

经济转好的三个推手

——3月中国经济数据前瞻

报告摘要

● 3月中国经济增长数据或大面积反弹，一季度GDP有望平稳回落至6.3%。这主要得益于三方面因素：1) 春节错位。由于今年春节较早，导致2月生产、贸易等多项数据同比大幅下滑，错位影响延续至3月，推升相关数据走高。2) 经济“韧性”。3月一、二线城市房地产销售回暖态势超出预期；地方专项债提前发行，带动基建提前发力；外贸预期修复，消弭企业观望情绪。受益于政策环境的更明显改善，居民和企业部门的悲观预期出现了明显修复，市场当前热议的“韧性”应主要源自于此。3) 税改前奏。4月1日落实的增值税下调，可能也促使部分下游企业提前备货，提振了订单需求。

● 经济探底之路尚未走完，但经济回落节奏或更平稳。一季度经济数据强于年初时市场的普遍预期，在更友好的政策环境下(包括信贷条件改善、民企纾困政策发力、中美谈判积极进展、减税降费措施落地等)，经济预期最差的时候正慢慢过去。但3月经济增长出现的改善势头，在很大程度上是企业和居民部门对前期过度悲观行为的修正，同时受益于去年的低基数和今年基建提前发力，还不是增长动能实质改善的起点。我们认为，在企业盈利增长下挫、地产和基建未出现强刺激、以及海外经济疲弱的情况下，经济的探底之路尚未走完。中长期来看，经济增长速度的适度放缓，也是中国经济增长模式从“地产与基建跷跷板”向“市场活力四射”切换的必经阶段。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

钱伟

wqian@cebm.com.cn

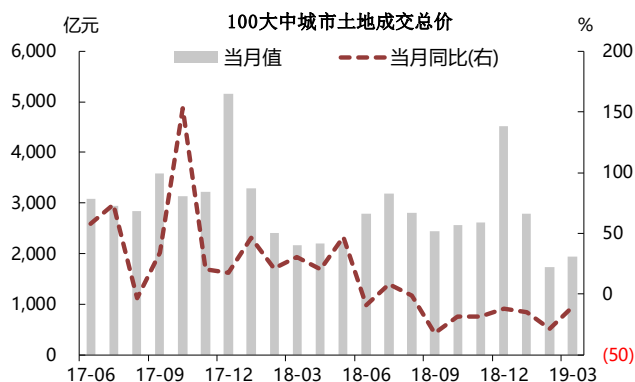
	指标		3月预测	前值
生产	工业增加值	当月同比	6.5% ↑	5.3%
	工业企业利润	累计同比	3% ↑	-14%
消费	社零	当月同比	8.3% ↑	8.2%
投资	整体	累计同比	6.4% ↑	6.1%
	房地产	累计同比	10.5% ↓	11.6%
	制造业	累计同比	8% ↑	5.9%
	基建(不含电力)	累计同比	5% ↑	4.3%
贸易	出口	当月同比	12% ↑	-20.8%
	进口	当月同比	-3% ↑	-5.2%
通胀	CPI	当月同比	2.5% ↑	1.5%
	PPI	当月同比	0.4% ↑	0.1%
金融	社融	当月新增	12000亿 ↑	7030亿
	信贷	当月新增	19000亿 ↑	8858亿
	M2	累计同比	8.2% ↑	8%
	社融增速	累计同比	10.2% ↑	10.1%
经济	GDP	季度同比	6.3% ↓	6.4%



一、固定资产投资增速上扬

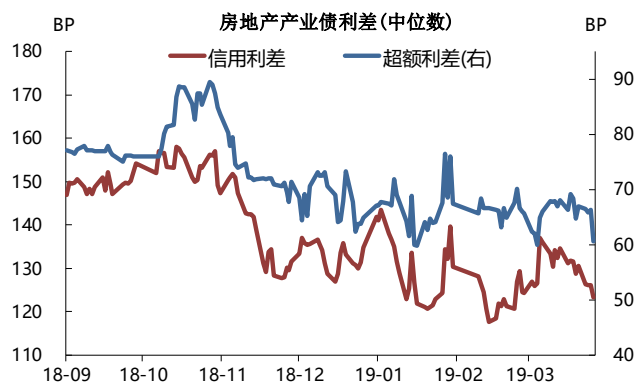
土地购置费高基数对地产投资带来压力。根据克尔瑞公布数据，3月全国百强房企销售面积同比增长14.7%，较1-2月显著改善，3月房地产销售或恢复正增长。投资结构上，预计土地购置费增速向下、建安投资向上的格局不变。一方面，去年3月土地购置费增速大幅上行，高基数带来压力，尽管边际上，3月以来一二线城市土地市场有所回暖，百城土地成交总价同比降幅收窄（图表1）。另一方面，地产企业信用利差再度收窄（图表2），房地产行业资金来源继续边际改善，有助于建安投资保持韧性。预计1-3月房地产投资累计同比增速降至10.5%左右，仍高于2018年全年水平。

图表 1：土地购置金额降幅收窄，但仍在低位



资料来源：Wind，莫尼塔研究

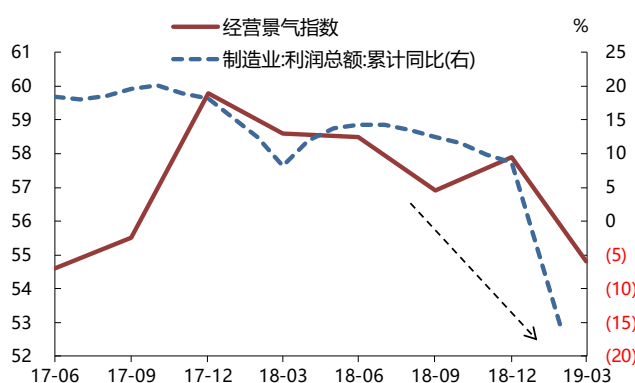
图表 2：去年 11 月以来房企债券融资成本边际改善



资料来源：Wind，莫尼塔研究

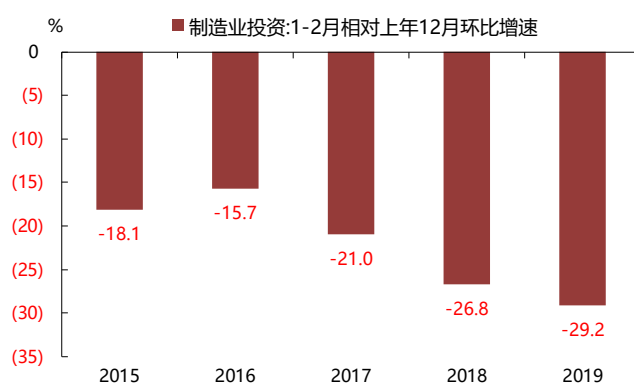
制造业投资增速或显著反弹。总体来看，1-2月规模以上工业企业利润大幅负增，央行问卷调查结果也显示企业经营景气度走低（图表3），制造业投资增速难较2018年底有大幅度回升。但节奏上，1-2月制造业投资环比下滑幅度大幅超过此前四年水平（图表4），春节错位和中美贸易不确定性导致的观望情绪，可能在很大程度上影响了1-2月制造业投资节奏，而3月或将呈现修复。加之去年3月也是全年制造业投资增速的最低点。预计3月制造业投资累计同比回升至8%左右。

图表 3：一季度企业经营景气度进一步走弱



资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 4：1-2 月制造业投资下滑幅度创新高

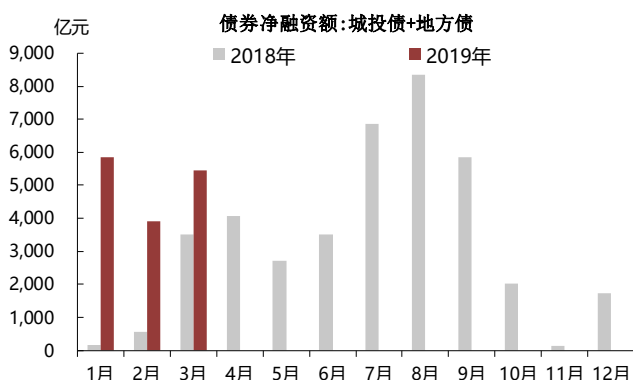


资料来源：Wind，莫尼塔研究

基建投资增速延续回升态势。地方专项债提前发行的背景下，3月地方债与城投债净融资额超过5400亿，一季度大幅超越去年同期（图表5）。我们草根调研也了解到，水泥企业基建订单增加，去年密集批复的基建项目开始进入到落地和施工阶段。3月全国水泥价格跌幅收窄，最后一周已经出现反弹迹象（图表6）。预计1-3月基建投资累计同比上升至5%左右。

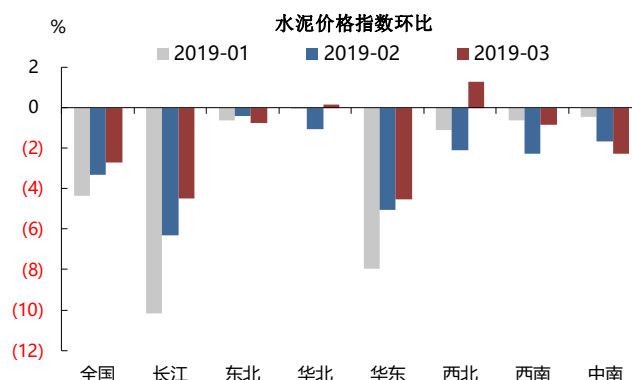
综上，假设其他部分投资增速维持不变，预计1-3月固定资产投资增速进一步上升至6.4%左右。

图表 5：地方政府融资节奏较快



资料来源: Wind, 莫尼塔研究

图表 6：水泥价格在 3 月跌幅有所收窄

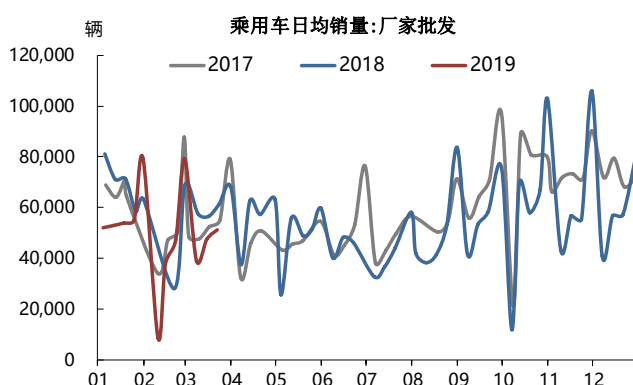


资料来源: Wind, 莫尼塔研究

二、社会消费品零售有望小幅改善

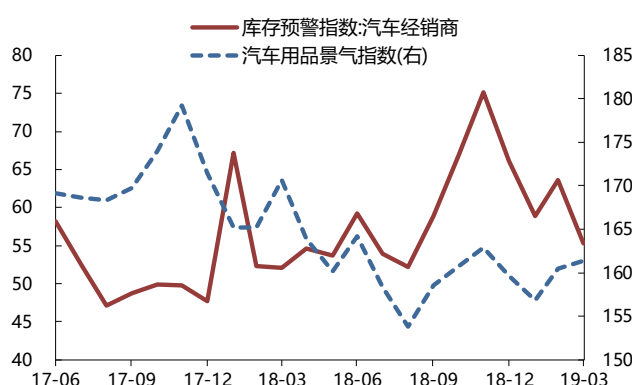
政策利好对汽车消费形成些许提振。3月政策面对于车市较为友好：一是，增值税下调后，豪华车企纷纷提前降价，4月1日之后降价范围可能进一步扩大；二是，2019年新能源汽车退坡补贴政策出台，过渡期内仍实行补贴，预计车企会选择加大促销力度，居民购车需求有望提前释放。从高频数据看，3月车企批发情况仍然较为低迷（图表7），显示政策的效果有待体现。但经销商库存预警指数再度走低，汽车相关的装饰、电子等产品的景气指数小幅上行（图表8），终端零售有望继续小幅改善。草根调研对象同样反馈，3月销售同比负增幅度或边际收窄。

图表 7：3 月车企批发数据或延续弱势上行



资料来源: Wind, 莫尼塔研究

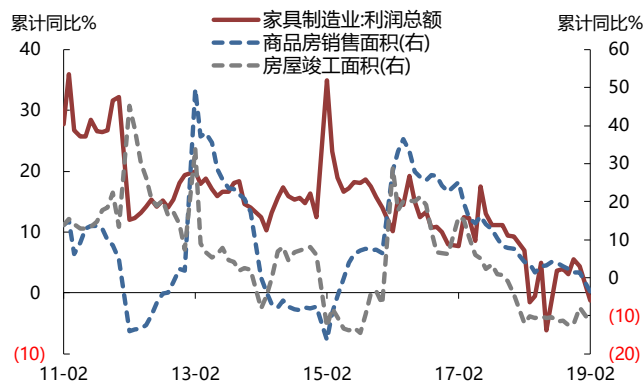
图表 8：3 月经销商库存预警指数下行



资料来源: Wind, 莫尼塔研究

家居家电相关消费或出现改善。1-2月地产相关消费的拖累较大。3月来看，一二线城市房地产销售回暖，同时随着建安投资的加速，竣工面积增速或企稳回升（图表9），家居家电等相关消费有望出现一定改善。此外，已经落地的个税调降、专项扣除等政策继续发挥作用，加之物价水平回升，预计3月社零增速小幅上升至8.3%左右。

图表 9：销售回暖，家居相关消费拖累或可控



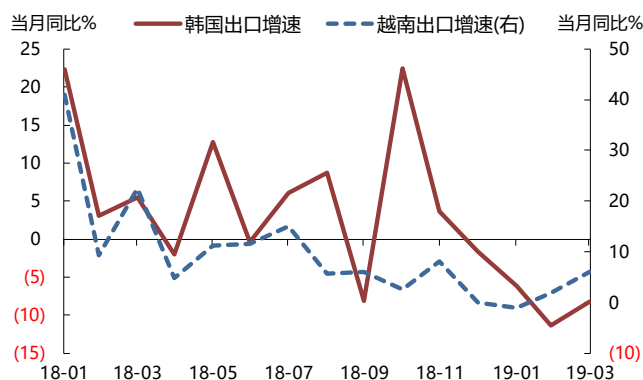
资料来源: Wind, 莫尼塔研究

三、进出口增速皆呈反弹

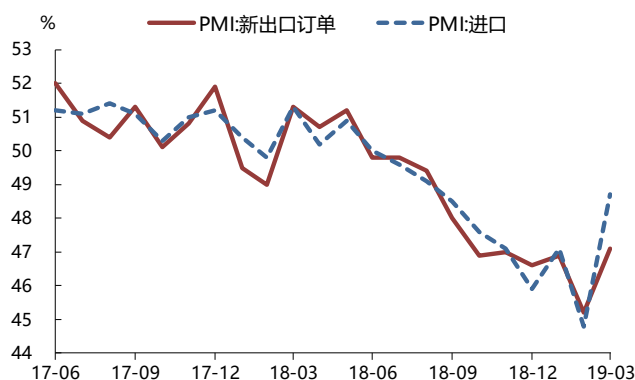
3月贸易走势重点关注四方面因素: 1) 季节性因素将大幅推升单月增速。一方面, 3月制造业PMI的新出口订单与进口分项均大幅反弹(图表11), 显示节后贸易恢复情况良好。另一方面, 由于航运需要3-4周左右时间进行恢复, 今年春节在2月上旬, 导致2月整体受影响较大, 3月所受冲击较小, 而去年情况则恰好相反。2) 中美贸易谈判取得积极进展, 我们草根调研了解到, 目前中美贸易摩擦对企业进出口的短期冲击已在很大程度上得到平复。3) 全球需求下滑的影响未出现进一步恶化的迹象。虽然欧美发达国家PMI数据显著不及预期, 但韩国与越南出口增速在3月均出现一定反弹(图表10), 我们草根调研也显示欧线航运较为平稳。4) 人民币汇率去年11月以来走强, 也对进口形成一定支撑。结合基数情况, 预计3月美元计价的出口增速回升至12%, 进口增速回升至-3%。

图表 10: 韩国与越南 3 月出口增速边际改善

图表 11: PMI 进出口相关分项反弹



资料来源: Wind, 莫尼塔研究



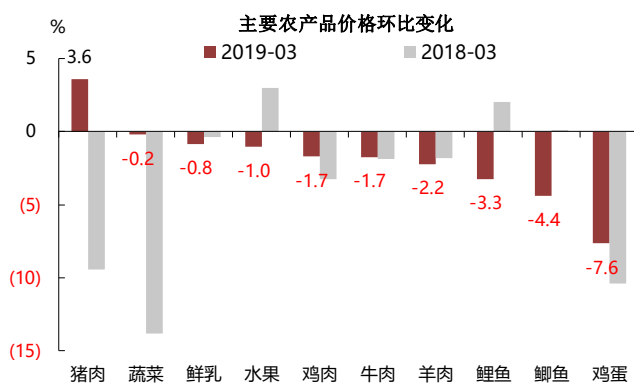
资料来源: Wind, 莫尼塔研究

四、CPI 走高、PPI 回升

猪价与油价共振, 预计3月CPI同比或上升至2.5%。3月主要农产品价格表现强势。其中, 猪肉价格环比上涨3.6%, 蔬菜价格环比仅回落0.2%, 均显著高于去年同期(图表12)。预计CPI食品分项同比大幅回升至4.7%。非食品方面, 3月布伦特原油价格同比上涨0.4%, 较2月的-1.75%大幅改善; 增值税率下调带来的价格影响短期尚不明显; 服务品价格有望保持平稳。预计CPI非食品分项同比回升至2%。

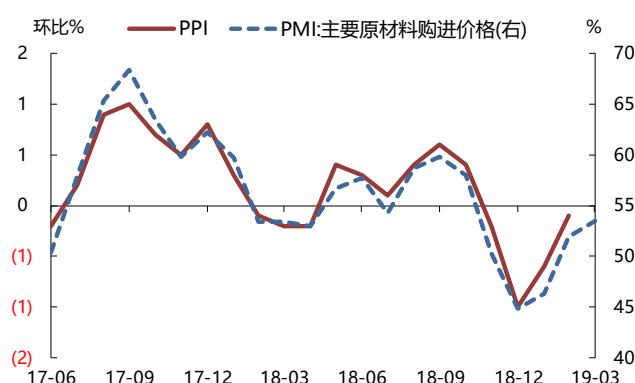
工业品价格上涨, 预计PPI同比回升至0.4%。3月上旬和中旬, 50种流通资料价格环比继续正增长, PMI中原材料购进价格指数继续反弹(图表13), 但涨幅较2月有所收敛。预计PPI环比转正至0.1%左右, 推升同比增速至0.4%。

图表 12: 3 月猪肉与蔬菜价格走势大幅强于去年



资料来源: Wind, 莫尼塔研究

图表 13: 原材料购进价格指数继续走高



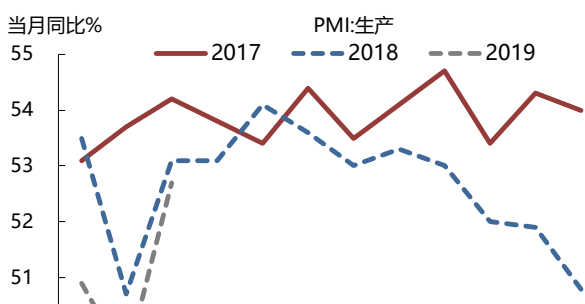
资料来源: Wind, 莫尼塔研究

五、工业生产和企业利润均反弹

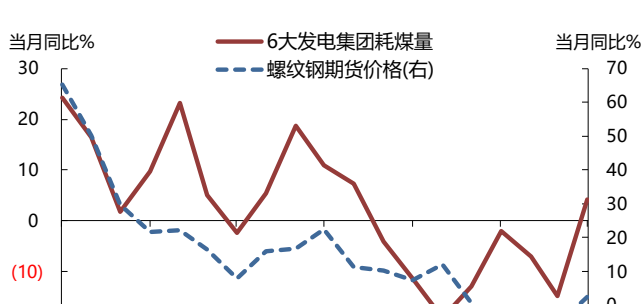
春节错位, 复工良好, 预计3月工业增加值回升至6.5%左右。统计局称, 若剔除春节因素干扰, 1-2月工业增加值同比增速达到6.1%, 较去年12月显著改善。3月PMI生产分项反弹幅度高于去年(图表14), 发电耗煤量同比增速半年来首次转正(图表15), 螺纹钢价格小幅上升, 显示生产状况良好。假设1-3月整体延续6.1%左右的增速, 意味着春节错位下, 3月工业增加值将出现大幅度反弹。

生产端与价格端边际改善, 预计3月工业企业利润累计同比反弹至3%。1-2月工企利润大幅负增, 反应了企业盈利压力仍然较大。但年初盈利波动通常较大, 且春节错位也导致了工业增加值偏低。按照前文判断, 3月工业生产改善、PPI同比回升, 3月工业企业利润增速或重回正增长。

图表 14: 3 月 PMI 生产分项反弹幅度较大



图表 15: 3 月发电耗煤量同比回升



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_13312

