

产出消费双双回落 商品价格易降难升

核心观点及内容摘要

肖利娜
宏观经济分析师
期货从业资格号：
F3019331
投资咨询从业证书号：
Z0013350

宏观战略研究中心
一德期货研究院
邮箱：xiaolinal132@163.com
电话：（022）59182509
网址：www.ydqh.com.cn
地址：天津市和平区解放北路
188号信达广场16层
邮编：300042

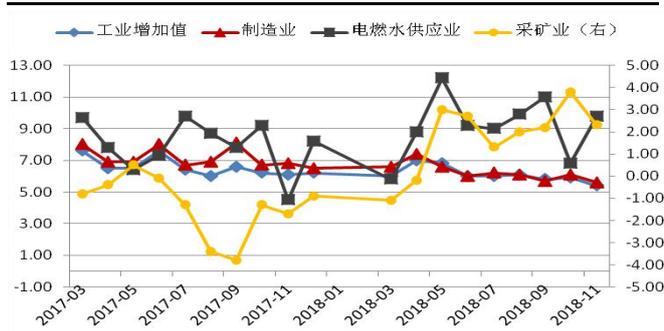
- 11月，规模以上工业增加值当月同比5.4%，较上月回落0.5个百分点。汽车制造业工业增加值受终端需求持续低迷影响，再度回落2.5个百分点至-3.2%，是抑制制造业工业增加值增速回落的主因。12月上旬，6大发电集团日均耗煤量较11月同期增长28%，显示12月工业生产收缩态势或有减缓，工业产出增速大概率小幅反弹，但需求疲弱背景下，工业生产回升至6%仍有压力
- 1-11月，固定资产投资累计同比5.9%，较上月回升0.2个百分点。三大投资中，制造业投资持续回暖，是拉动11月固定资产投资回升的主因。随着工业品价格中枢下行，2018年重化行业利润回落，后市重化工投资将边际回落，高新技术制造业或将周期性均值回复调整，制造业投资增速将边际放缓。后期在政策上基建投资逆周期调节、基建资金面改善促进下，固定资产投资增速将由制造业回暖支撑转为基建底部企稳的拉动。
- 1-11月，房地产投资增速9.7%，持平上月。房屋销售的下滑，影响房企购地热情，11月土地购置面积增速回落1.0%；而房屋新开工面积增速高位回升0.5个百分点，主要受当前房企回款压力影响而新开工保持较高增速。房地产开发资金各项来源仍然趋紧，房企在销售持续下滑影响下，新开工增长或将显著回落，对房地产开发投资增速也会有所抑制。
- 11月，在“双11”的促销动下，社会消费品零售总额实际同比增长仅回升0.2%，同时考虑价格因素影响呈超预期下滑，尤其限额以上企业消费品零售增速创历史新低。通信器材类可选消费品回落13个百分点，同时受油价下滑及汽车消费低迷影响，石油及制品类、汽车类回落幅度较大，这三类消费品的下滑是拖累消费整体回落的主因。在促内需政策推动及经济增长压力犹存两方因素影响下，今年消费增速中枢较去年回落1%左右，近期增速上下都有压力。
- 11月，在经济增长承压背景下，受汽车产销低迷和原油价格大幅下滑影响，工业产出及消费增速出现回落，而固定资产投资受制造业持续回暖拉动而小幅回升。后期受商品房销售持续回落、天气转寒基建项目开工暂缓影响，工业品需求下降，或将带来价格回调。11月企业定期存款的增加可或将部分抵消信贷扩张的效果，对未来实体投资的增长构成压力。同时，在企业利润收窄及终端消费增速下降双重压力，工业品价格易降难升。另外，在经济周期底部，且国内市场短期资金量偏紧，权益资产投资环境仍待改善，年前保持期债好于期指的看法。。

1. 工业产出、消费回落 投资增速小幅回升

(1) 汽车产销低迷，工业生产回落 0.5%

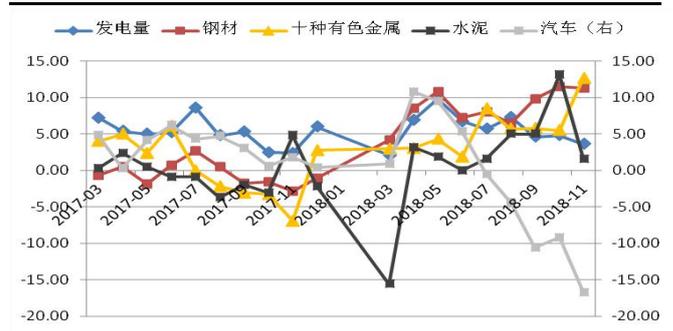
11月，规模以上工业增加值当月同比 5.4%，较上月回落 0.5 个百分点。分行业来看，11月，制造业当月同比增速 5.6%、采矿业增速 2.3%，较上月分别回落 0.5 和 1.5 个百分点；而电燃水生产和供应业增速 9.8%，较上月回升 3.0 个百分点（见图 1）。制造业行业细分来看，汽车制造业工业增加值受终端需求持续低迷影响，在上个月回落转负至-0.7%之后，再度回落 2.5 个百分点至-3.2%，是抑制制造业工业增加值增速回落的主因，总体来看四季度汽车生产将依然受销售低迷影响而承压。

图 1：工业增加值当月同比（%）



资料来源：wind

图 2：主要工业品产量当月同比（%）



资料来源：wind

主要工业品产量中，11 月份，汽车受需求低迷影响，产量已连续 5 个月负增长，降幅扩大至-16.7%的近几年来最低增速；基建项目建设需求的钢材、水泥产量当月同比增速分别为 11.3%和 1.6%，较上月回落 0.2 和 11.5 个百分点，整体产量增速出现分化，一方面受天气转寒，基建项目等开工需求暂缓影响，另一方面，11 月钢材存在库存回补的因素，后期受商品房销售持续回落、需求下降及价格回调影响，后期钢材产量有再下降可能（见图 2）。11 月，发电量增速 3.6%，较 10 月收缩 1.2%；而截至 12 月 14 日，6 大发电集团日均耗煤量 64.25 万吨，较 11 月同期的 50.17 万吨增长 28%，显示 12 月工业生产收缩态势或有减缓，工业产出增速大概率小幅反弹，但需求疲弱背景下，工业生产回升至 6%仍有压力。

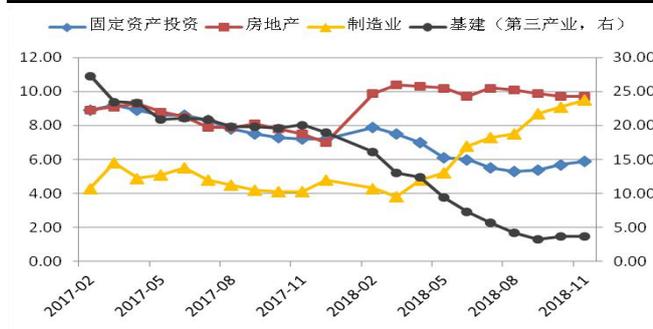
(2) 制造业持续回升，基建、房地产持平

1-11 月，固定资产投资累计同比 5.9%，较上月回升 0.2 个百分点。三大投资中，制造业投资持续回暖，11 月增速 9.5%，高于上月 0.4 个百分点，是拉动 11 月固定资产投资回升的主因；基建和房地产投资增速分别为 3.7%和 9.7%，持平上月（见图 3）。

1-11 月，制造业投资主要行业中，传统制造业中化学原料和有色冶炼投资 11 月同比增速分别为 5.8%和 2.0%，均较上月回升；高新技术制造业中计算机通信、通用设备投资仍保持较高增速，其中，计算机通信同比增长 19.1%，小幅回落 0.4 个百分点；通用设备 9.5%，回升 1.3 个百分点（见图 4）。制造业投资由于结构性改善年内保持回暖态势，但随着工业品价格中枢下行，2018 年重化行业利润回落，后市重化工投资将边际回落，高新技术制造业或将周期性均值回复调整，综合而言，制造业投资增速将边际放缓。后期

在政策上基建投资逆周期调节、基建资金面改善促进下，固定资产投资增速将由制造业回暖支撑转为基建底部企稳的拉动。

图 3：固定资产投资完成额累计同比（%）

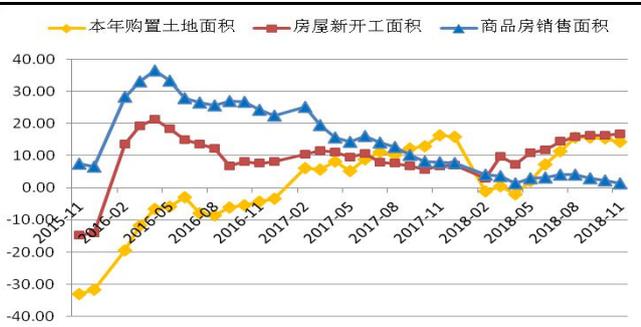


资料来源：wind

房地产开发方面，1-11 月商品房销售面积累计同比增速 1.4%，较上月回落 0.8 个百分点，是 2015 年下半年以来最低增速；房屋销售的下滑，也影响房企购地热情，11 月土地购置面积增速回落 1.0%至 14.3%；而房屋新开工面积增速 16.8%，高位回升 0.5 个百分点，主要受当前房企回款压力影响而新开工保持较高增速（见图 5）。商品房销售的持续下滑及土地购置费用的滞后回落会使房地产开发投资中其他费用在明年上半年延续放缓态势，同时今年较高的新开工会逐步竣工进而拉动建安工程增速提高向上修复，综合影响房地产开发投资增速会有小幅下降。

从房地产开发资金来源看，11 月，房地产开发资金来源合计累计同比 7.6%，较上月回落 0.1 个百分点，其中，国内贷款增速-3.7%、个人按揭贷款-0.9%，持续半年负增长；自筹资金增速回落 0.8%至 10.0%，定金及预收款 15.7%，较上月回落 0.6 个百分点（见图 6）。房地产开发资金各项来源仍然趋紧，尤其占比较高的个人按揭和定金及预收款等销售回款增速下滑明显，在房地产政策维稳不松的基调下，后期房地产开发资金来源增速短期难以得到缓解，房企在销售持续下滑影响下，新开工增长或将显著回落，对房地产开发投资增速也会有所抑制。

图 5：房屋新开工面积及商品房销售面积累计同比（%）

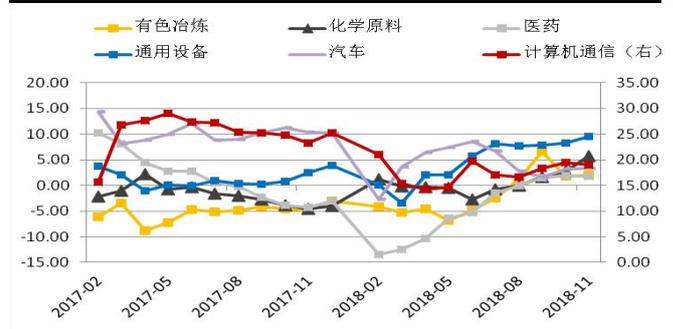


资料来源：wind

（3）消费品零售增速创 15 年新低

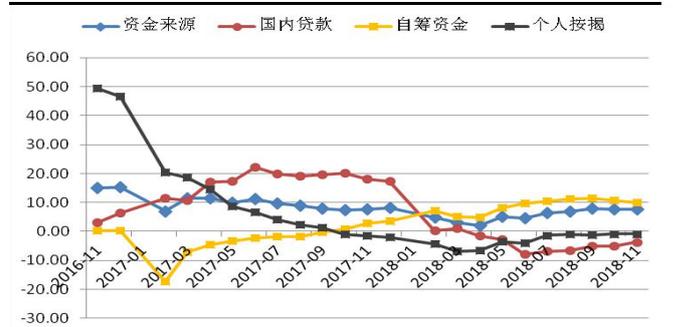
11 月，社会消费品零售总额当月同比 8.1%，超预期回落 0.5 个百分点；其中限额以上企业消费品零售

图 4：分行业固定资产投资完成额累计同比（%）



资料来源：wind

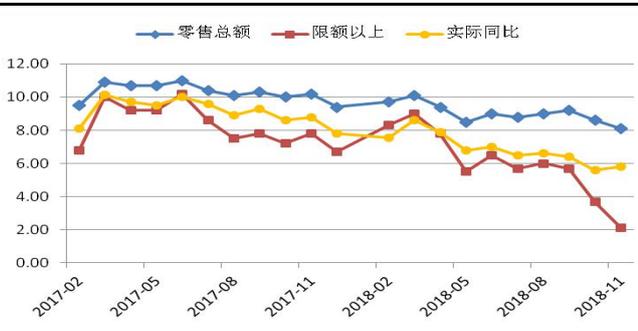
图 6：房地产开发资金来源累计同比（%）



资料来源：wind

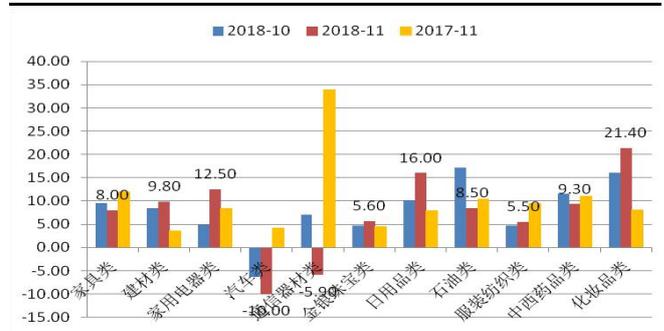
总额当月同比增长 2.1%，大幅回落 1.6 个百分点；扣除价格因素，社消零售总额实际当月同比增长 5.8%，较上月回升 0.2 个百分点（见图 7）。11 月，在“双 11”的促销活动下，社会消费品零售总额实际同比增长仅回升 0.2%，同时考虑价格因素影响呈超预期下滑，尤其限额以上企业消费品零售增速创历史新低。限额以上企业消费品零售总额中，通信器材类可选消费品回落 13 个百分点至-5.9%，这是自 2009 年 9 月以来的首次负增长，显示四季度以来消费升级类消费品增长承压明显；同时受油价下滑及汽车消费低迷影响，石油及制品类、汽车类回落幅度较大，较上月分别回落 8.6 和 3.6 个百分点，这三类消费品的下滑是拖累消费整体回落的主因（见图 8）。11 月份，日用品类、化妆品类、服装纺织类及家用电器类等消费品受“双 11”优惠拉动零售总额有所回升。在经济承压、终端需求疲弱背景下，同时叠加价格下滑影响，仅包含商品零售和餐饮收入的消费增速出现调整也是正常的。在促内需政策推动及经济增长压力犹存两方因素影响下，今年消费增速中枢较去年回落 1%左右，近期增速上下都有压力。

图 7：社会消费品零售总额当月同比（%）



资料来源：wind

图 8：限额以上企业消费品零售总额当月同比（%）



资料来源：wind

2. 产出消费双双回落 商品价格易降难升

11 月，在经济增长承压背景下，受汽车产销低迷和原油价格大幅下滑影响，工业产出及消费增速出现回落，而固定资产投资受制造业持续回暖拉动而小幅回升。后期受商品房销售持续回落、天气转寒基建项目开工暂缓影响，工业品需求下降，或将带来价格回调。11 月企业定期存款的增加可或将部分抵消掉信贷扩张的效果，对未来实体投资的增长构成压力。同时，在企业利润收窄及终端消费增速下降双重压力，工业品价格易降难升。另外，在经济周期底部，且国内市场短期资金量偏紧，权益资产投资环境仍待改善，年前保持期债好于期指的看法。

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层
邮编：300042

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel：010-8831 2088
一德期货有限公司 上海营业部 200063
上海市普陀区中山北路2550号物贸中心大厦1604-1608 室
Tel：021-6257 3180
一德期货有限公司 天津营业部 300021
天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平
创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel：022-2813 9206
一德期货有限公司 天津滨海新区营业部 300457
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel：022-5982 0932
一德期货有限公司 大连营业部 116023
辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座
大连期货大厦2303、2310号房间
Tel：0411-8480 6701

一德期货有限公司 郑州营业部 450008
河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel：0371-6561 2079
一德期货有限公司 淄博营业部 255000
山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新区A座806、
807房间
Tel：0533-3586 709
一德期货有限公司 宁波营业部 315040
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel：0574-8795 1915
一德期货有限公司 唐山营业部 063000
河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel：0315-5785 511
一德期货有限公司 烟台营业部 264006
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501、502、503室
Tel：0535-2163353/2169678