

基建企稳但幅度仍弱 市场警惕超预期乐观



肖利娜

宏观经济分析师

期货从业资格号：

F3019331

投资咨询从业证书号：

Z0013350

宏观战略研究中心

一德期货研究院

邮箱：xiaolina132@163.com

电话：（022）59182509

网址：www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区解放北路

188号信达广场16层

邮编：300042

核心观点及内容摘要

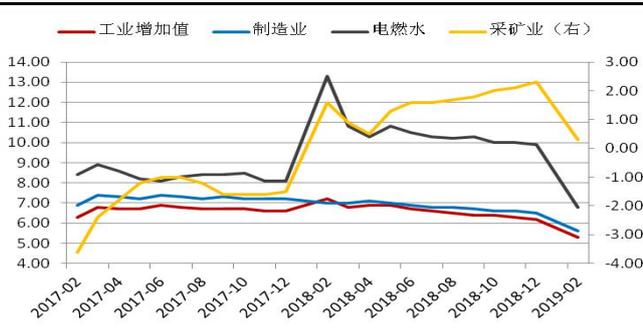
- 1-2月，规模以上工业增加值累计同比5.3%，不及市场预期，剔除春节因素影响增长6.1%，显示年初工业增速的下滑主要是受春节因素的影响，工业产出整体依然呈收缩放缓态势。
- 1-2月，固定资产投资累计同比6.1%，较2018年总体回升0.2个百分点。三大投资中，基建投资回升0.5个百分点，而房地产投资回升2.1个百分点至11.6%，制造业投资回落3.9%至9.5%。基建投资在政策的引导和支持起到了一定效果，但幅度是低于预期的。制造业在经济总需求下降、工业品价格中枢下行、利润回落综合影响下，投资增速在年内边际放缓压力大。
- 房地产开发方面，1-2月房地产投资超预期回升1.9个百分点至11.6%，这与年初（春节前）房企受回款压力及低库存影响而加快施工有关，而土地购置、商品房销售、房屋新开工以及房地产开发资金来源增速仍然均呈现明显下滑，表明年初房地产投资的回升不是房地产回暖的表现，短期反弹不改调整趋势。
- 1-2月，社会消费品零售总额同比增长8.2%，较2018年12月小幅反弹0.04个百分点；其中限额以上企业消费品零售总额同比增长3.5%，回升1.06个百分点，年初消费总体稳中有升。春节期间居民换新消费品的零售额上涨较多，而家具类、建材类和家用电器类后房地产消费品的零售额增速则明显回落，主受商品房销售下滑的拖累。在经济增长压力犹存及政策拉动推动双重因素影响下，2019年消费增速以维稳为主，但波动中枢会较前两年有所下降。
- 2019年1-2月，工业增加值在剔除春节影响下总体趋稳，显示工业产出收缩态势放缓。投资方面，尽管基建稳增长政策效果开始体现，但回升幅度明显低于预期；房地产投资面临销售和资金多方压力，高增速缺乏支撑；制造业在信贷需求疲弱影响下边际回落压力不减。同时，消费波动中枢下移，经济目前处于临压调整，而政策上逆周期调节的背景下，维护经济稳定是主要目的，低投资、稳消费将成为2019年经济常态，市场要避免对基建拉动效果过于乐观。商品市场来看，在国内经济压力与全球景气下滑的双重影响下，长期趋势下行压力不减。金融资产在实体经济依旧疲弱、宽信用实施效果有限下，股市缺乏趋势性改善行情，仍是结构机会主导。

1. 工业产出季节性下滑 投资微升消费暂稳

(1) 工业产出季节性下滑 汽车终端低迷拖累产量

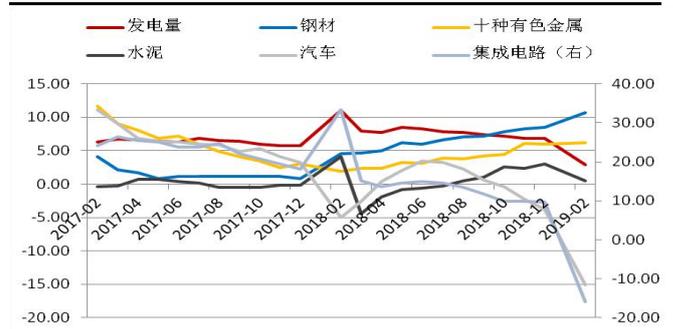
1-2月，规模以上工业增加值累计同比5.3%，不及市场预期，较2018年整体回落0.9个百分点；剔除春节因素影响，1-2月工业增加值同比增长6.1%，较2018年仅放缓0.1个百分点，较上年12月单月还回升了0.4个百分点，显示年初工业增速的下滑主要是受春节因素的影响，工业产出整体依然呈收缩放缓态势。分行业来看，1-2月，采矿业当月同比增速0.3%，制造业增速5.6%，电燃水生产和供应业增速6.8%，较2018年分别回落2.0、0.9和3.1个百分点（见图1）。

图1：工业增加值累计同比（%）



资料来源：wind

图2：主要工业品产量当月同比（%）



资料来源：wind

主要工业品产量中，1-2月份，发电量累计同比增长2.9%，较2018年回落3.9个百分点；水泥产量增速0.5%，回落2.5个百分点；同时，汽车和集成电路1-2月产量增速大幅下滑至-15%以下，春节假期因素影响开工及汽车、集成电路等产品终端需求低迷对产量的拖累，是造成1-2月工业增加值增速回落的主因（见图2）。另外，钢材和十种有色金属产量分别回升2.2、0.2个百分点至10.7%、6.2%，受2019年基建项目加快拉动。随着春节短期影响消退，工业企业复工，同时在上半年基建加快进度的拉动下，工业增加值增速会逐步企稳，整体来看，2019年上半年工业生产增速会较2018年下半年的收缩态势呈现放缓。

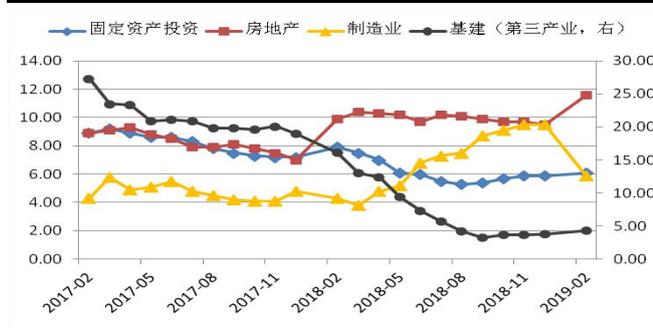
(2) 固定资产投资小幅回升 基建企稳拉动幅度偏小

1-2月，固定资产投资累计同比6.1%，较2018年总体回升0.2个百分点。三大投资中，基建投资回升0.5个百分点，而房地产投资回升2.1个百分点至11.6%，制造业投资回落3.9%至9.5%（见图3）。基建投资自9月增速见底以来，在政策推动作用开始企稳回升，半年时间增速回升了1%，虽然政策的引导和支持起到了一定效果，但幅度是低于预期的，进一步说明今年年内的基建投资或不会对经济起到刺激拉动作用，逆周期调节维稳是主要目的，市场预期也要给予调整，避免过于乐观，同时说明当前经济增长的下行压力会放缓但不会结束。

在2018年末，我们提出伴随重化工投资的边际回落、高技术投资周期性向均值回复调整，2019年制造业投资较2018年会呈边际回落态势。1-2月，制造业投资主要行业中，传统制造业中有色金属冶炼及压延加工业投资同比下降10.6%，回落幅度达13.8个百分点，是近年来的最低点；高新技术制造业中计算机通

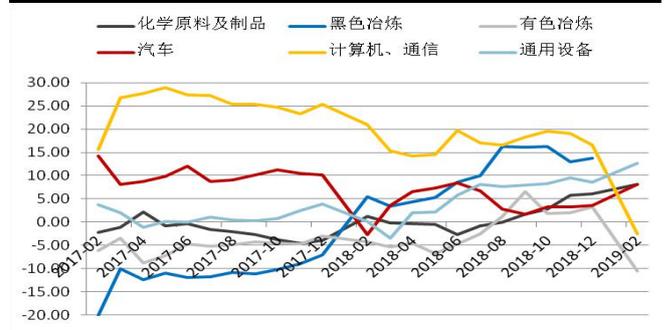
信、电气机械及器材等制造业投资同比增长分别为-2.6%和-2.2%，大幅回落 19.2 和 15.6 个百分点，对 1-2 月的制造业投资增速造成明显拖累（见图 4）。制造业在经济总需求下降、工业品价格中枢下行、利润回落综合影响下，投资增速在年内边际放缓压力大。

图 3：固定资产投资完成额累计同比（%）



资料来源：wind

图 4：不同制造业固定资产投资完成额累计同比（%）



资料来源：wind

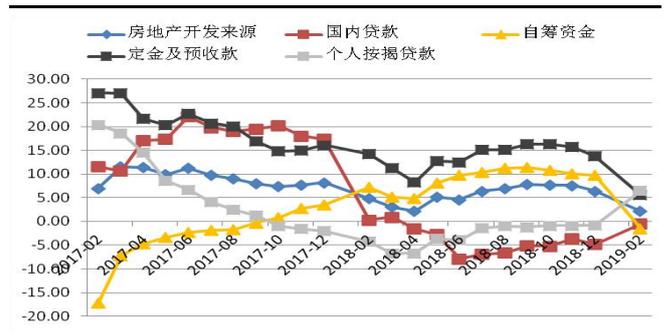
房地产开发方面，1-2 月房地产投资超预期回升 1.9 个百分点至 11.6%，这与年初（春节前）房企受回款压力及低库存影响而加快施工有关，而土地购置、商品房销售、房屋新开工以及房地产开发资金来源增速仍然均呈现明显下滑，表明年初房地产投资的回升不是房地产回暖的表现，短期反弹不改调整趋势。具体来看，1-2 月商品房销售面积累计同比增速-3.6%，经过连续近两年的调整下降了 40%；房屋销售的持续下滑影响房企购地步伐，1-2 月土地购置面积增速大幅下降，至-34.1%，较去年同期和 2018 年全年分别回落 32.9 和 48.3 个百分点；同时，房屋新开工受春节假期影响回落至 6%，高于 2018 年同期的 2.9%但低于 2017 年的 10.4%（见图 5）。商品房销售的持续下滑及拿地的放缓，均会使土地购置费用出现滞后回落，影响房地产开发投资中其他费用在 2019 年上半年延续放缓态势，所以 1-2 月房地产开发投资增速的回升缺乏持续性拉动因素。

图 5：房屋新开工面积及商品房销售面积累计同比（%）



资料来源：wind

图 6：房地产开发资金来源累计同比（%）



资料来源：wind

另外，从房地产开发资金来源看，1-2 月，房地产开发资金来源合计累计同比 2.1%，较去年同期和 2018 年全年分别回落 2.7 和 4.3 个百分点，其中，国内贷款增速-0.5%，持续负增长；自筹资金增速-1.5%、定金及预收款 5.6%，分别较上月回落 11.2 和 8.2 个百分点；仅个人按揭贷款资金来源有所回升至 6.5%，这又与商品房销售的明显下滑出现矛盾（见图 6）。房地产开发资金各项来源总体依然趋紧，国内贷款利率稳

中略有下降，但也是局面地区现象，加上房地产市场长效机制在逐步推动，靠房地产拉动固定资产投资投资增速的措施不会重现，后期房屋销售及资金来源情况仍是主要关注领先指标。

(3) 消费品零售总体偏稳 后房地产消费品回落

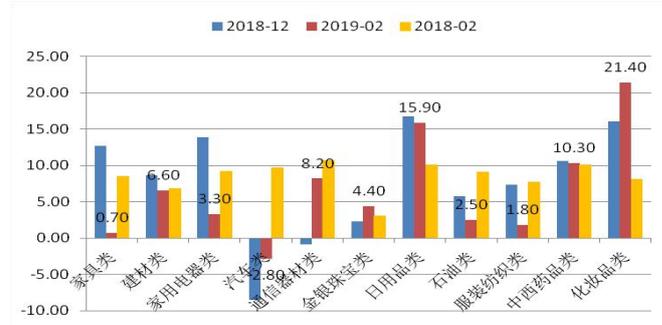
1-2月，社会消费品零售总额同比增长8.2%，较2018年12月小幅反弹0.04个百分点；其中限额以上企业消费品零售总额同比增长3.5%，回升1.06个百分点，年初消费总体稳中有升（见图7）。限额以上企业消费品零售总额中，通信器材类、化妆品类和金银珠宝类消费品回升明显，分别上涨9.1、2.1、5.3个百分点，汽车类消费品零售额降幅也收窄了5.7个百分点，显示春节期间居民换新消费品的零售额上涨较多，而家具类、建材类和家用电器类后房地产消费品类的零售额增速则明显回落，主受商品房销售下滑的拖累（见图8）。在经济增长压力犹存及政策拉动推动双重因素影响下，2019年消费增速以维稳为主，但波动中枢会较前两年有所下降。

图7：社会消费品零售总额当月同比（%）



资料来源：wind

图8：限额以上企业消费品零售总额当月同比（%）



资料来源：wind

2. 基建企稳但幅度仍弱 市场警惕超预期乐观

2019年1-2月，工业增加值在剔除春节影响下总体趋稳，显示工业产出收缩态势放缓。投资方面，尽管基建稳增长政策效果开始体现，但回升幅度明显低于预期；房地产投资面临销售和资金多方压力，高速增长缺乏支撑；制造业在信贷需求疲弱影响下边际回落压力不减。同时，消费波动中枢下移，经济目前处于临压调整，而政策上逆周期调节的背景下，维护经济稳定是主要目的，低投资、稳消费将成为2019年经济常态，市场要避免对基建拉动效果过于乐观。商品市场来看，在国内经济压力与全球景气下滑的双重影响下，长期趋势下行压力不减。金融资产在实体经济依旧疲弱、宽信用实施效果有限下，股市缺乏趋势性改善行情，仍是结构机会主导。

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层
邮编：300042

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel：010-8831 2088
一德期货有限公司 上海营业部 200063
上海市普陀区中山北路2550号物贸中心大厦1604-1608 室
Tel：021-6257 3180
一德期货有限公司 天津营业部 300021
天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平
创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel：022-2813 9206
一德期货有限公司 天津滨海新区营业部 300457
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel：022-5982 0932
一德期货有限公司 大连营业部 116023
辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座
大连期货大厦2303、2310号房间
Tel：0411-8480 6701

一德期货有限公司 郑州营业部 450008
河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel：0371-6561 2079
一德期货有限公司 淄博营业部 255000
山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新区A座806、
807房间
Tel：0533-3586 709
一德期货有限公司 宁波营业部 315040
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel：0574-8795 1915
一德期货有限公司 唐山营业部 063000
河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel：0315-5785 511
一德期货有限公司 烟台营业部 264006
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501、502、503室
Tel：0535-2163353/2169678