

逆周期调控有待加码 经济结构趋于优化

——2019年10月宏观数据的点评

宏观点评

投资要点：

- **工业增加值：**10月规模以上工业增加值同比增长4.7%，较上月放缓1.1个百分点，其中私企和外资生产回落较多是主要原因，但与基建相关的生产和高技术制造业生产仍在高位，表明制造业结构优化有所提速、逆周期调控仍在发力。具体看：一是1-10月份制造业增加值增速为5.8%，较1-9月降低0.1个百分点，导致其上游采矿业增加值增速亦有所回落；但逆周期调控的重点领域，如与基建相关的电力、燃气及水的生产增加值增速维持7.0%的高位；二是本月高技术制造业增加值仍高于同期工业增速，计算机通信和其他电子设备制造业是推动高技术制造业增速企稳的主因；三是10月份国有、外资、私营企业工业增加值增速整体回落，分别较上月降低0.1、0.8和1.3个百分点，外资和私营生产放缓较多，未来逆周期调控仍待加码。
- **国内生产总值（GDP）：**预计2019年四季度增长6.0%，全年增速将从2018年的6.6%降至6.1%左右。从实体经济层面看，企业盈利回落叠加居民信贷放缓，预计四季度社零增速下行压力犹存，但服务消费增长向好对国内总消费形成一定支撑；投资需求将稳中趋降，一是尽管四季度逆周期调控大概率继续加码，但年内专项债额度已基本用尽，预计基建投资增速提高空间有限；二是未来数月房企融资趋于边际收紧，房地产投资增速或高位小幅回落；三是受前期企业盈利持续下滑影响，制造业投资将维持低位震荡格局，结构有望继续趋于优化；进出口贸易方面，未来下行压力仍较大，一方面受全球经济尤其是发达经济体经济趋于放缓影响，整体需求回落，另一方面中美贸易摩擦对进出口的负面影响将逐渐显现。
- **消费：**受汽车和房地产相关消费增速回落，以及双十一致部分消费后移等多重因素的叠加影响，本月社零增速下降较多；预计房地产相关消费或继续回落、居民收入与信贷增速将稳中趋降，四季度消费下行压力犹存。10月份国内社零增速较上月放缓0.6个百分点至7.2%，原因有三：一是受房地产调控趋严影响，10月房地产相关的家用电器类、家具类消费分别较上月降低4.7和4.5个百分点；二是汽车类消费降幅有所扩大，由9月的-2.2%降至-3.3%；三是受双十一打折促销影响，部分消费后移，如10月化妆品和服装鞋帽类消费增速较上月分别降低7.2和4.4个百分点。从累计增速看，1-10月国内社零同比增长8.1%，汽车和房地产相关下游消费疲软是拖累年内社零下降的主因。展望2019年四季度，预计消费下行压力犹存：一是外部不确定性将加大经济下行压力，居民收入增速大概率继续回落；二是高房价对居民财富的虹吸效应仍在，挤占消费支出，削弱消费增长的长期基础，但房企融资收紧后，下半年其对消费的挤占或迎边际改善；三是就业和居民收入增长预期没有大幅好转，居民储蓄意愿有所回升；四是已出台的减税降费对消费刺激效果整体偏温和。

伍超明

财信国际经济研究院 副院长
财富证券 首席经济学家

胡文艳

宏观经济研究中心 资深研究员
电话：010-68086480
邮箱：huwy21@126.com

李沫

宏观经济研究中心 高级研究员
电话：010-68080380
邮箱：limo.ye@163.com



财信宏观经济研究中心微信号

- **投资：增速将稳中趋降。**1-10月固定资产投资增速回落0.2个百分点至5.2%。其中，民间投资增速下降0.3个百分点至4.4%，两者增速差距持续扩大。**分行业看，一是预计制造业投资增速将继续低位震荡，但结构趋于优化。**受益于中美贸易谈判进展顺利，装备制造业投资增速有所回升，1-10月份制造业投资增速提高0.1个百分点至2.6%。同时高技术制造业投资增速连续5个月提高，且高于全部投资增速较多，说明制造业投资内部结构有所优化。虽然中美贸易局势缓和短期内有利于提振制造业投资，且未来民企帮扶政策力度有望加大，但企业盈利短期仍将延续下行趋势，叠加民企融资难融资贵问题仍未解决，预计制造业投资低位震荡格局仍将延续。**二是预计年内基建投资提升空间有限。**1-10月份，基建投资增速和基建投资（不含电力）增速分别同比增长3.3%和4.2%，分别较上月回落0.2和0.3个百分点，结束了连续两个月的反弹。根据监测数据，10月专项债券额度并未提前下发，预计未来两个月专项债券对基建的支撑将减弱，叠加PPP落地项目数增速出现明显放缓，年内基建投资难有大幅提升。**三是房企融资环境趋紧，房地产投资将继续高位趋缓。**宽金融环境下的低利率和充裕资金流动性，以及表外贷款和海外融资的增加，有利于房地产投资资金来源的稳定，但在防范金融风险的考量下，近期房企信托融资和海外发债融资收紧，同时房地产市场的系列限制性政策仍在延续，部分地方政府甚至进一步收紧政策，加上土地购置面积增速负增长，都将对后期房地产投资产生负面冲击，使投资增速在高位趋缓。
- **展望未来货币政策走向，预计四季度仍将保持“定力”，但继续降准、加大结构性政策力度以维持“量稳”，下调LPR和MLF利率以实现“价降”的大方向不会改，只是政策出台将更加注重“择时”，以避免事与愿违，加重通胀预期。**我们认为，国内经济下行压力持续加大、实际利率水平仍处高位以及全球新一轮“降息潮”已经来袭，均支持国内打开利率下行空间，但限于国内猪周期推动下的CPI高涨和资金流动等影响，货币政策宽松空间受限，大幅降息和放松流动性可能不但不能起到稳定增长的目的，反而会加重通胀预期。

目 录

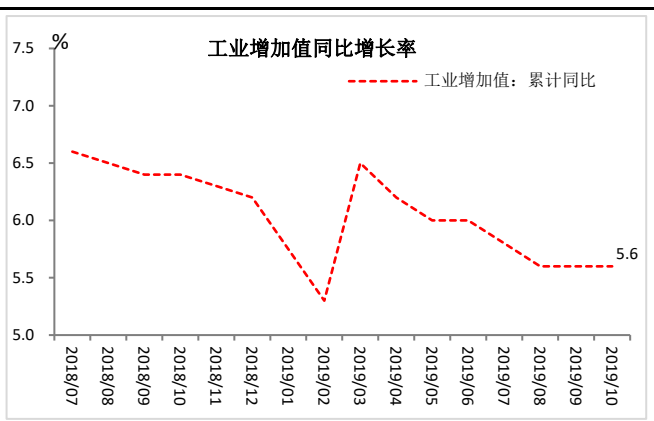
一、工业增加值：私企与外资生产放缓是本月工业增速大幅下降的主因，但制造业结构优化有所提速、逆周期调控仍在发力	4
二、国内生产总值（GDP）：预计 2019 年四季度实际 GDP 增长 6.0%，全年增长 6.1%左右	6
三、消费：汽车和房地产相关消费增速下降，四季度社零下行压力犹存	7
（一）汽车和房地产相关消费等多因素叠加导致本月社零回落	7
（二）居民收入和信贷增速稳中趋缓，四季度消费下行压力犹存	8
四、投资：增速将稳中趋降	9
（一）制造业增速将继续低位震荡，但结构趋于优化	10
（二）预计年内基建提升空间有限	11
（三）房地产投资增速将继续高位趋缓	12

正文：

一、工业增加值：私企与外资生产放缓是本月工业增速大幅下降的主因，但制造业结构优化有所提速、逆周期调控仍在发力

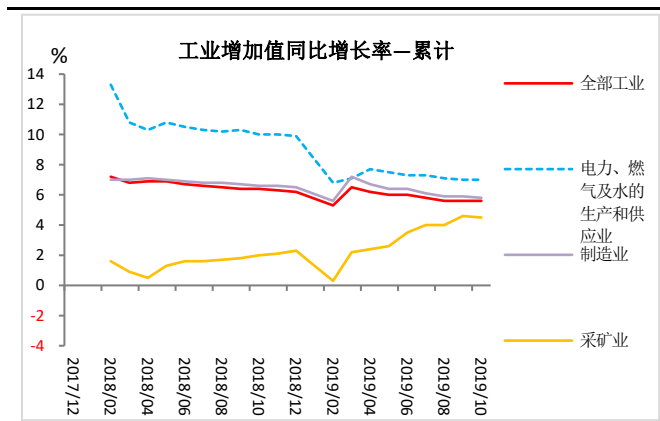
2019年1-10月，规模以上工业增加值同比增长5.6%，与1-9月持平，较去年同期降低0.8个百分点(见图1)；其中10月当月，国内规模以上工业增加值同比增长4.7%，较上月降低1.1个百分点。目前国内工业生产整体偏弱趋势未改，受短期因素影响，单月工业生产增速波动亦明显加大。10月工业增速大幅回落，主要源于：一是上季末企业加快生产和销售，一定程度导致本月工业生产有所放缓；二是实体需求不足，工业企业持续增加生产的动力不强。

图1：工业增加值增速短期企稳



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图2：制造业生产有所回升是工业企稳主因



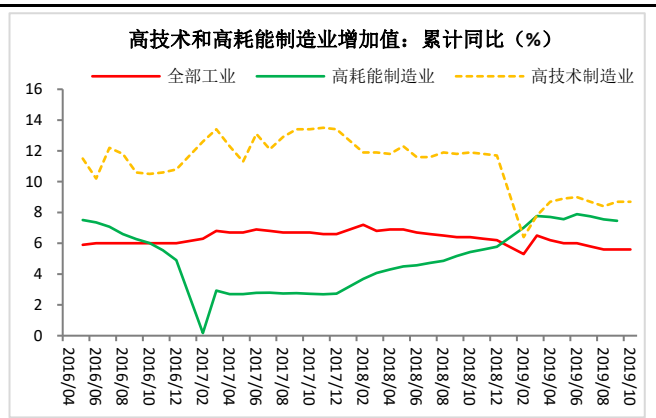
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

从三大门类看，营业收入占比达90%以上的制造业生产回落是本月工业生产下降的主因，但国内逆周期调控仍在发力。1-10月份国内制造业增加值增速为5.8%，较1-9月降低0.1个百分点；10月当月制造业增加值增速较上月降低1.0个百分点至4.6%，是拖累本月工业生产的主因；受制造业影响，上游采矿业增加值前10月份增长4.5%，较1-9月回落0.1个百分点；相比之下，同期电力燃气及水的生产增加值增速为7.0%，与1-9月持平，高出工业整体增速1.4个百分点(见图2)。这表明经济下行压力加大背景下，制造业企业生产动力不足，但国内逆周期调控持续发力，与基建投资密切相关的电力燃气及水的生产和供应业受益明显。

从产业结构变化来看，高技术制造业增加值与利润占比均有所提升，维持新旧动能转换或重回加速轨道判断。从增加值增速来看，高技术制造业增速仍高于同期工业增速。2019年1-9月，国内高技术和高耗能制造业增加值增速分别为8.7%和7.5%，高于同期规模以上工业增加值增速3.1和1.9个百分点(见图3)；2019年10月当月，国内高技术制造业增加值增速为8.3%，高于同期工业增加值增速3.6个百分点，但较上月降低2.7个百分点，制造业结构优化呈现出波动前行特征。从利润占比来看，高技术制造业提升速度有所加快但绝对规模仍偏低。2019年1-9月，高技术制造业利润在工业和制造

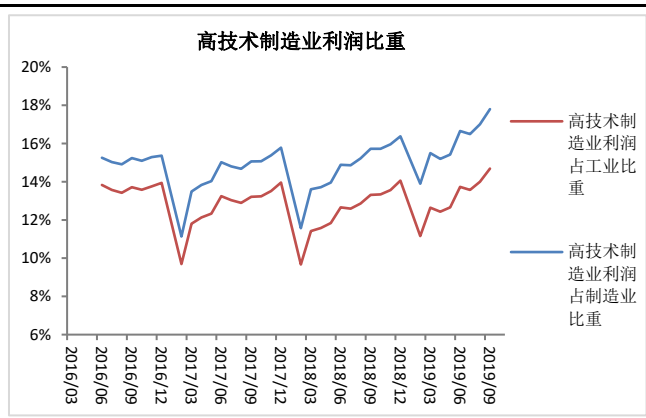
业中的比重较上月分别提高 0.7 和 0.8 个百分点，较 2018 年底分别增加 0.6 和 1.4 个百分点（见图 4），国内高技术制造业利润占比提升速度有所加快。但高技术制造业利润占制造业比重偏低，2018 年仅为 16.4%，近五年累计提高 2.7 个百分点，表明国内高技术制造业利润占比提升速度有待加快。

图 3：高技术与高耗能制造业增加值增速



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

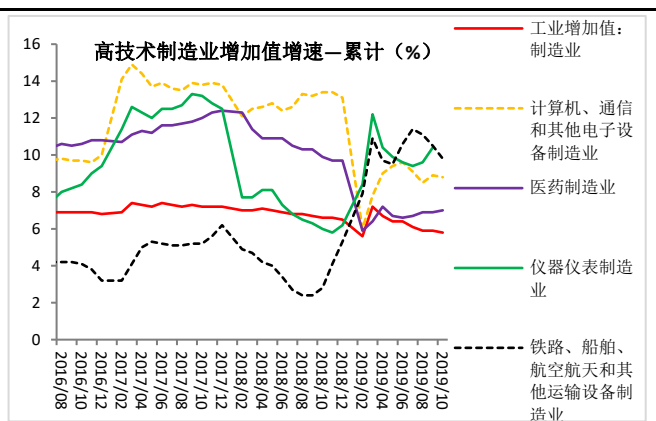
图 4：高技术制造业利润比重继续回升



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

注：其中高技术产业与统计局口径略有差异但走势一致

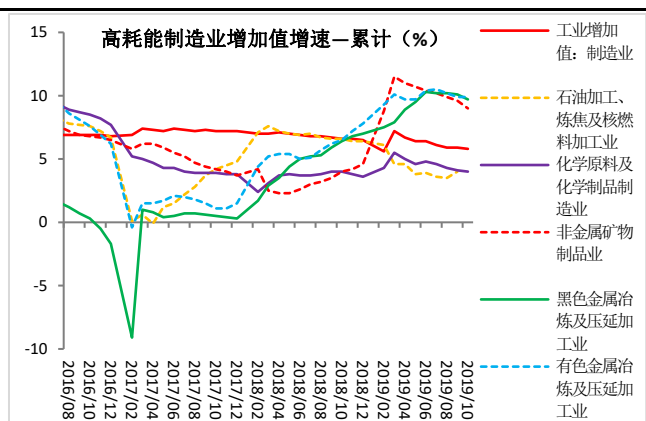
图 5：计算机通信和电子制造拖累高技术制造小幅回落



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

注：其中高技术产业与统计局口径略有差异但走势一致

图 6：高耗能制造业增加值增速继续有所回落



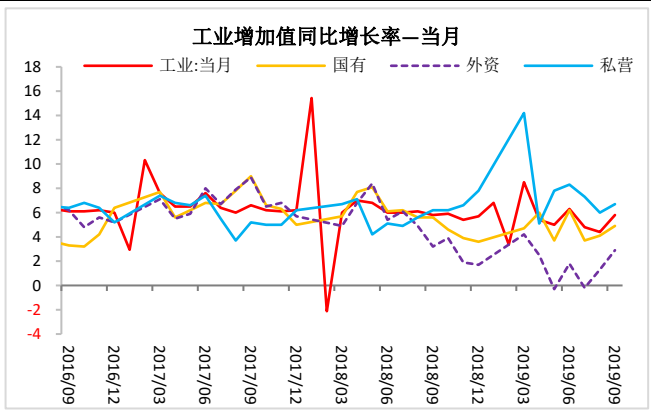
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

我们认为，前期国内产业结构升级放缓，但 9-10 月出现边际改善的原因有三：一是年内高技术制造业增加值增速明显放缓，但 2019 年 9-10 月出现改善迹象。2018 年下半年以来，受国内需求低迷、外部冲击波动加剧，高技术产业增加值增速明显回落。如 2019 年 1-10 月，高技术产业中占比较高的计算机通信和其他电子设备制造业、医药制造业以及铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增加值分别增长 8.8%、7.0% 和 9.8%，较 2018 年底分别变动 -4.3、-2.7 和 4.5 个百分点（见图 5）。9-10 月，计算机通信和其他电子设备制造业增速由 8 月的 4.7% 分别升至 11.4% 和 8.2%，是推动 9-10 月高技术制造业增速企稳的最主要因素。二是 2017 年以来高耗能产业增加值增速提高较快，但 2019 年下半年有所放缓。在环保趋严、去产能政策推动上游行业产品价格回升、利润明显改善的背景下，高耗能制造业设备升级和再投资意愿有所回升，表现为 1-10 月有色金属冶炼及压延加工业、黑色金属冶炼及压延加工业、非金属矿物制品业的增加值

增速，分别快于同期规模以上工业增速 4.3、4.1 和 3.4 个百分点，但下半年以来上述各行业增加值增速均持续放缓（见图 6）。三是高技术产业占制造业利润的绝对比重偏低。高技术产业对经济增长的拉动有限，传统产业仍左右着整个工业的发展变化，我国工业新旧动能转换的结构性矛盾仍较为突出。

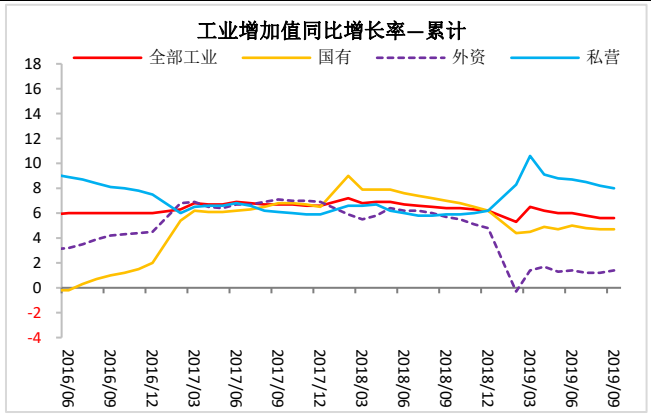
从企业登记注册类型看，私企和外资生产明显放缓是本月工业增速大幅下降的重要原因，未来逆周期调控有待持续加码。10 月份，国有企业、外资企业、私营企业工业增加值增速，分别较上月降低 0.1、0.8 和 1.3 个百分点（见图 7），均出现不同程度的回落；其中私营和外资企业营收合计占规模以上工业企业营收比重 5 成以上，两者增速回落较多是本月工业增速大幅下降的重要原因。考虑到累计数据相对更为平滑、更能反映趋势，进一步从累计数据看，2019 年 1-10 月份，国有企业、外资企业、私营企业工业增加值分别增长 4.7%、1.5%、7.7%，较去年同期分别变动-2.1、-4.0、1.8 个百分点（见图 8）。上述情况表明：第一，国内加大对小微和民营企业融资支持、改善营商环境等逆周期调控效果有所显现，2019 年 1-10 月私营企业工业生产维持相对高位，但 7-10 月私企工业增加值增速已出现放缓迹象；第二，年内国家推出的大量改革开放举措，一定程度上增强了海外投资者对中国经济的信心，外企工业生产连续两个月边际好转，但全球新一轮经济回落周期确立，贸易摩擦致资本跨境流动不确定性增加，预计外资企业生产短期仍难以大幅提升；第三，受益于高耗能行业设备升级和再投资需求、叠加逆周期调控下的基建投资回升、房地产投资的高位趋缓，预计国企增加值增速仍有支撑，但随着下半年 PPI 回落，其整体或仍趋于缓慢下行。

图 7：国企、外资和私营企业当月增加值增速



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 8：国有、外资和私营企业累计增加值增速



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

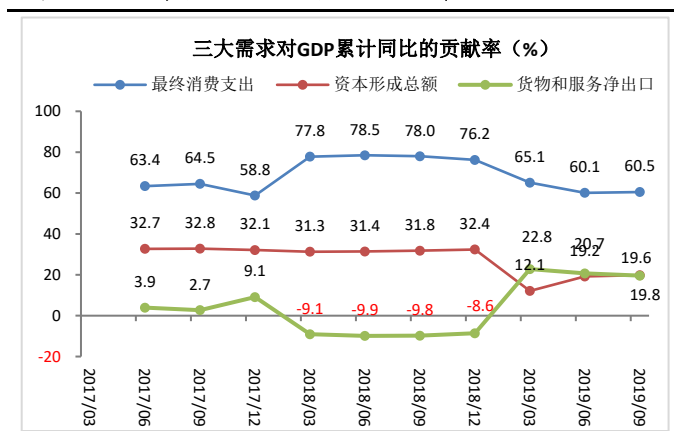
二、国内生产总值(GDP): 预计 2019 年四季度实际 GDP 增长 6.0%，全年增长 6.1%左右

2019 年三季度，国内 GDP 同比增长 6.0%，较二季度继续降低 0.2 个百分点，低于市场预期。从三大需求的贡献率看，前三季度净出口贡献率为 19.6%，较二季度继续回落 1.1 个百分点，但较 2018 年大幅提升 28.2 个百分点；资本形成和最终消费支出贡献率较二季度均小幅回升，分别提高 0.6 和 0.4 个百分点，但相比 2018 年均明显

回落（见图 9）。从三大需求的拉动作用看，最终消费、资本形成和净出口分别拉动 GDP 增长 3.8、1.2 和 1.2 个百分点，分别较 2018 年降低 1.2、降低 0.9 和提升 1.8 个百分点（见图 10）。这表明，2019 年前三季度经济企稳的重要贡献力量仍为净出口，同时二季度以来，逆周期调控下资本形成对 GDP 的拉动作用持续提升。但值得警惕的是，2019 年前三季度，国内净出口的增加主要源于国内进口需求较出口下降得更多，未来净出口对 GDP 的拉动将大概率继续回落。

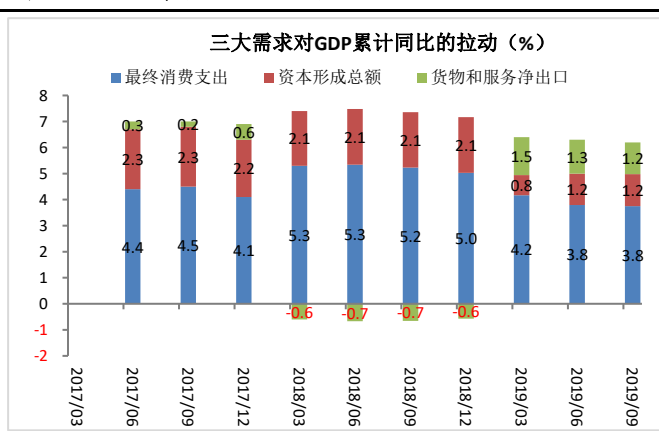
展望四季度，我们预计国内逆周期调控力度有望继续加码，增值税、个税等减免效果将逐渐显现，拉动实际 GDP 增速 0.2-0.3 个百分点，但国内经济下行压力持续加大：一是企业盈利回落叠加居民信贷放缓，预计四季度社零增速下行压力犹存，但服务消费增长向好对国内总消费形成一定支撑。二是预计投资需求将稳中趋降，其中四季度逆周期调控大概率继续加码，但年内专项债额度已基本用尽，预计基建投资增速提高空间有限；未来数月房企融资趋于边际收紧，投资增速或高位小幅回落；受前期企业盈利持续下滑影响，制造业投资将维持低位震荡格局。三是预计进出口贸易下行压力将有所加大，一方面受全球经济尤其是美欧等主要经济体趋于放缓影响，整体外需面临回落压力；另一方面已加征关税清单对进出口的负面影响仍未全面显现，对经济形成拖累。综上，我们预计 2019 年各季度 GDP 增速呈前高后稳走势，其中四季度增长 6.0%，全年 GDP 增速将降至 6.1% 左右。

图 9：三大需求对 GDP 增长的贡献率



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 10：三大需求对 GDP 增长的拉动



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

三、消费：汽车和房地产相关消费增速下降，四季度社零下行压力犹存

（一）汽车和房地产相关消费等多因素叠加导致本月社零回落

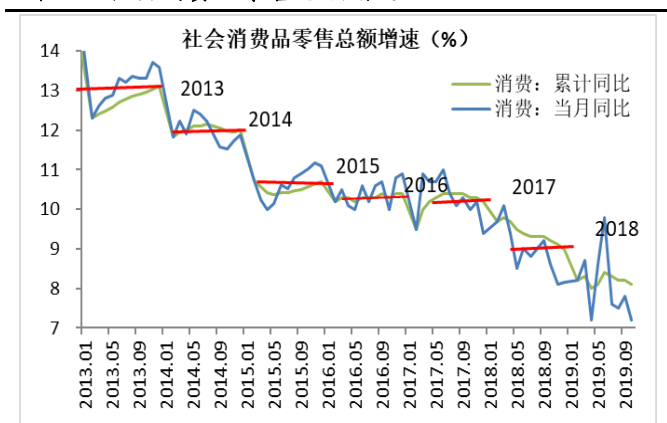
2019 年 1-10 月份，社会消费品零售总额为 334778 亿元，名义和实际同比增长 8.1% 和 6.3%，较 1-9 月均降低 0.1 个百分点，较去年同期分别降低 1.1 和 0.8 个百分点；10 月当月名义增速为 7.2%，较上月减慢 0.6 个百分点（见图 11）。

从商品类别看，当月社零增速回落，主要源于化妆品、家用电器类、家具类、服装

鞋帽类、石油及制品类和汽车类消费增速下降较多。10月份，上述各品类消费增速分别为6.2%、0.7%、1.8%、-0.8%、-4.5%和-3.3%，分别较上月降低7.2、4.7、4.5、4.4、4.1和1.1个百分点（见图12）。不难发现，本月社零增速下降是多方面因素共同作用的结果，具体来看：一是受房地产调控趋严影响，国内房地产投资已高位放缓，房地产相关的下游消费亦随之回落；二是汽车消费降幅再度有所扩大，考虑到其与石油制品在限额以上社会消费品零售总额中的占比在四成以上（见图13），是本月消费下降的重要拖累项；三是受双十一打折促销影响，化妆品和服装鞋帽类等消费或有所后移。

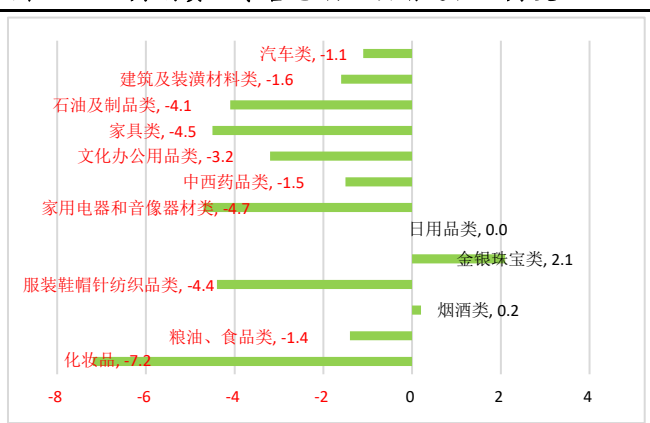
从累计数据来看，2019年1-10月份，石油及制品类、金银珠宝类、家具类、建筑及装潢材料类、家用电器和音像器材类消费增速，分别较去年同期降低13.6、8.2、4.7、4.5、2.4个百分点（见图14），年内汽车消费增速为负，表明汽车和房地产相关下游消费疲软是拖累年内社零下降的主因。相比之下，2019年1-10月份，文化办公用品类、化妆品类、粮油食品类、日用品类消费增速均维持在10%以上，且较去年同期分别提升0.8、0.7、0.4和0.4个百分点。预计短期内房地产相关消费仍有下行压力，国内汽车消费回暖亦具有不确定性，消费大幅反弹缺乏支撑基础。

图 11：社会消费品零售总额增速



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 12：10月消费品零售总额细项增速较上月变化

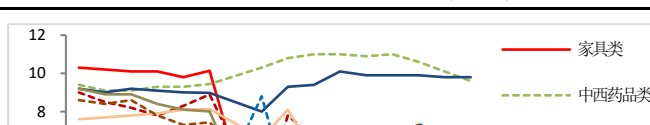


资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 13：汽车类和石油及制品类对消费影响大



图 14：社会消费品零售总额细项增速(累计)



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_8895



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn