

这个冬天不太冷

——2019 年 11 月经济数据点评

2019 年 11 月,规模以上工业增加值同比增长 6.2%(前值 4.7%);社会消费品零售总额同比增长 8.0% (前值 7.2%);城镇固定资产投资累计同比增长 5.2%(前值 5.2%),其中基建(不含电力)投资增长 4.0% (前值 4.2%),房地产投资增长 10.2% (前值 10.3%),制造业投资增长 2.5% (前值 2.6%)。对此我们点评如下:

一、生产：宏观景气度回升、低基数叠加暖冬效应下回暖

11 月规模以上工业增加值同比增长 6.2%,增速较前值提升 1.5pct,工业增加值增速短期反弹主要有以下几点原因:(1) 宏观景气度短暂回升。11 月我国制造业与服务业 PMI 均出现较大程度改善;11 月全球制造业 PMI 也出现一定程度回暖。(2) 低基数对生产回暖构成一定支撑。去年 11 月工业增加值当月同比增速环比下降了 0.5pct,是除去春节月份后全年增速最低的月份。今年 10 月的部分生产活动受到挤占,延迟到 11 月进行。(3) 暖冬对生产活跃度构成一定提振。中国气象局公布的信息显示,今年 11 月全国平均气温为 4.0℃,较常年同期(2.9℃)偏高 1.1℃。

11 月规模以上工业增加值累计同比增长 5.6%,增速与前值持平。未来需要关注几方面信息:(1) 关注制造业景气度反弹的持续性。虽然 11 月景气度有所回升,但当前全球制造业与我国制造业 PMI 仍处于下滑通道,景气度下滑对生产的拖累是长期持续的,目前来看,我国制造业景气度整体依旧不乐观。(2) 上中、下、游的格局转换尚未完成。今年以来上游的能源、原材料相关行业生产景气度较好,但盈利趋势较差,指向库存有所积压;中、下游消费类、出口类行业生产景气度一般,但盈利趋势较好,指向库存正在去化。虽然电气设备、医药等部分中、下游行业去库存成果显著,但中、下游整体进入补库存阶段尚需时日。关注制造业尤其是中、下游制造业的政策呵护,能否激发行业活力,改善企业生产(详见《中流击水——2020 年宏观经济与资本市场展望》)。(3) 中美贸易摩擦的进展。近期中美双方趋于达成阶段性协议,



但需要关注依旧有相当规模（约 3700 亿美元）的中国出口美国商品被加征关税，未来这一影响将会持续。

前瞻地看，12 月工业增加值增速具备一定支撑，但明年一季度压力依旧较大。一方面，今年以来工业生产呈现季末冲高的特征，12 月气温依旧相对偏高，工业生产大概率较为活跃。另一方面，在经济持续增长持续承压、全球制造业景气度处于下滑通道和高基数的背景下，明年一季度工业增加值增长压力依旧较大。

二、投资：基建支撑投资增速

1-11 月，全国城镇固定资产投资同比增长 5.2%，增速与前值持平。其中民间投资增速小幅反弹，非民间投资增速有所下滑。

（1）房地产投资：建安投资小幅回落

房地产投资同比增长 10.3%，增速较前值小幅回落 0.1pct。

商品房销售保持回暖。11 月商品房销售面积累计增速小幅提升 0.1pct 至 0.2%，销售金额同比增速与前值持平于 7.3%。

在销售回暖带动下，开发商资金来源保持稳定。11 月开发商资金来源同比增长 7.0%，与前值持平。其中销售回暖使得定金及预收款同比增长 10.0%，较前值提升 0.6pct，按揭贷款同比增长 13.9%，较前值小幅下滑 0.2pct。

房企资金来源增速保持稳定，提升房企拿地意愿。11 月土地购置面积累计同比-14.2%，跌幅较前值收窄 2.1pct，土地成交价款累计同比-13.0%，跌幅较前值收窄 2.2pct。

前期土地购置面积负增长，房企新开工面积增速下滑。11 月新开工面积累计同比增长 8.6%，增速较前值下滑 1.4pct，施工面积累计同比增长 8.7%，增速较前值下滑 0.3pct，竣工面积累计同比下降 4.5%，跌幅较前值收窄 1.0pct。

前瞻地看，后续房地产投资增速仍将趋于下行，但具备一定韧性。从领先指标土地成交价款增速来看，年内土地购置费增速下滑仍将持续，



拖累房地产投资增长,但持续的期房交房压力将对房地产投资带来一定支撑。

（2）基建投资：全口径基建投资增速向上反弹

基建投资（不含电力）同比增长 4.0%，增速较前值下滑 0.2pct；全口径基建投资同比增长 3.5%，较前值提升 0.2pct。11 月国常会提出降低部分基础设施项目最低资本金比例等政策,对基建投资资金来源构成一定提振，是基建投资增速反弹的主要原因。

分行业看，电、热、燃气、水业投资增速较前值提升 1.7pct，水利环境与公共设施业投资增速较前值提升 0.1pct，交运仓储业投资增速较前值下滑 0.3pct。

前瞻地看，近期中央政治局经济工作会议提出“财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整”，随着基建资本金比例下调、专项债作为重大项目资本金等政策落地，基建投资增速将继续向上回升。这与我们在年度展望《中流击水》中的判断一致。

（3）制造业投资：持续筑底

制造业投资同比增长 2.5%，增速较前值下滑 0.1pct。今年以来制造业投资受到内外需疲弱、贸易摩擦持续、企业利润增速下滑、企业融资成本较高等因素的拖累，投资增速持续下滑。目前来看，制造业投资增速已处于底部区间。

分行业看，目前公布的数据下游行业投资增长势头不足，除农副食品加工行业投资增速在食品价格上涨的带动下有所回升外，食品加工、纺织、医药等下游行业投资增速均有所回落。中游部分行业投资增长势头稍好，电气机械、通用设备、计算机通信、交运设备等行业投资增速有所回升。

前瞻地看，受高基数制约，年内制造业增长仍然承压。但随着近期中美贸易摩擦阶段性协议趋于达成，制造业投资增速或将迎来一定修复。



三、消费：物价上涨提振社零增速

11 月社零当月同比增速 8.0%，较前值提升 0.8pct，限额以上社零当月同比增长 4.4%，较前值提升 3.2pct。从社消实际同比增速来看，**11 月社零实际增速 4.9%，与前值持平，这意味着 11 月社零名义增速的反弹主要受物价上涨带动。**分结构看，石油、家电、服装、日用品、化妆品、汽车消费增速是前六大影响因素，分别能够解释当月社零名义增速回升的 24%、24%、17%、11%、8%、7%。

11 月社零累计同比增速 8.0%，较前值下滑 0.1pct，社零实际累计同比增速 6.0%，较前值下滑 0.3pct。社零累计增速延续了长期下滑态势，这与居民收入增速长期下滑的趋势相吻合。值得关注的是，10 月社零增速出现异常，市场对此解读不一，目前从 10 月、11 月的实际累计增速来看，居民消费意愿不足、减税提振效应减弱的原因基本成立。

前瞻地看，12 月物价上涨势头依旧，社零名义增速或保持当前水平。2020 年，在房地产竣工增速回升、汽车消费拖累减小的背景下，社零增速有望获得一定支撑。这也与我们在年度展望《中流击水》中的判断一致。

四、结论：消费刺激政策有望出台

总体来看，11 月经济数据显示生产有所回暖，投资增速保持稳定。前瞻地看，受今年季末冲高的规律与暖冬等因素影响，12 月经济活动大概率继续保持当前势头。但一方面需要关注，工业生产的短期反弹依旧受上游与部分中游行业带动，中、下游行业的产趋势性回暖的势

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_8272

