

宏观点评

经济再下行，关键是节奏，继续提示四大超预期——兼评 1-2 月经济数据

事件：1-2 月规模以上工业增加值同比增长 5.3%（预期 5.6%，前值 6.2%）；1-2 月社会消费品零售总额同比增长 8.2%（预期 8.2%，前值 8.2%）；2 月城镇调查失业率 5.3%，前值 4.9%；1-2 月固定资产投资同比增长 6.1%（预期 6.1%，前值 5.9%），其中：房地产投资累计同比增长 11.6%，前值 9.5%；制造业投资累计同比增长 5.9%，前值 9.5%；基建投资累计同比增长 4.3%，前值 3.8%。

核心观点：经济已然下行，政策托底效果尚待显现。

1、总体看，剔除春节效应后，1-2 月工业生产微降、投资小幅回升、消费持平前期、失业率创一年来新高，经济下行压力凸显。

- 前 2 月规模以上工业增加值增速较去年全年降 0.9 个百分点，主因春节错位；
- 基建投资自 2018 年 10 月以来连续回升，后续反弹力度取决于地方各级政府及金融机构的积极性；制造业投资高位回落，企业盈利是硬约束；
- 房地产投资超预期走高，土地购置费摊销应是主因。往后看，鉴于政府工作报告对房地产调控总体偏松，房地产投资会大概率回落但不会大降，预计全年增速有望在 4%-6% 以上。
- 消费走平，汽车消费增速降幅收窄是主支撑。往后看，考虑到居民配置能力变弱（比如居民“净储蓄”逐季下滑），今年消费大概率整体走软。

2、经济下行已无悬念，关键是下行节奏。维持此前判断，2019 年 GDP 增速上半年逐步回落、下半年走平，二季度压力最大。鉴于政府工作报告 5 次提及要“确保经济运行在合理区间”，意味着全年增长 6% 是最低要求。

3、往后看，我国政策总基调仍是强化底线思维和逆周期调控思维。维持我们年度报告观点，继续提示四大可能的超预期，尤其是未来一两月要密切跟踪地方政府积极性是否回升。

- 1) **超预期一：钱从哪里来？——改“游戏”规则。**提示关注国内货币派生机制的转变以及可能的中央加杠杆；
- 2) **超预期二：钱往哪里去？——孕育中的新经济。**重点关注“硬科技”及可能的知识产权资本化（尤其是研发投入高、专利多、知识产权多的公司）；
- 3) **超预期三：改革找活力？——可期待的三方向。**往后看，国企改革、土地制度改革、资本深化值得期待，其中国改、金融供给侧结构性改革是重点；
- 4) **超预期四：谁会去执行？——各方积极性提升。**2019 年，各地区各部门各机构的积极性是关键，继续建议关注四个跟踪维度（各部委出台的政策；表外融资走势；PPP 落地情况；微观调研、基建相关行业的订单情况）。

风险提示：金融监管态度反复；政策执行力度不及预期；中美经贸冲突超预期恶化。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 王梅卿

邮箱：wangmeili@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《社融大概率就此企稳，经济底何时出现？——兼评 2 月金融数据》2019-03-10
- 2、《猪价起、油价涨、货币松，今年 CPI 会“破 3”吗？——兼评 2 月通胀》2019-03-10
- 3、《2019 年政府工作报告 10 信号》2019-03-05
- 4、《从 2 月 PMI 看新开工》2019-02-28
- 5、《金融的大转变——政治局第十三次集体学习会议点评》2019-02-24
- 6、《寻找超预期——2019 年宏观经济展望》2019-01-09



内容目录

剔除节日效应后，工业生产微降，节后复工较为平稳.....	3
基建投资再回升，制造业投资高位回落，房地产投资超预期高增.....	4
失业率创新高，消费增速难言企稳.....	6
全年看，GDP 大概率先下后平，继续提示四大超预期可能.....	6
风险提示.....	8

图表目录

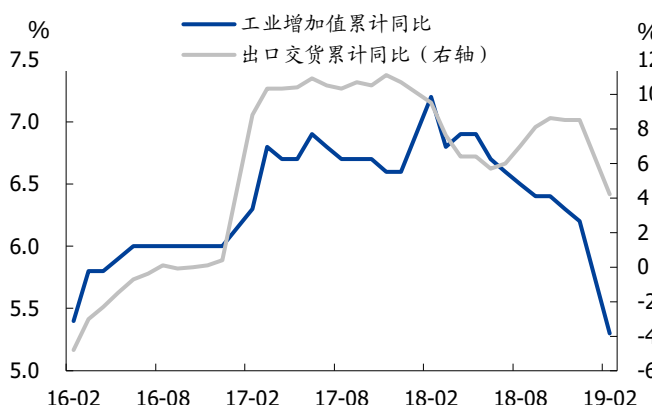
图表 1: 受春节效应扰动，1-2 月工业增加值累计同比大幅下滑.....	3
图表 2: 1-2 月工业增加值环比低于去年年末水平.....	3
图表 3: 2 月全国高炉开工率高于去年同期.....	3
图表 4: 3 月上旬 6 大发电集团日均耗煤量高于去年同期.....	3
图表 5: 去年 8-9 月地方政府专项债净融资额激增.....	4
图表 6: 中国建筑新签合同额同比增速有所回升.....	4
图表 7: 2018 年制造业新增意向投资累计额同比增速持续下行.....	5
图表 8: 企业盈利下行是约束制造业投资的关键变量.....	5
图表 9: 房地产 1-2 月施工面积增速继续回升.....	5
图表 10: 土地购置面积累计同比增速出现断崖式下跌.....	5
图表 11: 汽车零售增速降幅收窄，地产链消费跌幅明显.....	6
图表 12: 制造业、非制造业从业人员指数自去年下半年以来持续下行.....	6
图表 13: 社融存量增速领先实际 GDP 约半年.....	7
图表 14: 社融存量增速领先名义 GDP 约 1-3 个季度.....	7

剔除节日效应后，工业生产微降，节后复工较为平稳

2019年1-2月规模以上工业增加值同比增长5.3%，较2018年全年下滑0.9个百分点；剔除春节效应后规上工业增加值同比增长6.1%，较前期下滑0.1个百分点。

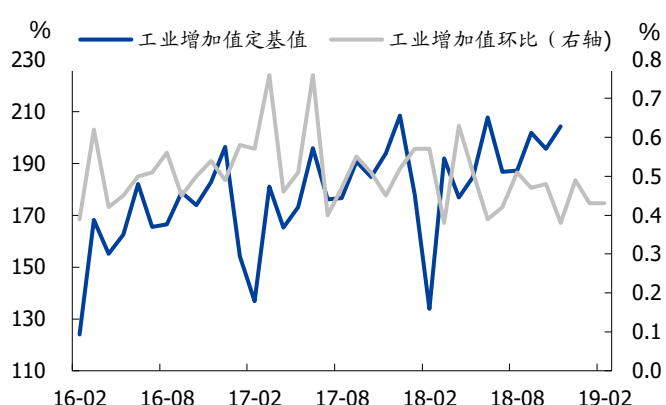
由于2019年春节是2月5日，比2018年春节提前了11天，因此今年春节对工业生产的影响基本集中反映在2月，导致前两月工业生产增速相较前期大幅下滑。但剔除春节效应后，工业生产同比增速仍有所下滑，经季调后的环比增速也低于去年12月的水平，表明工业生产增速确实在继续放缓。

图表1：受春节效应扰动，1-2月工业增加值累计同比大幅下滑



资料来源：Wind，国盛证券研究所

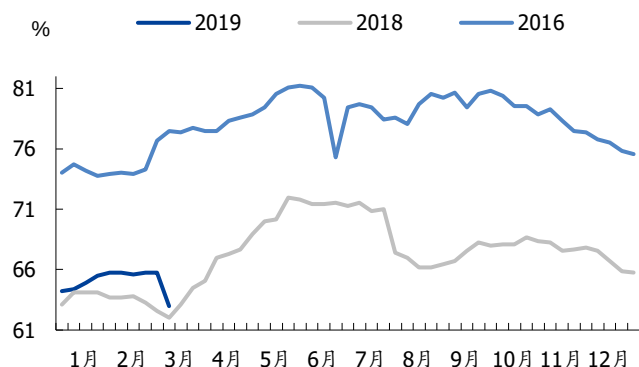
图表2：1-2月工业增加值环比低于去年年末水平



资料来源：Wind，国盛证券研究所

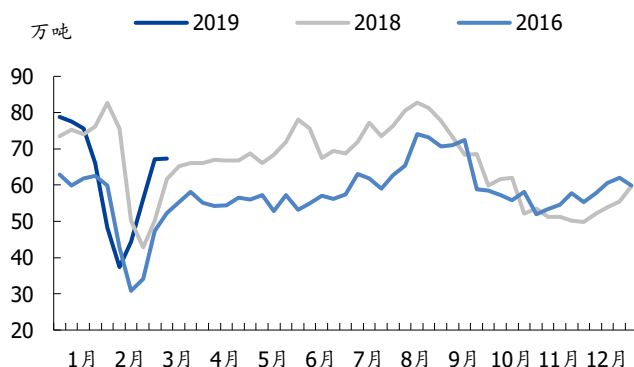
从中观高频数据来看，今年节后复工节奏较为平稳，3月工业增加值增速大概率回升。1-2月全国高炉开工率均高于去年同期，从侧面反映了环保限产的边际放松，这也与1-2月钢材产量同比增速走高相印证（1-2月钢材产量同比增长10.7%，比去年12月高1.6个百分点）。受两会召开、高炉检修等因素影响，3月第1周高炉开工率较2月末有明显下滑，但我们认为这是短期扰动。此外，从6大发电集团日均耗煤量来看，尽管1月、2月日均耗煤量同比分别降低7%和14%，但这主要受到春节错位因素的影响。与春节日期较为接近的2016年相比，截止当前，6大集团日均耗煤量显著高于2016年同期。

图表3：2月全国高炉开工率高于去年同期



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表4：3月上旬6大发电集团日均耗煤量高于去年同期



资料来源：Wind，国盛证券研究所

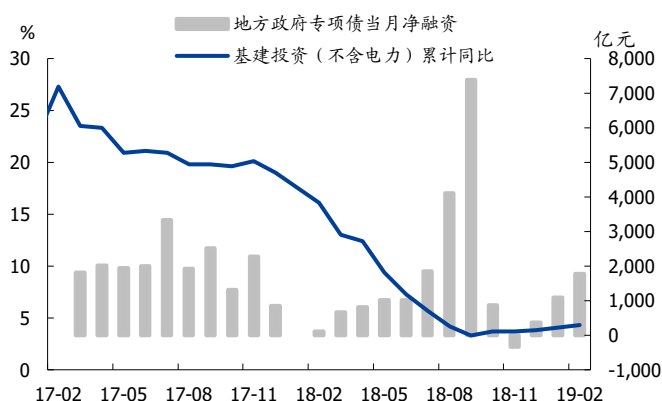
基建投资再回升，制造业投资高位回落，房地产投资超预期高增

今年1-2月固定资产投资同比增长6.1%，较2018年全年投资增速提升0.2个百分点，其中基建投资（不含电力）同比增长4.3%，增速比2018年全年提高0.5个百分点；制造业投资同比增长5.9%，增速回落3.6个百分点，结束了去年4月以来连续9个月上行或持平的态势。

基建投资再回升，后续反弹力度取决于地方各级政府及金融机构的积极性。2019年1-2月基建投资（不含电力）同比增长4.3%，包含电力的基建投资同比增速为2.5%，均为连续第5个月上行。去年8-9月地方政府专项债集中发行，一定程度上支持了基建投资的止跌企稳。从中国建筑新签合同额来看，去年全年增速为4.6%，今年1月增速回升至7.5%。往后看，2018年基建拟建项目季度同比分别为19.8%、2.8%、7.9%和-5.1%，全年同比增长5.3%。按照基建项目落地周期1年左右判断，2季度可能是基建投资增速的低点。

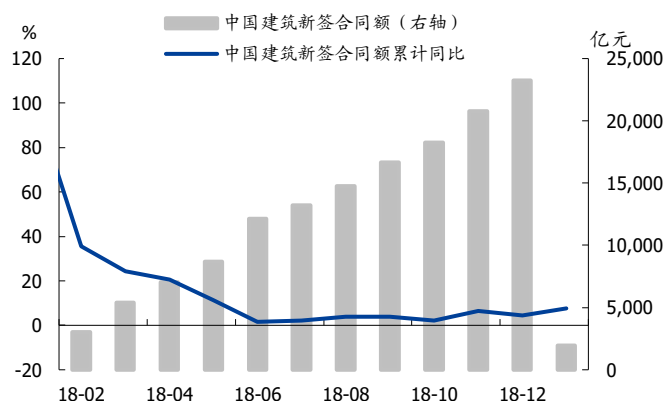
2018年上半年基建投资的快速下跌，主要源于中央对地方政府违规债务、不合规PPP项目的清理，从资金来源及地方政府积极性两个维度压制了基建投资。2019年政府工作报告从财政资金（地方专项债）、民间资本、项目资本金三方面扩充了基建资金来源，包括提高财政赤字率及地方专项债上限、有序推进政府和社会资本合作以及适当降低基础设施等资本项目金比例。我们认为，随着监管层在一定程度上松绑非标融资、地方城投债，资金对基建投资力度的约束将边际减弱，决定后续基建投资反弹幅度的关键变量将是地方各级政府及金融机构的积极性。

图表5：去年8-9月地方政府专项债净融资额激增



资料来源：Wind，国盛证券研究所

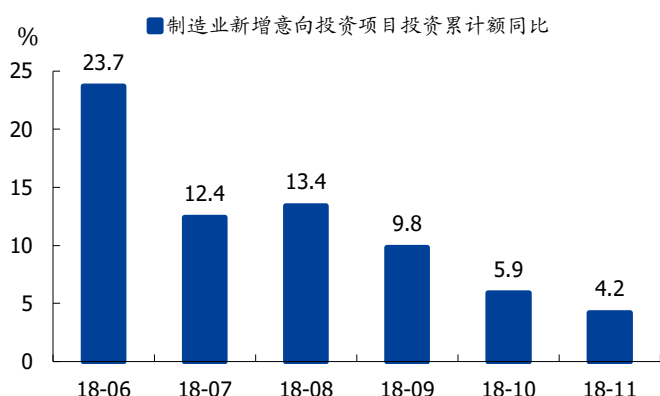
图表6：中国建筑新签合同额同比增速有所回升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

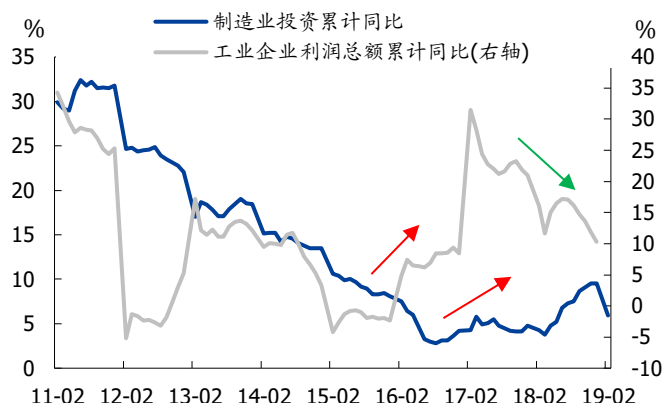
制造业投资高点回落，盈利下行约束企业产能扩张意愿，上半年制造业投资增速下行压力较大。今年1-2月制造业投资同比增长5.9%，较2018年全年回落3.6个百分点。我们在前期报告《本轮制造业投资反弹的动力与可持续性20181105》中已提示到，自2016年9月以来的制造业投资增速反弹，无论是上行时长，还是上行幅度，均已持平前两轮产能扩张周期。考虑到终端需求走弱、企业盈利增速早已从2017年初开始下行，制造业企业投资意愿下滑。2018年下半年开始，制造业新增意向投资累计额同比增速持续下行，跌入个位数增长。以制造业投资项目约6个月的落地周期计算，今年上半年制造业投资增速将面临一定的下行压力。

图表7: 2018年制造业新增意向投资累计额同比增速持续下行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 企业盈利下行是约束制造业投资的关键变量

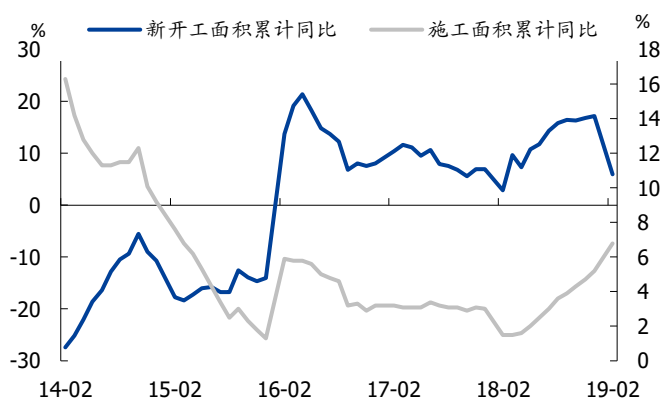


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

地产投资超预期高增, 应为前期土地购置费、施工提速所致, 其持续性存疑。今年 1-2 月房地产投资同比增长 11.6%, 较 2018 年全年上升 2.1 个百分点, 创下 2014 年 12 月以来的增速新高。考虑到 1-2 月房地产新开工面积增速大幅下滑(1-2 月 6%, 前值 17.2%), 施工面积增速连续第 10 个月回升(1-2 月 6.8%, 前值 5.2%), 二者综合作用下, 房地产建安投资增速可能略有上升, 1-2 月地产投资的高增大概率还是前期土地购置费摊销所致。

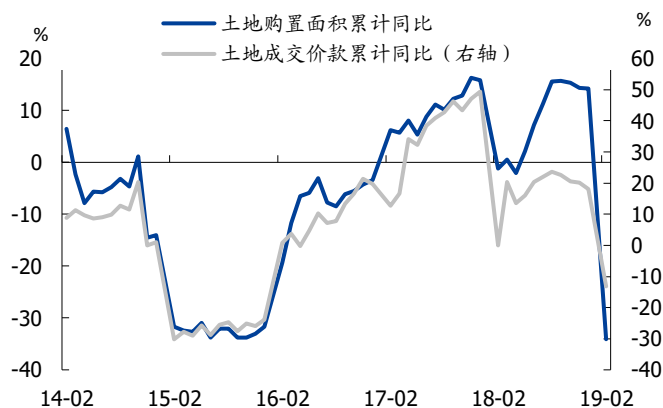
往后看, 一方面, 随着交房日期临近, 今年房地产竣工面积增速有望回升, 一定程度上支撑建安投资; 另一方面, 由于土地购置面积增速自去年 9 月以来就持续下滑, 1-2 月更是出现断崖式下跌, 土地购置费对地产投资的拖累作用将逐渐显现。综合二者考虑, 今年地产投资增速可能将逐季回落。此外, 考虑到今年政府工作报告中删去了“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”、继续强调要“落实城市主体责任”, 同时房地产税立法由去年的“稳妥推进”改为今年的“稳步推进”, 倾向于认为, 今年房地产调控基调较去年有所松动, 各地还是有可能结构化、差异化、区域化放松各自调控力度。因此, 地产投资仍有一定支撑, 增速中枢虽将下行, 但下行幅度有限。

图表9: 房地产 1-2 月施工面积增速继续回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表10: 土地购置面积累计同比增速出现断崖式下跌



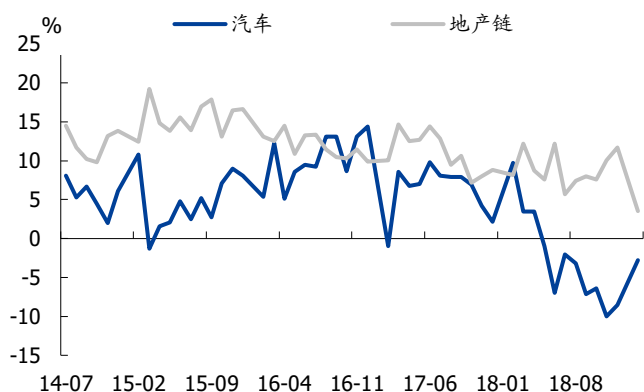
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

失业率创新高，消费增速难言企稳

2019年1-2月社会消费品零售总额同比增速8.2%，与去年12月增速持平。从各行业零售总额增速来看，地产链销售增速降幅明显，家电、家具和建筑装潢1-2月销售增速分别为3.3%、0.7%和6.6%，较去年12月分别下滑11、12、2个百分点。社零增速得以持平于前期，主要源于汽车增速降幅收窄，从去年12月的-8.5%回升至-2.8%。

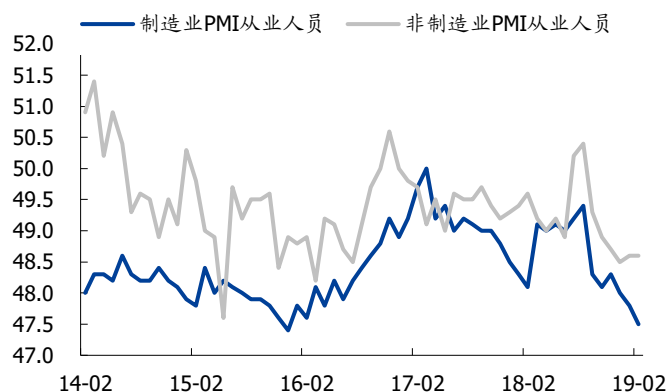
然而，消费受到当期收入、未来收入预期及当前消费意愿等众多因素影响，总体看来是经济增长的同步指标。自去年下半年以来，随着我国经济下行压力增大，国内就业形势逐步严峻，制造业、非制造业PMI指数均持续下行。截止今年2月，制造业PMI从业人员分项指数为47.5%，创下2016年1月以来的新低；非制造业PMI从业人员分项指数为48.6%，为2016年4月以来的次低（最低值为48.5%）。相应地，2月城镇调查失业率达到5.3%，为自2018年以来的最大值。在今年的政府工作报告中，首次将就业优先政策置于宏观政策层面。这也从侧面反映了“稳就业”确已成头等大事。在就业压力缓解之前，消费增速恐将继续下行。

图表 11: 汽车零售增速降幅收窄，地产链消费跌幅明显



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 制造业、非制造业从业人员指数自去年下半年以来持续下行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

全年看，**GDP** 大概率先下后平，继续提示四大超预期可能

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_13692

