

价格拐点 经济见底 市场回暖

——2019年12月份宏观经济数据预测

日期：2020年1月9日



分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120021

■ 主要观点：

12月份宏观数据预测：CPI=4.7, PPI=-0.6, 出口=-1.9, 进口=12.8, 顺差=400 (USD) 亿, M2=8.3, M1=3.5, 新增信贷 12000 亿, 信贷余额 12.4, 工业 6.0, 消费 8.2, 投资 5.6。

经济前景预期信心改善

整体而言，市场对经济前景预期有所改善，信心有所恢复；对中国经济信心不足的机构虽然仍是少数，且忧虑程度下降：经济平稳维持弱势格局，经济增速缓步下移；价格结构性矛盾依旧，供给冲击对通胀的影响仍然左右市场对物价看法；流动性保持平稳边际放松，“双降”预期（降息、降准）有所下降，资金利率降低不为市场主流看法；作为经济第一增长动力的投资，市场预期有所改善；外贸预期平稳中呈改善态势，主要体现当期经济活动的工业和消费预期亦呈现稳中改善态势；整体看，市场预期对经济的信心略有上行。

我们看法：经济离底在即，市场回暖有望

经济格局的市场预期表明——2019年以来中国经济运行韧性逐渐为市场认识，虽然中长期运行偏软的主流看法未变，但短期市场前期对经济前景过度悲观的预期得到修正。随着年末召开的年度会议中释放出的政策支持信号加强，市场对经济预期好转的趋势还将延续。前期偏悲观预期对市场的冲击应已过去，未来新数据即使表现不佳，对市场的冲击也比较有限，结构性机会将逐渐呈现。经济回升确立后，资本市场上的风险偏好重新提升，资本市场将延续升势。

经济见稳，政策续松

最新的经济数据显示，经济短期运行的压力仍然较大，经济增长第一动力投资仍然延续了稳中偏弱态势，略有下降，消费进一步下移，工业增加值波动加大。但是，中国经济低迷与压力中韧性增强态势也日益显著：投资结构改善，经济的迂回程度中趋上升表明经济内生动力正在恢复，在政策定力能有效保持下，如不出现国际环境的进一步恶化态势，预期未来中国经济逐渐走稳并有缓回升。

预期改善带动资本市场延续回暖

随着未来投资的企稳，中国经济平稳中结构改善、质量提高态势将愈加明显，并将造就中国股市持续向上基础。为维持货币平稳，未来6-12月再降准和进一步降息仍是大概率事件。展望未来，资本市场能走多远主要取决于经济质量改善预期能否形成共识。随着中美斗而不破的格局日益得到市场认可，中美贸易发展对市场的影响将逐步弱化。随着中国经济走出“底部徘徊”阶段迹象的愈发呈现，中国资本市场将延续蓄势、分化、慢牛的格局，核心资产的机会将进一步明确。

当前市场对宏观经济形势的认识

市场看法：经济前景预期信心改善

整体而言，市场对经济前景预期有所改善，信心有所恢复；对中国经济信心不足的机构虽然仍是少数，且忧虑程度下降。按照彭博最新的宏观中长期前景 POLL(12月9日-12月18日, 67家机构有效回复)，市场对中国经济中长期前景预期，延续了“稳中偏软”的态势：经济平稳维持弱势格局，经济增速缓步下移；价格结构性矛盾依旧，供给冲击对通胀的影响仍然左右市场对物价看法；流动性保持平稳边际放松，“双降”预期（降息、降准）有所下降，资金利率降低不为市场主流看法；作为经济第一增长动力的投资，市场预期有所改善；外贸预期平稳中呈改善态势，主要体现当期经济活动的工业和消费预期亦呈现稳中改善态势；整体看，市场预期对经济的信心略有上行。按照《证券市场周刊》的12月份经济数据提前预测 POLL 表明，对经济前景短期预期偏悲观仍是市场主流看法：价格结构性上涨成为共识——核心通胀低迷中一般通胀再上行，货币平稳中边际放松；工业、消费、投资的主流预期都是低迷依旧，受中美达成第一阶段协议消息影响，进出口增长预期改善。本轮预测分布的特征表明，经济主流预期仍旧偏悲观，11月份偏疲软的真实数据公布后，机构对经济前景看法预计将维持，为扭转市场的偏悲观的经济预期，增强市场对经济前景的信心，宏调部门的预期引导仍需加强。

我们看法：经济离底在即，市场回暖有望

经济格局的市场预期表明——2019年以来中国经济运行韧性逐渐为市场认识，虽然中长期运行偏软的主流看法未变，但短期市场前期对经济前景过度悲观的预期得到修正。随着年末召开的年度会议中释放出的政策支持信号加强，市场对经济预期好转的趋势还将延续。虽然当前中国经济第一增长动力投资仍然相对低迷，但结构明显改善——远消费端的资本品投资加速回升，生产的迂回程度重显回升之势。经济运行中迂回程度回升，表明中国经济的内生增长动力正在恢复和上行。综合来看，市场对经济前景预期虽偏软但并不存在过度悲观，总体状态应为平稳中波动。经济预期的偏软态势，或延长了中国资本市场底部横盘时间；但前期偏悲观预期对市场的冲击应已过去，未来新数据即使表现不佳，对市场的冲击也比较有限，结构性机会将逐渐呈现。经济回升确立后，资本市场上的风险偏好重新提升，资本市场将延续升势。

12月高频数据分析

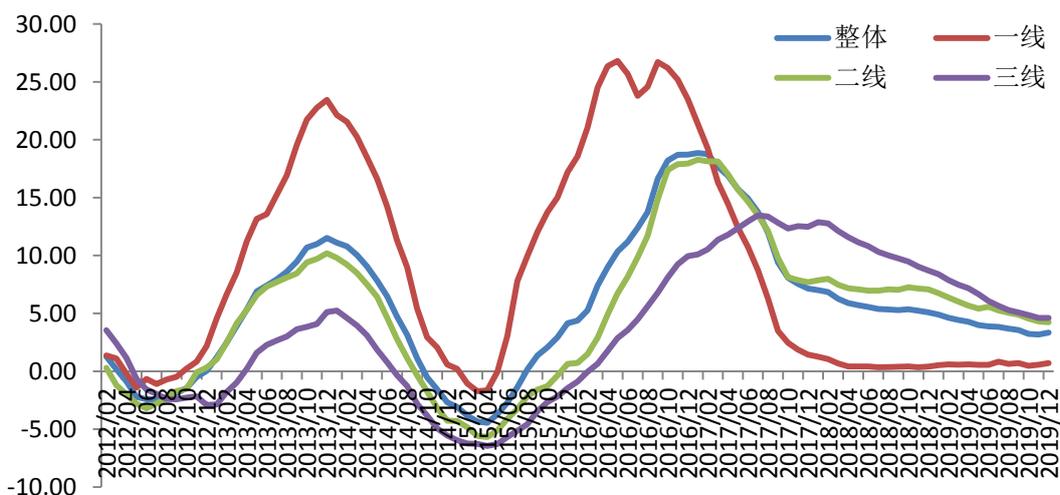
房地产市场：楼市运行价格、成交双平稳

房贷利率“换锚”工作陆续展开，从原来的基准利率到 LPR；2019年

12月，央行号召各家银行转换存量房地产利率，并确定了存量浮动利率贷款定价基准转换的原则：借款人可与银行协商确定将定价基准转换为LPR，或转换为固定利率，借款人只有一次选择权，转换之后不能再次转换。已处于最后一个重定价周期的存量浮动利率贷款可不转换。二是转换工作自2020年3月1日开始，原则上应于2020年8月31日前完成。三是转换后的贷款利率水平由双方协商确定，其中，为贯彻落实房地产市场调控要求，存量商业性个人住房贷款在转换时点的利率水平应保持不变。按照央行的定价转换工作安排，同一笔商业性个人住房贷款，在2020年3-8月之间任意时点转换，均根据2019年12月LPR和原执行的利率水平确定加点数值，加点数值不受转换时点的影响，银行和客户可合理分散办理。目前，大多数存量商业性个人住房贷款的重定价周期为1年且重定价日为每年1月1日。以此为例，若某笔商业性个人住房贷款原合同期限20年，剩余期限为8年，原合同约定的利率为5年期以上贷款基准利率上浮10%，现执行利率为 $4.9\% \times (1+10\%) = 5.39\%$ 。2019年12月发布的5年期以上LPR为4.8%。如果借贷双方确定在2020年3月30日转换定价基准，且重定价周期仍为1年，重定价日仍为每年1月1日，那么加点幅度应为0.59个百分点（ $5.39\% - 4.8\% = 0.59\%$ ）。2020年3月30日至12月31日，执行的利率水平仍是5.39%（ $4.8\% + 0.59\%$ ）。在此后的第一个重定价日，即2021年1月1日，按照重新约定的重定价规则，执行的利率将调整为2020年12月发布的5年期以上LPR+0.59%，此后每年以此类推。

从市场反应看，央行对存量居民房地产贷款转换工作，并没有引起大的波澜；实际上这种情况反映了当前房地产市场的低迷状况。从百城房价指数的走势看，全国各地涨幅普遍低位企稳：继一线城市走稳之后，二、三线城市也结束了持续回落态势，开始呈现见底走稳迹象，各地价格都表现为稳中偏升趋势，并且体现居住质量的要素，如地段、住房新旧、配套完善程度，以及建筑质量等，对价格演绎方向开始产生影响，说明房地产市场从持续10多年的疯狂中渐渐回归理性。一线房价自2018年后因政策限制最为严厉，房价调整率先到位，涨幅缩小后走稳；二、三线城市虽然在一城一策下，行政管控松紧不一，但随着全国调控的延续，市场预期也慢慢发生改变，房价疯狂上涨态势也逐渐下降，到2019年底也呈现了见底走稳迹象。“房住不炒”是中央对房地产性质的定性，并非周期性应对策略，不排除未来仍会有其它限制短炒资金的政策陆续出台，以构建中国楼市独有的管理框架。不过，由于楼市和房地产行业的定位已发生根本性变化，政策对楼市的调控仍在持续深化发展中，即使房价出现回升，一线城市新房价格维持高位的态势越来越难，未来或许有越来越多的打折盘出现。

图 1: 中国百城房价指数呈现企稳 (当月同比, %)



数据来源: wind, 上海证券研究所

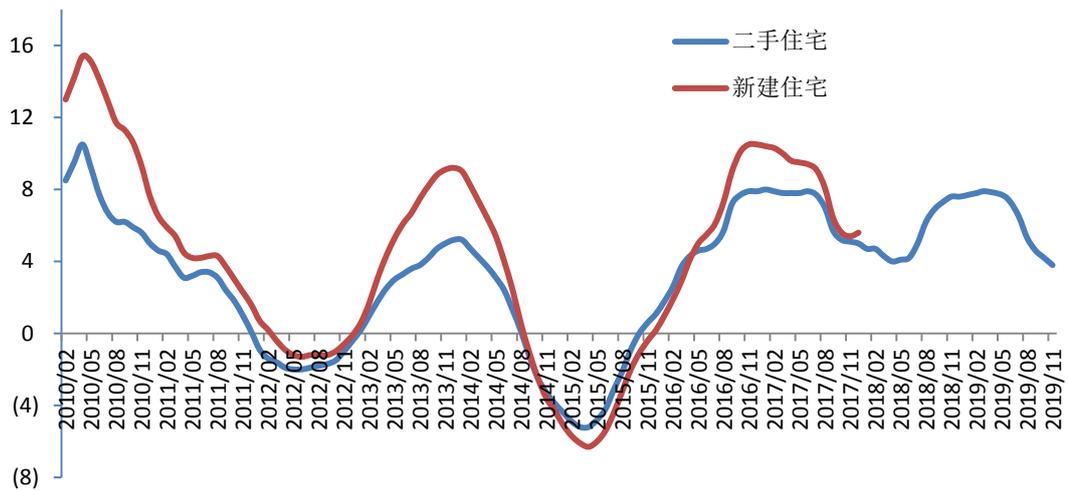
从 2019 年 11 月份 70 个大中城市住宅销售价格统计数据看一线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比各有涨跌, 二三线城市涨幅与上月相同或回落; 一线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比涨幅略有扩大, 二三线城市涨幅分别连续 7 个月和 8 个月相同或回落。11 月份, 各地坚持“房住不炒”定位, 一城一策、因城施策, 落实房地产长效管理机制, 不将房地产作为短期刺激经济的手段, 保障了房地产市场总体稳定。初步测算, 4 个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.6%, 涨幅比上月扩大 0.5 个百分点。其中, 北京、上海和深圳分别上涨 1.7%、0.3% 和 0.2%, 广州下降 0.5%。二手住宅销售价格环比上涨 0.2%, 涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。其中, 北京和广州分别下降 0.4% 和 0.2%, 上海持平, 深圳上涨 1.4%。31 个二线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.2%, 涨幅比上月回落 0.3 个百分点; 二手住宅销售价格环比上涨 0.1%, 涨幅与上月相同。35 个三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比分别上涨 0.5% 和 0.3%, 涨幅比上月分别回落 0.1 和 0.2 个百分点。

统计局初步测算, 11 月份, 一线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨 4.9% 和 1.0%, 涨幅比上月分别扩大 0.2 和 0.5 个百分点。二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨 7.9% 和 3.9%, 涨幅比上月分别回落 0.8 和 0.5 个百分点, 均连续 7 个月回落。三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨 7.0% 和 4.1%, 涨幅比上月分别回落 0.7 和 0.5 个百分点, 均连续 8 个月相同或回落。

2019 年, “金九银十”的楼市季节性行情没有出现, 但是严厉的楼市调控之策下, 房地产市场运行仍整体平稳, 表明城镇化进程中真实

需求还是一定程度上存在的，房价过高只是 2012 年前政策过度关注的结果。2020 年在楼市长效机制的作用下，市场将进一步回归理性，对中央的楼市政策和定位理解也逐步到位。2019 年以来，全国各地公租房建设呈现拓展态势，长租性质的租赁房开始放量投放市场，对市场发挥了很好的“定海神针”作用，楼市逐渐降温。

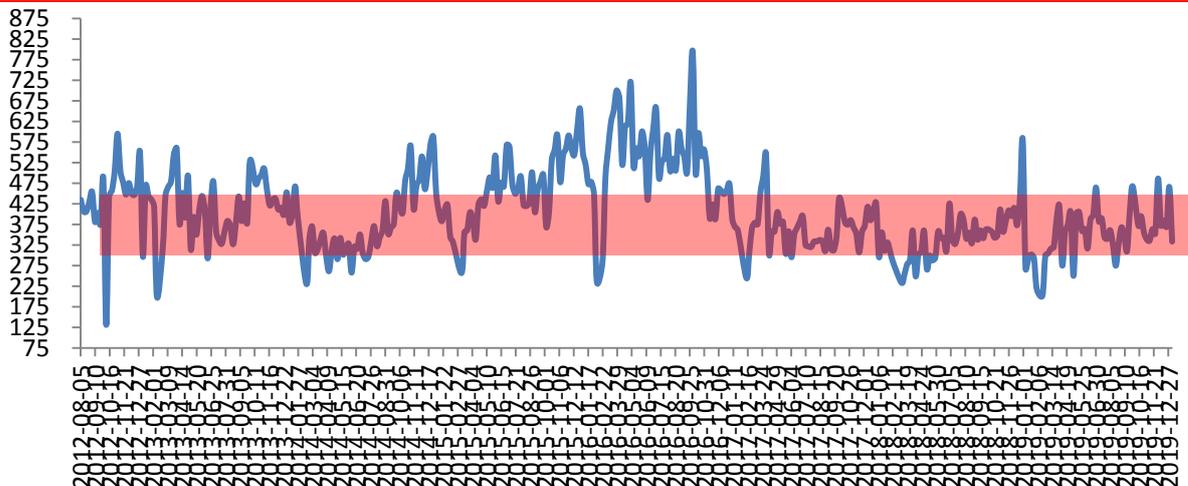
图 2：70 城市住宅价格稳中偏升（当月同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

随着楼市调控的深入，楼市成交已在前期下降台阶的基础上，呈现走稳迹象——2017 年以来持续在新的区间平稳运行。2019 年 12 月份，全国 30 大中城市的周成交规模稳定运行在新区间，周成交规模平均为 415.6 万方，上月为 347.5 万方，2018 年同期为 440.0 万方，成交延续了下台阶后的平稳运行态势。从前期成交规模变化态势及政策基调看，未来成交不会再上升，楼市成交的新平衡区仍将延续。

图 3：30 个大中城市房屋成交延续平稳（日均/周，万平米）



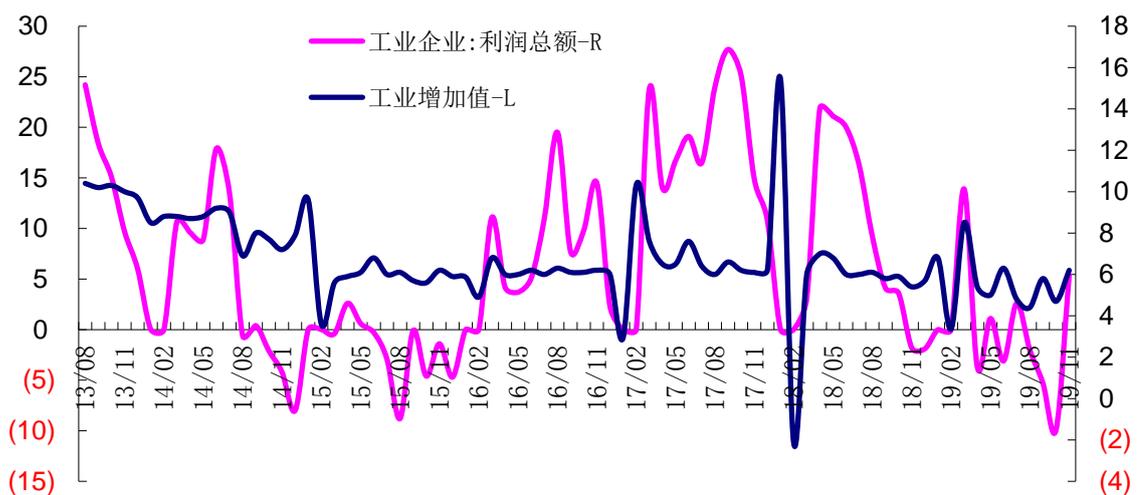
数据来源：wind，上海证券研究所

经济效益平稳中上行

2019年11月份，全国规模以上工业企业利润总额同比增长5.4%，增速由负转正。1—11月份累计利润同比下降2.1%，降幅收窄0.8个百分点。企业盈利在连续几月的下滑后终于有所改善。工业生产加快的同时工业品价格的降幅收窄带动了收入回升，企业盈利得以改善。11月份工业品价格变动影响全部规模以上工业企业利润增速比10月份回升4.0个百分点。营业收入利润率为5.91%，同比降低0.39个百分点。其他指标来看，资产负债率下降。产成品存货周转有所加快。从行业来看，11月份，主要受市场需求有所回升、产品价格上涨等因素影响，化工、石油加工、钢铁行业销售增速加快，利润增长回暖。总体来看，受产销加快以及价格下跌缓解的共同拉动，企业盈利有了明显好转。

2019年以来由于工业品价格的下滑，需求走弱，企业盈利持续负增，随着价格的走稳，产销的加快，企业盈利终有所改善。对于政策层面而言，政策支持力度仍需加码，尤其是在减税降费的落实及改善营商环境的“放、管、服”等政府经济管理方面。当前供给侧改革的重心已明显转向“降成本”，未来政策对经济的支持力度将会进一步加大，在结构调整思维下，政策的精准度也会提高。总体而言，中国经济转型时期，工业经济运行会以平稳为主，由于大部分产业都要在这个时期完成成长阶段的转变——由扩张到成熟，行业运营整体偏低的同时，内部市场结构变化带来的分化是更重要的特征，行业经营趋向集中是主要趋势。

图4：中国工业经济运营情况（%，月）



数据来源：wind，上海证券研究所

2019年以来，虽然中国经济增速放缓，但就全球范围来看，中国经济增速仍然位居世界主要经济体第一，核心通胀保持稳定，经济结构

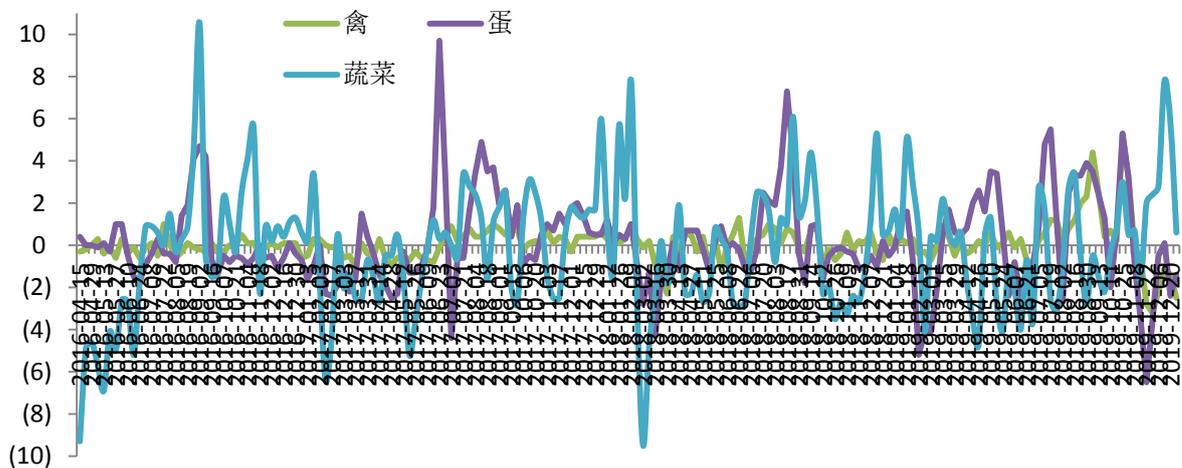
优化升级，经济持续运行在合理区间。现有的价格结构剪刀差（核心CPI 超过 PPI），也有利于制造业企业效益改善趋势的进一步发展。

食用农产品价格涨幅延续高位，生产资料价格企稳

2019 年 11 月份，全国居民消费价格同比上涨 4.5%。其中，城市上涨 4.2%，农村上涨 5.5%；食品价格上涨 19.1%，非食品价格上涨 1.0%；消费品价格上涨 6.5%，服务价格上涨 1.2%。1-11 月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨 2.8%。11 月份，全国居民消费价格环比上涨 0.4%。其中，城市上涨 0.3%，农村上涨 0.5%；食品价格上涨 1.8%，非食品价格持平；消费品价格上涨 0.8%，服务价格下降 0.4%。

从环比看，CPI 上涨 0.4%，涨幅比上月回落 0.5 个百分点。其中，食品价格上涨 1.8%，涨幅回落 1.8 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.39 个百分点；非食品价格由上月上涨 0.2% 转为持平。食品中，苹果、柑橘和梨等水果大量上市，鲜果价格下降 3.0%；水产品供应充裕，价格下降 0.5%；进入冬季，鲜菜生产及储运成本增加，价格上涨 1.4%；猪肉供应紧张状况有所缓解，价格上涨 3.8%，涨幅明显回落 16.3 个百分点；受消费旺季及替代需求影响，牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格有所上涨，涨幅在 1.3%—4.3% 之间。非食品中，受换季影响，服装价格略涨 0.5%；旅游淡季出行减少，飞机票、旅行社收费和宾馆住宿价格分别下降 11.0%、4.4% 和 3.8%。

图 6：商务部食用农产品价格指数回落（各类别/周环比，%）



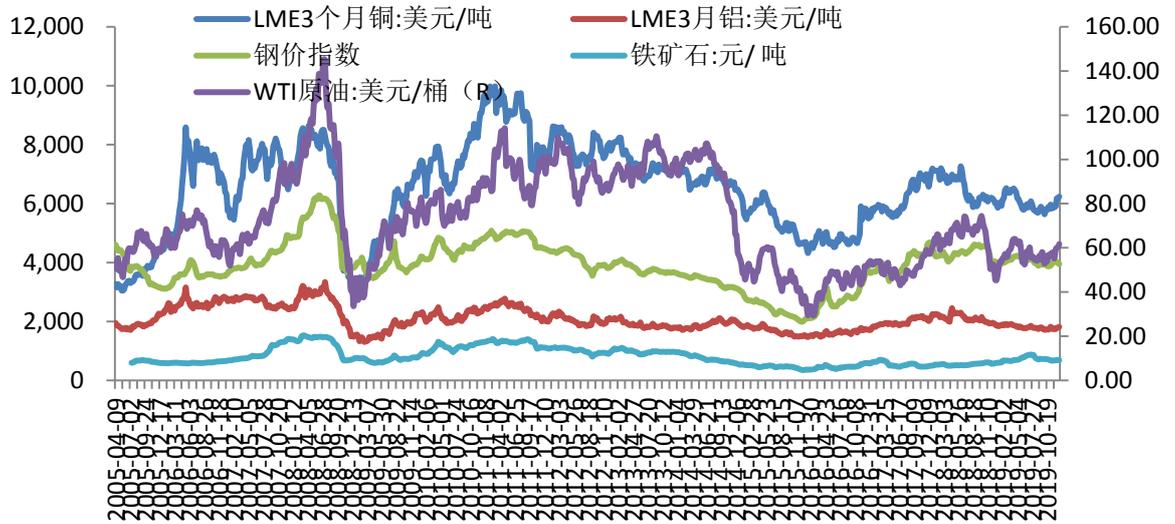
数据来源：wind，上海证券研究所

工业品价格受大宗商品波动的影响，工业生产资料价格表现出了明显的走稳态势，12 月价格走势趋稳，但仍然平稳中趋弱，每旬涨价品种逐步减少。国家统计局对 24 个省（区、市）流通领域 9 大类 50 种重要生产资料市场价格的监测显示：2019 年 12 月上旬与 11 月下旬相比，29 种产品价格上涨，18 种下降，3 种持平；2019 年 12 月中旬与 12 月上旬相比，21 种产品价格上涨，23 种下降，6 种持平；2019

年 12 月下旬与 12 月中旬相比，10 种产品价格上涨，26 种下降，14 种持平。

在当前的经济运行背景下，价格的结构分化态势愈发明显，消费品价格受食品供应——主要是猪肉——的影响，持续高位，工业品则在周期规律作用下，持续低迷。猪肉在中国百姓日常生活中的重要地位，导致政府对供应的重视程度提升，在各种保猪肉供应的政策努力下，未来猪价持续快速上涨的态势难持续。受猪肉涨价的扩散效应影响，我们预计 12 月份 CPI 环比变动为 0.6，在基数效应影响下，CPI 同比为 25.1。

图 7：大宗商品价格走势企稳趋升



数据来源：wind，上海证券研究所

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_7903



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn