



宏观研究报告

经济数据阶段回暖 下行压力仍存

事件：1 月 17 日，国家统计局公布了 12 月份的经济数据，中国 11 月规模以上工业增加值同比增 6.2%，前值 4.7%。11 月份全国固定资产投资累计同比增长 5.2%，持平于前值。10 月社会消费品零售总额同比增长 8%，前值 7.2%。

主要观点

稳增长政策下工业增加值表现继续回升。12 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.9%，增速较 11 月份增加 0.7 个百分点，稳增长政策下部分行业表现靓丽。在上个月的经济数据点评报告里面，我们预期“工业领域表现的回暖大概率会持续一段时间，市场悲观预期将能够得到阶段修复”，这个判断在 12 月份的数据中能够得到初步验证。分经济类型看，12 月份，国有控股企业增加值同比增长 7.0%，较上月的增速有所加快，依然与国有资本所集中的产业链位置及当下的稳增长政策有关；股份制企业增长 7.5%，外商及港澳台商投资企业增长 4.8%，高于前值的 3.2%，自 7 月份以来持续回升，与 2018 年 5 月起的连续回落形成鲜明对比，去年同期的低基数能够解释相当一部分变化，环比变化并不大；私营企业增长 7.1%，较前值有所回落，自 2005 年到 2006 年以来持续回落，在经济结构与生产关系发生实质性调整之前，这一领域分工很难有效展开。从具体行业相看，黑色金属冶炼和压延加工业的工业增长值同比增长 10.7%，与上月持平，依然位于 2016 年年末以来的高位，生铁、粗钢和钢材产量分别为 6706 万吨、8427 万吨和 10433 万吨，同比增长 6%、11.6%和 11.3%，限产因素消除后持续回升。另外，汽车行业在长期低迷后，在 2019 年 8 月份后有负转暖，12 月份汽车行业工业增加值同比增长 10.4%，另外，低基数也是一个重要原因。10 月份生产汽车 270.5 万辆，位于年内高点。移动通信手持机产量为 17529 万部，其中智能手机产量 11855 万台，同比增长 0.3%，增速有所回升，然依然处于 2016 年一季度以来的低位。金属切削机床产量为 4 万台，同比下降 14.3%，1-12 月累计同比负增长 18.8%，制造业依然萎靡。本月出口交货值 11708 亿，同比增长 0.4%，前值分别为 11248 亿和-3.4%，外贸活动活跃度有所升温。整体来看，稳增长政策叠加外贸有所升温，本月数据进一步回升。我们的观点变化并不大，当下的回暖会持续一段时间，然当下的结构调整政策并无助于分工的有效展开，在内部市场有效扩大之前，我们依然看淡工业领域的表现。

地产投资继续高位略有回落。2019 年 1—12 月份，全国房地产开发投资 132194 亿元，同比增长 9.9%，增速比 1—11 月份回落 0.3 个百分点。其中，住宅投资

经济数据	单位	12 月	11 月
CPI	同比%	4.50	4.50
PPI	同比%	-0.50	-1.40
工业增加值	同比%	6.90	6.20
投资	同比%	5.40	5.20
消费	同比%	8.00	8.00
出口	同比%	7.60	-1.30
进口	同比%	16.30	0.80
贸易顺差	亿美元	467.90	376.20
M2	同比%	8.70	8.20
M1	同比%	4.40	3.50
新增贷款	亿元	11,400	13,900
外汇占款	亿元	0.0	-11.8

97071 亿元，增长 13.9%，增速比 1—11 月份回落 0.5 个百分点，比上年加快 0.5 个百分点。单月房地产投资增速为 7.3%，较上月的 8.4% 继续下降，前期土地成交放缓带来的影响渐渐体现出来，本月投资增速更多由建筑安装投资增长贡献。2019 年，房地产开发企业房屋施工面积 893821 万平方米，比上年增长 8.7%，增速与 1—11 月份持平，比上年加快 3.5 个百分点。其中，住宅施工面积 627673 万平方米，增长 10.1%。房屋新开工面积 227154 万平方米，增长 8.5%，增速比 1—11 月份回落 0.1 个百分点，比上年回落 8.7 个百分点。其中，住宅新开工面积 167463 万平方米，增长 9.2%。2018 全年和 2019 年大多数月份新开工和施工的较高增速对应竣工的低增速是房企融资受限加速推盘的结果，四季度竣工开始逐渐回升，1—12 月房屋竣工面积 95942 万平方米，增长 2.6%，1—11 月份为下降 4.5%，上年为下降 7.8%。其中，住宅竣工面积 68011 万平方米，增长 3.0%。随着前期行业由于资金压力形成的高开工低完工局面的缓解，竣工增速的改善有望持续。2019 年，商品房销售面积 171558 万平方米，比上年下降 0.1%，1—11 月份为增长 0.2%，上年为增长 1.3%，当月销售负增长 1.7%，前值 1.1%。其中，住宅销售面积增长 1.5%，办公楼销售面积下降 14.7%，商业营业用房销售面积下降 15.0%。商品房销售额 159725 亿元，增长 6.5%，增速比 1—11 月份回落 0.8 个百分点，比上年回落 5.7 个百分点。其中，住宅销售额增长 10.3%，与上月持平，办公楼销售额下降 15.1%，商业营业用房销售额下降 16.5%。住宅销售的韧性与商业用房销售的大幅下滑都是当下房地产市场面临的直接约束的最直接反映，一方面房企在融资环境收紧后加快推盘、打折销售的以价换量策略有关，另一方面，商业环境的糟糕以及城市规划水平的有限带来内需市场的持续萎缩，进而形成相关领域的回落。地产销售面积增速一直在低水平波动，按揭贷款和定金及预收款则依然维持较高增速。1—12 月，定金及预收款 61359 亿元，增长 10.7%；个人按揭贷款 27281 亿元，增长 15.1%。另外，国内贷款 25229 亿元，增长 5.1%；利用外资 176 亿元，增长 62.7%；自筹资金 58158 亿元，增长 4.2%。合计来看，房地产开发企业到位资金 178609 亿元，比上年增长 7.6%，增速比 1—11 月份加快 0.6 个百分点，比上年加快 1.2 个百分点。政治局会议中对于房地产领域没有专门提及，而中央经济工作会议对于房地产的定调是“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”。在这种定调下，各个区域市场将受到高度管控且处于分割的状态。相对比较明确的是，稳地价稳房价稳预期的要求会使得那些依赖房价地价上涨为本地基建融资的区域的房地产投资持续下行，这会持续施压整体房地产投资。

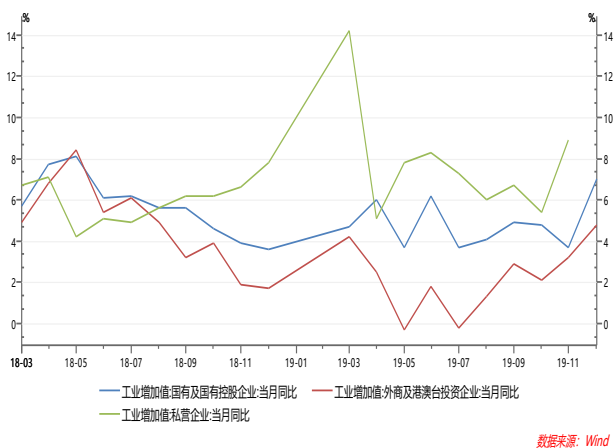
基数效应下基建增速依然较弱，制造业投资有所反弹，整体固定资产投资略有回升。2019年1—12月份，全国固定资产投资（不含农户）551478亿元，同比增长5.4%，增速比1—11月份加快0.2个百分点。固定资产投资增速自3月份以来持续回落，本月在逆周期政策加码下固定资产投资较前值有所加快。去年四季度经济下行压力较大时，基建活动也曾经作为稳增长的手段阶段性发挥过作用，这使得去年8月固定资产投资增速触底后持续回升，至今年3月曾经达到6.3%的水平，基数效应作用下逆周期调控政策效果显得并不明显。基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）比上年增长3.8%，增速比1—11月份回落0.2个百分点。其中，铁路运输业投资下降0.1%，1—11月份为增长1.6%；道路运输业投资增长9.0%，增速加快0.2个百分点；水利管理业投资增长1.4%，增速回落0.3个百分点；公共设施管理业投资增长0.3%，增速加快0.1个百分点，基数数据表现与上个月报告中所指出的“在高速发展向高质量发展切换的过程中，稳增长所倚重的基建投资将受制于增长模式和债务水平，结合政治局会议和中央经济工作会议内容来看，这一领域的发力将更多着力于保民生和调结构，很难期待这一领域会有较大幅度的增长”的判断相一致，考虑到当下的经济结构，预计后续维持一段时间的微幅增长后会再次转向负增长。制造业投资增长3.1%，较前值增速加快0.6个百分点。制造业投资分项中的计算机、通信和其他电子设备制造业累计同比增长16.8%（前值13.8%），仍然维持年初以来的回升态势，新经济领域的资本投入一直在持续。制造业投资中某些领域的发展将更多集中于新经济，包括国产替代、自主可控和其他产业链更高附加值环节，目前这一领域的发展仍然如火如荼，这一点在股票市场的科技狂潮中可以感受得到。

低基数下消费回升，购物节因素扭曲部分品种的消费。2019年12月份，社会消费品零售总额38777亿元（10月份为38094亿），同比名义增长8%，持平于前值，实际增长4.45%，低于前值的4.9%，创2010年2月以来新低。本月零售价格指数为3.4%，高于前值的3.04%，自年初以来持续抬升。在一些扭曲因素消除后，本月消费总量数据重回下降通道，与上个月“我们预期社会消费品零售总额增速仍将处于下行趋势之中”相符。从具体分项来看，本月汽车销售额为4428，较前值3465亿有所回升，5个月的同比负增长后重回正值区间，市场边际有所转暖。但是从乘联会数据来看，车市情况依然严峻，近日乘联会公布的12月车企销量数据显示，12月全国乘用车市场销售214.1万台，同比下降3.4%，同比跌幅与11月基本持平。2019年全年，全国狭义乘用车销量为2069.76万辆，同比下降7.4%，较2018年3%的跌幅有所扩大。房地产相关链条上的家用电器和音

像器材类、家具和建筑及装潢材料类当月销售额分别为 930 亿、212 亿和 227 亿，家电和音像器材类有所回落，电商节因素消除，其他两类均有 10%左右的增幅，依然与竣工因素相关。本月化妆品的零售额 280 亿，同比增长 11.9%，前值 16.8%，电商节因素消除。本月服装鞋帽、针纺织类零售额为 1490 亿，持平于前值 1427 亿。本月通讯器材类零售额为 447 亿，低于前值的 556 亿，中国信通院的信息显示，12 月国内手机市场总体出货量 3044.4 万部，同比下降 14.7%，其中 2G 手机 146.1 万部、4G 手机 2357.0 万部、5G 手机 541.4 万部。2019 年全年，国内手机市场总体出货量 3.89 亿部，同比下降 6.2%，其中 2G 手机 1613.1 万部、3G 手机 5.8 万部、4G 手机 3.59 亿部，5G 手机 1376.9 万部。文化办公用品和其他日用品销售额分别为 333 亿和 616 亿，均有约 10%左右的环比下滑。整体来看，居民消费的大件如汽车及手机的消费一直处于较为疲弱状态，实际消费水平在持续回落。

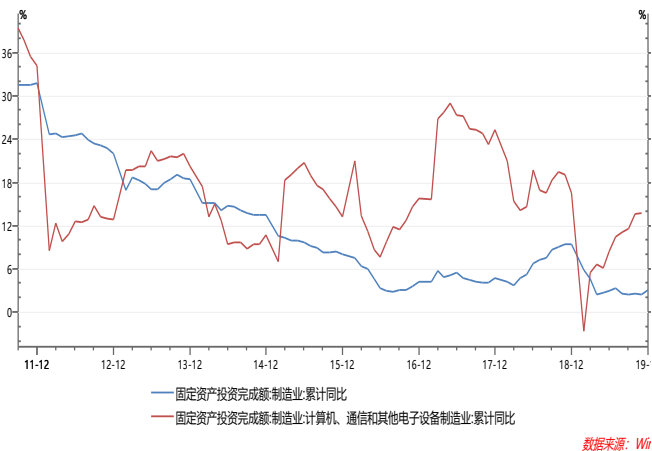
投机资本的互动，2015 年股市疯狂再现。在上一篇报告里面，我们结合当下的经济环境与政策倾向指出，“股票市场方面，投机环境仍将较为适宜，不允许出现系统性金融危机的最高要求和投机资本游离出实体经济进而追逐投机利润，这都保证了股票市场的投机氛围仍然将较为浓厚，政策鼓励的高质量发展方向和阶段性部分品种性价比优势都是值得关注的方向”。从市场表现来看，新经济领域的许多股票表现得相当靓丽，部分半导体领域的股票的估值来到一个相当高的位置。如果我们将当下的局面与 2015 年的经济总量、经济结构、政策环境及资本市场的表现进行对照，不难发现，当下的局面可以在某种程度上当作 2015 年的重现。对于这一现象以及其背后的运行机理，我们自去年年初以来提及过许多遍，这里不再赘述，只是需要提醒参与股票投机的投资者，本轮行情的本质与 2015 年并无太大区别，股价上涨本身并不会改变经济基本面本身。

图 1 稳增长背景下国企工业增加值回升



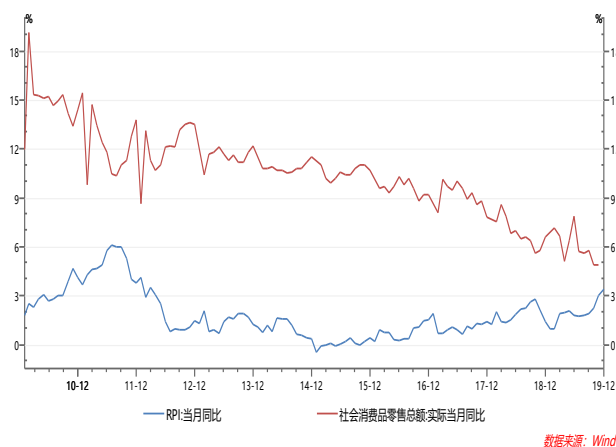
数据来源: wind, 鑫元基金整理

图 2 部分新经济领域投资继续表现良好

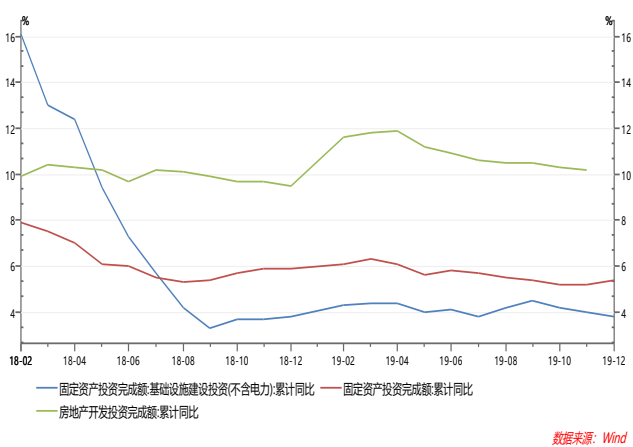


数据来源: wind, 鑫元基金整理

图 3 零售价格指数上升, 零售总额实际同比创历史新高 图 4 地产投资高位回落, 基建投资依然疲弱



数据来源: wind, 鑫元基金整理



数据来源: wind, 鑫元基金整理