

经济企稳了吗？ ——11月经济数据点评

基本结论

- **事件：**统计局公布数据显示，11月工业增加值同比6.2%，前值4.7%；社零增速8.0%，前值7.2%；固定资产投资增速5.2%，与前值持平。我们点评如下：
- **工业增加值**的高增主要受到汽车、水泥、化学品、有色等提振，反映了汽车产量的修复以及前期房地产加快开工的影响，但随着拿地与新开工的放缓，相关产业链也将受到影响；工业增加值季节性特征明显，每年11月环比增速都会提升，这个月的上翘也体现了其季节性特征；展望来看，后续工业增加值的变化将主要受春节扰动影响，年末上翘而明年年初回落，但中枢并不会根据波动走，从移动平均来看仍呈现缓慢下行趋势。
- **本月消费**主要受双十一提振，通讯设备、化妆品为主要拉动项，汽车消费也有所提升。
- **制造业**因高基数仍在磨底，但通缩压力减小，后续可能小幅回升。**房地产**新开工与施工小幅回落，竣工降幅持续收窄，建安投资增速的增长动能在边际放缓；同时拿地面积继续下滑，房地产投资动能不足。从资金来源看，房地产开发资金来源增速与上月持平，主要是自筹资金、定金及预收款支撑，一定程度上体现了房地产的韧性；但销售有所回落，随着销售的下行，融资也将受限，预计增速将继续走低。**基建**方面，交通运输投资较上月回落，但电力、热力、燃气及水的生产和供应业继续回升，随着明年专项债的提前发行，基建投资增速有望回升。
- **展望来看**，随着CPI上行，PPI通缩压力减小，工业增加值上翘，未来一个月的宏观经济数据对利率不大有利，但是根据测算，明年初大部分数据或将回落，配置机会仍在。总体而言，宏观数据在结构上兑现了前期的大部分预期，更多地体现于波动而非趋势，如果认为房地产的韧性不可持续，那么托底压力仍在，经济数据一旦有超预期的表现，反而是配置的时点。
- **风险提示：**货币政策大幅收紧，债市波动加大。

周岳

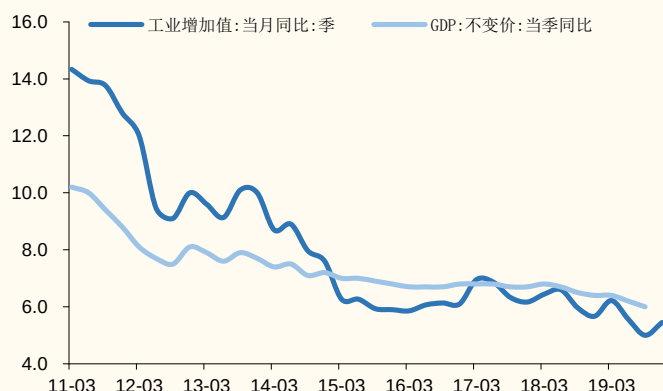
分析师 SAC 执业编号：S1130518120001
zhouyue1@gjzq.com.cn

高增的生产数据，从结构上看不具备持续性，岁末年初的扰动也将逐渐显现，经济企稳尚待观察。

1. 工业增加值高增，趋势还是波动？

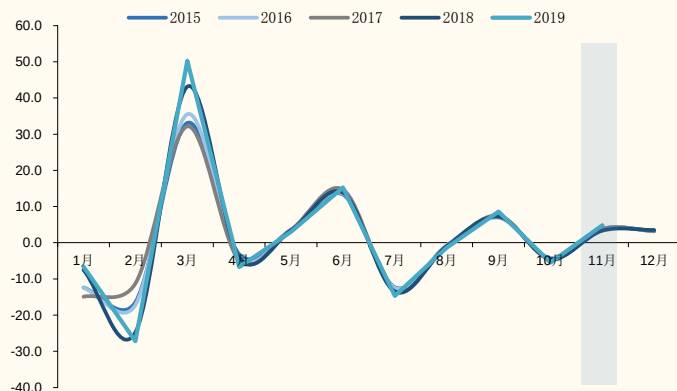
工业增加值同比增速 6.2%，高于 Wind 一致预期 5.2%，一方面是汽车产量增速回升，一方面是前期地产加快开工带动水泥、有色、黑色等相关行业库存回补，但需要指出的是，房地产新开工和施工都有所回落，其带动的行业的工业增加值也可能会下行。工业增加值数据也反映了其季节性特征，考虑到春节错位的影响，我们预计工业增加值在年末上冲后明年 1 月、3 月将会回落。

图表 1：11 月工业增加值上翘（单位：%）



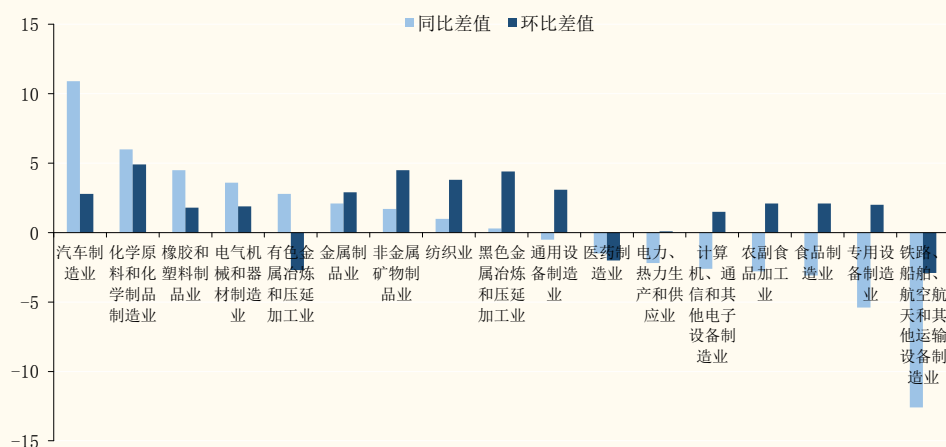
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：工业增加值的季节性（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：工业增加值分项（单位：%）

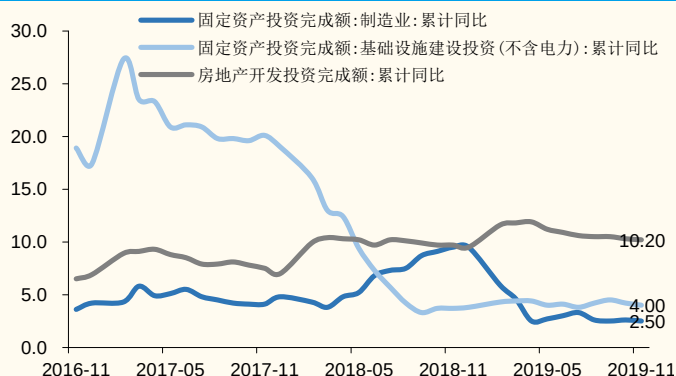


来源：Wind，国金证券研究所

■ 投资：制造业低位波动，房地产动能放缓

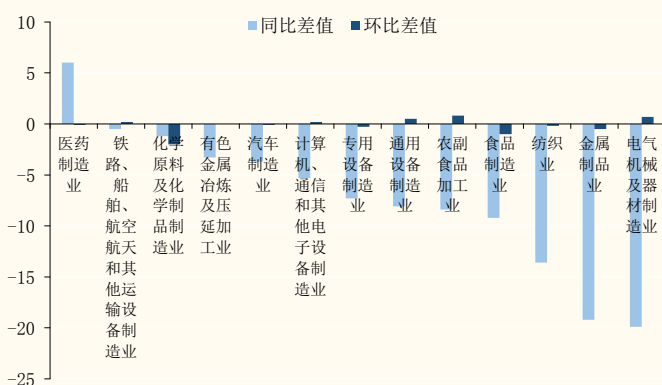
固定资产投资方面，制造业投资累计同比较上月回落 0.1 个百分点至 2.5%，相较于 2018 年 11 月，电气、金属制品、纺织业等项目同比增速回落较大；11 月 PPI 降幅收窄，但出口增速继续回落，高基数下制造业投资低位波动。基建投资累计同比较上月回落 0.2 个百分点至 4.0%，其中交通运输投资较上月回落，但电力、热力、燃气及水的生产和供应业继续回升，随着明年专项债的提前发行，基建投资增速有望回升。

图表 4：三大投资分项（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

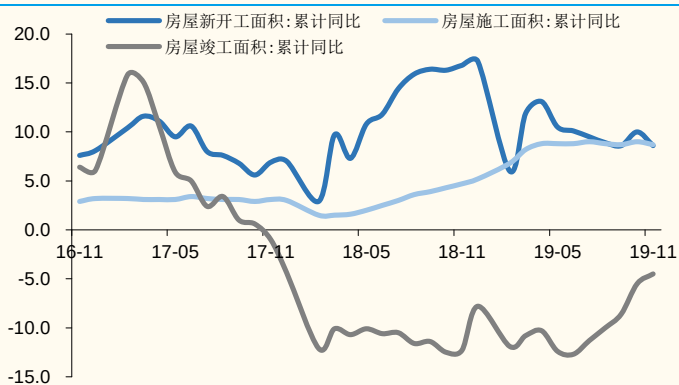
图表 5：制造业各项目同比（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

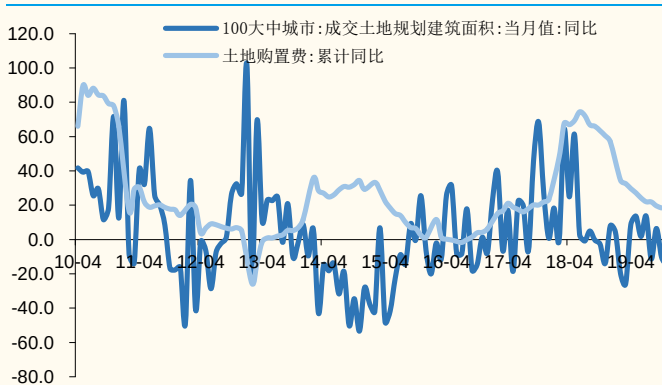
11 月房地产投资累计同比较前值回落 0.1 个百分点至 10.2%，新开工增速回落 1.4%，施工增速回落 0.3%，竣工增速回升 1%，随着新开工的回落和竣工的回升，建安投资增速的增长动能在边际放缓；同时拿地面积继续下滑，房地产投资动能不足。从资金来源看，房地产开发资金来源增速 7%，与上月持平，自筹资金、定金及预收款小幅上升，但国内贷款已明显减少。30 城成交同比延续回落趋势，随着房地产销售的下滑，融资也将受限，预计增速将继续走低。

图表 6：新开工和施工回落，竣工降幅继续收窄（单位：%）



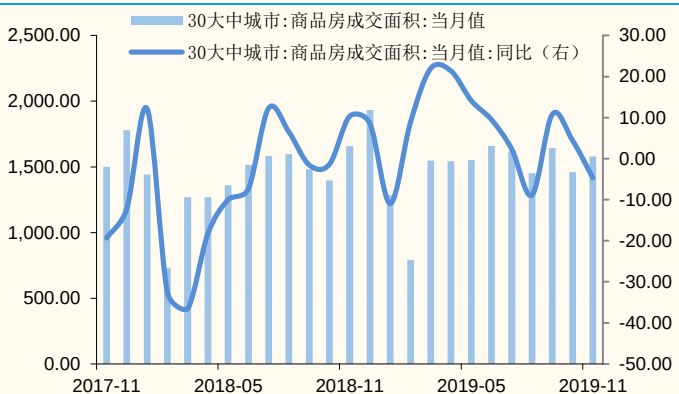
来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：拿地继续减缓（单位：%）

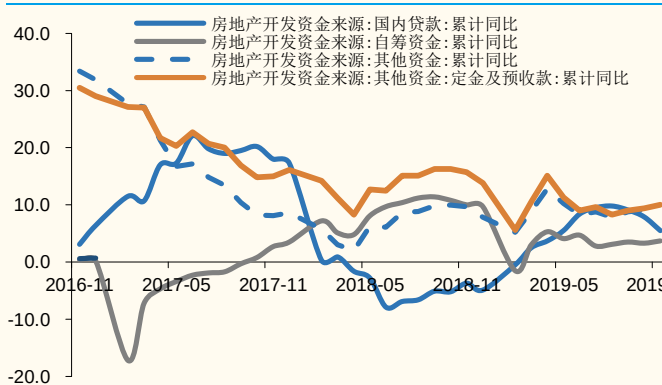


来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：30 城商品房销量增速回落



图表 9：国内贷款减少，自筹资金和其他资金小幅上升（单位：%）



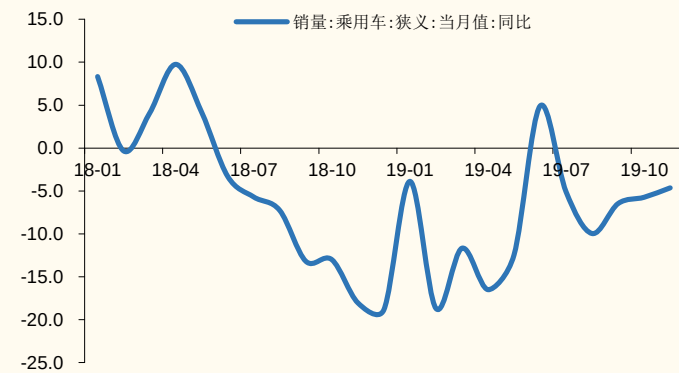
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

■ 消费：双十一提振，汽车降幅收窄

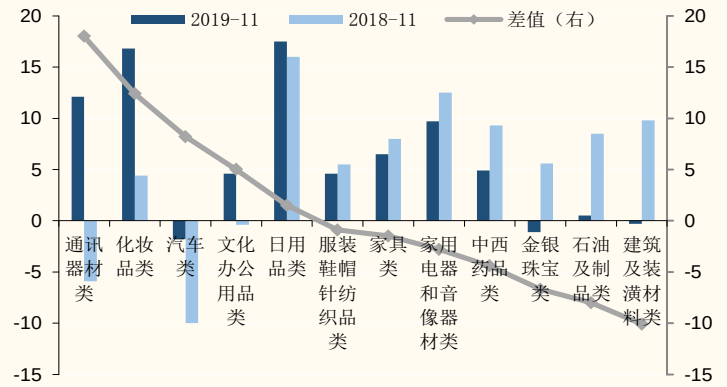
11月社零累计同比8.0%，较上月回落0.1个百分点，通讯器材、化妆品类同比增速较去年大幅提升，这与双十一的数据较为一致，汽车类消费降幅明显收窄，与乘用车销量增速降幅收窄一致，而建筑及装潢材料、石油制品、金银珠宝等可选消费有所回落。

图表 10：乘用车销量降幅收窄 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：通讯、化妆品、汽车类提升 (单位：%)

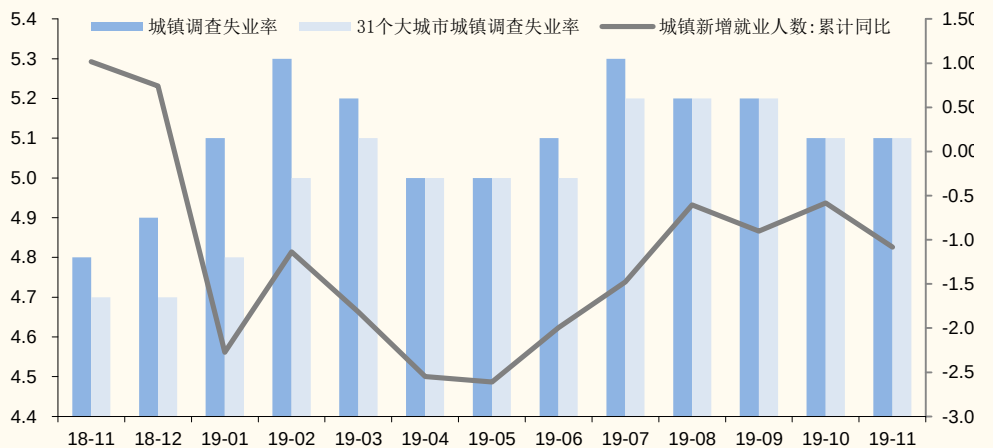


来源：Wind，国金证券研究所

■ 就业：稳就业压力仍在

11月失业率达到5.1%，比去年11月高出0.3个百分点，新增就业人数累计同比-1.08%，稳就业压力仍在。

图表 12：城镇失业率与上月持平 (单位：%)



来源：Wind，国金证券研究所

2. 经济企稳言之尚早

工业增加值的高增主要受到汽车、水泥、有色等提振，反映了汽车产量的修复以及前期房地产加快开工的影响，但随着拿地与新开工的放缓，相关产业链也将受到影响；工业增加值也体现了很强的季节性，后续数据的变化主要受春节扰动影响，总体趋势回落。消费主要受双十一提振，通讯设备、化妆品为主要拉动项，汽车消费也有所提升。

展望来看，随着 CPI 上行，PPI 通缩压力减小，工业增加值上翘，未来 1 个月的宏观经济数据对利率不大有利，但是明年初大部分数据或将回落，配置机会仍在。总体而言，宏观数据在结构上兑现了前期的大部分预期，如果认为房地产的韧性不可持续，那么托底压力仍在，经济数据一旦有超预期的表现，反而是配置的时点。

3. 风险提示

货币政策大幅收紧，债市波动加大。

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_8245

