



国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 经济或短周期企稳 投资动能仍待修复

—11月宏观经济数据点评

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2019年12月16日

### 内容提要:

11月工业增加值同比增长6.2%，前值4.7%，预期5.2%；1-11月固定资产投资同比增长5.2%，前值5.2%，预期5.2%；11月社会消费品零售总额同比增长8.0%，前值7.2%，预期7.8%。

工业生产好于市场预期。包括制造业PMI生产指数、发电周耗煤量在内的多项数据印证11月供给增速回升幅度较大。不过，工业增加值大幅反弹和出口产业链条仍然较弱形成反差，出口产业链条并未明显改善。未来，短期PPI回升可能性较大，叠加逆周期调节保持温和和向上力度，库存回补短期持续，工业增加值或保持相对稳定。

固定资产投资符合预期，其中基建投资分化，房地产投资与制造业投资小幅回落。固定资产投资增速持平前值与预期。1-11月固定资产投资同比增长5.2%，与10月持平，终止了此前的4连跌，而且是在2018年同期基数回升的情况下取得，表明投资需求修复迹象初显。

消费增速好于预期，名义增速受益于价格因素，实际增速持平前值。一方面，汽车及相关商品拖累减弱，另一方面，“双十一”促销拉动网上商品和服务零售增速上行，地产竣工和销售有所加快推动家具、家用电器增速较10月有不同程度的上升。

总体而言，11月宏观经济数据总体上好于预期，虽然部分受2018年同期基数影响，但企稳的积极信号仍在增加。从另一个角度看，当前的企稳更可能是短周期行为，需求偏弱的情况没有根本性扭转，2020年库存结构性回补为经济底部提供一定支撑，但内生动力仍有待修复。

**风险提示:** 供给侧改革调整加大，贸易摩擦升温，央行超预期调控，经济下行压力增大，海外市场黑天鹅事件等。

### 工业增加值与发电量



### 固定资产投资与基建投资



### 相关报告

1. 《识时知务 静待花开—2020年国内宏观经济展望》
2. 《通胀总体温和，利润分配转移—2019年通胀形势展望》
3. 《经济下行压力尚存 疏通机制甚于放水—2019年中期国内宏观经济展望》

**事件：**国家统计局 12 月 16 日公布的数据显示，11 月工业增加值同比增长 6.2%，前值 4.7%，预期 5.2%；1-11 月固定资产投资同比增长 5.2%，前值 5.2%，预期 5.2%；11 月社会消费品零售总额同比增长 8.0%，前值 7.2%，预期 7.8%。

**点评：**11 月宏观经济数据总体上好于预期，虽然部分受 2018 年同期基数影响，但企稳的积极信号仍在增加。从另一个角度看，当前的企稳更可能是短周期行为，需求偏弱的情况没有根本性扭转，2020 年库存结构性回补为经济底部提供一定支撑，但内生动力仍有待修复。

### 1、工业增加值大幅强于市场预期

工业生产好于市场预期。11 月工业增加值同比增速较 10 月反弹 1.5 个百分点至 6.2%，好于市场预期（5.2%），创近 5 个月新高。剔除 2018 年同期基数走低影响，新增动能仍在恢复。

三大门类同比增速均出现回升，尤其是采矿业与制造业，分别较 10 月加快 1.8、1.7 个百分点。分行业看，表现较好的电气机械和器材制造业增长 12.6%（10 月为 10.7%，下同），黑色金属冶炼和压延加工业增长 10.7%（6.3%），计算机、通信和其他电子设备制造业增长 9.7%（8.2%），汽车制造业增长 7.7%（4.9%），电力、热力生产和供应业增长 6.8%（6.7%）。

多项数据印证 11 月供给增速回升幅度较大。首先，其与制造业 PMI 生产指数大幅上升 1.8 个百分点是一致的。其次，11 月发电周耗煤量同比增长 16.3%，连续 2 个月保持在 15% 以上的较高增速。此外，11 月工业增加值反弹虽然部分受 2018 年同期基数走弱影响，但季调环比增长 0.78%，为近 62 个月以来次高（仅低于 2019 年 3 月的 0.92%），表明供给端出现了明显的反弹。从近期中上游的库存变化情况看，螺纹钢、水泥库存去化情况良好，与暖冬开工量增加是匹配的。其中，螺纹钢近 17 周中有 15 周在去库存，而且近 5 周的库存持续低于 2018 年同期。

不过，工业增加值大幅反弹和出口产业链条仍然较弱形成反差。11 月工业产销率反弹 0.3 个百分点至 98.0%，与年内均值持平；出口交货值同比下降 3.4%，较 10 月收窄 0.4 个百分点，但仍是连续 4 个月负增长。供给大增，但出口产业链条并未明显改善，从另一个角度印证内需或短期企稳。

展望未来，短期 PPI 回升可能性较大，虽然力度温和，但仍有助于工业企业利润及投资的恢复，叠加逆周期调节保持温和向上力度，库存回补短期持续，工业增加值或保持相对稳定。

## 2、固定资产投资符合预期，其中基建投资分化，房地产投资与制造业投资小幅回落。

**固定资产投资增速持平前值与预期。**1-11 月固定资产投资同比增长 5.2%，与 10 月持平，终止了此前的 4 连跌，而且是在 2018 年同期基数回升的情况下取得，表明投资需求修复迹象初显。

**广义与狭义基建投资增速分化。**1-11 月基建投资（不含电力等）同比增长 4.0%，较前值回落 0.2 个百分点；基建投资（含电力等）同比增长 3.5%，较前值反弹 0.2 个百分点。其中，铁路投资回落 4.3 个百分点，电力、热力、燃气及水生产和供应业加快 1.7 个百分点，道路运输业加快 0.7 个百分点，逆周期调节政策落地效果总体仍然温和。预计随着 2020 年专项债提前下达并保持扩容、项目资本金新政落地以及报批项目增多等积极信号的累计，未来基建投资温和回升趋势不改。

**制造业投资小幅回落。**1-11 月制造业投资同比增长 2.5%，较前值回落 0.1 个百分点，但部分受 2018 年同期基数走高因素的影响，制造业投资或在积攒复苏动能。不过，与工业增加值中制造业增速反弹 1.7 个百分点相比，当前制造业投资复苏的速度稍慢，可能与企业与市场信心不足，从而拖累中长期投资，未来仍需要政策端持续呵护制造业企业，尤其是民营企业、小微企业等。对此，2019 年中央经济工作会议提出“增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题”。高技术产业投资仍然是拉动整体制造业投资的重要力量，1-11 月高技术产业投资同比增长 14.1%，比前值微降 0.1 个百分点。其中，高技术制造业和高技术服务业投资同比分别增长 14.8% 和 13.1%，前者比 10 月提高 0.3 个百分点。随着政策持续加码、中美经贸关系缓和以及 PPI 触底回升，市场信心修复，制造业投资增速有望回升。

**房地产领域韧性尚存，投资增速小幅回落，竣工面积有所加快。**1-11 月房地产投资同比增长 10.2%，较前值回落 0.1 个百分点；11 月当月同比增长 8.4%（年底新低），较前值回落 0.4 个百分点。1-11 月新开工面积同比增速较前值回落 1.4 个百分点至 8.6%（与 9 月持平），11 月当月同比大幅回落 26.1 个百分点至 -2.9%，为近 23 个月最低。1-11 月施工面积同比增长 8.7%，4 月以来基本保持稳定；竣工面积虽然仍然同比负增，

但-4.5%的增速已经是近 21 个月以来的最高，这表明开发商加快开工以争取高周转。此外，1-11 月商品房销售面积同比增长 0.2%，连续 2 个月正增长；11 月当月增长 1.1%，连续 5 个月保持正增长。短期而言，开发商缩短建设与销售周期有利于建安投资保持稳定增长，9-10 月土地购置费同比转正（11 月负增长 0.8%）表明开发商对土地市场仍有热情，叠加连续 5 个月销售增速为正等因素，地产韧性仍将在一段时间内存在。

### 3、消费好于预期

**消费增速好于预期，名义增速受益于价格因素，实际增速持平前值。**11 月社会消费品零售总额同比名义增长 8.0%，高于市场预期（7.8%），为近 5 个月最高，其中 RPI 较 10 月提高 0.8 个百分点；实际增长 4.90%，持平 10 月，同为有记录以来最低。

一方面，汽车及相关商品拖累减弱，同比下滑 1.8%（10 月为-3.3%，下同），石油及制品类同比增长 0.5%（-4.5%）；除汽车以外的社零同比增长 9.1%（8.3%）。另一方面，“双十一”促销拉动网上商品和服务零售增速上行，地产竣工和销售有所加快推动家具、家用电器增速较 10 月有不同程度的上升。

**风险提示：**供给侧改革调整加大，央行超预期调控，贸易摩擦升温，经济下行压力增大，海外市场黑天鹅事件等。

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\\_8164](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8164)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>