

## 政策助力经济提前企稳

**数据：**1季度实际GDP当季同比6.4%（前值6.4%），累计同比6.4%（前值6.6%）；3月规模以上工业增加值当月同比8.5%，累计同比6.5%（前值5.3%）；3月社会消费品零售总额当月同比8.7%，累计同比8.3%（前值8.2%）；3月固定资产投资当月同比6.5%，累计同比6.3%（前值6.1%）。

**GDP：**宽松政策以及社融显著改善推动基建、建安投资增速回升，叠加衰退式贸易顺差，一季度实际GDP增速企稳；不过，由于价格下滑，名义GDP增速下滑较多。3月社融明显改善，并且财政支出增速显著增加，基建和建安投资受到明显支撑，回升较多，进而带动制造业和相应服务业生产回升。此外，进口增速下滑幅度明显大于进口，货物贸易衰退式顺差，净出口对实际GDP的拉动作用显著回升。不过，由于一季度PPI和CPI均有所下滑，价格整体下行，名义GDP增速下滑至7.8%，企业盈利受到拖累。

**投资：**3月基建和房地产投资带动固定资产投资整体上行。年初以来，基建融资环境显著改善，包括非标融资收缩放缓、地方政府专项债提前大量发行等，3月基建投资增速继续缓慢回升。2018年以来制造业利润持续下滑，产能利用率下行，制造业企业投资的积极性开始下降，制造业投资进入下行通道。房地产投资增速继续上升，主要原因可能在于建安投资仍然在回升过程中、土地购置费高位缓慢下滑。

**消费：**3月消费增速显著回升，地产链条和升级型消费上升较多是直接原因。3月消费增速回升到去年4季度以来的最高水平，消费明显改善。分项上看，地产链条和升级型消费回升较多，是消费改善的直接原因。

**工业增加值：**3月工业生产显著回升，除季节性因素以外，制造业需求改善也是重要因素。3月工业增加值当月同比达到2015年来以来除1月以外的最高值，表明生产显著改善。除了春节假日季节性影响外，制造业需求改善也是工业生产显著回升的重要因素，与此相印证的是2-3月PMI新订单指数都维持在高位。

**1季度实际GDP增速提前企稳，未来会进一步上行吗？**一季度实际GDP止跌企稳，是超预期的，是否意味着经济将会于二季度进一步回升呢？对于该问题的回答，需要了解一季度经济平稳的原因究竟是什么。直接原因在于工业生产回升，特别是非金属制品、黑色和有色金属等传统工业生产的较好。支撑工业生产回升的因素可以从三个方面追溯，一是政策宽松，包括财政和货币政策。1季度社融余额同比为10.7%，财政支出同比为15.0%，政府性基金支出同比为55.9%，三者均好于去年四季度的水平。二是，基建和建安投资增速回升。基建和建安投资对钢铁、水泥、玻璃、有色金属等需求量较大，其两者回升均会带动传统工业生产增加。三是，衰退型顺差的支撑。3月进口的大幅下降和出口的超预期回升，带动了货物贸易顺差的明显改善。从以上三个因素来看，政策进一步宽松的可能性不大，且还存在边际收紧的可能性；中美贸易谈判达成后，衰退型顺差对经济的支撑也会下降。不过，宽松政策对经济的正向影响存在一定滞后性，且基建和建安投资依然存在回升空间，两者对经济依然起到稳定性作用。此外，未来经济是否企稳回升，关键还在于增值税减税以后，能否显著改善企业盈利状况，进而带动需求和企业生产扩张。因此，经济将于二季度企稳回升的判断还需要进一步验证。从积极因素来判断，经济也不会显著下滑，这与我们去年10月份提出的经济增速渡过快速下降期的判断一致。

**风险提示：**财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

**边泉水** 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

**段小乐** 联系人  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

**林玲** 联系人  
linling1@gjzq.com.cn

图表 1: 国金宏观 3 月经济数据点评

经济指标	单月增速 (%)		累计增速 (%)		数据描述与趋势判断
	2月	3月	2019年1-2月	2019年1-3月	
GDP	-	6.4	-	6.4	宽松政策以及社融显著改善推动基建、建安投资增速回升，叠加衰退式贸易顺差，1季度实际GDP增速平稳，不过由于价格下滑，名义GDP增速下滑较多。3月社融余额同比上升10.7%，社融明显改善，并且财政支出增速显著增加，基建和建安投资受到明显支撑，回升较多，进而带动制造业和相应服务业生产回升。此外，进口增速下滑幅度明显大于进口，货物贸易衰退式顺差，净出口对实际GDP的拉动作用显著回升。不过，由于1季度PPI和CPI均有所下滑，价格整体下行，名义GDP增速下滑至7.8%，企业盈利受到拖累。
消费	-	8.7	8.2	8.3	3月消费增速显著回升，地产链条和升级型消费上升较多是直接原因。3月消费增速回升到去年4季度以来的最高水平，消费明显改善。分项上看，地产链条和升级型消费回升较多，是消费改善的直接原因。
投资	-	6.5	6.1	6.3	基建和房地产投资带动固定资产投资整体上行。基建投资继续缓慢回升，房地产投资小幅上升，制造业投资小幅下滑，固定资产投资整体小幅上行。
民间投资	-	5.6	7.5	6.4	民间投资继续走弱，主要受到制造业投资下滑的影响。
基建投资	-	3.3	2.5	2.9	基建投资增速继续缓慢回升，预计年内仍有空间。年初以来，基建融资环境显著改善，包括非标融资收缩放缓、地方政府专项债提前大量发行、贷款明显增加、城投债发行较好等。融资环境改善的影响并未完全反应，年内基建投资增速还有回升空间。（注：基建包括电力部分）
制造业投资	-	3.7	5.9	4.6	制造业投资继续下滑，不过石油加工、化学原料等行业投资依然较好。2018年以来，制造业利润持续下滑，产能利用率下行，制造业企业投资的积极性开始下降，制造业投资进入下行通道中。不过，石油加工、化学原料等行业的投资进入密集建设期，对制造业投资形成一定的支撑。
房地产投资	-	12.0	11.6	11.8	建安投资增速继续回升叠加土地购置费增速高位缓慢下滑，房地产投资增速小幅上升，今年房地产投资走势与2011年类似，预计19年房地产投资增速下行。房地产投资增速继续上升，表明房地产投资表现依然较好。主要原因可能在于建安投资仍然在回升过程中，此外土地购置费高位缓慢下滑。今年房地产投资走势与2011年类似，预计2019年建安投资增速回升，但土地购置费用增速下行更多，预计房地产投资增速下滑。
其中：新开工面积	-	18.1	6.0	11.9	新开工面积同比回升，与3月商品房销售改善相印证。3月房企销售力度有所增加，新开工同比也随之上升。
资金来源	-	13.1	2.1	5.9	房地产资金来源显著改善，主要得益于商品房销售好转。与此相印证的是，定金、按揭贷款等资金来源回升较多。此外，国内贷款由跌转涨。
商品房销售面积	-	1.8	(3.6)	(0.9)	商品房销售有所好转，主要得益于一线和部分三线城市销售回升。3月以来，部分城市房地产调控政策略微松动，一线及部分三线城市商品房销售有所好转。此外，年初以来居民中长期贷款显著增加，对商品房销售在资金上形成支撑。
商品房销售额	-	8.3	2.8	5.6	
出口	(20.7)	14.2	(4.6)	1.4	需求外强内弱和关税调降预期导致进出口分化加剧。3月出口同比由负大幅转正，超出市场预期，主要原因在于春节错位扰动、基数较低以及海外需求边际改善。3月进口当月同比跌幅扩大，超出市场预期，主要原因是国内需求整体依然不振，以及企业推迟进口。
进口	(5.2)	(7.6)	(3.2)	(4.8)	
工业增加值	3.4	8.5	5.3	6.5	工业生产显著回升，除季节性因素以外，制造业需求改善也是重要因素。3月工业增加值当月同比达到2015年以来除1月以外的最高值，表明生产非常好。除了因今年春节假日在2月上旬带来3月工厂恢复生产早于去年同期的季节性因素以外，制造业需求改善也是工业生产显著回升的重要因素，与此相印证的是2-3月PMI新订单指数都维持在高位。
出口交货值	-	5.7	4.2	4.8	出口交货值同比上升，表明出口有所好转，但幅度不及海关总署公布的出口同比。
发电量	-	5.4	2.9	4.2	发电量同比上升。制造业生产增加，发电需求上升，与6大发电集团日均耗煤相印证。
粗钢产量	-	10.0	9.2	9.9	粗钢生产依然较好，主要得益于基建和建安投资回升。
人民币兑美元汇率 (贬值为-)	2.6	(0.5)	2.6	2.1	3月人民币兑美元贬值。2月以来美元指数不断上升，人民币兑美元也出现相应的贬值。
M1增速	-	-	2.0	4.6	
M2增速	-	-	8.0	8.6	
新增信贷 (万亿)	0.9	1.7	4.1	5.8	3月社融增速大幅超预期。信贷：总量大幅超预期，结构有亮点，企业中长期贷款和短期贷款回升，居民贷款回升，非银贷款大幅减少。社融：信贷、非标和地方政府专项债助力社融企稳回升。M2：企业、居民存款同比多增，叠加财政存款大幅减少，M1大幅改善，M2同比回升。
新口径下新增社融 (万亿)	0.7	2.9	5.3	8.2	
CPI	1.5	2.3	1.6	1.8	3月物价短期回升，不改PPI下行趋势。3月CPI当月同比明显回升，主要原因在于猪肉和油价上涨，且去年基数较低。3月PPI当月同比回升，主要原因在于原油和钢铁价格上涨带动PPI环比上升。展望4月，CPI当月同比或超过2.5%，PPI当月同比继续回升。短期国内经济企稳预期带动PPI表现较好，但全球经济依然在走弱，PPI下行趋势不改。
PPI	0.1	0.4	0.1	0.2	
制造业PMI	49.2	50.5	-	-	
非制造业PMI	54.3	54.8	-	-	
综合PMI	52.4	54.0	-	-	受政策与季节性影响，一季度经济增长动能边际改善。3月制造业PMI回升较多，超过季节性，且大部分指标均有所回升，整体表现为：需求回升带动生产和价格上行。3月非制造业商务活动回升，基本符合季节性规律，建筑业回升较多，服务业略微上行。

来源：国家统计局，财政部，中国人民银行，中国货币网，Wind，国金证券研究所

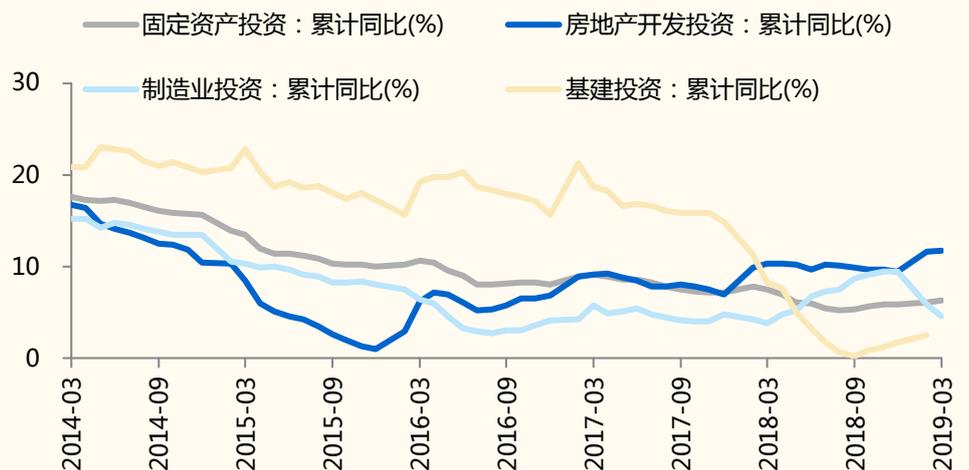
**1、基建和房地产投资带动固定资产投资整体上行。**基建投资继续缓慢回升，房地产投资小幅上升，制造业投资小幅下滑，固定资产投资整体小幅上行。具体来看：

**(1) 基建投资增速继续缓慢回升，预计年内仍有空间。**年初以来，基建融资环境显著改善，包括非标融资收缩放缓、地方政府专项债提前大量发行、贷款明显增加、城投债发行较好等。融资环境改善的影响并未完全反应，年内基建投资增速还有回升空间。(注：基建包括电力部分)。具体来看，1) 交运行业累计同比下降为 6.5% (前值 7.5%)，其中铁路运输业下降为 11.0% (前值-22.5%)，而道路运输业增速下降为 10.5% (前值 13.0%)；2) 水利大环保行业累计同比由跌转涨至 1.0% (前值-0.4%)，其中权重最大的公共设施管理业增速跌幅收窄至-0.6% (前值-2.9%)，水利管理业跌幅扩大至-5.5% (前值-1.8%)。

**(2) 制造业投资继续下滑，不过石油加工、化学原料等行业投资依然较好。**2018 年以来，制造业利润持续下滑，产能利用率下行，制造业企业投资的积极性开始下降，制造业投资进入下行通道中。不过，石油加工、化学原料等行业的投资进入密集建设期，对制造业投资形成一定的支撑。具体来看，1) 新兴行业中，医药制造业累计同比下降至 9.7% (前值 10.5%)，计算机通信行业增速回升至 5.5% (前值-2.6%)；2) 装备制造业中政策支持的汽车制造业累计同比大幅下降至-1.0% (前值 8.1%)，铁路船舶行业累计同比跌幅收窄至-8.7% (前值-9.7%)；3) 轻工行业中，农副食品加工业累计同比下跌至-6.7% (前值-4.4%)，食品制造累计同比涨幅扩大至 4.4% (前值 3.0%)；4) 传统行业中，有色金属冶炼及压延加工业累计同比跌幅扩大至-17.1% (前值-10.6%)。

**(3) 建安投资增速继续回升叠加土地购置费增速高位缓慢下滑，房地产投资增速小幅上升，今年房地产投资走势与 2011 年类似，预计 19 年房地产投资增速下行。**房地产投资增速继续上升，表明房地产投资表现依然较好。主要原因可能在于建安投资仍然在回升过程中，此外土地购置费高位缓慢下滑。今年房地产投资走势与 2011 年类似，预计 2019 年建安投资增速回升，但土地购置费用增速下行更多，预计房地产投资增速下滑。开发资金来源累计同比回升至 5.9% (前值 2.1%)。

图表 2：固定资产投资累计同比上升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

**2、工业生产显著回升，除季节性因素以外，制造业需求改善也是重要因素。**3月工业增加值当月同比达到 2015 年来以来除 1 月以外的最高值，表明生产非常好。除了因今年春节假日在 3 月上旬带来 3 月工厂恢复生产早于去年同期的季节性因素影响以外，制造业需求改善也是工业生产显著回升的重要因素，与此相印证的是 2-3 月 PMI 新订单指数都维持在高位。

(1) 从结构上看，采矿业、制造业和公用事业生产均出现不同程度上升。采矿业当月同比涨幅扩大至 2.2% (前值 0.3%)，制造业当月同比上升至 7.2% (前值 5.6%)，公用事业部门当月同比上升至 7.1% (前值 6.8%)。

(2) 从制造业内部结构上看，受益于建安投资和基建投资回升，传统制造业生产显著回升。

1) 新兴产业回升。其中医药制造业当月同比上升至 6.9% (前值 5.9%)，计算机、通信和电子行业当月同比上升至 10.2% (前值 6.0%)。

2) 装备制造业整体回升。其中汽车当月同比上升至 2.6% (前值 5.3%)，金属制品业当月同比上升至 14.6% (前值 8.5%)，运输设备业当月同比上涨至 13.6% (前值 7.9%)。

3) 通用专用设备制造全面回升。其中通用设备制造业当月同比上升至 14.1% (前值 4.4%)，专用设备制造业当月同比回升至 16.4% (前值 10.0%)。

4) 轻工业分化。其中农副食品加工业当月同比下降至 5.7% (前值 6.3%)，食品制造当月同比下降至 4.6% (前值 6.0%)，纺织业工业当月同比上升至 9.0% (前值 0.2%)。

5) 传统制造业依然好于去年同期水平。黑色金属冶炼及压延加工行业增加值当月同比上升至 8.5% (前值 7.5%)，有色金属冶炼及压延加工业当月同比上升至 11.1% (前值 9.3%)，非金属矿物制品业当月同比上升至 15.4% (前值 8.8%)。

(3) 规模以上工业企业出口交货当月同比上升。规模以上出口交货值当月同比上升至 5.7% (前值 4.2%)。

图表 3：工业增加值当月同比明显上升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 4：黑色金属当月同比上升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

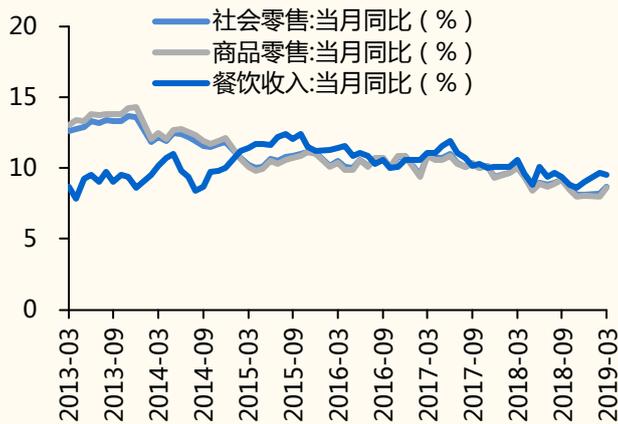
3、3月消费增速显著回升，地产链条和升级型消费上升较多是直接原因。3月消费增速回升到去年4季度以来的最高水平，消费明显改善。分项上看，地产链条和升级型消费回升较多，是消费改善的直接原因。

(1) 地产链条整体上行。建筑装潢材料当月同比上升至 10.8% (前值 6.6%)；家具当月同比大幅上升至 12.8% (前值 0.7%)；家电当月同比跌幅上升至 15.2% (前值 3.3%)。

(2) 升级型消费整体上行。通讯类消费同比上升至 13.8% (前值 8.2%)；中西药同比上升至 11.8% (前值 10.3%)；石油及制品类消费上升至 7.1% (前值 2.5%)。

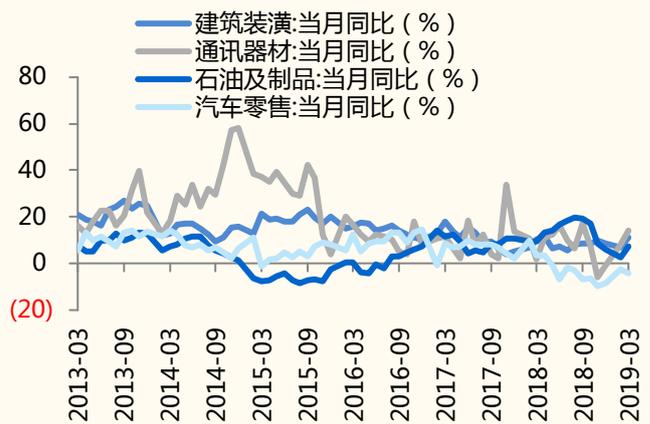
(3) 汽车消费跌幅依然较大。汽车消费当月同比跌幅扩大至 -4.4% (前值 -2.8%)。

图表 5：消费当月同比上升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 6：地产类链条、升级型消费均上升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

风险提示：

1. 财政宽松力度不足，减税降费力度不够或者执行力度不够，难以对冲经济下行压力，导致企业盈利进一步下降，失业等问题加剧；
2. 货币政策短期过紧导致名义利率上升，同时物价下滑，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；
3. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；
4. 房地产市场持续收紧，叠加资管新规严格执行程度超预期，可能造成部分金融机构出现风险，从而导致系统性风险发生概率上升；
5. 中美贸易摩擦升温，对双方需求形成较大冲击；美联储如果加息速度和幅度高于市场预期，将推升美元大幅上升，资本流入美国，新兴市场将再度面临资本流出，可能诱发风险。

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\\_13082](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13082)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn