

抓住经济回升的主趋势，无需过虑部分小质疑

摘要

4 季度 GDP 同比增速表面上与上季度持平为 6.0%，但考虑到 4 季度数据为经普查数据调整后数据，与 3 季度数据不一定可比。因而月度数据更具参考性，更能反映经济趋势。12 月经济数据显示经济回升是主趋势。同时，近期国务院常务会议要求 20 年经济要保持良好开局，结合近期地方债放量发行，显示政策继续以稳增长为主，短期不会调整。因而经济回升的这个主趋势短期不会发生变化。

但目前对经济企稳依然存在一些小质疑，例如对房地产快速走弱的担忧，对基建投资回升可能的怀疑，对制造业投资回升持续性的担忧。但事实上，制造业投资将成为亮点，企业盈利改善驱动下 1 季度可能达到 8%-10% 的增速。而 1 月地方政府专项债发行明显放量，结合基数下降将推动基建将温和回升，对房地产也无需过度担忧，实体资金面宽松环境下，房地产难以出现大幅下滑。同时，外需保持平稳，中美贸易冲突缓和，外部风险下降。内外需改善环境下，经济回升的主趋势未发生变化，投资需要抓住这个主趋势。从资产配置看，经济企稳将对权益资产继续构成利好，而对债市形成抑制。债市或继续震荡。

风险提示：经济下行超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.cn

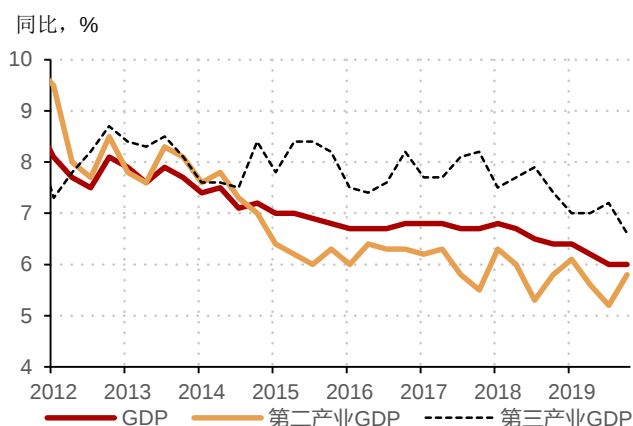
分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.cn

相关研究

1. 全面看待中美第一阶段经贸协议 (2020-01-16)
2. 实体融资稳步改善，结构继续优化 (2020-01-16)
3. 推升贸易增速的三大因素 (2020-01-14)
4. 如何在利率市场化进程中降低实体融资成本 (2020-01-13)
5. 重视工业品价格走势，经济延续企稳 (2020-01-13)
6. 通胀无虞，更应关注工业品价格走势 (2020-01-09)
7. 顺应经济企稳的方向——月度经济预测 (2020-01-07)
8. 新年伊始，国际形势动荡国内经济继续企稳 (2020-01-05)
9. 企业景气度趋势向好，经济继续企稳回升 (2020-01-02)
10. 存量贷款换锚，降成本再下一城 (2019-12-30)

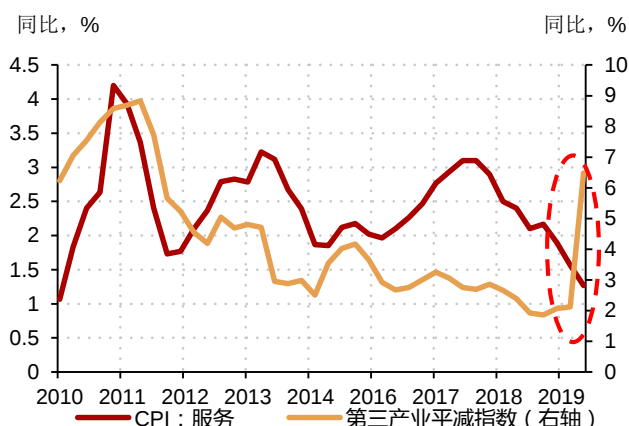
考虑到普查数据调整，4 季度 GDP 增速和之前季度不具可比性，实际增速可能比 3 季度高。统计局公布数据显示 4 季度 GDP 同比增长 6.0%，从表面上看与 3 季度持平。但考虑到从数据来看，4 季度 GDP 核算可能是经过四经普调整后的，而之前季度没经过调整，因而不直接可比。如果直接计算，4 季度名义 GDP 同比增长 9.5%，GDP 平减指数为 3.5%，明显偏高。而三产名义 GDP 同比增长 13.5%，三产 GDP 平减指数高达 6.9%，即使考虑到 2018 年名义 GDP 在普查之后上调 2.1%，如果 2018 年各季度名义 GDP 调整幅度相同，三产 GDP 平减指数在 4 季度依然有 4.8%，这与服务业 CPI 走势显著偏离。因而今年 4 季度 GDP 应该是经过普查数据平减后数据，和之前季度不具有可比性。从工业和其它月度数据来看，4 季度 GDP 大概率比 3 季度高。

图 1：直观上看 4 季度 GDP 增速与 3 季度持平



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：四经普调整后的 4 季度 GDP 增速与此前不完全可比



数据来源：Wind，西南证券整理

月度数据较季度更具有参考性，月度数据继续确认经济企稳，这是目前的主要趋势。月度数据继续确认经济企稳态势。12 月工业增加值同比增长 6.9%，增速较上月提升 0.7 个百分点，这与高频数据显示的生产面改善一致。出口是工业增加值回升主要原因之一，12 月出口交货值同比增长 3.4%，增速较上月提升 3.8 个百分点，背后是全球经济企稳支撑。而出口导向的计算机、通信和其它电子设备制造业 12 月增加值同比增速较上月提升 1.9 个百分点至 11.6%。产业周期见底回升的汽车行业工业增加值回升 2.7 个百分点至 10.4%。这两个行业是整体工业增加值回升的主要动力。

制造业景气度提升，将成为未来一段时期经济中的亮点。12 月当月固定资产投资同比增长 7.4%，增速较上月提升 2.2 个百分点，其中制造业投资回升最为明显，是投资回升主要动力。12 月制造业投资同比增长 9.2%，增速较上月提升 7.6 个百分点。制造业投资回升背后一方面是低基数效应体现，但更为重要的是，工业品价格回升驱动企业盈利改善，带动制造业投资回升。随着出口和基建回升，房地产投资企稳，终端需求保持回升态势，而终端需求改善驱动工业品价格回升，低库存更是加剧了这一趋势，工业品价格回升带动企业盈利改善。企业盈利又是制造业投资的领先指标，制造业投资即随之回升。1 季度随着低基数效应持续以及工业品价格回升驱动盈利改善，制造业投资将继续保持较高增速，投资预计将继续保持 8%-10% 的增速。制造业将成为未来一段时期经济中的亮点。

图 3：出口交货值推动工业增加值继续回升



数据来源：Wind，西南证券整理

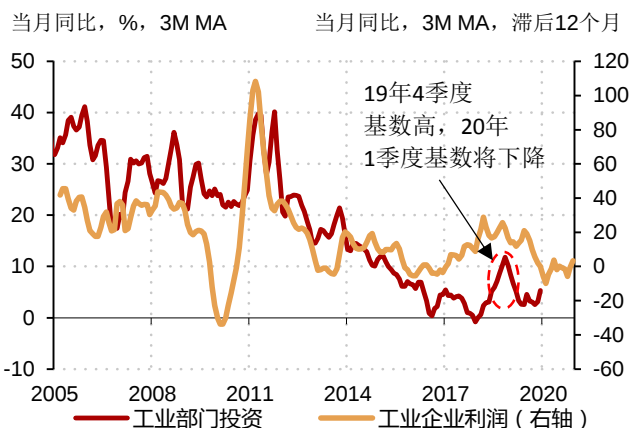
图 4：终端需求改善驱动企业盈利改善，带动制造业投资回升



数据来源：Wind，西南证券整理

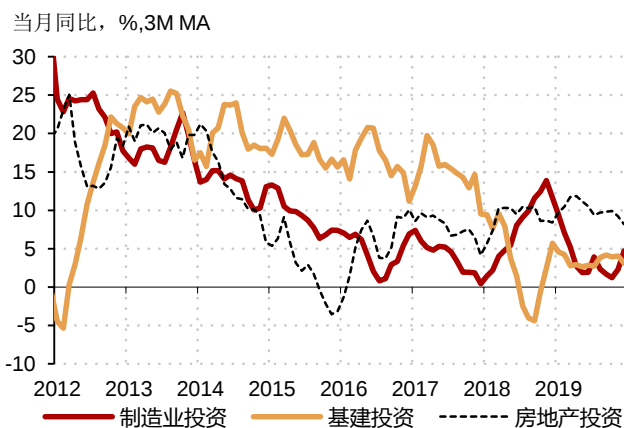
基建投资将稳步回升，大幅回升可能性有限。虽然稳增长政策持续发力，但资金在 12 月尚未出现显著投放，因而基建投资尚未出现明显改善。12 月基建（含电力）投资当月同比增长 2.1%，增速较上月下降 3.1 个百分点，部分受基数效应上升影响。但随着 1 季度地方债发行放量，低基数效应体现，基建投资将进入回升阶段。目前公布发行计划的地方政府专项债为 7230 亿元，其中 1 月计划发行 7000 亿元，同比较去年增加 5500 亿元以上。地方债集中发行将带动配套融资落地，资金改善将驱动基建投资回升，同时结合基数变低，基建投资将在 1 季度继续稳步回升。

图 5：企业盈利改善将驱动制造业投资改善



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：制造业与基建投资将逐步回升



数据来源：Wind，西南证券整理

房地产市场虽有放缓，但资金面改善环境下无需过度担忧。12 月房地产市场有所走弱，当月商品房销售面积同比增长-1.7%，较上月下降 2.8 个百分点，而房地产投资也较上月下降 1.0 个百分点至 7.4%。但这并不意味着房地产市场将加速走弱，因而无需过度担忧。一方面，12 月房地产销售下降有高基数因素；另一方面，房地产资金面在逐步缓和，12 月房地产投资资金来源同比增长 13.8%，增速较上月提升 7.3 个百分点，其中个人按揭贷款增加是主要原因。同时，新开工面积和土地购置面积也有所回升，显示房地产市场或不会持续走弱。随着信贷社融持续增加，同时近期部分地区房地产调控有所缓和，因而房地产销售难以

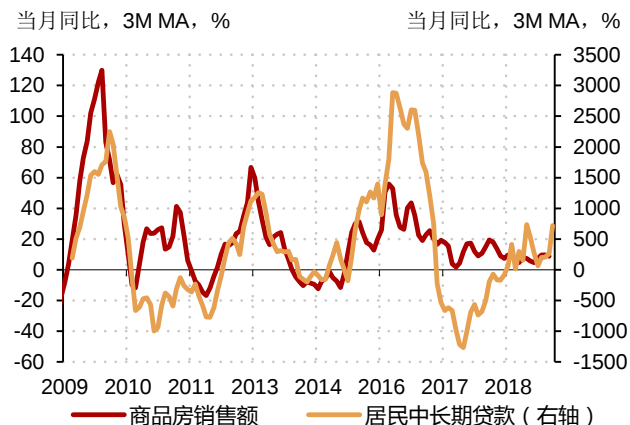
出现明显下滑，将延续平稳状况，房地产市场也无需过度担忧。同时如果资金改善与政策调整带动销售回升，不排除房地产投资企稳甚至回升可能。

图 7：资金来源改善将支撑房地产投资平稳



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：信贷增加支撑房地产销售



数据来源：Wind，西南证券整理

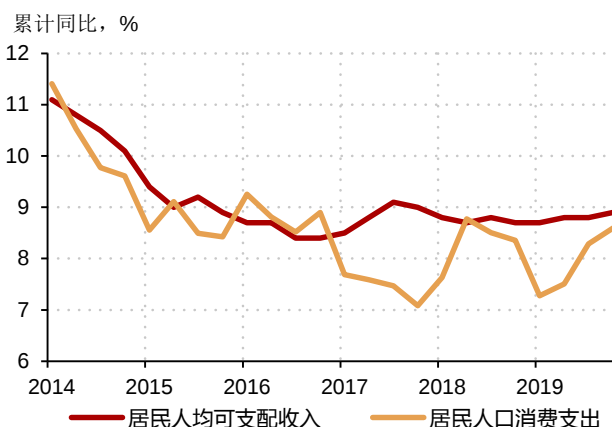
消费需求保持平稳，汽车行业逐步见底回升支撑需求。12 月社会消费品零售总额同比增长 8.0%，与上月持平，但考虑到 11 月有“双十一”影响，消费依然在向好。其中汽车行业在逐步见底回升，12 月同比增速较上月提升 3.6 个百分点至 1.8%。另外，从居民收入看，2019 年全年人均居民可支配收入同比增长 8.9%，较上月提升 0.1 个百分点，带动消费随之提升。未来消费将保持平稳回升态势。

图 9：汽车销售改善，社零销售回升



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：居民收入企稳，消费随之小幅改善



数据来源：Wind，西南证券整理

抓住经济回升主趋势，无虑部分小质疑。12 月经济数据显示经济回升是主趋势。同时，近期国务院常务会议要求 20 年经济要保持良好开局，结合近期地方债放量发行，显示政策继续以稳增长为主，短期不会调整。因而经济回升的这个主趋势短期不会发生变化。1 季度经济将延续这种态势。而从结构来看，制造业投资将成为亮点，企业盈利改善驱动下 1 季度可能达到 8%-10% 的增速，而基建将温和回升，对房地产也无需过度担忧，实体资金面宽松环境下，房地产难以出现大幅下滑。同时，外需保持平稳，中美贸易冲突缓和，外部风险下降。内外需改善环境下，经济回升的主趋势未发生变化，投资需要抓住这个主趋势。从资产配置看，经济企稳将对权益资产继续构成利好，而对债市形成抑制。

债市短期仍将保持震荡。经济继续企稳回升，实体融资规模继续增加，意味着债市难有趋势性机会。近期债市上涨主要受资金面改善和配置资金驱动，但过度宽松给的流动性难以持续，短债利率已经接近资金成本，配置资金继续驱动利率下行空间也有限。因而债市难以继续上升，短期债市或继续震荡。

表 1：我国宏观经济指标预测

		2018-11	2018-12	2019-1	2019-2	2019-3	2019-4	2019-5	2019-6	2019-7	2019-8	2019-9	2019-10	2019-11	2019-12	西南预测 2019-12F	市场预测 2019-12F
CPI	同比%	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0	3.8	4.5	4.5	4.4	4.7
PPI	同比%	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	0.0	-0.3	-0.8	-1.2	-1.6	-1.4	-0.5	-0.3	-0.3
工业增加值真实增速	同比%	7.2	5.7		5.3	8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4	5.8	4.7	6.2	6.9	5.5	5.7
固定资产投资名义增速	同比%	5.9	5.9		6.1	6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2	5.2	5.4	5.3	5.2
消费品零售名义增速	同比%	8.1	8.2		8.2	8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8	7.2	8.0	8.0	7.8	7.8
新增人民币贷款	亿人民币	12500	10800	32300	8858	16900	10200	11800	16600	10600	12100	16900	6613	13900	11400	11000	11375
M2增速	同比%	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4	8.4	8.2	8.7	8.4	8.4
一年期定存	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
出口名义增速(美元计价)	同比%	5.4	-4.4	9.1	-20.7	14.2	-2.7	1.1	-1.3	3.3	-1.0	-3.2	-0.9	-1.1	7.6	5.0	4.0
进口名义增速(美元计价)	同比%	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	4.0	-8.5	-7.3	-5.3	-5.6	-8.5	-6.4	0.3	16.3	8.0	9.2
贸易顺差	亿美元	447.5	570.6	391.6	41.2	326.5	123.7	416.6	509.8	450.5	348.3	396.5	428.1	387.3	467.9	547.2	536.8
人民币兑美元汇率(月末值)	人民币/美元	6.94	6.87	6.70	6.69	6.72	6.74	6.90	6.87	6.89	7.15	7.14	7.04	7.03	6.99	6.99	7.15
存款准备金率	%	14.5	14.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0

数据来源：CEIC，Wind，西南证券。注：市场预测为Wind调查的市场预测均值，其中汇率为即期汇率，西南预测汇率为中间价

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_7646

