

稳了！

——全面解读 3 月经济金融数据

恒大研究院研究报告

宏观研究

点评报告

2019/4/18

首席经济学家：任泽平

研究员：罗志恒

✉luozhiheng@evergrande.com

联系人：孙婉莹

✉sunwanying@evergrande.com

联系人：华炎雪

✉sunwanying@evergrande.com

**事件：**中国一季度 GDP 同比 6.4%，预期 6.3%，前值 6.4%。1-3 月规模以上工业增加值同比 6.5%，预期 5.6%，前值 5.3%。1-3 月城镇固定资产投资同比 6.3%，预期 6.3%，前值 6.1%。1-3 月社会消费品零售总额同比 8.3%，预期 8.3%，前值 8.2%。3 月社会融资规模增量为 2.86 万亿，预期 1.85 万亿，前值 7030 亿；3 月 M2 货币供应同比 8.6%，预期 8.2%，前值 8.0%。

## 目录

|                                                     |    |
|-----------------------------------------------------|----|
| 1 核心观点：稳了，“经济底”出现.....                              | 4  |
| 2 一季度 GDP 同比 6.4%，止住下滑首次企稳.....                     | 7  |
| 3 社融增速企稳回升，宽信用逐步见效，实体经济融资环境继续改善 .....               | 8  |
| 4 内需回暖带动生产超预期上升，传统产业和高端制造同时高增长 .....                | 11 |
| 5 固定资产投资略加快，受基建和房地产支撑，2019 年触底回升、但幅度不大.....         | 12 |
| 6 地产销售一二线回暖三四线偏弱，投资短期高增 .....                       | 13 |
| 7 制造业投资继续下滑，高端制造投资相对较快，未来受内需回暖、价格回升、宽信用和减税降费支撑..... | 16 |
| 8 财政支出加快，基建投资持续反弹 .....                             | 17 |
| 9 社零消费受地产销售回暖拉动回升，未来将受益于增值税和个税减税 .....              | 19 |
| 10 出口仍弱，受世界经济回落和中美贸易摩擦影响 .....                      | 20 |
| 11 CPI、PPI 双升，通胀预期上升 .....                          | 22 |
| 12 PMI 生产回升强于往年，供改升级版和逆周期调节提振企业信心 .....             | 23 |

## 图表目录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图表 1: A 股走牛, 改革牛 2.0 .....               | 4  |
| 图表 2: 房贷利率与销售面积同比增速明显负相关 .....           | 4  |
| 图表 3: 居民中长期贷款同比增速与销售面积同比增速明显正相关 .....    | 5  |
| 图表 4: 2019 年 1 季度 GDP 不变价增速 6.4% .....   | 8  |
| 图表 5: 2019 年一季度净出口对拉动 GDP 1.5 个百分点 ..... | 8  |
| 图表 6: 2019 年 3 月新增社融及分项 .....            | 10 |
| 图表 7: 2019 年 3 月金融机构新增信贷结构 .....         | 10 |
| 图表 8: 2019 年 1-3 月新增社融及分项 .....          | 11 |
| 图表 9: 2019 年 3 月 M1 及 M2 增速反弹 .....      | 11 |
| 图表 10: 内需回暖拉动生产超预期上升 .....               | 12 |
| 图表 11: 一产、二产投资回落, 三产投资上升 .....           | 13 |
| 图表 12: 基建、房地产投资反弹, 制造业走弱 .....           | 13 |
| 图表 13: 社融明显回升预示固定投资触底回升 .....            | 13 |
| 图表 14: 房贷利率与销售面积同比增速明显负相关 .....          | 14 |
| 图表 15: 居民中长期贷款同比增速与销售面积同比增速明显正相关 .....   | 14 |
| 图表 16: 地产投资上升, 销售回暖 .....                | 15 |
| 图表 17: 土地购置面积负增长 .....                   | 15 |
| 图表 18: 计算机投资增速大幅反弹 .....                 | 16 |
| 图表 19: 高新技术投资增速远高于制造业整体 .....            | 17 |
| 图表 20: 财政发力支撑基建反弹 .....                  | 18 |
| 图表 21: 1 季度赤字规模达到历年同期之最 .....            | 18 |
| 图表 22: 1 季度地方债净融资额达 1.2 万亿 .....         | 19 |
| 图表 23: 3 月社零消费受地产销售拉动回升 .....            | 20 |
| 图表 24: 春节扰动, 3 月出口同比上行 .....             | 21 |
| 图表 25: 外需持续走弱 .....                      | 21 |
| 图表 26: 3 月中国对主要经济体出口增速回升 .....           | 21 |
| 图表 27: CPI、PPI 双升 .....                  | 22 |
| 图表 28: 生猪存栏量持续下滑 .....                   | 23 |
| 图表 29: 历年 3 月 PMI 与 1-2 月平均值之差 .....     | 24 |
| 图表 30: 3 月制造业 PMI 超预期回升 .....            | 24 |
| 图表 31: 受春节复工和基建补短板影响, 建筑业景气回升 .....      | 25 |

## 1 核心观点：稳了，“经济底”出现

我们在 2015 年提出“经济 L 型”，2018 年下半年提出“2019 年中经济二次触底”，M2、社融、PMI、出口、物价、生产、投资、消费增速均触底回升，经济企稳迹象显现。

我们在 2018 年下半年提出“当前 A 股很多都很便宜”“最好的投资机会就在中国”，2019 年初提出“否极泰来”，A 股随后大涨走牛。

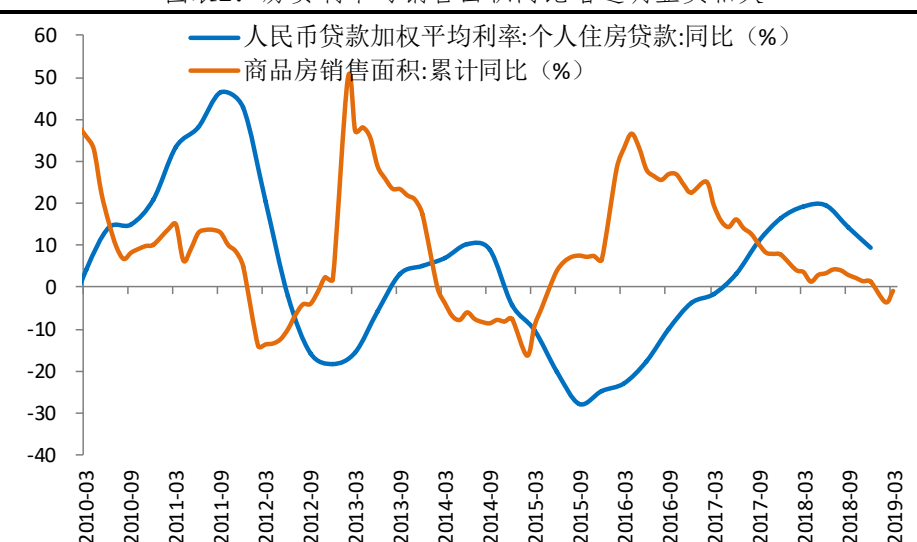
图表1：A 股走牛，改革牛 2.0



资料来源：Wind，恒大研究院

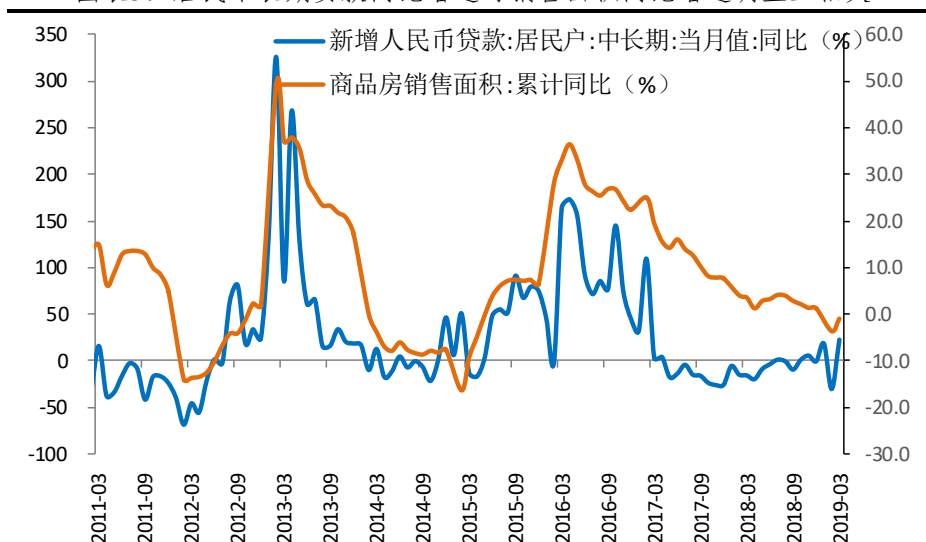
我们在 2019 年初提出“债市、股市、房市、商品将先后转好”，3 月份以来，房市、商品也相继回暖。

图表2：房贷利率与销售面积同比增速明显负相关



资料来源：Wind，恒大研究院

图表3：居民中长期贷款同比增速与销售面积同比增速明显正相关



资料来源：Wind，恒大研究院

1-3 月份的经济金融数据表明：经济出现企稳迹象但基础不牢固，政策仍需发力，但要防止用力过猛，抓住时间窗口推出一系列长期性的制度性改革。财政货币政策初显成效，内需回暖、价格回升、宽货币到宽信用传导逐步见效，由于不是大水漫灌，属温和回升；从经济周期运行看，主动去库存渐入尾声，转入被动去库存的周期复苏早期。2019 年地产补库存、基建政策发力和制造业产能新周期，短期固定资产投资较强，猪价、油价上行推升通胀预期，我们预计货币政策开始进入观察期，进一步放松和收紧的概率都不大。

具体看，当前宏观经济的八大特点和趋势：

一、社融增速企稳回升，宽信用逐步见效，实体经济融资环境继续改善。3 月以来随着 PPI、社融企稳以及 PMI 等各项指标回升，央行货币政策紧平衡，进入观望期，短期内难以边际放松。1-3 月新增社融 8.18 万亿元，比 2018 年同期多增 2.34 万亿元；1-3 月合计新增信贷 5.81 万亿元，比去年同期多增 9465 亿元。M2 同比增速 8.6%，比 2 月环比上升 0.6 个百分点，社融和 M2 企稳回升，实体经济融资环境改善。从结构来看，居民信贷需求持续好转，与房地产销售回暖相关，企业中长期贷款和短期贷款需求同步改善。

二、固定资产投资回暖，主要由房地产和基建投资支撑，先行指标社融预示固投触底回升但幅度不大。财政政策持续发力，专项债加速发行，1 季度财政支出增速远高于收入增速，1 季度赤字规模达历史同期之最，拉动基建投资回升，1-3 月基建（不含水电燃气）投资同比 4.4%，较 1-2 月回升 0.1 个百分点，连续 5 个月回升。3 月当月基建增速 4.5%，较 1-2 月回升 0.2 个百分点。企业中长期贷款增加，且预期改善，M2、社融领先于固定资产投资，因此 2019 年固定资产投资触底回升但幅度不大。

三、地产销售一二线回暖三四线偏弱，投资短期高增。受一二线刚需强劲、货币宽松及调控政策微调影响，地产销售回暖，但区域分化明显，考虑居民贷款上升和利率下行，销售回暖可能延续。3 月当月地产销售增速快速上升为 1.8%，较 1-2 月提高 5.4 个百分点，其中一、二线销售明显回暖，三

四线偏弱。3月房企到位资金大幅上升，值得关注的是来自银行端的开发贷和按揭贷款增速上升。1-3月，房企到位资金同比5.9%，较1-2月上升3.8个百分点。其中，国内贷款同比2.5%，上升3个百分点，由负转正；个人按揭贷款同比9.4%，较1-2月上升2.9个百分点。从当月看，3月房企到位资金当月同比13.1%，大幅高于1-2月11个百分点。从1季度整体看，同比增速5.9%，高于去年四季度的2.6%，但低于去年前三季度的7.8%。新开工面积增速大幅上升，高于竣工面积，表明房企仍在加快预售回款。由于2016-2017年的房地产销售增速高达22.5%和7.7%，当时的期房销售占比分别高达75%和76.4%，根据2-3年的交房期，今年竣工增速可能持续回升。新开工和施工面积上行支撑地产投资继续上升，考虑到销售回暖、融资改善、库存去化充分和地产调控不再加码，短期房地产投资仍高增长。

**四、制造业投资继续下滑，高端制造投资相对较快，未来受内需回暖、价格回升、宽信用和减税降费支撑。**1-3月制造业投资继续下滑，有色、纺织行业下滑幅度较大，但高技术投资增速上升。伴随内需回暖、PPI企稳回升和减税降费带动的盈利改善、宽货币到宽信用传导生效，企业盈利底预计在三四季度出现，制造业投资将逐渐企稳。

**五、受地产销售好转、居民可支配收入增速提高以及股市财富效应的影响，社零消费回升，未来将受益于增值税和个税减税而稳定。**3月社零消费名义增速8.7%，较1-2月上升0.5个百分点。从消费品类看，地产销售回暖带动家具、家电音像器材、建筑装潢增速明显上升，3月同比增速分别为12.8%、15.2%和10.8%，分别较1-2月上升12.1、11.9和4.2个百分点，支撑消费。升级类消费商品增长较快，化妆品、通讯器材类商品同比分别增长14.4%和13.8%，较1-2月增速分别上升5.5和5.6个百分点。未来随着增值税、个税减税效应的显现、“稳定汽车消费”政策实施以及消费者预期持续向好等，消费将保持平稳，但居民部门杠杆率仍高，抑制消费快速增长。

**六、CPI、PPI双升，通胀预期上升。**当前生猪存栏、能繁母猪头数和同比处于历史低点，短期难以大幅增加供给，猪周期叠加猪瘟，猪价回升并推动CPI上行。PPI连续3个月环比上涨，3月份同比上涨0.4%，逐渐企稳。当企业预期需求逐步复苏、价格持续上升，将增加采购量和生产，库存周期从主动去库存转向被动去库存和主动补库存。

**七、PMI生产回升强于往年，供改升级版和逆周期调节提振中小企业信心，去库存进入尾声。**3月制造业PMI为50.5%，创6个月新高，回升强于往年，但主要是生产强于往年，而新订单回升较为温和，意味着供给端企业复工意愿较强、需求在稳步复苏。3月企业生产经营预期指数为56.8%，较上月回升0.6个百分点，升至7个月以来的高点；采购量指数为51.2%，较上月上升2.9个百分点，反映企业对未来较为乐观。目前需求、价格回升，带动预期改善和采购量加大，当企业经营者确认需求回升可持续，才会继续增加生产和采购，去库存进入尾声向补库存过渡，此时经济触底并走向企稳，预计发生在2-3季度。

**八、出口仍弱，受世界经济回落和中美贸易摩擦影响。**受春节错位及由此导致的基数效应影响，一季度各月出口增速波动较大，1、3月高而2月低，与历史情况吻合。剔除基数效应后，3月出口增速为-4.4%，略好于1-2月的-4.6%。分国别和地区看，3月中国对全球大部分国家和地区出口有所回升，但仍不及2018年四季度增速。受农产品进口下滑的拖累，3月进口同比-7.6%，较1-2月下滑4.4个百分点。一季度进口同比-4.8%，较去年12月回升2.9个百分点，但低于去年四季度9.2个百分点。在全球经济放缓的背景下，下阶段出口仍承压，但中美贸易磋商取得积极进展、原油等大宗商品价格回升，出口断崖式下滑的可能性下降。

**未来宏观政策既要防止对冲不及时、力度不够，也要防止力度过大、重走老路。建议：**

1、建议 2019 年降准 4 次。目前中国大型、中小型存款类金融机构存准率依然高达 13.5%和 11.5%，降准空间大。

2、利率市场化下，建议更多地通过货币市场利率引导广谱利率下降。

3、从“宽货币”到“宽信用”，建议金融监管政策从“一刀切”到结构性宽信用，支持实体经济发债、地方基建、刚需和改善型购房需求、激活股票市场等。

4、建议财政政策更积极，落实减税降费，支持基建，减税优于基建。

现重发年初的《否极泰来——2019 年宏观展望》观点，大家拭目以待：

**2019 年宏观形势主要判断：经济年中触底，资本市场否极泰来**

1) 上半年中国经济还将惯性下滑，随着主动去库存周期结束、产能新周期和货币财政政策效应显现，年中经济将触底，下半年企稳，全年前低后稳，经济失速风险缓解。

经济有自身运行规律，关注世界经济、金融、库存、产能、房地产、政治等六大周期。

2) 年初 M2 和社融增速触底回升，政策底（2018 年 3 季度）、市场底（2019 年 1 季度）、经济底（2019 年中）将先后出现。

3) 货币宽松和周期轮动，债市、股市、房市、商品将先后转好。

4) 未来宏观政策既要防止对冲不及时、力度不够，也要防止力度过大、重走老路。

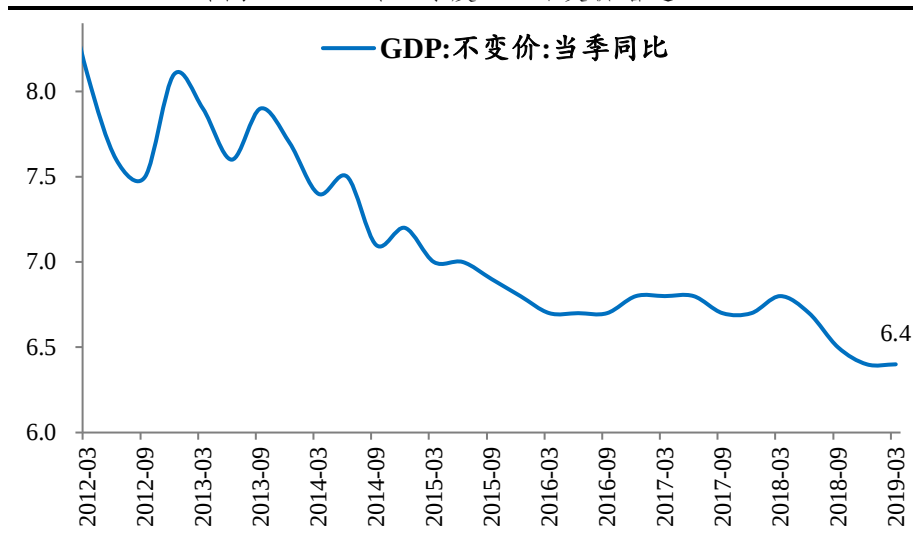
5) 中国“增速换挡”步入“经济 L 型”触底期，有三次触底，第一次是 2016 年初，第二次是 2019 年中。

6) 当前三大挑战：中美贸易战具有长期性和严峻性；渐行渐近的人口危机；调动地方政府和企业家的积极性，推动新一轮改革开放。

## 2 一季度 GDP 同比 6.4%，止住下滑首次企稳

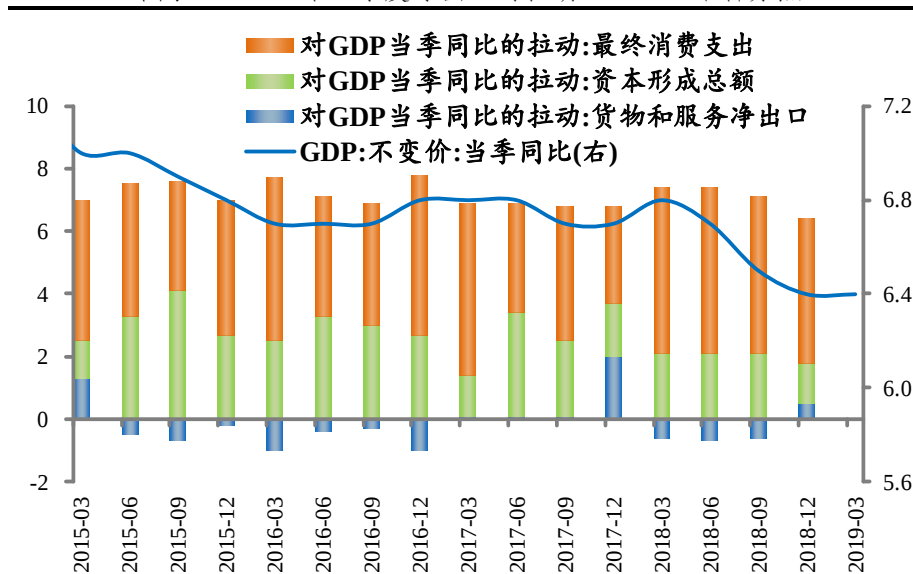
一季度 GDP 增速 6.4%，与去年四季度持平，经济初步企稳。一产三产增速下滑，二产增速回升，消费对经济的贡献依然占主导。一季度 GDP 同比增长 6.4%，与上年四季度持平，结束去年持续下滑的局面。按现价计算，一季度名义 GDP 同比增速 7.8%，较去年四季度下滑 1.3 个百分点。分产业看，第一、第二、第三产业同比增长 2.7%、6.1%和 7.0%，较去年四季度分别变化-0.8、0.3 和-0.4 个百分点。其中信息传输、软件和信息技术服务业保持较快增长，同比增长 21.2%。从需求结构看，最终消费支出对 GDP 的贡献率为 65.1%，拉动 GDP4.2 个百分点，依然是主导；资本形成总额和净出口的贡献率分别为 12.1%和 22.8%，分别拉动 GDP 0.8 和 1.5 个百分点。在全部居民最终消费支出中，服务消费占比为 47.7%，比上年同期提高 1.4 个百分点。

图表4：2019 年 1 季度 GDP 不变价增速 6.4%



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表5：2019 年一季度净出口对拉动 GDP 1.5 个百分点



资料来源: Wind, 恒大研究院

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\\_13070](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13070)

