

中国经济发展第一季度质升效增明显（2018.4）

研发部/ 孙田原

摘要：一季度我国经济开局良好，GDP 增速与上季持平，经济、金融结构进一步优化，CPI 和 PPI 涨幅回落、PMI 明显回升，新增社会融资规模和 M2 增速下降中债券融资规模大幅增加，经济增长和发展的稳中向好态势不变。同时，应进一步观察人民币升值、贸易摩擦、主要经济体 PMI 回落等对我国经济增长和发展的影响。

一、一季度经济数据表现

2018 年一季度，我国不变价 GDP 同比增长 6.8%，连续 11 个季度稳定在 6.7% 至 6.9% 区间，实现了平稳良好开局。从经济发展的各个方面来看，就业形势保持稳定，2018 年 1-3 月，全国城镇调查失业率分别为 5.0%、5.0% 和 5.1%，分别比上年同月下降 0.2、0.4 和 0.1 个百分点；31 个大城市城镇调查失业率分别为 4.9%、4.8% 和 4.9%，分别比上年同月下降 0.1、0.2 和 0.1 个百分点；外出务工农村劳动力总量 17441 万人，比上年同期增加 188 万人，增长 1.1%。创新驱动效应明显，一季度，战略性新兴产业增加值增长 9.6%，增长幅度明显高于 6.8% 的规模以上工业平均增速。经济结构进一步优化，服务业占经济总量的比重进一步提高，高端制造业比重也继续提升。同时，消费成为经济增长的主要拉动，消费模式也逐渐升级。在结构优化、经济质量逐步提升的背景下，未来我国经济增长良好前景可期，但 3 月当月制造业投资额、工业增加值、地产销售等数据较 1-2 月均出现一定回落，结合当前国际贸易局势紧张以及国内社会融资规模的不断下降，经济增长或将出现一定的波动。

（一）消费增长中网购消费大幅增长

2018 年一季度，全国社会消费品零售总额同比增长 9.8%，增速较 1-2 月增加 0.1 个百分点，3 月当月增速为 10.1%，较 1-2 月增加 0.4 个百分点。分类来看，消费升级类商品销售增长较快，限额以上单位化妆品类、家用电器和音像器材类商品同比分别增长 16.1% 和 11.4%，分别比上年同期加快 6.2 和 3.4 个百分点。同时，一季度网上消费金额大幅上涨，网上零售额 19318 亿元，同比增长 35.4%，比上年同期加快 3.3 个百分点。其中，实物商品网上零售额 14567 亿元，增长 34.4%，占社会消费品零售总额的比重为 16.1%，同比提高 3.7 个百分点；非实物商品网上零售额 4751 亿元，增长 38.7%。虽然消费增速有所回升，对 GDP 增长的贡献也持续上升，但一季度城镇居民人均可支配收入累计同比从 8.3% 下降至 8.0%，居民收入增速的下降或影响消费的进一步扩张，预计年内消费增速将保持稳定。

图表 1 中国社会消费品零售总额同比增速（单位：%）

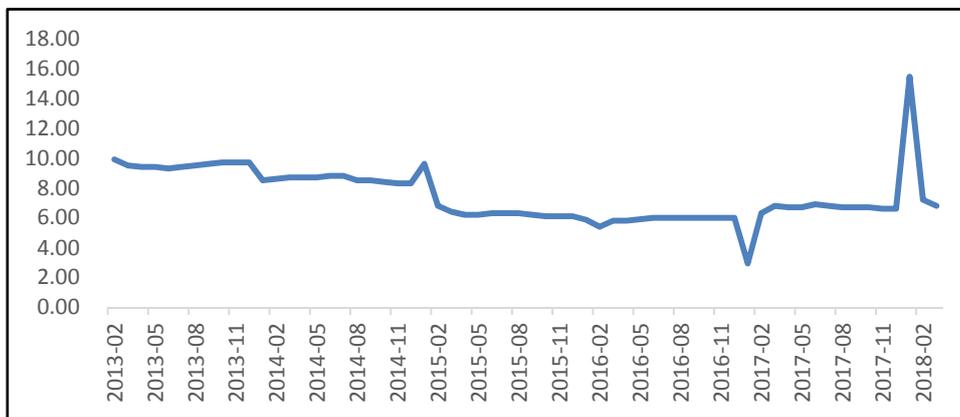


数据来源：Wind，新世纪评级整理

（二）工业增加值增幅回落中结构持续优化

2018 年一季度，我国规模以上工业增加值同比增加 6.8%，较 1-2 月的 7.2% 有所下降。分三大门类看，采矿业增加值同比增长 0.9%，制造业增长 7.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 10.8%。同时，高技术产业和装备制造业增加值同比分别增长 11.9% 和 8.8%，分别高于平均增速 5.1 及 2.0 个百分点。集成电路产量同比增长 15.2%，新能源汽车增长 139.4%，工业机器人增长 29.6%，体现了工业结构的优化。

图表 2 中国规模以上工业增加值累计同比增速（单位：%）



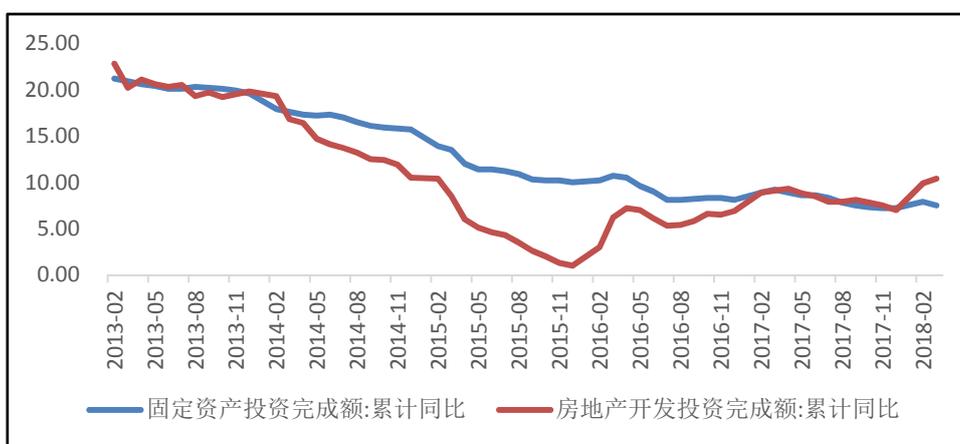
数据来源：Wind，新世纪评级整理

（三）投资增长中房地产投资增速扩大

2018 年一季度，我国整体固定资产投资完成额同比增长 7.5%，较去年四季度有所回升，但 3 月当月增速为 7.1%，较 1-2 月的 7.9% 有所下降。其中，不含电力的基础建设投资额同比增长 13.0%，较 1-2 月的 16.1% 下降明显，说明 3 月基建投资增速下降更为明显；制造业固定资产投资同比增长 3.8%，增速较 1-2 月下降 0.5 个百分点，3 月当月增速为 3.4%；房地产投资完成额同比增长 10.40%，

增速进一步扩大，3月当月增速为10.9%。从数据来看，3月当月基建及制造业投资额增长继续放缓，固定资产投资的增长主要为房地产投资增长的拉动。受当前地方政府财政支出难以支持基建加速扩张且去年基数较高影响，基建投资料难提升，而制造业方面当前投资主要集中于高端制造业，整体投资额快速增加的可能也较低。房地产方面，一季度商品房销售面积增速继续下降至3.60%，且当前房地产投资中很大一部分增量是由于土地购置费用的增加，在当前房地产企业资金来源受到一定限制的情况下，未来房地产投资的继续增加也面临着压力。综合来看，后期我国固定资产投资总额增速或有所回落，将对经济增长造成一定的压力。

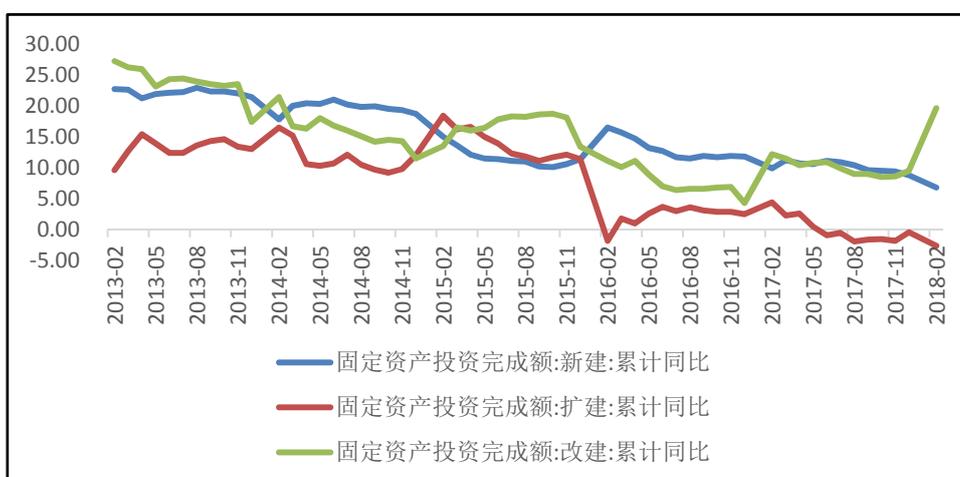
图表 3 中国固定资产投资总额及房地产投资总额累计同比增速（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

从固定资产投资的建设性质分类来看，用于改建的投资额增速为19.6%，显著高于用于新建及扩建的投资额增速，说明当前我国经济增长技术升级的趋势良好，经济结构优化一定程度上得以体现。

图表 4 中国固定资产投资总额按建设性质分累计同比增速（单位：%）

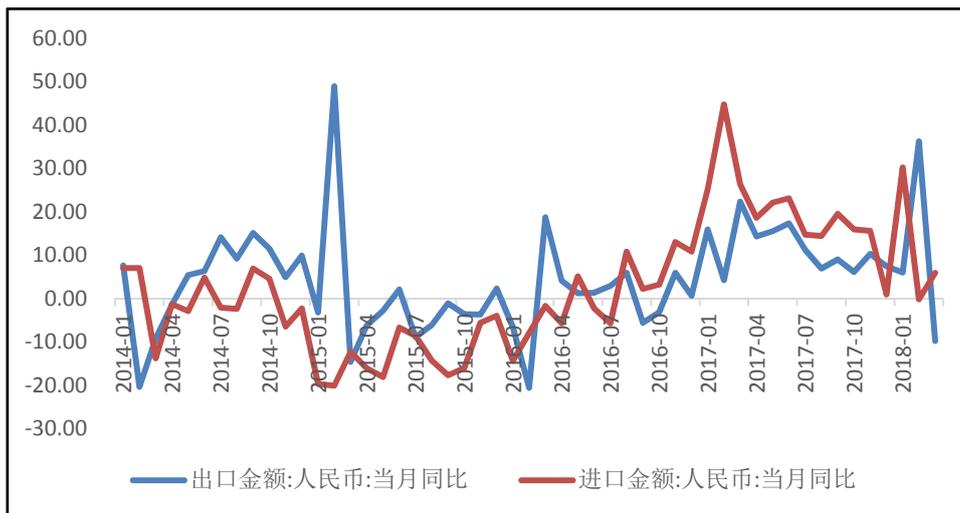


数据来源：Wind，新世纪评级整理

(四) 出口对 GDP 贡献由正转负

一季度以人民币计价出口金额增长 7.4%，同比下降 7.4 个百分点；进口金额同比增长 11.7%，同比下降 14.8 个百分点。在对 GDP 的贡献中，一季度净出口对 GDP 增长的贡献占比为-9.1%。3 月当月，以人民币计价出口金额同比负增长 9.80%，环比及同比分别大幅下降 46.6 及 32.1 个百分点；进口金额同比增长 5.90%，增速环比扩大 6.1 个百分点，较去年同期下降 20.4 个百分点。

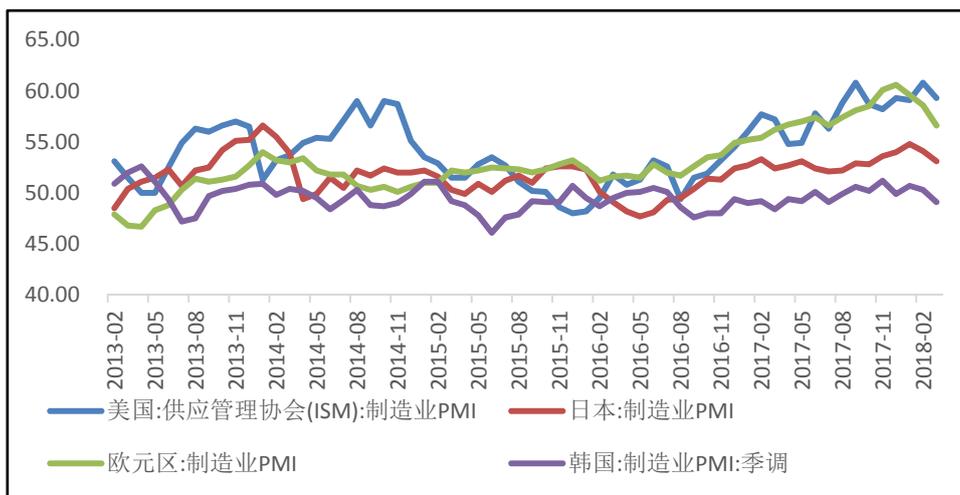
图表 5 我国进出口金额增速走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

3 月份，主要发达经济体 PMI 均出现下将，而人民币汇率与去年相比，出现较大幅度升值，均不利于出口增长。同时，近期中美贸易摩擦加剧，导致国际贸易形势存在一定的不确定性，若贸易战持续升温，我国的出口将面临一定的压力。

图表 6 主要国家制造业 PMI 走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

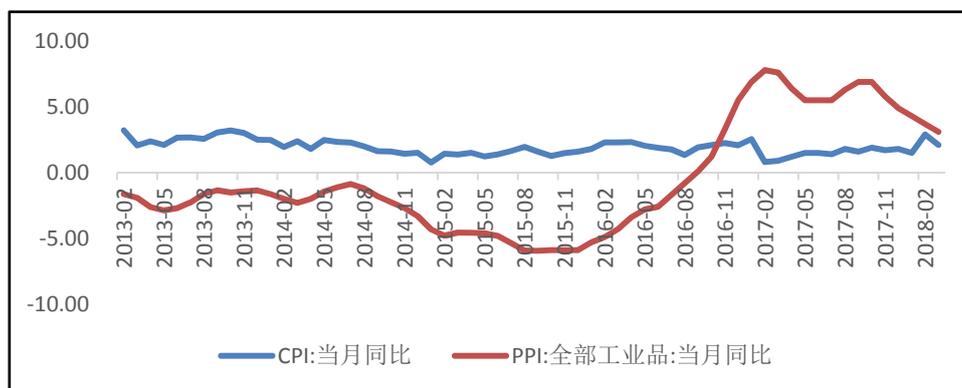
二、3 月经济和金融结构优化明显

（一）CPI 和 PPI 涨幅持续回落

2018年3月，我国CPI同比上涨2.1%，环比下降1.1%。具体来看，食品价格同比上涨2.1%，环比则下降4.2%；非食品价格同比上涨2.1%。从环比涨幅来看，食品方面3月份鲜菜和鲜果价格环比分别下降14.8%和2.4%；猪肉和水产品价格环比分别下降8.4%和3.2%；鸡蛋价格环比下降9.2%。而非食品方面春节后出行需求减少导致飞机票、旅行社收费和长途汽车票价格环比分别下降18.7%、11.7%和4.7%；成品油调降价格导致汽油、柴油价格环比分别下降2.6%和2.9%；而服装和居住价格由于换季及节后租房需求增加环比分别上涨0.7%及0.2%。“春节效应”的消退是3月CPI同比涨幅回落的主要原因，且由于2月CPI增速在“春节效应”影响下上升很大而造成在“春节效应”消退后CPI增速回落也相应较快。但同比2.1%的增速较去年同期相比仍然有明显上升。由于去年4月基数较3月相比略高且当前猪肉等价格仍然处于较低水平，预计下月CPI同比增速或将略微下降，但仍将高于去年同期水平。

2018年3月我国PPI同比上涨3.1，较上月继续下降0.6个百分点，环比下降0.2%。从主要行业看，降幅扩大的有燃气生产和供应业，下降1.7%，比上月扩大0.8个百分点；化学原料和化学制品制造业，下降0.4%，扩大0.3个百分点。由升转降的有石油和天然气开采业，下降4.4%；石油煤炭及其他燃料加工业，下降2.0%；汽车制造业，下降0.2%。黑色金属冶炼和压延加工业由降转升，上涨0.6%。造纸和纸制品业上涨1.3%，涨幅扩大1.2个百分点。4月以来，主要工业品种，油价有所上升，钢铁价格保持稳定而煤价继续下跌，PPI环比可能将继续维持下降趋势，但由于去年4月起PPI增速基数有所下降，PPI同比增速或将保持稳定。

图表 7 我国 CPI 及 PPI 增速走势（单位：%）



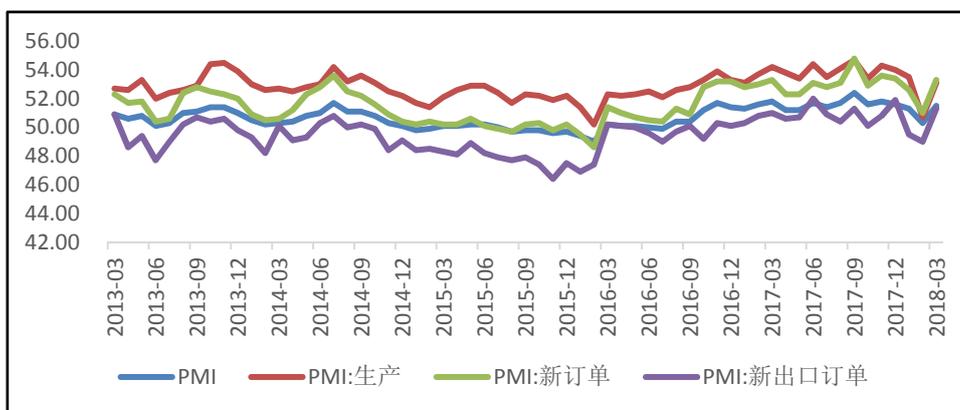
数据来源：Wind，新世纪评级整理

（二）PMI 止跌回升

2018年3月，我国制造业PMI为51.5%，较上月的50.3%有明显的回升，春节停工对制造业的影响基本消退。

分项来看，供给端方面，2018年3月制造业PMI生产指数为53.1%，环比上升2.4个百分点；采购量指数3.0%，环比上升2.2个百分点；原材料库存指数9.3%上升至49.6%；生产经营活动预期指数从58.2%进一步上升至58.7%。供给端分项的整体上升体现了企业在节后复工情况良好。在需求端方面，新订单指数为53.3%，新出口订指数为51.3%，环比均上升2.3个百分点，内外需均有所回升。但由于当前中美贸易形式紧张，未来出口订单指数回升的持续性存疑，将对PMI形成拖累。

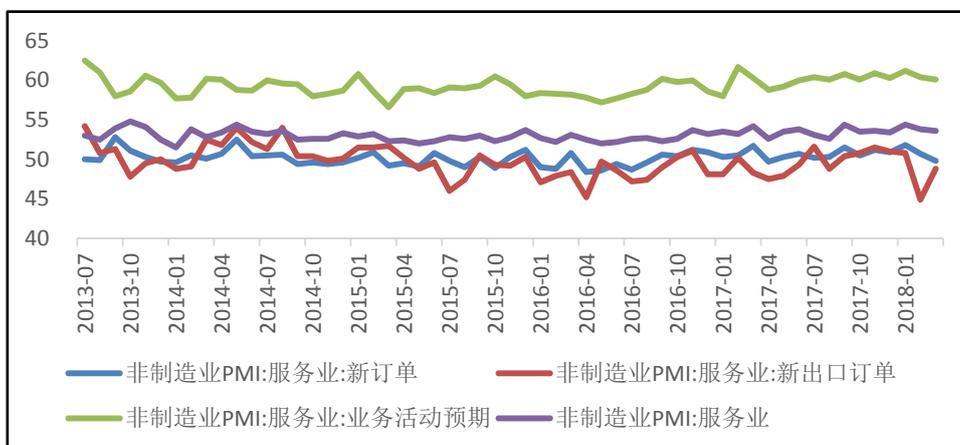
图表8 我国制造业PMI走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

3月我国服务业PMI指数为53.6%，环比下降0.2个百分点。分项中新订单指数为49.8%，业务活动预期为60.1%，双双出现下降。近两月服务业虽PMI呈现连续下降的趋势但仍处于较高水平，由于去年4月基数较低，预计下月服务业PMI或将出现一定的回升。

图表9 我国服务业PMI走势（单位：%）

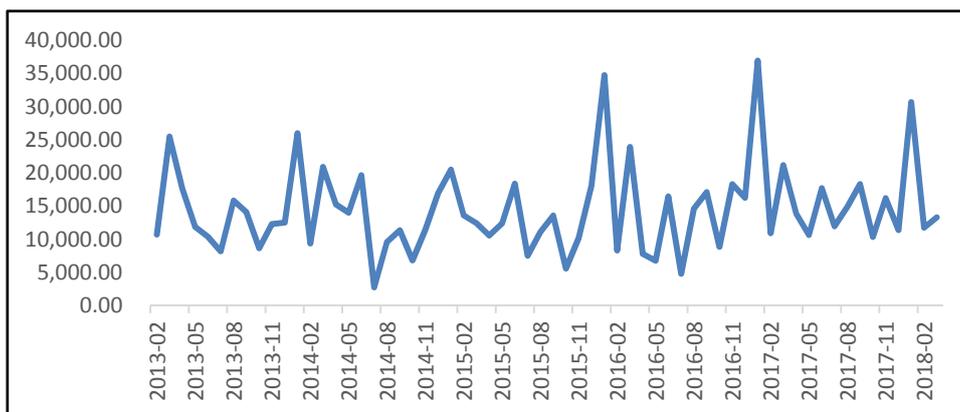


数据来源：Wind，新世纪评级整理

（三）新增社会融资规模及 M2 增速下降中债券融资大幅回升

2018 年 3 月，我国新增社会融资规模为 1.33 万亿元，同比大幅下降 37.12%。从新增融资的构成上来看，3 月对实体经济发放的人民币贷款增加 1.14 万亿元，同比下降 1.39%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 139 亿元，同比下降 51.58%；委托贷款减少 1850 亿元，同比少增 3889 亿元；信托贷款减少 357 亿元，同比少增 3469 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 322 亿元，同比少增 2713 亿元；企业债券融资 3345 亿元，同比大幅增加 2490.57%，股票融资 404 亿元，同比下降 49.48%。

图表 10 我国新增社会融资规模走势（单位：亿元）

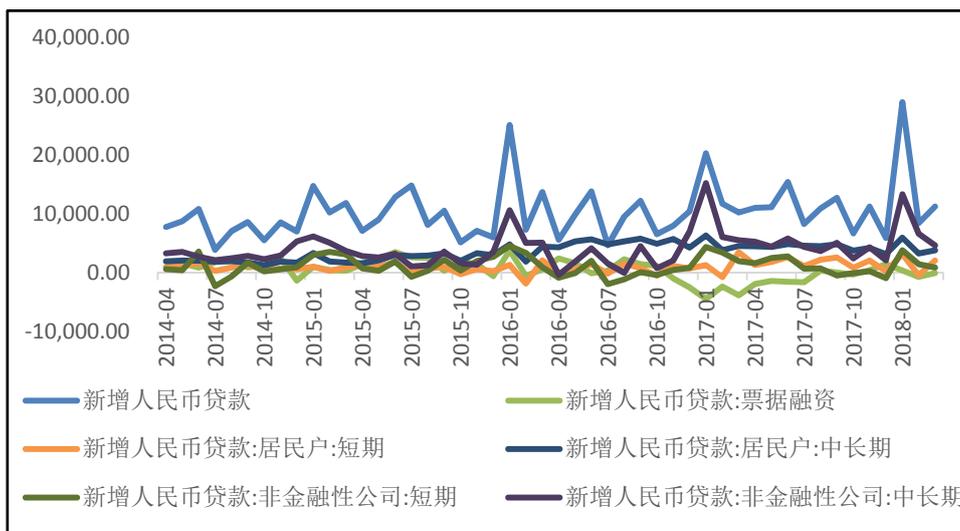


数据来源：Wind，新世纪评级整理

3 月份，在持续的金融监管下，表外融资继续明显缩减，委托贷款、信托贷款以及未贴现银行承兑汇票合计减少 2525 亿元，同比少增 10067 亿元，是新增融资规模下降的最主要原因。但同时，3 月新增社会融资中的表内贷款部分也同比少增 135 亿，说明在当前银行的信贷政策下，被压缩的表外融资并不能很好的向表内转移。而在近期债券市场回暖以及非标资产转移的背景下，3 月企业债权融资大幅上升，但和被压缩的表外融资相比，仍然十分有限。

在银行贷款方面，3 月新增人民币贷款 1.12 万亿元，同比增加 9.80%。从贷款结构上来看，3 月居民长期贷款新增额为 3770 亿元，同比下降 16.28%；居民短期贷款增加 2032 亿元，同比下降 40.98%；3 月企业中长期贷款新增额为 4615 亿元，同比下降 15.82%；企业短期贷款新增额为 829 亿元，同比下降 56.82%。居民短期以及长期贷款新增额的双双下降说明当前居民部门加杠杆受到控制，房地产将持续降温。而在企业贷款方面，企业短期及长期贷款也同时出现下降，而票据融资同比少减 3774 亿元，使得企业贷款总体仍然同比多增 1816 亿元。若考虑到表外融资的大幅下降，企业部门整体的融资规模实际存在着较大幅度的下降。而央行于 4 月 17 日宣布降低存款准备金率 1 个百分点以替换已有的 MLF 后，银行自身的流动性将得到改善，未来新增贷款金额或将有所上升。

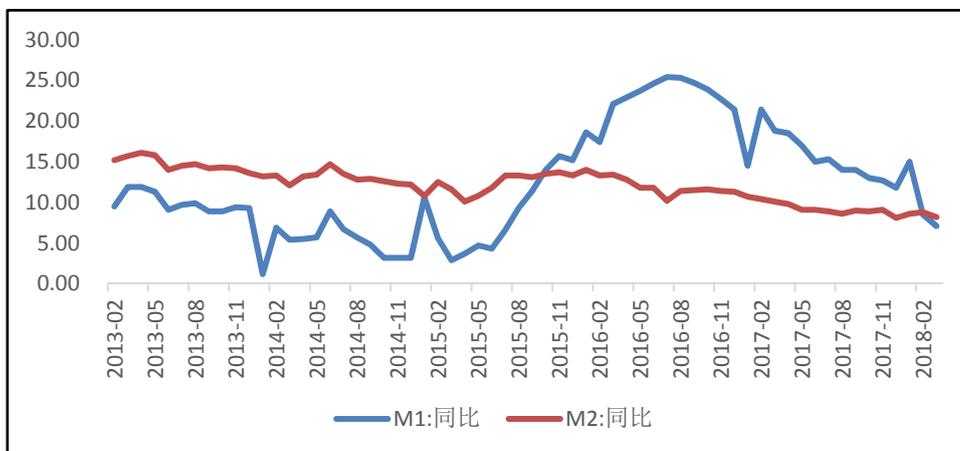
图表 11 我国贷款分布情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

2018年3月，由于新增社会融资规模持续减少，货币创造减缓，我国M2同比增速为8.2%，环比下降0.6个百分点。在结构性去杠杆的政策背景下，整体融资环境收紧，预计M2仍将保持个位数低增长。3月M1同比增速继续下降至7.1%，而春节现金需求消退后，M0同比增速回落至6.0%。

图表 12 我国货币投放增速情况（单位：%）



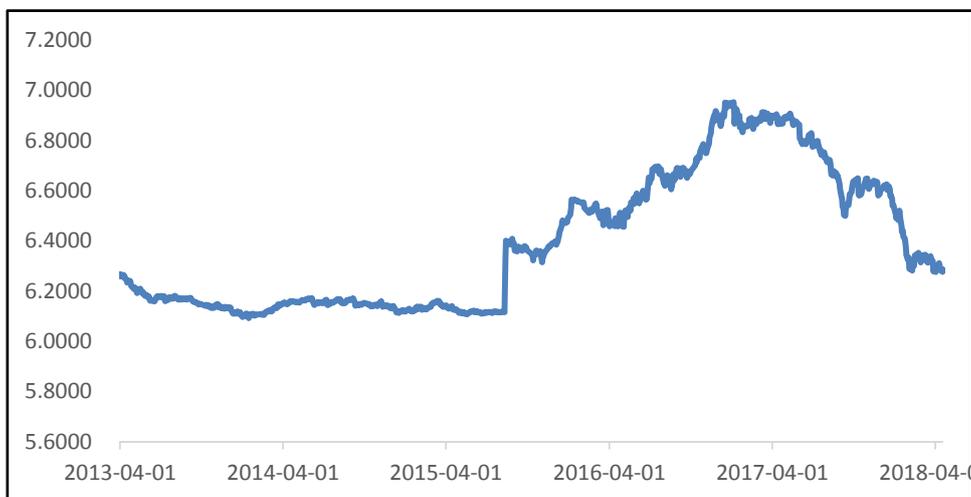
数据来源：Wind，新世纪评级整理

（四）人民币汇率和外汇储备回升

2018年3月以来，人民币对美元汇率较2月再次出现小幅升值，而在4月17日再次创造了“8.11”汇改以来的高点6.2771。短期内考虑到当前在贸易战的背景下，人民币升值对中国的出口将更加不利，结合美国的加息节奏，人民币继续大幅升值的空间不大。而从中长期来看，人民币的汇率将更多的与中国经济的发展情况有关。一季度中国经济开局稳健，结构持续优化，为未来持续发展奠

定了良好基础，人民币汇率将得到一定的支持。而美国在提振出口等因素下也有一定的使美元贬值的意愿，未来人民币汇率或将维持稳中有升的趋势。

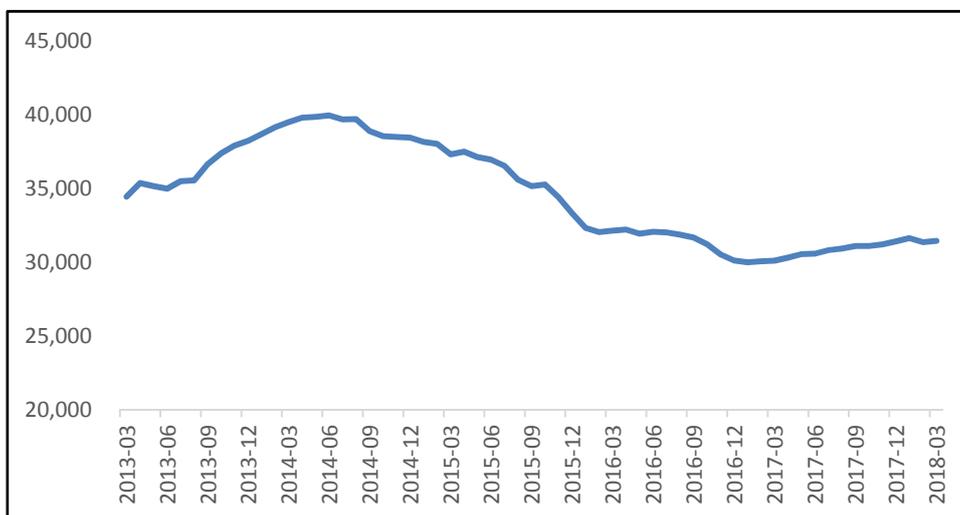
图表 13 人民币对美元中间价走势（单位：元/美元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

3 月份受国际金融市场避险情绪上升、主要非美元货币汇率相对美元升值以及资产价格变动等多重因素的共同作用，我国外汇储备上升 83 亿美元至 31428 亿美元。

图表 14 我国外汇储备规模走势（单位：亿美元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

三、中国经济展望

一季度我国经济开局良好，GDP 增速保持平稳，经济结构不断优化，提质增效效果显著，未来将继续保持稳中向好态势。国内物价水平温和上涨趋势不变，就业形势保持稳定，预计 CPI 或将略微下降、PPI 在去年高基数下将继续回落；消费升级持续进行、消费新业态快速发展，但受居民收入增速放缓影响，消费增

速快速扩张的可能性较低，未来将保持稳定增长；投资结构继续优化，投入改建的固定资产投资占比持续扩大，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下，房地产投资带动固定资产投资回升的可持续性不强，或面临一定回调；对外贸易方面，由于主要发达经济体经济 PMI 回落、人民币汇率处于高位，以人民币计价的进出口增长出现回落，若未来与美国的贸易摩擦持续加剧，我国出口或将出现一定波动。

我国货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调与降准相结合，流动性管理的灵活性和有效性提升；同时，降准带来的货币政策边际宽松在短期内有利于推动债券市场利率下行；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。