

3 月经济数据点评

——库存调整带动工业生产短期走强

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2019 年 4 月 17 日

内容提要

政府减税降费、财政发力以及信贷供应的回升对经济的提振初显成效，一季度经济企稳使得市场对基本面的悲观预期大幅缓解，但从月度的经济数据来看，生产短期走强可能更多反映库存的短期影响，而需求端的显著回暖仍需持续观察。

3 月企业增加存货或许基于两方面原因：一是经济悲观预期修复下，企业回补存货；二是增值税率下调前，企业加大原材料采购，从这个角度讲，4 月工业生产回落的压力可能较大。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

2 助理宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

一、消费回升带动经济企稳

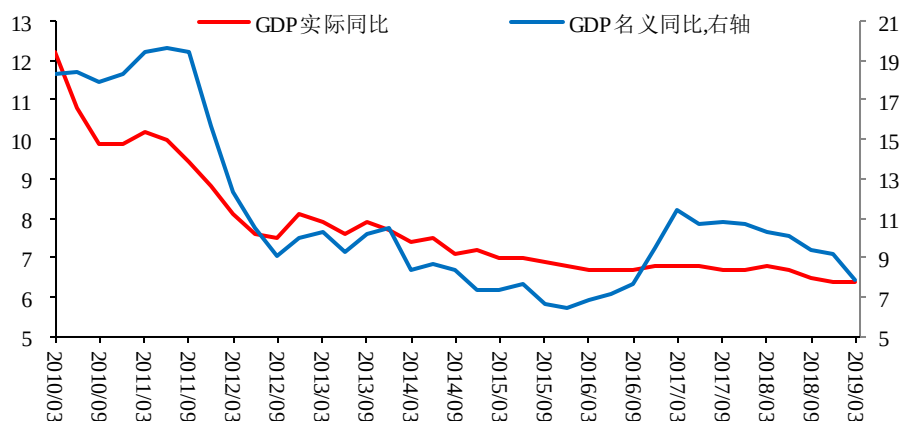
今年 1 季度，国内 GDP 实际同比 6.4%，与去年 4 季度持平；名义同比 7.8%，较去年 4 季度回落 1.3 个百分点。

分产业看，第二产业显著反弹，是推动 GDP 企稳的主要因素，这也与 1 季度工业增加值大幅回升相互印证。第一产业和第三产业延续回落，第三产业的持续走弱与互联网寒冬有关，互联网行业去年来经历了普遍的生产经营困难。

1 季度名义 GDP 大幅回落的同时，社会融资增速快速反弹，考虑到宏观杠杆率的约束以及经济出现企稳的迹象，全年社融增速按一季度涨幅反弹的可能性偏低。

从支出端数据来看，1 季度固定资产投资、出口双双出现回落，而社会消费品零售企稳反弹，是推动经济企稳最主要的力量。

图1：GDP 实际同比和名义同比，%



数据来源：Wind，安信证券

二、库存回补驱动工业增加值反弹

1 季度规模以上工业增加值同比 6.5%，较去年 4 季度回升 0.8 个百分点。3 月

工业增加值 8.5%，较上月大幅上行 3.2 个百分点，带动 1 季度工业增加值显著回升。

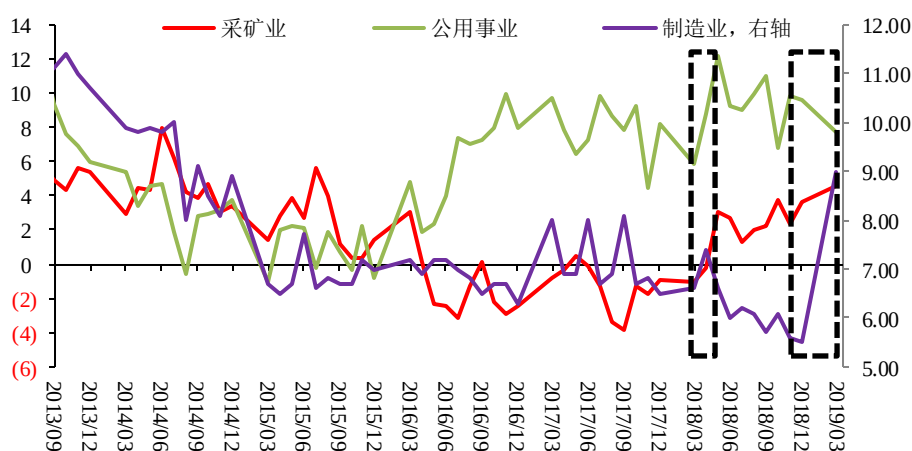
3 月份工业增加值大幅反弹，难以完全被春节因素解释，而同期固定资产投资仅小幅回升、实际社会消费品零售轻微回落、出口反弹主要源于春节因素（韩国、中国台湾 3 月出口改善较为有限，全球经济仍在趋势下行），合并考虑年初以来商品价格持续上涨，我们倾向于认为工业增加值的大幅反弹可能主要源于企业的存货回补行为。

3 月份企业调整存货或许主要基于两方面原因，一方面是随着年初以来社融增速的企稳反弹，市场对经济的悲观预期开始修复，企业开始出现存货回补的行为；另一方面在于 3 月份两会政府工作报告公布从 4 月 1 日开始下调增值税，这一时点早于市场预期，进而导致企业在新增值税率实施前加大原材料的采购，以获得更高的增值进项税额税抵扣，这种短期的提前采购行为推高了当月的工业增加值。

类似的情形在去年 4 月份也曾出现过，去年 3 月底国常会公布降低制造业增值税税率 1 个百分点，从 5 月开始施行，当年 4 月工业增加值同比大反弹 1 个百分点，这背后固然也有停工复产的原因，但增值税率下调的影响不容忽视。此外，分行业看，单月制造业工业增加值涨幅达 3.5 个百分点，创历史新高，这也是无法完全用需求或者预期改善导致的存货回补来解释的，进一步印证了增值税率变化对工业生产的扰动。

库存调整带来工业生产的走强往往难以形成明显趋势，我们倾向于认为 4 月份工业生产走弱的可能性较大，经济需求端的明显复苏仍需持续观察。

图2：采矿业、制造业和公用事业工业增加值同比，%



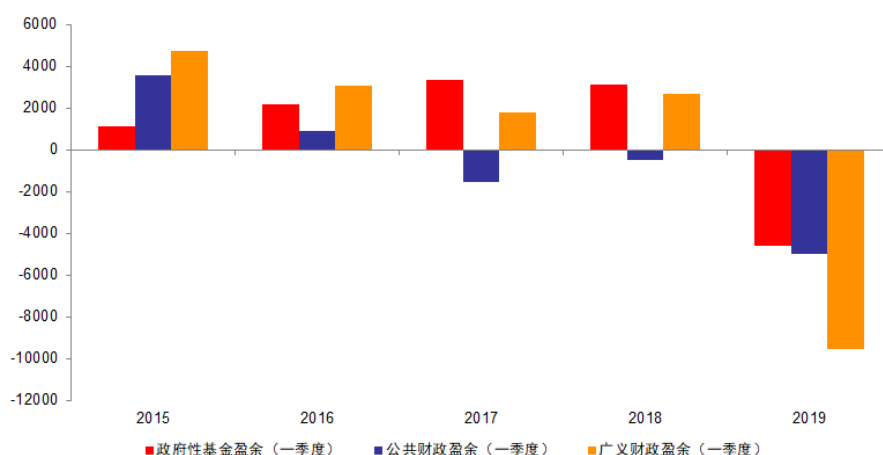
数据来源：Wind，安信证券

三、财政发力带动需求温和复苏

1 季度固定资产投资 6.3%，较去年 4 季度回落 1.2 个百分点，其中制造业投资大幅回落 7 个百分点，是投资下滑的主要拖累；基建投资小幅回落 0.6 个百分点，房地产投资大幅回升 3.4 个百分点。

3 月基建投资 4.5%，较上月回升 0.2 个百分点，显示财政发力的效果开始显现。今年 1 季度公共财政盈余和政府性基金盈余代表的广义财政赤字达 9554 亿元，较去年同期下滑超过 1.2 万亿元，考虑到从资金支出到基建投资完成额的滞后，基建投资在 2 季度持续反弹。

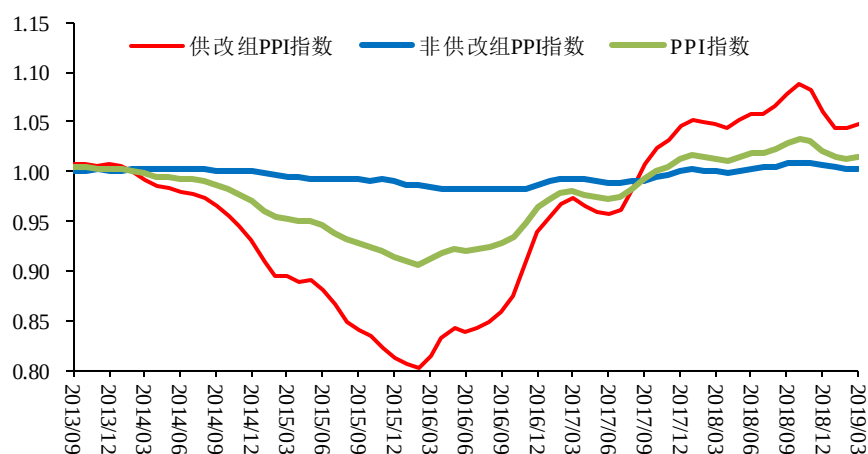
图3：广义财政盈余，亿元



数据来源：Wind，安信证券

3月制造业投资同比3.7%，较2月回落2.2个百分点。根据我们的测算，供给侧的价格指数在去年10月份达到高点后开始回落，制造业投资在经历了去年一年的高增速后也于今年初开始走弱，显示高盈利刺激企业大幅增加投资的时间已经过去，未来制造业投资可能仍有下行的压力。

图4：供改组和非供改组 PPI

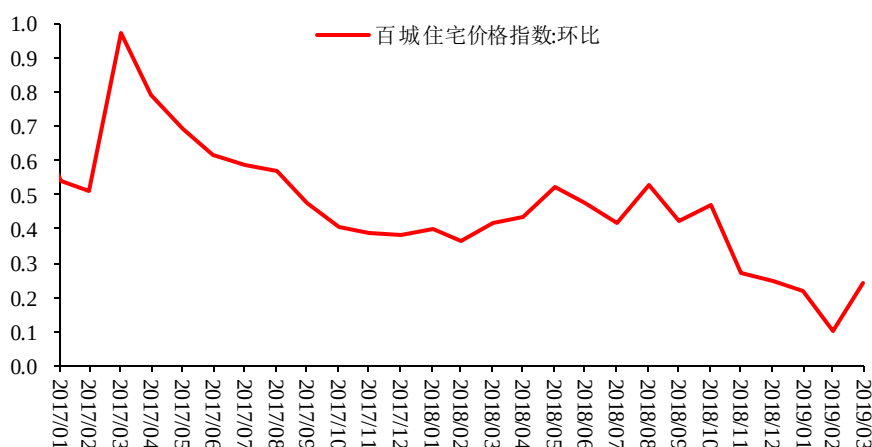


数据来源：Wind，安信证券

3月房地产投资增速11.6%，较上月小幅上涨0.4个百分点。同期商品房销售面积增速1.7%，回升5.3个百分点；新开工面积增速18.1%，大幅回升12.1个百分点。

房地产投资维持高位、销售和新开工大幅回暖，房价环比涨幅扩大，显示房地产市场开始回暖。在全国库存普遍偏紧的情况下，房地产销售的升温将有助于进一步推升房地产投资和开工。权益市场的持续走强也将带动房地产市场回暖。

图5：百城住宅价格环比，%



数据来源：Wind，安信证券

1季度社会消费品零售同比8.5%，较去年4季度回升0.2个百分点，其中3月社会消费品零售同比8.7%，较上月大幅回升0.5个百分点，带动1季度消费显

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_13062

