

数据短期扰动，经济难言企稳

——11月经济数据思考

分析师 梁中华

执业证书编号: S0740518090002

电话 021-20315056

邮箱 liangzh@r.qlzq.com.cn

研究助理 吴嘉璐

电话

邮箱 wujl@r.qlzq.com.cn

相关报告

1 统计局 1-11月数据点评: 累计销售增速小幅上行, 新开工如期回落, 竣工持续修复

2 水泥需求韧性较强, 后周期受益竣工回暖

3 【晨会聚焦】积极布局 2020

投资要点

- **1、工业生产超预期: 基数效应与短期波动。**11月工业增加值同比回升至6.2%。主要工业品中, 钢铁、水泥、玻璃等产量明显回升, 发电量增速持平。多数行业呈现回暖, 在目前公布的17个工业行业中, 仅3个行业增速回落, 非金属矿物、黑色冶炼加工增速明显回升, 汽车生产继续改善, 电气、电子制造维持高增长。11月全国服务业生产指数同比增长6.8%, 比上月也回升了0.2个百分点。工业生产短期回升, 有一定的基数效应, 且结合其他数据来看, 工企利润持续负增, 近期发电耗煤也在趋弱, 生产走强恐难持续。
- **2、基建、制造偏弱, 地产仍有韧性。**11月固定资产投资累计同比增长5.2%, 增速和前10个月持平, 基建和制造业仍是主要拖累。其中, 基建投资(不含电力)增长4.0%, 继续回落0.2个百分点。地方债务压力和减税降费, 对基建资金形成了一定的挤压; 尽管专项债额度提前下放, 但如果到明年春节后才能发行专项债, 中间存在空档期, 这也是短期基建投资难以回升的一大原因。制造业投资低位波动, 同比增长2.5%, 回落0.1个百分点。企业盈利未改善, 制造业投资短期也很难回暖。房地产开发投资小幅回落至10.2%, 销售面积增速0.2%, 维持小幅正增长。地产投资和销售仍有韧性, 一方面来自大小城市错位的调控, 另一方面是需求端存在“追涨杀跌”的惯性。当前仍有较多开发商年度销售目标未达成, “以价换量”的策略仍会继续, 销售预计仍有支撑。但往前看, 地产周期回落方向未变。
- **3、“双十一”效应拉动, 名义零售回暖。**11月社零总额名义和限额以上同比增速分别为8.0%和4.4%, 较上月均有回升, 零售回暖存在一定的“双十一”效应, 但扣除价格以后的社消零售实际增速仅为4.9%, 持平上月, 消费数据也并没有很超预期。从限额以上类别来看, 必需品消费增长仍较为强劲, 饮料和日用品增速仍旧亮眼, 同比分别增长13.0%和17.5%, 可能存在一定的囤货现象。多数可选品消费也在高增, 化妆品、文化办公用品、服装、家电家具增速都在回升, 部分反映了电商优惠刺激下的短期回暖, 但需求透支后, 未来的持续性是存疑的。往前看, 地产大周期下行, 决定了居民收入和财富增速都放缓, 未来消费增速也会向下回落。
- **4、数据短期扰动, 下行压力不减。**11月部分数据超预期, 市场对于经济基本面的看法又开始转向乐观, 但我们仍然认为下行趋势未改。外部来看, 美国经济仍在边际走弱, WTO已于10日部分停摆, 中美贸易关系仍存在不确定性, 加之美国对巴西、阿根廷、法国等加征关税, 全球贸易不确定性升级。此外, 我国是过去十年全球经济增量的主要来源, 我国不再强刺激经济, 全球缺乏增量需求支撑, 也决定了本轮全球经济下行周期会较长。国内来看, 地产周期回落, 尽管目前数据仍有韧性, 但我们测算的广义库存已经在逐渐回升, 说明供需关系已经在往差的方向发展, 限售房也会陆续“解禁”, 未来

地产增速仍会下行。往前看，基本面仍有回落压力，未来能够主导股债行情的因素也更多来自于政策。一是中国的降息周期会继续，货币边际放松；二是财政上专项债额度的上调；三是房住不炒大基调下的房地产政策的渐进放松，尤其是一些压力较大的城市，已经有此迹象。

- **风险提示：海外风险、政策变动、经济下行。**

内容目录

1、工业生产超预期：基数效应与短期波动	- 4 -
2、基建、制造偏弱，地产仍有韧性	- 5 -
3、“双十一”效应拉动，名义零售回暖.....	- 7 -
4、数据短期扰动，下行压力不减.....	- 8 -

图表目录

图表 1: 工业增加值同比增速 (%)	- 4 -
图表 2: 各行业工业增加值同比增速及变化 (%)	- 4 -
图表 3: 工业增加值季调后环比增速 (%)	- 4 -
图表 4: 工业企业利润累计同比 (%)	- 5 -
图表 5: 6 大发电集团日均耗煤同比 (%)	- 5 -
图表 6: 服务业生产指数同比与服务业 PMI 走势 (%)	- 5 -
图表 7: 基建投资增速 (%)	- 6 -
图表 8: 制造业投资增速低位波动 (%)	- 6 -
图表 9: 制造业各行业利润与投资增速的相关性 (%)	- 6 -
图表 10: 房地产投资和销售面积增速 (%)	- 7 -
图表 11: 社会消费品零售总额增速 (%)	- 7 -
图表 12: 商品零售和餐饮收入同比增速 (%)	- 7 -
图表 13: 限额以上各类商品当月同比增速以及增速变化 (%)	- 8 -
图表 14: 住宅广义库存先降后升 (亿平米)	- 8 -
图表 15: 商业地产广义库存持续攀升 (亿平米)	- 8 -

1、工业生产超预期：基数效应与短期波动

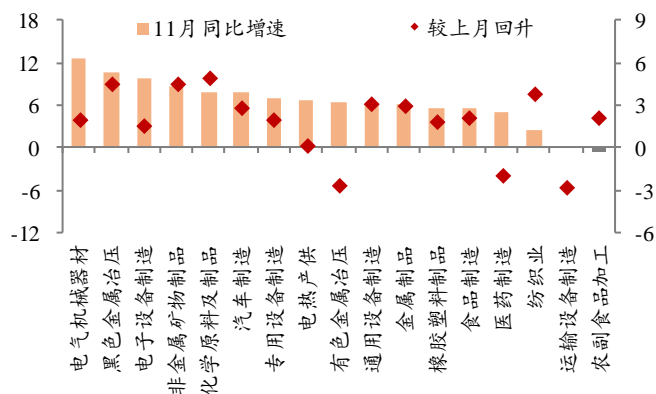
11月工业增加值同比增长6.2%，大幅超预期，多数行业均现回升。根据国家统计局公布的最新数据，2019年11月工业增加值同比增长6.2%，增速回升了1.5个百分点。主要工业品中，钢铁、水泥、玻璃产量增速均明显回升，发电量增速持平于4%。目前公布的17个工业行业中，仅3个行业增速回落，多数行业增速都在回暖，非金属矿物、黑色冶炼加工增速明显回升，汽车生产继续改善，电气、电子制造维持高增长。

图表 1: 工业增加值同比增速 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

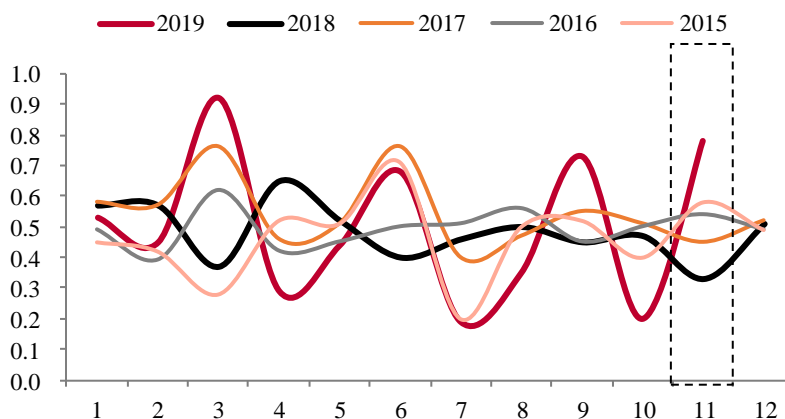
图表 2: 各行业工业增加值同比增速及变化 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

生产企稳了吗？部分源于基数效应。从环比数据来看，去年11月份工业增加值增速是全年最低点，而且也远低于往年水平。工业生产短期回升明显，一定程度上存在基数效应。

图表 3: 工业增加值季调后环比增速 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

生产的短期走强能否持续呢？一方面，工业生产当月增速通常波动都比较大，个别月份数据走强并不能代表拐点已现。另一方面，其他经济指标在走弱，比如工业企业利润依旧在负增长，扩生产动力其实是不足的；而从高频数据来看，12月份日均耗煤已经在趋弱了，同比涨幅明显收窄，周环比甚至已经为负，生产走强恐难持续。

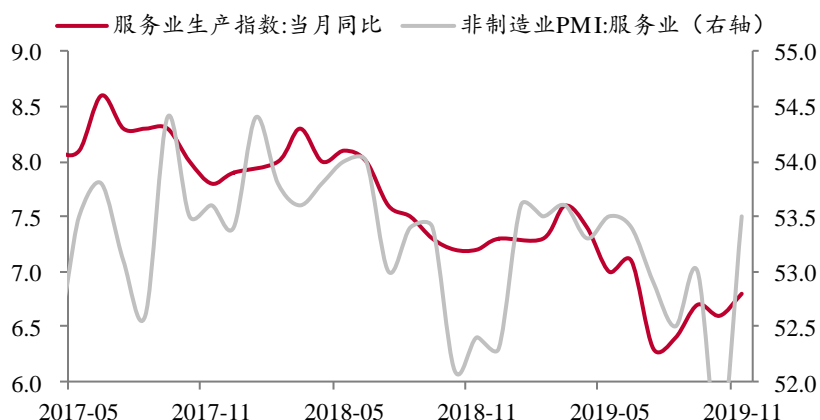
图表 4: 工业企业利润累计同比 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 5: 6 大发电集团日均耗煤同比 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

服务业生产指数也在加快。11 月全国服务业生产指数同比增长 6.8%，比上月也回升了 0.2 个百分点。其中信息技术服务业、租赁商业同比增长 16.3% 和 11.8%，仍是结构性的亮点。

图表 6: 服务业生产指数同比与服务业 PMI 走势 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

2、基建、制造偏弱，地产仍有韧性

11 月固定资产投资累计同比 5.2%，增速和前 10 个月持平，基建、制造偏弱，而地产投资仍有韧性。

基建投资小幅回落。11 月基建投资（不含电力）增长 4.0%，继续回落 0.2 个百分点。今年地方债务压力较大，减税降费政策下财政收入也大幅减少，对基建资金是形成一定挤压的。尽管专项债额度提前下放，但如果到明年春节后才能发行专项债，中间存在空档期，这也是短期基建投资难以回升的一大原因。

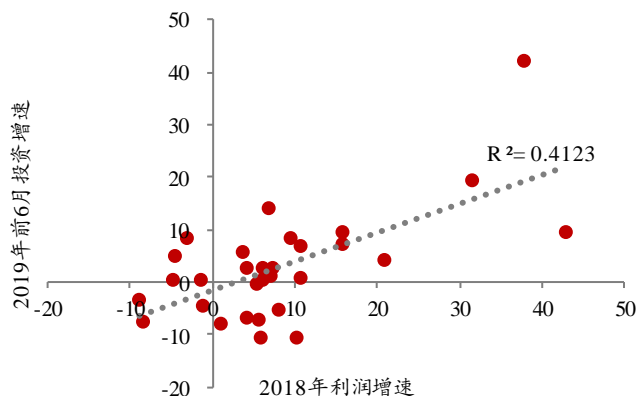
图表 7: 基建投资增速 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

制造业投资低位波动。11月制造业投资同比增长2.5%，较前10月回落0.1个百分点。一般来讲，企业盈利领先于投资增速。我们也比对了30个制造业行业今年上半年的投资增速和去年年底的利润增速，发现两者之间确实存在明显的正相关关系。在工企利润持续负增长的情况下，目前制造业投资也很难改善，预计后续仍会低位波动。

图表 8: 制造业投资增速低位波动 (%)

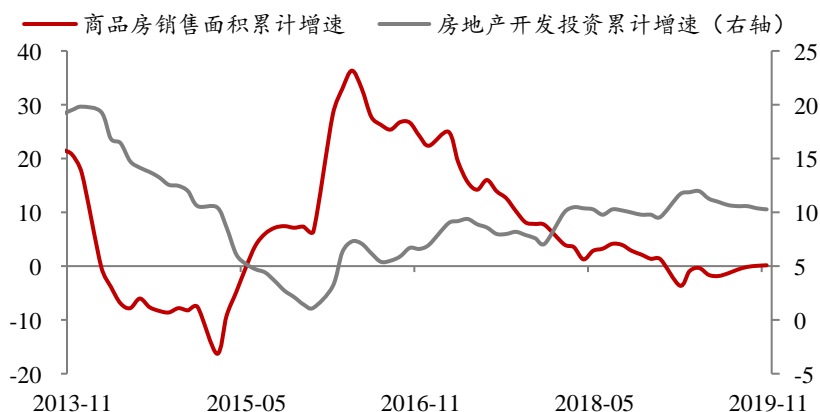

来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 9: 制造业各行业利润与投资增速的相关性 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

地产仍有韧性，但回落方向不变。11月房地产开发投资继续回落0.1个百分点至10.2%，仍保持两位数增长，下行速度相对较慢。而销售面积增速0.2%，继续维持小幅正增长。投资和销售仍有韧性，一方面来自大小城市调控的错位，另一方面是需求端存在“追涨杀跌”的惯性。而且目前已近年底，仍有较多开发商年度销售目标未达成，“以价换量”的策略仍会继续，对销售也会形成一定支撑。但往前看，地产周期回落方向未变。

图表 10: 房地产投资和销售面积增速 (%)

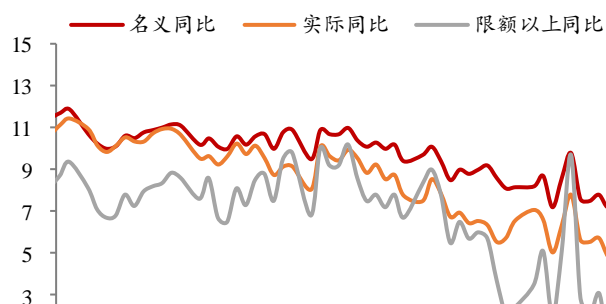


来源: WIND, 中泰证券研究所

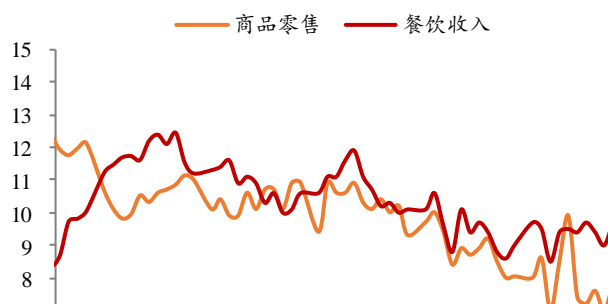
3、“双十一”效应拉动，名义零售回暖

“双十一”效应拉动，数据其实并未超预期。11月社消零售总额名义和限额以上同比增速分别为 8.0%和 4.4%，相较上月分别回升了 0.8 个和 3.2 个百分点。其中，商品零售同比增长 7.8%，餐饮收入同比增长 9.7%，均明显回升。零售回暖存在一定的“双十一”效应，电商促销相关的商品增速明显加快。但扣除价格以后的社消零售实际增速仅为 4.9%，持平上月。也就是说，即使存在“双十一”的拉动，11月的零售增速回升仍主要靠价格，实际增速变化不大，由此看来消费数据也并没有很超预期。

图表 11: 社会消费品零售总额增速 (%)



图表 12: 商品零售和餐饮收入同比增速 (%)



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_8312



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>