

撰写日期：2019年12月16日

证券研究报告--债券点评报告

经济出现阶段性回暖信号

——2019年11月份经济数据点评

分析师：杨宇

执业证书编号：S0890515060001

电话：021-20321299

邮箱：yangyu@cnhbstock.com

分析师：王震

执业证书编号：S0890517100001

电话：021-20321005

邮箱：wangzhen@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20321006

相关研究报告

- 1 《数据整体回落，地产“韧性”依旧——10月份经济数据点评》 2019-11-14
- 1 《剔除季节性因素，仍有点弱——10月份金融数据点评》 2019-11-11
- 2 《三季度GDP下滑到6%关口，稳增长压力仍大——9月份经济数据点评》 2019-10-18
- 3 《数据企稳且结构向好，主要由稳增长政策推动——9月份金融数据点评》 2019-10-15
- 4 《数据整体偏弱，“稳增长”或加力提效——7月份经济数据点评》 2019-08-14
- 5 《金融数据疲软，显示有效需求不足——7月份金融数据点评》 2019-08-12
- 6 《全球新一轮宽松周期开启——8月份宏观策略·宏观经济篇》 2019-08-09
- 7 《经济有韧性，托底仍必要——6月份经济数据点评》 2019-07-15
- 8 《总量回升结构偏弱，政策保持结构性宽松——2019年6月份金融数据点评》 2019-07-13

□ 投资要点：

◆ **事件：**12月16日，国家统计局公布了2019年11月份经济数据：11月份，规模以上工业增加值同比增长6.2%，预期5.2%，前值4.7%；11月份，固定资产投资累计同比增长5.2%，预期5.2%，前值为5.2%；其中，民间固定资产投资累计同比增长4.5%，增速较10月份回升0.1个百分点；制造业投资累计同比增长2.5%，增速较10月份回落0.1个百分点；基础设施投资（不含电力）累计同比增长4%，增速较10月份回落0.2个百分点；11月份，房地产开发投资累计同比增长10.2%，增速较10月份回落0.1个百分点。商品房销售面积累计同比增长0.2%，增速较10月份加快0.1个百分点。11月份，社会消费品零售总额同比增长8%，预期7.8%，前值7.2%；扣除价格因素实际增长4.9%，与上个月持平；除汽车以外的消费品零售额同比增长9.1%，较10月份回升0.8个百分点。

◆ **工业生产：企业信心回升叠加库存回补，生产明显回暖。**11月份工业增加值同比增长6.2%，较10月份回升1.5个百分点，生产明显回暖。主要原因包括：一是地产和基建的施工好于预期带动工业品需求回升，而工业品整体库存处于底部，需求端的边际改善带动生产端的库存回补；二是10月份以来中美贸易谈判预期好转，企业信心回升，加大了生产。

◆ **投资：基建投资小幅回升，制造业投资继续底部徘徊。**固定资产投资累计同比增长5.2%，与上个月持平，其中地产投资增速仍处于较高位置但小幅回落，基建投资小幅回升，制造业投资继续底部徘徊。民间固定资产投资累计同比增长4.5%，增速较10月份回升0.1个百分点。

◆ **房地产：投资继续保持“韧性”。**投资继续保持相对较高的增速，虽然施工和新开工增速有所回落，但销售、土地购置边际上仍在好转。10月份房地产投资累计同比增速10.2%，较上个月回落0.1个百分点，单月同比增速8.4%，较上个月回落0.32个百分点，总体上投资增速仍保持相对较高的增速。

◆ **消费：“双11”和汽车带动消费回暖。**11月份，社会消费品零售总额同比增长8%，预期7.8%，前值7.2%；扣除价格因素实际增长4.9%，与上个月持平；除汽车以外的消费品零售额同比增长9.1%，较10月份回升0.8个百分点。

◆ **总结：生产端明显回暖，经济出现阶段性回暖信号。**总体上看，11月份的经济数据呈现生产端明显改善，需求端底部企稳的特征。外部不确定性因素减弱，内部“稳增长”措施持续发力，企业信心回升，工业品需求边际改善，生产端开始回暖。短期来看，经济可能会出现阶段性回暖。目前，宏观环境呈现出：经济短期回暖+通胀高企+政策侧重“稳增长”的特征。债券市场收益率下行空间有限，短期回调风险增大。股票市场风险偏好抬升，更加占优。

◆ **风险提示：**房地产下行速度超预期、基建投资不及预期、贸易摩擦反复

内容目录

1. 工业生产：企业信心回升叠加库存回补，生产明显回暖.....	3
2. 投资：基建投资小幅回升，制造业投资继续底部徘徊	4
3. 房地产：投资继续保持“韧性”	5
4. 消费：“双 11” 和汽车带动消费回暖	7
5. 总结：生产端明显回暖，经济出现阶段性回暖信号	7

图表目录

图 1：工业增加值情况（细分行业）	4
图 2：固定资产投资三大分项表现	4
图 3：中小企业的预期有所改善	5
图 4：房地产开发资金来源中国内贷款分项从 9 月份开始进入回落通道	6
图 5：地产新开工回落而竣工开始回升	6
图 6：11 月份各消费分项情况	7

事件：

12月16日，国家统计局公布了2019年11月份经济数据：

11月份，规模以上工业增加值同比增长6.2%，预期5.2%，前值4.7%；

11月份，固定资产投资累计同比增长5.2%，预期5.2%，前值为5.2%；其中，民间固定资产投资累计同比增长4.5%，增速较10月份回升0.1个百分点；

制造业投资累计同比增长2.5%，增速较10月份回落0.1个百分点；

基础设施投资（不含电力）累计同比增长4%，增速较10月份回落0.2个百分点；

11月份，房地产开发投资累计同比增长10.2%，增速较10月份回落0.1个百分点。商品房销售面积累计同比增长0.2%，增速较10月份加快0.1个百分点。

11月份，社会消费品零售总额同比增长8%，预期7.8%，前值7.2%；扣除价格因素实际增长4.9%，与上个月持平；除汽车以外的消费品零售额同比增长9.1%，较10月份回升0.8个百分点。

对此，我们的点评如下：

1. 工业生产：企业信心回升叠加库存回补，生产明显回暖

11月份工业增加值同比增6.2%，较10月份回升1.5个百分点，生产明显回暖。今年工业生产数据呈现明显的季节性，前三季度季末月的数据明显好于非季末月数据，11月份工业生产数据是今年非季末月数据的最高值，并且强于9月份数据，生产明显回暖。

三大工业门类中采矿业和制造业明显回暖。其中，采矿业增加值同比增长5.7%，增速较10月份大幅回落1.8个百分点；**制造业增加值增长6.3%，回升1.7个百分点，单月数据创4月份以来的高点**；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长6.7%，较上个月回升0.1个百分点。

分行业来看：

第一，地产与建筑施工产业链的工业品生产回暖明显。非金属矿物制品业、黑色金属冶炼及压延加工业工业增加值同比分别为8.6%和10.7%，分别较10月份回升4.5个百分点和4.4个百分点。

第二，汽车制造业生产继续回暖，带动汽车产业链的工业生产增速回升。11月份汽车制造业工业增加值同比7.7%，较上月回升2.8个百分点；橡胶和塑料制品业工业增加值同比5.7%，较上个月回升1.8个百分点。

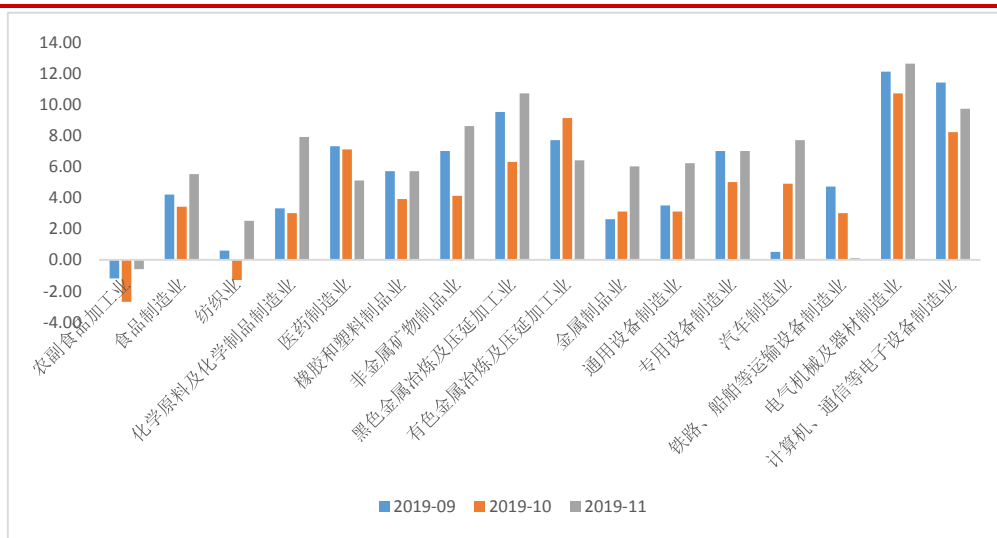
第三，中游的设备制造业生产回暖，反映市场对于需求端预期的好转。通用设备制造业和专用设备制造业的工业增加值分别为6.2%和7%，较10月份分别回升3.1个百分点和2个百分点。

第四，其他的中上游工业品的生产也在回暖。如化学原料及化学制品制造业工业增加值同比增速回升4.9个百分点，金属制品业工业增加值同比增速回升2.9个百分点。

第五，铁路、船舶等运输设备制造业继续保持从7月份的高位持续回落的趋势，这和财政支出中交通运输分项的持续回落一致。

总体上看，11月份的工业生产回暖明显。主要原因包括：一是地产和基建的施工好于预期带动工业品需求回升，而工业品整体库存处于底部，需求端的边际改善带动生产端的库存回补；二是10月份以来中美贸易谈判预期好转，企业信心回升，加大了生产。

图 1：工业增加值情况（细分行业）

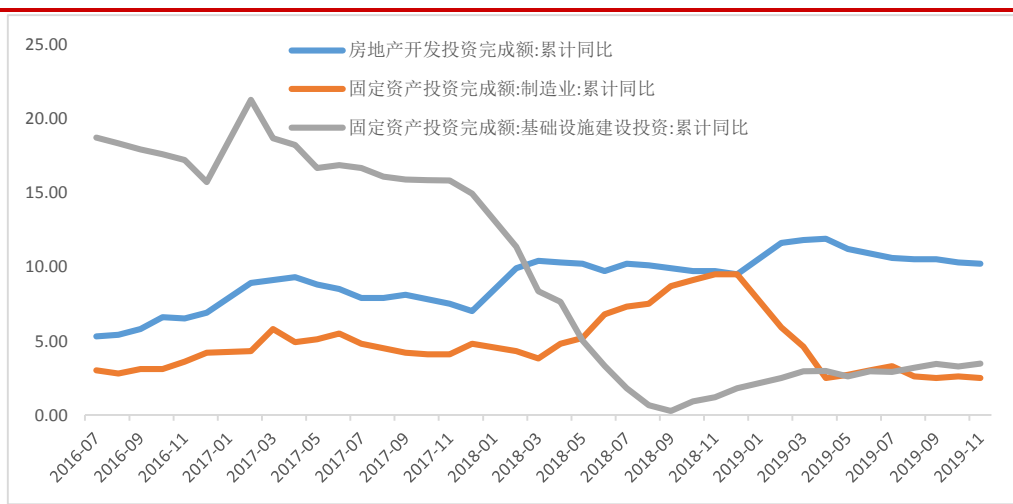


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2. 投资：基建投资小幅回升，制造业投资继续底部徘徊

固定资产投资累计同比增长 5.2%，与上个月持平，其中地产投资增速仍处于较高位置但小幅回落，基建投资小幅回升，制造业投资继续底部徘徊。民间固定资产投资累计同比增长 4.5%，增速较 10 月份回升 0.1 个百分点。

图 2：固定投资三大分项表现



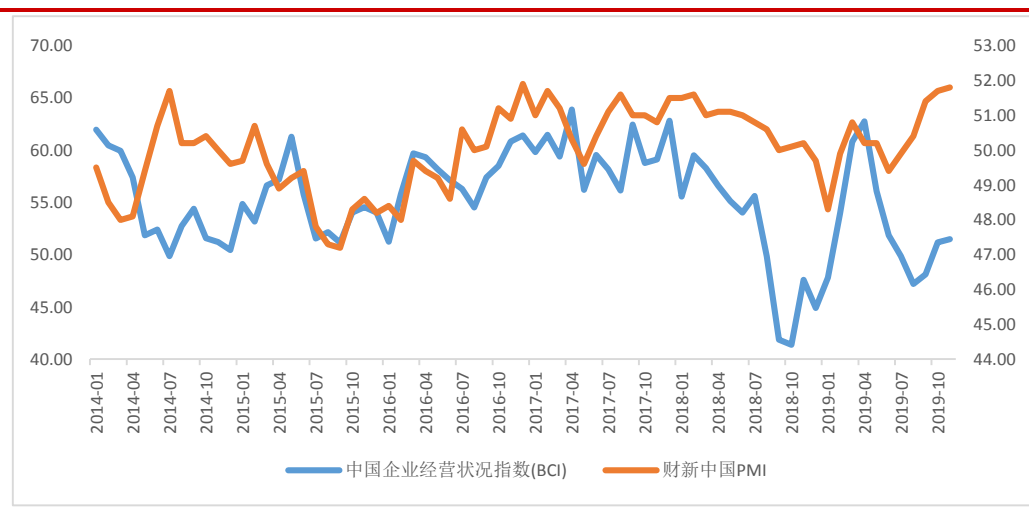
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

制造业投资方面，11 月份制造业投资累计同比 2.5%，小幅回落 0.1 个百分点。工业企业利润仍未出现好转，对于制造业投资的制约依然比较明显。中美贸易摩擦的阶段性缓解对于市场预期的改善明显，但目前还只是对生产端有所提振，尚未传导到投资端。往后看，代表中小企业的财新 PMI 指数已经连续 5 个月回升，代表民营企业的企业经营状况指数（BCI）连续 4 个月升，并在 10 月份到 50 以上（即经营状况已经由恶化变为改善）。这些积极信号的出现有利于制造业投资的企稳。

后续来看，随着中美第一阶段贸易谈判的达成，海外主要经济体和国内的制造业部门的预

期均会有所改善，并形成共振，预计生产端逐步回暖，会逐步带动投资端的企稳回升。

图 3：中小企业的预期有所改善



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

基建投资方面，11 月份基建投资增速累计同比 3.47%，较 10 月份回升 0.21 个百分点，基建投资的反弹动力依然偏弱。

尽管从 6 月份开始，明确专项债可做项目资本金、扩大专项债做资本金的范围、降低资本金比例等系列刺激基建投资政策的落地，但是效果并不明显。可能与今年专项债投资基建项目的比例较低，同时系列政策出台时间较晚有关。预计系列政策的效果将在 2020 年上半年显现。

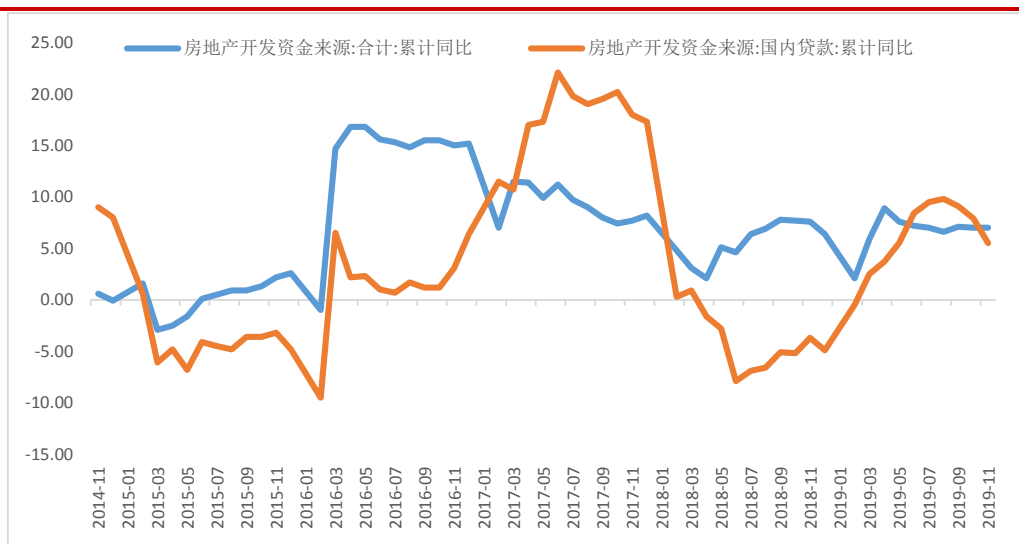
3. 房地产：投资继续保持“韧性”

房地产继续保持“韧性”，投资继续保持相对较高的增速，虽然施工和新开工增速有所回落，但销售、土地购置边际上仍在好转。10 月份房地产投资累计同比增速 10.2%，较上个月回落 0.1 个百分点，单月同比增速 8.4%，较上个月回落 0.32 个百分点，总体上投资增速仍保持相对较高的增速。

地产销售继续保持“韧性”，11 月份地产销售累计同比增速 0.2%，较上个月回升 0.1 个百分点，单月同比增速 1.08%，单月数据连续 3 个月回落，不过依然维持了正的增速。地产销售的“韧性”一方面和房企加大推盘和促销力度有关，一方面也和一些城市在“因城施策”的指导下变相放松地产调控有关。持续性有待观察。

地产销售维持正增长，一定程度上对冲了调控政策收紧对地产开发资金来源的限制。11 月份房地产开发资金来源同比增速 7%，与上个月持平。不过值得注意的是，对地产融资监管收紧的影响逐步出现，房地产开发资金来源中的国内贷款分项同比增速从 10 月份开始回落，11 月份回落到 5.5%，较 10 月份回落 2.4 个百分点。但是最近几个月地产销售的持续好转带动了地产开发资金来源项中的定金及预收款和个人按揭贷款保持较高增速，一定程度上对冲了国内贷款资金来源的回落。

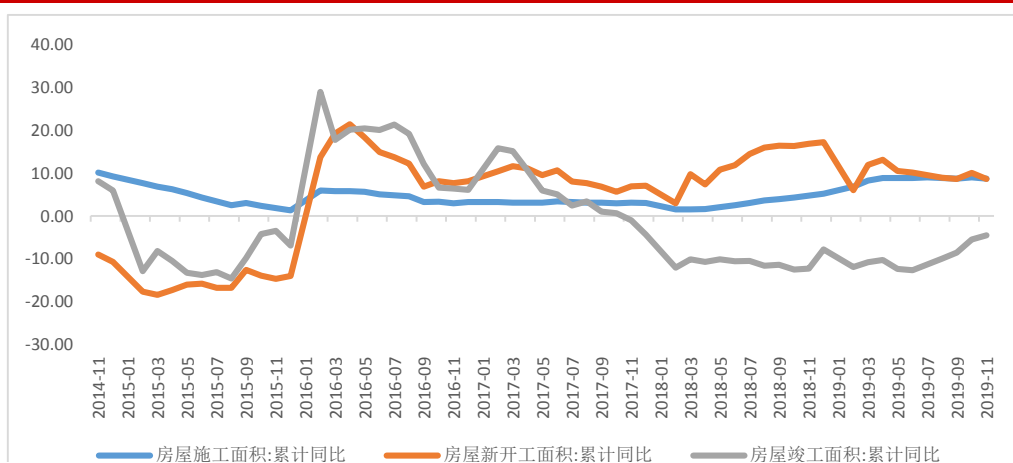
图 4：房地产开发资金来源中国内贷款分项从 9 月份开始进入回落通道



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

竣工数据继续好转，新开工增速施工增速有所回落。11 月份，房屋竣工面积累计同比-4.5%，降幅继续收窄，随着交房日期的日益临近，预计竣工增速会持续回升。房屋新开工面积累计同比 8.6%，较 10 月份回落 1.4 个百分点；房屋施工面积累计同比 8.7%，较 10 月份回落 0.3 个百分点。新开工和施工数据虽然有所回落，但增速仍高，考虑到月度数据的波动性，对于新开工和施工增速趋势的判断还需要继续观察后续的表现。

图 5：地产新开工回落而竣工开始回升



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_8302

