宏观专题报告 2019 年 4 月 25 日

1-2 月（一季度）已探明经济基本面底部

1-2 月经济继续探底

1-2 月经济探底是多因素共振的结果，主要受春节季节性因素和中美贸易摩擦的抢出口的滞后影响；另外，受金融收缩的滞后影响，M1、M2、社融余额同比增速持续下行到去年底，消费和投资仍较低迷。

3 月经济增速大幅回升

逆周期调节力度较大，货币政策开足马力，财政政策加力提效，3 月经济回暖，规模以上工业增加值增速大幅回升，不仅为 1-2 月经济探明底部提供了支持，还为今后三个季度经济企稳回升打下了基础。

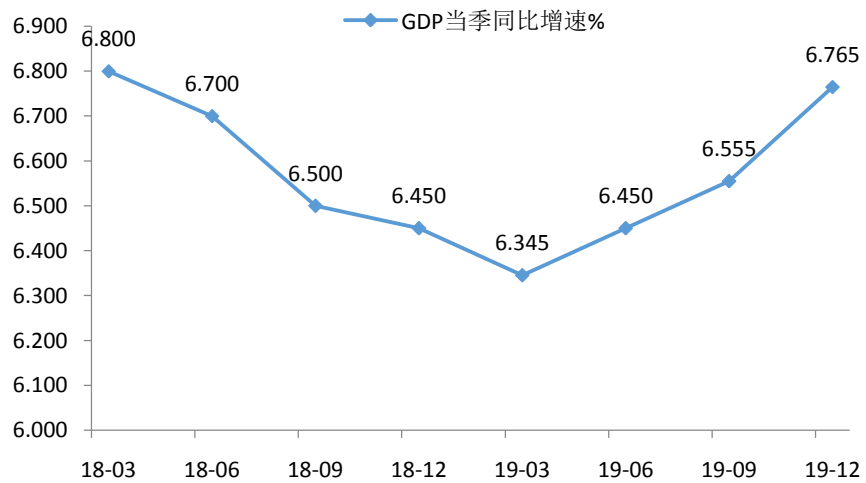
二季度稳增长力度仍然不减

二季度，更大规模的减税降费将逐步落地，财政政策与货币政策加强协调，国内需求将继续企稳回升；欧美货币政策一致转向稳增长，全球经济下行压力将缓解，出口有望好转。二季度起，经济有望逐季回升。

预测二季度起经济增速逐季回升，一季度见底

按目前的稳增长力度，保守预计二季度 GDP 环比增长 1.8%；三四季度 GDP 环比增长速度均按 1.7%计算，二三四季度 GDP 同比增长速度将为 6.450%、6.555%与 6.765%，逐季回升，一季度见底。与 2018 年四个季度 GDP 同比增速结合起来看，季度 GDP 同比增速为 V 型反转趋势。2019 年全年 GDP 增长 6.53%，达到增长合理区间的上限。

2019 年季度 GDP 同比增速预测



相关报告

2019 年宏观经济报告：《20 年周期轮回，激发创新活力势在必行》—20190112

分析师：郝大明
执业证书号：S1490514010002
电话：010-85556189
邮箱：haodaming@hrsec.com.cn

证券研究报告

目录

一、1-2 月经济继续探底 4
（一）春节因素是 1-2 月继续探底主要原因 4
（二）对三大经济体出口增速同步回落 5
（三）金融收缩的滞后影响 6
二、3 月经济大幅回升 7
（一）工业生产同比增速大幅回升 7
（二）3 月工业增加值增速大幅回升的主要原因 10
三、二季度稳增长力度仍然不减 12
（一）全球主要央行一致转向稳增长，出口有望好转 12
（二）项目和资金有保障，二季度基建投资有望加快增长 12
（三）货币政策在加大逆周期调节基础上保持战略定力 13
（四）财政政策继续加力提效 13
四、预测二季度起经济逐季上升 14

图表目录

图表 1：春节因素对 3 月与 1-2 月主要指标同比增速的影响大 4
图表 2：1-2 月对主要经济体出口同比增速降幅较大 5
图表 3：M2 余额和社融存量规模持续下行 6
图表 4：3 月工业增加值同比增速大幅上行 7
图表 5：3 月对主要经济体出口同比增速比 1-2 月大幅回升 8
图表 6：3 月投资增速提高幅度较小 8
图表 7：3 月社会消费品零售总额提高幅度较小 9
图表 8：3 月进口同比降幅扩大 9
图表 9：一季度社融增量比去年同期大幅增加 10
图表 10：3 月财政收入减速 11
图表 11：2019 年季度 GDP 预测 14

继 2018 年 10 月 19 日 A 股市场 2449 点政策底确立和 2019 年 1 月 4 日 A 股市场 2440 点市场底确立之后，经济基本面底部什么时候确立成为广大投资者关注的宏观经济问题。

根据以往的经验，经济基本面底部在政策底和市场底之后确立，经济基本面底部确立之前，随着经济预期企稳回升，企业效益好转，A 股往往会出现较大的上涨行情。

从今年一季度经济运行看，1-2 月经济受春节因素和出口拖累，延续去年下半年以来持续下行趋势，继续探底；3 月国内消费和投资增速企稳回升，出口大幅反弹，工业增加值增速创 4 年多来的新高。我们预测从二季度起，稳增长效果逐渐显现，GDP 同比增速将逐季上升，1-2 月（一季度）已探明经济基本面底部。

一、1-2 月经济继续探底

1-2 月经济探底是多因素共振的结果，主要受春节季节性因素和中美贸易摩擦的抢出口的滞后影响；另外，受金融收缩的滞后影响，M1、M2、社融余额持续下行到去年底，导致消费和投资仍非常低迷。

（一）春节因素是 1-2 月继续探底主要原因

春节是中国人非常重要的一个传统节日，对人们的生产生活的影响也不仅仅局限于 7 天的长假。根据经验来看，春节前 4—5 天，春节后 15—20 天都会对人们的生产生活行为带来一定影响：出口企业在春节前一般有“抢出口”的情况，春节后的复工会有一定的时滞。再从消费来看，春节前一段时间消费增长比较快，同时也会拉高居民消费品价格；春节后有一段时间消费增长速度会有所放缓。

2019 年春节是 2 月 5 日，2 月 5 日前 5 天都在 2 月份，2 月 5 日之后的 15—20 天都在 2 月份，所以对工业生产来讲，整个春节的影响都集中反映 2 月份。去年春节是 2 月 16 日，春节效应的影响中前 5 天反映在 2 月份，后面 15—20 天有一部分反映在 2 月份，有一部分延迟反映在 3 月份。

图表 1：春节因素对 3 月与 1-2 月主要指标同比增速的影响大

	2019 年（春节，2 月 5 日）			2016 年（春节，2 月 8 日）		
	3 月	1-2 月	差	3 月	1-2 月	差
工业增加值	8.5	5.3	3.2	6.8	5.4	1.4
出口	14.2	-4.6	18.8	7.5	-21.1	28.6
社会消费品零售总额	8.7	8.2	0.5	10.5	10.2	0.3
固定资产投资	6.5	6.1	0.4	11.1	10.2	0.9

数据来源：Wind，华融证券。

这就是今年 2 月工业增长速度非常低而 3 月非常高的一个重要原因。剔除春节因素影响后，工业增加值同比增长 6.1%，比 2018 年 12 月加快 0.4 个百分点；3 月工业增加值则比增长 8.5%，创 2014 年 8 月以来的 56 个月新高。

（二）对三大经济体出口增速同步回落

1-2 月经济延续去年下半年以来持续下行趋势，继续探底，主要原因是出口继续下行，投资和消费已底部企稳甚至微幅回升。

1-2 月，出口同比-4.6%，比去年 11-12 月低 4.1 个百分点，比 2018 年 1-2 月（23.7%）回落 28.3 个百分点，比 2018 年全年低 14.5 个百分点。

出口继续下行，主要原因是受 2018 年中美贸易摩擦的抢出口的滞后影响，1-2 月对美出口同比下降 14.6%，比去年 11-12 月下滑 17.7 个百分点；对日本出口同比下降 1.2%，比去年 11-12 月下滑 3.2 个百分点，对欧盟出口同比增长 1.5%，比去年 11-12 月回落 1.2 个百分点。

图表 2：1-2 月对主要经济体出口同比增速降幅较大

	1-2 月同比增速%	2018 年 11-12 月同比增速%	增减百分点（个）
美国	-14.6	3.1	-17.7
日本	-1.2	1.9	-3.2
欧盟	1.5	2.7	-1.2
中国香港	-10.2	-13.5	3.3
中国台湾	5.1	4.5	0.6
韩国	4.4	4.5	-0.1
东南亚国家联盟	0.9	4.7	-3.8
印度	-7.2	-1.0	-6.2
南非	-8.1	-7.2	-0.9
俄罗斯联邦	-5.5	7.5	-13.0
加拿大	11.1	17.6	-6.5
巴西	-9.2	-6.6	-2.6
澳大利亚	2.4	0.1	2.2
新西兰	-7.0	6.2	-13.2

数据来源：Wind，华融证券。

投资和消费已底部企稳。1-2 月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 6.1%，比去年同期低 1.8 个百分点，比去年全年高 0.2 个百分点；高于 2018 年 5—12 月。1-2 月，社会消费品零售总额同比名义增长 8.2%，高于去年 11 月、12 月。

主要受春节因素和出口因素的影响，1-2 月规模以上工业增加值同比增长 5.3%，比去年同期低 1.9 个百分点，比去年全年低 0.9 个百分点；比 2016 年 1-2 月低 0.1

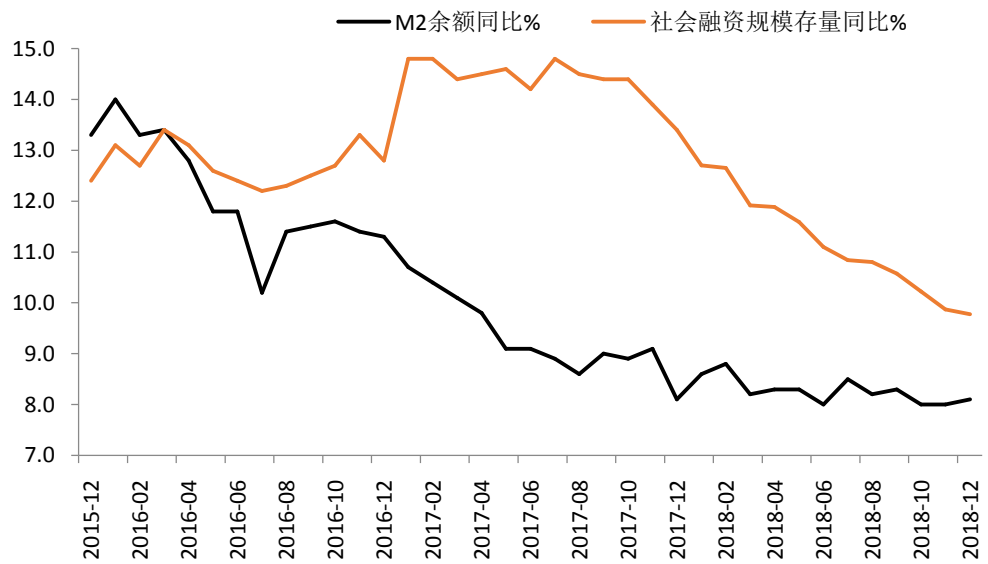
个百分点，比 2009 年同期高 1.5 个百分点，创 10 年新低。

（三）金融收缩的滞后影响

2017 年 7 月 14 日至 15 日，第五次全国金融工作会议提出，金融工作要围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务，及回归本源、优化结构、强化监管、市场导向等四大原则，并提出要把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置。全国金融工作会议后，金融收缩明显，M2 余额自 2016 年 2 月起持续下行，从 2016 年 1 月底的 14.0%持续下行到 2018 年 11 月底的 8.0%；社融规模存量同比增速自 2017 年 8 月起持续下行，从 2017 年 7 月的 14.8%持续下行到 2018 年底的 9.8%。

金融收缩加剧中小企业融资难，融资贵，民间投资增速低迷，增加经济下行压力。1 月新增信贷和社融双双创历史新高，M2 和社融余额同比有所回升，但由于春节因素的影响，经济仍低迷。

图表 3：M2 余额和社融存量规模持续下行



数据来源：Wind，华融证券。

从过去 10 年经验看，2009 年 1-2 月和 2016 年 1-2 月均受多重因素的冲击，经济下行幅度较大，之后稳增长力度较大，经济增速不断上升，1-2 月成为全年经济的底部。我们判断，今年 1-2 月工业增加值同比增长 5.3%，将是 2019—2021 年三年的最低点。

二、3 月经济大幅回升

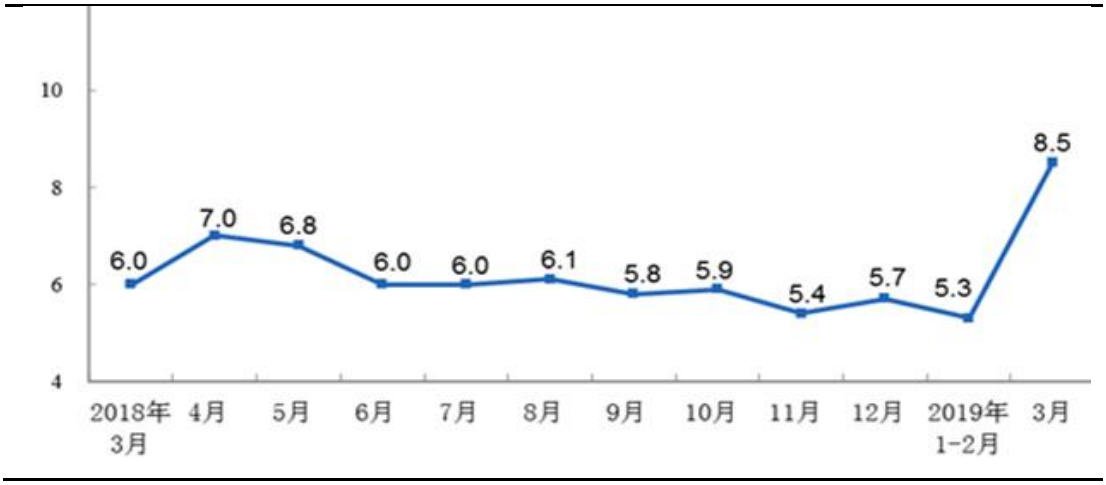
财政政策加力提效，货币政策开足马力，逆周期调节力度较大，3 月经济回暖，经济指标全面回升，其中，规模以上工业增加值增速大幅回升，不仅为 1-2 月经济探明底部提供了支持，还为今后三个季度经济企稳回升打下了基础。

（一）工业生产同比增速大幅回升

3 月工业生产增长加快。3 月规模以上工业增加值同比增长 8.5%，创 2014 年 8 月以来的 56 个月新高，增速比 1-2 月高 3.2 个百分点。

一季度规模以上工业增加值同比增长 6.5%，比 1-2 月高 1.2 个百分点。其中，工业高技术产业增加值同比增长 7.8%，比规模以上工业高 1.3 个百分点；工业战略性新兴产业增加值同比增长 6.7%，比规模以上工业高 0.2 个百分点；新产品快速增长，移动通信基站设备、城市轨道车辆、新能源汽车、太阳能电池产量同比分别增长 153.7%、54.1%、48.2%和 18.2%。

图表 4：3 月工业增加值同比增速大幅上行



数据来源：Wind，华融证券。

工业生产增速提高的主要原因是出口增速大幅提高。

3 月出口（以美元计）同比增 14.2%，比 2 月（-20.7%）提高 34.9 个百分点，比 1-2 月（-4.6%）提高 18.8 个百分点。其中，对美国出口同比增长 3.7%，比 1-2 月提高 18.3 个百分点；对欧盟出口同比增长 23.7%，比 1-2 月提高 22.2 个百分点；对东盟出口同比增长 24.8%，比 1-2 月提高 23.9 个百分点；对香港出口同比下降 0.9%，降幅收窄 9.2 个百分点。

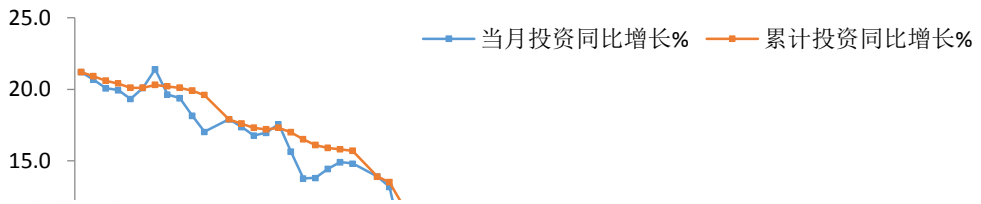
图表 5：3 月对主要经济体出口同比增速比 1-2 月大幅回升

	3 月同比增速%	1-2 月同比增速%	增减百分点（个）
美国	3.7	-14.6	18.3
日本	9.6	-1.2	10.9
欧盟	23.7	1.5	22.2
中国香港	-0.9	-10.2	9.2
中国台湾	25.2	5.1	20.1
韩国	6.7	4.4	2.3
东南亚国家联盟	24.8	0.9	23.9
印度	8.0	-7.2	15.2
南非	20.8	-8.1	29.0
俄罗斯联邦	26.3	-5.5	31.7
加拿大	41.8	11.1	30.7
巴西	14.4	-9.2	23.6
澳大利亚	23.0	2.4	20.6
新西兰	33.6	-7.0	40.6

数据来源：Wind，华融证券。

与出口形成鲜明对比的是，3 月国内需求比较低迷，投资和消费需求改善有限。3 月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 6.5%，比 1-2 月高 0.4 个百分点，一季度同比增长 6.3%，比去年四季度低 1.2 个百分点。

图表 6：3 月投资增速提高幅度较小



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_12917