

暖意渐浓

数据：Q4 实际 GDP 同比 6.0%（前值 6.0%），全年 GDP 同比 6.1%（前值 6.6%）；12 月固定资产投资累计同比 5.4%（前值 5.2%）；12 月社会消费品零售总额当月同比 8.0%（前值 8.0%），累计同比 8.0%（前值 8.0%）；12 月工业增加值当月同比 6.9%（前值 6.2%），累计同比 5.7%（前值 5.6%）。

1、GDP：2019 年四季度实际 GDP 当季同比企稳在 6.0%，全年 GDP 增速 6.1%。从需求端看，固定资产投资较三季度整体持平，但消费有所回落；进出口方面，进口改善大于出口，净出口对 GDP 贡献减弱，四季度需求呈现企稳态势；生产端看，工业生产改善较为明显，服务业同样上行。四季度名义 GDP 增速大幅上行至 9.6%，意味着企业利润回升明显。

2、投资：制造业投资增速回升，基建投资、房地产投资增速下滑，固定资产投资增速回升。制造业投资增速回升，当前盈利企稳，需求偏弱下制造业投资回升力度有待观察；基建投资小幅回落，未来在政策引导下预计回升力度加大；房地产投资小幅回落，预计 2020 年将继续下滑。具体来看：**（1）基建投资小幅回落。**水电气行业增速加快，交通运输行业增速放缓，水利环保行业增速小幅上升。交通运输方面，铁路运输增速放缓，道路运输增速加快。当前基建的问题可能在于资金，预计 2020.1-2 月专项债和 PSL 支持下，基建投资回升力度加大。

（2）制造业投资增速回升。其中医药、计算机、通用专用设备、运输设备、有色同比上升；化学、汽车、电气制造业同比下滑；往前看，虽然制造业企业盈利开始企稳，但在需求偏弱弱的情况下，制造业投资回升幅度仍有有待观察。**（3）房地产投资回落，整体增速保持稳定。**建安投资增速相对稳定，土地购置面积降幅收窄，但在前期土地购置下降的背景下，购置费下拉效应依然存在。此外，房地产开发资金来源约束下，房地产投资增速预计将继续放缓。

3、消费：社零当月同比持平前值，正向贡献在于汽车消费由负转正、石油制品类消费涨幅扩大，负向贡献在于地产链条类消费、通讯类消费涨幅回落。社零当月、累计同比持平前值，主要正向贡献在于汽车消费由负转正、石油制品消费上升，负向贡献在于地产链条类消费即家电、家具同比下滑，通讯类消费、服装纺织涨幅回落。

4、工业：12 月工业生产边际改善。从结构来看，采矿业、制造业增速均有改善；公用事业增速持平。工业生产的改善虽然部分受到暖冬等季节性因素影响，但结合制造业 PMI、钢厂开工、电厂耗煤等数据来看，回升具有一定的持续性。

5、暖意渐浓。4Q2019 和 12 月经济数据蕴含着几个含义：第一，实际 GDP 增速企稳。从投资、消费和净出口三个分项来看，投资和消费企稳迹象明显，净出口贡献可能有所下降。进一步拆分投资，基建和制造业投资进一步上升概率较高，地产建安投资高位企稳，这意味着 1Q2020 的实际 GDP 增速可能升至 6.1% 左右。**第二，名义 GDP 增速大幅回升，意味着企业利润改善。**4Q2019 名义 GDP 增速较 3Q2019 回升近 2 个百分点，这一方面意味着价格回升幅度较大，另一方面意味着企业利润改善。同时，进一步确认 3Q2019 可能是本轮名义 GDP 增速的底部（1-2 年的周期）。**第三，货币会收紧吗？短期可能不会（3 个月左右的周期）。**一方面，经济虽然企稳，但需要看到确定性的上行风险，仍需要一个季度的观察；另一方面，本轮经济上行的主要拉动在于消费、制造业投资、基建投资，也就是消费驱动和创新驱动，这属于政策支持的方向，货币并不一定会收紧（基建投资可能会部分退出）。**第四，资产价格能进一步上行吗？房价难涨，股市上行仍有空间。**利润回升带来部分估值修复，货币主要关注房价等资产价格，风险偏好仍可能进一步上行。

风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

图表 1：12 月经济数据点评

经济指标	单月增速 (%)		累计增速 (%)		数据描述与趋势判断
	11月	12月	1-11月	1-12月	
GDP	-	6.0	-	6.1	2019年四季度实际GDP当季同比企稳在6.0%，全年GDP增速6.1%。从需求端看，固定资产投资较三季度整体持平，但消费有所回落；进出口方面，进口改善大于出口，净出口对GDP贡献减弱，四季度需求呈现企稳态势；生产端看，工业生产改善较为明显，服务业同样上行。四季度名义GDP增速大幅上行至9.6%，意味着企业利润回升明显。
社零	8.0	8.0	8.0	8.0	社零当月同比持平前值，正向贡献在于汽车消费由负转正、石油制品类消费涨幅扩大，负向贡献在于地产链条类消费、通讯类消费涨幅回落。社零当月、累计同比持平前值，主要正向贡献在于汽车消费由负转正、石油制品消费上升，负向贡献在于地产链条类消费即家电、家具同比下滑，通讯类消费、服装纺织涨幅回落。
投资	5.2	10.0	5.2	5.4	制造业投资增速回升，基建投资、房地产投资增速下滑，固定资产投资增速回升。制造业投资增速回升，当前盈利企稳，需求偏弱下制造业投资回升持续性有待观察；基建投资小幅回落，未来在政策引导下预计回升力度加大；房地产投资小幅回落，预计2020年将继续下滑。
民间投资	5.4	9.5	4.5	4.7	民间投资边际改善。民间投资当月、累计同比边际改善，与制造业投资相一致。
基建投资	5.2	2.1	3.5	3.3	基建投资小幅回落。水电气行业增速加快，交通运输行业增速放缓，水利环保行业增速小幅上升。交通运输方面，铁路运输增速放缓，道路运输增速加快。当前基建的问题可能在于资金来源，预计2020.1-2月专项债和PSL支持下，基建投资回升力度加大。
制造业投资	1.6	9.2	2.5	3.1	制造业投资增速回升。其中医药、计算机、通用专用设备、运输设备、有色同比上升；化学、汽车、电气制造业同比下滑；往前看，虽然制造业企业盈利开始企稳，但在需求偏弱的情况下，制造业投资回升持续性仍有待观察。
房地产投资	9.3	6.7	10.2	9.9	房地产投资回落，整体增速保持稳定。建安投资增速相对稳定，土地购置面积降幅收窄，但在前期土地购置下降的背景下，购置费下拉效应依然存在。此外，房地产开发资金来源约束下，房地产投资增速预计将继续放缓。
新开工面积	(2.9)	7.4	8.6	8.5	新开工面积短期由负转正，但升幅仍低于全年增速，拖累新开工面积累计同比增速回落。
资金来源	6.5	13.8	7.0	7.6	商品房销售面积回落，定金增速回升，自筹资金小幅回升，但国内贷款增速放缓，总体来看房地产资金来源增速回升。
商品房销售面积	1.1	(1.7)	0.2	(0.1)	商品房销售面积转负，销售额增速回落。当前房地产政策难以全面放松，叠加棚改货币化安置力度减弱，30大中城市商品房销售面积累计同比依然偏弱，商品房销售仍难乐观。
商品房销售额	7.3	1.2	7.3	6.5	
出口	(1.3)	7.6	(0.2)	0.5	外贸大幅改善存在季节性因素影响。12月出口当月同比大幅转正，主要原因除了外需整体企稳之外，更重要的原因是去年基数较低以及春节因素扰动。12月进口当月同比量价齐升，表明内需整体确有改善，但去年基数偏低以及春节因素也是同比上升的部分原因。
进口	0.8	16.3	(4.3)	(2.8)	
工业增加值	6.2	6.9	5.6	5.7	12月工业生产边际改善。从结构来看，采矿业、制造业增速均有改善；公用事业增速持平。
出口交货值	(3.4)	0.4	1.5	1.3	出口交货值当月同比转正，累计同比继续下行。可能预示着1月出口将有所下行。
发电量	4.0	3.5	3.4	3.5	发电量当月同比有所下滑，累计同比回升，表明生产有所改善。
粗钢产量	4.0	11.6	7.0	8.3	粗钢生产当月同比回升，累计同比回升。表明钢厂开工改善明显。
人民币汇率 (贬值为-)	0.1	0.9	(2.3)	(1.5)	12月人民币兑美元升值。12月人民币兑美元小幅升值，主要原因在于美元指数回落，中美贸易摩擦缓和，中国经济基本面预期转好。
M1	-	-	3.5	4.4	企业融资需求继续改善，Q1社融可能放量。信贷：总量回落幅度弱于季节性；结构上，居民中长期贷款、企业中长期贷款是重要支撑，短期贷款符合季节性回落。社融：信贷季节性回落，非标融资有所改善，企业债融资相对稳定，口径调整后政府债券净融资上升，社融存量增速与上月持平。M2：信用派生相对改善，叠加季节性因素，居民、企业存款回升，财政存款降幅强于季节性，M1、M2同比均回升。
M2	-	-	8.2	8.7	
信贷 (万亿)	1.4	1.1	15.7	16.8	
社融 (万亿)	2.0	2.1	23.5	25.6	
CPI	4.5	4.5	2.8	2.9	物价环比持平，猪肉影响开始弱化。12月CPI当月同比持平前值4.5%，负向贡献在于猪肉价格下降，正向贡献在于蔬菜价格上涨较多。12月PPI当月同比跌幅收窄，环比0%，主要原因在于去年基数偏低。
PPI	-1.4	-0.5	-0.3	-0.3	
制造业PMI	50.2	50.2	-	-	供给改善需求企稳，经济企稳概率上升。12月制造业PMI与上月持平，生产回升、需求相对稳定，价格环比回升，制造业景气度有所改善。12月非制造业商务活动回落，服务业景气度回落，但高于去年同期，受季节性因素影响，建筑业景气度有所回落。
非制造业PMI	54.4	53.5	-	-	
综合PMI	53.7	53.4	-	-	

来源：国家统计局，财政部，中国人民银行，中国货币网，Wind，国金证券研究所

正文如下：

1、2019 年四季度实际 GDP 当季同比企稳在 6.0%，全年 GDP 增速 6.1%。从需求端看，固定资产投资较三季度整体持平，但消费有所回落；进出口方面，进口改善大于出口，净出口对 GDP 贡献减弱，四季度需求呈现企稳态势；生产端看，工业生产改善较为明显，服务业同样上行。四季度名义 GDP 增速大幅上行至 9.6%，意味着企业利润回升明显。

2、12 月制造业投资增速回升，基建投资、房地产投资增速下滑，固定资产投资增速回升。制造业投资增速回升，当前盈利企稳，需求偏弱下制造业投资回升持续性有待观察；基建投资小幅回落，未来在政策引导下预计回升力度加大；房地产投资小幅回落，预计 2020 年将继续下滑。

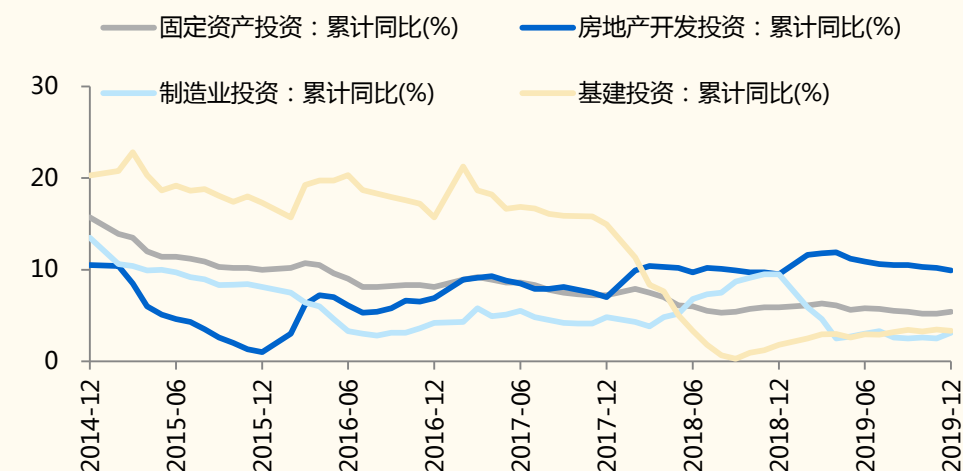
(1) 基建投资小幅回落。水电气行业增速加快，交通运输行业增速放缓，水利环保行业增速小幅上升。交通运输方面，铁路运输增速放缓，道路运输增速加快。当前基建的问题可能在于资金来源，预计 2020.1-2 月专项债和 PSL 支持下，基建投资回升力度加大。具体来看：1) 交运行业累计同比降至 3.4% (前值 4.3%)，其中铁路运输业增速降至-0.1% (前值 1.6%)，道路运输业增速升至 9.0% (前值 8.8%)；2) 水利大环保行业累计同比升至 2.9% (前值 2.8%)，其中权重最大的公共设施管理业增速 0.3% (前值 0.2%)，水利管理业增速降至 1.4% (前值 1.7%)。

(2) 制造业投资增速回升。其中医药、计算机、通用专用设备、运输设备、有色同比上升；化学、汽车、电气制造业同比下滑；往前看，虽然制造业企业盈利开始企稳，但在需求偏弱的情况下，制造业投资回升持续性仍有待观察。

具体来看，1) 新兴行业中，医药制造业累计同比降至 8.4% (前值 7.8%)，计算机通信行业累计同比升至 16.8% (前值 13.8%)；2) 装备制造业中，汽车制造业累计同比降至-1.5% (前值-0.4%)，铁路船舶行业累计同比降幅收窄至-2.5% (前值-5.7%)；3) 通用专用设备业中，通用设备累计同比升至 2.2% (前值 1.4%)，专用设备累计同比降至 9.7% (前值 9.5%)；4) 轻工行业中，农副食品加工工业累计同比降幅收窄至-8.7% (前值-9.3%)，食品制造累计同比降至-3.7% (前值-4.8%)；5) 传统行业中，有色金属冶炼及压延加工业累计同比-1.2% (前值-1.3%)。

(3) 房地产投资回落，整体增速保持稳定。建安投资增速相对稳定，土地购置面积降幅收窄，但在前期土地购置下降的背景下，购置费下拉效应依然存在。此外，房地产开发资金来源约束下，房地产投资增速预计将继续放缓。

图表 2：固定资产投资累计同比回升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

3、12 月工业生产边际改善。其中，出口交货值当月同比转正，累计同比继续下行，可能预示着 1 月出口将有所下行；发电量当月同比有所下滑，累计同比回升，表明生产有所改善；粗钢生产当月同比回升，累计同比回升。表明钢厂开工改善明显。

(1) 从结构上看，采矿业、制造业累计同比均有改善，公用事业累计同比持平。采矿业当月同比维持高位 5.6%（前值 5.7%），制造业当月同比升至 7.0%（前值 6.3%），公用事业部门当月同比升至 6.8%（前值 6.7%）。

(2) 从制造业内部结构上看，多个领域制造业增加值同比回升。

1) 新兴产业整体回升。其中化学原料当月同比小幅回落 7.7%（前值 7.9%），医药制造业当月同比上行至 5.3%（前值 5.1%），计算机、通信和电子行业当月同比回升至 11.6%（前值 9.7%）。

2) 装备制造业整体回升。其中汽车当月同比涨幅升至 10.4%（前值 7.7%），金属制品业当月同比涨幅上升至 6.3%（前值 6.0%），运输设备业当月同比下降至 -6.8%（前值 0.1%），电气机械器材业当月同比降至 12.4%（前值 12.6%）。

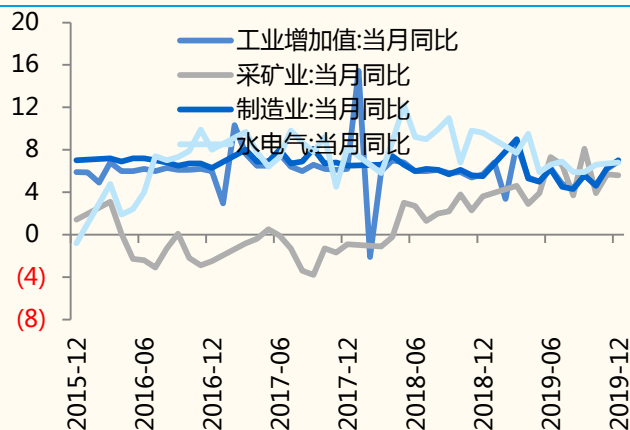
3) 通用专用设备制造业下降。其中通用设备制造业当月同比涨幅收窄至 4.9%（前值 6.2%），专用设备制造业当月同比下降至 6.5%（前值 7.0%）。

4) 轻工业整体回落。其中农副食品加工业当月同比收窄至 -0.3%（前值 -0.6%），食品制造当月同比收窄至 4.6%（前值 5.5%），纺织业工业当月同比收窄至 0.2%（前值 2.5%）。

5) 传统制造业整体维持高位。黑色金属冶炼及压延加工业增加值当月同比持平 10.7%（前值 10.7%），有色金属冶炼及压延加工业当月同比降至 5.0%（前值 6.4%），非金属矿物制品业当月同比下降至 8.4%（前值 8.6%）。

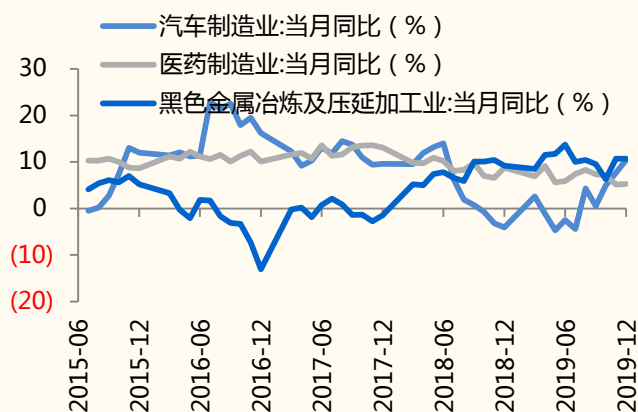
(3) 规模以上工业企业出口交货当月同比回升。规模以上出口交货值当月同比下降至 0.4%（前值 -3.4%）。

图表 3：工业增加值当月同比回升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 4：汽车制造业当月同比持续回升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

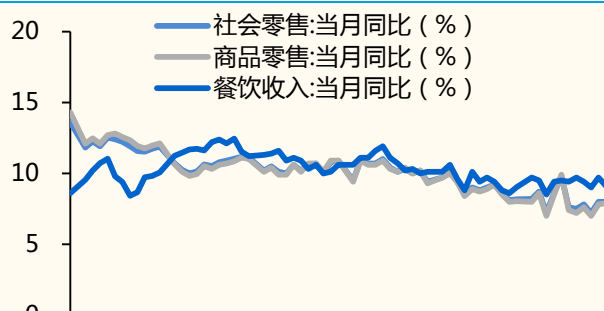
4、社零当月同比持平前值，正向贡献在于汽车消费由负转正、石油制品类消费涨幅扩大，负向贡献在于地产链条类消费、通讯类消费涨幅回落。社零当月、累计同比持平前值，主要正向贡献在于汽车消费由负转正、石油制品消费上升，负向贡献在于地产链条类消费即家电、家具同比下滑，通讯类消费、服装纺织涨幅回落。

(1) 地产链条类消费涨幅收窄。建筑装饰材料当月同比升至 0.6% (前值-0.3%)；家具当月同比回落至 1.8% (前值 6.5%)；家电当月同比下行至 2.7% (前值 9.7%)。

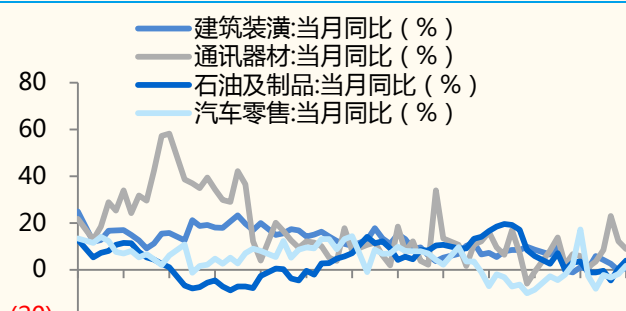
(2) 升级型消费整体分化。通讯类消费同比回落至 8.8% (前值 12.1%)；中西药同比上行至 8.2% (前值 4.9%)；石油及制品类消费回升至 4.0% (前值 0.5%)。

(3) 汽车消费增速转正。汽车消费当月同比由负转正 1.8% (前值-1.8%)。

图表 5：消费当月同比持平前值



图表 6：汽车消费、建筑装饰上行，通讯器材下行



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_7687

