

经济短期承压

——实体经济观察2020年第5期
2020年2月6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

宏观分析师

陈兴 S0850519110001

电话: 021-23154504

Email: cx12025@htsec.com

结论：经济短期承压

价格：1月35城首套房贷利率微降，上周国内生资价格普遍回落，国际油价下滑。

1月中采、财新制造业PMI双双回落，而从中观高频数据看，1月经济表现前高后低：终端需求方面，35城地产销量增速受下旬增速拖累而有所回落，前18天乘联会乘用车批、零销量增速双双上行；工业生产方面，节前开工尚可，但在农历口径下，发电耗煤增速从节前一周开始持续下滑，意味着受疫情因素影响，节后生产恐有波折。

受新型肺炎疫情的影响，部分城市春节假期延长。这对供需两端均有影响。一方面，防控疫情所采取的隔离措施，使得春节期间住宿餐饮、旅游、文体娱乐等消费服务类行业收入缩水；另一方面，并非疫情防控急需的行业或推迟开工，影响节后复工节奏。但疫情事件属于短期冲击，而非长期影响。我们预计，若防控顺利，疫情有望在2月上旬达到高峰，二季度经济增长有望重拾升势。

需求：下游地产、家电、纺服走弱，乘用车弱改善。中游钢铁、机械走弱，重卡走强。上游煤炭平平、有色走弱。交运走弱。

库存：下游地产回补，乘用车仍高。中游钢铁回补。上游煤炭回补，有色去化。



下游行业

地产: 1月35城首套房贷利率微降, 地产销量增速普遍下滑。
乘用车: 12月汽车营收增速回升, 1月以来乘用车批零改善。
家电: 12月三大白电出口增速普升, 厂家销量增速涨少跌多。
纺织服装: 12月子行业收入增速普遍回落, 库销比均有下行。

中游行业

钢铁: 上周钢价回落, 钢材产量增速下滑, 社会库存仍回补。
机械: 12月各子行业营收增速下滑为主, 行业景气短期回落。
重卡: 1月重卡销量增速回升, 年初冲销量叠加提前备货需求。
电力: 春节后第一周发电耗煤跌幅扩大, 工业生产短期承压。

上游行业和交通运输

煤炭: 上周煤炭价格有所走平, 电厂煤炭库存天数季节性回升。
有色: 上周LME铜、铝价格均降, 铜、铝库存双双下滑。
大宗商品: 上周原油价格回落, CRB指数下行, 美元指数走高。
交通运输: 春运旅客增速大幅转负, 上周BDI降、节前一周CCFI升。

下游地产：1月35城首套房贷利率微降，地产销量增速普遍下滑



指标	数据表现	解读
需求	20年1月35城地产销量增速降至-16.5%，1月五大、百家龙头房企销量增速分别降至1.9%、-13.2%。	20年房贷利率开年走低，1月35城首套房贷平均利率较19年12月下降1BP。但1月各口径下地产销量增速普遍下滑，其中35城、百家龙头房企销量均跌幅扩大。一方面，春节假期错位使得1月下旬基数明显偏高。另一方面，疫情冲击的影响也不容忽视。受销售趋缓影响，1月十大城市商品房库销比回升，创13年以来同期新高。
价格	1月35城首套房贷利率微降至5.51%。	
库存	1月十大城市商品房库销比升至11.3个月。	

图 百家、五大龙头房企及35城地产销量同比增速 (%)

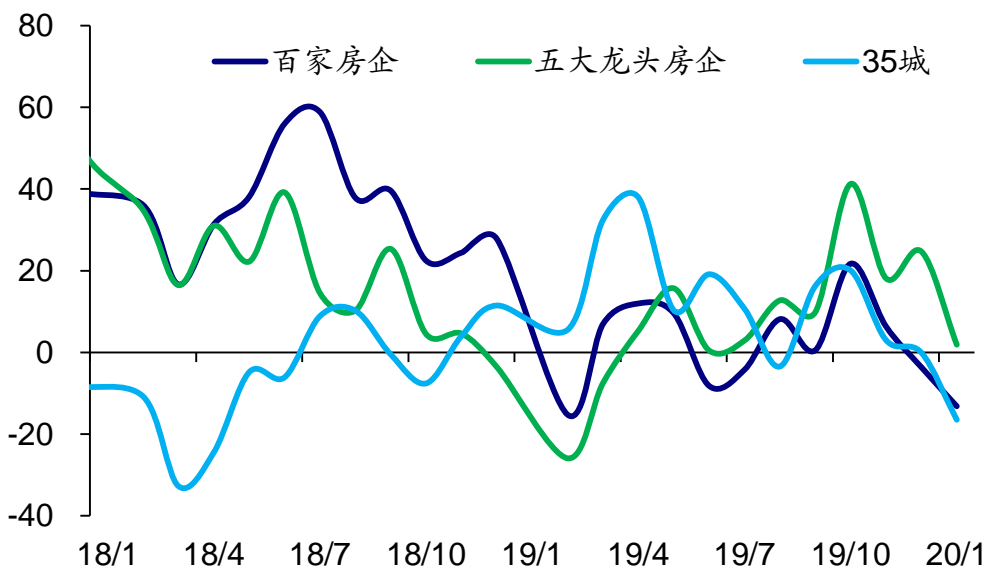
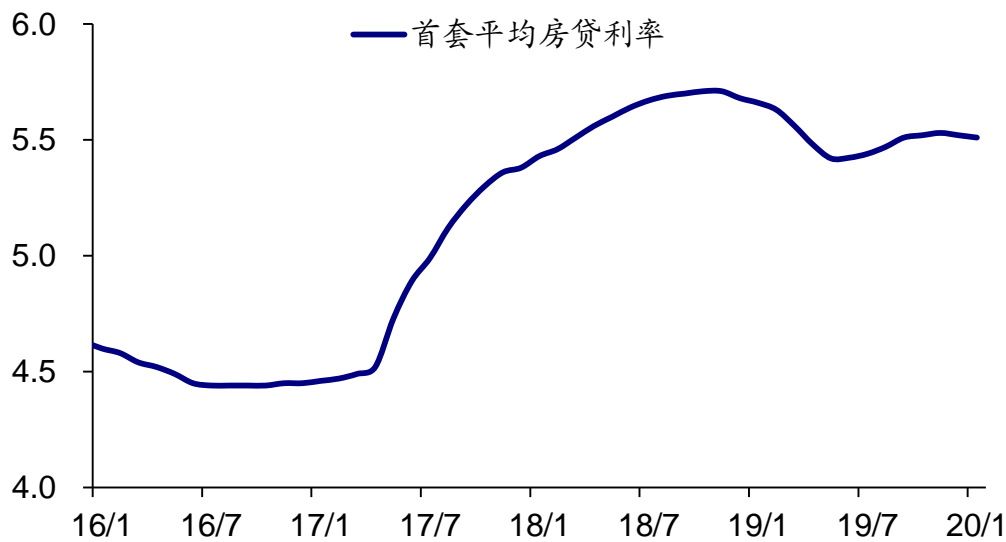


图 35城首套房贷款平均利率 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

下游乘用车：12月汽车营收增速回升，1月以来乘用车批零改善



指标	数据表现	解读
需求	19年12月汽车制造业营收增速回升至5.4%，20年1月前18天乘联会乘用车批发、零售销量增速均升至3%。	19年12月汽车制造业营业收入增速回升，主要缘于需求改善和基数偏低。20年1月乘用车销售开局良好，前18天乘联会乘用车批发、零售销量增速双双上行，特别是零售增速由负转正。但考虑到疫情的影响，乘用车需求短期或将再现波折。
库存	19年12月汽车经销商库存系数略降至1.3，汽车制造业产成品存货增速升至6.5%。	

图 汽车制造业营业收入同比增速 (%)

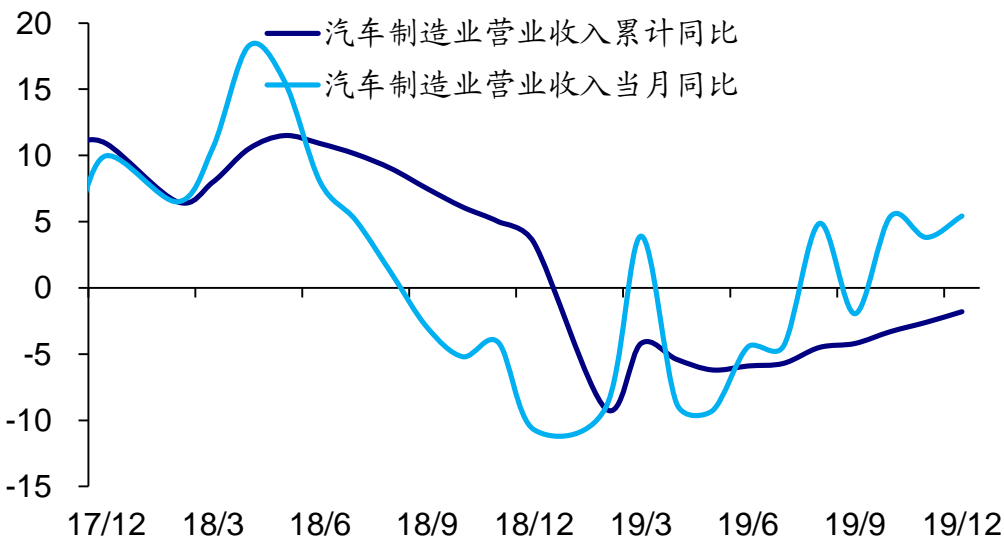
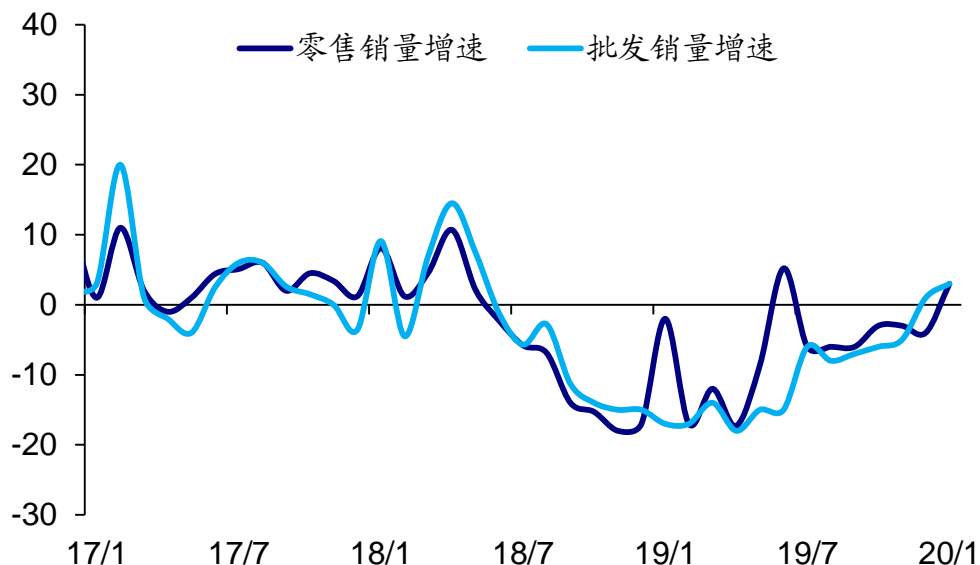


图 乘联会乘用车批发、零售销量同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所
注：右图20年1月为前18天数据。

下游家电：12月三大白电出口增速普升，厂家销量增速涨少跌多



指标	数据表现	解读
----	------	----

需求	19年12月海关总署空调、冰箱和洗衣机出口增速分别升至17%、14%和9%。 12月产业在线冰箱厂家销量增速升至14.3%，洗衣机厂家销量增速降至-2.4%。	受低基数以及海外圣诞假期带来的订单需求影响，19年12月三大白电出口增速普遍回升，其中空调和冰箱出口增速均由负转正。但内需表现相对弱于外需，而12月产业在线三大白电厂家销量增速涨少跌多，仅冰箱有所反弹，洗衣机和空调均回落。
库存	19年12月产业在线冰箱厂家库销比升至0.66，洗衣机厂家库销比降至0.32。	

图 海关总署家电出口同比增速 (%)

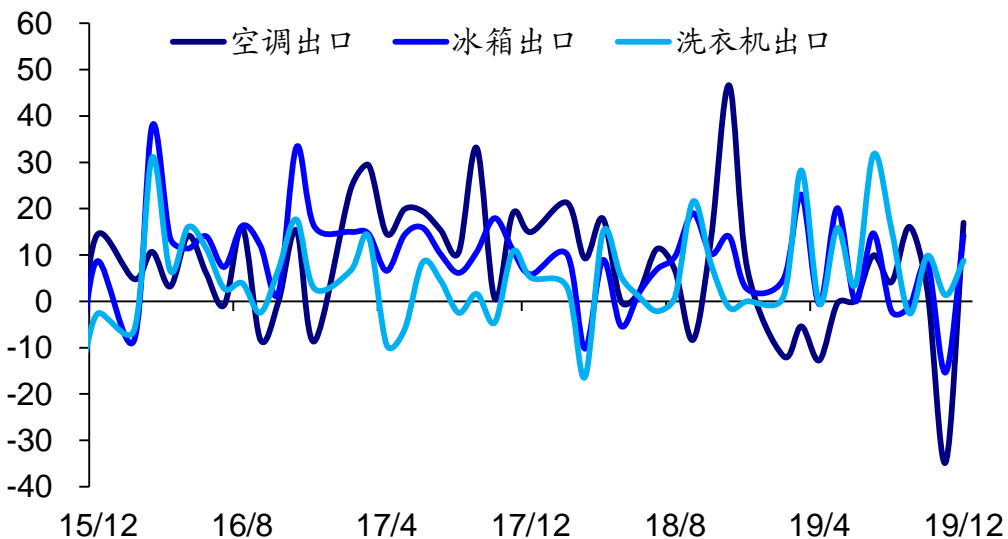
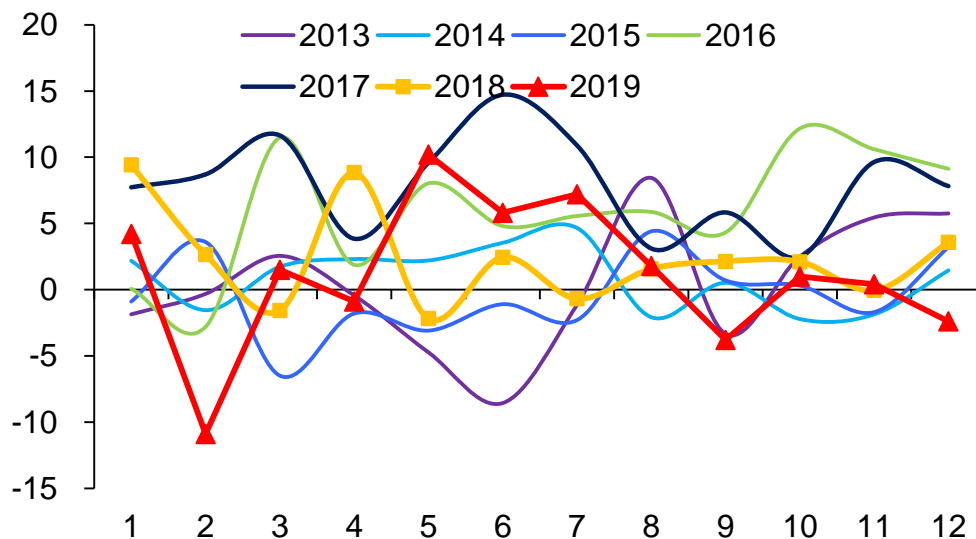


图 产业在线洗衣机厂家销量同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
价格	节前一周柯桥纺织价格指数回落，节前一周328级棉花价格指数下行。	19年12月纺织服装各子行业营业收入增速普遍回落，其中皮革业增速由正转负，而纺织业和服装服饰业营收增速跌幅均明显扩大。在“双十一”网购促销影响消退之后，12月行业需求整体疲弱。12月纺织业、服装服饰业、皮革业库销比均有季节性下滑，但普遍高于18年同期水平。
需求	19年12月纺织业、服装服饰业、皮革业营收增速分别降至-11%、-24%和-30%。	
库存	19年12月纺织业、服装服饰业、皮革业库销比分别降至0.61、0.6和0.97。	

图 纺织业库销比

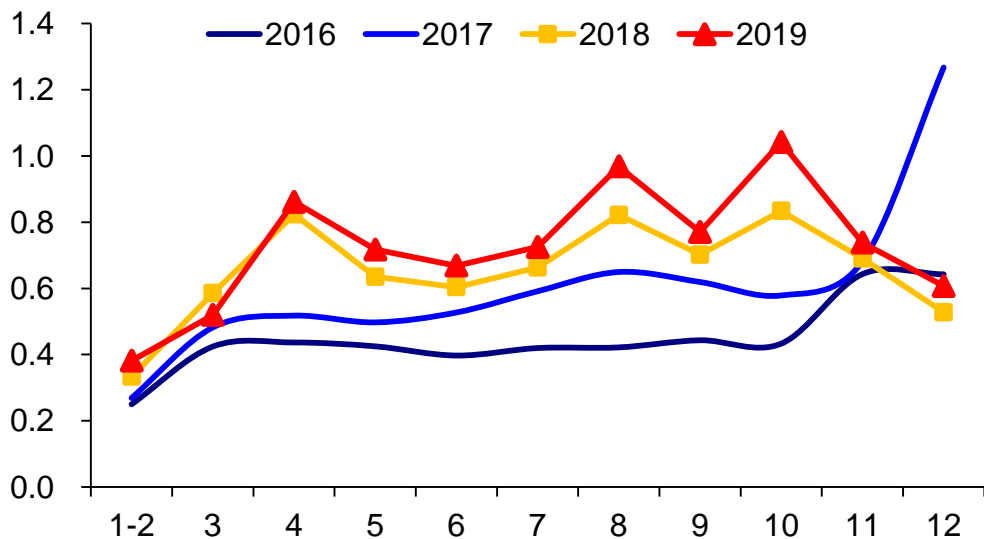
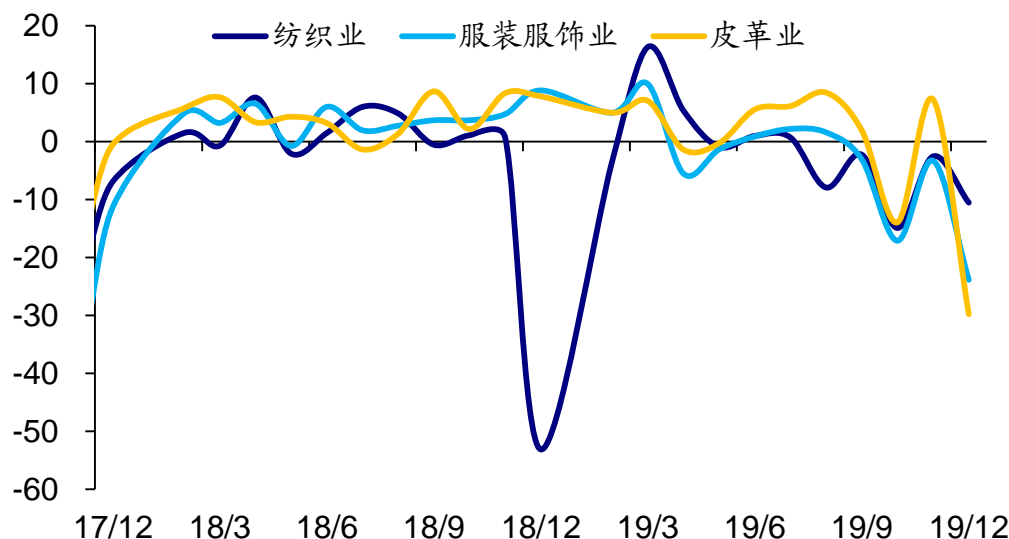


图 纺织、服装服饰、皮革业营业收入同比增速 (%)



中游钢铁：上周钢价回落，钢材产量增速下滑，社会库存仍回补



指标	数据表现	解读
价格、吨钢毛利	节后钢价较节前一周回落，吨钢毛利有所下滑。	节前钢价走势分化，但节后螺纹、热板价格双双下滑，钢价走弱也令吨钢毛利回落。20年1月以来，Mysteel样本钢厂钢材产量增速较19年12月明显走低，节前一周全国高炉开工率略有回升，但仍低于去年同期。而上周钢材社会库存和钢厂库存也是双双回补。整体看，行业供需两端均有走弱。
生产、需求	节前一周全国高炉开工率升至66.9%，上周Mysteel样本钢厂产量增速降至0.7%。	
库存	上周Mysteel样本钢厂钢材库存回补，钢材社会库存继续回补。	

图 螺纹钢、热轧板卷价格（元/吨）

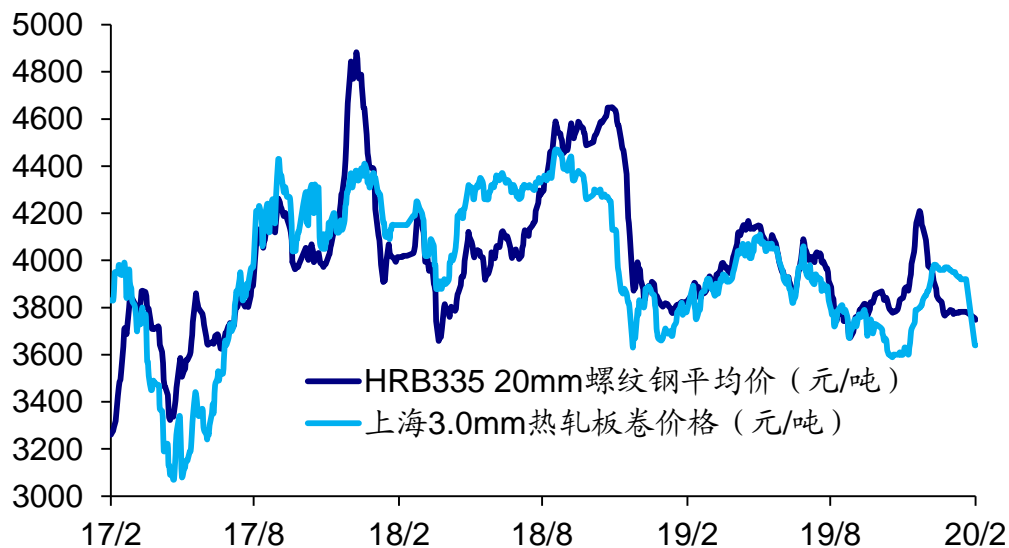
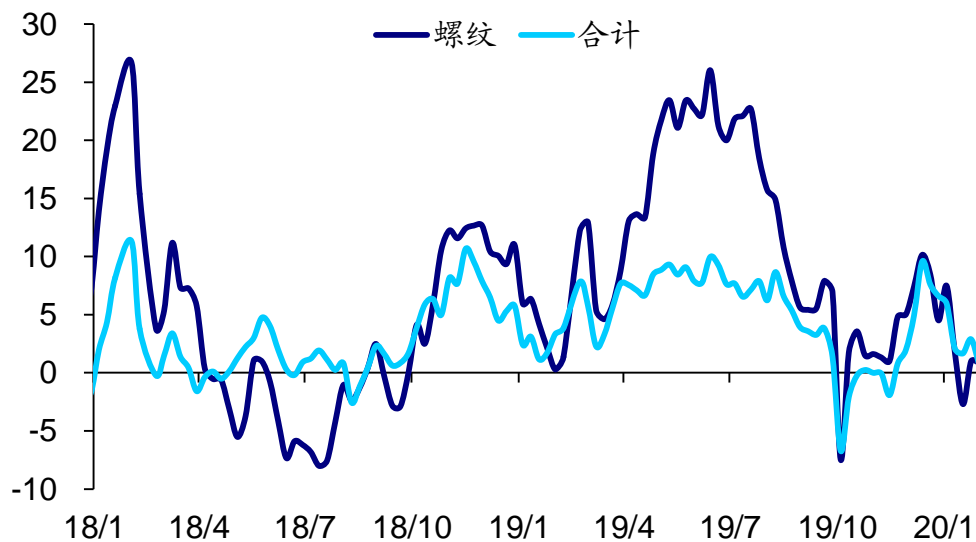


图 Mysteel周度钢厂螺纹、钢材产量同比增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标

数据表现

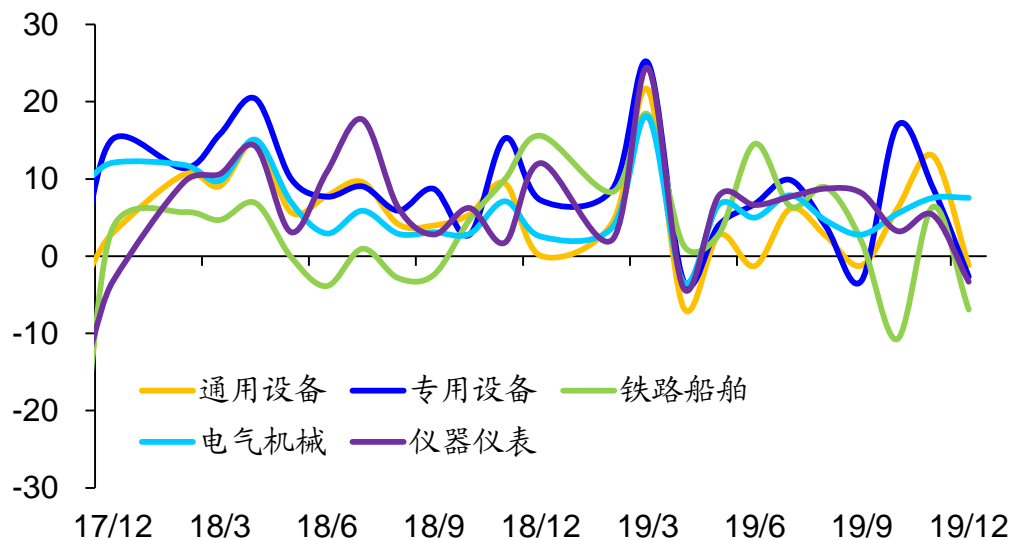
解读

需求

19年12月机械各子行业营收增速下滑为主，通用设备、专用设备、铁路船舶和仪器仪表分别下滑至-1.2%、-2.7%、-6.9%和-3.3%，仅电气机械持平在7.6%。

19年12月机械各子行业营收增速普遍下滑，指向行业景气有所回落。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，1-12月各口径下基建投资累计增速均有回落，带动行业收入增速走低。

图 机械子行业营业收入同比增速 (%)



指标

数据表现

解读

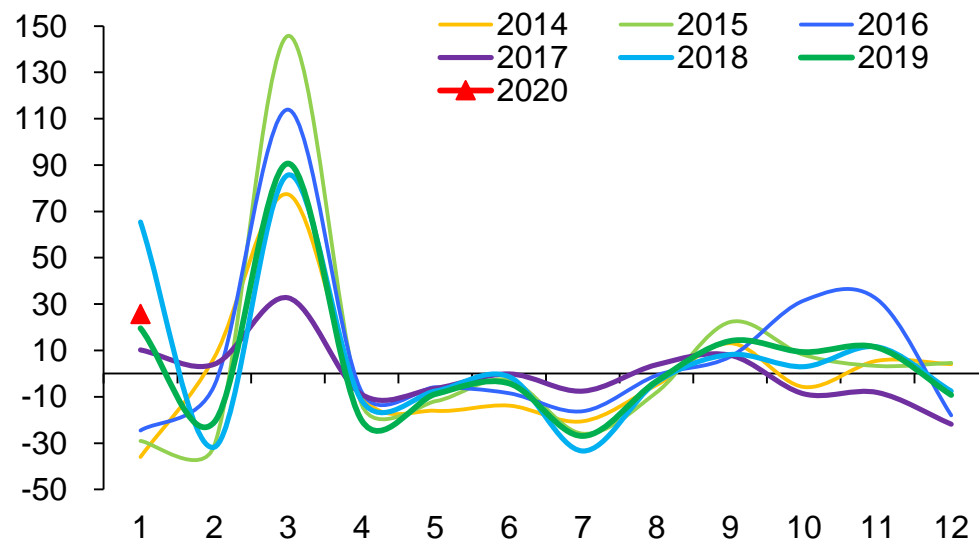
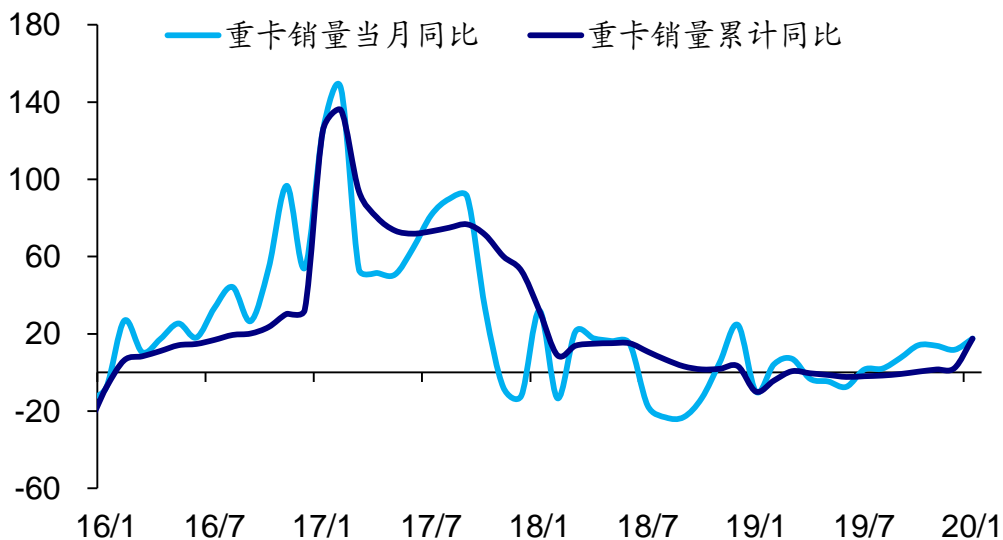
需求

20年1月重卡销量约11.6万辆，同比增速升至17.5%，环比增速升至25.8%，处14年以来同期次高点。

20年1月重卡销量同比增速明显回升，并创下19年以来新高，环比增速也是14年以来同期次高点。一方面，部分主流企业将19年底销量留到20年，希望取得年初开门红。另一方面，春节较早带来的提前备货和国三柴油货车更新淘汰也有助力。

图 重卡销量同比增速 (%)

图 重卡销量环比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标

数据表现

解读

生产

2月上旬前6天六大集团发电耗煤同比降幅缩窄至-2.2%，但春节后第一周发电耗煤同比降幅扩大至-16.2%。

受春节假期错位造成的低基数影响，2月上旬前6天发电耗煤同比降幅较1月收窄。但在农历口径下，春节前一周开始，发电耗煤同比增速持续下滑，春节后一周跌幅扩大至两位数，意味着受疫情冲击，工业生产短期承压。

图 月度六大发电集团日均耗煤同比增速 (%)

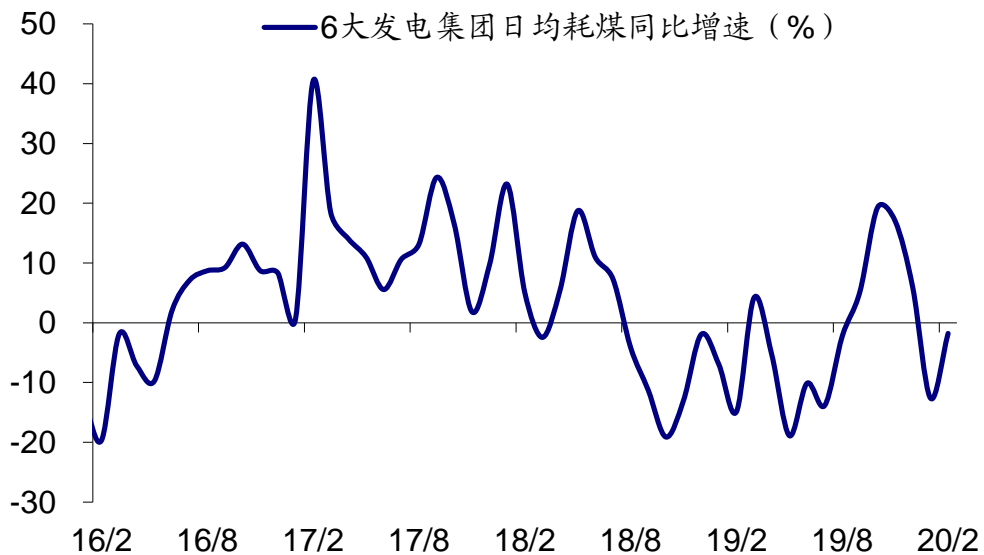
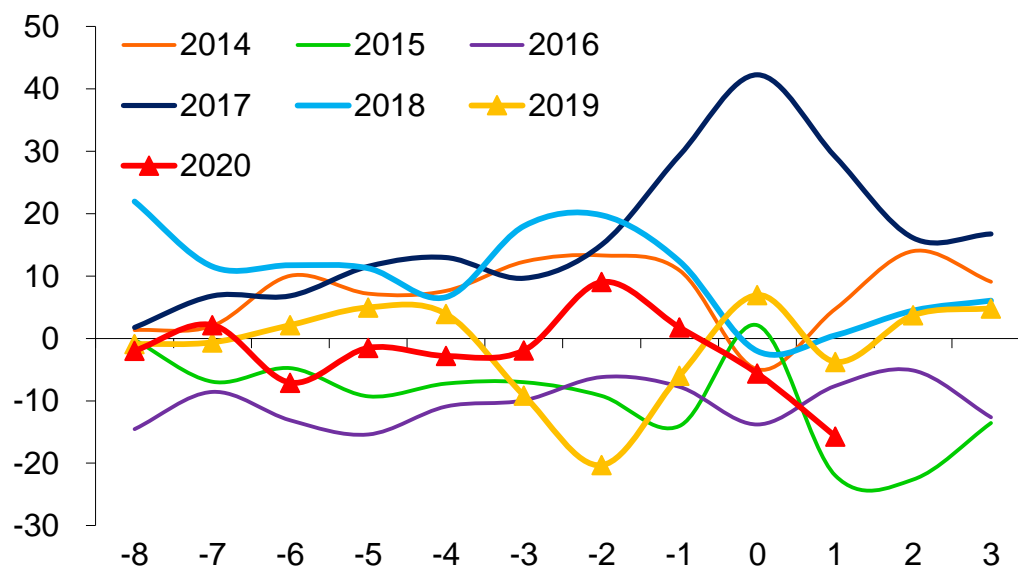


图 历年春节前后各周发电耗煤同比增速 (%)



指标	数据表现	解读
----	------	----

价格	上周秦皇岛港煤价格走平。	<p>上周秦皇岛港煤价格有所走平。受新型肺炎疫情冲击，在农历口径下，春节前一周开始，发电耗煤同比增速持续下滑，节后一周跌幅扩大至两位数，电厂煤炭库存季节性回补，上周电厂煤炭库存天数大幅升至40.4天，创14年以来同期新高。上周秦皇岛港口煤炭库存有所回落。</p>
库存	上周秦皇岛港口煤炭库存回落，电厂煤炭库存天数升至40.4天。	

图 秦皇岛港煤价格（元/吨）

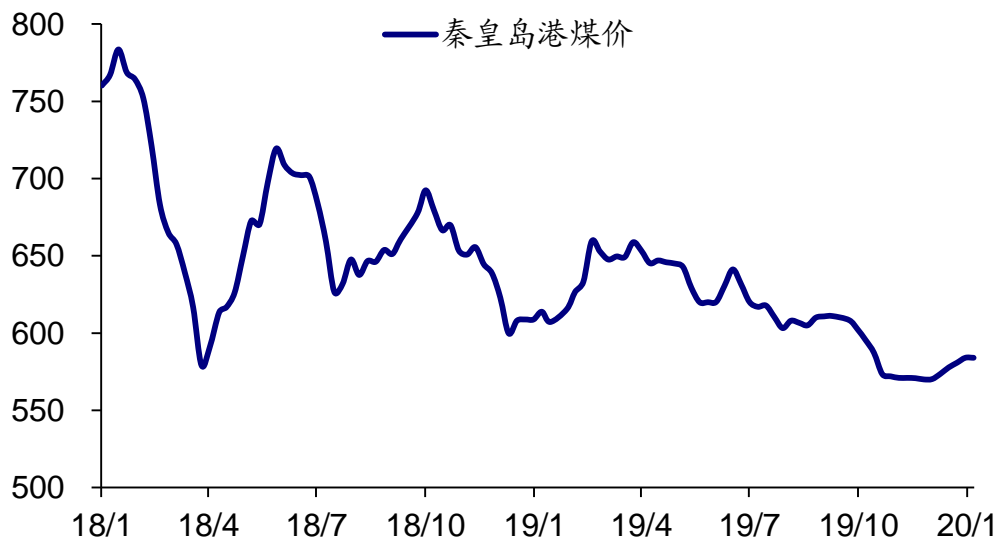
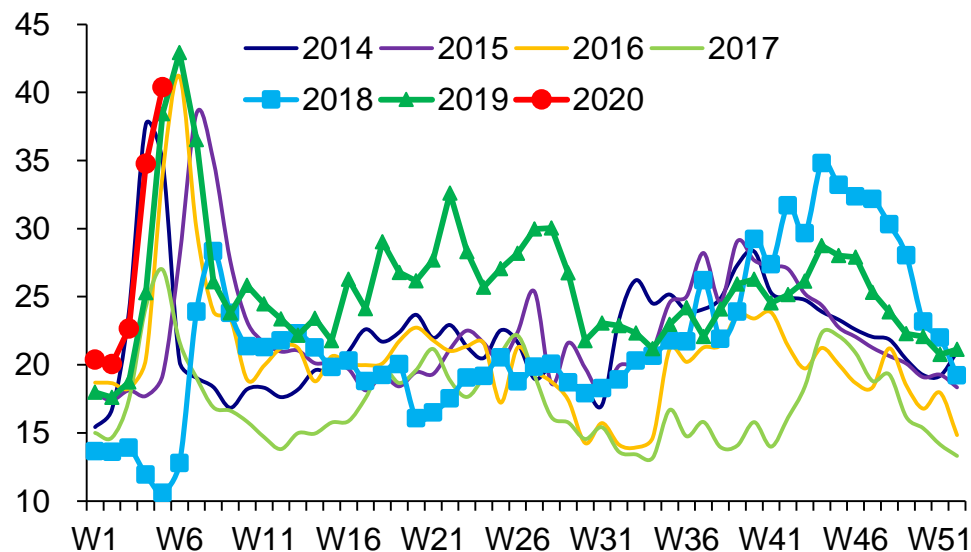


图 历年各周六大发电集团煤炭库存可用天数（天）



上游有色：上周LME铜、铝价格均降，铜、铝库存双双下滑



指标	数据表现	解读
价格	上周LME铜、铝价格均降。	上周基本金属价格普遍回落，世界卫生组织在1月26日及27日的新型冠状病毒报告中，将新型冠状病毒疫情全球范围风险改为高风险。随后世界卫生组织宣布，将新型冠状病毒疫情列为国际关注的突发公共卫生事件。受新型冠状病毒引发的肺炎疫情影响，市场对需求担忧加剧，基本金属价格承压，上周铜、铝价格均价回落。
库存	上周LME铜库存升、COMEX铜库存降，整体回落，LME铝库存下滑。	

图 LME铜和铝现货价格（美元/吨）

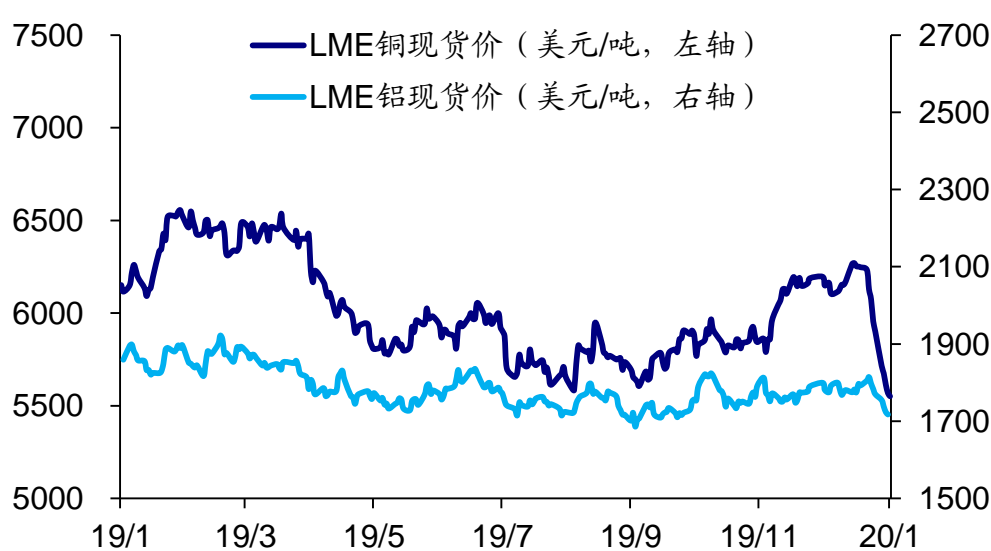
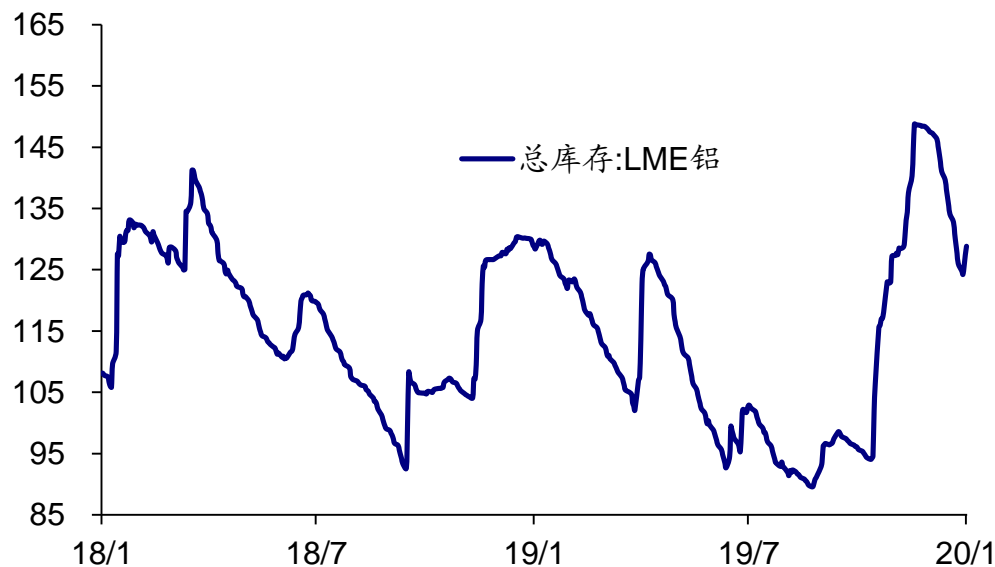


图 LME铝库存（万吨）



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
原油	上周Brent、WTI原油均价回落。	上周原油均价回落，一方面，市场担忧新型肺炎疫情对于需求的拖累，而另一方面，美国原油库存也在持续回升。上周CRB指数均值下行。欧元区19年经济增长速度创欧债危机以来新低，欧洲议会通过英国脱欧协议，上周美元指数均值走高。
CRB指数	上周CRB指数均值下行。	
美元指数	上周美元指数均值走高。	

图 布伦特和WTI原油期货价格（美元/桶）

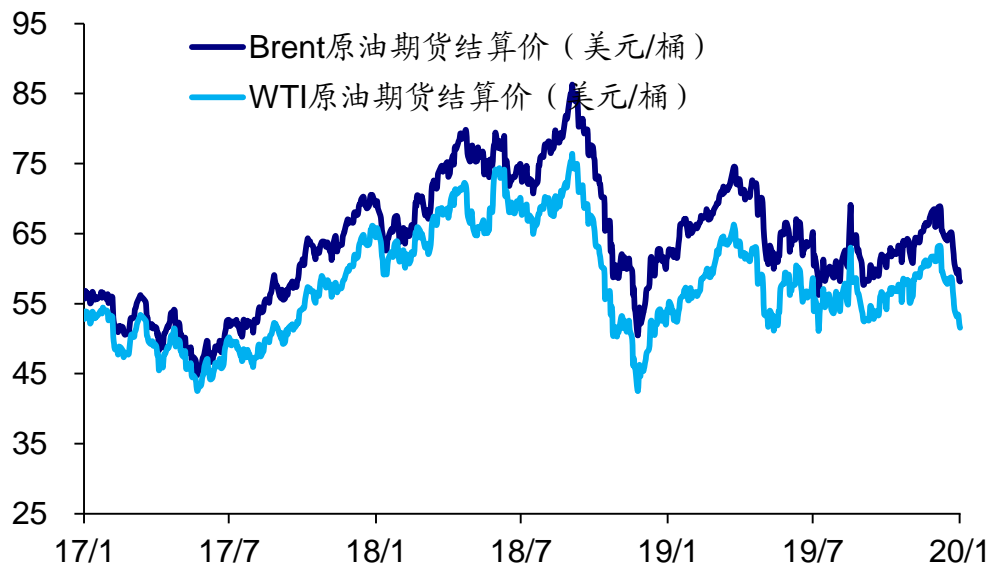
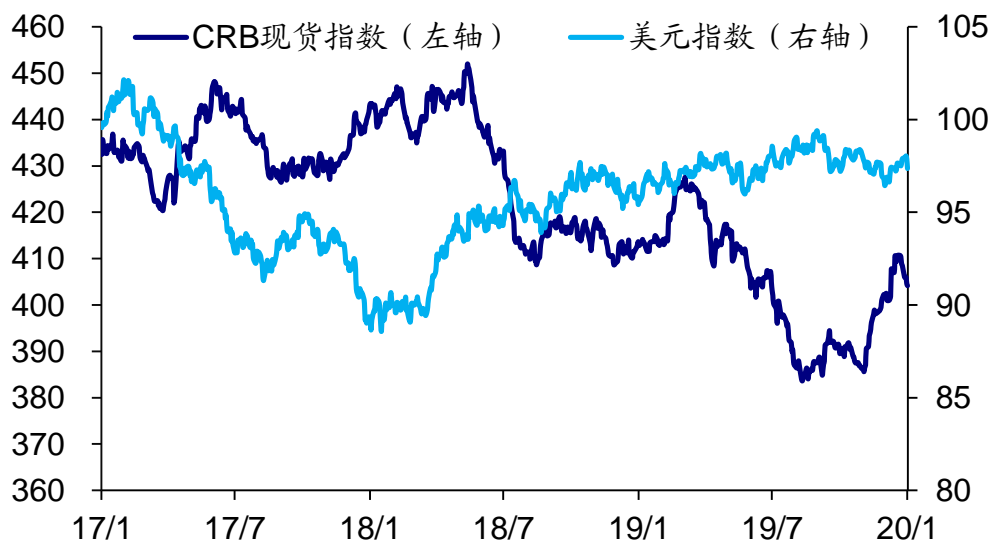


图 美元指数与CRB现货价格指数



指标

数据表现

解读

客运

春运前26天全国累计发送旅客13.07亿人次，同比增速-32.8%，较19年回落转负。

海运

上周BDI指数回落，节前一周CCFI指数回升。

受新型肺炎疫情疫情影响，部分城市春节假期有所延长，中央应对新型冠状病毒感染肺炎疫情工作领导小组会议指出，将分类指导实施错峰返程，以利于疫情防控，春运前26天全国发送旅客同比增速回落转负，较19年增速大幅下行。上周BDI指数回落，节前一周CCFI指数回升。

图 BDI与CCFI指数

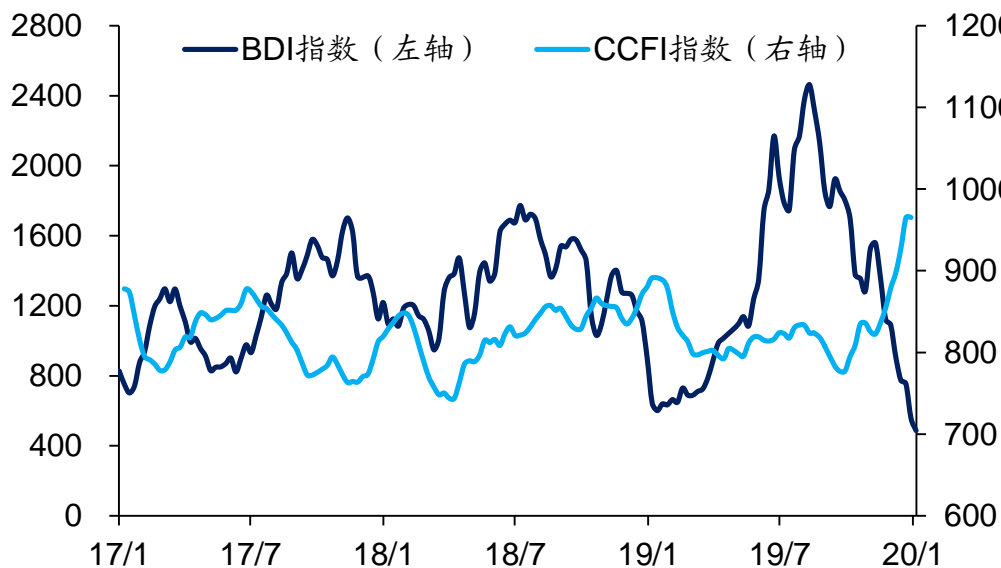
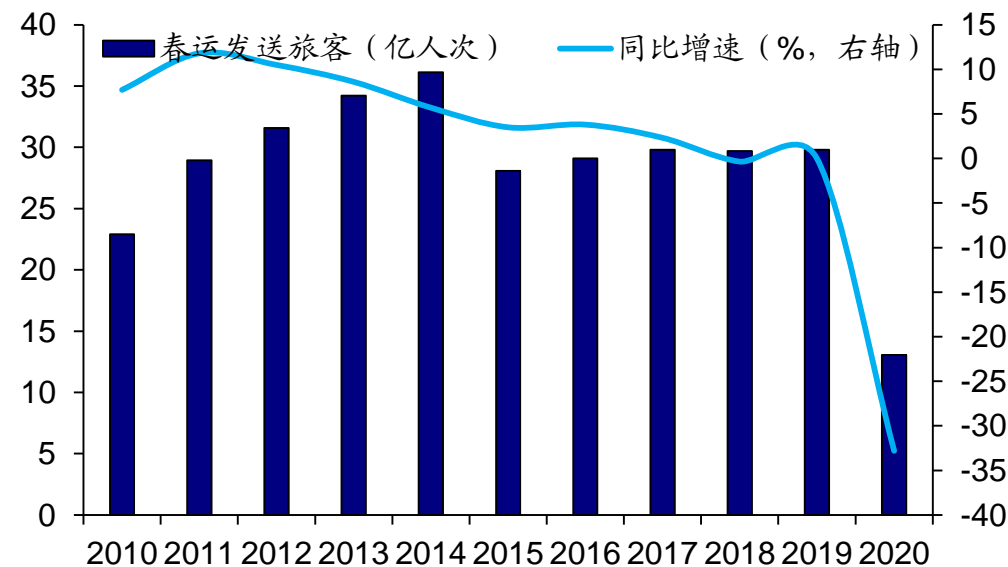


图 春运发送旅客人次及同比增速



资料来源：WIND，海通证券研究所

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、陈兴：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

陈兴

SAC执业证书编号：S0850519110001

电话：021-23154504

Email: cx12025@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。