



联讯证券专题研究

经济缘何企稳

2019 年 04 月 17 日

投资要点

分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@lxsec.com

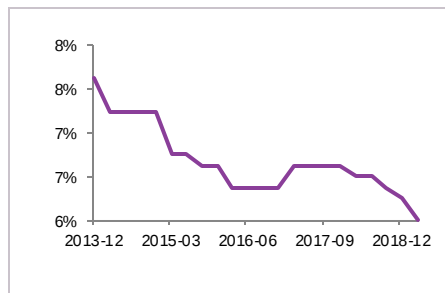
分析师：张德礼

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

邮箱：zhangdeli@lxsec.com

近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

相关研究

《理财、理财子与同业合作变局》

2019-03-15

《未尽的债牛》2019-03-20

《破除抵押品依赖：信用贷款是如何支持中小微的？》2019-03-27

《深度解析非金融企业杠杆》2019-04-03

《社融缘何放量？》2019-04-12

经济缘何企稳

1、一季度 GDP 同比 6.4%，从数据公布后国债期货的走势看，高于市场此前的预期。单看 3 月数据，生产和需求都很强劲，各类逆周期调控政策开始奏效。

2、生产端，工业增加值同比 8.5%，前值 5.3%。主要有三个原因，一是今年开工旺季较早，而去年开工旺季在 4 月份，开工旺季的错位对今年 3 月工业增加值的同比有正向推动。二是环保限产放松，粗钢、焦炭产量同比都在上升。三是 4 月 1 日开始下调制造业增值税税率，制造业企业，尤其是中小企业在 3 月加大了采购和生产。

3、固定资产投资增速提高 0.2 个百分点至 6.3%。全口径基建投资累计增速 3.0%，相比于前值回升了 0.5 个百分点，基建补短板的政策在奏效，但并不明显。制造业投资累计增速从 5.9%，进一步下探到 4.6%。与之同步性较高的民间投资增速，也从 7.5%下降到 6.4%。始于 2018 年 2 季度的民间制造业企业被动设备更新，已经进入下行周期。

4、房地产行业的主要指标都在回升。累计投资增速从 11.6%进一步上升到 11.8%，新开工面积增速从 6.0%回升到 11.9%，施工面积增速从 6.8%提高到 8.2%，销售、到位资金、国房景气指数也都在改善。

房地产销售和投资的强势，一方面因今年一线城市和部分二线城市的销售好转，与 3 月居民中长期贷款创 5 年同期新高相佐证；另一个原因是房企融资环境的改善，包括贷款、个人定金及预收款、个人按揭贷款等的增速，都明显提高。

从数据上看，房企依然在采取快周转的策略。一是在地产投资增速整体上升的同时，住宅投资增速从 18.0%下降到 17.3%；二是房屋竣工面积增速虽然从-7.8%小幅下降到-8.1%，但跌幅相比于去年是明显收窄的。

5、3 月社消增速 8.7%，前值 8.2%。名义增速的上升，部分原因是价格因素，社消实际增速从 7.1%下降到 6.7%。从名义增速看，汽车类消费同比从-2.8%回落到-4.4%。而地产相关的消费，如家电家具（从 0.7%到 12.8%）、建筑及装潢材料类（6.6%到 10.8%），是主要支撑。

6、展望未来，我们倾向于认为，二季度经济有支撑，但在现有政策组合下，三季度末、四季度初，对经济的乐观预期可能再度修正。

风险提示：外部环境恶化，拖累出口



一季度 GDP 同比增长 6.4%，印证了最近一个月市场上经济企稳的预期，甚至比一致预期更好。如果单看 3 月份的数据，生产和需求指标都很强劲，尤其是工业增加值和地产投资这两个，再一次让人对地产周期在中国经济增长中的地位，有了更深的认识。

下面从生产和需求两个维度，对一季度和 3 月份的经济数据做分析。

先来看反映生产的工业增加值，同比增速从 5.3%，大幅上升到 8.5%。这一增速，是 2014 年 8 月以来的新高。环比增速 1% 更为强势，它是 2013 年 9 月至今的最高值，上一次 3 月环比如此大幅度的提高，还是在 2012 年。

尽管 3 月制造业 PMI 生产指数从 49.5 提高到 52.7，以及 6 大发电集团耗煤量、高炉开工率，都让市场有 3 月工业生产不差的预期。但工业增加值 8.5% 的增速，还是让人惊呼生产太强了。

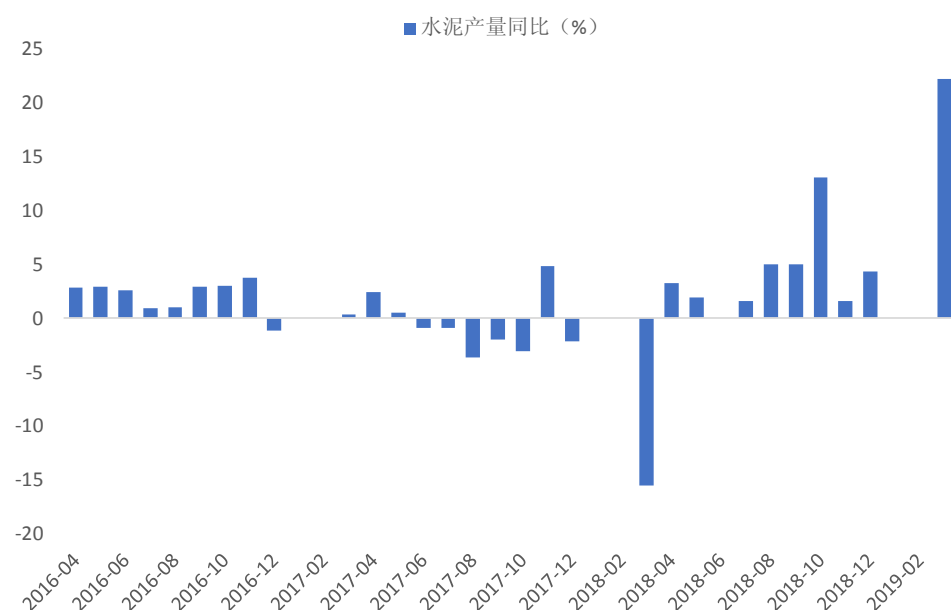
如何理解生产的强势呢？可能的原因有以下几个：

第一，今年开工旺季较早，而去年开工旺季在 4 月份，开工旺季的错位对今年 3 月工业增加值的同比有正向推动。

第二，4 月 1 日开始下调制造业增值税税率，制造业企业，尤其是处于产业链中下游的中、小企业在 3 月加大了采购和生产，因为这样可以进行更多的抵扣。从分类型的 3 月制造业 PMI 数据看，中型企业和小型企业的 PMI 生产指数、PMI 原材料库存指数，回升幅度要明显大于大型企业。

第三，地产产业链的需求很强劲。从宏观层面看，地产投资增速从 11.6% 上升到 11.8%，由于 3 月国有土地出让金收入增速从 -5.3% 下降到 -9.5%，可以认为地产投资中剔除土地购置费用后的建安投资部分，增速是进一步上升的。从微观层面看，由于水泥的储存时间短，它的产量是反映需求的指标。3 月水泥产量同比增长 22.2%，这一增速创下 3 年新高，但全国水泥价格指数在 3 月下旬依然持续上升。

图表 1:3 月水泥产量创三年新高



资料来源：联讯证券，Wind



第四，环保限产在放松，粗钢、焦炭等受政策影响比较大的工业品，4月增速都比3月高。

往后看，4月工业增加值增速大概率将回落，可能回落到6.5%左右。一方面，去年4月是开工、生产的旺季，有高基数的影响。另一方面，增值税减税已经实施，中小企业赶采购和生产的动力不足。高频的6大发电集团日均耗煤看，4月已经在下降。

再来看各个终端需求。固定资产投资增速提高0.2个百分点至6.3%，总量层面看基本符合预期，但三大分项在分化。

先来分析地产投资，它是需求中最大的超预期，也是当前经济韧性得以维持的核心动能。地产主要指标都在好转，累计投资增速从11.6%进一步上升到11.8%，新开工面积增速从6.0%回升到11.9%，施工面积增速从6.8%提高到8.2%，销售、到位资金、国房景气指数也都在改善。

房地产销售和投资的强势，一方面因今年一线城市和部分二线城市的销售好转，这和3月居民中长期贷款创5年同期新高相佐证；另一个原因是开发商融资环境的改善，包括贷款、个人定金及预收款、个人按揭贷款等的增速，都明显提高，为开发商加快建安投资提供资金基础。

由于今年的地产销售，是结构性回暖，主要集中在一线城市和二线城市，而占整个地产销售份额超过7成的三线及以下城市，市场依然低迷。在这种情况下，开发商加快低线城市项目周转的策略没有变。

这一点从数据上也能得到印证。一是在地产投资增速整体上升的同时，住宅投资增速从18.0%下降到17.3%；二是房屋竣工面积增速虽然从-7.8%小幅下降到-8.1%，但跌幅相比于去年是明显收窄的。

我们认为，二季度地产投资有支撑，有望维持在11%以上的增速。一是住宅竣工增速依然为负值，开发商的高周转策略并没有结束。二是从土地溢价率、新开工增速看，一、二线城市的施工预计会加快。

再来看基建投资。全口径的基建投资累计增速，从2.5%上升到3.0%。客观来说，这一增速是偏低的，因为从去年7月以来，基建就一直是补短板的重点，而且今年又有地方债提前发行、财政前置等原因。

展望二季度，基建投资回暖的节奏可能会加快。一方面，交通项目是这一轮基建补短板的重要方向之一，今年一季度财政支出中，用于交通运输的增速47.4%，是各个分项中最高的。但交通项目，尤其是公路工程的项目，受天气的影响比较大，路面摊铺沥青时对温度有很高的要求，预计天气转暖后交通运输项目的投资增速会有明显提高。

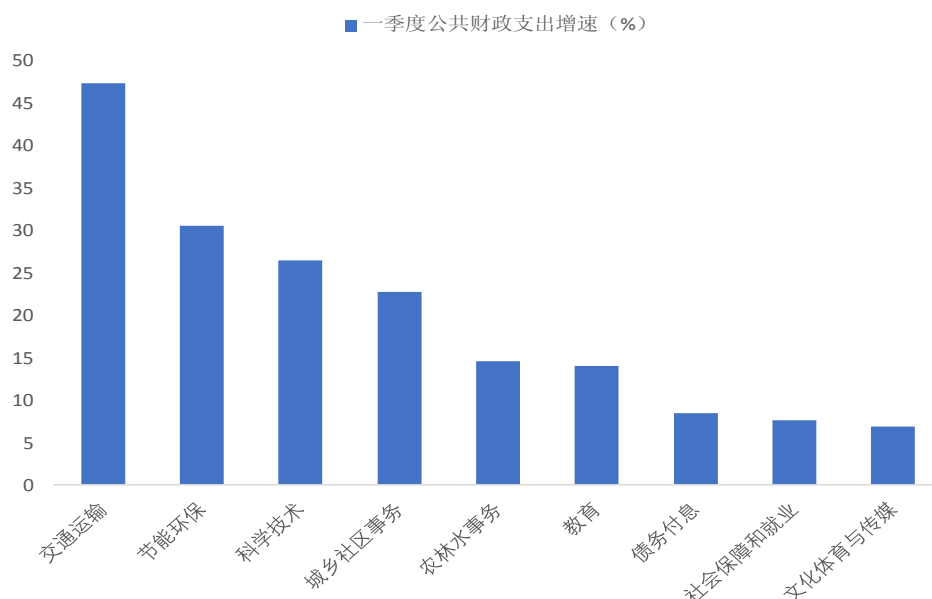
另一方面，一季度地方债发行14067亿、城投债净融资3497亿，为二季度基建扩张提供资金基础。

一季度制造业投资增速4.6%，前值5.9%，这一增速同去年全年增速9.5%相比，出现腰斩。与它同步性很高的民间投资增速，也从2月的7.5%下降到6.4%。

2018年2季度开始的这一轮制造业投资回暖，主要是设备折旧老化、环保标准提升后的被动设备更新，并不具备一轮主动投资所需的企业盈利预期改善、现有产能不足制约生产、企业现金流这三个必备条件。参照2016年国企设备更新持续一年的经验，制造业投资的高点在2018年4季度—2019年1季度。



图表 2:一季度公共财政支出中，交通运输的同比增速最高



资料来源：联讯证券，Wind

今年制造业投资增速下滑的幅度，比我们前期报告中预料的更快。可能原因，一是去年四季度到今年一季度，所出台的各类政策以缓解民企融资难为主，但对于企业来说，在决定是否投资时，盈利预期更为重要。二是被动设备更新周期已经结束。

二季度制造业投资可能反弹。一方面，终端需求中地产+基建投资不差。另一方面，4月1日制造业开始增值税减税，对采掘、化工、通信等行业利润的改善比较明显，而这些行业属于重资本行业。随着利润改善，可能有助于提高资本开支的意愿。

分析完了固定资产投资，再来看消费。3月社会消费品增速从8.2%上升到8.7%，主要是价格因素的贡献。剔除通胀因素后，社消实际增速从7.1%下降到6.7%。从名义增速看，地产相关的消费，比如家电家具（从0.7%到12.8%）、建筑及装潢材料类（6.6%到10.8%），是主要支撑。

判断二季度的消费趋势，需要关注汽车和通胀这两点。由于汽车降价，二季度汽车消费有望实现触底。而在猪周期的带动下，CPI通胀压力上升，对名义社消增速也有一定支撑。我们认为，二季度社会消费品零售总额增速能够维持在8.5%以上。

一季度经济企稳，但它的持续性如何，尤其是在货币政策边际收紧、财政支出前倾的情况下，目前有比较大的分歧。

我们倾向于认为，二季度经济有支撑，但在现有政策组合下，三季度末、四季度初，对经济的乐观预期可能再度修正。核心的逻辑是，这一轮经济企稳，政策刺激力度并没有以往强，房地产和地方政府这两个传统的加杠杆主体，并没有全局性放开。宽信用以民企为主，但从民间投资增速来看，至少目前的效果并不显著。一季度信贷集中投放、财政前置，会制约二季度的政策刺激力度，从而在三季度末、四季度初，对经济有负面影响。

从需求的角度看，目前基本在靠地产投资在撑着。一线和部分二线城市由于调控早，房贷利率下降刺激前期被压制的刚需释放，但占比超过7成的三线及以下城市，地产销



售可能会再度回落，全国地产销售的低点还没出现。宽财政从加大支出，转向减税降费，加之地方政府债务监管没有放松，这意味着基建投资反弹有顶，全年增速在 10%以内，难以对冲下半年地产投资的放缓。

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_13098

