



1-2月经济数据点评

政策和数据之间的剪刀差

工业增加值回落；社零小幅反弹；投资较稳。

- 1-2月工业增加值同比增速5.3%。采矿业工业增加值累计同比增速0.3%，制造业累计同比增速5.6%，公用事业累计同比增速6.8%。
- 1-2月社零累计同比增速为8.2%，汽车消费依然疲弱。
- 1-2月固定资产投资增速为6.1%，民间固定资产投资增速7.5%。制造业投资同比增长5.9%，基建投资同比增长4.3%，地产投资同比增长11.6%。
- **无法忽视的地产，难以提振的社零。**1-2月的经济数据基本符合预期：工业增加值小幅走弱，社零增速小幅好于预期，基建投资增速继续向好，制造业投资增速回落。超预期的经济数据则喜忧参半：房地产投资增速超预期，同时银行资金通过贷款和个人按揭明显流入房地产领域。我们认为当前居民的购房需求中刚需依然较为强烈，特别是在中西部地区，因此在需求的支撑之下，房地产的数据预计未来一段时间可能都将是经济数据中的亮点。与之相对的，社零的数据或将持续困扰市场，不仅因为在收入、经济环境、以及房地产消费挤出的三重压力之下，社零的增速下行压力较大，也因为当前的统计口径下，社零无法全面反映消费在线上和线下、规模以上和规模以下的结构性变化。
- **货币政策侧重调节增量，财政政策难在调整存量。**2019年依然将维持积极的财政政策和稳健的货币政策，但是从全球经济环境来看，为应对潜在的下行趋势，今年的政策挑战颇多。从货币政策的角度看，预计上半年货币政策仍将维持当前的力度，因此社融和信贷的数据增长依然较为可观，预计货币市场的流动性依然有所保证，货币拆借资金利率仍将在较低的水平维持波动，货币政策的重点依然是疏通传导渠道，以及在新增资金向实体经济投放的过程，调整投放结构，突出向小微企业、制造业倾斜。财政政策仍将在减税方面维持积极，并且将以落实为主，但财政政策今年的难点在于解决地方政府负债的制度设计，以及存量债务的规范和化解问题。我们认为今年需要密切关注全球经济数据的变化，密切跟踪国际经济周期和增速回落的速度是否会出现超预期的情况，如果全球经济表现较差，则不排除政策将有更积极的边际调整。
- **风险提示：全球经济数据低于预期。**

相关研究报告

《不差的数据与微妙的平衡：8月经济数据点评》
2018.9.14

《等待稳增长政策从量变到质变：9月和三季度经济数据点评》
2018.10.19

《经济转型靠企业：5月经济数据解读》
2018.11.14

《投资拉动经济并非只有老路：11月经济数据点评》
2018.12.14

《投资搭桥，渡过难关：7月经济数据解读》
2019.1.21

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

张晓娇

(8621)2032 8517

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

工业增加值下移

1-2月工业增加值较预期走低。1-2月工业增加值同比增速5.3%，较2018年下降0.9个百分点，较去年同期下降1.9个百分点。工业增加值同比增速的下移较市场预期走低，一定程度上受到春节因素的影响，剔除春节因素，1-2月份全国规模以上工业增加值同比增长6.1%。但仍需关注PMI指数连续3个月回落至荣枯线以下，以及2月PMI生产指数显示出的回落，指向的工业增加值增速下行的压力。

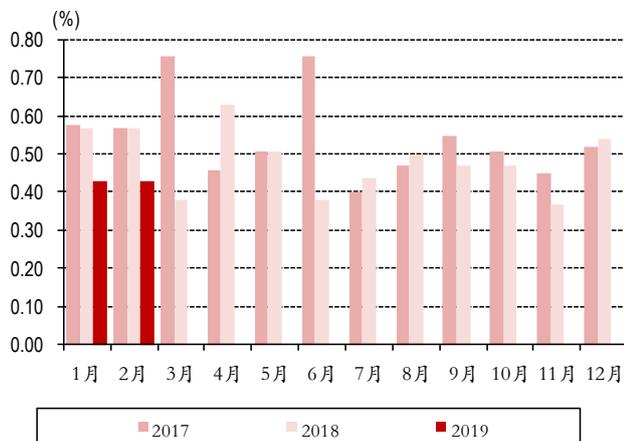
图表 1. 工业增加值累计同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

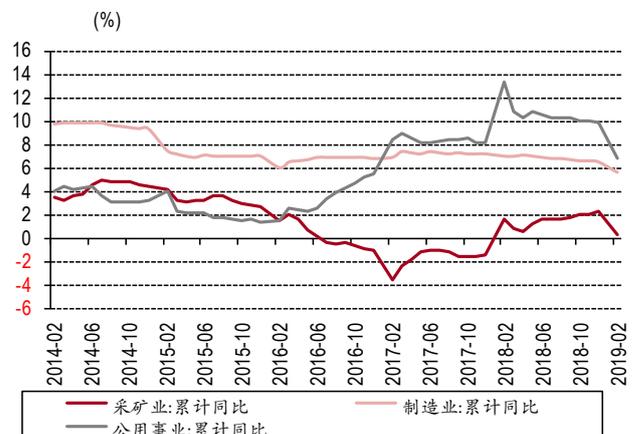
工业增加值环比走低，制造业波动最小。从环比增速来看，1-2月工业增加值环比增长0.43%，较12月下行0.06个百分点。从历史规律看，今年1-2月的工业增加值环比走势偏弱，我们认为不仅是季节因素的影响，一定程度上还有全球经济增速下行，以及贸易保护主义抬头的影响。从行业分类来看，1-2月采矿业工业增加值累计同比增速0.3%，制造业累计同比增速5.6%，公用事业累计同比增速6.8%，其中采矿业工业增加值累计同比增速较2018年下降了2个百分点，制造业较2018年下降了0.9个百分点，公共事业下降了3.1个百分点。我们在2016年-2018年经济复苏期间基数较高，一定程度上影响了工业增加值的同比增速，如采矿业就受到基数影响更明显，但是从公共事业工业增加值同比增速明显下行，以及发电量累计同比增长2.9%也出现明显下行来看，工业增加值增长压力确实较此前有所上升。

图表 2. 工业增加值环比



资料来源：万得，中银国际证券

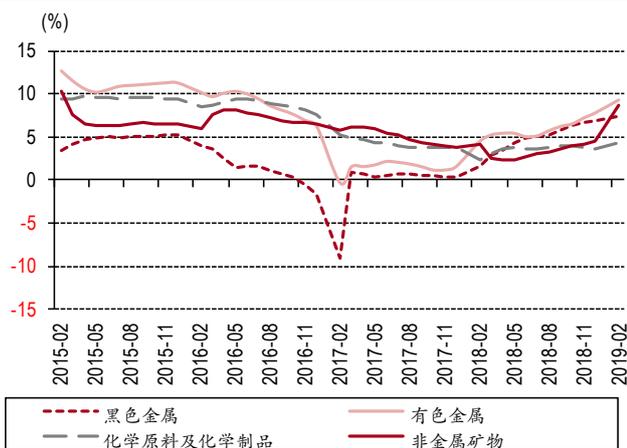
图表 3. 各行业工业增加值累计同比



资料来源：万得，中银国际证券

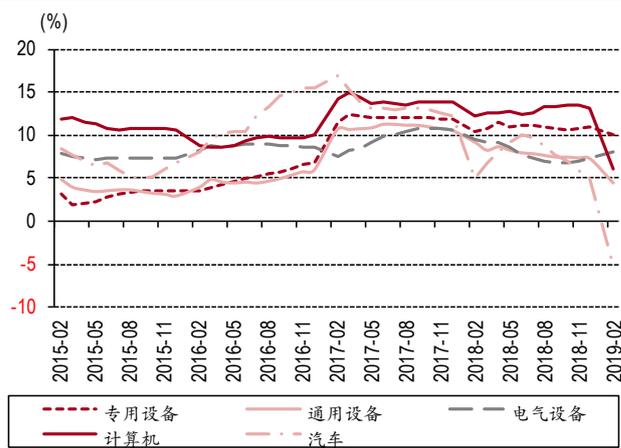
上游还在改善,下游明显回落。上游行业方面,化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长4.3%,非金属矿物制品业增加值累计同比增长8.8%,黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长7.5%,有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长9.3%,上游行业工业增加值在1-2月基本依然持续上行过程当中。中游行业方面,通用设备制造业增加值累计同比增长4.4%,专用设备制造业增加值累计同比增长10%,汽车制造业增加值累计同比增长-5.3%,电气机械和器材制造业增加值累计同比增长8%,计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长6%,中游行业工业增加值增速开始出现较为一致的下行。我们认为经过供给侧结构性改革之后,上游行业的产能结构明显优化,因此在需求波动时候生产端的弹性和韧性可以较好的维持工业增加值平稳增长。

图表 4. 上游行业工业增加值累计同比增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 5. 装备制造业工业增加值累计同比增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

消费领域的分化已经出现

社零增速的反弹不重要。1-2月社零累计同比增速为8.2%,较2018年持平。虽然从数据来看,小幅好于市场预期,但需要关注的是,1-2月商品消费数据增速表现较为疲弱,餐饮消费的增速相对更高。考虑到春节因素对消费的影响,以及春节期间节日消费偏好发生了明显变化,我们认为1-2月的社零数据对消费的反映不够全面,应综合考虑3月的数据再做判断。从春节期间消费数据来看,虽然增速有所下行,但餐饮零售消费总量超过1万亿,表明消费的需求依然强劲。

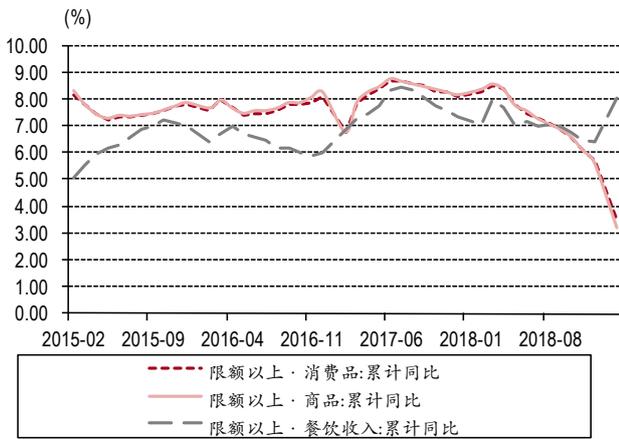
图表 6. 社零当月名义同比增速和6个月移动平均同比增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

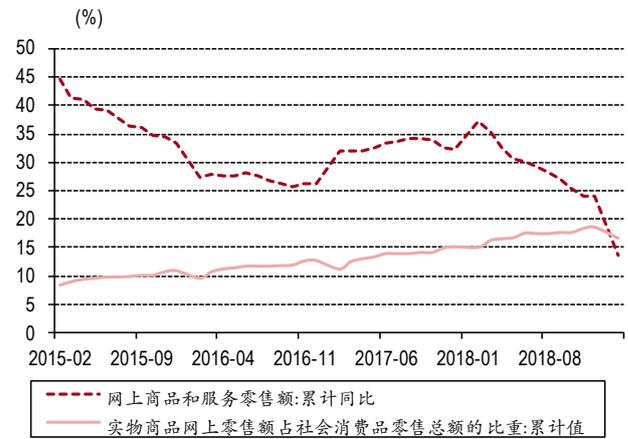
限额以上社零增速大幅下行。1-2月限额以上企业消费品零售总额累计同比增速3.5%，较2018年下降2.2个百分点，商品零售总额累计同比增速为3.2%，较2018年增速下降2.5个百分点，餐饮收入总额累计同比增速8.1%，较2018年增速上升1.7个百分点。1-2月网上零售额占比达到16.5%，较2018年下降1.9个百分点，累计同比增速为13.6%，较2018年下降10.3个百分点。从城乡消费增速来看，1-2月乡村的消费增速9.1%，较2018年下降1个百分点，城镇消费同比增速8%，较2018年下降0.8个百分点。1-2月餐饮行业收入增速9.7%，较2018年上升0.2个百分点，商品销售收入增速8%则较2018年下降0.9个百分点。我们认为1-2月的数据一方面受到春节期间的影响，网上消费增速和占比都有所下降，另一方面也印证了我们此前的观点，居民消费渠道多样化导致规模以上的消费增速快速下滑。

图表 7. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 网上零售额的占比和增速



资料来源：万得，中银国际证券

2019年汽车消费依然疲弱。从当月同比增速来看，1-2月限额以上企业商品零售总额同比增速3.2%，较2018年下滑2.5个百分点，增速较高的细分行业包括日用品、中西药品、粮油食品等，增速较低的则是汽车、家具和服装鞋帽等。与2018年相比消费增速明显上升的有文化办公用品、通讯器材和化妆品，增速下滑较快的则有家具、家电和服装鞋帽等。从1-2月累计增速与2018年相比的变化来看，消费增速上行的包括文化办公用品、日用品和通讯器材，消费增速明显下滑的则包括石油制品、家具和服装鞋帽。我们认为2019年消费的增速可能出现趋势性下滑，预计汽车消费增速将持续疲弱的趋势，但房地产后周期消费的增速不确定性较大，日用品和必须消费品的增速则相对平稳。

图表 9. 各品类社零当月同比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 10. 各品类社零累计同比

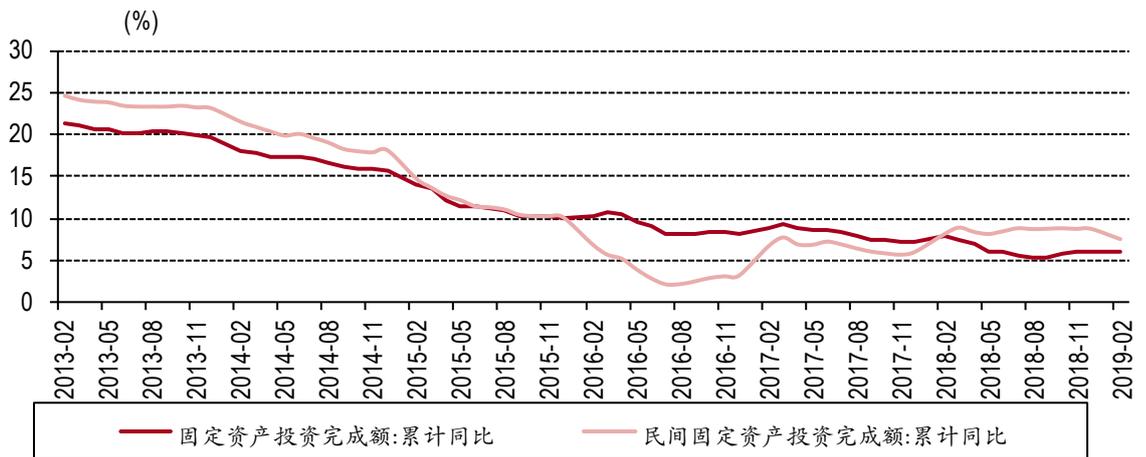


资料来源：万得，中银国际证券

房地产投资超出预期的强劲

固定资产投资增长不弱。1-2月固定资产投资增速为6.1%，较2018年上升0.2个百分点，1-2月民间固定资产投资增速7.5%，较2018年下行0.7个百分点。1-2月固定资产投资增速依然比较强劲，且小幅超出市场预期，其中房地产和基建投资贡献较大，民间固定资产投资增速有所下滑。我们认为整体来看投资增速依然较好。

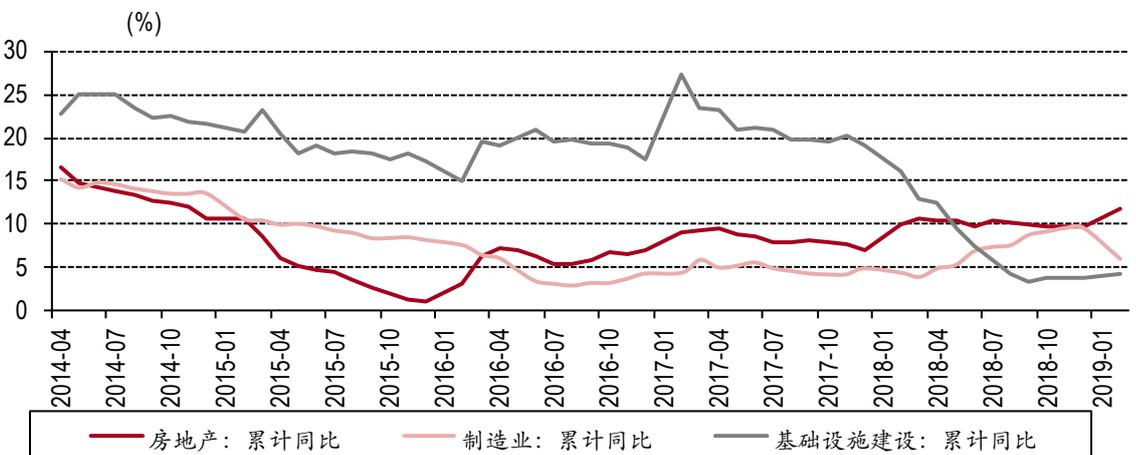
图表 11. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

基建增速小幅回升，房地产投资增速超预期。分类别看，制造业投资1-2月累计同比增长5.9%，较2018年下行3.6个百分点；基建投资累计同比增长4.3%，较2018年增速上行0.5个百分点；地产投资累计同比增长11.6%，较2018年增速上行2.1个百分点。整体来看，制造业投资增速虽然有所回落，但仍维持在2017年以来的稳定增长水平之上，一定程度上说明了制造业投资内生动力较好，房地产投资增速大幅上行超出市场预期，我们认为主要是由复工所致，但是在去年买地的高基数之上，房地产投资增速难以持续维持当前的高增长，基建增速依然在缓慢上升当中，与我们的预期一致；从细分行业来看，第三产业投资增速6.5%，较2018年上升1个百分点，国有企业投资增速5.5%，较2018年大幅上升3.6个百分点，西部地区固投增速7.6%，较2018年上升2.9个百分点，都对固定资产投资增速上升贡献较大。

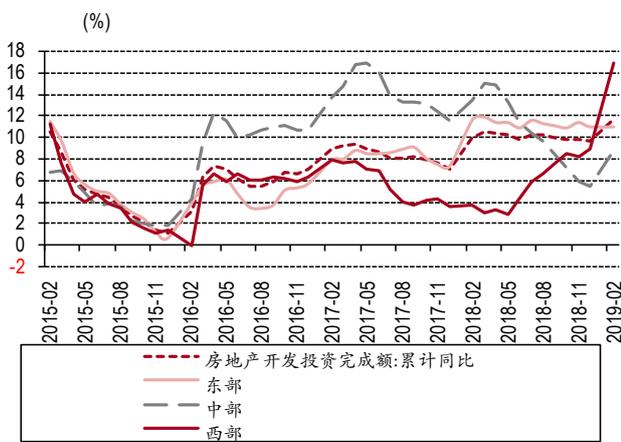
图表 12. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

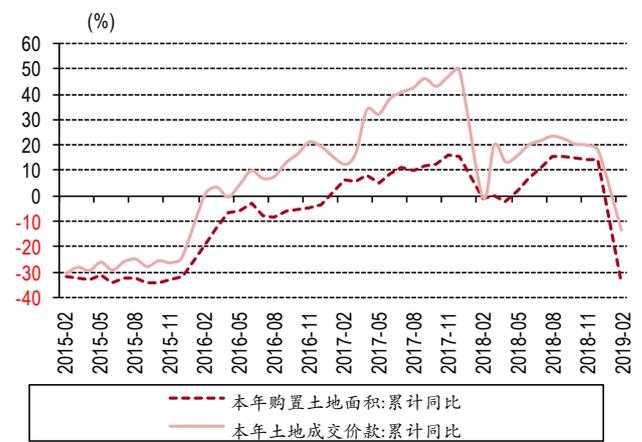
中西部房地产投资增速大幅超预期。1-2月房地产投资增速11.6%，较2018年上升2.1个百分点，其中东部地区累计同比增长10.9%、中部地区累计同比增长8.8%、西部地区累计同比增长16.8%，分别较2018年持平、上升3.4个百分点和上升7.9个百分点。从房地产分类来看，住宅投资增速18%、办公楼投资增速2.5%、商业地产投资增速-9%，分别较2018年上升4.6个百分点、上升13.8个百分点和上升0.4个百分点。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-2月累计同比增长-34.1%和-13.1%，较2018年分别下降48.3个百分点和31.1个百分点。房地产投资增速继续维持在高位，但是剔除土地购置费，2018年实际用于房地产开发的投资累计同比增速依然仅为-3.18%。我们此前在消费专题报告中提出，东部地区的房地产消费已经反映在了消费金额和消费结构当中，但是中西部地区的房地产消费正在崛起当中，因此未来中西部地区的房地产消费空间依然较大。另外，1-2月购地金额和面积的同比增速在去年高基数的基础上大幅回落，我们认为或带动未来房地产投资增速回落。

图表 13. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 14. 土地购置面积和成交额累计同比



资料来源：万得，中银国际证券

社融资金重新流入房地产行业。1-2月商品房销售面积同比增长-3.6%，较2018年回落4.9个百分点，商品房销售额累计同比增长2.8%，较2018年回落9.4个百分点。从待售面积来看，1-2月商品房待售面积同比增速-10.6%，较2018年上升0.4个百分点，其中住宅面积同比增速-16.3%，较2018年上升0.5个百分点，办公楼累计同比2.9%，较2018年上升3.3个百分点，商业地产累计同比-9.7%，较2018年下降0.4个百分点，我们维持此前观点，认为房地产去库存的政策或已经到了需要退出的时候。从资金来源看，1-2月国内贷款占比20.3%，较2018年大幅上升5.8个百分点。从增速的角度看，1-2月房地产开发资金来源累计同比增速2.1%，较2018年下降4.3个百分点，其中国内贷款资金来源增速-0.5%，环比上行4.4个百分点，定金和预付款增速5.6%，环比下行8.2个百分点，外资资金增速328.1%，环比大幅上行。个人按揭贷款增速6.5%，环比上行7.3个百分点。稳健的货币政策已经逐步反映在了

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_13703



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>