疲软；年初以来工程机械销量继续保持两位数高增长，但有不少是设备更新换代所致。二季度仍是经济增速企稳的重要观察期，是“政策效果验证期”，其中的关键在于地方政府和金融机构的积极性是否回升。

去年 10 月以来，至少有 7 个国家级的会议、文件或者讲话提及要“健全履职尽责和容错纠错机制”（包括民企座谈会、中央经济工作会议、政府工作报告等），但配套的细则尚待出台。维持我们年度展望报告的观点，观察各方积极性是否回升，可以有四个跟踪维度：履职尽责政策的细则；表外融资走势；PPP 落地情况；微观调研和基建企业的订单情况。

今年政府工作报告再次强调要发挥“中央和地方两个积极性”，目前表外融资降幅有所收窄、PPP 成交额累计同比增速有企稳迹象，预示地方和金融机构积极性可能边际增强。然而，考虑到一季度表外融资新增额仍低于季节性、PPP 单月成交额无明显回升迹象、微观调研发现地方政府仍较为谨慎、建筑业业务活动预期低于去年同期，我们倾向于认为，要看到地方政府、金融机构积极性的明显回升、中央各项逆周期调节政策的显效发挥，尚需时日。

图表 13: 跟踪各方积极性的四个维度



资料来源：国盛证券研究所整理

维度一：关注尽职免责政策细则等各部委文件

各高层领导的讲话、国务院金稳会、民企座谈会、政治局会议等部委会议的相关表态体现了中央的监管倾向，是激发地方政府、金融机构积极性的必要条件。继去年多次强调要“激励干部担当作为”后，2019年政府工作报告继续提出，要“健全激励约束机制和尽职免责机制，营造干部愿干事、敢干事、能干成事的环境；好发挥中央和地方两个积极性，尊重基层和群众首创精神，为地方大胆探索提供激励、留足空间”。我们预计随着尽职免责政策细则的出台，各地方政府的疑虑将相应得到解答，其干事积极性大概率得以提高。

图表 14: 近期关于激发各方积极性的重要会议及文件

时间	会议/文件	重点内容
2018-10-21	国务院金稳会化解金融风险专题会议	健全尽职免责和容错纠错机制，对已尽职但出现风险的项目，可免除责任
2018-11-01	民企座谈会	完善政策执行方式；要改革和完善金融机构监管考核和内部激励机制
2018-11-26	政治局就中国历史上的吏治举行第十次集体学习	要激发干部积极性；要控制各级开展监督检查、索要材料报表的总量和频次
2018-12-13	政治局会议	激励干部担当作为
2018-12-21	中央经济工作会议	激励干部担当作为、鼓励创造性贯彻落实
2019-01-01	习主席新年贺词	要真诚尊重各种人才，充分激发他们创新创造活力。要倾听基层干部心声，让敢担当有作为的干部有干劲、有奔头

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_13069

