

基建企稳但幅度仍弱 市场警惕超预期乐观



肖利娜

宏观经济分析师

期货从业资格号：

F3019331

投资咨询从业证书号：

Z0013350

宏观战略研究中心

一德期货研究院

邮箱：xiaolina132@163.com

电话：（022）59182509

网址：www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区解放北路

188 号信达广场 16 层

邮编：300042

核心观点及内容摘要

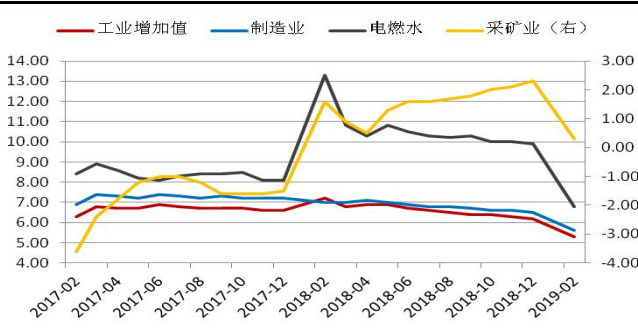
- 1-2 月，规模以上工业增加值累计同比 5.3%，不及市场预期，剔除春节因素影响增长 6.1%，显示年初工业增速的下滑主要是受春节因素的影响，工业产出整体依然呈收缩放缓态势。
- 1-2 月，固定资产投资累计同比 6.1%，较 2018 年总体回升 0.2 个百分点。三大投资中，基建投资回升 0.5 个百分点，而房地产投资回升 2.1 个百分点至 11.6%，制造业投资回落 3.9%至 9.5%。基建投资在政策的引导和支持起到了一定效果，但幅度是低于预期的。制造业在经济总需求下降、工业品价格中枢下行、利润回落综合影响下，投资增速在年内边际放缓压力大。
- 房地产开发方面，1-2 月房地产投资超预期回升 1.9 个百分点至 11.6%，这与年初（春节前）房企受回款压力及低库存影响而加快施工有关，而土地购置、商品房销售、房屋新开工以及房地产开发资金来源增速仍然均呈现明显下滑，表明年初房地产投资的回升不是房地产回暖的表现，短期反弹不改调整趋势。
- 1-2 月，社会消费品零售总额同比增长 8.2%，较 2018 年 12 月小幅反弹 0.04 个百分点；其中限额以上企业消费品零售总额同比增长 3.5%，回升 1.06 个百分点，年初消费总体稳中有升。春节期间居民换新消费品的零售额上涨较多，而家具类、建材类和家用电器类后房地产消费品的零售额增速则明显回落，主受商品房销售下滑的拖累。在经济增长压力犹存及政策拉动推动双重因素影响下，2019 年消费增速以维稳为主，但波动中枢会较前两年有所下降。
- 2019 年 1-2 月，工业增加值在剔除春节影响下总体趋稳，显示工业产出收缩态势放缓。投资方面，尽管基建稳增长政策效果开始体现，但回升幅度明显低于预期；房地产投资面临销售和资金多方压力，高增速缺乏支撑；制造业在信贷需求疲弱影响下边际回落压力不减。同时，消费波动中枢下移，经济目前处于临压调整，而政策上逆周期调节的背景下，维护经济稳定是主要目的，低投资、稳消费将成为 2019 年经济常态，市场要避免对基建拉动效果过于乐观。商品市场来看，在国内经济压力与全球景气下滑的双重影响下，长期趋势下行压力不减。金融资产在实体经济依旧疲弱、宽信用实施效果有限下，股市缺乏趋势性改善行情，仍是结构机会主导。

1. 工业产出季节性下滑 投资微升消费暂稳

(1) 工业产出季节性下滑 汽车终端低迷拖累产量

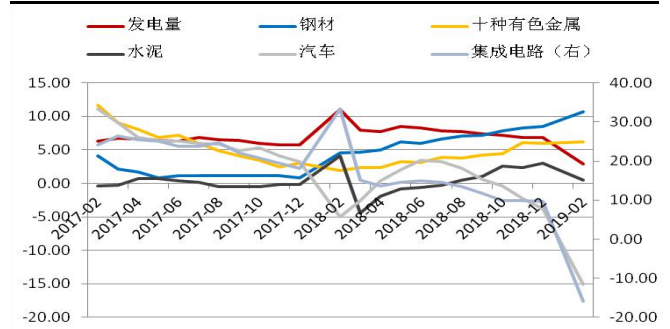
1-2月，规模以上工业增加值累计同比 5.3%，不及市场预期，较 2018 年整体回落 0.9 个百分点；剔除春节因素影响，1-2 月工业增加值同比增长 6.1%，较 2018 年仅放缓 0.1 个百分点，较上年 12 月单月还回升了 0.4 个百分点，显示年初工业增速的下滑主要是受春节因素的影响，工业产出整体依然呈收缩放缓态势。分行业来看，1-2 月，采矿业当月同比增速 0.3%，制造业增速 5.6%，电燃水生产和供应业增速 6.8%，较 2018 年分别回落 2.0、0.9 和 3.1 个百分点（见图 1）。

图 1：工业增加值累计同比（%）



资料来源：wind

图 2：主要工业品产量当月同比（%）



资料来源：wind

主要工业品产量中，1-2 月份，发电量累计同比增长 2.9%，较 2018 年回落 3.9 个百分点；水泥产量增速 0.5%，回落 2.5 个百分点；同时，汽车和集成电路 1-2 月产量增速大幅下滑至 -15% 以下，春节假期因素影响开工及汽车、集成电路等产品终端需求低迷对产量的拖累，是造成 1-2 月工业增加值增速回落的主因（见图 2）。另外，钢材和十种有色金属产量分别回升 2.2、0.2 个百分点至 10.7%、6.2%，受 2019 年基建项目加快拉动。随着春节短期影响消退，工业企业复工，同时在上半年基建加快进度的拉动下，工业增加值增速会逐步企稳，整体来看，2019 年上半年工业生产增速会较 2018 年下半年的收缩态势呈现放缓。

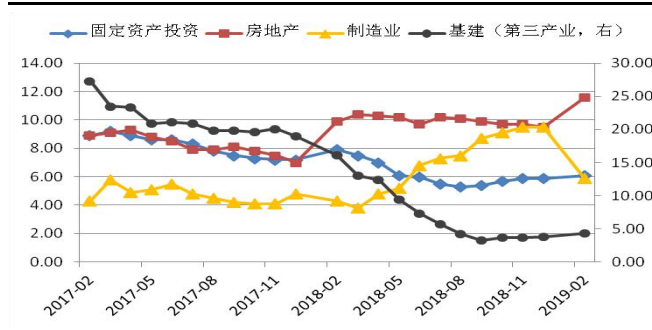
(2) 固定资产投资小幅回升 基建企稳拉动幅度偏小

1-2 月，固定资产投资累计同比 6.1%，较 2018 年总体回升 0.2 个百分点。三大投资中，基建投资回升 0.5 个百分点，而房地产投资回升 2.1 个百分点至 11.6%，制造业投资回落 3.9 至 9.5%（见图 3）。基建投资自 9 月增速见底以来，在政策推动作用开始企稳回升，半年时间增速回升了 1%，虽然政策的引导和支持起到了一定效果，但幅度是低于预期的，进一步说明今年年内的基建投资或不会对经济起到刺激拉动作用，逆周期调节维稳是主要目的，市场预期也要给予调整，避免过于乐观，同时说明当前经济增长的下行压力会放缓但不会结束。

在 2018 年末，我们提出伴随重化工投资的边际回落、高技术投资周期性向均值回复调整，2019 年制造业投资较 2018 年会呈边际回落态势。1-2 月，制造业投资主要行业中，传统制造业中有色金属冶炼及压延加工业投资同比下降 10.6%，回落幅度达 13.8 个百分点，是近年来的最低点；高新技术制造业中计算机通

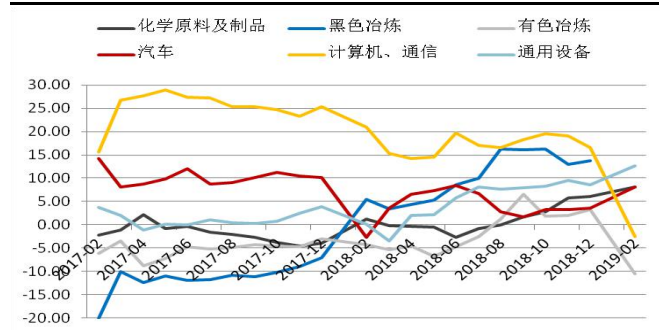
信、电气机械及器材等制造业投资同比增长分别为-2.6%和-2.2%，大幅回落 19.2 和 15.6 个百分点，对 1-2 月的制造业投资增速造成明显拖累（见图 4）。制造业在经济总需求下降、工业品价格中枢下行、利润回落综合影响下，投资增速在年内边际放缓压力大。

图 3：固定资产投资完成额累计同比（%）



资料来源：wind

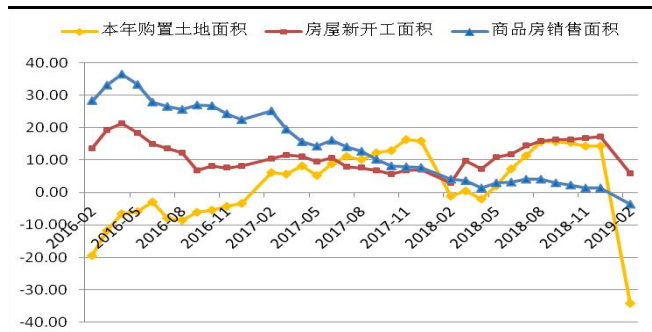
图 4：不同制造业固定资产投资完成额累计同比（%）



资料来源：wind

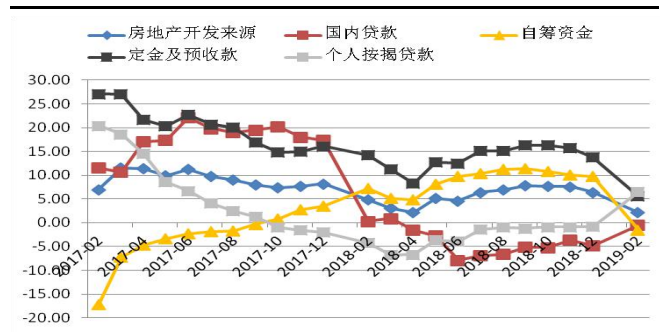
房地产开发方面，1-2 月房地产投资超预期回升 1.9 个百分点至 11.6%，这与年初（春节前）房企受回款压力及低库存影响而加快施工有关，而土地购置、商品房销售、房屋新开工以及房地产开发资金来源增速仍然均呈现明显下滑，表明年初房地产投资的回升不是房地产回暖的表现，短期反弹不改调整趋势。具体来看，1-2 月商品房销售面积累计同比增速-3.6%，经过连续近两年的调整下降了 40%；房屋销售的持续下滑影响房企购地步伐，1-2 月土地购置面积增速大幅下降，至-34.1%，较去年同期和 2018 年全年分别回落 32.9 和 48.3 个百分点；同时，房屋新开工受春节假期影响回落至 6%，高于 2018 年同期的 2.9%但低于 2017 年的 10.4%（见图 5）。商品房销售的持续下滑及拿地的放缓，均会使土地购置费用出现滞后回落，影响房地产开发投资中其他费用在 2019 年上半年延续放缓态势，所以 1-2 月房地产开发投资增速的回升缺乏持续性拉动因素。

图 5：房屋新开工面积及商品房销售面积累计同比（%）



资料来源：wind

图 6：房地产开发资金来源累计同比（%）



资料来源：wind

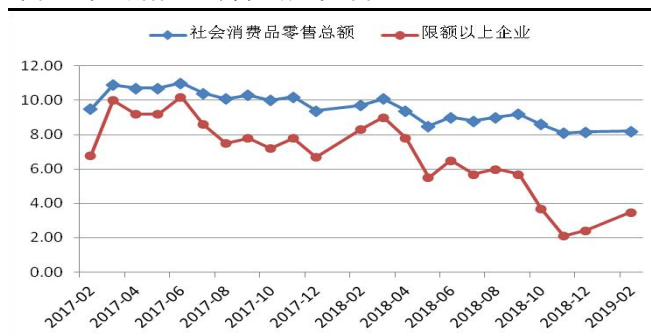
另外，从房地产开发资金来源看，1-2 月，房地产开发资金来源合计累计同比 2.1%，较去年同期和 2018 年全年分别回落 2.7 和 4.3 个百分点，其中，国内贷款增速-0.5%，持续负增长；自筹资金增速-1.5%、定金及预收款 5.6%，分别较上月回落 11.2 和 8.2 个百分点；仅个人按揭贷款资金来源有所回升至 6.5%，这又与商品房销售的明显下滑出现矛盾（见图 6）。房地产开发资金各项来源总体依然趋紧，国内贷款利率稳

中略有下降，但也是局面地区现象，加上房地产市场长效机制在逐步推动，靠房地产拉动固定资产投资投资增速的措施不会重现，后期房屋销售及资金来源情况仍是主要关注领先指标。

(3) 消费品零售总体偏稳 后房地产消费品回落

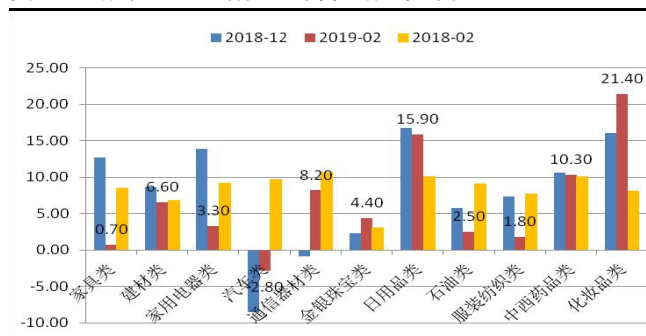
1-2月，社会消费品零售总额同比增长8.2%，较2018年12月小幅反弹0.04个百分点；其中限额以上企业消费品零售总额同比增长3.5%，回升1.06个百分点，年初消费总体稳中有升（见图7）。限额以上企业消费品零售总额中，通信器材类、化妆品类和金银珠宝类消费品回升明显，分别上涨9.1、2.1、5.3个百分点，汽车类消费品零售额降幅也收窄了5.7个百分点，显示春节期间居民换新消费品的零售额上涨较多，而家具类、建材类和家用电器类后房地产消费品类的零售额增速则明显回落，主受商品房销售下滑的拖累（见图8）。在经济增长压力犹存及政策拉动推动双重因素影响下，2019年消费增速以维稳为主，但波动中枢会较前两年有所下降。

图7：社会消费品零售总额当月同比（%）



资料来源：wind

图8：限额以上企业消费品零售总额当月同比（%）



资料来源：wind

2. 基建企稳但幅度仍弱 市场警惕超预期乐观

2019年1-2月，工业增加值在剔除春节影响下总体趋稳，显示工业产出收缩态势放缓。投资方面，尽管基建稳增长政策效果开始体现，但回升幅度明显低于预期；房地产投资面临销售和资金多方压力，高增速缺乏支撑；制造业在信贷需求疲弱影响下边际回落压力不减。同时，消费波动中枢下移，经济目前处于临压调整，而政策上逆周期调节的背景下，维护经济稳定是主要目的，低投资、稳消费将成为2019年经济

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_13682

