

2019 年 4 月 7 日

宏观经济



预计首季 GDP 增长 6.4%，信贷喜中带忧

——2019 年 3 月经济金融数据前瞻

宏观简报

春节错位影响不容忽视，我们维持一季度 GDP 同比增速持稳于 6.4% 的判断，而非反弹。其中消费的拉动可能下降，基建和地产施工促投资轻微改善，净出口的拖累与前一季度大致持平。在大宗、油价与猪价的支撑下，3 月份 PPI 同比或小幅改善，而 CPI 同比或重回 2% 时代。3 月工业增加值反弹至 5.9% 左右（前值 5.3%），而工业利润同比增速或转正。部分反映季末冲量效应，预计 3 月社融存量同比较 2 月的 10.1% 有较大反弹，或不低于 10.3%。按揭和短期消费贷可能仍是部分银行偏好投放的领域，城投项目贷也可能还是重点。在去杠杆以及“房住不炒”的大背景下，如果与房地产相关的贷款增长过快，监管可能会转而从严，抑制信用扩张反弹的可持续性，这意味着信贷增速反弹的可持续性待观察。

分析师

张文朗（执业证书编号：S0930516100002）
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

黄文静（执业证书编号：S0930516110004）
010-56513039
huangwenjing@ebcn.com

郭永斌（执业证书编号：S0930518060002）
010-56513153
guoyb@ebcn.com

邓巧锋（执业证书编号：S0930517100005）
021-22169157
dengqiaofeng@ebcn.com

联系人

郑宇驰
021-52523807
zhengyc@ebcn.com

一季度 GDP 同比或为 6.4%

预计一季度实际 GDP 同比与我们年初的预测大致一致 (6.4%)，消费的拉动偏弱，净出口的拖累与上季度大致持平。

3 月固定资产投资或续升，累计同比或由 2 月的 6.1% 小幅反弹至 6.3%，分项来看，大致如下。

“因城施政”下部分地区调控“松绑”，一二线楼市销售回暖，整体销售或温和企稳。据克尔瑞统计，3 月全国约 13 城放松楼市调控，包括京津冀、芜湖、菏泽等地放松公积金政策或调降人才落户门槛。3 月 30 城商品房成交累计同比从 2 月的 -4.7% 反弹到 3 月的 4.6%，其中一线反弹最多，二线次之，三线变化不大。30 城销售自去年年中开始回温，但仅占全国 10%，全国销售企稳程度仍需观察。

房企整体拿地或依然谨慎，3 月百城住宅供地占地面积累计同比从 2 月的 -16% 进一步下滑至 -21%，其中一线供地高、拿地快，二线低迷，三线恶化。但土地成交均价同比均转正，溢价率反弹。2 月新开工的超预期下滑，一方面反映开发商从稍激进的“开工回款”策略转变为保守的“施工加快”存量策略，另一方面或受南方阴雨影响。天气扰动消退后，3 月新开工或小幅反弹，但与去年底 17% 的增速比或仍较弱，施工和竣工增速或续升，房地产开发投资累计同比或与上月持平于 11.6% 的高位。

预计基建投资累计同比增速或反弹至 4.5% 左右 (前值 3.5%，去年同期为 8.3%)。从 1-2 月基建投资反弹的行业来看，主要是交通运输类 (高铁、高速)，高铁、高速、轨道交通仍是基建的主要投资标的。过去数月资金到位比较顺畅，预计 3 月份基建投资增速继续好转。

春节错位等因素或带来制造业投资小幅反弹至 6.5% 以上 (前值 5.9%)。今年春节错位因素，以及基建开工复苏和南方天气好转或带动制造业投资小幅反弹，但前期工业企业利润下滑态势，制约制造业反弹幅度。

但社消增速可能仍然比较弱。春节错位对消费而言有利于 2 月，不利于 3 月，餐饮、化妆品、金银珠宝等或有所放缓。乘联会数据显示，3 月汽车零售和批发同比分别达 -12% 和 -14%，较 2 月的 -18.7% 和 -16.9% 略有改善，但仍较低迷，4 月 1 日增值税下调、进口豪车降价、以及部分地区国五/国六车型切换，消费者观望情绪仍浓。竣工加快或边际提振地产链相关消费。3 月社消同比或与上月持平于 8.2%。

春节错位，进出口同比反弹，但仍拖累经济增长。有一些积极的信号预示着进出口或初现触底迹象。韩国 3 月出口、进口同比增速分别为 -8.2%、-6.7% (工作日较去年少 1 天)，其中前 20 天对中国出口同比下降 12.6%、进口同比上升 12.1%，均较前值有一定程度的改善。越南 3 月出口、进口同比增速分别为 5.4%、14.7%，较前值改善较大。海关总署署长倪岳峰在 3 月 9 日接受采访时提到，“3 月上旬 (截至 9 日凌晨)，进出口同比增长 24.7%；出口回升势头更加强劲，同比增速达到 39.9%。”李克强总理在博鳌论坛开幕式演讲中提到：“特别是进入 3 月份，日均发电电量增速达到两位数，进出口、货运等增长加快。”。叠加基数效应，预计 3 月出口同比增长 12% (前值 -21%)，进口同比增长 -5% (前值 -5%)。但净出口对一季度增长或仍拖累 0.3 个百分点。

通胀或温和上升

3月PPI同比或回弹至0.3%（前值0.1%）。1) 黑色金属方面，基建发力，地产施工加快，黑色金属需求上升，尽管3月后半月，两会闭幕后高炉开工率上升，钢价有所回落，全月看，环比升，同比降幅收窄。**2) 能化方面**，委内瑞拉情况持续恶化，OPEC持续减产，以及伊朗制裁豁免期临近，3月国际油价与国内成品油价环比上涨，同比由负转正，化工品同比降幅亦收窄。**3) 煤炭方面**，6大发电集团日均耗煤量上升以及春节错位，动力煤价格环比升、同比改善。高炉开工恢复支撑焦煤价格。**4) 有色方面**，全球普遍的低库存是有色价格的有力支撑。

猪价、菜价带动3月CPI同比或回升至2.1%（前值1.5%）。1) 非洲猪瘟导致产能快速出清，2月能繁母猪存栏同比下滑20%，加上收储扰动，节后猪价淡季不淡，3月全国外三元生猪价格已上涨近30%，22省市猪肉价格也上涨了15%，新一轮猪周期上行开启。**2)** 南方持续降雨影响以及和冬春蔬菜交接不及时，3月菜价环比大涨，而去年同期寒潮褪去后菜价快速回落造成低基数，菜价同比亦大幅反弹，猪价和菜价或较上月多贡献0.4和0.3个百分点。**3)** 前期PPI放缓或对CPI仍有短暂传导。70城房价坚挺或仍支撑房租。

工业生产和利润增速或回暖

预计3月份工业增加值反弹至5.9%左右（前值5.3%，去年同期6.0%）。总体来看，受春节错位影响，去年3月份开工晚，而今年开工较早，有利于今年3月份的工业生产。高频数据显示，3月份6大发电集团耗煤量同比增长3.9%（前值为-14.8%，去年同期为-2.5%）；但从高炉开工率来看，截至3月29日为63.6%（2月底为65.8%），有所下滑。总体来看，受春节错位因素影响，工业生产会反弹，但由于需求偏弱，总体反弹力度有限。

预计3月份工业利润增速或转正。1-2月工业利润同比下滑14%，主要是由价格因素导致，但我们认为勿过忧。第一，从需求端来看，基建投资会持续性反弹，支撑地产投资的建安投资也会持续到4-5月份后回落，对工业利润量的拉动上会在未来有所体现，实际上1-2月石油加工、黑色、有色利润下跌价格是主因，而量上是反弹的，预计未来量上的反弹会持续。第二，受基建、地产投资反弹影响，3月钢铁、石油、有色价格均有不同程度反弹，价格对利润的拖累未来会减弱。总体来看，需求改善，PPI反弹，工业利润增速或反弹到正区间。

季末冲量助力信贷扩张

3月信贷社融数据或较2月有较大好转。今年春节假期多集中在2月，3月企业开工恢复，新增信贷或高于去年同期（去年同期新增1.12万亿），**预计3月新增人民币信贷1.3万亿-1.4万亿**，新增票据贷款或降至约2000亿。企业债和政府专项债净融额约3500亿和2900亿，**3月社融存量增速同比或不低于10.3%。**

但信贷增速反弹的可持续性待观察。从放贷节奏来看，月底和季末冲量效应不能低估。从结构上看，按揭和短期消费贷可能仍是部分银行偏好投放

的领域，城投项目贷也可能还是重点。在去杠杆以及“房住不炒”的大背景下，如果与房地产相关的贷款增长过快，监管可能会转而从严，抑制当前信用反弹速度的可持续性。

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_13339

