

宏观点评

稳字当头—2019 经济全面回顾与 2020 展望

事件: 中国 2019 年 GDP 同比增长 6.1% (预期 6.1%, 18 年 6.6%)。四季度 GDP 同比增长 6.0%, 预期 6.1%, 前值 6.0%。12 月规模以上工业增加值同比 6.9% (预期 5.7%, 11 月 6.2%); 12 月社会消费品零售总额同比 8% (预期 7.8%, 11 月 8%); 19 年固定资产投资 (不含农户) 同比 5.4% (预期 5.2%, 18 年 5.9%), 其中: 房地产投资增长 9.9% (18 年 9.5%); 狭义基建投资增长 3.8% (18 年 3.8%); 制造业投资增长 3.1% (18 年 9.5%)。

核心观点: 短期经济弱企稳, 至少 Q1 无大忧。

2019 年经济总量有四大特点, 预计 2020 年 GDP 名义增速升、实际增速降。 回顾 2019 年: 1) 实际 GDP 同比下滑 0.5 个百分点至 6.1%。2) 服务业贡献最高, 但四季度单季下滑, 产业结构较优但未明显改善。3) 需求端看, 消费贡献度最高, 但较 2018 年同期降幅最大。4) 居民收入增速不及实际 GDP 且缺口扩大, 可喜之处在于城乡差距有所减小。**展望 2020 年,** 预计实际 GDP 增速回落至 5.8%-5.9%, 但通胀走高带动名义 GDP 增速上行。结构上, 二产贡献度可能回升; 消费贡献变大, 出口小幅回升, 投资缓降。

工业增加值: 看到什么指标, 才意味着经济真的好? 12 月工业增加值增速大幅回升, 全年累计同比下滑。我们认为判断工业增加值真正好转, 表层数据之下, 应重视三点: 1) 超越季节性的部分有多少? 测算显示 12 月超季节性部分可以解释升幅的 11%。2) 工业生产是否量价同升? 12 月量价不再背离, 经济短期企稳更加确认。3) 工业结构是否优化? 9 月以来工业结构持续优化, 新兴产业同比增速显著高于传统产业和其他产业。

房地产投资继续回落但仍居高位, 竣工回升持续性强。 12 月地产投资增速延续回落, 地产融资继续收紧, 销售面积和销售金额增速均回落, 开工回落、施工持平、竣工持续回升。19 年全年地产投资先升后降 (+9.9%), 韧性仍强。鉴于 19 年底以来各地调控陆续差异化松动, 预计 20 年竣工将持续回升、新开工继续下滑、施工增速见顶回落, 带动建安投资逐步下行, 全年地产投资可能缓降至 6-8%, 短期内建议紧盯土地成交和房屋销售等高频数据。

基建投资微跌, 专项债有望成反弹主动力 (附详细数据)。 19 年 Q4 基建投资增速整体趋于回落, 主因专项债支持力度下降、基数走高和交运仓储类季节性下滑。19 年全年基建投资整体温和反弹, 反弹幅度较小主因融资端约束, 反弹节奏与政策取向密切相关。2020 年, 一季度专项债发力, 时间、额度、投向均明显改善, 预计将推动基建反弹、但空间有限 (预计 2020 年 5-7%)。

制造业投资回升, 补库存将推动复苏。 12 月制造业投资小幅回升, 非高端制造业投资也有所改善, 可能与支持政策效果显现、内外需阶段性企稳预期改善有关。19 年制造业投资年初回落维持低位震荡态势, 主要受前期利润回落, 内外需疲弱影响。展望 2020 年, 鉴于内外需暂时企稳、PPI 回升和补库存, 预计制造业投资有望温和反弹 (空间要看民企信心能否明显提升)。

消费就业: 2019 有喜有忧。 喜在消费结构持续升级, 服务业消费占比提升, 食品消费占比下降。忧在实物消费增速下降, 结构上纺服、金银珠宝、石油制品和地产链下滑较多。同时, 以失业率和 PMI 从业人员衡量的 2019 年全年就业情况有所恶化。展望 2020 年, 中美关系缓和、收入提升、通胀走高、汽车消费修复情况下, 名义社零增速预计回升, 实际社零增速稳。服务消费占比仍将提升, 地产竣工修复将带动地产链消费改善。

维持此前判断, 经济下行压力仍大, 稳就业和稳增长实属硬要求 (2020 年 GDP 目标可能定为 6% 左右), 2020 年政策将延续宽松、稳字当头、保持定力, 加大逆周期调节, “松货币+宽财政+扩基建+地产边际松动”可期, 我们也继续提示关注改革进展, 2020 年有望迎来制度红利的春天。

风险提示: 中美冲突再次恶化, 政策执行力度不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号: S0680518050004

邮箱: xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱: hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱: liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《信贷社融的 2019 年 5 大特点与 2020 年 5 大线索》2020-01-17
- 2、《2019 年进出口均创新低, 2020 年会反弹么? ——兼评 12 月贸易数据》2020-01-15
- 3、《2020 年通胀展望及其经济信号——兼评 12 月物价》2020-01-10
- 4、《经济弱企稳, 后续怎么走? ——兼评 11 月经济数据》2019-12-17
- 5、《明年政策怎么看? ——逐句解读中央经济工作会议》2019-12-13
- 6、《经济仍下, 有哪些预期差? ——兼评 10 月经济数据》2019-11-14
- 7、《制度红利的春天——四季度和 2020 年宏观展望》2019-10-23
- 8、《Q3 经济有 7 大信号, Q4 和 2020 怎么走?》2019-10-19
- 9、《六问 8 月经济》2019-09-16
- 10、《是什么拖累了 7 月经济?》2019-08-14



内容目录

2019年经济稳中有降，凸显四大特征	4
工业增加值：看到什么指标，才意味着经济真的好？	6
房地产投资继续回落，竣工回升持续性强，2020年仍有韧性	7
基建投资微跌，一季度专项债发力将推动基建反弹	9
制造业投资回升，补库存将推动复苏	13
消费就业：2019有喜有忧	15
2020政策怎么看？稳增长是硬要求，制度红利是主线	17
风险提示	17

图表目录

图表 1: 2019年实际GDP降，名义GDP升	4
图表 2: 三产增加值累计同比高于一二产，但趋势下行	4
图表 3: 2019年二三产贡献率趋势发生分化	4
图表 4: 2019年最终消费支出贡献率下降	5
图表 5: GDP-居民收入增速差扩大	5
图表 6: 城乡收入差距缩小	5
图表 7: 12月工业增加值同比增速好于季节性	6
图表 8: 12月工业增加值环比增速好于季节性	6
图表 9: 主要产品产量增速好于2018年同期	7
图表 10: 12月价格类指标回升	7
图表 11: 新兴产业、传统产业和其他产业的工业增加值增速	7
图表 12: 地产投资增速持续回落	8
图表 13: 销售回款成为近来房企融资的主力	8
图表 14: 房地产销售销售面积和销售金额增速均回落	8
图表 15: 开工回落、施工持平，竣工持续回升	8
图表 16: 建安投资是19年地产投资的主支撑	9
图表 17: 19年竣工缺口大幅增长	9
图表 18: 基建投资增速小幅回落	10
图表 19: 交运仓储业投资累计同比四季度多数下行	10
图表 20: 2018年以来基建领域的重要政策	10
图表 21: 1月各省市计划发行的专项债（部分已发行）	12
图表 22: 各省市专项债用于资本金比例统计	12
图表 23: 2020年1月专项债投向分布	13
图表 24: 2019年1月专项债投向分布	13
图表 25: 制造业投资小幅回升	13
图表 26: 前期利润回落压制制造业投资	14
图表 27: 出口回落压制制造业投资	14
图表 28: 制造业投资的趋势项和周期项	14
图表 29: 库存周期与制造业投资的周期项走势相关度较高	14
图表 30: 全国居民人均服务业消费支出稳步提升	15
图表 31: 居民消费结构持续改善	15
图表 32: 服装、金银珠宝、石油制品、地产链消费增速较2018下行	15

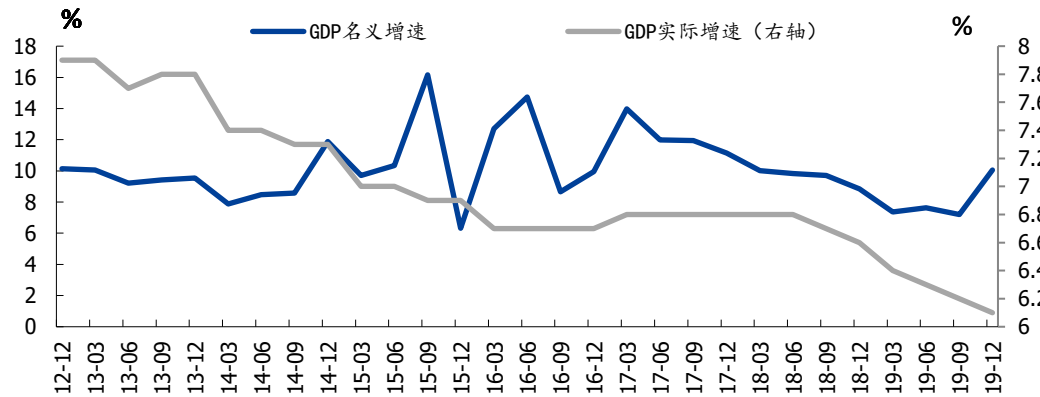
图表 33: 饮料、化妆品、通讯器材、汽车消费增速较 2018 年上行	15
图表 34: 2019 年失业率有所提升	16
图表 35: 2019 年 PMI 从业人员指数有所下行	16
图表 36: 2020 年可能名义社零增速升, 实际社零增速稳	16
图表 37: 2020 年地产链消费有望修复	16

回看2019年，中国GDP增长6.1%，实现了既定目标增速（6-6.5%），可谓平稳收官。展望2020年，短期内经济呈现弱企稳，叠加逆周期政策持续发力，“开门红”可期。

2019年经济稳中有降，凸显四大特征

1、总体增速降。2019年中国GDP总值增长99万亿元，实际GDP同比增长6.1%，较2018年回落0.5个百分点；Q1至Q4的单季同比分别为6.4%、6.2%、6.0%、6.0%，总体前高后低。

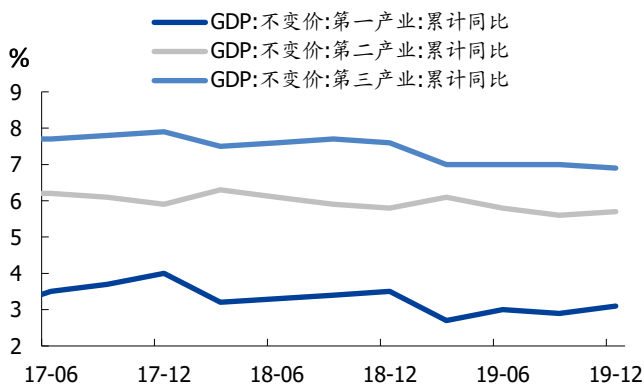
图表1：2019年实际GDP降，名义GDP升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

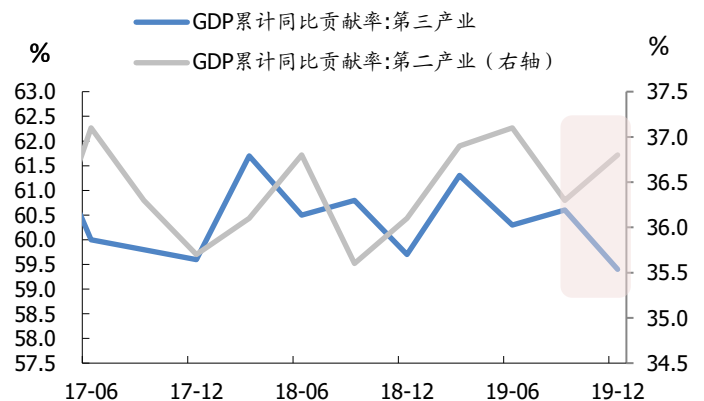
2、全年服务业贡献最高，但四季度单季下滑，产业结构较优但未明显改善。横向比较，三产增速和贡献率最高。2019年第三产业即服务业增加值增速为6.9%，快于一产1.2个百分点，快于二产3.8个百分点；三产对GDP贡献率为三大产业最高，即59.4%，高于第二产业22.6个百分点。纵向比较，产业结构改善不明显，体现为与2018年相比，实际上三产贡献率下降（2019年为59.4%，2018年为59.7%）、二产贡献率上升（2019年为36.8%，2018年为36.1%），原因上主要与三产增加值增速大幅下滑有关（实际增速从7.6%到6.9%）。此外，单看四季度，一产和二产增速较三季度走高，但三产增速走低，从已经公布的细项来看，交运仓储邮政业增速下滑。

图表2：三产增加值累计同比高于一二产，但趋势下行



资料来源：Wind，国盛证券研究所

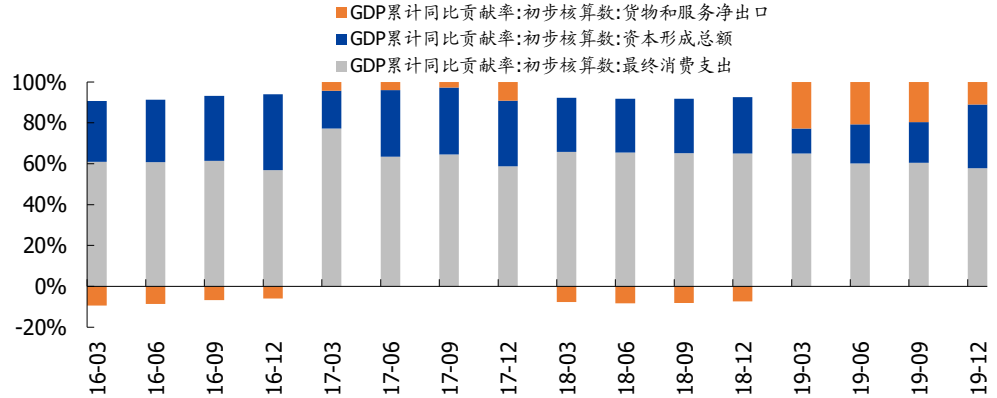
图表3：2019年二三产贡献率趋势发生分化



资料来源：Wind，国盛证券研究所

3、需求端看，消费贡献度最高，但较 2018 年同期降幅最大。横向看，2019 年最终消费支出对 GDP 贡献率为 57.8%，大幅高出资本形成总额的 31.2%和货物和服务净出口的 11%。纵向看，2019 年消费贡献度同比大幅下滑 18.4 个百分点，同时资本贡献率下滑 1.2 个百分点，净出口回升 19.6 个百分点，需要指出的是，2019 年我国进出口呈现总体的衰退式顺差格局，并不意味着贸易对经济真正提振作用的上升。

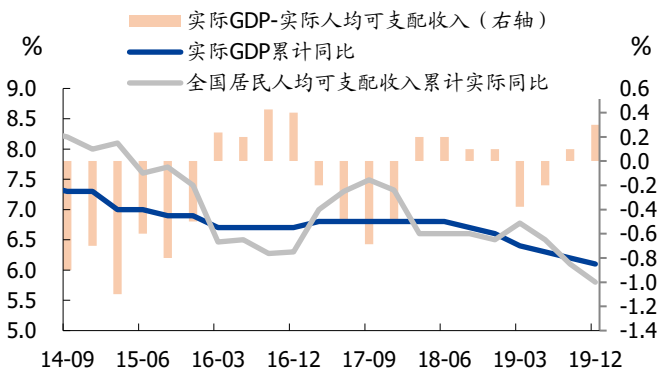
图表 4: 2019 年最终消费支出贡献率下降



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

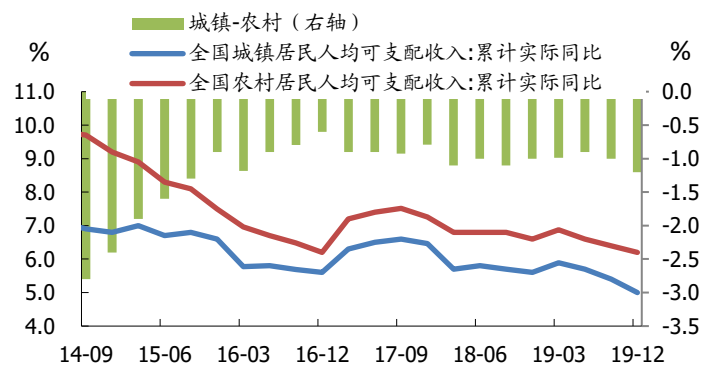
4、居民部门收入增速不及实际 GDP，不过城乡差距在减小。2019 年全国居民人均可支配收入实际增长 5.8%，与 6.1%的实际 GDP 增速基本同步，但增速差较 2018 年扩大。2018 实际 GDP 增速高于全国居民人均可支配收入 0.1 个百分点，2019 年为 0.3 个百分点。可喜之处在于结构有所改善，即农村人均可支配收入增速快于城镇 1.2 个百分点，2018 年同期为 1 个百分点，意味着城乡收入差距在缩小。

图表 5: GDP-居民收入增速差扩大



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 城乡收入差距缩小



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

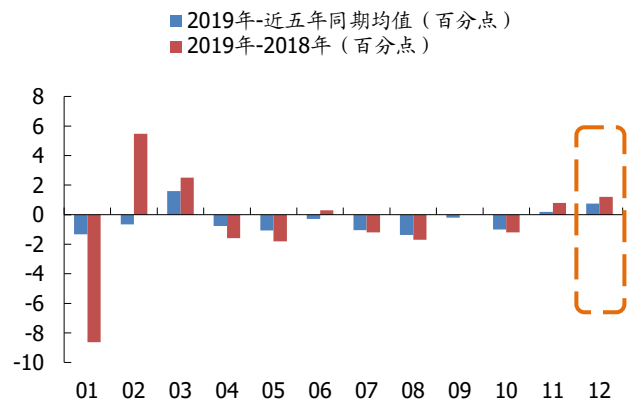
展望 2020 年，预计通胀整体水平将高于 2019 年，GDP 可能面临名义增速升、实际增速降的局面，实际 GDP 增速预计落在 5.8%-5.9%。结构上，鉴于基建发力、房地产趋势下行，二产贡献度可能稳中有升；需求侧来看，预计消费稳中有升、出口小幅回升、投资稳中有降。随着贸易冲突的短期缓和，就业情况将有所好转，带来居民收入的稳步提升，城乡差距也将进一步缩小。

工业增加值：看到什么指标，才意味着经济真的好？

12月工业增加值增速大幅回升，全年累计同比下滑。12月工业增加值当月同比6.9%，高于11月和2018年同期。全年累计同比5.7%，低于2018年0.5个百分点。工业增加值是不是真的好？经济是不是真的企稳？表层数据之下，我们提示三点：第一，超越季节性的部分有多少？第二，工业生产是否量价同时回升？第三，工业结构是否优化？

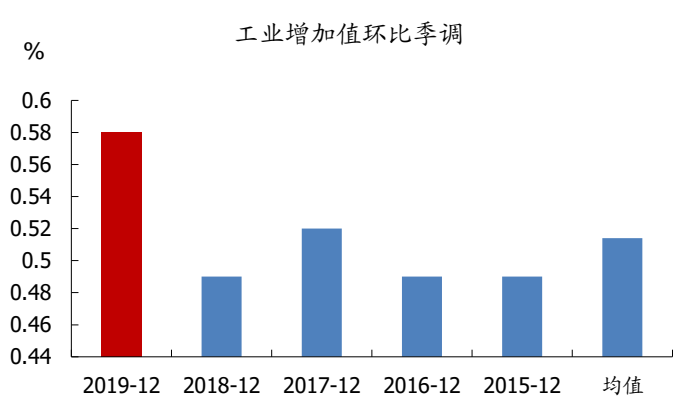
1、观察工业增加值超越季节性的部分有多少？12月工业增加值的增长既符合今年“季初弱、季末强”的季节特点，也与基数效应，逆周期调节有关。不过，看经济是否切实企稳，主要看超出季节性的部分，测算表明12月工业增加值增长超季节性部分占比约为11%，确认经济短期企稳。2019年12月工业增加值当月同比为6.9%，超出11月0.7个百分点，超出2018年同期1.2个百分点和近五年均值0.76个百分点。若以近五年平均增速为季节性基准的话，测算季节性可以解释89%的12月工业增加值同比，超季节性部分为11%。同理，12月工增环比季调增速为0.58%，高于2018年的0.49%和近五年均值0.51%，其中超出季节性部分可以解释11.4%。

图表7：12月工业增加值同比增速好于季节性



资料来源：Wind，国盛证券研究所

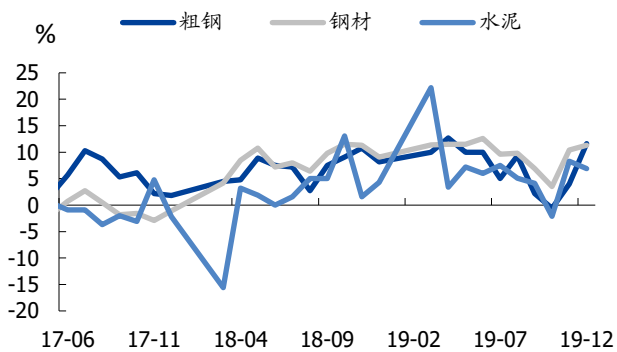
图表8：12月工业增加值环比增速好于季节性



资料来源：Wind，国盛证券研究所

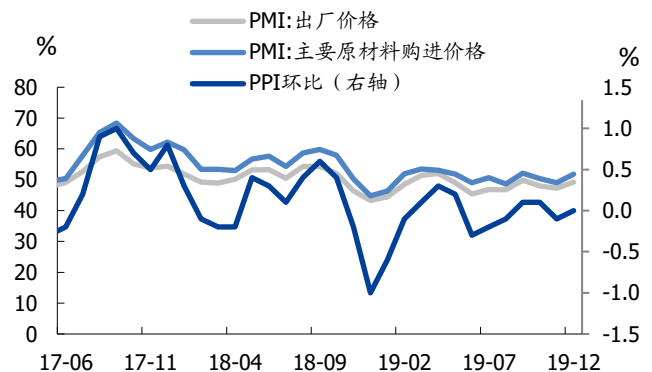
2、工业生产的量价是否同时回升？此前11月我们观测到生产其实面临量价背离的情况，即钢铁、水泥等产量回升，但是PPI环比、PMI原材料购进价格、生产资料价格环比都在走弱，反映经济的真正企稳尚待观察。12月一个好的现象是量价不再背离，体现为同时回升，经济短期企稳更加确认。12月粗钢、钢材、水泥产量同比增速分别高于2018年同期3.4、2.2、2.6个百分点，同时PPI同比和环比、PMI原材料购进价格均回升。高频数据显示内外需指标多数较2018年同期改善，不过较11月的同比略有下滑。内需方面，12月高炉开工率、六大发电集团耗煤量同比明显高于2018年同期，但发电量同比走低；外需方面，12月波罗的海干散货指数(BDI)弱于11月，但高于2018年同期，中国出口集装箱运价指数(CCFI)则好于11月和2018年同期。出口交货值同比增速为0.4%，较前值大幅提升3.8个百分点。综合看，内外需均继续改善，且外需改善情况好于内需，也与12月出口的大幅回升相呼应。

图表 9: 主要产品产量增速好于 2018 年同期



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

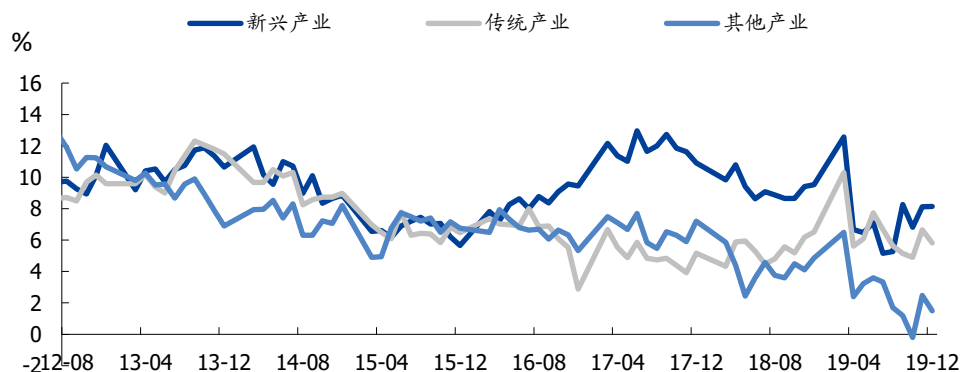
图表 10: 12 月价格类指标回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3、结构是否优化？ 工业结构继续优化，新兴产业同比增速显著高于传统产业和其他产业。此前报告我们曾提出将规上工业增加值分成新兴产业、传统产业、其他产业三组¹，9月以来，新兴产业工业增加值增速持续高于传统产业和其他产业，12月继续延续这一特征。12月新兴产业工业增加值平均增加 8.14%，显著高于传统产业的 5.82%和其他产业的 1.50%。此外，统计局称装备制造业、高技术制造业的增加值占全部规上工业的比重已经达到 32.5%和 14.4%，反映出新经济对工业的贡献度的提升。

图表 11: 新兴产业、传统产业和其他产业的工业增加值增速



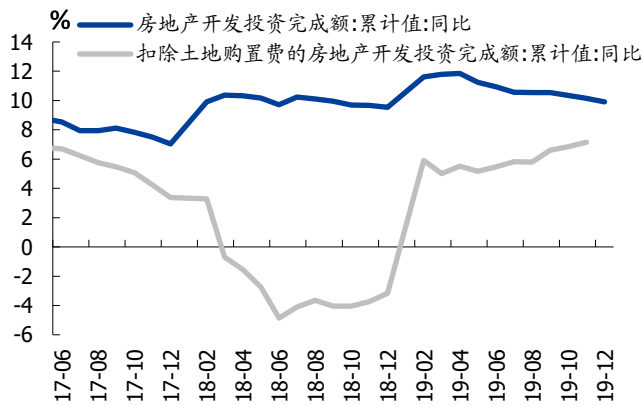
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

房地产投资继续回落，竣工回升持续性强，2020 年仍有韧性

¹ 其中新兴产业包括医药、通用设备、专用设备、电气机械、电子设备；传统产业包括化工、橡胶和塑料制品、非金属矿制造、黑色、有色、金属制品、交通运输设备制造、汽车制造、电力热力生产；其他产业以食品、纺织为主。

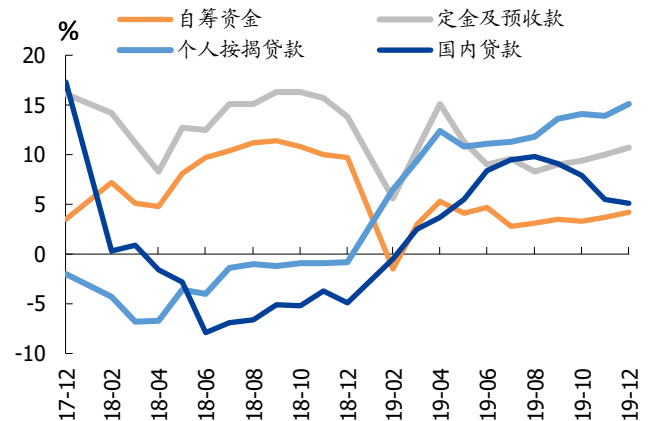
地产投资增速继续温和回落，自4月份以来连续下滑8个月。1-12月房地产投资累计同比增速为9.9%，增速较前值下滑0.2个百分点，但仍高于2018年的9.5%。剔除土地购置费之后，1-11月地产投资累计同比为7.2%，高于1-10月的6.9%²。地产融资继续收紧。1-12月房地产开发资金来源中的国内贷款累计同比5.1%，较前值继续下滑0.4个百分点，自今年8月以来连续4个月增速下滑。房企在融资收紧环境下加速销售回款，导致个人按揭贷款和预收款增速持续回升。

图表 12: 地产投资增速持续回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

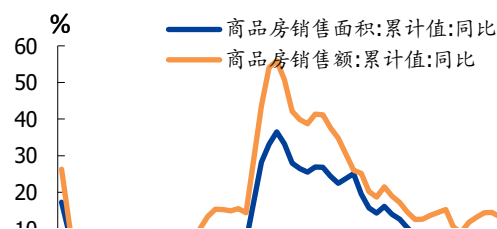
图表 13: 销售回款成为近来房企融资的主力



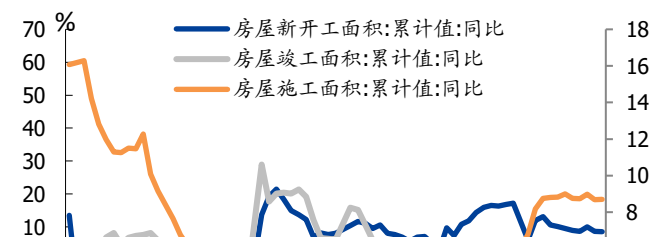
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

销售面积和销售金额增速均回落。1-12月商品房销售面积累计同比-0.1%，较前值回落0.3个百分点；销售额累计同比增长6.5%，较前值回落0.8个百分点，地产商加速推盘“以价换量”的阶段可能即将结束。开工回落、施工持平，竣工持续回升。1-12月房屋新开工、施工、竣工面积累计同比分别为8.5%、8.7%、2.6%，分别较前值变动-0.1、0.0、7.1个百分点，走势符合我们此前的判断，预计2020年竣工增速将持续回升。（具体请参考前期报告《经济弱企稳，后续怎么走？-兼评11月经济数据》）

图表 14: 房地产销售销售面积和销售金额增速均回落



图表 15: 开工回落、施工持平，竣工持续回升



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_7660



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>