



1-2 月经济数据点评

经济企稳回暖有待政策效应显现

证券分析师

陈骁 投资咨询资格编号
S1060516070001
010-56800138
CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN

魏伟 投资咨询资格编号
S1060513060001
021-38634015
WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

研究助理

杨璇 一般证券从业资格编号
S1060117080074
010-56800141
YANGXUAN659@PINGAN.COM.CN

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

■ 工业增加值增速续创新低

1-2 月工业生产仍然延续下行趋势，汽车与高新技术相关行业工业生产的弱势大概率受到内外需疲弱的负面影响（今年 1-2 月出口增速同样非常低迷）；在需求较弱的背景下，企业也具有主动去库的倾向，进一步导致了生产端的弱势。展望来看，考虑到全球经济仍继续下行、国内增值税减免尚未落地、小微民营企业融资困境尚未得到显著改善，短期内工业生产将继续延续弱势，下半年随着政策支持进一步落地之后，可能会出现企稳。考虑到基数因素，预计 3 月工业增加值增速略升至 5.4%。

■ 投资增速反弹，但制造业投资增速明显下滑

1-2 月房地产投资增速的回升较为超预期，预计主要受施工面积增速上升推动。但在当前销售、拿地、新开工、资金面均显著走弱的背景下，预计房地产投资增速即将进入下行阶段。

基建投资增速去年底继续回升。今年政府工作报告对于铁路、公路水运、水利方面基建投资的规划力度较去年并无显著提升，但区域城市基建（粤港澳大湾区、雄安新区等）有望成为投资增长的重要力量。此外，纳入地方专项债计算的广义财政赤字率升至 4.98%，较去年提高 1 个百分点，能够为基建提供资金支持；且我们不排除政府就特殊基建项目发行特别国债的可能性。不过，当前地方政府仍有巨大的存量隐性债务压力，虽然江苏镇江城投的化债方案进一步稳固了当前城投的刚兑信仰，但年内地方政府新增债务的空间有限。总体而言，我们认为基建投资将在积极财政政策的支持下有望实现两位数的反弹，但反弹力度将小于上一轮基建增速的高点。

今年制造业投资增速的下滑在预期之内。一方面，去年 9 月企业利润增速开始明显下滑，企业融资端的改善也尚不显著（目前 1-2 月社融增速仅小幅回升，M1 增速也还尚处于明显较低的水平）；另一方面，实体经济还未出现明显的企稳迹象，在这样的背景下企业对于进一步扩张产能也将趋于谨慎。

综合来看，今年投资增速应该仍趋于下行，预计 3 月投资增速会小幅下降至 5.9%。

■ 消费增速弱反弹，后续可能会有政策支撑

1-2 月消费增速弱反弹，其中房地产相关消费和石油制品消费下滑显著，而汽车销售增速低位回升。目前宏观经济尚未出现明显的回暖迹象，房地产带来的财富效应仍趋于减弱，在这样的背景下，居民的消费偏好可能将继续偏谨慎。不过值得一提的是，增值税税率下调落地后可能促进汽车等大额消费品的销售，进而对整体的社零增速带来一定提振效应。短期来看，预计 3 月消费增速降至 8.1%。

一、工业增加值增速续创新低

今年 1-2 月工业增加值增速 5.3%，较去年 12 月的 5.7% 下滑 0.4 个百分点，续创金融危机以来新低，从走势上看，工业增加值增速继续延续去年 9 月开始的下滑趋势。不过本次工业增加值增速的下滑一定程度也有高基数的负面影响，去年 1-2 月工业增加值增速 7.2%，增速水平相对较高。

三大行业中，制造业增加值增速较去年 12 月上升 0.1 个百分点，采矿业和电力燃气水的生产供应业分别下滑 3.3、2.8 个百分点。细分领域，发电量增速进一步下探（延续去年下半年开始的下行趋势），带动上游的原煤产量增速也有较大下滑；钢铁行业生产端仍然保持景气，生铁、粗钢、钢材产量增速较 12 月均有上升，且继续保持上升趋势；建材行业生产端有所走弱，水泥和平板玻璃产量增速均有极大下滑，但平板玻璃产量增速仍保持明显的上行趋势；汽车产量增速继续保持明显低迷态势，1-2 月 -15.1%，较上期下滑 0.2 个百分点；机械设备制造等高新技术相关行业生产端有所走弱，通用设备、专用设备、非汽车交运设备、电气机械、计算机通信电子制造业工业增加值增速均有不同程度下滑，其中通用设备、计算机通信电子制造增速在 1-2 月降幅显著，而非汽车交运设备制造、电气机械制造的工业增加值增速仍保持升势，这应该是受到基建增速回暖的相应支持。

综合来看，1-2 月工业生产仍然延续下行趋势，汽车与高新技术相关行业工业生产的弱势大概率受到内外需疲弱的负面影响（今年 1-2 月出口增速同样非常低迷）；在需求较弱的背景下，企业也具有主动去库的倾向，进一步导致了生产端的弱势。展望来看，考虑到全球经济仍继续下行、国内增值税减免尚未落地、小微民营企业融资困境尚未得到显著改善，短期内工业生产将继续延续弱势，下半年随着政策支持进一步落地之后，可能会出现企稳。考虑到基数因素，预计 3 月工业增加值增速略升至 5.4%。

图表1 工业增加值增速短期继续下探



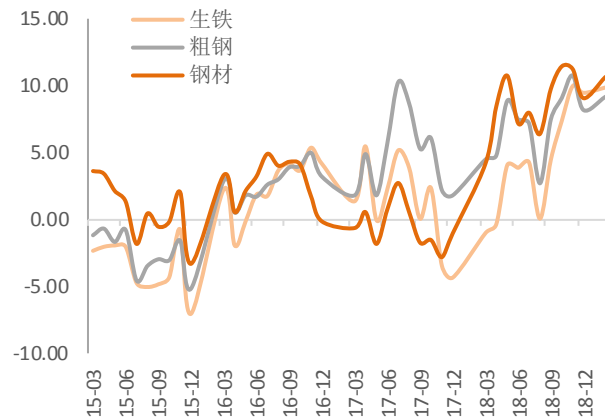
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表2 工业增加值长期走势（金融危机以来新低）



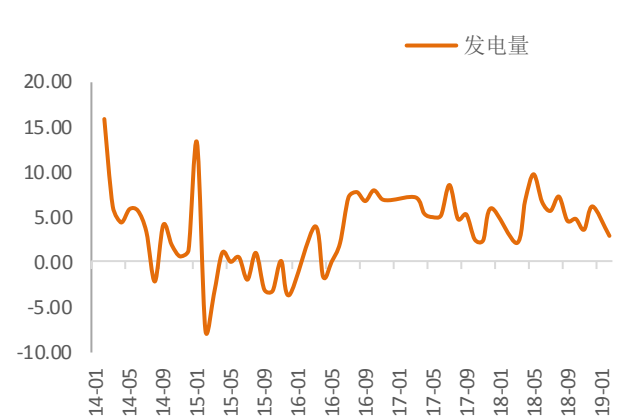
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表3 生铁粗钢钢材产量增速走势 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 发电量增速走势 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、 投资增速回升，但制造业投资增速大幅下滑

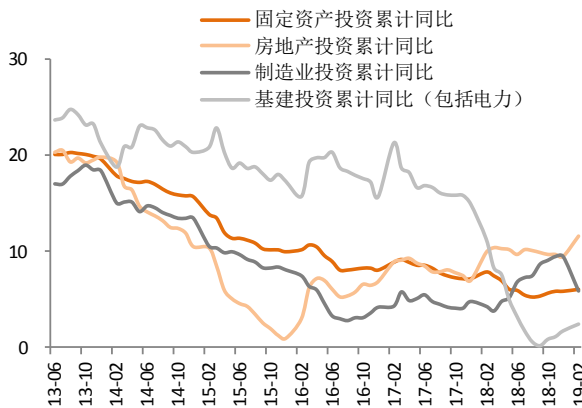
今年 1-2 月固定资产投资增速较去年上升 0.2 个百分点至 6.1%，其中房地产投资增速上升 2.1 个百分点至 11.6%，基建投资增速（包括电力）上升 0.7 个百分点至 2.5%，制造业投资增速大幅下滑 3.6 个百分点至 5.9%。我们预计 3 月投资增速会小幅下降至 5.9%，具体分析如下：

1-2 月房地产投资增速的回升较为超预期，不过预计该指标即将进入下行阶段。1-2 月房地产投资增速的上升应该主要受施工面积增速上升推动，不过从 1-2 月购置土地面积增速大幅下滑 48.3 个百分点至 -34.1%、房屋新开工面积增速大幅下滑 11.2 个百分点至 6.0%、销售面积和销售额增速分别下滑 4.9 和 9.4 个百分点至 -3.6% 和 2.8%、房企资金来源增速下降 4.2 个百分点至 2.1% 来看，当前房地产行业的景气度走弱显著，而在销售、拿地、新开工、资金面均走弱的背景下，预计房地产投资增速即将进入到下行阶段。

1-2 月基建投资增速虽然与去年全年增速水平相比继续回升，但是与去年 12 月单月 7.7% 的增速水平相比却有明显下滑。三大行业中，交通运输仓储邮政业、电热力燃气水的生产供应业投资增速较去年明显提升，但水利环境公共设施投资增速明显下滑。今年政府工作报告对于铁路、公路水运、水利方面基建投资的规划力度较去年并无显著提升，但区域城市基建（粤港澳大湾区、雄安新区等）有望成为投资增长的重要力量。此外，纳入地方专项债计算的广义财政赤字率升至 4.98%，较去年提高 1 个百分点，能够为基建提供资金支持；且我们不排除政府就特殊基建项目发行特别国债的可能性。不过，当前地方政府仍有巨大的存量隐性债务压力，虽然江苏镇江城投的化债方案进一步稳固了当前城投的刚兑信仰，但年内地方政府新增债务的空间有限。总体而言，我们认为基建投资将在积极财政政策的支持下有望实现两位数的反弹，但反弹力度将小于上一轮基建增速的高点。

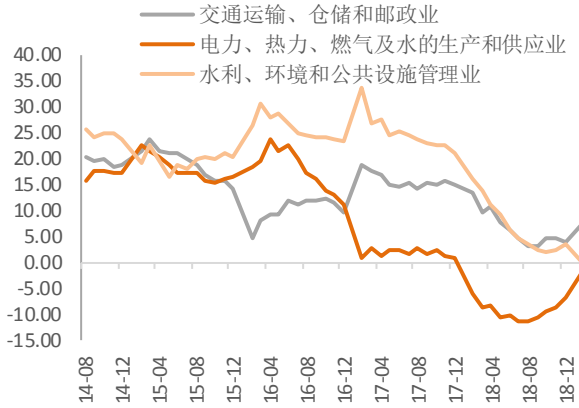
今年制造业投资增速会较去年下滑属于预期之内。一方面，去年 9 月企业利润增速开始明显下滑，企业融资端的改善也还尚不显著（目前 1-2 月社融增速仅小幅回升，M1 增速也还尚处于明显较低的水平），另一方面，实体经济还未出现明显的企稳迹象，在这样的背景下企业对于进一步扩张产能也将趋于谨慎。

图表5 固定资产投资增速走势



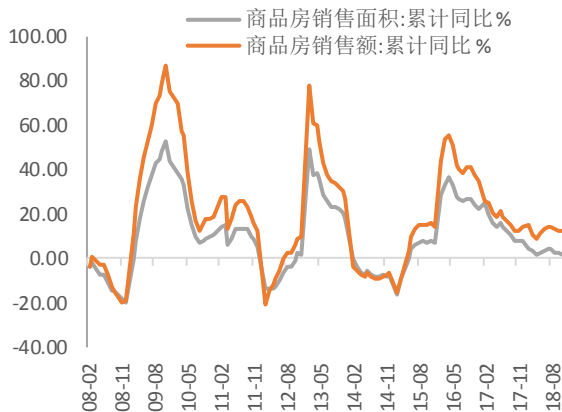
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 基建三大子行业增速走势



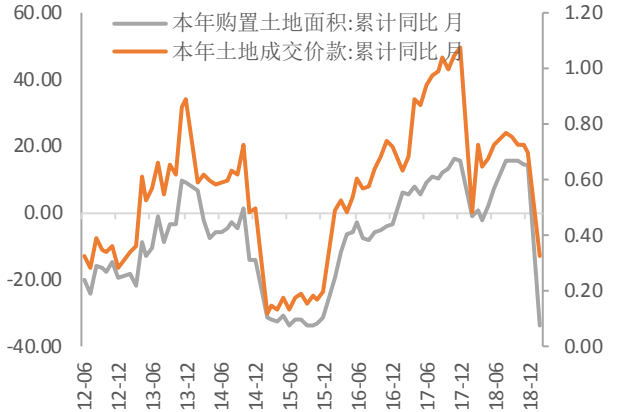
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 商品房销售面积与销售额增速 (%)



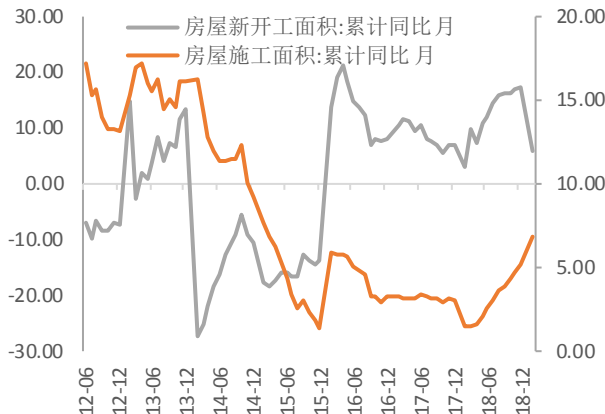
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 土地成交价款与购置土地面积增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 房屋新开工与施工面积增速 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 房企资金来源增速



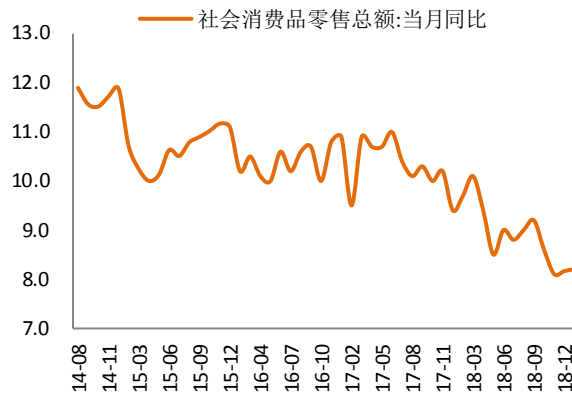
资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、消费增速弱反弹，后续政策面可能会有支撑

1-2月社零消费增速较去年12月略回升0.04个百分点至8.2%，整体上消费增速仍然延续下行趋势。结构上，餐饮收入较上期上升0.7个百分点至9.7%，商品零售仍然较上期略下滑0.04个百分点至8.0%。商品消费中，房地产相关消费和石油制品消费下滑显著，而汽车销售增速在1-2月有低位反弹：房地产相关消费中，家电、家具、建材消费增速分别大幅下滑10.6、12.0、2.0个百分点至3.3%、0.7%、6.6%；受油价影响，1-2月石油制品消费增速下滑3.3个百分点至2.5%；1-2月汽车销售增速反弹5.7个百分点至-2.8%，但增速水平仍然非常低迷。

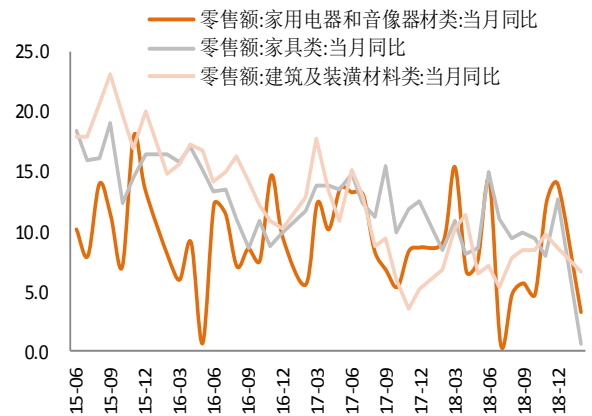
目前宏观经济尚未出现明显的回暖迹象，房地产带来的财富效应也仍趋于减弱，居民的消费偏好可能将继续偏谨慎。不过值得一提的是，增值税税率下调落地后可能会对汽车等大额消费品，进而对整体的社零消费带来一定支撑。短期预测来看，预计3月消费增速降至8.1%。

图表11 社零消费增速 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 房地产相关消费增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

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_13689

