

中国经济展望

——2019年11月经济与政策热点观察

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

中国银河证券研究院

投资研究部 宏观经济与政策研究团队

张宸 (S0130517120001) 许冬石 (S0130515030003)

周世一 (S013051107000403) 余逸霖

中国银河证券股份有限公司
CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

导览

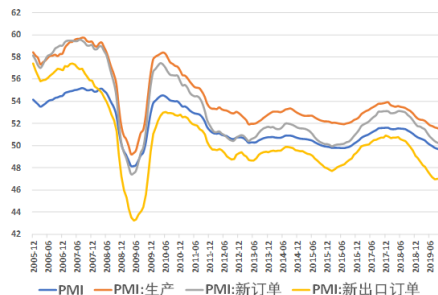
- 01. 宏观经济形势分析P3**
- 02. 热点问题探讨P9**
- 03. 经济数据预测P13**

01 | 宏观经济形势分析

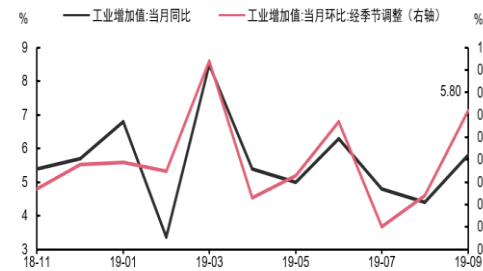
China's Galaxy Securities

中国经济概况：经济下行压力仍然显著

经济形势：10月份PMI环比9月下行0.6个百分点，**工业企业：**工业生产总体仍显弱势，工业增加值全低于预期，弱于季节性，生产分项尤其较弱。 年增速仍有可能进一步小幅放缓。

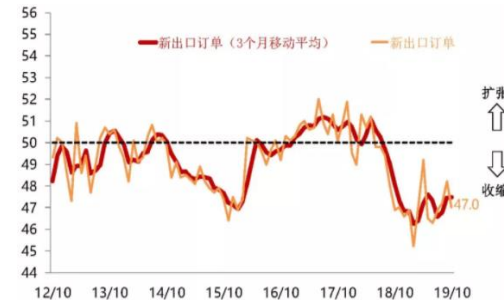


资料：万得资讯，中国银河证券研究院



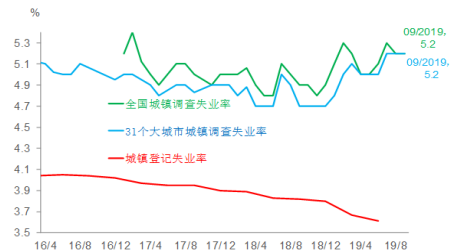
资料：万得资讯，中国银河证券研究院

外贸：受到世界经济放缓与中美贸易冲突的拖累 近期有边际改善，但持续性有待观察。



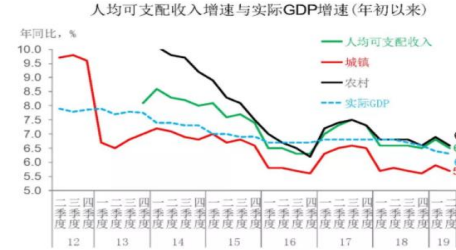
资料：万得资讯，中国银河证券研究院

就业：失业率数据显示就业压力正在上升。



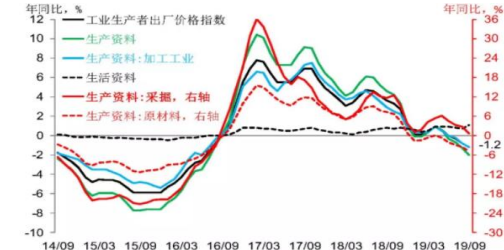
资料：万得资讯，中国银河证券研究院

家庭收入：人均可支配收入正在随经济放缓而下行。



资料：万得资讯，中国银河证券研究院

物价形势：需求弱势带来工业品价格通缩压力。



资料：万得资讯，中国银河证券研究院

内需龙头房地产与基建投资受到抑制，外需受到世界经济及贸易冲突影响

中国经济在经历主动/被动去库存转换的艰难磨底（经济下行压力持续）

2019年以来，制造业企业的产成品库存同比增速和工业企业的产成品库存同比增速明显下降，由于企业利润引领库存周期，而PPI在历史上体现出对企业利润的引领作用，因此在当前PPI同比收缩趋势尚未结束的阶段，库存周期见底回升尚需时日，从而中国经济短期运行的压力仍然显著。我们预计到2020年第二季度，随着PPI引领企业利润修复，工业企业库存增速以及制造业库存增速可能会出现真正拐点，库存增速由跌转升。四季度经济可能有一定反弹，但不改变长期下行趋势。

固定资产投资增长总体乏力

2019年以来，固定资产投资总体增长乏力，制造业投资受到内外需求压制、实体经济投资回报低迷等因素影响而持续走弱；基建投资受到地方财政投融资矛盾加剧影响而难以强劲修复；房地产投资尚且具有韧性但后续受到政策约束，预计缓步下行。

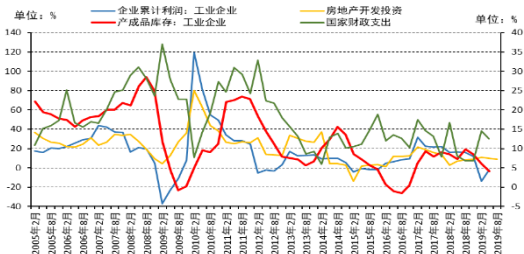
居民消费放缓压力仍然不容忽视 但过度下行风险可控

目前看，汽车消费还是不振，在6月份反弹之后，连续三个月出现回落，1-9月汽车消费累计增速-0.7%，较1-9月继续下滑0.2个百分点。与历史同比来看，建筑装潢、家具、家电消费增速都是历史低位，房地产下游消费比较低迷。亮点在于从平滑后的乘用车销量增速来看，汽车消费最差的时候已经过去，跌幅未来有望收窄。

进出口受到外需弱化影响显著

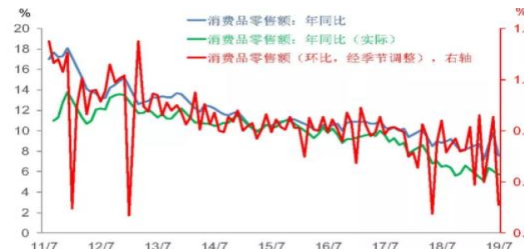
外需弱化对于进出口影响突出。全球经济放缓及中美贸易冲突影响是主要原因。

库存周期：需求弱化（房地产投资边际增长乏力——上下游企业利润增长受限）之下主动去库存仍在继续，凸显房地产是影响中国经济周期的关键因素。



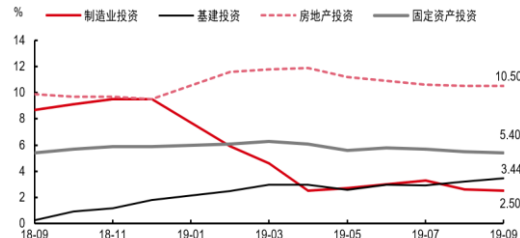
资料：万得资讯，中国银河证券研究院

居民消费：9月消费同比名义增长7.8%，实际增长5.8%，名义增速前值为7.5%，去年同期为9.2%。



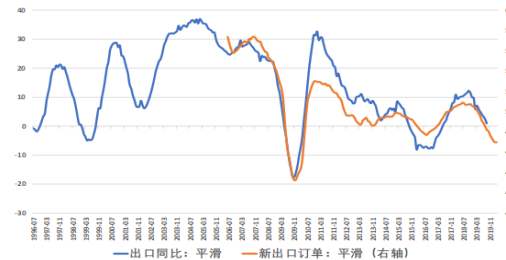
资料：万得资讯，中国银河证券研究院

投资：固定资产投资中制造业投资延续弱势，基建不温不火，地产投资仍有韧性，但会承受政策压力。



资料：万得资讯，中国银河证券研究院

进出口：世界各主要经济体经济不同程度放缓，同时中美贸易冲突解决尚需时日，中国出口受到拖累。



资料：万得资讯，中国银河证券研究院

需求弱势所致通缩风险限制企业利润与库存周期的回升

通缩风险不容小觑

目前，虽然食品价格引领CPI表征的一般物价水平上行，但是剔除食品之后的核心通胀水平仍然温和，PPI所表征的工业品价格已进入通缩区间。内外需求压力的拖累十分显著，由供给侧结构性改革所推动的工业去产能所贡献的行业集中度提升红利对于企业利润的提振效应已经消耗殆尽。房地产受到政策压制与基建投资的温和，已经使得需求龙头缺失，中国以往由强劲需求所引领的通胀动能不复存在，这是通缩风险的根本逻辑。

企业利润

历史地看，PPI同比所表征的工业品价格走势对于企业利润有明显的领先作用，其背后是需求强弱对于企业利润的决定作用，当前工业品价格通缩，所显示的总需求压力，使得企业利润难以显著、持续地回升。

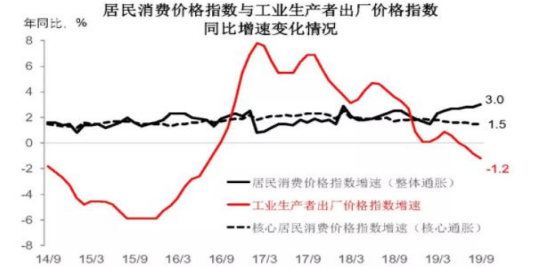
房地产是决定中国经济周期的关键因素

房地产不仅仅贡献于固定资产投资，且对于上下游数十个行业的拉动作用无可替代。虽然房地产经济并不是一个十分良性的经济发展模式，但却是目前中国无可回避的现实。尚无任何其他行业可以代替房地产成为中国经济需求龙头。

财政支出很难逆转房地产对于中国经济周期的决定作用

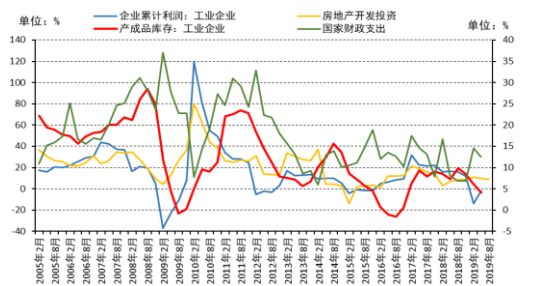
财政支出的确在中国经济发展史上扮演了重要的角色，其引领中长期投资的功能，尤其是带动基建投资的作用，使得基建成为房地产之后，引领中国经济的第二龙头。但是，财政支出所引领的基建难以逆转房地产所决定的中国经济周期。尤其是考虑到当前财政压力加剧，各地方财政收支矛盾进一步尖锐。

通缩风险：需求弱化以及供给侧改革去产能所致行业集中度提升红利消耗殆尽导致工业品价格通缩风险加剧。



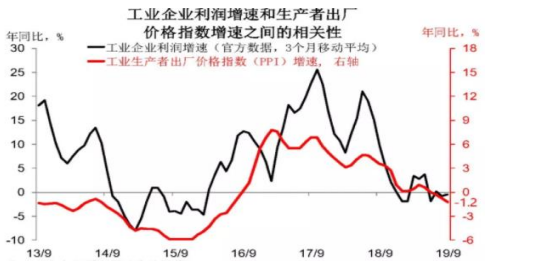
资料：万得资讯，中国银河证券研究院

房地产：决定中国经济需求的关键因素，产业链带动能力尚无其他行业可以比拟。



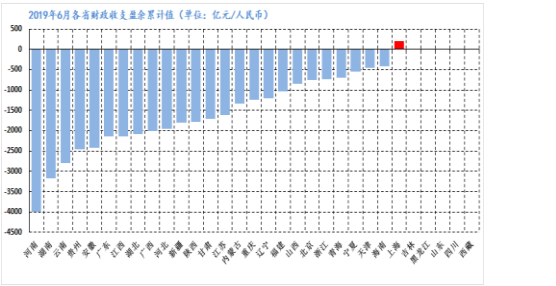
资料：万得资讯，中国银河证券研究院

企业利润：工业品价格对于企业利润的领先作用较为明显，在工业品价格通缩态势尚未解除的阶段，企业利润难以显著、持续地回升。



资料：万得资讯，中国银河证券研究院

财政支出：难以逆转房地产对于中国经济需求的周期性决定作用。今年以来各地财政收支矛盾加剧。



资料：万得资讯，中国银河证券研究院

固定资产投资在多种约束下增长乏力

固定资产投资整体乏力

固定资产投资方面，2019年1-9月全国固定资产投资（不含农户）增长5.4%（前值5.5%），进一步小幅回落；民间固定资产投资增速形成拖累，同比增长仅为4.7%，环比回落0.2个百分点，自6月起呈现连续回落趋势。房地产投资依然为主要贡献项。投资总体乏力，并未见到强劲增长，制造业投资的放缓和基建的不温不火是主要拖累。

制造业

从2019年以来，制造业的扩张速度明显较弱，从制造业新订单与新出口订单的收缩可以看到需求端的显著压力。实体投资回报率低迷也是重要原因，实体经济投资方向混沌，动能疲弱，这从社会融资中企业中长期融资意愿并不强劲可以得到佐证。近期社融虽有一定改善但上述趋势，但企业融资结构问题并未实质好转。

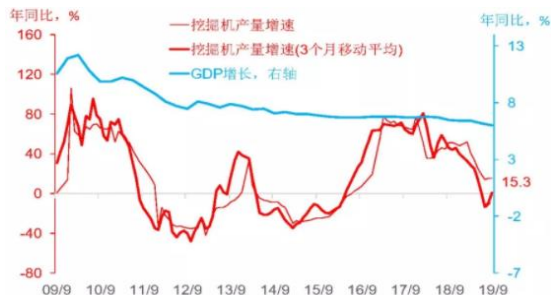
房地产

2019年房地产可以说撑起了固定资产投资的半壁江山。建设性投资是主要动力来源，在房地产企业融资受到政策全面约束的背景下，地产企业正在加速运用存量土地推出楼盘以期回笼资金。随着销售降幅收窄，新开工和竣工的剪刀差收窄，预计房地产投资受建安支撑仍有韧性。

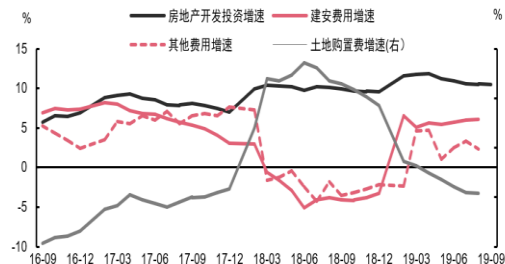
基建投资受到地方财政收支矛盾的约束显著

今年以来，受到政府推动减税降费、以及房地产调控影响土地成交、地方隐性债务扩张总体受限等因素的影响，地方政府的财政收支矛盾不断尖锐化。基建投资的主体投资方地方政府的财力受到限制，其结果就是基建投资的增长乏力。

投资乏力：工程机械产量增速下行通道中有一定反弹，可持续性有待观察。



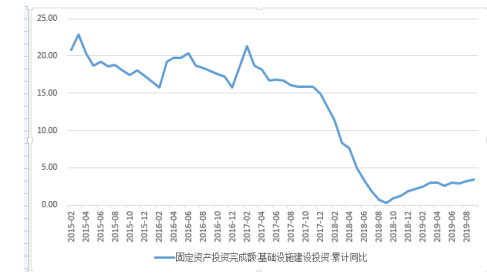
房地产：2019年以来房地产投资增速的韧性支撑了固定资产投资的半壁江山，后续预计仍有韧性。



制造业：内外需求压力与实体投资回报低迷使得制造业投资扩张速度显著走低。



基建：难以强劲回升，主要受到地方财政制约。地方债发行在财政赤字总额受限情况下是杯水车薪。



消费受到可支配收入增长乏力与家庭部门债务的双重制约

居民收入

居民可支配收入是推动消费支出增长的根本动力，但是近年来随着经济增速的放缓。中国居民可支配收入增长相对缓慢，难以跟上居民消费意愿的增长。2019年前三季度，全国居民人均可支配收入22882元，比上年同期名义增速为8.8%（实际增长6.1%），与前值持平。其中，城镇居民人均可支配收入31939元，增速为7.9%（实际增长5.4%），较前值回落0.1个百分点。

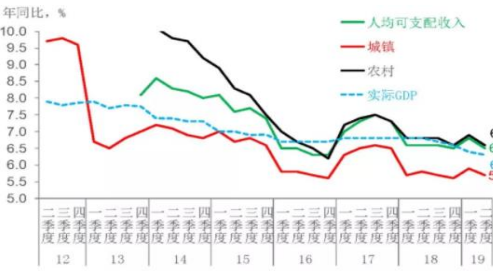
家庭债务

从目前情况看，从宏观杠杆率（债务/GDP）衡量的中国家庭部门债务尚属中游水准，相对于世界及G20平均水平为低，但是近年来需要关注家庭部门债务的增速存在较快上升的趋势，尤其是短期债务的迅速扩张，显示居民资产负债表恶化的倾向值得关注。

房地产信贷

历史地看，房地产按揭信贷是居民中长期信贷存量的主要债务类别。长期以来，房地产信贷锁定了大量的可支配收入

居民收入：经济增长近年来持续下行，压制了居民部门可支配收入的增长，最终使得消费增速持续下行。



资料：万得资讯，中国银河证券研究院

房地产信贷：居民负债中的主体之一仍然是房地产按揭贷款，但是其增速在调控政策作用下有所放缓。

家庭债务：国际比较来看中国家庭部门债务并不算高，但是近年来呈现持续且迅速的上升趋势。



资料：万得资讯，中国银河证券研究院

消费信贷：居民负债新的突出特点之一是消费信贷的迅速增长，这反映了居民消费意愿与消费能力之间的落差，居民部门的资产负债状况令人忧虑。

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_9039

