撰写日期：2019 年 11 月 14 日　　证券研究报告--债券点评报告

数据整体回落，地产“韧性”依旧

——2019 年 10 月份经济数据点评

分析师：杨宇
执业证书编号：S0890515060001
电话：021-20321299
邮箱：yangyu@cnhbstock.com

分析师：王震
执业证书编号：S0890517100001
电话：021-20321005
邮箱：wangzhen@cnhbstock.com

销售服务电话：
021-20321006

相关研究报告

1《剔除季节性因素，仍有点弱——10 月份金融数据点评》 2019-11-11
2 《三季度 GDP 下滑到 6%关口，稳增长压力仍大——9 月份经济数据点评》 2019-10-18
3《数据企稳且结构向好，主要由稳增长政策推动——9 月份金融数据点评》2019-10-15
4《数据整体偏弱，“稳增长”或加力提效——7 月份经济数据点评》 2019-08-14
5《金融数据疲软，显示有效需求不足——7 月份金融数据点评》 2019-08-12
6《全球新一轮宽松周期开启——8 月份宏观策略·宏观经济篇》 2019-08-09
7《经济有韧性，托底仍必要——6 月份经济数据点评》 2019-07-15
8《总量回升结构偏弱，政策保持结构性宽松——2019 年 6 月份金融数据点评》2019-07-13

投资要点：

◆ **事件：**11 月 14 日，国家统计局公布了 2019 年 10 月份经济数据。10 月份，规模以上工业增加值同比增长 4.7%，预期 5.3%，前值 5.8%；10 月份，固定资产投资累计同比增长 5.2%，预期 5.4%，前值为 5.4%；其中，民间固定资产投资累计同比增长 4.4%，增速较 9 月份回落 0.3 个百分点；制造业投资累计同比增长 2.6%，增速回升 0.1 个百分点；基础设施投资（不含电力）累计同比增长 4.2%，增速较 9 月回落 0.3 个百分点；10 月份，房地产开发投资累计同比增长 10.3%，增速较 9 月份回落 0.2 个百分点。商品房销售面积累计同比增长 0.1%，今年以来首次由负转正。10 月份，社会消费品零售总额同比增长 7.2%，预期 7.9%，前值 7.8%；扣除价格因素实际增长 4.9%，较 9 月份回落 1.5 个百分点；除汽车以外的消费品零售额同比增长 8.3%，较 9 月份回落 0.8 个百分点。

◆ **总体上看，10 月份的经济数据偏弱，略低于市场预期。**除了地产数据呈现超预期的“韧性”外，工业生产季节性回落、制造业投资仍旧在底部徘徊、基建投资并没有在政策推动下继续保持回升势头、消费增速出现明显回落。 稳增长的压力仍大。

◆ **今年以来，生产数据呈现出明显的季节性效应——即季末月数据较强，而季初月则相对偏弱。这个规律同样适用于社融数据和信贷数据。**因此，出现这种季节性的规律的一个可能的原因是：**央行从今年一季度开始的 MPA 考核中将银行对制造业的信贷纳入考核，银行为应对考核会出现在季末月出现信贷冲量的行为，企业在季末月面临的信贷条件会有所改善，会加快生产销售计划的安排。**

◆ **接下来一段时间，有几个点值得关注：**第一，当前地产的“韧性”来自于销售的持续改善和高施工增速，销售带来的现金流使得地产融资渠道的收紧对房企的负面影响还没传导到投资端，而随着居民杠杆率的快速攀升，一段时间内加杠杆的能力下降，地产销售能够持续改善存疑，关注后续地产销售的拐点；第二，制造业目前处于底部位置，无论是投资还是库存都处于比较低的位置，一旦需求端边际出现好转，可能会出现一轮补库存；第三，关注“稳基建”系列政策的效果，包括地方政府现金流的改善和项目准备的改善。

◆ **目前，宏观环境处于一种增长压力加大叠加通胀上行压力较大的状态，货币政策的空间会受到一定的压制，股票和债券均难有趋势性行情。**货币政策层面，央行在 11 月份下调 MLF 操作利率 5bp 释放出将会继续降低实体融资成本的信号，货币政策不会收紧，但是在 10 月份暂停续作 TMLF，在通胀预期升温的情况下，央行也在适度控制货币的量预计一段时间内货币政策会延续以结构性为主的思路。经济下行压力叠加通胀压力下，稳增长将更偏重于财政端，如 11 月 13 日国常会决定降低部分行业资本金比例，同时允许部分行业项目通过发行权益型、股权类金融工具筹措资本金。

◆ **风险提示：通胀超预期、房地产下行速度超预期、地方平台信用风险暴露**

内容目录

1. 工业生产：受季节性和出口的影响回落.....3
2. 投资：制造业投资底部徘徊，基建投资上行势头被阻.....5
3. 房地产："韧性"超预期，多项数据出现边际改善.....7
4. 消费：受"双 11"虹吸效应的影响有所回落.....8
5. 总结：经济数据整体偏弱，稳增长压力仍大.....10

图表目录

图 1：今年的工作生产呈现明显季节性特征.....3
图 2：工业增加值情况（细分行业）.....4
图 3：出口交货值在 10 月份有所回落.....4
图 4：固定资产投资和民间投资均出现回落.....5
图 5：地产投资"韧性"仍强.....5
图 6：中小企业的预期有所改善.....6
图 7：基建投资的三个投向表现.....6
图 8：地产新开工回落而竣工开始回升.....7
图 9：地产新开工回落而竣工开始回升.....8
图 10：2016 年之后"双 11"对 10 月份消费的影响.....9
图 11：10 月份各消费分项情况.....9
图 12： 2018 年以来居民的消费信贷增速持续回落而储蓄存款增速持续回升.....10

事件：

11 月 14 日，国家统计局公布了 2019 年 10 月份经济数据：

10 月份，规模以上工业增加值同比增长 4.7%，预期 5.3%，前值 5.8%；

10 月份，固定资产投资累计同比增长 5.2%，预期 5.4%，前值为 5.4%；其中，民间固定资产投资累计同比增长 4.4%，增速较 9 月份回落 0.3 个百分点；

制造业投资累计同比增长 2.6%，增速回升 0.1 个百分点；

基础设施投资（不含电力）累计同比增长 4.2%，增速较 9 月回落 0.3 个百分点；

10 月份，房地产开发投资累计同比增长 10.3%，增速较 9 月份回落 0.2 个百分点。商品房销售面积累计同比增长 0.1%，今年以来首次由负转正。

10 月份，社会消费品零售总额同比增长 7.2%，预期 7.9%，前值 7.8%；扣除价格因素实际增长 4.9%，较 9 月份回落 1.5 个百分点；除汽车以外的消费品零售额同比增长 8.3%，较 9 月份回落 0.8 个百分点。

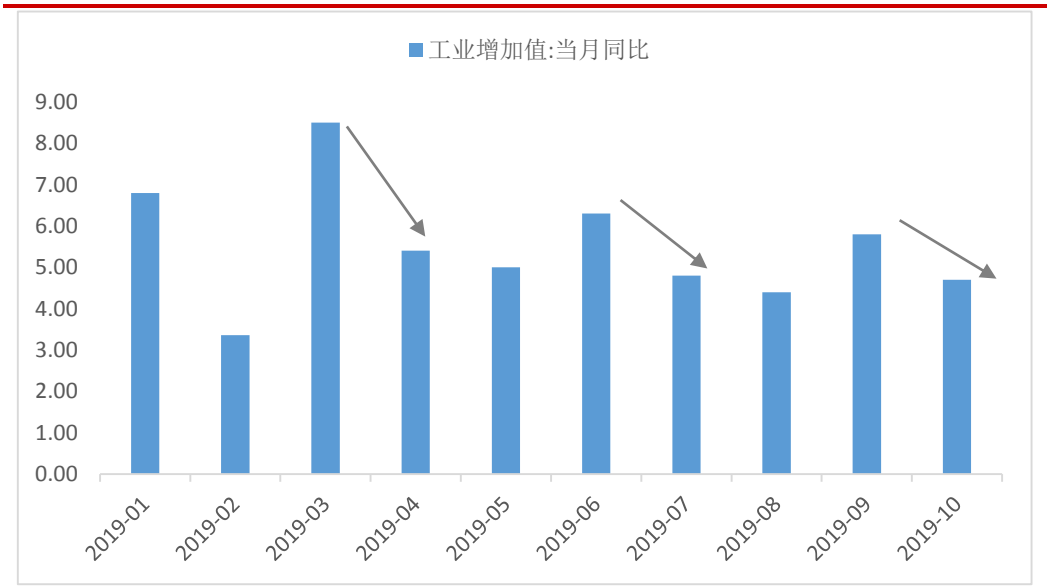
对此，我们的点评如下：

1. 工业生产：受季节性和出口的影响回落

10 月工业增加值同比增 5.8%，较 9 月份回落 1.1 个百分点，受季节性因素影响较大。今年以来，生产数据呈现出明显的季节性效应——即季末月数据较强，而季初月则相对偏弱。这个规律同样适用于社融数据和信贷数据。因此，**出现这种季节性的规律的一个可能的原因是：央行从今年一季度开始的 MPA 考核中将银行对制造业的信贷纳入考核，银行为应对考核会出现在季末月出现信贷冲量的行为，企业在季末月面临的信贷条件会有所改善，会加快生产销售计划的安排。**

三大工业门类增加值增速均有所回落。其中，采矿业增加值同比增长 3.9%，增速较 9 月份大幅回落 4.2 个百分点；**制造业增加值增长 4.6%，回落 1 个百分点**；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 6.6%，较上个月回落 0.7 个百分点。

图 1：今年的工作生产呈现明显季节性特征



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

分行业来看：

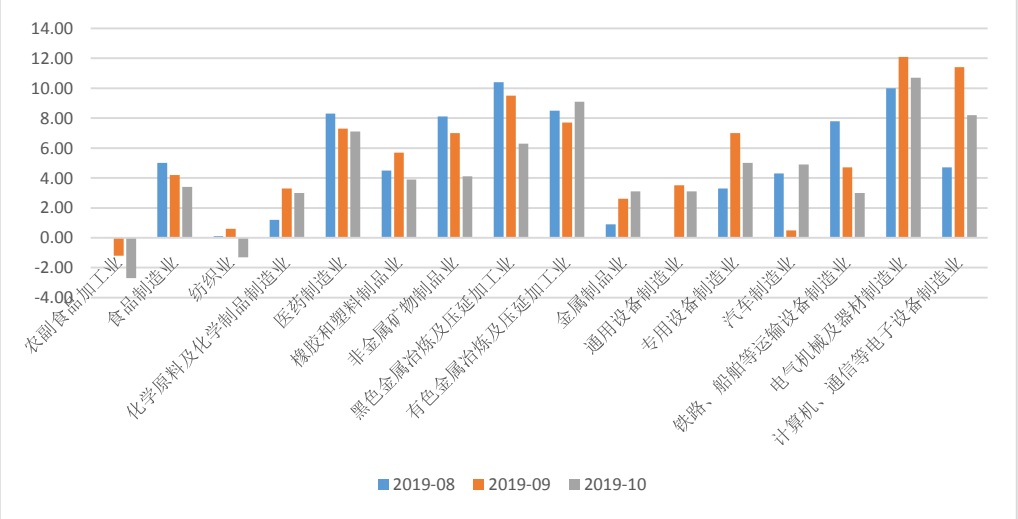
第一， 非金属矿物制品业、黑色金属等和基建及房地产施工密切的行业继续保持高位回落的趋势，地产调控不放松的背景下，随着地产竣工增速的持续回升，生产企业对于地产施工后续的回落有一定的预期，同时绝对高的增速反应出基建和地产对于生产端的拉动效应仍比较明显，但强度在下降；

第二， 专用设备制造业、电气机械及器材制造业、计算机通信等电子设备制造业等出口依存度较高的行业生产有所回落，受阶段性的出口交货值回落的影响。10 月份，出口交货值同比增速-3.8%，较 9 月份回落 3.1 个百分点。

第三， 铁路、船舶等运输设备制造业继续保持从 7 月份的高位持续回落的趋势，这和财政支出中交通运输分项的持续回落一致。

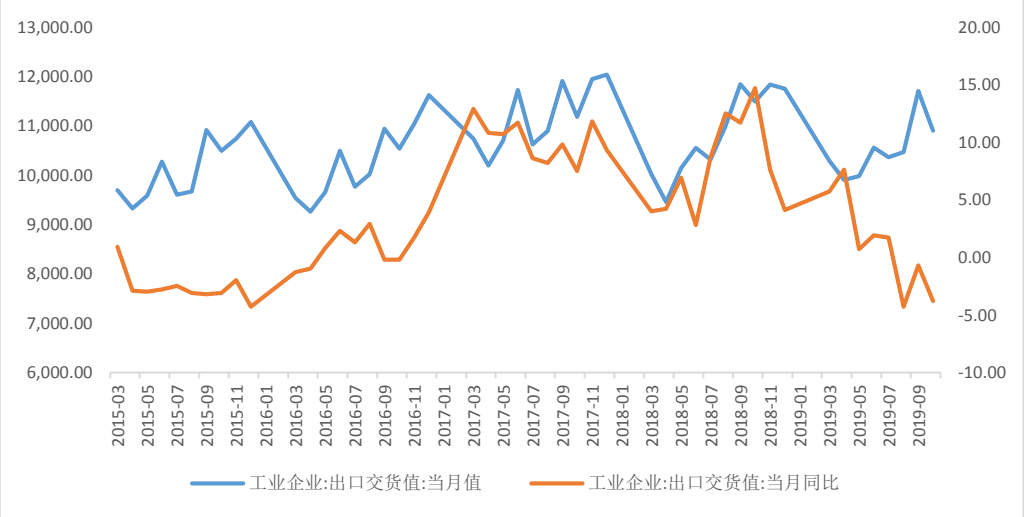
第四， 汽车制造业生产增速显著加快。

图 2：工业增加值情况（细分行业）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 3：出口交货值在 10 月份有所回落



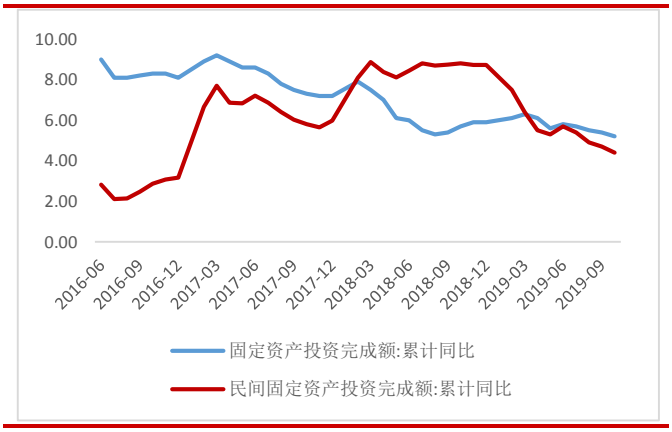
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

不过总体上看，外部经济下行压力增大、贸易摩擦谈判仍存变数、国内地产调控保持定力、工业企业利润仍然在探底过程等压制总需求和企业预期的因素仍在，工业生产仍受到压制。不过考虑到库存增速从高点回落接近 2 年时间，有见底的迹象。后续如果看到需求端的边际改善，则生产端则会迎来一波主动补库存。

2. 投资：制造业投资底部徘徊，基建投资上行势头被阻

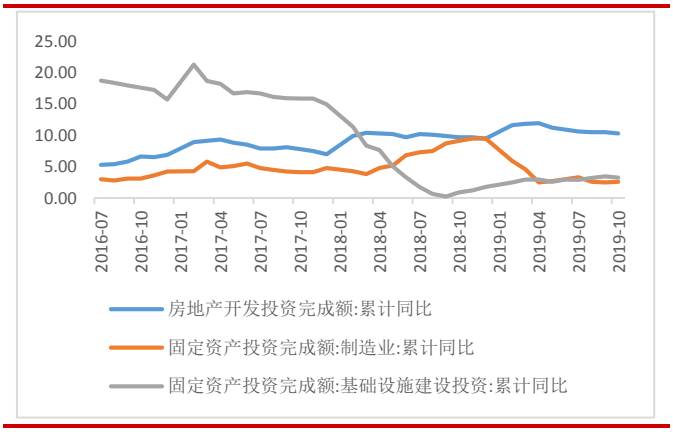
固定资产投资累计同比增长 5.2%，较上月回落 0.2 个百分点，其中地产投资增速仍处于较高位置，基建投资小幅回落，制造业投资小幅回升。民间固定资产投资累计同比增长 4.7%，增速较 9 月份回落 0.3 个百分点，连续 4 个月回落。

图 4：固定资产投资和民间投资均出现回落



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 5：地产投资“韧性”仍强



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

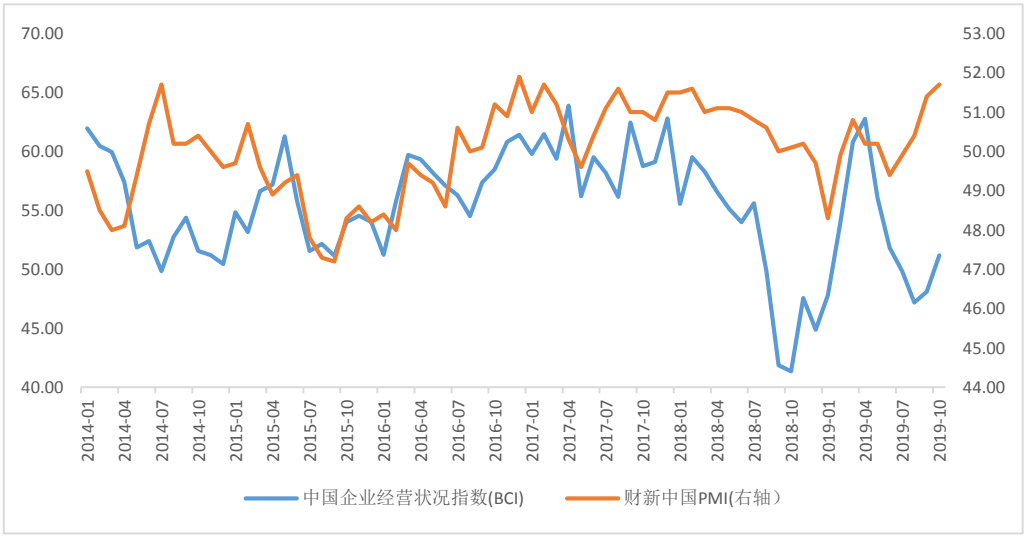
制造业投资方面，10 月份制造业投资累计同比 2.6%，小幅回升 0.1 个百分点。

制约制造业投资主要有两个因素：其一，由于地产调控不断深入，中美贸易摩擦对于产业链的负面影响逐步显现，企业信心不足，扩大资本支出的意愿不强；其二，PPI 持续走弱，中上游利润明显压缩，工业企业利润尚在探底过程中，制约制造业投资增长。

随着中美贸易摩擦出现阶段性缓和，以及政策对于中小企业和制造业的支持力度不断加大，第一个制约因素已经有所改善。一些积极的信号已经出现，如代表中小企业的财新 PMI 指数已经连续 4 个月回升，代表民营企业的中国企业经营状况指数（BCI）连续 3 个月升，并在 10 月分到 50 以上（即经营状况已经由恶化变为改善）。这些积极信号的出现有利于制造业投资的企稳。

不过，考虑到终端需求仍然疲软，PPI 同比还在逐步探底过程中，工业企业利润还未见底，制造业投资短期很难出现明显改善，预计将会继续保持低位状态。

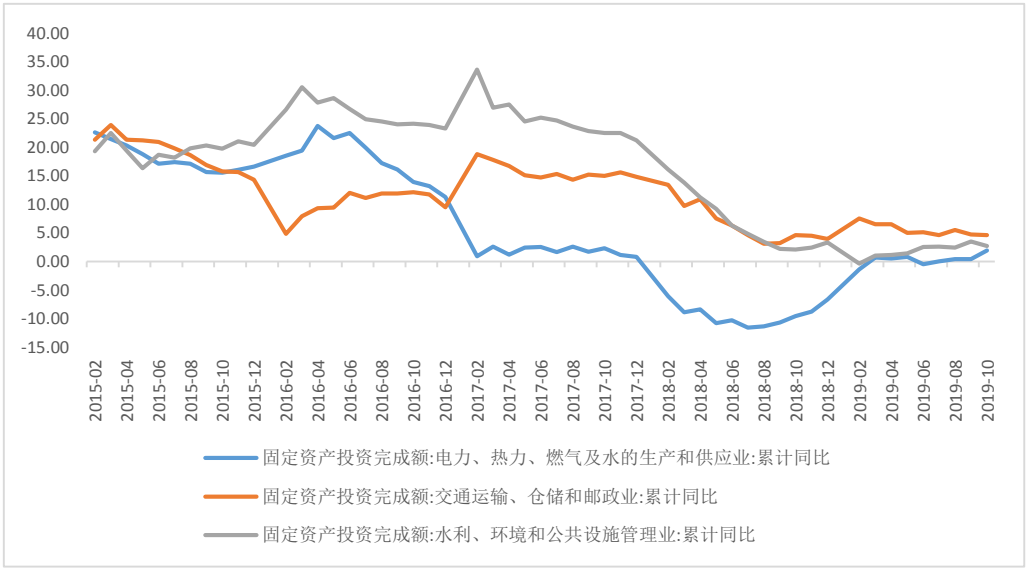
图 6：中小企业的预期有所改善



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

基建投资方面，10 月份基建投资增速累计同比 3.44%，较 9 月份回落 0.18 个百分点，在连续两个月回升后重新回落，不及预期。

图 7：基建投资的三个投向表现



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

9 月底专项债发行完毕，同时财政部要求专项债募集的资金在 10 月底前全部拨付到项目上，以早日形成实物工作量。**不过从 10 月份基建投资的数据来看，效果并不明显。在地方债务隐性债务严监管的背景下，基建投资受到地方政府现金流短缺和有效项目缺乏的制约比较明显。**为了解决资金短缺的问题，监管在 6 月份明确专项债可做项目资本金，并在 9 月份将专项债券可用作项目资本金范围 4 个领域项目进一步扩大为 10 个领域项目。11 月 13 日，“稳基建”继续加码，国常会决定降低部分行业资本金比例，同时允许部分行业项目通过发行权益型、股权类金融工具筹措资本金。**降低资本金比例，有利于提升财政资金的杠杆效果，一定程度上缓解资金短缺的压力。**

通胀的回升一定程度制约货币政策宽松空间，财政政策需要在稳增长层面发挥更大作用。预计后续政策依然会继续“稳基建”方面有所发力，2020 年的专项债额度有望提前到年内发行。

后续需要观察系列政策落地后对于基建投资的推动作用。

表 1：历次基建行业项目资本金调整情况

行业	1996	2009 年 5 月 25 日	2015 年 9 月 1 日	2019 年 11 月 13 日
电力	20%	——	——	——
机场	35%	30%	25%	——
港口、沿海及内河航运	35%	30%	25%	20%
铁路	35%	25%	20%	可调至 15%
公路	35%	25%	20%	可调至 15%
邮电	25%	——	——	——
其他（生态环保、社会民生等）	20%	——	——	可调至 15%

资料来源：华宝证券研究创新部

3. 房地产：“韧性”超预期，多项数据出现边际改善

房地产“韧性”超预期，地产投资继续保持相对较高的增速，销售、新开工、施工数据、土地购置面积等数据均边际向好。10 月份房地产投资累计同比增速 10.3%，较上个月回落 0.2 个百分点。投资数据依然处在相对较高的位置，房地产投资依然是拉动固定资产投资的重要力量。

地产销售好转，一定程度上对冲了调控政策收紧对地产开发资金来源的限制。10 月份地产销售面积累计同比 0.1%，今年以来首次回正，销售数据连续 4 个月改善。同时，10 月份销售额累计同比增长 7.3%，增速加快 0.2 个百分点。房地产销售的持续好转，一方面和房企加大促销力度有关，一方面也和一些城市在“因城施策”的指导下变相放松地产调控有关。地产销售的持续好转带动了地产开发资金来源项中的定金及预收款和个人按揭贷款保持较高增速且有所回升。受政策调控较紧的影响，开发资金来源中的国内贷款增速在 10 月份出现明显回落。不过，在销售持续好转带来的现金流的对冲下，房地产开发资金来源增速继续保持稳定。

图 8：地产新开工回落而竣工开始回升

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_8978