

冬日中的经济复苏

——2019年12月经济数据点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007 陈韵阳（联系人）证书编号：S0280118040020

2019年经济回顾：经济增速创新低，“出口-制造业”拖累较大。2019年经济增速前高后低，三、四季度更是降至6%，创1990年以来新低。贸易摩擦超预期与财政扩张不及预期，2019年基建投资缓慢改善，“出口-制造业”链条对经济拖累很大，出口增速从2018年的9.8%大幅下滑至2019年的0.5%，出口交货值增速从2018年的8.5%下降至2019年的1.3%。受外需回落影响，对出口敏感的制造业承压，制造业PMI在大多数月份处于收缩区间，生产增速从2018年6.5%降至2019年6%，投资增速从2018年的9.5%降至2019年的3.1%；房地产投资表现出一定的韧性，基建投资不温不火，整体上建筑业表现好于制造业。2019年全国居民人均可支配收入实际增长5.8%，增速低于2018年的6.5%，受此影响，消费增速下滑较大，消费对GDP的拉动率为3.5%，较2018年下降1.5个百分点。

2019Q4以来一系列数据都印证经济短周期正在复苏。2019Q4实际GDP增速6%，主要受服务业与建筑业拖累，名义GDP增速上升至9.6%，值得注意的是，2019Q4名义GDP增速跳升主要是猪肉价格贡献，对部分第一产业企业利润提升更大，而PPI和非食品CPI增速只是企稳，经济名义变量真正意义上的修复才刚开始。经济短周期复苏早有征兆，与经济短周期关联较大的金属切削机床、工业机器人、交流电动机等工业品产量增速在2019年8月附近见底。这些指标表明，新一轮的3.5年经济短周期正处于复苏初期，虽然经济长期向下趋势不变，但未来一段时间名义经济增长企稳对企业盈利与资本市场会产生重要影响。

2020年经济展望：经济阶段性企稳，名义GDP与库存周期将迎来修复。若贸易摩擦不显著恶化，信贷脉冲、订单指数、十年期国债收益率等领先指标显示，2020年上半年可能将处于补库存周期。库存周期类似于供需缺口，低库存意味着安全垫，一旦需求边际回升，补库存的动力会比高库存时更大，这决定着，在库存周期底部，经济向上的弹性比向下的弹性大，实际需求层面上，我们认为未来出口、基建投资、制造业投资、汽车消费、地产竣工增速都存在回暖的可能。同时，在库存周期底部，价格会先迎来修复，进一步支撑名义经济增长与企业盈利。

● **风险提示：政策落实不及预期；贸易摩擦升级**

相关报告

宏观报告：供需两弱，经济未企稳——2019年1-2月经济数据点评

2019-3-14

宏观报告：上游行业进入通缩——2019年1月通胀数据点评

2019-2-15

宏观报告：渐行渐近的通缩风险——2018年通胀数据点评

2019-1-10

目 录

1、 冬日中的经济复苏.....	3
2、 工业生产超季节性增长.....	4
3、 建筑业淡季平淡，制造业投资改善.....	6
4、 社零表现一般，价格是主要支撑.....	8

图表目录

图 1: 过去两轮名义经济增长企稳.....	3
图 2: 经济短周期正在复苏.....	4
图 3: 12月工业增加值环比远强于季节性.....	5
图 4: 出口交货值增速回升(%).....	5
图 5: 各行业工业增加值增速变化(%).....	6
图 6: 12月高炉开工率强于季节性.....	6
图 7: 基建投资增速回落(%).....	7
图 8: 库存周期领先制造业投资.....	7
图 9: 社零实际增速回落(%).....	8
图 10: 各消费品零售增速变化.....	8
图 11: RPI 增速创 2013 年以来新高.....	9

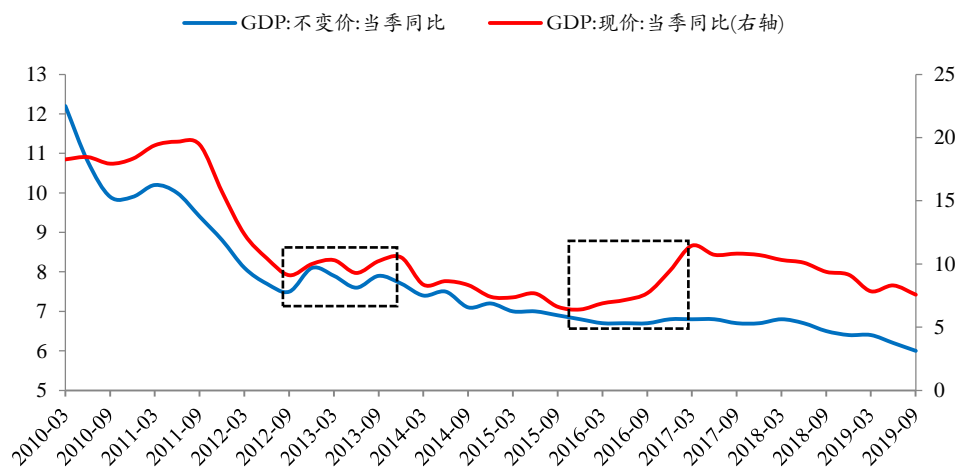
1、冬日中的经济复苏

2019 年经济回顾：经济增速创新低，“出口-制造业”拖累较大。2019 年经济增速前高后低，三、四季度更是降至 6%，创 1990 年以来新低。贸易摩擦超预期与财政扩张不及预期，2019 年基建投资缓慢改善，“出口-制造业”链条对经济拖累很大，出口增速从 2018 年的 9.8% 大幅下滑至 2019 年的 0.5%，出口交货值增速从 2018 年的 8.5% 下降至 2019 年的 1.3%。受外需回落影响，对出口敏感的制造业承压，制造业 PMI 在大多数月份处于收缩区间，生产增速从 2018 年 6.5% 降至 2019 年 6%，投资增速从 2018 年的 9.5% 降至 2019 年的 3.1%；房地产投资表现出一定的韧性，基建投资不温不火，整体上建筑业表现好于制造业。2019 年全国居民人均可支配收入实际增长 5.8%，增速低于 2018 年的 6.5%，受此影响，消费增速下滑较大，消费对 GDP 的拉动率为 3.5%，较 2018 年下降 1.5 个百分点。

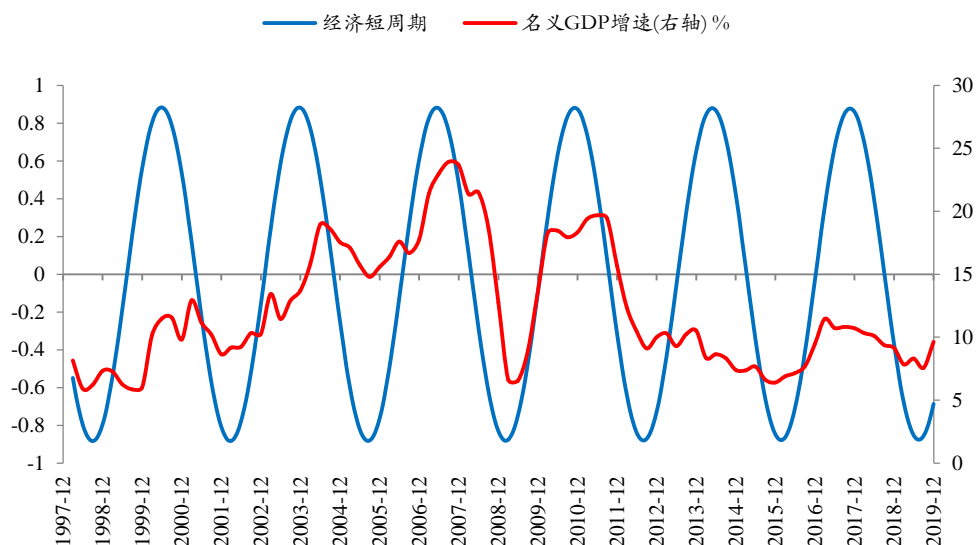
2019Q4 以来一系列数据都印证经济短周期正在复苏。2019Q4 实际 GDP 增速 6%，主要受服务业与建筑业拖累，名义 GDP 增速上升至 9.6%，值得注意的是，2019Q4 名义 GDP 增速跳升主要是猪肉价格贡献，对部分第一产业企业利润提升更大，而 PPI 和非食品 CPI 增速只是企稳，经济名义变量真正意义上的修复才刚开始。经济短周期复苏早有征兆，与经济短周期关联较大的金属切削机床、工业机器人、交流电动机等工业品产量增速在 2019 年 8 月附近见底。这些指标表明，一轮新的 3.5 年经济短周期正处于复苏初期，虽然经济长期向下趋势不变，但未来一段时间名义经济增长企稳对企业盈利与资本市场会产生重要影响。

2020 年经济展望：经济阶段性企稳，名义 GDP 与库存周期将迎来修复。若贸易摩擦不显著恶化，信贷脉冲、订单指数、十年期国债收益率等领先指标显示，2020 年上半年可能将处于补库存周期。库存周期类似于供需缺口，低库存意味着安全垫，一旦需求边际回升，补库存的动力会比高库存时更大，这决定着，在库存周期底部，经济向上的弹性比向下的弹性大，实际需求层面上，我们认为未来出口、基建投资、制造业投资、汽车消费、地产竣工增速都存在回暖的可能。同时，在库存周期底部，价格会先迎来修复，进一步支撑名义经济增长与企业盈利。

图1：过去两轮名义经济增长企稳



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 经济短周期正在复苏

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 工业生产超季节性增长

2019年12月工业增加值同比增速从6.2%大幅上升至6.9%，主要原因在于：

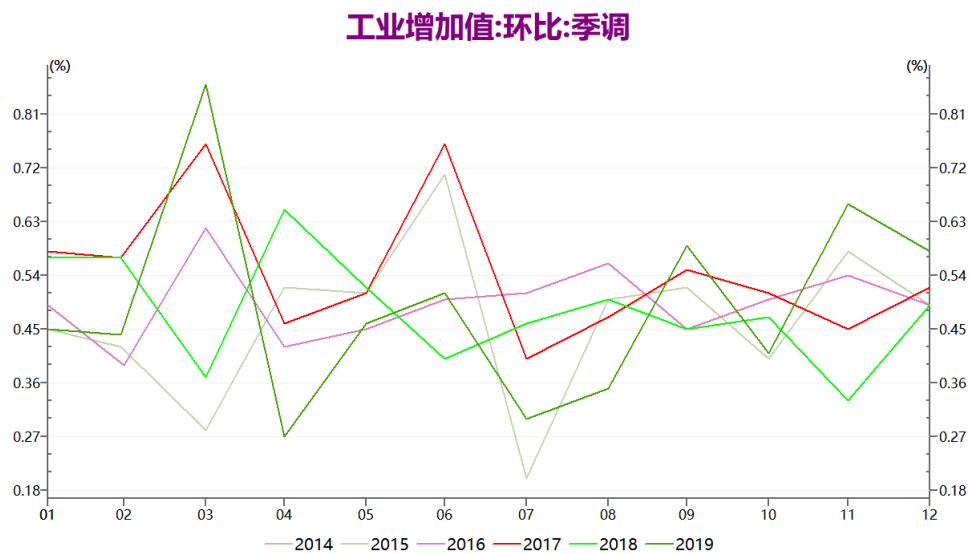
其一，春节加季末效应。一般企业在季末会加大生产力度，这在2019年体现得尤其明显，同时，2020年春节时间较近几年偏早，部分赶工需求提前。

其二，时隔4个月，出口交货值重回正增长。分行业看，12月工业生产改善主要是制造业带动，制造业增加值同比增长7%，为2019年次高。12月出口交货值同比增长0.4%，增速较前值大幅回升3.8个百分点，已公布数据的行业中，对出口敏感的计算机通信和其他电子设备制造业生产增速提升1.9个百分点。

其三，环保限产压制减弱。12月环保限产压制相对往年减弱，高炉开工率环比增长1%，显著高于近年同期，环比正增长也是近年同期首次，12月黑色金属冶炼和压延加工业生产维持在10.7%的高增长。

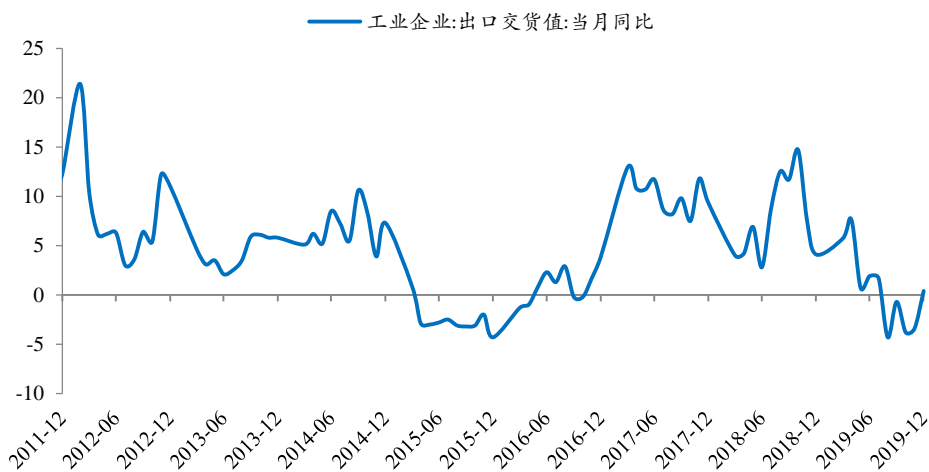
其四，汽车补库需求。汽车行业库存水平处于历史底部，汽车消费增速在2019年8月触底，12月再度转正（1.8%），低库存叠加需求回暖引发汽车行业补库存，汽车制造业生产增速连续3个月回升，12月达到10.4%。

图3： 12月工业增加值环比远强于季节性

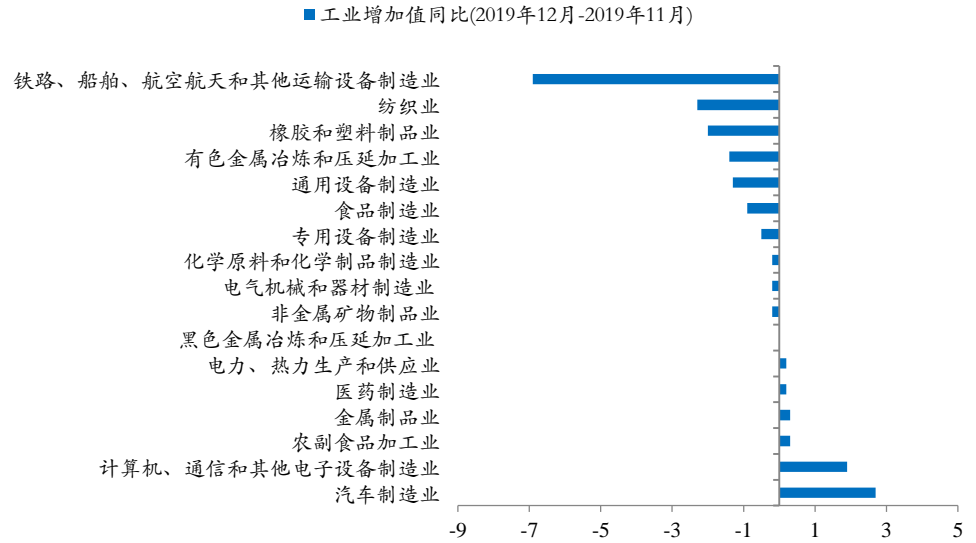


资料来源：Wind，新时代证券研究所

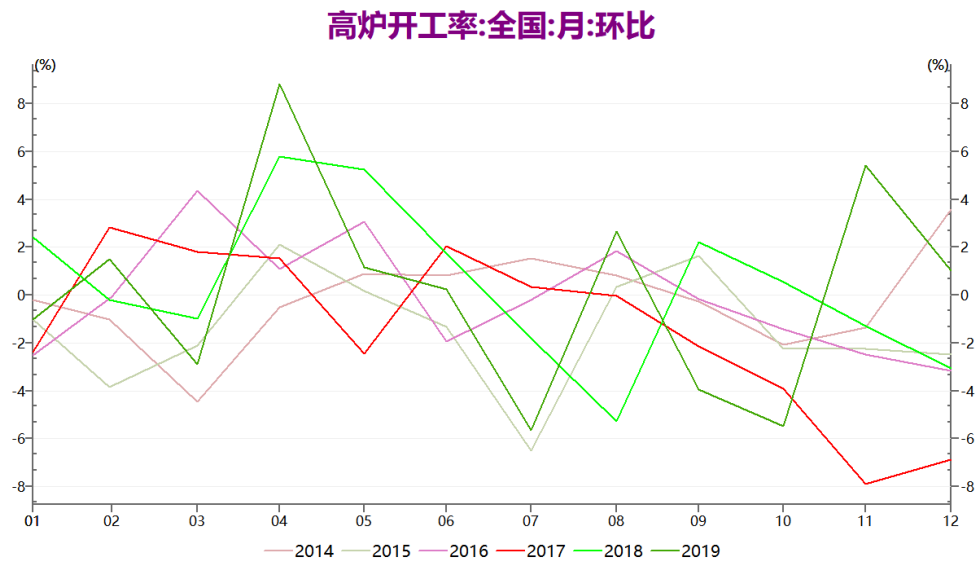
图4： 出口交货值增速回升 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 各行业工业增加值增速变化 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 12月高炉开工率强于季节性

资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 建筑业淡季平淡，制造业投资改善

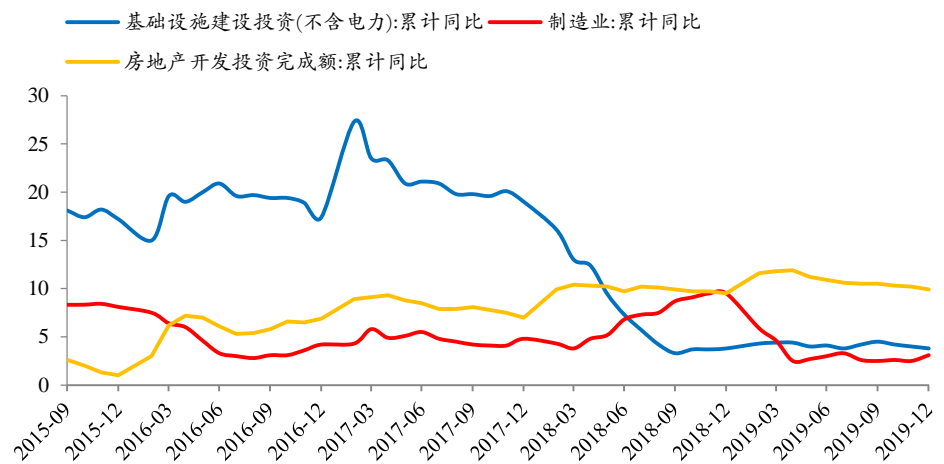
淡季遇上高基数，基建投资增速回落。2019年1-12月全口径基建投资增速从3.47%回落至3.33%，一方面，受基数上升影响，2018年12月基建投资增速从3.5%显著回升至7.3%；另一方面，12月是建筑活动淡季并且2020年春节在近年偏早，基建开工会比往年差一些。随着2020年初专项债提前发行加上暖春基建开工，未来基建投资增速大概率还是处于上升通道。

制造业投资增速低位徘徊。2019年1-12月制造业投资增速回升至3.1%，脱离了最近几个月2.6%左右的窄幅波动。从已公布行业数据来看，对外需敏感的铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业、计算机通信和其他电子设备制造业投资增速

分别回升3.2、3个百分点;化学原料及化学制品制造业投资增速回落0.4个百分点,已经连续5个月回落,同时,最近几个月化学纤维制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、非金属矿物制品业等供改行业投资增速也在回落。展望2020年,从大方向来看,制造业投资增速略滞后于库存周期,当前处于主动去库存末期,2020年补库存可能启动,制造业投资增速或从底部回升。

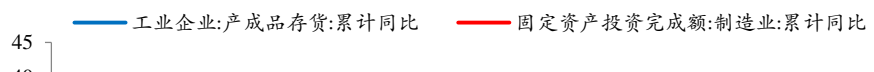
地产投资增速继续回落。12月房地产投资增速为7.35%,增速较11月继续小幅下降,前期土地成交放缓大概率还在拖累土地购置费增速,地产施工累计增速维持在8.7%,单月增速回升至9.1%,建安投资增速或继续小幅回升,支撑地产投资增速。虽然房企融资收紧,但房地产开发资金来源增速没有明显下滑,主要原因在于,房企加快推盘、打折促销,从而以价换量,地产销售增速一直维持低波动,按揭贷款和定金及预收款仍维持高增速。未来地产投资增速下行是快还是慢,关键在于地产销售这一块需求是否会坍塌,这涉及调控政策的走向,中央经济工作会议对提到“全面落实因城施策,稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制”。相对确定的是,地产竣工进一步修复对家电、建材、家具等相关产业链产生积极影响。

图7: 基建投资增速回落 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图8: 库存周期领先制造业投资



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_7689

