

一分清醒半分醉

——3 月部分高频指标反弹解读

宏观动态

要点

3 月部分高频和领先指标（包括 6 大发电集团耗煤量、30 城商品房成交、重卡销量同比，以及 PMI 库存等）较 2 月低位有较大反弹，市场对金融松动、基建发力、地产调控边际调整带动经济企稳回升的预期快速升温。但多项数据“2 月低、3 月升”需考虑节假日错位影响、以及结构与整体的差别，调整后部分指标或仅温和企稳，难言大幅改善，跟我们年初预测较为一致。

具体看，如果不调整春节效应，6 大发电集团 3 月日均耗煤量同比为 4.2%；调整春节效应后，节后 51 天日均耗煤量同比增长 0.8%，虽较节前下滑仍有较大修正，但或与上年同期基数较高有关，如果与 18 年底同比相比，仅温和回升。节后 30 城商品房网签同比较节前回升，但绝对量在近几年来说并不算突出，一线反弹最多，二线次之，三线变化不大。30 城或是佼佼者，销售自去年中开始回温，但仅占全国 10%，并未扭转全国销售放缓趋势。开发商整体拿地意愿仍不强，一线恢复，二线低迷，三线恶化。百城房价同比放缓，一线稳，二三线续缓。重卡与水泥受提振，原材料库存回补。但本轮基建发力多为在建重启、而新增谨慎，重在补短板、而非大干快上，地产销售回暖亦是结构性而非全局。上游需求或边际上受提振，但整体经济企稳的程度和速度或难比从前。

分析师

张文朗 （执业证书编号：S0930516100002）
 021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

黄文静 （执业证书编号：S0930516110004）
 010-56513039
huangwenjing@ebcn.com

联系人

郑宇驰
 021-52523807
zhengyc@ebcn.com

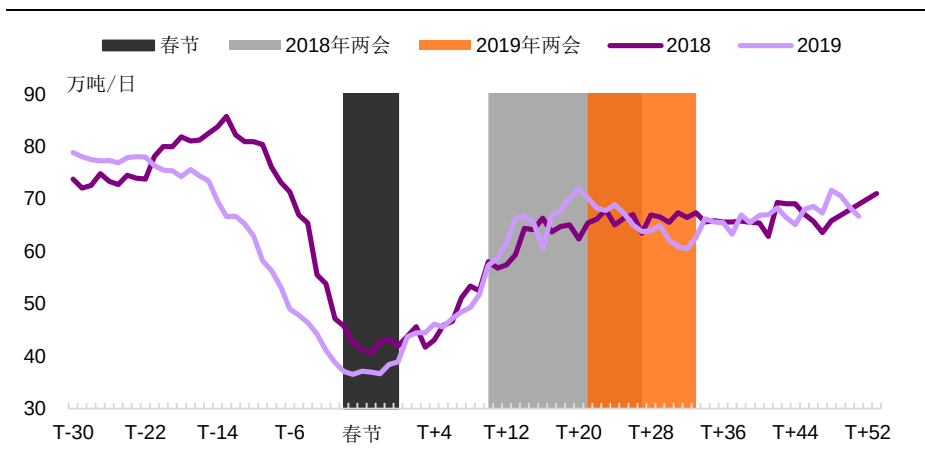
3月以来，部分高频和领先指标较2月大幅反弹，包括6大发电集团耗煤量、30城商品房成交、重卡销量同比，以及PMI库存等，使得市场对经济企稳反弹的预期快速升温，国债期货下跌，商品期货上涨。不可否认，这些数据的企稳反弹不乏金融条件松动、基建发力、微观主体预期修复等基本因素边际改善的影响，但节假日的错位和扰动不容忽视，否则会高估经济企稳的程度：由于2018年春节较晚（2月15日，19年为2月4日），节后又紧接着会期较长的两会（18天，较19年长5天），是公认开工较晚的一年，3月基数较低，使得2019年2月同比有较大的下降，而3月同比有较大的回升。3月一系列数据即将公布，工业增加值、工业利润、地产开工、库存等数据同比或都会有“2月低、3月升”现象，也都需要剔除掉节假日错位和扰动的影响。与16-17年不同，本轮基建发力多为在建重启、而新增谨慎，重在补短板、而非大干快上刺激需求，地产销售亦是结构性而非全局回暖，上游需求或边际上受提振，但整体经济企稳的程度和速度或难比上轮。

1、发电量与高炉开工近期企稳，但非大幅改善

六大发电集团日均耗煤量同比3月较2月大幅反弹，需考虑节假日错位扰动。3月六大发电集团耗煤量同比为4.2%，较2月的-10.4%有较大幅度的改善。调整了春节效应后，节后51天日均耗煤量同比增长0.8%（图1）。而其中又有两会和清明节错位的影响，二者亦造成低基数：2018年两会会期较2019年长5天；2018年清明节包含于节后51天内，而2019年清明节不包含在节后51天内。如果再剔除这两个因素的影响，实际的六大发电集团日均发电耗煤量增速将更为有限。

节后的近零增长相较于节前的下滑仍有较大修正，或与节前基数高企有关，相较去年底仅温和回升。调整春节效应后，六大发电集团耗煤量节后51天相对于节前30天同比大幅下滑（-10.7%）仍有大幅修正，但上年节前耗煤量快升导致基数高。如果与18年12月-1.9%的同比相比，节后51天0.8%的增速只可谓温和回升，实难定性为大幅改善，而这一趋势其实在去年四季度随着基建发力已逐渐形成，这并不难理解，我们曾在《工业增加值失真了吗？》的报告中指出，黑色、有色、能化、非金属矿物等对建筑敏感的行业用电量占工业用电量之比高达80%，基建的低位反弹对发电量会有提振，但就像16-17年用电量高增未带来工业增加值脱离低迷一样，今年用电量的改善或对整体工业和经济提振作用更有限。

图 1：六大发电集团日均耗煤量走势平稳

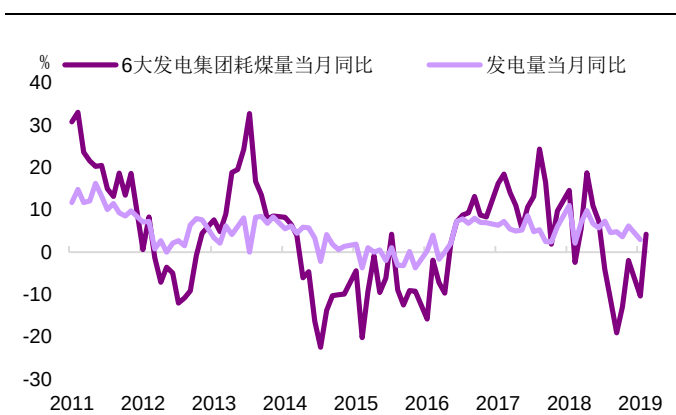


资料来源：Wind，日度数据

从更大的范围看，六大发电集团主要在南方沿海地区，只占全国发电量的11%，波动性更大。六大发电集团只是所有区域中的一部分；火电也只是发电方式中的一种。2018年六大发电集团共耗煤2.4亿吨，若按供电耗煤0.3千克/千瓦时¹来计算，六大发电集团仅占规模以上发电量的11%。因此，六大发电集团耗煤量和发电量当月同比两者之间虽然有相关性（相关系数为0.78），但前者的波动性要远高于后者，不能完全等同（图2），截止2月全国发电量仍在趋势放缓。从六大发电集团高频来看，节假日扰动或使得3月全国发电量同比温和企稳回升。

采暖季限产结束，高炉开工率有望进一步回升。采暖季限产于3月31日结束，前期受到环保限产影响的高炉开工率预计将进一步回升（图3）。

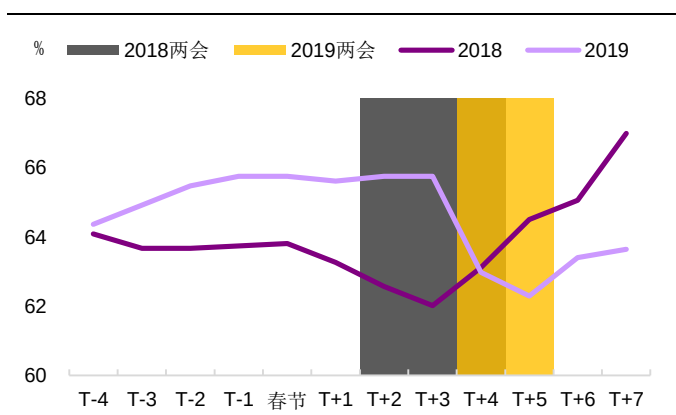
图 2：6 大发电集团耗煤量与发电、用电量当月同比



注：1-2 月为合并的累计同比增速。数据截至 2019 年 3 月。

资料来源：Wind

图 3：全国高炉开工率预计将进一步回升



资料来源：Wind，周度数据

2、30 城商品房成交同比回暖，绝对值不算突出

节后房地产网签数据同比有所回升，但绝对数值在近几年来并不算突出。从 30 大中城市房地产网签数据来看，节后网签确实有所加快，扭转了节前负增长的态势：节后 49 天日均成交 45 万平方米，同比增长 18%；而

¹ 数据来源于国电电力 2017 年年报。

节前 30 天日均成交 40 万平方米，同比增长-6%。绝对数值 45 万平方米在 2013-2019 年中只是高于 2018 年，与 2014 年相当，小于其他年份（表 1）。

表 1：30 大中城市商品房成交面积

30 城商品房成交面积（万平方米）	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
节前 30 天日均	56	57	51	61	53	42	40
同比	78%	2%	-10%	19%	-14%	-20%	-6%
节后 49 天日均	60	44	48	81	50	38	45
同比	83%	-26%	10%	67%	-38%	-23%	18%

资料来源：Wind

各线分化严重，一线城市网签数据节后反弹幅度较大，二线城市次之，三线变化不大。一线城市节后 49 天日均成交 9.7 万平方米，同比增长 57%，较节前的 12% 有较大幅度的提升。二线城市节后 49 天日均成交同比增长 6%，扭转了节前负增长的态势。而三线城市节后同比增速（20%）较节前（19%）变化不大。但一、二、三线城市的成交面积绝对值在 2013-2019 年中都不算特别突出（表 2）。

表 2：30 大中城市商品房成交面积（万平方米）

城市	分类	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2019 年同比
一线	节前 30 天日均	14.0	9.9	11.7	13.8	9.6	6.5	7.3	12%
	节后 49 天日均	15.0	9.0	10.3	14.9	9.4	6.2	9.7	57%
二线	节前 30 天日均	27.1	29.7	22.9	28.4	25.9	23.7	18.3	-23%
	节后 49 天日均	29.8	21.3	22.6	41.7	24.7	20.4	21.7	6%
三线	节前 30 天日均	14.8	17.5	16.8	19.2	17.3	12.0	14.3	19%
	节后 49 天日均	14.8	13.8	15.5	24.2	16.2	10.6	12.8	20%

资料来源：Wind

开发商整体拿地意愿仍不强，各线分化亦强，一线供地高增、拿地亦较快，二线低迷，三线恶化。100 大中城市住宅类用地成交规划建筑面积节后 7 周周均成交 664 万平方米，同比降低 28%；而节前 4 周周均成交 1272 万平方米，同比增长 1%。其中一线城市节后 7 周周均增长 58%，二、三线城市分别降低 20%、41%（表 3）。土地成交也会受到供地节奏的影响，一线城市的土地成交面积高增长部分是由于土地供应面积的高增长：1-3 月累计增长 24%，而二、三线城市分别降低 20%、14%。

表 3：100 大中城市住宅类用地成交规划建筑面积（万平方米）

年份	分类	节前 4 周周均	节后 7 周周均	节前同比	节后同比
2016	总体	962	619		
	一线	43	13		
	二线	567	349		
	三线	352	257		
2017	总体	1276	800	33%	29%
	一线	34	17	-20%	33%
	二线	726	400	28%	14%
	三线	516	382	47%	49%
2018	总体	1258	929	-1%	16%
	一线	49	25	43%	44%
	二线	772	441	6%	10%

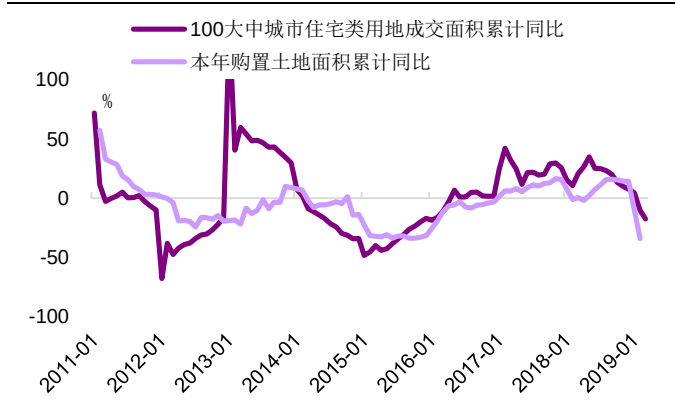
	三线	438	462	-15%	21%
2019	总体	1272	664	1%	-28%
	一线	109	40	125%	58%
	二线	595	352	-23%	-20%
	三线	571	273	30%	-41%

资料来源：Wind

另一方面,无论是100城住宅用地成交面积还是30城商品房成交面积,都与统计局对房地产企业的月度统计数据在方法和口径上不同。高频数据包含的城市较少,忽略了占比较高的低线城市(尤其是30城成交数据),且多为网签数据,受开发商推盘节奏等影响。因此与统计局数据走势会存在一定背离(图4、5)。相对来说,百城住宅类用地成交面积的代表性更高:2018年,30大中城市商品房成交面积为1.7亿平方米,占全国商品房销售面积的比重为10%;100大中城市住宅类用地成交面积为2.5亿平方米,而房地产企业本年土地购置面积为2.9亿平方米。30城商品房成交累积同比自去年5月已开始有所回温,但并未扭转全国销售放缓趋势。

3月百城房价同比继续回落,一线稳,二三线续缓。百城住宅均价中,一线城市环比几乎持平2月,二、三线城市环比涨幅略有扩大,分别为0.2%、0.4%,较2月扩大0.1个百分点;一线城市同比自2018年11月低点(0.34%)后有所回升,但仍处低位,2019年3月为0.56%,二、三线城市同比则继续回落,分别为6.0%、7.5%,较2月下降0.4个百分点。

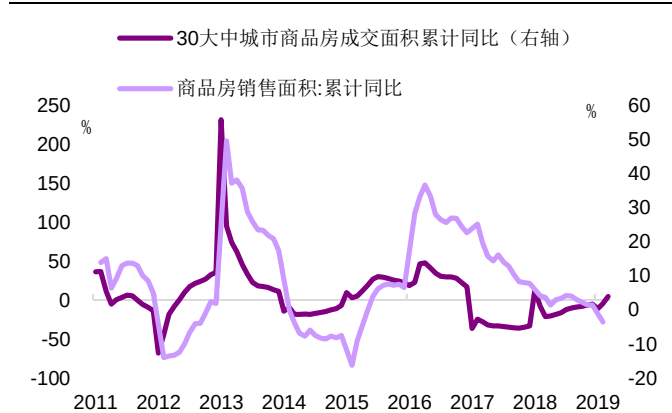
图4: 百城住宅用地成交面积与本年土地购置面积同比



注: 数据截至2019年3月

资料来源: Wind

图5: 30城商品房成交与全国商品房销售累计同比

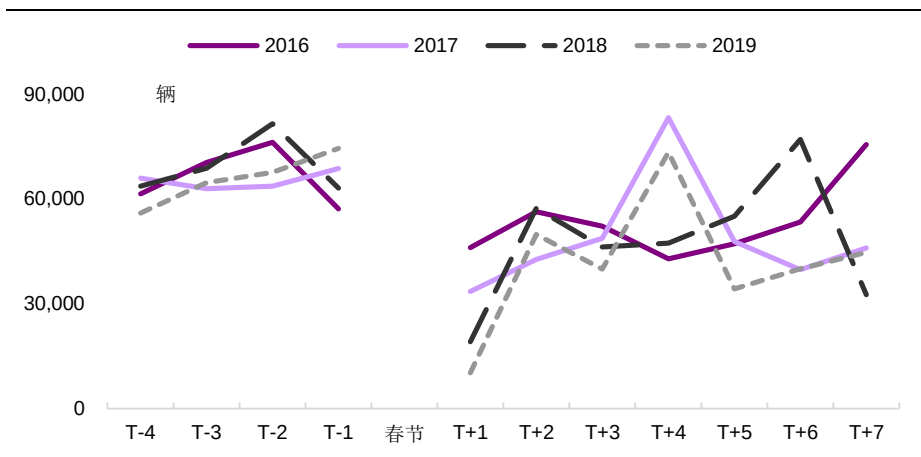


注: 数据截至2019年3月

资料来源: Wind

乘用车日均零售企稳。由于2018年清明节包含在节后7周内,而2019年并未包括,我们将2019年节后的乘用车零售的趋势与2017年相比,虽然2019年仍然低于2017年同期,但是差距有所缩窄(图6)。

图 6：乘用车日均零售

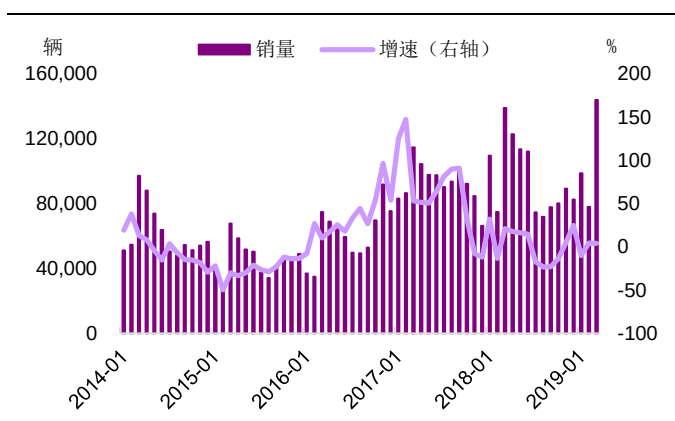


资料来源：Wind，周度数据

3、重卡与水泥受提振，原材料库存回补

基建回升和地产施工加快提振重卡销售和水泥价格。根据第一商用车网的报道，3月重卡销量达14.4万辆，创单月新高，同比增长4%，与2月同比增速基本持平（图7）。而随着开工旺季的来临，水泥价格指数也开始出现上升迹象，4月2日为147.4，较3月20日低点上涨1.7%（图8）。

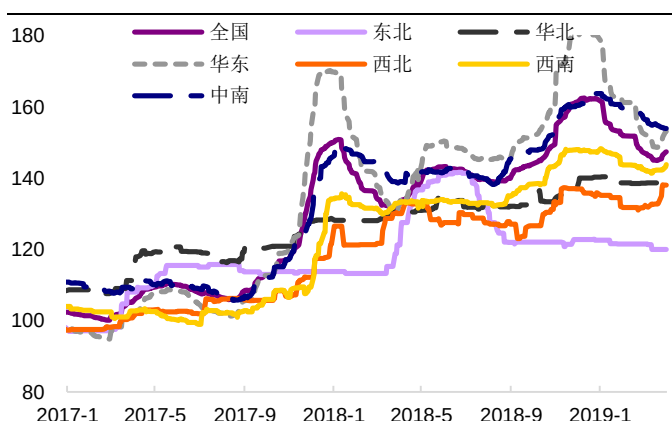
图 7：3月重卡销量创新高



注：数据截至2019年3月

资料来源：Wind，第一商用车网

图 8：水泥价格指数现上涨迹象



注：基期为2009年12月31日，为100；数据截至2019年4月2日

资料来源：Wind

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_13337

