

短期改善，四季度或减弱

——2019年一季度经济数据点评

宏观简报

一季度 GDP 同比增长 6.4%，高于市场预期，但符合我们预期。季末效应再现，社消大幅反弹超预期，但高速反弹或短暂，网上消费以及家具、家电、通讯器材、纺服等零售额 3 月大幅反弹，但汽车消费仍偏弱。春节错位叠加投资反弹导致工业增加值强劲复苏，3 月同比超预期增长 8.5%（前值 3.4%），增长行业主要是机械设备、金属和非金属制品、化学原料等与基建投资相关产业。未来春节错位消失，开工趋稳，但基建投资回暖，地产投资高位盘整，未来短期内工业生产在 6% 左右稳定。

展望未来，短期经济增长动能边际改善，但 4 季度可能边际减弱。具体而言，房地产投资增速近期仍然维持高位，而一季度信贷大幅扩张（尤其是短贷高增长）将支撑相关企业补库甚至企业消费，而中长期贷款支撑基建。汽车等消费未来或有改善空间，收入企稳或支撑消费边际改善，地产竣工对地产相关的消费形成支撑。但由于内需回暖和贸易摩擦缓和，进口改善幅度好于出口，净出口对经济的拖累或上升，再加上信贷投放节奏或边际放缓，2-3 季度经济增长动能边际改善之后，4 季度或边际减弱。

分析师

张文朗（执业证书编号：S0930516100002）
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

黄文静（执业证书编号：S0930516110004）
010-56513039
huangwenjing@ebcn.com

郭永斌（执业证书编号：S0930518060002）
010-56513153
guoyb@ebcn.com

邓巧锋（执业证书编号：S0930517100005）
021-52523805
dengqiaofeng@ebcn.com

联系人

郑宇驰
021-52523807
zhengyc@ebcn.com

一季度经济增长、投资、就业符合预期，但3月单月消费和工业生产超预期反弹。

GDP 增长符合预期

一季度 GDP 同比增长 6.4% 与上一季度持平，超市场预期，但符合我们预期，主要源于投资回温和净出口拖累下降。从三产拉动来看，第一产业同比增长 2.7%（前值 3.5%），拉动 GDP 增长 0.1%（前值 0.7%，去年同期 0.1%），季节性效应导致一产拉动较低；第二产业同比增长 6.1%（前值 5.8%），拉动 GDP 增长 2.4%（前值 2.2%，去年同期 2.5%），基建、地产投资带动工业回温和对 GDP 增长的拉动上升，但仍弱于去年同期；第三产业同比增长 7%（前值 7.4%），拉动 GDP 增长 3.9%（前值 3.4%，去年同期 4.2%），第三产业拉动力度上升主要是基建、地产投资回温和所致。

季末效应推升社消反弹超预期

季末效应再现，社消 3 月大幅反弹超预期，但高速反弹可持续性存疑。在春节错位的影响下，春节提振的餐饮、金银珠宝等消费 3 月增速回落，但受春节影响（店铺休业，外递休假）的网上消费以及家具、家电、通讯器材、纺服等零售额 3 月同比大幅反弹，油价支撑相关消费。同时 2015 年下半年以来持续出现的季末冲业绩的效应亦再此出现。但汽车消费依然疲弱。随着货币和信贷的反弹，以及可能出台刺激政策，汽车消费未来或有改善，收入企稳或亦带动消费止跌，竣工的企稳对地产相关的消费有一定支撑，未来消费或在一季度基础上边际回温和。

投资总体符合预期，制造业放缓略超预期

1-3 月 FAI 同比增长 6.3%（前值 6.1%），符合预期，其中地产投资和基建投资反弹均符合预期，但制造业投资下滑略超预期。

前 3 月制造业投资增长超预期回落至 4.6%（前值 5.9%，去年同期 3.8%）。从已公布分项看，农副食品、纺织业、医药制造、有色金属冶炼及压延、通用专用设备制造业等权重行业投资增速均下行，仅有计算机、通信和其他电子，食品制造业，化学原料及化学制品制造业小幅反弹。此外，1 季度制造业产能利用率小幅回落至 76.3%（前值 76.5%，去年同期 77%）。制造业前期利润增速下行或制约制造业投资（多依赖内源性融资），今年前 2 月制造业利润累计同比跌至 -15.7%（前值 8.7%，去年同期 12.5%），但部分有春节效应。向前看，今年 4 月增值税减税开启，或带来制造业盈利一定程度改善，此外基建投资小幅反弹，支撑制造业投资企稳。而产能更新换代尚未结束，也意味着制造业投资还有改善空间。

3 月狭义基建投资同比增长 4.4%（前值 4.3%），广义基建同比增长 3.9%（前值 2.5%），符合预期。其中：电力、燃气、水的生产同比增长 0.7%（前值 -1.4%），结束 13 个月以来的负增长，交通运输同比增长 6.5%（前值 7.5%），略有放缓，水利环境同比增长 1%（前值 -0.4%），增长反弹。1-3 月地方政府新增债券发行 1.28 万亿；预算内支出中，节能环保同比增长 30.6%、城乡社区支出同比增长 22.8%、农林水支出同比增长 14.6%、交通

运输支出同比增长 47.4%；城投债净融资量 3489 亿，同比增长 73.7%。前期预算内支出、专项债、城投债放量支撑未来基建投资。

地产数据符合预期，开发商从稍激进的开工回款向保守的施工加快的策略转变特征仍明显。受春节错位影响，销售 2 月大跌 3 月反弹波动较大，一季度整体看，全国商品房销售面积同比跌幅-0.9%，较去年四季度-2.6%略有收窄，“因城施政”下部分地区调控“松绑”，销售温和企稳。房企拿地依然谨慎，土地购置面积和成交价款累计同比仍有 30% 左右的下滑。天气扰动消退后，3 月新开工累计同比从 2 月 6% 反弹至 12%，但较去年 4 季度 19% 的同比增速仍有较大下滑。施工继续反弹，首季住宅竣工跌幅与去年四季度持平。在贷款、外资和预收款和按揭带动下，首季资金来源同比增长 5.9%，较四季度 3.3% 有所反弹。往前看，新开工的放缓或带动建安先升后降，开发投资短期在高位，二季度末或有放缓可能。

春节错位推升工业生产超预期

春节错位叠加投资反弹导致工业增加值强劲复苏，3 月同比超预期增长 8.5% (2 月 3.4%，1-2 月累计 5.3%)，但高增长态势的持续性有待观察。分行业来看，采矿业同比增长 4.6%，主要春节错位导致 3 月集中开工所致；3 月份制造业工业增加值增速反弹至 9.0% (其中反弹较大的是化学原料、橡胶制品、非金属矿物、金属制品、通用设备、专用设备、交通运输设备)，大幅反弹行业均与基建、地产投资有关，另外汽车工业增加值同比由负转正，需关注。电力、燃气及水的生产同比增长 7.7% (前值 6.8%)，符合预期。从 1-3 月来看，工业增加值同比增长 6.5% (去年同期 6.8%)。**往前看，未来春节错位消失，开工趋稳，但基建投资继续回暖，地产投资高位盘整，未来两个季度内工业生产在 6% 左右稳定。**

调查失业率回落符合预期

3 月城镇调查失业率为 5.2%，环比下降 0.1 个百分点，符合预期，而 3 月 31 个大城市调查失业率为 5.1%，环比上升 0.1 个百分点。数据总体符合我们的预期，也在一定程度上反映了中国劳动力市场的结构性分化：中高端劳动力市场面临一定的短期压力，中低端劳动力市场结构性紧缺。这也能从一季度城乡可支配收入差距进一步缩小得到部分印证。从全国数据来看，3 月开工状况平稳使得失业率季节性下降，46 小时的周平均工作时间也恢复到了正常水平。3 月城镇新增就业人员为 150 万，与 2013-2018 年均值 (149 万) 基本持平。随着政策效应的进一步释放，失业率进一步稳中有降。

短期边际改善，四季度或减弱

短期经济增长动能边际改善，但 4 季度可能边际减弱。具体而言，房地产投资增速近期仍然维持高位，而一季度信贷大幅扩张 (尤其是短贷高增长) 将支撑相关企业补库甚至企业消费，而中长期贷款支撑基建。汽车等消费未来有改善空间，收入企稳或支撑消费边际改善，地产竣工对地产相关的消费形成支撑。但由于内需回暖和贸易摩擦缓和，进口改善幅度好于出口，净出口对经济的拖累或上升，再加上信贷投放节奏或边际放缓，2-3 季度经济增长动能边际改善之后，4 季度或边际减弱。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益

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_13080

