

消费与投资偏弱，房地产投资下行趋势未变

数据：2月规模以上工业增加值累计同比5.3%（前值6.2%）；2月社会消费品零售总额累计同比8.2%（前值9.0%）；2月固定资产投资累计同比6.1%（前值5.9%）。

- **剔除季节性因素影响，固定资产投资依然偏弱，其中房地产投资较好，基建投资缓慢回升，制造业投资处于下行趋势中。**从历年经验来看，固定资产投资走势一般是前高后低，1-2月累计同比会比较高。2月固定资产投资累计同比高于去年，存在着季节性因素。不过，固定资产投资累计同比低于去年同期水平，表明固定资产投资依然偏弱。分项上看，基建投资累计同比高于去年，表明基建投资依然在回升。不过，从数值来看，基建投资累计同比偏低，基建投资回升速度并不是很快。虽然制造业投资累计同比高于去年同期水平，但是低于去年，表明制造业投资处于下行趋势中，主要的影响因素是制造业企业利润下滑。房地产投资累计同比不仅高于去年也高于去年同期水平，房地产投资表现较好。主要原因可能在于建安投资回升较多，此外土地购置费可能依然处在较高位置。
- **消费：社会消费品零售依然偏弱，地产链条、石油制品以及汽车消费是主要拖累项。**2月社会消费品零售总额累计同比低于去年及去年同期水平，表明社会消费品零售总额依然偏弱。分项上看，大部分消费分项同比均低于去年同期水平，其中地产链条、石油制品以及汽车消费是主要拖累项。
- **工业增加值：工业生产依然偏弱，采矿业、制造业和公用事业生产均出现不同程度下滑。**工业增加值累计同比低于去年及去年同期水平，表明工业生产依然偏弱。从结构上看，采矿业、制造业和公用事业生产均出现不同程度下滑。从制造业内部结构上看，受益于建安投资和基建投资回升，传统制造业生产依然较好，不过，新兴产业、通用、轻工等制造业生产有所下滑。
- **房地产投资增速明显上升可能是技术性原因所致，2019年房地产投资向下的趋势并未发生改变。**从累计同比上看，房地产投资表现确实比较好。然而，这可能仅是技术性原因导致，并不意味着房地产投资增速出现了向上的拐点。与2018年相比，土地购置费用增速下滑，但依然处在高位，叠加建安投资增速上升，两者走势交叉，导致房地产投资增速上升。2019年房地产投资向下的趋势并未发生改变。2019年影响房地产投资的核心逻辑为商品房销售。2月商品房销售面积和金额同比均出现明显下滑，表明商品房销售还在走弱。2018年下半年100大中城市商品房用地成交总价同比转负，2019年1-2月该同比跌幅扩大，表明房企拿地积极性还在下降。该同比下滑将会逐渐拉低土地购置费用增速。由于2017-2018年房企销售了大量期房，受交房压力影响，施工力度上升，建安投资将会回升。2019年房地产投资走势与2011年非常类似。2011年2月也出现了房地产投资累计同比高于2010年和2010年同期水平，出现的原因也是类似的。总体而言，建安投资增速回升，但土地购置费用增速下行较多，房地产投资增速下滑。具体分析详见房地产系列专题报告之二《2019年房地产投资增速下行，但对GDP贡献不降反升——基于新的房地产投资分析框架》。
- **风险提示：**财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师SAC执业编号：S1130516060001
 bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
 (8621)61038260
 duanxiaole@gjzq.com.cn

林玲 联系人
 linling1@gjzq.com.cn

图表 1：国金宏观 2 月经济数据点评

经济指标	单月增速 (%)		累计增速 (%)		数据描述与趋势判断
	1月	2月	2018年12月	2019年1-2月	
消费	-	-	9.0	8.2	社会消费品零售依然偏弱，预计19年社零增速下滑。2月社会消费品零售总额累计同比低于去年及去年同期水平，表明社会消费品零售总额依然偏弱。分项上看，大部分消费分项同比均低于去年同期水平，其中地产链条、石油制品以及汽车消费是主要拖累项。2019年名义GDP增速下行，预计社零增速下滑。
投资	-	-	5.9	6.1	固定资产投资依然偏弱，预计19年固定资产投资增速下滑。从历年经验来看，固定资产投资走势一般是前高后低，1-2月累计同比会比较高。2月固定资产投资累计同比高于去年，存在着季节性因素。不过，固定资产投资累计同比低于去年同期水平，表明固定资产投资依然偏弱。展望2019年，房地产和制造业投资下行带动固定资产投资下滑，不过，基建投资将对固定资产投资形成一定的支撑。
民间投资	-	-	8.7	7.5	民间投资有所走弱。民间投资同比低于去年及去年同期水平，民间投资同比有所下滑，主要受到制造业投资下滑的影响。
基建投资	-	-	1.8	2.5	基建投资缓慢回升，预计19年基建增速上行。基建投资累计同比高于去年，表明基建投资依然在回升。不过，从数值来看，基建投资累计同比依然偏低，基建投资回升速度并不是很快。稳增长诉求叠加资金来源改善，且雄安新区建设力度可能增加，2019年基建增速回升。（注：基建包括电力部分）
制造业投资	-	-	9.5	5.9	制造业投资处于下行趋势中，预计19年制造业投资增速下滑。虽然制造业投资累计同比高于去年同期水平，但是低于去年，表明制造业投资处于下行趋势中，主要的影响因素是制造业企业利润下滑。盈利减弱叠加外需放缓，预计2019制造业投资增速下行。
房地产投资	-	-	9.5	11.6	建安投资回升叠加土地购置费增速依然处在较高位置，房地产投资增速明显上升，今年房地产投资走势与2011年类似，预计19年房地产投资增速下行。房地产投资累计同比不仅高于去年也高于去年同期水平，表明房地产投资表现依然较好。主要原因可能在于建安投资回升较多，此外土地购置费可能依然处在较高位置。今年房地产投资走势与2011年类似。2011年建安投资明显回升，带动2月房地产投资累计同比回升。2019年建安投资增速回升，但土地购置费用增速下行更多，预计房地产投资增速下滑。
其中：新开工面积	-	-	17.2	6.0	新开工面积同比回落，预计19年新开工增速下滑。房企销售力度减弱，新开工同比也随之回落。2019年商品房销售增速下行将带动新开工增速下滑。
资金来源	-	-	6.4	2.1	房地产资金来源明显收缩。自筹资金及定金同比明显下滑，且国内贷款依然偏低，房地产投资资金来源偏紧。
商品房销售面积	-	-	1.3	(3.6)	商品房销售面积及销售额偏弱，预计19年商品房销售面积增速下滑。商品房销售面积及金额累计同比不及去年及去年同期水平，表明推销力度减弱以后，商品房销售重回下行趋势。2019年计划棚改套数以及货币安置比例均下行，叠加短期内房地产调控政策不会放松，商品房销售面积增速将会下滑。
商品房销售额	-	-	12.2	2.8	
出口	9.3	(20.7)	9.9	(4.6)	剔除季节性后，内外需依然同步走弱。2月出口同比大幅转负，降幅超市场预期，主要原因在于季节性因素扰动、海外需求持续走弱以及中美贸易摩擦的综合负面影响。2月进口当月同比在去年基数较低的背景下，跌幅依然扩大，超出市场预期，表明内需依然低迷。展望2019年，全球需求下滑叠加中美贸易摩擦负向影响显现，预计2019年出口增速下行。国内外需求同步走弱且大宗商品价格下行导致2019年进口下滑。
进口	(1.5)	(5.2)	15.8	(3.1)	
工业增加值	-	-	6.2	5.3	工业生产依然偏弱，预计19年工业增加值增速下滑。工业增加值累计同比低于去年及去年同期水平，表明工业生产依然偏弱。从结构上看，采矿业、制造业和公用事业生产均出现不同程度下滑。从制造业内部结构上看，受益于建安投资和基建投资回升，传统制造业生产依然较高，不过，新兴产业、通用、轻工等制造业生产有所下滑。2019年国内外需求均下行，国内经济面临下行压力，工业增加值增速也将下行。
出口交货值	-	-	8.5	4.2	出口交货值累计同比明显下行，主要原因在于海外需求走弱，出口下行。
发电量	-	-	6.8	2.9	发电量累计同比下行。发电量增速回落与工业增加值增速下行相印证。
粗钢产量	-	-	6.6	9.2	粗钢生产依然较好，主要得益于基建和建安投资回升，且环保限产力度有所减弱。
人民币兑美元汇率(贬值为-)	2.3	0.3	2.3	2.6	年初以来人民币兑美元升值明显，预计19年人民币贬值压力消除。中美贸易摩擦阶段性缓解，美国经济放缓，中美利差均值回升，人民币兑美元升值。中美经济周期从分化到收敛，今年人民币贬值压力消除。
M1增速	-	-	1.5	2.0	2月票据融资明显放缓，前2月社融累计仍边际改善。信贷：从总量上看，考虑春节前贷款投放增加，新增信贷同比仍较去年同期改善；从结构上看，居民贷款较弱，票据扩张放缓，非银金融机构贷款增加。社融：信贷环比季节性走弱，表外票据减少幅度较大，地方专项债支撑社融增速企稳。M2：居民存款增幅和企业存款均低于去年同期，叠加财政存款增加，M2同比小幅回落。表内外票据融资明显放缓，前两个月累计社融数据仍边际改善。
M2增速	-	-	8.1	8.0	
新增信贷(万亿)	3.2	0.9	16.2	4.1	
新口径下新增社融(万亿)	4.6	0.7	19.3	5.3	
CPI	1.7	1.5	2.1	1.6	2月CPI略低于季节性，猪周期拐点或现。2月CPI当月同比下滑，主要原因在于食品价格涨幅略低于季节性，拖累项主要来自于猪肉价格。2月PPI当月同比与上月持平，PPI环比跌幅收窄，短期内PPI相对稳定。展望3月，CPI当月同比或重回2%以上，PPI当月同比有所回升。非洲猪瘟导致养猪产能加速去化，“淡季不淡”，猪周期拐点或已出现，猪肉价格上涨可能推升全年CPI上涨0.3个百分点。
PPI	0.1	0.1	3.5	0.1	
制造业PMI	49.5	49.2	-	-	2月PMI季节性下行，政策宽松带动内需小幅回升。2月制造业PMI因春节因素小幅下行。受春节停工影响，生产有所下滑，但需求偏好，带动价格回升。2月非制造业商务活动下行，主要受到春节因素影响，其中服务业商业活动和建筑业均有所下行。春节效应导致经济景气度下行，政策刺激效果开始部分显现。
非制造业PMI	54.7	54.3	-	-	
综合PMI	53.2	52.4	-	-	

来源：国家统计局，财政部，中国人民银行，中国货币网，Wind，国金证券研究所

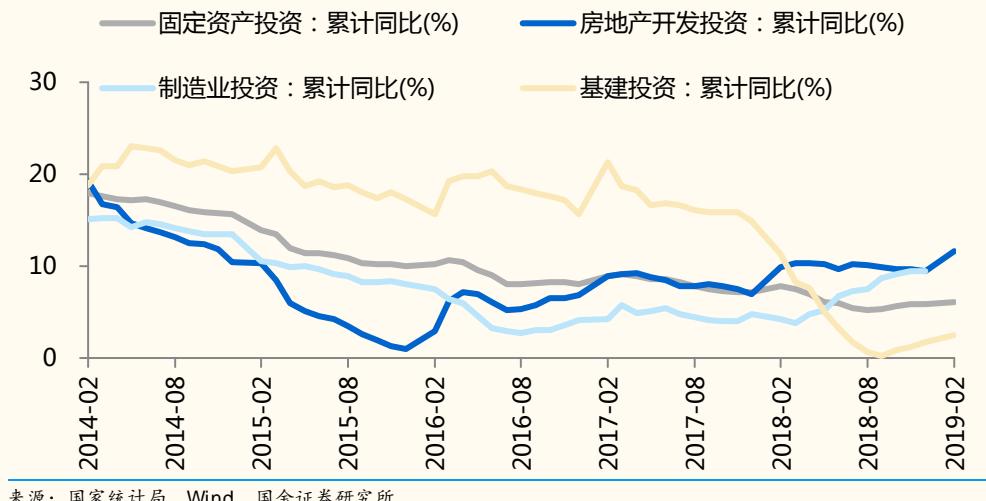
1、固定资产投资依然偏弱，预计 19 年固定资产投资增速下滑。从历年经验来看，固定资产投资走势一般是前高后低，1-2 月累计同比会比较高。2 月固定资产投资累计同比高于去年，存在着季节性因素。不过，固定资产投资累计同比低于去年同期水平，表明固定资产投资依然偏弱。展望 2019 年，房地产和制造业投资下行带动固定资产投资下滑，不过，基建投资将对固定资产投资形成一定的支撑。具体来看：

(1) 基建投资缓慢回升，预计 19 年基建增速上行。基建投资累计同比高于去年，表明基建投资依然在回升。不过，从数值来看，基建投资累计同比依然偏低，基建投资回升速度并不是很快。稳增长诉求叠加资金来源改善，且雄安新区建设力度可能增加，2019 年基建增速回升。(注：基建包括电力部分)。具体来看，1) 交运行业累计同比上升至 7.5% (前值 3.9%)，其中铁路运输业由跌转涨为 22.5% (前值-5.1%)，而道路运输业增速上升至 13.0% (前值 8.2%)；2) 水利大环保行业累计同比下降为-0.4% (前值 3.3%)，其中权重最大的公共设施管理业增速下降至-2.9% (前值 2.5%)，水利管理业跌幅收窄至-1.8% (前值-4.9%)。

(2) 制造业投资处于下行趋势中，预计 19 年制造业投资增速下滑。虽然制造业投资累计同比高于去年同期水平，但是低于去年，表明制造业投资处于下行趋势中，主要的影响因素是制造业企业利润下滑。盈利减弱叠加外需放缓，预计 2019 制造业投资增速下行。具体来看，1) 新兴行业中，医药制造业累计同比上升至 10.5% (前值 4.0%)，计算机通信行业增速大幅下行至-2.6% (前值 16.6%)；2) 装备制造业中政策支持的汽车制造业累计同比上升至 8.1% (前值 3.5%)，铁路船舶行业累计同比跌幅扩大至-9.7% (前值-4.1%)；3) 轻工行业中，农副食品加工业累计同比下跌至-4.4% (前值 0.0%)，食品制造累计同比涨幅收窄至 3.0% (前值 3.8%)；4) 传统行业中，有色金属冶炼及压延加工业累计同比大幅下降至-10.6% (前值 3.2%)。

(3) 建安投资回升叠加土地购置费增速依然处在较高位置，房地产投资增速明显上升，今年房地产投资走势与 2011 年类似，预计 19 年房地产投资增速下行。房地产投资累计同比不仅高于去年也高于去年同期水平，表明房地产投资表现依然较好。主要原因可能在于建安投资回升较多，此外土地购置费可能依然处在较高位置。今年房地产投资走势与 2011 年类似。2011 年建安投资明显回升，带动 2 月房地产投资累计同比回升。2019 年建安投资增速回升，但土地购置费用增速下行更多，预计房地产投资增速下滑。开发资金来源累计同比放缓至 2.1% (前值 6.4%)。

图表 2：固定资产投资累计同比上升



2、工业生产依然偏弱，预计 19 年工业增加值增速下滑。工业增加值累计同比

低于去年及去年同期水平，表明工业生产依然偏弱。

(1) 从结构上看，采矿业、制造业和公用事业生产均出现不同程度下滑。采矿业累计同比涨幅收窄至 0.3% (前值 2.3%)，制造业累计同比下降至 5.6% (前值 6.5%)，公用事业部门累计同比下降至 6.8% (前值 9.9%)。

(2) 从制造业内部结构上看，受益于建安投资和基建投资回升，传统制造业生产依然较好，不过，新兴产业、通用、轻工等制造业生产有所下滑。

1) 新兴产业下行。其中医药制造业累计同比下降至 5.9% (前值 9.7%)，计算机、通信和电子行业累计同比下降至 6.0% (前值 13.1%)。

2) 装备制造业中汽车增速依然偏低。其中汽车累计同比下降至 -5.3% (前值 4.9%)，金属制品业累计同比上升至 8.5% (前值 3.8%)，运输设备业累计同比上涨至 7.9% (前值 5.3%)。

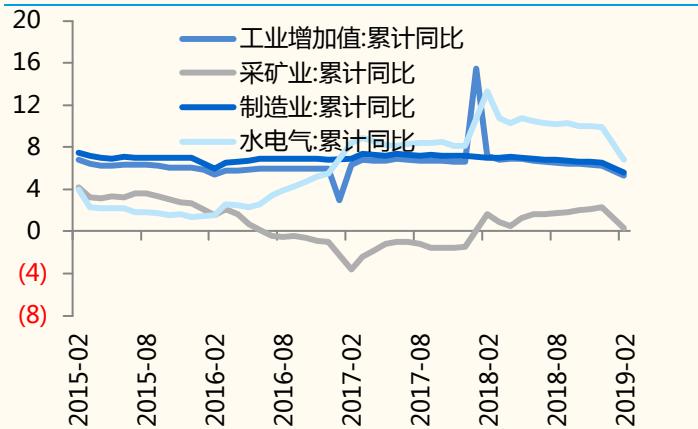
3) 通用专用设备制造有所回落。其中通用设备制造业累计同比下降至 4.4% (前值 7.2%)，专用设备制造业累计同比下降至 10.0% (前值 10.9%)。

4) 轻工业分化。其中农副食品加工业累计同比上升至 6.3% (前值 5.9%)，食品制造累计同比下降至 6.0% (前值 6.7%)，纺织业工业累计同比下降至 0.2% (前值 1.0%)。

5) 传统制造业依然好于去年同期水平。黑色金属冶炼及压延加工业增加值累计同比上升至 7.5% (前值 7.0%)，有色金属冶炼及压延加工业累计同比上升至 9.3% (前值 7.8%)，非金属矿物制品业累计同比上升至 8.8% (前值 4.6%)。

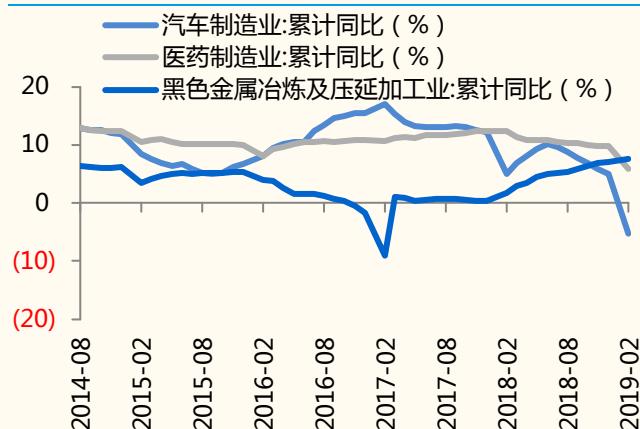
(3) 规模以上工业企业出口交货累计同比下降。规模以上出口交货值累计同比下降至 4.2% (前值 8.5%)。

图表 3：工业增加值累计同比下降



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 4：汽车、医药制造业累计同比下降



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

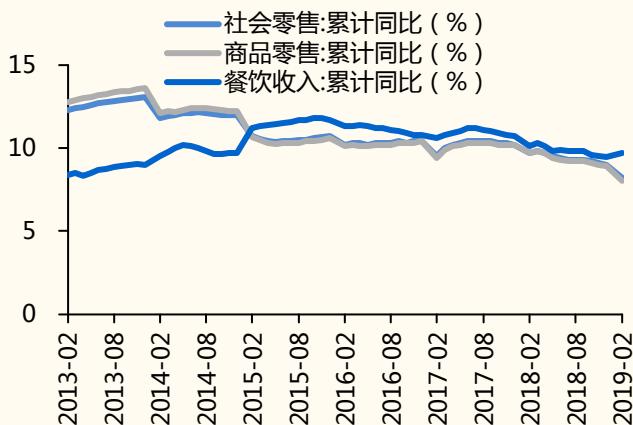
3、社会消费品零售依然偏弱，预计 19 年社零增速下滑。2 月社会消费品零售总额累计同比低于去年及去年同期水平，表明社会消费品零售总额依然偏弱。分项上看，大部分消费分项同比均低于去年同期水平，其中地产链条、石油制品以及汽车消费是主要拖累项。2019 年名义 GDP 增速下行，预计社零增速下滑。

(1) 地产链条整体下行。建筑装潢材料累计同比回落至 6.6% (前值 8.1%)；家具累计同比大幅下降至 0.7% (前值 10.1%)；家电累计同比上升至 3.3% (前值 8.9%)。

(2) 中西药消费增速上行，石油及制品类消费增速下行。通讯类消费同比上升至 8.2% (前值 7.1%)；中西药同比上升至 10.3% (前值 9.4%)；石油及制品类消费大幅下滑至 2.5% (前值 13.3%)。

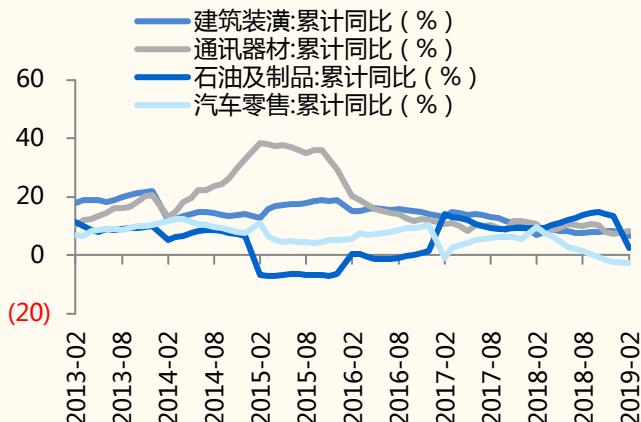
(3) 汽车消费跌幅依然较大。汽车消费累计同比跌幅扩大至-2.8%（前值-2.4%）。

图表 5：消费累计同比下降



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 6：地产产业链、升级型消费均下滑



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

风险提示：

1. 财政宽松力度不足，减税降费力度不够或者执行力度不够，难以对冲经济下行压力，导致企业盈利进一步下降，失业等问题加剧；
2. 货币政策短期过紧导致名义利率上升，同时物价下滑，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；
3. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；
4. 房地产市场持续收紧，叠加资管新规严格执行程度超预期，可能造成部分金融机构出现风险，从而导致系统性风险发生概率上升；
5. 中美贸易摩擦升温，对双方需求形成较大冲击；美联储如果加息速度和幅度高于市场预期，将推升美元大幅上升，资本流入美国，新兴市场将再度面临资本流出，可能诱发风险。

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_13688

