

旬度经济观察

——国内需求短期反弹，海外经济逐步企稳

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2019年12月20日

内容提要

基建发力带动黑色、水泥等行业量价齐升，并大幅推升11月工业生产增速。但作为逆周期调节的工具，未来基建投资回升的延续性有待观察，明年经济或许仍然缺乏趋势反转的力量。

近期通胀、经济数据超预期对利率债的影响并不明显，这或许反映出市场对未来经济的预期仍然偏谨慎，对通胀上涨导致货币政策调整的担忧逐步消退。未来利率债收益率趋势下行的节奏可能需关注明年一季度的政策情况。

在最近的议息会议中，联储对美国预期走势更加乐观。美国的就业、消费、制造业数据逐步向好，权益和债券市场在同步吸收经济向好的预期。随着海外政治经济的不确定性下降，国内市场的变化将更多取决于自身的经济金融状况。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

2 助理宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

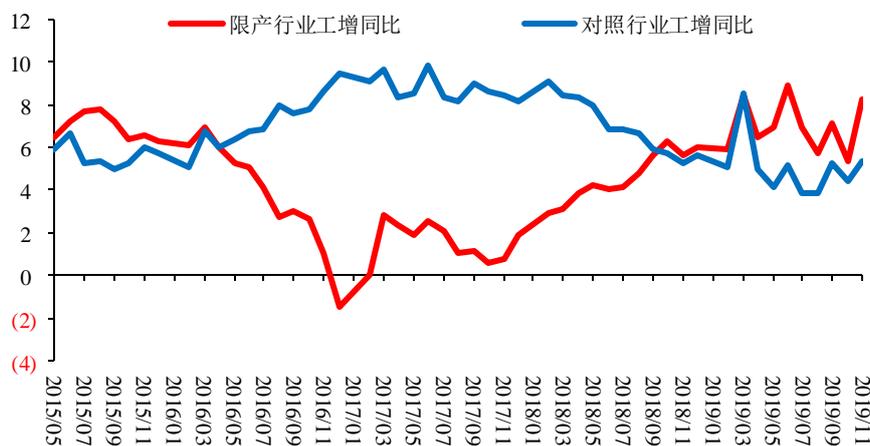
一、基建发力助推经济短期回暖

11月规模以上工业增加值同比增速为6.2%，较上月大幅回升1.5个百分点。其中限产组大幅回升3个百分点，对照组回升0.9个百分点。同期物量数据层面，生铁、粗钢、水泥、焦炭等均出现明显回升，经济出现短周期的回暖。

观察同期的价格数据，11月流通领域生产资料价格，PPI环比均出现回落，而南华工业品指数，焦炭、螺纹钢等黑色链条以及水泥价格均表现较强。

结合量价数据，尤其是水泥、黑色链条量价齐升的情况来看，经济短周期的回暖可能并非源于存货回补的助推，而是源自基建、地产走强的影响，这也与同期基建显著回升，地产温和反弹的数据相一致。

图1：限产和非限产行业工业增加值同比增速，%



数据来源：Wind，安信证券

去年至今房地产投资增速始终维持10%左右，显示市场化的补库存行为或许是支撑地产投资的主要力量，本月地产投资的温和回升符合今年以来的波动模式。而基建投资的显著回升或许是支撑短期固定资产投资以及工业生产最为主要的力

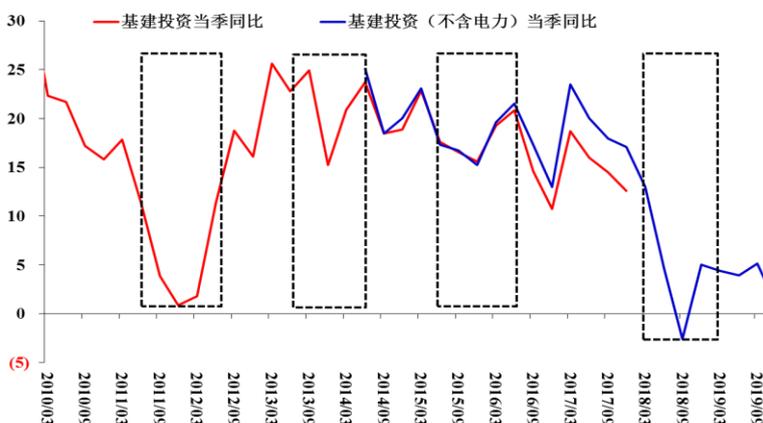
量。四季度以来基建相关政策频频出台，比如基建项目资本金比例下调，专项债使用领域进一步控制，专项债扩容并在明年一季度发行，这些政策无疑对基建活动的回暖逐步产生影响。

回顾历史，基建往往作为政策对冲经济下行的主要手段。比如 2011 年上半年，2013 年上半年，2016 年上半年以及去年四季度，基建的发力在一些时间段也使得经济有短周期的复苏，如 2012 年的下半年，2016 年的下半年。但值得注意的是，基建的发力往往与地产的放松同时发生，而地产波动又与全球工业活动存在紧密的关系，如 2012 年和 2016 年。

当前的情形是地产政策持续处于偏严的状态，而随着明年存货重建的结束，地产投资有趋势回落的压力。全球经济和贸易活动有企稳的迹象，但显著的回升或许仍需等待。在此背景下，基建的发力看起来可能会对短期经济能形成支撑，但这种逆周期调节的力量很难使得经济出现趋势反转。

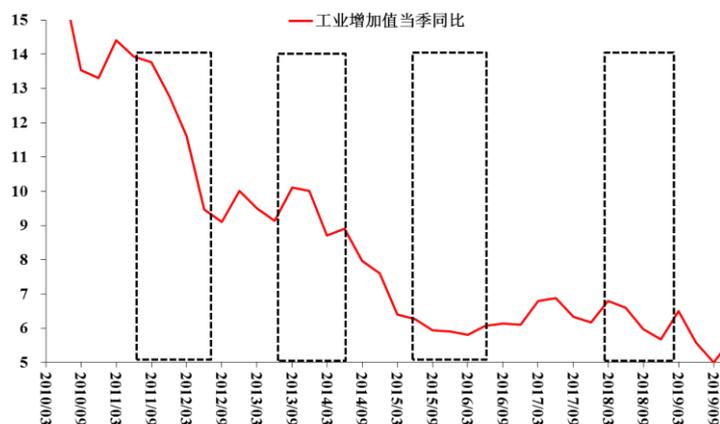
明年地方专项债的扩容和提前发行未来有助于基建的短期恢复，但中央对地方政府债务的限制仍然偏严，地方政府偿债压力趋于增加，加杠杆的意愿普遍偏弱，未来基建投资回升的延续性有待观察。

图2: 基建投资当季同比, %



数据来源：Wind，安信证券
 基建投资分别于 2011 年 12 月、2013 年 12 月、2015 年 12 月、2018 年 9 月短周期见底。

图3：工业增加值当季同比，%

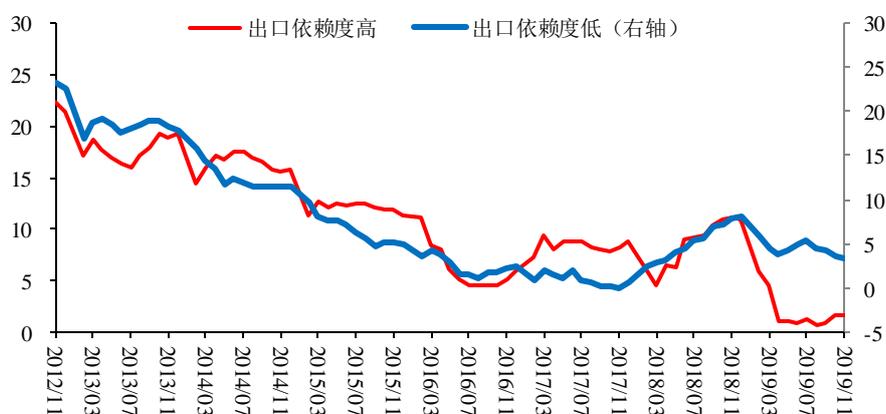


数据来源：Wind，安信证券

12月中央经济工作会议的政策基调以稳为主，财政政策的继续发力可以预期，明年进一步的减税降费，赤字率的提升，专项债的扩容可能会稳步推进。货币政策层面，方向上仍然宽松，但在债务去化的大背景下，货币政策的宽松幅度或许将低于过去，宽松的节奏取决于经济下行的情况以及通胀的走势。

合并来看，明年企业部门和金融机构仍处于资产负债表的修复之中，在此背景下，地产存货回补结束导致的投资回落将对经济产生额外的压力。未来经济的亮点可能源自出口链条，随着海外主要经济体宽松货币政策的逐步见效，以及中美贸易摩擦的阶段性缓和，海外经济有望出现企稳复苏。中国的出口以及外需依赖度较高的制造业投资领域可能出现温和回暖。国内货币政策的逐步宽松，外需链条的温和回暖将有助于减缓经济下行的压力。

图4：制造业投资：出口依赖度高 V.S. 低，%



数据来源：Wind，安信证券

二、央行下调 14 天逆回购利率

12 月 18 日，央行公开市场开展 1500 亿元 14 天和 500 亿元 7 天逆回购操作，净投放 2000 亿元。其中 7 天期逆回购中标利率 2.50%，与上次持平；而 14 天期逆回购中标利率 2.65%，较上次下行 5bp。

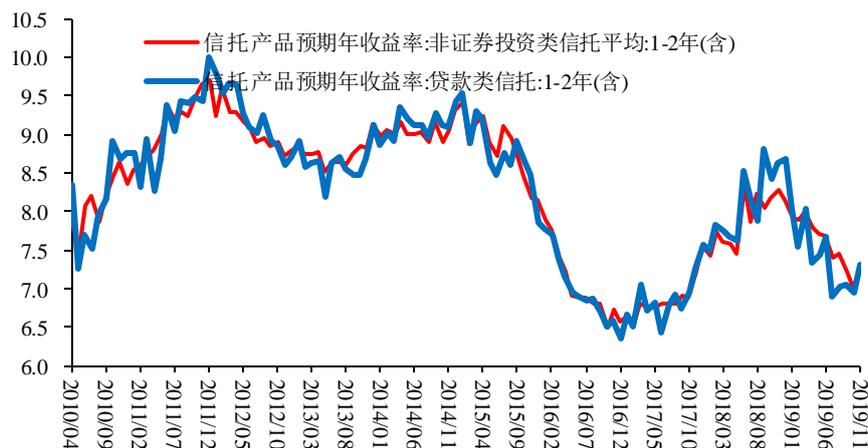
11 月以来，MLF、7 天逆回购以及 LPR 利率相继同幅度下调 5bp，体现各级利率联动性增强，显示出央行对流动性的呵护以及对经济下行的关注。

债券市场方面，近期通胀、经济数据超预期对利率债的影响并不明显，这或许反映出市场对未来经济的预期仍然偏谨慎，对通胀上涨导致货币政策调整的担忧消退。信用利差 11 月以来持续下行，与此同时社融、信贷逐步恢复，看起来实体经济的融资环境在逐步改善。但如果从非标市场利率来看，这一过程未来仍有较大空间。

当前宏观经济基本面显著弱于 2016 年年底的情况，而且中央对国企和地方政府的负债约束更严，实体经济对资金的需求理应更弱，同时利率水平理应更低，而实际情况是当前市场利率仍高于 2016 年年底的水平，这或许表明信贷市场的恢

复仍有一段长路。去年民营企业座谈会后，去杠杆进入纠偏阶段，市场的信贷环境开始改善，经历了一年左右的时间，从微观感受来看，头部民营企业融资压力显著缓解，但整个民营企业的融资环境仍有较大改善空间。

图5：非标市场利率，%

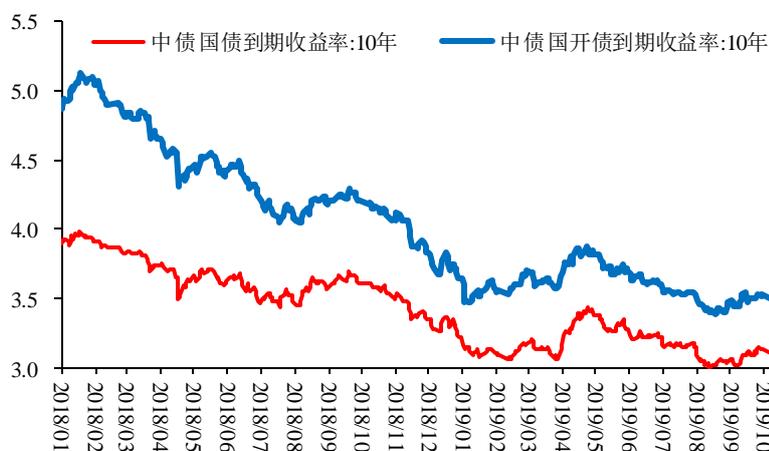


数据来源：wind，安信证券

未来信用市场的不确定性在于中小银行资产负债表的清理未来会如何展开。今年6月份包商银行事件的发生引发同业市场的重新定价，并对中小银行的负债端产生冲击，随后央行一系列的流动性操作平抑了市场的波动，后续锦州、恒丰银行的处理方式安抚了市场情绪。明年对一系列资不抵债的中小银行如何处理仍存不确定性，以包商银行这种模式实现出清的可能性看起来较低，但在吸收社会资本、惩罚不法股东等操作过程中，信用市场是否会受到冲击，仍需密切留意。

未来利率债收益率趋势下行的时间可能需关注明年一季度的政策情况。近期召开的中央经济工作会议以稳为主基调，市场对政策加大逆周期调节的预期升温。明年一季度信贷的恢复、专项债的提前发行以及基建投资的回暖可能会对收益率形成冲击，但其规模和幅度仍需跟踪短期政策变化。站在全年的角度来看，明年随着通胀的回落、经济的走弱以及货币政策的宽松，收益率存在趋势下行的可能。

图6: 10年国债和国开债收益率, %



数据来源: wind, 安信证券

三、联储维持利率不变，海外企稳迹象显现

12月美联储全票同意维持联邦基金利率在1.5%-1.75%区间不变，点阵图显示2020年将维持利率不变。美联储在决议声明中删除“前景不确定性依旧存在”的措辞，小幅下调通胀和失业率预期，对经济和通胀的预期走势更加乐观。随后鲍威尔在发布会上称：需看到通胀明显上升，才会考虑加息。

联储对未来经济预期乐观与持续表现强劲的就业市场有关。11月美国新增非农就业高达26.6万人，远超市场预期的18.7万人，新增非农就业连续两个月超预期增长；与此同时，美国11月失业率3.5%，较上月降低0.1个百分点，为1969年以来最低水平。

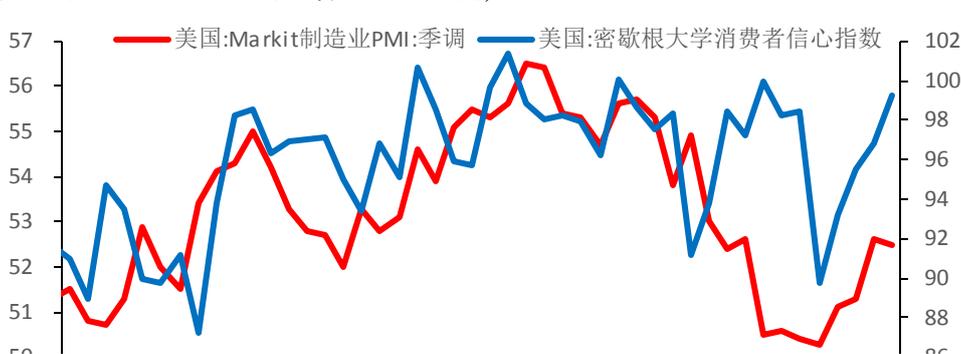
图7: 美国失业率, %



数据来源: Wind, 安信证券

新近公布数据也指示美国经济在逐步好转。12月美国 Markit 制造业 PMI 指数 52.5, 较上月回落 0.1 个百分点, 维持在较高水平; 12月美国消费者信心指数 99.2, 连续四个月上涨, 表现强劲。

图8: 美国制造业 PMI 与消费者信心指数, 点



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_8230



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>