

定期报告

欧日平稳，其余改善

2020年2月27日

——12月全球经济数据综述

主要预测

%	2019	2020E
GDP	6.2	6.1
CPI	2.9	3.1
PPI	-0.3	0.4
社会消费品零售	8.0	8.2
工业增加值	5.7	5.2
出口	0.5	3.0
进口	-2.8	4.0
固定资产投资	5.4	5.3
M2	8.7	8.0
人民币贷款余额	12.3	17.2
1年期存款利率	1.50	1.50
1年期贷款利率	4.35	4.35
人民币汇率	6.90	6.72

最新数据 (2020年1月)

工业	
城镇投资	
零售额	
CPI	5.4
PPI	0.1

资料来源: CEIC、招商证券

谢亚轩

xieyx@cmschina.com.cn  
S1090511030010

罗云峰

luoyunfeng@cmschina.com.cn  
S1090518110003

张一平

zhangyiping@cmschina.com.cn  
S1090513080007

刘亚欣

liuyaxin@cmschina.com.cn  
S1090516100001

高明

010-57782838  
gaoming3@cmschina.com.cn  
S1090518010002

张秋雨

zhangqiuyu@cmschina.com.cn  
S1090519010001

我们是全市场对全球经济监测非常全面和连续的机构，在盈利债务周期框架下持续跟踪全球 GDP 占比超过 3/4 的 15 个经济体。

在回溯了二战之后的中美经济史后，我们主要的工作是在盈利债务周期框架下持续跟踪全球 15 个经济体的高频数据。这 15 个经济体在全球 GDP 中占比超过 3/4，包括：美国、欧元区、英国、日本、新加坡、马来西亚、泰国、印尼、金砖五国、墨西哥、阿根廷。

本篇报告为相关经济体 12 月主要经济数据综述，综合来看，12 月整体改善，除欧日表现的比较平稳外，其他主要经济体几乎全面改善。2019 年全年，发达和新兴连续第二年经济增速全面低于前值；具体到 2019 年四季度，虽然全球继续全面走弱，但幅度已经比较微弱。2020 年初，中国疫情突发，关注其对全球（特别是新兴经济体）经济产生的影响。

表 1: 12 月全球经济数据综述

	2018 Q1	2018 Q2	2018 Q3	2018 Q4	2018 全年	2019 Q1	2019 Q2	2019 Q3	2019 Q4	2019 全年
全球	↑	↑	↓	↓	3.1%	↑	↓	↓	↓	2.5%
发达	↑	↑	↓	↓	2.3%	↑	↓	↓	↓	1.7%
新兴	↓	-	↓	↓	4.5%	↓	↓	↓	↓	3.9%
中国	6.8%	6.7%	6.5%	6.4%	6.6%	6.4%	6.2%	6.0%	6.0%	6.1%
美国	2.9%	3.2%	3.1%	2.5%	2.9%	2.7%	2.3%	2.1%	2.3%	2.3%
欧元区	2.6%	2.2%	1.6%	1.2%	1.9%	1.4%	1.2%	1.2%	0.9%	1.2%
英国	1.1%	1.3%	1.6%	1.4%	1.3%	2.0%	1.3%	1.2%	1.1%	1.4%
日本	0.9%	1.0%	-0.3%	-0.3%	0.3%	0.8%	0.9%	1.7%	-0.4%	0.7%

资料来源: Wind, 招商证券

注 1: ↑表示基本面表现好于前值, -表示基本面表现与前值持平, ↓表示基本面表现差于前值。

注 2: 表中数据为当年/季实际 GDP 同比增速, 全球经济增速为按照市场汇率计算的数据。

注 3: 红色数字为预估值。

## 一、美国：有所改善

12月数据显示，美国经济有所改善。四季度美国实际GDP同比增长2.3%，高于第三季度的2.1%；我们倾向于认为，本轮美国经济增速下行的底部可能在今年上半年出现，单季实际GDP同比增速的底部或在1.0%-1.5%之间。

**(1) 四季度美国GDP同比增长2.3%，高于前值。**四季度美国实际GDP同比增长2.3%，高于第三季度的2.1%；四季度美国GDP环比折年增长1.9%，与前值持平。

**(2) 12月美国PMI整体改善。**12月美国ISM和Markit两大PMI数据走势一致，均是制造业恶化、服务业改善，整体改善。12月美国ISM制造业PMI录得47.8，前值48.1；12月美国ISM服务业PMI录得55.0，前值53.9。12月美国Markit制造业PMI录得52.4，前值52.6；12月美国Markit服务业PMI录得52.8，前值51.6，12月美国综合PMI录得52.7，前值52.0。

**(3) 12月零售改善，消费者信心上升。**12月，密歇根消费者信心指数99.3，前值96.8。12月，个人可支配收入折年16.7万亿美元，个人消费支出14.9万亿美元，双双高于前值。12月零售环比上涨0.3%，略高于前值。

**(4) 12月失业率平稳，新增非农就业人数下降，劳动参与率平稳。**12月，美国新增非农就业人口14.5万人，前值25.6万人。12月，美国失业率3.5%，前值3.5%；劳动力参与率63.2%，前值63.2%。

**(5) 12月CPI、PPI同比双双上升。**12月CPI同比增长2.3%，前值2.1%；12月PPI同比下降0.9%，前值同比下降1.6%。

**(6) 12月进出口环比双双上升，逆差489亿美元，前值逆差调整为440亿美元。**

**(7) 12月制造业整体走弱。**12月全部制造业出货量高于前值，耐用品出货量、工业总体产出指数、工业产能利用率均低于前值。生产、零售端库存上升。

**(8) 12月新房销售改善、二手房恶化。**12月新屋销售环比下降0.4%，前值环比下降1.1%；12月成屋签约销售指数环比下跌4.9%，前值环比上升1.2%；12月美国房价环比上涨。

**(9) 12月国债收益率上升、信用利差下降、美元指数下降、恐慌指数上升、国债余额同比增速平稳，国际资本净流入美国。**12月末美联储资产规模4.2万亿美元，高于前值4.1万亿；12月末美国国债规模23.2万亿美元，同比增长5.6%，前值23.1万亿美元，同比增长5.6%；12月国际资本净流入美国782亿美元，前值修正为净流入773亿美元；12月美国10年国债收益率均值1.86%，前值1.81%；12月美国信用利差均值3.43%，前值3.86%；12月美元指数均值97.4，前值98.1；12月标普恐慌指数均值13.8，前值12.5。

## 二、欧英日：欧日平稳，英国改善

12月数据显示，欧日表现的比较平稳，英国则有所改善。四季度欧英日实际GDP同比增速均低于前值。我们倾向于认为，欧英本轮下行的底部或在2019年四季度出现，而日本本轮经济的改善或已在2019年三季度见顶。

**(1) 四季度欧英日实际GDP同比增速均低于前值。**四季度欧元区GDP同比增长1.0%，低于第三季度的1.2%；四季度欧元区GDP环比折年增长0.4%，低于第三季度的1.1%。四

季度英国 GDP 同比增长 1.1%，低于第三季度的 1.2%；四季度英国 GDP 环比折年增长 0.1%，低于第三季度的 2.0%。四季度日本 GDP 同比增长-0.4%，低于第三季度的 1.7%；四季度日本 GDP 环比折年增长-6.3%，低于第三季度的 0.5%。

**(2) 12 月欧元区 PMI 整体改善，英国平稳，日本全面恶化。**12 月欧元区制造业 PMI 低于前值、服务业拉动综合 PMI 高于前值；制造业 PMI 录得 46.3，前值 46.9；服务业 PMI 录得 52.8，前值 51.9；综合 PMI 录得 50.9，前值 50.6。12 月英国制造业 PMI 低于前值、服务业拉动综合 PMI 与前值持平；制造业 PMI 录得 47.5，前值 48.9；服务业 PMI 录得 50.0，前值 49.3；综合 PMI 录得 49.3，前值 49.3。12 月日本制造业、服务业 PMI 全面低于前值；制造业 PMI 录得 48.4，前值 48.9；服务业 PMI 录得 49.4，前值 50.3；综合 PMI 录得 48.6，前值 49.8。

**(3) 12 月欧英日外贸全面改善。**12 月欧元区出口同比增长 4.8%，前值同比下降 2.7%；12 月欧元区进口同比增长 1.1%，前值同比下降 4.3%。12 月英国出口同比增长 16.7%，前值同比增长 3.7%；12 月英国进口同比下降 5.1%，前值同比下降 5.6%。12 月日本出口同比下降 6.3%，前值同比下降 7.9%；12 月日本进口同比下降 4.9%，前值同比下降 15.7%。

**(4) 12 月欧元区失业率下降，英日平稳。**12 月欧元区失业率 7.4%，前值 7.5%；12 月英国失业率 3.5%，前值 3.5%；12 月日本失业率 2.2%，前值 2.2%。

**(5) 12 月欧日通胀全面上升，英国涨跌互现。**12 月欧元区 CPI 同比上涨 1.3%，前值上涨 1.0%；12 月欧元区 PPI 同比下降 0.7%，前值下降 1.4%。12 月英国 CPI 同比上涨 1.3%，前值上涨 1.5%；12 月英国 PPI 同比上涨 0.9%，前值上涨 0.5%。12 月日本 CPI 同比上涨 0.8%，前值上涨 0.5%；12 月日本 PPI 同比上涨 0.9%，前值上涨 0.1%。

**(6) 12 月欧英日 10 年国债收益率全面上升。**12 月末，欧元区国家政府债务规模 8.2 万亿欧元，同比增长 1.5%，前值增长 1.3%；欧央行资产规模 4.7 万亿欧元，按期末汇率折算 5.3 万亿美元。12 月欧元区 10 年国债收益率均值-0.22%，前值-0.28%。12 月英国国家政府债务规模 1.9 万亿英镑，同比增长 8.5%，前值增长 6.7%；12 月英国 10 年国债收益率均值 0.83%，前值 0.76%。12 月末，日本国家政府债务规模 1111 万亿日元，同比增长 0.9%，前值增长 1.1%；日本央行资产规模 573 万亿日元，按期末汇率折算 5.3 万亿美元；12 月日本 10 年国债收益率均值-0.01%，前值-0.09%。

**(7) 12 月欧元区零售、制造全面恶化，英日全面改善。**12 月欧元区零售指数同比增长 1.3%，前值增长 2.3%；12 月欧元区工业生产指数同比下降 4.1%，前值下降 1.7%。12 月英国零售指数同比增长 1.5%，前值增长 1.0%；12 月英国工业生产指数同比下降 1.9%，前值同比下降 2.5%。12 月日本商业销售同比下降 5.1%，前值下降 6.5%；12 月日本工业生产指数同比下降 3.0%，前值下降 8.2%。

### 三、中国：小幅改善

回顾整个四季度的中国宏观经济走势，10 月整体回落、11 月全面改善、12 月小幅改善；合并来看，四季度实际经济增速录得 6.0%，与前值持平；名义 GDP 增速录得 7.4%，前值 7.6%。GDP 平减指数微升至 1.5%，前值 1.4%。

从支出法 GDP 的结构上看，消费仍然是拉动经济增长的最重要力量，但力度有所减弱。全年最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 57.8%，大幅低于去年同期的 76.2%；简单匡算，四季度单季贡献率为 49.7%，大幅低于第三季度的 61.4%。全年投资对国内生产总值增长的贡献率为 31.2%，略低于去年同期的 32.4%；简单匡算，四季度单季贡献率蹿升至 65.4%，大幅高于第三季度的 19.6%。全年净出口对国内生产总值增长的贡献率

为 11.0%，大幅高于去年同期的-8.6%；简单匡算，四季度单季贡献率为-14.8%，大幅低于第三季度的 17.5%。全年来看，海外对国内经济的拉动在今年转向正向，但幅度不断减弱，四季度已转为负向拖累。

四季度人均消费支出全面走弱。四季度全国居民人均消费支出同比增长 9.4%，低于第三季度的 9.9%；其中城镇人均消费支出同比录得 8.3%，低于第三季度的 8.7%；农村居民人均消费支出同比录得 10.8%，低于第三季度的 11.4%。收入方面，四季度则全面改善。四季度全国居民人均可支配收入同比增长 9.1%，高于第三季度的 8.8%；其中城镇人均可支配收入同比录得 8.0%，高于第三季度的 7.8%；农村居民人均可支配收入同比录得 10.8%，高于第三季度的 9.7%。

工业企业产能利用率四季度录得 77.5%，高于第三季度的 76.4%；虽然 PPI 同比增速在四季度继续下滑，但底部已在 2019 年 10 月出现。

就业方面，从城镇调查失业率以及从与之对应的新增城镇就业人数上看，四季度中国就业情况继续改善。

具体到 12 月数据，整体较 11 月出现了小幅改善，制造业和民间固定资产投资的恢复极为明显，与 PPI 同比增速见底回升有关。我们倾向于认为，2019 年三季度是中国实际 GDP 增速和通胀（以 GDP 平减指数衡量）的底部，未来将迎来一波短暂而温和的上行。现在影响市场的关键问题在于政策取向，2019 年 11 月以来骤松的政策令人意外，但或许我们已经站在了宽松的顶点。

#### **(1) 12 月经济数据较 11 月略有改善。**

\* 表现好于 11 月的数据。工业增加值、投资、PPI、进出口、汽车产销、房屋新开工、购置土地面积、粗钢产量、水泥产量。

\* 表现差于 11 月的数据。城镇调查失业率、发电量、商品房销售、10 种有色金属产量、乙烯产量、煤炭产量、原油产量、天然气产量。

\* 12 月消费、CPI 同比与前值持平。

#### **(2) 12 月南华综合指数、CRB 指数双双环比上涨。**

国内商品价格方面，12 月近乎单边上涨；以月均衡量，南华综合指数 12 月高于 11 月；南华工业品指数的走势与南华综合指数基本一致。现货价格多数上涨，以月均衡量，农产品批发价格指数、钢铁现货价格、水泥现货价格、化工产品现货价格环比上涨；猪肉现货价格、煤炭现货价格环比下跌。国际方面，大宗商品价格 12 月整体环比上涨，以月度均值计算，12 月 CRB 指数录得 395，前值 389。国际油价、国际金价、国际铜价、铁矿石价格、CBOT 玉米价格、CBOT 小麦价格、CBOT 大豆价格环比上涨；天然气价格、欧洲煤价环比下跌。12 月波罗的海散运指数较 11 月环比下跌。

#### **(3) 10 月房地产、汽车库存同比上升，煤炭平稳、钢铁下降。**

12 月商品房待售面积 5.0 亿平米，同比下降 4.9%，前值同比下降 6.5%；12 月房屋施工面积 89.4 亿平米，同比增长 8.7%，前值增长 8.7%。12 月汽车库存 108 万辆，同比下降 6.6%，前值同比下降 18.2%。12 月底全国主要钢材品种库存总量同比下降 3.4%，11 月末同比下降 8.3%；12 月底重点企业钢材库存量同比下降 16.3%，11 月末同比下降 6.2%；12 月底全国高炉开工率 65.3%，低于 11 月末的 65.9%，盈利钢厂比率 79.8%，低于 11 月末的 80.4%。12 月末，秦皇岛港和六大发电集团煤炭库存同比分别录得-10.5% 和 4.0%，11 月末分别为 12.6%和-4.6%；整体平稳。

## 四、新兴：小幅改善

12月数据显示，新兴经济体（新加坡、马来西亚、泰国、印尼、印度、俄罗斯、巴西、阿根廷、墨西哥、南非）继续小幅改善。目前来看，我们倾向于认为，2019年四季度新兴经济体经济增速继续走弱，2020年一季度或能触底；关注疫情产生的冲击。

### （1）四季度新兴经济体整体经济增速继续走弱。

四季度新加坡 GDP 同比增长 0.8%，高于第三季度的 0.5%。

四季度马来西亚 GDP 同比增长 3.6%，低于第三季度的 4.4%。四季度泰国 GDP 同比增长 1.6%，低于第三季度的 2.6%。四季度印尼 GDP 同比增长 5.0%，略低于三季度。四季度墨西哥 GDP 同比下降 0.5%，三季度同比下降 0.3%。

### （2）12月新兴经济体制造业 PMI 与前值持平、服务业拖累综合 PMI 低于前值。

12月新兴经济体制造业 PMI 录得 51.0，前值 51.0；服务业 PMI 录得 52.4，前值 53.2；综合 PMI 录得 52.2，前值 52.7。

新兴经济体方面，印度 12月制造业、服务业 PMI 双双高于前值，均高于 50。俄罗斯 12月制造业 PMI 高于前值、服务业拖累综合 PMI 低于前值，其中制造业 PMI 低于 50。巴西 12月服务业 PMI 高于前值、制造业拖累综合 PMI 低于前值，均高于 50。中国 12月财新和中采 PMI 走势基本一致，除中采制造业 PMI 与前值持平外，其他全部低于前值，全面高于 50。新加坡 12月综合 PMI 高于前值，高于 50。南非 12月综合 PMI 低于前值，低于 50。马来西亚、印尼 12月制造业 PMI 均高于前值，马来西亚等于 50、印尼低于 50。墨西哥 12月制造业 PMI 低于前值，低于 50。

### （3）12月 CPI 同比增速整体上升。

12月 CPI 同比增速高于前值的经济体包括新加坡、马来西亚、泰国、印度、巴西、南非、阿根廷。

12月 CPI 同比增速低于前值的经济体包括印尼、俄罗斯、墨西哥。

阿根廷 12月 CPI 同比增速高达 53.8%，高于前值 52.1%。

### （4）12月 M2 同比增速整体高于前值。

12月 M2 同比增速高于前值的经济体包括马来西亚、印度、俄罗斯、巴西、南非、墨西哥。

12月 M2 同比增速低于前值的经济体包括新加坡、泰国、印尼、阿根廷。

12月印度 M2 同比增长 12.3%，高于前值 11.0%。12月阿根廷 M2 同比增长 21.9%，略低于前值。

### （5）12月外贸整体改善。

12月进出口双双同比正增长的经济体包括马来西亚、南非；双双同比负增长的经济体包括泰国、印度、巴西。

12月进出口同比均好于前值的经济体包括新加坡、马来西亚、泰国、印尼、巴西、南非、墨西哥；没有经济体均弱于前值。

### （6）12月工业整体改善。

12月工业同比正增长的经济体包括马来西亚、印尼、俄罗斯、阿根廷；其中俄罗斯、阿根廷好于前值，马来西亚、印尼弱于前值。

12月工业同比负增长的经济体包括新加坡、泰国、印度、巴西、南非、墨西哥；其中新加坡、泰国、巴西、墨西哥好于前值，印度、南非弱于前值。

#### **(7) 12月零售整体走弱。**

12月零售同比正增长的经济体包括马来西亚、俄罗斯、巴西、南非、墨西哥；其中墨西哥好于前值，俄罗斯、巴西、南非弱于前值，马来西亚与前值持平。

12月零售同比负增长的经济体包括新加坡、泰国、印尼、阿根廷；其中新加坡、阿根廷好于前值，泰国、印尼弱于前值。

#### **(8) 12月汇率对美元整体升值。**

以月均环比计算，我们观察的10个新兴经济体12月汇率对美元升值的有9个，其中升值幅度最大的是南非(升值2.86%)，紧随其后的是俄罗斯和巴西(升值1.73%和1.33%)。只有阿根廷出现贬值(贬值0.60%)。12月外汇储备较前值增加的经济体包括新加坡、马来西亚、泰国、印尼、印度、俄罗斯、墨西哥、阿根廷，减少的经济体包括巴西、南非。

#### **(9) 12月10年国债收益率整体低于前值。**

以月度均值计算，印尼、印度、巴西等3个经济体12月10年国债收益率高于11月，新加坡、马来西亚、泰国、俄罗斯、南非(南非为9年国债)、墨西哥等6个经济体12月10年国债收益率低于11月。

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**谢亚轩：**南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（董事总经理），负责宏观经济研究。2013年新财富最佳分析师宏观经济第六名，卖方分析师水晶球奖宏观经济入围奖。2014年新财富最佳分析师宏观经济入围奖。2015年第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第五名，新财富最佳分析师宏观经济第六名。2016年新财富最佳分析师宏观经济第五名，中证报金牛、第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第四名。2017年新财富最佳分析师宏观经济第六名。

**罗云峰：**南开大学经济学学士、硕士、博士，中共中央党校政治学博士后。现任招商证券研发中心联席首席宏观分析师（董事）。先后就职于国家发展改革委系统、申银万国证券研究所和安信证券研究所，政、学、商三界逾10年宏观固收研究经验。专注于盈利债务周期模型下的全球大类资产配置研究。

**张一平：**南开大学经济学学士、硕士和博士。2011年加入招商证券，现任研究发展中心宏观经济分析师（董事），负责大类资产配置研究。

**刘亚欣：**美国雪城大学金融学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

**高明：**中国人民大学国民经济学博士，招商证券应用经济学博士后。现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

**张秋雨：**南开大学经济学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。