

日期: 2019 年 3 月 1 日



分析师: 胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120021

价格加速回落 货币由松转平

——2019 年 2 月份宏观经济数据预测

■ 主要观点:

2 月份宏观数据预测: CPI 0.7, PPI 0.3, 出口-2.7, 进口 15.6, 顺差 50 (USD) 亿, M2 8.4, M1 2.0, 新增信贷 10000 亿, 信贷余额 13.5, 工业 6.3, 消费 8.5, 投资 6.1。

市场看法: 预期改善, 货币平稳

经济前景预期呈改善之势是市场主流看法: 通胀缓慢回落中经济平稳, 工业、消费、投资的预测中值都维持了平稳, 对进出口增长预期转为放缓。机构预期经济短期运行平稳, 但从预测分布看, 也存在较大分歧。对于货币增长, 边际放松预期已经转化为平稳预期, 但 2 月份货币实际数据公布后, “货币偏紧” 的预期应得到强化。

我们看法: 平稳中回暖迹象将渐现

经济延续稳中偏升格局: 工业经营平稳, 消费价格在季节性规律和基数效应下, 延续低位, 工业价格在大宗商品反弹影响下, 表现平稳; 消费走稳迹象渐现; 货币延续平稳, 外贸发展维持弱平衡状态, 经济整体运行平稳中好转迹象增多。2019 年中国经济将在投资回升的带领下逐步复苏, 将开启离底之旅, 延续 6 年多的经济 “底部徘徊” 阶段将结束。

楼市运行价平量降

货币环境对楼市价格的影响, 随着时间积淀, 逐渐开始呈现, 房价涨不动开始呈现。虽然从中国调控历史看, 严控是停止上涨不下降, 一旦调控放松, 房价则展开报复性反弹; 然而, 受经济形势和政策前景、土地市场变化影响, 未来房价走势必将发生改变。随着楼市调控的深入, 楼市成交已在前期下降台阶的基础上, 呈现继续下探迹象——突破前期平稳区下限、寻找新的运行区。

产能利用率虽延续下降但仍居高位

2018 年 4 季度的产能利用率延续了小幅下降态势, 印证了当前经济的下行压力不减格局。2018 年我国工业产能利用率为 76.5%。我国产能利用率的下降, 并非在经济周期性下行的结果, 主要是受供给侧改革的影响, 即经济转型时期, 淘汰落后产能和新建先进产能并存, 使得产能利用率有下降态势, 但从产能结构上看, 质量明显提升。体现在经济增长动能变化上, 就是新动能不断上升。对比美国近 3 年的产能利用率, 2016-2017 年平均为 75.03%, 且波动小; 这说明中国现在的产能利用情况比较健康, 中国经济的运行压力不在周期下行, 而在结构调整。

当前市场对宏观经济形势的认识

市场看法：预期改善 货币平稳

按照《证券市场周刊》在 2019 年 1 月份数据未公布前做的 2019 年 2 月份宏观数据提前预测，经济前景预期呈改善之势是市场主流看法：通胀缓慢回落中经济平稳，工业、消费、投资的预测中值都维持了平稳，对进出口增长预期转为放缓。在预测分布中，分歧较大仍是市场预期特征，预测分布收敛度仍较低。2 月份 CPI 提前预测的中值和均值都为 1.7，预测分布区间（1.0，2.4），主流预期价格将继续放缓的同时，分布差距依然较大，市场整体上高通胀的预期已经消退；PPI 提前预测的中值和均值分别为 0.5 和 0.4，预测分布区间（-1.0，3.0），表明市场对生产资料价格的分歧比消费品还要大。2 月份工业增加值提前预测的中值和均值分别为 5.7 和 5.6，表明机构预期经济短期运行平稳，但从预测分布看，也存在较大分歧。对于货币增长，边际放松预期已经转化为平稳预期，但 2 月份货币实际数据公布后，“货币偏紧”的预期应得到强化。

我们看法：平稳中回暖迹象将渐现

我们对短期宏观格局的看法是——经济延续稳中偏升格局：工业经营平稳，消费价格在季节性规律和基数效应下，延续低位，工业价格在大宗品反弹影响下，表现平稳；消费走稳迹象渐现；货币延续平稳，外贸发展维持弱平衡状态，经济整体运行平稳中好转迹象增多。我们一直认为，投资是中国经济的第一增长动力，2019 年中国经济将在投资回升的带领下逐步复苏，将开启离底之旅，延续 6 年多的经济“底部徘徊”阶段将结束。虽然供给侧改革体系以“去杠杆”为核心，但 2019 年后，“去杠杆”的冲击高潮已经过去，“降成本”和“补短板”将成为宏观政策体系的新重点，经济内生增长动力将得到重新释放。资本市场上的风险偏好仍然较低，资本市场虽然经历了一波较大的反弹，但中长期看的筑底蓄势格局仍将延续。

2 月高频数据分析

楼市运行价平量降

货币增长高速扩张的年代应该是一去不复返了，“去杠杆”意味着要实行较长时期的货币中性政策，而货币中性的必要性来自于供给侧改革的要求。从经济发展阶段看，经济转型时期会是 10-20 年的较长时期，保持政策定力是关键。因此，货币环境对楼市价格的影响，随着时间积淀，逐渐开始呈现，房价涨不动开始呈现。虽然从中国调控历史看，严控是停止上涨不下降，一旦调控放松，房价则展开报复性反弹；然而，受经济形势和政策前景、土地市场变化影响，未来房价走势必将发生改变。

2018 年 4 季度后，楼市政策出现微调现象，全面收紧让位于“因城施策”的差异化策略。回顾 2016 年 9 月以来的本轮楼市调控历史，调控政策大致经历了“统一调控”——“重心微调”——“因城施策”三个阶段。

展望未来，楼市调控将进入因城施政的具体实施阶段！

2009 年后，越来越多的城市宣布将实施楼市调控“一城一策”试点。

1 月 17 日，河南省住建厅表示，2019 年河南省将继续落实房地产市场调控城市政府主体责任制，坚持因地制宜、综合施策，实行“一城一策”。

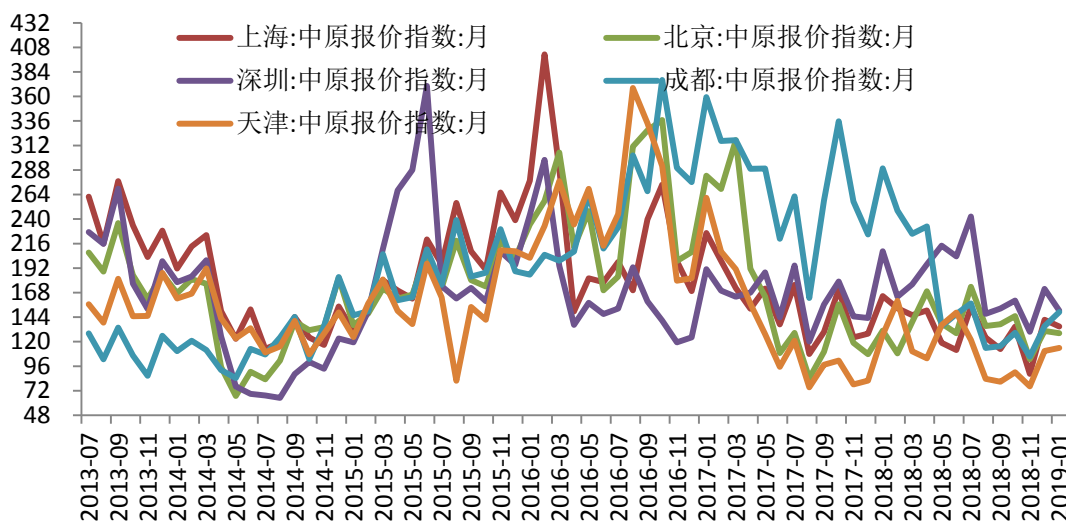
福建省十三届人大二次会议作政府工作报告说，福州、厦门要编制“一城一策”实施方案，切实稳地价、稳房价、稳预期。

浙江省住房和城乡建设厅厅长项永丹 1 月 18 日表示，2019 年，杭州、宁波两市将研究制订“一城一策”方案，其他城市也将做好方案的制订工作。

武汉市 2 月 22 日召开 2019 年住房保障和房屋管理工作会议，会上透露，武汉将加紧制定完善房地产市场健康发展长效机制工作方案，稳妥推进“一城一策”试点，防范高地价、高房价、高杠杆风险，保持房地产市场平稳运行，地价、房价处在合理区间。

从中原报价指数情况看，楼市价格涨势在经历了前期高位回落后的低位走平阶段后，开始呈现小幅回升态势，我们前期担忧房价变动棘轮效应——能上难下，开始呈现显露迹象。“房住不炒”是中央对房地产性质的定性，并非周期性应对策略，不排除未来仍会有其它限制短炒资金的政策陆续出台，以构建中国楼市独有的管理框架。因此即使房价出现短暂回升，一线城市新房价格维持高位的态势越来越难，未来或许有越来越多的打折盘出现。

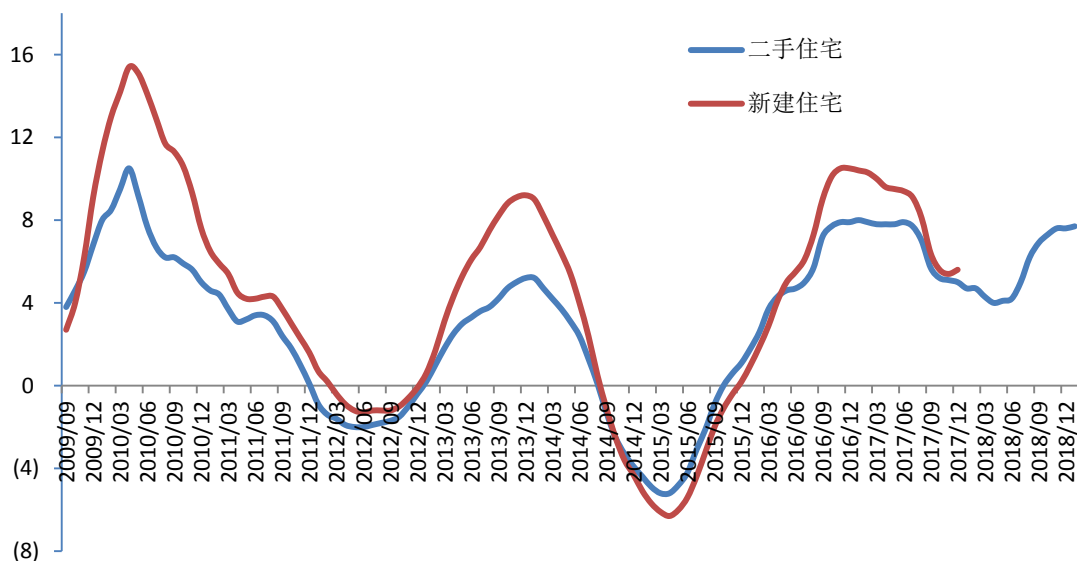
图 1：主要城市住宅价格延续低位企稳（当月同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

从 2019 年 1 月份 70 个大中城市住宅销售价格统计数据看，一二线城市新建商品住宅销售价格环比微涨，二手住宅销售价格下降；三线城市环比涨幅均回落。1 月份，各地继续坚持因地制宜、因城施策，把稳地价、稳房价、稳预期的责任落到实处，促进房地产市场平稳健康发展。4 个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.4%，涨幅比上月回落 0.9 个百分点。一线城市新建商品住宅销售价格同比涨幅比上月扩大，二手住宅涨幅回落；二线城市涨幅均有所扩大；三线城市新建商品住宅销售价格同比涨幅有所扩大，二手住宅涨幅与上月相同。

图 2：70 城市住宅价格回升后企稳（当月同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

房地产市场：成交降落突破平稳区间下部

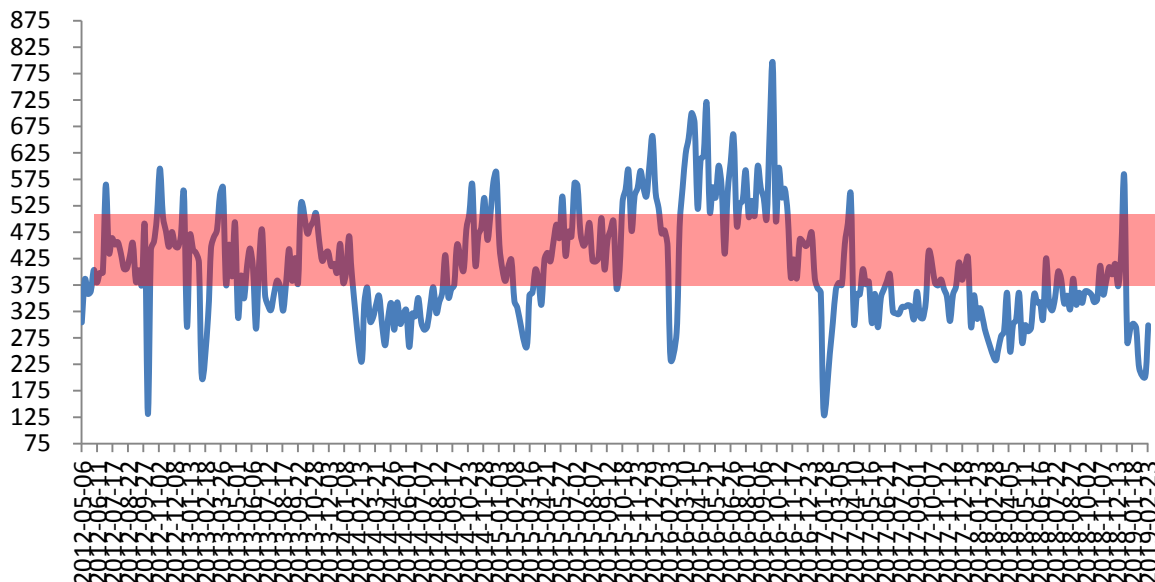
2018 年底召开的全国住房和城乡建设工作会议要求，2019 年要以稳地价稳房价稳预期为目标，促进房地产市场平稳健康发展。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，着力建立和完善房地产市场平稳健康发展的长效机制，坚决防范化解房地产市场风险。坚持因城施策、分类指导，夯实城市主体责任，加强市场监测和评价考核，切实把稳地价稳房价稳预期的责任落到实处。

我们认为，虽然三四线城市出现楼市调控松动迹象，但全国调控基调并未改变，中央的调控方针并未出现松动，加强市场监管稳控楼市秩序仍然是楼市调控重点。中央遏制房价上涨的决心不会发生改变，未来各地将继续严格执行前期已出台的调控政策，楼市政策将依然维持收紧态势。从中央到地方，政策正从多维度平衡市场，调控进入了一个博弈平衡期，防止房价过快上涨，也防止房价大幅下跌。

随着楼市调控的深入，楼市成交已在前期下降台阶的基础上，呈现继续下探迹象——突破前期平稳区下限、寻找新的运行区。2019 年 2

月份，全国 30 大中城市的周成交规模继续下降，周成交规模平均仅有 239.4 万方（扣除春节影响），上月为 288.7 万方，2018 年同期为 296 万方，成交呈现显著的下台阶特征。从前期成交规模变化下降平台的态势及政策基调看，未来成交仍将延续地位态势。

图 3：30 个大中城市房屋成交下台阶（日均/周，万平米）



数据来源：wind，上海证券研究所

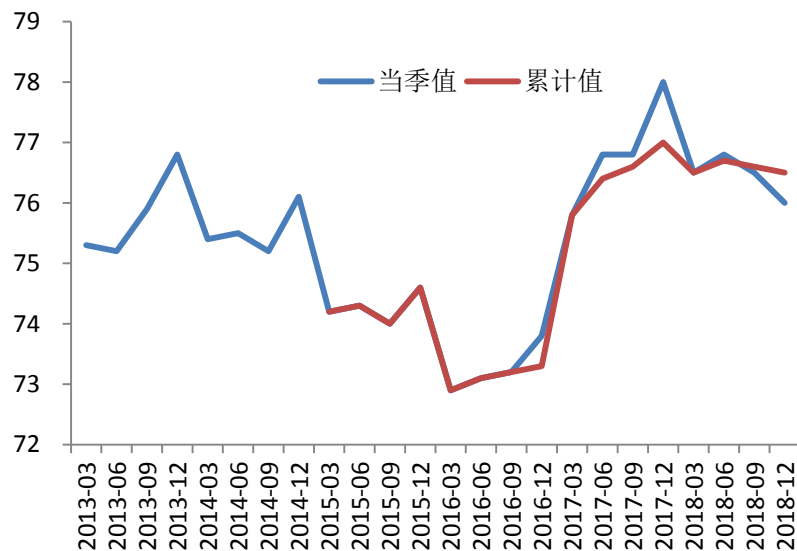
产能利用率虽延续下降但仍居高位

2018 年 4 季度的产能利用率延续了小幅下降态势，印证了当前经济的下行压力不减格局。2018 年我国工业产能利用率为 76.5%。其中，煤炭开采和洗选业产能利用率为 70.6%，比上年提高 2.4 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业产能利用率为 78.0%，提高 2.2 个百分点。从当季变化看，2018 年我国工业产能利用率由 78%，缓慢下降到 76%。我国产能利用率的下降，并非经济周期性下行的结果，主要是受供给侧改革的影响，即经济转型时期，淘汰落后产能和新建先进产能并存，使得产能利用率有下降态势，但从产能结构上看，质量明显提升。体现在经济增长动能变化上，就是新动能不断上升。

对比美国近 3 年的产能利用率，2016-2017 年平均为 75.03%，且波动小；这说明中国现在的产能利用情况比较健康，中国经济的运行压力不在周期下行，而在结构调整。2018 年全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%，占规模以上工业增加值的比重为 13.9%。装备制造业增加值增长 8.1%，占规模以上工业增加值的比重为 32.9%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。全年高技术产业投资比上年增长 14.9%，工业技术改造投资增长 12.8%。全年新能源汽车产量 115 万辆，比上年增长 66.2%；智能电视产量 11376 万台，增长

17.7%。全年网上零售额 90065 亿元，比上年增长 23.9%。

图 4：中国产能利用率短期下行态势延续（%，季度）

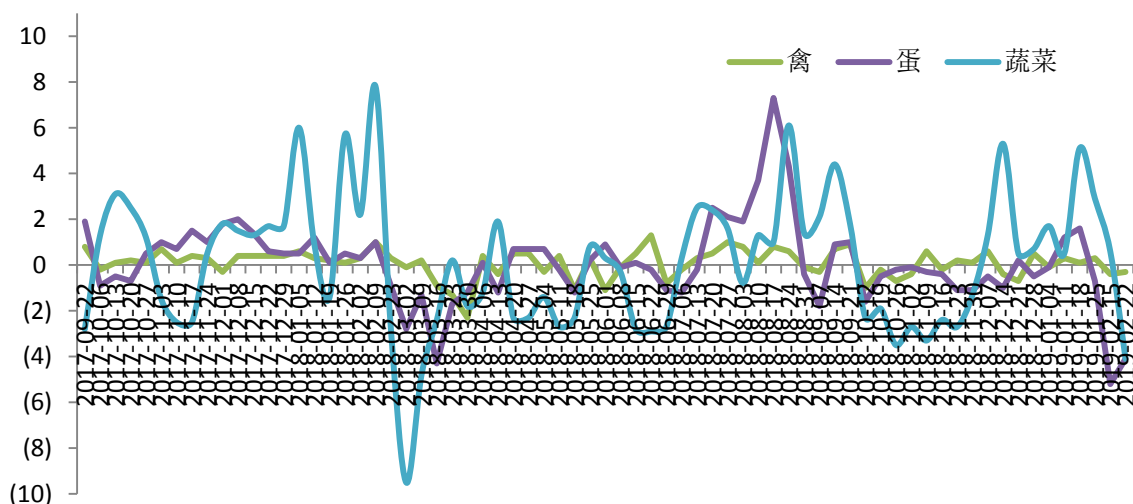


数据来源：wind，上海证券研究所

食用农产品价格季节性回升，大宗带动生产资料价格低位企稳

消费品价格则基本呈现了季节性波动规律：就春节因素而言，节前升高和节后回落是普遍规律。因此，2 月份的消费品价格，在食品价格回落的带动下，整体下行。当前的特殊因素是，猪肉价格受疫情影响，短期供应成爆发性增长，使得猪肉短期价格走势出现了与往年不同的走势——供大于求带来的价格下行作用超过了春节因素带来呈现了价格上涨作用。

图 6：商务部食用农产品价格指数继续季节性回落（各类别/周环比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

从实际表现看，春节前猪肉价格并没有上涨，春节后也没有回落，反

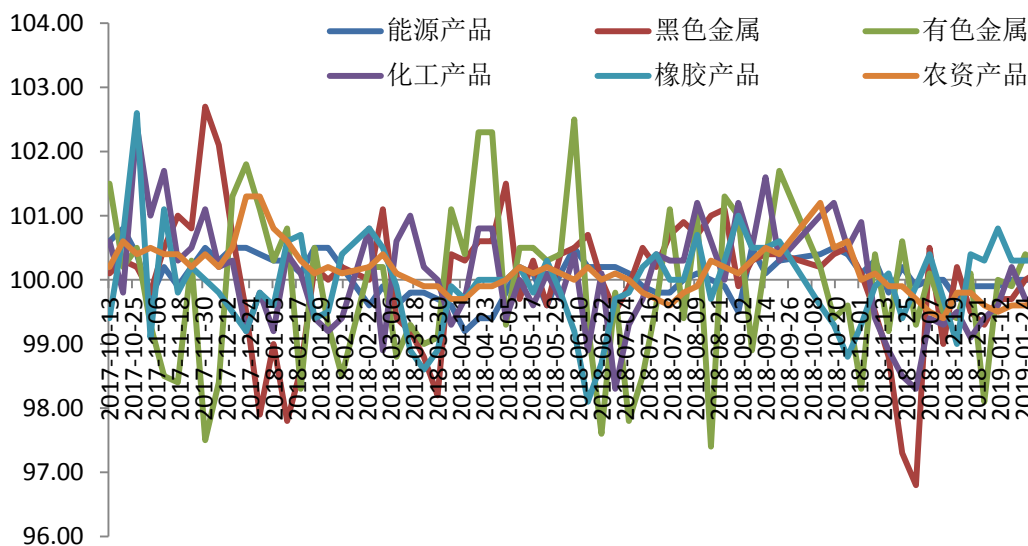
而呈现了平稳中偏升态势。我们估计，疫情对猪肉价格的推升作用，可能提前至 2 季度。就 2 月份而言，猪肉涨价还没出现，整体消费价格仍将低迷。

2019 年 2 月，由于前期通胀数据回落和经济困难情绪上升，通胀预期已基本消退。消费品价格的季节性波动规律作用下，通胀压力减缓的趋势仍将持续。我们预计 2 月份 CPI 环比变动仅有 0.2，比往年偏高，但在基数效应影响下，CPI 同比将显著下行。

工业品价格主要是指生产资料价格的变动，这基本取决于大宗商品价格的走势。长期来看的工业价格水平受大宗商品价格变动影响，以稳为主，惯性波动；短期看，由于石油价格正处从市场长期均衡值下部区域反弹进程中，因此生产资料价格稳中偏升格局不变。我们一直认为，大宗商品价格在上台阶后在均衡区间波动是中长期趋势，未来工业品价格将呈现稳中趋降的态势，同比值变化主要受基数变化的影响，趋势上回落已成定局。

按统计局公布，1 月份流通领域重要生产资料市场价格降多涨少，整体趋向下行，我们认为这主要是受大宗商品价格下跌的滞后影响。统计局对 24 个省（区、市）流通领域 9 大类 50 种重要生产资料市场价格的监测显示：2019 年 1 月下旬与 1 月中旬相比，14 种产品价格上涨，27 种下降，9 种持平。2 月份后，从商务部数据看，这种情况已改变。

图 7：商务部生产资料价格指数延续回落（各类别/周环比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

对 2019 年的全年价格形势，我们预测如下：上半年受猪肉价格非正常低迷影响，叠加季节性规律作用，CPI 将在延续下降，并在年中零基线上下触底，下半年在猪肉回升影响下走稳，低位徘徊；受基数变动影响，工业品价格在大宗商品价格企稳走平后，PPI 同比价格走势

全年都将运行在零基线上线下的低位态势，年末才有可能略回升。

2 月份宏观数据预测

延续以往对经济形势的看法和分析框架，我们对 2 月份的宏观经济数据预测数如下：

表 1 2019 年 2 月国内重要经济数据预测（同比增长，除 PMI 外）

预计公布日期	项目	本月预测	上月实际	上月预测	去年同期
2/28	PMI	50.0	49.5	50.0	51.5
3/1	财新 PMI	49.8	48.3	49.8	51.0
3/9	CPI 涨幅%	0.7	1.7	1.8	2.1
	PPI 涨幅%	0.3	0.1	0.5	-1.1
3/8	出口增速%	-2.7	9.1	-4.8	43.6
	进口增速%	15.6	-1.5	-20.0	6.6
	贸易顺差 (亿美元)	50	391.6	450	323.0
3/14	城镇固定资产投资 (当月) %	6.1			7.9
	当年累计%	6.1			7.9
3/14	工业增加值%				-2.1
	当年累计%	6.3			7.2
3/15	M2 增速%	8.4	8.4	8.2	8.8
	M1 增速%	2.0	0.4	3.5	8.5
	信贷新增 (10 亿元)	1000	3230	2600	939.3
	信贷增速	13.5	13.4	12.9	12.8
3/14	消费增速%	8.5			9.7
	当年累计%	8.5			9.7
4/17	1 季度 GDP 增速%	上月预测：6.8		本月调整：6.6	
	当年累计%	上月预测：7.0		本月调整：6.8	

数据来源：上海证券研究所。

投资再现回升态势

从经济增长第一动力投资的变化看，2019 年投资企稳回升态势愈发

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_13974

