



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

下行压力尚存 积极信号累积 —10月宏观经济数据点评

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2019年11月15日

内容提要:

10月工业增加值同比增长4.7%，前值5.8%，预期5.3%；1-10月固定资产投资同比增长5.2%，前值5.4%，预期5.4%；10月社会消费品零售总额同比增长7.2%，前值7.8%，预期7.9%。

工业生产低于市场预期，创有数据以来非年初单月（历年1、2月因为春节因素波动较大）次低值（仅高于8月的4.4%），PMI生产指数、工业产销率、出口交货等数据印证供给端仍然不强。但同时发电耗煤量以及环比季调数据显示供给并未失速，未来有望弱势反弹。

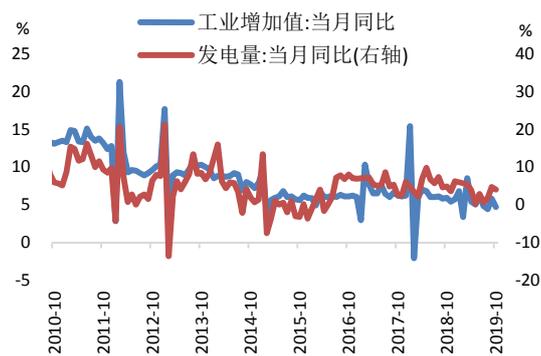
固定资产投资低于预期，其中基建投资与房地产投资小幅下行，制造业投资小幅反弹。年中以来逆周期调节力度加大，意在促进基建投资，预计未来或将温和回升。制造业投资增速反弹，显示出其在当前水平下的韧性。随着政策持续加码、中美经贸关系缓和以及PPI触底回升，制造业投资增速有望继续回升。房地产领域仍有一定韧性，投资小幅回落，新开工面积大幅增长。虽然开发商拿地速度放缓，对名义地产投资增速或有一定的滞后影响，但缩短建设工期、加快销售有助于增加对实际投资乃至GDP的贡献，地产韧性仍将在一段时间存在。

消费增速超预期回落。名义增速持平年内新低，实际增速则为有记录以来最低，主要受汽车类商品拖累以及双十一延迟消费影响。

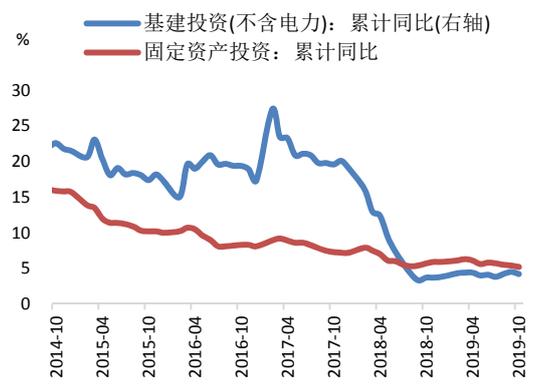
10月宏观经济数据低于预期，既有2018年同期基数走高因素影响，亦显示政策效应尚未全面显现，短期经济仍有下行压力。但同时积极信号已逐步累积，季调后的数据亦显示经济尚无失速风险，未来在财政政策加码、基建投资温和回升以及地产投资保持韧性等因素的推动下，企稳或在2020年上半年。

风险提示: 供给侧改革调整加大，贸易摩擦升温，央行超预期调控，经济下行压力增大，海外市场黑天鹅事件等。

工业增加值与发电量



固定资产投资与基建投资



相关报告

- 《内困外患下的变与不变—2019年国内宏观经济展望》
- 《通胀总体温和，利润分配转移—2019年通胀形势展望》
- 《经济下行压力尚存 疏通机制甚于放水—2019年中期国内宏观经济展望》

事件：国家统计局 11 月 14 日公布的数据显示，10 月工业增加值同比增长 4.7%，前值 5.8%，预期 5.3%；1-10 月固定资产投资同比增长 5.2%，前值 5.4%，预期 5.4%；10 月社会消费品零售总额同比增长 7.2%，前值 7.8%，预期 7.9%。

点评：10 月宏观经济数据低于预期，既有 2018 年同期基数走高因素影响，亦显示政策效应尚未全面显现，短期经济仍有下行压力。但同时积极信号已逐步累积，季调后的数据亦显示经济尚无失速风险，未来在财政政策加码、基建投资温和回升以及地产投资保持韧性等因素的推动下，企稳或在 2020 年上半年。

1、工业增加值低于市场预期

工业生产低于市场预期。10 月工业增加值同比增速较 9 月回落 1.1 个百分点至 4.7%，低于市场预期（5.3%），创有数据以来非年初单月（历年 1、2 月因为春节因素波动较大）次低值（仅高于 8 月的 4.4%）。

三大门类中采矿业、制造业增速回落，尤其是采矿业，较 9 月增速大幅回落 4.2 个百分点至 3.9%。分行业看，表现较好的电气机械和器材制造业增长 10.7%，有色金属冶炼和压延加工业增长 9.1%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 8.2%，电力、热力生产和供应业增长 6.7%。

其他几方面的数据亦可以印证供给端弱势。10 月 PMI 生产指数大幅回落 1.5 个百分点，为近 8 个月最低；10 月工业产销率下滑 0.6 个百分点至 97.7%，为年内低位水平，下游需求增长有限；10 月出口交货值同比下降 3.8%，为 2016 年以来次低，出口产业链条并未明显改善。

但同时发电耗煤量以及环比季调数据显示供给并未失速。10 月发电周耗煤量同比增长 19.3%，较 9 月的 5.7% 大幅增长。此外，从季末最后 1 个月和季初 1 个月的环比平均增速看，9-10 月与 6-7 月的水平相当，供给并未发生明显恶化。短期 PPI 或将触底回升，虽然力度温和，但仍有助于工业企业利润及投资的恢复，叠加 2018 年同期基数回落，工业增加值或迎来反弹。

2、固定资产投资低于预期，其中基建投资与房地产投资小幅下行，制造业投资小幅反弹。

基建投资增速微幅回落。1-6 月基建投资（不含电力）同比增长 4.2%，较前值回落 0.3 个百分点；基建投资（含电力）同比增长 3.3%，较前值

回落 0.1 个百分点。投资回落，一方面受 2018 年同期基数走高影响，另一方面表明前期政策效应尚未全面显现。对于后者，制约因素可能在于项目资本金及后端资金，也可能是优质匹配项目减少。对此，年中以来逆周期调节力度加大，包括专项债新政、降低部分基础设施项目最低资本金比例要求、提前发行专项债等，意在促进基建投资，预计未来温和回升趋势不改。

制造业投资增速反弹。1-10 月制造业投资同比增长 2.6%，较前值回升 0.1 个百分点，而且是在 2018 年同期基数走高的情况下取得，制造业投资在当前水平下的韧性显现。其中，高技术产业投资同比增长 14.2%，快于全部投资 9.0 个百分点，高技术制造业和高技术服务业投资同比分别增长 14.5% 和 13.7%，前者较 1-9 月提升 1.9 个百分点。随着政策持续加码、中美经贸关系缓和以及 PPI 触底回升，制造业投资增速有望继续回升。

房地产领域仍有一定韧性，投资小幅回落，新开工大幅增长。1-10 月房地产投资同比增长 10.3%，较前值回落 0.2 个百分点；10 月当月同比增长 8.8%，较前值回落 1.7 个百分点。1-10 月新开工面积同比增速较前值提升 1.4 个百分点至 10.0%，10 月当月同比更是大幅增长 23.2%，较 9 月提高 16.6 个百分点，为近 13 个月新高。1-10 月施工面积同比增长 10.0%，持平年内峰值；竣工面积虽然仍然同比负增，但 -5.5% 的增速已经是近 20 个月以来的最高，这表明开发商加快开竣工以争取高周转。此外，1-10 月商品房销售面积同比增长 0.1%，年内首次转正；10 月当月增长 1.9%，连续 4 个月保持正增长。虽然开发商拿地速度放缓，对名义地产投资增速或有一定的滞后影响，但缩短建设工期、加快销售有助于增加对实际投资乃至 GDP 的贡献，从这个角度出发，地产韧性仍将在一段时间存在。

3、消费回落较多

消费增速超预期回落。10 月社会消费品零售总额同比名义增长 7.2%，低于市场预期（7.9%），持平年内新低（4 月），为 2003 年 6 月以来最低；实际增长 4.90%，为有记录以来最低，甚至低于 2003 年 5 月（非典时期，4.93%）。一方面，汽车仍然是主要拖累项，同比下滑 3.3%，石油及制品类同比下滑 4.5%，两者均连续 4 个月同比负增长；而除汽车以外的社零同比增长 8.3%，较 9 月回落 0.7 个百分点。另一方面，社零增速回落或与双十一定金与预售制度等导致的延迟消费相关。此外，猪肉价格高企

也部分压缩了消费者在非食品领域的支出。尽管有一些短期因素扰动，但限额以上单位零售增速（1.2%）降至有数据以来的最低，商品零售增速回落至7%，表明中期稳消费仍有一定压力。根据国家金融与发展实验室（NIFD）公布的数据，截至2019年3季度，中国居民部门杠杆率连续31个季度上升，而且2019年全年增幅很可能会超过过去10年均值水平，相较于同类型国家来看已经处于偏高水平，未来在GDP增长中枢下移扭转前恐很难再有太大空间。

风险提示：供给侧改革调整加大，央行超预期调控，贸易摩擦升温，经济下行压力增大，海外市场黑天鹅事件等。

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_8919

