

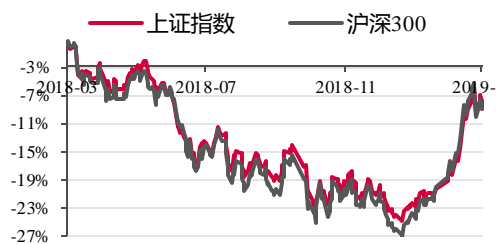
宏观点评

地产反弹难持续 经济仍在放缓

——2019年2月宏观数据点评

2019年03月14日

上证综指-沪深300走势图



%	1M	3M	12M
上证指数	9.96	15.30	-9.14
沪深300	8.71	16.82	-9.20

胡文艳

执业证书编号: S0530518070001
huwy@cfzq.com

伍超明

wucm@cfzq.com

李沫

limo@cfzq.com

分析师

010-68086480

研究助理

010-68084180

研究助理

010-68080380

投资要点

- 工业增加值: 1-2月工业增加值增速为5.7%, 较2018年12月继续回落0.3个百分点, 其中外企和国企增速回落是拖累工业增速继续下降的主因, 但私企增速连续六个月回升、制造业结构继续优化升级或对未来工业增速形成支撑。具体看: 一是1-2月份制造业增加值增速为5.6%, 较上月加快0.1个百分点, 呈现出底部企稳特征。二是受PPI持续回落影响, 国有企业工业增加值分别增长4.4%, 虽然较去年12月提高0.8个百分点, 但较去年同期大幅下降4.6个百分点, 较去年全年降低1.8个百分点; 而在中美贸易战和全球产业链布局重构冲击下, 外资企业工业增加值增速亦连续六个月下降; 受益于逆周期宏观调控, 私营企业工业增加值增速已初步企稳。三是2017年以来国企工业增速的高增长, 价格因素是主要推动力, 预计未来PPI仍趋于下降, 国企工业增速下行压力较大; 四是制造业结构继续优化升级, 2018年高新技术和六大高耗能产业增加值增速, 分别较整体工业增速高2.5和低0.82个百分点, 延续了2016年以来的分化趋势, 但高技术产业对经济的承接力仍有限, 我国工业新旧动能转换仍需经历一段较长时间。
- 国内生产总值(GDP): 预计2019年GDP增速将从2018年的6.6%小幅降至6.3%左右, 各季度GDP增速呈前低后高走势, 分别增长6.3%、6.3%、6.4%、6.4%。从货币层面看, 2019年2月广义社会融资规模累计同比增速达到40.0%, 但进入实体经济相对有限, 未来名义GDP增速降幅预计有所趋缓。从实体经济层面看, 消费有望弱勢趋稳, 预计增长9%左右; 投资需求将逐步趋稳, 一是基建投资增速有望回到10-15%, 2018年下半年以来逆周期调控政策的刺激效果将逐渐体现出来, 基建投资资金来源亦明显改善, 二是地产销售面积增速等领先指标预示, 房地产投资增速则将继续稳中趋缓, 三是制造业投资受益支持民营企业发展等政策利好将高位企稳; 进出口贸易下行压力较大, 一方面受全球经济尤其是发达经济体经济趋于放缓影响, 整体需求回落, 另一方面中美贸易摩擦对进出口的负面影响将逐渐显现, 中美大国博弈将长期存在, 其对经济的拖累不容小觑。
- 消费: 预计2019年社会消费品零售总额增速弱勢趋稳, 呈“前低后高”走势。2019年1-2月消费增速企稳, 主要源于汽车类增速降幅收窄、文化办公用品和金银珠宝类增速提升较多, 分别较上月增加12.8、5.7和2.1个百分点。由于汽车类在限额以上商品零售总额和整个社会消费品零售总额中的比重较高, 其降幅收窄有利于消费边际改善。展望2019年全年, 预计消费增速将弱勢趋稳: 一是经济下行压力加大, 居民收入增速难以大幅提高, 且收入差距扩大, 都不利于消费增长; 二是决定收入水平的就业压力增加; 三是高房价对居民财富存在虹吸效应, 挤占消费支出, 削弱消费增长的长期基础, 当前房价高企不利于消费增长; 四是已出台政策对消费的刺激作用将在2019年体现; 五是社会集团消费增速有望在政策刺激下止跌回升。
- 投资: 预计2019年增速将稳中略升。一是在政策利好刺激下, 预计未来民间投资继续向好。1-2月份, 民间投资增速继续高于固定资产投资增速, 但两者差距有所收窄。2018年以来, 两者第二、三产业投资增速差异有所扩大, 但体制性障碍仍然是民间投资动能恢复的瓶颈所在, 国家加大对民营资本的政策利好刺激, 民间投资短期有望趋稳向好。二是1-2月份受前期中美互加

关税影响，部分制造业行业投资增速大幅下降，制造业投资增速亦出现下降，但仍高于去年同期水平。同时系列领先指标预示制造业投资高位企稳，2019年国家在简政减税降费以及改善民营企业融资环境上，将会出台更多的利好政策，同时制造业投资结构不断优化，预计增速继续稳中略升。三是1-2月份基建投资继续反弹，逆周期调控政策效果显现，预计2019年基建投资将见底回升。四是受限制性政策继续从紧和信贷资金的紧约束，房地产企业库存去化速度明显减缓，投资增速将延续趋缓走势。

➤ 风险提示：宏观经济下行、政策变动风险。

内容目录

1 工业：外企和国企增速回落拖累工业增速继续下降，但私企增速连续六个月回升、制造业结构继续优化升级或对未来工业增速形成支撑.....	5
2 国内生产总值（GDP）：预计 2019 年一季度名义 GDP 增速继续放缓，实际 GDP 增长 6.3%，全年约增长 6.3%.....	7
3 消费：汽车类消费增速降幅收窄助力 1-2 月消费有所企稳，预计 2019 年全年消费增速弱趋势趋稳，呈“前低后高”走势.....	8
3.1 2019 年 1-2 月消费增速企稳，主要源于汽车类消费增速降幅明显收窄.....	8
3.2 消费结构升级，服务消费占比提高.....	9
3.3 预计 2019 年社会消费品零售总额增速弱趋势趋稳，呈“前低后高”走势.....	9
4 投资：增速将稳中略升.....	13
4.1 民间投资增速继续高于固定资产投资增速，但两者差距有所收窄，预计未来民间投资增速在政策利好的刺激下继续趋稳.....	13
4.2 制造业投资增速下降，但投资结构继续优化，未来增速仍有望趋稳.....	15
4.3 基建投资继续反弹，逆周期调控效果有所显现，预计 2019 年基建投资将见底回升.....	16
4.4 房地产去库存速度明显减缓，投资增速反弹趋势难以持续.....	18
4.4.1 房地产库存去化速度明显放缓.....	18
4.4.2 房地产投资增速反弹趋势难以持续.....	20

图表目录

图 1：工业增加值增速下降.....	5
图 2：制造业主导工业发展.....	5
图 3：私企工业增加值增速连续六个月改善.....	6
图 4：高技术产业增加值增速高于整体工业.....	6
图 5：高技术和高耗能产业增加值增速分化.....	6
图 6：高技术产业利润比重季节性回升.....	6
图 7：三大需求对 GDP 增长的贡献率.....	7
图 8：三大需求对 GDP 增长的拉动.....	7
图 9：GDP 增速与投资需求.....	8
图 10：金融和房地产对 GDP 的贡献率下降.....	8
图 11：社会消费品零售总额增速.....	8
图 12：社会消费品零售总额细项增速.....	8
图 13：1-2 月消费品零售总额细项增速较上月变化.....	9
图 14：汽车类和石油及制品类对消费影响大.....	9
图 15：恩格尔系数下降.....	9
图 16：社会消费品零售总额中服务性消费比重提高.....	9
图 17：城镇和农村居民人均可支配收入增速.....	10
图 18：全国人均可支配收入增速下降.....	10
图 19：居民收入贫富差距扩大.....	10
图 20：2018 年 12 月全国居民人均可支配收入构成.....	10
图 21：全国居民人均可支配收入构成增速.....	11
图 22：从业人员指数处于低位.....	11
图 23：未来收入和就业信心有所提高.....	11

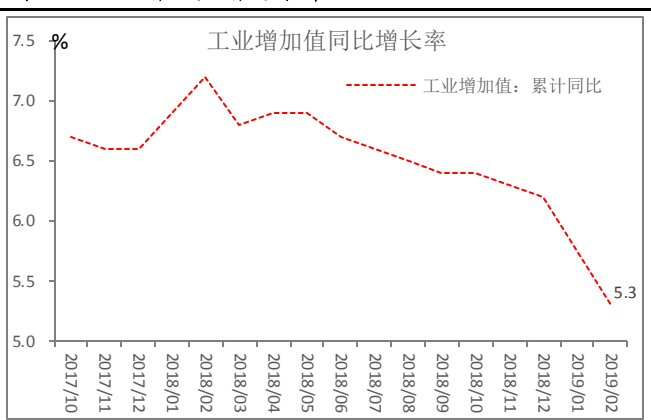
图 24: 居民债务负担增加.....	11
图 25: 减税降费对消费的影响.....	12
图 26: 2018 年企业销售和管理费用明显回落.....	13
图 27: 民间和全国固定资产投资累计同比.....	13
图 28: 全国和民间固定资产投资三次产业累计增速差距.....	14
图 29: 民间投资服务业增速.....	14
图 30: 民间投资各产业占比.....	14
图 31: 工业企业进入去库存周期.....	14
图 32: 制造业投资中民间投资占比.....	15
图 33: 工业投资增速.....	15
图 34: 高技术制造业固定资产投资增速较快.....	15
图 35: 高耗能行业固定资产投资增速见底企稳.....	15
图 36: 房地产投资领先制造业投资 9 个月左右.....	16
图 37: 工业企业利润领先制造业投资 9 个月左右.....	16
图 38: 出口金额领先制造业投资 1 年左右.....	16
图 39: 基础设施投资增速.....	16
图 40: 基建投资增速和市场资金面松紧息息相关.....	17
图 41: PPP 项目落地率有所提高.....	17
图 42: 房地产继续去库存.....	19
图 43: 一二三线城市房地产销售价格指数.....	19
图 44: 一二三线城市房地产销售面积占比.....	19
图 45: 商品房去化速度减缓.....	19
图 46: 住宅和非住宅待售面积去化减缓.....	20
图 47: 住宅和非住宅销售面积增速.....	20
图 48: 非住宅房地产开发投资增速.....	20
图 49: 剔除土地购置费的开发投资下降明显.....	20
图 50: 房地产销售面积增速领先房地产投资.....	21
图 51: 土地购置面积增速继续回落.....	21
图 52: 一二三线城市土地购置面积增速继续分化.....	21
图 53: 房地产开发资金来源增速下降.....	21
图 54: 房地产开发资金来源增速.....	22
图 55: 房地产开发资金来源构成.....	22

表 1: 未来 PPP 项目落地数有可能增加, 但其对基建投资的拉动将由于 2016 年项目的移交而有所下降.....	18
---	----

1 工业：外企和国企增速回落拖累工业增速继续下降，但私企增速连续六个月回升、制造业结构继续优化升级或对未来工业增速形成支撑

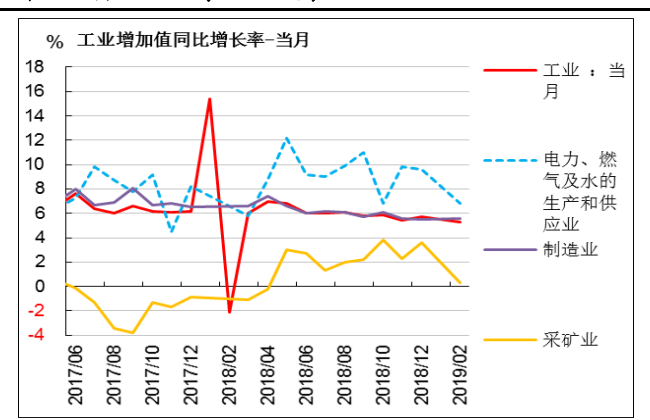
2019年1-2月，规模以上工业增加值同比实际增长5.3%，较2018年12月回落0.4个百分点，较去年同期降低1.9个百分点，整体上延续了2018年二季度以来的疲态（见图1）。虽本期数据一定程度上受到春节因素和去年高基数的影响，但侧面还是反映出当前实体经济下行压力仍较大。

图 1：工业增加值增速下降



资料来源：WIND，财富证券

图 2：制造业主导工业发展



资料来源：WIND，财富证券

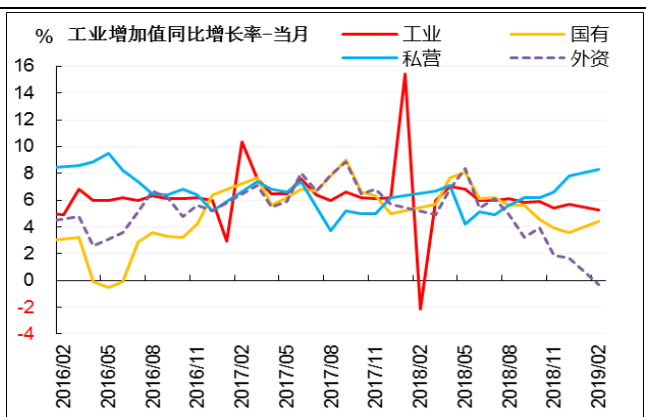
从三大门类看，由于制造业在整个工业企业主营业务收入中的比重达到近 90%，其增加值增速底部趋稳，预示未来工业增加值增速降幅趋缓甚至微升。1-2 月份制造业增加值增速为 5.6%，较上月加快 0.1 个百分点；电力、燃气及水的生产和供应业、采矿业增加值增速分别增长 6.8% 和 0.3%，分别较去年 12 月降低 2.8 和 3.3 个百分点（见图 2）。因此，1-2 月采矿业和电力、燃气及水的生产和供应业增加值增速回落较多，是同期工业增加值增速较上月下降的主要原因，相比之下制造业工业增加值增速反而小幅上升。

从企业登记注册类型看，受 PPI 持续回落影响，国有企业工业增加值增速延续回落态势；在全球产业链布局重构冲击下，外资企业工业增加值增速亦连续六个月下降；但受益逆周期宏观调控，私营企业工业增加值增速已初步企稳。2019 年 1-2 月份，国有企业工业增加值分别增长 4.4%，较去年 12 月提高 0.8 个百分点，但较去年同期大幅下降 4.6 个百分点，较去年全年降低 1.8 个百分点；同时股份制企业、外资企业工业增加值分别增长 6.4%、-0.3%，较去年 12 月下降 0.6、2.0 个百分点，对工业增长形成明显拖累；相比之下，私营企业工业增加值增长 8.3%，较去年 12 月提高 0.5 个百分点，增速已连续六个月回升（见图 3）。这表明 2018 年下半年以来，国内不断加大对小微和民营企业的融资支持、改善营商环境的政策效果逐渐显现，私营企业信心继续恢复，其增加值增速已初步企稳。但外资企业增加值增速已连续六个月下降，并出现了负增长，在全球复苏周期步入尾声、中美大国博弈或长期持续的背景下，全球产业链格局面临调整和重新布局

的冲击，国内的外资流出压力较大。预计，后续国内逆周期宏观调控力度有望继续加码，全方位的改革与开放或提速、扩围。

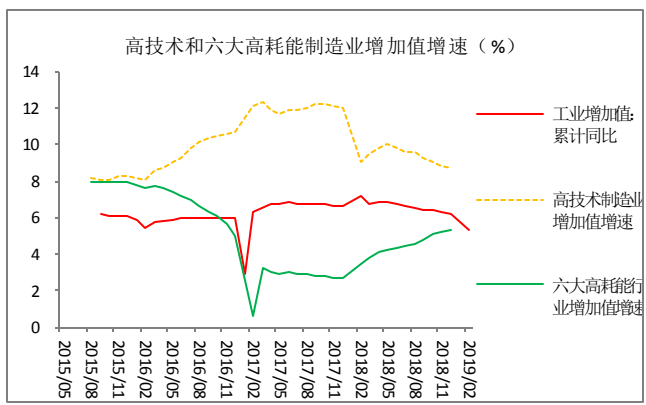
2017年8月以来，国有企业工业增速超过私营企业，持续维持高增长，主要原因在于价格因素的推动，即去产能和环保等因素导致资源性产品价格上涨较多。由于国企在资源性行业尤其是六大高耗能行业分布较为密集，所以在这些行业投资增速相对平稳的情况下，价格走高推升了国企工业增加值增速。但这种情形随着去产能任务的提前完成，以及PPI指数尤其是生产资料价格指数的持续回落，国有企业工业增速未来仍面临较大的下行压力。

图 3：私企工业增加值增速连续六个月改善



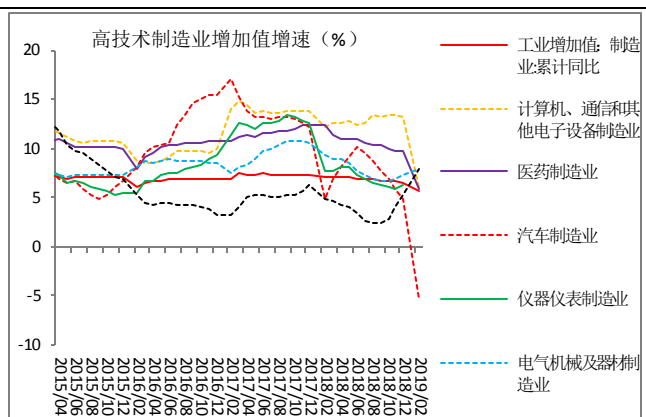
资料来源：WIND，财富证券

图 5：高技术和高耗能产业增加值增速分化



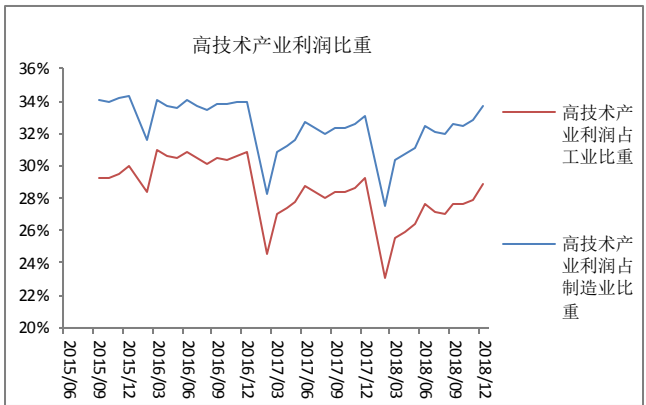
资料来源：WIND，财富证券

图 4：高技术产业增加值增速高于整体工业



资料来源：WIND，财富证券

图 6：高技术产业利润比重季节性回升



资料来源：WIND，财富证券

从制造业结构变化看，优化升级持续。如计算机、医药、电气机械、仪器仪表等高技术产业增加值增速明显高于整体工业（见图 4），但 2018 年下半年以来，受国内需求疲软、中美大国博弈的冲击，汽车、医药制造、计算机、通信和其他电子设备制造等行业增加值增速均出现回落。其中，2019 年 1-2 月，汽车制造业行业工业增加值增速大幅降至-5.3%，较 2018 年 12 月回落 10.2 个百分点。根据我们的测算，与整体工业增加值增速相比，2018 年高技术和六大高耗能产业增加值增速分别高 2.5 和低 0.82 个百分点，延续了 2016 年以来的分化走势（见图 5），表明制造业产业结构仍在不断优化升级。与此相应，高技术产业利润在制造业中的比重也有所提高，2018 年其占比为 33.7%，较 2017 年提高

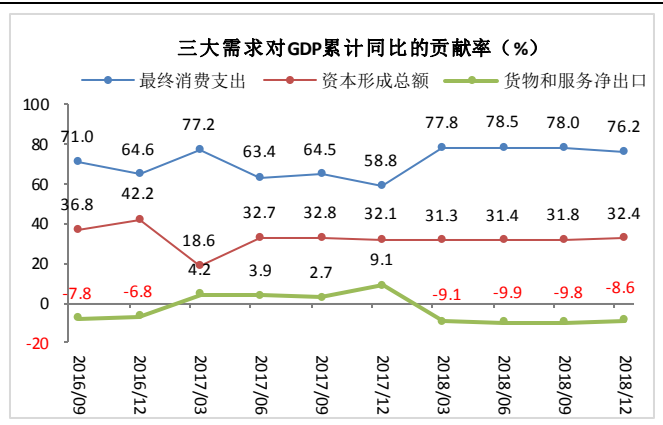
了0.6个百分点，近五年累计提高3.1个百分点（见图6）。但整体来看，高技术产业占制造业利润的绝对比重仍偏低，对经济增长的拉动还有待提高，传统产业仍左右着整个工业的发展变化，我国工业新旧动能转换仍需经历一段较长的时间。

2 国内生产总值（GDP）：预计2019年一季度名义GDP增速继续放缓，实际GDP增长6.3%，全年约增长6.3%

2018年，国内GDP增速逐季回落，各季度GDP分别增长6.8%、6.7%、6.5%和6.4%，全年增长6.6%。从三大需求的贡献率看，最终消费、资本形成和净出口分别为76.2%、32.4%和-8.6%，较2017年12月份分别变动17.4、0.3和-17.7个百分点（见图7）；从三大需求的拉动作用看，最终消费、资本形成和净出口分别拉动GDP增长5.0、2.1和-0.6个百分点（见图8）。这表明，消费尤其是服务类消费支出成为拉动经济增长的主要动力，是2018年国内经济趋稳的重要原因。另外，2018年投资的贡献率小幅提升，主要源于房地产投资增速高位趋稳和制造业投资平稳回升，它们一定程度上对冲掉了基建投资增速回落所带来的影响（见图9）。

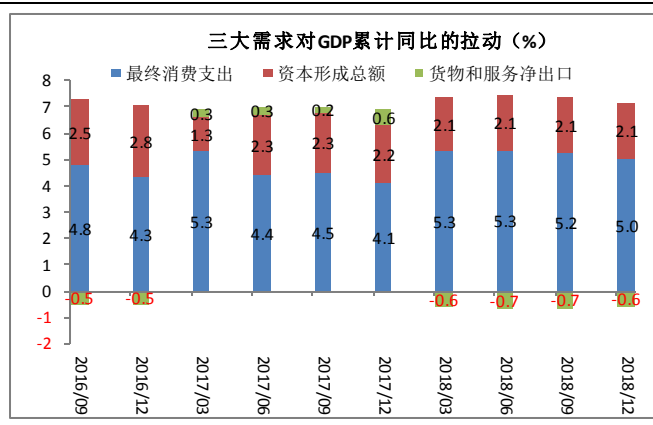
在三大产业中，第三产业对GDP的贡献率从2016年的57.7%提高至2018年的59.7%，但其中金融和房地产业的贡献率却分别从7.1%、7.8%降至5.4%、3.8%（见图10）。这表明近年来，国家防范金融风险、去房地产化和去金融化成效显著，国内产业结构日趋成熟。

图7：三大需求对GDP增长的贡献率



资料来源：WIND，财富证券

图8：三大需求对GDP增长的拉动

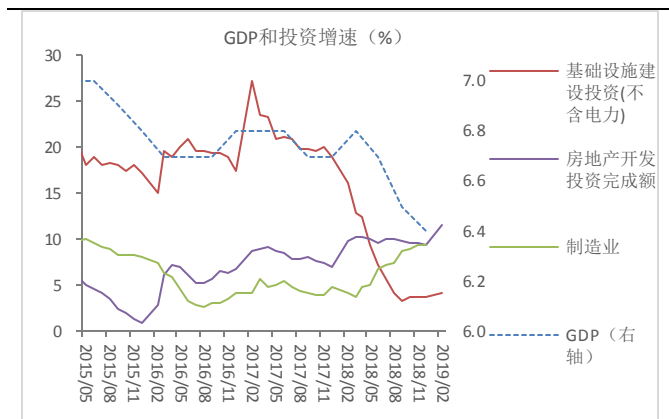


资料来源：WIND，财富证券

展望2019年，预计消费需求继续大幅回落的空间有限，个税减免的效果将逐渐显现，消费有望弱势趋稳，增长9%左右。预计投资需求亦整体平稳，其中基建投资增速有望回到10%以上，2018年下半年以来逆周期调控政策的刺激效果将逐渐体现出来，叠加基建投资资金来源明显改善，预计基建投资增速将见底回升；房地产销售面积增速等领先指标预示，房地产投资增速则将继续稳中趋缓；制造业投资受益支持民营企业发展等政策利好将高位企稳。进出口贸易下行压力较大，一方面受全球经济尤其是发达经济体经济趋于放缓影响，整体需求回落；另一方面中美贸易摩擦对进出口的负面影响将逐渐显现，

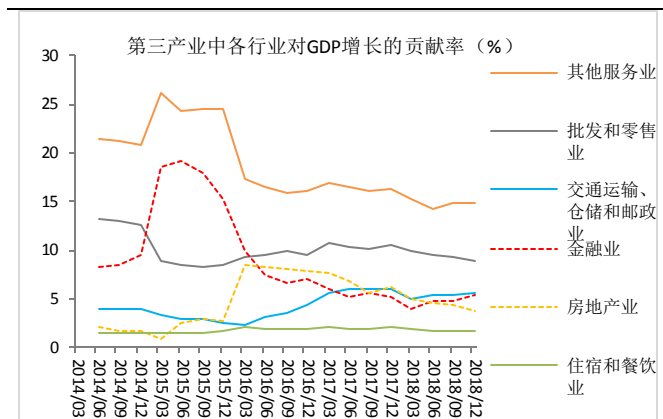
中美大国博弈将长期存在，其对经济的拖累不容小觑。综上，我们预计 2019 年 GDP 增速将从 2018 年的 6.6% 小幅降至 6.3% 左右，各季度 GDP 增速呈前低后高走势，分别增长 6.3%、6.3%、6.4%、6.4%。

图 9：GDP 增速与投资需求



资料来源：WIND，财富证券

图 10：金融和房地产对 GDP 的贡献率下降



资料来源：WIND，财富证券

3 消费：汽车类消费增速降幅收窄助力 1-2 月消费有所企稳，预计 2019 年全年消费增速弱势趋稳，呈“前低后高”走势

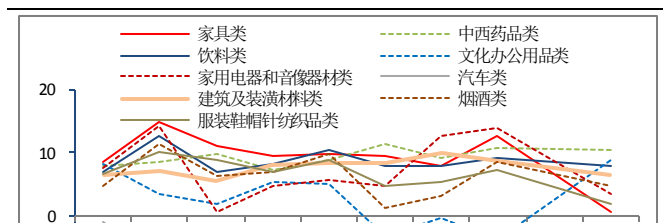
3.1 2019 年 1-2 月消费增速企稳，主要源于汽车类消费增速降幅明显收窄

2019 年 1-2 月份，社会消费品零售总额为 66064 亿元，名义和实际同比增长 8.2% 和 7.1%，分别与 2018 年 12 月持平和较之提升 0.5 个百分点，较 2018 年同期则分别降低 1.5 和 0.5 个百分点（见图 11）。

图 11：社会消费品零售总额增速



图 12：社会消费品零售总额细项增速



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_13668



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn