



11月经济数据点评

数据好转，持续性有待观察

11月经济数据较10月明显好转，工业增加值、社零、民间固定资产投资增速都有所反弹。

- 11月工业增加值同比增速6.2%，较10月上升1.5个百分点，较去年同期上升0.8个百分点；1-11月工业增加值同比增速5.6%，较1-10月持平，较去年同期下降0.7个百分点。
- 1-11月社零累计同比增速为8%，较1-10月下行0.1个百分点，11月社零同比增速8%，较10月增速上升0.8个百分点。1-11月限额以上企业消费品零售总额累计同比增速3.9%，较1-10月上升0.1个百分点。
- 1-11月固定资产投资增速为5.2%，较1-10月持平，1-11月民间固定资产投资增速4.5%，较1-10月上升0.1个百分点。制造业投资1-11月累计同比增长2.5%，较1-10月下降0.1个百分点；基建投资累计同比增长4%，较1-10月下降0.2个百分点；地产投资累计同比增长10.2%，较1-10月下降0.1个百分点。
- 11月数据较好但没有超预期。11月经济数据较10月出现了不同程度的好转：工业增加值当月同比增速上升了1.5个百分点，社零当月同比增速上升了0.8个百分点，民间固定资产投资累计同比增速上升了0.1个百分点。考虑到10月经济数据整体表现较差，因此11月数据的反弹一定程度上已经在市场的预期当中，结合年底工业企业补库存和今年春节较去年有所提前的情况，我们认为12月数据整体或仍较11月保持平稳。
- 2020年稳字当头。从中央经济工作会议的表述来看，我们预计2020年既是稳增长的收官之年，又是促改革的一年。从稳增长的角度看，最近中美双方就贸易问题达成了初步协议，为明年进出口的稳增长提供了较好的前提，因此稳增长的政策或更多着力于开发国内消费市场的潜力，同时加大基建补短板的力度维持投资增速整体稳定。从改革的角度看，自贸区、区域发展、金融业对外开放、国企改革等方面都可能不同程度的推进。在平衡增长和改革的问题上，积极的财政政策在支出上需要调结构，在减税方面可能更加有针对性的面向部分税种；稳健的货币政策在上半年可能受制于通胀高企，更多以LPR改革和疏通传导渠道为重心。
- 风险提示：全球经济数据低于预期；国内通胀持续超预期。

相关研究报告

《数据虽然反弹，稳增长仍需努力：6月和二季度经济数据解读》2019.7.15

《风物长宜放眼量：7月经济数据点评》2019.8.14

《需求回落，政策积极：8月经济数据点评》2019.9.16

《稳增长的压力依然大，四季度仍期待政策作为：9月和三季度经济数据解读》2019.10.18

《当月同比宽幅波动，累计同比稳步下行：5月经济数据点评》2019.11.14

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

张晓娇

(8621)2032 8517

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

朱启兵

(8610)66229359

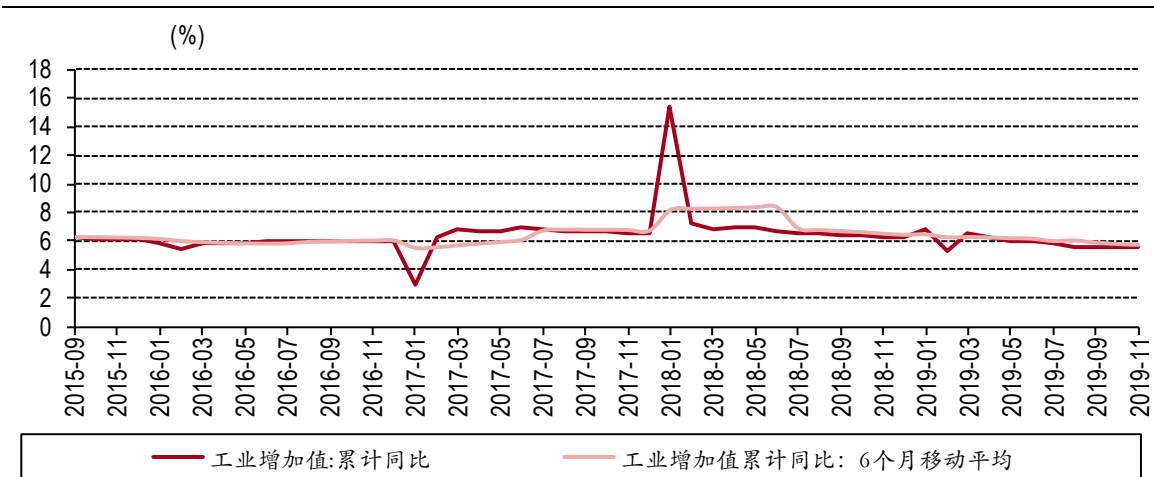
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

年底补库存推动工业增加值增速回升

11月工业增加值回升。11月工业增加值同比增速6.2%，较10月上升1.5个百分点，较去年同期上升0.8个百分点；1-11月工业增加值同比增速5.6%，较1-10月持平，较去年同期下降0.7个百分点。11月工业增加值增速回升有工业企业年底补库存的影响，以及海外圣诞节订单增加的拉动，对于工业增加值回升的持续性需要关注。

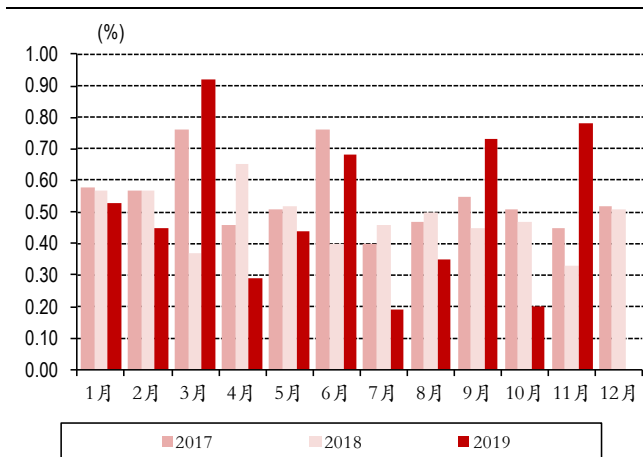
图表 1. 工业增加值累计同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

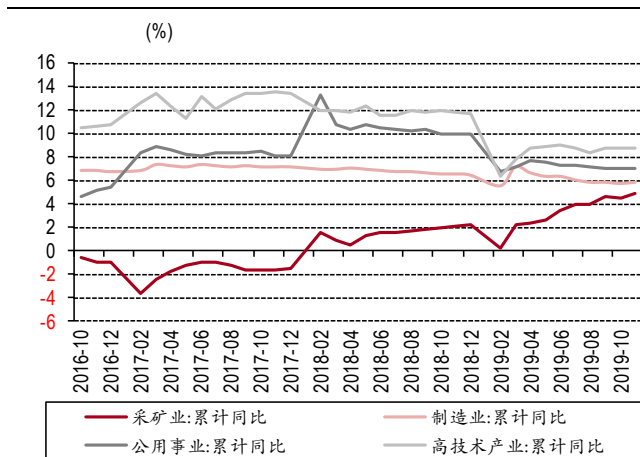
11月环比走强。从环比增速来看，11月工业增加值环比增长0.78%，较10月的0.2%明显上升。从历史规律看，今年11月工业增加值环比明显强于历史同期，随时大多数年份中11月工业增加值的环比都较10月相对强劲，但考虑到今年10月工业增加值环比明显弱于往常，因此11月环比的反弹更加明显。从行业分类来看，1-11月采矿业工业增加值累计同比增速4.9%，制造业累计同比增速5.9%，公用事业累计同比增速7%，高技术产业累计同比增速8.7%；从当月增速来看，采矿业工业增加值同比增速较10月上升1.8个百分点，制造业较10月上升1.7个百分点，公共事业较10月上升了0.1个百分点，高技术产业上升了0.6个百分点。从企业类型来看，11月工业增加值只有国有及国有控股企业较10月下滑1.1个百分点，股份制企业、外企、私企当月工业增加值同比增速较10月分别上升1.6个百分点、1.1个百分点、3.2个百分点。分地区来看，东部和东北地区工业增加值反弹幅度最大。

图表 2. 工业增加值环比



资料来源：万得，中银国际证券

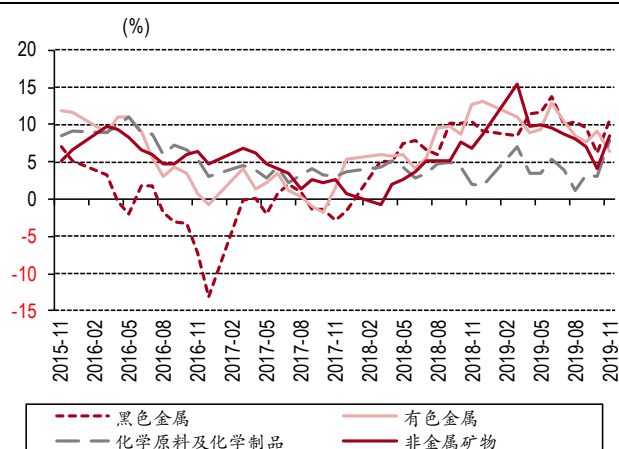
图表 3. 各行业工业增加值累计同比



资料来源：万得，中银国际证券

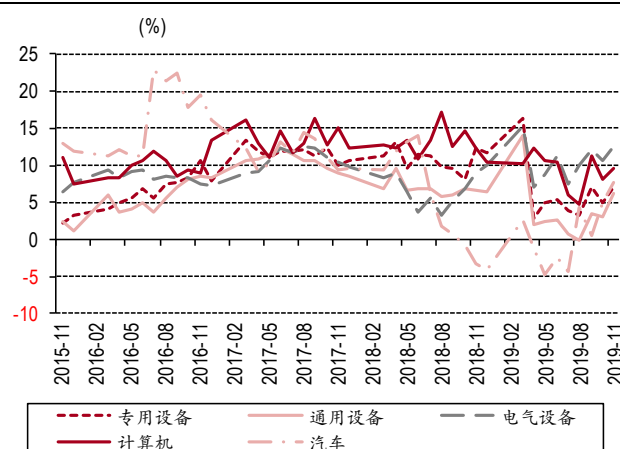
行业增加值增速明显反弹。上游行业方面，化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长4.4%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长8.9%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长9.9%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长9.6%，上游行业中，除了有色金属行业工业增加值在11月出现了下行，其他行业整体表现出工业增加值的强劲反弹。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长4.1%，专用设备制造业增加值累计同比增长7%，汽车制造业增加值累计同比增长0.7%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长10.4%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长8.9%，11月中游行业工业增加值累计同比增速均较10月出现上行，其中电气设备累计同比增速上行幅度最大，通用设备当月同比增速上行幅度最大，汽车行业累计同比增速回正。下游行业11月工业增加值增速大多上行，但医药行业当月同比较10月下行了2个百分点。从行业层面看，11月各行业增加值同比增速表现均较好，行业方面只有有色金属和医药同比增速下行，这也是10月行业工业增加值表现比较强劲的两个行业。

图表 4. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

图表 5. 装备制造业工业增加值当月同比增速

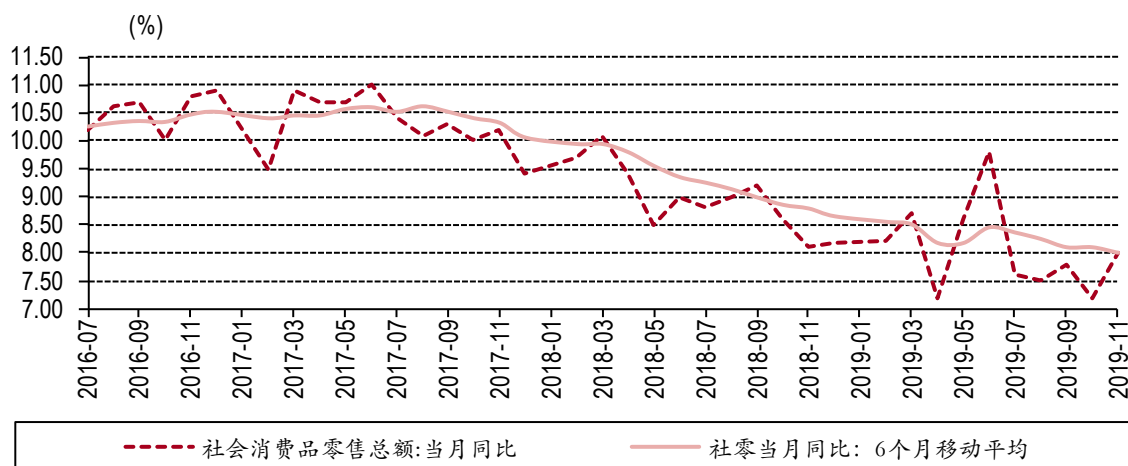


资料来源：万得，中银国际证券

电商促销推动社零

电商促销对社零小幅反弹有推动。1-11月社零累计同比增速为8%，较1-10月下行0.1个百分点，11月社零同比增速8%，较10月增速上升0.8个百分点。11月社零增速反弹，主要是受到电商促销的影响，虽然当月社零同比增速反弹幅度较大，但从累计同比增速来看，社零增速下台阶的趋势依然比较明显。

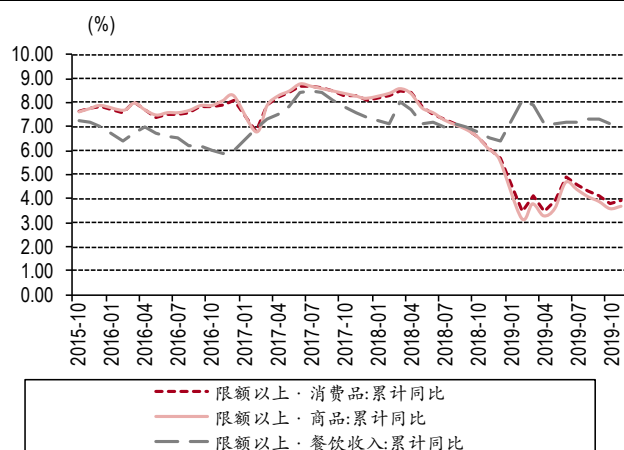
图表 6. 社零当月名义同比增速和6个月移动平均同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

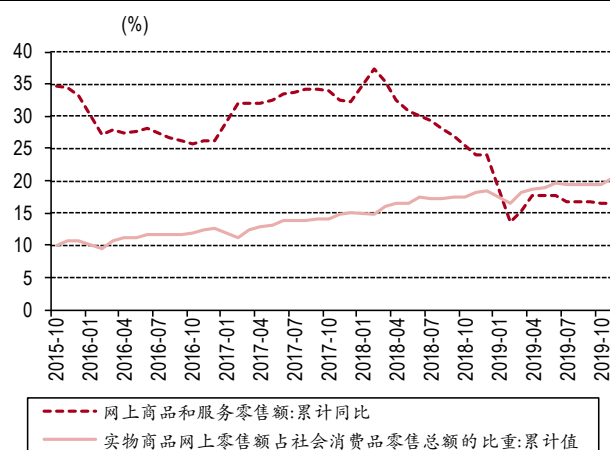
汽车消费依然是社零增速的拖累。1-11月限额以上企业消费品零售总额累计同比增速3.9%，较1-10月上升0.1个百分点，其中商品零售总额累计同比增速为3.7%，较1-10月增速上升0.1个百分点，餐饮收入总额累计同比增速7.2%，较1-10月上升0.1个百分点。1-11月网上零售额占比达到25.5%，较1-10月上升0.9个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为16.6%，较1-10月上升0.2个百分点。从城乡消费增速来看，1-11月乡村的消费增速9%，较1-10月持平，城镇消费同比增速7.9%，较1-10月持平。1-11月餐饮行业收入增速9.4%，较1-10月持平，商品销售收入增速7.9%，较1-10月持平。整体看来，汽车消费依然疲弱，11月汽车当月消费增速-1.8%，但较10月反弹了1.5个百分点，对社零增速的拖累有所下降，剔除汽车之后11月社零增速9.1%。

图表 7. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

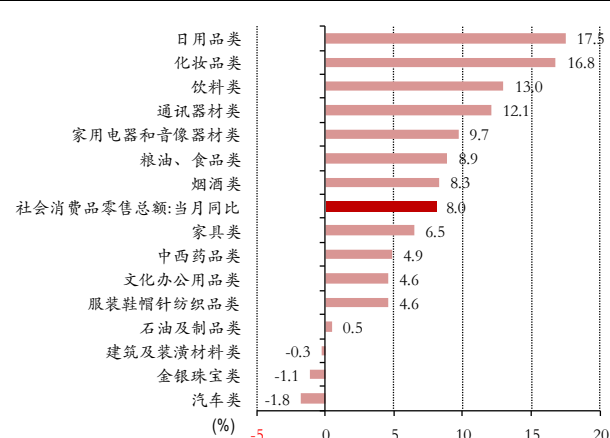
图表 8. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

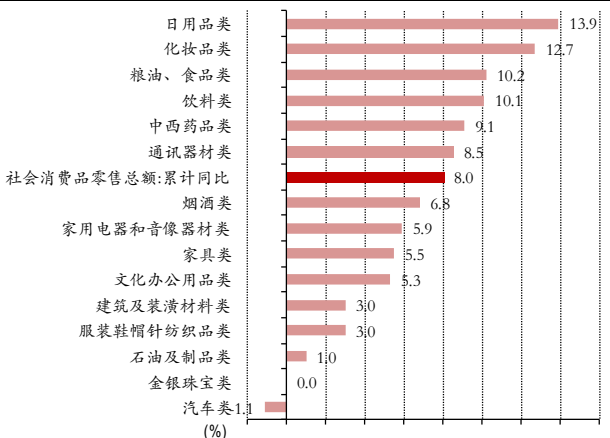
限额以上消费更容易受到电商促销的影响。从当月同比增速来看，11月限额以上企业商品零售总额同比增速4.2%，较10月上升3.3个百分点，增速较高的细分行业包括日用品、化妆品、饮料等，增速较低的则是汽车、金银珠宝、建筑装潢等。与10月相比消费增速明显上升的有化妆品、家电、文化办公用品等，增速下滑较快的则有通讯器材、建筑装潢、中西药品等。从1-11月累计增速与1-10月相比的变化来看，消费增速明显上行的是化妆品、通讯器材、家电等，消费增速明显下滑的则包括文化中西药品、建筑装潢、粮油食品等。

图表 9. 各品类社零当月同比



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 10. 各品类社零累计同比

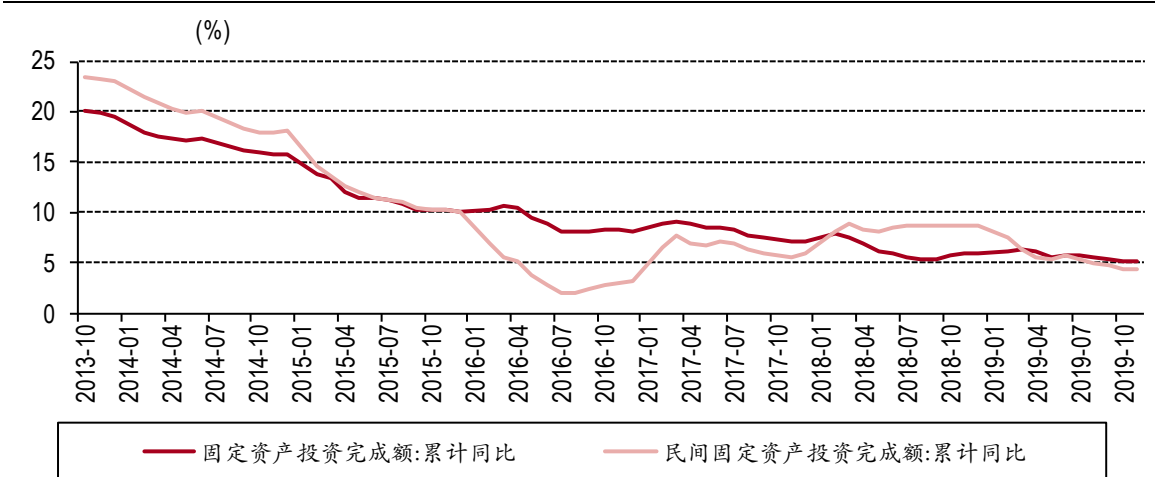


资料来源: 万得, 中银国际证券

房地产投资依然强劲

投资整体平稳，民间固定资产投资小幅上升。1-11月固定资产投资增速为5.2%，较1-10月持平，1-11月民间固定资产投资增速4.5%，较1-10月上升0.1个百分点。11月固定资产投资增速走稳，不仅房地产投资增速较稳，民间固定资产投资增速小幅回升值得关注。

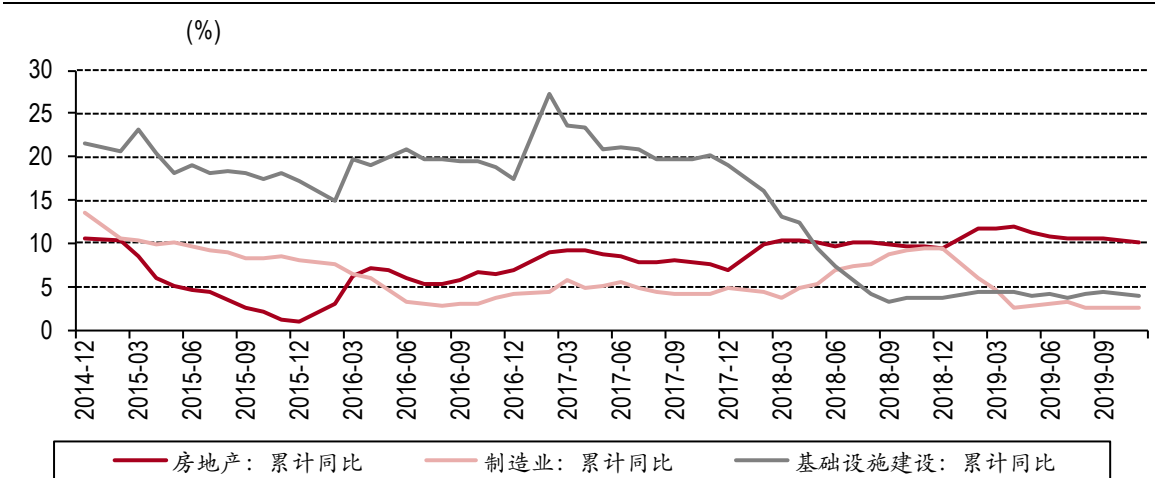
图表 11. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

房地产、制造业、基建之外的固定资产投资走高。分类别看，制造业投资1-11月累计同比增长2.5%，较1-10月下降0.1个百分点；基建投资累计同比增长4%，较1-10月下降0.2个百分点；地产投资累计同比增长10.2%，较1-10月下降0.1个百分点。整体来看，固定资产投资增速走稳，对固投拉动最大的依旧是房地产投资，同时基建和制造业投资增速都下降，在11月固投增速持平的情况下，民间固定资产投资形成了小幅推动。11月社零中专项债发行仍未放量，目前来看政策方面仅是提前下达了2020年的专项债额度，但基建投资增速的回升仍有待专项债发行放量。制造业投资增速继续下行。从细分数据来看，一产表现最好，建筑安装工程累计同比增速环比上升0.3个百分点，改建投资增速环比上升0.4个百分点，是固投中的亮点。

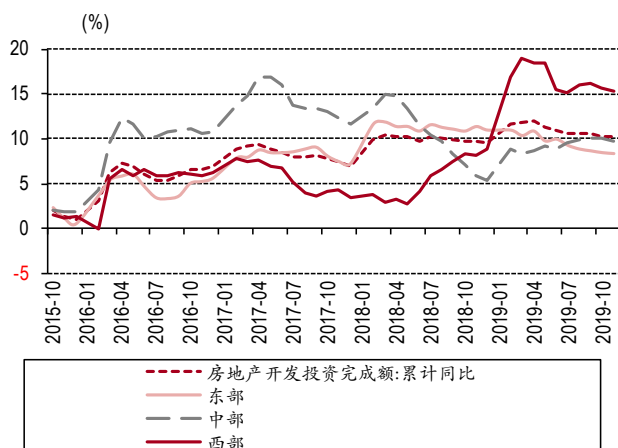
图表 12. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

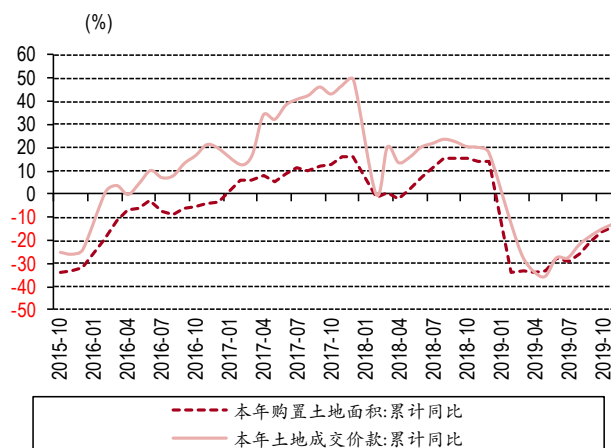
房地产投资增速持续超预期。1-11月房地产投资增速10.2%，较1-10月下降了0.1个百分点，其中东部地区累计同比增长8.3%、中部地区累计同比增长9.7%、西部地区累计同比增长15.3%，分别较1-10月下降0.1个百分点、下降0.3个百分点和下降0.4个百分点。从房地产分类来看，住宅投资增速14.4%、办公楼投资增速2.5%、商业地产投资增速-7.3%，分别较1-10月下降0.2个百分点、上升0.9个百分点和上升0.3个百分点。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-11月累计同比增长-14.2%和-13%，较1-10月分别上升2.1个百分点和2.2个百分点。11月房地产投资增速虽然较1-10月下降，但继续超出市场预期，从分类来看，住宅投资增速下行，但幅度持续好于市场预期，超出预期的是办公楼投资增速的明显回升。我们维持此前观点，认为年底前房地产投资增速仍将保持在10%上方，但同时也关注资金来源和商品房销售的增速变动。

图表 13. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 14. 土地购置面积和成交额累计同比



资料来源：万得，中银国际证券

房地产投资资金来源更加单一，是2020年的隐患。1-11月商品房销售面积同比增长0.2%，较1-10月上升0.1个百分点，商品房销售额累计同比增长7.3%，较1-10月持平。从待售面积来看，1-11月商品房待售面积同比增速-6.5%，较1-10月上升0.1个百分点，其中住宅面积同比增速-12.6%，较1-10月上升0.3个百分点，办公楼累计同比3.9%，较1-10月下降0.4个百分点，商业地产累计同比-5.5%，较1-10月上升0.1个百分点。商品房销售持续强劲。从资金来源看，1-11月国内贷款占比14.3%，较1-10月下降0.3个百分点。从增速的角度看，1-11月房地产开发资金来源累计同比增速7%，较1-10月持平，其中国内贷款资金来源增速5.5%，较1-10月下行2.4个百分点，定金和预付款增速10%，较1-10月上行0.6个百分点。11月房地产投资资金来源中银行贷款的占比进一步下行，下行速度更快的是银行贷款增速，从资金来源看，房地产投资资金更加依赖销售回款和自筹资金，需要关注销售增速的变化和房地产开发筹资能力对投资的制约。

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_8327

