

相关研究

《美国百年历史轮回：市场也会失效，政府有效干预——收入分配系列之三》

2020.01.15

《美伊冲突不断，如何影响通胀？》

2020.01.13

《扩张与集聚：城市的未来之路——“城镇化”系列之三》2019.12.30

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:于博

Tel:(021)23219820

Email:yb9744@htsec.com

证书:S0850516080005

经济低位企稳，20年稳中向好

——19年4季度经济数据点评

投资要点:

一、GDP 低位企稳

19年GDP增速6.1%，完成年度目标，但也创下91年以来新低。4季度经济量平价涨，GDP增速持平在6.0%，GDP平减指数增速反弹至3.4%，GDP名义增速大幅反弹。支出法下，4季度投资的贡献率上升，消费和净出口贡献率下滑。生产法下，4季度第二产业增速和贡献率均上升，而第三产业双双下滑。因而经济低位企稳，在需求端主要靠投资，在生产端主要靠工业。

二、工业短期新高

12月工业增速回升至6.9%，创8个月新高。工业生产改善的动力有三个。一是中美贸易摩擦缓和，出口交货值增速回升转正，并带动中游装备加工类行业生产改善。二是地产基建施工韧性，令钢铁、水泥、有色、电力等行业增加值增速和产量增速明显回升。三是汽车生产持续改善，基数偏低、终端需求缓慢修复，以及国六标准的切换，使得汽车生产明显改善、强于需求。

三、投资稳中趋升

12月投资累计增速回升至5.4%，当月增速创新高至11.8%。三大类投资中，制造业投资增速明显回升，1-12月制造业投资增速回升至3.1%。19年2、3季度，制造业投资经历了漫长的筑底。但得益于年初以来盈利增速见底回升，以及3季度以来企业中长贷增速连续回升，制造业投资增速已出现曙光。基建投资增速小幅回落，1-12月新、旧口径下基建投资增速分别回落至3.8%、3.3%。在严控地方隐性债务的背景下，19年基建投资仍是只托不举，全年增速较18年持平。房地产投资增速明显下滑，1-12月房地产投资增速回落至9.9%，其中12月增速创下6.7%的新低。建筑工程增速回升对地产投资形成支撑，但受土地购置费累计增速下滑影响，地产投资增速重回下行通道。

四、消费保持平稳

12月社消零售增速、限额以上零售增速分别稳定在8.0%、4.4%。分品类看，必需消费整体偏弱，食品价格涨幅扩大带动食品饮料零售增速回升，但纺织服装、日用品零售增速均下滑，三项合计增速小幅下滑。可选消费涨多跌少，虽然居住类消费普遍低迷，家电、家具、建材零售增速涨少跌多，但出行类消费明显改善，汽车零售增速回升转正，对消费的拖累继续减弱，而石油及制品零售增速也继续回升。网上零售增速缓慢下行，但占比上升至1/5。

五、地产销售回落

12月地产销售增速下滑。12月全国商品房销售面积、销售额增速分别回落至-1.7%、1.2%。虽然12月房贷利率止跌回升，但受前期“以价换量”透支需求，4季度以来，地产销售增速缓慢下行。土地购置、新开工增速转正。得益于房企到位资金增速回升，12月土地购置面积增速、新开工面积增速分别由负转正至7.5%、7.4%。考虑到房企融资仍受约束，20年地产投资增速面临下行压力，但由于新房屋库存水平较低，地产投资大幅回落的概率不大。

六、经济稳中向好

展望2020年，我们认为：经济具备企稳改善潜力。从三驾马车看：必需消费保持稳定、汽车消费由负转正，有望带动总消费企稳回升；虽然地产投资小幅下滑，但基建和制造业投资有望回升，而库存周期也将低位重启，因而投资有望整体改善；中美达成第一阶段贸易协议，意味着出口有望回升转正。货币政策有望回归稳健。2020年美国复苏有望延续，降息周期或暂停。得益于中美贸易摩擦改善和库存周期回升，中国经济有望周期企稳，CPI核心物价也有望持续回升，这意味着货币政策进一步放松的空间并不大，将从19年的货币再宽松回归稳健。

目 录

1. GDP 低位企稳.....	4
2. 工业短期新高.....	4
3. 投资稳中趋升.....	6
4. 消费保持平稳.....	8
5. 地产销售回落.....	9
6. 经济稳中向好.....	10

图目录

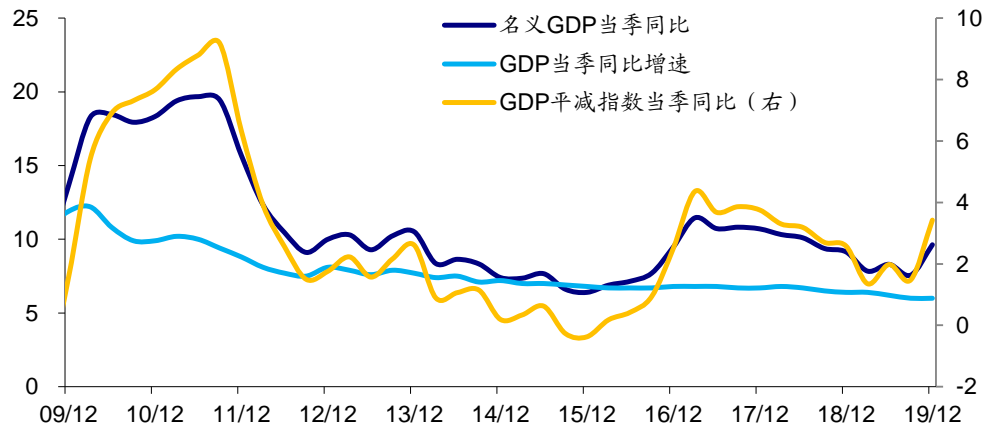
图 1	GDP 名义和实际同比增速、GDP 平减指数同比增速 (%)	4
图 2	三大需求对 GDP 累计同比的拉动 (%)	4
图 3	三大产业对 GDP 累计同比的拉动 (%)	4
图 4	工业增加值同比增速、季调环比增速 (%)	5
图 5	出口交货值同比增速 (%)	5
图 6	主要工业行业增加值同比增速：装备加工类行业 (%)	5
图 7	主要工业品产量同比增速 (%)	5
图 8	主要工业行业增加值同比增速：原材料类行业 (%)	5
图 9	中汽协、乘联会口径下乘用车销量同比增速 (%)	6
图 10	汽车制造业增加值增速、收入增速、汽车产量增速 (%)	6
图 11	全国固定资产投资同比增速 (%)	6
图 12	制造业投资同比增速 (%)	7
图 13	制造业分行业投资累计同比增速 (%)	7
图 14	基建投资、基础设施投资累计同比增速 (%)	7
图 15	基建投资分项累计同比增速 (%)	7
图 16	房地产投资同比增速 (%)	7
图 17	房地产投资名义、实际累计同比增速 (%)	7
图 18	社会消费品零售名义、实际增速及限额以上零售增速 (%)	8
图 19	必需品零售增速 (%)	8
图 20	汽车类零售增速 (%)	8
图 21	石油及制品类零售增速 (%)	9
图 22	家电音像、家具、建材类零售增速 (%)	9
图 23	网上零售增速、网上零售占社消零售比重 (%)	9
图 24	全国商品房销售面积同比增速 (%)	10
图 25	首套平均房贷利率 (%)	10
图 26	全国土地购置面积同比增速 (%)	10
图 27	全国房屋新开工面积同比增速 (%)	10

2020年1月17日，统计局公布了2019年4季度的经济数据，到底如何理解当前经济走势，未来经济又将表现如何呢？以下是我们的解读：

1. GDP 低位企稳

4季度经济低位企稳。首先来看经济整体表现，19年GDP同比增速6.1%，创下91年以来的新低。其中，4季度GDP同比增速6.0%，较3季度低位持平。而受消费品价格涨幅扩大影响，4季度GDP平减指数同比增速反弹至3.4%。因而整体看，4季度经济量平价涨，名义GDP增速也回升到了9.6%。

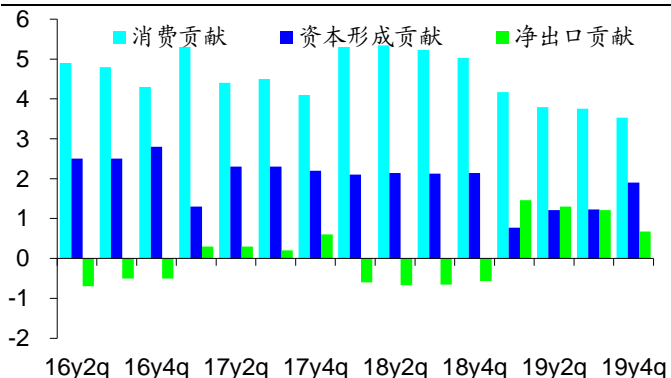
图1 GDP名义和实际同比增速、GDP平减指数同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

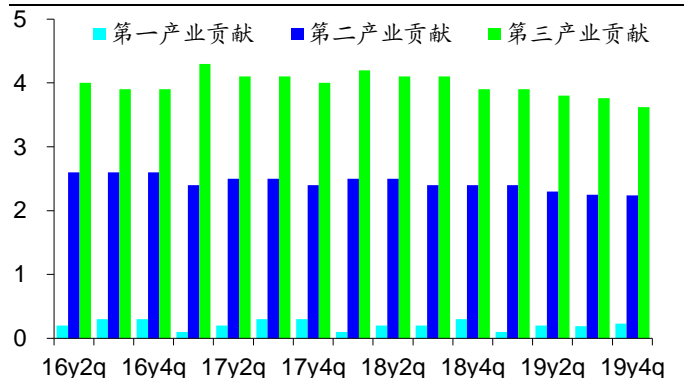
需求企稳靠投资，生产企稳靠工业。从需求、生产两个维度看，经济结构发生了怎样的变化，各部分贡献几何？支出法下，19年消费对经济增长的贡献率为57.8%，略低于前3季度的60.5%，而投资的贡献率从前3季度的19.8%大幅上升到了31.2%，净出口的贡献率则回落到了11.0%。生产法下，19年4季度第二产业增速反弹至5.8%，而第三产业则回落至6.6%。因而第二产业对经济增长的贡献率回升至36.8%，第三产业回落至59.4%。

图2 三大需求对GDP累计同比的拉动（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 三大产业对GDP累计同比的拉动（%）

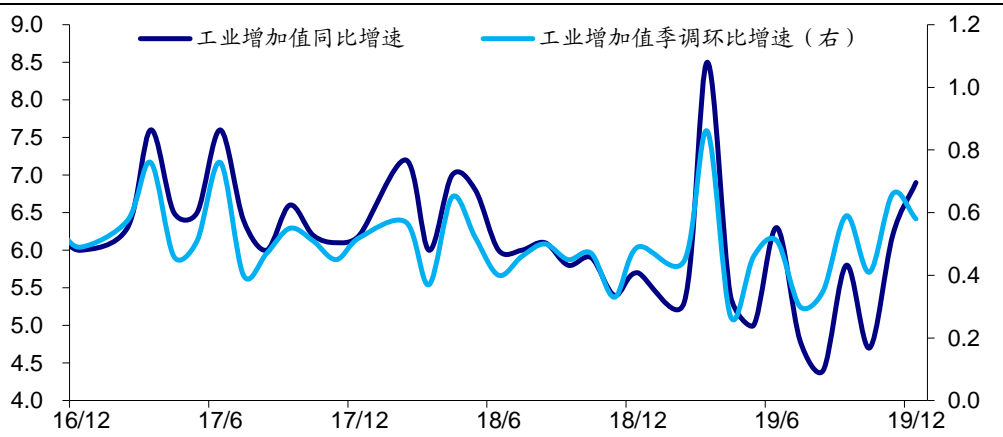


资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 工业短期新高

12月工业生产短期新高。12月各项经济数据中，最为亮眼的莫过于工业增加值。首先来看数据表现，12月规模以上工业增加值同比增速6.9%，不仅较11月继续回升，还创下了8个月新高。4季度各月工业增速均值5.93%，也较3季度的5.0%明显回升。工业增速的回升并非缘于基数偏低，因为经过季调的12月工业增加值环比增速也同样处在0.58%的19年内高位。

图4 工业增加值同比增速、季调环比增速 (%)

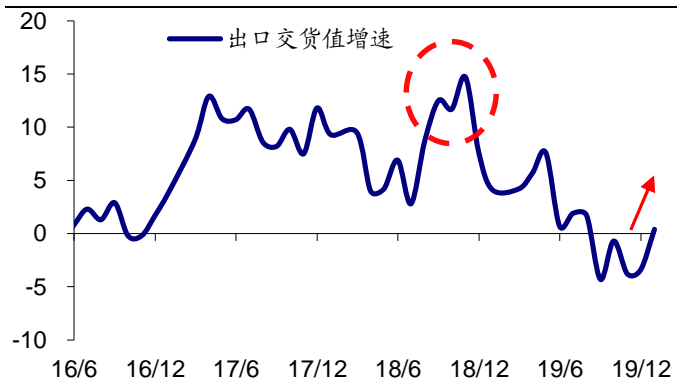


资料来源: Wind, 海通证券研究所。1-2月为累计同比

我们知道, 工业生产是经济波动的重要来源。那么 4 季度以来的工业生产改善是否意味着经济能够持续企稳回升, 经济企稳的动力又来自哪里? 我们认为有三方面原因:

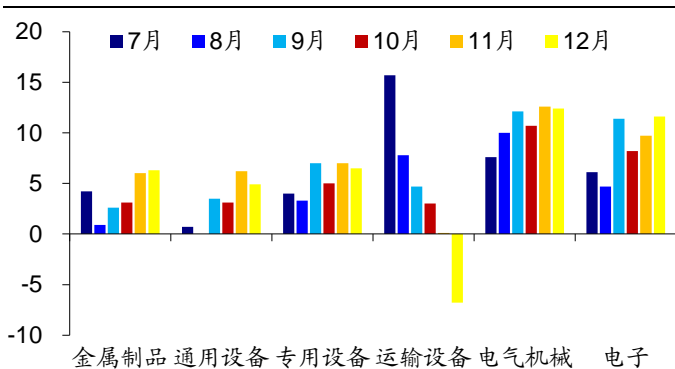
一是中美贸易摩擦缓和。其结果是出口回暖, 并带动中游装备加工类行业生产改善。从此前海关总署公布的外贸数据看, 4 季度出口增速由负转正, 尤其是 12 月增速跳升至 7.6%。而从统计局公布的出口交货值增速看, 也是在 3 季度筑底, 并在 4 季度持续回升, 其中 12 月大幅回升转正。相应的, 对外需依赖较高的装备加工类行业的增加值增速, 也在 4 季度普遍回升。

图5 出口交货值同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

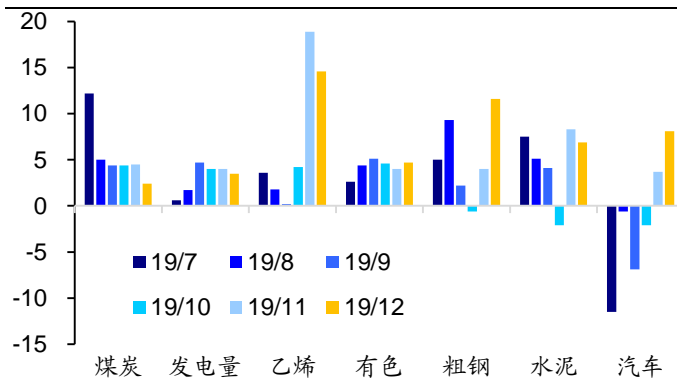
图6 主要工业行业增加值同比增速: 装备加工类行业 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

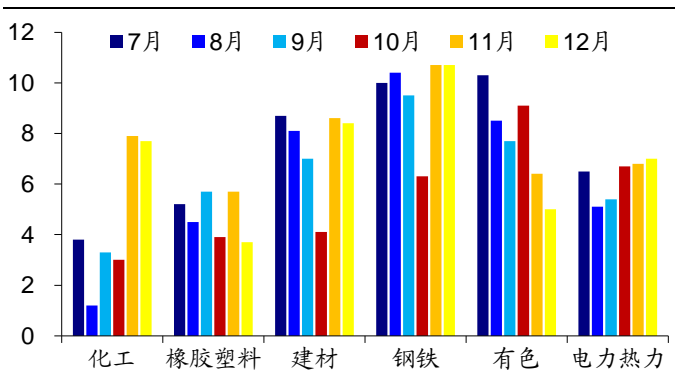
二是地产基建施工韧性。因而与地产基建相关的上游原材料类行业生产普遍向好。正是得益于此, 4 季度以来, 钢铁、水泥、有色、电力等行业, 无论是增加值增速还是产量增速, 都出现了明显回升。

图7 主要工业品产量同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

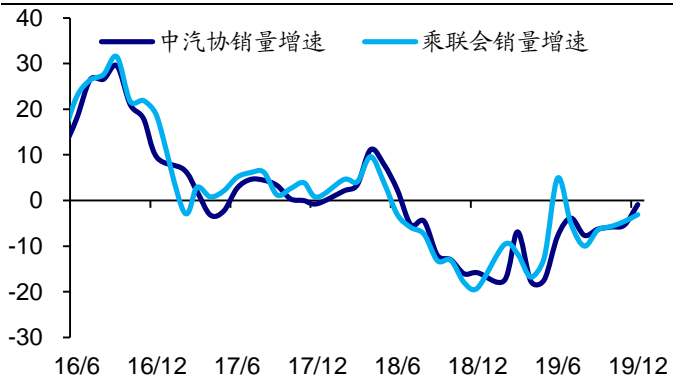
图8 主要工业行业增加值同比增速: 原材料类行业 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

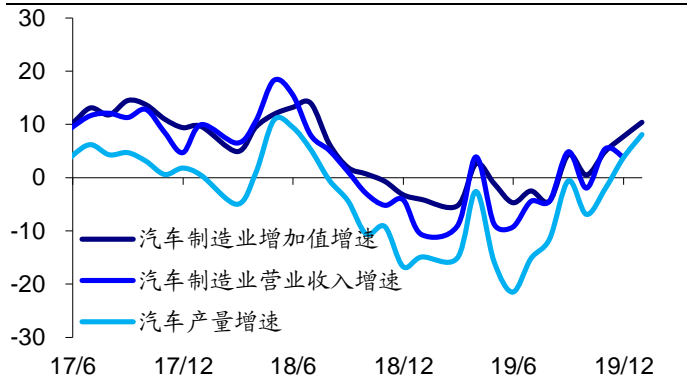
三是汽车生产持续改善。这固然与基数持续偏低有关，但19年中以来乘用车零售销量增速的持续回升以及渠道库存的去化，表明终端需求正在缓慢修复，而国六标准的切换，则使得汽车制造业增加值、行业收入、产量等汽车生产相关的数据集体回升，并且回升力度明显强于终端零售，增速转正时间也更早。

图9 中汽协、乘联会口径下乘用车销量同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图10 汽车制造业增加值增速、收入增速、汽车产量增速 (%)



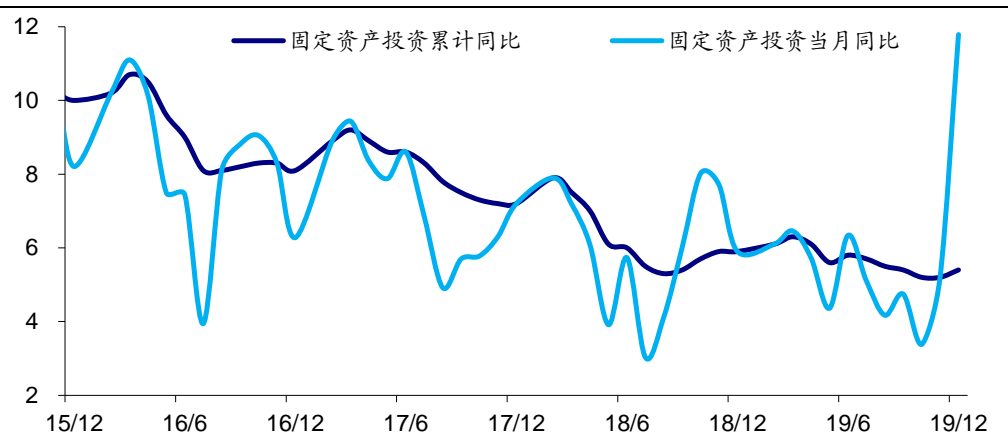
资料来源: Wind, 海通证券研究所

因此，总结来说，工业生产改善的原因不外乎：贸易摩擦缓和下的出口改善、地产基建韧性下的内需改善，以及汽车产销修复下的内需改善，分别对应出口、投资、消费三驾马车。接下来我们重点对投资和消费两大内需展开分析。

3. 投资稳中趋升

12月投资增速稳中趋升。19年全国固定资产投资同比增速5.4%，虽然较18年的5.9%小幅下滑，但从19年各月累计增速看，4季度以来投资增速稳中趋升，12月累计增速较11月小幅回升，当月增速也创下11.8%的多年新高。而12月民间投资同比增速也创下13.7%的多年新高。三大类投资表现如何呢？

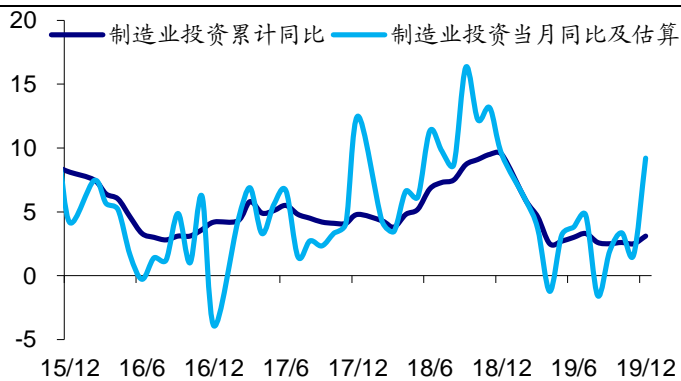
图11 全国固定资产投资同比增速 (%)



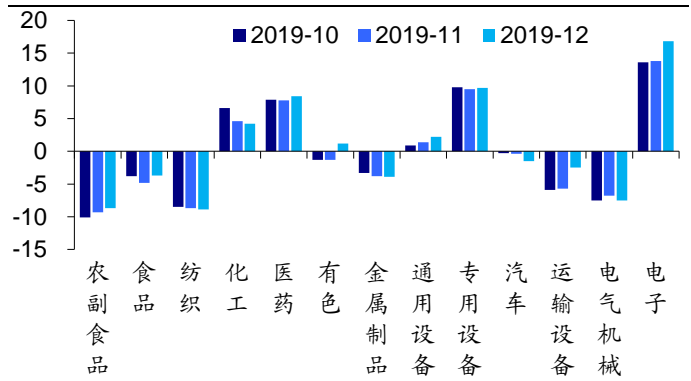
资料来源: Wind, 海通证券研究所

制造业投资增速明显回升。19年1-12月制造业投资同比增速3.1%，较11月明显回升。我们知道，19年4月以来，制造业投资累计同比增速在2.5%-3%之间低位徘徊，尤其是8-11月累计增速稳定在2.5%-2.6%。而12月累计增速重回3%之上，我们根据历史数据和累计值估算的12月制造业投资当月增速也大幅回升。从细分行业看，12月累计增速明显回升的主要是装备加工类行业，比如运输设备、电子设备等。

而制造业投资增速企稳回升，缘于盈利和信贷的双重改善。一方面，随着减税降费政策落地，19年1季度以来工业企业利润增速已见底回升。另一方面，受央行鼓励金融机构增加制造业和民企中长期贷款，以及LPR报价改革并连续下调的驱动，19年8月以来企业中长贷增速也连续回升。盈利和信贷双双回升，共同带动制造业投资企稳。

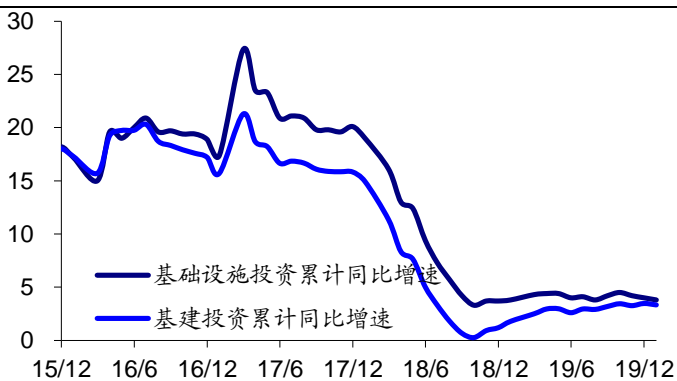
图12 制造业投资同比增长 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所。18年后当月同比为估算

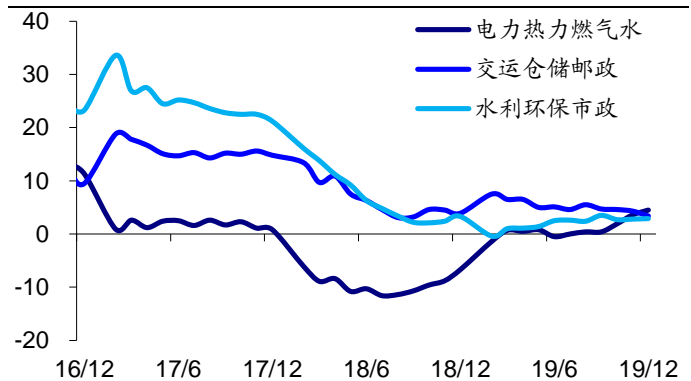
图13 制造业分行业投资累计同比增长 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所。

基建投资增速小幅回落。19年1-12月新、旧口径下的基建投资同比增长分别回落至3.8%、3.3%，其中12月当月投资增速分别下滑至1.9%、2.1%。从细分行业来看，拖累主要来自于交运行业，而电力、水利投资增速均较1-11月回升。整体来看，在严控地方隐性债务增长的背景下，19年基建投资只托不举。

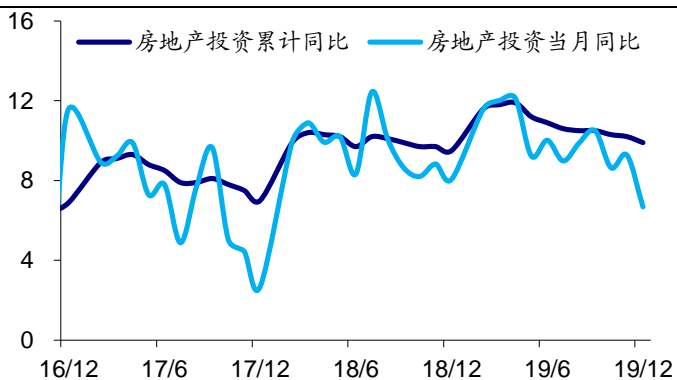
图14 基建投资、基础设施投资累计同比增长 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

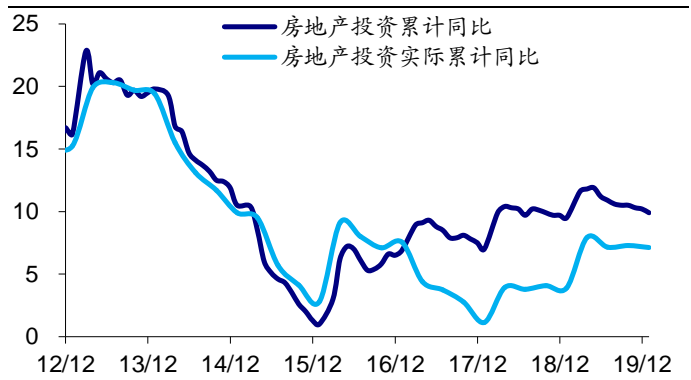
图15 基建投资分项累计同比增长 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

房地产投资增速明显下滑。19年1-12月房地产开发投资同比增长为9.9%，较1-11月继续小幅回落。而值得注意的是，12月房地产投资当月同比增长6.7%，较11月明显下滑，并创下18年以来新低。剔除价格后，19年房地产投资增速7.1%，较前3季度的7.3%微幅回落。随着土地购置费增速从18年的57%持续下滑至19年前11月的17%，房地产投资名义、实际增速之间的缺口也在不断缩窄。

图16 房地产投资同比增长 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图17 房地产投资名义、实际累计同比增长 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

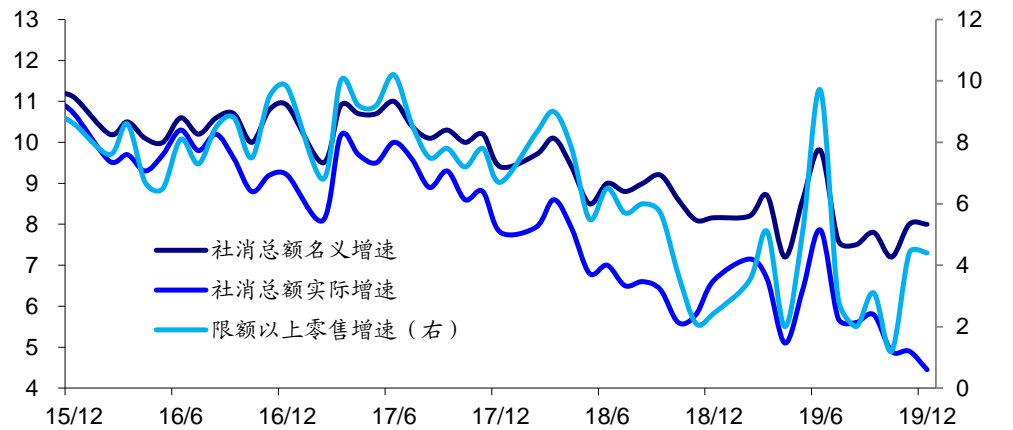
总结来看，在投资端：经历了漫长的筑底后，在盈利和信贷两大领先指标的带动下，制造业投资出现了回升的信号；受制于融资约束，基建投资反弹力度有限，全年增速较18年持平；建筑工程增速回升对房地产投资增速形成支撑，但随着土地购置费累计增速

不断下行，房地产投资增速重回下行通道。

4. 消费保持平稳

12月消费增速保持平稳。19年社会消费品零售总额、限额以上单位消费品零售额增速分别为8.0%、3.9%，均较18年下滑，其中19年12月当月增速分别为8.0%、4.4%，均较11月持平。消费增速保持平稳，很大程度上与消费品价格涨幅扩大有关，剔除价格因素后，12月社零增速4.5%，较11月小幅回落。各品类消费增速表现如何呢？

图18 社会消费品零售名义、实际增速及限额以上零售增速 (%)

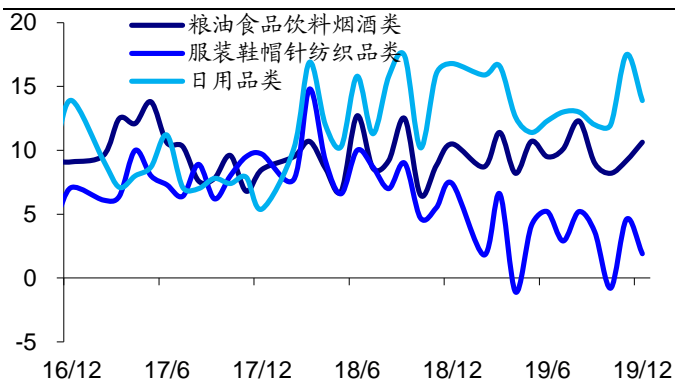


资料来源: Wind, 海通证券研究所

必需消费涨少跌多、小幅回落。12月必需消费品零售增速涨跌互现，占比较高的食品饮料增速回升至10.6%，纺织服装增速回落至1.9%，而日用品增速则回落至13.9%。三项合计增速从11月的8.7%下滑至7.8%。

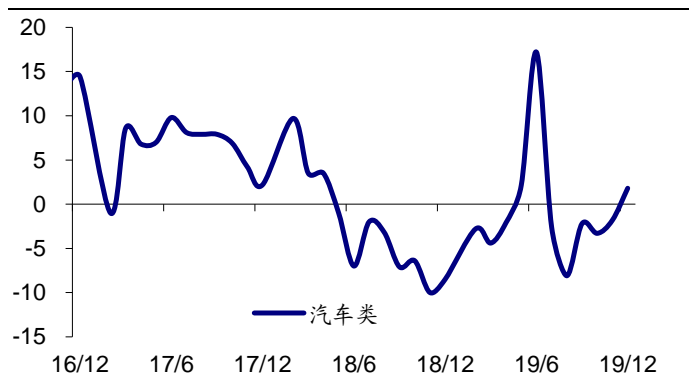
汽车零售增速转正。12月各项消费数据中，最为亮眼的莫过于汽车零售。汽车零售增速自9月以来降幅不断收窄，并在12月转正至1.8%。剔除汽车后，12月社消零售、限额以上零售增速分别为8.9%、5.5%。这意味着，随着汽车零售增速的持续回升，对消费的拖累也在不断减弱，从8月最高的1.8、4.1个百分点，缩减至12月的0.9、1.1个百分点。

图19 必需品零售增速 (%)



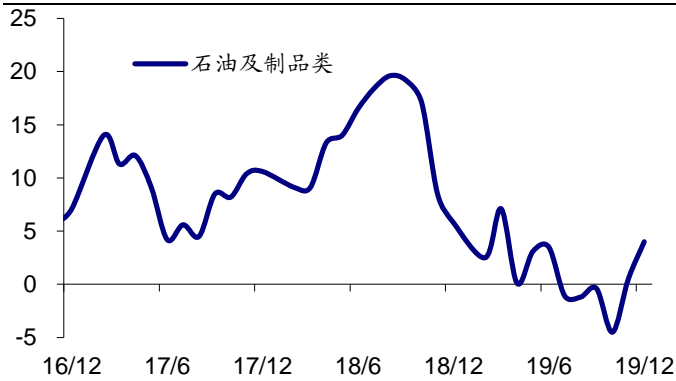
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图20 汽车类零售增速 (%)

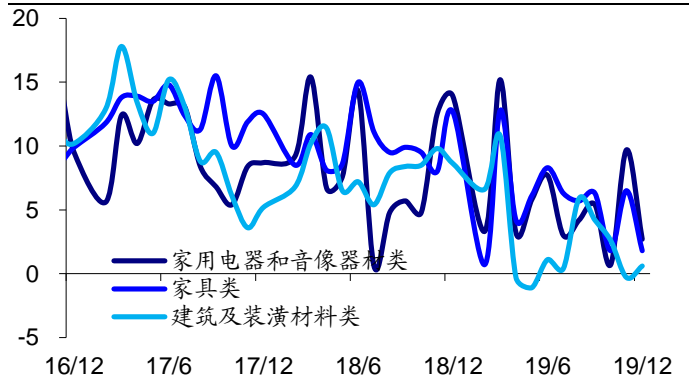


资料来源: Wind, 海通证券研究所

可选消费涨多跌少。12月可选消费品零售增速好坏参半。出行相关消费普遍回升，占比最高的汽车零售增速回升转正，占比居次的石油及制品零售增速继续回升。而居住相关消费整体偏弱，家电、家具零售增速明显下滑，建材零售增速小幅回升但仍偏低。

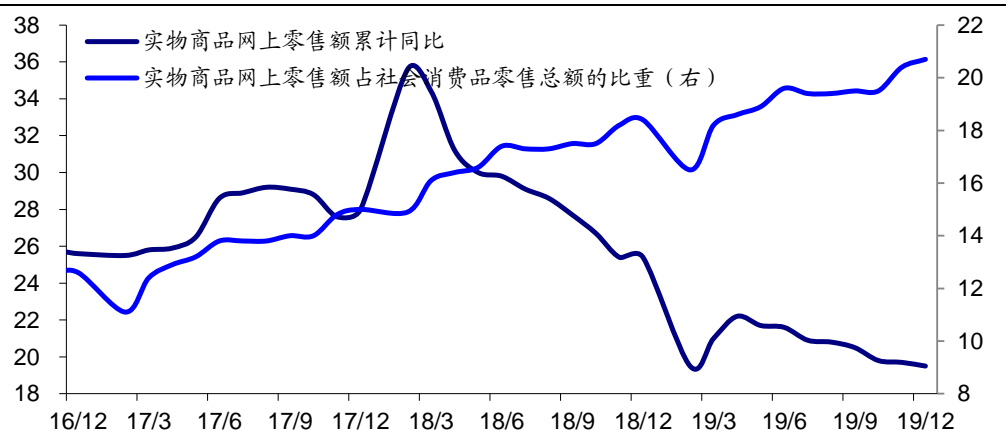
图21 石油及制品类零售增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图22 家电音像、家具、建材类零售增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

网上零售持续高增, 占比继续上升。1-12月实物商品网上零售增速 19.5%, 较 1-11月略下滑, 但仍远快于社消零售增速, 因而占后者的比重继续上升至 20.7%。

图23 网上零售增速、网上零售占社消零售比重 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

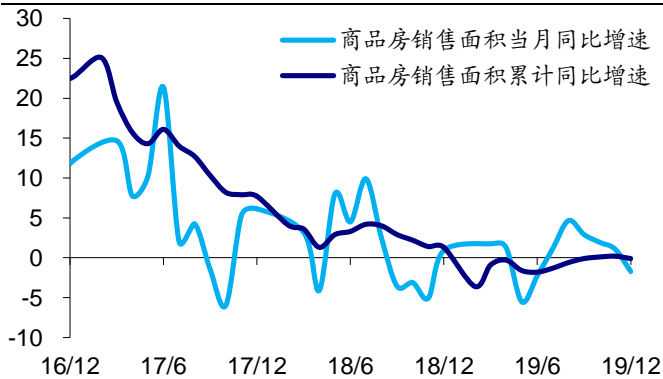
总结来看, 在消费端: 必需消费整体偏弱, 食品价格涨幅扩大使得食品饮料零售增速一枝独秀; 可选消费好坏参半, 居住类消费普遍低迷, 但出行类消费明显改善, 尤其是汽车零售增速回升转正, 而汽车对消费的拖累也在持续减弱; 网上零售增速缓慢下行, 但占比已经达到 1/5。

5. 地产销售回落

房地产投资仍是影响 2020 年经济走向的重要因素。作为房地产投资的领先指标, 地产销售、土地购置、新开工表现尤其值得关注。

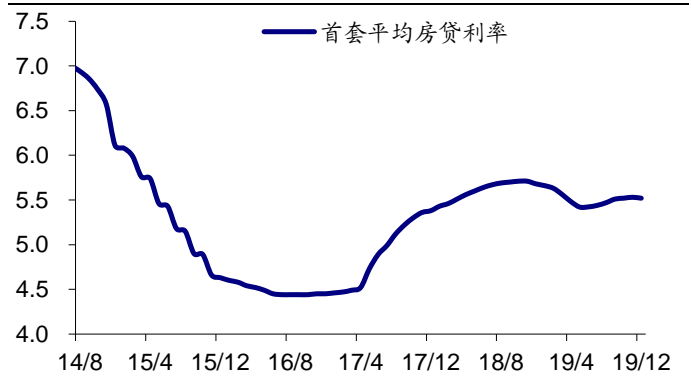
12月地产销量增速下滑转负。19年12月全国商品房销售面积、销售额同比增速分别回落至-1.7%、1.2%, 其中, 前者自7月以来首次出现负增长, 后者则创下6月以来的新低。虽然12月房贷利率止跌回升, 但受前期“以价换量”透支需求, 4季度以来, 地产销售增速缓慢下行。

图24 全国商品房销售面积同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

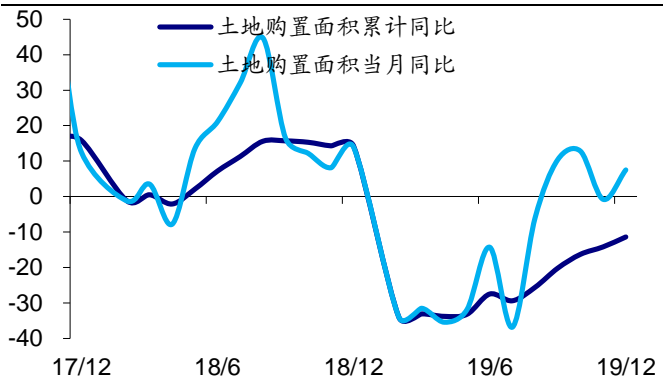
图25 首套平均房贷利率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

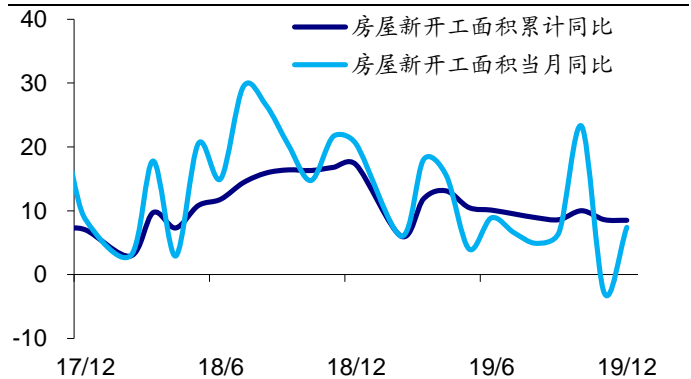
土地购置、新开工面积增速回升转正。但得益于房地产开发企业到位资金增速回升,12月土地购置面积增速、新开工面积增速均由负转正,分别回升至7.5%、7.4%。考虑到房企融资仍受约束,20年地产投资增速面临下行压力,但由于新房库存水平处于历史低位,地产投资大幅回落的概率不大。

图26 全国土地购置面积同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图27 全国房屋新开工面积同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

6. 经济稳中向好

展望 2020 年, 我们认为:

经济具备企稳改善潜力。从三驾马车看: 必需消费保持稳定、汽车消费由负转正, 有望带动总消费企稳回升; 虽然地产投资小幅下滑, 但基建和制造业投资有望回升, 而库存周期也将低位重启, 因而投资有望整体改善; 中美达成第一阶段贸易协议, 意味着出口有望回升转正。

货币政策有望回归稳健。2020 年美国经济复苏有望延续, 降息周期或暂停。得益于中美贸易摩擦改善和库存周期回升, 中国经济有望周期企稳, CPI 核心物价也有望持续回升, 这意味着货币政策进一步放松的空间并不大, 将从 19 年的货币再宽松回归稳健。

信息披露

分析师声明

姜超 宏观经济研究团队
于博 宏观经济研究团队

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。

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。