

# 经济结构优化，继续看好春季躁动和科技板块表现

——12月经济数据点评

宏观数据点评

2020年01月20日

**报告摘要：****● 工业超预期回升或与贸易有关**

工业增加值超预期回升，贸易作用显著。12月工业增加值与出口交货值的增速双双回升。贸易第一阶段协议签订后，中美关系进入缓和期。美方既要时间观察实施进度，又要应付总统大选，短期企业信心修复具有可持续性。

**● 制造业投资强势拉升固定资产投资，为最大亮点**

固定资产投资增速结束下滑趋势，制造业投资回升有质有量。制造业投资大幅回升与高技术制造业投资录得年内最高增速，为最大亮点。因为2019年财政支出前置的影响，基建投资增速下滑。但是基建回升趋势仍有支撑。2020年上半年起，随着开发商库存压力越来越大，房地产投资将经历一个明显下降的过程。

**● 消费结构将要分化，社零与人均可支配收入背离**

消费短期内保持平稳增长，未来将呈分化局面。今年社零下降主要受汽车零售显著下滑的影响。人口结构变化导致车市爆发难以再现，预计传统燃油车消费和新能源车消费，物质消费和服务消费将呈分化发展格局。社零增速下滑，人均可支配收入上升，并不一定说明消费在降级。社零由居民消费和集团消费组成，可能是集团消费下降导致了社零增速与收入增速背离。

**● 一季度经济基本面对春季躁动较为友好**

一季度看好权益市场春季躁动，4月后看好利率债行情。宏观经济基本面保持平稳，结构优化，信贷开门红、基建开门红、中美签约落地风险偏好提升，利好今年春季躁动，尤其是科技板块。经济下行因素并未完全解除，4月之后基本面可能再次承压。届时，预计货币政策进入小幅渐进宽松模式，政策利率和LPR联动有序下降，对利率债行情构成利好。

**● 风险提示：**

逆周期调节不及预期，全球经济加速放缓。

## 民生证券研究院

**分析师：解运亮**

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：wuyanyan@mszq.com

**研究助理：毛健**

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

**研究助理：付万丛**

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

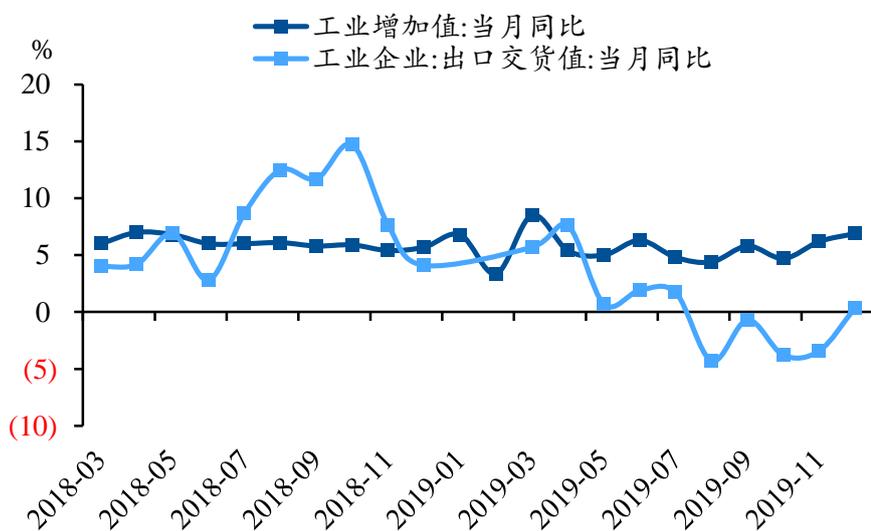
1月17日，国家统计局公布中国12月经济数据和四季度GDP：

- (1) 四季度GDP同比6.0%，预期6.1%，前值6.0%；
- (2) 规模以上工业增加值同比6.9%，预期5.7%，前值6.2%；
- (3) 社会消费品零售总额同比8.0%，预期7.8%，前值8.0%；
- (4) 固定资产投资累计同比5.4%，预期5.2%，前值5.2%；
- (5) 基建投资（全口径）累计同比3.3%，较上月下降0.2个百分点。
- (6) 房地产投资累计同比9.9%，较上月回落0.3个百分点。

## 一、经济数据超预期，短期企稳迹象逐渐显现

**工业增加值超预期回升，贸易作用显著。**12月工业增加值同比为6.9%，较上月回升0.7个百分点，高于市场预期（图1）。12月PMI生产指标超预期回升，预示了工业生产会有不错的表现。工业增加值增速高于季节性因素，主要是受春节前置和中美贸易协议落定的影响。12月工业出口交货值同比为0.4%，较上月显著回升，结束了连续四个月的负增长。贸易协议签订后，中美关系进入缓和期，四季度GDP增速结束下滑趋势，与三季度持平，说明经济短期有企稳迹象。目前来看，贸易形势改善将支撑企业信心恢复的可持续性；从美方角度看，协议落定后需要观察实施进程，民主党候选人尚未确认；从中方角度看，稳增长仍是首要任务，监管层反复强调要降低实体融资成本。

图1：12月工业增加值与出口交货值双双上升

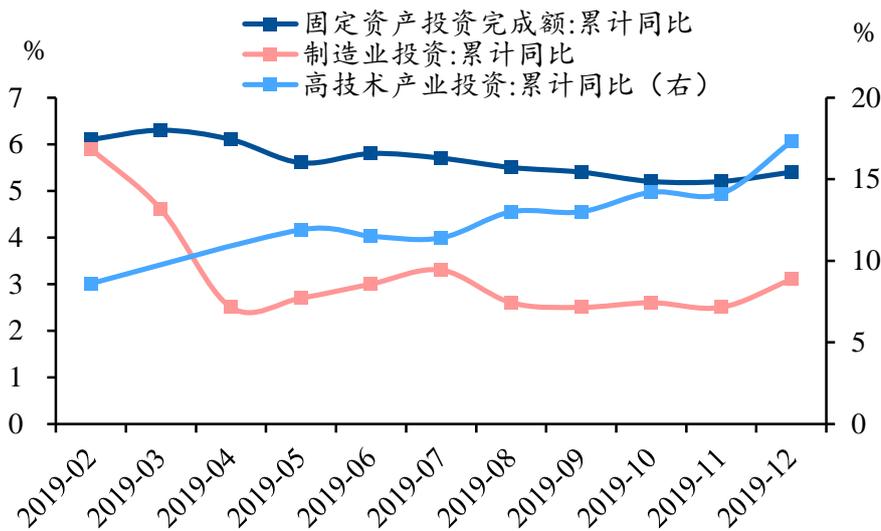


资料来源：Wind，民生证券研究院

**制造业投资在沉默中爆发，促进投资回升。**12月固定资产投资增速较上月上升0.2个百分点至5.4%，结束了连续五个月的下滑之势，高于市场预期（图2）。其中，制造业投资累计增速为3.1%，比前值加快0.6个百分点，为最大亮点。12月高技术产业累计同比录得年内最高的17.3%，较上月回升3.2个百分点，反映中国经济加快向高端制造转型，

经济结构明显改善。12月广义基建投资增速为3.3%，较前值回落了0.2个百分点。这主要是受到了2019年财政支出前置的影响，在财政收入持续放缓背景下，2019年中口径财政支出（包括一般公共预算和政府性基金预算）前高后低，全年较上年整体放缓，导致年底基建较为疲弱。随着2020年开年以来专项债密集发行，地方储备项目大量启动，我们预计，2020年基建投资回升至7-8%是大概率事件。

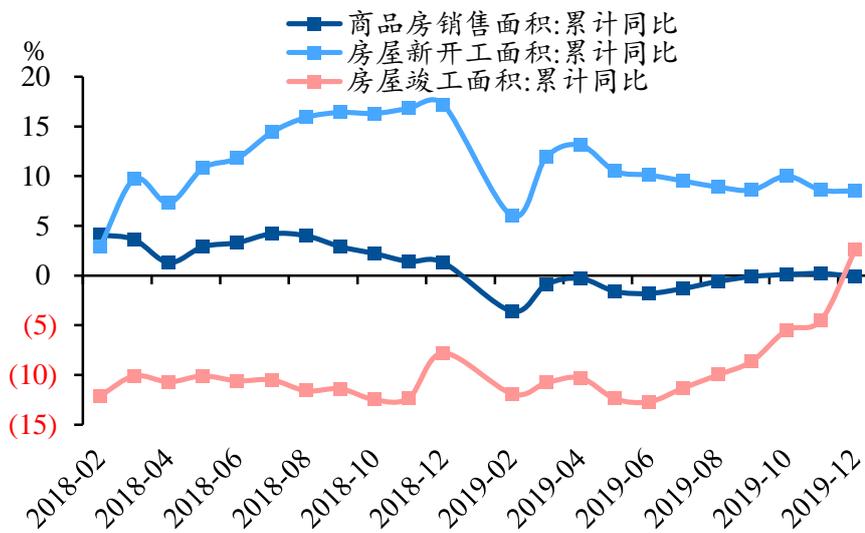
图2：12月制造业投资大幅回升，结构进一步升级



资料来源：Wind，民生证券研究院

**房地产投资下行压力仍在。**12月房地产投资累计增速为9.9%，较前值回落了0.3个百分点。销售面积同比增速转负，新开工面积增速连续两个月下滑，竣工增速显著回升，年内首次录得正增长，反映维持高施工的难度在上升（图3）。总体看，2019年房地产投资端和销售端都保持了很高的韧性，其中投资端韧性来自于抢施工，销售端韧性来自于抢销售。但抢施工抢销售的一个伴生结果是，广义库存持续上升。2020年上半年起，随着开发商库存压力越来越大，房地产投资将经历一个明显下降的过程。

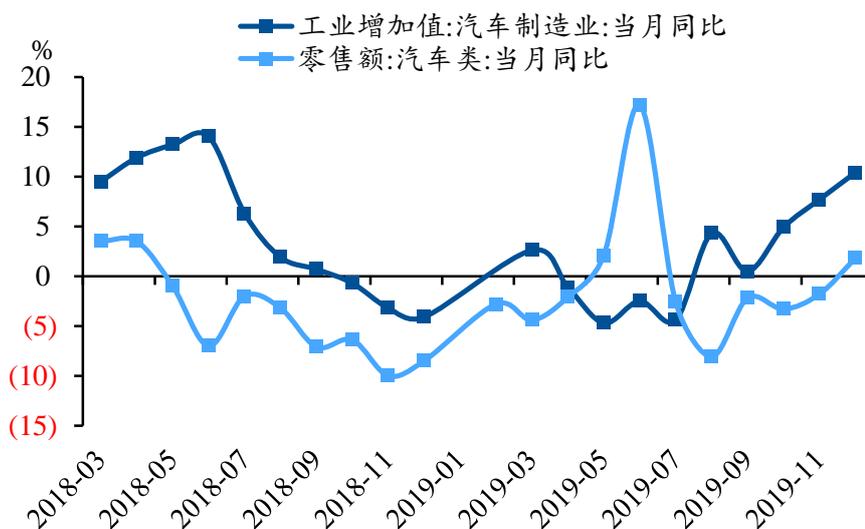
图 3：房销和新开工面积增速下降，竣工面积增速延续强势回升趋势



资料来源：Wind，民生证券研究院

消费短期内保持平稳增长，未来将呈分化局面。12月社零当月同比增速为8%，与前值持平。其中，汽车行业延续复苏状态：零售增速同比转正，汽车生产增速连续三个月回升，对社零的拖累有所减弱，构成社零超预期的主要因素之一（图4）。2019年社零增长中枢的下降，主要与汽车市场持续调整有关。车市疲软背后，深层原因则在于作为购车主力的年轻人口持续减少。人口老龄化背景下，我国车市爆发式增长一去不复返，将进入零和博弈模式。2020年，预计传统燃油车消费和新能源车消费，物质消费和服务消费将呈分化发展格局。

图 4：汽车行业正在逐渐复苏，难以再现爆发式增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

社零与收入背离不一定是消费降级，人口结构延续老年化趋势。12月失业率较上月

上升 0.1 个百分点至 5.2%，可能与劳动力市场的春节效应相关。春节后用工需求上升，就业数据可能会有所改善。在人均可支配收入增速小幅上升的情况下，2019 年社零累计同比较 2018 年下降约 1 个百分点。但是，这并不能说明我国消费降级或是经济转型为消费驱动出现了问题。社零由居民消费和集团消费组成，可能是集团消费下降导致了社零增速与收入增速背离。我国人口结构进一步老年化：60 岁以上人口占比上升至 18.1%，出生人数增长率连续三年负增长。虽然国家在不停地划拨国企利润和股权来补充社保系统，养老问题仍会是接下来十年最重要的问题之一。

## 二、一季度经济基本面对春季躁动较为友好

1-3 月看好权益市场春季躁动，4 月后看好利率债行情。1-3 月宏观经济基本面保持平稳，结构优化，信贷开门红、基建开门红、中美签约落地风险偏好提升，利好今年春季躁动，尤其是科技板块。但受地产投资下降、汽车消费总体增量空间有限等因素影响，4 月之后基本面可能再次承压。届时，预计货币政策进入小幅渐进宽松模式，政策利率和 LPR 联动有序下降，对利率债行情构成利好。

### 风险提示：

逆周期调节不及预期，全球经济加速放缓。

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\\_7634](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7634)

