



2020 年 1 月 17 日经济数据分析

经济景气有望延续——评 12 月经济数据

2020 年 01 月 17 日

投资要点

分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@yqzq.com

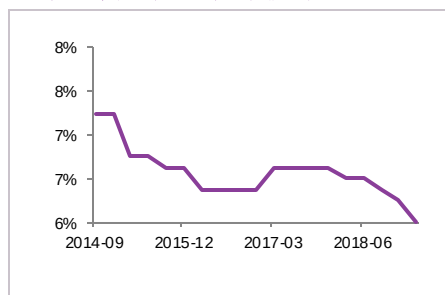
分析师：张德礼

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

邮箱：zhangdeli@yqzq.com

近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

相关研究

《经济短期低点已过——评 12 月官方制造业 PMI》2019-12-31

《城投降本攻略》2020-01-07

《PPI 同比将转正——评 2019 年 12 月物价数据》2020-01-09

《低基数、春节和进出口好转——评 12 月进出口数据》2020-01-14

《博彩之城澳门的金融路——粤港澳大湾区研究系列之 8》2020-01-15

经济景气有望延续

2019 年四季度 GDP 同比 6.0%，持平于三季度。12 月主要经济数据都已经公布，工业增加值、出口和固定资产投资的增速均出现回升，社会消费品零售总额增速持平于前值。整体来看，逆周期调节的效果开始显现，经济短期底部已经出现的判断逐步被验证。

经济供需两端都继续回暖，核心原因有三个。一是制造业带动工业生产明显好转，可能和逆周期调节、外部贸易环境好转，叠加工业品低库存，制造业企业生产意愿回升有关。二是制造业投资增速低位反弹，是 12 月经济数据最大的亮点，驱动因素包括中美贸易谈判取得积极进展改善企业预期、盈利筑底企稳等。三是汽车行业企稳回升，带动社会消费品零售总额增速持平。

制造业投资增速从 2.5%回升到 3.1%。我们认为 2019 年一季度，制造业投资增速快速回落，低基数将对 2020 年一季度的制造业投资形成支撑。但由于以下几个原因，我们认为制造业投资增速的反弹空间有限。

第一，对制造业投资按行业拆分看，大幅企稳回升的动力并不足。

第二，中美贸易谈判对出口依赖型企业预期的影响可能不及预期。

第三，2020 年减税降费的增量政策，将不及 2019 年。

第四，制造业企业以民企为主，但民企面临的融资难题，并没有得到实质性解决。

2020 年围绕全面建成小康社会目标，稳增长是政策主线，预计后续还将出台政策来托底经济。稳固投依然是下一阶段的重点，消费刺激力度也将强于 2019 年，外部贸易环境改善也为出口带来边际改善。经济短期底部已经出现，经济景气形势有望持续到 2020 年二季度。

风险提示：外部贸易环境恶化



2019 年四季度 GDP 同比 6.0%，持平于三季度。12 月主要经济数据都已经公布，工业增加值、出口和固定资产投资的增速均出现回升，社会消费品零售总额增速持平于前值。整体来看，逆周期调节的效果开始显现，经济短期底部已经出现的判断逐步被验证。

经济供需两端都继续回暖，核心原因有三个。一是制造业带动工业生产明显好转，可能和逆周期调节、外部贸易环境好转，叠加工业品低库存，制造业企业生产意愿回升有关。二是制造业投资增速低位反弹，是 12 月经济数据最大的亮点，驱动因素包括中美贸易谈判取得积极进展改善企业预期、盈利筑底企稳等。三是汽车销售企稳回升，带动社会消费品零售总额增速持平。

下面从生产和需求两个角度，对 12 月经济数据做进一步分析。

先来看反映生产的工业增加值。12 月当月增速为 6.9%，较 11 月的 6.2%继续反弹，创下年内次高。一方面，和 2019 年 1-3 季度一样，工业增加值增速季末效应再现。另一方面，逆周期调节奏效、外部贸易环境好转，但工业产成品库存处于低位，制造业企业的生产意愿有所改善。

三大门类中，制造业增加值增速改善幅度最大，从 6.3%提高到 7.0%。产业链上看，汽车制造业增加值增速从 7.7%回升到 10.4%，低库存下厂商加大补库和生产。上游的非金属矿物制品业增加值增速，从 8.6%小幅回落到 8.4%，但仍处于高位，而黑色金属冶炼和压延加工业的增加值增速持平在 10.7%，显示投资需求不差。下游的电气机械和器材制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业的增速分别为 12.4%和 11.6%，这两者对外依存度高，和 12 月出口交货值增速回升 3.8 个百分点的趋势一致。

再看需求端。2019 年全年固定资产投资增速 5.4%，相比于 1-11 月增速回升了 0.2 个百分点。三大分项中，全口径基建投资增速和房地产投资增速回落，制造业投资增速反弹，是主要托底力量。

全口径基建投资累计增速从 3.5%回落到 3.3%，主要还是因融资难的约束，预计这一约束在 2020 年将得到明显缓解。1 月专项债密集发行，目前已计划在 1 月发行的规模超 7000 亿，投向基建领域的占比接近 80%，这和 2019 年专项债投向以棚改和土地储备为主、基建占比不足 20%截然不同。我们认为，随着专项债重点向基建倾斜，基建融资难有望得到缓解，基建稳增长的作用将得到明显体现。

2019 年制造业投资增速 3.1%，相比于 1-11 月增速回升了 0.6%，这可能是 12 月经济数据最大的超预期了。与之同步性很高的民间固定资产投资增速，也从前值 4.5%上升到 4.7%。

我们认为，驱动制造业投资超预期反弹的因素，一是中美贸易谈判取得进展，对制造业企业，尤其是出口依赖型行业企业信心的改善；二是前期工业企业利润增速筑底企稳的滞后效应。

2019 年一季度制造业投资增速快速回落，低基数将对 2020 年一季度的制造业投资形成支撑。但由于以下几个原因，我们认为制造业投资增速的反弹空间有限。

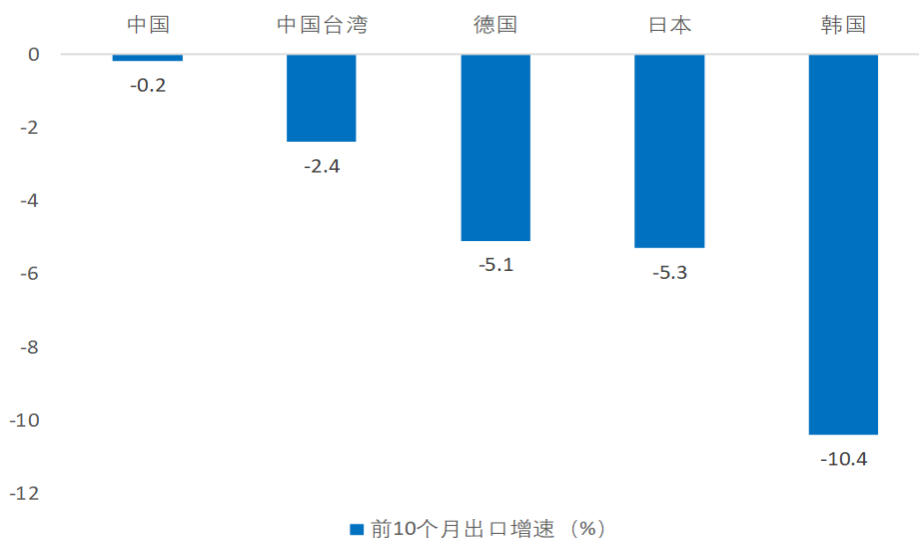
第一，对制造业投资按行业拆分看，大幅企稳回升的动力并不足。2019 年支撑制造业投资的主要是两个链条，一个是受环保整治、产能置换等供给侧改革因素影响的，比如非金属矿物制品、黑色金属冶炼、基础化工等，另一个是受产业升级影响的，比如计算机、仪器仪表和医药制造业等。但这些行业的投资增速，相比于 2018 年都在下降。



对制造业投资拖累比较明显的主要是下游行业，比如食品、纺织和农副食品加工业等。这些行业的需求相对刚性一些，预计投资短期也难以出现大的改善。

第二，中美贸易谈判对出口依赖型企业预期的影响可能不及预期。中国出口增速，从 2018 年的 9.9% 下降到 2019 年的 0.5%。但其他出口导向型经济体，如德国、日本、韩国和中国台湾的出口增速，2019 年表现更差，前 10 个月分别为 -5.1%、-5.3%、-10.4% 和 -2.4%。越南虽然是美国进口转移的受益者，但前 11 个月出口增速 7.8%，也低于 2018 年同期。

图表1： 对比其它主要出口型经济体，2019 年中国出口有韧性



资料来源：Wind，粤开证券

中美贸易摩擦对 2019 年中国的出口有拖累，但影响更大的是全球总需求。2020 年全球经济将有所好转，但这一轮并非由中国主导的全球经济复苏能持续多久还需要观察，IMF 认为全球经济增速将从 3.0% 回升到 3.4% 的判断可能过于乐观。

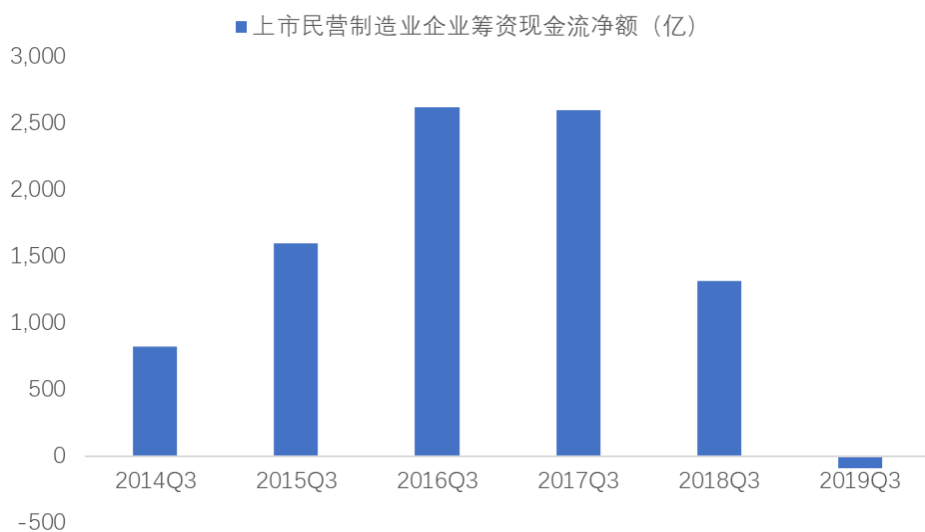
第三，2020 年减税降费的增量政策，将不及 2019 年。根据财政部数据，2019 年全年减税降费总规模约为 2.3 万亿，高于此前计划的 2 万亿。从上市公司财务报表看，效果也比较明显，增值税+消费税占全部 A 股营业收入的比例，从 2017 年全年的 6.1%，下降到 2019 年上半年的 5.2%。

但从投资和消费数据来看，减税降费的作用并不明显，可能和预期有关。从中央经济工作会议来看，2018 年提到 2019 年要“实施更大规模的减税降费”，而 2019 年则提到要“落实减税降费”。因此预计 2020 年难再出现如此大规模的增量的减税降费政策，这也会影响到制造业投资。

第四，制造业企业以民企为主，但民企面临的融资难题，并没有得到实质性解决。上市民营制造业企业筹资性现金流净额，从 2016 年前三季度的 2624 亿元，下滑到 2019 年前三季度的 -87 亿元。随着信用违约常态化，且实质性违约的主要是民企，未来民企融资难可能会进一步加剧。在终端需求不强、内源性现金流较弱的情况下，如果没有融资环境的改善，制造业投资回升的动力可能不足。



图表2： 2019 年前三季度上市民营制造业企业筹资现金流净额转负

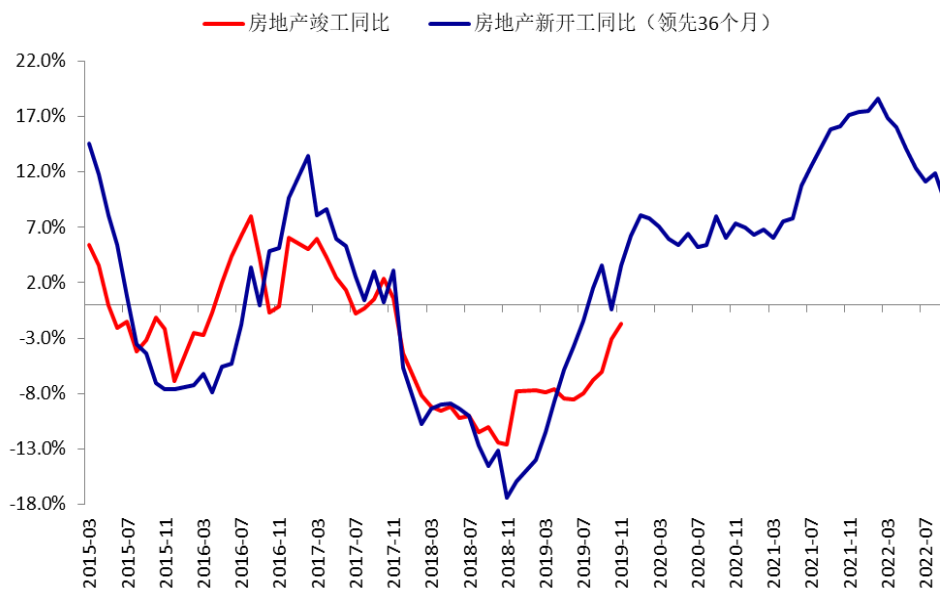


资料来源: Wind, 粤开证券

房地产方面, 12 月主要数据都有所回落, 商品房销售面积增速从 0.2% 下滑到 -0.1%, 而销售金额增速从 7.3% 回落到 6.5%, 投资完成额增速从 10.2% 下滑到 9.9%。

尽管如此, 我们认为 2020 年地产投资能够继续维持韧性。一是 2019 年 12 月的本年购置土地面积累计增速跌幅, 是继续收窄的, 从 -14.2% 到 -11.4%, 新开工增速也只会从 8.6% 小幅下滑到 8.5%, 开发商的预期并不差。二是中央经济工作会议对地产政策的定调有所变化, 比如没有继续说“不把房地产作为短期刺激经济的手段”、强调“全面落实因城施策”等, 地方政府将有更大自由度来变相放松, 这会影响居民对房价的预期, 低库存下销售也会向开工和投资传导。三是目前进入竣工周期, 12 月竣工面积增速从 -4.5% 转正到 2.6%。而从新开工的领先关系看, 竣工周期可能会持续到 2021 年。四是 2020 年棚改、旧改的规模可能会超预期。

图表3： 竣工周期可能会持续到 2021 年



资料来源: Wind, 粤开证券



最后来看消费。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%，显示实物性消费品的通胀压力有所增加。这一趋势和商品零售价格指数（RPI）同比的趋势一致，12 月这一指标从 3.0%上升到 3.4%，创下 2012 年 4 月以来新高。

从 12 月的分行业限额以上批发和零售数据看，受双“11”促销影响大的分项，如服装鞋帽针纺织品类、家用电器和音响器材类、化妆品类、日用品类的增速，均较 11 月增速明显回落。

而支撑力量，一是粮油、饮料和烟酒类，可能是因春节在 1 月，12 月就有一部分备置年货的需求释放。二是 12 月限额以上汽车类批发和零售增速为 1.8%，半年内首次转正。

展望 2020 年，消费在稳增长中将发挥更为重要的作用，我们认为可能会围绕以下两条主线推进。一是扩大汽车消费，2019 年 11 月国家发改委有关领导明确提到要稳住汽车等重点消费，后续可能会在汽车限购、汽车报废补助、税费和汽车金融等方面调整政策。二是地产竣工产业链上的消费，包括建材装潢和家具家电等，目前已经进入竣工和交房期，预计 2020 年地产竣工产业链的消费增速将明显好于 2019 年。

2020 年围绕全面建成小康社会目标，稳增长是政策主线，预计后续还将出台政策来托底经济。稳固投依然是下一阶段的重点，消费刺激力度也将强于 2019 年，外部贸易环境改善也为出口带来边际改善。经济短期底部已经出现，经济景气形势有望持续到 2020 年二季度。

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_7708

