

分析师: 王哲

执业证书编号: S0730516120001

wangzhe@ccnew.com 021-50588666-8136

研究支持: 白江涛

baijt@ccnew.com 021-50588666-8018

一季度宏观经济开局平稳, 政策落地料将加快

——宏观追踪

证券研究报告-宏观点评

发布日期: 2019年03月18日

相关研究

- 1 《宏观报告: 2月社融回调, 通缩延续, 政策托底呵护市场-宏观跟踪》 2019-03-11
- 2 《宏观报告: 逆周期调节加码, 宏观政策发力持续-宏观专题》 2019-03-05
- 3 《宏观报告: 2月春节效应渐逝, 经济企稳仍需时日-宏观月报》 2019-02-28
- 4 《宏观报告: 央行为永续债背书, CBS着力“宽信用”-宏观专题》 2019-01-25
- 5 《宏观报告: 央行为永续债背书-宏观专题》 2019-01-25

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

数据:

3月9日统计局公布的1-2月经济数据显示: 工业增加值稳中回落。1-2月规模以上工业增加值同比增长5.3%, 预期5.6%, 前值5.7%。

1-2月固定资产投资同比增6.1%, 预期5.8%, 前值5.9%, 其中地产投资同比增11.6%, 前值9.5%。

1-2月社消零售同比8.2%, 前值8.16%。

观点:

- 工业增加值: 前两月增速不及预期较2018年12月回落0.4个百分点, 从三大门类看, 1-2月份, 制造业增长5.6%, 加快0.1个百分点; 电力、热力、燃气及水生产和供应业增长6.8%, 回落2.8个百分点; 而采矿业增加值同比增长了0.3%, 增速较2018年12月份回落3.3个百分点。从历史数据看, 春节错位作用下, 1-2月规律性处各年度低位, 随生产修复后, 二季度回暖概率增大, 预计3月维持在5.4%附近。
- 消费企稳: 1-2月社消零售66064亿元, 同比8.2%, 前值8.16%。消费增速仍处低位, 3月春节效应逝去, 但是4月清明小长假踏青出游带动需求走高, 对消费增速产生提振作用。预计3月消费增速有所回落, 但维持在8%以上。
- 投资反弹: 1-2月同比增速从2018年12月的5.9%小幅上升至6.1%。从三大分项看: 房地产和基建投资表现超预期, 制造业投资增速回落。预计3月基建投资仍维持强势, 地产投资增速回落, 制造业投资修复。
- 两会政策导向: 积极财政呼唤减税降费继续发力, 财政赤字目标上调至2.8%, 推动基建投资在重点领域落地; 货币政策稳健中性, 体现逆周期调节和稳杠杆, 引导利率并轨并下行, 打通信用通道, 助力民企融资困境缓解。
- 整体来看: 一季度生产和需求尚未明显改善, 但消费投资增速已经开始在政策推动下趋稳, 若基建持续发力必然带动上游原材料价格上涨, 并通过传导作用对PPI产生一定支撑, 有助于利润改善, 同时也会因政策挤出对民间投资有一定抑制作用, 另一方面从当前M2增速看, 与名义GDP增速有一定距离, 货币政策仍需持续发力对冲, 助力于交投情绪改善, 在宏观经济下行背景下, 政策对经济基本面的任何边际利好都将通过市场走强表现出来。

风险提示: 经济增速下行过快; 监管趋严超预期; 中美关系多变

内容目录

1. 工业增加值不及预期，基本面弱势延续	3
2. 1-2 月消费增速表现平稳	4
3. 1-2 月投资增速企稳反弹	5
3.1. 地产投资增速超预期	5
3.2. 铁路投资带动基建发力	6
3.3. 制造业投资增速下行	7
4. 预测经济整体下行，但局部指标边际改善	7
5. 结论与建议	8

图表目录

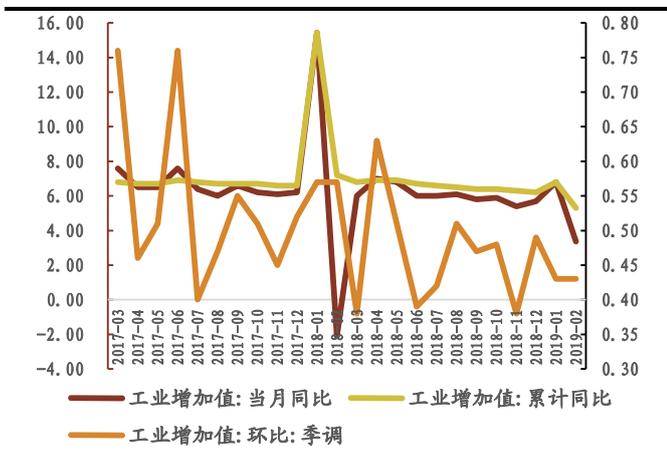
图 1: 1-2 月工业增加值同环比增速回落 (%)	3
图 2: 1-2 月名义 GDP 增速回落，而 M2 增速改善 (%)	3
图 3: 3 月拟合工业增加值或持平 2 月处于底部区间	3
图 4: 16 年之后 M2 增速开始于名义增速调整趋于共振	3
图 5: 1-2 月乡村增速快于城镇，城镇边际企稳	4
图 6: 1-2 月药品和食品类增速居前	4
图 7: 1-2 月实际增速和季调环比增速修复	4
图 8: 1-2 月网上零售累计同比回落	4
图 9: 1-2 月地产、基建投资带动总投资增速企稳	5
图 10: 1-2 月总投资修复，民间投资比重回落	5
图 11: 地产对 GDP 贡献减弱，投资增速中枢向下	5
图 12: 房地产库存去化延续，但速度放缓	5
图 13: 1-2 月主要地产指标走势	6
图 14: 1-2 月房贷利率走势	6
图 15: 1-2 月铁路运输投资增速陡峭拉升	7
图 16: 钢铁、水泥等上游产能或持续释放	7
图 17: 1-2 月制造业投资增速回落	7
图 18: 不同行业制造业投资同比增速	7

1. 工业增加值不及预期，基本面弱势延续

工业增加值稳中回落——1-2月规模以上工业增加值同比增长5.3%，预期5.6%，前值5.7%。主要原因有三：一是1-2月春节期间生产淡季，产能未能完全释放；二是PPI走低一定程度上挤压了企业利润，抑制投资扩产意愿；三是中美贸易战去年抢单效应对今年出口需求产生透支和替代，叠加中美谈判缓解加快应激效应冷却，以及人民币币值较去年修复上升，对出口相关行业的工业增加值有抑制作用。

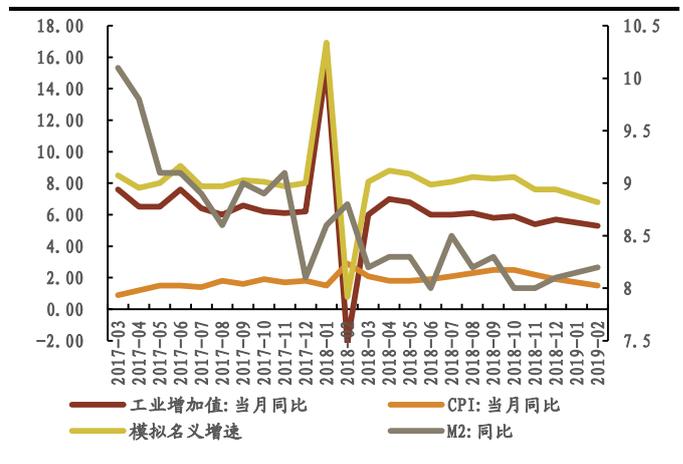
从三大门类结构上看，1-2月份，制造业增长5.6%，加快0.1个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长6.8%，回落2.8个百分点；而采矿业增加值同比增长了0.3%，增速较2018年12月份回落3.3个百分点。1-2月上下游各行业产能没有完全释放，对工业增加值产生拖累。

图 1：1-2 月工业增加值同环比增速回落（%）



资料来源：中原证券，wind

图 2：1-2 月名义 GDP 增速回落，而 M2 增速改善（%）



资料来源：中原证券，wind

受春节错位因素和开工淡季影响，历史上1-2月工业增加值均处于年内低位，从三驾马车运行上看，3月工业增加值仍有下行压力，但整体已在底部区间，2季度边际修复的概率正在增大。另外，我们看到M2增速和名义GDP增速比较后，仍有上升空间，这符合两会关于货币政策的描述，也是逆周期调节的重要组构举措之一。

图 3：3 月拟合工业增加值或持平 2 月处于底部区间

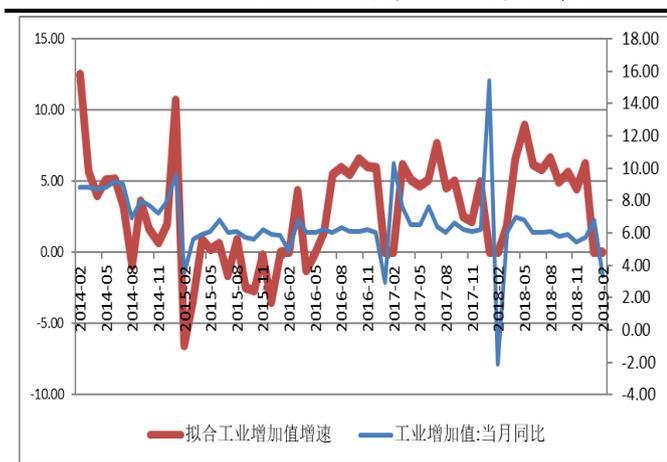
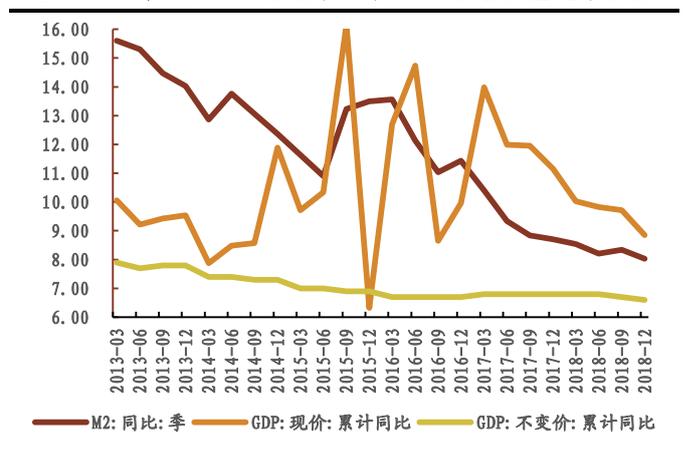


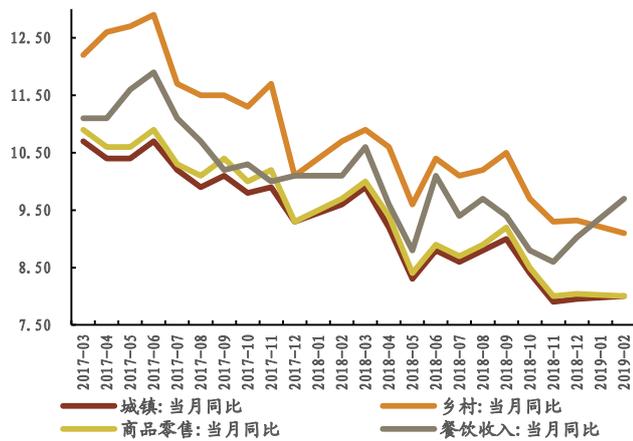
图 4：16 年之后 M2 增速开始于名义增速调整趋于共振



2.1-2月消费增速表现平稳

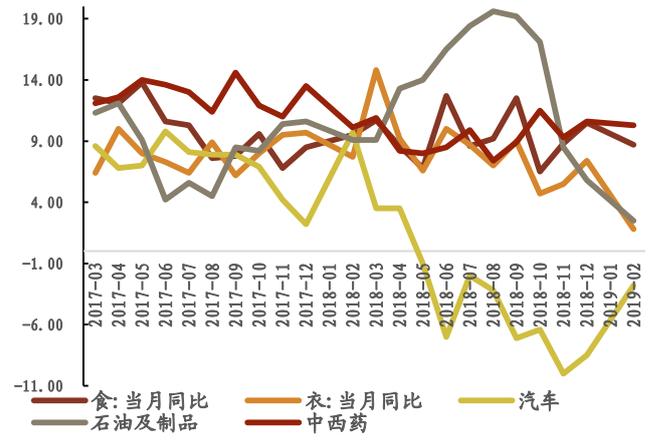
1-2月社消零售66064亿元，同比8.2%，前值8.16%。消费仍处低速增长阶段。按所在地分，城镇同比增8.0%；乡村增9.1%。乡村增速较快于城镇，但城镇边际企稳改善；按消费类型分，春节期间提振餐饮增速加快，同比增9.7%；商品零售增速持平前值，增8.0%；按消费品种类分，日用品、食品、药品等必需品和交通、饰品、化妆品等升级品增速居前，汽车跌幅收窄，油制品消费回落。

图5：1-2月乡村增速快于城镇，城镇边际企稳



资料来源：中原证券，wind

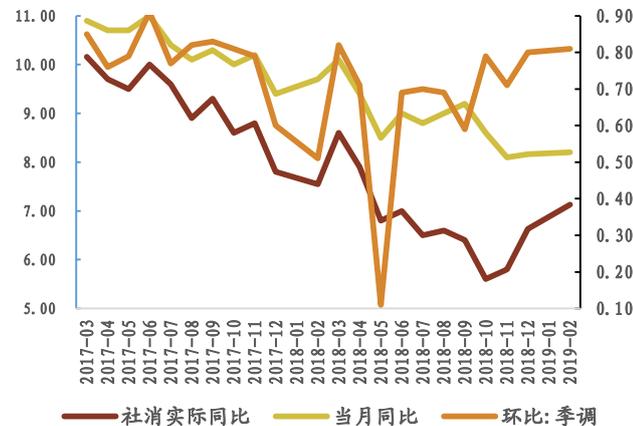
图6：1-2月药品和食品类增速居前



资料来源：中原证券，wind

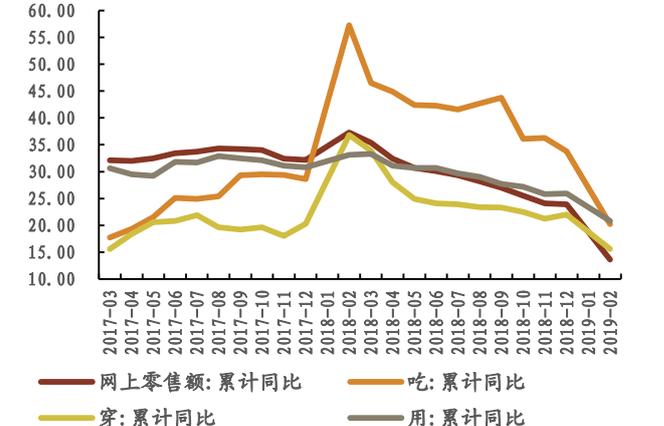
1-2月名义增速持平去年12月，但剔除价格效应后的实际增速改善，1-2月社消品实际同比增速为7.13%(去年为6.63%)，比上年12月份加快0.5个百分点，比上年全年加快0.2个百分点。1-2月季调环比增速修复，2月报0.81%较去年12月上升0.1个百分点。开年消费企稳的主要原因是春节消费因素，假日经济带动交通、餐饮等服务类消费增多，此外，食品类和日用品消费增速居前。同时1-2月网络消费增速延续回落，这符合假日经济实体店消费对网络购物的替代规律。网上零售同比增13.6%，下滑23.7个百分点，去年同期则为37.3%。

图7：1-2月实际增速和季调环比增速修复



资料来源：中原证券，wind

图8：1-2月网上零售累计同比回落



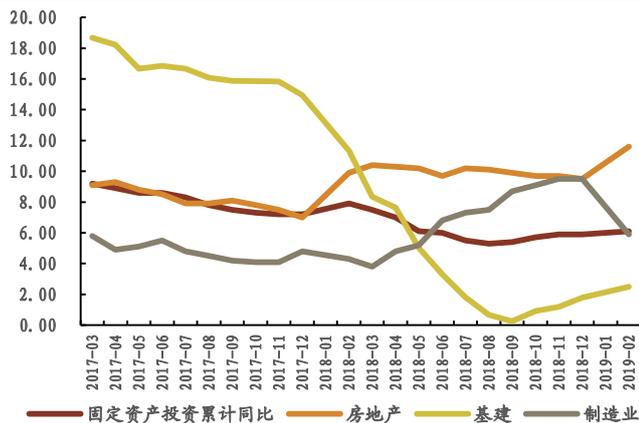
资料来源：中原证券，wind

3.1-2月投资增速企稳反弹

1-2月固定资产投资增速升至6.1%，较去年12月小幅上升至0.3个百分点。从三个主要分项看：地产投资超预期为11.6%，前值8.2%，制造业投资增速明显回落为5.9%，前值9.5%，基建投资增速为2.5%，前值1.7%。

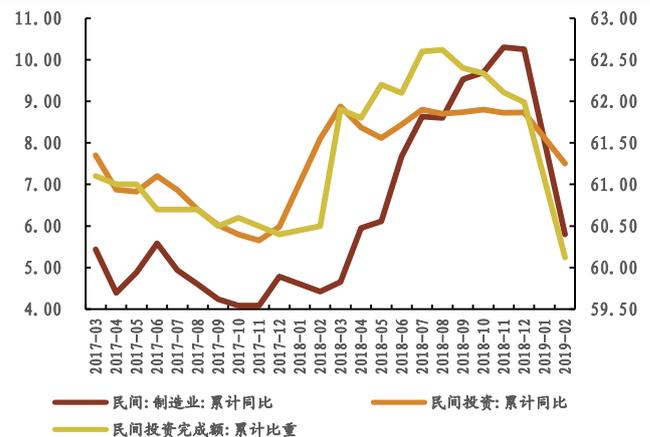
从投资来源的结构上：前两个月民间固定资产投资同比增6.7%，较去年全年提高3.5个百分点，民间投资的占比小幅回落，但仍在60%以上。

图9：1-2月地产、基建投资带动总投资增速企稳



资料来源：中原证券，wind

图10：1-2月总投资修复，民间投资比重回落



资料来源：中原证券，wind

3.1. 地产投资增速超预期

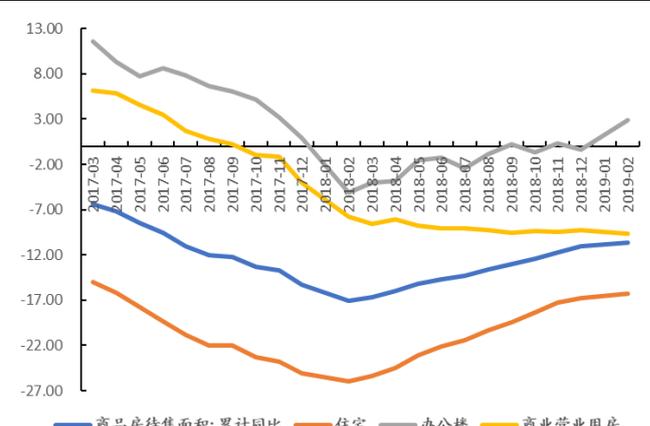
从地产分项看：1-2月房地产分项投资增速上升至11.6%，前值8.2%，三大先行指标回落：新开工面积同比增速显著回落至6%，前值20.5%；土地成交面积降至-34.1%，前值13.9%，土地成交额增速下降至-13.1%，前值6.7%。投资是地产行业的前端指标，带动投资增速上升的根本动力，源于投资回报率，而地产销售增速的回落抑制了投资的意愿，但因处于下游存在一定的滞后性，我们看到1-2月后端的商品房成交数量及成交额同比增速降至0.9%和2.8%，前值为0.9%和12.3%。这意味着地产投资增速对总投资的支撑作用或难以延续。

图11：地产对GDP贡献减弱，投资增速中枢向下



资料来源：中原证券，wind

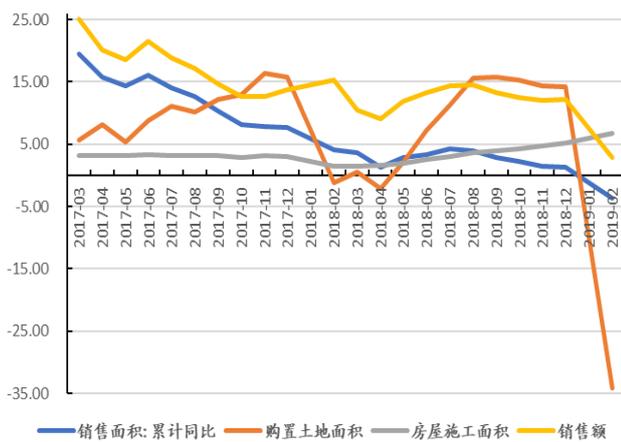
图12：房地产库存去化延续，但速度放缓



资料来源：中原证券，wind

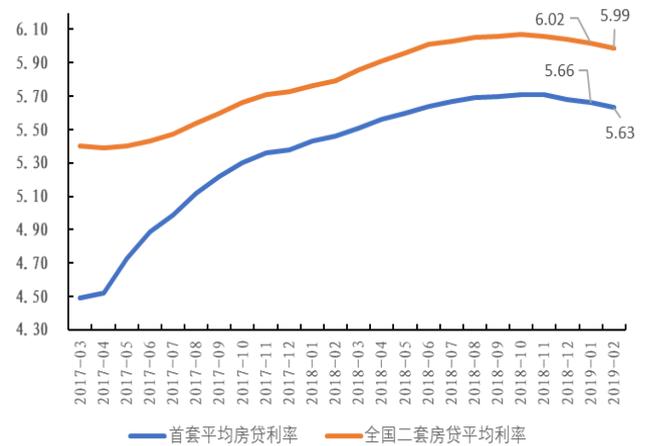
同时，我们关注到 1-2 月地产价格有了环比修复，70 城环比上涨，其中：4 个一线城市环比微涨 0.3%，31 个二线城市环比微涨 0.7%，35 个三线城市环比微涨 0.4%。其背后的主要原因有三个：一是虽然地产投资增速还处于低位，但是下游楼市去库存延续，目前低位库存较 2018 年 2 月已有修复，但是供给端收窄也是支撑房价的一个因素；二是房贷利率有所回落，1-2 月首套和二套房贷款利率分别有去年 12 月的 5.66 和 6.02 回落到现在的 5.63 和 5.99，购房信贷的成本回落；三是新一轮吸引人才的政策正在各地落实，抢人大战通过降低落户门槛和购房资格，也提振了购房需求的新增量。

图 13: 1-2 月主要地产指标走势



资料来源: 中原证券, wind

图 14: 1-2 月房贷利率走势



资料来源: 中原证券, wind

那么，带动 1-2 月投资增速上行的主要原因是什么？我们认为有三个：一是土地购置费在去年的调整，上涨了 66%，同比增速与去年前两个月比较明显被低基数抬升；二是去年开始货币政策从偏紧走向偏宽松，信贷环境改善有利于房地产投资风险的下降，存贷利率下行也提升了未来购房贷款成本下行的预期；三是年后地产开工进度加快，在开工前建造资金提前到位。

3.2. 铁路投资带动基建发力

1-2 月基建投资同比增速上升至 2.5%，前值 1.7%，若不含电力增速 4.3%，前值 3.8%。

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_13623



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn