

贸易差额扩大、房地产建设与基建投资回暖驱动 GDP 增速走平

—— 2019 年一季度经济数据点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007

陈韵阳（联系人）证书编号：S0280118040020

● 贸易差额扩大、房地产建设与基建投资回暖驱动 GDP 增速走平

2019 年一季度 GDP 同比增长 6.4%，增速持平于上季度，最主要的原因是贸易差额扩大，同时，尽管资本形成总额对 GDP 拉动率下降，但如果不是大量资金流入驱动房地产建设和基建投资回暖，可能该指标会更低。一季度名义 GDP 增速从 9.15% 降至 7.84%，随着通胀上行，名义 GDP 增速有望企稳，对经济而言，盈利或将企稳，对资本市场而言，从近期央行货币政策委员会 2019 年第一季度例会的措辞以及 4 月 17 日央行采用“逆回购+MLF”对冲 MLF 到期的操作来看，货币政策在边际上已有所调整，债市继续承压，权益市场边际上的驱动力暂时从流动性转向盈利。

● 低基数与出口带动工业生产显著扩张

2019 年 3 月工业增加值同比增长 8.5%，增速较 1-2 月大幅回升 3.2 个百分点，原因在于：其一，低基数。低基数来源有三，一是春节错位，2019 年春节在 2 月初，春节对 3 月工业生产影响不大，而 2018 年春节在 2 月中旬，拖累 3 月工业生产；二是环保限产力度减弱；三是元宵节错位，2018 年元宵节在 3 月初，2019 年元宵节在 2 月中旬。其二，出口带动工业生产扩张。3 月出口交货值同比增长 5.7%，增速较 1-2 月快 1.5 个百分点。

● 房地产与基建投资带动固定资产投资增速回升

2019 年 1-3 月固定资产投资同比增速从 6.1% 上升至 6.3%，实际同比增长 2.6%。基建投资增速回升，一方面，资金来源增加，另一方面，前期发改委审批通过的基建项目逐渐开工。房地产投资增速回升，施工面积增速从 6.8% 上升至 8.2%，可能带动建安工程投资继续回升。施工增速回升主要有两个原因，一是融资环境改善，缓解房企资金压力，二是 2018 年房企使用高周转的策略，加快期房销售，但高周转模式难以持续，施工面积增速均跳升是前期新开工面积增速回升的滞后反映。

● 价格与房地产销售回暖带动社零名义增速上升

2019 年 3 月社会消费品零售总额名义同比增长 8.7%，增速较 1-2 月回升 0.5 个百分点，社零实际增速从 7.1% 降至 6.67%，可见价格因素对社零名义增速起主要支撑作用。地产链相关消费品消费增速显著回升。家具、家电、建材零售额增速量升价跌，或与 3 月商品房销售回暖有关。

2019 年一季度社零实际增速为 6.9%，高于 2018 年四季度。而从另外两个消费指标来看，消费增速在放缓，全国居民人均消费支出名义同比增速从 2018 年四季度的 8% 降至 7.3%，最终消费支出对 GDP 拉动率从 4.6% 降至 4.2%。消费指标之间的背离从 2018 年就开始了，2018 年社零增速下行，而其它两个指标均上升，2019 年趋势逆转，主要是因为居民实物增速放缓，2019 年一季度居民教育文化和娱乐、交通和通信消费支出增速较 2018 年四季度提升 10、4.58 个百分点，说明居民服务消费尚可，而居民食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务消费支出增速则全面低于上季度与 2018 年同期。

● 风险提示：货币政策发生转向

相关报告

宏观报告：供需两弱，经济未企稳——2019 年 1-2 月经济数据点评

2019-3-14

宏观报告：上游行业进入通缩——2019 年 1 月通胀数据点评

2019-2-15

宏观报告：渐行渐近的通缩风险——2018 年通胀数据点评

2019-1-10

目 录

1、 贸易差额扩大、房地产建设与基建投资回暖驱动 GDP 增速走平	3
2、 低基数与出口带动工业生产显著扩张	3
3、 房地产与基建投资带动固定资产投资增速回升	5
4、 价格与房地产销售回暖带动社零名义增速上升	7

图表目录

图 1: 工业增加值同比增速回升 (%)	4
图 2: 三大行业工业增加值同比增速 (%)	4
图 3: 出口交货值同比增速回升 (%)	5
图 4: 基建和房地产投资增速回升 (%)	6
图 5: 施工面积增速回升或带动建安工程投资增速继续回升 (%)	6
图 6: 房地产销售带动新开工面积增速回升 (%)	6
图 7: 地产链相关消费品消费增速显著回升 (%)	7
图 8: 居民人均消费支出增速放缓 (%)	8
图 9: 最终消费支出对 GDP 拉动率下降 (%)	8
图 10: 企业存款增速上升, 居民存款增速下降 (%)	8

1、贸易差额扩大、房地产建设与基建投资回暖驱动 GDP 增速走平

2019 年一季度 GDP 同比增长 6.4%，增速持平于上季度。从供给端来看，1-3 月工业增加值同比增速分别为 6.8%、3.4%、8.5%，整体好于上季度各月的 5.9%、5.4%、5.7%，工业生产加速，第二产业 GDP 实际增速从 5.8% 上升至 6.1%。从需求端来看，最终消费支出对 GDP 拉动率从 4.6% 降至 4.2%；资本形成总额对 GDP 拉动率从 1.3% 降至 0.8%；货物与服务净出口对 GDP 拉动率从 0.5% 回升至 1.5%，一季度货物贸易差额同比增长 70.1%，较上季度的 2% 显著扩大，一季度出口增速较上季度小幅回落，只是进口增速回落得更多导致贸易顺差被动扩大。进口增速下降，可能是内需疲弱，还可能是全球经济下行，加工贸易萎缩，这将增加未来出口压力。因此，从统计意义上看，GDP 增速走平最主要的原因是贸易差额扩大，国内从海外得到更多的利润，同时，尽管资本形成总额对 GDP 拉动率下降，但如果不是大量资金流入驱动房地产建设和基建投资回暖，可能该指标会更低。

一季度名义 GDP 增速从 9.15% 降至 7.84%，GDP 平减指数从 1.6% 降至 0.91%，名义 GDP 增速是企业盈利的影子变量，一季度工业企业利润增速或较上季度放缓。但从边际上来看，统计局在新闻稿里指出“初步统计，3 月份工业企业实现利润情况有所好转”，从已有的数据来看，3 月工业增加值同比增速与 PPI 增速均有回升，量价齐升或能带动 3 月企业盈利的企稳回升。同时，后续名义 GDP 增速可能也会企稳回升，主要是因为猪肉价格上涨带动 CPI 增速回升（CPI 对 GDP 平减指数的影响大于 PPI，PPI 受高基数影响，预计同比增速变化不会太明显），根据农业农村部市场与信息化司司长唐珂 17 日在新闻发布会上的发言，二季度猪价有望保持波动上行走势，下半年随着生猪出栏量进一步下降，再加上下半年是节日需求的高峰，猪价有可能出现阶段性快速上涨，专家初步预计，下半年猪肉价格同比涨幅可能超过 70%，创历史新高。若油价也上涨，则 CPI 增速突破 4% 都很有可能。名义 GDP 增速若能企稳回升，一方面，货币政策在边际上已经有所变化，未来一段时间流动性可能不再那么充裕，对债市造成冲击，股市的驱动力可能从流动性暂时转向盈利，另一方面，企业盈利也将企稳。

综合来看：

第一，实际 GDP 增速走平，主要依靠房地产建设与基建驱动，本质上是逆周期政策推动。

第二，从近期央行货币政策委员会 2019 年第一季度例会的措辞以及 4 月 17 日央行采用“逆回购+MLF”对冲 MLF 到期的操作来看，货币政策在边际上已有所调整，未来减税降费等财政政策可能开始接力。

第三，随着通胀上行，名义 GDP 增速有望企稳，对经济而言，盈利或将企稳，对资本市场而言，债市继续承压，权益市场边际上的驱动力暂时从流动性转向盈利。

第四，未来基建投资、减税能否带动企业投资增速上升，这个很重要，否则经济可能只是脉冲性企稳，随着基建投资的减弱，经济下行压力再度增加。

2、低基数与出口带动工业生产显著扩张

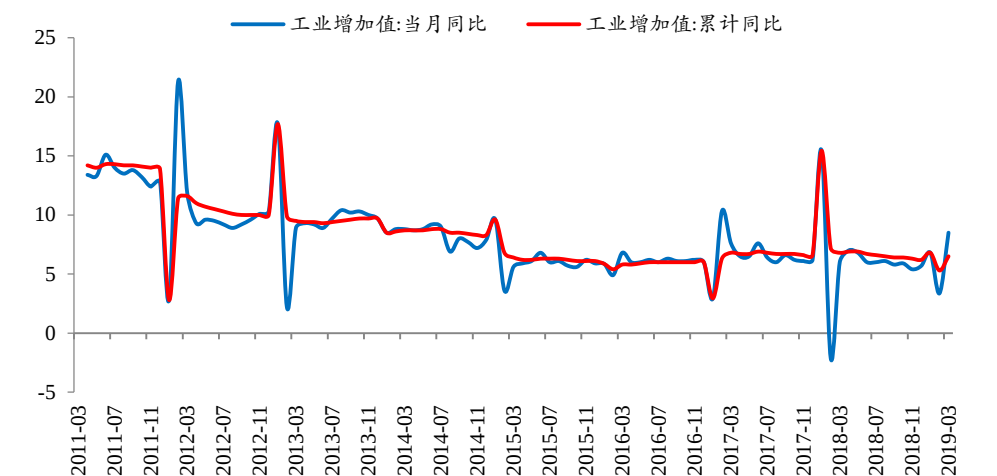
2019 年 3 月工业增加值同比增长 8.5%，增速较 1-2 月大幅回升 3.2 个百分点，

原因在于：

其一，低基数。低基数来源有三，一是春节错位，2019 年春节在 2 月初，春节对 3 月工业生产影响不大，而 2018 年春节在 2 月月中，拖累 3 月工业生产；二是环保限产力度减弱；三是元宵节错位，2018 年元宵节在 3 月初，2019 年元宵节在 2 月中旬。

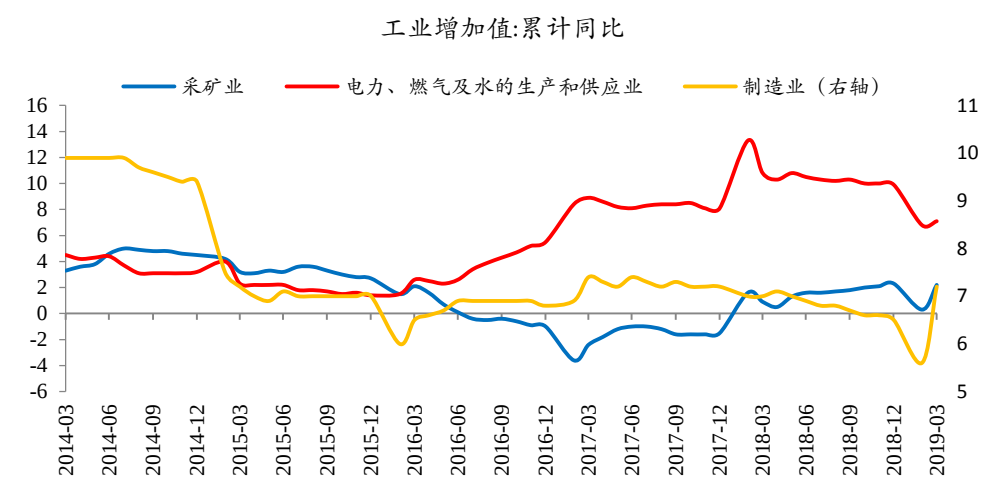
其二，出口带动工业生产扩张。3 月出口交货值同比增长 5.7%，增速较 1-2 月快 1.5 个百分点，出口交货值与工业增加值中制造业占比均是最高，3 月出口增速回升拉动制造业增加值同比增速从 5.6% 显著回升至 9%。

图1： 工业增加值同比增速回升（%）

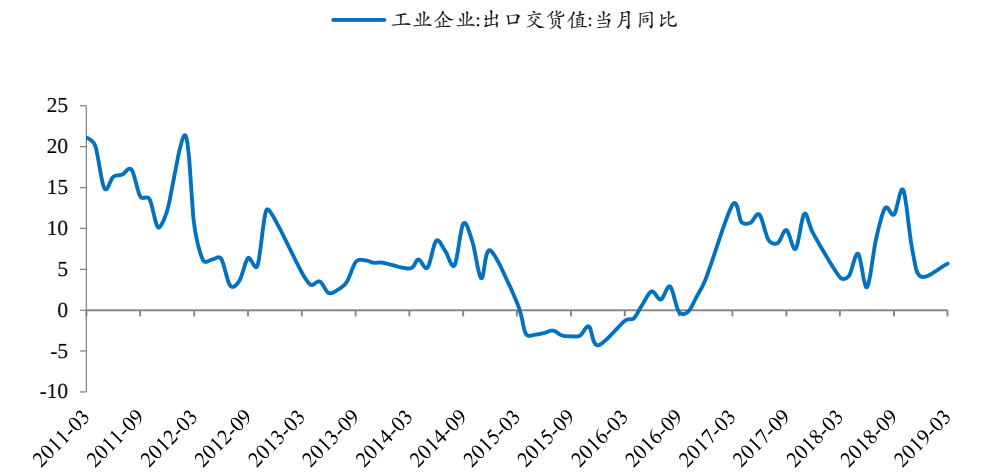


资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 三大行业工业增加值同比增速（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 出口交货值同比增速回升（%）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 房地产与基建投资带动固定资产投资增速回升

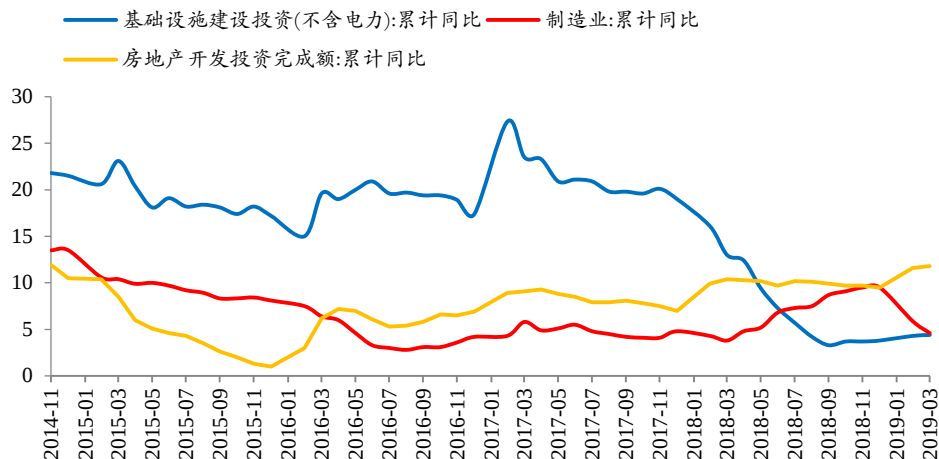
2019年1-3月固定资产投资同比增速从6.1%上升至6.3%，实际同比增长2.6%，和上季度的2.59%基本持平，考虑到资本形成总额对GDP拉动率也大幅下滑，企业资本开支没有启动，随着去产能、环保导致上游企业利润增加等因素对制造业影响的减弱，制造业投资、民间投资增速均出现下滑。

从固定资产投资构成来看，建安工程投资累计同比增速从5.4%上升至5.6%，为2018年3月以来最高，而设备工器具购置累计同比增速从0.3%降至-0.8%，为有数据（2004年2月）以来最低，两者趋势在2019年一季度发生逆转。从细分项来看，基建投资增速从4.3%上升至4.4%，房地产投资增速从11.6%上升至11.8%，1-3月房地产投资占固定资产投资比例为23.37%，为2009年以来最高。

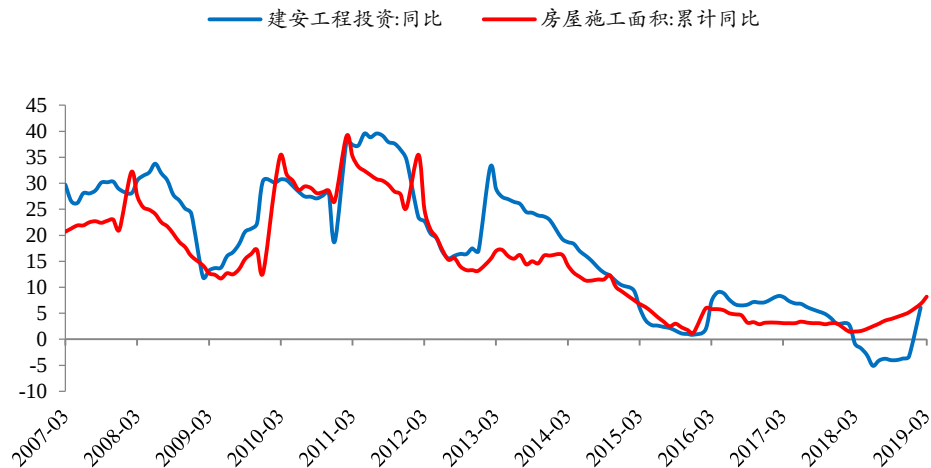
基建投资增速回升，一方面，资金来源增加，一季度地方专项债发行加速，基建类财政支出增速加快，企业中长期贷款与非标也有一部分投向基建；另一方面，前期发改委审批通过的基建项目逐渐开工。

房地产投资增速回升，施工面积增速从6.8%上升至8.2%，可能带动建安工程投资继续回升。施工增速回升主要有两个原因，一是融资环境改善，缓解房企资金压力，二是2018年房企使用高周转的策略，加快期房销售，但高周转模式难以持续，施工面积增速均跳升是前期新开工面积增速回升的滞后反映。

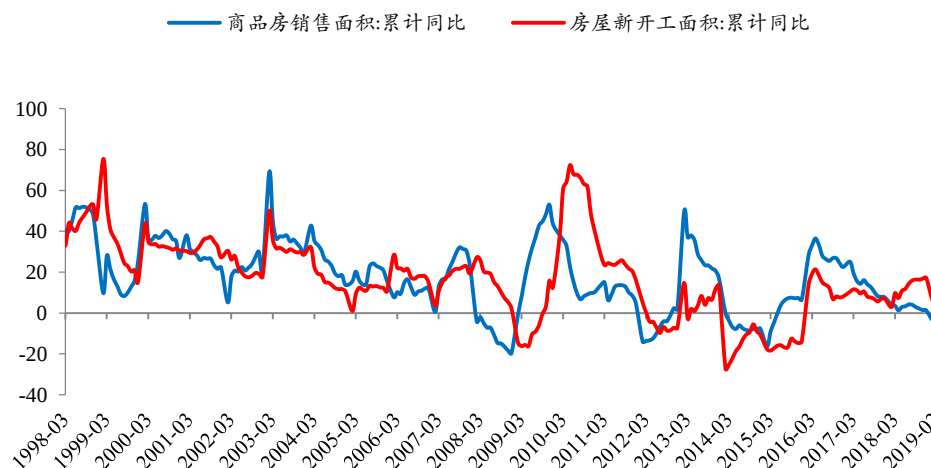
值得注意的是，3月新开工面积同比增长18%，增速较1-2月的6%显著提高，这应与房地产销售回暖有关，过去房地产销售是新开工的领先指标，不过最近几年基本为同步指标，3月商品房销售面积同比增长1.75%，较1-2月的-3.6%显著回升。2019年初以来，一二线商品房销量回暖，尤其是一线城市量价齐升，三四线城市商品房销售降温。二线城市整体回暖，但有所分化，一季度杭州、南京商品房成交面积同比增速分别降至-45.4%、-10.8%，杭州在近期放宽落户条件，4月以来，杭州商品房成交面积同比降幅从27%收窄至22.3%。2019年地产销售的格局可能是“一二线上行对冲三四线下行”，未来关注各城市房地产调控政策变化以及房贷利率下行对一二线城市房地产市场的刺激力度。

图4： 基建和房地产投资增速回升 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 施工面积增速回升或带动建安工程投资增速继续回升 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 房地产销售带动新开工面积增速回升 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

4、价格与房地产销售回暖带动社零名义增速上升

2019年3月社会消费品零售总额名义同比增长8.7%，增速较1-2月回升0.5个百分点，社零实际增速从7.1%降至6.67%，RPI增速从0.98%上升至1.9%，可见价格因素对社零名义增速起主要支撑作用。

必需消费品消费增速回升，饮料、烟酒、服装等消费品零售额增速较1-2月均有超过4个百分点的提升，这主要受价格支撑，RPI食品、烟酒、服装增速均较1-2月提升。

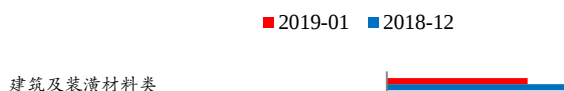
地产链相关消费品消费增速显著回升。家具、家电、建材零售额增速分别较1-2月提高12.1、11.9、4.2个百分点，而家具、建材价格增速较1-2月反而有所回落，家电价格增速较1-2月仅上升0.01个百分点，因此，三者实际消费增速也在回升，这或与3月商品房销售回暖有关。

汽车消费拖累增加。汽车消费增速同比下降4.4%，降幅较1-2月的-2.8%扩大，与高频数据表现一致，3月乘用车零售同比减少11.7%，降幅较1-2月的-9.66%扩大。

猪周期启动，猪肉价格快速上涨将通过直接与间接渠道推升CPI增速，价格对社零名义增速存在支撑。

2019年一季度社零实际增速为6.9%，高于2018年四季度。而从另外两个消费指标来看，消费增速在放缓，全国居民人均消费支出名义同比增速从2018年四季度的8%降至7.3%，最终消费支出对GDP拉动率从4.6%降至4.2%。消费指标之间的背离从2018年就开始了，2018年社零增速下行，而其它两个指标均上升，2019年趋势逆转，主要是因为居民实物增速放缓，2019年一季度居民教育文化和娱乐、交通和通信消费支出增速较2018年四季度提升11.8、2.1个百分点，说明居民服务消费尚可，而居民食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务消费支出增速则全面低于上季度与2018年同期。2019年一季度社零实际增速上升，可能是社会集团消费在支撑。

图7：地产链相关消费品消费增速显著回升（%）



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_13074

