

供需两端均改善 经济短期或企稳

——2019年11月宏观数据的点评

宏观点评

投资要点：

- **工业增加值：**11月规模以上工业增加值同比增长6.2%，较上月提高1.5个百分点，其中民营企业占比较高的制造业生产回暖是主要贡献力量，同时国内高技术制造业增速与占比双提升，制造业结构优化持续加快。具体看：一是制造业带动上游采矿业增加值增速明显回升，同期逆周期调控的重点领域，如与基建相关的电力、燃气及水的生产增加值增速依旧维持7.0%的高位；二是11月高技术制造业增加值增速提升，前10月利润在制造业中的比重较上月和去年同期分别提高0.4和2.5个百分点；三是11月私营和外资企业工业增加值增速明显改善，分别较上月提高3.5和1.1个百分点，但同期国企对工业生产拖累有所增加，较上月降低1.1个百分点。
- **国内生产总值（GDP）：**预计2019年四季度增长6.0%，全年增速将从2018年的6.6%降至6.1%左右。四季度名义消费增速有望趋稳，虽然企业盈利回落叠加居民信贷放缓，社零增速下行压力犹存，但服务消费增长向好对国内总消费形成一定支撑。投资需求将稳中趋降，一是年内专项债额度已基本用尽，预计基建投资增速提高空间有限；二是未来数月房地产投资增速将继续高位趋缓；三是受前期企业盈利持续下滑影响，制造业投资将维持低位震荡格局，结构有望继续趋于优化。进出口贸易下行压力仍较大，一方面受全球经济尤其是发达经济体经济趋于放缓影响，整体需求回落，另一方面中美贸易摩擦对进出口的负面影响仍将显现。
- **消费：**双十一促销与汽车拖累减缓是本月社零回升的主因，未来汽车和房地产相关消费拖累继续减弱、叠加CPI持续回升，预计短期名义社零企稳概率偏大。11月份国内社零增速较上月提高0.8个百分点至8.0%，原因有三：一是受双十一打折促销力度加大影响，当月化妆品类、家用电器类、文化办公用品类等日常必需消费增速分别较上月大幅提高10.6、9.0和8.0个百分点；二是汽车类消费降幅有所收窄，由10月的-3.3%升至11月的-1.8%；三是11月CPI创下新高4.5%对名义社零增速亦有所拉动，因为11月实际社零增速与上月持平。从累计数据看，1-11月国内社零同比增长8.0%，较1-10月小幅回落0.1个百分点，源于房地产相关下游消费、汽车和石油及制品类消费是主要拖累项。但近几个月国内房地产竣工投资边际有所改善，国内汽车销量已连续17个月下滑，部分被抑制的正常汽车消费需求有望逐渐被释放出来，上述负面影响或趋于减弱，且受益CPI持续回升，预计短期名义社零增速企稳概率偏大。
- **投资：**增速将稳中趋降。一是预计制造业投资增速将继续低位震荡，但结构趋于优化；二是年内基建投资继续趋缓，但预计2020年基建投资将再次发挥“稳增长”作用；三是年初以来房地产市场从“量价齐升”转向“量升价降”，降

伍超明

财信国际经济研究院 副院长
财富证券 首席经济学家

胡文艳

宏观经济研究中心 资深研究员
电话：010-68086480
邮箱：huwy21@126.com

李沫

宏观经济研究中心 高级研究员
电话：010-68080380
邮箱：limo.ye@163.com

财信宏观经济研究中心微信号

温迹象显现，预计未来房地产政策进入稳定观察期，但先行指标房地产销售面积和土地购置面积增速的下行，预示投资增速将在高位继续趋缓。

- **展望未来货币政策走向，预计四季度仍将保持“定力”，但继续降准、加大结构性政策力度以维持“量稳”，下调 LPR 和 MLF 利率以实现“价降”的大方向不会改，只是政策出台将更加注重“择时”，以避免事与愿违，加重通胀预期。**我们认为，国内经济下行压力持续加大、实际利率水平仍处高位以及全球新一轮“降息潮”已经来袭，均支持国内打开利率下行空间，但限于国内猪周期推动下的 CPI 高涨和资金流动等影响，货币政策宽松空间受限，大幅降息和放松流动性可能不但不能起到稳定增长的目的，反而会加重通胀预期。

目 录

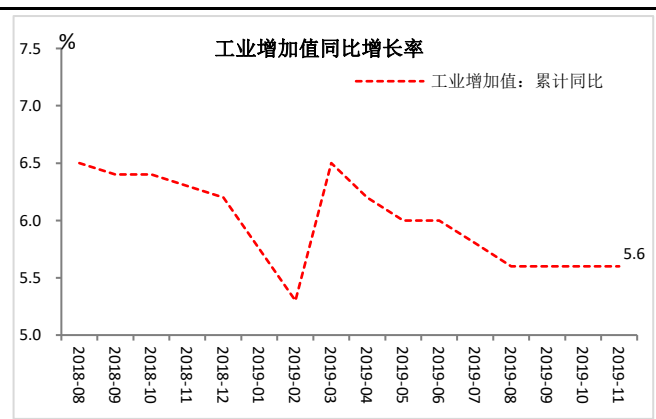
一、工业增加值：制造业增速与结构均改善助力工业回暖，但持续性仍依赖后续逆周期调控效果	4
二、国内生产总值（GDP）：预计 2019 年四季度实际 GDP 增长 6.0%，全年增长 6.1% 左右	6
三、消费：汽车和房地产相关消费拖累趋弱、CPI 持续回升，预计短期社零企稳概率偏大	7
（一）双十一促销与汽车拖累减缓是本月社零回升的主因	7
（二）居民收入和信贷增速稳中趋缓，2020 年消费或低位企稳	9
四、投资：增速将稳中趋降	9
（一）制造业增速将继续低位震荡，但结构趋于优化	10
（二）年内基建投资继续趋缓	11
（三）房地产政策进入稳定观察期，投资增速将继续高位趋缓	12

正文：

一、工业增加值：制造业增速与结构均改善助力工业回暖，但持续性仍依赖后续逆周期调控效果

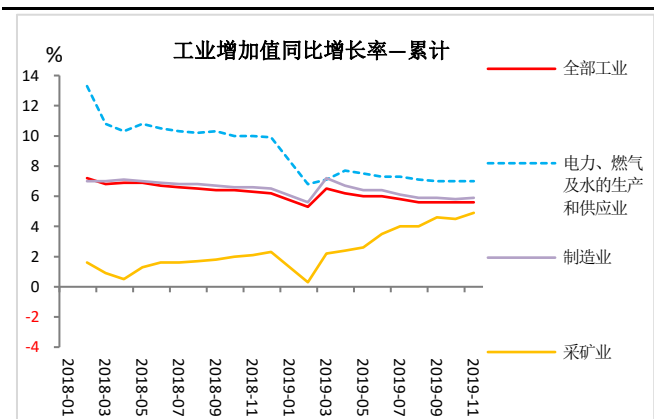
2019年1-11月规模以上工业增加值同比增长5.6%，与1-10月持平，较去年同期降低0.7个百分点（见图1）；其中11月当月，国内规模以上工业增加值同比增长6.2%，较上月提高1.5个百分点，其中有去年同期基数低的原因，因为去年11月增速为全年最低。目前国内工业生产整体依旧偏弱，但受逆周期调控加码影响，工业生产边际有所改善，然持续性依旧有待观察，如年内短期性因素扰动较大，国内单月工业生产增速波动亦明显加大。

图1：工业增加值增速继续持平上月



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图2：制造业生产有所回升是工业企稳主因



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

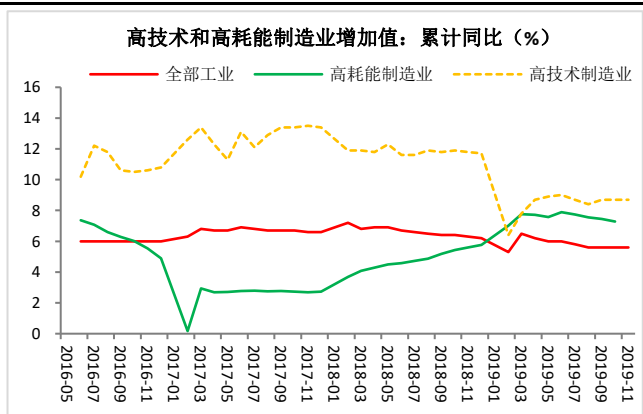
从三大门类看，营业收入占比达90%以上的制造业生产回升是本月工业生产回暖的主因，国内逆周期调控持续加码。2019年1-11月份国内制造业增加值增速为5.9%，较1-10月提高0.1个百分点；11月当月制造业增加值增速较上月提高1.7个百分点至6.3%，是推动本月工业生产加快的主因；受制造业回暖影响，上游采矿业增加值前11月份增长4.9%，较1-10月提高0.4个百分点；同期电力燃气及水的生产增加值增速为7.0%，与1-10月持平，依旧高出工业整体增速1.4个百分点（见图2）。这表明经济下行压力加大背景下，国内逆周期调控持续加码，制造业、上游采矿业以及与基建投资密切相关的电力燃气及水的生产和供应业均有所受益。

从产业结构变化来看，高技术制造业增加值增速与利润占比均继续提升，新旧动能转换继续加快。从增加值增速来看，高技术制造业增速提升且高出同期工业增速约3个百分点。2019年11月国内高技术制造业增加值增速为8.9%，较上月提高0.6个百分点，高于同期工业增加值增速2.7个百分点；1-10月国内高技术和高耗能制造业增加值增速分别为8.7%和7.3%，高于同期规模以上工业增加值增速3.1和1.7个百分点（见图3），较1-9月分别持平和降低0.2个百分点，表明国内制造业结构优化继续推进。

从利润占比来看，高技术制造业占比继续提升但绝对规模仍偏低。2019年1-10月

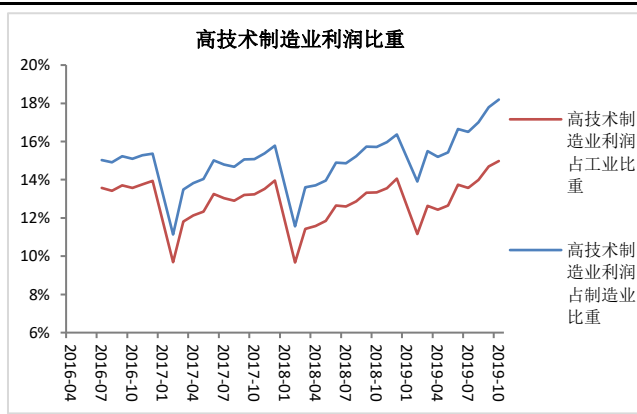
国内高技术制造业利润在工业和制造业中的比重分别为 15% 和 18.2%，较上月分别提高 0.3 和 0.4 个百分点，较去年同期分别增加 1.6 和 2.5 个百分点（见图 4），年内高技术制造业利润占比提升速度明显加快。但高技术制造业利润占制造业比重偏低，2018 年仅为 16.4%，近五年累计提高 2.7 个百分点，表明国内新旧动能转换仍任重道远。

图 3：高技术与高耗能制造业增加值增速



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

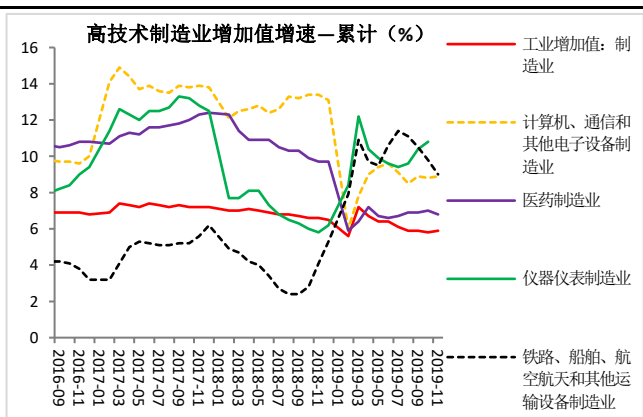
图 4：高技术制造业利润比重明显高于去年继续回升



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

注：其中高技术产业与统计局口径略有差异但走势一致

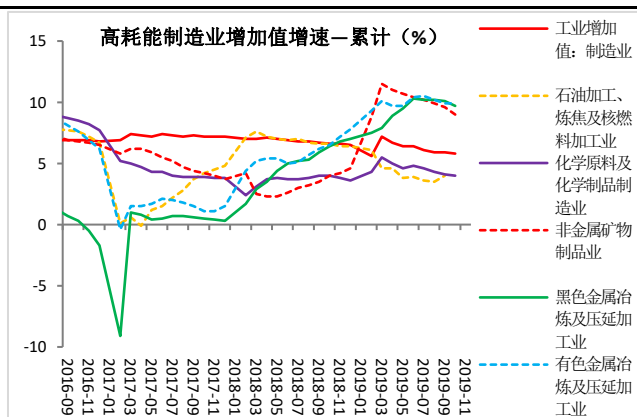
图 5：计算机通信和电子制造对高技术制造拖累减缓



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

注：其中高技术产业与统计局口径略有差异但走势一致

图 6：高耗能制造业增加值增速继续回落



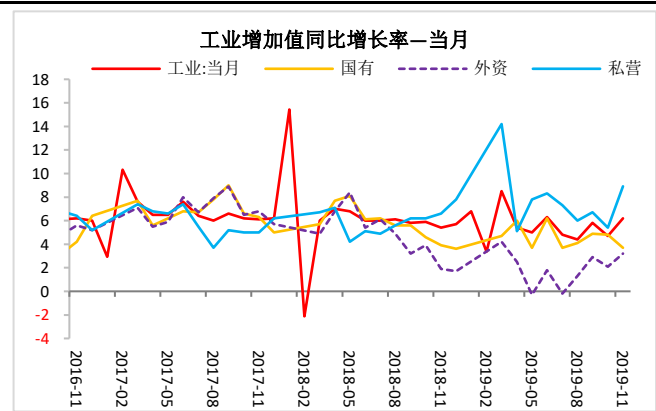
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

我们认为，2019 年前期国内产业结构升级放缓，但 9-11 月出现边际改善的原因有三：一是年内高技术制造业增加值增速明显放缓，但 2019 年三季度以来出现改善迹象。2018 年下半年以来，受国内需求低迷、外部冲击波动加剧影响，高技术产业增加值增速明显回落，如 2019 年 1-11 月高技术产业中占比较高的计算机通信和其他电子设备制造业和医药制造业增加值分别增长 8.9% 和 6.8%，较 2018 年底分别降低 4.2 和 2.9 个百分点（见图 5）。但 2019 年 9-11 月计算机通信和其他电子设备制造业增速边际明显改善，由 8 月的 4.7% 升至 11.4%、8.2% 和 9.7%，是推动近 3 个月高技术制造业增速企稳的最主要因素。二是 2017 年以来高耗能产业增加值增速提高较快，但 2019 年下半年有所放缓。在环保趋严、去产能政策推动上游行业产品价格回升、利润明显改善的背景下，高耗能制造业设备升级和再投资意愿有所回升，表现为 1-11 月黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、非金属矿物制品业的增加值增速，分别快于同期规模

以上工业增速 4.3、4.0 和 3.3 个百分点，但下半年以来上述各行业增加值增速均持续放缓（见图 6）。三是高技术产业占制造业利润的绝对比重偏低。高技术产业对经济增长的拉动有限，传统产业仍左右着整个工业的发展变化，我国工业新旧动能转换的结构性矛盾仍较为突出。

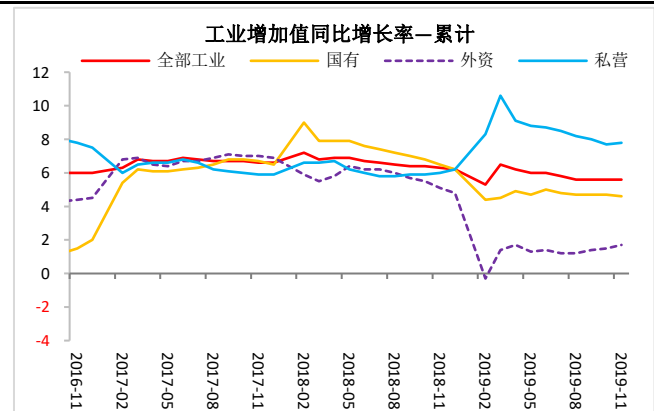
从企业登记注册类型看，私企和外资生产回暖是本月工业增速提高的重要原因，国企对工业生产的拖累有所增加。2019 年 11 月国有企业、外资企业、私营企业工业增加值增速分别为 3.7%、3.2% 和 8.9%，分别较上月降低 1.1、提高 1.1 和提高 3.5 个百分点（见图 7），表明后两者是本月工业生产加快的主因，与本月民营企业占比较高的制造业工业增加值回升亦相匹配。考虑到累计数据相对更为平滑、更能反映趋势，进一步从累计数据看，2019 年 1-11 月份，国有企业、外资企业、私营企业工业增加值分别增长 4.6%、1.7%、7.8%，较去年同期分别变动 -1.9、-3.4、1.8 个百分点（见图 8）。上述情况表明：第一，年内国家加大对小微和民营企业融资支持、改善营商环境等逆周期调控效果较为明显，2019 年 1-11 月私营企业工业生产维持相对高位是支撑年内工业增速相对稳定的主因，但 7-10 月私企工业增加值增速改善已有所乏力，11 月私企增速回升的持续性还有待观察；第二，年内国家推出的大量改革开放举措，一定程度上增强了海外投资者对中国经济的信心，外企工业生产已连续三个月边际好转，但全球新一轮经济回落周期确立、贸易摩擦致资本跨境流动不确定性增加，预计外资企业生产短期仍难以大幅提升；第三，受益于高耗能行业设备升级和再投资需求、叠加逆周期调控下的基建投资回升、房地产投资的高位趋缓，国企增加值增速仍有一定支撑，但随着 PPI 持续负增长其整体缓慢下行趋势仍难改。

图 7：国企、外资和私营企业当月增加值增速



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 8：国有、外资和私营企业累计增加值增速



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

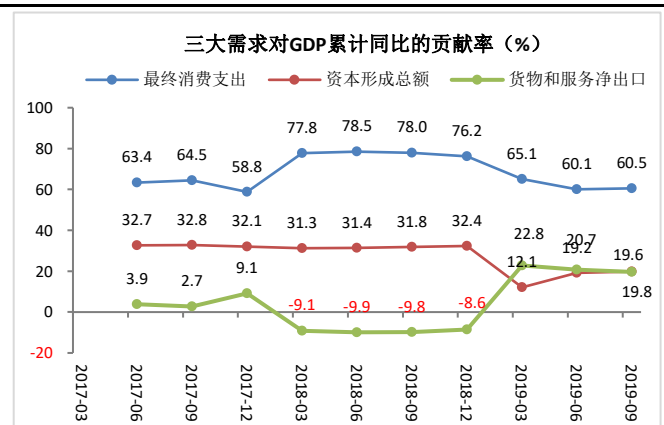
二、国内生产总值(GDP): 预计 2019 年四季度实际 GDP 增长 6.0%， 全年增长 6.1%左右

2019 年三季度，国内 GDP 同比增长 6.0%，较二季度继续降低 0.2 个百分点，低于市场预期。从三大需求的贡献率看，前三季度净出口贡献率为 19.6%，较二季度继续回落 1.1 个百分点，但较 2018 年大幅提升 28.2 个百分点；资本形成和最终消费支

出贡献率较二季度均小幅回升，分别提高 0.6 和 0.4 个百分点，但相比 2018 年均明显回落（见图 9）。从三大需求的拉动作用看，最终消费、资本形成和净出口分别拉动 GDP 增长 3.8、1.2 和 1.2 个百分点，分别较 2018 年降低 1.2、降低 0.9 和提升 1.8 个百分点（见图 10）。这表明，2019 年前三季度经济企稳的重要贡献力量仍为净出口，同时二季度以来，逆周期调控下资本形成对 GDP 的拉动作用持续提升。但值得警惕的是，2019 年前三季度，国内净出口的增加主要源于国内进口需求较出口下降得更多，未来净出口对 GDP 的拉动将大概率继续回落。

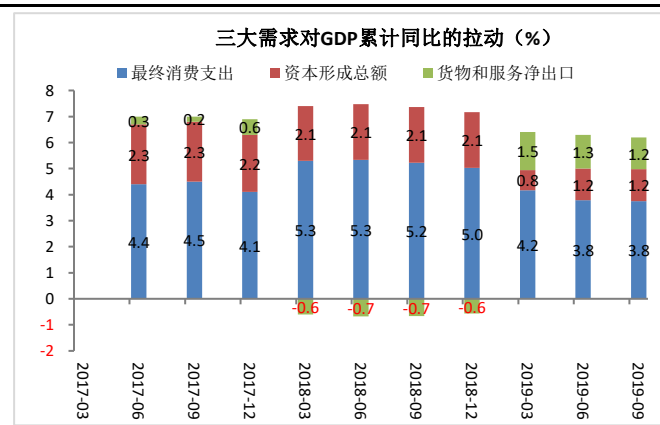
展望四季度，我们预计国内逆周期调控力度加码，增值税、个税等减免效果将逐渐显现，拉动实际 GDP 增速 0.2-0.3 个百分点，但国内经济下行压力持续加大：一是企业盈利回落叠加居民信贷放缓，预计四季度社零增速下行压力犹存，但服务消费增长向好对国内总消费形成一定支撑，名义消费增速有望趋稳。二是预计投资需求将稳中趋降，其中四季度逆周期调控大概率继续加码，但年内专项债额度已基本用尽，预计基建投资增速提高空间有限；未来数月房地产投资增速将继续高位趋缓；受前期企业盈利持续下滑影响，制造业投资将维持低位震荡格局。三是预计进出口贸易下行压力将有所加大，一方面受全球经济尤其是美欧等主要经济体趋于放缓影响，整体外需面临回落压力；另一方面已加征关税清单对进出口的负面影响仍将继续显现，对经济形成拖累。综上，我们预计 2019 年各季度 GDP 增速呈前高后稳走势，其中四季度增长 6.0%，全年 GDP 增速将降至 6.1% 左右。

图 9：三大需求对 GDP 增长的贡献率



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 10：三大需求对 GDP 增长的拉动



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

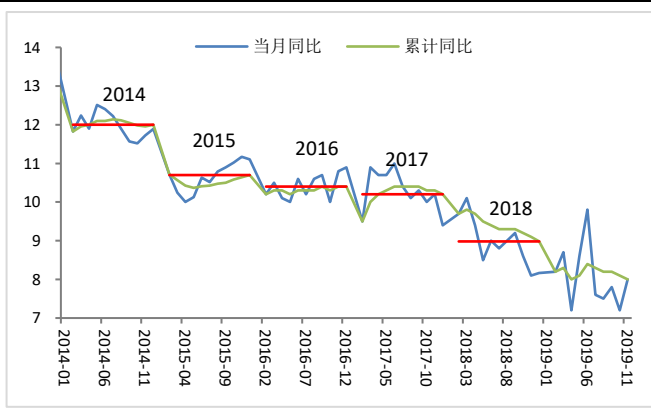
三、消费：汽车和房地产相关消费拖累趋弱、CPI 持续回升，预计短期社零企稳概率偏大

（一）双十一促销与汽车拖累减缓是本月社零回升的主因

2019 年 1-11 月份社会消费品零售总额为 372872 亿元，名义和实际同比增长 8.0% 和 6.0%，较 1-10 月分别降低 0.1 和 0.3 个百分点，较去年同期分别降低 1.0 和 0.9 个百分点；11 月当月社零名义增速为 8.0%，较上月提高 0.8 个百分点（见图 11）。

11月社零增速回升主要源于化妆品类、家用电器类、文化办公用品类、日用品类等必需消费增速提升较多，且汽车类消费增速降幅明显收窄。如11月份上述必需消费增速分别为16.8%、9.7%、4.6%和17.5%，分别较上月大幅提高10.6、9.0、8.0和5.5个百分点（见图12）；汽车类消费增速为-1.8%，降幅较上月收窄1.5个百分点。我们认为本月社零增速回升，主要源于三方面因素共同作用的结果：一是受双十一打折促销力度加大影响，化妆品、家用电器等日常消费集中在本月释放，一定程度挤占了上月部分消费；二是国内汽车销量已连续17个月下滑，其对消费的负面冲击趋于减弱，部分被抑制的消费需求或逐渐将释放出来；三是11月CPI创下新高4.5%对名义社零增速亦有所拉动，我们观测到11月实际社零增速实际上保持与上月持平。

图 11：社会消费品零售总额增速



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 13：汽车类和石油及制品类对消费影响大

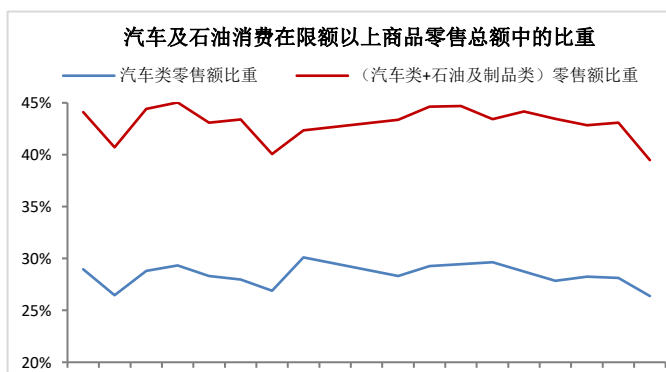
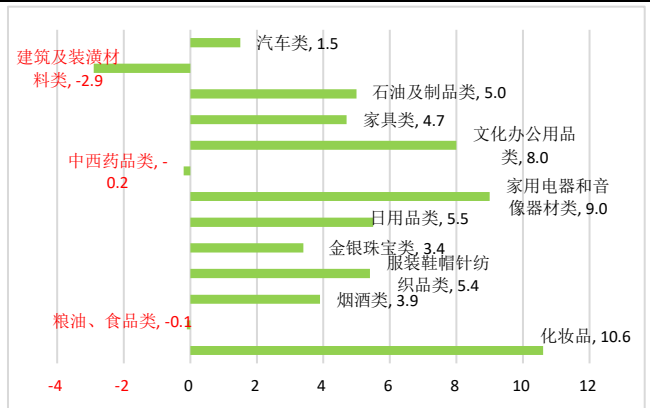
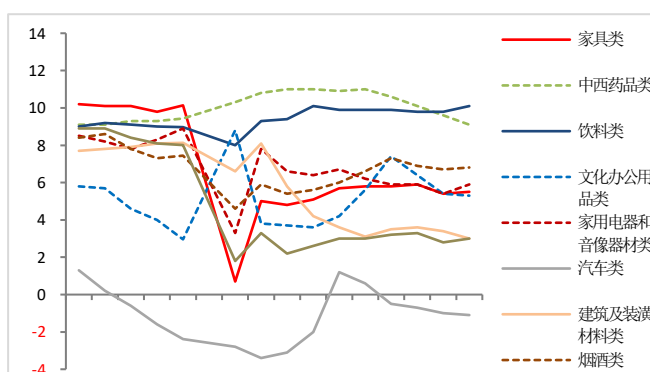


图 12：10月消费品零售总额细项增速较上月变化



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 14：社会消费品零售总额细项增速(累计)



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_8300

