

数据背后的实质：经济何时内生企稳

——2019年Q1经济数据点评

宏观数据点评

2019年04月18日

报告摘要：

近日，国家统计局公布2019年1季度GDP数据以及3月经济数据，其中，Q1名义GDP增长7.4%；实际GDP增速6.4%，预期6.3%，前值6.4%。3月工业增加值同比8.5%，预期6%，前值3.4%。社会消费品零售当月同比8.7%，预期8.2%，前值8.2%。1-3月固定资产投资累计同比6.3%，预期6.3%，前值6.1%。

● 消费尚未企稳

消费尚未企稳的原因有三：第一，人均可支配收入保持较快增长，但人均消费支出增速创2018年以来新低；第二，社会消费品零售总额增速回升，但服务支出受到挤压，这也与进口回落、第三产业同比增速回落相契合；第三，社会消费品零售总额增长受益于房地产回暖与政策补贴，但二者皆不可持续。

● 创新难以一蹴而就，新旧动能仍处关键接力期

高技术产业和战略性新兴产业工业增加值累计同比增速回落，房地产开发投资回升，表明新旧动能仍处关键接力期。制造业和民间投资回落，或是受到工业产能利用率回落影响和房地产开发投资回升的挤压。依靠房地产和基建投资拉动的经济不具可持续性。但是，若基建和房地产投资能促进人的城镇化和区域经济一体化，则有利于培育经济内生动能。

● 一季度数据传递出积极信号

减税降费逐步得到落实，居民收入稳定增长，企业利润好转；工业生产者价格小幅上涨，通缩风险缓解；融资大幅回升，市场预期明显改善。

● 经济何时企稳

我们维持经济内生企稳时点为三季度判断，原因有三：一是金融数据传导到实体经济一般需要1-2个季度。二是增值税减税、社保降费等措施对内生动能平稳接力形成有力保障。三是中国去库存结束和补库存开启时点应为三季度。

中国经济依然面临一定风险。要防止经济失速，唯有坚持改革开放，加大减税降费力度，提高企业投资回报率；充分发挥财政的再分配功能，改善居民财富和收入不平等状况，促进消费增长。维持稳健的货币政策，防止过度刺激；坚持房地产调控基本原则不动摇，防止地产挤压消费、抑制创新，加剧经济失衡。

● 市场展望

短期内股市进入窄幅震荡，后续可能有调整风险。我们预测根据经济和改革的三种可能组合，股市会有三种不同前景。三种组合分别为“经济稳+改革进”情景、“经济稳+改革缓”情景、“经济下+改革缓”情景。随着一季度经济数据外生企稳，货币政策边际上暂时不会更加宽松。股市将由分母驱动转为分子驱动，预计短期内进入窄幅震荡，后续可能会有调整风险，更多属结构性投资机会。下一波机会需等待中美贸易协议正式达成，改革在外部压力下加速推进。未来随着中国成功转型消费拉动和创新驱动型经济，大消费和创新类股权有望获得较好回报。

● 风险提示：中美经贸谈判不及预期，全球经济下行超预期，改革推进不及预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

事件：近日，国家统计局公布 2019 年 1 季度 GDP 数据以及 3 月经济数据，其中，Q1 名义 GDP 增长 7.4%；实际 GDP 增速 6.4%，预期 6.3%，前值 6.4%。3 月工业增加值同比 8.5%，预期 6%，前值 3.4%。社会消费零售当月同比 8.7%，预期 8.2%，前值 8.2%。1-3 月固定资产投资累计同比 6.3%，预期 6.3%，前值 6.1%。

我们认为：消费、创新和区域经济一体化是中国经济内生企稳的动能。但是，消费尚未企稳，创新难以一蹴而就。一季度数据传递出积极信号，但中国经济依然面临一定风险。我们维持经济内生企稳时点为三季度判断，但需坚持改革开放，加大减税降费力度，提高企业投资回报率；充分发挥财政的再分配功能，改善居民财富和收入不平等状况，促进消费增长。维持稳健的货币政策，防止过度刺激；坚持房地产调控基本原则不动摇，防止地产挤压消费、抑制创新，加剧经济失衡。

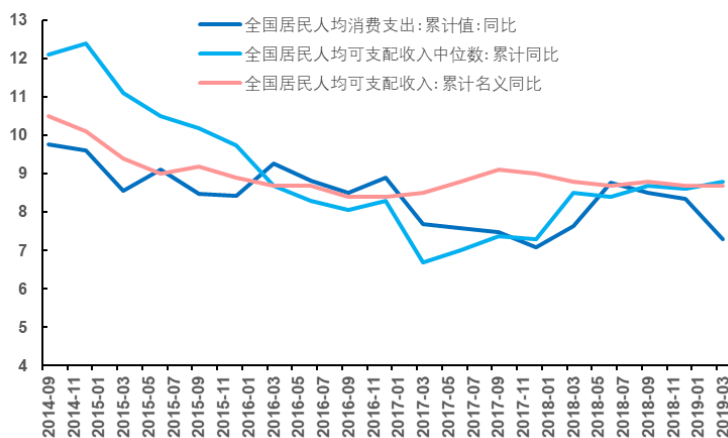
随着一季度经济数据外生企稳，货币政策边际上暂时不会更加宽松。股市将由分母驱动转为分子驱动，预计短期内进入窄幅震荡，后续可能会有调整风险，更多属结构性投资机会。下一波机会需等待中美贸易协议正式达成，改革在外部压力下加速推进。未来随着中国成功转型消费拉动和创新驱动型经济，大消费和创新类股权有望获得较好回报。

一、消费尚未企稳

消费尚未企稳的原因有三：第一，人均可支配收入保持较快增长，但人均消费支出增速创 2018 年以来新低；第二，社会消费品零售总额增速回升，但服务支出受到挤压，这也与进口回落、第三产业同比增速回落相契合；第三，社会消费品零售总额增长受益于地产回暖与政策补贴，但二者皆不可持续。

人均消费支出增速回落。2019 年一季度，全国居民人均可支配收入 8493 元，比上年同期名义增长 8.7%，扣除价格因素，实际增长 6.8%。一季度，全国居民人均可支配收入中位数 7158 元，增长 8.8%。但，2019 年一季度，全国居民人均消费支出 5538 元，比上年同期名义增长 7.3%，扣除价格因素，实际增长 5.4%，创 2018 年以来新低。

图 1：人均消费支出增速回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

服务支出受到挤压。2019 年一季度，社会消费品零售总额 97790 亿元，同比名义增长 8.3%（扣除价格因素实际增长 6.9%）。其中，3 月份社会消费品零售总额 31726 亿元，同比增长 8.7%。社会消费品零售总额增速回升，但第三产业当季实际同比增长 7.0%，较上季度回落 0.4 个百分点，但仍高于经济整体增速。由于服务无法库存，生产即消费，第三产业增加值增速回落，表明服务支出受到挤压。鉴于中国对外商品贸易顺差，服务贸易逆差，这也与进口回落相契合。

社会消费品零售总额增长受益于房地产回暖与政策补贴，但二者皆不可持续。3 月份，地产相关的家电类、家具类、建筑及装潢材料类分别上涨 15.2%、12.8%和 10.8%，均较上月增速有所加快。2019 年 1 月 29 日，发改委等十部委发布《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019 年)》。据万得报道，发改委内部征求意见拟推动汽车、家电、消费电子更新消费。征求意见稿中对于汽车，尤其是新能源汽车领域的更新消费促进措施力度非常大。倘若消费内生企稳，就不需要再施行新的刺激政策，原有刺激政策也可以逐步退出。

二、创新难以一蹴而就，新旧动能仍处关键接力期

高技术产业和战略性新兴产业工业增加值累计同比增速回落。工业战略性新兴产业增加值同比增长 6.7%，高技术产业增加值同比增长 7.8%，增速均低于上年同期和上年末。

房地产销售面积降幅收窄，销售额增速反弹；房地产开发投资回升，新开工面积增速提升，竣工面积增速降幅收窄。2019 年 1-3 月份商品房销售面积 29829 万平方米，同比下降 0.9%，降幅比 1-2 月份收窄 2.7 个百分点；商品房销售额 27039 亿元，增长 5.6%，增速提高 2.8 个百分点。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；房屋新开工面积 38728 万平方米，增长 11.9%，增速提高 5.9 个百分点；房屋竣工面积 18474 万平方米，下降 10.8%，降幅收窄 1.1 个百分点。

投资增速加快，但民间投资回落，2019 年 1-3 月份，全国固定资产投资（不含农户）101871 亿元，同比增长 6.3%，增速比 1-2 月份加快 0.2 个百分点。其中，民间固定资产投资 61492 亿元，同比增长 6.4%，增速比 1-2 月份回落 1.1 个百分点。

制造业投资回落，基建投资小幅回升。第一产业投资 2408 亿元，同比增长 3%，增速比 1-2 月份回落 0.7 个百分点；第二产业投资 33224 亿元，增长 4.2%，增速回落 1.3 个百分点；第三产业投资 66240 亿元，增长 7.5%，增速提高 1 个百分点。其中，采矿业投资增长 14.8%，增速回落 26.6 个百分点；制造业投资增长 4.6%，增速回落 1.3 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长 0.7%，1-2 月份为下降 1.4%。基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 4.4%，增速比 1-2 月份提高 0.1 个百分点。

工业产能利用率回落。2019 年一季度，全国工业产能利用率为 75.9%，比上年同期

下降 0.6 个百分点。分三大门类看，一季度，采矿业产能利用率为 73.1%，与上年同期持平；制造业产能利用率为 76.3%，比上年同期下降 0.7 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业产能利用率为 71.6%，比上年同期下降 1.1 个百分点。

高技术产业和战略性新兴产业工业增加值累计同比增速回落，房地产开发投资回升，表明新旧动能仍处关键接力期。制造业和民间投资回落，或是受到工业产能利用率回落影响和房地产开发投资回升的挤压。依靠房地产和基建投资拉动的经济不具可持续性。若不坚持房地产调控基本原则不动摇，高房价或将通过高住房支出挤压消费，通过高生活成本与房地产投资收益抑制创新。但是，若基建和房地产投资能促进人的城镇化和区域经济一体化，则有利于培育经济内生动能。

三、一季度数据传递的积极信号

根据季度财政收支数据，全国一般公共预算收入中的税收收入 46706 亿元，同比增长 5.4%，较上年底回落 2.9 个百分点，表明减税降费逐步得到落实。人均可支配收入平均值和中位数分别增长 8.7% 和 8.8%，表明居民收入稳定增长。增值税增速回落、企业所得税增速提升表明企业受益于减税降费，盈利情况好转。

一季度，全国工业生产者出厂价格同比上涨 0.2%，涨幅比 1-2 月份扩大 0.1 个百分点；3 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 0.4%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点；环比上涨 0.1%。且根据我们的预测，4 月份 PPI 将达到 0.5%，通缩风险有所缓解。

融资大幅回升，市场预期明显改善。2019 年一季度社会融资规模增量累计为 8.18 万亿元，比上年同期多 2.34 万亿元，融资大幅回升。3 月 PMI 生产经营活动预期指数较上月回升 0.6 个百分点至 56.8%，连续第 2 个月回升；央行企业家问卷调查也显示，一季度企业家信心指数较上季回升 1.4 个百分点至 69.2%。这表明，随着供给侧改革进入“市场化+法治化”的升级版，以及简政减税降费等一系列政策逐步落地，市场预期明显改善。

四、经济何时企稳

经济内生企稳即不依赖政策刺激保持平稳增长。我们维持经济内生企稳时点为三季度判断，原因有三：一是金融数据传导到实体经济一般需要 1-2 个季度。私人部门融资企稳，意味着经济内生力量已经获得较强融资支持。二是增值税减税、社保降费等措施已经和即将落地，既对制造业构成明确利好，又有利于促进消费扩大内需，对内生动能平稳接力形成有力保障。三是结合库存周期判断，我们发现中美库存周期表现出高度同步性，借助美国数据辅助，我们判断中国去库存结束和补库存开启时点应为三季度。综上，经济内生企稳时点应为三季度，略晚于市场主流预期的一至二季度。

但是，中国经济依然面临一定风险。工业产能利用率有所回落，PPI 仍处相对低位。

高房价和高生活成本不利于出生率提升和人口结构改善，也会降低居民消费能力，挤压消费增长空间，同时推动企业用工成本和土地成本上升，不利于创新和企业转型升级。中美贸易摩擦虽然有望达成协议，但犹存不确定性；且全球经济增速放缓，中国出口增速恐将回落。要防止经济失速，唯有坚持改革开放，加大减税降费力度，提高企业投资回报率，充分发挥财政的再分配功能，改善居民财富和收入不平等状况，促进消费增长。维持稳健的货币政策，防止过度刺激；坚持房地产调控基本原则不动摇，防止地产挤压消费、抑制创新，加剧经济失衡。

五、市场展望

短期内股市进入窄幅震荡，后续可能有调整风险。我们预测根据经济和改革的三种可能组合，股市会有三种不同前景。三种组合分别为“经济稳+改革进”情景、“经济稳+改革缓”情景、“经济下+改革缓”情景。随着一季度经济数据外生企稳，货币政策边际上暂时不会更加宽松。股市将由分母驱动转为分子驱动，预计短期内进入窄幅震荡，后续可能会有调整风险，更多属结构性投资机会。下一波机会需等待中美贸易协议正式达成，改革在外部压力下加速推进。未来随着中国成功转型消费拉动和创新驱动型经济，大消费和创新类股权有望获得较好回报。

风险提示：中美经贸谈判不及预期，全球经济下行超预期，改革推进不及预期。

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_13076

