

## 数据真空下的经济基本面表现

证券研究报告  
2019年03月07日

作者

年初以来，实体经济数据处于真空期，市场在国内资金面宽松、美联储鸽派转向、社融增速脉冲式反弹、中美贸易谈判缓和、改革政策集中落地等诸多有利环境下，出现了风险偏好提升驱动的上漲。随着3月中下旬的固投、产出、消费、出口等实体经济数据依次公布，本轮躁动将开始接受基本面的考验，业绩表现将成为市场在下一阶段的核心。

根据我们的观察，1-2月高频数据反映国内工业部门生产端偏弱，内需外需尚可，房地产开工不佳，增速或回落至个位数，基建投资相对较好，增速有望进一步小幅回升。预计1-2月固定资产投资增速从2018年全年的5.9%小幅回落至5.5%左右，断崖式下滑的可能性不大。

从名义增速的角度来看，经济短周期难言见底，或仍处于库存周期主动去库存阶段，PPI尚处于底部震荡状态，5月之后仍有进一步回落的风险，后续要密切关注出口增速下滑对国内经济的拖累。

我们维持年度报告《胜而后战：2019年中国宏观经济和策略展望》中的判断：预计经济增速在3季度之后阶段性企稳。

**风险提示：**高频数据受季节性影响，可能和宏观数据不一致；一季度经济韧性超预期，引发前期宽松政策方向微调

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 联系人  
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

年初以来，实体经济数据处于真空期，市场在国内资金面宽松、美联储鸽派转向、社融增速脉冲式反弹、中美贸易谈判缓和、改革政策集中落地等诸多有利环境下，出现了风险偏好提升驱动的上涨。随着3月中下旬的固投、产出、消费、出口等实体经济数据依次公布，本轮躁动将开始接受基本面的考验，业绩表现将成为市场在下一阶段的核心。

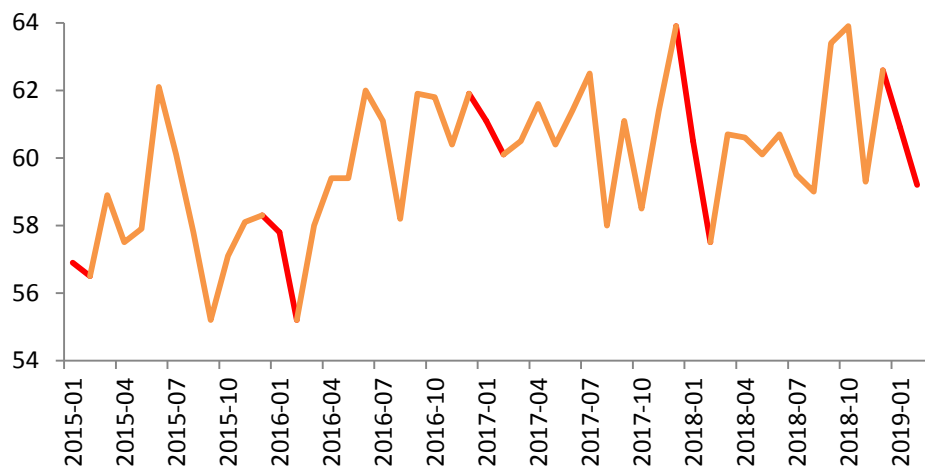
因此，在数据真空期的尾声，我们通过分析1-2月高频数据，来观察开年以来的经济基本面表现，为基本面可能存在的预期修正做好准备。整体来看，年初以来建筑业的开工需求不温不火，房地产新开工不旺，但基建开工相对较好。制造业方面数据好坏参半，工业生产还在放缓，但没有发生断崖式下跌的风险。外需方面，1季度韧性尚可，2季度的压力较大。

从名义增速的角度来看，经济短周期难言见底，仍处于主动去库存阶段，PPI尚处于探底状态，5月之后仍有进一步回落的风险，后续要密切关注房地产开发投资回落和出口增速下滑对国内经济的拖累是否会超预期，全年仍然维持年度报告《胜而后战：2019年中国宏观经济和策略展望》中的判断：预计经济增速在3季度之后阶段性企稳。

## 一、建筑业不温不火，房地产新开工不旺，基建开工相对较好

**第一，建筑业景气度方面**，1、2月建筑业PMI因春节效应出现回落，但近5年来仅低于2017年同期水平，景气度不低。

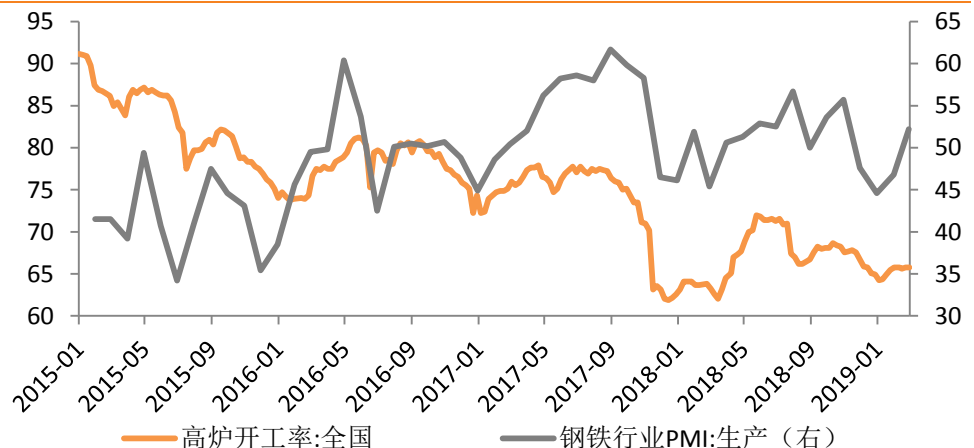
图1：2月建筑业PMI处于近5年同期次高点



资料来源：WIND，天风证券研究所

**第二，钢材方面，生产和库存双升，库存去化较慢。**生产上，1-2月钢铁行业生产端小幅回暖，高炉开工率小幅上升，钢铁业PMI生产指数反弹。

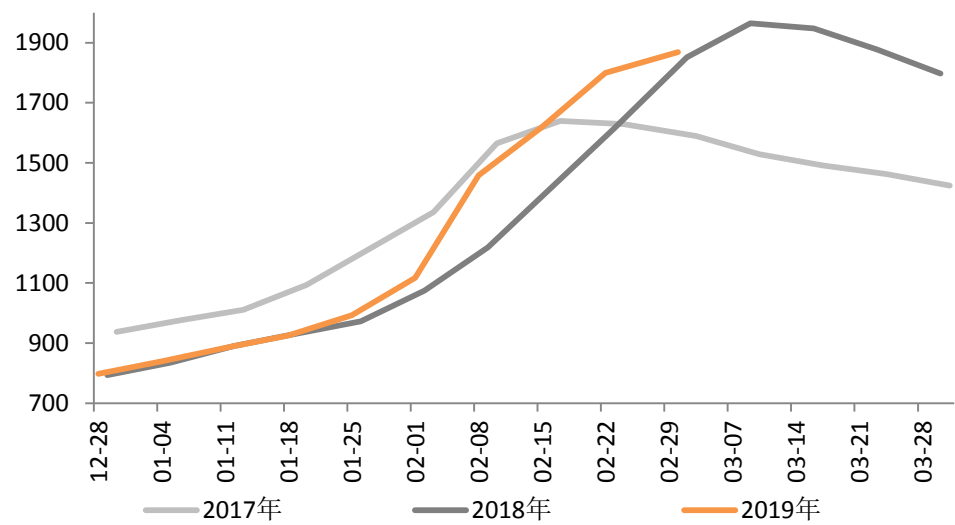
图2：钢铁行业高炉开工率小幅回升（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

库存上，钢材生产加强的同时库存被动回补幅度也更大，1-2月主要钢材品种库存的回补幅度超过了2017和2018年同期，且2019年春节较2018年提前将近两周，但库存去化时间并未明显提前，截至上周末（3月1日）仍未进入去库存状态。

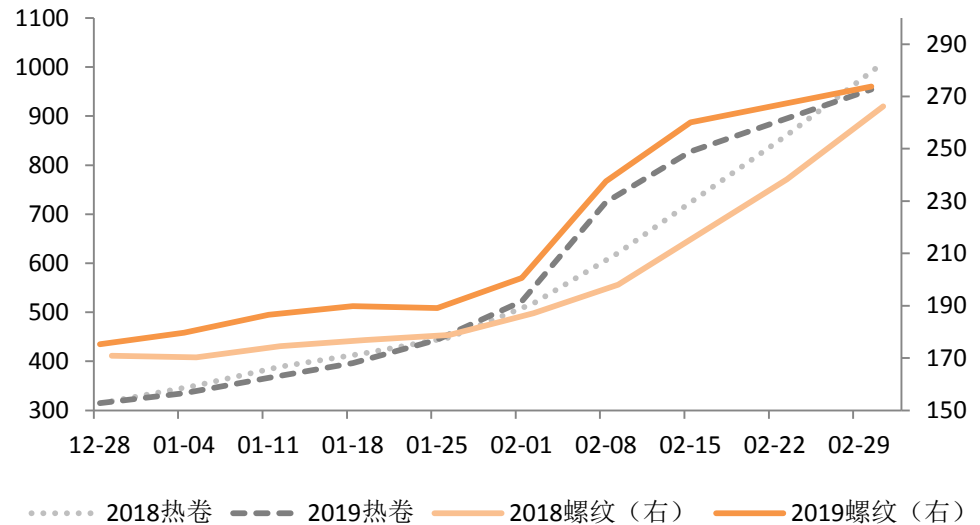
图3：1-2月钢材产品库存回补幅度较往年更大（万吨）



资料来源：WIND，天风证券研究所

钢材品种上，建筑业开工阶段消耗量较大的螺纹钢回补幅度超过了主要用于制造业的热轧板卷，可见建筑业的整体开工需求处于不温不火的状态。

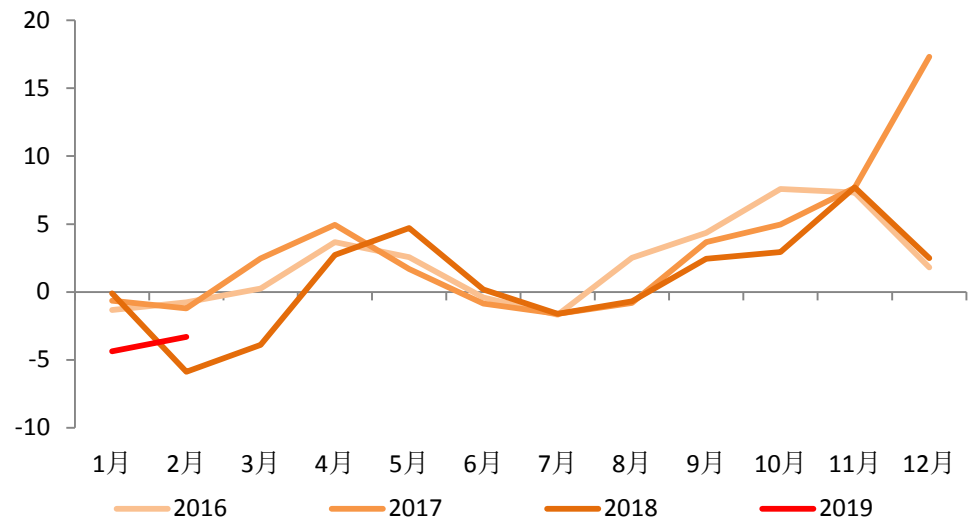
图4：螺纹钢库存回补幅度超过热卷



资料来源：WIND，天风证券研究所

第三，水泥价格环比增速低于往年。由于无法长期储存，水泥价格主要随需求波动，一般春秋两季为需求旺季，期间环比价格一般出现上涨，夏冬淡季环比价格则趋于下跌。今年1、2月全国水泥价格指数分别环比下跌4.4%和3.3%，1-2月累计下跌7.6%，为2016年以来最差。水泥价格大幅下滑与年初以来南方部分地区降雨量较大有一定关系，但其他地区价格环比同步回落也暗示需求端仍然不强。

图 5：1-2 月水泥价格环比增速低于往年（%）



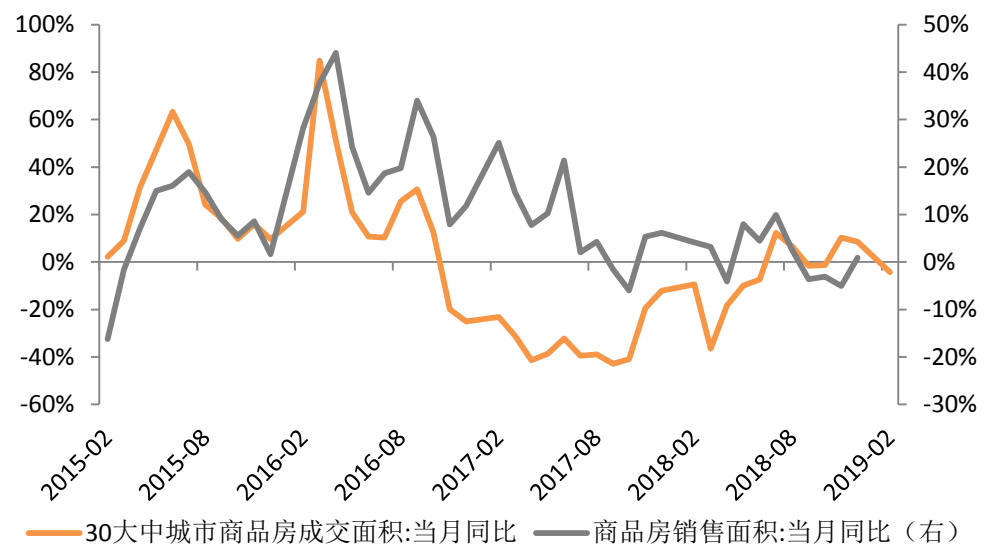
资料来源：WIND，天风证券研究所

从以上开年以来的数据看，整个建筑业（包括地产和基建）的开工需求不温不火。对于房地产和基建各自的开工情况，需要具体分析。

对于房地产的开工情况，我们从房地产销售和挖掘机销量的数据入手。

第一，从房地产的销售来看，1-2 月 30 大中城市商品房成交面积同比下滑 4.2%，增速较 2018 年 12 月下滑 12.7%，对应全国商品房销售面积增速可能小幅转负。

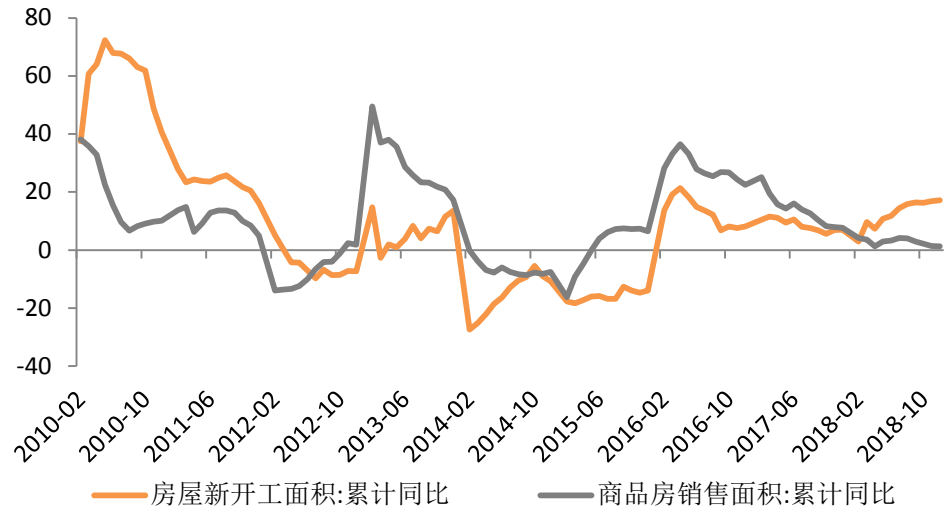
图 6：1-2 月商品房销售面积增速可能小幅增长



资料来源：WIND，天风证券研究所

参考历史规律，房屋新开工面积增速一般略微滞后或同步于商品房销售增速，2018 年出现分化的主要原因在于政策收紧下房企普遍采取了高周转策略，加快了“开工—推盘—预售—回款—再开工”的过程，因此销售不振但新开工持续加速（详见报告《如何理解最近一年房地产数据“异常”》）。2019 年，预计这一分化将逐渐收敛，房企施工或转向以竣工端的建安投资为主。预计 2019 年 1-2 月房屋新开工增速大概率较 2018 年年底（17.2%）明显回落，但仍能保持个位数正增长。

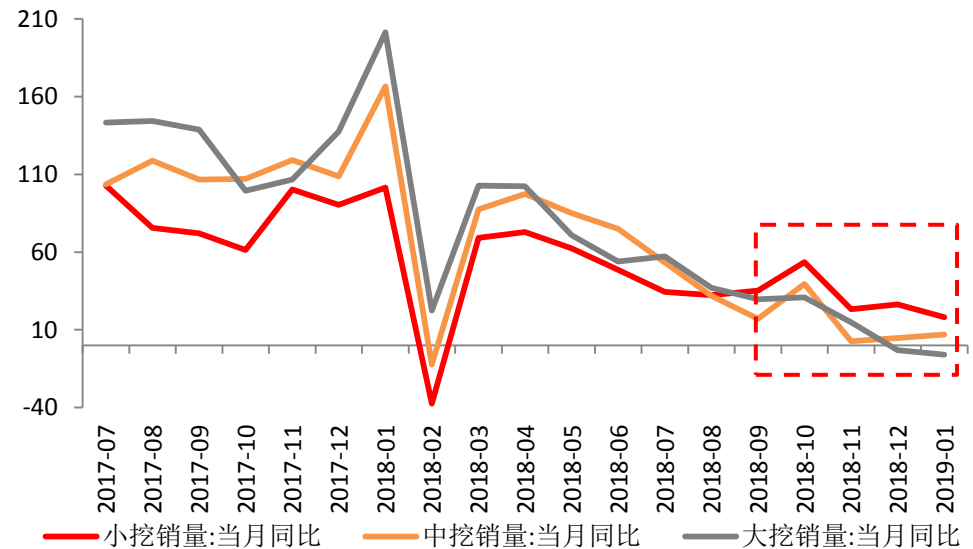
图 7：1-2 月房屋新开工面积增速可能随销售一同回落



资料来源：WIND，天风证券研究所

第二，从挖掘机的销量来看，今年 1-2 月同比增长 40%，去年同期增速为 14%，销售增速大超预期。从挖掘机的类型来看，1 月小挖（0-13t）销量同比增长 18.1%，中挖（13-30t）和大挖（30t 以上）分别增长 6.9%和-5.9%，说明销售超预期的主要贡献为小挖高增长。由于小挖主要用于农村基建、市政园林环保等项目，而房地产施工则以中挖为主，反映出基建开工状况好于房地产。

图 8：小挖销量增速明显高于中挖和大挖



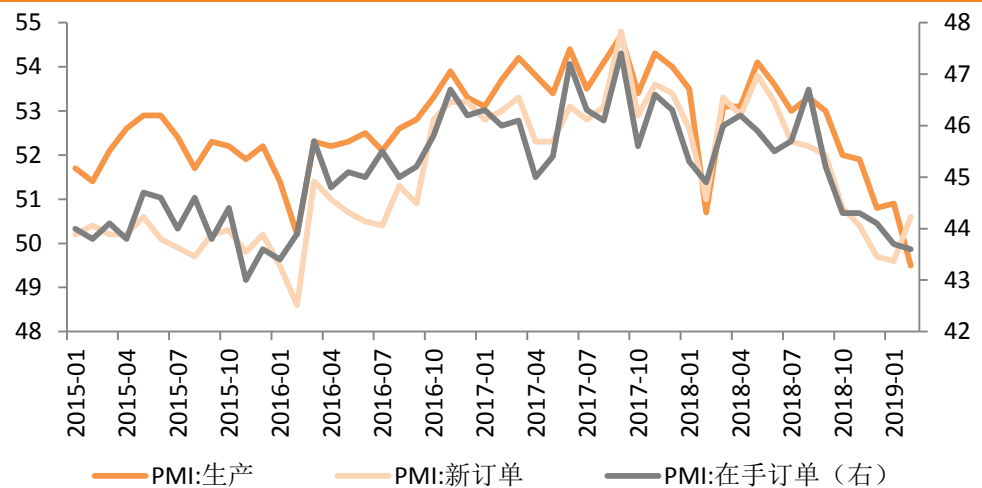
资料来源：WIND，天风证券研究所

由于年初以来建筑业的整体开工需求不差，但房地产新开工情况可能不佳，因此基建的开工状况可能相对较好。预计 1-2 月基建投资（全口径）增速在 2018 年底 2%的基础上进一步小幅反弹。另外，基建的资金来源有一定好转。第一，地方政府专项债提前发行，根据中国债券信息网的数据，1-2 月新增专项债发行额约为 3260 亿，去年同期则几乎没有发行；第二，1 月信贷新增企业中长期贷款达到 1.5 万亿创历史新高，预计 2 月增量与往年同期相比也不差，由于房企开发贷仍然受政策限制，年初中长期贷款较大比例会投放到基建项目配套中；第三，1-2 月城投债净融资共 1820 亿，去年同期仅为 420 亿。

## 二、制造业数据好坏参半，工业生产放缓，但没有断崖式下跌风险

1-2月制造业 PMI 数据喜忧参半：生产指数回落至荣枯线以下至 49.5，为 2009 年月月以来首次；新订单指数重回荣枯线以上至 50.6，但在手订单指数由 1 月的 43.7 进一步回落至 43.6。结合前面的钢铁高炉开工率回升，整体来看，年初以来工业生产有所放缓，但没有断崖式下跌的风险。

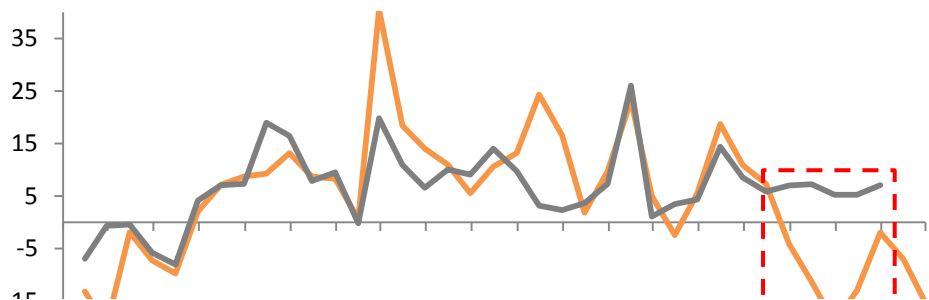
图 9：制造业 PMI 生产项回落至近十年低点，新订单回升，在手订单回落



资料来源：WIND，天风证券研究所

1-2月6大发电集团日均发电耗煤量保持负增长，且2月增速较1月进一步下滑，反映工业生产端偏弱。但需要注意的是，如果参考更低频但样本更全面的“重点电厂煤耗”情况，2018年8月后即与6大发电集团走势出现背离，从现实情况看重点电厂耗煤增速与发电量增速走势较为一致，因此6大发电集团耗煤增速的可参考性有待后续观察。

图 10：6大发电集团耗煤增速回落，可参考性待观察（%）



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\\_13875](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13875)

