

顺应经济企稳的方向

摘要

从目前情况来看，12 月经济数据或继续对经济企稳回升给予确认。其中出口可能是较为突出的方面。随着全球经济企稳，周边经济体如韩国、越南出口均出现较为明显的改善，同时我国制造业 PMI 中新出口订单也显著攀升，这意味着出口增速将出现回升，结合低基数因素，可能成为 12 月经济数据中的亮点。而相应的出口规模较大的行业，如机械设备、电子计算机通信等行业将更为受益。同时，基建小幅改善、房地产继续强韧，经济继续企稳。猪肉保持平稳，油价虽有上涨，但冲击有限，整体通胀压力在减轻。相应的，应该更为关注工业品价格回升，在终端需求改善和低库存环境下，叠加低基数因素，PPI 同比将很快转正并持续回升，这将驱动企业盈利改善，对权益市场形成支撑。因而对于权益市场，目前应是“花开堪折直须折”。货币政策继续以扩大实体信用为导向，来配合稳增长。央行已经在新年伊始再度降准，随着地方债集中发行以及配套融资落地，信贷社融将再度放量。同时，12 月超预期的宽松流动性也难以持续，恢复到正常状况，因而债市也将回归到震荡状态。

风险提示：信用投放低于预期。

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.com.cn

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

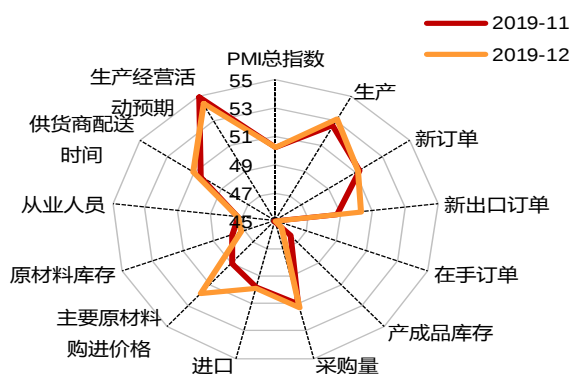
相关研究

1. 新年伊始，国际形势动荡国内经济继续企稳 (2020-01-05)
2. 企业景气度趋势向好，经济继续企稳回升 (2020-01-02)
3. 存量贷款换锚，降成本再下一城 (2019-12-30)
4. 量价齐升将驱动企业盈利继续改善 (2019-12-29)
5. 央行跟随降息，经济延续企稳 (2019-12-22)
6. 到底是库存决定需求，还是需求决定库存？ (2019-12-22)
7. 房地产韧性仍在，关注需求增长动力的切换 (2019-12-16)
8. 经济企稳外部风险下降，市场风险情绪将提升 (2019-12-15)
9. 如何看待中美达成第一阶段协议及其影响 (2019-12-15)
10. 以小康目标为底线，政策或逐步向积极转变——中央经济工作会议解读 (2019-12-13)

1 经济企稳继续得到确认

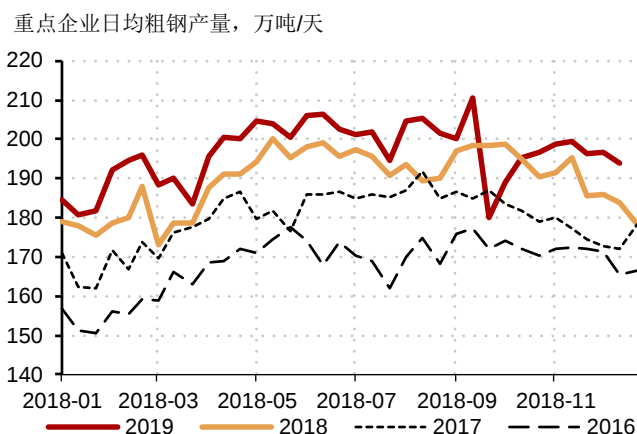
近期公布的经济数据使得经济企稳逐步得到确认。经济公布数据显示，经济企稳态势逐步得到确认。除 11 月工业增加值超预期回升，需求面投资保持平稳之外。12 月中采 PMI 继续保持在 50.2% 的扩张区间，其中生产指数、出口新订单指数均有较为明显的回升，显示企业景气度继续改善。经济继续呈现企稳回升态势。而从高频数据来看，旬度钢产量同比增速继续扩大，6 大发电集团耗煤量继续保持平稳，生产面依然呈现相对强韧状况。因而，经济企稳在数据层面不断得到确认。

图 1：中采制造业 PMI 主要分项均有所扩张



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：钢产量增速继续回升

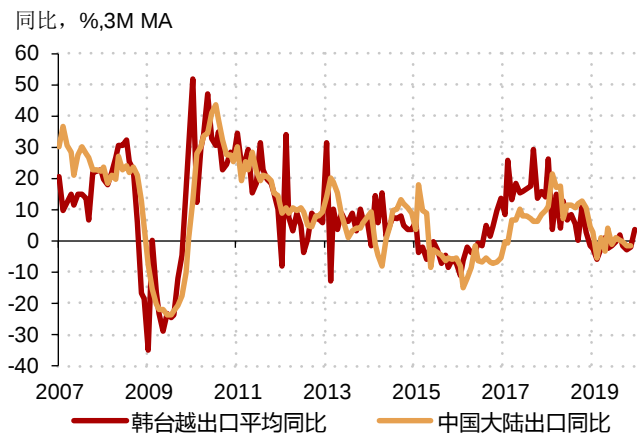


数据来源：wind、西南证券整理

出口将有回升，出口导向行业将受益。前期全球利率的下行以及工业品价格企稳减缓全球经济下行压力，驱动全球经济进入平稳期。伴随全球经济企稳的是全球贸易增速回升，这将带动我国出口增速随之改善。12 月制造业 PMI 中新出口订单指数较上月回升 1.5 个百分点至 50.3%。而与我国贸易结构相近的韩国、越南等经济体 12 月出口同样显著回升，分别较上月提升 9.2 和 6.4 个百分点至 -5.2% 和 11.0%。这预示着 12 月我国出口可能也将出现较为明显的回升，出口有望在未来几个月持续改善，这将带动出口导向的机械设备、电子计算机通信等行业生产经营状况持续改善。

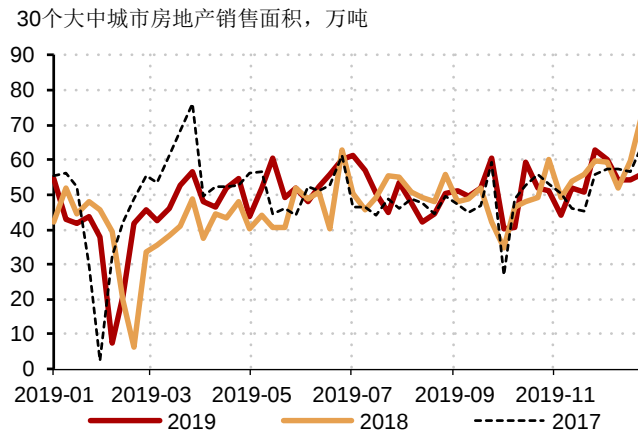
高基数效应之下，房地产同比数据或有所走弱，但总体依然保持强韧。18 年 12 月商品房销售增速基数较高，将一定程度上拉低 19 年 12 月房地产销售同比数据，但总体幅度有限。30 个大中城市商品房销售面积在 12 月同比下跌 7.7%，跌幅较 11 月扩大 3.7 个百分点。但考虑到销售方面的高基数效应将在 20 年 1-2 月份减弱，同时，房地产管控政策有所软化，部分地区二手房市场出现回升，因而房地产需求持续下行可能性有限，预计在 20 年 1 季度将继续保持平稳。销售平稳意味着房地产企业资金来源相对有保障，因而整体投资同样将保持稳健，难以出现明显下滑。

图 3：周边经济体出口回升预示着我国出口也将改善



数据来源：wind、西南证券整理

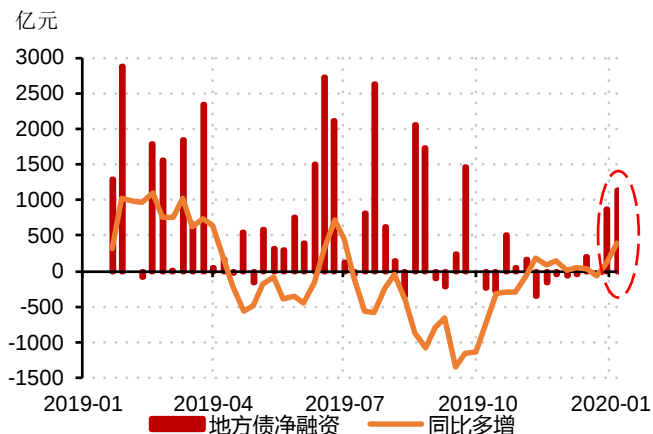
图 4：高基数环境下房地产销售或小幅放缓



数据来源：wind、西南证券整理

从需求层面来看，随着稳增长政策持续，基建投资增速将小幅回升。政策从 19 年 8 月以来转向稳增长，特别是通过降低资本金要求比例以及加快地方政府债发行等多种方式来提升基建投资增速。一方面，受低基数效应推动，基建投资同比增速将在未来几个月小幅回升；而另一方面更重要的是，20 年初开始，地方债进入集中发行阶段，1 月上旬地方债完成净融资额 2014.8 亿元，预计全月地方债净融资额在 5000 亿元左右，地方政府专项债发行将伴随着配套融资的跟进，相关的信贷社融也会有相应的增长。而这在支撑信贷社融投放的同时，也将带动基建投资延续回升态势。从实际价格上来看，水泥价格的持续上升也印证了基建投资处于回升通道。

图 5：地方债发行开始放量



数据来源：wind、西南证券整理

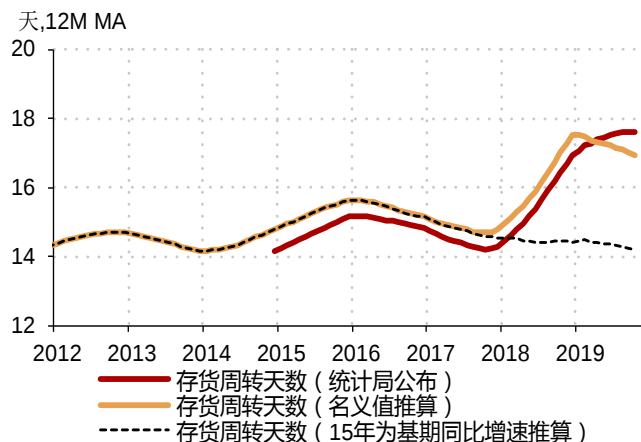
图 6：水泥与螺纹钢价格



数据来源：wind、西南证券整理

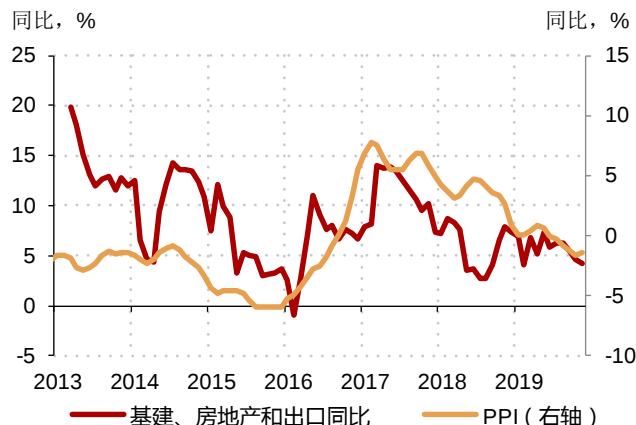
终端需求改善与低库存将共同驱动制造业投资回升。制造业面临的终端需求在企稳回升，基建和出口的企稳回升以及房地产的强韧，决定制造业面临的终端需求在逐步改善，这将驱动工业品价格逐步回升。而当前制造业库存又处于较低水平，无论是从产成品库存同比增速还是从调整后口径统一的存货周转天数来看，制造业库存都处于历史较低水平。因而工业品价格对需求的改善更为敏感，终端需求回升将带动工业品价格持续回升。这将带动企业盈利不断改善，而企业盈利又是制造业投资的领先指标，随着企业盈利的改善，制造业投资增速将进入回升阶段。

图 7：口径调整后存货处于较低水平



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：终端需求改善将驱动 PPI 回升，进而带动盈利和投资改善



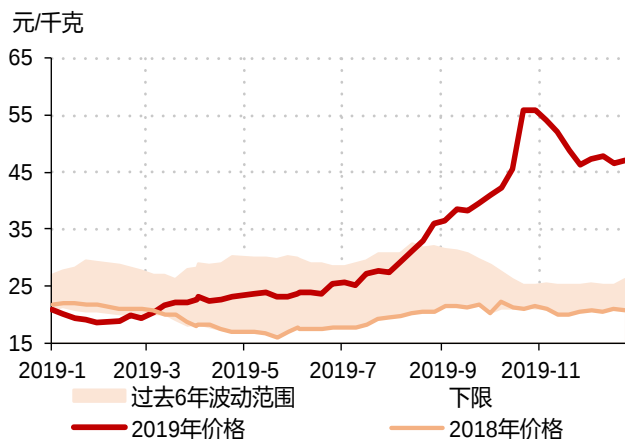
数据来源：wind、西南证券整理

2 无需过度担忧通胀，应关注工业品价格回升

猪肉价格持续保持平稳，随着供给能力改善，猪价或难出现趋势性回升。猪肉价格继续保持平稳，22 省市猪肉平均价持续在 47 美元/公斤附近波动，考虑到春节临近，猪肉继续保持稳定显示猪价回升压力减弱。背后是猪肉供给开始改善。11 月生猪存栏和能繁母猪存栏环比均有所回升，特别是能繁母猪环比回升 4.0%，连续两个月环比回升，11 月生猪存栏环比回升 2.0%。在决策层强力政策推动之下，猪肉供给逐步开始改善，这将驱动猪肉供需格局逐步好转，猪肉价格趋势性回升可能性有限。预计在 1 月春季因素影响下可能有所回升，但 1 月之后将进入持续回落阶段。

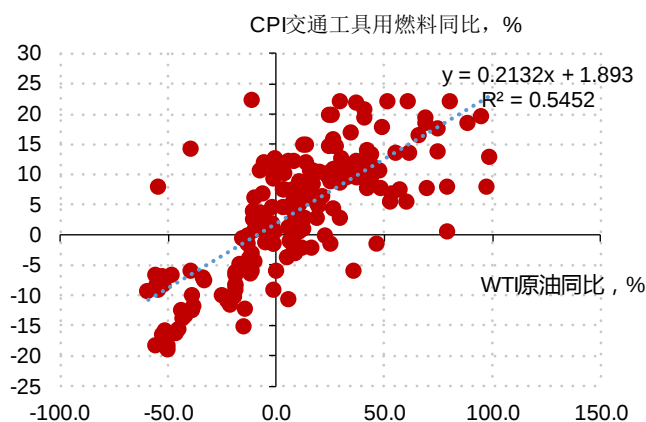
中东局势紧张短期推升油价，但难以改变通胀趋势，无需过度担忧。随着全球经济企稳，美元贬值，近期国际油价持续回升。而新年伊始，中东局势再生变局，更是加快了油价上升的速度。美国“定点清除”伊朗三号人物苏莱曼尼，导致中东再度笼罩在战争阴云之中，也引发国际油价再度大幅上涨的担忧。首先，在美国页岩油潜在供给压力之下，油价难以大幅上涨，WTI 原油价格可能难以超过 80 美元/桶的近几年高点。其次，即使油价超过 80 美元/桶，根据油价与 CPI 分项中交通工具用燃料之间的历史关系以及交通工具用燃料的权重，对 CPI 的推升作用也仅为 0.3-0.4 个百分点，在猪肉价格驱动 CPI 在半年时间内从 2.7% 上涨至 4.5% 如此大的波动之下，油价的影响可能仅仅是在未来几个月减缓 CPI 同比增速下行的速度，但不会改变通胀趋势。

图 9：猪肉价格回落，通胀压力减轻



数据来源：wind、西南证券整理

图 10：油价与 CPI 中交通工具用燃料分项同比增速相关性

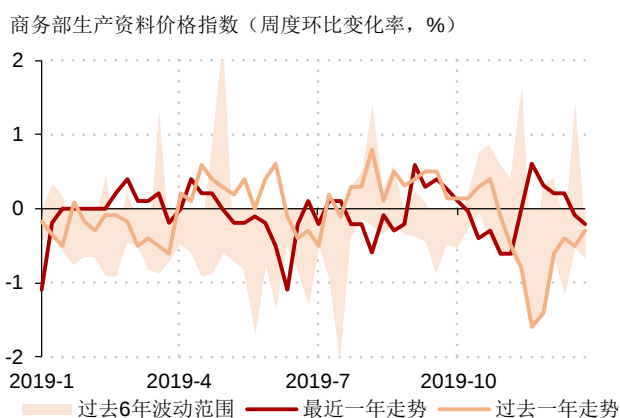


数据来源：wind、西南证券整理

PPI 同比将很快转正，更应关注工业品价格回升。随着终端需求回升和库存保持低位，工业品价格将进入回升阶段。从高频数据来看，12 月 PPI 环比将基本保持持平状况。而结合近期油价上涨，PPI 环比可能小幅回升。同时，18 年 12 月 PPI 基数保持较低水平，环比只有-1.0%，因而 19 年 12 月 PPI 同比跌幅将明显收窄，预计将从上月的-1.4%收窄至-0.3%。未来随着需求回升和库存回补，工业品价格将持续回升，结合低基数，PPI 同比将在 20 年 1 月转正，未来几个月将持回升。

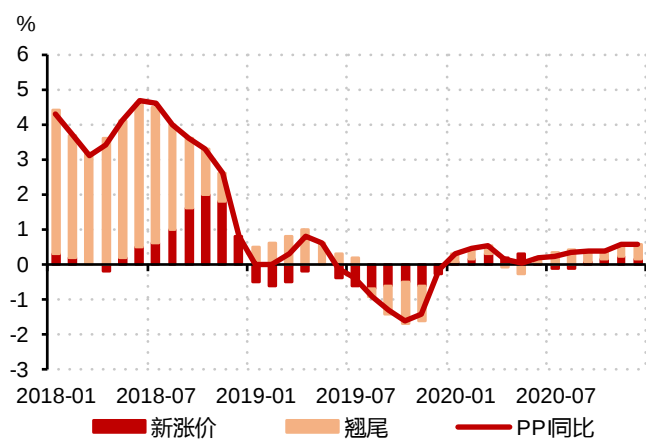
工业品价格回升将带动企业盈利改善，进而驱动制造业投资增加。应关注工业品价格上涨较为明显的行业，这些行业企业盈利将有更为明显的回升，因而也将对权益市场带来更为显著的汇报。

图 11：工业品价格环比基本持平



数据来源：wind、西南证券整理

图 12：PPI 同比将快速转正



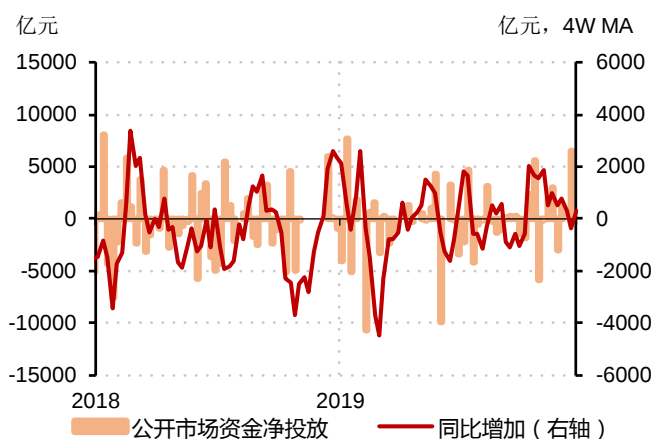
数据来源：wind、西南证券整理

3 宽松的流动性或难持续，央行政策继续以扩大实体信用为主

12月流动性超预期宽松，央行增加流动性投放，配合20年初开始的地方债发行和信贷社融投放。12月中下旬，银行间流动性非但没有和往年同期一样，在年末资金需求来临之时收紧，反而是流动性出现超预期宽松。隔夜质押式回购利率多次掉到1%以下，7天质押式回购利率最低降至2.0%，显著低于历史同期水平，流动性出现超预期宽松。在流动性宽松情况下，央行继续加大资金投放，12月央行通过公开市场累计投放资金7265亿元，较去年同期小幅增加。央行加大资金投放进一步呵护了流动性宽松，同时，央行在新年伊始推出降准举措，流动性继续保持宽松。

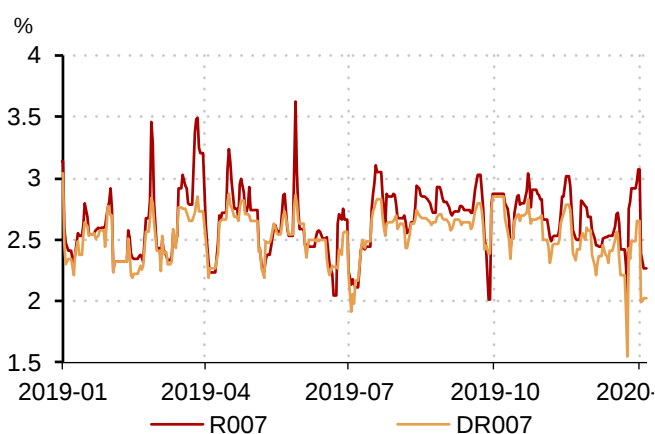
流动性反季节的超预期宽松，不仅令人猜测央行是否改变了8月底以来对流动性较为审慎的态度。但我们认为，央行保持流动性宽松更可能是未来配合地方债的发行以及信贷社融投放，而非将整体流动性引导至过度宽裕水平。12月中下旬以来流动性超预期宽松，背后存在财政发力等因素，但最为关键的是，央行加大公开市场资金投放，以配合年初开始的地方债发行、信贷社融投放需要。考虑到今年春节较早，而且年初开始，地方债就进入集中发行阶段，资金需求集中在新年之后到春节之前阶段，这导致在这一时期央行资金投放规模较大，因而央行提前增加流动性投放，为这一时期资金需求做准备。

图 13：央行加大公开市场资金投放



数据来源：wind、西南证券整理

图 14：流动性超预期宽松



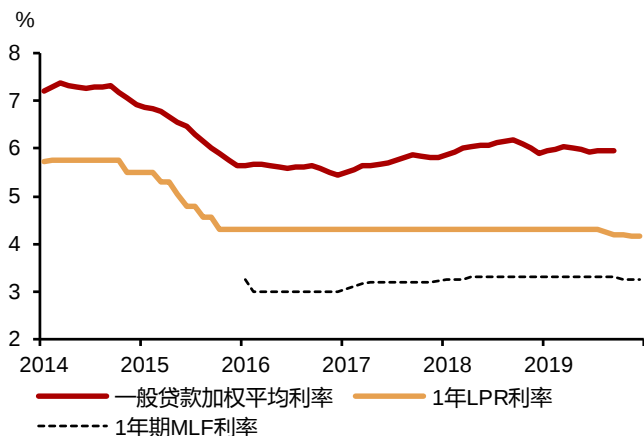
数据来源：wind、西南证券整理

而从趋势上来看，央行无意引导流动性更为宽松。央行行长易刚在《求是》杂志发表《坚守币值稳定目标，实施稳健货币政策》的文章，重点指出珍惜利率下行空间，避免资金泛滥导致资产价格虚高和金融风险加大。显示央行无意引导短端利率明显下行。随着1月份地方债集中发行、信贷社融投放以及春节前资金需求释放，流动性将再度回归到相对平稳状况。资金面或难以维持12月中下旬极度宽松的状况。

央行政策将继续着力于扩大实体信用投放，降低实体融资成本。央行政策将继续着力与扩大实体信用投放，通过降准等是配合金融机构向实体经济投放资金，我们预计除年初降准之外，20年还有2-3次降准。同时，央行将继续通过引导LPR利率等来促进实体融资利率下行。19年末，央行宣布将存量贷款利率与LPR挂钩，这意味着LPR利率调降将产生更为有效的降低实体融资成本的效果，因而央行在采用此工具时也更为审慎。我们预计央行在20年将继续调降LPR利率，调降频率和幅度大致为每个季度一次，即每个季度5bps左右。

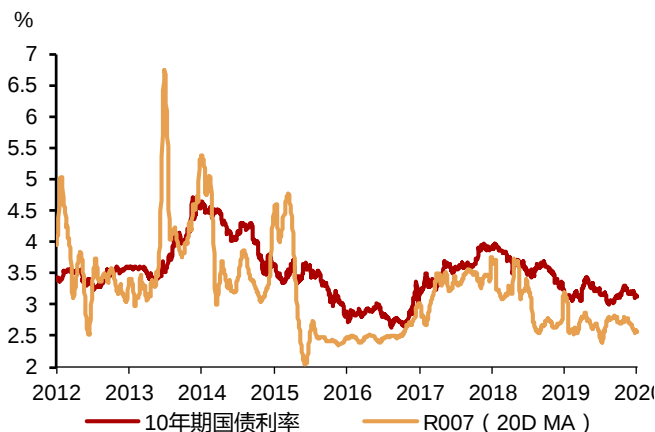
债券市场或继续震荡。流动性持续保持宽松导致债券市场在 12 月下旬经历了一小波回升。但需要看到的是，流动性难以持续保持季度宽松的状况，因而利率难以持续下行。随着地方债集中发行，信贷社融投放以及春节前资金需求来临，资金面将再度回归相对平稳状况。资金面不会支持长端利率持续下行。但同时，考虑到支持实体信用投放，资金面也不会大幅收紧，否则将影响信贷社融投放，因而长端利率大幅调整可能性有限。总体来看，债券市场将维持震荡态势，在经济基本面未掉头之前，债券市场难以开启上行趋势。

图 15：央行将继续调降 LPR 利率



数据来源：wind、西南证券整理

图 16：债券利率将维持总体震荡



数据来源：wind、西南证券整理

表 1：西南证券月度宏观数据预测

		2018-11	2018-12	2019-1	2019-6	2019-7	2019-8	2019-9	2019-10	2019-11	2019-12	2020-1	预测误差及修正		市场预期	
													2019-11F	2019-12F	2019-12F	2020-1F
CPI	同比%	2.2	1.9	1.7	2.7	2.8	2.8	3.0	3.8	4.5	4.4	4.9	-0.3	0.4	4.6	
PPI	同比%	2.7	0.9	0.1	0.0	-0.3	-0.8	-1.2	-1.6	-1.4	-0.3	0.4	-0.1	0.0	-0.3	
工业增加值真实增速/1	同比%	5.4	5.7		6.3	4.8	4.4	5.8	4.7	6.2	5.5		-1.1	-0.1	5.5	
固定资产投资名义增速/1	同比%	5.9	5.9		5.8	5.7	5.5	5.4	5.2	5.2	5.3		0.1	-0.1	5.2	
消费品零售名义增速/1	同比%	8.1	8.2		9.8	7.6	7.5	7.8	7.2	8.0	7.8		-0.5	0.0	7.8	
新增人民币贷款	亿人民币	12500	10800	32300	16600	10600	12100	16900	6613	13900	11000	29000	-400	-1000.0	12000	
社会融资总额	亿人民币	15191	15898	46353	22629	10112	19771	22725	6189	17547	16000	42000	-1547	-1000.0	17375	
M2增速	同比%	8.0	8.1	8.4	8.5	8.1	8.2	8.4	8.4	8.2	8.4	8.5	0.3	-0.1	8.5	
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	0.0	0.0	1.50	
出口名义增速（美元计价）	同比%	5.4	-4.4	9.1	-1.3	3.3	-1.0	-3.2	-0.9	-1.1	5.0	0.0	5.5	-3.0	5.7	
进口名义增速（美元计价）	同比%	3.0	-7.6	-1.5	-7.3	-5.3	-5.6	-8.5	-6.4	0.3	8.0	5.0	-0.3	2.0	9.3	
贸易顺差	亿美元	447.5	570.6	391.6	509.8	450.5	348.3	396.5	428.1	387.3	547.2	300.2	130.0	-99.1	579.4	
人民币兑美元汇率（月末值）	人民币/美元	6.94	6.87	6.70	6.87	6.89	7.09	7.14	7.04	7.03	6.99	6.95	-0.01	-0.01	7.15	
存款准备金率（月末值）	%	14.5	14.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.0	13.0	13.0	13.0	12.5	0.0	0.5		

资料来源：CEIC, Wind, 西南证券

1 / 1 0 月 0 日 0 时 0 分 0 秒 0 分 0 秒 0 分 0 秒

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_7959

