

期待万亿规模减税!

——实体经济观察2019年第4期

2019年1月24日

宏观首席分析师

姜超 S0850513010002

电话: 021-23212042

Email: jc9001@htsec.com

宏观高级分析师

于博 S0850516080005

电话: 021-23219820

Email: yb9744@htsec.com

联系人

陈兴

电话: 021-23154504

Email: cx12025@htsec.com

结论：期待万亿减税规模！

价格：上周国内生资价格涨少跌多，国际油价回升。

19年1月接近尾声，春节假期临近。从中观高频数据来看，供需两端起步均弱：终端需求方面，地产销量增速再度回落转负，零售初现回暖但批发跌幅扩大；工业生产方面，发电耗煤跌幅扩大，主要行业开工率均处同期偏低水平。受需求持续低迷拖累，前期生产改善未能持续。

18年积极财政的主线是减税降费，表现为税收增速放缓、非税收入下滑。目前各部委工作会议、各省地方两会相继召开。财政部称19年将深化增值税改革，减轻居民税负，研究制定降低社会保险费率综合方案；国税总局称将配合完善降低增值税、社保费率方案；浙江省最新出台一揽子减税降费政策，预计每年可为小微企业减征税费195亿元。我们预计19年有望出台更大规模减税降费政策，万亿减税规模可期！

需求：下游地产走弱，乘用车仍弱，家电、纺织均改善。中游钢铁、水泥走弱，化工弱改善。上游煤炭走弱，有色分化。交运改善。

库存：下游地产回补，乘用车、家电去化。中游钢铁、水泥回补，化工去化。上游煤炭回补，有色分化。



下游行业

地产: 1月以来41城地产销售转弱, 节前土地市场渐显冷清。
乘用车: 1月前三周乘用车零售降幅收窄, 批发增速仍在探底。
家电: 12月限额以上家电零售增速回升, 空调厂家销量略升。
纺织服装: 12月限额以上零售增速回升, 内需改善外需转弱。
商贸零售: 12月零售增速反弹但仍偏低, 石油仍是主要拖累。

中游行业

钢铁: 12月粗钢产销双降, 上周钢价降、开工低, 社库回补。
水泥: 上周全国水泥均价继续回落, 库容比季节性回升。
化工: 上周PTA产业链价格涨多跌少, 涤纶POY库存去化。
电力: 12月发电量增速回升, 1月以来发电耗煤同比降幅扩大。

上游行业和交通运输

煤炭: 上周煤炭价格有平有降, 电厂、钢厂库存双双回补。
有色: 上周LME铜价升、铝价降, 铜库存降、铝库存升。
大宗商品: 上周原油价格回升, CRB指数微跌, 美元指数上行。
交通运输: 12月全国货运量增速因低基数回升, 上周BDI回落。

下游地产：1月以来41城地产销售转弱，节前土地市场渐显冷清



指标	数据表现	解读
需求	18年12月全国商品房销量增速转正至0.9%，19年1月前23天41城地产销量增速降至-3.7%。	18年12月全国地产销量增速暂稳，与41城地产销量走势一致。19年1月前23天，41城地产销量增速再度下滑转负，指向地产需求依然承压。销售放缓令地产库存高企，上周十大城市商品房库销比回升，并创下13年以来同期新高。节前土地市场渐显冷清，上周百城土地成交面积再度回落，同比跌幅扩大。
土地成交	18年12月全国土地购置面积增速升至14%，上周百城土地成交面积及增速均回落。	
库存	上周十大城市商品房库销比升至60.6周。	

图 41城商品房旬度销量同比增速 (%)

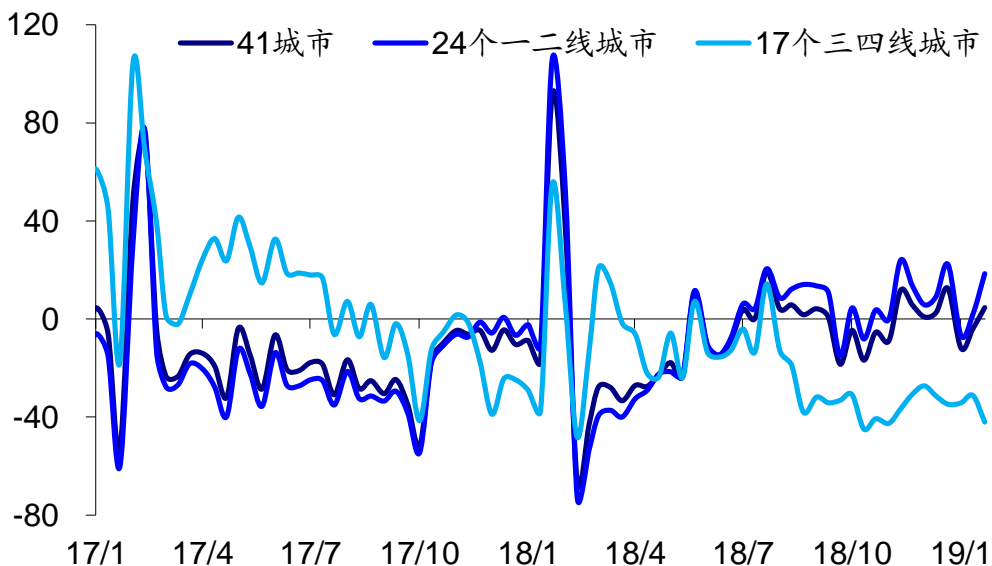
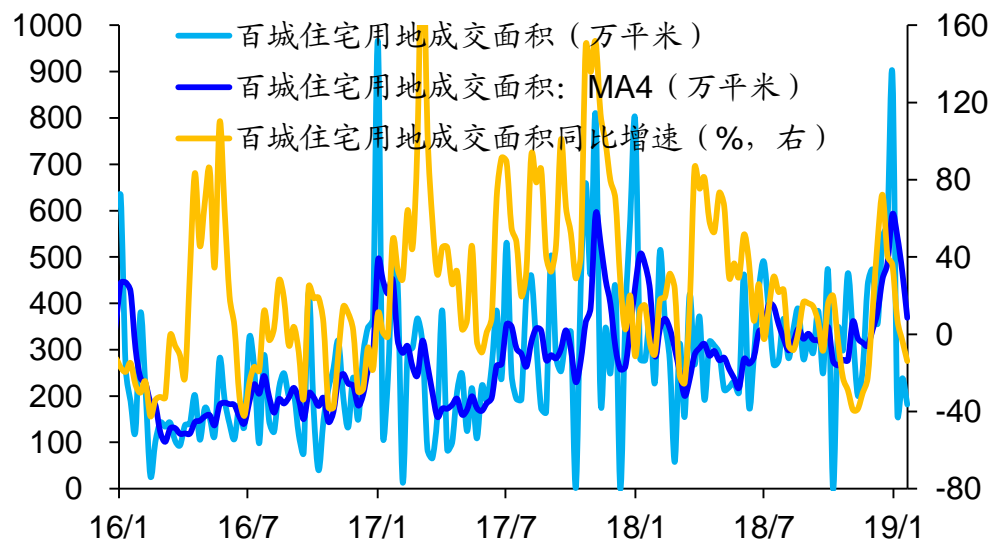


图 百城住宅用地成交面积及同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

下游乘用车：1月前三周乘用车零售降幅收窄，批发增速仍在探底



指标	数据表现	解读
需求、生产	18年12月全国汽车产量同比降幅收窄至15%， 限额以上汽车类零售同比降幅收窄至8.5%， 十大龙头车企销量同比降幅收窄至11.2%。 19年1月前三周乘联会乘用车批、零增速-29%、-1%。 上周半钢胎开工率降至59.9%。	18年汽车行业弱势收官，12月各口径下乘用车产、销增速虽略有反弹，但均处于18年内低位。19年1月前三周乘联会乘用车零售降幅大幅收窄，终端需求出现改善迹象，但受渠道库存高企拖累，批发降幅继续扩大，厂家销售仍显疲态。受厂家销售低迷、春节假期临近影响，上周半钢胎开工率大幅下滑，并创下创14年以来同期新低。
库存	18年12月汽车经销商库存系数降至1.73， 创历年同期新高。	

图 乘联会乘用车批发、零售同比增速 (%)

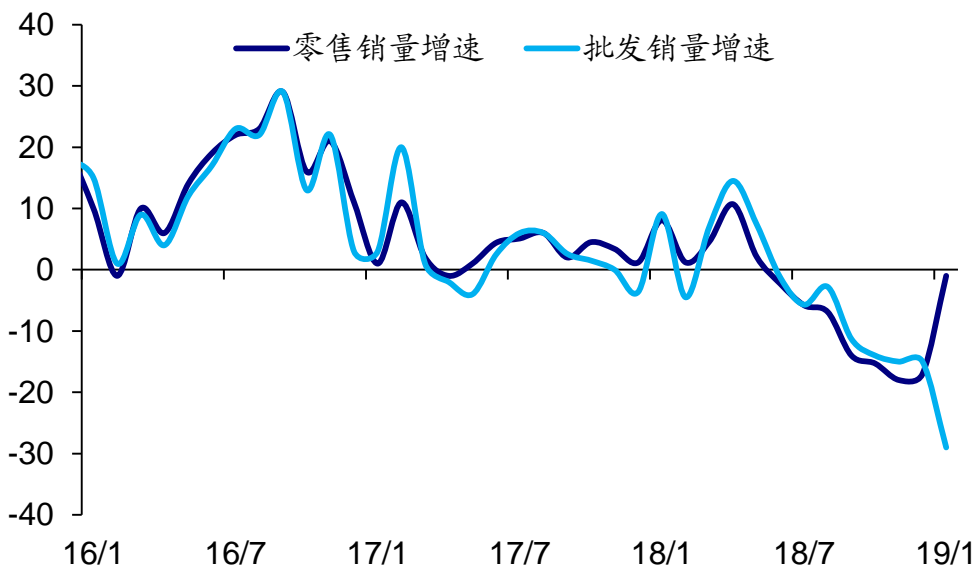
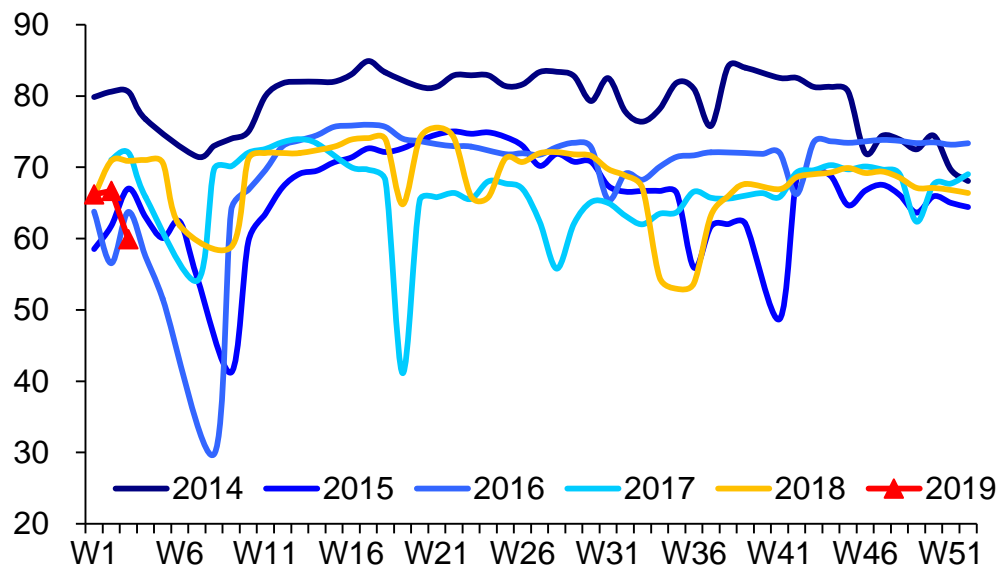


图 历年各周半钢胎开工率 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
需求	18年12月限额以上零售家电音像类同比增速升至13.9%。 12月产业在线空调厂家销量增速升至11.8%。	18年12月限额以上零售家电音像类同比增速继续回升，创7月以来新高，指向需求继续改善。一方面，18年底“双十一”、“双十二”等促销活动频繁，提振家电线上零售；另一方面，18年底一二线城市推盘加速，也对家电需求起到一定的促进作用。受18年末备货带动，12月产业在线空调厂家销量增速小升，库销比继续回落，并降至历年同期低位。
库存	12月产业在线空调厂家库销比0.95，较11月继续回落，处历年同期中等偏低水平。	

图 限额以上家电音像零售同比增速 (%)

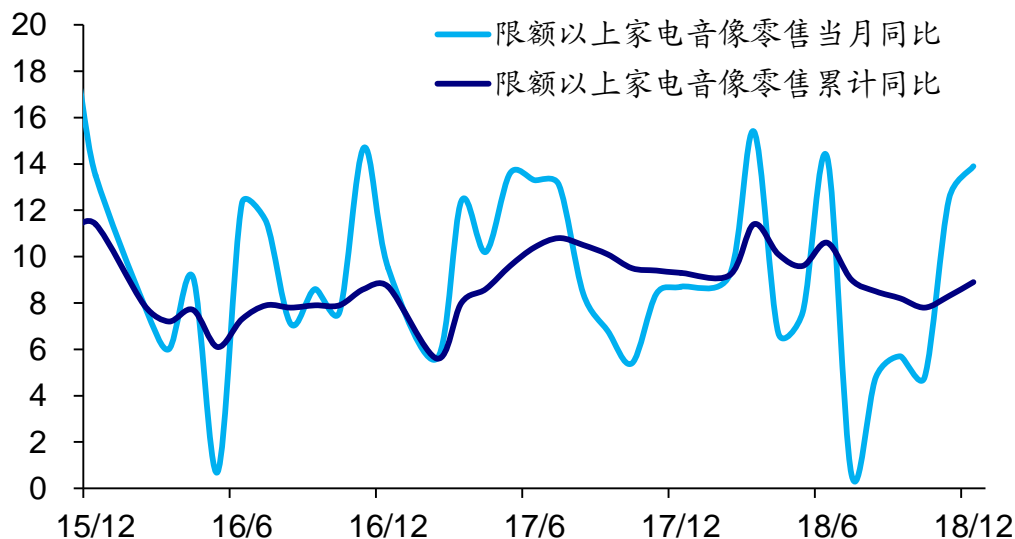
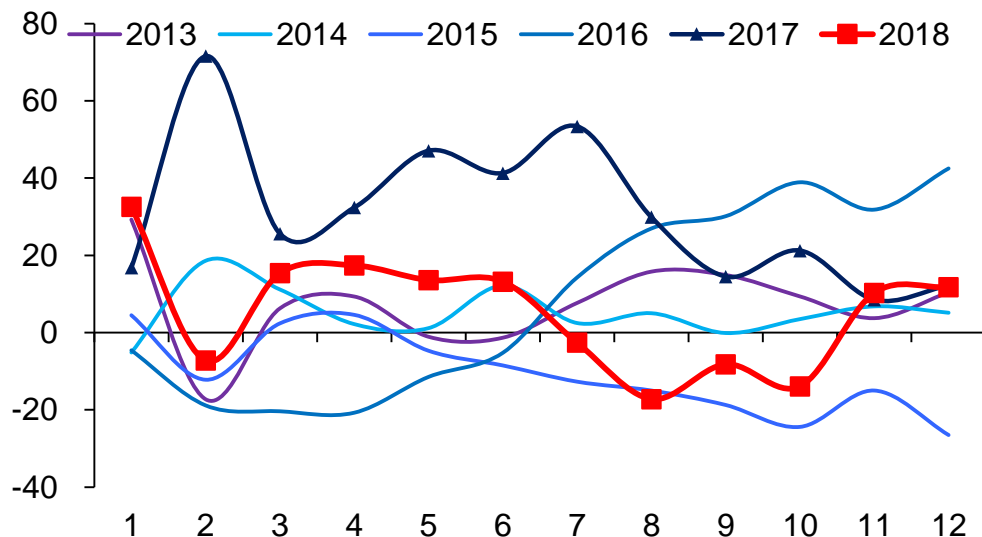


图 产业在线空调厂家销量同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
----	------	----

价格

上周柯桥纺织价格指数回落，
上周328级棉花价格指数上行。

需求

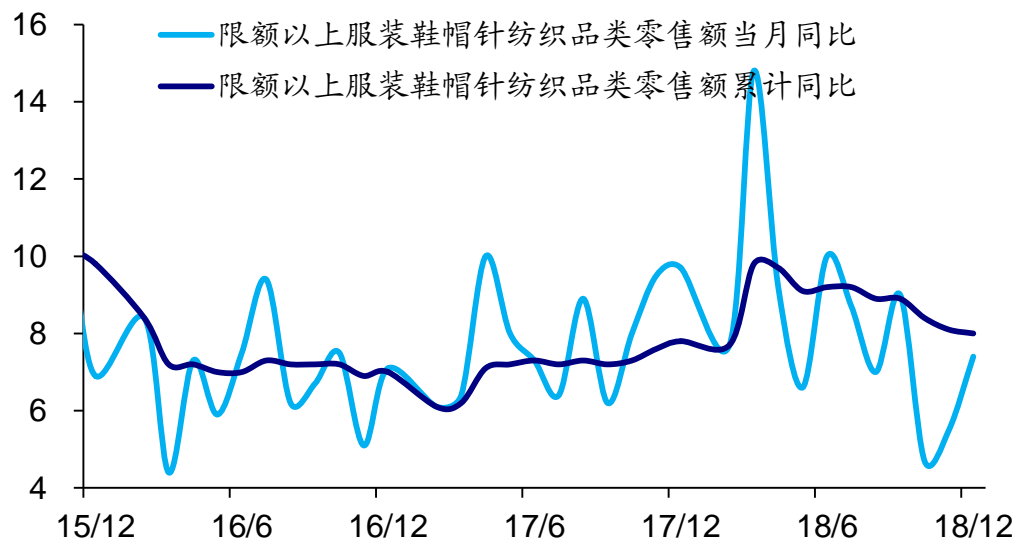
18年12月限额以上服装类零售
同比增速升至7.4%。

在17年同期基数较高的背景下，18年12月限额以上服装鞋帽类零售同比增速继续回升，指向需求继续改善。但受中美贸易摩擦加征关税影响，12月纺织服装子行业出口增速普遍回落。整体来看，内需改善外需转弱，内需显著优于外需。

图 柯桥纺织价格指数



图 限额以上服装鞋帽针纺织品零售额同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
----	------	----

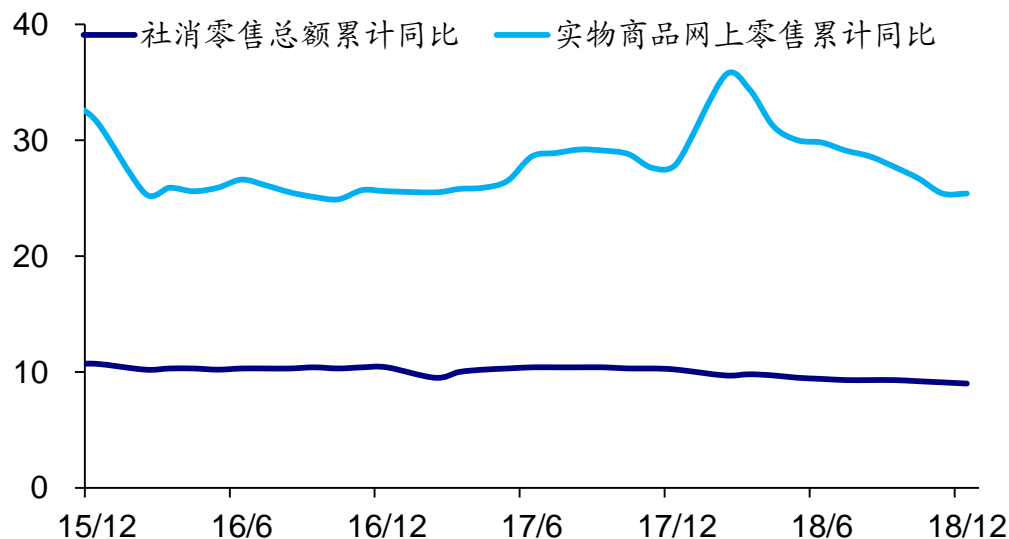
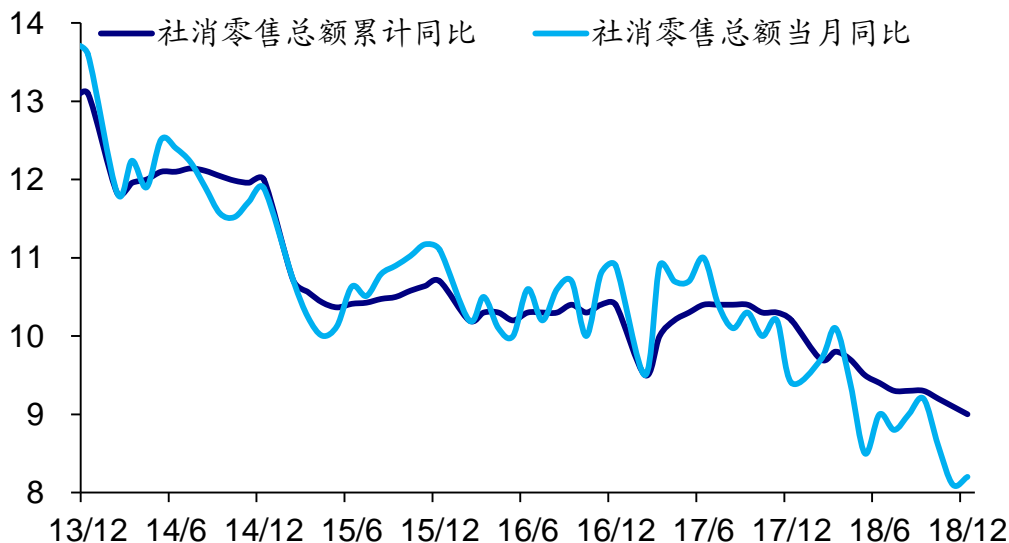
需求

18年12月社消零售总额同比增速微升至8.2%，
 限额以上批零同比增速略升至2.2%，
 剔除石油、建材、汽车后同比增速升至7%，
 1-12月实物商品网上零售额同比增速25.4%。

18年12月社消名义增速、限额以上零售增速均较11月反弹，但仍处18年次低点。而油价下滑拖累消费品价格，从而令消费实际增速回升幅度大于名义增速。分品类看，必需消费继续改善而可选消费涨多跌少，其中石油及制品类零售增速继续下滑并创18年年内新低，仍是消费低迷的主要拖累。

图 社消零售总额和限额以上批零同比增速 (%)

图 社消零售总额和网上零售累计同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
价格、吨钢毛利	上周钢价螺纹、热板略降，吨钢毛利螺纹、热板回升。	上周钢价螺纹、热板双双下跌，但因钢价降幅不及原材料，吨钢毛利略回升。18年12月全国粗钢产、销量增速双双下滑，指向供需双双转弱。上周钢材社会库存继续回补，指向春节假期临近，终端需求转弱。1月上旬重点钢企产量增速继续下滑，上周高炉开工率反弹但仍偏低，同比仅微幅回升，均指向生产依然偏弱。淡季来临，行业供需继续转弱。
生产、需求	18年12月全国粗钢产量增速略降至8.2%，表观消费量增速降至14.4%。 1月上旬重点钢企粗钢产量增速降至3.1%。	
库存、开工率	1月上旬重点钢企库存增速降至-1.9%。 上周高炉开工率升至64.9%，同比增速回升， 上周钢材社会库存继续回补。	

图 螺纹钢、热轧板卷价格（元/吨）

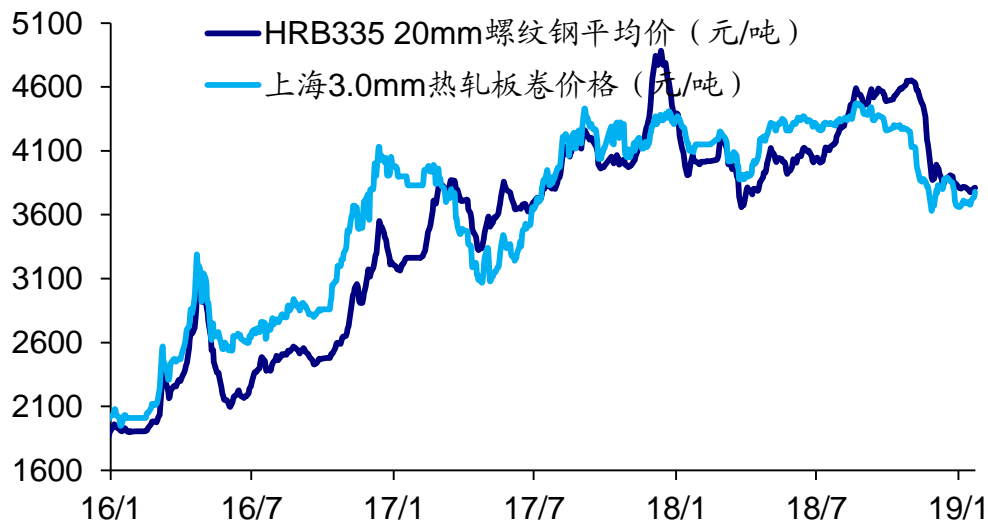
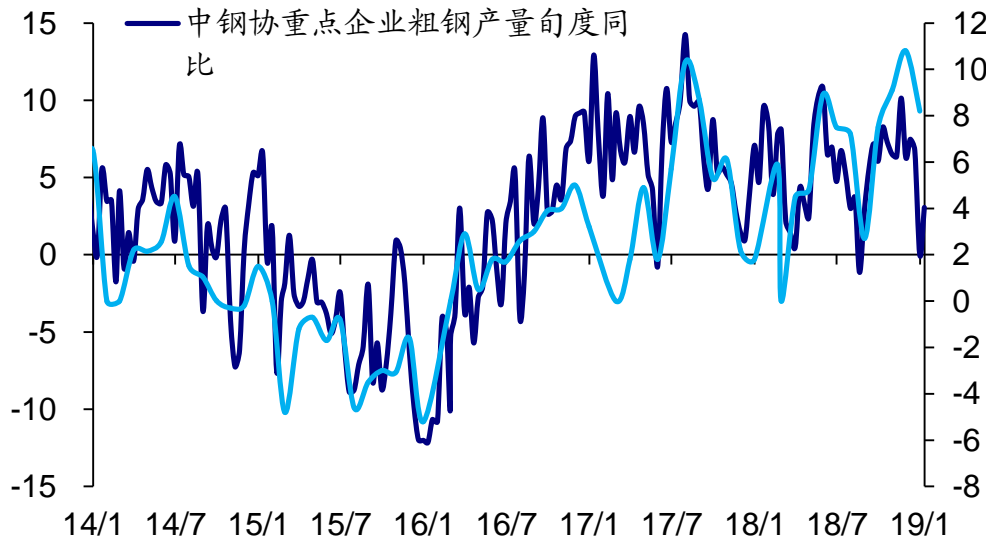


图 全国、重点钢企粗钢产量同比增速（%）



中游水泥：上周全国水泥均价继续回落，库容比季节性回升



指标	数据表现	解读
价格	上周全国水泥均价继续回落，环比跌幅扩大至1.6%。	上周全国水泥均价加速回落，库容比季节性回升，已接近17年同期水平。1月中旬，全国水泥市场需求减弱，高位地区水泥价格延续下行态势。而随着春节临近，下游市场需求萎缩将会更加明显，局部地区水泥价格仍有下调可能。分区域来看，华北地区以稳为主，而华东、中南和西南地区均现下调。
生产	18年12月全国水泥产量增速升至4.3%。	
库存	上周全国水泥企业库容比升至57.3%，处同期偏低水平。	

图 全国水泥平均价格 (P.O42.5) (元/吨)

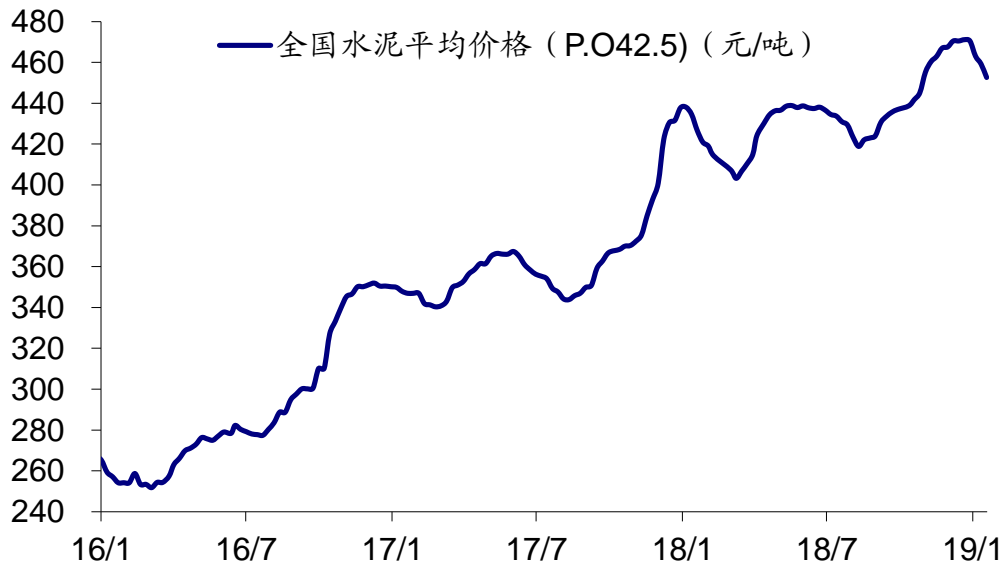
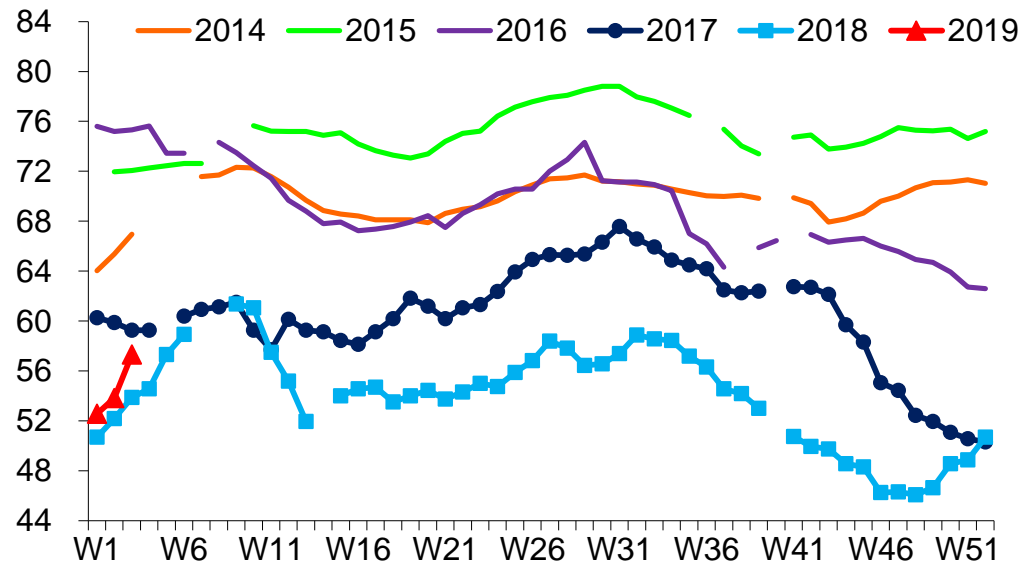


图 全国水泥企业库容比 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
价格	上周PTA产业链产品价格涨多跌少，其中聚酯切片价格略降，而涤纶POY、PTA价格均升。	上周PTA产业链产品价格涨多跌少，其中聚酯切片价格略降，涤纶POY、PTA价格均升。上周PTA产业链负荷率涨少跌多，PTA工厂略升，聚酯工厂和江浙织机双双回落。上周涤纶POY库存天数已降至14年以来同期新低。下游织造需求有所回暖，但春节假期临近，生产持续放缓，供需格局改善令价格企稳，也令库存明显去化。
生产	12月乙烯、化纤产量增速双双回升。	
库存、开工率	上周涤纶POY库存天数降至4天，上周PTA产业链负荷率涨少跌多，PTA工厂略升，而聚酯工厂和江浙织机均降。	

图 PTA产业链产品价格（元/吨）

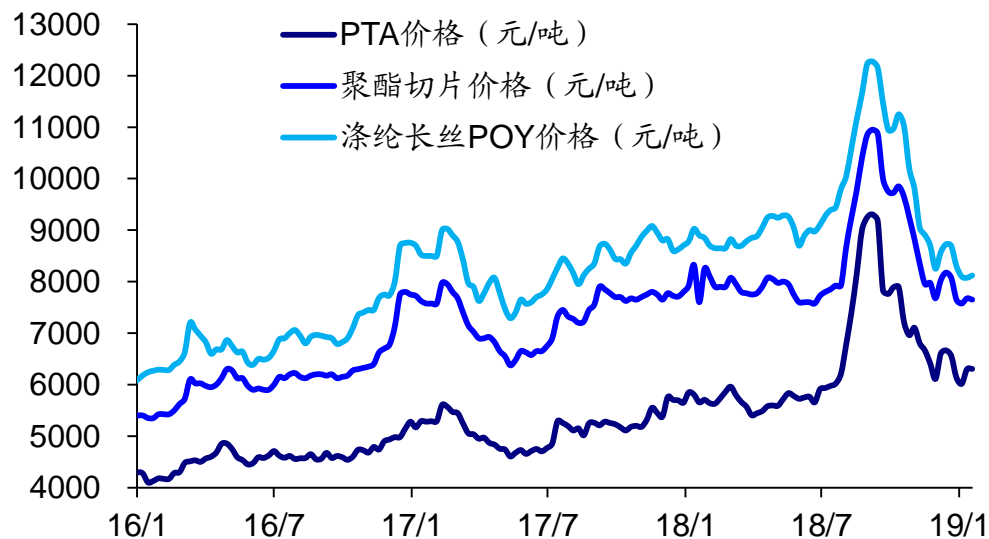
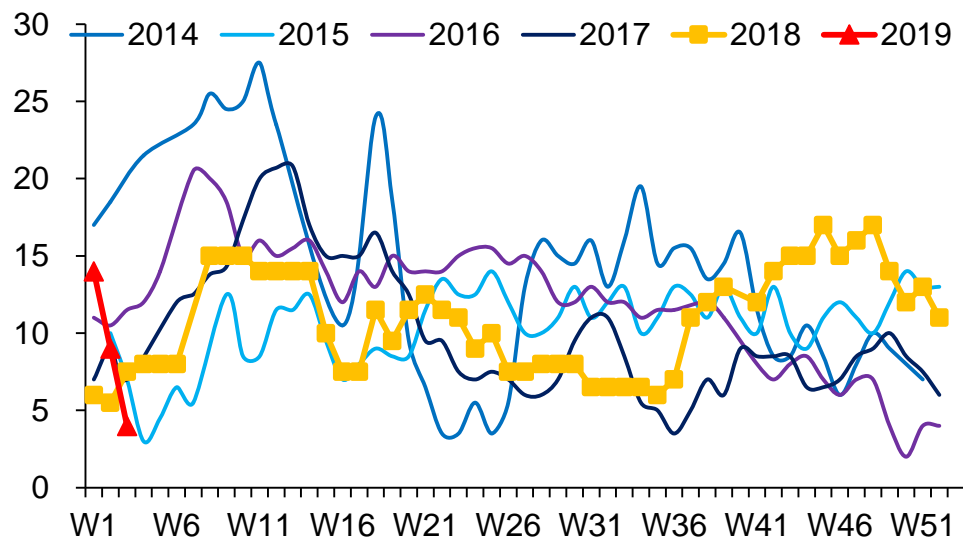


图 历年各周涤纶POY库存天数（天）



指标

数据表现

解读

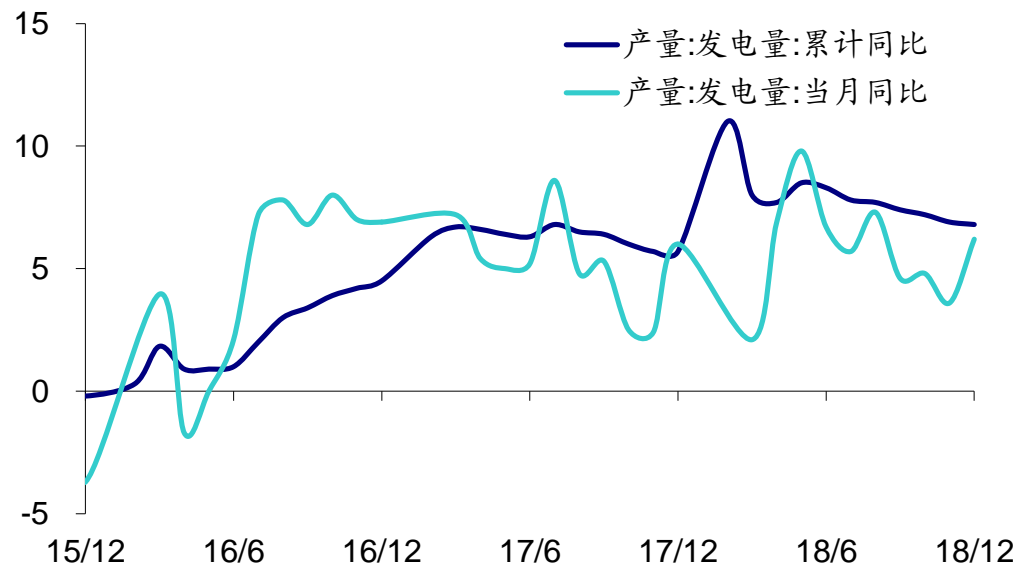
生产

18年12月发电量同比增速升至6.2%。
19年1月前24天六大集团日均发电耗煤同比增速-2.6%，较18年12月降幅扩大。
春节前第二周日均耗煤增速继续下滑。

18年12月发电量同比增速小幅回升，与发电耗煤增速走势一致，印证工业增加值增速略有反弹。19年1月前24天，六大集团发电耗煤同比增速较18年12月跌幅扩大，而春节前第二周日均发电耗煤增速也继续下滑，且汽车、钢铁和化工等主要行业开工率均较低迷，意味着节前工业生产趋稳。

图 六大发电集团旬度发电耗煤同比增速 (%)

图 发电量同比增速 (%)



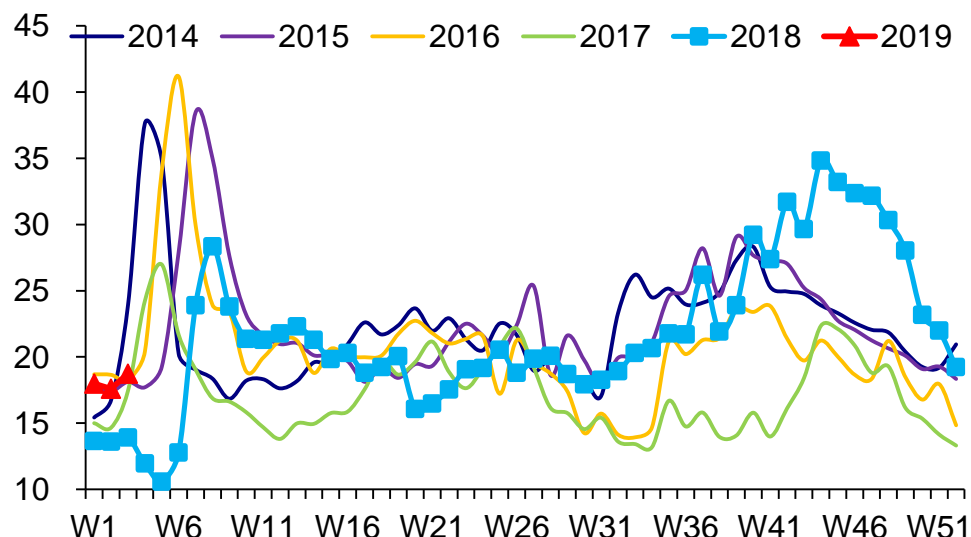
资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
价格	上周动力煤、秦皇岛港煤价格走平，无烟煤、焦煤价格略降。	上周煤炭价格有平有降，其中秦皇岛港煤价格走平。19年1月前23天六大集团发电耗煤同比增速较18年12月降幅扩大，且农历口径下周度增速也在放缓，上周电厂煤炭库存回补。18年12月粗钢产销增速双双放缓，上周钢厂煤炭库存同样有所回补。
生产	18年12月原煤产量增速降至2.1%。	
库存	上周秦皇岛港口煤炭库存回升，电厂煤炭库存天数升至18.7天，钢厂煤炭库存天数升至17天。	

图 秦皇岛港煤价格（元/吨）



图 历年各周六大发电集团煤炭库存可用天数（天）



指标	数据表现	解读
价格	上周LME铜价格回升，LME铝价格略降。	上周基本金属价格涨多跌少。中美贸易摩擦有所缓和，19年1月起我国全面实施“废七类”废铜禁止进口措施，上周铜价均值回升。巴西环保部门称海德鲁Alunorte氧化铝厂已经具备恢复正常运营条件，以此为依据可以解除生产禁令，上周铝价均值略降。
生产	18年12月十种有色金属产量增速降至10%。	
库存	上周LME铜库存升、COMEX铜库存降，整体回落，LME铝库存回升。	

图 LME铜和铝现货价格（美元/吨）

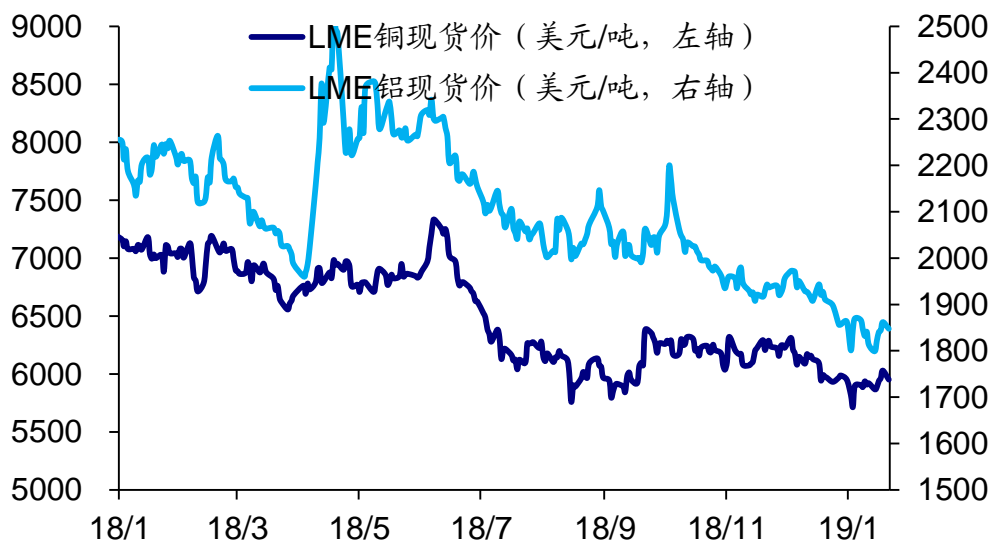
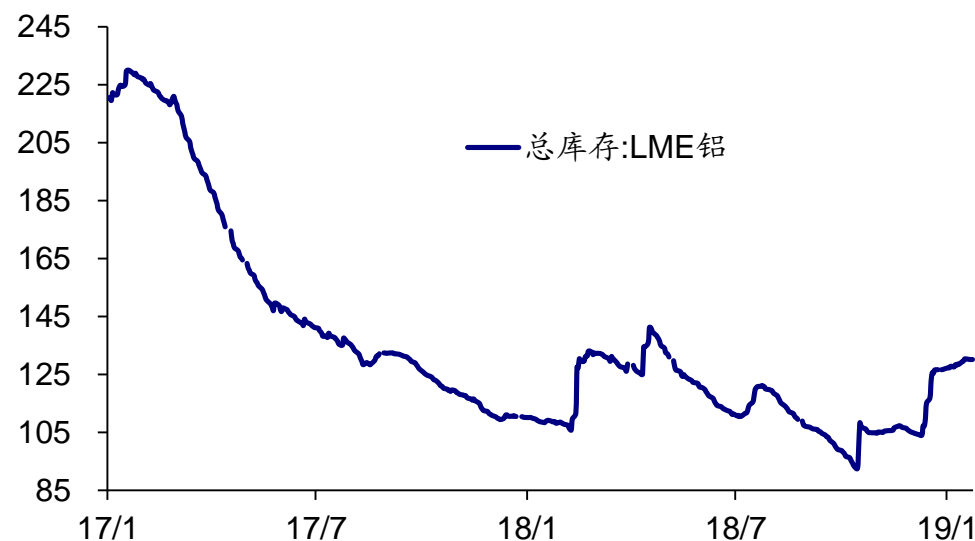


图 LME铝库存（万吨）



指标	数据表现	解读
原油	上周Brent、WTI原油均价回升。	上周原油价格继续回升，俄罗斯能源部副部长称俄罗斯有望在4月之前实现OPEC+减产目标，伊朗原油出口量下降倒逼其国内减产。上周CRB指数均值微跌。上周美元指数上行，美国经济数据显示劳动力市场强劲依旧，英国脱欧前景不明、欧元区表现偏弱令美元被动走强。
CRB指数	上周CRB均值微跌。	
美元指数	上周美元指数上行。	

图 布伦特和WTI原油期货价格（美元/桶）

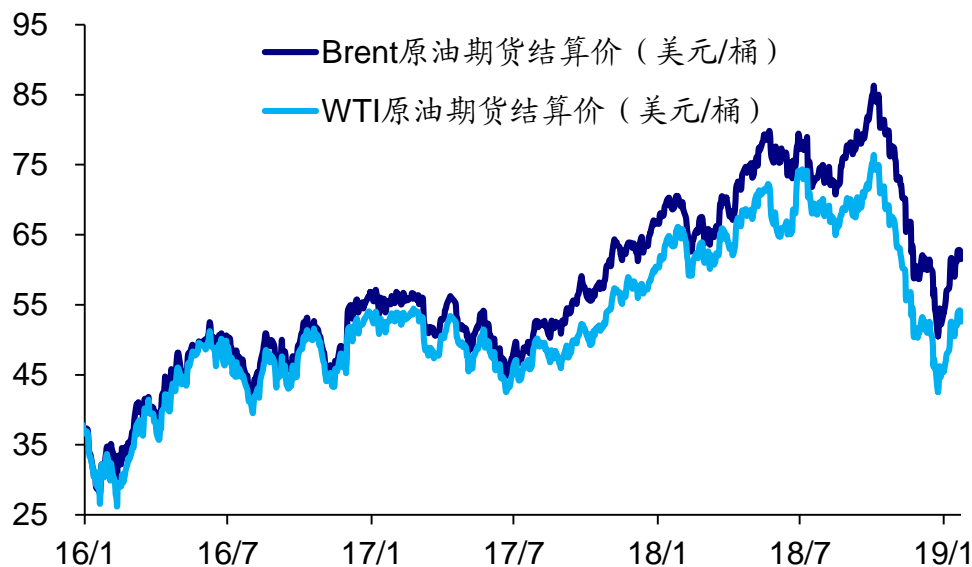
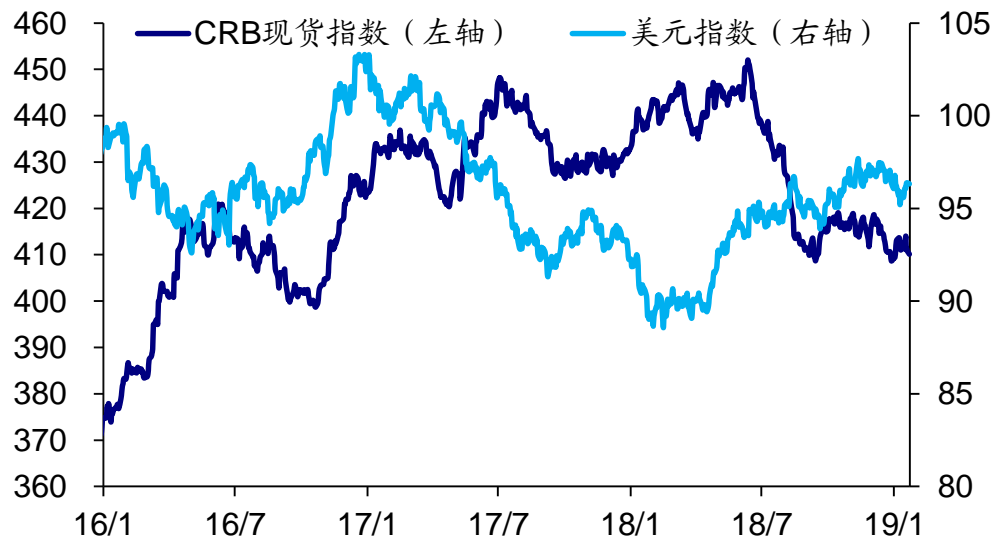


图 美元指数与CRB现货价格指数



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
货运	18年12月全国货运量同比增速升至8.9%，其中公路货运量增速升至8.3%，铁路货运量增速持平在14%。	受基数走低影响，18年12月全国货运量同比增速有所回升，印证工业增加值增速小幅反弹，其中公路货运量增速回升而铁路货运增速持平。上周集运表现继续优于散运，BDI指数降而CCFI指数回升。上周公路物流运价指数略升。
海运	上周BDI降、CCFI续升。	
物流	上周公路物流运价指数略升。	

图 全国货运量同比增速 (%)

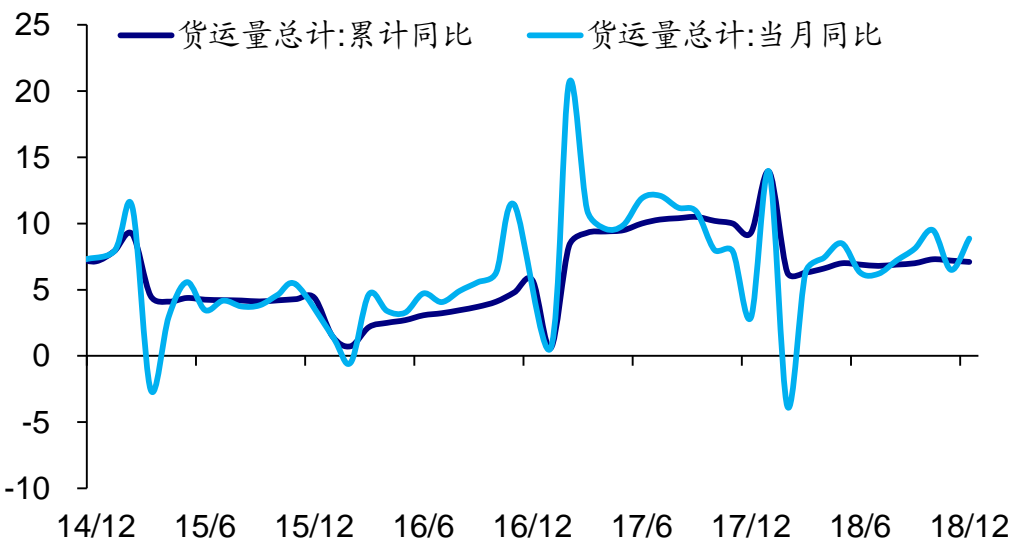
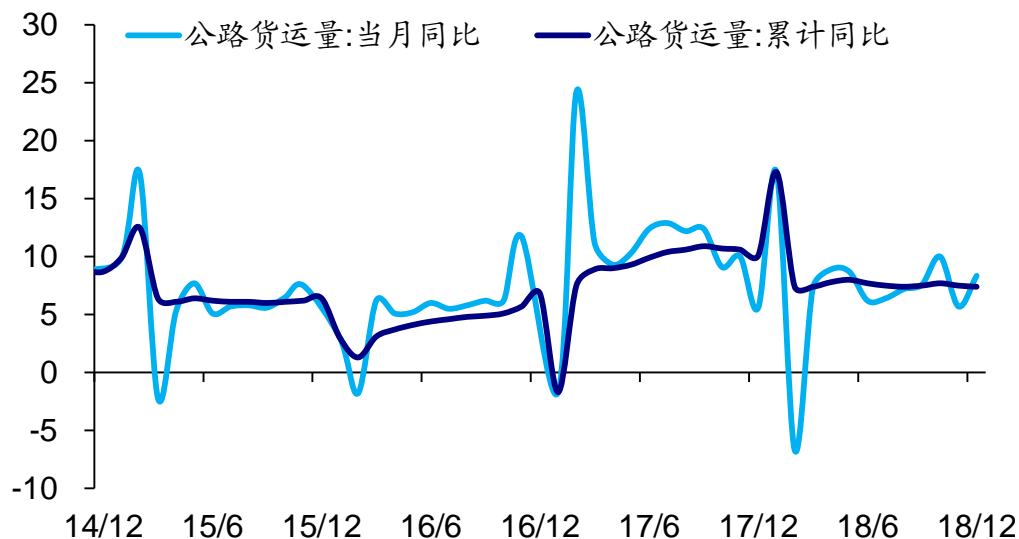


图 公路货运量同比增速 (%)



附注

宏观部《实体经济观察》，立足于宏观和中观相互印证，跟踪主要行业的需求、价格和库存变量，与宏观指标对照分析判断实体经济趋势。

策略部《行业比较数据月报及解读》（Excel & PDF版），从股价驱动力出发跟踪分析行业量价等盈利及估值指标变化，以便行业横向比较，形成行业配置结论。

分析师声明

姜超、于博：宏观经济

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

姜超

SAC执业证书编号：S0850513010002

电话：021-23212042

Email: jc9001@htsec.com

于博

SAC执业证书编号：S0850516080005

电话：021-23219820

Email: yb9744@htsec.com

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;

2. 市场基准指数的比较标准

A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

类别	评级	说明
股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
	中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
	弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下; 对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	无评级	
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10%与 10%之间;
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。