

宏观研究/数据综述月报

2019年12月16日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

张浩 +86 21 28972068
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

- 1《宏观: 经济积极因素体现可能在明年 Q1》2019.11
- 2《宏观: GDP 增速下行到 6.0%详解》2019.10
- 3《宏观: “六稳”是短期工作重点》2019.09

经济企稳信号乍现

2019年11月经济数据综述

经济企稳信号乍现

2019年11月PMI回升到荣枯线以上、工业生产数据出现反弹,可能反映在政策刺激预期下,部分工业原料开始提前加大生产力度;但固定资产投资数据整体仍在低位,同时通胀短期上行压力继续加大。12月12日中央经济工作会议强调明年是全面建成小康社会和十三五规划收官之年,要保持经济运行在合理区间。我们判断稳增长仍是明年经济工作中重中之重,经济在生产端和需求侧都面临下行压力,预计明年一季度将给出较为积极的对冲刺激,政策工具可能前置,拉动基建投资增速在明年一季度就出现反弹;维持2020全年经济增速在+6.2%左右的判断。

11月社零名义同比增速8%,购物节效应助力消费环比改善

11月社零名义同比增速8%,前值7.2%,环比显著回升;1-11月社零累计同比增速8.0%,前值8.1%。11月汽车、家具、家电及建筑装潢等商品零售同比增速分别为-1.8%、6.5%、9.7%和-0.3%。结构方面汽车消费处于底部震荡阶段,负向拖累逐步下降。11月除汽车以外消费品增速9.1%,11月消费数据回升受购物节效应影响,日用品、化妆品、通讯器材、家电、家具等均有不同程度回升。我们认为,长期来看,2020年作为关键之年,政策稳增长诉求下居民收入增速预计仍有韧性,猪肉涨价带来的结构性通胀影响有限,我们预计消费未来走势大概率仍将保持韧性。

11月全国调查失业率5.1%,就业形势整体稳定

11月全国调查失业率5.1%,与10月持平,同比上升0.3个百分点。11月PMI指数显著回升,非制造业从业人员指数改善幅度较大,且建筑业维持在较高的景气度水平,是就业形势整体稳定的重要支撑因素。我们认为,11月经济数据出现一定企稳迹象,但企业盈利情况尚未明显改善,劳动力市场将继续承压。12月4日国常会明确要求各地出台更多支持新增就业岗位的措施、加大力度援企稳岗,这表明稳就业依然是现阶段的重要任务,后续逆周期政策将继续发力托底就业形势,中美第一阶段协议的达成也有利于外向型企业的就业稳定,总体而言实现5.5%的失业率目标难度不大。

11月工业增加值当月同比+6.2%、1-11月固定资产投资累计同比+5.2%

11月工业增加值当月同比+6.2%,经济政策定调注重稳增长,我们认为部分工业品原料和设备可能从今年四季度开始加大生产,这对工业生产形成了一定拉动。库存周期可能在明年上半年转入主动补库,同期工业生产也有望出现较明显的回升。1-11月制造业投资累计同比+2.5%,去年四季度基数维持较高、企业对需求侧中长期预期暂未见明显好转,继续对Q4制造业投资数据产生压力。基建投资累计同比+4%,较前值小幅回落。日前财政部已批复提前下达2020年部分专项债新增额度、并大概率在明年一季度加快发行、形成实物工作量,这一积极变化可能带来基建增速的上行。

房地产投资延续较强韧性

1-11月房地产开发投资同比增10.2%,增速较1-10月回落0.1个百分点。我们认为预计未来政策扩信用的重点是“好”项目和类地产,保障房、老旧小区改造等主题仍会对地产投资形成一定支撑。同时地产商的主动补库存意愿也将对地产投资数据产生支撑,土地购置面积累计同比的负增长持续收窄。我们认为,房地产投资去年主要靠土地费用边际拉动,今年主要靠新开工边际拉动,明年边际拉动因素可能切换至竣工(由开工-施工继续向下传导)。11月新开工、施工面积同比增速较前值小幅回落,但竣工面积同比负增长延续收窄。我们对明年地产投资增速并不悲观。

风险提示:受中美贸易摩擦可能对外需产生较大扰动、银行体系流动性向实体经济疏导路径不畅等因素的影响,经济走势可能弱于预期。

经济企稳信号乍现

2019年11月PMI回升到荣枯线以上、工业生产数据出现反弹，可能反映在政策刺激预期下，部分工业原料开始提前加大生产力度；但固定资产投资数据整体仍在低位，同时通胀短期上行压力继续加大。12月12日中央经济工作会议强调明年是全面建成小康社会和十三五规划收官之年，要保持经济运行在合理区间。我们测算全面建成小康社会2010-2020年“翻一番”需达到的增长目标，以2019年实际GDP增速+6.2%计，2020年经济增速需达到约6.2%左右；按十三五规划2016-2020给出的年均复合增速6.5%目标算，倒算2020年经济增速同样在6.2%左右。当前经济类滞胀压力加大，但我们判断稳增长仍是明年经济工作重中之重，经济在生产端和需求侧都面临下行压力，预计明年一季度将给出较为积极的对冲刺激，政策工具可能前置，拉动基建投资增速在明年一季度就出现反弹；维持2020年全年经济增速在+6.2%左右的判断。

12月中央经济工作会议提出“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，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”。我们提示，房地产政策重提三稳，稳房价稳地价稳预期强调的是“房价不涨是前提”，通过长效管理机制促进房地产行业平稳健康发展；在当前因城施策的政策环境下，地方政府或根据自身情况适当放松地产政策，我们认为房价回落的城市出现政策放松的可能性最大；相比于今年7月政治局会议强调的“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，本次会议措辞适当趋缓，当前政策基调类似于2019年一季度，我们判断地产融资最紧时刻已过。

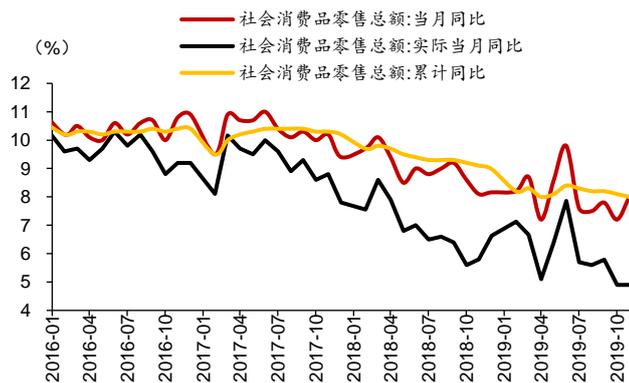
12月13日，国务院新闻办公室举行新闻发布会宣布，已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致。中美对于明年均存在稳经济的诉求，这决定了双方能够在贸易协定方面达成初步一致，以试图降低贸易摩擦对两国经济的负面影响。

货币政策端，受当前通胀走高的约束，短期动用价格工具可能性不大，主要看好扩信用，我们坚持认为明年一季度扩信用在“好”项目和类地产领域发力，好项目符合金融供给侧改革金融支持实体经济原则，尤其是制造业中长期贷款发力；明年年初社融可能超预期放量。

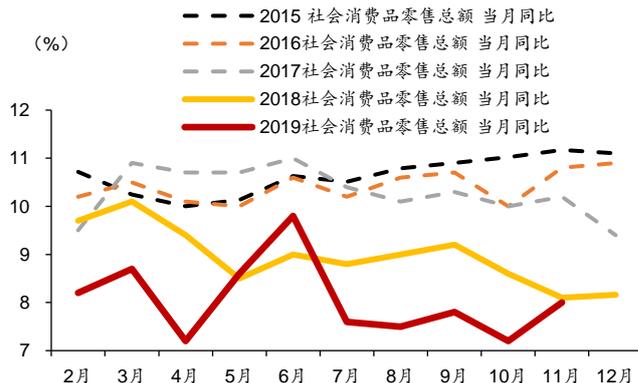
工业生产端，价格（PPI）和盈利拐点可能在今年末至2020年一季度。我们认为企业盈利端仍在修复过程中，库存周期有望在2020上半年切换到补库阶段。

11月社零名义同比增速8%，购物节效应助力消费环比修复

2019年11月，社会消费品零售总额名义同比增速为8.0%，前值7.2%，环比较10月数据明显改善。1-11月社会消费品零售总额名义累计同比增速为8.0%。11月限额以上消费品零售额同比增速4.4%，1-11月限额以上消费品3.9%。结构方面，汽车消费仍是主要拖累项，11月限额以上汽车消费额增速为-1.8%，前值-3.3%，较上月降幅收窄，仍处于底部震荡阶段，虽然预计未来一段时间内汽车消费的绝对额变化不大，但随着2020年汽车消费基数渐低，限额以上汽车消费增速有望逐步修复，对整体消费的负向拉动作用有望降低。非汽车领域仍表现较好，11月除汽车以外的消费品零售额增速达9.1%，1-11月除汽车以外消费品累计同比增速9.0%，均高于同期社零整体数据，其中11月限额以上的家电、纺织服装、日用品、家具等消费额增速分别达到9.7%、4.6%、17.5%、6.5%，高于同期1-11月的累计同比数据。

图表1：11月社会消费品零售总额名义同比增速8.0%

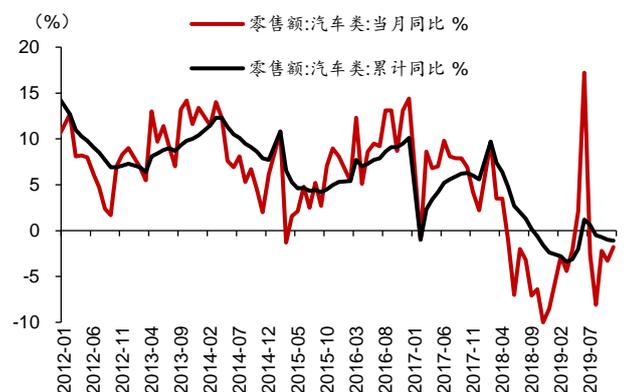
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：历年社会消费品零售总额同比增速变动

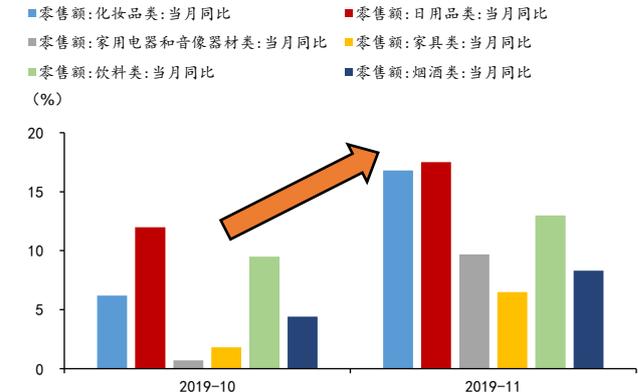
资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们认为，11月社零数据回升的主因在于购物节效应发酵，消费者在促销季集中购物带动数据环比改善。我们在10月经济数据点评时提出“购物节效应带来的促销活动会改变居民短期的消费意愿，居民参与促销而主动延迟消费行为会导致消费数据错位，消费后置带来10月数据回落而11月数据改善”。当下来看，我们发现，购物节效应表现较强，11月社零数据较前月环比改善0.8个百分点，10月粮油食品、纺服、日用品、文化办公等大部分消费品增速承压，社零数据在同比和环比方面均超预期恶化，而11月出现明显改善，11月限额以上的家电、纺织服装、日用品、家具和化妆品等消费额增速分别达到9.7%、4.6%、17.5%、6.5%和16.8%，均有不同程度回升。

受益于我国电子商务和网上购物的快速发展，作为购物节促销主战场的纺织服装、家电等领域销售数据明显回升，购物节效应表现相对较强。生活水平提升、消费升级等因素使得化妆品消费保持较高增速，1-11月限额以上累计同比达12.7%，在“李佳琦效应、直播带货”等购物节效应支撑下，11月限额以上化妆品消费额显著回升达到16.8%，前值6.2%。我们在10月点评中提示，短期猪肉价格上升带来的结构性通胀可能会催生一定通胀预期影响消费，主要作用机制是提升消费者对打折、促销等利好的敏感性，年末购物节的促销活动对消费者的吸引力提升，特别是存在消费刚性的消费品领域表现更强，11月限额以上日用品消费增速17.5%，10月仅为12.0%，日用品消费单月显著上涨已有印证。

图表3：11月汽车消费较前月降幅收窄，负向拖累小幅降低

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：购物节效应带动11月化妆品、家具家电等消费回升

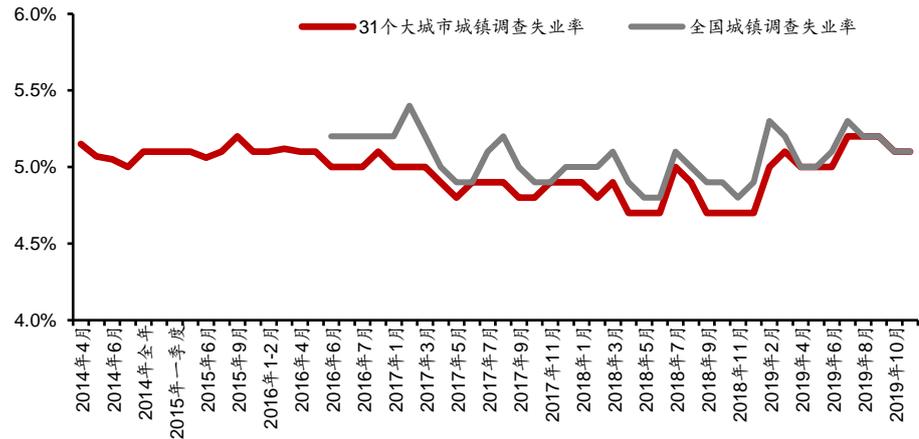
资料来源：Wind，华泰证券研究所

11月全国调查失业率5.1%，就业形势整体稳定

11月份，我国全国调查失业率为5.1%，与10月持平，同比上升0.3个百分点。其中，31个大城市城镇调查失业率为5.1%，25-59岁人口调查失业率为4.6%，均与上月持平。我们认为，11月PMI指数显著回升，非制造业从业人员指数改善幅度较大，建筑业维持在较高的景气度水平，是就业形势整体稳定的重要支撑因素。

11月经济数据出现一定企稳迹象，但企业盈利情况较2018年明显下降，全国调查失业率普遍高于去年同期0.2-0.5个百分点，劳动力市场将继续承压。12月4日国常会指出“就业是民生之本、财富之源”，要更大力度实施就业优先政策，要求各地出台更多支持新增就业岗位的措施，加大力度援企稳岗，深入推进职业技能提升行动，完善就业托底保障。2019年中央经济工作会议指出“坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底”，做好稳定就业总量、改善就业结构等工作。政府的态度再次表明稳就业依然是现阶段的重要任务，后续相关逆周期政策将继续发力托底就业形势。中美第一阶段经贸协议的达成也有利于外向型企业的就业稳定，有利于后续就业形势改善，总体而言实现5.5%的失业率目标难度不大。

图表5：11月全国调查失业率为5.1%，与10月持平



资料来源：Wind，华泰证券研究所

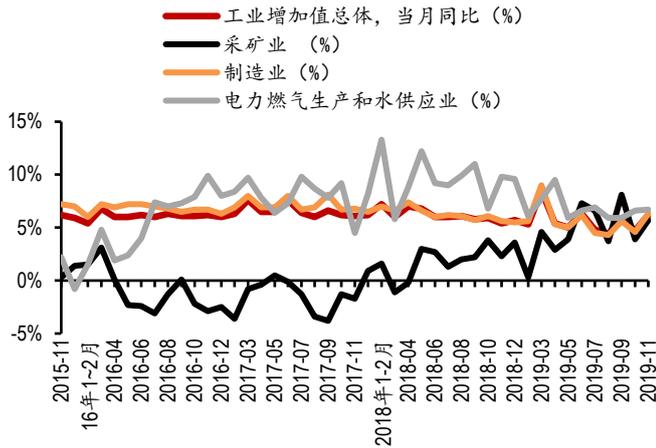
11月工业增加值当月同比+6.2%

11月份工业增加值当月同比+6.2%，较10月份(+4.7%)有较明显的反弹，2018Q1~2019Q3，工业增加值的季度均值分别为6.6%、6.6%、6.0%、5.7%、6.5%、5.6%、5%，而10-11月的工业增加值均值为+5.5%。经济政策定调注重稳增长，尽管我们认为基建投资明显发力可能要到明年一季度，但部分工业品原料和设备可能从今年四季度开始加大生产力度，对工业生产形成了一定拉动。11月份钢材、水泥当月产量同比均呈现显著反弹；汽车当月产量也实现同比由负转正。

PPI同比有望在明年一季度转正，PPI和工业企业盈利有较强正相关性，工业企业利润增速也有望在今年末至明年初同比转正，未来企业盈利的修复或逐步提振企业生产信心；与PPI环比未来的主要影响因素类似，需求侧的政策刺激投放力度和节奏，也是影响未来两至三个季度工业生产的最主要因素。生产和库存一般滞后价格和盈利拐点一个季度左右，我们认为库存周期可能在明年上半年转入主动补库阶段，同期工业生产也有望出现较明显的回升。

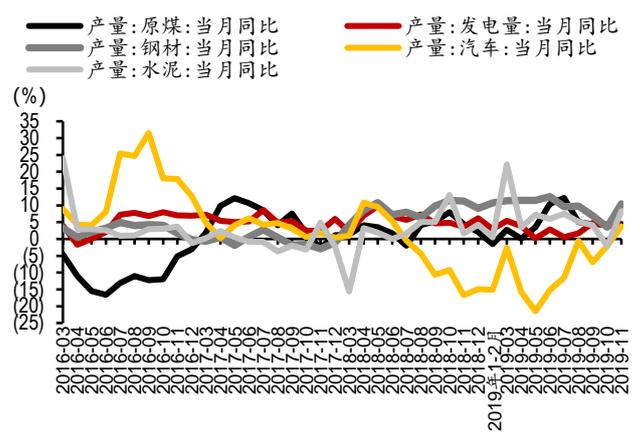
11月份，采矿业增加值同比增长5.7%，增速较10月份加快1.8个百分点；制造业增长6.3%，加快1.7个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长6.7%，加快0.1个百分点。

图表6：工业增加值和三大子门类增加值同比增速 %



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：部分工业产品产量当月同比 %



资料来源：Wind，华泰证券研究所

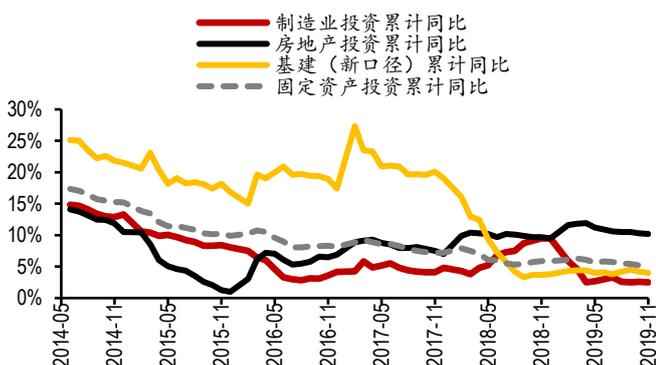
1-11月固定资产投资累计同比+5.2%

1-11月制造业投资累计同比+2.5%，符合我们预期；基建投资（统计局口径）累计同比+4%，较前值小幅回落；地产投资累计同比+10.2%，较前值回落0.1个百分点。1-11月整体固定资产投资累计同比+5.2%，符合我们预期。

去年四季度基数维持较高、企业对需求侧的中长期预期暂未见明显好转，继续对今年四季度制造业投资数据产生压力，2019全年制造业投资增速可能维持在+2.5%左右。未来制造业投资的正向逻辑，一是高技术制造业投资有望延续较快增长。1-11月高技术制造业投资增速+14.8%，国家加大对科创行业融资创投的支持力度，有望继续对相关投资起到拉动。第二，我们预计2020年基建投资增速上行、地产投资持稳，内需相关的政策刺激变量有望在年初就较早体现；同时，中美第一阶段贸易协议的达成，也部分缓释了市场对外需下滑的担忧。即使是今年投资增速下行的传统制造业，行业龙头企业的在手现金状况仍不差；如需求侧预期逐渐转暖，制造业（尤其是传统制造业，如设备、机械等行业）产能利用率有望回升，企业也有望小幅增大资本开支。

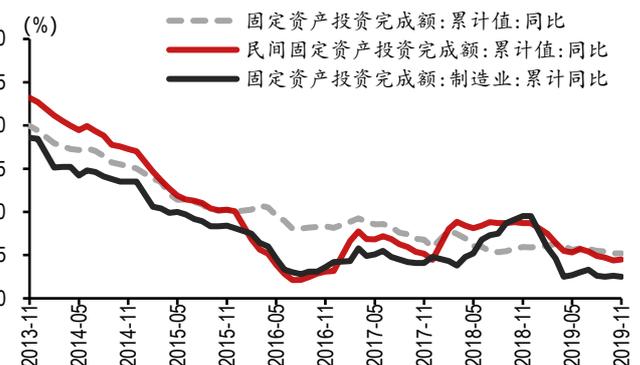
今年基建投资呈现出结构化特征，道路投资、生态环境治理投资较为强劲，我们认为主要源于中央财政支持、重点项目开工建设。而由地方政府主导的公共设施管理业投资（主要是市政工程类）1-11月同比增速仍在零附近。12月中央经济工作会议强调“积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，做好重点领域保障”。我们认为，明年财政政策的重心是提升基建，预计2020年新增专项债额度3万亿；日前财政部已经批复提前下达2020年部分专项债新增额度、并大概率在明年一季度加快发行、形成实物工作量，这一积极的变化可能会带来基建增速的上行。

图表8：固定资产投资和三大子门类累计同比增速 %

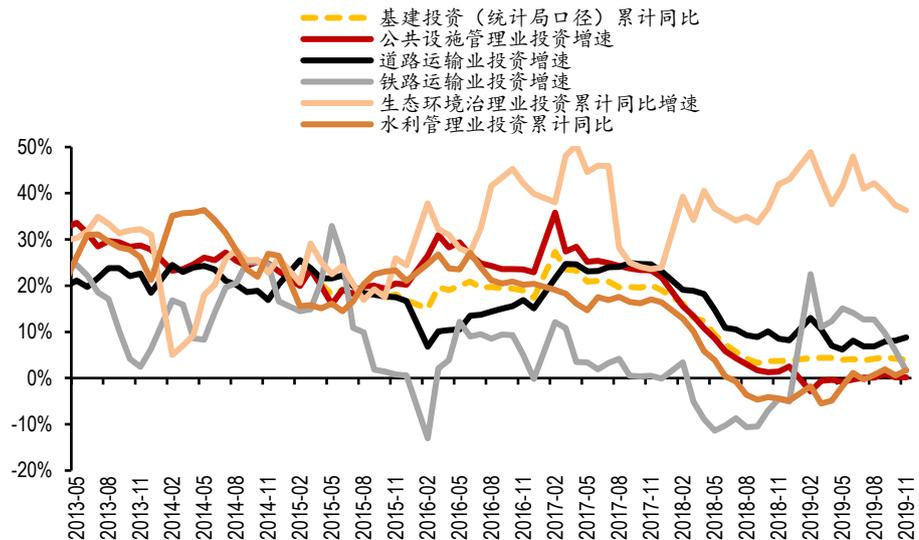


资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：制造业投资和民间投资增速的表现 %



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：公共管理业投资增速持续低迷


资料来源：Wind，华泰证券研究所

1-11月房地产投资延续较强韧性

1-11月房地产开发投资同比增10.2%，增速较1-10月回落0.1个百分点。房地产开发投资5-10月基本延续了总体回落的趋势，但回落幅度较小，全年增速预计+10%左右。我们认为，地产行业的韧性可能不容低估，预计未来政策扩信用的重点是“好”项目和类地产，保障房、老旧小区改造等主题仍会对地产投资形成一定支撑。同时地产商的主动补库存意愿也将对地产投资数据产生支撑，土地购置面积累计同比的负增长持续收窄。

从销售来看，1-11月份，商品房销售额增长7.3%持平前值；在房地产加杠杆融资监管趋严下，地产企业更依赖自有资金和销售回款，目前来看销售情况仍较稳健。在施工端，1-11月新开工、施工面积同比增速较前值小幅回落，但竣工面积同比负增长延续收窄。我们认为，房地产投资去年主要靠土地费用边际拉动，今年主要靠新开工边际拉动，明年边际拉动因素可能切换至竣工(由开工-施工继续向下传导)。我们对明年地产投资增速并不悲观，维持2020年地产投资增速10%的判断。

12月中央经济工作会议提出“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，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”。我们提示，房地产政策重提三稳，稳房价稳地价稳预期强调的是“房价不涨是前提”，通过长效管理机制促进房地产行业平稳健康发展；在当前因城施策的政策环境下，地方政府或根据自身情况适当放松地产政策，

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_8289



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>