

固定收益研究/动态点评

2020年01月17日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号: S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

张大为
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究: 淡季不太淡》2020.01
- 2《固定收益研究: 视线从猪到油, 但政策重心尚难逆转》2020.01
- 3《固定收益研究: 面对降准新年红包, 股比债兴奋》2020.01

经济弱企稳将继续

2019年12月经济数据点评

核心观点: 经济阶段性弱改善

2019年四季度GDP为6.0%，全年GDP为6.1%，经济阶段性弱改善，12月主要经济指标回升，终端需求趋于企稳、工业生产有所改善，库存周期接近底部拐点。配合年初积极财政效果释放，以及中美经贸协议文本落地、全球货币政策较为宽松，外部环境阶段性改善，本轮弱复苏或将持续至年中左右。房地产下行风险及外部不确定性导致经济超预期的空间有限。

基建起跳前的深蹲，源于政策重心在年初

19年12月基建投资累计同比3.8%，回落0.2个百分点，仍主要受铁路投资下滑拖累，源于18年末中央主导的铁路投资率先逆周期发力导致的高基数。深层原因，一方面在于年内预算约束，尤其19年减税给财政带来较大的预算平衡压力，年末支出制约较大。另一方面政策逆周期加码的重心在2020年，19年四季度起，各地方上报的项目要求是在建工程和2020年一季度能够开工的项目。由于专项债大量前置发行，预计今年基建投资“高起点”，但由于专项债资金随项目施工进度支出，前置发行的额度并不会一次性使用完毕，因此对年初投资也不宜抱有过的预期。

房地产竣工加速值得关注，楼市销售或迎来小阳春

19年12月房地产开发投资累计同比9.9%，回落0.3个百分点。开发环节前端降速、后端提速的特征更显著，预示后续投资仍是下行方向，销售端能否维持稳定仍是决定投资下行节奏的关键。房价、居民贷款、销售回款等都反映出楼市暖冬。受益于中央对地产政策边际趋缓，个别城市放宽落户、限购等政策，中长期LPR调降等，稳定了房价预期。今年地产投资虽面临回落压力，但地方政策“呵护”之下，楼市销售或迎来小阳春，房企预期有望改善，投资失速风险有望化解。

制造业投资反弹亮眼，企业预期有所好转

19年12月制造业投资累计同比3.1%，回升0.6个百分点。盈利与融资改善带动投资提速。运输设备与通信制造业投资提速显著，前者受益于基建投资改善，交运类订单预期较好。后者受益于出口与国内消费回暖。专用与通用设备、医药投资增速回升，受益于高技术制造业的政策红利。随着库存周期切换与产能瓶颈、总需求企稳、政策扶持、中美贸易摩擦提振信心等因素，今年制造业投资存在回暖希望。

消费受益于汽车提振，电商促销品存在需求透支

19年12月社会消费品零售总额同比8.0%，持平于前值，继续好于市场预期，但商品结构存在分化。一面是汽车消费显著回暖，自7月以来首次脱离负增长。近期地产竣工提速助力了汽车消费回暖，也反映居民消费信心增强。另一面是电商促销品消费多数降速，包括家具家电、通讯器材、化妆品等。我们认为，这些商品主要受购物节需求透支的短暂扰动，随着经济预期转好、就业市场转暖、竣工交房增长，消费还存在改善的动力。

市场启示: 经济改善对股市有利，利率债震荡格局未结束

对股市而言，基本面状况、流动性、政策导向仍整体有利，核心品种高估值可能会带来阶段扰动，积极寻找结构性机会。对债市而言，基本面因素略偏不利，但近期市场仍表现出较强的韧性。一方面，与投资者对货币政策不会紧的预期有关；另一方面，保险开门红、职业年金和养老金、摊余成本法债基等配置压力，地方债供给与其需求不完全匹配。利率债震荡市的格局尚未结束，保持久期偏中性。市场对货币政策小步慢跑放松预期非常一致，但隔夜回购量创新高，谨防流动性等预期差风险。

风险提示: 房地产市场走热引发政策再收紧、经济企稳导致政策重心回归。

事件

国家统计局公布 2019 年 12 月经济数据：

2019 年四季度不变价 GDP 单季同比 6.0%，市场预期 6.1%，前值 6.0%

12 月规模以上工业增加值同比增长 6.9%，市场预期 5.7%，前值 6.2%。

1-12 月固定资产投资同比增长 5.4%，市场预期 5.2%，前值 5.2%。

1-12 月房地产开发投资同比增长 9.9%，前值 10.2%。

1-12 月基建（不含电力）投资同比增长 3.8%，前值 4.0%。

1-12 月制造业投资同比增长 3.1%，前值 2.5%。

12 月社会消费品零售总额同比增长 8%，市场预期 7.8%，前值 8%。

图表1： 2019 年 12 月经济数据概览

宏观指标	市场预期	19-12	19-11	19-10	19-09	19-08	19-07	19-06	19-05	19-04	19-03	19-02	19-01	18-12
GDP 单季 %	6.1	6.0			6.0			6.2			6.4			6.4
工业增加值 单月 %	5.7	6.9	6.2	4.7	5.8	4.4	4.8	6.3	5.0	5.4	8.5	5.3		5.7
城镇调查失业率 单月 %	-	5.2	5.1	5.1	5.2	5.2	5.3	5.1	5.0	5.0	5.2	5.3		4.9
投资 累计 %	5.2	5.4	5.2	5.2	5.4	5.5	5.7	5.8	5.6	6.1	6.3	6.1		5.9
制造业 累计 %	-	3.1	2.5	2.6	2.5	2.6	3.3	3.0	2.7	2.5	4.6	5.9		9.5
基建 累计 %	-	3.8	4.0	4.2	4.5	4.2	3.8	4.1	4.0	4.4	4.4	4.3		3.8
地产 累计 %	-	9.9	10.2	10.3	10.5	10.5	10.6	10.9	11.2	11.9	11.8	11.6		9.5
社零 单月 %	7.8	8.0	8.0	7.2	7.8	7.5	7.6	9.8	8.6	7.2	8.7	8.2		8.2
出口 单月 %	4.9	7.6	-1.1	-0.9	-3.2	-1.0	3.3	-1.3	1.1	-2.7	14.2	-20.7	9.3	-4.57
进口 单月 %	10.0	16.3	0.3	-6.4	-8.5	-5.6	-5.6	-7.3	-8.5	4.0	-7.6	-5.2	-1.5	-7.63
贸易差额 亿美元	489.6	467.9	387.3	428.1	396.5	348.3	450.5	509.8	416.6	138.4	326.5	41.2	395.9	568.4
CPI %	4.7	4.5	4.5	3.8	3.0	2.8	2.8	2.7	2.7	2.5	2.3	1.5	1.7	1.9
PPI %	-0.3	-0.5	-1.4	-1.6	-1.2	-0.8	-0.3	0.0	0.6	0.9	0.4	0.1	0.1	0.9
信贷 亿元	11250	11400	13900	6613	16900	12100	10600	16600	11800	10200	16900	8858	32300	10800
社融 亿元	-	21030	17547	6189	22700	19800	10100	22600	14000	13592	28593	7030	46353	15898
M2 %	8.3	8.7	8.2	8.4	8.4	8.2	8.1	8.5	8.5	8.5	8.6	8.0	8.4	8.1
M1 %	-	4.4	3.5	3.3	3.4	3.4	3.1	4.4	3.4	2.9	4.6	2.0	0.4	1.5

资料来源：Wind，华泰证券研究所

点评

生产持续回升，带动经济企稳

2019 年 12 月工业增加值同比 6.9%，提速 0.7 个百分点。环比增速 7.2%，提速 0.6 个百分点，虽然略弱于历史（15-18 年）12 月份的环比均值 7.6%，但整体回升趋势明显。

分三大门类看，采矿业增加值同比 5.6%，回落 0.1 个百分点；制造业同比 7.0%，提速 0.7 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比 6.8%，提速 0.1 个百分点。制造业是生产改善的核心动力。综合需求因素，预期层面（基建发力、库存周期切换），和现实层面（消费回暖、外需修复）都推动了生产数据维持旺势。

分行业看，19 年 12 月份，41 个大类行业中有 33 个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业下降 0.3%，纺织业增长 0.2%，化学原料和化学制品制造业增长 7.7%，非金属矿物制品业增长 8.4%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 10.7%，有色金属冶炼和压延加工业增长 5.0%，通用设备制造业增长 4.9%，专用设备制造业增长 6.5%，汽车制造业增长 10.4%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业下降 6.8%，电气机械和器材制造业增长 12.4%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 11.6%，电力、热力生产和供应业增长 7.0%。由此可以看出：

一方面，上游生产的回升幅度更大，黑色、有色、非金属矿物、化工原料等加工业生产增幅在 5 个百分点以上。上游企业积极生产备货主要是对基建投资需求增长的预期较强。另一方面，高技术制造业投资对设备存在较高需求，存在一定的领先关系。今年制造业投资内生动力不足的情况下，国家通过产业政策引导与财政补贴等方式加大了对高技术制造业的支持力度，也带动了设备制造业生产持续走旺。

图表2：分行业工业增加值表现

变动 (pct)	(0.2) (2.0)					0.2	(1.3)	(0.5)	(0.2)	(6.9)	2.7	1.9	(2.3)	0.3	(0.9)	0.2	0.3
工业增加值同比 (%)	上游					中游							下游				
	黑色矿采	有色矿采	非金属	化工制造	橡胶塑料	电热气水	通用设备	专用设备	电气机械	运输设备	汽车	通信电子	纺织业	农副食品	食品制造	医药	金属制品
2019-12				7.7	3.7	7.0	4.9	6.5	12.4	-6.8	10.4	11.6	0.2	-0.3	4.6	5.3	6.3
2019-11	13.3	3.5	1.2	7.9	5.7	6.8	6.2	7.0	12.6	0.1	7.7	9.7	2.5	-0.6	5.5	5.1	6.0
2019-10	8.0	2.2	-3.8	3.0	3.9	6.7	3.1	5.0	10.7	3.0	4.9	8.2	-1.3	-2.7	3.4	7.1	3.1
2019-09	6.9	4.6	-2.2	3.3	5.7	5.4	3.5	7.0	12.1	4.7	0.5	11.4	0.6	-1.2	4.2	7.3	2.6
2019-08	6.7	4.6	-2.6	1.2	4.5	5.1	0.0	3.3	10.0	7.8	4.3	4.7	0.1	0.0	5.0	8.3	0.9
2019-07	5.7	0.2	-1.4	3.8	5.2	6.5	0.7	4.0	7.6	15.7	-4.4	6.1	1.2	1.5	7.3	7.4	4.2
2019-06	6.5	1.9	-1.1	5.4	4.8	5.6	2.6	5.3	11.3	14.5	-2.5	10.4	1.6	2.5	6.7	5.9	5.7
2019-05	8.7	1.9	0.7	3.5	5.1	5.0	2.5	4.9	8.8	8.3	-4.7	10.6	0.7	4.4	4.6	5.6	6.5
2019-04	9.9	-1.0	1.0	3.4	-0.2	9.1	2.0	2.8	7.1	5.8	-1.1	12.4	-1.8	3.4	5.6	9.1	3.3
2019-03	5.1	1.7	-2.0	7.1	12.6	7.2	14.1	16.4	15.2	13.6	2.6	10.2	9.0	5.7	4.8	6.9	14.6
2018-12	-2.8	7.8	2.0	1.8	3.7	8.3	6.5	11.7	10.1	13.8	-4.1	10.5	0.2	5.9	8.5	8.8	4.0
2018-11	-10.6	3.6	2.1	1.9	1.2	9.0	6.7	12.4	9.0	12.7	-3.2	12.3	1.5	2.2	8.6	6.6	3.9
2018-10	-6.5	3.4	6.5	4.4	2.4	5.9	6.8	8.1	6.8	5.0	-0.7	14.6	1.1	4.7	7.7	7.0	3.1
2018-09	-6.8	4.0	3.9	5.0	2.2	11.0	6.1	9.7	5.2	2.4	0.7	12.6	0.8	5.5	4.5	9.7	3.7
2018-08	-5.9	0.4	0.1	4.8	2.0	10.0	5.9	9.8	3.3	-0.5	1.9	17.1	0.0	6.0	5.3	8.3	4.4
2018-07	-5.7	5.3	-2.0	3.5	3.7	8.8	6.9	11.2	5.7	-1.9	6.3	13.5	0.6	6.9	6.2	8.1	2.5

资料来源：Wind，华泰证券研究所

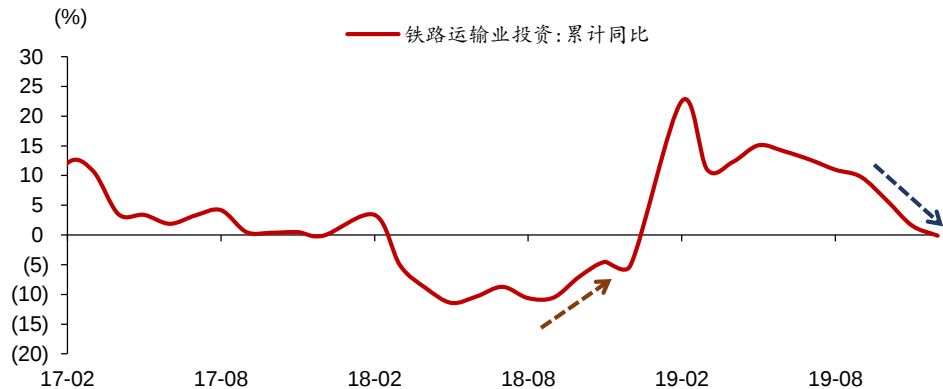
基建起跳前的深蹲，源于政策重心在年初

2019 年 1-12 月基建(不含电力)投资累计同比 3.8%，回落 0.2 个百分点；单月同比 1.9%，回落 0.4 个百分点。分行业看，铁路运输业投资-0.1%，回落 1.7 个百分点；道路运输业投资增长 9%，提速 0.2 个百分点；水利管理业投资增长 1.4%，降速 0.3 个百分点；公共设施管理业投资增长 0.3%，提速 0.1 个百分点。**投资走弱仍主要受铁路投资下滑拖累，高基数是关键因素。**2018 年四季度开始加大基建逆周期调节力度，10 月下发国办 101 号文，作为中央主导的铁路投资启动较快，在逆周期调节中率先发力，导致了高基数。

19 年末基建乏力的深层原因在于，年内预算约束与政策重心。首先，年内基建投资增速存在前高后低的规律，与财政支出节奏有关。年初财政预算额度充裕，各级政府也对经济存在“开门红”的诉求，而年末财政预算受到约束，也会将更多精力用于来年支出计划的筹备。尤其 19 年减税给财政带来较大的预算平衡压力，年末支出制约较大。其次，政策逆周期加码的重心在 2020 年。根据我们微观调研了解，19 年四季度起，中央要求各地方加快项目储备，但项目要求是在建工程和 2020 年一季度能够开工的项目。未提前在 19 年发行专项债也是为了把“子弹”留在今年。

今年基建投资“高起点”已是市场一致预期，我们预计全年实现 8%左右的增速。首先，专项债大量前置发行，首发时间较去年提前 20 天。截至 1 月 17 日，当月含计划发行额已达 7148.6 亿元，超过去年同期的 5 倍。其次，本批专项债项目不含土储、棚改，聚力于基建领域。最后，“资金跟着项目走”的模式意味着，专项债资金能够很快形成实物工作量，对基建提振效果较强。但由于专项债资金是随项目的施工进度支出，前置发行的额度并不会一次性使用完毕，因此对年初投资也不宜抱有过高的预期。考虑到第一批额度已接近发行完毕，两会前仍有提前下达新额度的可能性。

图表3：基建投资走弱受到铁路投资拖累



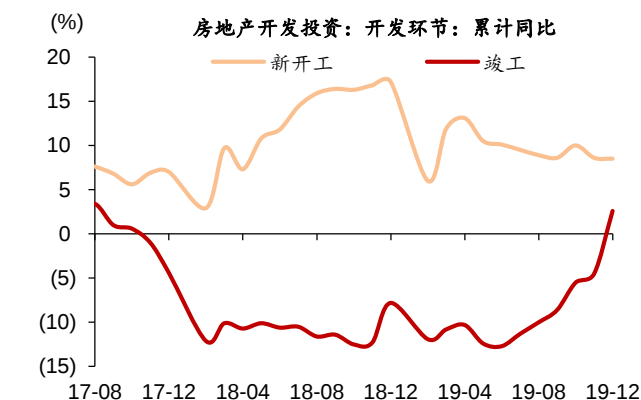
资料来源：Wind，华泰证券研究所

房地产竣工加速值得关注，楼市销售或迎来小阳春

2019 年 1-12 月房地产开发投资累计同比 9.9%，回落 0.3 个百分点。单月同比 7.4%，回落 1 个百分点。地产投资符合预期继续降速，土地购置费或是主要拖累，但建安支出开始出现走弱风险。开发环节看，前端降速、后端提速的特征更加显著。开工累计增速回落 0.1 个百分点，竣工增速大幅走高 7.1 个百分点，连续第 6 个月提速，也支撑了当月施工增速的韧性。我们继续提示“开工弱、竣工强”组合下的建安投资下行风险，但好在开工降速还较为平缓。从资金来源看，贷款继续收紧、销售回款继续增长，销售端能否维持稳定仍是决定投资下行节奏的关键。

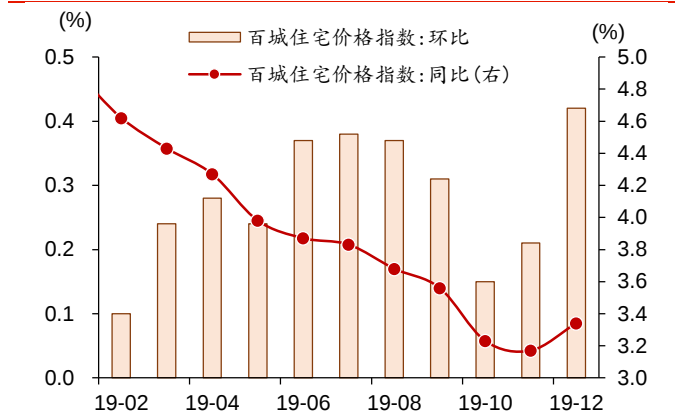
前端拿地与开工降速预示地产投资仍是下行方向，尤其竣工加速、建筑业景气度走弱值得关注，但政策转缓平滑了投资失速风险，预计今年增速降至 5% 左右。19 年 12 月商品房销售额增速略有回落，但存在基数扰动与失真。从 M1 与居民中长期贷款大幅增长、百城房价增速回升、房企销售回款增长都反映出楼市暖冬迹象。受益于中央对地产政策边际趋缓，个别城市在“因城施策”框架下放宽落户、限购等政策，中长期 LPR 调降等，稳定了房价预期。今年地产投资虽面临回落压力，但地方政策“呵护”之下，楼市销售或迎来小阳春，房企预期有望改善，投资失速风险有望化解。

图表4： 前端降速、后端提速特征更加显著



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： 19 年 12 月房价增速出现拐头



资料来源：Wind，华泰证券研究所

制造业投资反弹亮眼，企业预期有所好转

2019 年 1-12 月制造业投资累计同比 3.1%，回升 0.6 个百分点。单月同比 9.2%，回升 7.6 个百分点。制造业投资反弹亮眼。盈利与融资改善带动投资提速。19 年 11 月工业利润增速 5.4%，提速 15.3 个百分点，12 月企业中长期贷款也同比大增 2000 亿元。分行业来看，运输设备与通信制造业投资提速显著，前者受益于基建投资改善，交运类订单预期较好。后者受益于出口与国内消费回暖。专用与通用设备、医药投资增速回升，受益于高技术制造业的政策红利。

今年制造业投资存在回暖希望，全年增速有望回升至 5% 左右。其一，目前库存周期接近底部，而工业产能利用率仍在高位，意味着需求回暖将会面临产能瓶颈，激发制造业扩产动力。其二，国内以基建为代表的逆周期政策加码增效、外需也开始改善，总需求正逐步企稳修复，PPI 与制造业盈利有望继续抬升。其三，企业预期好转、信心提振。中央经济工作会议要求“稳字当头”，关键之年政策重心在于稳增长。中美贸易摩擦好转更提振了企业信心。其四，货币政策灵活适度、降成本是硬任务，存量贷款利率转锚在即，制造业融资条件继续改善。此外，中央强调政策合力，引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造。今年高技术制造业有望延续高速扩张势头。

图表6：分行业制造业投资表现

变动(pct)	(0.4)	2.5	0.8	0.2	(1.1)	3.2	(0.7)	3.0	0.6	1.1	(0.2)	0.6	(0.1)
制造业投资	上游		中游						下游				
累计同比 (%)	化学制品	有色加工	通用设备	专用设备	汽车制造	运输设备	电气机械	通信电子	农副食品	食品制造	纺织业	医药制造	金属制品
2019-12	4.2	1.2	2.2	9.7	-1.5	-2.5	-7.5	16.8	-8.7	-3.7	-8.9	8.4	-3.9
2019-11	4.6	-1.3	1.4	9.5	-0.4	-5.7	-6.8	13.8	-9.3	-4.8	-8.7	7.8	-3.8
2019-10	6.6	-1.3	0.9	9.8	-0.3	-5.9	-7.5	13.6	-10.1	-3.8	-8.5	7.9	-3.3
2019-09	7.6	-2.6	1.6	8.7	1.8	-8.3	-7.6	11.6	-10.8	-3.0	-8.2	7.0	-4.5
2019-08	7.9	-4.3	1.2	6.6	1.5	-10.7	-8.0	11.1	-9.4	-2.2	-5.0	7.4	-3.5
2019-07	9.4	-3.8	2.1	7.2	1.8	-10.4	-7.5	10.5	-7.6	-1.4	-2.6	6.9	-5.2
2019-06	9.3	-3.4	2.8	7.2	0.2	-10.5	-8.1	8.5	-7.4	0.4	-0.3	8.4	-5.2
2019-05	7.4	-9.7	1.4	6.2	-0.1	-8.6	-5.9	6.2	-7.4	-1.0	1.6	8.1	-4.8
2019-04	5.5	-11.7	1.8	8.2	-1.4	-8.2	-6.5	6.7	-6.3	0.2	0.8	10.4	-6.1
2019-03	11.3	-17.1	6.8	9.3	-1.0	-8.7	-3.1	5.5	-6.7	4.4	9.0	9.7	2.7
2019-02	8.1	-10.6	12.7	16.3	8.1	-9.7	-2.2	-2.6	-4.4	3.0	17.8	10.5	6.4
2018-12	6.0	3.2	8.6	15.4	3.5	-4.1	13.4	16.6	0.0	3.8	5.1	4.0	15.4
2018-11	5.8	2.0	9.5	16.8	3.3	-5.2	13.1	19.1	-0.9	4.4	4.9	1.8	15.4
2018-10	2.8	1.8	8.2	15.8	3.2	-5.9	11.6	19.5	-1.7	3.3	4.5	1.9	16.4
2018-09	1.7	6.6	7.9	13.9	1.7	-5.7	9.6	18.3	-0.5	1.9	5.9	1.5	15.5

资料来源：Wind，华泰证券研究所

消费受益于汽车提振，电商促销品存在需求透支

2019 年 12 月社会消费品零售总额同比增长 0.0%，接近于前值，继续好于市场预期。

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_7665

