

旬度经济观察

——如何理解本轮经济企稳？

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2020年01月20日

内容提要

11-12月经济企稳弱修复，主要体现在制造业上。暖冬和春节因素对经济修复的解释力度有限，需求改善是较为确定的，但幅度上可能没有工增显示的那么大。

中美贸易摩擦导致的超跌可能是本轮反弹的基础，中美缓和或许是最重要的催化剂，政策宽松则为反弹创造了条件。

自12月下旬以来，市场可能一直在博弈降息预期，随着经济短期企稳，这种预期在未来或许有一定程度的修正。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

2 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

2019 年的经济数据基本公布完毕，我们经过分析数据，得出以下结论：（1）11-12 月经济出现反弹，主要体现在制造业上；（2）暖冬和春节因素对经济反弹的解释力度有限，需求的改善是较为确定的，幅度上可能没有工增显示的那么大；（3）中美贸易摩擦导致的超跌可能是本轮反弹的基础，中美缓和或许是最重要的催化剂，政策宽松则为之创造了条件；（4）自 12 月下旬以来，市场可能一直在博弈降息预期，随着经济短期企稳，这种预期在未来或许有一定程度的修正。

一、11-12 月经济反弹，制造业表现突出

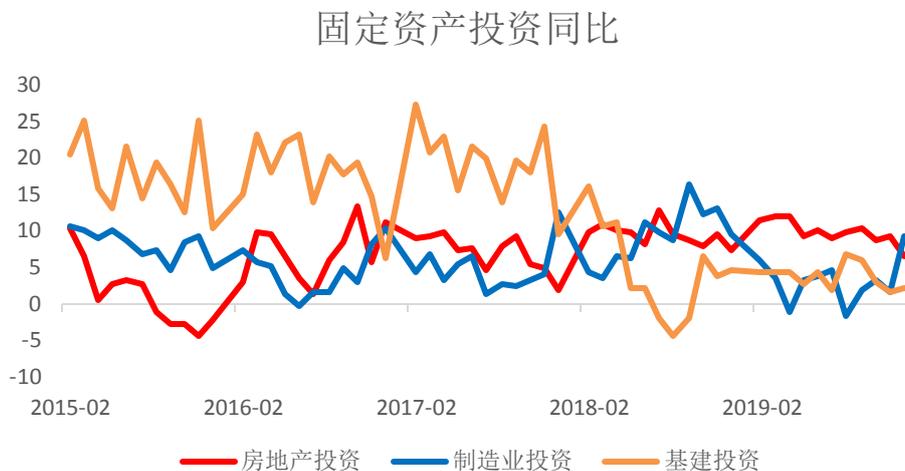
12 月工业增加值同比 6.9%，相比 11 月的 6.2%有所提高。工业增速连续两个月的明显改善与 PMI、进口等指标相互印证，说明经济在最近两个月可能确实出现了企稳回升。

图1: %



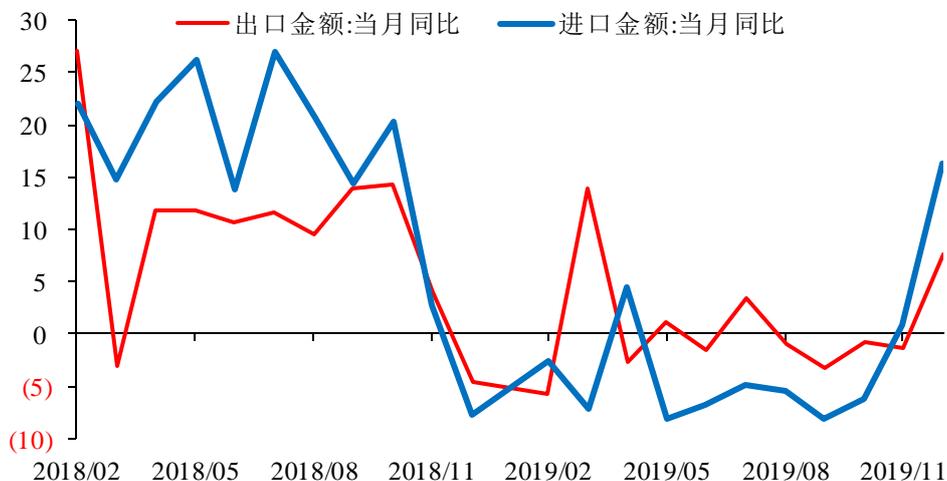
数据来源：Wind，安信证券

图2: %



数据来源: Wind, 安信证券

图3: %

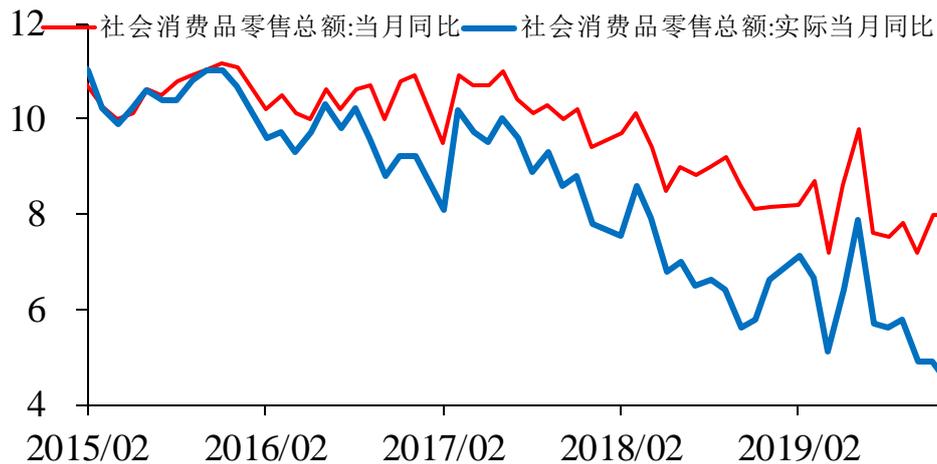


数据来源: Wind, 安信证券

从需求端观察, 房地产投资增速从11月的9.3%回落至6.7%, 基建投资(不含电力)由11月的1.8%小幅回升至2.1%, 制造业投资增速则由11月的1.6%大幅反弹至9.2%。由于基数原因, 11-12月出口增速的反弹也很明显。11-12月消费

的名义增速有所上升，实际增速有所下降。综合来看，需求端的“房地产+基建”表现一般，而“出口+制造业”反弹明显。

图4: %



数据来源: Wind, 安信证券

二、需求改善确定，但目前仅限于制造业部门

市场对经济企稳的判断较为一致，但对经济企稳背后的原因有较大的分歧。春节因素和暖冬是两种较为流行的解释。但我们认为，这两种解释的力度相对有限。需求的改善是较为确定的。

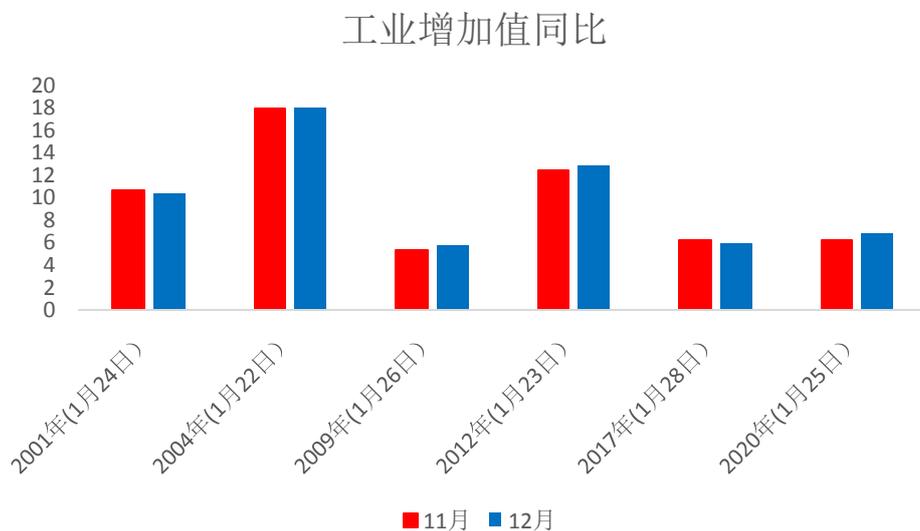
有一种观点认为，2020年的春节在1月25日，相对较早，因此企业可能把生产提前到12月。首先，从统计局公布的工业季调环比(理论上考虑了春节因素)来看，12月为0.58%，处在较高水平。另外，我们总结了2000年以来，历次春节位于1月下旬的年份下11-12月的工业增加值同比的情况，发现12月同比相比11月同比的增加幅度非常小。因此，我们认为，春节因素的解释力度相对有限。

图5: %



数据来源: Wind, 安信证券

图6: %

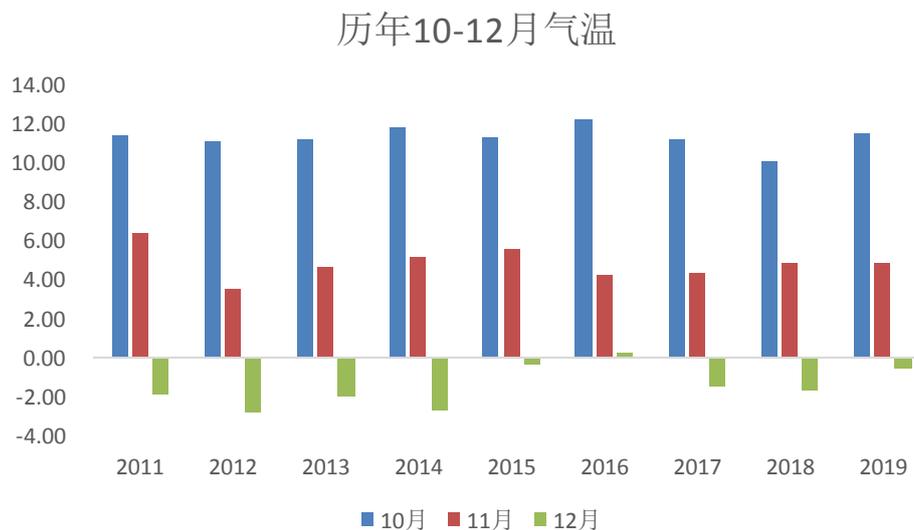


数据来源: Wind, 安信证券

另一种解释是“暖冬”，这个解释也有一定的吸引力。但我们从几个方面来观察，这个解释的力度有限。

首先，2019年10月、11月和12月平均气温为11.5、4.9和-0.6，而2018年10月、11月和12月的平均气温为10.1、4.9和-1.7；然而，2019年10-12月工业同比分别为4.7%、6.2%和6.9%。2019年10月相对暖和，但工增明显下降；2019年11月则与2018年11月持平，但工增显著反弹。

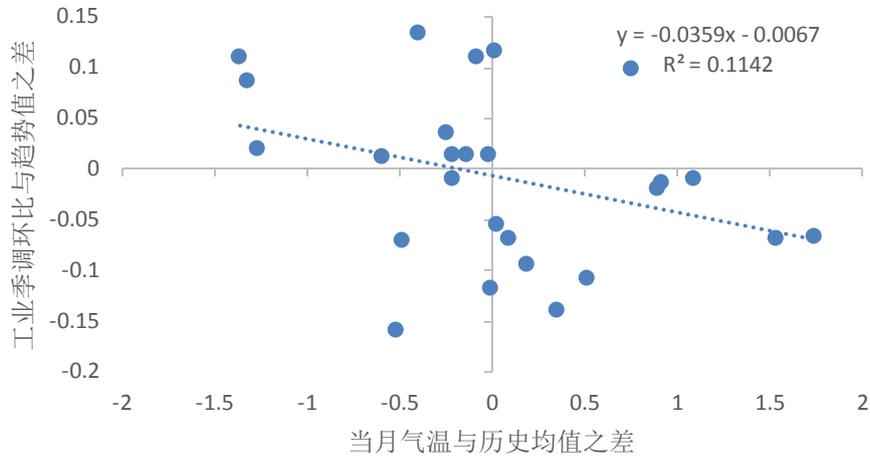
图7: °C



数据来源：Wind，安信证券

其次，我们观察历史上几次寒冬或者暖冬的情形（例如，2015年12月相比2014年12月，2017年12月相比2016年12月），工业增加值同比的变动并不显著偏离趋势值。

图8: %, °C

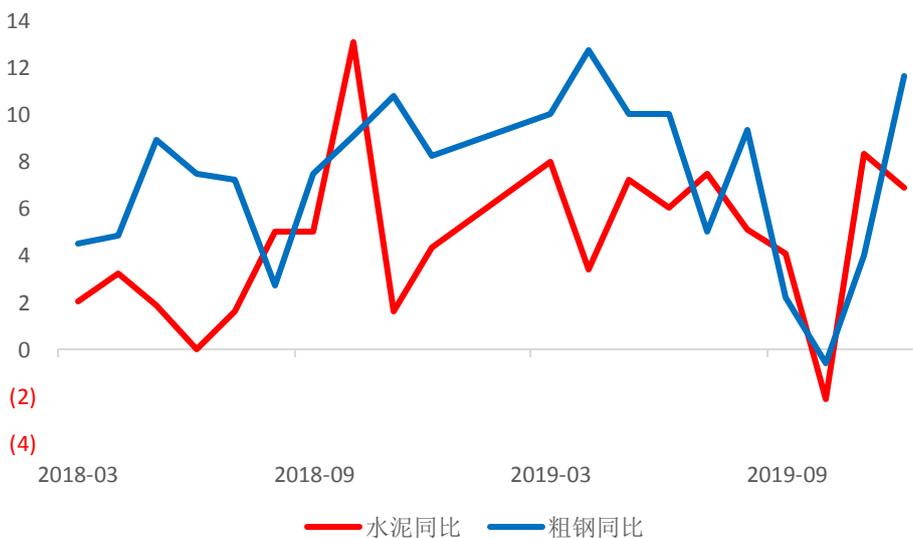


数据来源: Wind, 安信证券

注: 趋势值用的是中心 MA5, 样本选取的是 2011-2019 年 10-12 月的工业季调环比。

最后,我们对 2011 年以来 10-12 月气温与工增之间的关系做了个粗略的梳理,发现工业与气温的关系甚至是负相关,这可能和数据质量有关系,但可能说明气温对工业增加值的负面影响可能并不是那么显著。

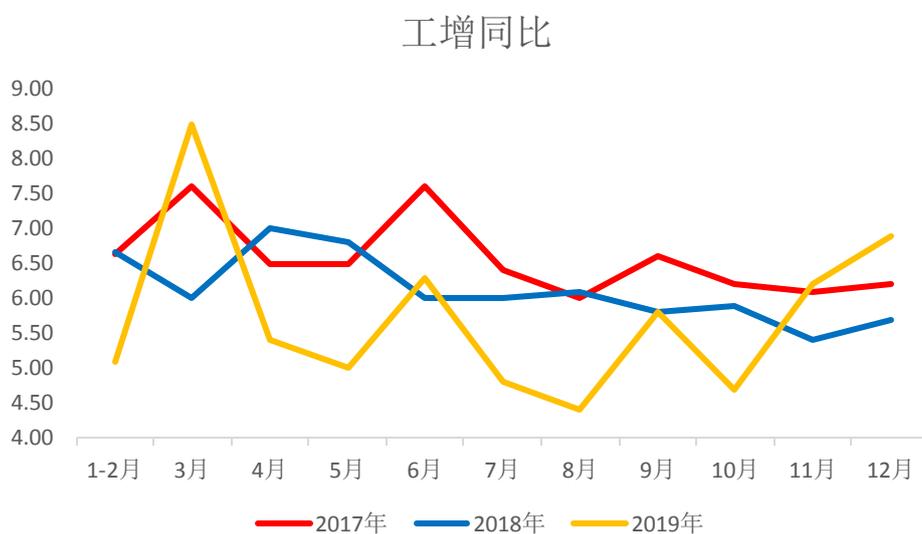
图9: %



数据来源: Wind, 安信证券

然而，6.9%的工业增速确实大幅超出预期，而且与粗钢、水泥和发电量同比的增速出现较为明显的偏差。我们认为，一个可能的解释是“季末效应”。2015、2017和2019年的工业增速出现了较为明显的季末效应。尽管这没有明确的解释，但不排除2019年12月超高的工业增速与之有关。但是，如果我们用季度数据来观察的话，三季度工增5%，四季度5.9%，四季度工增的反弹是较为明显的。

图10: %



数据来源：Wind，安信证券

值得注意的是，四季度经济的反弹可能只在工业部门表现的较为明显，服务

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_7604



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn