

供需两弱，经济未企稳

—— 2019年1-2月经济数据点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007

陈韵阳（联系人）证书编号：S0280118040020

● 供需两弱，经济未企稳

2019年1-2月数据合并来看，供需两弱，工业生产和制造业投资增速回落，社零增速不及2018年同期。经济并未企稳，但也打消一部分经济快速下行的可能性。房地产投资与出口增速同步下行的压力还未兑现，逆周期政策先行，随着地方政府与民营企业信用扩张，未来格局或将是基建投资增速上行对冲房地产投资与出口增速下行。

● 高基数拖累工业生产增速

1-2月工业增加值同比增长5.3%，增速较2018年12月回落0.4个百分点，原因在于：2018年受特殊因素影响（用电需求高和煤炭供应不足，重点企业在春节前和春节期间不停产），采矿业和电力、燃气及水的生产和供应业增加值显著提升，而2019年不存在这样的情况，且开工强度比较一般。出口交货值与工业增加值中制造业占比均是最高，出口增速回落对制造业工业生产影响显著，2018年支撑工业生产的出口在2019年面临增速下行的压力，而环保限产不再一刀切将对冲出口增速下行对工业生产的拖累。

● 房地产与基建投资带动固定资产投资增速回升

基建投资增速回升的原因在于，1-2月地方专项债发行加速，发改委基建项目审批加快。制造业投资增速回落的原因在于，前期工业企业盈利放缓以及出口、社零增速下行。房地产投资增速回升可能的原因：一是土地购置费的滞后影响；二是建安工程投资增速回升，1-2月施工面积增速从5.2%回升至6.8%，对应的，建安工程投资降幅可能继续收窄。

一季度的房地产投资增速受土地购置费支撑，但由于土地购置费增速放缓，后续土地购置费增速将加速回落，一季度后，房地产投资增速回落或是趋势。不过，也存在一些因素对冲房地产投资增速回落：第一，货币政策有望延续宽松。全国首套房贷款利率已经连续3个月回落，后续可能还会下降；第二，2018年新开工面积高增长，一部分新开工将转为施工面积，有利于建安投资增速的回升；第三，房地产库存虽然有回升，但不算很高。

● 必需消费品零售额增速回落，汽车消费拖累减弱

当前政策是民营企业加杠杆，尽管宽信用不是一蹴而就，但票据融资规模的大幅增加往往是信用扩张的前兆，同时非标融资也可能重新扩张，因此，随着企业流动性扩张，企业存款增速将回升。而居民存款增速或将下滑，2019年居民和企业流动性分化可能收敛甚至逆转，对消费的影响在于，社会团体消费增速回升，居民消费增速回落，不过加大地方转移支付有利于对冲居民消费下行。第三，必需消费品（除了文化办公用品类，这与开学季有关）零售额同比增速回落。汽车消费拖累减弱，这与乘联会的乘用车零售数据表现一致。第四，猪周期启动，猪肉价格快速上涨将推升CPI增速，价格对社零名义增速存在支撑。

● 风险提示：政策落实不及预期；经济超预期下行

相关报告

宏观报告：上游行业进入通缩——2019年1月通胀数据点评

2019-2-15

宏观报告：渐行渐近的通缩风险——2018年通胀数据点评

2019-1-10

目 录

1、 供需两弱，经济未企稳.....	3
2、 高基数拖累工业生产增速.....	3
3、 房地产与基建投资带动固定资产投资增速回升.....	4
4、 必需消费品零售额增速回落，汽车消费拖累减弱.....	6

图表目录

图 1: 工业增加值同比增速回落 (%)	3
图 2: 三大行业工业增加值同比增速 (%)	4
图 3: 2016-2018 年 1-2 月房地产投资增速较前值回升幅度不低于 2 个百分点 (%)	5
图 4: 施工面积增速回升将带动建安工程投资增速回升 (%)	5
图 5: 土地购置面积增速领先于土地购置费增速 (%)	6
图 6: 必需消费零售额同比增速回落，汽车消费拖累减弱 (%)	7
图 7: 乘联会与中汽协汽车消费增速背离 (%)	7

事件：

2019年3月14日统计局公布数据显示，2019年1-2月规模以上工业增加值同比增长5.3%，前值5.7%；1-2月全国固定资产投资同比增长6.1%，前值5.9%；1-2月社会消费品零售总额同比增长8.2%，前值8.2%。

1、供需两弱，经济未企稳

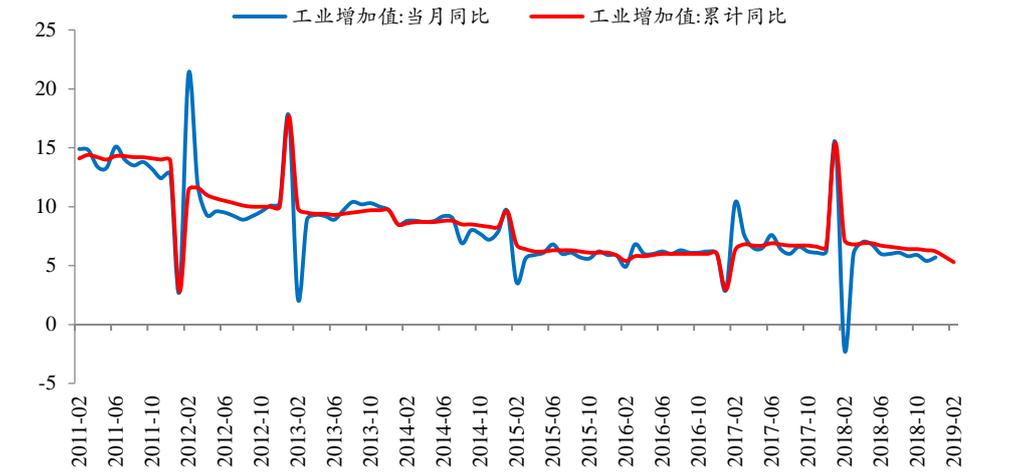
2019年1-2月数据合并来看，供需两弱。供给端，工业增加值同比增长5.3%，增速下滑0.4个百分点，创2010年以来同期新低。需求端，房地产与基建投资增速上行，1-2月出口增速基本符合春节效应，1-2月出口同比下降4.6%，降幅与前值(-4.57%)相当，但制造业投资增速回落，社零增速不及2018年同期。1月社融和信贷规模创历史新高，2月季季节性回落且低于市场预期，结构的改善（企业中长期贷款比重上升）也可能只是季节效应，宽信用不是一蹴而就。

总体来看，经济并未企稳，但也打消一部分经济快速下行的可能性。房地产投资与出口增速同步下行的压力还未兑现，逆周期政策先行，随着地方政府与民营企业信用扩张，未来格局或将是基建投资增速上行对冲房地产投资与出口增速下行。

2、高基数拖累工业生产增速

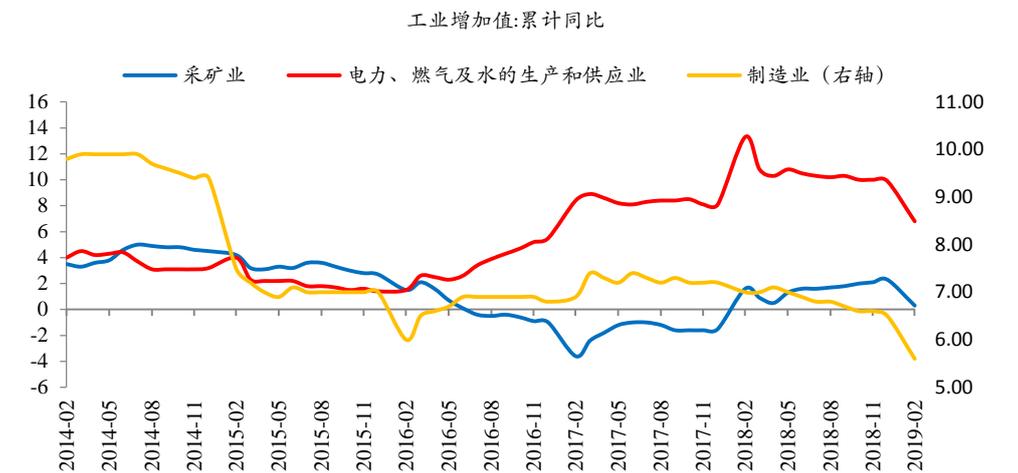
2019年1-2月工业增加值同比增长5.3%，增速较2018年12月回落0.4个百分点，原因在于：2018年受特殊因素影响（用电需求高和煤炭供应不足，重点企业在春节前和春节期间不停产），采矿业和电力、燃气及水的生产和供应业增加值显著提升，导致2018年1-2月工业增加值同比增速高达7.2%，而2019年不存在这样的情况，且开工强度比较一般。分项来看，采矿业和电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比增速均出现较大回落，这与高频数据表现一致，2019年1-2月发电耗煤量同比下降10.2%，降幅较前值(-2%)显著扩大。制造业增加值同比增速小幅回升至5.6%，从已公布的细分行业数据来看，金属制品业、化学原料和化学制品制造业增加值同比增速分别回升4.5、2.5个百分点，为制造业增加值同比增速回升的主要贡献。1-2月出口交货值同比增长4.2%，较前值(4.1%)略有回升，我们推测出口交货值增速的回升主要集中在制造业，从而带动了制造业生产的小幅回升。出口交货值与工业增加值中制造业占比均是最高，出口增速回落对制造业工业生产影响显著，2018年支撑工业生产的出口在2019年面临增速下行的压力，而环保限产不再一刀切将对冲出口增速下行对工业生产的拖累。

图1： 工业增加值同比增速回落（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2：三大行业工业增加值同比增速（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、房地产与基建投资带动固定资产投资增速回升

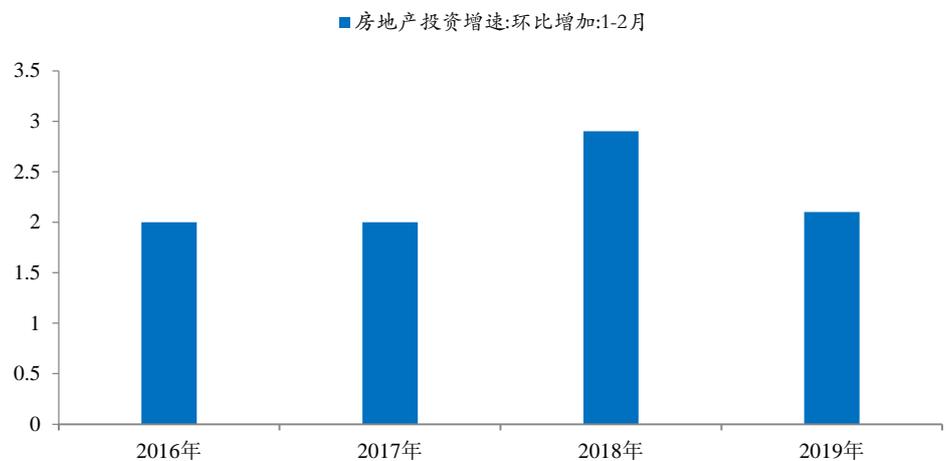
2019年1-2月固定资产投资累计同比增速小幅回升至6.1%。拆分来看，对1-2月固定资产投资拉动率：房地产（2.8%）>制造业（1.67%）>基建（0.93%）>其它（0.68%），其中房地产和基建投资对固定资产投资的拉动率较前值分别回升1.16和0.09个百分点，制造业投资对固定资产投资的拉动率较前值下降1.24个百分点。基建投资增速回升的原因在于，1-2月地方专项债发行加速，发改委基建项目审批加快。而制造业投资增速回落的原因则在于，前期工业企业盈利放缓以及出口、社零增速下行。

房地产投资增速回升2.1个百分点，从回升幅度来看，不算是异常，2016-2018年1-2月房地产投资增速较前值分别回升2、2、2.9个百分点。房地产投资增速为何回升？我们认为有两个可能的原因：一是土地购置费的滞后影响，土地购置面积增速领先土地购置费增速6个月左右，土地购置面积增速在2018年5-9月持续反弹，因此2019年初土地购置费可能依旧保持很高的增速；二是建安工程投资增速

回升，2018年房屋新开工面积高增长并且与施工、竣工背离，这一现象与房企高周转策略有关，随着房企自有资金的消耗与地产需求减弱，新开工高增长很难一直持续，实际上，2019年1-2月新开工增速从17.2%显著下滑至6%，同时，由于2018年房地产销售主要靠期房，施工的推进只是时间问题，1-2月施工面积增速从5.2%回升至6.8%，对应的，建安工程投资降幅可能继续收窄。

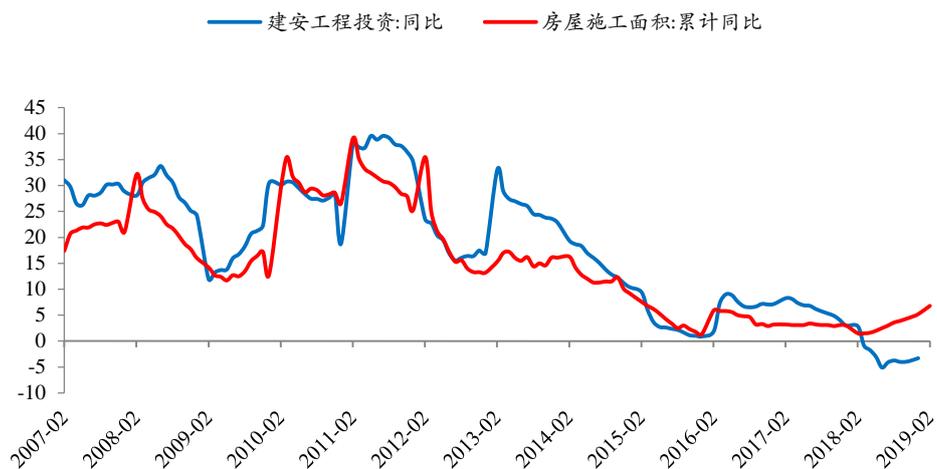
一季度的房地产投资增速受土地购置费支撑，但由于土地购置费增速放缓，后续土地购置费增速将加速回落，一季度后，房地产投资增速回落或是趋势。不过，也存在一些因素对冲房地产投资增速回落：第一，货币政策有望延续宽松。全国首套房贷款利率已经连续3个月回落，后续可能还会下降；第二，2018年新开工面积高增长，一部分新开工将转为施工面积，有利于建安投资增速的回升；第三，房地产库存虽然有回升，但不算很高。

图3： 2016-2018年1-2月房地产投资增速较前值回升幅度不低于2个百分点(%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 施工面积增速回升将带动建安工程投资增速回升(%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 土地购置面积增速领先于土地购置费增速（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

4、 必需消费品零售额增速回落，汽车消费拖累减弱

2019年1-2月社会消费品零售总额名义同比增长8.2%，增速持平于2018年12月。实际同比暂未公布，但根据2019年1-2月CPI同比增速较2018年12月回落，可以大致推测社零实际同比增速略有回升。

2018年社零增速下滑，主要受社会集团拖累，居民消费增速反而有所回升，这可能是因为2018年实体经济去杠杆对企业的影响更大，企业活期存款下降。2019年的情况可能会不一样，当前政策是民营企业加杠杆，尽管宽信用不是一蹴而就，但票据融资规模的大幅增加往往是信用扩张的前兆，同时非标融资也可能重新扩张，因此，随着企业流动性扩张，企业存款增速将回升。而居民存款（可能还有一些可以灵活支配的理财产品）增速或将下滑，一是结构性去杠杆仍将继续，过快上升的居民杠杆率可能会受到抑制，可以看到2月居民短期贷款减少近3000亿元，收缩程度超出季节性；二是棚改退潮与二手房销量下滑也影响居民存款；三是失业形势严峻。因此，2019年居民和企业流动性分化可能收敛甚至逆转，对消费的影响在于，社会团体消费增速回升，居民消费增速回落，不过加大地方转移支付有利于对冲居民消费增速下行。

分项来看，1-2月必需消费品（除了文化办公用品类，这与开学季有关）零售

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_13685

