

宏观周报

制造业投资强劲反弹可持续吗？

■ 核心观点

第一，2019 年 12 月的经济数据显示经济出现阶段性企稳迹象，其中制造业投资大幅反弹最为亮眼。从累计增速来看，1-12 月制造业投资累计增速为 3.1%，较 1-11 月累计增速反弹 0.6 个百分点。从单月增速来看，12 月制造业投资增速为 6.1%，这是 2019 年单月最高增速，较 11 月大幅反弹 4.1 个百分点。

第二，导致 2019 年 12 月制造业投资大幅反弹的原因包括：其一，出口增速的大幅反弹拉动制造业投资回升；其二，当前我国工业企业库存处于低位，但工业产能利用率处于高位，这意味着一旦需求出现改善，工业企业只能通过加大投资的方式来补库存。

第三，我们认为 2020 年制造业投资仍将温和改善，全年投资增速的中枢在 3.5% 左右，2019 年 12 月制造业投资增速的强劲反弹难以持续。原因包括：其一，2020 年出口增速仍将弱势震荡，2019 年 12 月份的出口增速的大幅反弹难以持续；其二，2020 年企业大幅补库存的动力不足。基建投资增速的反弹有助于相关链条企业的景气修复，但可能难以支撑整个工业企业补库存。其三，制造业以民企为主，约束民企投资的融资难融资贵问题并没有显著缓解。随着民营企业违约程度的加深，未来民营企业的融资环境可能难以显著改善。

本周市场重点

本周国家统计局公布了 2019 年 12 月的经济数据，数据显示经济出现阶段性企稳迹象，其中制造业投资大幅反弹最为亮眼。从累计增速来看，2019 年 1-12 月制造业投资累计增速为 3.1%，较 1-11 月累计增速反弹 0.6 个百分点，这是自 8 月份以来制造业投资增速一直在 2.5% 附近震荡后的显著反弹。从单月增速来看，2019 年 12 月制造业投资增速为 6.1%，这是 2019 年单月最高增速，较 11 月大幅反弹 4.1 个百分点。从目前公布的行业数据来看，制造业投资的中下游行业出现一定的修复，投资增速出现不同程度的反弹，如农副食品加工（0.6%）、食品制造业（1.1%）、医药制造业（0.6%）、通用设备（0.8%）、计算机通讯设备（3.0%）、铁路船舶和其它运输设备（3.2%）等。

导致 2019 年 12 月制造业投资大幅反弹的原因包括：其一，出口增速的大幅反弹拉动制造业投资回升。受全球经济边际企稳以及中美贸易第一阶段协议的签署，12 月份我国出口增速较 11 月大幅反弹 8.9 个百分点至 7.6%，出口交货值增速在连续四个月负增长后在 12 月转正，出口链条相关的制造业投资景气回升；其二，当前我国工业企业库存处于低位，2019 年 11 月工业企业产成品存货累计同比增速为 0.3%，但工业产能利用率处于高位，这意味着一旦需求出现改善，工业企业只能通过加大投资的方式来补库存。2020 年 1 月专项债大量发行，目前不完全统计规模超 7000 亿，而且主要投向基建领域，对未来基建投资预期的好转会促进相关链条工业企业的景气修复。

不过，考虑到如下几个因素，我们认为 2020 年制造业投资仍将温和改善，全年投资增速的中枢在 3.5% 左右，2019 年 12 月制造业投资增速的强劲反弹难以持续。

第一，2020 年出口增速仍将弱势震荡，2019 年 12 月份的出口增速的大幅反弹难以持续。2019 年 12 月份出口增速的反弹更多的源于短期因素：其一，春节错位企业提前出口。从历史数据来看，春节前一个月出口规模都会出现不同程度的提升，出口增速较春节所在月份大幅增加；其二，中美贸易摩擦阶段性缓和，针对将近 1600 亿美元商品的关税不再加征，提振了出口企业的信心；其三，全球制造业 PMI 在 12 月回到荣枯线之上。展望 2020 年全年，全球经济仍具有下行压力，我国主要贸易伙伴欧美日的经济增长仍处于下行趋势，这将会压制出口增速的大幅反弹。

第二，2020 年企业大幅补库存的动力不足。我们的研究发现，在出口增速弱势震荡以及房地产投资增速处于下行趋势时，企业难以发生大幅的补库存。考虑到本轮房地产投资下行延续缓慢态势、出口增速震荡企稳以及 PPI 通缩压力缓解，2020 年工业企业的库存水平更多在某一水平震荡。基建投资增速的反弹有助于相关链条企业的景气修复，但可能难以支撑整个工业企业补库存。

第三，制造业以民企为主，约束民企投资的融资难融资贵问题并没有显著缓解。虽然国家一直致力于改善中小企业融资环境，但效果并不显著。从商业银行中长期信贷资金流向来看，2019 年前三季度流向制造业行业的占比为 20%，较 2018 年下降 23 个百分点；从债券市场来看，民企和国企的信用分化也愈加凸显。民企债券发行规模占比震荡下行，违约主体数量和占比不断提升，一些优质民企陆续出现违约，如东旭光电、西王集团等。随着民营企业违约程度的加深，未来民营企业的融资环境可能难以显著改善。

因此，在终端需求不强和融资环境难以显著改善的前提下，制造业投资的强劲复苏恐难以持续。

上周市场动态

■ 中美第一阶段经贸协议正式签署

事件：1 月 15 日，中美双方在美国首都华盛顿正式签署第一阶段经贸协议。确认了美方取消 12 月 15 日对剩余 1600 亿美元自华进口商品加征关税，同时对 9 月已加征的约 1200 亿美元商品的关税税率由 15% 降为 7.5%，但继续保留对 2500 亿美元商品加征 25% 关税不变，留待第二阶段谈判进行商议。

点评：当前，中国经济增速面临持续下行的压力，这既有全球经济增速陷入“长期停滞”、人口老龄化加剧、技术迭代效应边际放缓等因素，也有多年的快速发展导致改革阻力渐增，改革红利边际下滑的原因。协议的签署既能缓和我国的外围经济环境，也能通过科技合作加速我国的技术进步，同时促进我国加速改革提升改革红利，无论是短期，还是中长期，都是有利于我国经济发展的。从经贸协议公布的文本看，我国需要在知识产权、技术转让、汇率制度等领域作出较大程度的改进，并扩大金融领域的开放与扩大自美进口的商品规模，这与我国近年来的改革方向相一致，我国在部分领域的改革也正在进行中，协议的签署利于改革的顺利推进与加速落地；而扩大金融领域的对外开放也是此前我国计划中的举措，扩大自美进口的商品规模则有利于更好满足我国人民日益增长的美好生活需要。

■ 2019 年主要经济指标情况公布

事件：1 月 17 日，国家统计局正式披露 2019 年全年经济成绩单，四季度主要经济指标变化积极。

点评：2019 年四季度 GDP 增速 6.0%，与三季度持平，经济呈现阶段性企稳。从三大需求来看，消费和外贸对 GDP 的拉动持续减弱，投资对 GDP 的拉动显著反弹。四季度资本支出总额对 GDP 增速拉动 1.9 个百分点，比三季度反弹 0.7 个百分点。2019 年四季度高频经济指标逐月改善，展望 2020 年一季度经济景气有望延续。12 月份工业增加值增速为 6.9%，较 11 月份反弹 0.7 个百分点。从三大行业来看，12 月份工业增加值的反弹主要源于制造业工业增加值的大幅反弹。短期展望，随着 2020 年一季度经济企稳有望延续，工业生产景气料将延续。2019 年 1-12 月固定资产投资累计增速 5.4%，相比 1-11 月份累计同比反弹 0.2 个百分点，其中制造业大幅反弹是主导因素。制造业投资的改善主要源于出口链条的修复以及对一季度基建投资预期好转导致部分行业加大投资。12 月社会消费品零售总额名义增速 8.0%，持平于前值。实际社消增速从 4.9% 下滑到 4.5%，两者的缺口从 3.1% 进一步扩大到 3.5%，这意味着社零名义增速部分来自价格因素的支撑。展望 2020 年，我们认为消费大致趋稳，震荡中枢小幅下降，消费的亮点主要

来自地产竣工带来的后周期链条以及汽车消费的回暖。

重要数据跟踪

图表1 重要高频指标跟踪

	最新值 (2020.01.17)	最新值分位	本周均值 (2020.01.13-01.17)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
R001	2.53	88.6%	2.60	89.9%	107.33	-0.12
R007	2.89	86.0%	3.03	87.1%	57.94	7.99
SHIBOR:3M	2.87	80.6%	2.86	80.4%	-2.20	-13.68
1 年期国债收益率	2.26	76.2%	2.28	76.4%	-6.34	-23.14
10 年期国债收益率	3.08	70.8%	3.09	70.7%	-3.18	-5.96
1 年期国开债收益率	2.40	72.3%	2.43	72.6%	-2.62	-22.00
10 年期国开债收益率	3.53	72.9%	3.54	73.1%	-2.80	-2.67
美元兑人民币:中间价	6.89	70.6%	6.89	70.7%	-0.90%	-0.70%
美元指数	97.64	62.4%	97.39	59.3%	1.00%	-0.80%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

报告作者:

证券分析师: 陈骁 投资咨询资格编号: S1060516070001 电话 (010-56800138) 邮箱 (CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN)

证券分析师: 魏伟 投资咨询资格编号: S1060513060001 电话 (021-38634015) 邮箱 (WEIWEI170@PINGAN.COM.CN)

研究助理: 郭子睿 一般从业资格编号: S1060118070054 电话 (010-56610360) 邮箱 (GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN)

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)

推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)

中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)

回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

行业投资评级:

强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)

中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)

弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师 (一人或多人) 就本研究报告确认: 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品, 为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考, 双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户, 并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的, 本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司 (以下简称“平安证券”) 的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准, 不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠, 但平安证券不能担保其准确性或完整性, 报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价, 报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断, 可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问, 此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资或其发行的证券。

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_7633

