

研究所

证券分析师：
021-60338120樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

经济增速仍然下行但预期改善

——2月经济数据前瞻

相关报告

《论2019年经济的拐点：中国经济会出现资产负债表型衰退吗？》——2019-01-23

《12月经济数据前瞻：短期总需求仍然疲弱》——2019-01-01

《2019年中国宏观经济展望：山重水复与柳暗花明》——2018-12-04

《全球真实利率中期有趋势性回升可能：格林斯潘困境的终结》——2018-11-23

《10月经济数据前瞻：总需求持续下滑》——2018-10-31

投资要点：

2月28日公布的中国制造业PMI继续下滑至49.2，我们认为短期经济仍处于下行之中。房地产、制造业投资和外需可能继续拖累总需求。但是伴随着政府财政货币政策对于经济支撑作用的显现和社融增速的同比持续回升，市场对于中期中国经济的预期已经在显著改善。

- **PMI持续下滑，去库存继续。**2月PMI下滑到49.2，创出新低。春节和季节性的因素可能对数据造成了影响，实际的经济下行仍然相对温和。从细项数据上看，虽然生产指数仍然比较疲弱，新订单指数出现了意外的反弹。从产成品库存子指数的下滑来看，经济可能继续处在去库存的过程中。大企业PMI领先中小企业PMI反弹与2015年经济刺激时期类似，或说明信用扩张和经济触底在进行之中。
- **投资仍有下行，消费可能阶段性企稳。**从房地产销售和土地购置等高频数据来看，开发商资金链比较紧张并可能继续导致房地产投资下行；在财政政策调整之后，基建投资和一些新基建的项目有望继续温和支撑经济；但是企业盈利下滑等因素有可能继续影响制造业投资。汽车零售高频数据的好转或表明零售难以继续走弱。然而海外经济的放缓和春节错位的影响可能导致出口增速显著回落。从进口PMI子指数来看，进口增速可能仍在低位徘徊。
- **通胀持续回落，广义社融同比回落。**虽然成品油价有所上调，但是猪肉价格偏弱仍然比较显著的压制CPI。考虑到近期监管可能在《资管新规》执行等领域有所放松，信托和委托贷款的温和恢复具有一定可持续性，而且地方政府债券继续保持较快的发行，我们预计包括了地方政府债的广义社融同比仍将持续反弹，并维持经济增长在2019年二季度末三季度初阶段性企稳的判断。

风险提示：经济下滑超预期，政策调整不达预期，中美关系持续恶化

内容目录

1-2 月主要经济数据预测:	4
PMI 指数显示短期经济仍处下行之中	4
1-2 月终端需求或持续下滑	5
1-2 月工业产出或持续下滑	9
PPI 反弹、CPI 回落	9
2 月广义社融同比有望延续反弹趋势	10

图表目录

图表 1: 主要经济指标预测	4
图表 2: PMI 指数.....	5
图表 3: PMI 主要分项数据	5
图表 4: 固定资产投资主要分项累计同比 (%)	6
图表 5: 工业企业利润增速 (%)	7
图表 6: 社会消费品零售总额 (%)	8
图表 7: PMI 出口订单和进口.....	9
图表 8: PPI 环比 (%) 和 PMI 原材料购进价格.....	10
图表 9: 国际油价和国内成品油价格.....	10

1-2 月主要经济数据预测:

图表 1: 主要经济指标预测

	12 月	01 月	02 月 (预测值)
GDP 同比 (%)	6.5 (3Q18)	6.4 (4Q18)	6.2 (1Q19)
工业增加值同比 (%)	5.7		5.2
固定资产投资名义累计同比 (%)	5.9		5.6
社会消费品零售总额名义同比 (%)	8.2		8.2
出口 (美元计价) 同比 (%)	-4.6	9.1	1.5
进口 (美元计价) 同比 (%)	-7.6	-1.5	-2
CPI 同比 (%)	1.9	1.7	1.2
PPI 同比 (%)	0.9	0.1	0.5
人民币新增贷款 (亿元)	10, 800	32, 300	8, 000

资料来源: Wind, 国海证券研究所

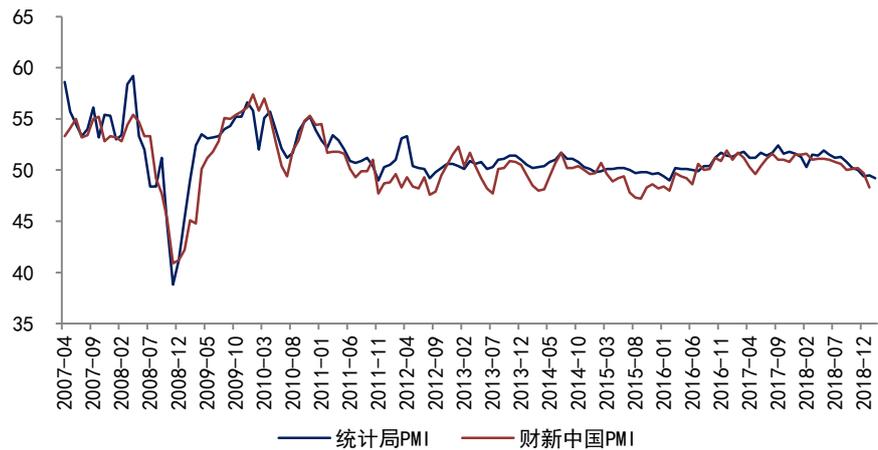
PMI 指数显示短期经济仍处下行之中

国家统计局公布的 2 月份 PMI 从上个月 49.5 下滑到 49.2, 继续低于临界点, 或说明经济仍处于下行之中。

当然, 季节和春节因素造成了 PMI 的一些扭曲, 实际经济下行的情况可能仍然是相对温和的。从细项数据上看, 虽然生产指数仍然比较疲弱, 新订单指数出现了意外的反弹。当然, 新出口订单仍在持续下滑, 既有全球经济增速有所放缓的影响, 也有前期贸易抢跑逐步趋于终结的影响。从产成品库存子指数的下滑来看, 经济可能继续处在去库存的过程中。

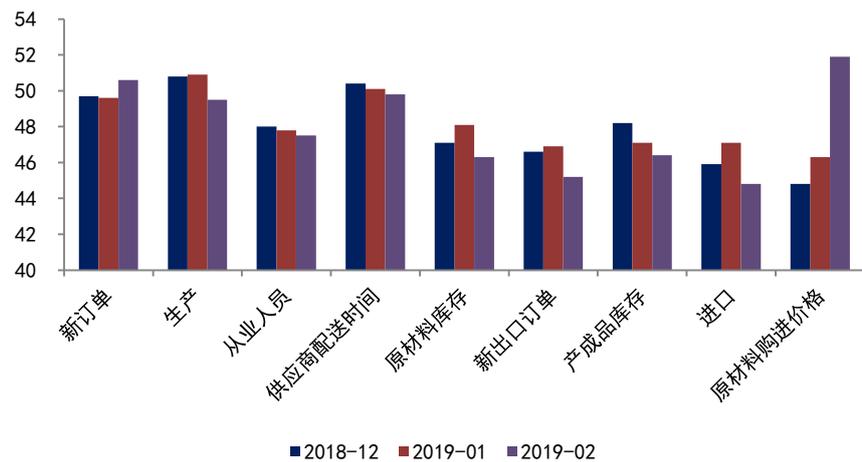
从企业类型上看, 大型企业 PMI 出现显著反弹、中型、小型企业 PMI 则持续下滑。这个情况和 2015 年 4 季度的情况有些类似, 当时中国政府已经通过货币和财政政策的扩张来推动经济复苏, 也是大型企业的 PMI 首先反弹, 而中小企业的 PMI 仍在下滑。如果历史经验可以参照, 信用的扩张和经济的触底或正在路上。

图表 2: PMI 指数



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图表 3: PMI 主要分项数据

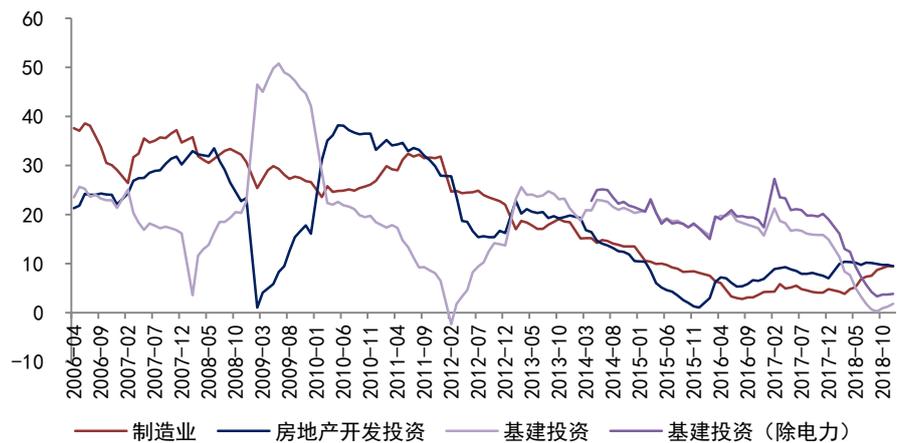


资料来源: Wind 国海证券研究所

1-2 月终端需求或持续下滑

从三大需求来看,我们预计 1-2 月终端需求或有仍有回落。受到房地产和制造业投资拖累,固定资产投资同比可能有所回落;但是在汽车零售好转的情况下,社会消费品零售同比有可能可以避免继续恶化;而受到春节错位因素影响,出口同比增速或显著回落。

图表 4: 固定资产投资主要分项累计同比 (%)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

房地产投资或持续下行, 调控政策持续微调

我们预计 1-2 月房地产投资同比可能有所下行。尽管 12 月份房地产开工面积仍然不错,但是在销售逐步放缓的情况下,房地产开发资金来源已经出现了负增长。从 1-2 月 30 城房地产的高频数据来观察,销售仍然显得比较疲弱;许多三四线城市在棚改货币化政策逐步退出后房地产销售下滑而返乡置业的热潮也明显降温;100 城土地购置面积同比也出现了明显的下滑,可能说明房地产开发商的资金链正在变的紧张。实际上,不少开放商在建筑达到预售标准之后出现停工以节约资金的现象,这可能意味着房地产的投资增速或持续下行。

当然,相关的房地产调控政策也在持续调整。从今年 1 月开始,海口、广州、西安、大连、常州等城市陆续发布了人才引进政策。例如,海口放宽人才落户的学历年龄限制;西安取消本科学历落户年龄限制;广州市放宽引进人才的落户限制。这些城市针对人才引进的新政策,对当地的房地产市场将产生短期的利好作用。杭州绿城建发沁园预售证均价达到 5.4 万元,超出杭州公寓产品 5 万元默认的天花板是否意味着限价措施正在悄悄退出值得关注。此外,房贷利率的下调和房贷额度的宽松也有望对房地产销售构成支撑。

我们预计短期而言房地产销售偏弱的情况可能难以显著改观,但是伴随着未来货币政策进一步调整和地方财政等方面压力的增加,房地产调控政策仍有一定放松空间。

基建投资或温和反弹

我们认为 1-2 月基建投资同比或略有回升。考虑到全国人大提前批转地方政府发债以及此前发改委加速进行项目审批,我们预计基建投资仍将维持温和反弹的态势。值得关注的是,本轮基建投资与以往相比,除了交通、能源、水利等传统基建之外,5G、人工智能、工业互联网等“新基建”则成为稳增长和促创新并驾齐驱的重要发力点。

然而,在土地出让金 2018 年大幅增长的情况下,伴随着房地产和土地市场的逐

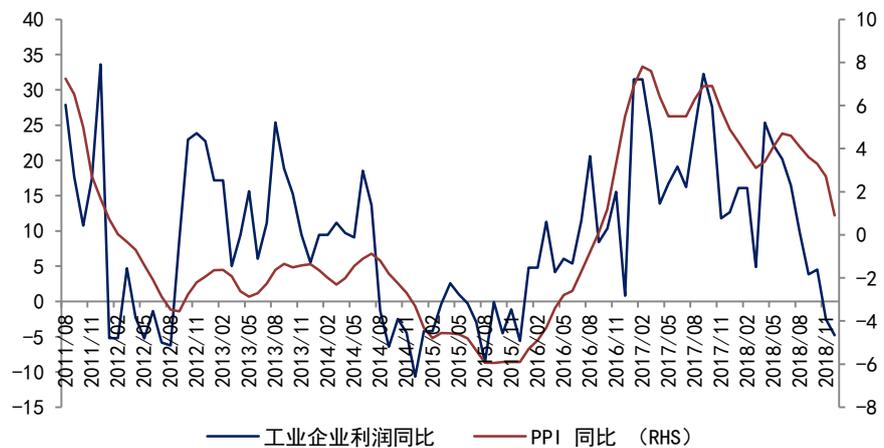
步冷却，地方政府普遍下调了2019年土地出让收入的预期，负增长的居多，或者微弱增长。土地出让金缩水会对基建投资构成一定拖累，基建投资难以大幅反弹。

制造业投资或仍有下行压力

我们认为1-2月份制造业投资同比或有温和下滑，主要还是考虑经济下行，工业品价格涨幅持续下滑冲击企业盈利的影响。

1月30日国家统计局发布的工业企业财务数据显示，2018年1-12月份，全国规模以上工业企业实现利润总额66351.4亿元，比上年增长10.3%，增速比1-11月份减缓1.5个百分点。其中，12月规模以上工业企业实现利润总额同比下降1.9%，降幅比11月份扩大0.1个百分点。

图表5：工业企业利润增速（%）



资料来源：Wind，国海证券研究所

当然，减税措施有助于改善企业盈利并支撑制造业投资。1月9日召开的国务院常务会议决定再推出一批针对小微企业的普惠性减税措施，允许各省（区、市）政府对增值税小规模纳税人，在50%幅度内减征资源税、城市维护建设税、印花稅、城镇土地使用税、耕地占用税等地方税种及教育费附加、地方教育附加。

近日包括浙江、山西、北京、内蒙古、福建、山东、四川、云南、吉林、黑龙江等超过20个省（区、市）结合地方实际，相继发布了减税降费新政。从地方公布的方案来看，均为最高幅度顶格减税，即按国家规定50%税额的减征上限。这些减税举措有望对制造业投资构成一定支撑。

社会消费品零售同比或继续下行

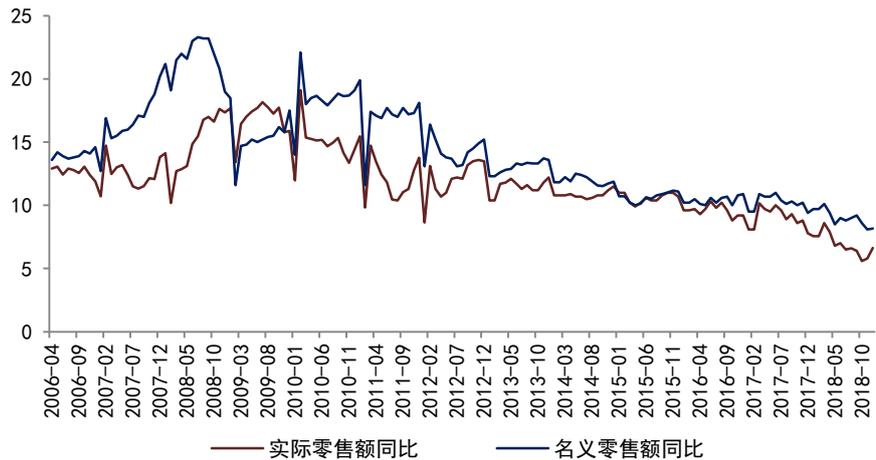
我们预计今年1-2月名义社会消费品零售同比增速较12月大体相当，其中汽车消费的回暖可能是重要贡献。

高频数据显示1-2月汽车销售同比较12月有明显改观，一些汽车企业价格下调和主动做出补贴可能对此有一定贡献。此外，政策的刺激或也逐步对于消费增长

构成一些贡献。目前包括北京、上海、广东、江苏、河北等多个省市都出台了各种相关政策。其中，汽车、服务、信息消费等成为重点，包括加大公共领域示范应用、实施补贴、加大政策配套支持力度等一系列政策陆续出台。

例如，北京市推出新一轮节能减排促消费政策，对符合条件的消费者购买使用电视机、电冰箱、洗衣机、空调、自行车、电饭锅等 15 类节能减排商品给予单件最高 800 元的资金补贴。当然，总体而言，本轮消费刺激的政策力度较此前有明显下滑，财政方面的约束可能是重要原因之一。

图表 6: 社会消费品零售总额 (%)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

此外，商务部表示，今年 4 月将召开全国性专题会议，进一步推进落实消费升级行动计划等促消费系列举措。

基数效应或支撑进出口同比增速

1-2 月美国 Markit 制造业 PMI 仍然趋势性下行，且欧元区 PMI 持续下滑，综合考虑出口抢跑因素逐步终结和近期人民币升值的影响，我们认为出口增长的压力仍在持续。在 1 月份出口因为春节错位因素偏高的情况下，2 月份出口可能明显回落。

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_14006



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn