

经济下行幅度或低于预期

——2月经济数据前瞻

报告摘要

● **消费不振、通胀走低、盈利下滑，经济下行的压力仍在。**春节期间消费不及预期，年初汽车销售未显著回暖，消费延续弱势。地产销售下行，房企拿地意愿趋弱，土地购置费下滑或大幅拖累地产投资。需求乏力之下，通胀水平难有起色，企业盈利压力不减。春节错位，进出口1月的强势反弹大概率调转。

● **但逆周期调控继续发挥作用，经济下行幅度或低于预期。**地方债与城投债加速发行，基建投资继续回升；民企融资环境改善，高科技行业景气度较好，制造业投资短期仍有望维持高增速；整体固定资产投资或保持平稳。银行信贷延续了较为迅猛的势头，社融或再超预期。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

钱伟

wqian@cebm.com.cn

	指标		2月预测	前值
生产	工业增加值	当月同比	5.6% ↓	5.7%
	工业企业利润	累计同比	1% ↓	10.3%
消费	社零	当月同比	8.1% ↓	8.2%
投资	整体	累计同比	5.8% ↓	5.9%
	房地产	累计同比	7% ↓	9.5%
	制造业	累计同比	9.6% ↑	9.5%
	基建（不含电力）	累计同比	5.2% ↑	3.8%
贸易	出口	当月同比	-0.7% ↓	9.1%
	进口	当月同比	-3.9% ↓	-1.5%
通胀	CPI	当月同比	1.3% ↓	1.7%
	PPI	当月同比	0.4% ↑	0.1%
金融	社融	当月新增	18000亿 ↓	46352亿
	信贷	当月新增	13000亿 ↓	32300亿
	M2	累计同比	8.5% ↑	8.4%
	社融增速	累计同比	10.7% ↑	10.4%



一、基建先行，投资平稳

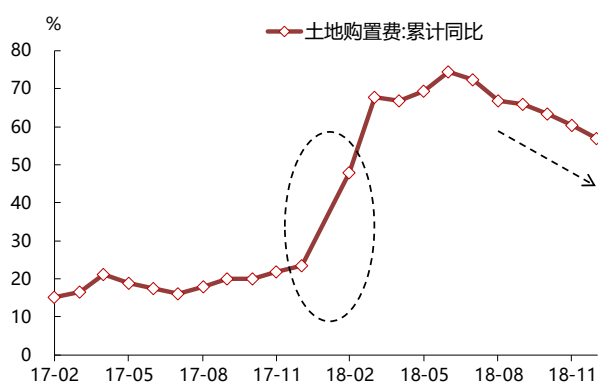
土地购置费高基数或导致房地产投资大幅下滑。1-2月30大中城市新房成交面积下滑6%左右，克瑞统计的百强房企销售额也出现大幅负增，部分城市调控边际放松、贷款利率松动并未使楼市显著回暖。由于新开工面积与施工面积在短期仍有保障，建安投资有一定韧性。房企拿地意愿趋弱，土地购置费增速大概率延续之前回落的趋势。由于去年同期土地购置费出现大幅飙升，基数抬升使得1-2月地产整体投资承受明显压力（图表1）。中性假设下，房地产投资累计同比从去年的9.5%下滑至7%左右，但未来边际恶化幅度将减缓。

制造业投资高增速有望保持。虽然工业企业利润增速自去年三季度开始回落，但对于制造业投资的影响有一定滞后。短期来看，三方面因素仍对制造业投资增速形成支撑：第一，1月社融增速企稳，企业中长期贷款上升；第二，随着“六稳”政策措施的推进，企业经营预期改善，PMI中生产经营活动预期指数处于阶段性高点；第三，高技术制造业景气继续领跑，对投资有带动作用。预计1-2月制造业投资增速小幅上升至9.6%（2018年全年9.5%）。

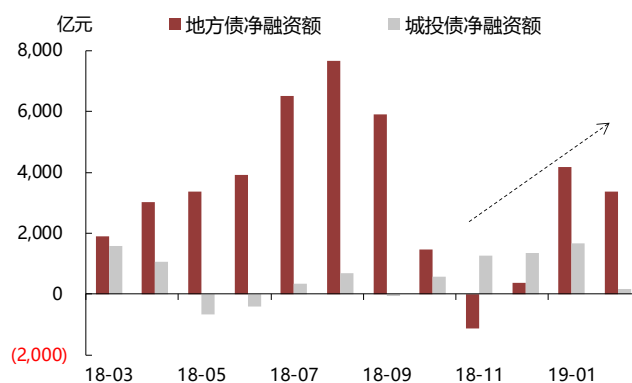
地方债密集发行，基建投资继续回升。资金支持方面，1月份地方债发行超过4000亿元，2月超过3600亿元，城投债1月净融资额也超过1600亿元（图表2）。项目批复方面，发改委等部门自去年7月开始批复的投资总额超过1.3万亿，草根调研显示2月开始部分项目已经开始动工。资金与项目均支撑基建投资继续反弹。但由于春节因素与天气原因，1-2月基建投资增速上升幅度仍然较小，预计为5.2%（2018年全年3.8%，2018年12月为4.8%）。

假设其他部分投资符合季节性规律，1-2月总体固定资产投资累计增速小幅回落至5.8%（2018年全年5.9%）。

图表 1：2018 年 1-2 月土地购置费增速大幅上行，目前土地购置费增速趋势性回落



图表 2：近期地方债与城投债融资额上升



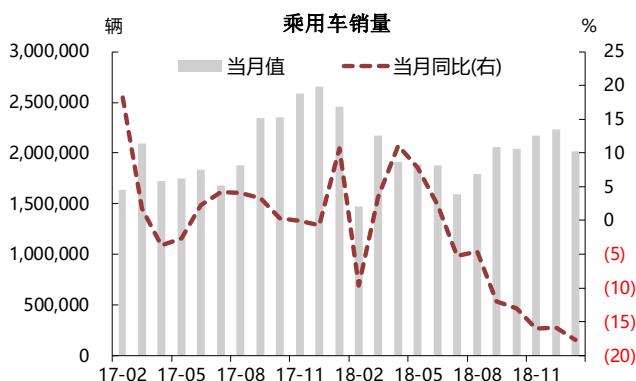
资料来源：Wind，莫尼塔研究

资料来源：Wind，莫尼塔研究

二、春节消费不及预期，社零或小幅回落

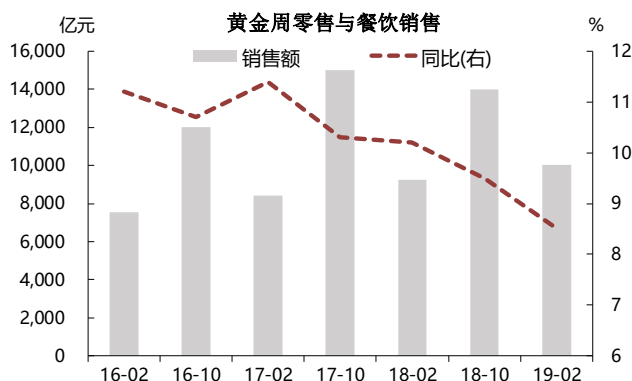
中汽协数据显示，2019年1月乘用车销量同比下滑17.7%，较2018年12月继续走低（图表3）。莫尼塔草根调研显示，1月销量虽然季节性回暖，但是由于部分经销商在2018年3月之前仍以自有资金继续执行汽车购置税优惠，使得去年年初的销售基数压力仍然较大，因此1季度汽车消费拖累的缓解或有限。商务部数据显示，2019年春节黄金周期间，全国零售和餐饮企业实现销售额约10050亿元，同比增长8.5%，低于2018年10.2%的水平（图表4），电影票房、旅游人数也不及预期。此外，年初通胀水平有所走低，也对社零名义增速起到一定抑制。预计1-2月社零增速小幅下滑至8.1%（前值8.2%）。

图表 3：1月汽车销售继续下滑



资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 4：黄金周零售与餐饮销售增速回落

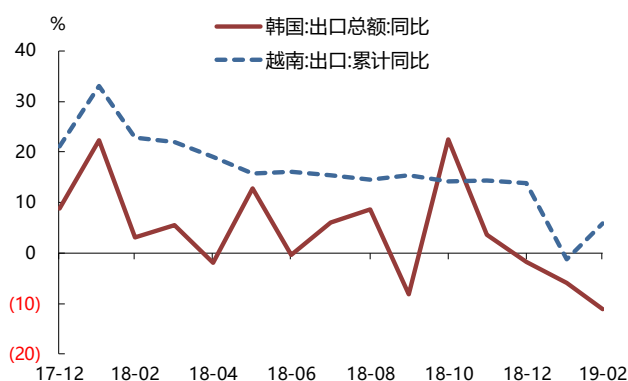


资料来源：Wind，莫尼塔研究

三、春节错位影响，进出口季节性下滑

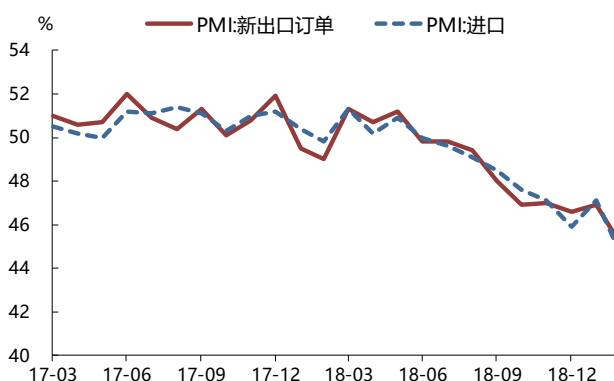
三方面因素指向2月进出口将出现回落。第一，外部需求仍在走弱。2月美国、欧元区与日本的制造业PMI分别回落2.4、1.2、与1.4个百分点，欧元区与日本降至荣枯线以下。韩国2月出口同比下滑11.1%，降幅扩大，越南出口同比回升至5.9%，但仍低于2018年全年水平（图表5）。第二，春节错位导致季节性回落。1月进出口反弹，与春节之前集中进行生产与贸易有关，2月则面临季节性回落。2月统计局PMI中新出口订单与进口分项均明显回落（图表6）。第三，人民币兑美元汇率在2月份同比升值6.7%，较1月扩大1.1个百分点，对出口也有一定抑制。不过，随着中美贸易谈判积极进展，也需要关注进口超季节性提升的可能性，但2月美东和美西航线的进口集装箱指数暂时未出现异动情况，影响可能尚未体现。综合来看，预计2月进口（美元计价）增速回落至-3.9%（前值-1.5%），出口增速回落至-0.7%（前值9.1%）。

图表 5：韩国与越南 2 月出口增速仍在低位



资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 6：PMI 进出口相关分项走弱



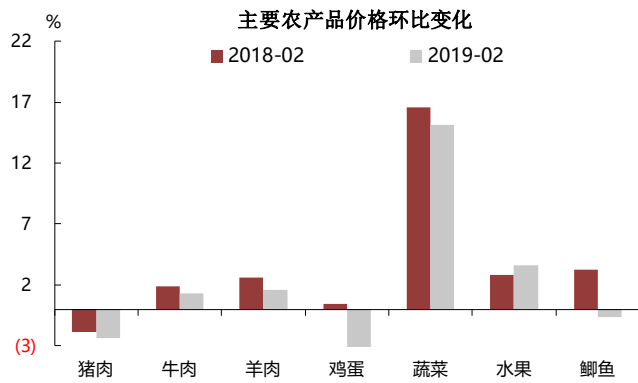
资料来源：Wind，莫尼塔研究

四、CPI 下滑，PPI 略升

食品价格大幅拖累，CPI同比下滑至1.3%（前值1.7%）。春节前后整体食品价格表现均不及去年，显示背后消费需求或较弱。整个2月，除了水果价格表现稍好，猪肉、牛肉、羊肉、鸡蛋、蔬菜、鱼类等环比涨幅均显著低于2018年同期（图表7）。预计CPI食品分项同比出现负增，边际上拖累CPI约0.5个百分点。由于油价继续反弹，非食品部分价格将小幅回升。

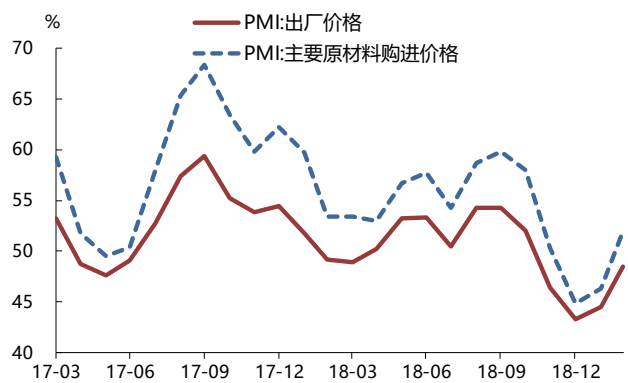
油价大幅反弹，基建预期升温，PPI环比降幅进一步收窄。截至2月中旬，50种流通资料价格环比转正，PMI中原材料购进价格指数继续反弹（图表8），PPI环比有望转正，预计2月PPI同比为0.4%。第一，2月布伦特原油价格环比上升7%，而去年2月环比下跌超过5%，能化产业链价格回暖。第二，铁矿石受到供给冲击，带动钢铁等价格走高。第三，基建预期升温，复工节奏或快于去年，水泥等建材价格环比跌幅弱于去年同期。

图表 7：农产品价格走势弱于去年同期



资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 8：原材料购进价格指数走高



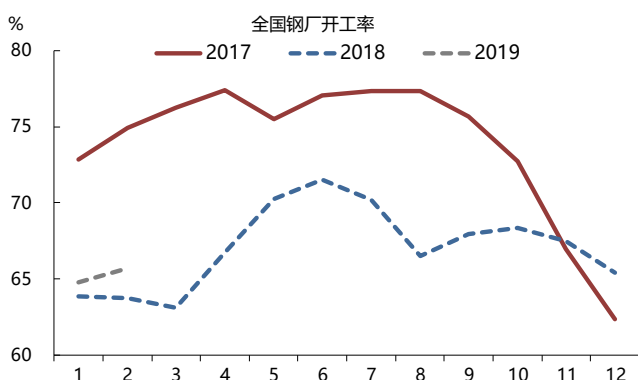
资料来源：Wind，莫尼塔研究

五、工业生产略好于去年，利润继续下滑

1-2月唐山钢厂高炉开工数量与全国钢厂高炉开工率的情况略好于2018年（图表9），但发电耗煤量同比有所走低，2月PMI中生产指数也有所回落（图表10）。基建节奏虽有所加快，但由于天气和春节影响，对生产的支撑作用在年初可能尚不明显。整体来看，工业生产可能略低于去年同期，预计1-2月工业增加值小幅回落至5.6%（前值5.7%）。

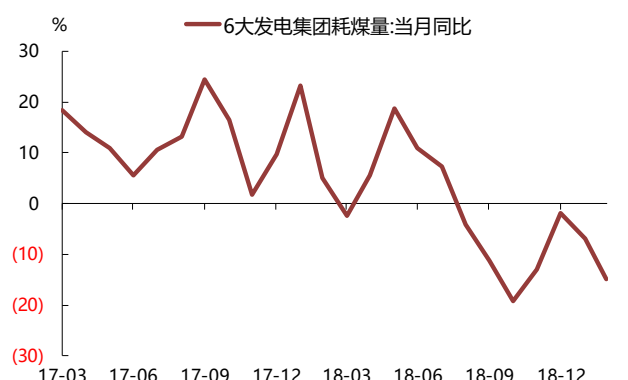
1-2月PPI累计同比可能维持在0.2%附近，工业增加值增速5.6%的水平也处于相对低位，虽然CPI中枢下降对成本端有一定改善，但企业利润仍然面临较大的下滑压力。预计2月工业企业利润累计同比降至1%左右（2018年全年为10.3%）。

图表 9：1-2 月钢厂开工情况好于去年同期



资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 10：1-2 月发电耗煤同比有所走弱



六、信贷与社融继续回暖

社融回暖的趋势在2月得到延续。莫尼塔草根调研显示，虽然受到春节影响，但2月信贷投放依然延续了比较迅猛的势头，**预计规模在1.3-1.6万亿元**。2月地方债发行规模超3600亿元，较去年同期大幅增长；企业债券与ABS等发行规模也保持在2000亿左右。监管压力趋于缓和，表外融资的收缩幅度有望继续缩小。**预计2月新增社融1.8万亿元，对应存量同比增速在10.7%左右**。M2增速小幅回升至8.5%。

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_13909

