经济不失积极信号

——10月经济增长数据点评

报告摘要

- **10月经济增长数据再度下挫，但若干经济信号的表现依然偏向积极。**我们仍然认为，**中国经济进一步恶化的风险已经下降，通胀上冲过程中，财政政策或将补位货币政策，11月10日国务院常务会议的决定就是个体现。**

  - **工业增加值8-10月的累计同比一直保持在5.6%平台，当月同比的大幅波动，可能存在月度之间透支平滑的因素。**特别是，发电量增速对经济景气变化的反映更加灵敏一些。今年二季度经济景气下挫，就在发电量上体现得更充分，近期发电量增速回升，可能也反映了经济景气有所回温。**出口仍然是工业生产的核心拖累。**不过，2016年以来出口交货值在工业增加值中的占比已经显著下降，到2018年只占41%，回到了2002年加入WTO的水平，出口对中国经济的拖累已经不那么强。

  - **基建迟迟“引而不发”，或许正是昨日国务院常务会议确定降低部分项目资本金比例的原因。**这一制度变化可能从两个角度加快基建投资增长：1）在通胀约束货币宽松、赤字率空间受限的情况下，通过降低资本金比例、从而提升债务融资比例，来提升财政资金的杠杆效果，是财政政策补位货币政策的一种形式。2）缓解资本金到位偏慢对于基建投资的约束，加快形成固定资产投资完成额。**但基建投资的增长空间，仍然受制于满足条件的项目不多（背后也有债务严监管下地方政府的意愿不足），明年基建投资上行的想象空间目前仍然是不大的。**

  - **房地产投资的韧性再超预期。**房地产销售延续改善势头，有从三四线城市向一二线城市移动的迹象。从拿地和新开工增速的回升来看，暂时看不到明年房地产投资恶化的趋向（尽管今年土地购置负增，但房企的土地储备是充足的）。

  - **高技术制造业投资进一步加速，同比增速达到14.5%。**假设未来高技术制造业与其它制造业投资保持与10月相同的增速，那么到2030年高技术制造业投资的占比就会超过50%。因此，当前看待中国经济、看待中国资产，都需要注重“转型”与“总量”相结合的视角。

  - **10月社会消费品零售总额同比再度下挫，“双十一”导致的消费后移是主要影响因素。**绝大部分商品销售增速均下滑，只有通讯器材类（手机）消费有明显提速。随着地产竣工的回升，手机和汽车消费的触底（尽管10月统计局零售口径汽车消费增速下行，但乘联会和中汽协的汽车销量数据均延续边际改善），以及消费升级的趋势延续，仍是明年消费增长的支撑。

研究部

钟正生
zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐
lzhang@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

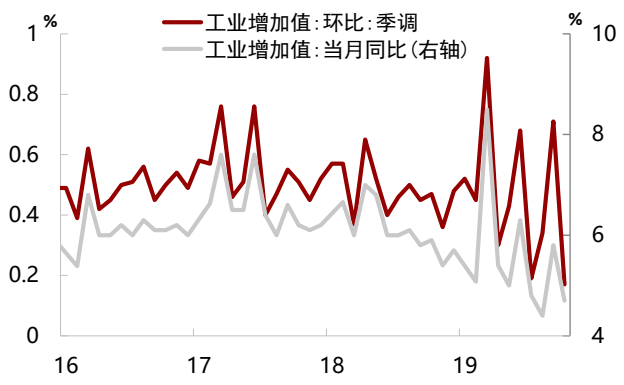
2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

1、出口的拖累延续

10月工业增加值同比回调至4.7%的低位，季调环比也出现了今年规律性地下挫（图表1）。不过，**8-10月工业增加值累计同比一直保持在5.6%平台，当月同比的大幅波动，可能存在月度之间透支平滑的因素。**工业产销率的情况也类似，当月同比显著回落、而累计同比持续抬升，也不宜对工业品需求过于悲观。**出口仍然是工业生产的核心拖累（也是整体经济的核心拖累之一）**，10月出口交货值当月同比回落至-3.8%，累计同比降至1.8%，为2017年以来最低（图表2）。10月出口数据尽管有所回升，但经季调后是显著回落的。不过，2016年以来，出口交货值在工业增加值中的占比已经显著下降，到2018年只占41%，回到了2002年加入WTO的水平，出口对中国经济的拖累已经不那么强（图表3）。

此外，工业增加值与高频数据——发电煤耗量之间的背离。10月发电煤耗的高频数据一直表现稳健，发电量当月同比仅从上月高位小幅回落。**从历史数据来看，我们倾向于发电量增速对经济景气变化的反映更加灵敏一些（图表4）。**今年二季度经济景气下挫，就在发电量上体现得更充分；近期发电量增速回升，可能也反映了经济景气有所回温。

图表 1 ：10 月工业增加值数据规律性回落

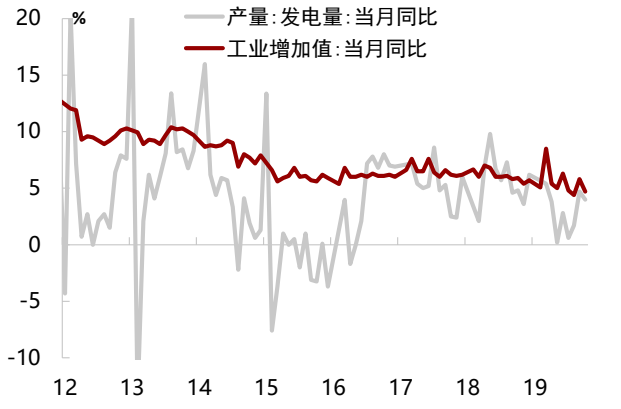


图表 2：10 月出口交货值持续减速

来源：Wind ，莫尼塔研究

图表 3 ：近年来出口对工业的贡献已显著降低

图表 4：发电量增速似乎对经济景气反映更灵敏



来源：Wind ，莫尼塔研究

2、房地产新开工提速

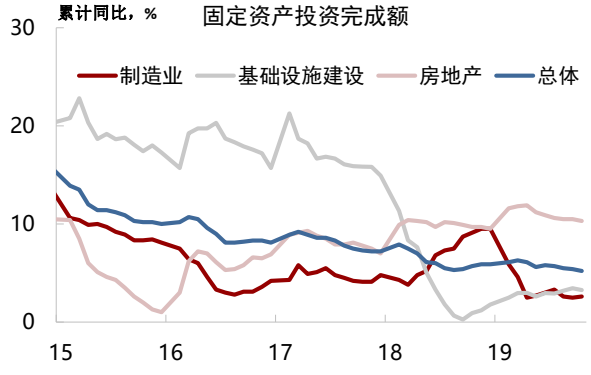
1-10月固定资产投资增长5.2%，较上月继续回落0.2个百分点（图表5）。其中：

基建投资累计同比回落至3.26%，基建迟迟“引而不发”，或许正是11月13日国务院常务会议确定降低部分项目资本金比例的原因。国务院决定：将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点。同时，基础设施领域和其他国家鼓励发展的行业项目，可通过发行权益型、股权类金融工具筹措资本金，但不得超过项目资本金总额的50%。

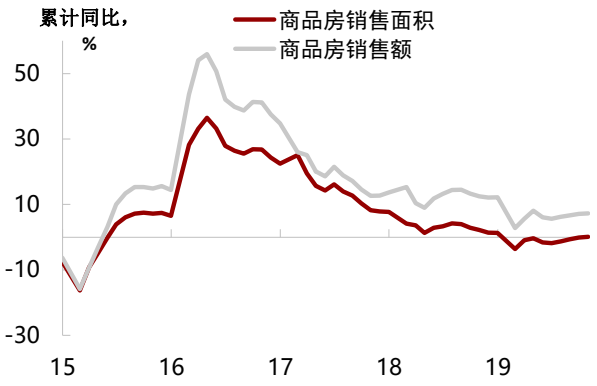
这一制度变化可能从两个角度加快基建投资增长：1）在通胀约束货币宽松、赤字率空间受限的情况下，通过降低资本金比例、从而提升债务融资比例，来提升财政资金的杠杆效果，是财政政策补位货币政策的一种形式。2）缓解资本金到位偏慢对于基建投资的约束（我们草根调研了解到，基建项目存在资本金到位慢的瓶颈），加快形成固定资产投资完成额。**但基建投资的增长空间，仍然受制于满足条件的项目不多（背后也有债务严监管下地方政府的意愿不足），明年基建投资上行的想象空间目前仍然不大。**

房地产投资小幅回落至10.3%，韧性再超预期。房地产销售延续改善势头，1-10月销售面积累计同比转正至0.1%，再创年内新高；销售额同比升至7.3%（图表6）。其中，东部地区销售面积同比降幅收窄、中部地区略有加速、西部地区则呈现一定回落。房地产销售的格局有从三四线向一二线城市移动的迹象。房地产开发资金来源小幅减速，主要受国内贷款拖累，但按揭贷款、订金预收款这些与房地产销售相联系的资金来源增长继续加速，利用外资增速高位回落，但占比较小不会产生关键影响（图表7）。房屋新开工、竣工及土地购置面积全线加速（图表8），尤其是新开工增速的再度上扬是个非常积极的因素，表明房地产融资政策收紧似乎并未对房企总体开工意愿构成打击。**从拿地和新开工增速的回升来看，暂时看不到明年房地产投资会明显恶化的趋向（尽管今年土地购置负增，但房企的土地储备是充足的）。**

图表 5：10 月固定资产投资继续温和回落

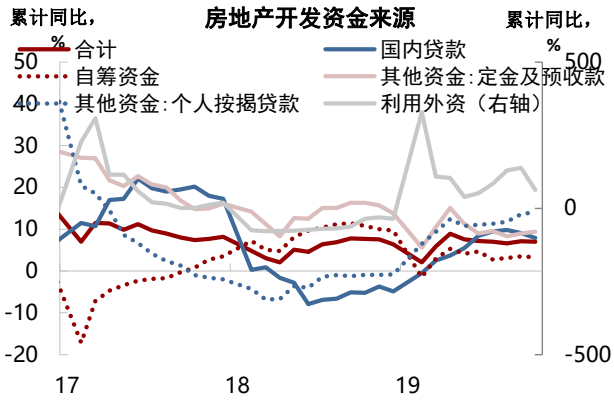


图表 6：10 月房地产销售继续呈现改善

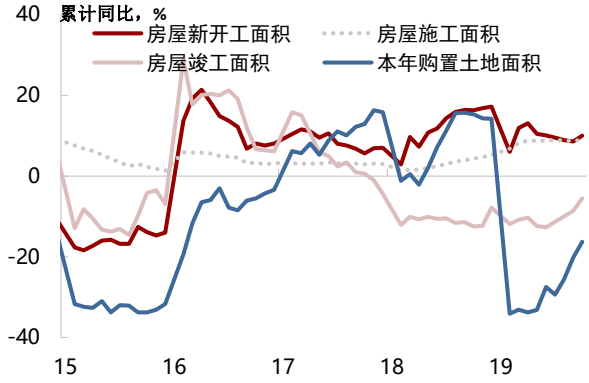


来源：Wind，莫尼塔研究

图表 7：10 月房地产开发资金来源仍基本稳定



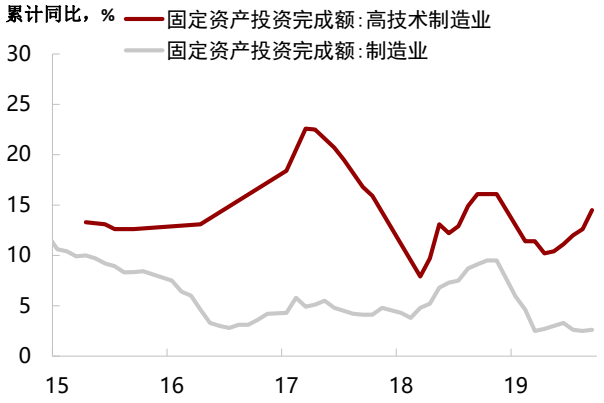
图表 8：10 月房屋新开工面积显著回升



来源：Wind，莫尼塔研究

制造业投资小幅回升0.1个百分点至2.6%。尤其亮眼的是，高技术制造业投资进一步加速，同比增速达到14.5%（图表9）。可以做个简单的估测以表明这一积极因素，假设未来高技术制造业与其它制造业投资保持与10月相同的增速，那么到2030年高技术制造业投资的占比就会超过50%。因此，当前看待中国经济、看待中国资产，都需要注重“转型”与“总量”相结合的视角。

图表 9：10 月高技术制造业继续加快增长



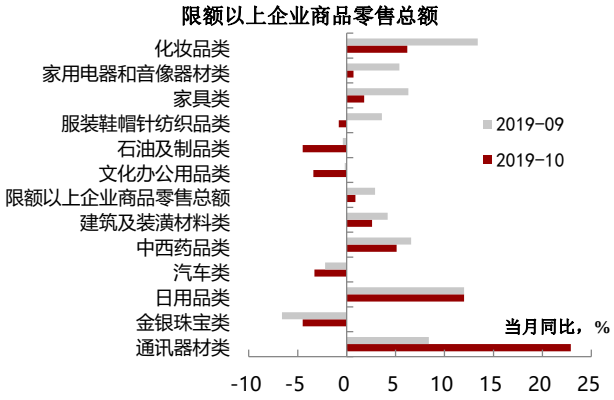
来源：Wind，莫尼塔研究

3、“双十一”消费后移

10月社会消费品零售总额同比再度下挫至7.2%，剔除通胀的影响后降幅更大，“双十一”导致的消费后移是主要影响因素（图表10）。从限额以上企业零售的分项数来看，绝大部分商品销售增速均下滑，只有通讯器材类（手机）消费有明显提速，金银珠宝降幅也有所收窄（图表11）。**去年下半年以来居民储蓄存款增速显著攀升（图表12），居民消费性支出增速持续明显低于可支配收入增速（图表13），表明居民消费意愿不足，中美贸易冲突下的高度不确定性可能是主要原因。**不过，随着地产竣工的回升，手机和汽车消费的触底（尽管10月统计局零售口径汽车消费增速下行，但乘联会和中汽协的汽车销量数据均延续边际改善），以及消费升级的趋势延续，仍是明年消费增长的支撑因素。**10月城镇调查失业率回落一个百分点至5.1%，就业压力可控。**

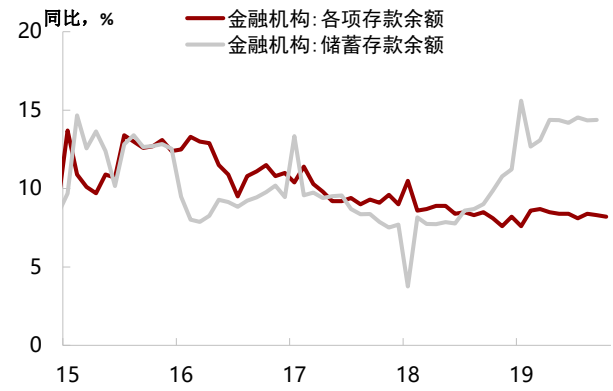
图表 10：10 月社零增速再度下挫

图表 11：10 月只有手机消费增速显著上升

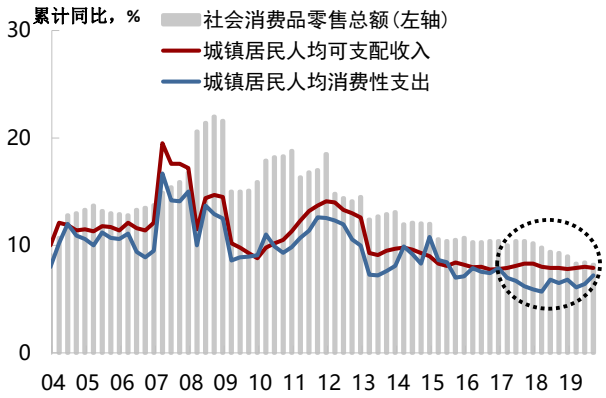


来源：Wind ，莫尼塔研究

图表 12：居民储蓄存款增速大幅攀升



图表 13：居民消费增长持续落后于收入增长



来源：Wind ，莫尼塔研究

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_8900