

固定收益研究/动态点评

2019年12月16日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号: S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

张大为
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

1《固定收益研究: 贸易谈判积极一步, 市场关键触发剂》2019.12

2《固定收益研究: 关键之年, 稳字当头》2019.12

3《固定收益研究: 通胀会制约美联储降息吗?》2019.12

基本面呈现更多弱改善证据

2019年11月经济数据点评

核心观点

11月主要经济指标回升, 终端需求缓中趋稳、工业生产有所改善, 库存周期接近底部拐点, 有助加固经济韧性表现。基建受铁路投资略有拖累, 年末蓄势、明年有望“开门红”; 房地产前端投资降速意味着后续存在下滑风险; 制造业投资乏力现状未改, 但出现回暖希望; 购物节刺激了消费需求释放, 地产后周期品可能是回暖主线。基本面弱复苏仍在继续, 债市基本面对长短期利率偏不利。关注哑铃型组合, 把握需求偏好引发的下滑回报机会, 房地产债在双向调控下有挖掘空间, 转债继续演绎“弱β+强α”走势。

铁路投资拖累基建增速, 年末尚在蓄势阶段

1-11月基建(不含电力)投资累计同比4.0%, 回落0.2个百分点。主要受铁路投资下滑拖累, 基数是重要因素。2018年四季度开始加大基建逆周期调节力度, 中央主导的铁路投资启动快, 导致高基数。但其他分项目未明显走强。其一, 今年专项债用作资本金等政策调整较晚, 而四季度没有提前发行, 导致年末资金来源仍相对不足。其二, 今年提前为明年的项目作储备, 发力重心在明年。12月政治局会议特别提出“加强基础设施建设”。我们认为, 明年基建投资有望实现8%左右的增速, 年初有望“开门红”。

房地产前端投资降速, 关注竣工链条

1-11月房地产开发投资累计同比10.2%, 回落0.1个百分点。地产投资继续降速, 仍主要受土地购置费拖累。开发环节看, 竣工已连续第5个月提速, 支撑了建安投资的韧性。而由于收紧房企融资, 前端拿地、开工仍在回落趋势中, 意味着项目大量竣工后, 地产投资存在较快下滑的风险, 预计明年房地产投资放缓到5%左右, 竣工链条是关注点。中央经济工作会议对房地产政策表述边际缓和。“因城施策”的实施有助于避免房地产市场大起大落、改善居民与房企预期, 对投资也有望起到平滑效果。

制造业乏力现状未改, 明年存在回暖希望

1-11月制造业投资累计同比2.5%, 回落0.1个百分点。乏力现状未改。制造业投资往往是需求的滞后项, 盈利增速下滑也制约了资本开支能力。但高技术制造业投资仍保持较快增速。我们认为明年制造业投资存在回暖希望。目前库存周期接近底部, 而工业产能利用率仍在高位, 意味着需求回暖将会面临产能制约, 刺激制造业扩产动力。中央经济工作会议要求货币政策灵活适度、降低社会融资成本, 制造业融资条件继续改善。

购物节刺激需求释放, 地产后周期品或是消费回暖主线

11月社会消费品零售总额名义值同比8%, 回升0.8个百分点。消费的整体改善, 一方面受就业市场回暖提振。另一方面, 前期积累的消费需求在双十一购物节刺激下有所释放。分项目看, 地产后周期品消费回升幅度较大。受益于近期地产竣工提速、交房增多提振, 且购物节打折力度大, 刺激需求释放。必选与可选品增速双双走高。近期地产竣工提速也助力了汽车消费回暖。我们认为, 地产后周期消费品仍是后续消费回暖主线。

市场启示

基本面弱复苏仍在继续。中央经济工作会议要求明年保持经济运行在合理区间。中美第一阶段经贸协议文本达成一致, 都是债券基本面的负面因素。强劲的配置需求是债市表现与基本面分化的核心因素。基本面变化对长端利率偏不利, 近两周小幅变陡。建立在政策红利上的需求并不踏实, 相关政策是最大风险。中期来看, 利率震荡市格局尚未打破, 赔率上下对称, 胜率存在不确定性。关注哑铃型组合, 把握需求偏好引发的下滑回报机会, 房地产债在双向调控下有挖掘空间, 转债继续演绎“弱β+强α”走势。

风险提示: 新增专项债额度不及预期、房地产市场走热引发政策再平衡。

事件：

12月16日，国家统计局公布11月经济数据：

11月规模以上工业增加值同比增长6.2%，市场预期5.2%，前值4.7%。

1-11月固定资产投资同比增长5.2%，市场预期5.2%，前值5.2%。

1-11月房地产开发投资同比增长10.2%，前值10.3%。

1-11月基建（不含电力）投资同比增长4.0%，前值4.2%。

1-11月制造业投资同比增长2.5%，前值2.6%。

11月社会消费品零售总额同比增长8%，市场预期7.8%，前值7.2%。

图表1：2019年11月经济数据概览

宏观指标	市场预期	19-11	19-10	19-09	19-08	19-07	19-06	19-05	19-04	19-03	19-02	19-01	18-12	18-11	18-10	18-09
GDP	单季 %	-		6.0			6.2			6.4			6.4			6.5
工业增加值	单月 %	5.2	6.2	4.7	5.8	4.4	4.8	6.3	5.0	5.4	8.5	5.3	5.7	5.4	5.9	5.8
城镇调查失业率	单月 %	-	5.1	5.1	5.2	5.2	5.3	5.1	5.0	5.0	5.2	5.3	4.9	4.8	4.9	4.9
投资	累计 %	5.2	5.2	5.2	5.4	5.5	5.7	5.8	5.6	6.1	6.3	6.1	5.9	5.9	5.7	5.4
制造业	累计 %	-	2.5	2.6	2.5	2.6	3.3	3.0	2.7	2.5	4.6	5.9	9.5	9.5	9.1	8.7
基建	累计 %	-	4.0	4.2	4.5	4.2	3.8	4.1	4.0	4.4	4.4	4.3	3.8	3.7	3.7	3.3
地产	累计 %	-	10.2	10.3	10.5	10.5	10.6	10.9	11.2	11.9	11.8	11.6	9.5	9.7	9.7	9.9
社零	单月 %	7.8	8.0	7.2	7.8	7.5	7.6	9.8	8.6	7.2	8.7	8.2	8.2	8.1	8.6	9.2
出口	单月 %	0.6	-1.1	-0.9	-3.2	-1.0	3.3	-1.3	1.1	-2.7	14.2	-20.7	9.3	-4.57	3.9	14.3
进口	单月 %	-1.7	0.3	-6.4	-8.5	-5.6	-5.6	-7.3	-8.5	4.0	-7.6	-5.2	-1.5	-7.63	2.9	20.3
贸易差额	亿美元	449.2	387.3	428.1	396.5	348.3	450.5	509.8	416.6	138.4	326.5	41.2	395.9	568.4	418.5	330.8
CPI	%	4.3	4.5	3.8	3.0	2.8	2.8	2.7	2.7	2.5	2.3	1.5	1.7	1.9	2.2	2.5
PPI	%	-1.4	-1.4	-1.6	-1.2	-0.8	-0.3	0.0	0.6	0.9	0.4	0.1	0.1	0.9	2.7	3.3
信贷	亿元	12562	13900	6613	16900	12100	10600	16600	11800	10200	16900	8858	32300	10800	12500	6970
社融	亿元	15633	17547	6189	22700	19800	10100	22600	14000	13592	28593	7030	46353	15898	15239	7420
M2	%	8.4	8.2	8.4	8.4	8.2	8.1	8.5	8.5	8.5	8.6	8.0	8.4	8.1	8.0	8.3
M1	%	-	3.5	3.3	3.4	3.4	3.1	4.4	3.4	2.9	4.6	2.0	0.4	1.5	1.5	2.7

资料来源：Wind，华泰证券研究所

点评：

从11月各项经济数据看，主要指标均有所提升，中高频数据发电耗煤、粗钢产量增速双双回升，指向终端需求缓中趋稳、工业生产有所改善。

工业生产回暖，库存周期接近底部拐点

11月规模以上工业增加值同比增长6.2%，提速1.5个百分点。1—11月累计同比增长5.6%。分三大门类看，采矿业增长5.7%，制造业增长6.3%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长6.7%。分产品看，主要工业品产量增速提升，汽车产量增速上行5.8个百分点至3.7%（年内新高）；钢材产量增速上行6.9个百分点至10.4%；水泥产量增速上行10.4个百分点至8.3%；发电量增速持平于前值4%。

从高频数据看，11月份6大电厂耗煤量和粗钢产量同比增速都有所回升，发电量与10月增速持平，暖冬导致生产具备较好条件，另外部分受到基数较低影响。工业数据波动较大，是否形成趋势还有待观察。但11月PMI数据表现出“订单回暖、原材料库存回补、产成品库存继续去化”的特征。意味着，工业“主动去库存”或已切换至“被动去库存”阶段。历史经验显示，这一阶段伴随需求回暖，将在1个季度左右开始进入“主动补库存”，有助于加固明年经济出现韧性表现。

铁路投资拖累基建增速，年末尚在蓄势阶段

1-11月基建（不含电力）投资累计同比4.0%，回落0.2个百分点；单月同比2.3%，回升0.3个百分点。分行业看，铁路运输业投资增长1.6%，大幅回落4.3个百分点；道路运输业投资增长8.8%，提速0.7个百分点；水利管理业投资增长1.7%，提速1.1个百分点；公共设施管理业投资增长0.2%，持平于前值。

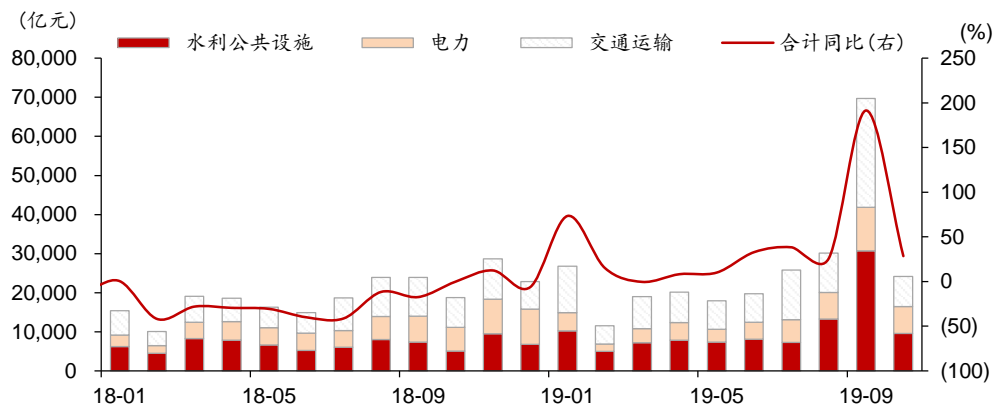
近两个月基建投资走弱主要受铁路投资下滑拖累，从1-9月9.8%的累计增速大幅回落至1-11月1.6%。基数走高是重要因素。2018年四季度开始加大基建逆周期调节力度，作为中央主导的铁路投资启动更快，在逆周期调节中率先发力，导致了高基数（去年同期两个月提速6个百分点）。

但其他分项目投资并未明显走强。其一，今年专项债用作资本金等政策调整较晚，而四季度没有提前发行，导致年末基建资金来源仍相对不足。其二，今年提前为明年的项目作储备，发力重心在明年。微观调研了解，今年8月起中央要求各地方加快项目储备，但项目要求是在建工程和明年一季度能够开工的项目。基建逆周期调节的重心在明年，因而今年末基建表现还相对乏力。

12月政治局会议特别提出“加强基础设施建设”。我们认为，明年基建投资有望实现8%左右的增速，年初有望“开门红”。资金层面，其一，专项债用作资本金的政策调整更到位，资本金约束也有所放松，缓解了基建项目缺资本问题。“资金跟着项目走”的模式转变避免了资金闲置，明年有望进一步提高专项债额度以释放政策红利。其二，相较于减税降费，明年财政预算内资金可能更多向基建倾斜。中央经济工作会议对减税政策表述变为“落实”。其三，货币政策与政策性金融配合发力保障配套融资更加充分。9月金稳委会议要求发挥政策性金融机构逆周期调节作用，PSL已重启投放。项目层面，今年9月起，各地方加快了明年初项目的上报储备。

此外，11月27日，财政部提前下达2020年部分新增专项债务限额1万亿元。要求早发行、早使用，确保明年初即可使用见效，确保形成实物工作量。12月螺纹钢南下计划量同比大增，由于年初南方地区更具备开工条件，“北材南下”意味着基建蓄势待发。

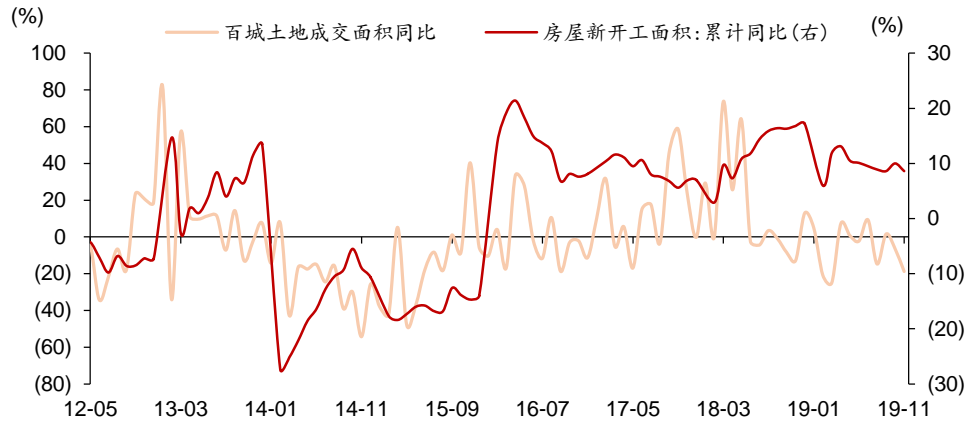
图表2：今年9月份各地方基建项目储备大幅增长



资料来源：全国投资项目审批监管平台，华泰证券研究所

房地产前端投资降速，关注竣工链条

1-11月房地产开发投资累计同比10.2%，回落0.1个百分点。单月同比8.4%，回落0.4个百分点。地产投资继续降速，仍主要受土地购置费拖累。开发环节看，竣工累计增速走高1个百分点，已连续第5个月提速，支撑了建安投资的韧性。而由于今年7月以来持续收紧房企融资，导致前端拿地、开工仍在回落趋势中。11月百城土地成交面积同比-18.8%，回落12.3个百分点，土地溢价率低迷。新开工累计增速大幅下滑1.4个百分点，也拖累整体施工环节降速0.3个百分点。我们认为，短期内竣工持续走强仍能够支撑地产投资韧性，但前端拿地与开工增速回落意味着项目大量竣工后，地产投资存在较快下滑的风险，预计明年房地产投资放缓到5%左右，竣工链条是关注点。

图表3： 前端拿地与开工降速


资料来源：Wind，华泰证券研究所

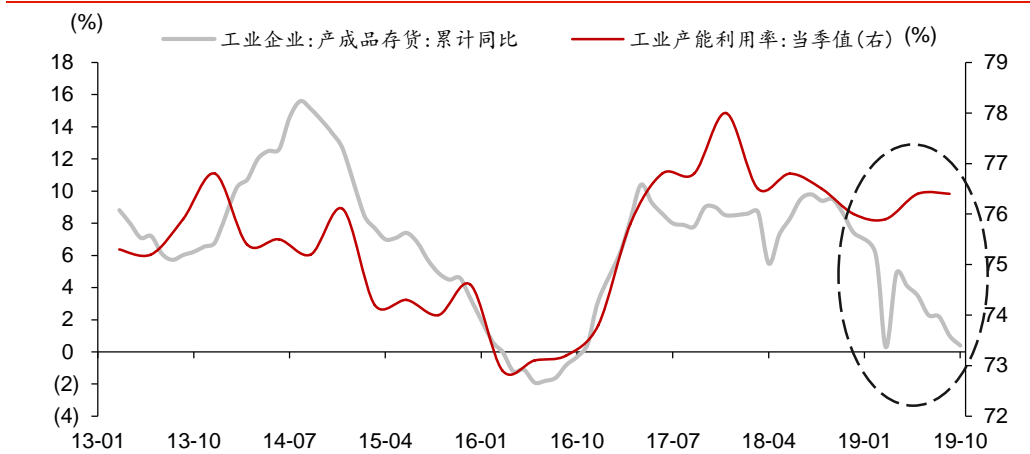
由于近期房价由上涨变为下跌压力、土地市场量价趋冷掣肘明年财政支持基建力度、房地产投资回落压力加大了明年实现全面小康社会目标的挑战。**中央经济工作会议对房地产政策表述边际缓和**。不变的是，“房住不炒”与“长效机制”延续了2016年以来的表述。意味着房地产调控总体基调近几年来没有发生改变，楼市整体仍会是趋平趋稳的状态。变的是，“不将房地产作为短期刺激经济的手段”改为“稳地价、稳房价、稳预期”、“促进房地产市场平稳健康发展”四个稳，并强调“全面落实因城施策”框架。意味着中央对房地产的态度略有缓和，由防止地产过热变为双向防范，即也防范房价、地价下跌触发系统性风险，微观更灵活有助于降低宏观波动。明年总基调不变的情况下，局部松动可期。从近期中长期LPR调降，个别地区放松限购等已看出边际调整。“**因城施策**”的实施有助于避免房地产市场大起大落、改善居民与房企预期，对投资也有望起到平滑效果。

制造业乏力现状未改，明年存在回暖希望

1-11月制造业投资累计同比2.5%，回落0.1个百分点。单月同比1.6%，回落1.7个百分点。制造业投资乏力现状未改。一方面，制造业投资是反映企业对未来预期，往往是需求的滞后项，前期出口、消费与地产投资的下行节奏压制了制造业扩产动力。另一方面，PPI持续低迷、制造业盈利增速下滑，也制约了制造业资本开支的能力。但高技术制造业投资仍保持较快增速，1-11月累计同比14.8%，提速0.3个百分点。基建之外，引导并支持民间资本加大对高技术制造业投资也是对冲经济下行压力的方向之一。

我们认为明年制造业投资出现了回暖的希望。其一，目前库存周期接近底部，而工业产能利用率仍在高位，意味着需求回暖将会面临产能制约，刺激制造业扩产动力。其二，国内以基建为代表的逆周期政策已蓄势待发，而近期外需也出现了改善迹象，叠加中美贸易达成第一阶段协议，总需求的适度修复已有预兆，PPI与制造业盈利有望回升。其三，中央经济工作会议要求货币政策灵活适度、降低社会融资成本，明年制造业融资条件继续改善。此外，会议还强调政策合力，引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造。高技术制造业仍是主要受益领域。

图表4: 低库存叠加高能产能利用率



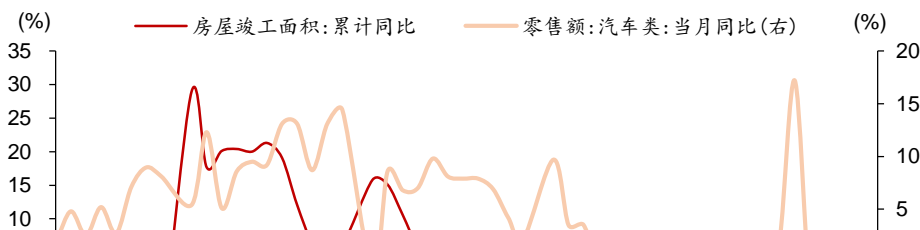
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

购物节刺激需求释放, 地产后周期品或是消费回暖主线

11月社会消费品零售总额名义值同比8%, 回升0.8个百分点, 好于市场预期。当月消费回暖, 亮点较多。消费的整体改善, 一方面受就业市场回暖提振, 近两个月PMI制造业与非制造业的从业人员指数均见底回升。另一方面, 前期积累的消费需求在双十一购物节刺激下有所释放。据阿里巴巴统计数据, 今年“双十一”淘宝天猫成交额同比达25.7%。

分项目看, 其一, 地产后周期品消费回升幅度较大。家电、家具零售同比分别提速9.0、4.7个百分点。受益于近期地产竣工提速、交房增多提振, 且购物节打折力度大, 刺激需求释放。其二, 必选与可选品增速双双走高。例如, 化妆品零售提速10.6个百分点、日用品提速5.5个百分点, 购物节是主要利好因素。其三, 汽车销售同比降幅收窄1.5个百分点。由于“先购房再购车”的习惯, 汽车消费往往滞后于商品房销售与地产竣工表现, 近期地产竣工提速也助力了汽车消费回暖。我们认为, 房地产后周期消费品仍是后续消费回暖主线。

图表5: 竣工回升有望提振汽车消费



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_8294



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>