



经济增长好于预期

——2019年一季度宏观经济分析及展望

■ 文/ 何金中 孙田原

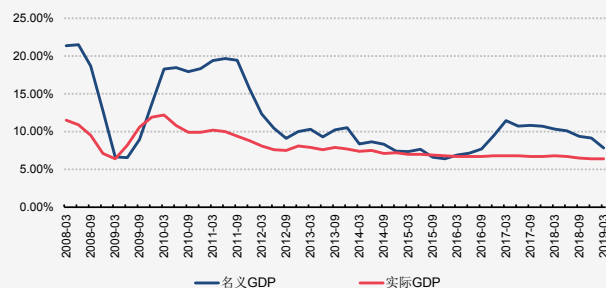
摘要 >>>

2019年一季度,我国CPI温和增长、就业情况良好,在投资持续回暖,工业生产、消费和出口均出现边际改善的情况下,我国经济增长好于预期,虽然面临的增长压力仍不小,但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。实体融资状况在好转,但民营企业融资状况仍有待改善,短期内货币政策进一步边际宽松可能性下降,预计新增社融增速及货币增速将保持在当前水平左右小幅波动。

一、国内经济运行好于预期，经济增长压力仍不小

2019年一季度，我国实际GDP同比增长6.4%，与上年第四季度持平，位于目标区间的同时好于预期；当季实现城镇新增就业324万人，完成了全年就业目标的29.5%，消费者物价指数温和上涨，平均同比增长1.83%，同时国内投资持续回暖，工业生产、消费和出口也均出现边际改善迹象。但是也应注意到名义GDP增速加速下降，生产端和需求端仍疲弱，国内经济增长面临的压力仍不小。

图表1：我国国内生产总值当季同比增速



数据来源：Wind，新世纪评级整理计算并绘制

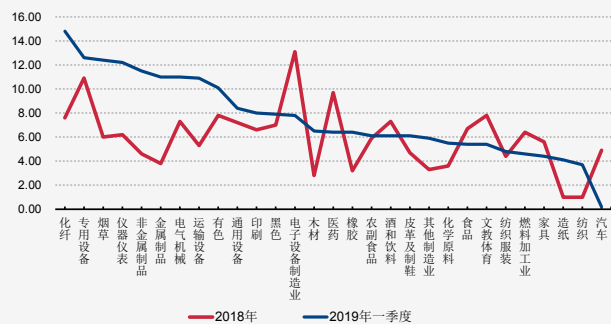
（一）制造业重回扩张区间，工业生产结构持续改善

2019年3月，我国制造业PMI为50.5%，3个月后重回扩张区间。一季度规模以上工业增加值同比增长6.5%，较上年同期下降0.3个百分点，但3月随着生产逐步复工，当月同比增长8.5%，较上年同期提高2.5个百分点，边际改善明显，这可能与4月1日起制造业增值税税率从16%下调至13%带来的企业在增值税率调整前后的窗口期加快生产步伐有关。因为若企业在增值税率调整落地之前购买原材料，而在税率调整落地之后出售产成品，可提高可抵扣的进项税额和降低销项税额，从而增厚利润。

随着PPI同比涨幅的回落，工业企业经营效益增长明显放缓，一季度工业企业利润总额同比下降3.3%，而上年同期为正增长11.6%，工业企业经营风险上升，但考虑到今年财政减税降费的力度进一步加大，将有利于稳定工业企业经营效益。

工业生产结构方面，高技术产业、装备制造业和战略性新兴产业增长仍较快，增加值分别同比增长7.8%、7.3%和6.7%，分别比整个规模以上工业增速快1.3、0.8和0.2个百分点，工业结构优化趋势持续。同时，部分技术含量和附加值较高的工业新产品继续快速增长，一季度，3D打印设备、石墨烯、城市轨道交通车辆、新能源汽车、太阳能电池等产品增长较快，同比分别增长339.3%、55.6%、54.1%、48.2%和18.2%。制造业行业方面，专用设备、仪器仪表、电气机械、运输设备、金属制品等装备制造业以及化纤、有色、烟草等行业增加值在一季度均实现两位数以上增长，而汽车制造增长依旧低迷、电子设备和医药制造业增速放缓明显。

图表2：主要制造业工业增加值同比增速（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级绘制

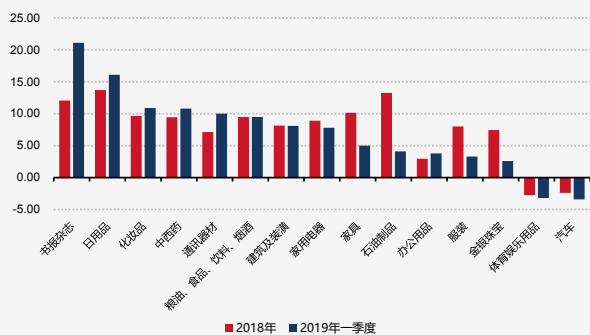
（二）居民收入增长加快，增值税下调有望带动消费需求释放

2019年一季度，最终消费支出拉动GDP增长4.17个百分点，虽较上年第四季度下降0.43个百分点，但仍为拉动经济增长的最大动力。一季度社会消费品零售总额名义同比增长8.3%，实际增长6.9%，分别较上年同期下降1.5个百分点和1.2个百分点，增长态势仍偏弱。3月当月，社会消费品零售总额同比增长8.7%，增速比1-2月份加快0.5个百分点，为近半年新高，边际上有所改善。

服务消费方面，一季度，餐饮收入同比增长9.6%，较上年全年小幅提升0.13个百分点。商品零售方面，一季度，商品零售同比增长8.2%，其中书报杂

志、日用品、化妆品和中西药零售增速均超10%，且较上年全年相比有所提升。而在零售中占比较大的板块中除粮油、食品、饮料、烟酒类增长稳定外，石油制品和服装增长速度均放缓，而汽车继续负增长，且幅度略有扩大，仍是拖累整体消费的主要因素。

图表3·主要商品零售总额增速（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级绘制

居民收入增长是支撑消费的重要因素，一季度，在个税专项扣除实施后，居民可支配收入增速有所提升，其中城镇居民人均可支配收入同比名义增长7.9%、实际增长5.9%，较上年全年分别提升0.1个百分点和0.3个百分点，可为整体消费继续改善提供支撑。同时，随着增值税率的下调，消费者支付的含税价下降，一定程度上有利于释放消费需求并带动消费量的上升。

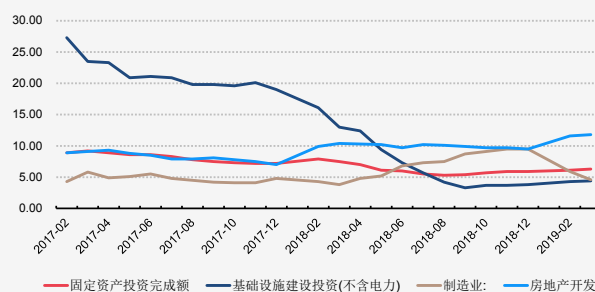
（三）基建带动投资持续回暖，地产投资加快

2019年一季度，资本形成总额拉动GDP增长0.77个百分点，较上年第四季度下降0.53个百分点，经济增长对投资的依赖继续下降。一季度，固定资产完成总额名义同比增长6.3%，实际同比增长2.61%，增速连续7个月回升。一季度，基建投资（不含电力）同比增长4.40%，持续稳步回升并推动整体投资回暖，基建补短板仍是当前稳定经济增长的重要手段；制造业投资同比增长4.6%，在企业经营绩效下降拖累下，增速较开始下降，但较上年同期相比仍高出0.8个百分点。

一季度，我国房地产投资增长略有加快，名义同比增长11.8%，实际同比增长7.92%，分别较上年全年提高2.3个百分点和4.03个百分点。结构上，虽然土

地购置投资增速回落，但建筑工程和设备工器具投资由负增长转正增长，从而拉动房地产投资增长加快，地产投资增长韧性较强。

图表4·固定资产累计同比增长情况（单位：%）

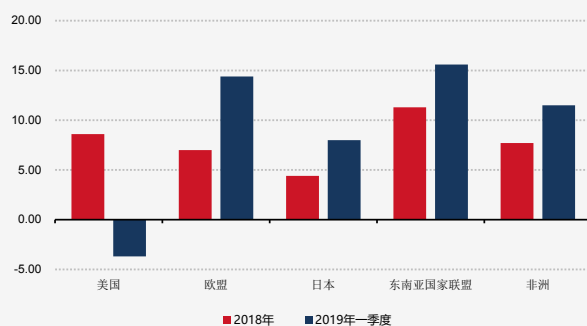


数据来源：Wind，新世纪评级绘制

（四）对外贸易出口强进口弱，可持续性有待观察

2019年一季度，净出口拉动GDP增长1.46个百分点，较上年第四季度大幅提升0.96个百分点，对一季度经济增长好于预期的贡献度较大。从季度内看，我国对外出口在经历了1-2月份的低迷后，3月强劲回升，一季度以人民币计价出口总额同比6.70%，3月当月同比大幅增长21.30%，创近一年新高；进口在国内增长压力大的情况下增长缓慢，一季度以人民币计价进口总额仅小幅同比增长0.30%，而3月当月同比下降1.8%。从地区看，受中美贸易战影响，一季度，我国对美出口同比下降3.7%，而对欧盟、东南亚国家及非洲的出口增长均高达两位数，分别同比增长14.4%、15.6%和11.5%，对日本的出口同比增长8.0%，也高于整体出口增速。

图表5·对主要国家地区出口增速（单位：%）



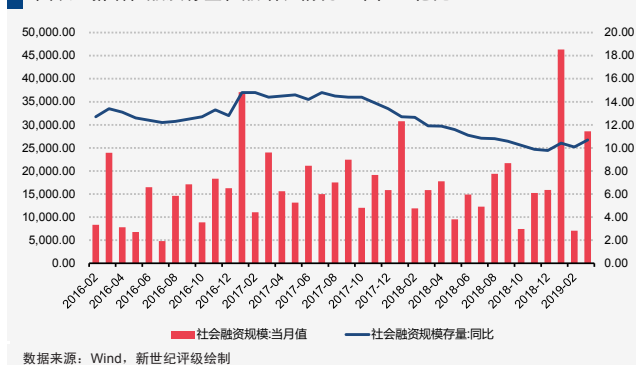
数据来源：Wind，新世纪评级绘制

当前，中美贸易战仍处谈判中，欧日经济景气度低迷，3月份欧日制造业PMI均在荣枯线下方，我们预计在中美贸易战停止前，对美出口将继续负增长，而对欧日出口增速可能回落，我国对外出口强势回升的可持续性有待观察。

二、政策效果显现，实体融资回升

2019年一季度，前期的降准及促进信贷的政策效果正在显现，我国新增社会融资规模明显回升。一季度，我国新增社会融资规模为8.18万亿元，较去年第四季度的3.88万亿元环比大幅增长110.63%，较上年同期的5.86万亿元也增长了39.71%；3月末，存量社融同比增速为10.7%，较去年12月末的9.8%回升0.9个百分点。

图表6-新增社融及存量社融增长情况（单位：亿元、%）



分项看，人民币贷款方面，一季度新增人民币贷款6.29万亿元，同比增长29.76%，环比大幅增长118.97%。

年初以来，各监管层相继出台了各类加强银行信贷投放能力以及支持银行向小微和民营企业信贷投放的相关政策，有力地促进了人民币贷款的大幅增长。

为改善小微及民营企业的融资环境，提升商业银行对小微及民营企业的信贷投放动力，1月2日央行将定向降准小微企业的考核标准由“单户授信小于500万元”调整为“单户授信小于1000万元”；1月23日央行进行了定向中期借贷便利，根据银行小微及民营企业信贷投放额度给予流动性支持；2月14日中共中

央和国务院发布了《关于加强金融服务民营企业的若干意见》，提出鼓励金融机构增加民营企业、小微企业信贷投放；3月4日银保监会发布《关于2019年进一步提升小微企业金融服务质效的通知》，鼓励银行向小微企业提供较低利率的信贷资金，并放宽了普惠型小微企业贷款的不良率容忍度。此外，国务院办公厅还出台了《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》，进一步促进小微企业获得信贷支持。

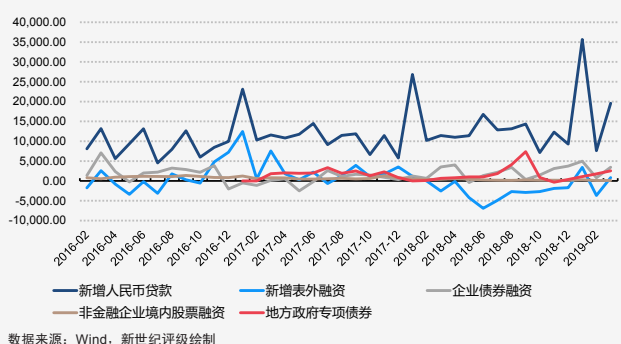
同时，为改善商业银行自身流动性，提升其信贷投放能力以更好地服务实体经济，1月4日央行下调存款准备金率1个百分点；2月11日国务院常务会议支持商业银行多渠道补充资本金，增强金融服务实体经济和防风险的能力，银保监会也出台了相关政策，支持商业银行通过永续债等方式补充资本金；2月14日中共中央和国务院发布了《关于加强金融服务民营企业的若干意见》也提到将完善普惠金融定向降准政策、增加再贷款和再贴现额度以及增加支农支小再贷款和再贴现政策覆盖面以提升商业银行的信贷投放能力。

一季度，以新增委托贷款、新增信托贷款和新增未贴现银行承兑汇票三者为代表的新增非标融资为607.00亿元，一年以来首次单季度正增长，较去年同期的-1335.00亿元和去年第四季度的-6276.00亿元均明显改善。而2019年第一季度的政治局会议中重新提及了“坚持结构性去杠杆，在推动高质量发展中防范化解风险，坚决打好三大攻坚战”，未来非标融资进一步大幅改善的空间不大。

非金融企业债券融资方面，一季度，非金融企业债券融资新增9071.00亿元，同比大幅增长68.89%。虽然债券新增额同比大幅增长，但仍然存在较为明显的结构性问题，低资质企业和民营企业发债仍相对困难，第一季度民营企业债券发行规模为1082.29亿元，同比下降了24.14%，低级别的发行人占比也仍然较低。而在《关于加强金融服务民营企业的若干意见》中，监管层提出了要支持民营企业直接融资，未来民企债券融资或将有所改善。

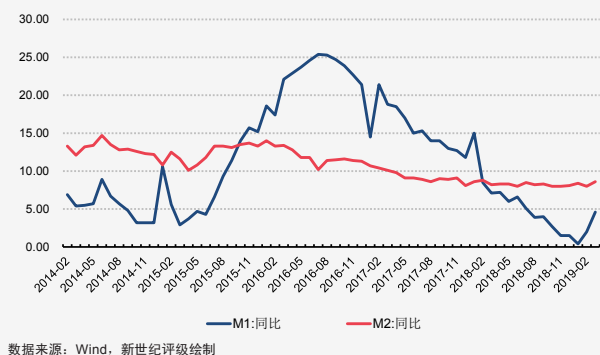
地方政府专项债方面，一季度，地方政府专项债新增5391.00亿元，同比大幅增长600.67%，主要是2019年部分新增地方政府债务限额于2018年12月底提前下达导致今年地方政府债发行节奏较往年明显加快所致。今年财政政策加力提效，赤字率提高，发行地方政府专项债券支持在建工程及补短板项目的建设，财政部部长刘昆在中国发展高层论坛上表示：“争取9月底前将全年新增地方政府债务限额3.08万亿元发行完毕”，未来两个季度地方政府专项债发行规模仍较大。

图7：我国新增社会融资规模分项情况（单位：亿元）



货币供应方面，2019年3月，我国M2同比增速为8.6%，环比上升0.6个百分点，财政支出的增长是M2增速回升的主要支撑。3月我国M1同比增速为4.6%，增速持续回升，M1与M2增速之间的剪刀差有所缩小，个人及企业活期存款开始增加，交易需求有所上升。

图8：我国货币投放增速情况（单位：%）



一季度经济增长好于预期，社融及广义货币增长均明显上升，但民营企业融资状况仍有待改善。考虑

到政府工作报告中所提到的社融增长与名义GDP增速相适应，当前社融及广义货币增长增速均高于第一季度的7.8%的名义GDP增速，短期内货币进一步边际宽松的概率较低，央行行长易纲也表示当前国内降准的空间没有以前那么大，预计新增社融增速及货币增速将保持在当前水平左右小幅波动。

三、结论与展望

2019年一季度，我国CPI温和增长、就业情况良好，在投资持续回暖，工业生产、消费和出口均出现边际改善的情况下，我国经济增长好于预期，虽然面临的增长压力仍不小，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。

工业方面，制造业PMI重回扩张区间，3月工业生产的明显改善可能与增值税率调整带来的扰动有关，高技术产业、装备制造业和战略性新兴产业增长仍较快，而汽车制造增长依旧低迷、电子设备和医药制造业增速放缓明显，工业企业经营风险也在上升。

消费方面，消费增长态势仍偏弱，汽车零售负增长是主要拖累因素，个税专项扣除推动的居民收入增长加快及增值税率下调有望支撑消费继续改善。投资方面，基建投资稳步回升带动整体投资持续回暖，地产投资韧性较强，制造业投资受经营效益下降影响增速放缓。外贸方面，净出口对一季度经济增长好于预期的贡献度较大，因中美贸易战仍处谈判中、欧日经济景气度低迷，对外出口强势回升的可持续性有待观察。

前期的降准及促进信贷的政策效果正在显现，我国新增社会融资规模明显回升，信贷、债券融资增长均较快，非标融资也开始正增长，实体融资状况在好转，但民营企业融资状况仍有待改善。

在年度“广义货币M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配”的政策目标约束下，当前的社会融资规模增速基本已处于合意水平，这可能在短期内限制货币政策进一步边际宽松，预计新增社融增速及货币增速将保持在当前水平左右小幅波动。