



2019年12月16日经济数据分析

经济底部已经出现——评 11 月经济数据

2019年12月16日

投资要点

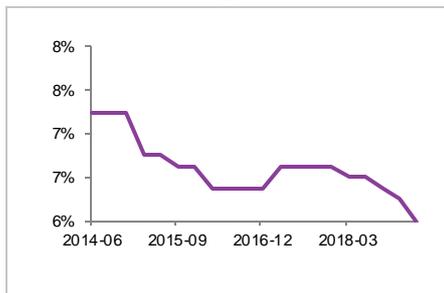
分析师：张德礼

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

邮箱：zhangdeli@y kzq.com

近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

相关研究

《评 11 月制造业 PMI：经济短期低点可能已过》2019-11-30

《稳增长之年——评 1206 政治局会议》

2019-12-06

《贸易顺差可能继续收窄——评 11 月进出口数据》2019-12-08

《警惕低存栏下猪价反弹压力——评 11 月物价数据》2019-12-10

《一文看懂中央经济工作会议》2019-12-12

经济底部已经出现

11 月主要经济数据都已经公布，工业增加值增速和社消增速都超预期回升，固定资产投资增速持平。整体来看，符合我们 10 月中旬以来认为对四季度经济无需过度悲观、经济短期底部可能已经出现的判断。

经济供需两端都出现回暖，核心原因有三个。一是上游产品，如非金属矿物制品业和黑色金属冶炼和压延加工业的增加值增速相比于 10 月都明显上升，可能和稳固投预期带动相关产品的需求和生产有关。二是尽管新开工和施工的面积增速 11 月都有所回落，但房地产的销售、投资和土地购置都不差，预计地产投资在 2020 年还将维持较强韧性。三是因双“11”促销，10 月部分被后移的需求得到释放，带动社会消费品零售总额增速回升。

2020 年围绕全面建成小康社会目标，政策基调是稳增长、稳预期、稳杠杆。预计后续还将出台政策来托底经济，稳固投依然是下一阶段的重点，将呈现基建投资回升、制造业筑底、房地产投资缓慢回落的格局。消费刺激力度也将强于今年，外部贸易环境改善也为出口带来边际改善。我们认为，经济短期底部已经出现，经济景气形势有望持续到 2020 年二季度。

风险提示：外部贸易环境恶化



11月主要经济数据都已经公布，工业增加值增速和社消增速都超预期回升，固定资产投资增速持平。整体来看，符合我们10月中旬以来认为对四季度经济无需过度悲观、经济短期底部可能已经出现的判断。

经济供需两端都出现回暖，核心原因有三个。一是上游产品，如非金属矿物制品业和黑色金属冶炼和压延加工业的增加值增速相比于10月都明显上升，可能和稳固投资预期带动相关产品的需求和生产有关。二是尽管新开工和施工的面积增速11月都有所回落，但房地产的销售、投资和土地购置都不差，预计地产投资在2020年还将维持较强韧性。三是因双“11”促销，10月部分被后移的需求得到释放，带动社会消费品零售总额增速回升。

下面从生产和需求两个角度，对11月经济数据做进一步分析。

先来看反映生产的工业增加值。11月当月增速为6.2%，相比于10月的4.7%大幅反弹。今年工业增加值增速有很强的季末效应，季末月份跳升，随后在下一个季度的前两个月连续放缓。而11月工业增加值增速扭转了这一趋势，且是今年第三高的增速，低于3月和6月，但要高于9月。从季末效应的角度看，11月工业生产很强势。

三大门类的工业增加值增速都出现回升，其中采矿业和制造业的工业增加值增速相比于10月，分别提高了1.8%和1.7%。产业链上看，上游的非金属矿物制品业和黑色金属冶炼和压延加工业的增加值增速，相比于10月分别提高了4.5%、4.4%。下游的电气机械和器材制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业的增速均较10月回升，这两者的对外依存度高，和11月出口交货值增速小幅回升的趋势一致。

主要工业品中，水泥值得关注。水泥储存周期短，产量可以看作是反映即时需求的指标。产量方面，11月水泥产量2.25亿吨，达年内第二高，仅低于5月的2.27亿吨。较10月环比增长了2.9%，而2011年至2018年，仅2017年的11月水泥产量是环比增加（为0.3%）的。价格方面，全国水泥价格指数从10月末的153.0，上涨到了11月末的163.9。

11月水泥量、价齐升，我们认为并非暖冬因素就可以解释。逆周期调控持续发力，房地产投资维持强韧性，基建投资有所好转，带动了水泥的需求和生产，终端需求好于市场主流的预期。

再来看需求端。今年1-11月固定资产投资增速5.2%，持平于前值。三大分项中，全口径基建投资增速有所回升，制造业和房地产投资增速小幅回落。

全口径基建投资累计增速从3.3%小幅回升到3.5%，而当月增速从2.0%大幅到5.2%。各类基建补短板政策，在缓解制约基建投资的核心因素——融资难方面，边际上有所改善。

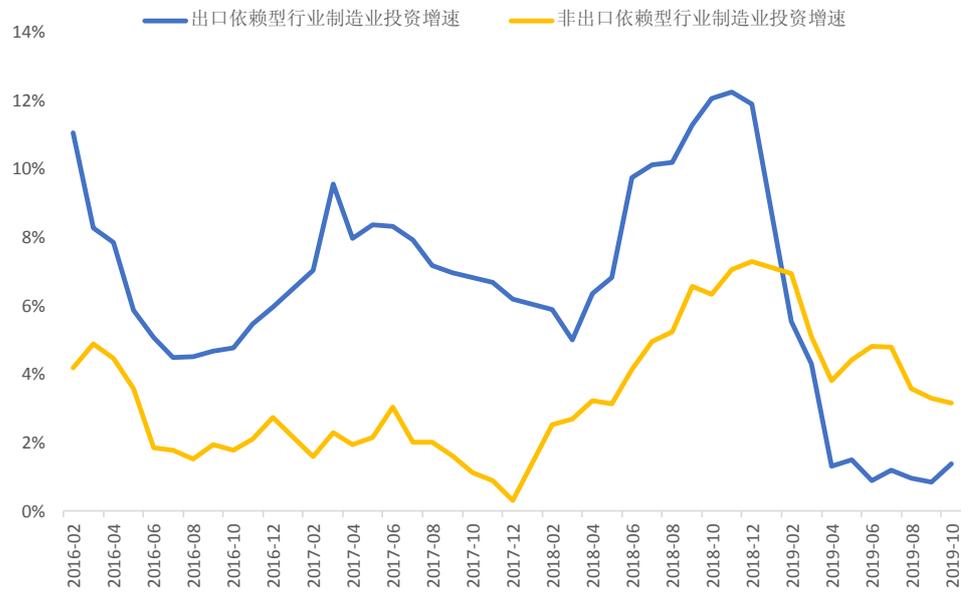
2020年基建投资值得期待。12月政治局会议，明确提到“加强基础设施建设”，中央经济工作会议也部署了诸多重点基建领域。在具体的基建补短板上，我们认为2020年重点，将从此前的推出项目，转向解决融资问题。一方面，是落实已经出台的专项债可作为重大基建项目资本金、降低部分项目资本金比例要求的政策。另一方面，解决项目配套资金的问题，2020年政策性银行可能介入，加大对基建项目的贷款支持。

今年1-11月制造业投资累计增速2.5%，相比于前值小幅回落0.1个百分点。与之同步性很高的民间固定资产投资增速，则从前10个月的4.4%回升到4.5%，显示制造业投资增速可能正接近底部位置。



中美贸易谈判取得积极进展,将对制造业投资形成支撑。我们将出口依存度超过 10% 的制造业子行业归类为出口依赖型行业, 将其它子行业归类为非出口依赖型行业。可以看到今年出口依赖型行业投资增速, 下滑幅度明显大于非出口依赖型行业, 今年前 10 个月两者增速分别为 1.4% 和 3.2%。随着中美第一阶段协议达成, 以及 2020 年全球经济回暖, 出口依赖型行业的投资增速有望继续回升。

图表1: 出口依赖型制造业子行业, 今年投资增速下滑明显



资料来源: Wind, 粤开证券

房地产方面, 继续维持了很强韧性。前 11 个月商品房销售面积增速从 0.1% 回升到 0.2%, 而销售金额增速持平在 7.3%。投资增速从 10.3% 小幅下滑到 10.2%, 地产韧性再一次得到体现。

尽管 11 月新开工面积增速和施工面积增速都有所回落, 但预计地产投资将继续维持韧性, 短期并不悲观。一是本年购置土地面积累计增速的跌幅, 是继续收窄的, 从 -16.3% 到 -14.2%, 开发商预期并不差。二是中央经济工作会议对地产政策的定调有所变化, 比如没有继续说“不把房地产作为短期刺激经济的手段”、强调“全面落实因城施策”等, 地方政府将有更大自由度来变相放松, 这会影响到居民对房价的预期, 低库存下销售也会向开工和投资传导。三是目前已经进入竣工期, 开发商继续赶工, 也会对地产投资有正向贡献。四是 2020 年棚改、旧改很可能会超预期。

最后来看消费。11 月社消名义增速 8.0%, 前值 7.2%。实际社消增速持平于 4.9%, 两者的缺口从 2.3% 大幅上升到 3.1%, 创下今年新高, 显示实物性消费品的通胀压力有所增加。这一趋势和商品零售价格指数 (RPI) 同比的趋势一致, 11 月这一指标从 2.2% 上升到 3.0%, 创下 2012 年 5 月以来新高。

从 11 月的名义社消增速看, 双“11”促销是回升的主因。限额以上批发和零售中, 化妆品类增速从 6.2% 回升到 16.8%, 家用电器和音像器材类增速从 0.7% 回升到 9.7%, 服装鞋帽针纺织品类增速从 -0.8% 回升到 4.6%。这几个消费品类在双“11”中的促销力度大, 且 9-11 月的增速呈现“V”型, 因此可以认为主要受双“11”的影响。

展望 2020 年, 消费在稳增长中将发挥更为重要的作用。和前几轮经济下行周期相比, 本轮逆周期调控中, 出台的消费稳增长举措较少。从国家发改委有关领导在 11 月



15 日新闻发布会上的讲话看，预计 2020 年消费刺激的力度将加大。

我们认为可能会从以下两条主线推进。一是扩大汽车消费，国家发改委有关领导明确提到要稳住汽车等重点消费，后续可能会在汽车限购、汽车报废补助、税费和汽车金融等方面调整政策。二是地产竣工产业链上的消费，包括建材装潢和家具家电等，目前已经进入竣工和交房期，预计 2020 年地产竣工产业链的消费增速将明显好于今年。

2020 年围绕全面建成小康社会目标，政策基调是稳增长、稳预期、稳杠杆。预计后续还将出台政策来托底经济，稳固投依然是下一阶段的重点，将呈现基建投资回升、制造业筑底、房地产投资缓慢回落的格局。消费刺激力度也将强于今年，外部贸易环境改善也为出口带来边际改善。我们认为，经济短期底部已经出现，经济景气形势有望持续到 2020 年二季度。



分析师简介

张德礼，中央财经大学经济学硕士，2017年3月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300518110001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 买入：相对大盘涨幅大于10%；
- 增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；
- 持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
- 减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

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_8325

