

宏观点评

经济弱企稳，后续怎么走？——兼评11月经济数据

事件：11月规模以上工业增加值同比6.2%（预期5.2%，前值4.7%）；11月社会消费品零售总额同比8.0%（预期7.8%，前值7.2%）；1-11月固定资产投资同比5.2%（预期5.2%，前值5.2%），其中：房地产投资累计同比10.2%，前值10.3%；基建投资（小口径）累计同比4.0%，前值4.2%；制造业投资累计同比2.5%，前值2.6%。

核心结论：11月PMI、工业生产、地产韧性、库存、信贷结构等经济金融数据均指向经济呈现弱企稳。往后看，虽然经济下行压力仍大，但考虑到稳增长实属硬要求，“松货币+宽财政+扩基建+地产边际松动”等政策发力叠加地方政府积极性可能回升，我们预计后续经济稳中缓降，短周期看到明年Q1，GDP将表现为“实际增速降、名义增速升”。

1. 工业增加值增速大幅回升，除季节规律之外，新经济贡献最大。11月工业增加值同比增长6.2%，较前值4.7%大幅回升1.5个百分点，新兴产业同比增速连续3个月高于传统产业，与高端制造业投资增速回升相互印证。整体看，11月工业增加值同比回升符合“季初弱、季末强”的季节规律，且环比增幅好于季节性。结合高频数据来看，内、外需各类指标走势有所分化，整体略有改善，但持续性仍需观察。

2. 地产投资回落但韧性仍强，竣工回升持续性强。11月地产投资增速继续温和回落，地产融资持续收紧，销售维持低位温和复苏态势，开工施工回落、竣工持续回升。从绝对值看，今年期房竣工竣工缺口（3年前期房销售面积与今年竣工面积之差）达5.4亿平方米，远高于历年平均水平，主因融资收紧环境下施工周期不断拉长。从增速来看，本轮竣工回升或贯穿明年全年，高点可能在10%左右。往后看，随着竣工持续回升，地产融资收紧环境下新开工继续下滑，导致施工增速见顶回落，带动明年建安投资逐步下行，是明年房地产投资的主要压力来源。

3. 广/狭义基建投资增速发生分化，总体增幅平稳，与资金受限和季节规律有关。广义增速较前值回升0.21个百分点；狭义增速连续两个月回落，主因交通运输类投资涨幅缩窄，与季节规律（天气转冷）和铁路运输大幅下滑有关。我们将基建资金来源拆分成10小分项，测算表明，近年来基建投资增速下滑主因广义非标融资增速下滑。同时，11月小口径基建增速走弱，可能与四季度专项债发行减少、以委托贷款和信托贷款衡量的基建领域广义非标融资降低有关。往后看，在专项债提前下达情况下明年一季度基建增速预计回升，但全年基建投资回升弹性预计仍较有限，主要约束在于明年专项债扩容幅度可能较小、作资本金新政实施效果预计有限等。

4. 高端制造业投资持续逆势提升，整体仍将低位震荡。1-11月制造业投资累计增速较前值微降，其中高端制造业投资增速自今年8月以来持续回升，与非高端制造业明显分化。往后看，虽然企业投资意愿有所恢复，但前期盈利下滑带来的压力仍大，制造业投资大概率仍将维持低位震荡。

5. 消费普遍反弹，双11提振效果明显。11月社零增速超预期回升，除了通胀上升的影响外，“双十一”也是主因。往后看，处于高位的通胀和持续修复的汽车消费仍将助力整体消费保持韧性，但要真正企稳复苏还要等待经济形势的明确好转。11月就业形势基本保持稳定，城镇新增就业增速小幅回落。

6. 维持此前判断，经济下行压力仍大，稳增长是硬要求（2020年GDP增速目标可能定为6%左右），预计2020年政策将延续宽松、稳字当头、保持定力，坚持逆周期调节，“松货币+宽财政+扩基建+地产边际松动”可期，地方政府积极性有望回升，也会更加重视改革、科技创新和区域政策。

风险提示：中美贸易冲突升级，政策执行力度不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《明年政策怎么看？——逐句解读中央经济工作会议》2019-12-13
- 2、《经济仍下，有哪些预期差？——兼评10月经济数据》2019-11-14
- 3、《制度红利的春天——四季度和2020年宏观展望》2019-10-23
- 4、《Q3经济有7大信号，Q4和2020怎么走？》2019-10-19
- 5、《六问8月经济》2019-09-16
- 6、《是什么拖累了7月经济？》2019-08-14



内容目录

工业增加值：新旧动能持续转化.....	3
房地产：地产投资回落但韧性仍强，竣工回升持续性强.....	5
基建：钱从哪里来？信号可能大于实际.....	7
制造业：高端制造业投资持续逆势提升，整体仍将低位震荡.....	9
消费：普遍反弹，双11提振效果明显.....	10
12月两大会议：明年政策怎么看？.....	11
风险提示.....	12

图表目录

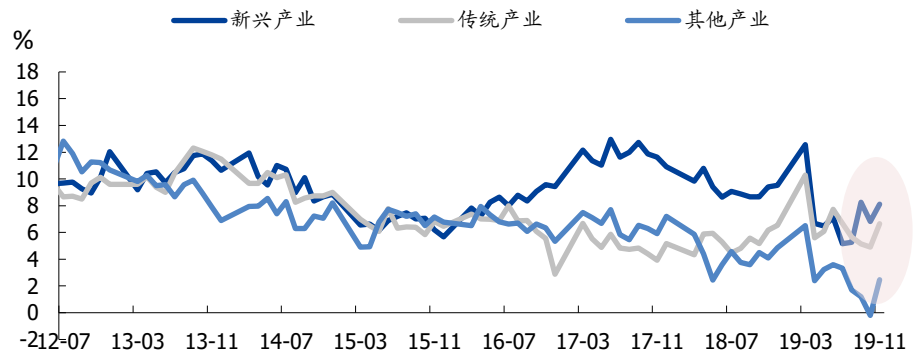
图表 1: 新旧动能持续转换.....	3
图表 2: 采矿业和制造业是本月工业增加值回升的主支撑.....	3
图表 3: 制造业投资新旧经济持续分化.....	3
图表 4: 2019年工业增加值同比增速“季初弱、季末强”.....	4
图表 5: 11月工业增加值环比增速好于季节性.....	4
图表 6: 内需指标有所分化.....	4
图表 7: 11月出口交货值当月同比降幅收窄.....	4
图表 8: 1-11月地产投资增速仍处高位.....	5
图表 9: 销售回款成为近来房企融资的主力.....	5
图表 10: 房地产销售延续低位温和复苏.....	5
图表 11: 开工施工回落、竣工持续回升.....	5
图表 12: 2019年竣工缺口大幅增长.....	6
图表 13: 本轮竣工回升持续性较强.....	7
图表 14: 广义和狭义基建投资增速发生分化.....	7
图表 15: 11月交运仓储分项增速大幅下滑.....	8
图表 16: 交运仓储类投资四季度增速多为下滑.....	8
图表 17: 基建投资回落主要受广义非标增速回落拖累.....	8
图表 18: 11月投入基建的非标可能减少.....	8
图表 19: 高端制造业投资增速逆势提升.....	9
图表 20: 高技术制造业投资持续提升.....	9
图表 21: BCI指数指向投资意愿料将回升.....	9
图表 22: 企业盈利维持低位指向制造业投资大概率持续低位震荡.....	9
图表 23: 实物商品网上零售增速表现较好.....	10
图表 24: 消费当月增速普遍反弹.....	10
图表 25: 11月城镇调查失业率持平前值.....	11
图表 26: 11月新增就业增速有所回落、PMI从业人员持平前值.....	11

工业增加值：新旧动能持续转化

11月工业增加值增速大幅回升，除季节规律之外，新经济贡献最大。11月工业增加值同比增长6.2%，较前值4.7%大幅回升1.5个百分点，高于市场预期的5.2%。本月工业增加最大亮点在于新经济增速持续提升。

(1)新兴产业同比增速显著高于传统产业和其他产业。将规上工业增加值分成新兴产业、传统产业、其他产业三组¹，9月以来，新兴产业工业增加值增速持续高于传统产业和其他产业，11月新兴产业工业增加值平均增加8.12%，显著高于传统产业的6.66%和其他产业的2.47%。

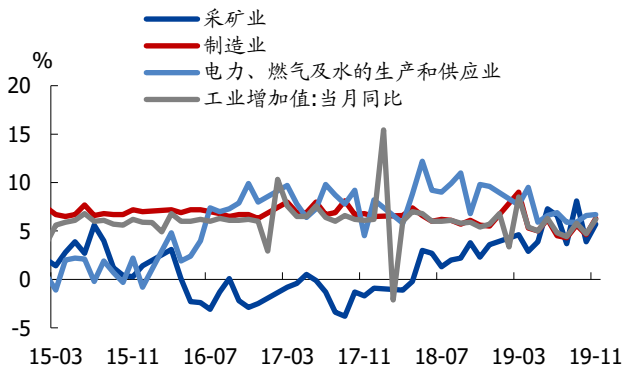
图表1：新旧动能持续转换



资料来源：Wind，国盛证券研究所

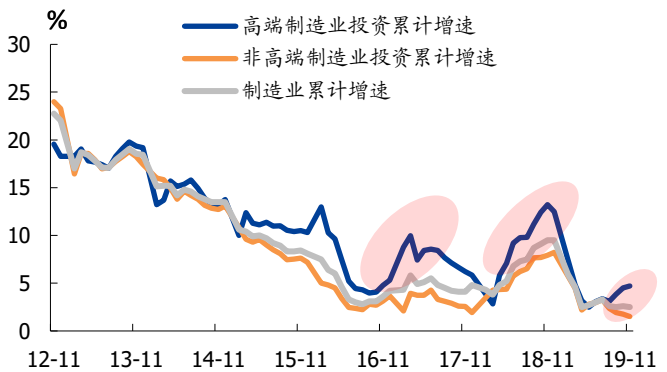
(2)制造业相关行业工业增加值新旧动能转化与制造业投资新旧经济增速分化相互印证。分三大类看，11月采矿业、制造业、电力、燃气及水的生产和供应业工业增加值增速均较10月回升，其中制造业回升1.7个百分点至6.3%，成为11月工业增加值增速回升重要支撑。进一步看制造业，高端制造业投资与非高端制造业投资累计同比²连续3个月分化与工业增加值显示的新旧动能差异形成印证。11月高端制造业投资累计同比回升0.2个百分点至4.7%，非高端制造业则回落0.3个百分点至1.5%（后文分析制造业投资将详细阐述）。

图表2：采矿业和制造业是本月工业增加值回升的主支撑



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表3：制造业投资新旧经济持续分化



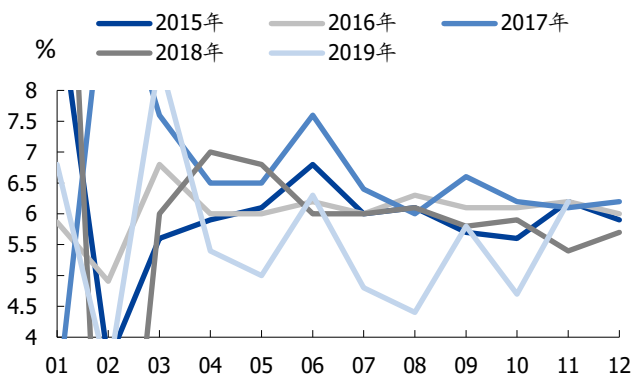
资料来源：Wind，国盛证券研究所

¹ 其中新兴产业包括医药、通用设备、专用设备、电气机械、电子设备；传统产业包括化工、橡胶和塑料制品、非金属矿制造、黑色、有色、金属制品、交通运输设备制造、汽车制造、电力热力生产；其他产业以食品、纺织为主。

² 其中高端制造业包括医药、通用设备、专用设备、电气机械、电子设备、汽车制造，其余为非高端制造。

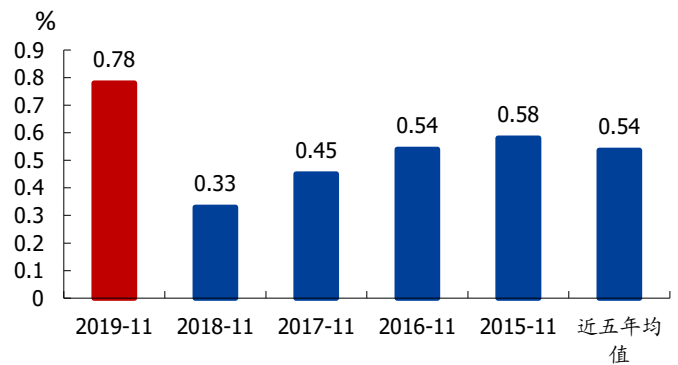
总体看，11月工业增加值好于季节性，内外需略有改善，但持续性仍待观察。第一，工业增加值变化趋势符合季节性规律，且好于季节性。环比看，11月工业增加值环比增长0.78%，高于去年同期的0.33%和近五年均值0.54%，好于季节性。同比看，今年以来工业增加值遵循“季初弱、季末强”的季节特点，可能与基数效应、社融信贷季节规律有关，11月工业增加值回升符合季节规律。第二，内、外需各类指标走势有所分化，整体看内外需略有改善，但持续性仍需观察。内需方面，11月高炉开工率高于10月，发电量同比持平上月，六大发电集团耗煤量同比略低于10月，再结合PPI环比仍走弱，指向内需企稳尚需时日；外需方面，11月波罗的海干散货指数（BDI）弱于10月，中国出口集装箱运价指数（CCFI）略好于10月。出口交货值同比增速为-3.4%，较前值降幅缩窄0.4个百分点。综合看，在贸易摩擦缓和情况下外需略有改善，但细项指标分化指向持续性仍存疑。世界经济放缓和中美贸易摩擦可能的反复仍对外需构成压力。

图表4：2019年工业增加值同比增速“季初弱、季末强”



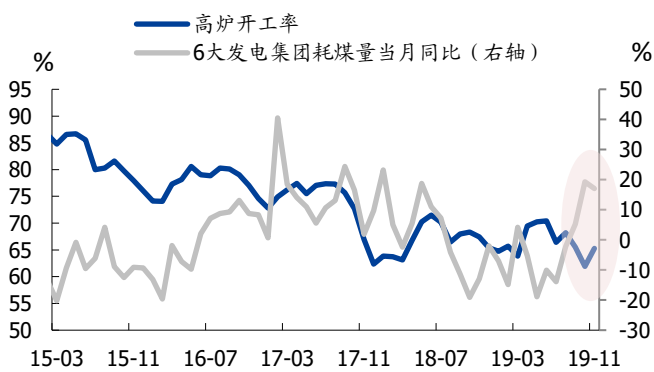
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表5：11月工业增加值环比增速好于季节性



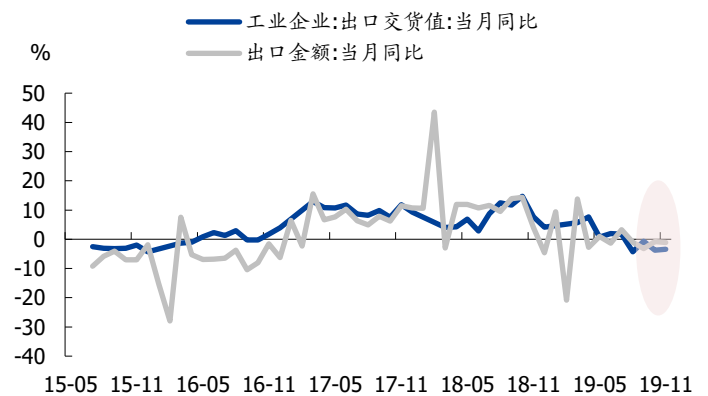
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表6：内需指标有所分化



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表7：11月出口交货值当月同比降幅收窄

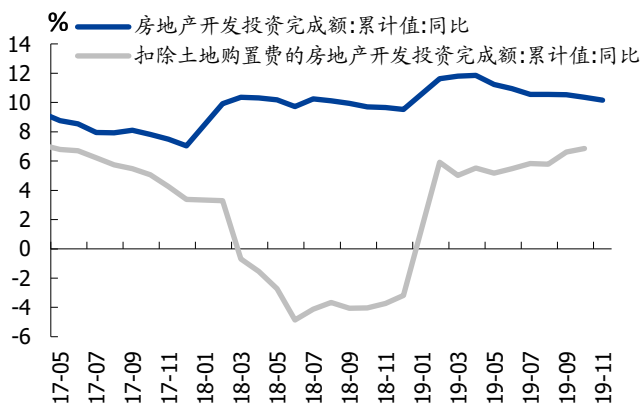


资料来源：Wind，国盛证券研究所

房地产：投资回落但韧性仍强，竣工回升持续性强

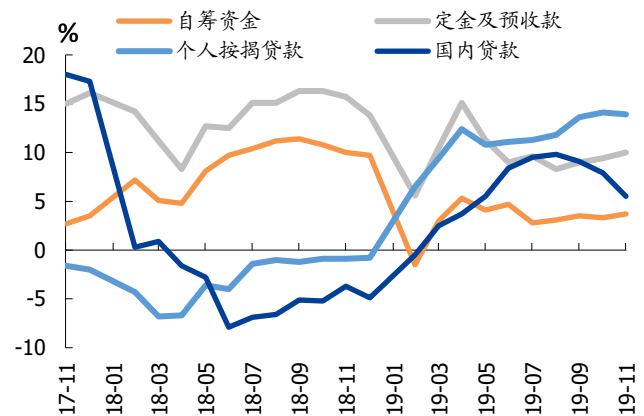
11月地产投资增速继续温和回落。1-11月房地产投资累计同比增速为10.2%，增速较前值下滑0.1个百分点，自今年4月份以来已经连续下滑7个月，但仍高于去年同期的9.7%。剔除土地购置费之后，1-10月地产投资累计同比为6.9%，高于1-9月的6.6%³。单月看，10月房地产投资同比为8.4%，较前值下滑0.4个百分点。地产融资持续收紧。1-11月房地产开发资金来源中的国内贷款累计同比5.5%，较前值大幅下滑2.4个百分点，自今年8月以来连续3个月增速下滑。房企在融资收紧环境下加速销售回款，导致个人按揭贷款和预付款增速持续回升。

图表8：1-11月地产投资增速仍处高位



资料来源：Wind，国盛证券研究所

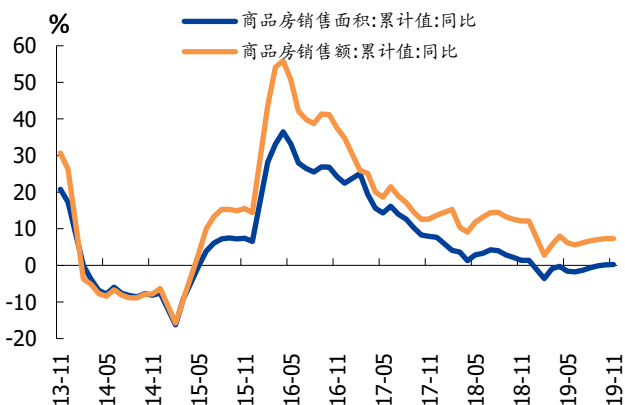
图表9：销售回款成为近来房企融资的主力



资料来源：Wind，国盛证券研究所

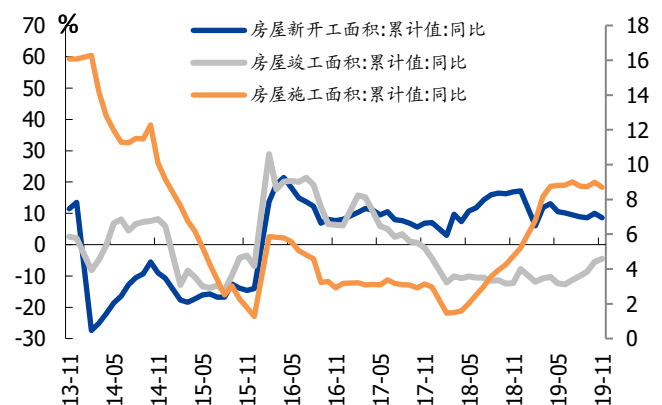
销售维持低位温和复苏态势。1-11月商品房销售面积累计同比0.2%，较前值回升0.2个百分点；销售额累计同比增长7.3%，持平前值，“以价换量”特点明显，主因融资收紧预期下，地产商加速推盘以回笼资金。开工施工回落、竣工持续回升。1-11月房屋新开工、施工、竣工面积累计同比分别为8.6%、8.7%、-4.5%，分别较前值变动-1.4、-0.3、1.0个百分点，基本符合我们此前的判断。

图表10：房地产销售延续低位温和复苏



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表11：开工施工回落、竣工持续回升



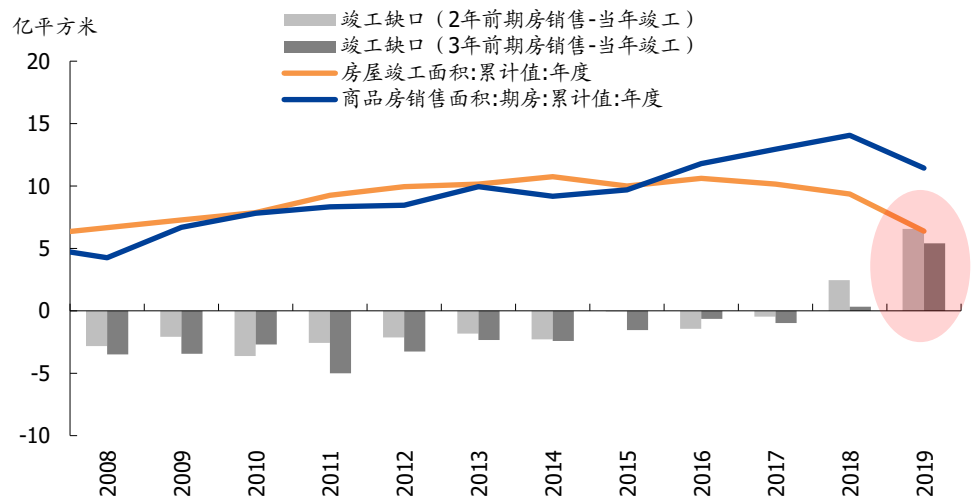
资料来源：Wind，国盛证券研究所

³ 该数据更新至10月末。

考虑到期房销售占商品房销售的比例长期维持在7成以上，可将房地产的传导路径简单理解为“新开工-施工-预售-施工-竣工”，其中预售到竣工一般间隔2-3年，在这种链条的作用下，期房销售对竣工有一定的领先性。

从绝对值看，今年期房竣工缺口远高于历史平均水平。2、3年前的期房销售面积与当年竣工面积的差在2017年以前一直小于0（这是由于竣工房屋还用于现房销售、库存等），2018年则首次转正，到今年11月进一步增长至6.6、5.4亿平方米，这代表了融资收紧环境下，地产商加快销售放慢施工所产生的竣工缺口，与之相对应的就是不断拉长的施工周期。（当然施工周期拉长还存在预售标准较低的三四线城市销售占比提升、改善型需求占比提升交付时间容忍度提升等原因）。

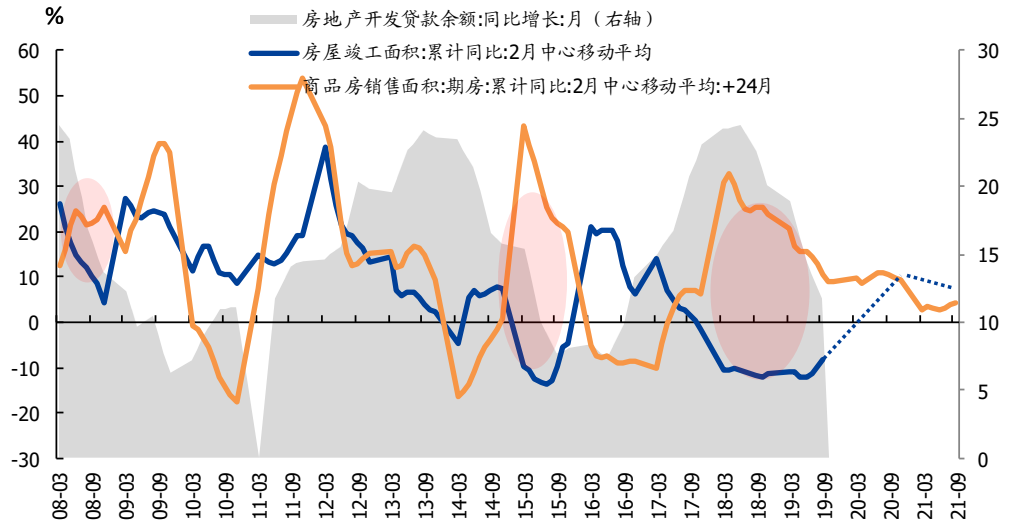
图表 12: 2019 年竣工缺口大幅增长



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从增速来看，本轮竣工回升或贯穿明年全年，高点可能在10%左右。回顾历史可以发现，在房地产开发贷款增速下降时，常会出现前期高增的期房销售推迟交付，竣工增速下滑的情况，这种增速缺口同样反映了房企在融资环境趋紧时延长施工，推迟交房的行为。但期房总有交付的一天，这种缺口过后就是竣工增速的大幅回升。参考历史数据进行简单推算，考虑到本轮期房销售增速低点与高点间隔14个月左右，本轮竣工增速上行或将贯穿2020年全年。同时本轮期房销售增速的高点（考虑到单月增速波动较大，采用2个月移动平均，2016年4月达32.8%）较上轮高点（2013年3月达43.3%）下降10.5个百分点，若假设本轮竣工增速的高点较上轮高点（2016年3月达21.1%）降幅类似，则本轮竣工增速高点可能为10%左右。

图表 13: 本轮竣工回升持续性较强



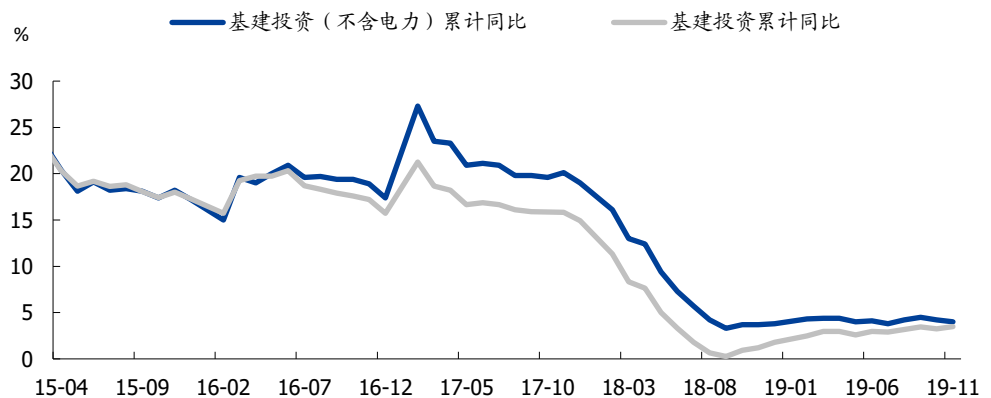
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

往后看, 随着竣工持续回升, 地产融资收紧环境下新开工继续下滑, 导致施工增速料将见顶回落, 带动明年建安投资逐步下行, 是明年房地产投资的主要压力来源。

基建: 钱从哪里来? 信号可能大于实际

广义和狭义基建投资增速发生分化, 总体增幅平稳, 与资金来源受限和季节规律有关。今年 1-11 月狭义基建投资累计同比增长 4.0%, 连续两个月回落; 广义基建累计同比增长 3.47%, 较前值回升 0.21 个百分点。具体释放了以下信号:

图表 14: 广义和狭义基建投资增速发生分化

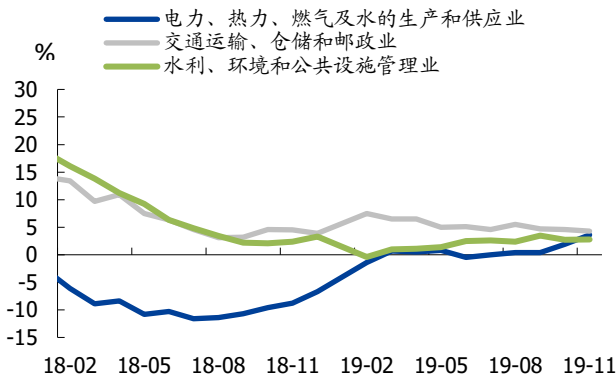


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

其一, 广义基建增速在基数上升情况下仍回升, 表明基建托底作用仍有所显现。不过, 对比来看, 狭义基建增速 (指不含电力) 回落主因交通运输类投资涨幅缩窄, 与季节规律和铁路运输投资下滑有关。分行业看, 水利环保较上月回升 0.1 个百分点至 2.8%, 水电热燃较上月回升 1.7 个百分点至 3.6%。仅交运仓储投资增速下降 0.3 个百分点至 4.3%, 成为主拖累。原因上, 一方面可能与天气转冷有关, 历史上交运仓储投资四季度增速大

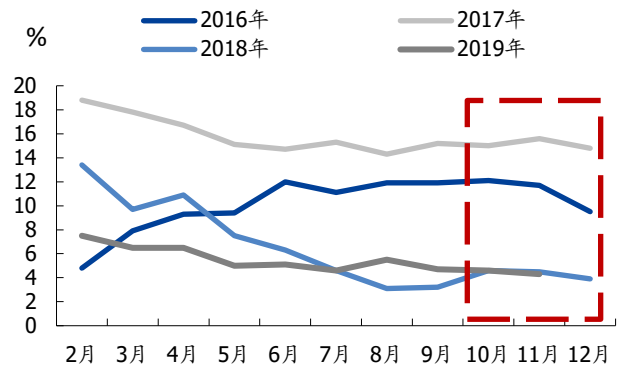
多逐月下滑；另一方面，11月交通仓储最大拖累项为铁路运输投资，累计同比较前值下滑4.3个百分点。

图表 15: 11月交运仓储分项增速大幅下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 交运仓储类投资四季度增速多为下滑

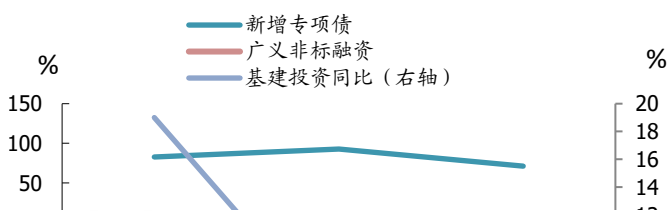


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

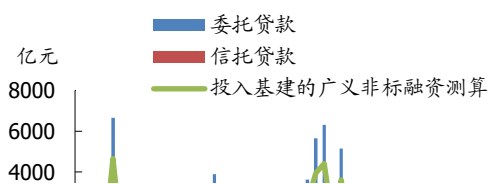
其二，整体看基建投资回升弹性有限，可能与四季度专项债发行减少，广义非标投资走弱有关。在报告《是什么拖累了7月经济？》中我们曾指出，今年以来基建投资低位运行主要有三大原因，即借新还旧、地方政府积极性不高、表内资金体量尚难补表外部分。总结来看，最重要的问题在于融资端受限，即地方政府隐性债务受到严格管。

将基建资金来源分成国家预算内资金、国内贷款、自筹资金、外资及其他资金等五大类，其中自筹资金又包括城投债、PPP、政府性基金支出、新增专项债、政策性信贷、广义非标⁴融资、其他等分项。我们测算表明，近年来基建投资增速下滑主要受广义非标融资增速下滑甚至负增影响。从增速看，今年以来支撑基建投资的主要资金来源于国内贷款、新增专项债和政策性信贷。11月小口径基建降低，可能与四季度专项债发行下滑、以委托贷款和信托贷款衡量的基建领域广义非标融资降低有关。

图表 17: 基建投资回落主要受广义非标增速回落拖累



图表 18: 11月投入基建的非标可能减少



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_8301



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>