

# 一季度经济数据点评： 梳理经济企稳的脉络

## 证券分析师

**陈骁** 投资咨询资格编号  
S1060516070001  
010-56800138  
CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN

**魏伟** 投资咨询资格编号  
S1060513060001  
021-38634015  
WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

## 研究助理

**杨璇** 一般证券从业资格编号  
S1060117080074  
010-56800141  
YANGXUAN659@PINGAN.COM.CN

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### ■ 一季度经济增速企稳，衰退式顺差贡献较大

2019年一季度中国GDP增速录得6.4%，与上年四季度持平，超出市场预期；从结构上看，净出口对今年一季度经济增长贡献最大。从货物贸易的视角来观察，这是由衰退式顺差所导致——今年一季度进口增速的降幅相对出口增速更为显著，所以贸易顺差反而较去年同期明显上升；而客观来说，去年四季度和今年一季度我国进、出口增速接连下台阶，对外贸易形势较为疲弱。

展望来看，衰退式顺差为GDP提供的支撑可能难以持续。一方面，考虑中美谈判的进程，中国存在扩大对美进口的可能性，目前我国对美国尤其偏低的进口增速可能将在未来得到大幅修复；另一方面，全球经济走弱对国内进出口的负面影响也可能会进一步显现。我们预计二季度GDP增速小幅降至6.3%。

### ■ 工业生产企稳确认，多因素促成增速超预期

3月工业增加值增速创逾四年半新高，大幅超出市场预期，原因可能有：春节错位带来的开工旺季错位；4月实施增值税减税政策导致企业生产采购前置；环保限产明显放松等。从行业上看，传统行业和高技术行业对本次工业增加值的大增均有贡献。总体上，本次工业增加值的大幅反弹一定程度释放了当前宏观经济企稳的信号，但考虑到需求端仍存下行压力，其持续性仍需观察；结构上，新旧动能的切换较为明显：发电量增速尚未出现趋势回升迹象，意味着高耗能行业整体生产并不强势；而高新技术行业增速接连加速上行。短期预测方面，预计4月工业增加值增速小幅回落到6.8%。

### ■ 投资增速小幅上升：地产强韧基建回暖，制造业继续下滑

1-3月房地产投资增速继续回升，仍然是受施工面积增速上升推动所致，土地购置继续形成负面拖累。展望来看，我们认为房地产投资增速仍然有下行压力：一方面，土地购置方面的下行压力还将进一步显现，另一方面，未来竣工面积的回升可能会带动施工面积增速回落。

基建投资增速的逐步回暖和制造业投资增速的下行走势符合预期。制造业投资增速的下行与其工业增加值增速的向上走势背离，这可能受到企业利润下行幅度明显加大的影响。从已公布的行业来看，今年一季度，有色、金属制品、通用和专用设备制造、汽车制造、非汽车交运、电气机械制造、计算机通信电子制造的投资增速均显著低于去年水平。展望来看，基建投资增速回暖、制造业投资增速放缓的趋势可能将继续延续。预计4月累计投资增速小幅回落至6.1%。

### ■ 价格推升名义消费增速，地产相关消费回稳

3月社零消费增速继续小幅回升至8.7%，不过实际消费增速却回落0.4个百分点至6.7%，油价增速的回升可能对3月名义消费增速的上升贡献较大。此外，房地产相关消费也显现出回稳迹象。考虑到当前消费增速的回升受到了较大的价格影响，而油价增速在后期回落的可能性较大、汽车销售增速也未明显回暖，预计4月消费增速降至8.2%。

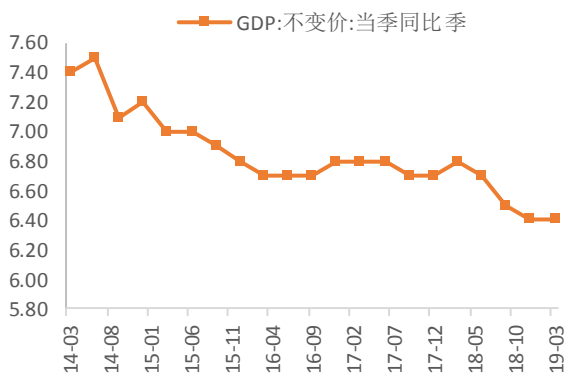
## 一、 衰退式顺差支撑经济增速

今年一季度 GDP 增速 6.4%，与去年四季度持平。三大产业中，第一产业和第三产业增速分别下滑 0.8 和 0.4 个百分点，而第二产业增速上升 0.3 个百分点。三大需求中，最终消费支出和资本形成对 GDP 累计增速的拉动分别下滑 0.8 和 1.3 个百分点，而货物服务净出口上升 2.1 个百分点。

可以看出，净出口对今年一季度经济增长贡献较大。从货物贸易的视角来观察，这应该是由衰退式顺差所导致，今年一季度进口增速的降幅相对出口增速更为显著，所以贸易顺差反而较去年同期明显上升；客观来说，去年四季度和今年一季度我国进、出口增速接连下台阶，对外贸易形势较为疲弱；今年一季度我国出口增速仅为 1.4%，进口增速仅为 -4.8%；去年四季度我国出口、进口增速分别是 3.9%、4.4%；而去年前三个季度，我国出口增速均超 10%，进口增速均高达 20%左右；由于进口增速降幅相对出口更弱，所以一季度我国货物贸易顺差 763 亿美元，反而较去年同期的 449 亿美元明显上升。

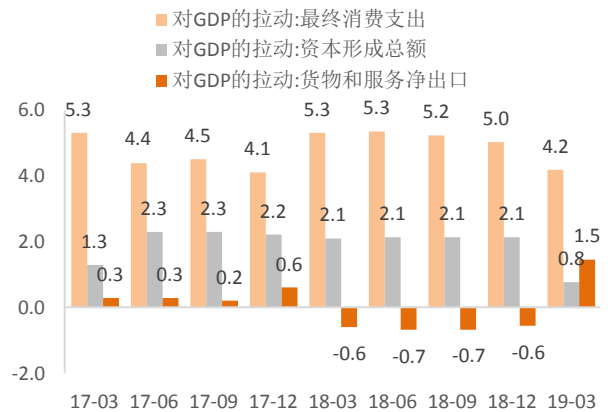
展望来看，衰退式顺差为 GDP 提供支撑的逻辑可能难以持续。一方面，中美谈判达成之后，中国大概率会扩大对美国进口，目前我国对美国尤其较低的进口增速可能将在未来得到大幅修复；另一方面，全球经济走弱对国内出口的负面影响也可能会进一步显现，总体上，我们认为衰退式顺差对经济增长的支撑可能并不牢固。预计二季度 GDP 增速小幅降至 6.3%。

图表1 GDP 增速走势



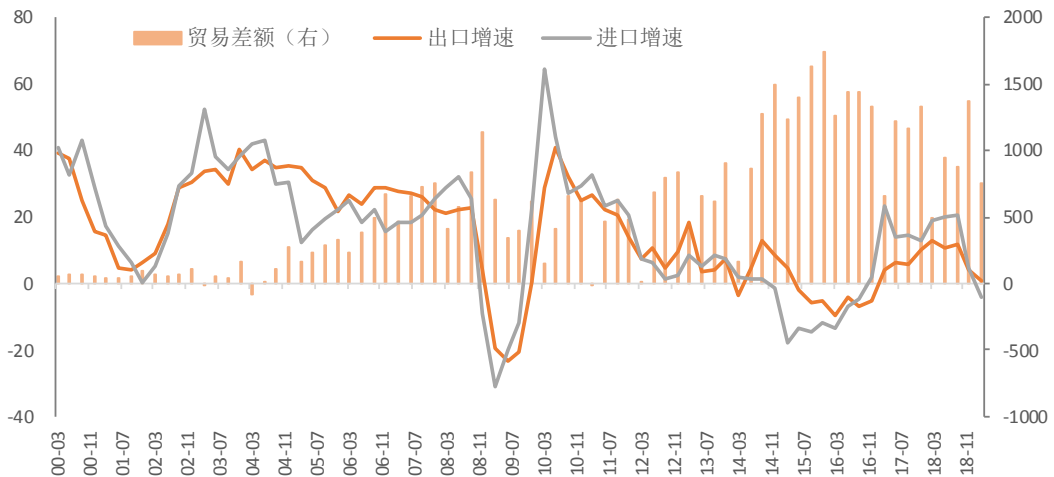
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 三大需求的拉动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 进出口增速和货物贸易差额的季度走势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

## 二、工业增加值增速创逾四年半新高

今年3月工业增加值增速8.5%，较1-2月的5.3%超预期大幅上升了3.2个百分点。从走势上看，工业增加值增速一举逆转近半年来的下行趋势，并创逾四年半新高。虽然本次基数相对偏低，去年同期增速为6.0%，但这一因素显然不能全然解释当前工业增加值的巨大涨幅。3月工业生产超预期的原因可能有：春节错位带来的开工旺季错位；4月实施增值税减税政策导致企业生产采购前置；环保限产明显放松等。

三大行业的工业增加值增速均有上升，其中制造业和采矿业涨幅最大，分别上升3.4和4.3个百分点。细分领域，发电量带动原材产量增速双双反弹回升；粗钢、有色金属产量增速继续上行；建材行业中，水泥产量增速陡然大幅上升了21.7个百分点，平板玻璃产量增速也继续小幅上行；汽车产量增速同样大幅反弹12.5个百分点，增速水平升至-2.6%；高新技术相关行业生产端同样显著大幅走强，通用设备、专用设备、非汽车交运设备、电气机械、计算机通信电子制造业工业增加值增速分别大幅上升9.7、6.4、5.7、7.2、4.2个百分点，走势上均有明显加速。

综合来看，传统行业和高技术行业对本次工业增加值的大增均有贡献，这一点从水泥产量增速的大幅陡然上升和各类设备制造业、计算机电子通信业工业增加值增速的加速上升均可明显看出，3月出口增速的大幅反弹可能也对高新技术行业的工业生产带来了较大的提振。总体上，本次工业增加值的大幅反弹一定程度释放了当前宏观经济企稳的信号（但考虑到经济仍存下行压力，其持续性仍需观察），结构上，新旧动能的切换较为明显，这一点从发电量增速尚未出现趋势回升迹象（高耗能行业整体的生产相对并不强势），而高新技术行业增速接连加速上行可以看出。短期预测方面，预计4月工业增加值增速小幅回落到6.8%。

图表4 工业增加值增速短期走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 1月数据进行了平滑处理

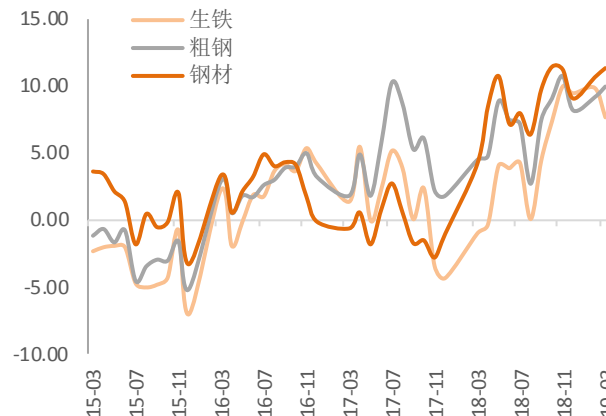
图表5 工业增加值长期走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

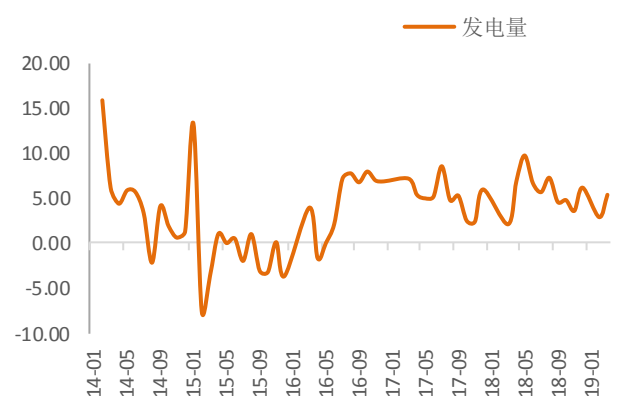
注: 1月数据进行了平滑处理

图表6 生铁粗钢钢材产量增速走势 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 发电量增速走势 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 三、 投资增速回升， 但制造业投资增速继续大幅下滑

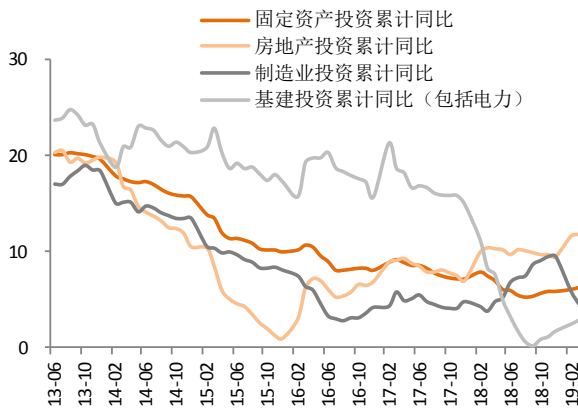
今年 1-3 月固定资产投资增速继续上升 0.2 个百分点至 6.3%，其中房地产投资增速继续上升 0.2 个百分点至 11.8%，基建投资增速（包括电力）上升 0.5 个百分点至 2.9%，制造业投资增速继续大幅下滑 1.3 个百分点至 4.6%。我们预计 1-4 月投资增速小幅回落至 6.1%，具体分析如下：

1-3 月房地产投资增速继续回升，应该仍然是受施工面积增速上升推动所致，土地购置方面大概率仍然是负面拖累：1-3 月施工面积增速继续上升 1.4 个百分点；新开工面积增速回升 5.9 个百分点，但目前仍低于去年水平；竣工面积增速小幅反弹 1.1 个百分点至 -10.8%，走势仍弱；土地购置方面明显较弱，1-3 月土地成交价款增速大幅下滑 13.9 个百分点至 -27.0%，土地成交面积增速略反弹 1.0 个百分点至 -33.1%，1-2 月的土地购置费增速同样大幅下滑 22.6 个百分点；销售增速小幅反弹，1-3 月销售面积增速反弹 2.7 个百分点至 -0.9%，销售额增速反弹 2.8 个百分点至 5.6%；房企资金

面有所缓和,资金来源增速回升3.8个百分点至5.9%,贷款和预收款增速均有明显上升。展望来看,我们认为房地产投资增速仍然有下行压力:一方面,土地购置方面的下行压力还将进一步显现,另一方面,未来竣工面积的回升可能会带动施工面积增速回落。

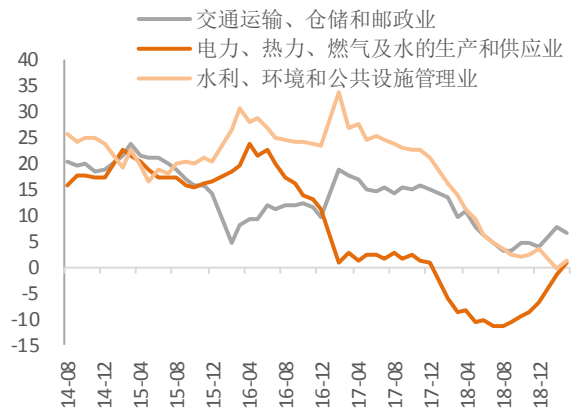
基建投资增速的逐步回暖和制造业投资增速的下行走势基本符合预期。制造业投资增速的下行与其工业增加值增速的大幅向上走势背离,这可能一定程度受到企业利润下行幅度明显加大的影响。从已公布的行业来看,今年一季度,有色、金属制品、通用和专用设备制造、汽车制造、非汽车交运、电气机械制造、计算机通信电子制造的投资增速均显著低于去年水平。展望来看,基建投资增速回暖、制造业投资增速放缓的趋势可能将继续延续。

图表8 固定资产投资增速走势



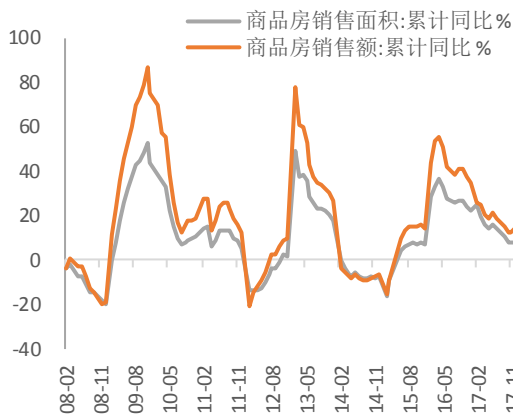
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 基建三大子行业增速走势



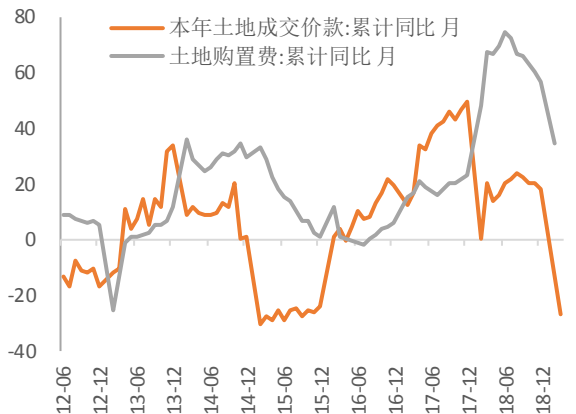
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 商品房销售面积与销售额增速 (%)



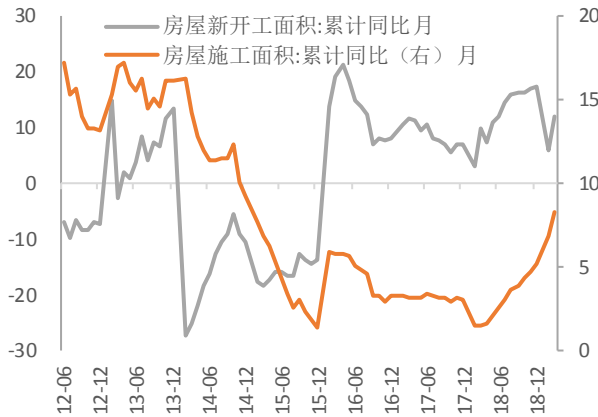
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 土地成交价款与购置土地面积增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 房屋新开工与施工面积增速 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 房企资金来源增速

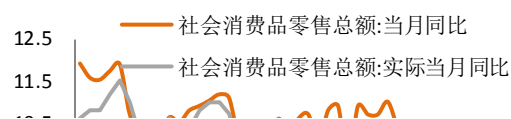


资料来源: Wind, 平安证券研究所

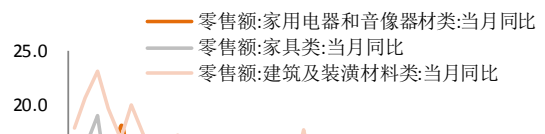
## 四、 名义消费增速回升， 但实际增速回落

3月社零消费增速继续小幅回升至8.7%，不过实际消费增速却回落0.4个百分点至6.7%，油价因素可能对3月名义消费增速的上升贡献较大。结构上，餐饮收入较上期下滑0.2个百分点至9.5%，商品零售增速上升0.6个百分点至8.6%。商品消费中，房地产相关消费和石油制品消费上升显著，而汽车销售增速有所走弱：房地产相关消费中，家电、家具、建材消费增速分别大幅回升11.9%、12.1%、4.2个百分点至15.2%、12.8%、10.8%；受油价影响，3月石油制品消费增速回升4.6个百分点至7.1%；3月汽车销售增速下滑1.6个百分点至-4.4%，增速水平仍然非常低迷。考虑到当前消费增速的回升受到了较大的价格影响，而油价增速在后期回落的可能性较大，由此短期预测来看，预计4月消费增速降至8.2%。

图表14 社零消费增速走势 (%)



图表15 房地产相关消费增速



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\\_13081](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13081)

