

# 从回升动能看企稳能否持续

## ——评2019年11月增长数据

### 摘要

在此前发布的第四季度经济展望中我们曾指出，第四季度经济企稳的曙光可能出现。11月以来PMI和工业增加值同比的回升印证了我们的判断。在此基础上，我们可以拆解带动经济数据改善的动因，进而探讨经济企稳是否将持续。

第一，汽车生产与消费双双改善是11月工业增加值与社零回升的重要原因。由于汽车零售对汽车库存有一定的领先性，汽车补库的过程还将持续。此外，政策当局可能放松汽车消费限制，进一步释放汽车消费潜力。

第二，与建筑活动有关的黑色金属和非金属矿物生产景气较高。虽然房地产投资有放缓的压力，但新开工面积增速显示建筑活动仍将保持韧性，未来黑色金属与水泥行业库存去化的压力或较为温和。

第三，出口依赖度较高的计算机行业生产加快。领先指标显示计算机行业景气度有望继续改善，加之贸易形势缓和，计算机行业生产或稳中有升。

综上所述，11月经济数据企稳是内外需共同改善的结果。随着库存周期从主动去库存向被动去库存切换，GDP增速下滑的压力会有所减轻。

**关键词：GDP，固定资产投资，工业增加值，消费**

宏观研究部

郭于玮

分析师

电话：021\_22852641

邮箱：guoyw@cib.com.cn



扫描下载兴业研究 APP  
获取更多研究成果

## 事件：

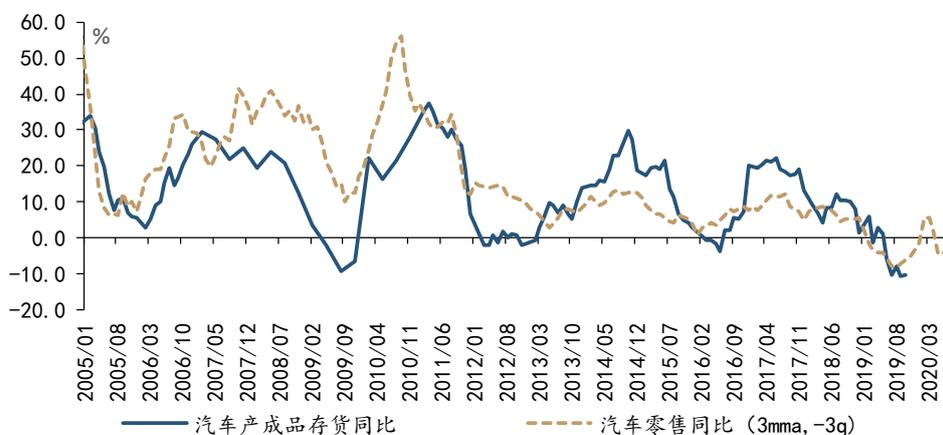
2019年11月固定资产投资累计同比5.2%，前值5.2%，市场和我们的预测值为5.2%。工业增加值同比6.2%，前值4.7%，市场预期5.0%，我们的预测值为4.5%。社会消费品零售同比8.0%，前值7.2%，市场和我们的预测值为7.6%。

## 点评：

在10月发布的季度展望《企稳曙光或现——宏观经济季度展望》中，我们指出第四季度经济企稳的曙光可能出现。11月以来PMI、工业增加值同比的回升印证了我们的判断。那么，这种企稳是否具有可持续性呢？我们可以通过解构近期经济回升的动因来判断经济企稳是否可持续。

第一，汽车消费及生产的改善是11月社会消费品零售和工业增加值同比回升的重要原因。11月汽车零售额同比增长-1.8%，降幅较上月收窄1.5个百分点；汽车制造业增加值同比增长7.7%，较上月提高了2.8个百分点。历史数据显示，汽车零售对汽车库存有一定的领先性。这意味着汽车补库的过程还将持续。

图表1 汽车零售领先汽车库存



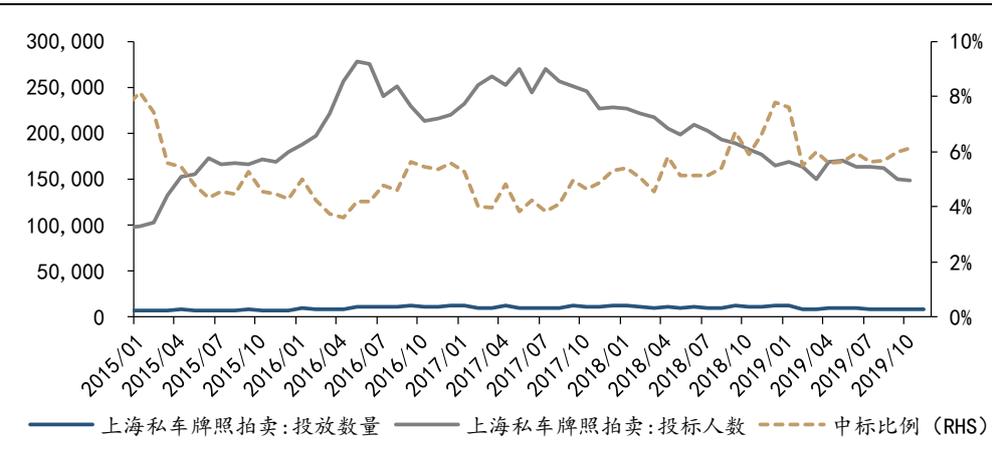
资料来源：WIND，兴业研究

此外，2020年汽车消费还有进一步回升的可能。2019年11月发改委新闻发布会上，国家发展改革委员会政策研究室副主任、新闻发言人孟玮表示：“一方面，稳住汽车等消费大头。破除汽车消费限制，探索推行逐步放宽或取消限购的具体措施，推动汽车限购政策向引导使用政策转变。”上海的私车牌照拍卖情况显示，目前拍牌投标人数远高于中标人数，大量潜在的购车需求没有被释放。如果未来政策当局放松对热点城市汽车消费的限制，并配合消费税改革将汽车或成品油征税环节后移，强化地方政府鼓励汽车消费的动力<sup>①</sup>，汽车消

<sup>①</sup> 详见我们10月发布的报告《消费税改革意在深远》。

费仍有增长的空间。

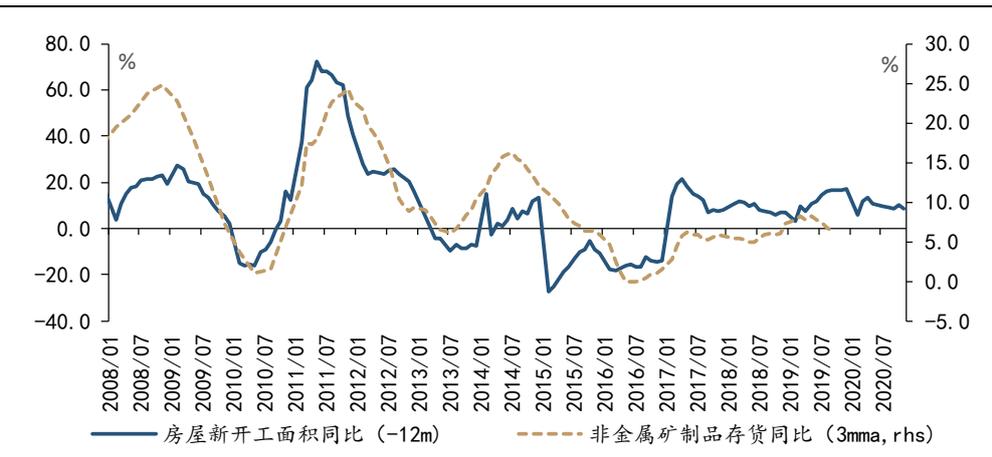
图表 2 上海车牌拍卖情况



资料来源：WIND，兴业研究

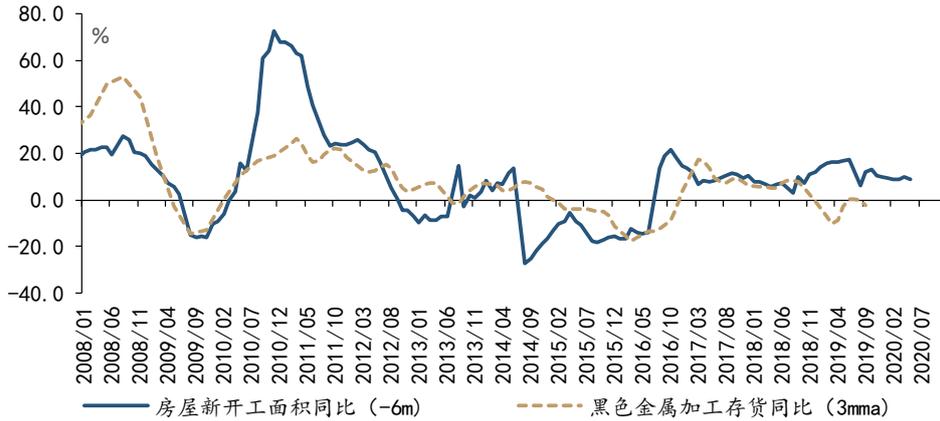
第二，黑色金属、水泥等建筑相关行业景气度较高，带动 11 月工业增加值同比回升。2019 年 11 月非金属矿物制品业工业增加值同比增长 8.6%，较上月提高 4.5 个百分点；黑色金属加工业工业增加值同比增长 10.7%，较上月提高 4.4 个百分点。黑色金属与水泥生产都与建筑活动密切相关，因此，房屋新开工面积对于黑色金属和水泥行业库存都有一定的领先性。2019 年以来房屋新开工面积增速虽然有所回落，但展现出较强的韧性。11 月新开工面积累计增速仍然维持在 8.6% 的较高水平。因此，未来黑色金属与水泥行业库存去化的压力或较为温和。

图表 3 房屋新开工面积领先非金属矿制品库存



资料来源：WIND，兴业研究

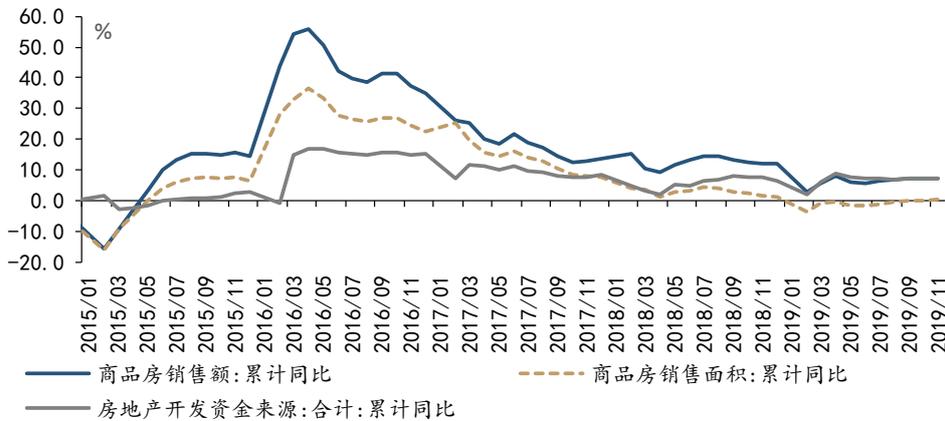
图表 4 房屋新开工面积领先黑色金属库存



资料来源：WIND，兴业研究

值得注意的是，尽管在土地购置减少的背景下，房地产投资增速可能继续放缓，商品房销售却出现了回暖的迹象。在低基数的支撑下，2019年10月与11月商品房销售面积连续小幅同比正增长，销售额同比增速也较第三季度有所提高。这有助于房地产开发资金来源增速继续维持稳定。

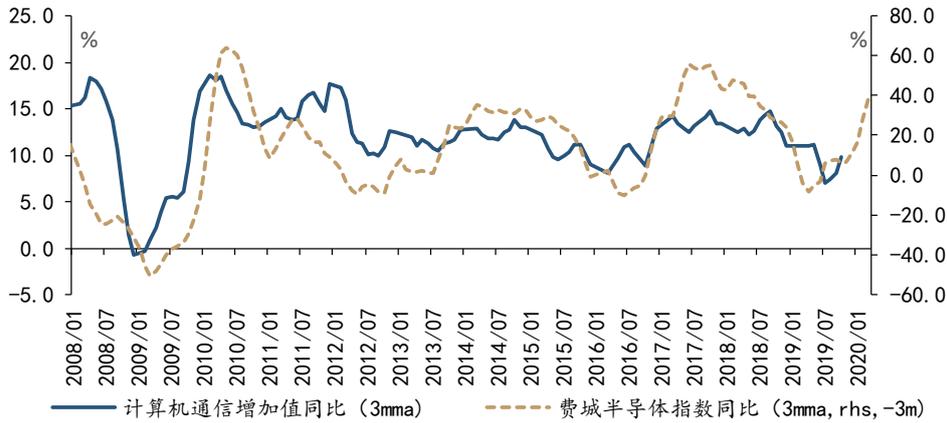
图表 5 房地产销售与房地产开发资金来源



资料来源：WIND，兴业研究

第三，高出口依赖度的计算机通信行业生产加快。11月计算机通信行业工业增加值同比增长9.7%，较上月提高了1.5个百分点。我国计算机通信行业出口依赖度较高，因此其生产与全球计算机行业景气度密切相关。数据显示，费城半导体指数对计算机行业生产有一定的领先性，而近期费城半导体指数同比显著反弹。加之中美贸易关系出现缓和，计算机通信行业面临的外部不确定性下降，计算机通信行业生产的改善有望延续。

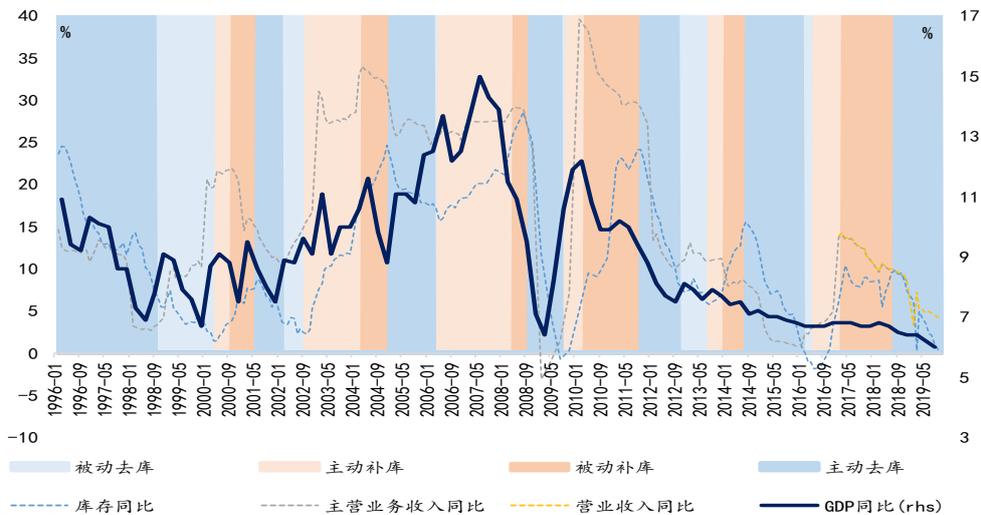
图表 6 计算机通信行业与费城半导体指数



资料来源：WIND，兴业研究

综上所述，11 月经济数据显示出的经济企稳信号，是内外需共同改善的结果。这一现象也与当前库存周期的变动相契合。目前我们正处于从主动去库存向被动去库存切换的过程之中。历史经验显示，当经济逐渐进入被动去库存之后，GDP 增速下滑的压力会有所减轻。

图表 7 库存周期与 GDP 增长



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\\_8277](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8277)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>