



国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 经济企稳仍需进一步夯实

### —2月宏观经济数据点评

#### 分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2019年3月14日

#### 内容提要:

国家统计局3月14日公布的数据显示,1-2月工业增加值同比增长5.3%,前值5.7%,预期5.6%;1-2月固定资产投资同比增长6.1%,前值5.9%,预期5.8%;1-2月社会消费品零售总额同比增长8.2%,前值8.2%,预期8.0%。

工业增加值持续回落拖累GDP。先行指数与高频数据均提前反映了年初以来供给增长缓慢,需求端没有明显起色从而抑制工业企业生产积极性。展望未来,虽然3月增速或因为基数因素出现回升,但在需求回暖、PPI走稳、企业盈利复苏之前,工业增加值仍存在低位徘徊的可能。

基建投资逐步回升,主要受1-2月信贷(社融)超预期、2018年下半年地方专项债加速发行与2019年专项债提前下达并发行、监管边际放松等因素影响,其中铁路运输等行业投资同比大增。

在诸多利好政策的推动下,制造业投资增速掉头向下速度之快或超出预期,主要受需求端没有起色、工业企业利润增速大幅回落等因素影响,短期恐难见到上述环境得以明显改观,年内制造业投资中枢较2018年下移。

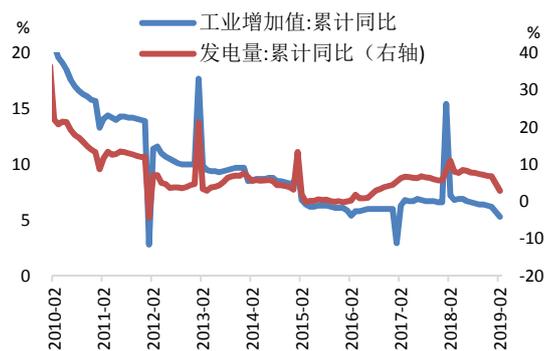
房地产投资超预期回升,销售再现负增长。2019年房地产投资推动力则主要体现在建安工程投资的增长,其对实际GDP有真实贡献。不利因素在于商品房销售走弱、房企资金紧张情况并未明显缓解、土地市场降温等。

名义消费增速好于预期,实际增速回升。分类来看,汽车消费对社零拖累有所减轻,地产类相关商品销售普遍回落。2019年消费增速或仍将保持低位增长。

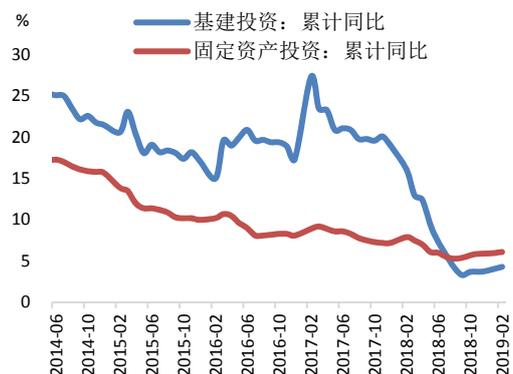
综上,春节因素对2019年前2个月数据形成一定扰动,后续仍需观察3-4月高频数据以及一季度经济数据情况。就1-2月中观及宏观数据而言,经济整体不存在大幅下行可能,但供给端与消费端仍然在低位运行,投资端虽有所回升但持续性不够,外需回落确定性大,未来稳增长政策需要加速落地。

**风险提示:**供给侧改革调整加大,贸易摩擦升温,央行超预期调控,经济下行压力增大,海外市场黑天鹅事件等。

#### 工业增加值与发电量



#### 固定资产投资与基建投资



#### 相关报告

1. 《内困外患下的变与不变—2019年国内宏观经济展望》
2. 《通胀总体温和,利润分配转移—2019年通胀形势展望》
3. 《PMI喜忧参半,持续性仍待观察—2月PMI数据点评》
4. 《出口压力增大,重点仍在内需—2月外贸数据点评》

**事件：**国家统计局 3 月 14 日公布的数据显示，1-2 月工业增加值同比增长 5.3%，前值 5.7%，预期 5.6%；1-2 月固定资产投资同比增长 6.1%，前值 5.9%，预期 5.8%；1-2 月社会消费品零售总额同比增长 8.2%，前值 8.2%，预期 8.0%。

**点评：**1-2 月宏观经济数据喜忧参半，结合超预期的社融与信贷数据看，经济不存在大幅下行可能，但企稳基础仍需进一步夯实。

### 1、工业生产低于市场预期，企业仍相对谨慎

工业增加值持续回落拖累 GDP。自 2018 年 9 月起，工业增加值同比增速跌破 6%，而此前连续 30 个月在 6% 之上。1-2 月工业增加值回落部分受春节因素影响，剔除其影响后增长 6.1%（据统计局测算），但仍低于 2018 年同期 1.1 个百分点。

先行指数与高频数据均提前反映了年初以来供给增长缓慢的现状。2 月 PMI 生产指数环比回落幅度较大，明显弱于季节性特征。由于前 2 年环保限产力度加大，采暖期生产放缓的情况尤为突出，而从 2018 年末开始环保减产力度有所减弱且避免一刀切，在这种情况下生产端仍然出现明显放缓，或表明企业对未来仍持观望态度，即使新订单指数回升至荣枯分界线之上亦是如此。从绝对水平看，2019 年 2 月（49.5%）大幅弱于 2011-2018 年均值（52.2%），为 2009 年 2 月以来新低。

从高频数据看，虽然 2 月周高炉开工率均值较 2018 年同期上升 4.4 个百分点，环比回升 0.8 个百分点，但 6 大发电集团日均耗煤量环比下降 29.9%，同比下降 14.9%，降幅进一步扩大。即使 1-2 月煤耗合并口径同比亦下降 10.2%，需求偏弱对生产的影响持续显现。

从行业看，汽车制造业增加值低迷拖累整体工业。1-2 月份，41 个大类行业中有 38 个行业增加值保持同比增长，但汽车制造业同比下滑 5.3%，通用设备制造业、纺织业与橡胶和塑料制品业等低于整体增速。

需求端没有明显起色从而抑制工业企业生产积极性。1-2 月商品房销售负增长，虽然汽车销售下滑势头有所遏制但仍然同比负增长，制造业投资增速也较 2018 年出现回落。2 月 PMI 原材料库存指数加速下行，采购量指数连续第 3 个月在荣枯分界线之下，均表明当前企业对经济前景仍然较为谨慎。

展望未来，虽然 3 月增速或因为基数因素出现回升，但在需求回暖、PPI

真正走稳、企业盈利复苏之前，工业增加值仍存在低位徘徊的可能。

## 2、受基建与房地产投资拉动固定资产投资好于预期，但制造业投资增速回落

**基建投资逐步回升。**1-2月基建投资(不含电力)累计增长4.3%，较2018年全年改善0.5个百分点，主要受1-2月信贷(社融)超预期、2018年下半年地方专项债加速发行与2019年专项债提前下达并发行、监管边际放松等因素影响。虽然4.3%低于2018年12月当月基建增速(我们估算值为4.8%)，但后者主要是受2017年同期基数大幅回落的影响，若剔除上述影响，2019年1-2月增速仍处于逐步回升通道。考虑到2018年基数从2月(同比累计增速16.1%)持续走低至9月(同比累计增速3.3%)，叠加2018年下半年至今基建项目获批加速以及相关建设资金的陆续到位，未来基建投资增速持续回升可期。值得注意的是，部分基建领域投资加快，带动整体增速向上，如铁路运输业投资同比增长22.5%，2018年全年下降5.1%；道路运输业投资增长13%，增速比2018年全年提高4.8个百分点；信息传输业投资增长16.1%，增速提高13个百分点；生态保护和环境治理业投资增长48.9%，增速提高5.9个百分点。

**制造业投资增速回落过快超出预期。**1-2月制造业投资累计增长5.9%，较2018年末回落3.6个百分点。市场多数机构预计2019年制造业投资增速回落，但在诸多利好政策的推动下，其掉头向下速度之快或超出预期。增速回落主要受需求端没有起色、工业企业利润增速大幅回落、固定资产投资价格指数回落以及资金成本仍相对较高等因素影响，短期恐难见到上述环境得以明显改观，维持年内制造业投资增速5%左右的判断。

**房地产投资超预期回升，销售再现负增长。**1-2月房地产投资同比增长11.6%，较2018年全年上升2.1个百分点。我们此前提示过，2018年房地产投资超预期主要受销售仍然正增长、基数效应、土地购置费等滞后计入投资等因素影响，2019年推动力则主要体现在建安工程投资的增长，而后者对实际GDP有真实贡献。近期数据验证了上述观点，1-2月房企土地购置面积同比下降34.1%，而2018年全年为增长14.2%；房企施工面积同比增长6.8%，增速比2018年全年提高1.6个百分点。但是上述状况持续时间不容乐观，不利因素在于：其一，商品房销售走弱。1-2月商品房销售面积同比下降3.6%，而2018年全年增长1.3%，近5个月中有4个月负增长，未来叠加棚改力度的减弱，销售的低迷或将延续。其二，房企资金紧张情况并未明显缓解。1-2月，房企到位资金同比增长

2.1%，增速比 2018 年全年回落 4.3 个百分点。其中，贷款下降 0.5%，自筹资金下降 1.5%，只有定金及预收款（增长 5.6%）、个人按揭贷款（增长 6.5%）增长。其三，由于土地购置费延后计入，而 100 大中城市成交土地总价同比增速从 2018 年 8 月至今连续 7 个月负增长，未来前者低迷状态将对房地产投资形成持续拖累。从新开工及竣工数据上看已有所反映，两者增速均趋于回落，其中房屋新开工面积同比增长 6.0%，增速回落 11.2 个百分点；房屋竣工面积同比下降 11.9%，降幅扩大 4.1 个百分点。如果未来上述状况持续，地产调控政策有可能在坚持“房住不炒”的大原则下于 2019 年 3 季度出现边际调整。

#### 4、消费好于预期但后劲恐不足

**名义消费增速好于预期，实际增速回升。**1-2 月社会消费品零售总额同比名义增长 8.2%，好于市场预期（8.0%）；实际增长 7.1%，较 2018 年 12 月回升 0.5 个百分点。

分类来看，汽车消费对社零拖累有所减轻，1-2 月同比减少 2.8%，较 2018 年 12 月收窄 5.7 个百分点；地产类相关商品销售普遍回落，家具销售同比增速较 2018 年 12 月大幅下行 12 个百分点至 0.7%。考虑到市场主流机构（乘联会、汽车工业协会等）对 2019 年汽车销售增速预估值大多在 0-1%（2018 年为有数据以来首次负增长），调控政策仅仅是边际放松从而对持续负增长的商品房销售提振作用有限，居民可支配收入增速放缓，房价居高不下抑制边际消费倾向，2019 年消费增速或仍将保持低位增长。

综上，春节因素对 2019 年前 2 个月数据形成一定扰动，后续仍需观察 3-4 月高频数据以及一季度经济数据情况。就 1-2 月中观及宏观数据而言，经济整体不存在大幅下行可能，但供给端与消费端仍然在低位运行，投资端虽有所回升但持续性不够，外需回落确定性大，未来稳增长政策需要加速落地。

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\\_13628](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13628)

