

2019年一季度宏观经济形势 分析报告

徐蕾 李庆

咨询电话：0551-63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：<http://www.xtkg.com/>

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路1688号兴泰金融广场2209室

金融研究所

二〇一九年四月



- ▶ **一季度GDP同比增长6.4%**。增速与上季持平，结束了此前三个季度的连续下滑，好于市场普遍预期。主要原因是当季对外贸易顺差同比扩大约70%，净出口拉动力显著增强。同时，在逆周期政策效果显现，中美贸易谈判取得积极进展带动市场预期改善背景下，3月投资和消费同步回暖，工业生产显著反弹。伴随基建补短板、减税降费等积极财政政策效应将持续显现，叠加市场预期改善推动商品房销售回升、汽车销量增速反弹，以及对外贸易顺差仍将延续等因素，预计二季度GDP增速将持平于6.4%，不排除小幅反弹至6.5%的可能，这意味着上半年经济下行压力趋于缓解。
- ▶ **因减税政策效应、相关经济活动放缓及PPI涨幅收窄**。一季度税收收入大幅减速，导致当季财政收入增速明显不及上年同期。在基建稳增长需求带动下，一季度财政支出明显发力，支出节奏也有所加快。

目录

CONTENTS



01

国内经济形势分析

02

宏观经济政策分析

01

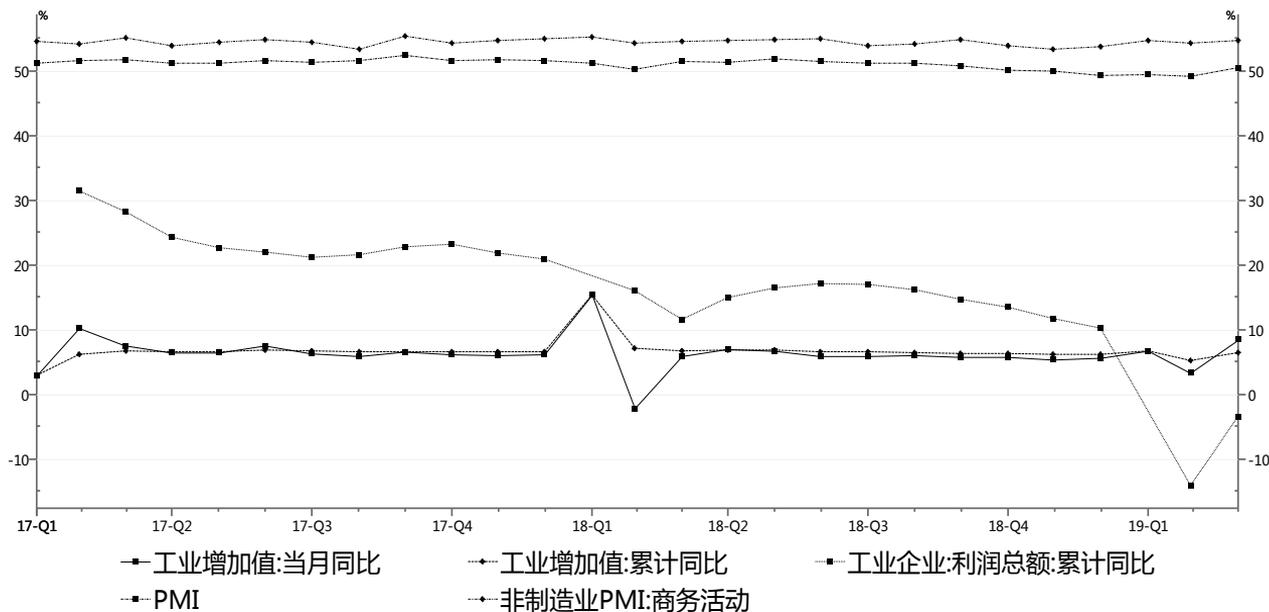


国内经济形势分析

GDP、工业、投资、消费、进出口、物价水平

2.1 逆周期调节效果显现，工业生产边际改善

工业生产及景气指数

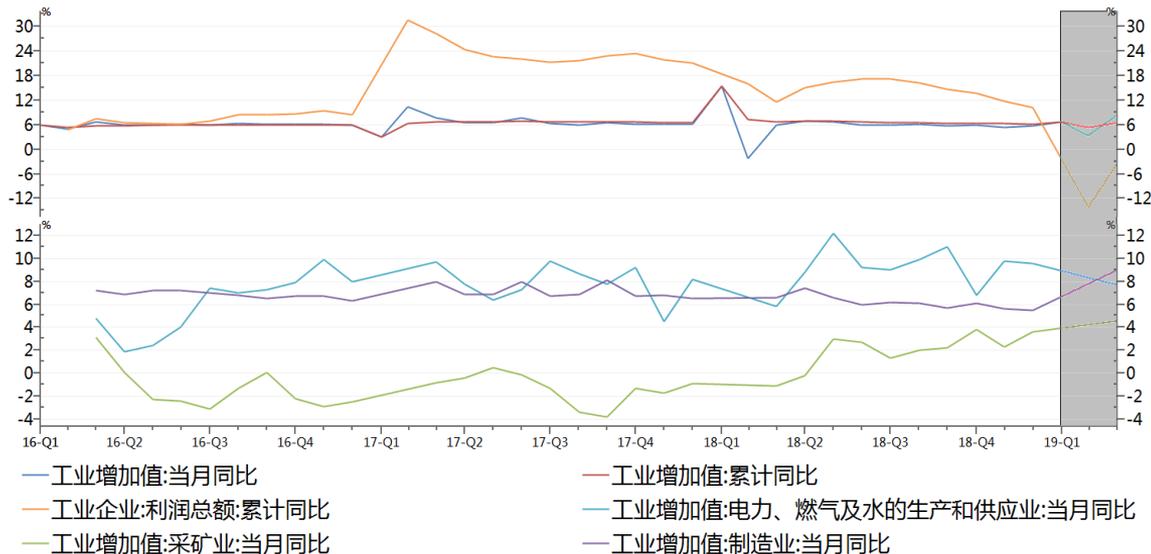


工业生产大增带动经济增长超预期，春节因素和逆周期调控是主因。3月工业增加值同比增速较1-2月大增3.2个百分点至8.5%，是一季度GDP超预期的主要带动因素。春节错位对工业增加值扰动较大，逆周期调控也有影响。

展望：虽然在政策刺激下3月经济数据全面回暖，但当前经济仍有隐忧，经济反弹的基础并不牢固。预计二季度经济保持平稳增长。

2.2 规上工业增加值增速走高，企业利润回升

规上工业增加值、利润及三大类工业增加值同比

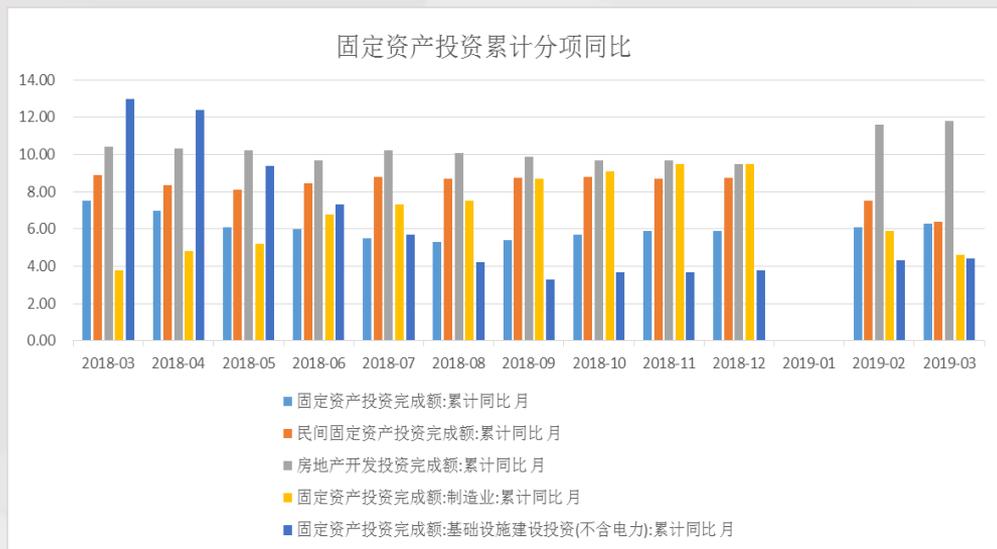


数据来源: Wind

一季度，全国规模以上工业增加值同比实际增长6.5%，较上年全年回升0.3个百分点。按各月同比增速测算，今年一季度增长水平明显高于去年下半年平均增长水平，表明今年以来工业生产边际回升态势明显。这主要反映近期中美贸易谈判取得积极进展，国内逆周期调节政策效果显现，市场预期改善带动工业生产增速走高。

展望：3月企业利润高增速不可持续，二季度企业利润增速或较一季度上升。3月企业盈利高增速受到低基数等因素影响，大概率难以持续。随着通胀上行，二季度名义GDP增速有望回升，叠加减税降费的提振，预计二季度企业利润增速高于一季度。

2.3 投资：基建投资反弹，固定资产投资增速整体回升



展望：一季度固定资产投资同比名义增长6.3%，较上年全年增速加快0.4个百分点，延续上年四季度以来的缓慢爬升势头。三大类投资中，房地产投资加速，基建投资增速小幅上升，制造业投资增速则有明显回落。未来固定资产投资受逆周期政策实施力度与地产投资韧性影响，投资增速或将略有回升。

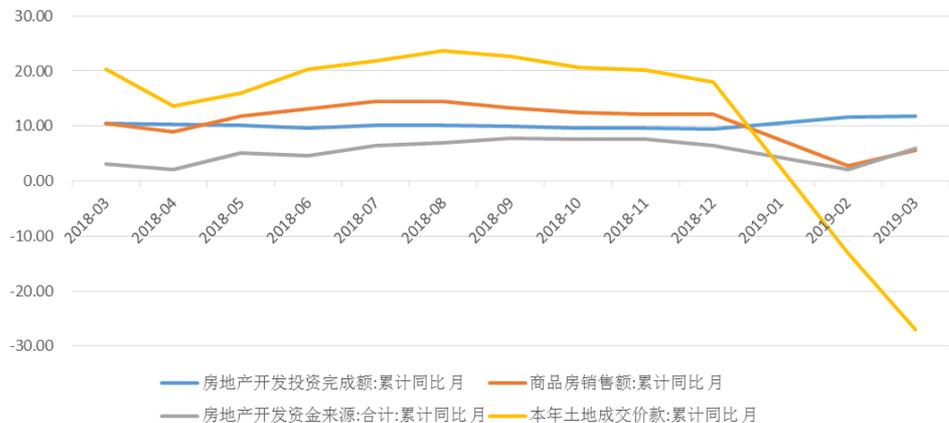
基建投资增速延续反弹，后期增长空间较大。伴随逆周期政策调节持续发力，基建领域补短板力度加大，一季度基建投资延续了去年四季度以来的回升势头。当季基建投资（不含电力）累计同比增长4.4%，较上年全年回升0.6个百分点。

房屋施工面积高增，带动房地产开发投资加速。一季度房地产开发投资累计同比增长11.8%，增速较上年全年加快2.3个百分点。

利润增速下滑、外需前景走弱，拖累制造业投资增速放缓。一季度制造业投资同比增长4.6%，增速较上年全年下滑4.9个百分点。其中，3月当月同比增速为3.7%，比1-2月放缓2.2个百分点。

2.4 房地产：房地产投资加速，居民仍在加杠杆

房地产投资



房地产又回来了。房地产投资增速11.8%，较1-2月上升0.2个百分点，其中东部地区累计同比增长10.3%、中部地区累计同比增长8.4%、西部地区累计同比增长18.9%，分别较1-2月下降0.6个百分点、下降0.4个百分点和上升2.1个百分点。

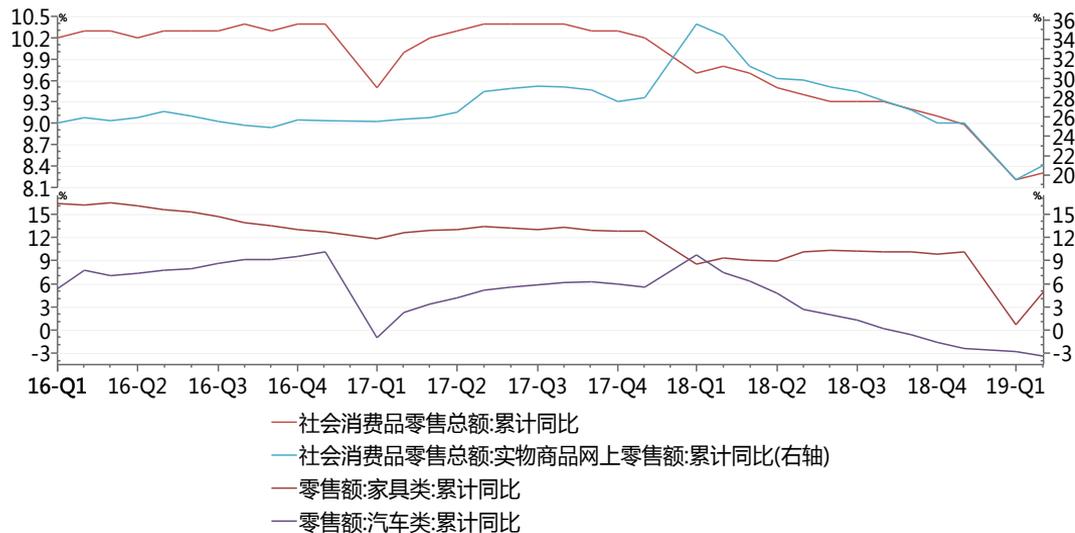
商品房销售转为负增。商品房销售额增长2.8%，增速比2018年全年大幅下滑9.4个百分点，降至2015年5月以来的最低水平。

居民仍在加杠杆。商品房销售面积同比增长-0.9%，较1-2月上升2.7个百分点，商品房销售额累计同比增长5.6%，较1-2月上升2.8个百分点。商品房待售面积同比增速-9.9%，较1-2月上升0.7个百分点。国内贷款占比18.3%，较1-2月下降2个百分点。房地产开发资金来源累计同比增速5.9%，较1-2月上升3.8个百分点，其中国内贷款资金来源增速2.5%，环比上行3个百分点，外资资金增速108.3%，环比大幅上行，个人按揭贷款增速9.4%，环比上行2.9个百分点。

展望：一季度土地购置费回落对地产投资拖累作用延续，长期来看地产投资仍将下行。考虑到短期企业在政策边际放松之际加快周转引致开工、施工、竣工面积回升影响，4月地产投资仍将保持一定韧性。

2.5 消费：居民收入增速加快，耐用品消费回暖，带动社零企稳反弹

社会消费品零售总额及分类累计同比



数据来源：Wind

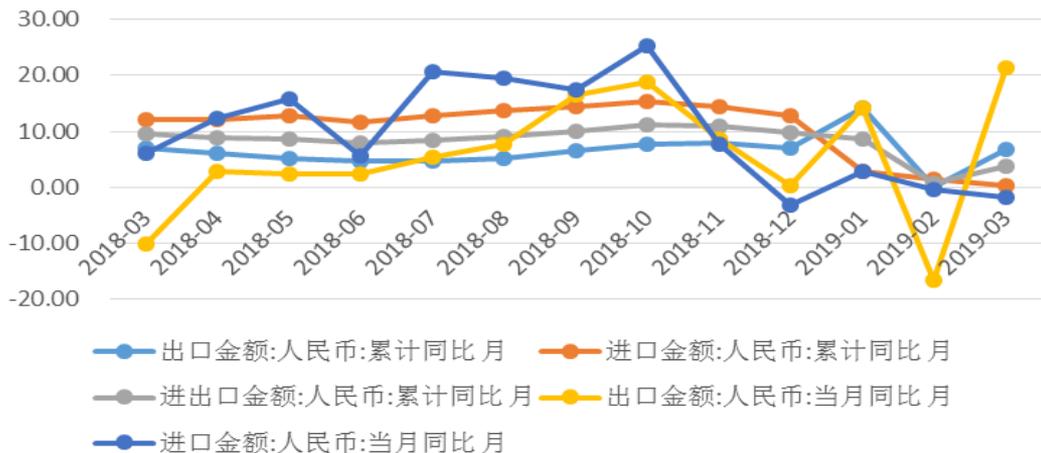
一季度社会消费品零售总额累计同比增长8.3%，增速较上年全年下滑0.7个百分点。但从边际走势来看，3月当月社零同比增长8.7%，创下近五个月以来最快增速，显示在1-2月企稳的基础上，3月社零增速已有明显回升。

居民消费依然偏向“买房”。2019年一季度居民人均消费支出5538元，累计同比增速5.4%，一季度居民在居住方面的消费占比达到21.9%。

展望：社零增速回升除受当月CPI上行影响外，也与居民收入走势相一致：一季度受个税减免等因素推动，全国城镇居民人均可支配收入同比名义增长7.9%，较上年全年的7.8%有小幅反弹。此外，今年以来股市持续回暖，3月大中城市房价有所抬头，财富效应或对居民消费也起到一定的提振作用。预计二季度消费增速稳中有升。

2.6 外贸：出口边际改善，内需仍偏弱

进出口金额当月同比、累计同比



展望：由于2月份受春节因素影响导致进出口大幅回落，假期影响消散后3月份进出口大幅回升符合我们预期，美联储暂缓加息持续释放鸽派信号提振海外市场信心。后续来看，外部需要关注中美贸易谈判进程和美联储态度对市场的持续性影响，内部则需要关注稳增长，补短板以及减税降费对经济的支撑作用是否得到体现。

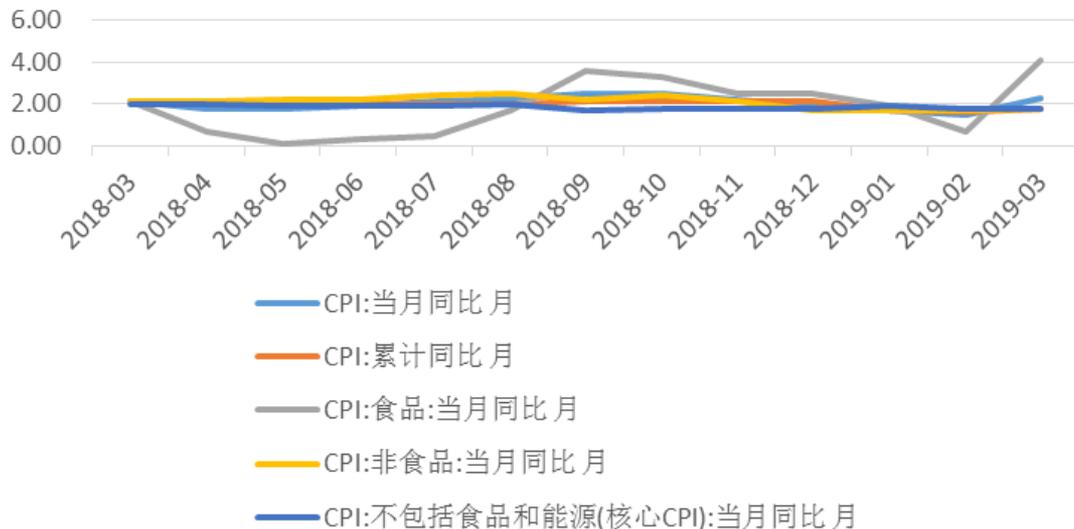
进出口金额增速大幅回升。出口改善程度优于进口，1-3月贸易顺差763亿美元高于去年同期314亿美元。

1-3月份出口增速小幅回升，按单月看3月出口较2月大幅回升。除美国外，对其余主要国家出口基本保持平稳增长。

3月进口增速-7.6%大幅低于预期，内需表现持续偏弱。农产品、能源类等商品进口量涨跌互现，谷物及大豆进口量低于去年同期水平，铜矿，食用植物油，天然气等较去年同期实现两位数增长。机电及高新技术产品进口金额累计与去年同期比-8.0%，-6.4%，汽车行业进口持续下滑但降幅收窄汽车和底盘进口金额同比增速-15.5%。

2.7 通胀：CPI同比涨幅明显走阔，PPI同比涨幅有所扩大

CPI当月同比、累计同比

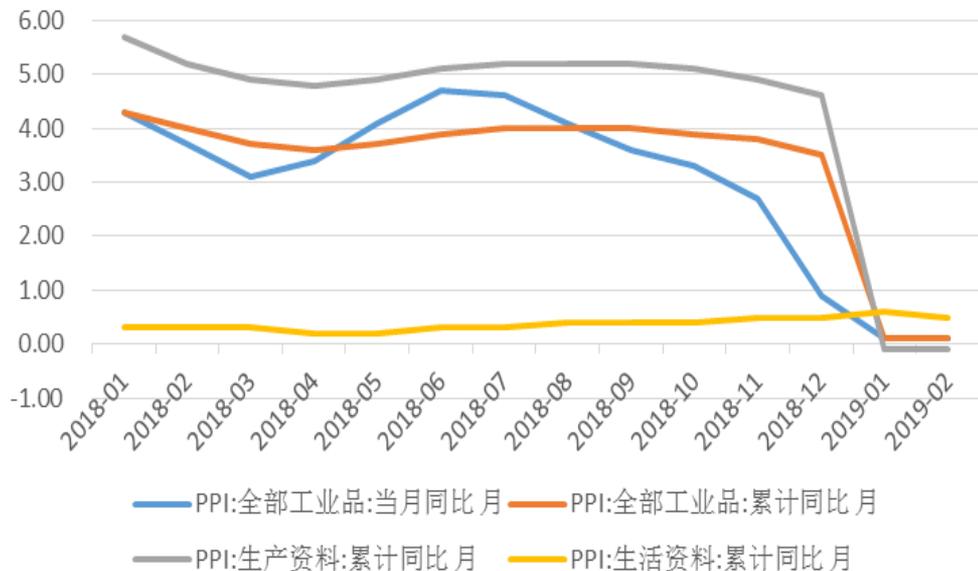


受猪瘟疫情影响，近期猪肉价格上升较快，叠加鲜菜价格因上年低基数而出现大幅同比上涨，3月CPI同比2.3%，前值1.5%；3月CPI环比-0.4%，前值为1.0%。

3月食品价格同比上涨4.1%，明显高于上月的0.7%。当月鲜菜价格受低基数拉动同比增长16.2%，涨幅与上月相比大幅走阔，猪肉价格同比涨幅则在供给减少和基数走低共同影响下转正。据测算，鲜菜和猪肉两项合计拉动当月CPI同比增速较上月加快0.6个百分点，是3月CPI增速加快0.8个百分点的主要驱动因素。此外，3月鲜果价格涨幅有所扩大，蛋类价格跌幅有明显收窄，对当月CPI同比亦有所拉升，其他食品价格同比涨势则有不同程度减弱。

2.7 通胀：CPI同比涨幅明显走阔，PPI同比涨幅有所扩大

PPI当月同比与累计同比（201801-201902）

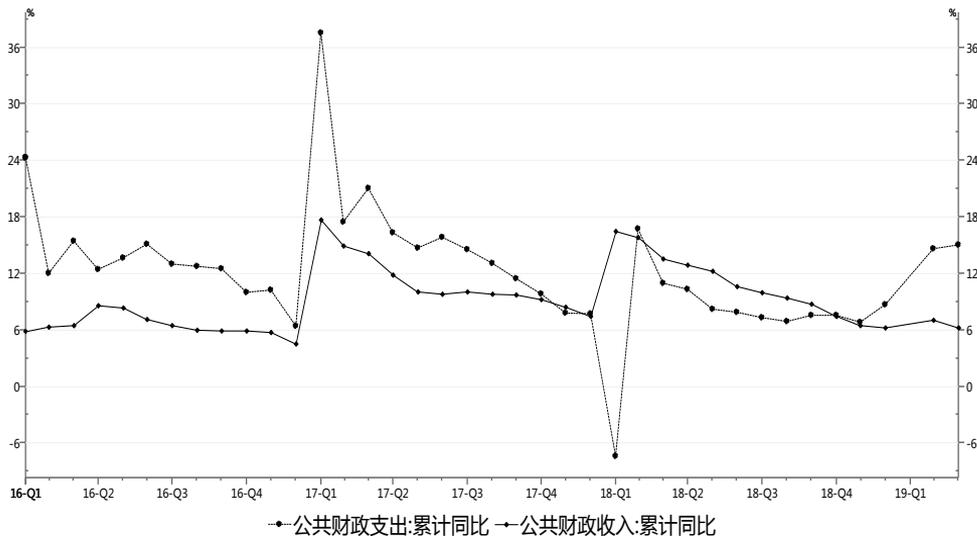


3月PPI同比上涨0.4%，涨幅较上月扩大0.3个百分点，实现去年6月以来同比增速的首度反弹。其中，生产资料价格上涨0.3%，结束了此前连续两个月的通缩局面，一方面是由于油价上涨，另一方面因基建发力、房地产施工面积增速加快带动建安投资，工业品需求回暖，价格受到支撑。此外，春节错期造成的低基数也对3月生产资料PPI同比涨幅起到一定拉升作用。在上游产品及食品价格上涨的传导作用下，3月生活资料PPI同比增长0.5%，增速较上月加快0.1个百分点。

展望：4月CPI同比涨幅将在2.5%左右，5月、6月将进一步走高，不排除单月破3%的可能；到下半年，随着猪肉价格同比涨幅收窄，通胀压力将趋于缓解，预计全年CPI同比中枢将在2.5%左右。PPI走势存在较大不确定性，尤其是国际油价面临诸多扰动，在国内需求难以大幅走强的预期下，PPI再度大幅走高的可能性不大。

2.8 财政：财政收入增速放缓，财政支出强度加大

财政收支当月、累计同比及收支差额



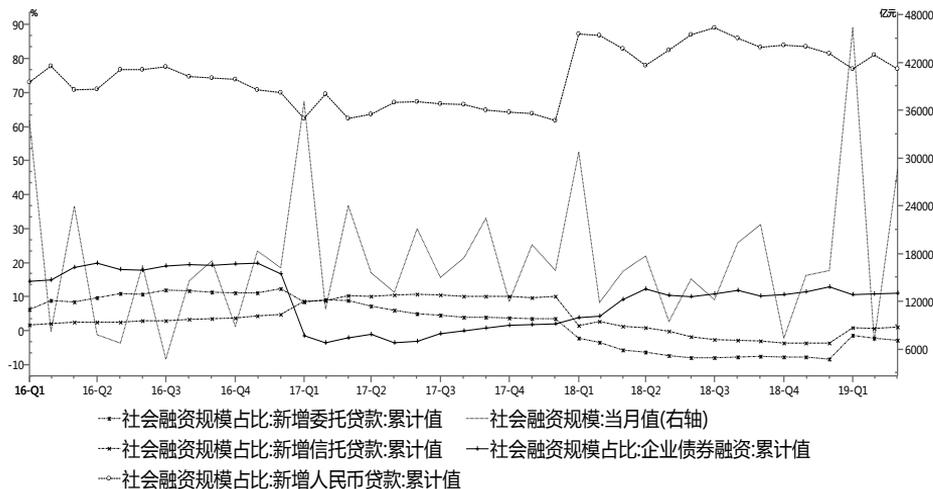
数据来源: Wind

一季度全国一般公共预算收入53,656亿元,同比增长6.2%,前值(2019年1-2月累计同比,下同)7.0%,上年同期值13.6%,其中,3月当月同比增速为4.0%;一季度全国一般公共预算支出58,629亿元,同比增长15.0%,前值14.6%,上年同期值10.9%,其中,3月当月同比增速为15.4%。因减税政策效应、相关经济活动放缓及PPI涨幅收窄,一季度税收收入大幅减速,导致当季财政收入增速明显不及上年同期。在基建稳增长需求带动下,一季度财政支出明显发力,支出节奏也有所加快。

展望：伴随新一轮增值税减税实施，财政收入增长将面临更大的下行压力。财政支出方面，伴随更多基建补短板项目落地，基建相关支出力度有可能进一步上升，同时，科技、教育、社保和就业等民生类支出也将保持较快增长。由此，短期内更加积极的财政政策将在减税降费和扩大支出两端继续发力。

2.9 金融：天量社融可持续存疑，信贷大超预期

社会融资规模结构

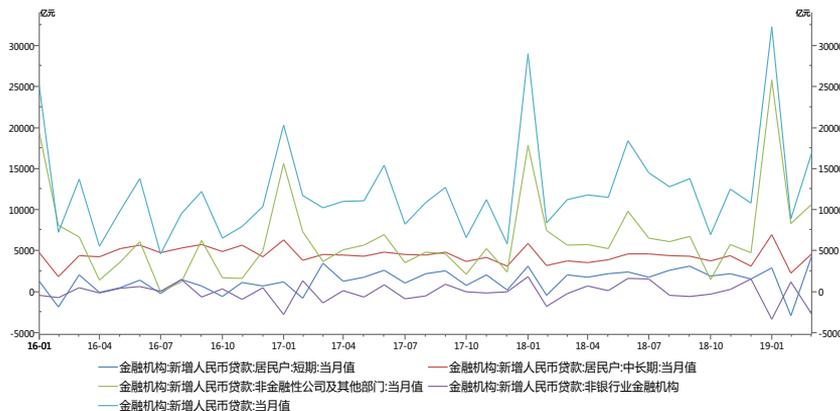


数据来源：Wind

3月新增社会融资规模达2.86万亿，环比多增2.16万亿，同比也大幅多增1.28万亿，印证当月社融增长势头强劲。新增表内信贷近2万亿，比上月多增约1.2万亿，表明“宽信用”政策效果进一步显现；当月表外融资新增约800亿，其中新增表外票据融资由负转正，增量接近1400亿。

短贷投放力度加大。3月份新增人民币贷款1.69万亿，同比多增5700亿元，单月增量主要来自于居民短期贷款、企业短期贷款和票据融资，分别新增4294亿元、3101亿元、978亿元，是信贷超预期的主要贡献。总体来看，信贷投放偏好短期贷款，但金融对实体经济的支持也确实在增强。

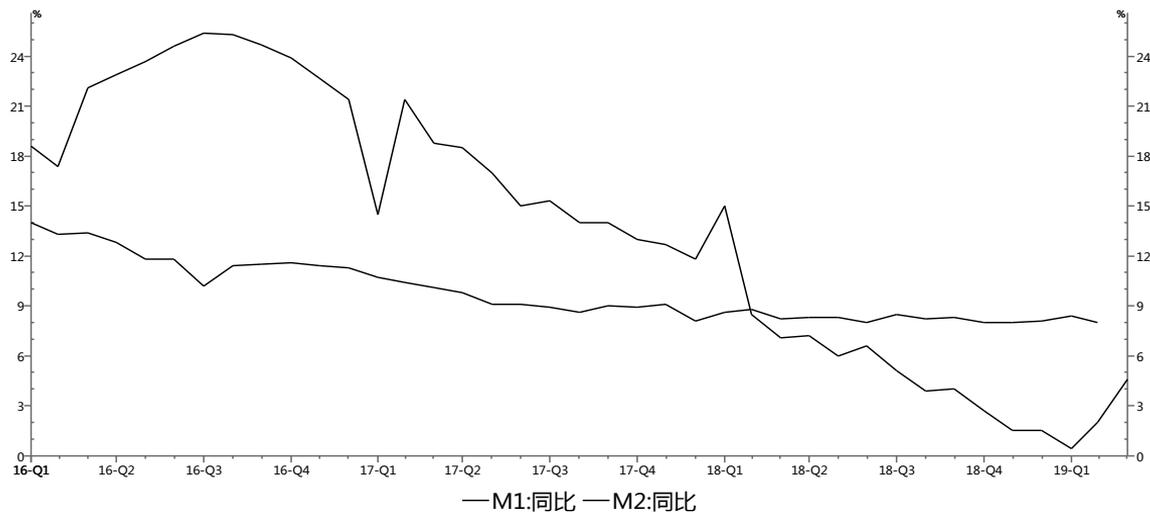
金融机构新增人民币贷款



数据来源：Wind

2.10 金融：宽信用效果显现，M2增速大幅上升

M1、M2新增同比



数据来源：Wind

展望：4月受1.18万亿MLF到期、地方政府债券发行和财政缴款等因素影响，短期资金缺口较大，但是银行间流动性总量处于合理充裕，叠加4月初央行表态，为了避免大水漫灌，央行4月降准的概率会进一步下降。

3月末，M2余额同比增长8.6%，增速较上月回升0.6个百分点，高于市场预期的8.2%。从信用创造角度来看，影响M2同比增速的有信贷、金融机构口径外汇占款、银行自有资金债券和非标投资，以及财政存款变动等，3月信用扩张效果逐渐显现，多项信用创造过程对M2增速上升有贡献。M1同比增速回升至4.6%，较上月增加2.6个百分点，这意味着企业生产经营更加活跃，宽信用效果已经很明显。

02



宏观经济政策分析

财政政策、货币政策、金融监管、财政规范

3.1 一季度政治局会议解读

经济形势好于预期,政策重心转向

经济下行压力已经通过逆周期政策得到一定缓解。主要宏观经济指标保持在合理区间，市场信心明显提升，新旧动能转换加快实施，改革开放继续有力推进，一季度经济运行总体平稳、好于预期，开局良好，经济下行压力已经通过逆周期政策得到一定缓解。

国际环境有所缓和。得益于中美经贸谈判进展顺利，美国延后原定于3月1日的加税措施，且有较大概率不再加征新关税，并逐步取消已经加征的关税。但是，世界经济增速放缓、英国脱欧、地缘政治等各种复杂因素使得确定性仍然较多。

政策重心转向供给侧改革。“国内经济存在下行压力，这其中既有周期性因素，但更多是结构性、体制性的必须保持定力、增强耐力，勇于攻坚克难。”表明政策重心转向供给侧改革。

3.1 一季度政治局会议解读

供给侧改革将加速推进

货币政策边际上暂时不会更加宽松。“稳健的货币政策要松紧适度”表明货币政策边际上暂时不会更加宽松。鉴于政策重心转向供给侧改革，预计6月份之前不会全面降准，但也不会收紧货币。

基建投资或将低于市场预期。“积极的财政政策要加力提效”的提法虽然未变，但结合“注重以供给侧结构性改革的办法稳需求”，财政政策托底经济会更多通过加大减税降费力度，提高企业投资回报率；充分发挥财政的再分配功能，改善居民财富和收入不平等状况，促进消费增长；而非通过基建大力刺激需求，基建投资或将低于市场预期。

供给侧改革将加速推进。会议提出下一步供给侧改革要在“巩固、增强、提升、畅通”八个字上下功夫；要坚持以市场化改革的思路和办法破解发展难题；要通过改革开放和结构调整的新进展巩固经济社会稳定大局。表明供给侧改革将加速推进，这也与“经济下行的体制性因素”相契合。

坚持结构性去杠杆。在一季度人民币贷款和社会融资总额创历史新高的背景下，会议重提“坚持结构性去杠杆，在推动高质量发展中防范化解风险”，地方政府和国有企业杠杆率将有所下降，同时推动金融资源流向民营企业与中小企业。

3.2 政策展望与建议

明确提出七大重点工作任务

展望：会议强调“要以高水平对外开放促进深层次改革，扩大外资市场准入，落实国民待遇”。再次表明中美贸易摩擦并未改变我国扩大开放的基本政策方向，同时也意味着中央将更大力度地通过开放倒逼改革，破解深层次改革过程中必然面临的观念性、利益性阻碍以及路径依赖掣肘。未来伴随我国由商品和要素流动型开放转向以国内规制与国际通行规制接轨为特征的制度型开放，国内金融市场改革、国企改革、户籍制度改革等重大结构性改革有望进一步走深走实，实现多点突破。

推动制造业高质量发展

支持民营企业和中小企业发展

坚持“房住不炒、因城施策”

以科创板为试点推动注册制落地

扩大外资市场准入促进改革

加强职业技能培训

防范治理安全生产问题

免责声明

兴泰智库成立于2016年8月，是由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）发起，并联合有关政府部门、高等院校、研究机构、金融机构和专家学者组成的，以“汇聚高端智慧，服务地方金融”为宗旨的非营利性、非法人学术团体。《兴泰智库研究报告》是兴泰智库自主研究成果的输出平台，内容以宏观报告、政策解读、行业分析、专题研究为主，对内交流学习，对外寻求发声，致力于为合肥区域金融中心建设提供最贴近市场前沿的前瞻性、储备性、战略性智力支持。

本报告基于兴泰智库研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见仅代表研究人员观点，不构成对任何人的投资建议，公司不对本报告任何运用产生的结果负责。

本报告版权归公司所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、转载、刊发，需注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。