



分析师 李怀军

证书编号: S1080510120001

电话: (010) 63197789

邮箱: lihuaijun@fcsc.com

## 11 月生产企稳回升而内需仍存隐患

2019 年 12 月 16 日

### 摘要:

- 11 月工业增加值同比增速达到 6.2%，较上月回升 1.5 个百分点，是 5 年以来同期最好水平。虽然生产受库存周期影响表现较好，但内需不足仍在阻碍经济的企稳回升。其中，居民消费能力不足是关键的影响因素，导致企业固定资产投资效率的下降。
- 从社会消费品零售总额同比增速看，11 月名义同比增速为 8.0%，比 10 月回升 0.8 个百分点，而实际增速为 4.9%，与上月持平，是 15 年以来的最低点。名义和实际增速的“剪刀差”的进一步扩大，主要是受到价格因素的影响，11 月商品零售价格指数（RPI）同比增速达到 3.0%，是 15 年来的高点。
- 限额以上单位商品零售额同比增速中，11 月排名前四的行业都是必需消费品，包括日用品类、化妆品类、饮料类和通讯器材类，同比增速均在 10% 以上；而排名靠后的四个行业分别是汽车类、金银珠宝类、建筑及装潢材料类和石油制品类，同比增速分别为 -1.8%、-1.1%、-0.3% 和 0.5%，这些行业除金银珠宝类是奢侈品外，其它都与汽车和住宅消费有关。从中我们可以看出居民消费能力的下滑。
- 究其原因，在于居民收入和支出实际增速的分化，今年城镇居民人均可支配收入实际增速从一季度的 5.9% 下滑到第三季度的 5.4%，下滑 0.5 个百分点；而城镇居民人均消费性支出却从一季度的 4.1% 上升到第三季度的 4.7%，上升 0.6 个百分点。房地产贷款增速下降而利率回升，也显示出房地产消费受到金融方面的限制。
- 今年三季度消费对 GDP 的贡献率达到六成，而投资和净出口各只占两成；离开了消费，投资将成为无源之水，因为投资最终目的是为了消费需求。1-11 月固定资产投资累计名义增速为 5.2%，与 1-10 月持平。而从三大分类看，房地产投资、基建投资和制造业投资皆有小幅下滑。

## 一、工业生产企稳回升的势头最为明显

图 1 所示，11 月工业增加值同比增速达到 6.2%，是 5 年以来的同期的最好水平。今年以来，经济的季度性波动现象成为常态，即出现季初回落、季末回升的现象。但 11 月数据已超过 9 月水平，和 6 月水平差不多，显示生产的企稳迹象非常明显。

图 1 工业增加值增速已达到五年来同期最好水平

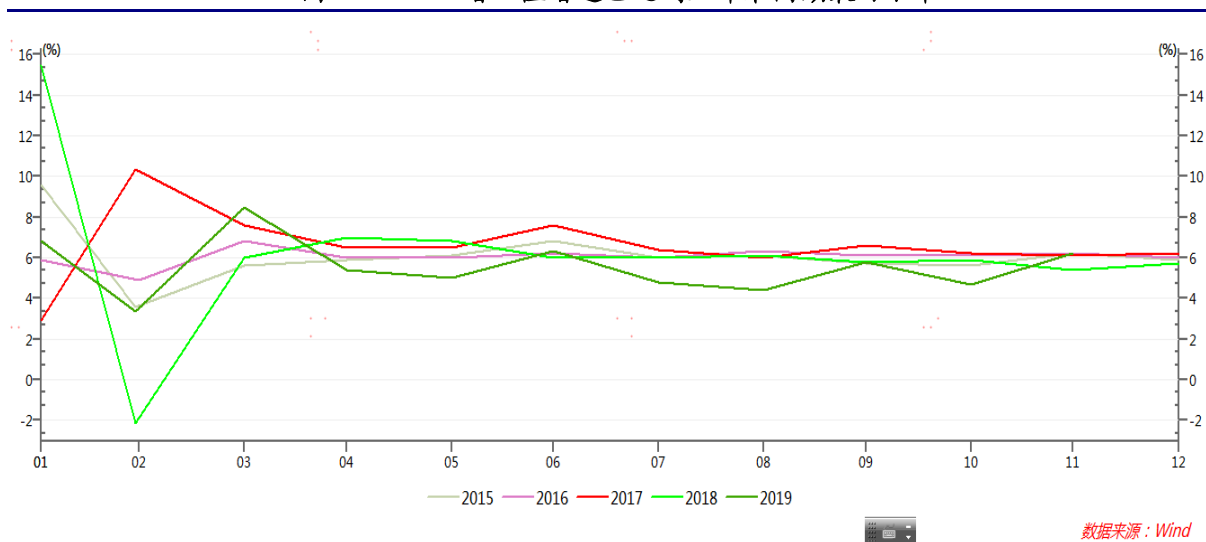
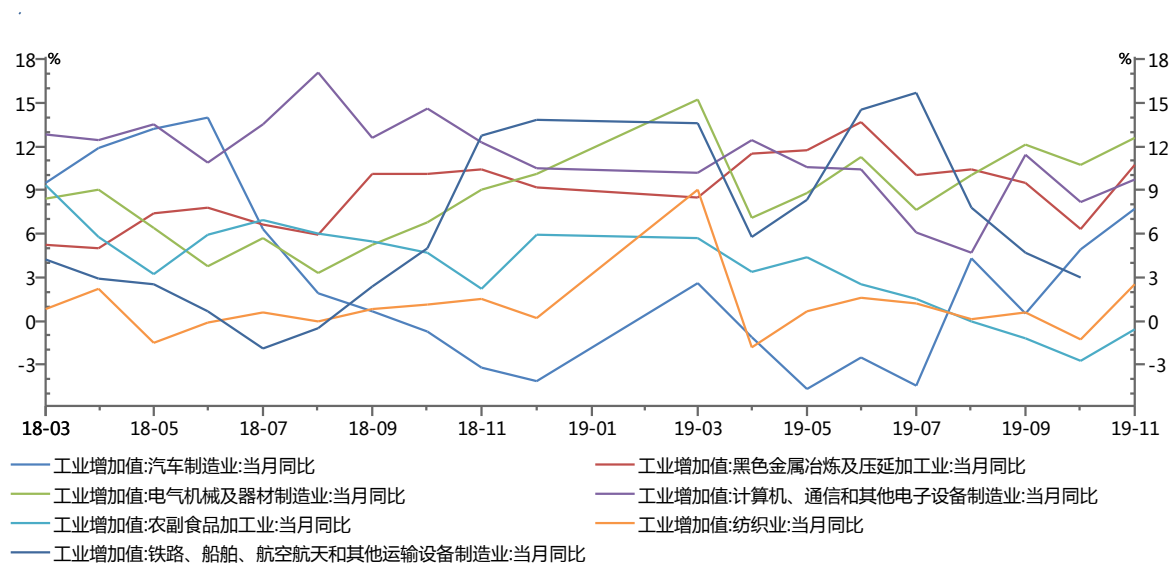


图 2 分行业看 11 月工业增加值增速的变化



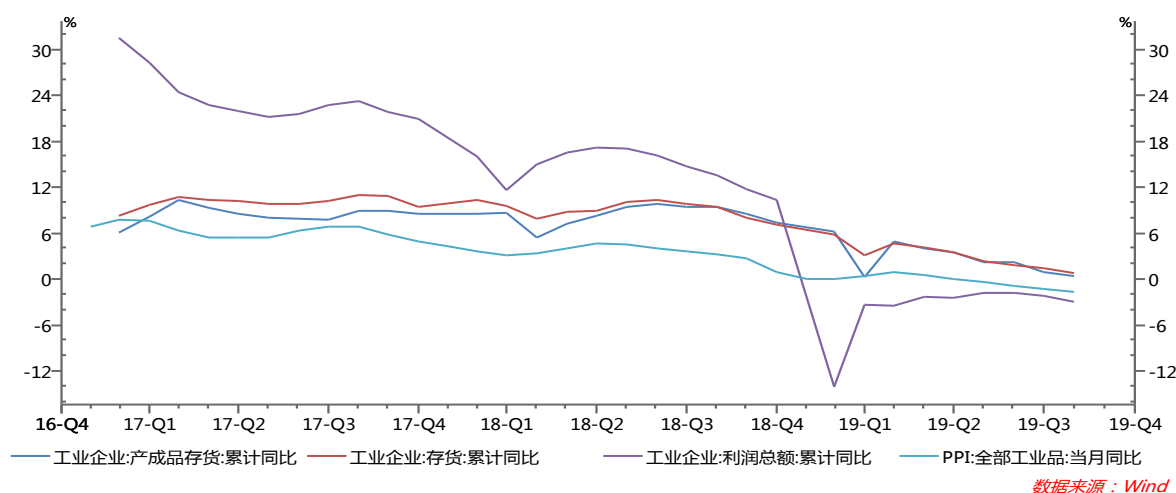
资料来源：WIND 第一创业整理

究其原因，主要有以下三个方面原因（图 2 所示）：一是黑色金属冶炼及压延加工业即钢铁行业生产较为旺盛，11 月同比增速达到 10.7%，这是因为钢铁行业库存在上月创出历史新低，而需求集中释放导致；二是计算机、通信和其它电子设备制造业和电气机械及器材制造业，11 月同比增速分别达到 9.7% 和 12.6%，这两个行业主要受到高技术制造业的带动，11 月高技术制造业同比增速为 8.9%；三是汽车制造业的 11 月同比增速也达到了 7.0%，超过了 6.3% 的平均制造业增速，而在 4-7 月的增

速还是负值。而表现最差的三个行业分别是农副食品加工业、纺织业和铁路、船舶、航空航天和其它运输设备制造业，这三个行业 11 月增速分别为 -0.6%、2.5%和 0.1%，农副食品加工业和纺织业显然分别受到非洲猪瘟、中美贸易战的影响，而运输设备制造业的一路下滑显示出交通运输业的需求疲弱，更显示出稳定基建、特别是加强高铁和城市轨道交通建设的必要性。因此，随着年末交通类基建项目的开工、生猪养殖的恢复有以及中美贸易战的降温，这三个行业在明年的生产状况有望改善，从而是工业增加值继续保持企稳回升的势头。

工业生产之所以表现较好，与库存周期有关。图 3 显示，由于价格和利润的下滑，17 年以来中国工业企业一直处于去库存的过程中，目前中国工业企业的库存水平处于历史低位附近，库存周期处于主动去库存和被动去库存之间。由于库存水平较低，而价格和利润见底回升，企业的生产积极性得到较大程度的恢复。

图 3 17 年以来中国工业企业一直处于去库存的过程中

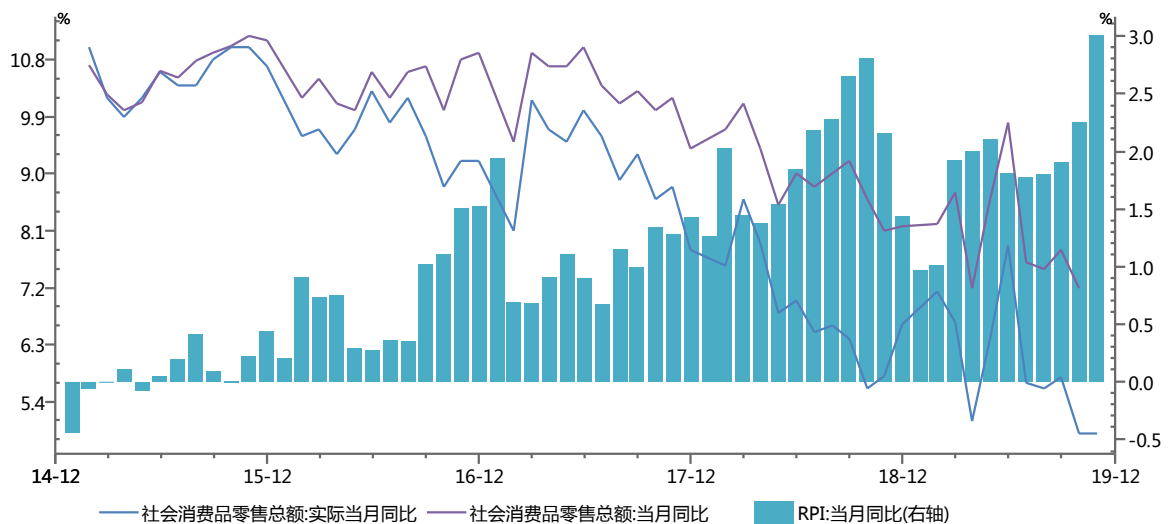


资料来源: WIND 第一创业整理

## 二、11 月内需表现较为疲软

从社会消费品零售总额同比增速看（图 4 所示），11 月名义同比增速为 8.0%，比 10 月回升 0.8 个百分点，但这主要是受到价格因素的影响，11 月商品零售价格指数（RPI）同比增速达到 3.0%，是 15 年来的高点。扣除价格因素，11 月社会消费品零售总额实际增速为 4.9%，与上月持平，是 15 年以来的最低点。随着 RPI 的上升，社会消费品零售总额的名义和实际增速的“剪刀差”进一步扩大。

图 4 11 月社会消费品零售总额的名义和实际增速的“剪刀差”进一步扩大

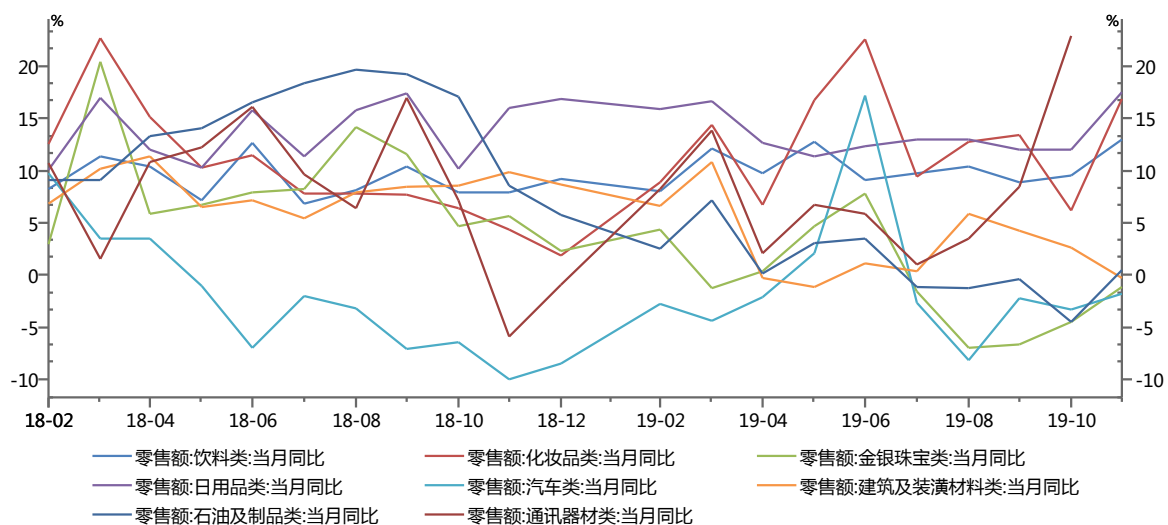


数据来源：Wind

资料来源：WIND 第一创业整理

分行业看（图 5 所示），限额以上单位商品零售额中，11 月同比增速在 10% 以上排名前四的行业分别是日用品类、化妆品类、饮料类和通讯器材类，同比增速分别为 17.5%、16.8%、13%、12.1%，而这些行业都是必需消费品类，其中手机等通讯器材随着科技发展而普及也早从可选消费品变成必需消费品；而排名靠后的四个行业分别是汽车类、金银珠宝类、建筑及装潢材料类和石油制品类，同比增速分别为 -1.8%、-1.1%、-0.3% 和 0.5%，这些行业除金银珠宝类是奢侈品外，其它都与汽车和住宅消费有关。从排名靠前和靠后的行业对比，我们可以看出居民消费能力的下滑。

图 5 分行业看社会消费品零售总额增速的变化



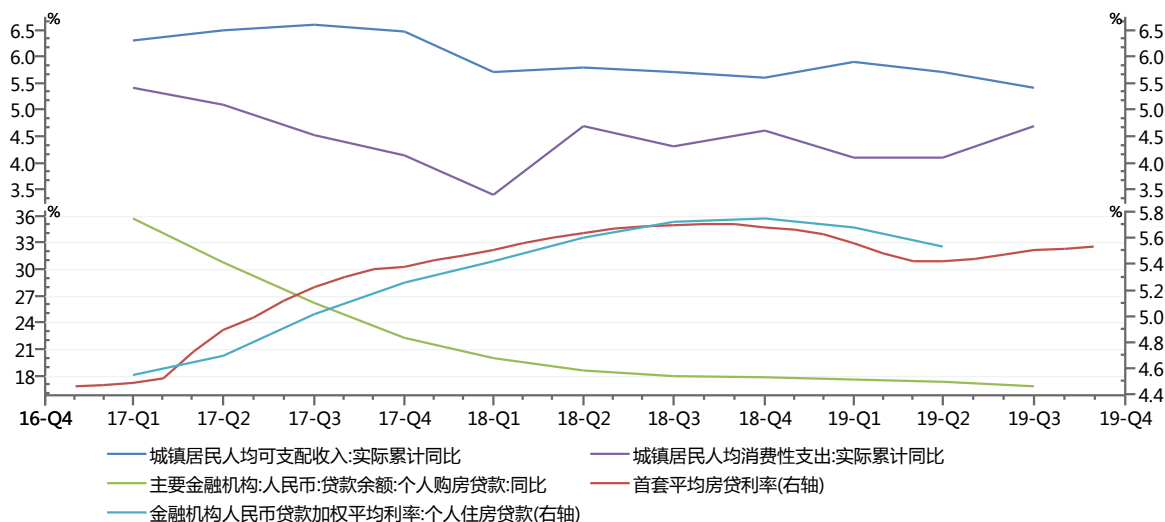
数据来源：Wind

资料来源：WIND 第一创业整理

究其原因，在于居民收入和支出实际增速的分化（图 6 所示），今年城镇居民人均可支配收入实际增速从一季度的 5.9% 下滑到第三季度的 5.4%，下滑 0.5 个百分点；而城镇居民人均消费性支出却从

一季度的 4.1% 上升到三季度的 4.7%，上升 0.6 个百分点。具体从房地产贷款情况看，主要金融机构房地产贷款余额的同比增速已经从去年底的 17.8% 下降至今年三季度的 16.8%，下滑 1 个百分点；而金融机构个人住房贷款加权平均利率从今年二季度的 5.53% 上升到 5.55%，首套房平均贷款利率从 5 月的 4.42% 上升到 11 月的 5.53%，房地产贷款增速下降而利率回升，显示出房地产消费受到金融方面的限制。

图 6 居民房地产消费能力下滑的原因分析



数据来源: Wind

资料来源: WIND 第一创业整理

就内需两个组成部分的关系而言，消费更为更重要。今年三季度消费对 GDP 的贡献率达到六成，而投资和净出口各占两成；离开了消费，投资将成为无源之水，因为投资最终目的是为了消费需求。1-11 月固定资产投资累计名义增速为 5.2%，与 1-10 月持平。从分类看，1-11 月名义累计增速与 1-10 月相比，房地产投资从 10.3% 下降至 10.2%，下滑 0.1 个百分点；而基建投资从 4.2% 下滑至 4.0%，下滑 0.2 个百分点；制造业投资从 2.6% 下滑到 2.5%，下滑 0.1 个百分点。三大投资皆有小幅下滑，只有民间投资从 4.4% 上升 4.5%（图 8 所示）。这也从另一个侧面说明只有民营制造业企业去杠杆较为彻底，一旦有机会还是有投资的需求的。

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\\_8297](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8297)

