



Research and
Development Center

证券研究报告 Research Report

2019年4月17日

宏
观
点
评

政策托底下经济阶段性企稳

胡佳妮 固定收益分析师

编号：S1500514070006

电话：+86 10 83326732

邮箱：hujiani@cindasc.com

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼（100031）

李 曼 研究助理

电话：+86 10 83326856

邮箱：limana@cindasc.com

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼（100031）

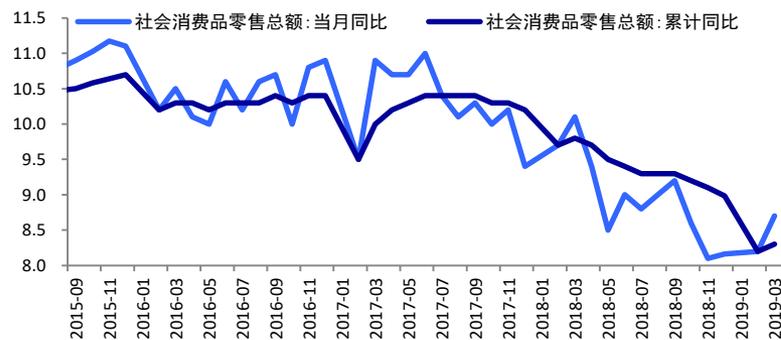
政策托底下一季度经济平稳开局

- 2019年1季度GDP同比增长6.4%，与去年四季度持平。随着逆周期财政政策和货币政策的协同发力，今年经济实现平稳开局。
- 具体来看，财政支出加快以及地方政府债发行进度加快带动基建投资继续回升，地产投资维持高位，二者带动固定资产投资增速出现回升。但是制造业投资增速继续回落，表明现阶段的经济企稳仍然是归功于“基建”+“地产”这两项，经济的内生动力仍然不强。那么，随着预算以及减税对财政资金的约束效应显现，届时财政对于基建投资的支撑力度或将转弱；地产投资同样面临回落压力。制造业投资能否承接这两项投资的回落成为最大的不确定因素。而且在居民资产负债表仍处于修复阶段时，消费增速也难以出现大幅反弹。
- 总体来看，我们认为政策托底下，经济阶段性企稳已然是既定事实，但是对于经济已经走入复苏通道维持谨慎判断。在消费弱企稳、外需压力仍然较大的情况下，不排除在基建和地产投资力度转弱后经济再度回落的可能性，而且通胀的上升对于后续货币政策的空间也有一定限制，市场的部分过度乐观预期或需要适当修正。

政策托底下工业增加值增速出现回升

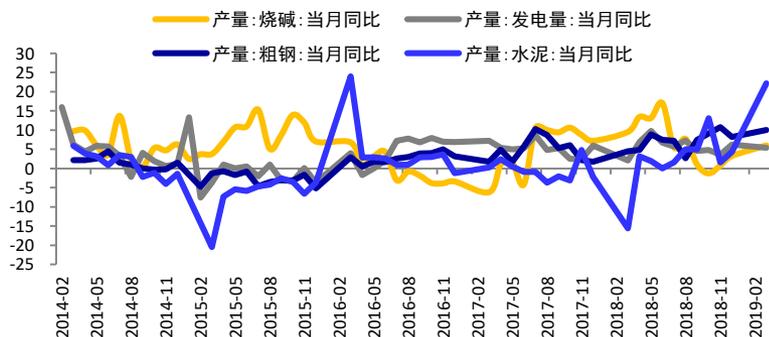
- 2019年3月规模以上工业增加值同比实际增长8.5%，比1-2月份加快3.2个百分点。一季度同比增长6.5%，较2018年四季度回升0.3个百分点。
- 3月工业增加值的超预期反弹与PMI生产指数大幅回升是相互印证的，我们认为一方面是节后开工带动，另一方面是基建、地产投资需求的带动。但是我们也提示，PMI新订单指数离荣枯线仍有一定距离，而且产成品库存有所增加，表明需求改善程度还是相对有限。
- 从主要工业品产量数据看，随着扩内需政策的推进，钢铁、水泥、化工等产量增速仍处于回升态势。值得注意的是，汽车产量增速出现触底回升迹象，或主要受到增值税减税、提振汽车消费等利好因素刺激。

工业增加值当月同比与累计同比增速情况（单位：%）



Source: 万得, 信达证券研发中心

扩内需政策托底下部分工业品产量增速继续回升（单位：%）



Source: 万得, 信达证券研发中心

汽车产量回暖，抢出口效应消散后出口交货值回归低位（单位：%）



Source: 万得, 信达证券研发中心

基建、地产投资仍是短期经济企稳的核心驱动力，内生动力仍然不强

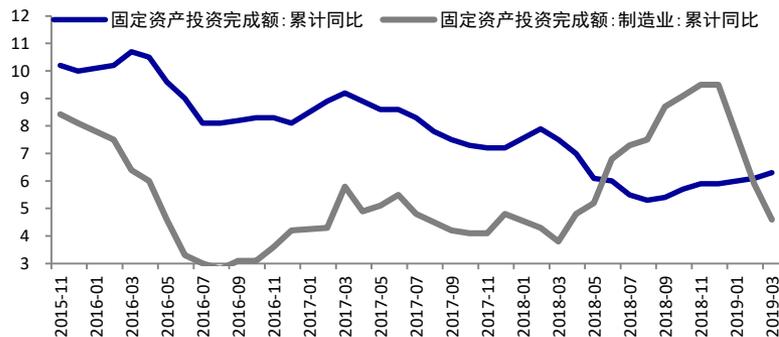
- 2019年一季度固定资产投资（不含农户）同比增长6.3%，增速较1-2月加快0.2个百分点，较2018年回升0.4个百分点。
- 一季度财政支出增速明显提高，而且地方政府债的发行进度也有所加快，保障了基金投资增速继续回升。展望2季度，资金端仍有保障，我们判断基建投资增速将继续回升，但是由于财政支出受到预算安排的约束，下半年增速将有所回落，而且随着减税对财政资金的约束效应显现，届时财政对于基建投资的支撑力度或将转弱。
- 一季度地产投资同比增长11.8%，维持高位。一方面销售回暖使得开发商资金来源压力有所缓解，另一方面快周转的模式并未改变，新开工、施工面积均出现回升。但是我们提示，土地成交价款、购置面积增速大幅下滑，政策调控尚未松动的前提条件下，下半年投资增速或将出现回落。
- 制造业投资增速继续回落，较2018年底下降4.9个百分点。表明当前经济内生动能仍然不强，企业盈利仍处于下降通道。但是考虑到地产和基建投资终端需求的上升，以及工业品价格回升带来企业盈利改善，二、三季度或许能看到制造业投资增速的反弹。

财政支出与基建投资增速情况（单位：%）



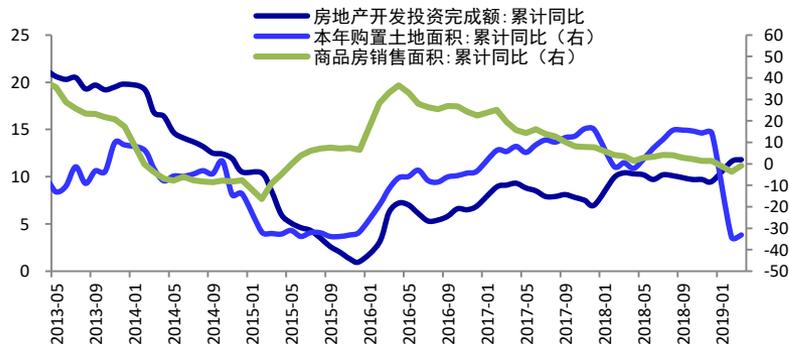
Source: 万得, 信达证券研发中心

固定资产投资完成额情况（单位：%）



Source: 万得, 信达证券研发中心

房地产投资与销售情况（单位：%）

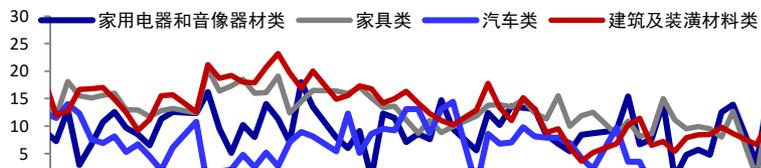


Source: 万得, 信达证券研发中心

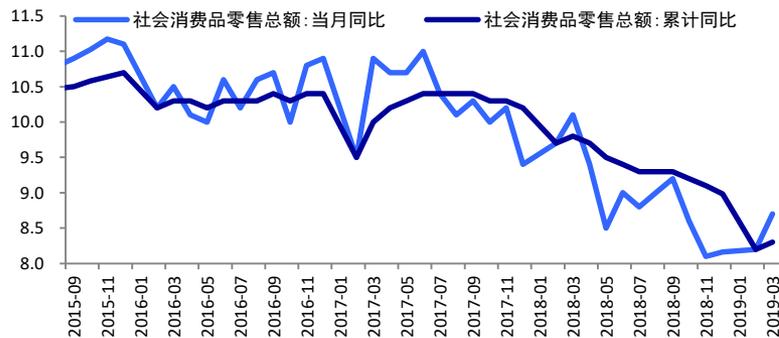
政策对冲下，消费增速弱企稳

- 2019年一季度社会消费品零售总额同比名义增长8.3%，增速较1-2月份回升0.1个百分点，较2018年底回落0.7个百分点。
- 从具体消费类别看，部分城市地产销售的回暖带动产业链条上产品增速出现明显回升，化妆品、通讯器材在前期回落后出现反弹，石油制品在油价上涨影响下消费增速也出现回升。值得注意的是，在增值税降税、商品降价的利好下汽车消费增速有企稳回升迹象。根据中国汽车工业协会，“整个汽车工业看到了一些回暖的迹象”，作为商品消费“大头”，汽车消费的企稳对于整体消费将形成支撑。
- 我们仍维持居民资产负债表处于修复过程中，消费增速难以出现大幅反弹的判断。不过具体来看，二季度通胀数据大概率上行，结合减税等提振消费的政策刺激，我们预计增速将维持在8.5%以上。

地产链条上相关消费回升明显，汽车消费有回升迹象（单位：%）

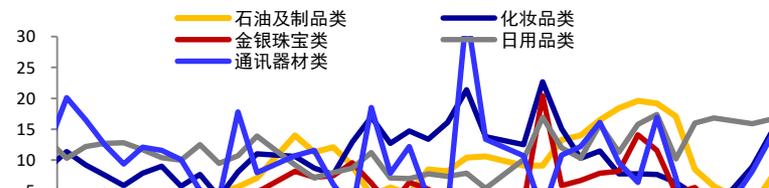


社会消费品零售情况（单位：%）



Source: 万得, 信达证券研发中心

化妆品、通讯器材类消费有所回升（单位：%）



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_13085

