

2019年12月16日

宏观经济



工业超好：半靠基数，半靠基建

——2019年11月经济数据点评

宏观简报

总体来看，本月投资、消费数据符合增长预期。工业生产超预期反弹，部分归因于基数效应，部分归因于基建投资，但制造业投资偏弱，消费低位徘徊，地产投资“房住不炒”政策下仍会下行。目前来看，对经济有利的因素包括两方面，一是基建投资还会继续好转，另外一方面是中美贸易摩擦缓和，部分行业出口或豁免有望增加，有利于部分出口行业，但其他行业需求均偏弱，总体上经济难言回暖。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebsecn.com

黄文静 (执业证书编号：S0930516110004)
010-56513039
huangwenjing@ebsecn.com

郭永斌 (执业证书编号：S0930518060002)
010-56513153
guoyb@ebsecn.com

邓巧锋 (执业证书编号：S0930517100005)
021-52523805
dengqiaofeng@ebsecn.com

联系人

郑宇驰
021-52523807
zhengyc@ebsecn.com

FAI 增长持平符合预期，关注后续基建放量

1-11 月总体 FAI 同比增长 5.2%（前值 5.2%），符合预期，其中制造业和地产略回落，基建投资略反弹。

1-11 月基建投资同比增长 3.5%（前值 3.3%，去年同期单月为 3.5%），符合市场预期，主要是去年同期低基数和前期基建投资加力，部分基建项目冬季开工所致。分行业来看，公用事业同比增长 3.6%（前值 1.9%），增速加快；交通运输行业同比增长 4.3%（前值 4.6%），增速放缓；水利、环境和公共基础设施行业同比增长 2.8%（前值 2.7%），增速略有加快。9 月份国务院常委会后，完成了四批基建项目申报，9 月份基建项目申报金额同比增长 59.3%，第一批和第二批要求 4 季度必须开工，第三批和第四批要求明年上半年必须可以开工，且申报主要是基础设施建设项目。资金来源上看，第一批和第二批项目要求用 2019 年下发的专项债资金，目前已经陆续拨付到位，且 2019 年 11 月底财政部已经提前下发 2020 年部分专项债额度 1 万亿。2019 年 8 月份以来城投债净融资量也出现激增，总体来看，项目和资金上对基建投资在短期内有一定保障，预计未来基建投资增速仍会稳步增长。

销售低迷，11 月商品房销售面积累计同比 0.2%（前值 0.1%），仍在低位徘徊。拿地基数最高的时候过去，但土地购置面积和成交价款的同比降幅恢复性缩窄。在上月短暂高增后，新开工和竣工当月同比均大幅回落（从 10 月的 23%和 20%放缓至-3%和 1.6%），新开工累计同比放缓至 8.6%（前值 10%），而竣工累计同比降幅继续收窄至-4.5%（前值-5.5%）。施工增速继续放缓。资金来源累计同比持平于上月的 7%，其中贷款、按揭、利用外资增速放缓，自筹与定金预收款增速反弹。往前看，融资收紧，拿地谨慎，建筑工程或渐受拖累，安装工程弱增，开发投资或稳步放缓。

制造业投资低位稳定。前 11 月制造业投资增速 2.5%（前值 2.6%），低位企稳。分行业看，通用专用设备制造、农副食品加工、电气机械及器材制造业等投资增速好转，其中通用专用设备投资好转或主要受基建需求拉动。受猪瘟和中美贸易摩擦等影响，农副食品投资增速今年以来持续回落但在 10 月开始回升，近期生猪存栏量变化率环比跌幅收窄、进口大豆数量增加，或寓示该行业投资持续小幅转暖。

低基数和基建推升工业生产超预期反弹

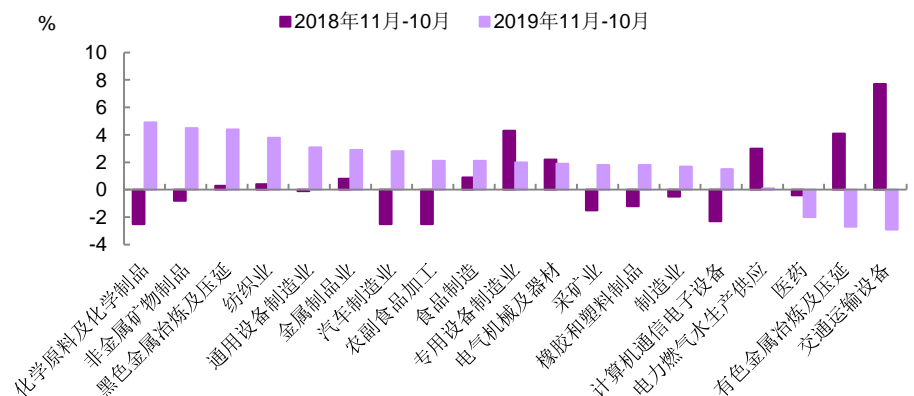
11 月工业增加值同比增长 6.2%（前值 4.7%，去年同期为 5.4%（2018 年单月最低增速）），市场预期 5.2%，工业生产增长高于市场预期，发电量同比增长 4.0%（前值 4.0%），发电量增速与上月持平。从出口交货值来看，11 月出口交货值同比下滑 3.4%（前值-3.8%），出口交货值与工业增加值增速背离。发电量、出口交货值并没有明显好转，但需要注意基建反弹对工业生产有部分推升作用。总体来看，工业生产好转有部分基数原因，也有部分基建投资增长原因。

分行业来看，11 月采矿业工业增加值同比增长 5.7%（前值 3.9%，去年同期为 2.3%），大幅反弹，主要是去年同期的低基数推升。11 月份制造业工业增加值同比增长 6.3%（前值 4.6%），从行业数据来看，普遍出现反弹，但其中有部分行业是由于基数原因引起，部分行业是由于基建投资增速反弹

和春节提前抢开工带动，其中非金属矿物、黑色冶炼、通用设备制造、金属制品等行业回暖主要是基建投资反弹和春节提前抢开工所致。而汽车制造业、化学原料加工、橡胶制品、计算机通信和电子产品制造等行业主要是基数较高所致(图 1)。11 月公用事业行业工业增加值同比增长 6.7%(前值 6.6%)，符合预期。

往前看，汽车低基数或继续导致汽车工业生产向好，基建投资会继续推升部分周期行业生产，但需要注意未来低基数效应或减弱，预计总体工业生产或稳中偏弱。

图 1: 2019 和 2018 年 11 月与 10 月工业生产同比增速之差



资料来源: Wind, 光大证券研究所

消费小幅反弹符合预期

“双十一”和汽车带动 11 月社消同比重返 8.0% (前值 7.2%)。“双十一”打折促销推动网上销售反弹，同时日用品、化妆品、纺织服装、饮料烟酒、家电、文化办公等分项同比或有所反弹。油价同比降幅收窄或提振石油消费增速。前期国五清库对汽车销售的冲击逐渐恢复，汽车零售额同比降幅由-3.3%缩窄至-1.8%。但建材依然表现不佳。短期社消或受汽车、竣工抬振有所回温，但收入仍有放缓压力，汽车受制居民杠杆难有高增，竣工或先升后降，明年社消增速或前高后低。

就业状况平稳

11 月全国和 31 个大城市城镇调查失业率均为 5.1%，环比均持平。城镇新增就业 86 万人，高于 2013-2018 年均值 (83 万人)、且 1-11 月累计新增就业 1279 万人，超额完成全年目标。周平均工作时间 46.7 小时，环比减少 0.1 小时，同比增加 0.5 小时。虽然经济下行压力加大，但近期政策层面 (国常会、中央经济工作会议等) 屡屡强调稳就业，且出台了多项稳就业政策，例如：拓展公益性岗位；将阶段性降低失业保险和工伤保险费率、失业保险稳岗返还及职工在岗培训补贴政策延续实施 1 年；组织城乡未继续升学初高中毕业生、20 岁以下登记失业人员参加技能培训，并按规定给予培训补贴等。这些稳就业政策更多着眼于劳动力市场的供给侧和结构性问题，叠

加中国劳动力供给下降、服务业吸收大量劳动力，2020 年就业市场预计仍将保持平稳。

总体来看，本月投资、消费数据符合增长预期，但工业生产超预期反弹，部分归因于基数效应，部分归因于基建投资，但制造业投资偏弱，消费低位徘徊，地产投资“房住不炒”政策下仍会下行。目前来看，对经济有利的因素包括两方面，一是基建投资带动的相关行业出现反弹外，另外一方面是中美贸易摩擦缓和，部分行业出口或豁免有望增加，有利于部分出口行业，但其他行业需求均偏弱，总体上经济难言回暖。

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_8315

