

经济弱平稳，但需求端隐忧仍在

摘要

1-2 月经济数据显示当前经济弱平稳。但需求结构并不理想意味着未来需求依然存在隐忧。1-2 月投资回升主要依赖房地产，但考虑到房地产销售、新开工、土地购置等先导指标均明显放缓，显示房地产投资回升难持续。而作为稳增长主要抓手的基建投资依然疲弱，这增加了未来需求放缓的可能性。制造业投资则受制于出口和利润回落，也将保持弱势。如果未来经济继续保持平稳，则需要提升基建投资增速，这需要政策进行有效调整，适当化解地方政府债务问题，为基建投资提供充足的资金来源。此外，需要关注地产后周期消费走弱对消费的拖累。

西南证券研究发展中心

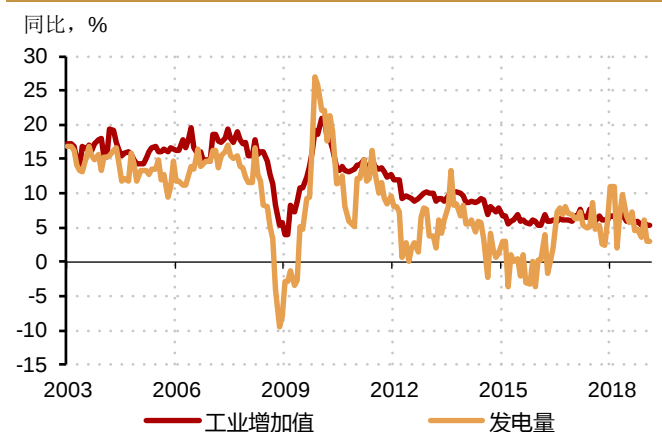
分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn
联系人：张伟
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

前期报告

1. 全球经济共振下行，会走入衰退吗？——全球央行追踪第 6 期 (2019-03-13)
2. 猪肉难以驱动大幅通胀，货币政策也不会对之反应 (2019-03-11)
3. 风物长宜放眼量——如何看待融资数据 (2019-03-11)
4. 实体弱势环境下融资改善是趋势 (2019-03-10)
5. 关于当前财政状况的几个重要问题 (2019-03-09)
6. 出口继续走弱，内需呈现改善迹象 (2019-03-09)
7. 咬文嚼字看政策：更为务实的坚持发展——评 2019 年政府工作报告 (2019-03-05)
8. 可转债的溢价率择券策略 (2019-03-05)
9. 新趋势下的大类资产配置 (2019-03-04)
10. A 股走势反映了怎样的宏观预期？——兼论 A 股未来走势 (2019-03-04)

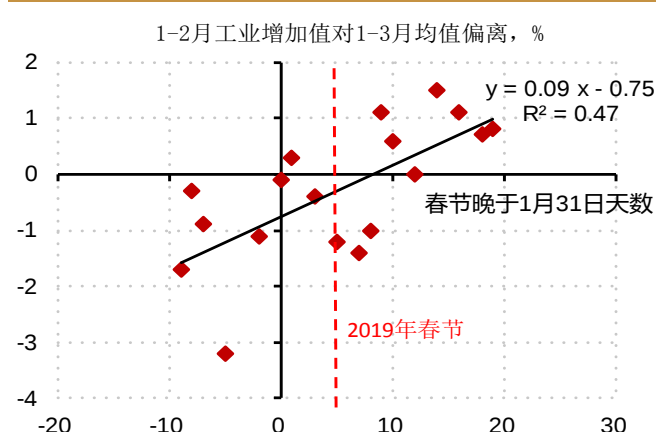
经济弱平稳。今日统计局公布数据显示 1-2 月工业增加值同比增长 5.3%，增速较上月放缓 0.4 个百分点，低于市场的预期（图 1、表 1）。工业增加值回落主要由于春节因素影响，由于去年春节较晚，春节因素一部分影响落在了 3 月份，而今年春节较早，影响基本上都落在 1-2 月份。剔除春节因素后我们估算的 1-2 月工业增加值同比增长 5.7%，与去年 12 月持平（图 2）。统计局公布的剔除春节影响后工业增加值同比增速为 6.1%，较去年 12 月提升 0.4 个百分点。这与春节后高频数据显示的生产面弱企稳趋势一致。1-2 月出口增速平稳，出口交货值较 12 月小幅回升 0.1 个百分点至 4.2%。1-2 月发电量增速 2.9%，增速较去年 12 月回落 3.3 个百分点。

图 1：生产面增速继续回落



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：春节因素拉低 1-2 月固定资产投资增速

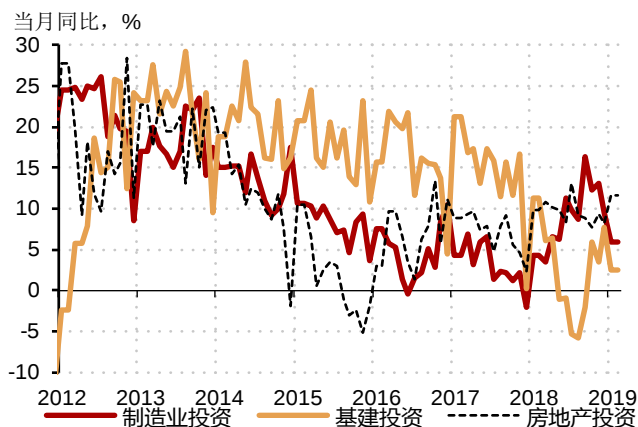


数据来源：Wind，西南证券整理

需求出现改善，但结构并不理想。1-2 月固定资产投资同比增长 6.1%，增速较 2018 年全年提升 0.2 个百分点。而分项来看，投资增速回升主要依赖房地产投资。房地产投资同比增速较去年全年回升 2.1 个百分点至 11.6%。但基建投资与制造业投资均有所回落。1-2 月基建投资（含电力水利）同比增长 2.5%，较去年 12 月回落了 5.2 个百分点。虽然今年财政预算提前下发，包括中央转移支付、地方债的提前发行，但作为稳增长主要抓手的基建投资未出现明显回升，这也带来需求回升可持续性的隐忧。财政政策需要更加积极，并妥善处理地方政府隐性债务，以避免经济下行压力加大的情况。

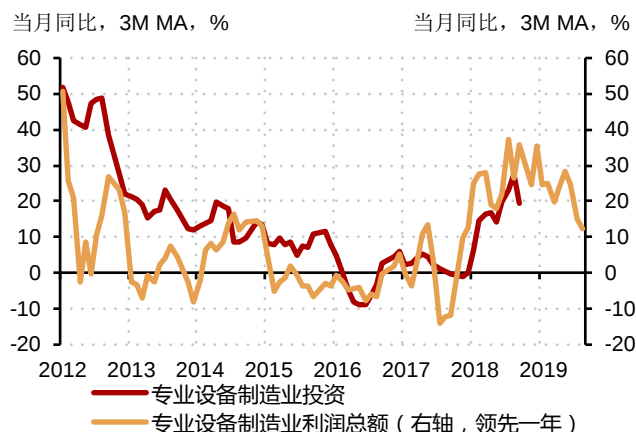
制造业投资将延续回落，利润增速放缓叠加出口回落将持续压制制造业投资。1-2 月制造业投资同比增长 5.9%，增速较去年 12 月回落 3.6 个百分点。其中有色金属冶炼；金属制品；铁路、船舶、航空航天和其他运输设备；电气机械及器材；计算机、通信和其他电子设备的 1-2 月累计同比增速较去年全年的累计同比分别回落 13.8%、9%、5.6%、15.6%、19.2 个百分点，是拉低制造业投资增速的主要原因。往前看，企业利润承压将继续压制制造业投资，而出口的回落也将对装备制造业投资造成拖累。

图 3：分行业投资增速



数据来源：Wind，西南证券整理

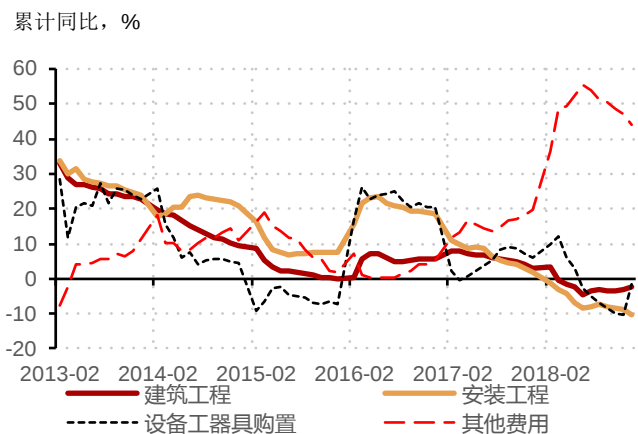
图 4：盈利下滑将带动制造业投资回落



数据来源：Wind，西南证券整理

房地产市场继续呈现强劲韧性，但趋势向下情况下投资回升难持续。房地产市场继续保持强劲韧性，1-2月房地产投资同比增长11.6%，增速进一步提升。从地产投资的拆解来看，1-2月地产投资的回升主要由于建安工程的回升支撑，这和房地产竣工增速回升相吻合，而土地购置费对地产投资的拉动继续下行。从先导指标来看，房地产需求回落，土地购置和新开工明显放缓，预示着房地产投资增速回升难持续。1-2月商品房销售面积同比下跌3.6%，增速较去年12月下月下滑4.5个百分点，而新开工面积则同比增长6.0%，增速较去年12月下月下滑14.5个百分点。土地购置面积更是较去年12月下月下滑48.0个百分点至-34.1%。需求放缓，新开工和土地购置走弱显示房地产投资回升难持续，未来将进一步走弱。

图 5：地产投资拆解



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：房地产销售放缓将带动投资增速下行

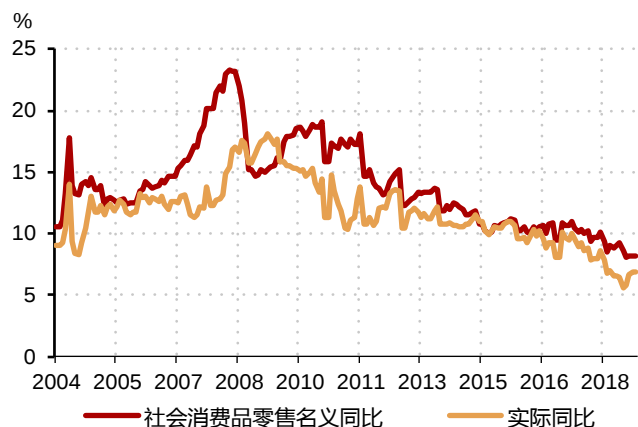


数据来源：Wind，西南证券整理

消费保持弱势，地产链条相关消费走弱，汽车消费拖累减少。1-2月社会消费品零售总额同比增速与去年12月持平于8.2%，累计同比则较前值回落0.8个百分点，符合市场预期，消费增速保持在低位。与地产相关的消费类型均有不同程度的回落，1-2月建筑及装潢材料、家具、家用电器和音响器材类同比增速较12月分别回落2%、12%、10.6%。此外，虽然1-2月石油价格有所上行，但是社消中的石油及制品类名义增速较12月回落3.3个百分点，这或许和传导的滞后性有关。而1-2月汽车消费跌幅收窄5.7个百分点，对社消的拖累减少了1.4个百分点。此外，通讯器材和化妆品消费也分别较12月份回升9.1%、7%，对社融

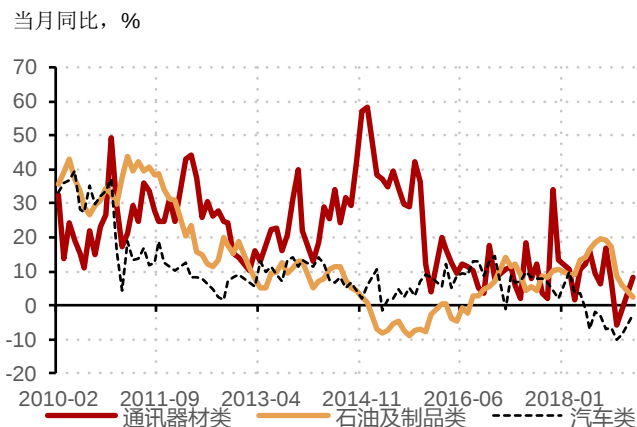
也有正向的拉动。名义 GDP 增速放缓，就业压力上升将带动居民收入增速回落，消费将延续弱势。

图 7：社零名义增速下滑，实际增速平稳



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：汽车消费增速跌幅收窄通讯类消费明显回升



数据来源：Wind，西南证券整理

经济弱平稳，但需求端依然存在隐忧。1-2 月经济数据显示当前经济弱平稳。但需求结构并不理想意味着未来需求依然存在隐忧。1-2 月投资回升主要依赖房地产，但考虑到房地产销售、新开工、土地购置等先导指标均明显放缓，显示房地产投资回升难持续。而作为稳增长主要抓手的基建投资依然疲弱，这增加了未来需求放缓的可能性。如果未来经济继续保持平稳，则需要提升基建投资增速，这需要政策进行有效调整，适当化解地方政府债务问题，为基建投资提供充足的资金来源。

表 1：我国宏观经济指标预测

		2018-1	2018-2	2018-3	2018-4	2018-5	2018-6	2018-7	2018-8	2018-9	2018-10	2018-11	2018-12	2019-1	2019-2	西南预测 2019-2F	市场预期 2019-2F
CPI	同比%	1.5	2.9	2.1	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	0.9	1.3
PPI	同比%	4.3	3.7	3.1	3.4	4.1	4.7	4.6	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.3	0.2
工业增加值真实增速	同比%		7.2	6.0	7.0	6.8	6.0	6.0	6.1	5.8	5.9	5.4	5.7		5.3	5.3	5.5
固定资产投资累积名义增速	同比%		7.9	7.5	7.0	6.1	6.0	5.5	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9		6.1	5.1	5.7
消费品零售名义增速	同比%		9.7	10.1	9.4	8.5	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2		8.2	8.0	8.0
新增人民币贷款	亿人民币	29000	8393	11200	11800	11500	18400	14500	12800	13800	6970	12500	10800	32300	8858	8500	9577
M2增速	同比%	8.6	8.8	8.2	8.3	8.3	8.0	8.5	8.2	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.5	8.4
一年期定存	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
出口名义增速（美元计价）	同比%	11.1	44.5	-2.7	12.7	12.6	11.2	12.2	9.8	14.4	15.6	5.4	-4.4	9.1	-20.7	-12.0	-7.5
进口名义增速（美元计价）	同比%	36.8	6.3	14.4	21.5	26.0	14.1	27.3	19.9	14.5	21.4	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	-8.0	0.1
贸易顺差	亿美元	203.5	337.4	-49.8	283.8	249.2	414.7	280.5	278.9	312.8	340.2	447.5	570.6	391.6	41.2	228.7	193.2
人民币兑美元汇率（月末值）	人民币/美元	6.33	6.33	6.29	6.34	6.41	6.62	6.82	6.82	6.88	6.96	6.94	6.87	6.70	6.69	6.70	6.69
存款准备金率	%	17.0	17.0	17.0	16.0	16.0	15.5	15.5	15.5	15.5	14.5	14.5	14.5	13.5	13.5	13.5	

数据来源：CEIC，Wind，西南证券。注：市场预期为 Wind 调查的市场预测均值，其中汇率为即期汇率，西南预测汇率为中间价

分析师承诺

本报告署名分析师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证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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

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_13690

