

撰写日期：2020年1月17日

证券研究报告--债券点评报告

经济阶段性回暖确认

——2019年12月份经济数据点评

分析师：杨宇

执业证书编号：S0890515060001

电话：021-20321299

邮箱：yangyu@cnhbstock.com

分析师：王震

执业证书编号：S0890517100001

电话：021-20321005

邮箱：wangzhen@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20321006

相关研究报告

1 《金融数据持续改善，实体融资需求逐步企稳——2019年12月份金融数据点评》
2020-1-16

2 《经济出现阶段性回暖信号——11月份经济数据点评》 2019-12-16

3 《数据整体回落，地产“韧性”依旧——10月份经济数据点评》 2019-11-14

4 《剔除季节性因素，仍有点弱——10月份金融数据点评》 2019-11-11

5 《三季度GDP下滑到6%关口，稳增长压力仍大——9月份经济数据点评》 2019-10-18

6 《数据企稳且结构向好，主要由稳增长政策推动——9月份金融数据点评》 2019-10-15

7 《数据整体偏弱，“稳增长”或加力提效——7月份经济数据点评》 2019-08-14

8 《金融数据疲软，显示有效需求不足——7月份金融数据点评》 2019-08-12

9 《全球新一轮宽松周期开启——8月份宏观策略·宏观经济篇》 2019-08-09

10 《经济有韧性，托底仍必要——6月份经济数据点评》 2019-07-15

11 《总量回升结构偏弱，政策保持结构性宽松——2019年6月份金融数据点评》 2019-07-13

□ 投资要点：

◆ **事件：**2020年1月17日，国家统计局公布了2019年全年和12月份的经济数据：2019年全年，全年国内生产总值990865亿元，按可比价格计算，比上年增长6.1%，分季度看，四个季度的GDP增速分别为6.4%、6.2%、6.0%、6.0%。2019年全年，规模以上工业增加值同比增长5.7%，较2018年回落0.5个百分点；12月份，规模以上工业增加值同比增长6.9%，预期5.7%，前值6.2%；2019年全年，固定资产投资同比增长5.4%，较1—11月份回升0.2个百分点；其中，民间固定资产投资累计同比增长4.7%，增速较1—11月份回升0.2个百分点；制造业投资累计同比增长3.1%，增速较1—11月份回升0.6个百分点；基础设施投资（不含电力）累计同比增长3.8%，增速较1—11月份回落0.2个百分点；2019年全年，房地产开发投资同比增长9.9%，增速较1—11月份回落0.3个百分点。商品房销售面积同比下降0.1%，增速较1—11月份回落0.3个百分点。2019年全年，社会消费品零售总额同比增长8%，扣除价格因素实际增长6.0%；12月份同比增长8.0%，预期7.8%，前值8%。

◆ **经济阶段性回暖确认。**总体上看，12月份的经济数据呈现生产端继续改善，需求端底部企稳的特征。制造业投资走强，尤其高端制造业新兴制造业的资本支出出现了明显的改善；基建受年底财政平衡的压力暂时保持低位增长；地产投资增速小幅回落但仍保持“韧性”，竣工面积累计增速转正；消费相对比较疲软，虽然名义增速保持平稳，但实际增速则出现了下滑。

◆ **短期来看，经济可能会继续保持企稳回升的态势：**第一，中美贸易第一阶段的协议已经签订，大环境缓和，有利于市场信心的修复，带来消费、生产和投资的回暖，外部环境的改善也会带来国内出口的持续改善；第二，随着专项债的发行，一季度有望看到基建投资的明显回升；第三，地产竣工周期开启，将带动地产相关消费的回暖；第四，地产阶段性“韧性”仍强；第五，库存周期的逻辑依然成立。

◆ **当前宏观环境呈现出：经济温和回暖+政策保持宽松友好的特征。**基本面不利于债市，但是资金面较为宽松，预计债市将在一段时间内保持震荡行情。对于股市而言，基本面和政策面均较为友好，虽然部分板块估值过高，但结构性的机会仍然可期。

◆ **风险提示：**房地产下行速度超预期、基建投资不及预期、贸易摩擦反复

内容目录

1. 四季度 GDP 增速企稳，全年守住 6% 的底线	3
2. 工业生产：制造业链条的生产回暖明显	4
3. 投资：制造业投资明显改善，基建投资偏弱	5
4. 房地产：投资小幅回落，竣工增速转正	6
5. 消费：实际消费数据偏弱，汽车消费继续改善	8
6. 总结：经济阶段性回暖确认	9

图表目录

图 1：四季度 GDP 增速企稳	3
图 2：四季度资本形成的贡献明显回升	3
图 3：2019 年 12 月份汽车和高新技术产品的产量回升明显	4
图 4：工业增加值情况（细分行业）	5
图 5：固定资产投资三大分项表现	5
图 6：部分高端制造业的资产支出增速明显回升	6
图 7：地产新开工回落而竣工开始回升	7
图 8：2019 年 5 月份开始土地购置面积数据持续改善	7
图 9：实际消费数据偏弱	8
图 10：12 月份各消费分项情况	8

事件：

2020年1月17日，国家统计局公布了2019年全年和12月份的经济数据：

2019年全年，全年国内生产总值990865亿元，按可比价格计算，比上年增长6.1%，分季度看，四个季度的GDP增速分别为6.4%、6.2%、6.0%、6.0%。

2019年全年，规模以上工业增加值同比增长5.7%，较2018年回落0.5个百分点；12月份，规模以上工业增加值同比增长6.9%，预期5.7%，前值6.2%；

2019年全年，固定资产投资同比增长5.4%，较1—11月份回升0.2个百分点；其中，民间固定资产投资累计同比增长4.7%，增速较1—11月份回升0.2个百分点；

制造业投资累计同比增长3.1%，增速较1—11月份回升0.6个百分点；

基础设施投资（不含电力）累计同比增长3.8%，增速较1—11月份回落0.2个百分点；

2019年全年，房地产开发投资同比增长9.9%，增速较1—11月份回落0.3个百分点。商品房销售面积同比下降0.1%，增速较1—11月份回落0.3个百分点。

2019年全年，社会消费品零售总额同比增长8%，扣除价格因素实际增长6.0%；12月份同比增长8.0%，预期7.8%，前值8%。

对此，我们的点评如下：

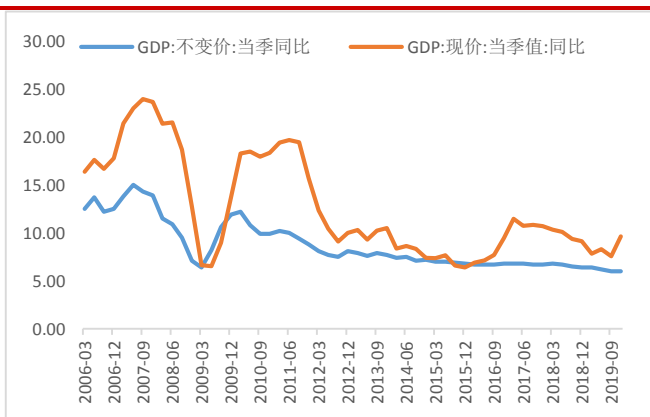
1. 四季度GDP增速企稳，全年守住6%的底线

2019年全年，GDP增速为6.1%，分季度看，四个季度的GDP增速分别为6.4%、6.2%、6.0%、6.0%，在内外多重积极因素的支撑下，GDP增速在四季度企稳。四季度名义GDP增速为9.63%，较三季度回升2.06个百分点，主要受10月份开始CPI升至高位有关。

分产业来看，四季度第一产业与第二产业的增加值同比增速回升，而第三产业增速有所回落，与工业生产在四季度明显回暖的表现相一致。从支出端的贡献度来看，根据初步核算，资本形成对全年的贡献率达31.2%，较前三季度回升11.4个百分点，而消费支出和净出口的贡献率则较前三季度有所回落，实际消费走弱对四季度的经济增长产生了一定的拖累。

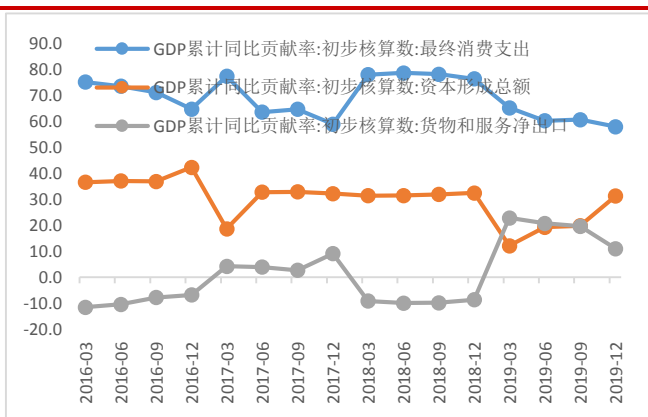
总体上看，四季度经济增速在中美贸易摩擦阶段性缓和、逆周期调节政策持续发力、出口修复等多重积极因素下，守住了“6%”的增速底线，出现温和企稳的迹象。

图 1：四季度GDP增速企稳



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 2：四季度资本形成的贡献明显回升



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2. 工业生产：制造业链条的生产回暖明显

12 月份工业增加值同比增 6.9%，较 11 月份回升 0.7 个百分点，生产继续回暖。2019 年工业生产数据呈现明显的季节性，前三季度季末月的数据明显好于非季末月数据，12 月份数据的抬升有一部分季节性的因素，同时生产端的持续改善也有企业预期向好和需求端好转的支撑。

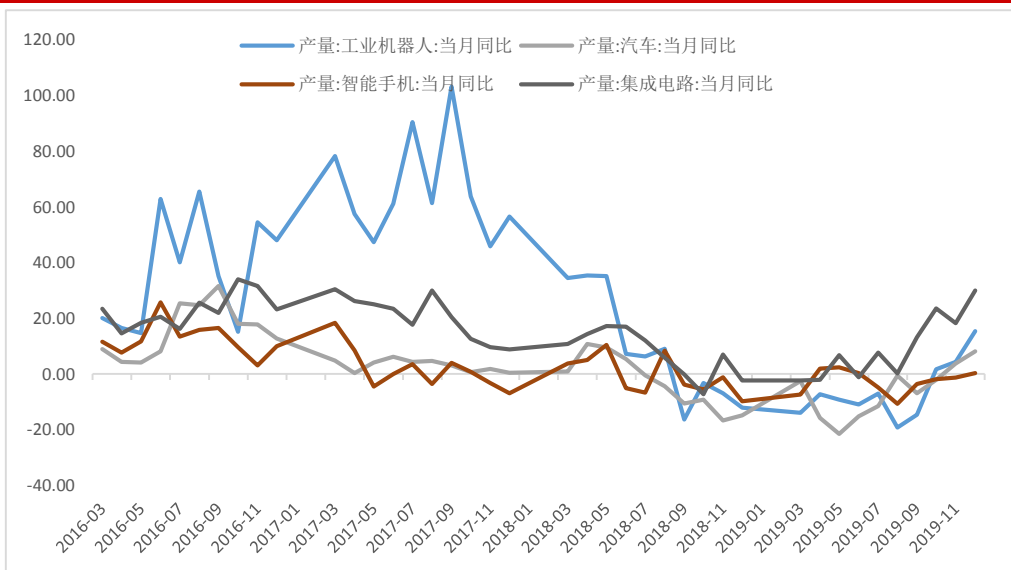
三大工业门类中制造业明显回暖。其中，采矿业增加值同比增长 5.6%，增速较 10 月份小幅回落 0.1 个百分点；制造业增加值增长 7%，回升 0.7 个百分点，单月数据创 19 年 3 月份以来的高点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 6.7%，较上个月回升 0.1 个百分点。

具体来看，有以下几点值得关注：

第一，汽车制造业生产持续回暖。12 月份，汽车制造业工业增加值同比 10.4%，较上个月回升 2.7 个百分点，连续三个月回升，汽车生产回暖的趋势确认。汽车的产量数据也印证了这一点，12 月份汽车产量同比增长 8.1%。

第二，高新技术产业的生产回升更加明显，显示制造业高质量发展的进程在稳步推进。2019 年，高技术制造业和战略性新兴产业增加值分别比上年增长 8.8% 和 8.4%，增速分别比规模以上工业快 3.1 和 2.7 个百分点。一些高新技术工业品的产量增速在 12 月份也出现了大幅回升：工业机器人产量当月同比增长 15.3%，较 11 月份大幅回升 11 个百分点；集成电路产量当月同比增长 30%，较 11 月份大幅回升 11.8 个百分点，也带动了计算机、通信等电子设备制造业工业增加同比在 12 月份出现回升。

图 3：2019 年 12 月份汽车和高新技术产品的产量回升明显

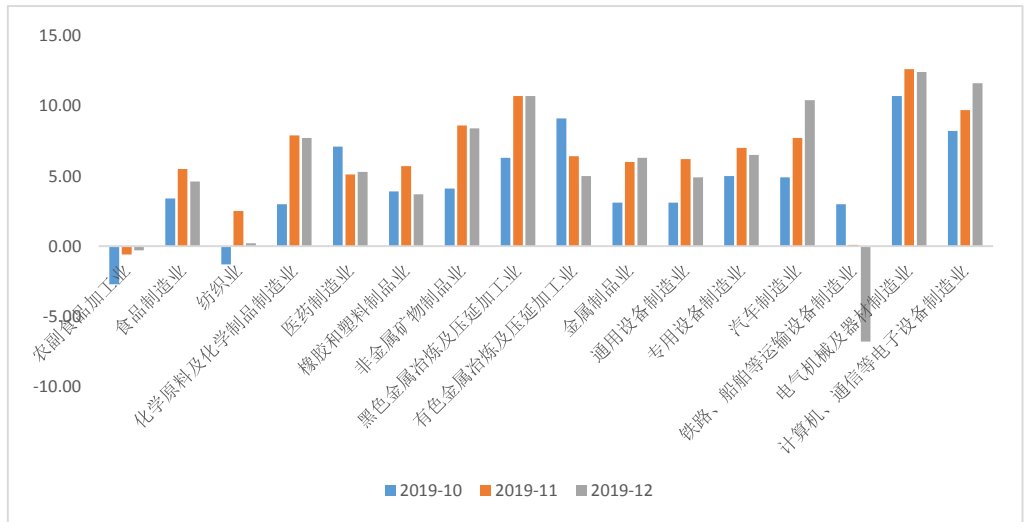


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

第三，地产与建筑施工产业链的工业品生产的韧性仍较强。12 月份，非金属矿物制品业、黑色金属冶炼及压延加工业工业增加值同比分别为 8.4% 和 10.7%，继续保持较高的增速。

总体上看，阶段性宏观环境友好、需求端边际改善，带动企业预期好转，叠加工业品整体库存处于底部等多重因素下，工业生产明显回暖。随着今年 1 季度专项债发行的提前带来基建投资的回暖、贸易摩擦阶段性缓和带来的出口好转、地产竣工周期的来临，需求端预计将持续改善，生产端在一段时间内将大概率保持景气。

图 4：工业增加值情况（细分行业）

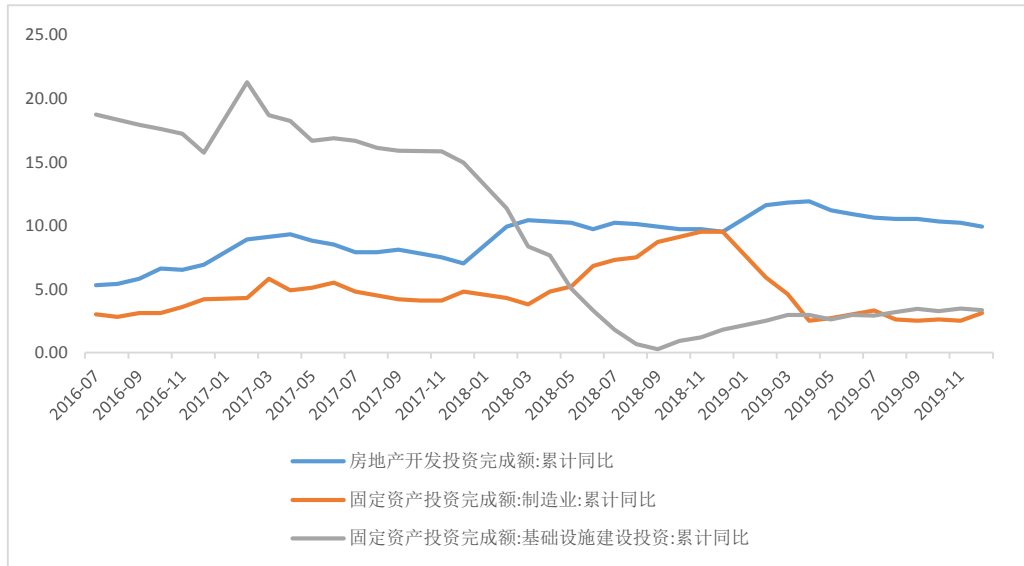


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3. 投资：制造业投资明显改善，基建投资偏弱

2019年12月份，固定资产投资累计同比增长5.4%，增速较11月份小幅回升0.2个百分点。其中，地产投资增速仍处于较高位置但小幅回落，基建投资小幅回落，制造业投资明显回升。民间固定资产投资累计同比增长4.7%，增速较11月份回升0.2个百分点。

图 5：固定投资三大分项表现



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

制造业投资方面，12月份累计同比3.1%，较11月份小幅回升0.6个百分点，是拉动12月份固定资产投资增速回升的主要力量。当前需求端的边际改善和市场预期的好转对生产端的提振比较明显，对于投资端的刺激还不明显。传统的制造业领域的投资增速还处于较低的位置，资本支出的回暖还需要需求端的持续改善和利润的持续好转。不过，符合高质量发展方向的新兴制造业和高端制造业，由于受政策的支持力度较大，资本支出的力度较大，如通用设备、计算机电子设备的投资增速明显回升。

后续来看，工业企业利润在逐渐好转，政策对于制造业的支持逐步见效，随着中美第一阶

段贸易谈判的达成，海外主要经济体和国内的制造业部门的预期均会有所改善，并形成共振，预计生产端逐步回暖，会逐步带动投资端的企稳回升。不过，供给侧改革的大背景下，总量大幅回升的可能性较小，传统制造业优化升级带来的设备更新和技改投入、新兴制造业和高端制造业的投资有望看到明显回升。

图 6：部分高端制造业的资产支出增速明显回升



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

基建投资方面，2019 年 12 月份基建投资增速累计同比 3.33%，较 11 月份回落 0.14 个百分点，基建投资年底偏弱主要和 2019 年财政支出前置之后，导致年底平衡财政收支的难度增大，因此年底的财政支出力度偏弱。

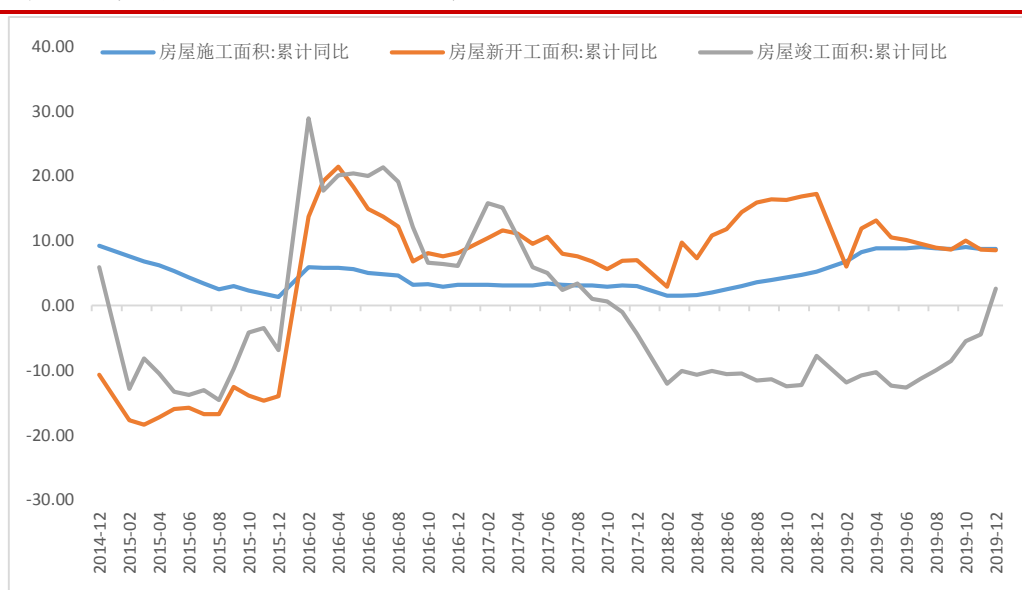
不过，预计今年一季度基建投资将会出现明显改善。1 月份专项债已经大规模发行，同时 2019 年对于专项债的各项改革在今年将会见效。同时，项目在 2019 年三季度已经上报，准备的相对充分。预计一季度会见到基建项目的开工和施工明显增多。

4. 房地产：投资小幅回落，竣工增速转正

房地产继续保持“韧性”，投资有小幅回落但继续保持相对较高的增速，施工增速、新开工增速、销售增速均保持平稳，同时土地购置边际上继续好转。2019 年 12 月份房地产投资累计同比增速 9.9%，较 11 月份回落 0.3 个百分点，主要受土地购置费增速回落的影响。

竣工数据转正，新开工增速和施工增速基本保持平稳，建安投资将在一段时间内继续支撑地产投资增速。2019 年 12 月份，房屋竣工面积累计同比 2.6%，竣工增速数据在经历 23 个月的负增长之后首次转正，房地产开启竣工回升周期。房屋新开工面积累计同比 8.7%，较 11 月份回落 0.1 个百分点；房屋施工面积累计同比 8.7%，与 11 月份持平。新开工和施工数据仍保持较高增速，预计建安投资增速在一段时间内仍有韧性。

图 7：地产新开工回落而竣工开始回升



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

地产销售继续保持平稳，12 月份销售增速累计同比-0.1%，较 11 月份回落 0.3 个百分点，属于数据正常的波动范围之类，地产销售数据的走势还需要继续观察。

不过值得注意的是，对地产融资监管收紧的影响逐步出现，房地产开发资金来源中的国内贷款分项同比增速继续回落，12 月份房地产资金来源中国内贷款同比增速 5.1%，较 11 月份回落 0.4 个百分点，较 9 月份回落 4 个百分点。但是最近几个月地产销售的持续好转带动了地产开发资金来源项中的定金及预收款和个人按揭贷款保持较高增速，一定程度上对冲了国内贷款资金来源的回落，12 月份房地产资金来源增速还有所回升。

后续来看，一段时间内，地产投资仍然会呈现一定的“韧性”。交房压力下，竣工持续回升，地产高施工增速带来的建安投资对房地产投资增速的支撑的逻辑在一段时间内仍然成立。不过，随着居民杠杆率的快速攀升，地产销售能否持续改善存疑，随着销售带来的现金流的回落，政策严监管对地产的真正影响将会逐步显现，地产投资增速后续回落的压力仍较大。此外，房地产土地购置面积增速从 2019 年 5 月份开始持续改善，降幅持续收窄，显示地产商的预期仍不差，预计将在今年下半年对地产投资有一定的拉动作用。

图 8：2019 年 5 月份开始土地购置面积数据持续改善



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_7667

