

揭开工业增加值高增之谜

——评 2019 年 3 月增长数据

摘要

3月工业增加值当月同比反弹至8.5%的高位。但工业增加值增速反弹力度之大与需求端数据之间出现了分歧。由于需求没有显著修复，工业增加值增速的反弹更可能是增值税率调整带来的短期扰动。在同样是增值税率调整前夜的2018年4月，制造业增加值同比也出现了跳升。

居民收支数据显示，居民收入分配格局有所改善。食品、衣着等必需品消费增速有所放缓，但交通、教育文娱等消费品增速上升，折射出消费结构正在升级。

3月固定资产投资增速如期回升。其中，房地产新开工面积增速显著回升，说明房地产投资仍将表现出一定的韧性。制造业投资增速因企业盈利空间收缩而回落。

得益于工业增加值增速的反弹，2019年第一季度GDP增速与上季度持平在6.4%。但名义GDP增速显著回落，对社融和M2增速与名义GDP增速相匹配的目标带来了一定的挑战。

关键词：GDP，固定资产投资，工业增加值，消费

宏观研究部

郭于玮

分析师

电话：021_22852641

邮箱：880210@cib.com.cn

李苗献

分析师

邮箱：880206@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

事件:

2019年3月社会消费品零售同比8.7%，前值8.2%，市场预期8.4%，我们的预测值为8.6%。固定资产投资累计同比6.3%，前值6.1%，市场预期6.3%，我们的预测值为6.3%。工业增加值同比8.5%，前值5.3%，市场预期5.9%，我们的预测值为5.5%。2019年第一季度实际GDP同比6.4%，前值6.4%，市场预期6.3%，我们的预测值为6.2%。

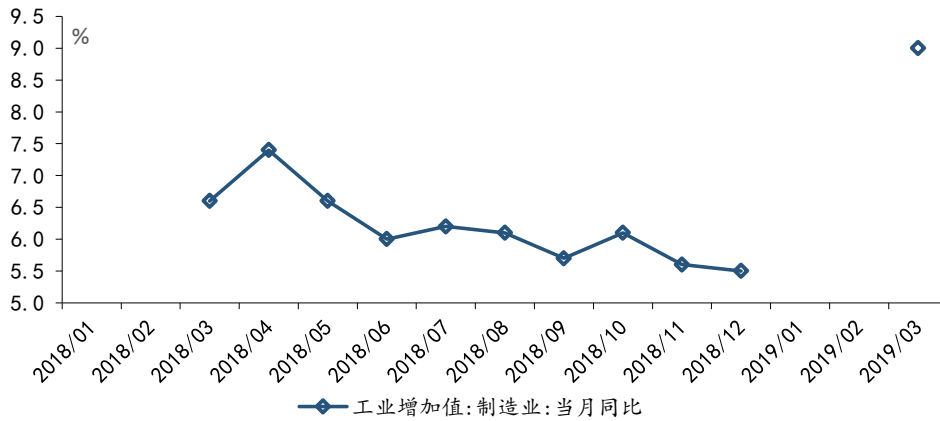
点评:

1、工业增加值高增之谜

在3月经济增长数据之中，工业增加值的表现尤为亮眼。3月工业增加值当月同比增长8.5%，较1至2月累计增速提高3.2个百分点。然而，工业增加值增速反弹幅度之大，似乎不能从需求端得到解释。为减轻春节因素的影响，我们将工业增加值累计同比增速与需求端的累计变化进行对比。第一季度工业增加值累计同比增长6.5%，较2018年12月回升了0.3个百分点，但第一季度出口额同比增长1.4%，较2018年12月下降8.5个百分点，社会消费品零售累计增长8.3%，较2018年12月下降了0.7个百分点，仅固定资产投资累计增速回升了0.4个百分点。

在需求端没有显著回升的情况下，3月工业增加值同比的调升可能是增值税调整带来的扰动。2019年3月总理表示4月1日将下调增值税率。其中，制造业增值税税率将从16%下调至13%。如果企业在增值税率调整落地之前购买原材料，而在税率调整落地之后出售产成品，可能提高可抵扣的进项税额、降低销项税额，进而增厚利润。这可能使制造业企业在增值税率调整前后的窗口期加快生产步伐。类似的情况在2018年也曾出现。2018年3月28日国务院常务会议决定自2018年5月起将制造业增值税率从17%下调到16%。而2018年4月的制造业增加值同比跳升0.8个百分点至7.4%。由于2019年税率下调幅度更大，增值税率调整对企业生产的影响也有所加大。

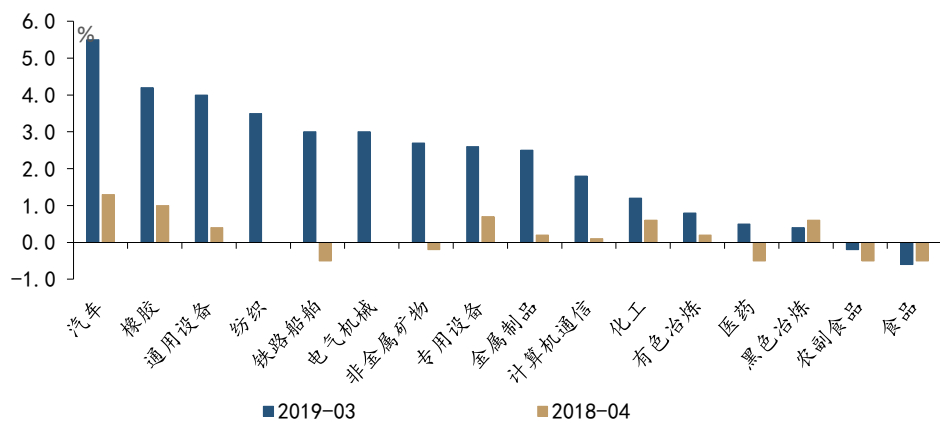
图表 1 制造业增加值当月同比



资料来源: WIND, 兴业研究

分行业来看,在已公布分项数据的制造业行业之中,汽车和橡胶两个行业3月工业增加值累计增速较2月提高幅度最大。其中,汽车行业增加值累计增长0.2%,较2月提高5.5个百分点,橡胶行业增加值累计增长6.4%,较2月提高4.2个百分点。巧合的是,在同样处于增值税调整前夜的2018年4月,这两个行业增加值增速的提升幅度也最大。这或许是由于汽车与橡胶行业对上游原材料的需求较大,对原材料成本的变动也更为敏感。

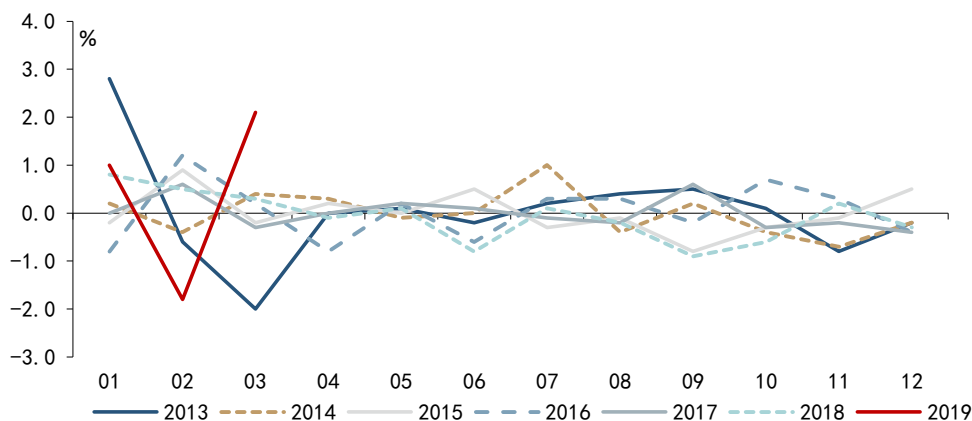
图表 2 工业增加值累计增速较上一月变动



资料来源: WIND, 兴业研究

3月PMI数据的变动也从侧面印证了这一点。3月PMI中原材料库存分项环比提高了2.1个百分点,变动幅度远超季节性,带动3月PMI超预期。但3月PMI新订单分项的环比回升幅度其实是弱于2018年同期的。

图表3 原材料库存 PMI 环比变动

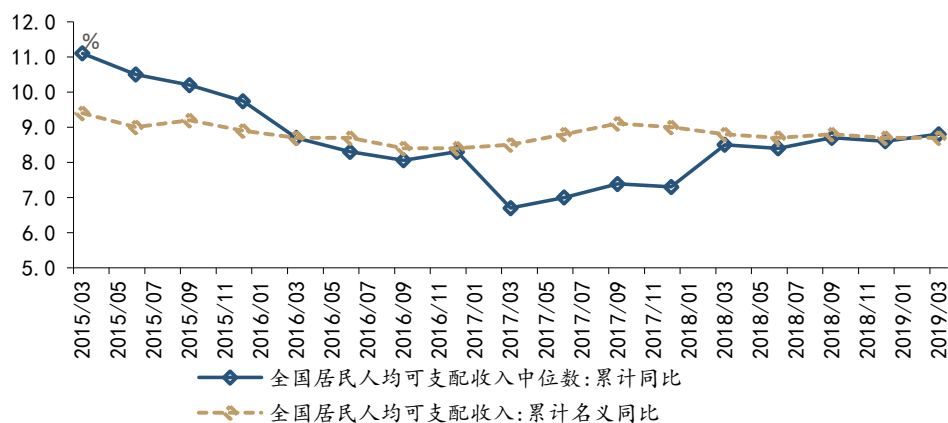


资料来源：WIND, 兴业研究

2、收入分配改善

2019 年第一季度居民收入分配出现改善的迹象。2016 年至 2018 年全国居民人均可支配收入中位数的增速低于平均数的增速，反映收入差距有所扩大。但 2019 年第一季度居民人均可支配收入中位数增长 8.8%，较平均数高出 0.1 个百分点，说明收入差距出现缩小。

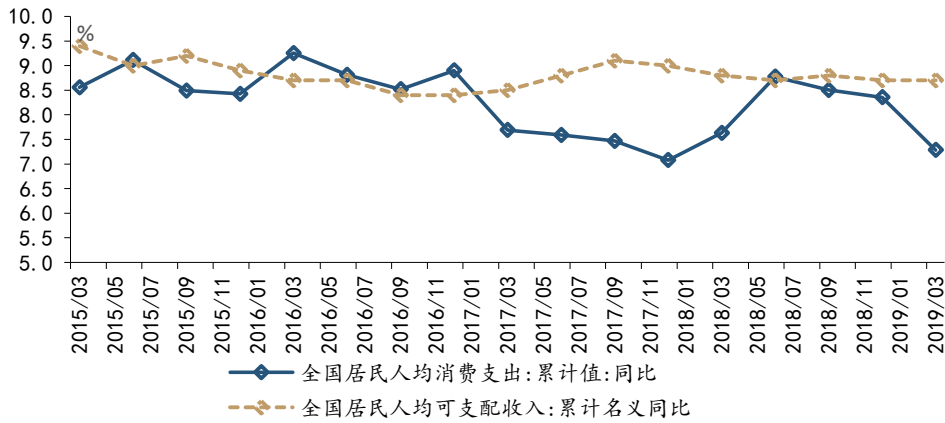
图表4 居民收入分配



资料来源：WIND, 兴业研究

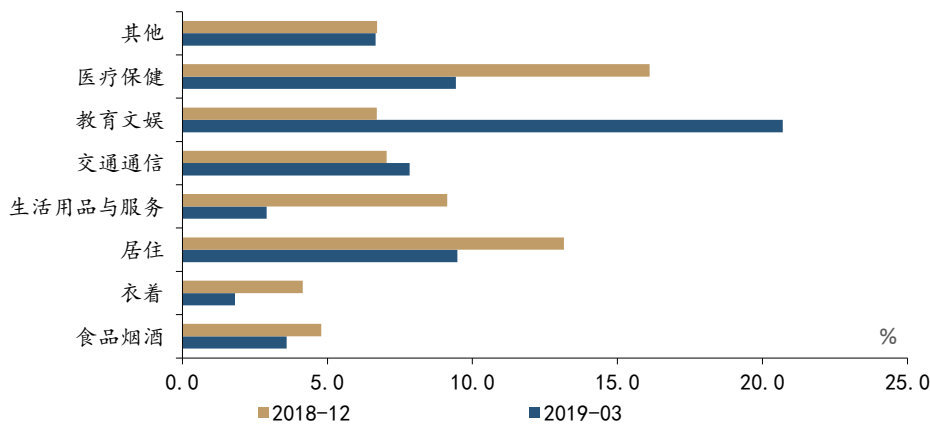
虽然居民人均可支配收入增速与上季度持平，但 2019 年第一季度居民消费增速下降 1.1 个百分点至 7.3%。从消费结构上看，2019 年第一季度居民教育文娱、交通通信消费增速都较上季度显著上升，但以食品烟酒、衣着、生活用品为代表的必需品消费增速出现回落。由此来看，消费增速与收入增速之间的分歧可能反映了居民收入增长过程中出现的消费倾向的下降，而非购买力的下降，消费增速下降的过程中消费结构有所升级。

图表5 收入增速与消费增速



资料来源: WIND, 兴业研究

图表6 居民人均消费支出增速



资料来源: WIND, 兴业研究

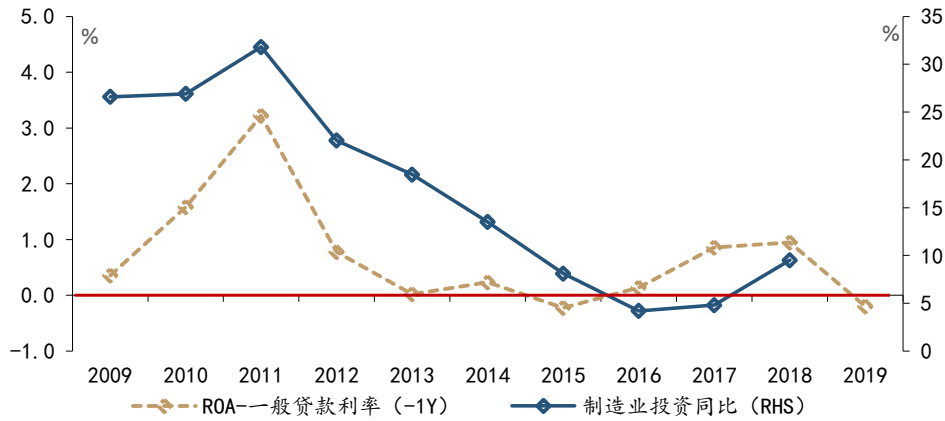
此外, 3月社会消费品零售增速有所上升。这种上升既是季节性变化的反映, 也是CPI同比回升的结果。

3、盈利能力制约制造业投资

3月固定资产投资累计同比增长6.3%, 较2月提高0.2个百分点。其中, 房地产投资增速和基建投资增速回升, 但制造业投资增速进一步回落。

3月制造业投资增速为4.6%, 较前值回落1.3个百分点。虽然3月PPI同比有小幅的回升, 但第一季度PPI同比中枢较2018年第四季度下降了2.1个百分点使企业盈利能力承压。历史数据显示, 以工业企业ROA与贷款利率之差刻画的盈利空间对制造业投资有领先性。由于企业盈利空间收窄, 制造业投资增速可能继续承压。

图表 7 ROA、融资成本与制造业投资

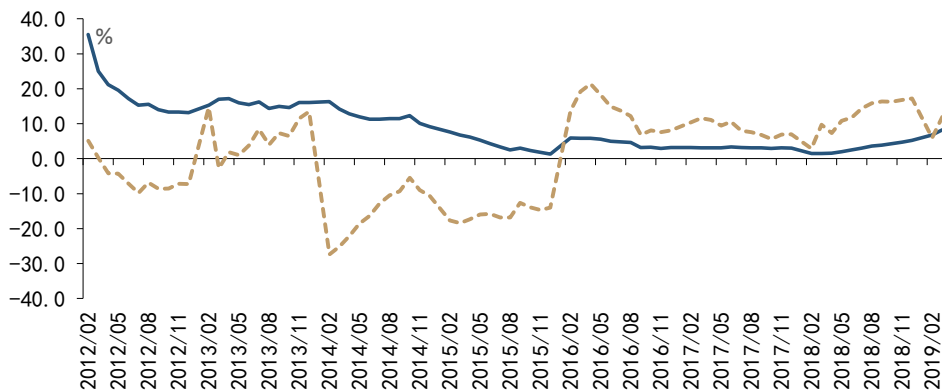


资料来源：WIND, 兴业研究

3月基建投资（不含电力）增长4.4%，增速较2月提高0.1个百分点。在同比基数不高的情况下，3月基建投资回升的力度较弱。但由于地方债发行节奏变化，预计第二季度基建投资增速将继续回升。

3月房地产投资增速继续回升0.2个百分点至11.8%。3月房屋新开工面积增速上升至11.9%，再次回升到施工面积增速之上，这意味着施工面积增速仍有支撑，房地产投资增速或将继续表现出韧性。

图表 8 房屋新开工面积与施工面积



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_13067



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn