

一季度宏观数据解读：经济韧性较强 无惧市场风浪

核心观点：

- 外部关税壁垒升级虽然对出口形成短期压力，但国内政策组合拳发力下，经济内生增长动能逐步增强，国内经济极具韧性，对全球经济波动有较强的抵抗性，有利于吸引全球资产配置中国市场。另外，通胀的整体回暖向好，表现了稳增长，扩内需政策逐步落地的有效性，对市场预期有正向促进作用。

一、宏观政策组合拳发力生效，国内经济增速有韧性：

- **一季度财政政策靠前发力，政府债券发行提速。**3月新增政府债券近1.5万亿元，同比多增近1万亿元。特别国债发行5000亿元补充银行资本，预计撬动4万亿元信贷增量。货币政策保持合理宽松，M2增速稳定维持在7.0%，信贷结构也在持续优化，小微企业贷款、绿色贷款等重点领域得到了更大力度的支持。
- **GDP增速表现亮眼。**一季度GDP同比增长5.4%，这一成绩不仅高于去年同期，更是在全球主要经济体中脱颖而出，展现出中国经济强大的韧性和活力。工业增加值增长6.5%，服务业增长5.3%，固定资产投资增长4.2%，社会消费品零售总额增长4.6%。3月制造业PMI回升至50.5%，连续两个月处于扩张区间，显示经济活力逐步修复。
- **政策协同效应显著或是经济亮眼的根本原因。**财政货币双轮驱动下，基建投资(+5.8%)、制造业投资(+9.1%)成为增长引擎。尽管外部关税压力增大，但出口仍保持6.9%的韧性增长，对“一带一路”国家出口占比超50%，市场多元化战略成效显现。后续政策工具箱储备充足，包括降准降息、消费补贴等，预计二季度政策将进一步加码，巩固经济回升基础。

二、金融数据指标向好，市场预期不断抬升：

- **金融数据稳定回升，信用规模不断走高。**一季度人民币贷款新增9.78万亿元，3月单月新增3.64万亿元，同比多增5470亿元。社融规模增量15.18万亿元，同比多增2.37万亿元，其中企业债券融资回暖，政府债券净融资占比提升至27%。3月M2增速7.0%保持稳定，M1增速回升至1.6%。
- **信贷结构优化，融资需求有所回暖。**信贷结构持续优化，企业中长期贷款占比提升至58%，反映实体经济融资需求回暖。居民部门贷款增长加快，个人住房贷款因重点城市成交回暖同比多增，消费贷款受政策刺激增势向好。随着特别国债落地和财政支出提速，4月信贷投放仍有支撑，预计全年社融增速将保持在8.5%左右，为经济复苏提供流动性保障。

大同证券研究中心

分析师：景剑文

执业证书编号：

S0770523090001

邮箱：

jingjw@dtsbc.com.cn

地址：山西太原长治路
111号山西世贸中心A
座F12、F13

网址：

<http://www.dtsbc.com.cn>



三、通胀整体平稳，核心 CPI 由负转正：

- **核心 CPI 回升，通胀预期走向平稳。**一季度 CPI 同比下降 0.1%，但核心 CPI 同比上涨 0.3%，3 月核心 CPI 环比上涨 0.5%，显示内需修复带动服务价格回升。PPI 同比下降 2.3%，受国际油价下行和部分原材料价格拖累，但高技术产业如可穿戴设备制造价格同比上涨 4.6%，新动能支撑价格结构性改善。
- **供需结构有所优化，CPI 表现预计四季度转正。**食品价格季节性回落拖累 CPI，但服务价格（+0.3%）和工业消费品价格（+0.5%）的回暖表明供需结构优化。PPI 短期受输入性因素影响，但随着国内稳增长政策显效，基建和制造业需求回升将推动中下游价格修复。预计下半年 CPI 中枢将温和抬升至 1.5%-2%，PPI 同比或在四季度转正。

四、后市建议

- 综上，尽管外部关税壁垒升级对出口形成短期压力，但国内政策组合拳发力下，经济内生增长动能逐步增强，在国内经济极具韧性的情况下，有利于吸引全球资产配置中国市场。另外，通胀的整体回暖向好，表现了稳增长，扩内需政策逐步落地的有效性，对市场预期有正向促进作用。**配置建议：**中长期来看，建议关注二季度政策窗口期，重点布局内需主导的消费升级（如新能源汽车、智能家居）；拉动投资的核心科技板块，高端制造（工业机器人、半导体）及数字经济（人工智能、云计算）领域。

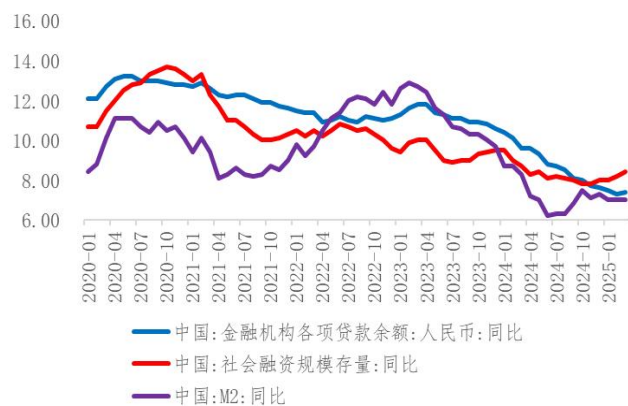
风险提示：国内经济形势变化超预期，外部经济环境变化超预期。

图表 1 中国 GDP 同比增速保持韧性



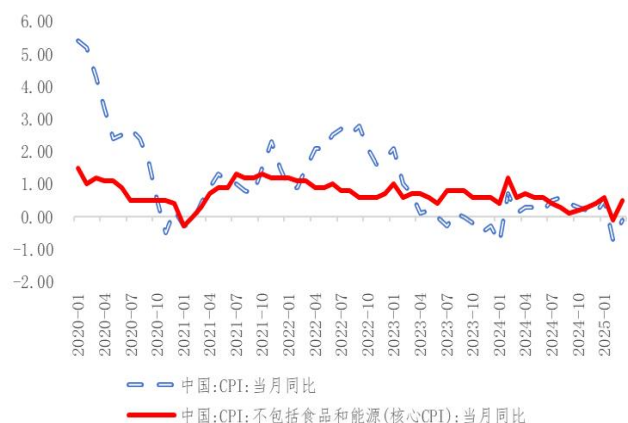
数据来源: wind 大同证券

图表 3 金融数据指标回升向好



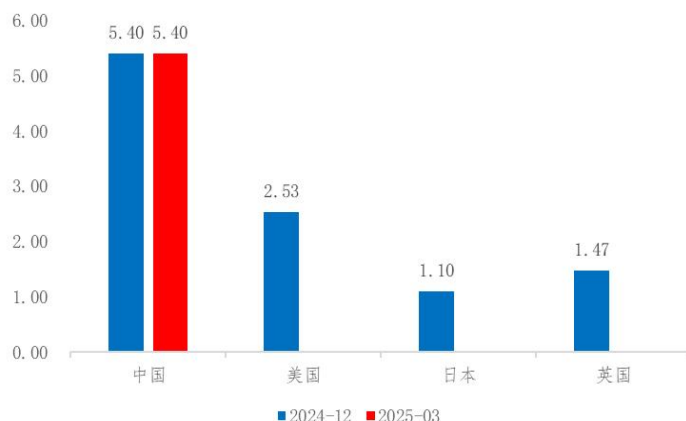
数据来源: wind 大同证券

图表 5 核心 CPI 有所回暖



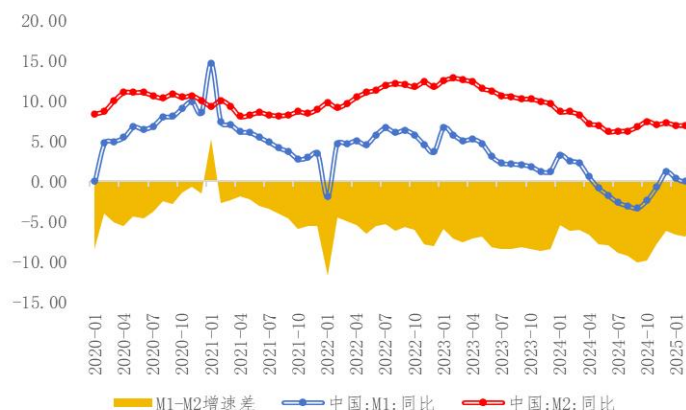
数据来源: wind 大同证券

图表 2 世界主要经济体 GDP 同比增速中国位居前列
(一季度仅中国数据披露)



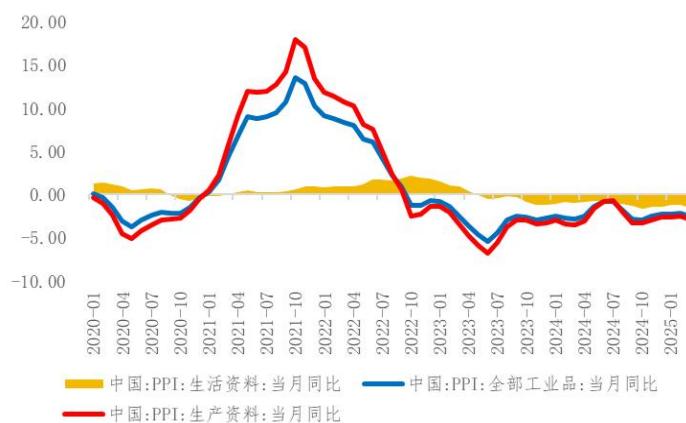
数据来源: wind 大同证券

图表 4 M1M2 剪刀差同比缩减



数据来源: wind 大同证券

图表 6 PPI 数据表现平稳



数据来源: wind 大同证券



类别	级别	定义
股 票 评 级	强烈推荐	预计未来 6~12 个月内, 股价表现优于市场基准指数 20% 以上
	谨慎推荐	预计未来 6~12 个月内, 股价表现优于市场基准指数 10% ~20%
	中性	预计未来 6~12 个月内, 股价波动相对市场基准指数 -10%~+10%
	回避	预计未来 6~12 个月内, 股价表现弱于市场基准指数 10% 以上
	“+”表示市场表现好于基准, “-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行 业 评 级	看好	预计未来 6~12 个月内, 行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来 6~12 个月内, 行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来 6~12 个月内, 行业指数表现弱于市场基准指数

注 1: 公司所处行业以交易所公告信息为准

注 2: 行业指数以交易所发布的行业指数为主

分析师声明:

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为注册分析师, 本报告准确客观反映了作者本人的研究观点, 结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告采用的研究方法均为定性、定量相结合的方法, 本报告所依据的相关资料及数据均为市场公开信息及资料 (包括但不限于: Wind/同花顺 iFind/国家统计局/公司官网等), 做出的研究结论与判断仅代表报告发布日前的观点, 具有一定局限性。

免责声明:

本报告由大同证券有限责任公司 (已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格) 制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息, 但大同证券不能保证其准确性和完整性, 因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更, 在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。此报告仅做参考, 并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想, 见解及分析方法, 并不代表大同证券有限责任公司。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施, 本报告仅供本公司签约客户使用, 若您并非本公司签约客户, 为控制投资风险, 请取消接



收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。

特别提示：

- 1、投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
- 2、未经允许投资者不得将证券研究报告转发给他人。
- 3、投资者需慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。
- 4、本报告预计发布时间可能会受流程等因素影响而延迟，但最大延迟不会超一周。

版权声明：

本报告版权为大同证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

分析师承诺：

本人、本人配偶及本人的利害关系人与报告内容所涉标的公司不涉及利益冲突。