

首席经济学家：任泽平

首席宏观研究员：罗志恒

✉ luozhiheng@evergrande.com

研究员：孙婉莹

✉ sunwanying@evergrande.com

研究员：华炎雪

✉ huayanxue@evergrande.com

事件：

10 月规模以上工业增加值同比 4.7%，预期 5.3%，前值 5.8%。

1-10 月固定资产投资（不含农户）同比 5.2%，预期 5.4%，前值 5.4%。

1-10 月房地产开发投资同比 10.3%，前值 10.5%。

10 月社会消费品零售总额同比 7.2%，预期 7.9%，前值 7.8%。

10 月社会融资规模 6189 亿元，前值 22700 亿元；10 月货币供应量 M2 同比增长 8.4%，前值 8.4%。

## 目录

一、	核心观点：经济形势严峻，拿掉猪以后都是通缩，用改革的方式稳增长，自渡.....	4
二、	社融、信贷全面回落，经济金融形势严峻.....	8
三、	生产回落，内外需求依旧疲软.....	9
四、	固定资产投资连续 4 个月回落，房地产和基建均放缓，制造业投资持续低迷.....	10
五、	房地产融资全面收紧，销售继续降温，房企加速施工抢销售回款.....	11
六、	制造业投资低迷，高技术投资相对较快.....	13
七、	财政支出前移后续乏力，受土地财政下行、严控地方隐性债务的制约，基建投资增速下滑， ....	14
八、	消费回落，未来受居民杠杆率高、收入下行、股市房市财富效应弱的抑制.....	16
九、	进出口负增长，受全球经济见顶回落和贸易摩擦影响未来形势严峻.....	17
十、	拿掉猪以后都是通缩，核心 CPI 稳定，PPI 通缩加剧.....	19
十一、	PMI 指数下滑，连续 6 个月低于荣枯线，内外需疲弱.....	21

## 图表目录

图表 1: 2019 年 10 月新增社融结构 .....	9
图表 2: 2019 年 10 月金融机构新增信贷结构 .....	9
图表 4: 10 月工业增加值回落 .....	10
图表 5: 10 月房地产和基建投资下滑, 制造业投资低迷 .....	11
图表 6: 房地产投资下行, 销售延续降温 .....	13
图表 7: 土地购置面积仍为负增长 .....	13
图表 8: 制造业投资持续低迷 .....	14
图表 9: 高技术制造业保持高增长 .....	14
图表 10: 10 月基建投资增速下滑 .....	15
图表 11: 1-9 月 7 个省市财政收入累计增速转负 .....	15
图表 12: 10 月社会消费品零售总额同比下滑 .....	17
图表 13: 我国居民杠杆率持续攀升, 挤压消费 .....	17
图表 14: 10 月进口、出口增速略有回升 .....	18
图表 15: 中美贸易摩擦关税事件梳理 .....	19
图表 16: 10 月美、欧、日等经济体 PMI 略有回升, 但仍低于枯荣线 .....	19
图表 17: 超级猪周期持续发力, CPI 达到 3.8% 高点 .....	20
图表 18: PPI 下滑拖累工业企业利润 .....	21
图表 19: 10 月 PMI 指数分项一览 .....	22
图表 20: 10 月制造业 PMI 连续 6 个月低于荣枯线 .....	22

## 一、核心观点：经济形势严峻，拿掉猪以后都是通缩，用改革的方式稳增长，自渡

(一)经济下行压力加大，对形势的严峻性要有紧迫感和危机意识，减税降费降准降息，财政优于货币政策，用改革的办法稳增长

当前经济下行压力持续加大，三驾马车全面放缓，短期经济增速再下台阶，迈入“5”时代。短期经济的主要矛盾是总需求不足，需加强逆周期调节，财政、货币、汇率等政策协同发力；长期矛盾是供给侧改革不到位、全要素生产率有待提高，需深化改革开放。

当前要澄清五大认识误区，避免误判，对形势的严峻性要有充分的紧迫感和预案，积极主动作为，而非任其自然下滑。

1) 有观点认为，当前经济下行的主要原因是外部原因，是世界经济下行和贸易摩擦，出路也在外部。我们认为，经济下行更多是内部和结构性原因，出路在于改革开放，以改革的办法稳增长，恢复企业家信心，激发新经济、服务业等新的经济增长点。中国人均 GDP 仅 9700 美元，仅相当于美国的六分之一，而且东西部差异极大，因此投资空间巨大，但不是传统的铁公机，而是在新的投资领域：民生领域教育医疗仍十分短缺，科技创新领域重大基础性研发仍是短板，城市地上交通四通发达的同时城市地下管网建设仍十分落后——这些都需要公共政策重视，配上新的机制和新的开放。我们建议以改革的办法稳增长：以六大改革为突破口来开启中国经济的新周期、大时代。第一是培育新的经济增长点，对于那些垄断的或者开放程度不高的行业，比如汽车、金融、能源、电信电力等领域，我们建议尽快进行开放，降低准入门槛。第二是深化国企改革，消除所有制歧视，落实竞争中性和所有制中性。第三是建立居住导向的住房制度和长效机制，最关键的是人地挂钩和金融稳定。第四是中央政府加杠杆，进行减税降费和大规模的基建。第五是大力发展多层次资本市场，未来从重化工业转向高科技的创新企业，迫切需要多层次资本市场和金融供给侧改革的推动。第六，要充分调动地方政府和企业家的积极性，给地方官员新的激励机制，给民营企业吃定心丸。我们深信，如果能够推动务实、市场化的新一轮改革开放，中国经济发展的潜力巨大，未来最好的投资机会就在中国。

2) 有观点认为，中国经济增速下行是一种自然现象，本身就要增速换挡，这是消极被动的认知。我们认为，经济增速换挡过程中并不天然存在中速增长平台承接，不改革，可能没有底，要对形势的严峻性有充分的紧迫感，不能顺其自然下滑，需要通过改革构筑新的增长平台。经济下行存在三种情景：平滑过渡，类似于 80 年代中国台湾，边破边立，主动改革转型；深蹲起跳，类似于 1973 年前后的日本和 1998 年前后的韩国，先破后立，危机倒逼改革；蹲下去起不来，类似于部分拉美、东南亚国家，破而不立，危机后不改革转向民粹。经济从高速过渡到中速增长平台，表面是增速换挡，实质是增长动力升级，根本靠改革开放构筑新的增长动力。

3) 有观点认为，中国经济持续下行的过程中并未出现危机和风险，无需过于担心。我们认为，事物的发展不是线性的，而是非线性的，如果矛盾积累到临界点，将发生螺旋式的衰退效应。当前企业家信心不足，地方政府激励不足，危机并不遥远，一旦形成下滑的一致预期，经济将快速下行，要有充分的危机和忧患意识。

4) 中央对房地产的定调是“三稳”，不是“三松”也不是“三紧”，老成谋国是时间换空间，当前一方面要防止货币放水带来资产泡沫，另一方面也要防止主动刺破引发重大金融风险。过度遏制房地产合理的融

资不仅加重经济下滑，而且一旦刺破泡沫问题更大。房地产一半是金融，一半是制造业，是实体经济，带动的上下游产业链条较长，有必要推动改革更多地发挥其实体经济的功能，回归居住属性和制造业属性。不要从一个极端走向另一个极端，从放水刺激到过度收紧。

稳地价、稳房价、稳预期，利用时间窗口推住房制度改革和长效机制，促进房地产市场平稳健康发展，关键是金融稳定和人地挂钩。

5) 有观点认为，当前 CPI 高企，通胀严重，经济形势是滞胀。我们认为，当前的物价形势是通缩而非通胀，拿掉猪以后都是通缩，更不能把当前经济形势界定为“滞胀”。本轮通胀是结构性通胀，主要是猪价上行带动 CPI 突破 3%，今年底和明年初将继续上升，甚至可能达到 5%，但当前并不具备全面通胀的基础。猪价大涨源于环保一刀切+非洲猪瘟导致的供给侧短缺，工业品价格持续下跌反映的是需求侧低迷、萧条、通缩。当前 M2 增速-实际 GDP 增速处于历史低位，贷款加权利率-PPI 增速的差持续上升，反映实际利率不断攀升，全面通胀的货币环境并不具备。因此，当前物价形势的关键不是通胀，而是通缩！这与经济下行、需求低迷、M2 增速偏低等匹配。尽管当前出现了经济增速下行、CPI 上涨的情况，但政策上不宜将这一情况定义为“滞胀”，主要原因一是当前只是猪肉价格引起的结构性通胀，并非滞胀环境下全面通胀，二是国际上治理滞胀的主要政策手段是紧缩货币，而当前我国主要面临的通缩风险，如果采用货币紧缩将进一步恶化企业经营盈利，加大就业风险。

未来随着中美贸易摩擦冲击、经济下行加大、PPI 通缩企业实际利率上升，货币政策宽松的空间已经打开，并控制好节奏和力度，配合好财政金融等宽信用政策。

财政政策方面：第一要适当扩大赤字率，赤字率可以突破 3%，赤字总额可以达到 3 万亿，为减税降费以及扩大基建的支出腾挪出空间。从国际看，3%并非绝对红线，逆周期调节部分年份突破 3%为正常现象，我国政府债务率在国际上偏低，政府部门尤其是中央政府具有加杠杆空间。从国内看，当前宏观经济下行期需加强逆周期调节，提高赤字率，支持大力度减税降费“放水养鱼”。虽然赤字可能产生通胀和挤出效应，但当前我国经济的主要矛盾是通缩而非通胀，是经济下行而非总需求过热。

第二，增加专项债的额度，从 2019 年的 2.15 万亿上调到 3 万亿。

第三是优化减税降费方式，主要从增值税减税转向降低社保缴费率和企业所得税税率，提高企业的获得感。

第四，增加国有企业利润上缴的比例，避免财政收入增速下行背景下地方政府出现“乱收费”等恶化营商环境的行为。

第五，削减民生社保之外的开支，提高支出效率。

第六，继续推动财税改革，比如消费税尽快下划给地方。

货币政策方面，人民银行近期调降 MLF 利率，8 月以来累计三次降息，累计幅度已达 16BP。下一阶段应继续根据经济增长和物价情况适度逆周期调节，该降息降息，该降准降准。同时要注意疏通货币政策的传导路径，确保货币政策能充分、有效的传导到实体经济。

(二) 具体看，当前宏观经济呈九大特点和趋势：

1、固定资产投资增速连续 4 个月回落，其中，房地产延续放缓，基建和制造业投资低迷。考虑到土地财政大降、房地产融资收紧、出口和利润下行等影响，预计未来固定资产投资难起。1-10 月固定资产投资同比增长 5.2%，较 1-9 月回落 0.2 个百分点；10 月当月同比 3.4%，较 9 月下滑 1.4 个百分点。其中，1-10 月房地产投资同比 10.3%，较 1-9 月下滑 0.2

个百分点，仍是投资最主要的支撑力量。基建（不含水电燃气）投资同比4.2%，较1-9月下滑0.3个百分点。制造业投资同比2.6%，较1-9月上升0.1个百分点，延续低迷。民间固定资产投资同比4.4%，较1-9月回落0.3个百分点，连续4个月回落。

2、**房地产销售增速下行，与居民短贷大幅回落、中长期贷款小幅回落一致。**其中一线销售面积增速回升，主因融资收紧迫使房企降价促销回笼资金，二线及以下城市销售增速下行幅度较大。整体看，当前政策仍偏紧，房地产销售仍将低迷。10月当月房地产销售同比为1.9%，较上月下滑1.0个百分点，剔除基数效应后10月当月同比为-4.3%。其中，一线城市销售同比为8.2%，较上月上升27.3个百分点，与房地产融资收紧背景下，房企加速降价促销回款有关。二线城市销售同比为3.8%，较上月下滑13.4个百分点。三四线城市在过去两年快速增长后，面临需求透支和棚改红利衰退，市场下行压力较大。

10月房企到位资金下滑，国内贷款当月同比转负，反映近期房地产融资全面收紧，主要支撑仍是居民定金及预收款。1-10月房地产到位资金累计同比7.0%，较1-9月下滑0.1个百分点；当月同比6.0%，较上月下滑4.8个百分点。其中，国内贷款累计同比7.9%，较上月下滑1.2个百分点；当月同比为-5.2%，较上月下滑10.0个百分点。定金及预收款累计同比9.4%，较上月上升0.4个百分点；当月同比12.9%，较上月下滑1.4个百分点，反映近期监管部门严查消费贷涉房交易的影响，与居民户新增短期贷款大幅下滑一致。个人按揭贷款累计同比14.1%，较1-9月提高0.5个百分点；当月同比18.6%，较上月下滑9.2个百分点，与居民中长期贷款下降一致。

房地产投资的韧性、新开工和施工面积增速加快、竣工却负增长，原因：房企预期未来销售和融资紧张，加快抢开工抢销售回款。但抢施工透支未来的房地产投资，房企融资全面收紧、销售降温、土地购置负增长，房地产投资下行压力较大。1-10月房地产投资累计同比10.3%，较1-9月下滑0.2个百分点；10月当月同比8.8%，较上月下滑1.7个百分点。1-10月新开工面积累计同比10.0%，较上月回升1.4个百分点；10月当月同比23.2%，较上月上升16.6个百分点。1-10月施工面积累计同比9.0%，较上月上升0.3个百分点；10月当月同比20.2%，较上月回升12.6个百分点。1-10月竣工面积累计同比-5.5%，降幅较1-9月收窄3.1个百分点。地方政府加快土地供给，但土地市场整体景气度不高。1-10月土地购置面积累计同比-16.3%，降幅较上月收窄3.9个百分点，仍大幅负增长；当月同比12.8%，较上月提高2.4个百分点。10月全国土地平均成交溢价率14.1%，较9月降低0.5个百分点。

3、**基建投资增速回落，源于财政支出前移后续乏力，财政收入大降及严控隐性债务的制约。**9月年内专项债已全部发行完毕，提前下发明年的专项债需2020年初投入使用。1-10月基建投资（含水电燃气）累计增速为3.3%，较1-9月下滑0.1个百分点；10月当月同比2.0%，较上月下滑3.0个百分点。积极财政、政策性金融债发力、国常会下调部分基建项目资本金比例等将支持基建反弹，但受到地方公共财政吃紧、土地财政大幅下降和严控隐性债务的制约而反弹幅度有限。11月13日，国常会提出下调部分基建项目资本金比例，基建项目可以更充分地加杠杆，短期内稳增长，有利于增加公共品供给和优化投资供给结构。但基建受到的制约明显：一是大规模减税降费、经济下行企业利润下行导致流转税和所得税下滑，地方财政收入同比迅速下行，1-9月7省市财政收入负增长，有13个省市财政收入增速在1%以下，如海南-0.7%、黑龙江-4.2%、重庆-7.2%，吉林-9.2%，北京、天津、上海财政收入几乎零增长，且当前PPI持续下滑、企业盈利承压将进一步导致税收收入下行。二是地方政府债务偿债压力较大，隐性债务严控。三是土地成交降温，土地财政收入增速或进一步

下行，专项债难以弥补土地财政收入下滑缺口。1-9月土地出让收入同比5.8%，较去年全年下降19.2个百分点。

**4、制造业投资和民间投资延续低迷，高技术投资相对高增长。**1-10月制造业投资累计同比2.6%，较1-9月回升0.1个百分点，整体低迷。10月当月同比3.4%，较9月回升1.4个百分点。分行业看，1-10月纺织和化学原料制造业投资累计同比分别为-8.5%和6.6%，较1-9月下滑0.8和1.0个百分点，主要是受贸易摩擦影响。1-10月计算机行业累计同比13.6%，较1-9月回升2.0个百分点，主要受益于政策红利和5G建设加速，利润持续修复。1-10月铁路运输设备投资累计同比-5.9%，降幅较上月收窄2.4个百分点，投资有所回暖，但仍为负增长。高技术产业投资增长较快，1-10月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，其中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%。全球经济下行和贸易摩擦升级导致出口受冲击，PPI通缩加剧、企业利润承压，企业中长期贷款占比仍偏低，制造业投资将延续低迷。

**5、10月社会消费品零售总额名义和实际同比均回落，分别为2003年5月和1月以来新低；剔除汽车后的消费下滑幅度更大，反映内需疲软。未来消费受居民杠杆率高、收入下行、就业低迷、股市房市财富效应弱的抑制。**10月社会消费品零售总额名义增速和实际增速分别为7.2%和4.9%，分别较上月下滑0.6和0.9个百分点。汽车消费同比-3.3%，降幅较上月扩大1.1个百分点，继续拖累消费；剔除汽车后的消费同比8.3%，较上月下滑0.7个百分点。1) 升级类消费品增速低迷，化妆品和服装消费增速分别为6.2%和-0.8%，分别较上月下滑7.2和4.4个百分点；2) 受商品房销售回落影响，音像器材、家具和建筑装潢材料消费同比分别为0.7%、1.8%和2.6%，分别较上月下滑4.7、4.5和1.6个百分点。3) 石油及制品消费同比-4.5%，降幅较上月扩大4.1个百分点。

**未来消费难起：**1) 经济下行、民营企业经营困难叠加贸易摩擦对中国出口部门冲击，就业形势严峻。10月PMI从业人员指数47.3%，位于十年来的较低水平；城镇调查失业率5.1%。2) 居民人均可支配收入逐季下行，前三季度实际增速6.1%，较上半年下滑0.4个百分点，较一季度下滑0.7个百分点。3) 中国居民部门杠杆率持续上升，2019年三季度已达56.3%，挤压消费。4) 股市房市财富效应减弱，抑制消费。

**6、进出口负增长，受全球经济见顶回落、贸易摩擦影响未来形势严峻。**10月出口同比-0.9%，较9月回升2.3个百分点，但仍为负增长，整体出口形势持续低迷。当月出口增速略上升主要是因为：一是企业转移出口市场至东盟、欧盟等地区，二是中美贸易谈判取得阶段性进展和新关税豁免清单延缓对美出口下行速度，但这只是短期的，长期看仍不乐观。1-10月累计出口同比-0.2%，较1-9月累计同比降幅扩大0.1个百分点。分国家和地区看，东盟、欧盟地区对出口贡献较大，10月中国对东盟和欧盟出口同比分别为15.8%和3.1%，较9月上升6.1和3.0个百分点。

全球经济延续下行，中美贸易摩擦虽有所缓和，但不确定仍存，未来出口形势依然严峻。1) 全球经济持续下滑，贸易疲软。10月全球制造业PMI 49.8%，已连续6个月处于枯荣线下，OECD综合领先指数持续下行，BDI指数偏低，“贸易风向标”韩国10月出口同比-14.7%。2) 中美贸易摩擦虽有所缓和，但不确定性仍存且尚未取消任何已施加的关税。3) 11月以来人民币受中美贸易谈判进程影响而有所升值，汇率对出口提振效应将边际减弱。

**7、制造业PMI下滑，为今年的次低点（仅次于2月春节49.2%），连续6个月低于荣枯线；非制造业PMI为2016年3月以来最低值，经济下行压力较大。**10月制造业PMI指数49.5%，较上月下滑0.5个百分点，主要受生产、新订单和价格指数分项拖累。“抢生产”退潮，生产指数回

落，与高频指标高炉开工率环比下滑一致，源于需求不振。新订单和新出口订单均回落，反映外需疲软、出口承压。进口指数下滑体现内需疲弱。大型和小型企业 PMI 数据全面下滑，反映企业经营压力较大。

**8、金融数据不及预期，社融、信贷全面下滑，预示经济下行压力加大。**10月新增社会融资规模 6189 亿元，同比少增 1185 亿元；10月末社会融资规模存量为 219.6 万亿元，同比增长 10.7%，较上月下滑 0.1 个百分点。新增人民币贷款 5470 亿元，同比少增 1671 亿元，原因一是房地产融资收紧、出口乏力等因素影响企业投资需求，二是实体经济信用分层，PPI 下行、制造业实际利率攀升抑制企业融资需求。M1、M2 同比增速分别为 3.3% 和 8.4%，较上月下滑 0.1 个百分点和持平。从社融结构看，表内贷款大幅萎缩、专项债年内首次负增长拖累社融，未贴现银行承兑汇票大幅下滑。从信贷结构看，短期贷款和票据融资占比大幅萎缩，企业中长期贷款占比仍未实质性提高。当前流动性分层依然严峻，信用溢价处于历史高位，民营小微融资难贵仍突出。

**9、当前物价形势不是通胀，而是通缩，拿掉猪以后都是通缩。**10月 CPI 同比上涨 3.8%，较上月大幅提高 0.8 个百分点，创 2012 年 2 月以来新高，环比上涨 0.9%。食品方面，10 月猪肉价格环比上涨 20.1%，同比上涨 101.3%，带动食品项价格同比大涨 15.5%。非食品方面，10 月非食品价格同比 0.9%，较上月下滑 0.1 个百分点，连续 7 个月下滑；核心 CPI 同比 1.5%，与上月持平。10 月 PPI 同比 -1.6%，较上月下滑 0.4 个百分点，创近 3 年新低。PPI 环比上涨 0.1%，但已连续 5 个月弱于季节性，显示工业品通缩仍在持续，企业实际利率上升，压制企业利润和制造业投资。

## 二、社融、信贷全面回落，经济金融形势严峻

从总量来看，金融数据不及预期，社融、信贷全面下滑，预示经济下行压力加大。10月新增社会融资规模 6189 亿元，同比少增 1185 亿元；10月末社会融资规模存量为 219.6 万亿元，同比增长 10.7%，环比下降 0.1 个百分点。经济下行压力加大抑制信用派生，符合我们之前金融数据回暖仅是短期反弹的判断。从社融结构看，表内贷款大幅萎缩、专项债年内首次负增长拖累社融，未贴现银行承兑汇票大幅下滑。表内融资方面，人民币贷款大幅萎缩，10月新增人民币贷款 5470 亿元，同比少增 1671 亿元，原因一是房地产融资收紧、出口乏力等因素影响企业投资需求，二是实体经济信用分层，PPI 下行、制造业实际利率攀升抑制企业融资需求。表外融资方面，未贴现银行承兑汇票大幅下滑。10月表外融资减少 2344 亿元，同比少减 331 亿元，其中新增未贴现银行承兑汇票减少 1053 亿元，

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\\_8959](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8959)

