

三大亮点两重风险，内生动力仍需培育

——2月经济数据点评

宏观数据点评

2019年3月14日

报告摘要：

● 2月经济数据的三大亮点

亮点一：工业增加值增速呈现企稳迹象，制造业有所改善。剔除春节因素规模以上工业增加值增速快于去年12月份。分行业看，制造业增加值增速有所改善，41个大类行业中有38个行业增加值保持同比增长，专用设备制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、非金属矿物制品业等增加值增速较快。

亮点二：基建与地产双管齐下，带动投资企稳回暖。固定资产投资连续6个月回暖。其中，基建投资“补短板”效果显现，继续反弹，特别是铁路运输业投资增长22.5%，2018年全年为下降5.1%。房地产开发投资创2014年12月以来新高，其中，住宅投资增长18.0%，增速提高4.6个百分点。

亮点三：就业形势总体稳定。2月份全国城镇调查失业率为5.3%，虽然较前值回升0.4个百分点，但我们认为不必过于担忧：一者，仍低于5.5%左右的政府预期目标；二者，1-2月份，全国城镇新增就业174万人，与去年基本持平，考虑到今年春节落在2月对新增就业有一定影响，剔除春节因素后城镇新增就业不差。

● 2月经济数据的两个隐忧

隐忧一：销售萎缩致地产承压，卖地收入下降较快。虽然前2月房地产地产投资增速逆势回升，但一个重要原因在于去年新开工较高，带动施工增长较多。从领先指标看，销售、土地购置、新开工等齐齐回落，预示后续房地产投资将重回下行通道。

隐忧二：经济内生增长动力仍然疲弱。更能体现市场化投资意愿的制造业投资以及民间投资两个数据看，2月增速双双回落。其中前2月制造业投资增长5.9%，增速回落3.6个百分点；民间投资增长7.5%，增速回落1.2个百分点。此外，无论是消费还是出口需求仍然承压。从消费看，社零增长8.2%，持平前值和预期；另外，从前期披露的出口看，全球经济持续放缓，我国对美欧日东盟出口增速均大幅回落。

● 未来展望：若二季度宽信用见效、下半年经济企稳可期

上半年经济承压，下半年企稳可期。我们预计，宽信用还将进一步出台新措施，看点在于表外，符合资管新规的非标新产品有望获得政策支持，若如此，则二季度宽信用见效、下半年经济企稳可期。

● 风险提示：

宽信用及积极财政政策推进不及预期，改革落地攻坚遭遇阻碍。

民生证券研究院

分析师：伍艳艳

执业证号：S0100513070007

电话：010-85127654

邮箱：wuyanyan@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

目录

一、2月经济数据的三大亮点	3
亮点一：工业增加值增速呈现企稳迹象，制造业略有改善	3
亮点二：基建与地产双管齐下，带动投资企稳回暖	3
亮点三：就业形势总体稳定	4
二、2月经济数据的两个隐忧	4
隐忧一：销售萎缩致地产承压，卖地收入下降较快	4
隐忧二：经济内生增长动力仍然疲弱	5
三、未来展望	6
插图目录	7

今日（3月14日）国家统计局公布中国1至2月经济数据：

- (1) 规模以上工业增加值同比 5.3%，预期 5.6%，前值 6.2%；
- (2) 社会消费品零售总额同比 8.2%，预期 8.2%，前值 9%；
- (3) 城镇固定资产投资同比 6.1%，预期 6.1%，前值 5.9%；
- (4) 全国房地产开发投资同比增长 11.6%，去年全年增长 9.5%。

整体看，工业生产小幅回落，需求端基建如期回暖，地产投资逆势增长带动投资企稳，但经济内生增长动力仍然疲弱，三大亮点与两大隐忧并存，显示上半年经济增速继续下行的概率依旧较大。若二季度宽信用见效，下半年经济企稳可期。

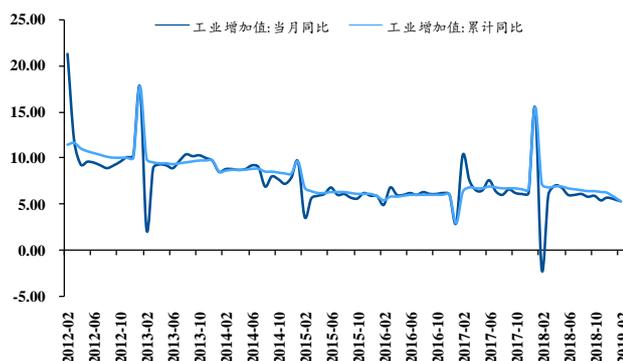
一、2月经济数据的三大亮点

亮点一：工业增加值增速呈现企稳迹象，制造业略有改善

剔除春节因素规上工业增加值增速快于去年12月份。2019年1-2月份，规模以上工业增加值同比实际增长5.3%，剔除春节因素影响增长6.1%，快于去年12月份当月同比5.7%，略慢于去年全年累计的6.2%。

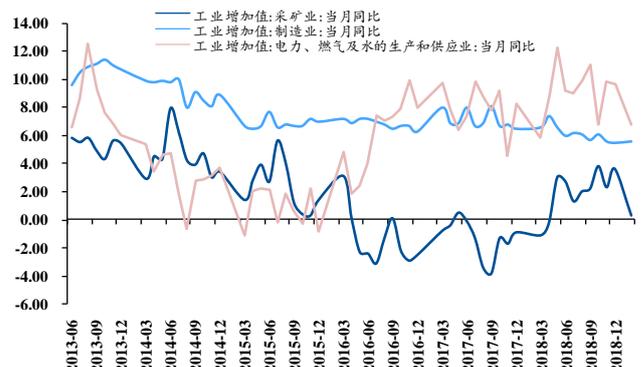
分行业看，制造业增加值增速有所改善，采矿业、电热气水回落。41个大类行业中有38个行业增加值保持同比增长，专用设备制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、非金属矿物制品业等增加值增速较快，但汽车制造业下降5.3%，压力依然较大。

图1：1-2月工业增加值同比增长5.3%



资料来源：WIND，民生证券研究院

图2：制造业增加值增速小幅改善



资料来源：WIND，民生证券研究院

亮点二：基建与地产双管齐下，带动投资企稳回暖

固定资产投资连续6个月回暖。1-2月份固定资产投资（不含农户）同比增长6.1%，增速比2018年全年提高0.2个百分点。分项看，地产与基建发力带动前投资企稳回升，这是投资累计增速自去年8月以来连续6个月保持上行态势。

基建投资“补短板”效果显现，如期反弹。基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生

产和供应业) 同比增长 4.3%，增速比 2018 年全年提高 0.5 个百分点。特别是铁路运输业投资增长 22.5%，2018 年全年为下降 5.1%。

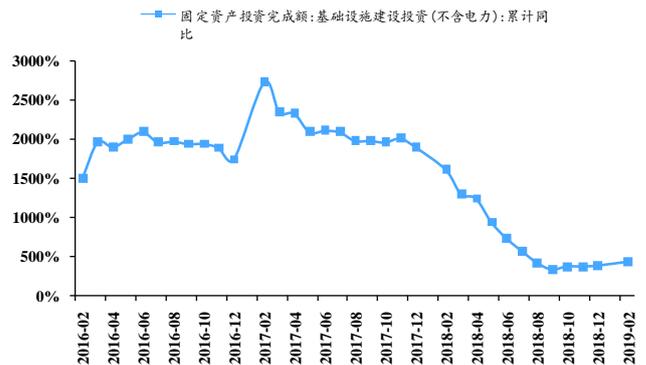
房地产开发投资创 2014 年 12 月以来新高。前 2 月房地产投资同比增长 11.6%，增速比 2018 年全年提高 2.1 个百分点。其中，住宅投资 8711 亿元，增长 18.0%，增速提高 4.6 个百分点。分区域看，中部地区、西部地区的房地产开发投资增速提高较快，东北地区增速有所回落。

图 3：前 2 月固定资产投资累计同比继续企稳回暖



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 4：基础设施投资增速如期继续回升



资料来源：WIND，民生证券研究院

亮点三：就业形势总体稳定

2 月份全国城镇调查失业率为 5.3%，虽然较前值回升 0.4 个百分点，但我们认为不必过于担忧：一者，仍低于 5.5% 左右的政府预期目标；二者，1-2 月份，全国城镇新增就业 174 万人，与去年基本持平，考虑到今年春节落在 2 月对新增就业有一定影响，剔除春节因素后城镇新增就业不差。

二、2 月经济数据的两个隐忧

隐忧一：销售萎缩致地产承压，卖地收入下降较快

我们按照地产“销售-到位资金-拿地-新开工-施工-库存”的逻辑链条来看，销售萎缩，房企融资趋紧，拿地减少，地产开发主要依靠存量开发，销售萎缩导致库存去化放缓。虽然前 2 月房地产投资增速逆势回升，但一个重要原因在于去年新开工较高，带动施工增长较多。从领先指标看，销售、土地购置、新开工等齐齐回落，预示后续房地产投资将重回下行通道。

销售面积、金额增速双双回落。1-2 月份商品房销售面积同比下降 3.6%，2018 年全年为增长 1.3%；增长 2.8%，增速回落 9.4 个百分点。

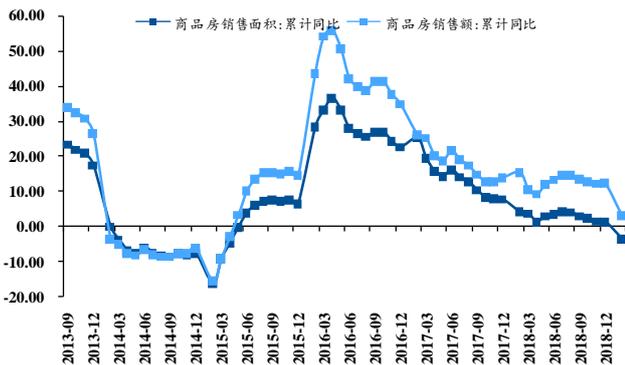
房企资金压力继续加大。1-2 月份房地产开发企业到位资金同比增长 2.1%，增速比 2018 年全年回落 4.3 个百分点。

拿地增速继续大幅放缓。1-2 月份房地产开发企业土地购置面积同比下降 34.1%，2018 年全年为增长 14.2%；土地成交价款下降 13.1%，2018 年全年为增长 18.0%。

施工增速快于新开工。1-2月份房地产开发企业房屋施工面积同比增长6.8%，增速比2018年全年提高1.6个百分点。但房屋新开工面积增长6.0%，增速回落11.2个百分点。从逻辑上看，由于拿地减少，施工面积增速快于新开工，房企主要进行存量开发，地产增量投资仍然非常谨慎。

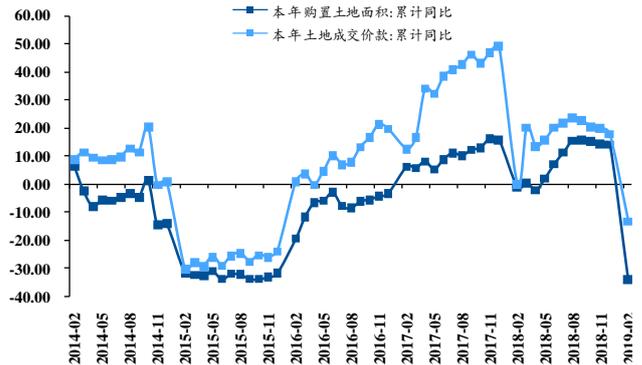
库存去化放缓。2月末，商品房待售面积5.23亿平方米，比2018年末减少162万平方米，但其中住宅待售面积增加117万平方米。

图5：前2月地产销售加速回落



资料来源：WIND，民生证券研究院

图6：前2月房企拿地增速大幅放缓



资料来源：WIND，民生证券研究院

隐忧二：经济内生增长动力仍然疲弱

更能体现市场化投资意愿的制造业投资以及民间投资两个数据看，2月增速回落。其中前2月制造业投资增长5.9%，增速回落3.6个百分点；民间投资增长7.5%，增速回落1.2个百分点。由于下游需求端压力依然较大，民间投资以及制造业投资有可能趋于谨慎。

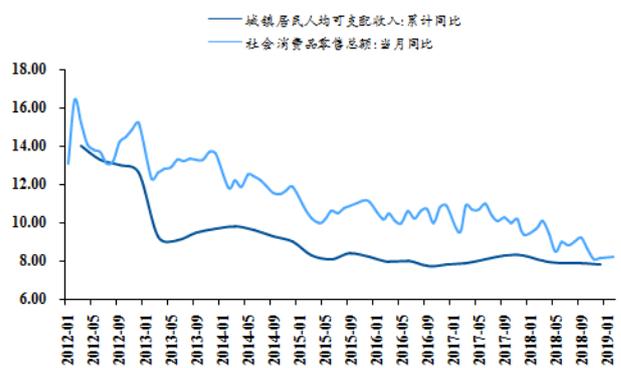
此外，无论是消费还是出口需求仍然承压。从消费看，社零增长8.2%，持平前值和预期，汽车类消费仍构成重要拖累，但降幅已明显收窄。与前期相比，在减税等政策刺激下，去年10月以来社零数据出现一定低位企稳信号，但相对较弱，未来需要居民收入进一步印证。另外，从前期披露的出口看，全球经济持续放缓，我国对美欧日东盟出口增速均大幅回落。

图7：2月制造业和民间投资增速回落



资料来源：WIND，民生证券研究院

图8：2月社零数据低位企稳



资料来源：WIND，民生证券研究院

三、未来展望

上半年经济承压，下半年企稳可期。我们预计，宽信用还将进一步出台新措施，看点在于表外，符合资管新规的非标新产品有望获得政策支持，若如此，则二季度宽信用见效、下半年经济企稳可期。

对于债市而言，未来利率水平下降和新一轮债牛行情可期，而对于股市而言，短期内继续上涨空间有限。综上，我们维持“下一阶段债券市场比股票市场更具投资价值”的看法。

风险提示：

宽信用及积极财政政策推进不及预期，改革落地攻坚遭遇阻碍。

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_13700

