



3月和一季度经济数据点评

数据亮眼，压力犹存

工业增加值同比大幅反弹；社零同比增速继续回升；投资向好。

- 一季度GDP当季实际同比增速6.4%，名义同比增长7.8%。
- 3月工业增加值同比增速8.5%。
- 3月社零同比增速8.7%。房地产后周期消费增速快速上升。
- 1-3月固定资产投资增速为6.3%，民间固定资产投资增速6.4%，其中制造业投资增长4.6%，基建投资增长4.4%，地产投资增长11.8%。
- 2019年一季度全国居民人均可支配收入8493元，累计同比增长8.7%，人均消费支出5538元，累计同比增速5.4%。从增速来看，2019年一季度居民消费用于教育文化娱乐（20.7%）、居住（9.5%）、和医疗保健（9.4%）消费增速分占前三。
- **政策已经发力，预期有所变化。**1-3月的经济数据明显超出市场预期：工业增加值同比增速大幅反弹，社零增速持续好转，固定资产投资表现强劲，GDP增速持平于去年四季度。一季度经济数据明显亮眼，主要受到三方面因素的共同影响：一是经济发展内生动力强劲，表现为民间固定资产投资增速和制造业投资增速虽然回落，但依然较好；二是部分市场化的需求依然旺盛，如房地产投资持续超预期，上游行业生产旺盛，中游行业工业增加值增速较去年好转；三是积极的政策开始发力，不仅表现为货币政策加大了服务实体经济的力度，改善了企业流动性，也表现为积极的财政政策对工业生产的正面影响。亮眼的数字将一定程度上扭转此前市场偏悲观的经济预期。
- **稳增长为改革留出时间和空间，后续压力犹存。**2019年一季度经济数据开门红，为全年稳增长打下了较好的增长基调，当前无论从国内环境还是国际环境来看，都相较2018年底有了较为明显的边际改善。从国际方面看，中美贸易磋商进展目前来看比较顺利，双方有望达成协议结束2018年3月以来的互相牵制的局面，中欧达成合作规划，国际资本市场近期也出现回暖迹象。从国内方面看，3月PMI重回荣枯线以上，稳健的货币政策之下企业流动性已经出现好转，积极的财政政策影响下企业生产和投资都出现不同程度的反弹。同时应该看到，当前的国内外经济环境的不确定性仍较大，全球仍然处于经济增速下滑阶段，因此短期内，即便国内经济数据出现了超预期的好转，货币政策和财政政策也较难出现大幅调整。同时，一季度广义财政支出大幅高于收入，后续政策持续性仍有疑问。因此，后续经济增长压力仍需关注。相对的，在政策环境相对宽松、经济稳增长、外部影响趋弱的大背景下，可以期待改革和转型政策是否将加快出台。
- **风险提示：全球经济数据低于预期。**

相关研究报告

《等待稳增长政策从量变到质变：9月和三季度经济数据点评》2018.10.19

《经济转型靠企业：10月经济数据解读》2018.11.14

《投资拉动经济并非只有老路：11月经济数据点评》2018.12.14

《投资搭桥，渡过难关：12月经济数据解读》2019.1.21

《政策和数据之间的剪刀差：1-2月经济数据点评》2018.9.14

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

张晓娇

(8621)2032 8517

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

朱启兵

(8610)66229359

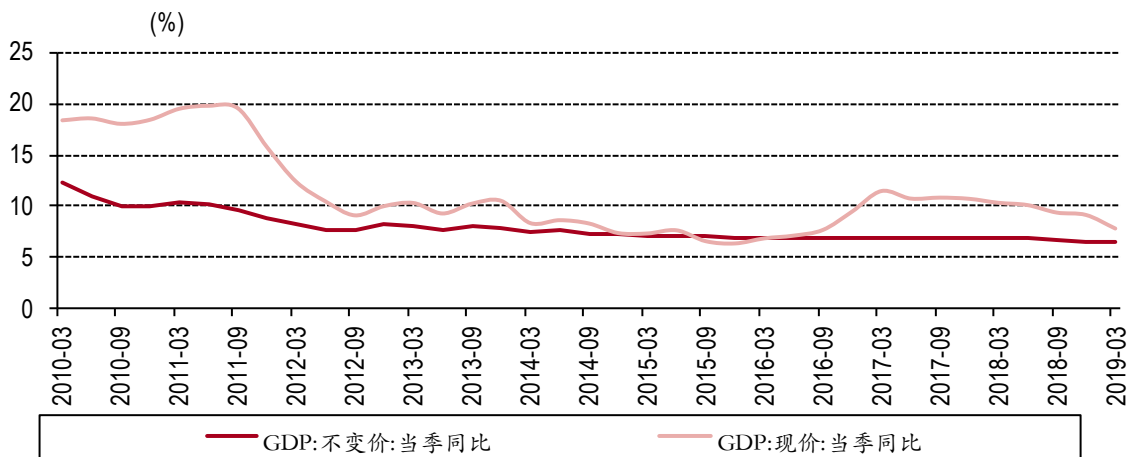
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

经济增速超预期

一季度 GDP 实际同比 6.4% 高于预期。从 GDP 实际同比增速看，一季度 GDP 当季实际同比增速 6.4% 较四季度增速持平，明显好于市场预期；从 GDP 当季名义同比增速来看，一季度增长 7.8%，较四季度增速下降 1.4 个百分点。一季度平减指数较去年出现了大幅下行，因此名义 GDP 增速有所下降。但实际 GDP 增速企稳超出市场预期，表明我国经济增长的内生动力依然较为强劲。

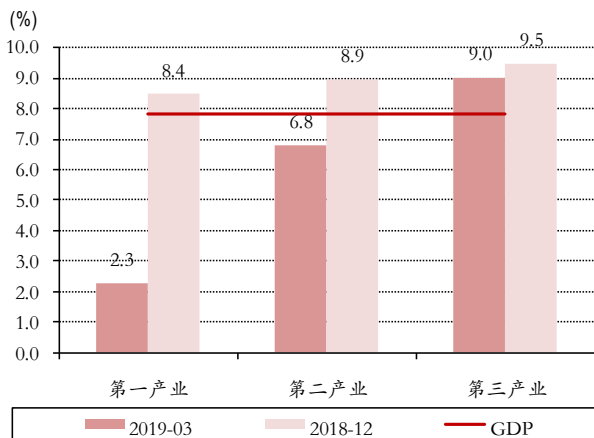
图表 1. GDP 当季同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

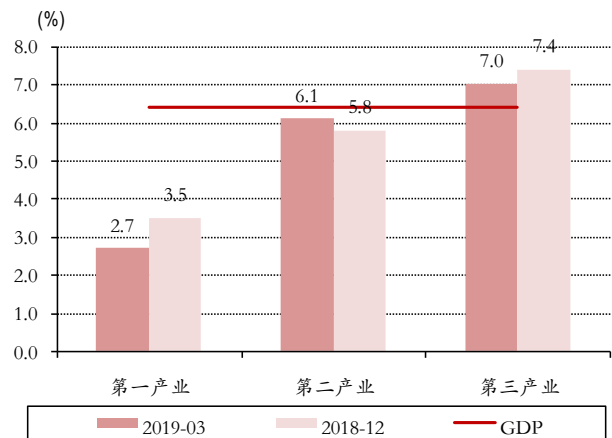
三产依旧高增长，二产出现回升趋势。从名义增速的角度看，一季度一产、二产和三产的 GDP 同比增速都较去年四季度有所下降，但剔除价格因素的影响，从实际增速的角度看，一季度二产的实际 GDP 增速较四季度回升 0.3 个百分点至 6.1%，已经两个季度增速上升，三产的实际 GDP 增速虽然回落 0.4 个百分点至 7%，但依然是拉动 GDP 增长的最大力量。从细分数据来看，三产无论从占比还是增速，都还是经济增长的压舱石，但随着我国制造业转型升级的进行，二产在经济结构中的地位发生了相对变化。

图表 2. 一季度 GDP 现价分产业同比



资料来源：万得，中银国际证券

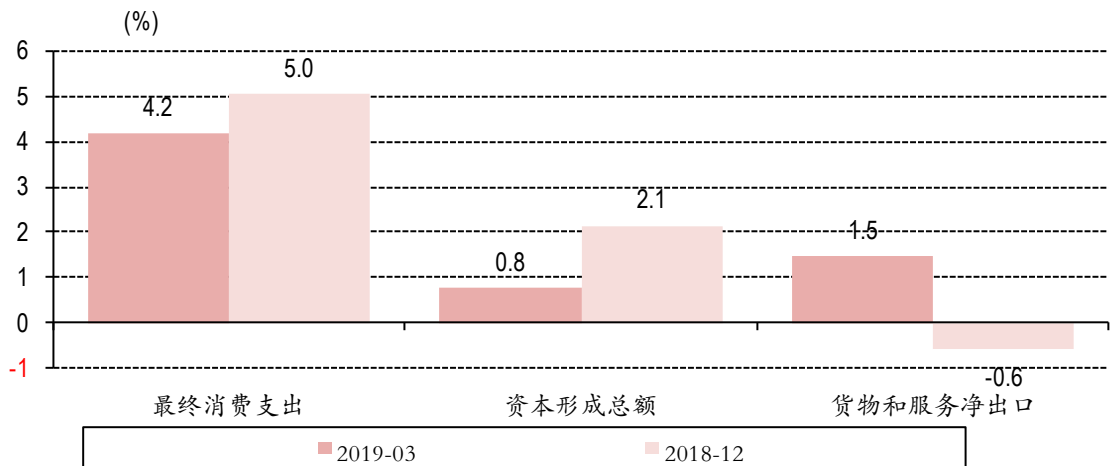
图表 3. 一季度 GDP 不变价分产业同比



资料来源：万得，中银国际证券

新旧动能转换或可期。从三驾马车的角度来看，目前只有消费的贡献率 65.1%，对 GDP 的拉动 4.2 个百分点，与 2018 年全年相比，消费的拉动下降了 0.8 个百分点，与去年同期相比，消费的拉动下降了 1.1 个百分点。一季度三家马车中较超预期的是净出口的贡献为 1.5 个百分点，一定程度上也表明了中美贸易问题对我国净出口的影响在减弱。虽然投资对 GDP 的拉动有所下行，但参考一季度第二产业不变价 GDP 同比增速连续两个季度的上行，我们认为这背后存在投资贡献相对上升的可能性。考虑到我国处于新旧动能转换期，产能仍有转型升级的动力和空间，因此我们预计在接下来一段时间内，经济结构内部或将出现一定调整，投资和第二产业对 GDP 的贡献或相对亮眼。

图表 4. GDP 累计同比增速中三驾马车的贡献



资料来源：万得，中银国际证券

工业增加值 3 月反弹

1-3 月工业增加值大幅反弹。3 月工业增加值同比增速 8.5%，较 2 月上升 5.1 个百分点，较去年同期上升 2.5 个百分点；1-3 月工业增加值同比增速 6.5%，较 1-2 月上升 1.2 个百分点，较去年同期下降 0.3 个百分点。3 月工业增加值的表现远超市场预期，一方面有春节因素的影响，春节后复工情况较好，另一方面也有增值税改革的影响，部分工业企业积极备货，刺激了生产。

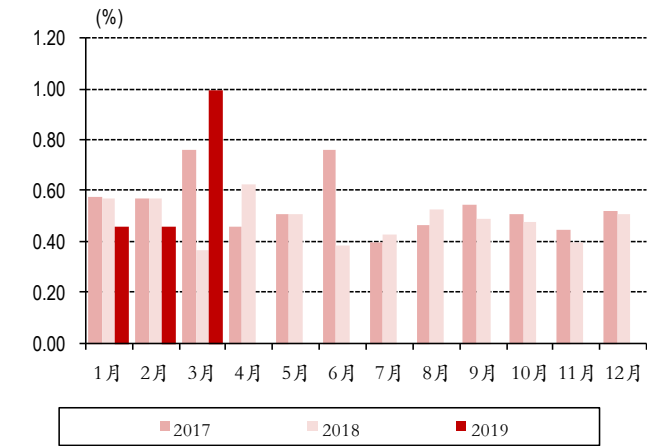
图表 5. 工业增加值累计同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

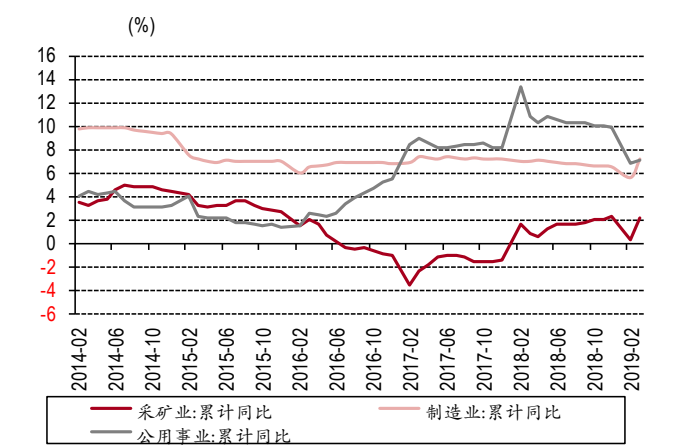
工业增加值环比走低，制造业波动最小。从环比增速来看，3月工业增加值环比增长1%，较2月上行0.54个百分点。从历史规律看，今年3月工业增加值环比走强已经超出历史规律，主要是受到积极的政策影响的结果。从行业分类来看，1-3月采矿业工业增加值累计同比增速2.2%，制造业累计同比增速7.2%，公用事业累计同比增速7.1%，从当月增速来看，采矿业工业增加值同比增速较2月上升了1个百分点，制造业较2月上升了3.5个百分点，公共事业下降了1.9个百分点。

图表 6. 工业增加值环比



资料来源：万得，中银国际证券

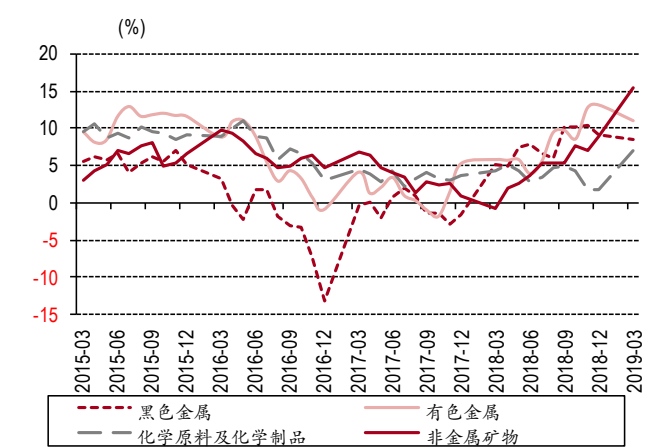
图表 7. 各行业工业增加值累计同比



资料来源：万得，中银国际证券

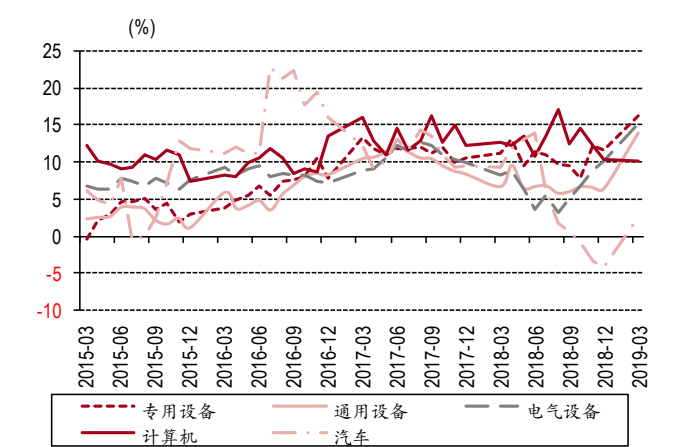
中游工业增加值也改善了。上游行业方面，化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长7.1%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长15.4%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长8.5%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长11.1%，上游行业工业增加值在3月依然在持续上行过程当中，强势程度超出预期。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长14.1%，专用设备制造业增加值累计同比增长16.4%，汽车制造业增加值累计同比增长2.6%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长15.2%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长10.2%，中游行业工业增加值增速出于其的出现了上行趋势。特别是汽车制造业，工业增加值同比增速回正。这或说明积极的财政政策对制造业的正面影响被低估。

图表 8. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

图表 9. 装备制造业工业增加值当月同比增速

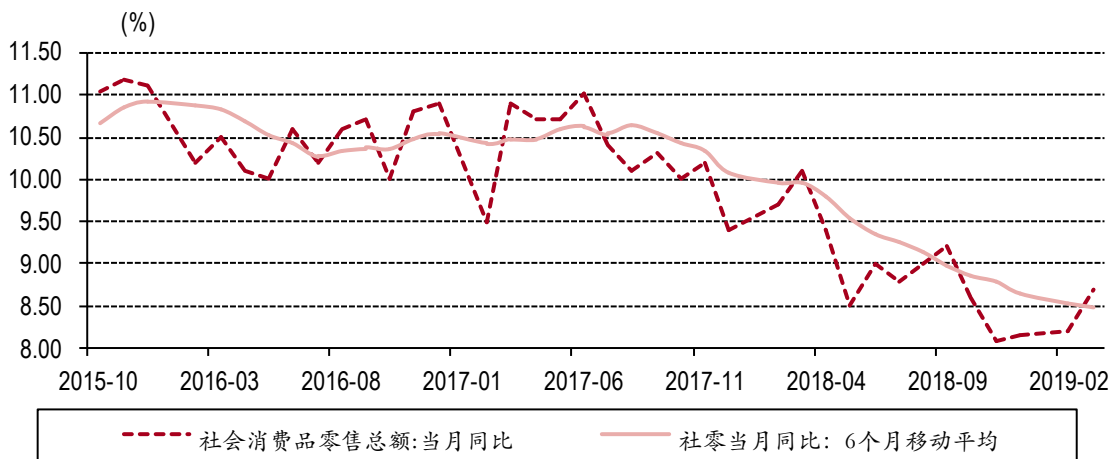


资料来源：万得，中银国际证券

社零增速明显回升

社零增速再反弹。1-3月社零累计同比增速为8.3%，较前两个月小幅回升0.1个百分点，但3月社零同比增速达到8.7%，明显超出市场预期。社零增速超出市场预期，表明消费有所好转，一方面居民消费支出增速仍在下行，表明居民之外的消费需求较强劲，另一方面从细分来看，房地产后周期消费有所抬头，对消费的带动较大。

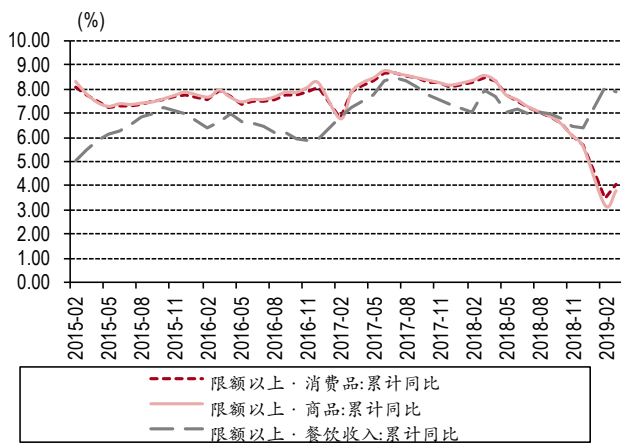
图表 10. 社零当月名义同比增速和 6 个月移动平均同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

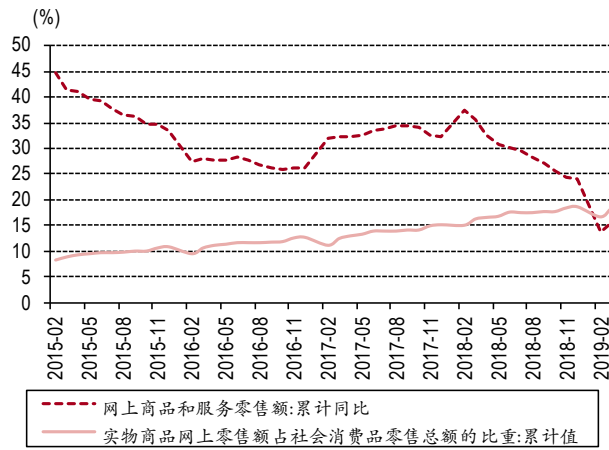
限额以上社零增速大幅下行。1-3月限额以上企业消费品零售总额累计同比增速5.1%，较1-2月上升1.6个百分点，商品零售总额累计同比增速为5%，较1-2月增速上升1.8个百分点，餐饮收入总额累计同比增速7.5%，较1-2月增速下降0.6个百分点。1-3月网上零售额占比达到18.2%，较1-2月上升1.7个百分点，累计同比增速为21%，较1-2月上升1.5个百分点。从城乡消费增速来看，1-3月乡村的消费增速9.2%，较1-2月上升0.1个百分点，城镇消费同比增速8.2%，较1-2月上升0.2个百分点。1-3月餐饮行业收入增速9.6%，较1-2月下降0.1个百分点，商品销售收入增速8.2%则较1-2月上升0.2个百分点。我们认为3月社零增速上行或许一定程度上受到个税减税等积极的财政政策的正面影响，同时在特点上仍伴随着消费加速向网上转移的趋势。

图表 11. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

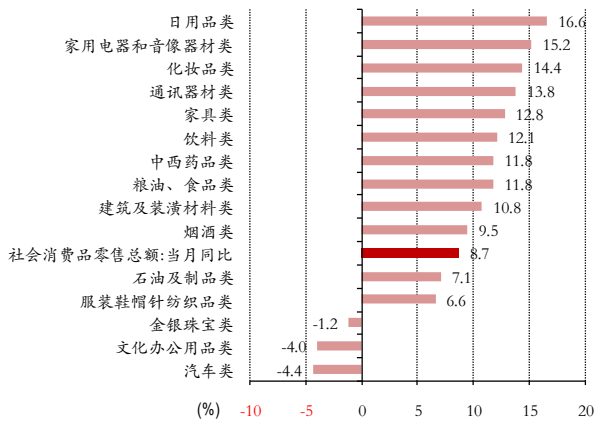
图表 12. 网上零售额的占比和增速



资料来源：万得，中银国际证券

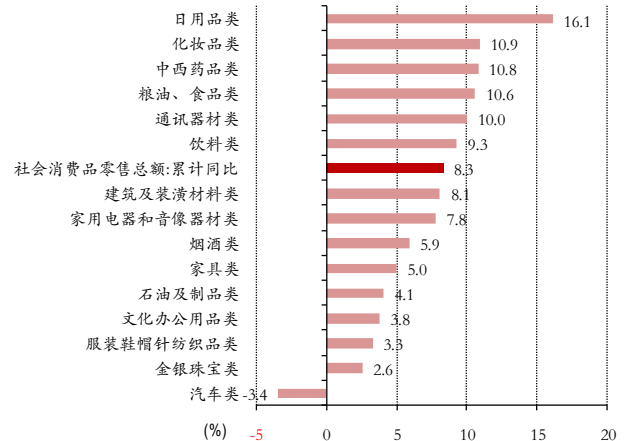
房地产后周期再启动。从当月同比增速来看，3月限额以上企业商品零售总额同比增长5.1%，较2月上升1.6个百分点，增速较高的细分行业包括日用品、家电、化妆品等，增速较低的则是汽车、办公用品、金银珠宝等。与2月相比消费增速明显上升的有家具、家电和通讯器材，增速下滑较快的则有办公品、金银珠宝、汽车等。从1-3月累计增速与1-2月相比的变化来看，消费增速明显上行的包括家电、家具、化妆品等，消费增速明显下滑的则包括办公品、金银珠宝、汽车。总的来看，房地产后周期消费增速快速上升，或意味着新一轮房地产消费又开始了，其中家电、家具、装修装潢等行业表现或较好，但考虑到当前房地产消费对其他消费必然会产生明显的挤出效应，因此预计以日用品和服装等为代表的可选消费增速或将有不同程度的下滑。另外，汽车行业的工业增加值虽然同比增速在3月已经出现转正，但消费增速仍在持续下行。

图表 13. 各品类社零当月同比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 14. 各品类社零累计同比

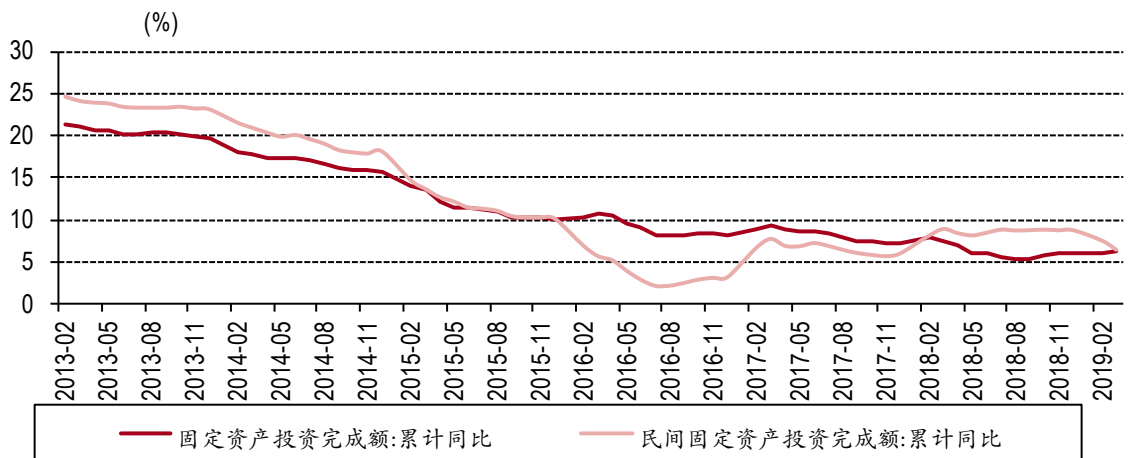


资料来源：万得，中银国际证券

各项投资齐头并进

固定资产投资增速继续小幅攀升。1-3月固定资产投资增速为6.3%，较1-2月上升0.2个百分点，1-3月民间固定资产投资增速6.4%，较1-2月下行1.1个百分点。固定资产投资增速依然坚挺，虽然民间固定资产投资增速有所下滑，但从构成上来看，房地产、基建、外资等投资增速都比较强劲。

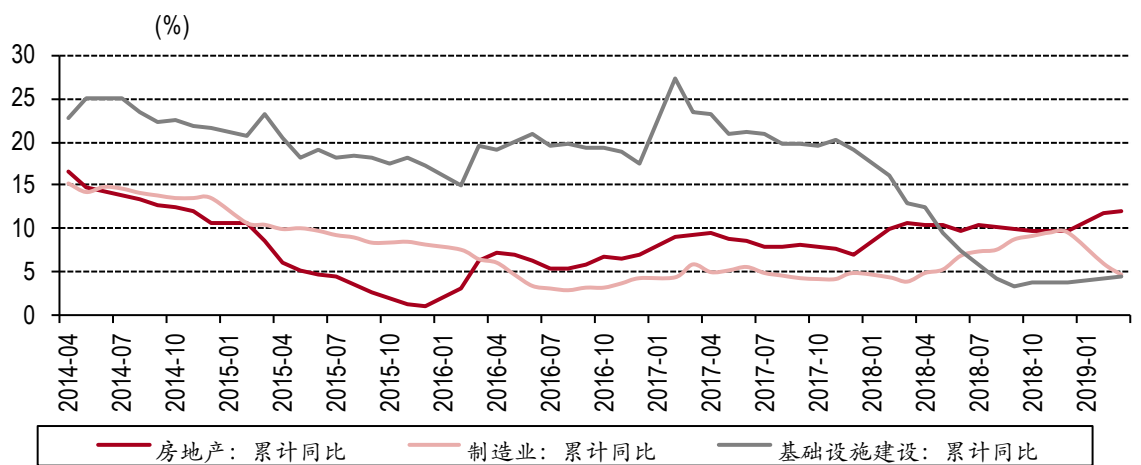
图表 15. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

基建继续稳增长，房地产继续超预期。分类别看，制造业投资1-3月累计同比增长4.6%，较1-2月下行1.3个百分点；基建投资累计同比增长4.4%，较1-2月上行0.1个百分点；地产投资累计同比增长11.8%，较1-2月上行0.2个百分点。整体来看，制造业投资增速继续回落，但基建持续稳增长，同时房地产投资增速也继续超预期，我们维持此前的预期，房地产投资增速上半年走势仍将较强势，基建在下半年对投资的托底作用更明显，期间制造业投资增速的回落一定程度上受到基数效应的影响，但目前来看，在积极的财政政策和稳健的货币政策影响下，企业转型升级的动力依然较强劲。从细分行业来看，各项投资增速齐头并进，第三产业投资增速7.5%，较1-2月上升1个百分点；建安和设备采购之外的其他固定资产投资增速16.1%，较1-2月上升1.6个百分点；国有企业投资增速6.7%，港澳台企业投资增速2.8%，外资企业投资增速8.7%，分别较1-2月上升1.2个百分点、2.8个百分点、5.3个百分点；东、中、西部地区固投增速分别为4.3%、9.6%、7.8%，分别较1-2月上升1个百分点、0.2个百分点、0.2个百分点。

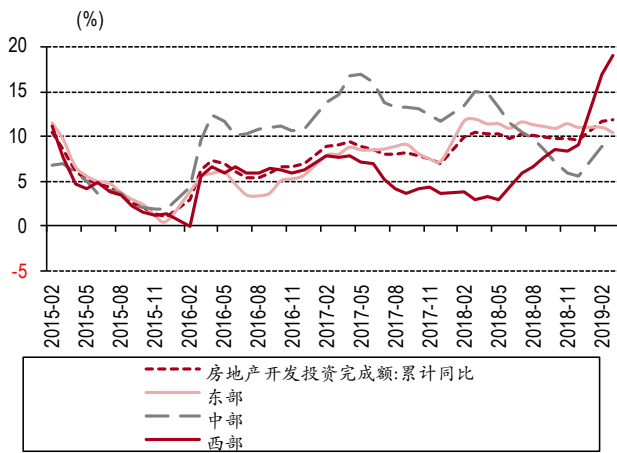
图表 16. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

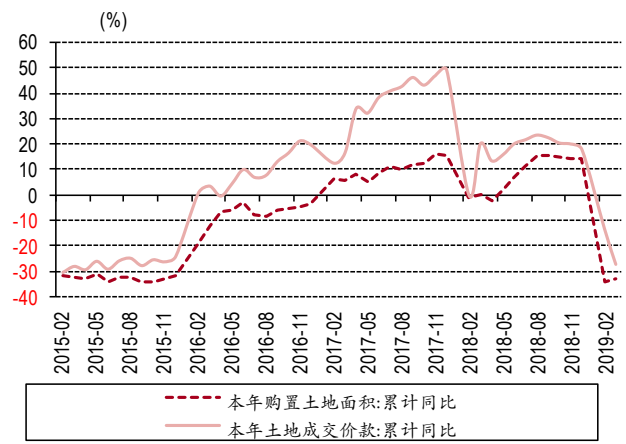
房地产又回来了。1-3月房地产投资增速11.8%，较1-2月上升0.2个百分点，其中东部地区累计同比增长10.3%、中部地区累计同比增长8.4%、西部地区累计同比增长18.9%，分别较1-2月下降0.6个百分点、下降0.4个百分点和上升2.1个百分点。从房地产分类来看，住宅投资增速17.3%、办公楼投资增速-2.6%、商业地产投资增速-9.9%，分别较1-2月下降0.7个百分点、下降5.1个百分点和下降0.9个百分点。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-3月累计同比增长33.1%和-27%，较1-2月分别上升1个百分点和下降13.9个百分点。房地产投资增速继续维持在高位，并且剔除土地购置费，1-2月实际用于房地产开发的投资累计同比增速回正到5.91%。从投资来看，中西部表现明显更强劲。

图表 17. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：万得，中银国际证券

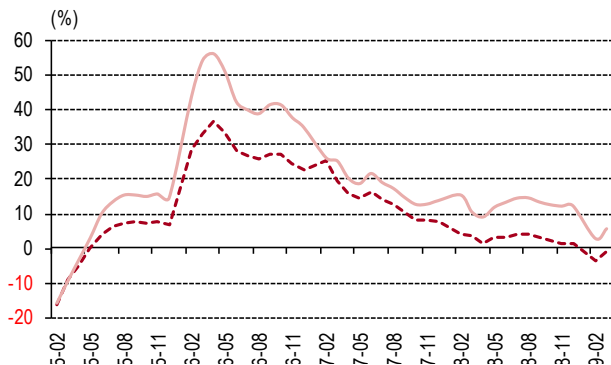
图表 18. 土地购置面积和成交额累计同比



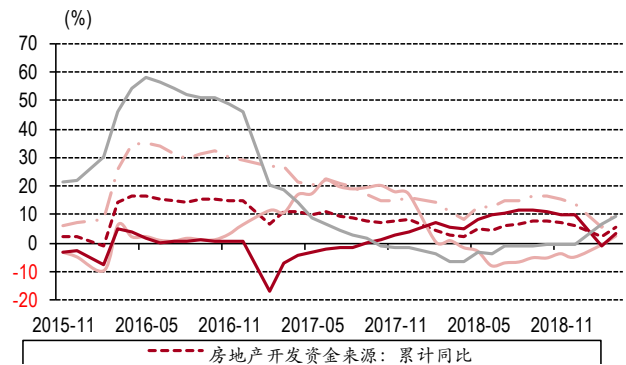
资料来源：万得，中银国际证券

居民仍在加杠杆。1-3月商品房销售面积同比增长-0.9%，较1-2月上升2.7个百分点，商品房销售额累计同比增长5.6%，较1-2月上升2.8个百分点。从待售面积来看，1-3月商品房待售面积同比增速-9.9%，较1-2月上升0.7个百分点，其中住宅面积同比增速-15.4%，较1-2月上升0.9个百分点，办公楼累计同比0.4%，较1-2月下降2.5个百分点，商业地产累计同比-8.3%，较1-2月上升1.4个百分点，我们认为房地产去库存的任务已经完结。从资金来源看，1-3月国内贷款占比18.3%，较1-2月下降2个百分点。从增速的角度看，1-3月房地产开发资金来源累计同比增速5.9%，较1-2月上升3.8个百分点，其中国内贷款资金来源增速2.5%，环比上行3个百分点，定金和预付款增速10.5%，环比上行4.9个百分点，外资资金增速108.3%，环比大幅上行，个人按揭贷款增速9.4%，环比上行2.9个百分点。

图表 19. 商品房销售面积和销售额累计同比



图表 20. 房地产行业各渠道资金来源增速



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_13079



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>