

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

经济数据超预期 货币政策略收紧 —3月及一季度宏观经济数据点评

2019年4月17日

分析师:

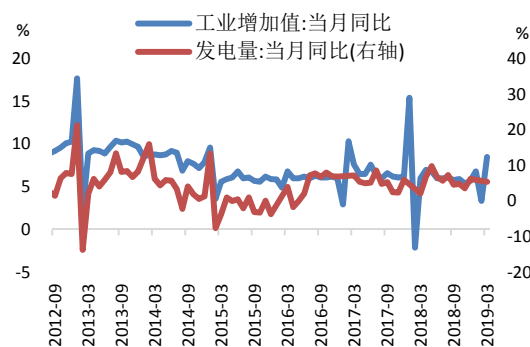
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

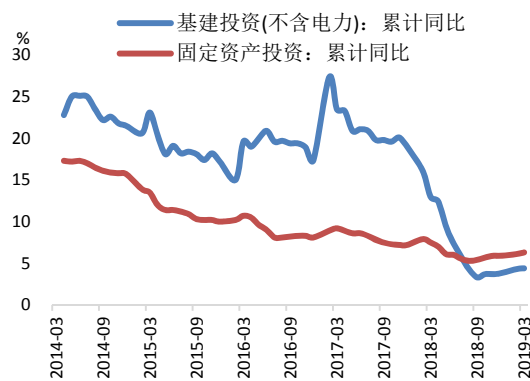
联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

工业增加值与发电量



固定资产投资与基建投资



相关报告

1. 《内困外患下的变与不变—2019年国内宏观经济展望》
2. 《通胀总体温温和, 利润分配转移—2019年通胀形势展望》
3. 《PMI 喜忧参半, 持续性仍待观察—2月 PMI 数据点评》
4. 《出口压力增大, 重点仍在内需—2月外贸数据点评》

内容提要:

国家统计局公布的数据显示,一季度 GDP 同比增长 6.4%, 前值 6.4%, 预期 6.3%; 3月工业增加值同比增长 8.5%, 前值(1-2月) 5.3%, 预期 6.0%; 1-3月固定资产投资同比增长 6.3%, 前值 6.1%, 预期 6.3%; 3月社会消费品零售总额同比增长 8.7%, 前值 8.2%, 预期 8.2%。

一季度 GDP 同比增长 6.4%, 好于市场预期的 6.3%。预计全年名义 GDP 增速或在 8% 左右。由于企业业绩增速与名义 GDP 挂钩紧密, 更多的应该关注后者的变化情况。

3月工业增加值对 GDP 的贡献度增加。工业生产超预期主要受春节错期、政策支持、去产能及环保限产力度减弱等因素影响。

固定资产投资持平于前值与预期, 其中基建投资略升, 房地产投资小升, 制造业投资降幅相对较大。

名义消费增速好于预期, 但实际增速有所回落, 消费内在动力并非名义数据般强劲复苏。

总体而言, 一季度经济数据好于市场预期, 但仍存在一些隐忧。如基建投资增速上行缓慢; 制造业投资下行较快; 房地产市场的不确定性较大; 消费市场短期复苏, 但中期仍面临消费抑制的问题; 一季度净出口对 GDP 的贡献率为 22.8%, 但未来净出口对 GDP 的贡献大概率将下降。

由此, 在看到一季度经济数据好于预期的同时, 下半年仍存在稳增长的压力。虽然短期而言货币政策因为经济数据好转、金融数据大超预期等因素趋于边际紧缩, 但总体仍会稳健, 不排除在财政支出放缓的情况下重现略松的可能性。

风险提示: 供给侧改革调整加大, 贸易摩擦升温, 央行超预期调控, 经济下行压力增大, 海外市场黑天鹅事件等。

事件:国家统计局4月17日公布的数据显示,一季度GDP同比增长6.4%,前值6.4%,预期6.3%;3月工业增加值同比增长8.5%,前值(1-2月)5.3%,预期6.0%;1-3月固定资产投资同比增长6.3%,前值6.1%,预期6.3%;3月社会消费品零售总额同比增长8.7%,前值8.2%,预期8.2%。

点评:3月及一季度宏观经济数据超预期,结合超预期的社融与信贷数据看,经济短周期企稳,货币政策短期边际收紧但中期仍会稳健中性。

1、GDP好于预期,关注名义GDP变化

一季度GDP同比增长6.4%,好于市场预期的6.3%,受生产与消费回升(主要是3月)等因素影响。名义GDP同比增速则从2018年4季度的9.1%降至7.8%,GDP平减指数从2018年4季度的2.6%下降至1.4%。根据我们的预测,2季度CPI和PPI均有所回升,下半年或是CPI稳与PPI降的组合,全年名义GDP增速或在8%左右(2018年为9.7%)。由于企业业绩增速与名义GDP挂钩紧密,更多的应该关注后者的变化情况。

2、工业生产远超市场预期

3月工业增加值对GDP的贡献度增加。2018年9月至2019年2月(1-2月为累计数据)的工业增加值增速持续低于6%,而2019年3月增长8.5%,远超市场预期(6.0%),从而推动一季度工业增加值从1-2月的5.3%升至6.5%,为近7个月新高。后者比2018年4季度高0.8个百分点,但比2018年一季度低0.3个百分点。

工业生产超预期主要受春节错期、政策支持、去产能及环保限产力度减弱等因素影响。第一,春节错期对2019年3月数据的正向影响偏大,2018年春节比2019年晚10天造成当年3月复工时间推后。2019年3月,主要工业品中除了原油与汽车增速有所放缓外,其他品种增速均较2018年同期有不同程度的提升,其中钢材同比增长11.4%(2018年3月为4.2%,下同),水泥增长22.2%(-15.6%),十种有色金属增长6.9%(3.0%)。第二,环保减产力度有所减弱且避免一刀切,有利于供给恢复。第三,财政支出前移(一季度财政赤字近5000亿元,同比大幅上升)、大规模信贷及社融释放有利于提振企业订单增长,2月与3月PMI新订单指数回升(均较前1个月回升1个百分点)并持续在50%之上。

从中观数据看,3月周高炉开工率均值较2018年同期上升0.3个百分点,环比回落2.4个百分点;3月6大发电集团日均耗煤量环比大幅回

升 34.4%，同比增长 3.7%，1-3 月同比则回落 5.4%。

从行业看，3 月 41 个大类行业中有 40 个行业增加值保持同比增长。增速较高的几个行业为专用设备制造业（增长 16.4%，下同）、非金属矿物制品业（15.4%）、电气机械和器材制造业（15.2%）与通用设备制造业（14.1%）等，增速较低的为食品制造业（4.8%）与汽车业（2.6%）等。

3、固定资产投资持平于前值与预期，其中基建投资略升，房地产投资小升，制造业投资降幅相对较大。

基建投资略升。一季度基建投资（不含电力）同比增长 4.4%，较 1-2 月回升 0.1 个百分点，主要受同期信贷（社融）超预期、2019 年专项债提前下达并发行、监管边际放松等因素影响。考虑到新增信贷或社融实质投入到实体经济并起效仍需要一定的时间，可以期待未来 3-6 个月基建投资落地情况持续转好。值得注意的是，目前基建投资增速回升缓慢，制约的主要因素或不在于资金端，可能是匹配项目减少，也可能是项目资本金受到地方政府收入下降的影响。综合考虑，2019 年基建投资增速回升至 10%以上的概率不大。

制造业投资增速持续回落。3 月制造业投资同比增长 4.6%，较 1-2 月的 5.9%进一步回落，主要受企业利润增速放缓等因素影响，其中 1-2 月工业企业利润同比下滑 14%，3 月则“有所好转”（统计局）。随着 PPI 在二季度回升，企业营收和利润有所恢复，叠加增值税税率下调，或对制造业投资有所提振。此外，一季度制造业增加值同比增长 7.2%，为近 16 个月以来新高，3 月则同比增长 9.0%，为近 44 个月以来新高，但制造业整体投资却持续回落，表明当下企业扩产意愿不强。

房地产投资小幅加快，销售再度转正。1-3 月房地产投资同比增长 11.8%，较 1-2 月上升 0.2 个百分点，主要受新开工力度加大等因素支撑，而土地购置费下滑有限从而拖累影响不大；3 月则同比增长 12.0%。3 月新开工面积同比增速较 1-2 月大幅上升 12.1 个百分点至 18.1%；1-3 月施工面积则较 1-2 月上升 1.4 个百分点至 8.2%。从土地市场情况看，2019 年初以来 100 个大中城市土地溢价率较 2018 年下半年有所恢复，但土地购置面积 1-3 月同比下降 33.1%，地产企业拿地策略或转向一、二线城市，三、四线城市由于棚改因素弱化或导致流拍增多。此外，3 月地产销售同比增长 1.8%，从而推动 1-3 月销售增速跌幅收窄 2.7 个百分点。房企资金紧张情况有所缓解，3 月房企到位资金同比增长 13.1%，增速比 1-2 月上升 11 个百分点，其中贷款、自筹、其他资金增速分别回升 10.8、12.8、

10.0个百分点。展望未来，一、二线城市与三、四线城市购地、销售分化持续，自2018年8月起100大中城市成交土地总价同比跌速加大，土地购置费之后计入投资的影响逐步显现，叠加年初以来部分地区房价有抬头迹象或导致调控边际收紧，房地产投资将有所下行。

4、价格上涨以及市场情绪好转推动消费高于预期

名义消费增速好于预期，实际增速有所回落。3月社会消费品零售总额同比名义增长8.7%，好于市场预期（8.2%）。3月RPI同比上涨1.9%，为近4个月新高；年初以来股市上涨与楼市阶段性回暖推升财富效应，市场情绪有所好转，叠加减税、短贷投放加快等因素共同推动消费增速回升。不过，消费实际增长6.7%，较1-2月回落0.4个百分点，比2018年3月下降1.9个百分点，显示消费内在动力并非名义数据般强劲复苏。

分类来看，多数商品销售增速回升，家具、建筑与装潢材料类增速均升至10%之上，与年初以来地产销售回暖有一定的关系，日用品、家用电器类更是在15%之上；拖累最多的是汽车，其销售同比回落4.4%，跌幅较2月进一步扩大，可能与4月减税导致消费者推迟购买有一定的关系。不过，4月第一周乘用车厂家零售同比增长8.0%，为近5周以来首次正增长，短期或持续提振汽车销售。

展望未来，财富效应增加、减税、贷款平稳投放有利于稳定消费，下半年基数效应增加有利于汽车销售增速回升从而减轻对整体消费的拖累，叠加新一轮消费刺激政策（人民网：国家发改委办公厅近日下发了关于征求对《推动汽车、家电、消费电子产品更新消费及促进循环经济发展实施方案（2019-2020年）（征求意见稿）》）或将出台，消费有望平稳增长。不过，当前消费市场仍是温和复苏，城镇居民可支配收入增长放缓（一季度实际增长5.9%，低于GDP0.5个百分点），居民加杠杆能力有限，三、四线城市地产市场或将面临调整，未来稳消费仍然有一定压力。

5、货币政策短期边际收紧不改中期稳健中性

总体而言，一季度经济数据好于市场预期，但仍然存在一些隐忧。第一，基建投资增速上行缓慢，对经济的支撑作用尚未完全发挥。第二，制造业投资下行较快，虽然未来有阶段性反弹的可能，但在PPI低位运行、融资成本仍相对较高、外需萎缩的情况下，或难有明显好转。第三，房地产市场的不确定性较大，尤其是三、四线城市，后续仍要观察。第四，消费市场短期复苏，但中期仍面临消费抑制的问题。第五，一季度净出

口对 GDP 的贡献率为 22.8% (2009 年 3 月有数据以来的新高), 而此前 4 个季度均为负值。一季度外需回落, 但进口增速回落更快, 衰退型顺差增长迅猛 (同比增长 70.1%)。此外, 3 月在外部主要国家出口增速负增长的同时, 中国出口取得了超预期的增长。在外需回落、整体贸易增速下行的大背景下, 中国出口很难独善其身, 未来净出口对 GDP 的贡献大概率将下降。

由此, 在看到一季度经济数据好于预期的同时, 下半年仍存在稳增长的压力。虽然短期而言货币政策因为经济数据好转、金融数据大超预期等因素趋于边际紧缩, 但总体仍会稳健, 不排除在财政支出放缓的情况下重现略松的可能性。

风险提示: 供给侧改革调整加大, 央行超预期调控, 贸易摩擦升温, 经济下行压力增大, 海外市场黑天鹅事件等。

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_13050

