

警惕地产领先指标已开始恶化

——11 月经济数据点评

宏观数据点评

2019 年 12 月 17 日

报告摘要：

● 工业超预期回升与基建和地产有关

工业生产大幅回升靠的是基建和地产，出口交货值同比弱修复。11 月工业增加值同比为 6.2%，较上月大幅回升 1.5 个百分点，高于市场预期的 5.2%。从三季度开始，房地产竣工同比加速回升，加上基建回暖，一定程度上刺激了建筑材料企业补库存和工业生产回暖。但是，从外需上看，11 月出口交货值同比较 10 月仅回升 0.4 个百分点，反映外需改善并不明显，需求回升主要来自国内的地产和基建，属于被动需求。房地产在明年一季度有大幅下行的风险，提振有效需求和释放消费活力仍是重中之重。

● 固定资产投资增速走平，房地产投资韧性恐难维持

固定资产投资增速走平，房地产领先指标已开始恶化。新开工面积和施工面积累计同比分别较上月放缓 1.4 和 0.3 个百分点，当月同比增速双双落入负区间。我们多次强调，2019 年房地产高投资源于开发商抢施工抢销售，但施工增长快于销售不可持续，2020 年一季度起施工面积增速面临回落压力，届时房地产投资可能快速下滑。目前的数据走势正在验证我们的判断。

基建投资回升，制造业投资延续震荡走势。基建投资回升已成市场共识。在 PPI 通缩和贸易协议短期难有实质性作用的影响下，库存周期可能被动拉长，制造业企业缺乏投资动力，预计在接下来数月仍维持震荡走势。民间固定资产投资增速结束连续 4 个月下行，但可持续性有待观察。

● 社零增速小幅超预期回升，汽车零售与生产背离

“双十一”释放消费活力，汽车销售延续弱复苏。11 月社零增速回升主要是受网上消费回升拉动，“双十一”效应显著，11 月可网购的房地产后周期消费家具和家电社零分别大幅回升。11 月社零实际增速与 10 月持平，说明整体消费量可能变化不大。11 月粮油食品类社零较上月小幅回落，反映高通胀对食品消费量有所抑制。11 月汽车销售同比虽有回升，仍处于负区间。但是，汽车工业增加值同比大幅回升，可能与 11 月汽车经销商补库存和 12 月汽车销售较好有关，生产回暖不具备可持续性。

● 经济下行压力并未解除，政策仍需强化“六稳”

经济还不到企稳的时候。短期内房地产投资仍具韧性，对水泥、钢材等多种工业品构成较强需求，这是当前工业生产的重要支撑。出口交货值未见改善，叠加 2020 年一季度起房地产投资面临快速下行压力，工业品需求未见趋势性回暖。总体看，经济下行压力并未解除，政策仍需强化“六稳”举措，市场仍应保持警惕为上。

● 风险提示：

逆周期调节不及预期，全球经济加速放缓。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：wuyanyan@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

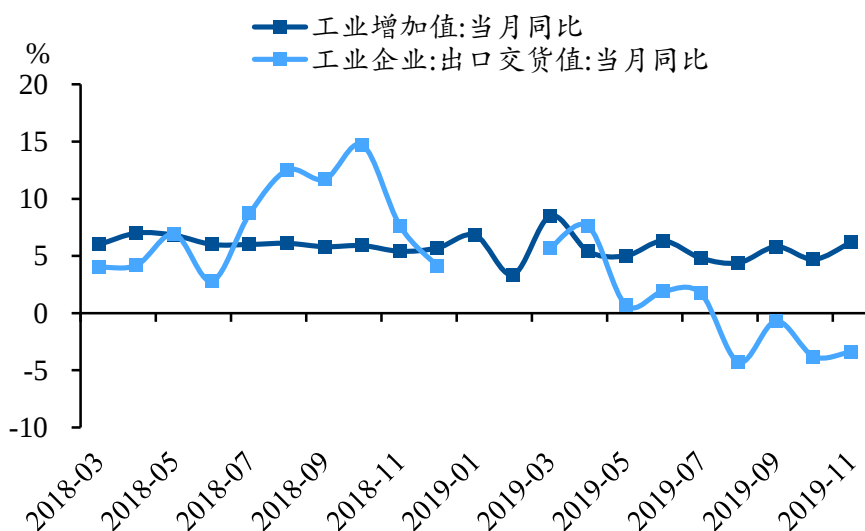
12月16日，国家统计局公布中国11月经济数据：

- (1) 规模以上工业增加值同比 6.2%，预期 5.2%，前值 4.7%；
- (2) 社会消费品零售总额同比 8.0%，预期 7.8%，前值 7.2%；
- (3) 固定资产投资累计同比 5.2%，预期 5.2%，前值 5.2%；
- (4) 基建投资（全口径）累计同比 3.5%，较上月回升 0.2 个百分点。
- (5) 房地产投资累计同比 10.2%，较上月回落 0.1 个百分点。

一、工业超预期回升与基建和地产有关

工业生产大幅回升靠的是基建和地产，出口交货值同比弱修复。11月工业增加值同比为 6.2%，较上月大幅回升 1.5 个百分点，高于市场预期的 5.2%。从三季度开始，房地产竣工增速回升趋势确定，加上基建发力，建筑材料需求旺盛，一定程度上刺激了黑色系补库存，工业生产有所回暖。另一方面，房地产“抢销售，干竣工”的策略提升设备需求量，带动了设备制造业的生产积极性。但是，从外需上看，11月出口交货值同比较10月仅回升 0.4 个百分点，反映外需改善并不明显，需求回升主要来自国内的地产和基建，属于被动需求（图1）。房地产在明年一季度有大幅下行的风险，提振有效需求和释放消费动力仍是重中之重。分地区看，东部地区工业增加值同比显著回暖，11月录得 6.2%，较上月提升近 2.6 个百分点；中部地区、西部地区和东北地区分别录得 7.4%、5.9% 和 7.6%；三个地区工业同比高于或等于 6.2%。

图 1：11 月工业生产大幅回升，主要来自内需部分的地产和基建



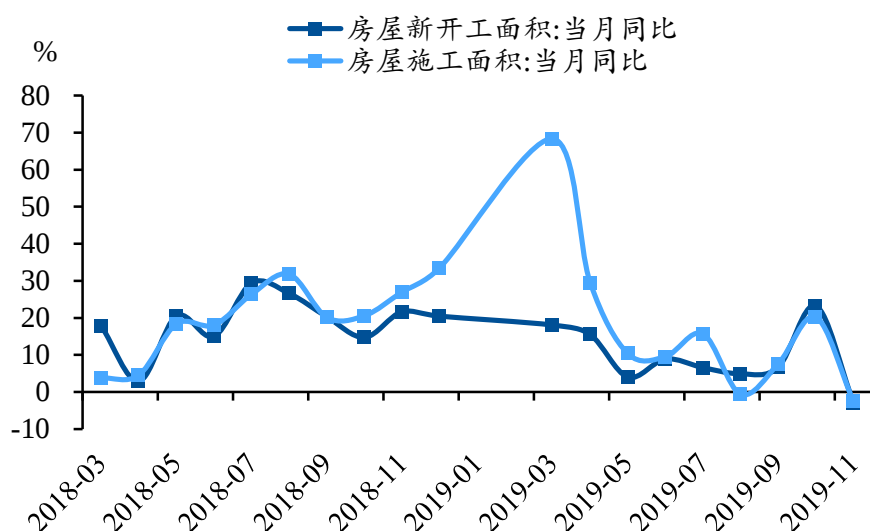
资料来源：Wind，民生证券研究院

固定资产投资增速走平，房地产投资韧性恐难维持。11月固定资产投资增速为 5.2%，与上月持平，符合市场预期。11月房地产投资累计增速较上月小幅回落 0.1 个百分点，仍高达 10.2%。但是，领先指标已经开始恶化，新开工面积和施工面积累计同比分别较上月

放缓 1.4 和 0.3 个百分点，当月同比增速双双落入负区间（图 2）。我们多次强调，2019 年房地产高投资源于开发商抢施工抢销售，但施工增长快于销售不可持续，2020 年一季度起施工面积增速面临回落压力，届时房地产投资可能快速下滑。目前的数据走势正在验证我们的判断。

基建投资回升，制造业投资延续震荡走势。11 月广义基建投资增速录得 3.5%，较上月回升 0.2 个百分点。今年冬季属于暖冬气候，有助于基建开工，加上近两个月基建利好消息接连释放，稳投资信号明显，预料基建增速会逐渐回升。11 月制造业投资再次回落 0.1 个百分点至 2.5%。在工业品价格通缩和贸易摩擦短期恐难有实质性作用的影响下，产成品库存周期可能将被动拉长，制造业企业尚未有明显加大投资扩充产能的动力，预料接下来数月仍会延续震荡走势。民间固定资产投资增速结束连续 4 个月下行，11 月累计同比为 4.5%，较上月小幅回升 0.1 个百分点，贸易摩擦缓和和对民企投资的信心修复能否持续，仍需观察。

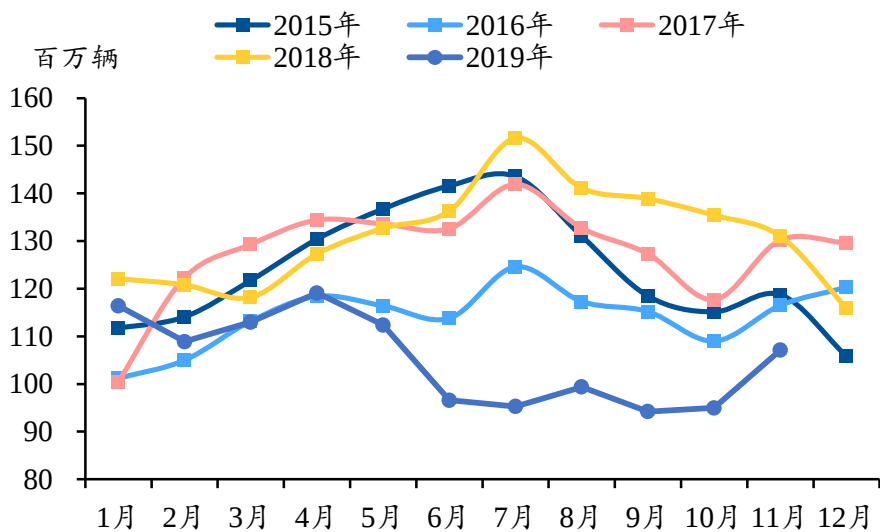
图 2：新开工面积同比年内首次跌入负区间，导致施工面积同比大幅回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

“双十一”释放消费活力，汽车销售延续弱复苏。11 月社零增速当月同比为 8.0%，较上月回升 0.7 个百分点，高于市场预期的 7.8%，主要是受网上消费回升拉动，“双十一”效应显著。当 10 月消费低于预期时，我们发现可以网上购置的家具、家电等房地产后周期消费与竣工增速回升背离，11 月家具和家电社零分别大幅回升 9 和 4.7 个百分点。11 月社零实际增速与 10 月持平，当月同比为 4.9%，说明整体消费量可能变化不大。在 CPI 增速上行时，11 月粮油食品社零较上月小幅回落 0.1 个百分点，反映高通胀对食品需求有所压制。11 月汽车销售同比回升 1.5 个百分点，仍处于负区间。但是，汽车工业增加值同比大幅回升，可能与 11 月汽车经销商补库存和 12 月汽车销售较好有关，生产回暖不具备可持续性（图 3）。

图 3：除 2018 年以外，11 月汽车库存均有回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

二、经济下行压力并未解除，政策仍需强化“六稳”

经济还不到企稳的时候。汽车消费改善并不明显，汽车生产回暖不具备可持续性。短期内房地产投资仍具韧性，对水泥、钢材等多种工业品构成较强需求，这是当前工业生产的重要支撑。出口交货值未见改善，叠加 2020 年一季度起房地产投资面临快速下行压力，工业品需求未见趋势性回暖。总体看，经济下行压力并未解除，政策仍需强化“六稳”举措，市场仍应保持警惕为上。

风险提示：

逆周期调节不及预期，全球经济加速放缓。

插图目录

图 1：11 月工业生产大幅回升，主要来自内需部分的地产和基建	2
图 2：新开工面积同比年内首次跌入负区间，导致施工面积同比大幅回落	3
图 3：除 2018 年以外，11 月汽车库存均有回升	4

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_8308

