

经济数据低基数下改善

——11 月经济数据点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007

陈韵阳（联系人）证书编号：S0280118040020

● 经济数据低基数下改善

11 月工业生产与社零同比增速有较大的改善，这很大程度上受低基数效应影响，2018 年 11 月工业增加值和社零环比增速均处于近年同期低位。此外，社零还受到价格因素影响，11 月 RPI 增速创 2013 年以来最高。10-11 月经济数据大起大落，单月数据波动不能完全说明问题。未来关注三点：（1）近期全球经济出现企稳迹象，加上贸易摩擦阶段性缓和，对 2019 年经济拖累最大的“出口-制造业”链条可能会出现一定程度改善；（2）在逆周期政策下，基建投资增速反弹力度；（3）地产需求是否会出现快速回落。

● 工业生产：季初“挖坑”后的回升

11 月工业增加值同比增速从 4.7%大幅上升至 6.2%，工业增加值增速回升的主要原因在于：其一，低基数。其二，虽然出口增速小幅回落，但出口交货值同比降幅收窄，对出口敏感的电气机械和器材制造业等行业生产增速均有不同程度回升。其三，环保限产压制减弱，高炉开工率环比增长 5.4%，显著高于近年同期。其四，信贷增量好于预期。11 月新增信贷 1.39 万亿元，高于预期并高于近年同期。

● 基建投资增速回升，制造业投资低位徘徊

低基数与企业中长贷助推基建投资增速回升。2019 年 1-11 月全口径基建投资增速从 3.26%回升至 3.47%，一方面，受基数下降影响，2018 年 11 月基建投资增速从 5.7%下降至 3.5%；另一方面，11 月新增企业中长期贷款规模高于近年同期。近期政治局会议与中央经济工作会议从项目需求、资金、制度等方面全面支持基建，未来基建投资增速大概率还是处于上升通道。

制造业投资增速低位徘徊。最近四个月在 2.6%左右徘徊，呈低位企稳趋势，制造业投资增速滞后于库存周期，2020 年制造业投资有望小幅修复。

地产投资增速继续小幅回落，建安投资增速或继续支撑地产投资增速。虽然房企融资收紧，但房地产开发资金来源增速没有明显下滑，主要原因在于，房企加快推盘、打折促销，从而以价换量，地产销售增速一直维持低波动，按揭贷款和定金及预收款仍维持高增速。未来地产投资增速下行是快还是慢，关键在于地产销售这一块需求是否会坍塌，这涉及调控政策的走向。

● 社零表现中规中矩，低基数与价格是主要支撑

11 月社零名义增速从 7.2%回升至 8%，主要原因在于：（1）低基数。（2）价格支撑名义增速。虽然社零名义增速回升，但实际增速与上月持平。

总体而言，11 月社零增速回升不宜过度解读，居民实际可支配收入增速还在下滑通道。关于社零相关分项，未来可关注：（1）汽车销售是否会继续底部回暖；（2）油价中枢是否会抬升；（3）地产销售韧性以及竣工修复对家电、家具等相关消费品的带动；（4）处于历史高位的猪肉价格是否持续抑制居民非食品消费。

● 风险提示：政策落实不及预期

相关报告

宏观报告：供需两弱，经济未企稳——2019 年 1-2 月经济数据点评

2019-3-14

宏观报告：上游行业进入通缩——2019 年 1 月通胀数据点评

2019-2-15

宏观报告：渐行渐近的通缩风险——2018 年通胀数据点评

2019-1-10

目 录

1、 经济数据低基数下改善.....	3
2、 工业生产：季初“挖坑”后的回升.....	3
3、 基建投资增速回升，制造业投资低位徘徊.....	5
4、 社零表现中规中矩，低基数与价格是主要支撑.....	6

图表目录

图 1: 11 月工业增加值低基数.....	3
图 2: 出口交货值增速回升（%）.....	4
图 3: 各行业工业增加值增速变化（%）.....	4
图 4: 11 月环保限产压制减弱.....	5
图 5: 基建投资增速回升（%）.....	6
图 6: 2019 年地产销售低波动.....	6
图 7: 11 月社零低基数.....	7
图 8: 各消费品零售增速变化.....	7
图 9: 社零实际增速依然低迷（%）.....	8
图 10: RPI 增速创 2013 年以来新高.....	8

1、经济数据低基数下改善

11月工业生产与社零同比增速有较大的改善，这很大程度上受低基数影响，2018年10月工业增加值季调环比增速大致持平于季节性，2018年11月工业增加值季调环比增速处于近年同期低位；2018年11月社零环比增速处于2012年以来同期最低。此外，社零还受到价格因素影响，11月RPI增速创2013年以来最高。10-11月经济数据大起大落，单月数据波动不能完全说明问题。未来关注三点：（1）近期全球经济出现企稳迹象，加上贸易摩擦阶段性缓和，对2019年经济拖累最大的“出口-制造业”链条可能会出现一定程度修复；（2）在逆周期政策下，基建投资增速反弹力度；（3）地产需求是否会出现快速回落。

2、工业生产：季初“挖坑”后的回升

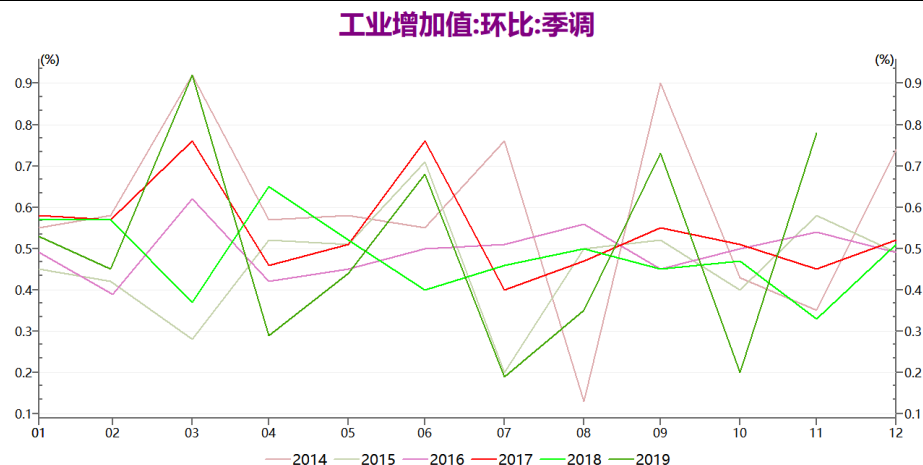
11月工业增加值同比增速从4.7%大幅上升至6.2%，其中，采矿业、制造业、电力热力燃气及水生产和供应业生产增速同步回升，工业增加值增速回升的主要原因在于：**其一，低基数**。2018年10月工业增加值季调环比增速大致持平于季节性，2018年11月工业增加值季调环比增速处于近年同期低位，低基数拉升同比读数。

其二，虽然出口增速小幅回落，但出口交货值同比降幅收窄。分行业看，11月工业生产改善主要是制造业带动，制造业增加值同比增长6.3%，为下半年以来最高。11月出口交货值同比减少3.4%，降幅较前值收窄0.4个百分点，对出口敏感的纺织业、专用设备制造业、计算机通信和其他电子设备制造业、电气机械和器材制造业等行业生产增速均有不同程度回升。

其三，环保限产压制减弱。10月唐山等地环保限产力度加大，高炉开工率环比增速处于近年同期最低，钢铁行业PMI生产指数下滑至42.3%，黑色金属冶炼和压延加工业生产增速下降3.2个百分点，跌幅位居首位。11月环保限产压制减弱，高炉开工率环比增长5.4%，显著高于近年同期，11月黑色金属冶炼和压延加工业生产增速回升4.4个百分点，涨幅位居前列。

其四，信贷增量好于预期。11月新增信贷1.39万亿元，高于预期并高于近年同期。

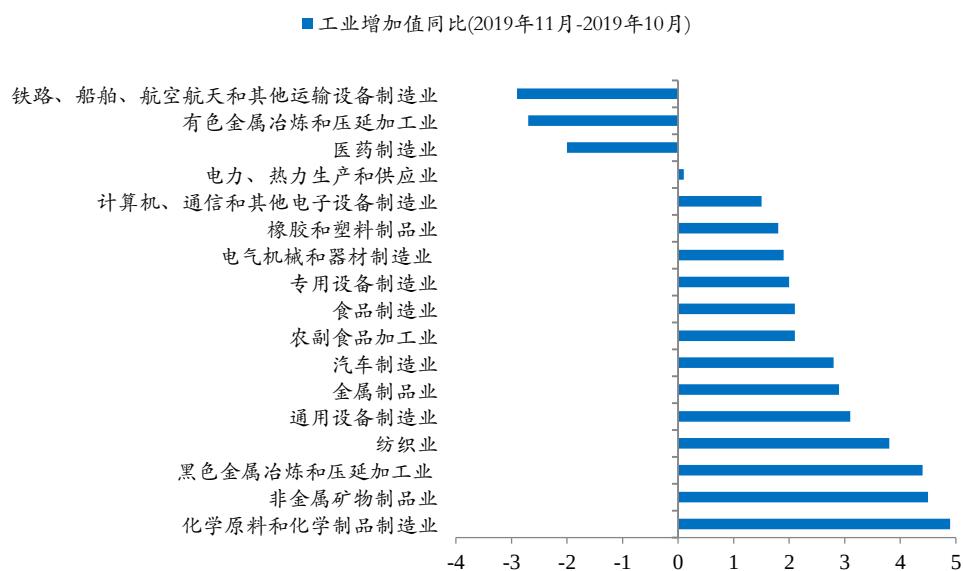
图1：11月工业增加值低基数



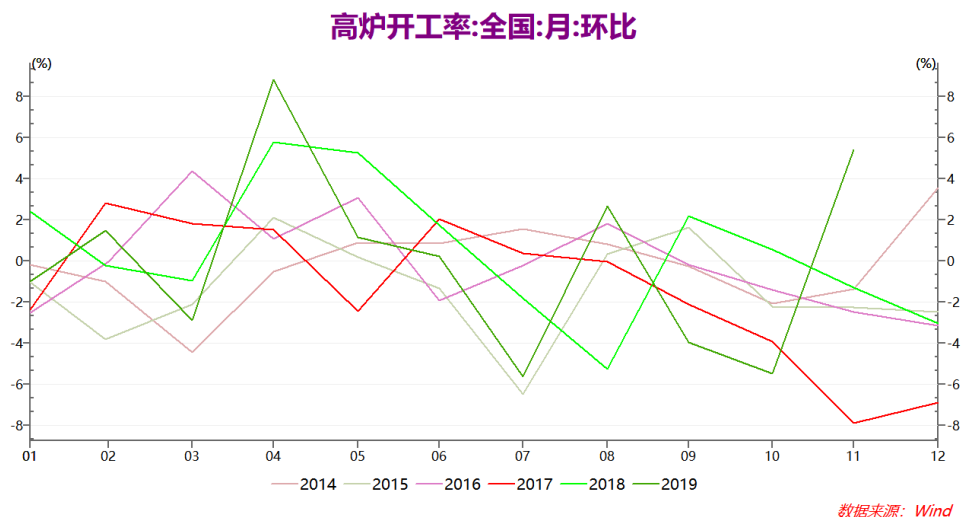
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图2： 出口交货值增速回升 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 各行业工业增加值增速变化 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 11月环保限产压制减弱

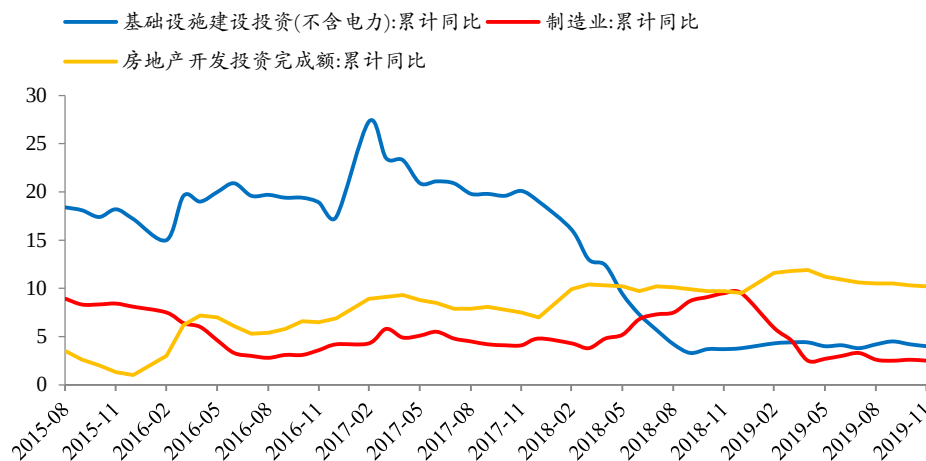
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3、基建投资增速回升，制造业投资低位徘徊

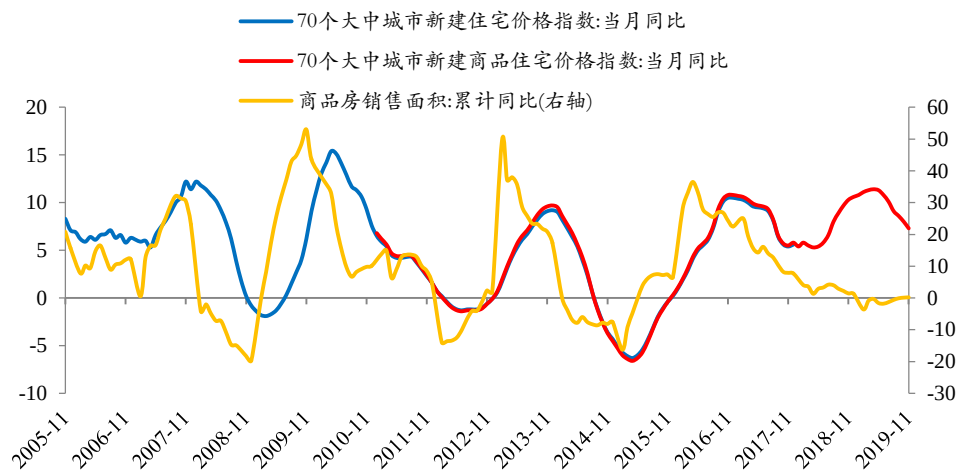
低基数与企业中长贷助推基建投资增速回升。2019年1-11月全口径基建投资增速从3.26%回升至3.47%，一方面，受基数下降影响，2018年11月基建投资增速从5.7%下降至3.5%；另一方面，11月新增企业中长期贷款规模高于近年同期。近期政治局会议与中央经济工作会议从项目需求、资金、制度等方面全面支持基建，未来基建投资增速大概率还是处于上升通道。

制造业投资增速低位徘徊。2019年1-11月制造业投资增速小幅回落至2.5%，从已公布行业数据来看，对外需敏感的电气机械及器材制造业、计算机通信和其他电子设备制造业投资增速分别小幅回升0.7、0.2个百分点；化学原料及化学制品制造业投资增速回落2个百分点，已经连续4个月回落，同时，最近几个月化学纤维制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、非金属矿物制品业等供给侧行业投资增速也在回落。最近四个月制造业投资增速都在2.6%左右徘徊，呈低位企稳趋势，制造业投资增速滞后于库存周期，2020年制造业投资有望小幅修复。

地产投资增速继续回落。11月房地产投资增速为8.4%，增速较10月小幅下降，前期土地成交放缓大概率还在拖累土地购置费增速，据此推测，建安投资增速或继续小幅回升，支撑地产投资增速。虽然房企融资收紧，但房地产开发资金来源增速没有明显下滑，主要原因在于，房企加快推盘、打折促销，从而以价换量，地产销售增速一直维持低波动，按揭贷款和定金及预收款仍维持高增速。未来地产投资增速下行是快还是慢，关键在于地产销售这一块需求是否会坍塌，这涉及调控政策的走向，中央经济工作会议对提到“全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制”。相对确定的是，地产竣工进一步修复对家电、建材、家具等相关产业链产生积极影响。

图5：基建投资增速回升（%）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6：2019年地产销售低波动

资料来源：Wind，新时代证券研究所

4、社零表现中规中矩，低基数与价格是主要支撑

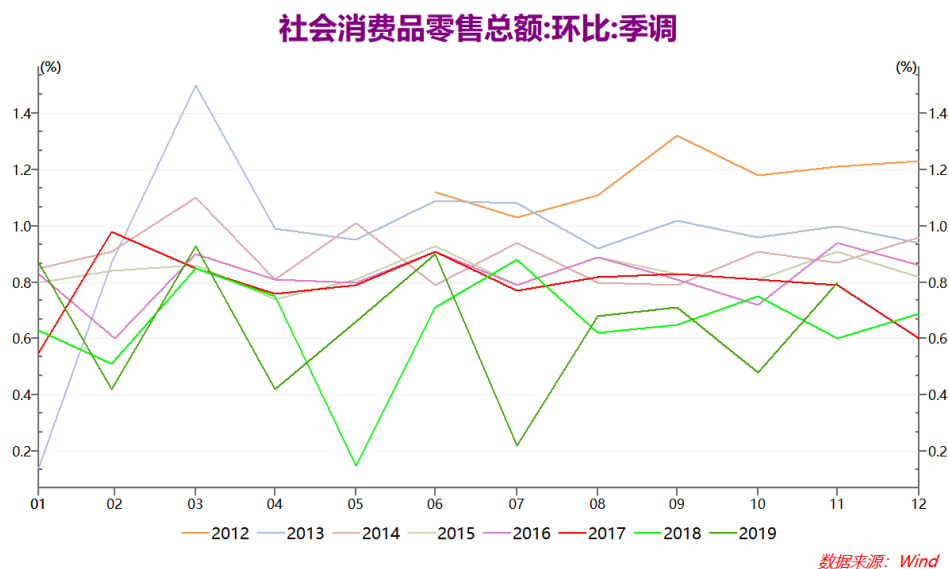
11月社零名义增速从7.2%回升至8%，剔除价格因素的实际增速持平于4.9%，从结构上来看，大部分品种消费增速回升。11月社零增速回升的原因在于：

（1）低基数。2018年11月社零环比增速处于2012年以来同期最低，基数拉升了同比增速，而2019年11月社零环比增长0.8%，和历史同期相比只能算中规中矩。

（2）价格支撑名义增速。虽然社零名义增速回升，但实际增速与上月持平，11月RPI同比增长3%，为2013年以来最高，价格对社零名义增速有较大支撑。

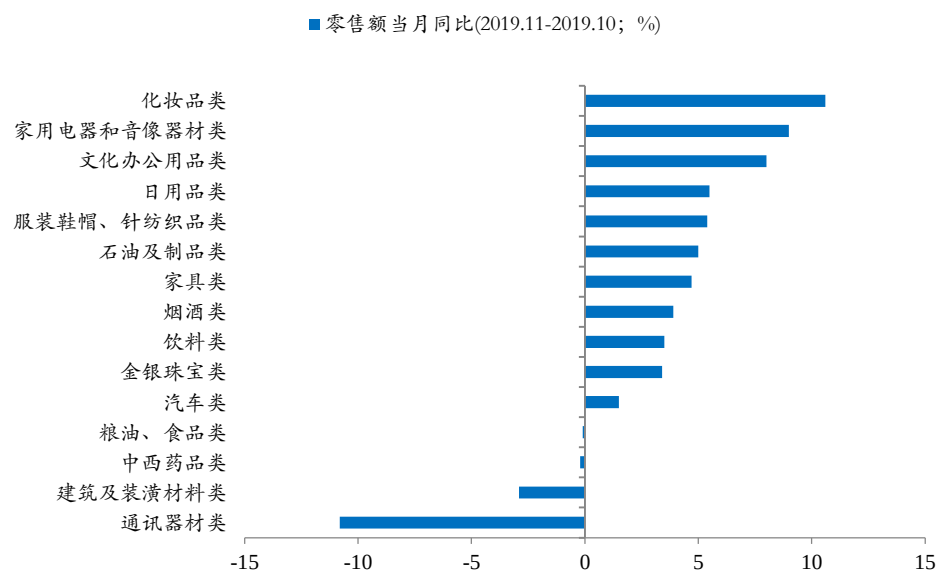
总体而言，11月社零增速回升不宜过度解读，居民实际可支配收入增速还在下滑通道。关于社零相关分项，未来可关注：（1）汽车销售是否会延续底部回暖；（2）油价中枢是否会抬升；（3）地产销售韧性以及竣工修复对家电、家具等相关消费品的带动；（4）处于历史高位的猪肉价格是否持续抑制居民非食品消费。

图7： 11月社零低基数



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图8： 各消费品零售增速变化



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_8313

