

2019年12月17日

宏观研究

研究所

证券分析师：  
021-60338120樊磊 S0350517120001  
fanl@ghzq.com.cn

## 部分行业存货回补与基建投资助推生产增长

## ——11月经济数据点评

## 相关报告

《上市公司子公司分拆上市新规点评：分拆上市新规填补A股制度空白》——2019-12-15

《中美达成一阶段贸易协定点评：有助于减少经济运行的不确定性》——2019-12-15

《中央经济工作会议点评：高质量发展优先于高速度增长》——2019-12-13

《政治局会议点评：对2020年经济政策的一些指引》——2019-12-08

《11月贸易数据点评：进出口增速趋势符合预期》——2019-12-08

## 事件：

近日,国家统计局公布11月主要经济指标,工业生产增速强劲反弹到6.2%,显著高于市场一致预期。我们注意到终端需求的改善主要来自基建投资科目下水电热生产行业的投资反弹,但是一些库存回补的因素可能比较明显的提振了工业生产。我们对四季度经济企稳和明年一季度环比改善持乐观态度,但考虑到高基数的影响,仍然维持2020年1季度GDP5.9%的预测。

## 投资要点：

- **基建投资助推投资反弹,但是零售数据继续疲弱并低于预期。**从单月同比的数据来看,固定资产投资增速从10月的3.7%反弹到了5.2%。其中,房地产开发投资单月同比略有反弹整体继续保持10%左右的增长,(从房地产销售面积单月同比维持正增长、房企资金来源、和房地产土地购置来看,房地产的韧性仍然较强)。制造业投资单月同比有所回落。在政府强力督战之下,基建投资单月投资同比显著反弹,从10月的1.9%上升到了5.3%——其中水电热的生产行业相关投资强劲反弹。我们认为政府稳增长的一些措施叠加去年11月基数略有回落是基建投资反弹的主要因素。

然而社零的数据持续低于预期。社零实际同比增速与10月持平,连续两个月维持多年以来新低的水平上。考虑到双十一对于零售的支撑——从限额以上企业零售数据可以得到验证——和汽车零售去年的极低基数,说明消费的数据确实显著低于预期。实际上,在汽车去年基数极低的情况下,汽车相关品种的零售金额同比仅仅略有反弹,甚至未能转正,还是反映出消费者信心比较疲弱。名义社零同比的反弹主要与价格指数的上涨有关。

- **补库存或支撑工业增加值。**11月工业增加值大幅反弹,主要由三部门驱动:汽车,建筑业相关的钢铁和非金属矿物,以及多种设备制造行业。从主要的工业产品产量来看,粗钢、水泥、平板玻璃和汽车的产量也都反弹显著。除了地产基建支撑的建材需求之外,我们认为库存回补也是工业生产反弹的主要因素。
- **维持四季度经济企稳的判断,但仍然维持2020年GDP增速5.8%的判断。**10月和11月的工业增加值高于三季度平均水平,这意味

着四季度经济大概率企稳。考虑到提前下达的地方政府专项债资金会在明年初开始安排支出，叠加库存回补，有望对于 2020 年 1 季度经济的环比增长构成一定支撑。然而，综合考虑 2020 年一季度基数偏高的影响，我们继续维持 2020 年一季度 GDP 增速 5.9% 全年 5.8% 的判断（《出清之痛——2020 年宏观经济展望》）。

**风险提示：经济低于预期，政策力度不及预期，中美关系持续恶化**

## 【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，10年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006年获得北京大学学士学位，2008年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

## 【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

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\\_8280](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8280)

