

供需双弱，经济下行压力仍未解除

10月经济数据点评

核心结论

消费增速缓慢下行，未来房地产中后周期需求有望拉动消费增长。19年1-10月名义社零累计增长8.1%，增速环比1-9月下降0.1个百分点。分结构来看，10月除通讯类消费增速有所回升外，包括必选消费品、汽车零售和地产产业链等其余消费类零售额增速均出现不同程度下降。我们认为，10月份消费增速出现下行主要是有关消费受“双11”活动影响被延迟至11月，从目前“双11”的销售情况来看，预计11月消费增速会大幅反弹。展望未来，由于17-18年销售的大量期房将在未来两年逐渐交付，房地产后周期的消费需求有望拉动消费增长，整体消费增速下行速度相对可控。

固定资产投资中坚力量还是房地产。19年1-10月份全国固定资产投资额累计同比增速为5.2%，较上月增速回落0.2个百分点，为连续第四个月回落。其中房地产开发投资1-10月累计同比增速为10.5%，较前值小幅回落0.2个百分点，而制造业投资和基建投资增速（大口径）1-10月累计分别同比增长2.6%和3.26%，与9月相比分别有0.1个百分点的上升和0.18个百分点的下降。外需的不确定性和企业盈利收缩将继续制约企业的投资意愿和能力，制造业投资难有改善。此外，基建在专项债额度有限以及非标严监管情况下，年内发力空间有限。最终，投资还靠房地产，购房需求在按揭成本下降的驱动下将改善保证房企资金，同时尚有大量房屋需要完成交付，这都将驱动房企继续加大投资施工力度。

工业生产积极性不佳。19年10月表征工业生产活动的指标出现回落，其中工业增加值单月增速为4.7%，较9月下降了1.1个百分点，同时全国发电量单月增速为4.0%，较前值下降0.7个百分点。虽然下滑的幅度没有出现断崖，但背后反应整体工业企业的生产积极性仍然是偏弱的，这与需求没有实质性改善只是企稳有关，工业企业生产真正的抬升得产成品库存出现有效去化后才能得以预期。

经济下行压力仍未解除。10月广义社融并未加速往上，主要拖累来自于政府专项债发行量和人民币新增贷款同比去年明显减少，而且中长期贷款规模增长主要用于给地方政府做存量债务置换，真正企业的资本开支意愿依旧有限，这说明实体的信贷尚没有得以派生改善。其次，海外的需求也存在下行风险。总的来说经济下行的压力是没有解除的，但今年年内的经济下行空间也不大，目前的主要问题仍然是通胀对于居民实际购买力的侵蚀，中国需要继续加强逆周期调节来稳住内需。

风险提示：海外经济大幅下行。

分析师



雒雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人



张育浩



zhangyuhao@research.xbmail.com.cn



潘越



panyue@research.xbmail.com.cn

相关研究

宏观：《三季度GDP和9月经济数据点评——经济难言企稳，外需仍有下行风险》2019-10-20

宏观：《8月经济数据点评——投资和生产增速下滑，三季度增长承压》2019-9-16

宏观：《7月金融数据点评——供需两端表现不佳，经济增长放缓》2019-8-14

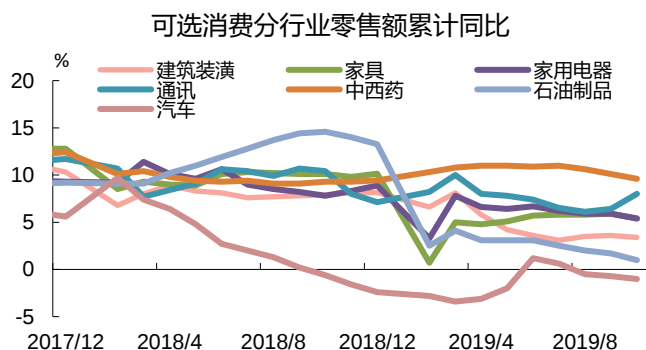
供需双弱，经济下行压力仍未解除

消费增速缓慢下行，未来房地产中后周期需求有望拉动消费增长

19年1-10月名义社零累计增长8.1%，增速较1-9月下降0.1个百分点，1-10月实际社零累计增长6.29%，相较于9月下降0.11个百分点。分结构来看，受益于当月多个手机新品的发布，10月通讯类消费有一定的加速增长，通讯器材零售额1-10月累计增长8%，较前值上升了1.6个百分点。但包括必选消费品、汽车零售和地产产业链等其余消费类零售额增速均出现不同程度下降，其中粮油食品1-10月累计同比10.4%，较前值下降0.2个百分点；纺织服装1-10月同比增长2.8%，增速下降0.5个百分点；汽车零售额1-10月累计同比下降1%，较前值下滑0.3个百分点。

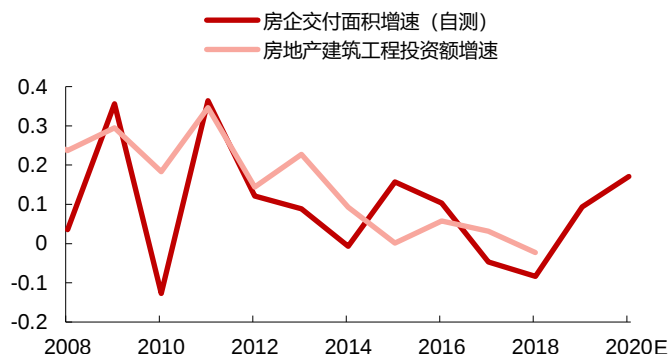
从单月同比数据来看，10月名义社零增加7.2%，较前值下降了0.6个百分点，尤其房地产行业链条相关的消费品，在10月单月同比均出现了明显的回落，比如建筑和装潢材料零售额10月单月增长2.6%，较9月增速回落了1.6个百分点；家具零售额10月单月增长1.8%，较9月增速回落了4.5个百分点；家用电器类零售额10月单月增速仅0.7%，较9月增速回落了4.7个百分点。我们认为，家具和家用电器的需求短期回落主要是受到“双11”购物活动的影响，较多10月的大额消费被延迟至11月，从目前“双11”的销售数据来看，相关消费在11月预计会大幅反弹，如2018年11月和2017年的11月相关消费也曾经大幅上行。但是也必须指出，2018年10月和2017年10月的相关消费同比并没有出现如此大幅下滑（尤其是家电类零售在10月同比几乎没有增长），显示在经济下行以及物价上涨的双重影响下，居民对于价格优惠和折扣更为敏感，延迟消费也更为明显。展望明年，由于17-18年房地产销售的大量期房将在未来两年逐渐面临交付，尤其2020年对于开发商而言交付压力最大，这样的刚性约束下将推动房企尽快投资以便按时交付，那么整个地产中后周期的消费品需求将会被带动上升，使得整体消费下行的速度相对可控。

图1：除通讯设备需求改善，其余可选消费品需求回落



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图2：未来房企面临大量房屋需要交付，应不断加快投资



资料来源：Wind，西部证券研发中心

固定资产投资中坚力量还是房地产

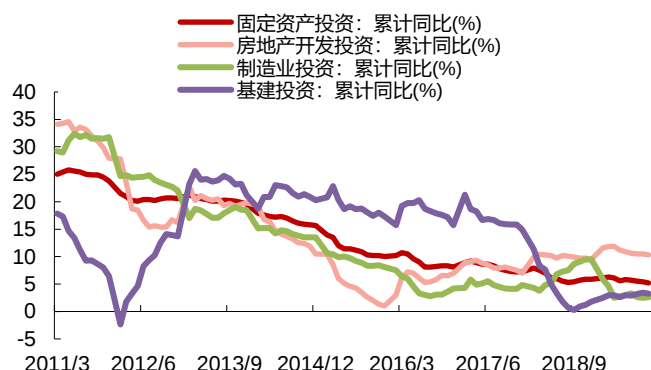
2019年1-10月份全国固定资产投资额累计同比增速为5.2%，较上月增速回落0.2个百分点，为连续第四个月回落。其中房地产开发投资1-10月累计同比增速为10.3%，虽增速较前值小幅回落0.2个百分点，但增速明显高于总的固定资产投资增速，而制造业投资和基建投资增速（大口径）1-10月累计分别同比增长2.6%和3.26%，与9月相比分别有0.1个百分点的上升和0.18个百分点的下降，但增速均慢于总的固定资产投资，仍是拖累项。

对于制造业投资，我们依旧持谨慎悲观态度，原因是其两个主要影响因素目前都未有改善迹象，一是工业品价格和企业利润增速仍为负且还在下降，企业运营困难抑制其投资能力；二是贸易争端始终有不确定性，叠加全球制造业衰退和外需下行，出口继续承压，1-10月出口金额累计同比下降0.2%，增速较上月下滑了0.1个百分点，较上月下降0.1个百分点，同时1-10月的出口交货值累计同比1.8%，较上月下降0.6个百分点，这都将持续压制企业的投资意愿。另外，人民币汇率近期的走强也会对第四季度的制造业出口形成一些压力。但是也需要指出，制造业PMI近期在全球有筑底迹象，显示各国央行的宽松政策在短期内起到了一定的效果，因此制造业投资在年内的下行空间比较有限。

另外，自9月份以后专项债未有发行，叠加非标依旧严监管，地方政府的基建融资问题难度尚在，基建投资增速开始回落，即便明年的专项债额度一部分在今年最后一两个月提前派发，由于从资金到位到形成投资具有一定的时滞，基建的未来两月发力空间将十分有限。

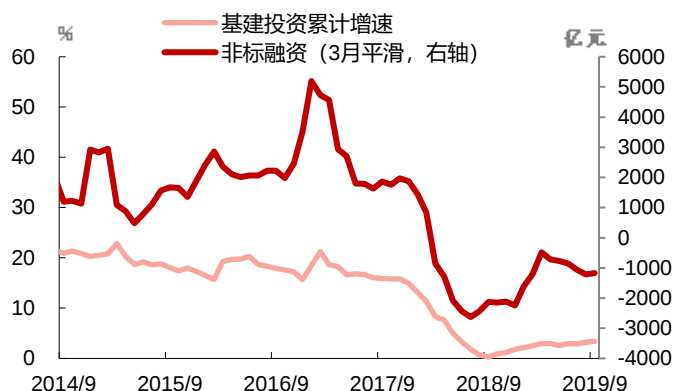
而对于房地产投资，我们依旧偏乐观，预计仍将维持高增速。乐观主要原因，1）随着央行执行宽信贷，驱动实体融资成本的下探过程中，居民的购房成本将跟随下降，且房价涨幅仍高于按揭利率，地产的赚钱效应将不断驱动居民购房需求，1-10月全国商品房销售面积累计同比增长0.1%，年内首次实现增速转正，预计后续商品房销售仍将继续向上抬升。2）购房需求只要存在且持续增长，房企的主要资金来源销售回款便得到保证，叠加过去17-18年的大量销售期房临近交付期，我们测算2020年将有约16亿平方米房屋需要交付，同比2019年约上升17%，刚性约束下也将驱动房企继续加大投资施工力度。

图3：地产投资仍是固定资产投资中的中坚力量



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图4：非标严监管下，基建难有发力



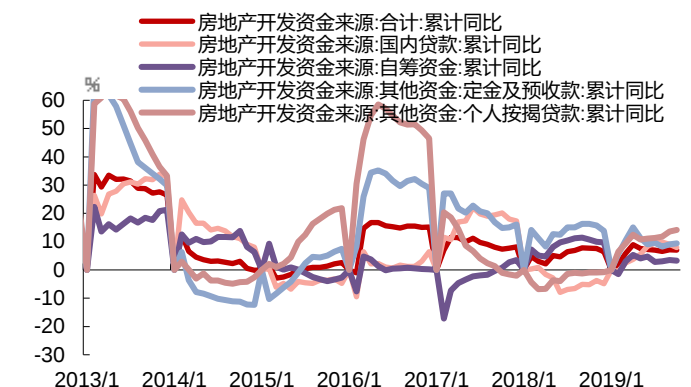
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 5：流动性呵护下，地产销售需求难有下滑



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 6：房企销售回款资金持续改善

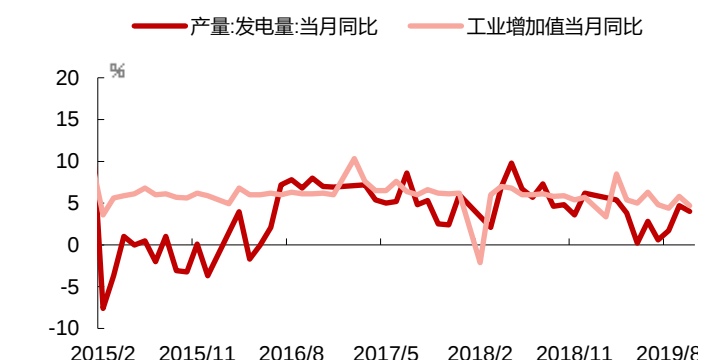


资料来源：Wind，西部证券研发中心

工业生产积极性不佳

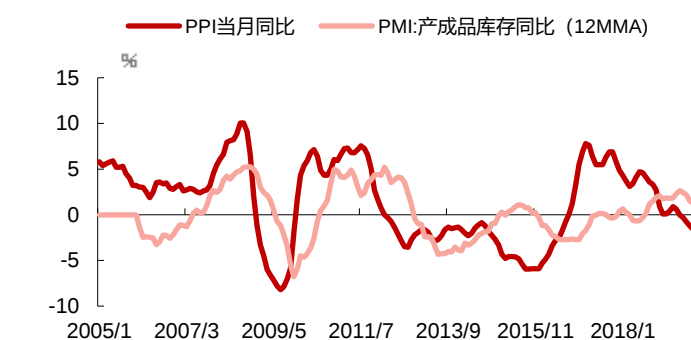
2019年10月表征工业生产活动的指标出现回落，其中工业增加值单月同比增速为4.7%，较9月下降了1.1个百分点，显示9月的增速反弹并未持续，与我们的前期判断相一致。同时全国发电量单月同比增速为4.0%，较前值下降0.7个百分点。虽然下滑的幅度没有出现断崖，但背后反应整体工业企业的生产积极性是偏弱的，这与需求没有实质性改善只是企稳有关，对应的看到企业产成品库存仍然在累积，只是累积的速度开始减慢，这意味着虽然企业行为已经开始主动去库，但库存还未真正实现有效去化，同时整体工业品的价格同比仍然是负值区间。工业企业在这种状态下很难实现生产积极性的抬升并形成放量产出，真正的改善得产成品库存出现有效去化后才能得以预期。

图 7：工业生产活动有所回落



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 8：需求并未实质改善，企业产成品库存仍在累积



资料来源：Wind，西部证券研发中心

经济下行压力仍未解除

此次经济数据如预期般滑落，仅房地产投资存有少数亮点，但总的来说经济下行的压力仍未解除。尤其是经济的领先环节实体的信贷都没有得以派生改善，10月份的广义社融同比并未加速往上，主要拖累来自于政府专项债发行量和人民币新增贷款同比去年明显减少。另外，虽然

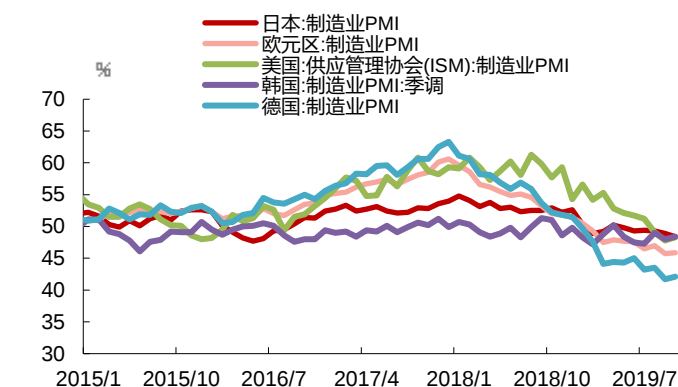
新增贷款中中长期贷款规模相对有所加速扩张，但经过我们的草根调研了解，增量主要是来自于银行把较多的中长期贷款额度给予了地方政府做存量债务置换，真正实体企业的资本开支意愿依旧是相当有限的。其次，海外的需求也存在一定的下行风险。首先看美国，目前美国的经济韧性主要是失业率数据仍然坚挺，处于历史低位，但就业市场的领先指标新增非农已经有所下行，另外消费和投资也有不同程度的下滑，美国经济在未来一年具有衰退风险。同时，欧洲、日本和韩国的制造业已经进入了衰退周期，这都将影响国内的出口需求以及全球大宗商品价格，这也是为什么各国央行不断进行货币宽松的原因。因此，我们认为经济本身处于寻底的过程中，但今年年内的经济下行空间也不大，目前的主要问题仍然是通胀对于居民实际购买力的侵蚀，对应的中国当下需要加强逆周期调节来稳住内需，一方面保持货币流动性的适度宽松，一方面引导资金向实体传导，让实体融资成本进一步下调，我们预计年内还将看到 LPR 实现 5-10bps 的下行。

图 9：实体信贷需求仍未得到扩张改善



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 10：海外主要经济体制造业 PMI 连续处于 50% 以下



资料来源：Wind，西部证券研发中心

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_8911

