

日期：2019年12月16日



分析师：陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 证书编号：S0870517070002

## 内生动力增强 经济质量提高

——2019年1-11月宏观数据点评

### ■ 主要观点：

#### 生产加快，需求向好

11月工业增加值同比增长6.2%，加快1.5个百分点，工业生产加速恢复。三大产业均有回升，采矿业、制造业回升幅度较大。分行业看，主要行业均生产加快，而汽车生产连续4月上升。1-11月固定资产投资同比增长5.2%，增速持平。9月专项债全部发行完毕，虽然1万亿的新增额度已提前下发，但预计正式发行要到明年1月。受此影响本月基建小幅回落，但也为明年年初基建的开工奠定了基础。本月制造业投资仍显疲弱，民间投资持续下滑后终有所企稳回升。本月地产新开工、施工放缓，拖累房地产投资，但下游销售仍有支撑，定金增长仍在加快。消费同比增长8.0%，大幅上升0.8个百分点。11月电商大促刺激消费，服装、家具消费上涨明显，而汽车消费降幅也继续收窄，对消费的拖累也在减弱。本月工业生产全面回暖，投资企稳、消费回升，需求向好，经济边际改善信号显现。

#### 把握核心资产

市场对经济前景预期虽偏软但并不存在过度悲观，但由于经济预期的偏软态势，或延长了中国资本市场底部横盘时间；但前期偏悲观预期对市场的冲击应已过去，市场的结构性机会将逐渐呈现。展望未来，资本市场能走多远主要取决于经济结构改善进展状况。随着中国经济走出“底部徘徊”阶段迹象的愈发呈现，中国资本市场平稳中分化、回暖的趋势将愈发明显，市场有充足的时间来把握核心资产机会。由于价格预期突然回升，债券市场先前曾受到较大冲击，短期的通胀压力延缓了降息的出台。融资成本偏高作为经济活动中的客观事实，“降息”也就成了未来不可或缺的政策选项，尽管暂时条件不具备，但年内出台仍是大概率事件。随着经济前景预期走弱，对冲性的货币扩张政策预期仍会上升。降息的落地再次证明了稳增长，降成本仍是主线，通胀有影响但不是决定因素。债市短期调整以待来年。

#### 内生动力增强，底部特征明显

从数据看，中国经济运行平稳的状态没有改变；经济第一增长动力投资平稳中延续结构改善特征：包含电力基础设施和民间投资呈现了企稳回升的态势；另外从迂回角度，投资的经济迂回程度在回升，表明中国经济内生增长动力在增强，中国经济底部特征明显。消费和工业也超预期回升，这主要是当期消费和工业本身运行波动性较大的结果，消费在高房价的挤压效应下，未来回升不会持续，未来经济增长能否有显著起色，最终还得靠投资。中美达成第一阶段协议，外部环境的改善，外贸修复，有助于制造业的改善以及就业形势的稳定。11月全国城镇调查失业率为5.1%，持平前值，就业状况较好。从就业质量保持较好的局面看，经济增长质量也在提高。

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺和免责声明。

## 事件：1-11 月实体经济数据公布

### 1. 工业生产加快恢复

2019年11月份，规模以上工业增加值同比实际增长6.2%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），比10月份加快1.5个百分点。从环比看，11月份，规模以上工业增加值比上月增长0.78%。1-11月份，规模以上工业增加值同比增长5.6%。

### 2. 固定资产投资企稳

2019年1-11月份，全国固定资产投资（不含农户）533718 亿元，同比增长5.2%，增速与1-10月份持平。从环比速度看，11月份固定资产投资（不含农户）增长0.42%。其中，民间固定资产投资303786亿元，同比增长4.5%，增速比1-10月份加快0.1个百分点。

### 3. 消费明显回升

2019年11月份，社会消费品零售总额38094亿元，同比名义增长8.0%（扣除价格因素实际增长4.9%，以下除特殊说明外均为名义增长）。其中，除汽车以外的消费品零售额34629亿元，增长9.1%。2019年1-11月份，社会消费品零售总额372872亿元，同比增长8.0%。其中，除汽车以外的消费品零售额337951亿元，增长9.0%。

	上海证券	实际值	上月值	去年同期
工业增加值（当月）	6	6.2	4.7	5.4
固定资产投资（不含农户）	5.8	5.2	5.2	5.9
社会消费品零售（当月）	9	8.0	7.2	8.1

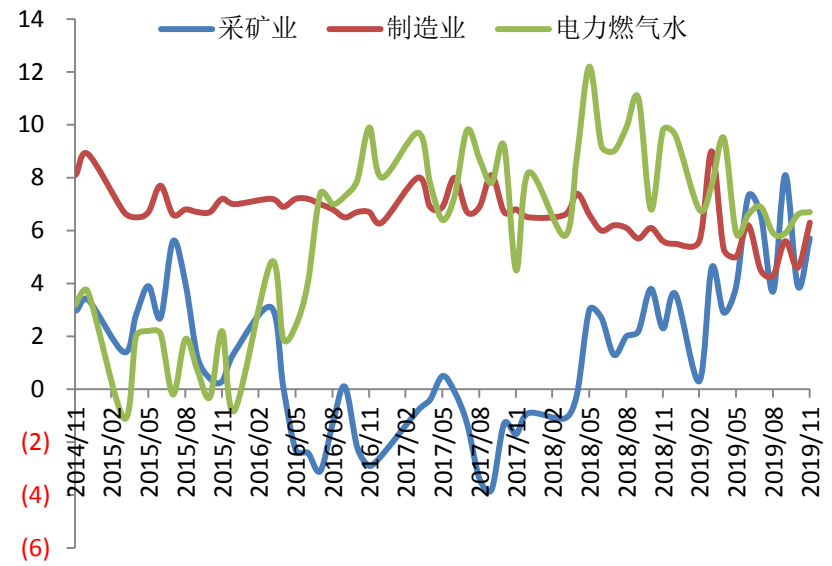
数据来源：路透、上海证券研究所

## 事件解析：数据特征和变动原因

### 1. 三大行业生产加快

11月工业增加值同比增长6.2%，增速较10月加快1.5个百分点，工业生产加速恢复。分三大门类看，11月份，采矿业增加值同比增长5.7%，增速较10月份加快1.8个百分点；制造业增长6.3%，加快1.7个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长6.7%，加快0.1个百分点。三大产业均有回升，采矿业、制造业回升幅度较大。从产量来看，原油产量回升，带动采矿业产值提高；水泥、乙烯、钢材、汽车、发电机组等产量上升显著，尤其是发电机组产量大幅由负转正，制造业生产回暖；而发电量变动不大，公共事业略有回升。

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%）

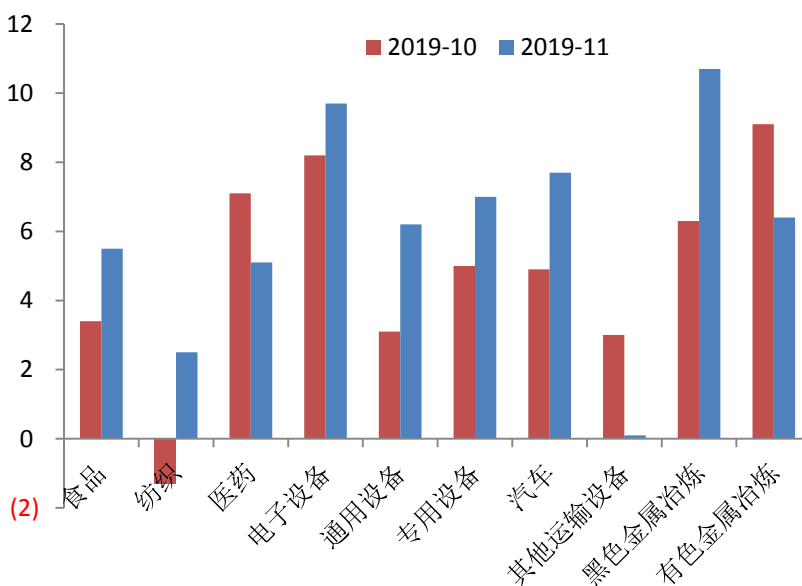


数据来源：wind，上海证券研究所

## 2. 多数行业生产加快，汽车进一步回升

分行业看，11月份，41个大类行业中有38个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业下降0.6%，纺织业增长2.5%，化学原料和化学制品制造业增长7.9%，非金属矿物制品业增长8.6%，黑色金属冶炼和压延加工业增长10.7%，有色金属冶炼和压延加工业增长6.4%，通用设备制造业增长6.2%，专用设备制造业增长7.0%，汽车制造业增长7.7%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长0.1%，电气机械和器材制造业增长12.6%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长9.7%，电力、热力生产和供应业增长6.8%。与上月相比，主要行业均生产加快，仅有医药、运输设备以及有色金属冶炼有所放缓。而汽车生产连续4月上升。

图2: 主要行业工业增加值增速 (同比, %)



数据来源: wind, 上海证券研究所

### 3. 投资企稳, 基建暂缓

2019年1-11月份, 全国固定资产投资(不含农户)533718亿元, 同比增长5.2%, 增速与1-10月份持平。从环比速度看, 11月份固定资产投资(不含农户)增长0.42%。其中, 民间固定资产投资303786亿元, 同比增长4.5%, 增速比1-10月份加快0.1个百分点。

分产业看, 第一产业投资12164亿元, 同比下降0.1%, 降幅比1-10月份收窄2.3个百分点; 第二产业投资158451亿元, 增长2.4%, 增速加快0.1个百分点; 第三产业投资363103亿元, 增长6.7%, 增速回落0.1个百分点。

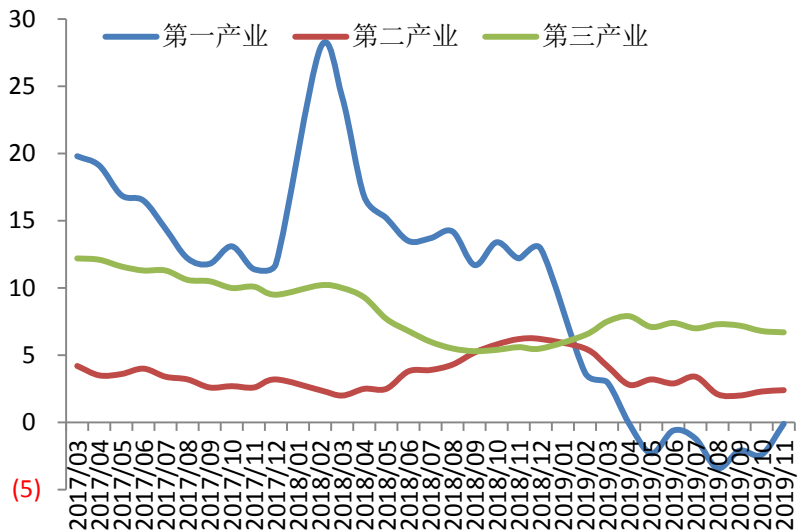
第二产业中, 工业投资同比增长3.7%, 增速比1-10月份加快0.2个百分点。其中, 采矿业投资增长25.3%, 增速加快0.2个百分点; 制造业投资增长2.5%, 增速回落0.1个百分点; 电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长3.6%, 增速加快1.7个百分点。

第三产业中, 基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增长4.0%, 增速比1-10月份回落0.2个百分点。其中, 铁路运输业投资增长1.6%, 增速回落4.3个百分点; 道路运输业投资增长8.8%, 增速加快0.7个百分点; 水利管理业投资增长1.7%, 增速加快1.1个百分点; 公共设施管理业投资增长0.2%, 增速与1-10月份持平。

本月基建增长继续小幅回落, 9月专项债全部发行完毕后, 四季度处于空窗。虽然明年1万亿的新增额度已提前下发, 但预计正式发行要到明年1月。受此影响本月基建小幅回落, 但也为明年年初基建的开工奠定了基础。本月制造业投资小幅下滑, 仍显疲弱, 从行业来看整

体变动有限，其中金属制品、专用设备降幅稍显突出，而汽车制造业投资略降。整体来看，制造业生产火热，但投资仍待发力。而民间投资同比增长4.5%，增速比1-10月份加快0.1个百分点，民间投资持续下滑后终有所企稳回升。从区域来看，东部、中部、西部地区企稳或加快，而东北部地区降幅收窄。

图3：固定资产投资完成额增速（累计同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

#### 4. 房地产仍显韧性

2019年1-11月份，全国房地产开发投资121265亿元，同比增长10.2%，增速比1-10月份回落0.1个百分点。其中，住宅投资89232亿元，增长14.4%，增速回落0.2个百分点。

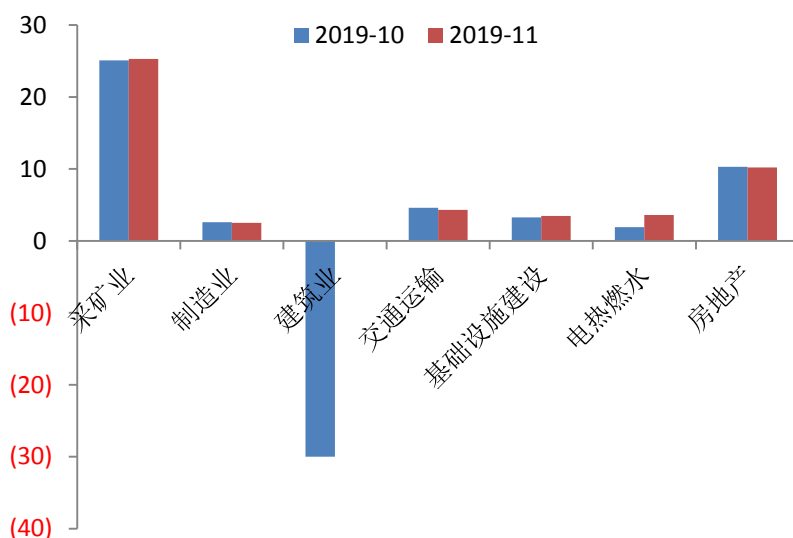
1-11月份，房地产开发企业房屋施工面积874814万平方米，同比增长8.7%，增速比1-10月份回落0.3个百分点。其中，住宅施工面积613566万平方米，增长10.1%。房屋新开工面积205194万平方米，增长8.6%，增速回落1.4个百分点。其中，住宅新开工面积151447万平方米，增长9.3%。房屋竣工面积63846万平方米，下降4.5%，降幅收窄1.0个百分点。其中，住宅竣工面积45274万平方米，下降4.0%。

1-11月份，房地产开发企业土地购置面积21720万平方米，同比下降14.2%，降幅比1-10月份收窄2.1个百分点；土地成交价款11960亿元，下降13.0%，降幅收窄2.2个百分点。

1-11月份，商品房销售面积148905万平方米，同比增长0.2%，增速比1-10月份加快0.1个百分点。其中，住宅销售面积增长1.6%，办公楼销售面积下降11.9%，商业营业用房销售面积下降14.1%。商品房销售额139006亿元，增长7.3%，增速持平。其中，住宅销售额增长10.7%，办公楼销售额下降11.3%，商业营业用房销售额下降13.5%。

房地产投资本月继续小幅下滑，但在所有投资类别表现已属稳健。新开工面积、施工均有所放缓，竣工降幅收窄，土地购置面积降幅继续收窄。销售转正后继续回升，下游需求边际好转。房地产到位资金增长持平上月，其中国内贷款下降明显，自筹资金、定金与预售款以及增长加快，个人按揭贷款小幅回落。本月地产新开工、施工放缓，拖累房地产投资，但下游销售仍有支撑，定金增长仍在加快，另外房企海外发债火热也部分弥补了资金需求。我们认为在整体的调控趋严下，房企融资渠道收紧，刺激房企加快施工推盘以回款，来保障资金的需求。未来随着施工的加快，房地产投资有望维持平稳。

图 4：主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）

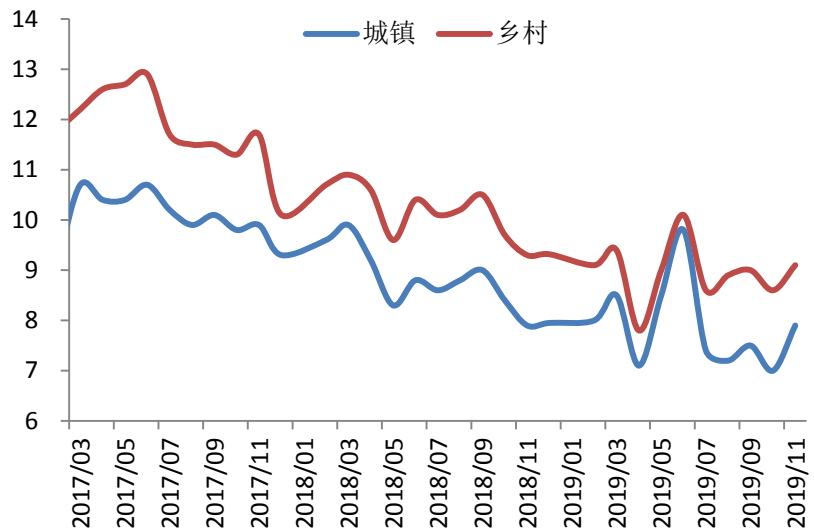


数据来源：wind，上海证券研究所

## 5. 电商大促，消费回升

2019年11月份，社会消费品零售总额38094亿元，同比名义增长8.0%（扣除价格因素实际增长4.9%，以下除特殊说明外均为名义增长）。其中，除汽车以外的消费品零售额34629亿元，增长9.1%。2019年1-11月份，社会消费品零售总额372872亿元，同比增长8.0%。其中，除汽车以外的消费品零售额337951亿元，增长9.0%。按经营单位所在地分，11月份，城镇消费品零售额32345亿元，同比增长7.9%；乡村消费品零售额5748亿元，增长9.1%。1-11月份，城镇消费品零售额318614亿元，同比增长7.9%；乡村消费品零售额54259亿元，增长9.0%。

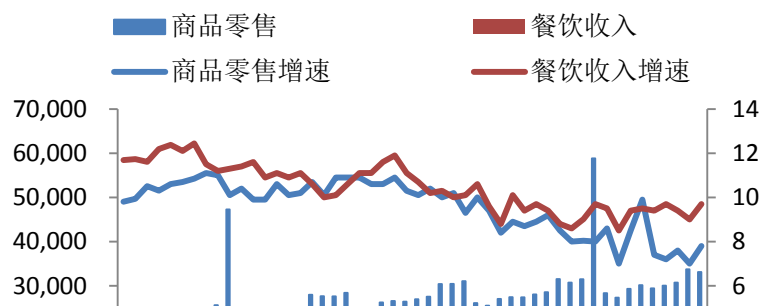
图 5: 限额以上企业消费品零售额增速 (同比, %)



数据来源: wind, 上海证券研究所

按消费类型分, 11月份, 餐饮收入4964亿元, 同比增长9.7%; 商品零售33130亿元, 增长7.8%。1-11月份, 餐饮收入41896亿元, 同比增长9.4%; 商品零售330976亿元, 增长7.9%。2019年1-11月份, 全国网上零售额94958亿元, 同比增长16.6%。其中, 实物商品网上零售额76032亿元, 增长19.7%, 占社会消费品零售总额的比重为20.4%; 在实物商品网上零售额中, 吃、穿和用类商品分别增长29.6%、16.5%和19.8%。

图 6: 社会消费品零售额及增速 (百亿元, 当月同比, %)



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\\_8316](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8316)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn