



## 联讯证券专题研究

# 关注增长的预期差

2019年04月18日

### 投资要点

**分析师：李奇霖**

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@lxsec.com

**分析师：张德礼**

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

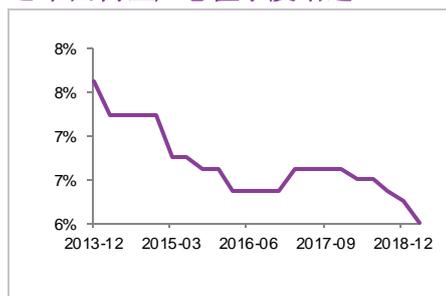
邮箱：zhangdeli@lxsec.com

**研究助理：钟林楠**

电话：

邮箱：zhonglinnan@lxsec.com

### 近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

### 相关研究

《未尽的债牛》2019-03-20

《破除抵押品依赖：信用贷款是如何支持中小微的？》2019-03-27

《深度解析非金融企业杠杆》2019-04-03

《社融缘何放量？》2019-04-12

《经济缘何企稳》2019-04-17

### ◇ 关注增长的预期差

经济在一季度企稳，已经是既定事实。现在市场的关注点是，企稳能持续多久、力度有多强，目前似乎有不少分歧。

本报告围绕这些分歧展开，分成三部分，一是分析支撑一季度经济企稳的动力是什么，二是宽信用政策对实体经济的拉动效果如何，三是判断未来的经济形势。我们认为，今年三季度末、四季度初，对经济的乐观情绪，可能再度面临修正的压力。

- 一、一季度经济企稳，主要是地产投资在支撑，由于建安投资增速转正，也带动了相关产品的生产。
  - 二、一季度社融放量，房地产行业其实不是最为受益的，真正对社融回升起决定性作用的，是从去年三季度开始小幅反弹的基建。基建投资有季节性规律，一些基建项目，比如道路工程，摊铺沥青对温度有很高要求，冬季不适合施工。这可能是制约基建投资反弹力度的因素之一。随着温度升高，二季度基建投资增速可能加快上升，宽信用对实体经济的拉动体现出来。
  - 三、二季度经济有支撑。一是前面提到的，二季度基建投资增速可能会加快回升。二是目前销售回暖是结构性的，以一线和部分二线城市为主，二线城市整体的地产销售依然负增长，开发商加快低线城市周转的策略没有变。
- 但三季度末、四季度初，对经济的乐观预期可能需要修正，关注增长的预期差。核心逻辑有两个，一是地产投资回落，二是货币政策已经出现边际变化。

### ◇ 风险提示：外需环境变差，导致中国出口承压



## 目 录

一、为什么经济企稳比预期的更早.....	3
二、宽信用对经济的拉动，将在二季度体现得更为明显.....	6
三、关注增长的预期差.....	8

## 图表目录

图表 1: 五大终端需求中，只有基建和地产投资的增速在今年一季度上升.....	3
图表 2: 地产投资中，能够真正直接产生需求的建安投资，今年增速转正.....	3
图表 3: 3 月水泥产量增速创三年新高.....	4
图表 4: 今年全国主要钢厂的螺纹钢产量，高于往年同期.....	5
图表 5: 即使是高产量，水泥和螺纹钢的价格近期依然持续上涨.....	5
图表 6: 一季度全社会杠杆率再度上升.....	6
图表 7: 一季度房地产相关融资在新增社融中的比例，处于 2015 年以来同期最低.....	6
图表 8: 城投债净融资占非金融企业债券净融资的比例，重回 50%.....	7
图表 9: 一季度公共财政支出中，交通运输的同比增速最高.....	7
图表 9: 今年地产销售回暖是结构性的，以一线和部分二线城市为主.....	8
图表 10: 三线及以下城市 2018 年房屋竣工增速跌幅收窄得更快，预计 2019 年还将持续.....	8
图表 11: 三线及以下城市是房地产施工的主体.....	9
图表 12: 从领先指标看，新开工增速将回落，3 月的反弹难以持续.....	9
图表 13: 基建投资资金来源中，预算内资金占比不足两成.....	10
图表 14: 100 大中城市土地成交总价，对土地出让收入有一定领先性.....	10
图表 15: 一季度社融增速与名义 GDP 增速出现分化.....	11



经济在一季度企稳，已经是既定事实。现在市场的关注点是，企稳能持续多久、力度有多强，目前似乎有不少分歧。

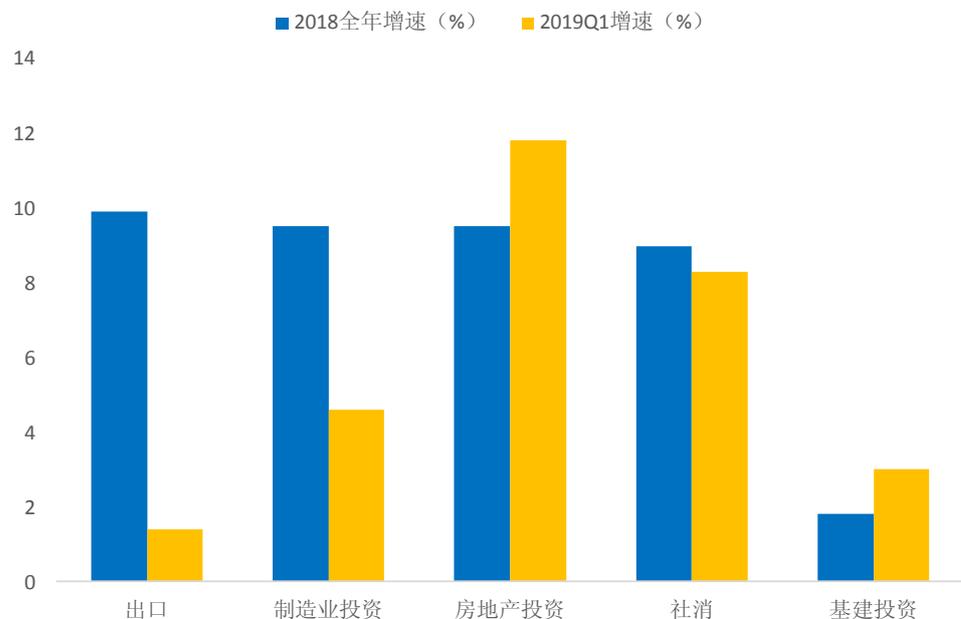
本报告围绕这些分歧展开，分成三个部分。一是分析支撑一季度经济企稳的动力是什么，二是宽信用政策对实体经济的拉动效果如何，三是判断未来的经济形势。我们认为，今年三季度末、四季度初，对经济的乐观情绪，可能再度有修正压力。

## 一、为什么经济企稳比预期的更早

在一季度经济数据发布前，市场主流的观点是一季度 GDP 增速 6.3%，经济将在二季度见底企稳。而实际情况是，一季度 GDP 同比增长 6.4%，持平于 2018 年 4 季度，经济企稳的时间比预期的来得更早。

那么，支撑经济超预期企稳的动力是什么？将五大终端需求的一季度增速，同 2018 年全年增速相比，提高的只有房地产投资和基建投资。各终端需求中，这两个受逆周期调控政策的影响最为直接，是各轮经济下行周期中最常用的稳增长手段。

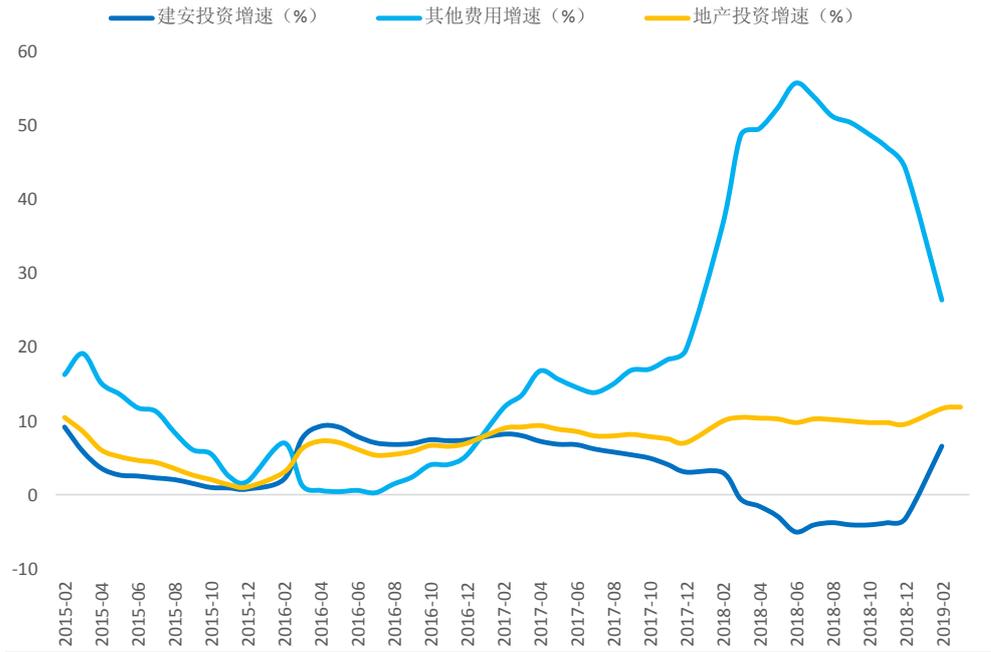
图表 1: 五大终端需求中，只有基建和地产投资的增速在今年一季度上升



资料来源：联讯证券，Wind

而地产和基建这两个托底的需求中，房地产在一季度的影响更为重要。一方面，因为地产投资的增速（11.8%）与增速提高的幅度（2.3%），都要比基建（分别为 1.8% 和 1.2%）更高。另一方面，则在于地产投资内部，真正能够直接创造需求的建安投资增速，在今年开始转正。

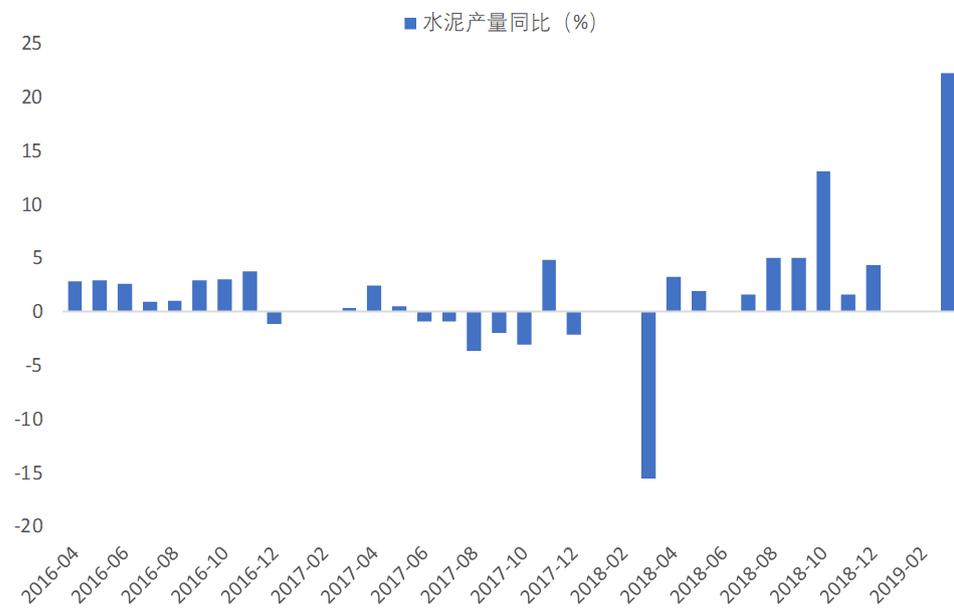
图表 2: 地产投资中，能够真正直接产生需求的建安投资，今年增速转正



资料来源：联讯证券，Wind

地产建安投资的企稳，也带动了相关产品的生产，对 3 月工业增加值增速的跳升有正向推动。最典型的是水泥，由于可以储存的时间短，它的产量能够反映即时需求。3 月水泥产量同比增长 22.2%，在统计局公布增速的主要产品中，增速仅次于新能源汽车和核电，这一增速也创下了三年新高。

图表 3: 3 月水泥产量增速创三年新高

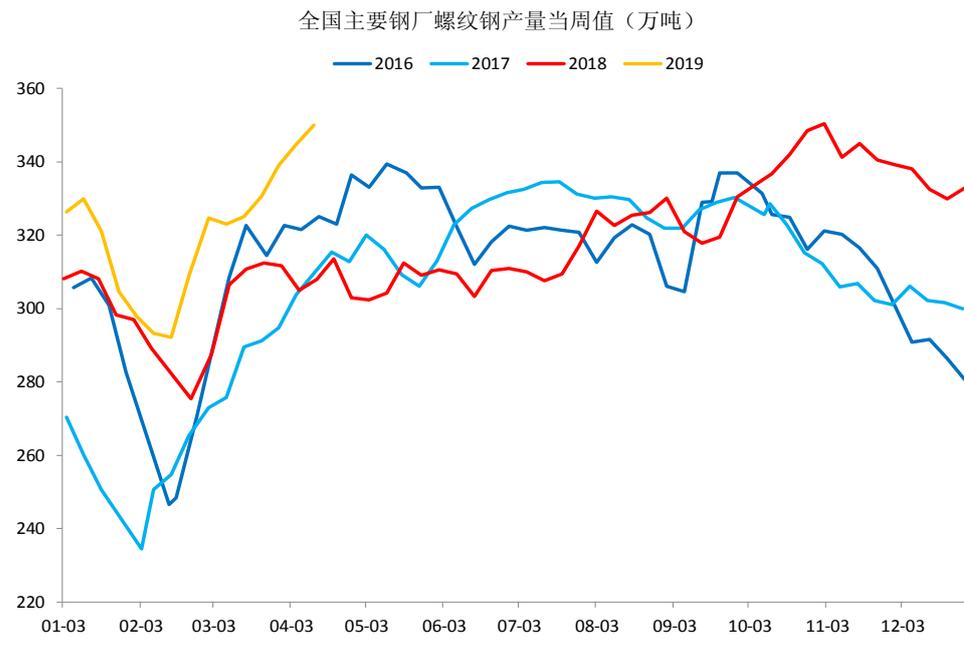


资料来源：联讯证券，Wind

螺纹钢也是如此。年初至今全国主要钢厂的螺纹钢产量都要高于往年同期，但 3 月开工旺季后，库存去化的速度依然很快。



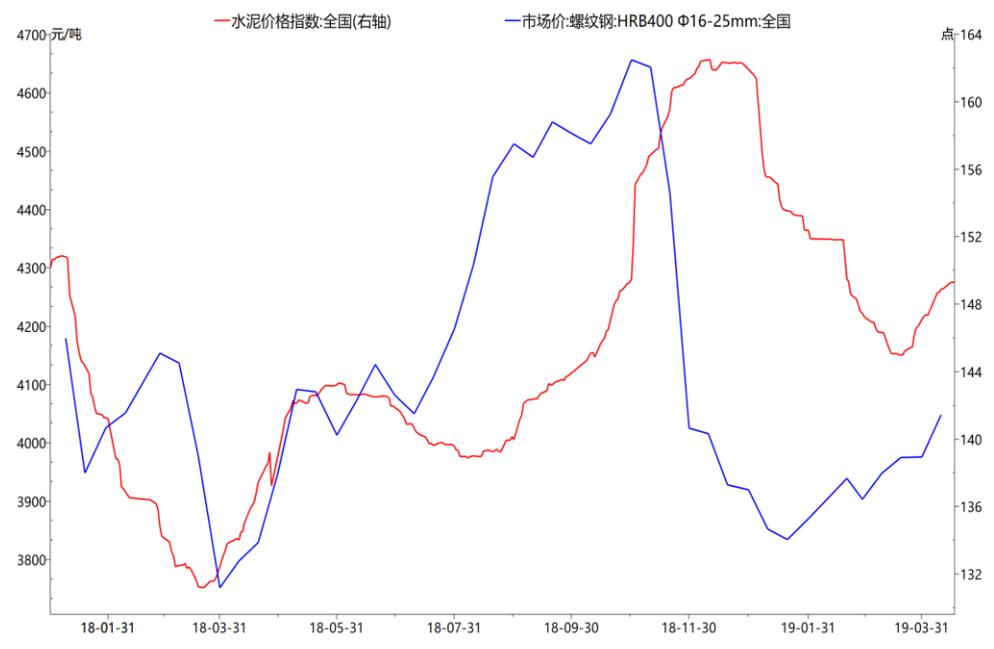
图表 4: 今年全国主要钢厂的螺纹钢产量, 高于往年同期



资料来源: 联讯证券, Wind

从价格的角度, 也能看出地产产业链的需求强劲。即使是高产量, 全国水泥价格指数 3 月下旬至今持续上涨, 而螺纹钢的现货价格从 2 月中旬就已经启动。两者的价格走势, 和去年一季度并不相同。

图表 5: 即使是高产量, 水泥和螺纹钢的价格近期依然持续上涨



资料来源: 联讯证券, Wind

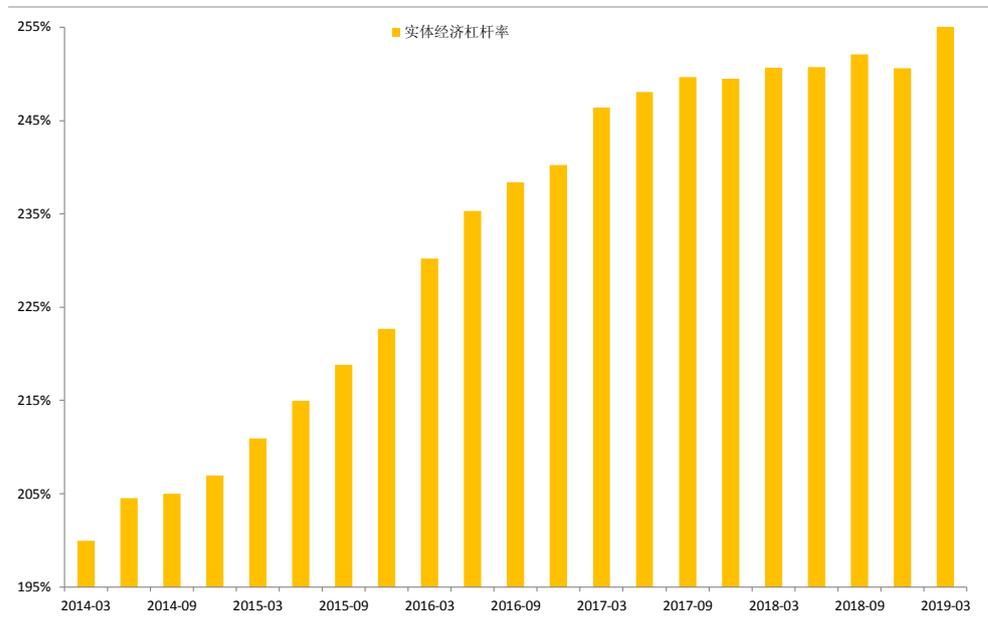
总结一下, 我们认为一季度经济企稳, 主要是地产投资在支撑。由于建安投资增速转正, 也带动了相关产品的生产。



## 二、宽信用对经济的拉动，将在二季度体现得更为明显

一季度社融放量和财政前置，实体部门杠杆率再度回升。据我们测算，中国实体部门杠杆率，从 2018 年四季度的 251% 上升到今年一季度的 256%。

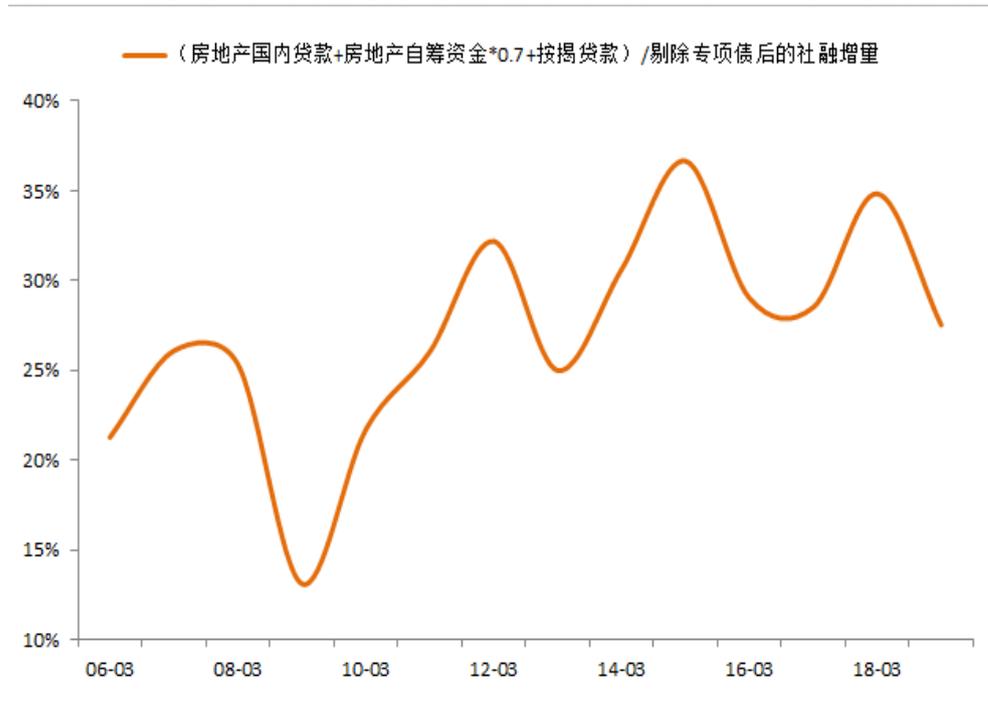
图表 6: 一季度全社会杠杆率再度上升



资料来源: 联讯证券, Wind

但结构上看，房地产业并不是这一轮宽信用的主要受益者。一季度 8.18 万亿天量社融中，以（房地产国内贷款+0.7×房地产自筹资金+按揭贷款）/剔除专项债后的新增社融，来衡量的房地产业融资占新增社融比例，处于 2015 年以来同期的最低水平。

图表 7: 一季度房地产相关融资在新增社融中的比例，处于 2015 年以来同期最低

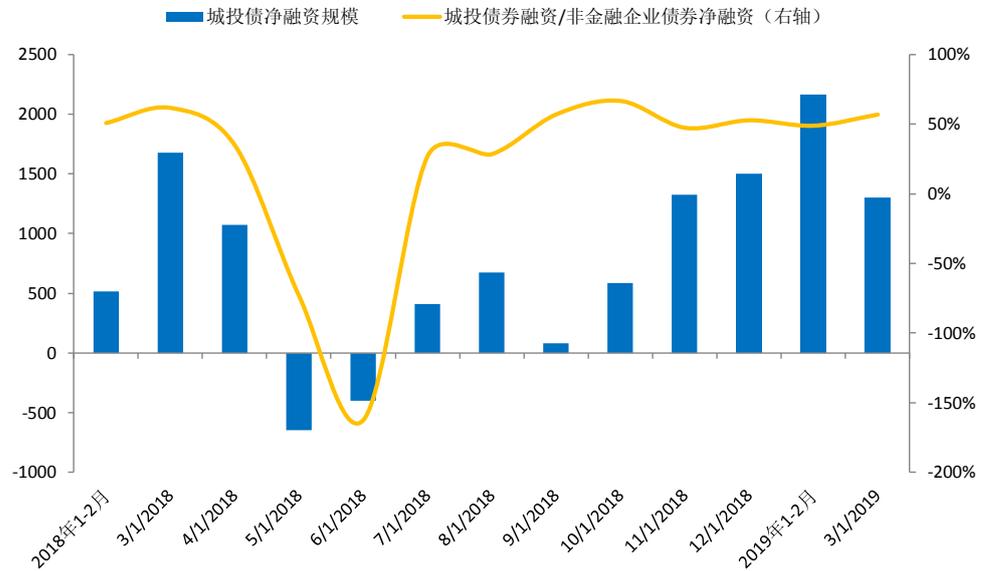


资料来源: 联讯证券, Wind



真正对社融回升起决定性作用的，是从去年三季度开始小幅反弹的基建。这一点可以从城投债净融资占非金融企业债券净融资的比例大幅回升到 50%以上，以及专项债加速发行这一点上得到佐证。

图表 8: 城投债净融资占非金融企业债券净融资的比例, 重回 50%

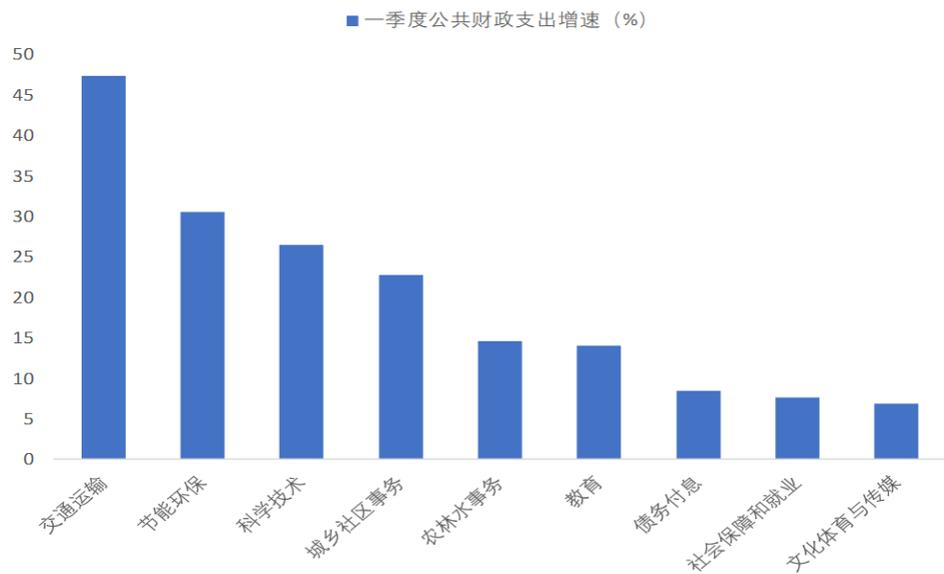


资料来源: 联讯证券, Wind

基建投资有季节性规律, 一些基建项目, 比如道路工程, 摊铺沥青对温度有很高要求, 冬季不适合施工。这可能是制约基建投资反弹力度的因素之一。随着温度升高, 二季度基建投资增速可能加速上升, 宽信用政策对实体经济的拉动开始体现出来。

一季度一般公共预算支出中, 用于交通运输的增速 47.4%, 是各项支出中最高的, 也能为二季度基建投资提供一定资金基础。

图表 9: 一季度公共财政支出中, 交通运输的同比增速最高



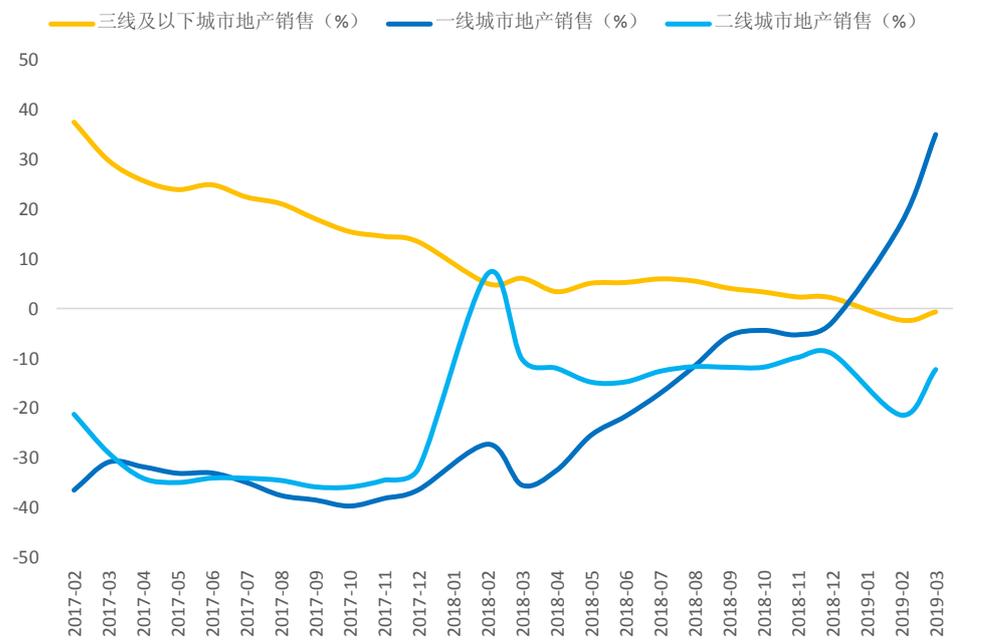
资料来源: 联讯证券, Wind



### 三、关注增长的预期差

二季度经济有支撑。一是前面提到的，二季度基建投资增速可能会加快回升。二是目前销售回暖是结构性的，以一线和部分二线城市为主，二线城市整体的地产销售依然负增长，开发商加快低线城市项目周转的策略没有变。

图表 9: 今年地产销售回暖是结构性的，以一线和部分二线城市为主



资料来源：联讯证券，Wind

图表 10: 三线及以下城市 2018 年房屋竣工增速跌幅收窄得更快，预计 2019 年还将持续



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\\_13056](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13056)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn