

2020年01月19日

宏观研究

研究所

证券分析师:

021-60338120

樊磊 S0350517120001

fanl@ghzq.com.cn

生产反弹与需求不稳固的矛盾

——四季度经济数据点评

相关报告

《12月贸易数据点评:基数效应主导进出口增速反弹》——2020-01-14

《美伊冲突走向缓和点评:美伊冲突缓和缓解滞胀担忧》——2020-01-09

《人民银行1月1日全面降准点评:如何理解全面降准又不大水漫灌?》——2020-01-02

《12月PMI数据点评:4季度经济有望如期企稳》——2019-12-31

《存量浮动利率贷款的定价基准转换点评:一石二鸟》——2019-12-30

事件:

1月17日,国家统计局公布4季度主要经济指标,GDP增速为6.0%(前值6.0%),经济企稳符合我们此前的预测。虽然广谱数据显示四季度生产出现了反弹,然而需求的改善似乎并不令人令人信服,存货的回升可能是支撑生产反弹的主要因素——而这也意味着未来经济下行的压力仍然较大。

投资要点:

- 季度数据上看,投资与出口及工业生产分别是需求与产出端 GDP 企稳的主要原因。从需求端来看,四季度固定资产投资单季同比增速名义值从三季度约 4.7%反弹到四季度的 5.3%以及出口增速从 -0.3%反弹到 1.8%可能是支撑总需求的主要原因。而无论是社会消费品零售实际值的数据还是统计局住户调查人均消费实际支出的数据都显示四季度消费进一步下滑。

从生产端的数据来看,包括12月在内的工业增加值的反弹拉动了整体第二产业增加值的反弹。然而,GDP四季度增速仅仅与三季度持平,这主要受到了四季度第三产业同比增速放缓的影响。我们注意到2014年以来第三产业增加值同比与第二产业增速形成了某种负相关,与2014年之前的正相关大相径庭,也与大多数产业存在顺周期性的经济规律相悖。因此,我们认为第三产业增加值增速的数据质量的可信度可能不太高。更多的基于工业生产的数据,我们倾向于认为中国四季度的整体产出水平出现了一定程度的回升,并且强于市场一致预期。

- 12月份需求反弹的数据质量可能欠佳。四季度支撑需求的数据中,12月的出口和投资反弹都起到了决定性作用——如果单看10和11月数据,四季度的出口和投资都较三季度下滑——但是可靠性并不高。出口的强劲反弹与低基数有较大关系(《12月贸易数据点评》1月14日)。投资数据中,房地产开发投资和基建投资单月同比都出现了明显的下滑,只有制造业投资一枝独秀:从11月份的单月同比1.7%反弹到7.5%。然而,制造业投资12月份的数据质量一直存在相当争议——由于统计局有的时候可能将全年误差放在12月份处理,导致12月的数据常常出现比较明显的异常。制

制造业投资是否真实出现了明显的反弹仍需要未来的数据来验证。

与此同时，尽管汽车的零售好于预期，社会消费品零售单月名义同比整体只是勉强与 11 月持平，而剔除价格因素的 12 月社零实际同比则创出了 4.5% 的历史新低。

- **12 月份及四季度工业生产超出市场预期，存货回升可能是主要解释。** 12 月工业增加值增速进一步反弹到 6.9%，超出市场一致预期，也符合今年以来工业生产每个季度最后一个月最强的特征。总体而言四季度的工业生产反弹得到了广谱数据的支持——包括 PMI，发电量、铁路货运量等等，甚至出口交货值也部分的因为低基数在 12 月份出现了反弹。从行业来看，汽车、计算机、通信和其他电子设备制造业是 12 月工业增加值进一步反弹的主要支持力量；从主要工业产品产量来看，汽车、集成电路和钢铁的产量反弹也比较显著。

然而，无论是四季度还是对 12 月的数据而言，都体现出非常明显的产出的反弹强于终端需求的特点。这样看，存货回升可能构成了工业生产反弹的主要力量。从行业层面的数据来看，一些主要的工业行业如汽车、钢铁都存在存货回升的现象。

- **继续维持 2020 年经济同比下行压力仍高的判断。** 从目前的经济和金融数据上看，确实存在一些略好于此前预期的因素。包括在领先指标中中长期贷款的数据有所好转——人民银行孙国峰司长近期披露 12 月一般贷款利率下行至 5.74%，较 9 月份下降 22 个基点，LPR 改革效果逐步显现；12 月 M1 的增速有相当回升；11 月份工业企业利润也有明显反弹。但是总体而言，本轮政策放松与此前的周期还有两点显著差异导致经济下行压力仍大：一是房地产政策始终没有显著放松，这意味着房地产投资难以成为支撑经济周期性反弹的因素；二是社零和消费的增速持续下行，迄今没有显著改观的迹象。

从近期的经济数据来看，虽然贸易摩擦暂时有一些缓和，出口增速回升的基础仍然并不稳固，特别是海外经济运行目前仍然相当不明朗。此外，四季度房地产投资增速较三季度明显下行似乎已经表现出一些房地产投资趋势性下行的迹象，对于经济的拖累需要密切关注。从一季度的情况来看，GDP、社零实际同比、基建投资同比等基数都比较高；叠加非国企部门企业资金链仍然偏紧，即使一季度财政政策提前发力，我们仍然倾向认为 2020 年一季度 GDP 环比即使有所反弹，同比数据想要保六并不容易。而考虑到统计部门可能依据经济普查结果进一步修正 2017 年以前的 GDP，这意味着无需太高的经济增长就可以实现 2020 年翻两番的目标，这可能会进一步降低政府逆周期调节的意愿和努力。

风险提示：经济低于预期，政策力度不及预期，中美关系持续恶化

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，10年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006年获得北京大学学士学位，2008年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

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_7631

