宏观经济

谨慎乐观（短期）

看好（中长期）

市场数据（2019-11-15）

	上证综指涨幅
近一周	-2.46%
近一月	-3.33%
近三月	2.68%

股价走势图

数据来源：Wind、国融证券研究与战略发展部

研究员

张志刚
执业证书编号：S0070519050001
电话：010-83991712
邮箱：zhangzg@grzq.com
闫晓丹
执业证书编号：S0070519030001
电话：010-83991710
邮箱：yanxd@grzq.com

联系人
李海宸
电话：010-83991799
邮箱：lihc-yjfz@grzq.com

相关报告

《9 月经济小幅改善，四季度基建加码或推动贷款平稳》20191025

《美欧进入降息周期，国内或以结构性宽信用政策为主》20190926

《7 月控房延续经济下行，政策对冲预期升温》20190823

《A 股结构性行情将常态化，逐步加大新核心资产配置》20190816

《经济渐稳波动将趋小，政策托底刺激或留待明年》20190816

地产韧性好于预期，经济 10 月再度下行但不必悲观

——2019.11.18 宏观研究月报

投资要点

- **10 月经济数据转弱，需求生产两端仍然疲软，近期猪价回落明显但结构性通胀上行大势难消。同时我们也注意到经济企稳迹象初现，企业中长期贷款连续 3 月改善，房地产销售以及开工竣工数据接连超出预期，后续财政加码，经济有望触底回稳。**

1）从经济需求端看，10 月消费受汽车和电商跨月消费的拖累，地产投资和基建投资小幅回落，出口延续负增长。展望年底，汽车回暖消费有望好转，地产韧性强于预期促投资整体平稳，出口受中美协议在即也有望触底回暖，整体需求并不悲观。

2）生产端再度“大幅”低于预期，季末季初效应明显。在 PPI 通缩状态下，工业企业仍在去库存的底部徘徊，生产波动是优化库存的必然。需求不足背景下，生产也难以持续回升。

3）10 月 CPI 波幅超出预期，11 月至今猪价回落但难改 CPI 上行大势。央行的货币宽松好于预期，但通胀上行期仍需密切观察边际变化。PPI 持续下行，出口疲软和基数拖累是主因，油价及 CRB 指数下行放缓，年末 PPI 有望触底回暖。

4）10 月社融信贷总量低于预期，但企业中长期贷款连续 3 个月改善。四季度信贷需求偏弱，专项债扩容还需观察，社融扩张压力犹存，急需财政等措施加码，基建领域或成发力方向。

5）10 月 PMI 再度回落，需求生产双弱，非制造业也下行接近荣枯线。全球主要经济体 10 月 PMI 有所好转，但探底压力仍存。

6）重点行业：房地产销售数据连续 4 个月正增长，10 月一二线再度回暖，韧性超出预期。汽车 10 月零售批发销量负增长幅度有所好转，但仍不及预期。

- **风险提示：国内政策收紧；经济下台阶超出预期；海外经济下行超预期；贸易战持续扩大。**

仅供签约客户使用，请勿转发

目 录

1. 整体需求缓慢下滑，经济仍处低位但不必悲观 4
1.1 10 月社零同比增速 7.2%，回落幅度略超预期 4
1.2 投资小幅回落，制造升而基建地产略降，但地产韧性大超市场预期 5
1.3 10 月进出口数据继续回落，后续有望触底回暖 7
2. 工业生产再度放缓，需求底部徘徊应理性预期 8
3. CPI 数据超出预期，猪价初降但结构性通胀大势难言扭转 9
4. 社融数据低于市场预期，但信贷结构持续改善 11
5. 10 月 PMI 再度回落，制造业底部徘徊 13
6. 重点行业：地产销售连续 4 个月正增长，汽车销售回暖但不及预期 14

仅供签约客户使用，请勿转发

插图目录

图 1 扣除汽车后的社零增速也处于底部 5
图 2 10 月多数消费品类增速回落 5
图 3 汽车销售数据有所好转，但不及预期 5
图 4 电商渗透率不断上升，对社零的影响也越发重要 5
图 5 基建、地产投资增速双双减弱带动投资整体增速持续放缓（%） 6
图 6 10 月新开工、施工、竣工等数据全线超出预期 7
图 7 1-10 月土地购置数据和新开工累计增速提升 7
图 8 10 月进出口数据仍负增长，但好于市场预期 8
图 9 10 月对美出口金额增速再下行，但降速放缓（%） 8
图 10 汽车生产再好转，多数行业出现普遍回落 9
图 11 全国发电量的明显好转反应了生产端并不悲观 9
图 12 CPI 已经创 2012 年以来新高 10
图 13 能繁母猪存栏及生猪存栏仍呈下降趋势 10
图 14 11 月上旬猪肉价格环比略有回落 10
图 15 猪价领头，其他食品上旬也跟随略有回落 10
图 16 PPI 继续下行，但年末有望小幅好转 11
图 17 10 月社融、信贷略低于预期 12
图 18 10 月信贷和地方政府专项债拖累社融总量 12
图 19 10 月信贷结构改善，企业中长期贷款持续好转 12
图 20 企业中长期贷款继续好转，居民贷款略有下滑 12
图 21 PMI 再度回落，连续 6 个月处于荣枯线之下，制造业景气一直在底部徘徊 13
图 22 全球主要经济体 10 月制造业 PMI 略有好转，但持续处于枯荣线以下 14
图 23 10 月一二线城市销售回暖，而全国 4 个月正增长 15
图 24 10 月汽车销售回暖，但仍不及预期 15

仅供签约客户使用，请勿转发

1.整体需求缓慢下滑，经济仍处低位但不必悲观

从经济需求的三驾马车来看，9 月回暖之后 10 月再度下行，消费增速回落超出预期，投资继续小幅放缓，出口仍呈下降趋势。展望年底，电商集中消费的短期影响渐消，汽车贡献增加，消费有望保持稳定；同时制造业投资底部徘徊，但地产韧性持续超出预期，基建有望在财政政策支持下加码，投资整体有望平稳；出口则仍面临全球经济下滑兑现的冲击，但中美一期协议在即，贸易不确定性好转有望推动出口触底回暖。经济虽处低位，但未来不必悲观。

1.1 10 月社零同比增速 7.2%，回落幅度略超预期

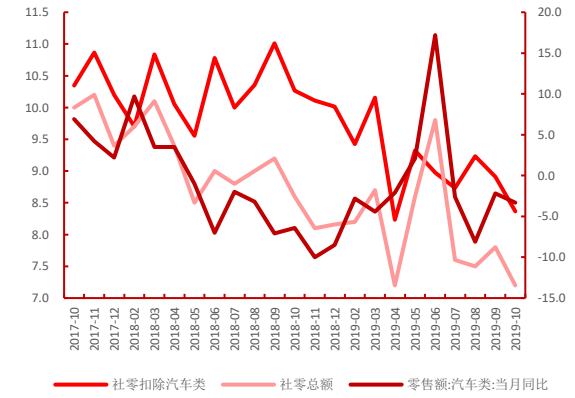
10 月社零总额同比增长 7.2%（较前值回落 0.6pct），社零实际增长 4.9%（较前值回落 0.9pct），增速降至年内低点，超出市场预期。结合累计数据看，1-10 月社零同比增速 8.1%，与 1-9 月增速回落 0.1pct。

10 月消费整体维持弱势，日用品类消费较上月持平，多数大类消费均边际回落。其中汽车类消费金额-3.3%，较 9 月降幅扩大 1.1pct，这与乘联会、中汽协的销量数据改善有所背离，综合来看汽车消费整体略有好转但需求仍在底部反复。扣除汽车以外的消费品零售总额同比增长 8.3%，较前值下降 0.7pct，也创下 4 月以来新低。剩余大类中，仅通讯器材改善明显，10 月增长 22.9%；而较为景气的家具、家电及建筑装潢等商品零售同比增速分别为 1.8%、0.7%和 2.6%，均较前值有不同程度的回落。

10 月扣除汽车后的社零增速回落很大程度上受 “双十一”消费移位的影响。过去十年，网络电商加速下沉，家电、家具等地产相关消费品和粮油食品、服装鞋帽、化妆品等日用品的网上消费上升，网上商品和服务零售额占整个社零总额的比例不断提高，10 月估算达到 24.59%，电商集中促销模式对消费行为的影响也日益明显。从今年双十一各电商公布的数据来看消费依然景气，天猫成交金额再创历史新高达到 2684 亿元，同比增长约 25.7%，其中化妆品表现靓丽。我们预计 11 月日用品及家庭消费品增速有望回升，对社零数据产生一定支撑作用。

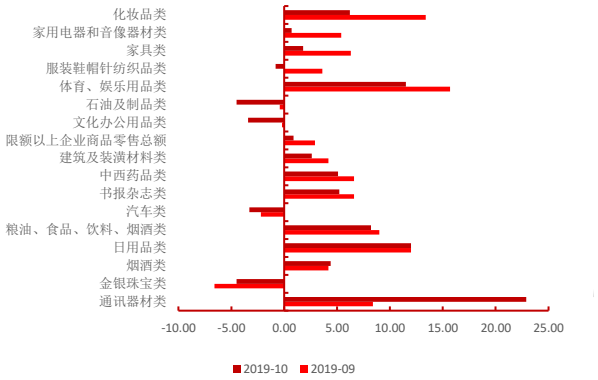
仅供签约客户使用，请勿转发

图 1 扣除汽车后的社零增速也处于底部



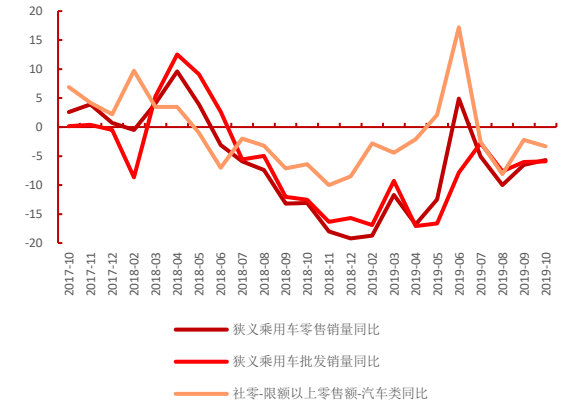
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 2 10 月多数消费品类增速回落



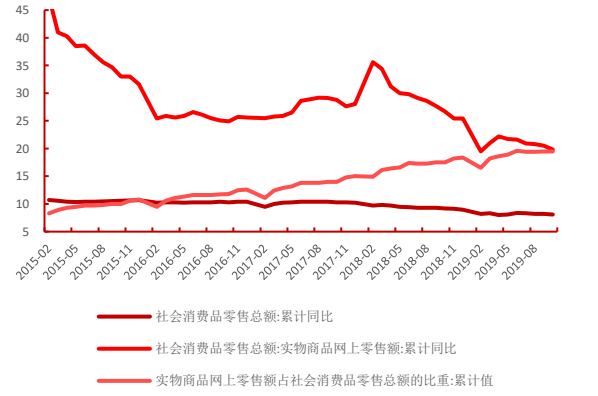
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 3 汽车销售数据有所好转，但不及预期



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 4 电商渗透率不断上升，对社零的影响也越发重要



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

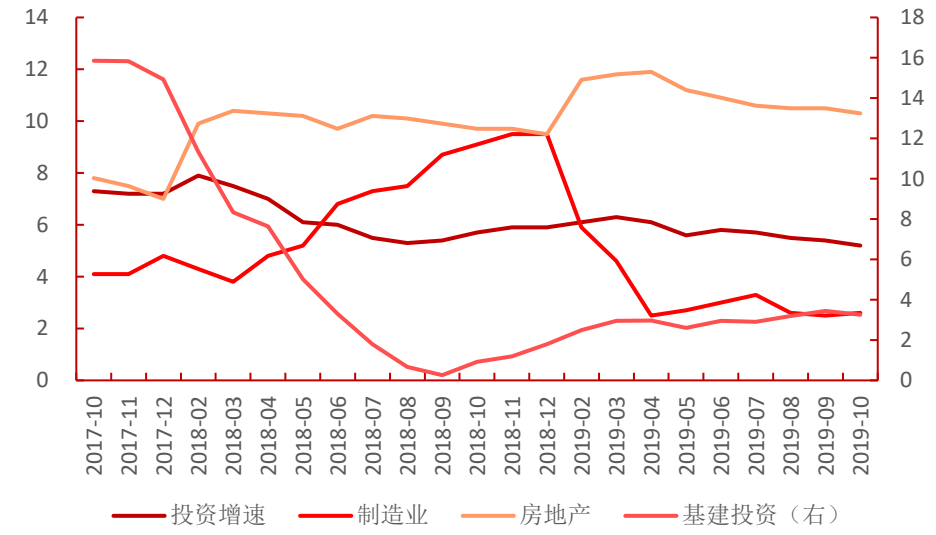
1.2 投资小幅回落，制造升而基建地产略降，但地产韧性大超市场预期

固投整体小幅放缓符合预期，基建、地产略降，但制造业投资小幅回升。1-10 月固定资产投资同比增长 5.2%，前值 5.4%，市场预期 5.4%。其中，制造业投资累计增 2.60%，较前值上升 0.1pct；基建投资累计增速 3.26%，较前值下降 0.18pct；房地产投资累计增速 10.30%，较前值下降 0.2pct。基建和地产增速的下滑拖累了整体投资增长。

近期贸易谈判边际缓和，以计算机、通信器材和电子设备为代表的高科技企业投资意愿有所修复，带动制造业投资小幅回升。目前经济下行压力仍在，企业整体仍处于去库存的阶段，大幅度扩产意愿明显不足。预计后续制造业投资保持低位波动。

仅供签约客户使用

图 5 基建、地产投资增速双双减弱带动投资整体增速持续放缓（%）



数据来源：Wind、国融证券研究与战略发展部

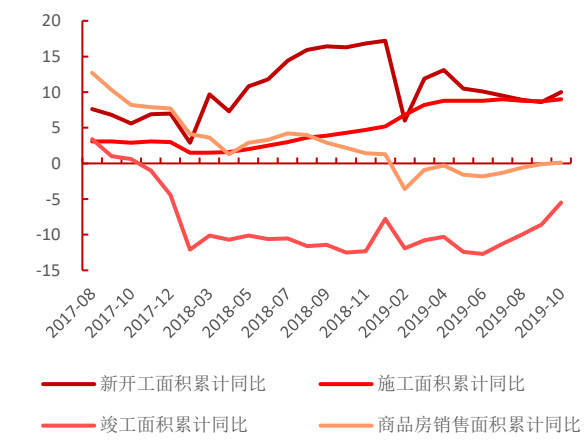
基建投资增速下降，政策加码支持。1-10 月，基建投资累计增速狭义广义口径下分别为 4.20%、3.26%，较 1-9 月分别下降 0.30pct、0.18pct。在 10 月无新增专项债资金支持的情况下，基建投资增速有所放缓。不过 13 日的国常会上提出降低港口等部分基础设施项目最低资本金比例，此举将提升基建项目的杠杆比例，而年底专项债的提前发放仍有可能，年底财政政策的加码将对基建投资有所支撑。

地产投资增速持续放缓，但韧性好于预期。1-10 月房地产开发投资增速 10.3%，较前值下降 0.2pct，仍维持在高位；单 10 月增速 8.64%，较前值下降 1.86pct。但从地产行业相关数据来看，整体大超市场预期，地产投资韧性有望持续。10 月当月销售面积为 1.94%，虽较前值有所回落，但已连续四个月维持正增长。1-10 月累计销售数据年内首次转正至 0.1%。地产新开工面积、施工面积累计同比增速分别为 10%、9%，分别较 1-9 月上升 1.4pct、0.3pct；房屋竣工面积累计下降 5.54%，环比大幅缩窄 3 个百分点，且从单月数据来看，单 10 月实现 19.22%的增长，增速环比提升 14pct。我们认为当前两方面原因支撑了地产行业数据：一方面，虽有融资政策限制，但地产企业高周转策略换来良好销售，处于库存低位的行业存在补库存的内生动力。具体来看，10 月商品房待售面积/销售面积比例下降到 37.02%，处于历史较低水平，低位的库存要求地产进入补库阶段，同时作为地产开发资金来源中比重最高的预收款和个人按揭持续增长，为拿地和建安支出提供了资金来源的保障。另一方面，中央政策层面仍保持“一城一策”，但近期部分城市根据自身情况调整了落户政策，使得部分城市地产行业景气度提升。不过政策层面对地产行业融资限制将继续保持定力难有放松，地产投资预计后续仍将呈现缓慢下行趋势，但考虑到

仅供签约客户使用

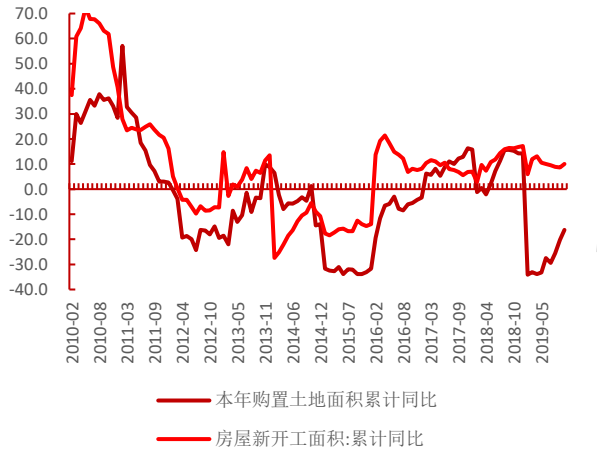
个贷和补库的韧性，地产投资仍有相当好的韧性，降幅斜率较预期要更缓。

图 6 10 月新开工、施工、竣工等数据全线超出预期



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 7 1-10 月土地购置数据和新开工累计增速提升



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

总体看，目前固定资产投资端整体趋弱。年底制造业投资低位徘徊，地产投资维持缓慢下行，但仍会为投资提供较强支撑。地方专项债的发行以及下调基建项目资本金等相关政策会是基建投资边际改善的最大动力来源，建议继续关注地方专项债的发行时间点及节奏。

1.3 10 月进出口数据继续回落，后续有望触底回暖

海关数据显示，我国 10 月出口金额（按美元计）同比-0.9%，前值-3.2%，预期-3.9%；进口同比-6.4%，前值-8.3%，预期-7.8%。进出口数据双双好于预期。

10 月出口较 9 月边际改善，同比增速略有回暖，但仍有反复。从主要经济体看，10 月除美国 PMI 略有回暖外，其他主要经济体 PMI 仍处于下行格局，全球经济景气仍处于探底阶段，外需疲软。

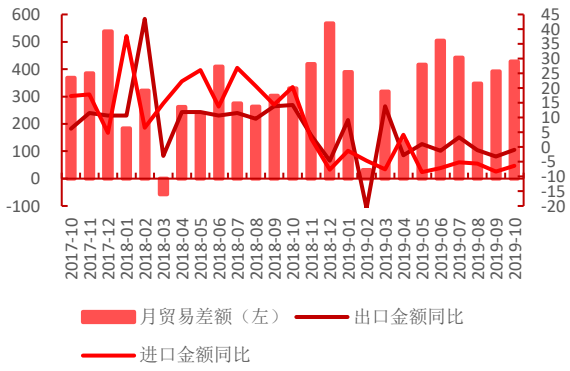
分国家来看，10 月对主要经济体出口大多边际改善。得益于中美贸易谈判取得第一阶段进展，对美贸易有所回暖。10 月对美国、欧盟和东盟出口增速边际改善，分别为-16.2%、3.1%和 15.8%均高于 9 月份；而受提升日本消费税影响，对日本出口增速跌幅扩大至-7.8%。

进口同比增速延续回落，降幅有所收窄，略高于市场预期。10 月进口降幅较上月缩窄 1.9 个 pct，连续第 6 个月负增长。从数量来看，10 月原油、铜、钢材等原料进口同比增速回升。

随着中美贸易谈判第一阶段协议逐步向“纸面化”推进，未来中国对美进出口均有望好转，预计 11-12 月进出口数据或将触底企稳。

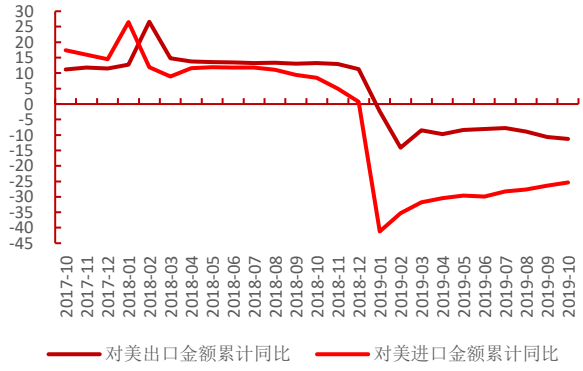
仅供签约客户使用，请勿转载

图 8 10 月进出口数据仍负增长，但好于市场预期



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 9 10 月对美出口金额增速再下行，但降速放缓（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

2. 工业生产再度放缓，需求底部徘徊应理性预期

10 月规模以上工业企业增加值同比增加 4.7%，较 9 月增速再度回落 1.1pct，增速低于 7 月而好于 8 月。生产端再度低于预期，表明工业在通缩状态下仍在去库存的底部徘徊。

多个行业景气普遍回落。采矿业增加值增 3.9%（较前值大幅下降 4.2pct），制造业增加值增 4.6%（较前值回落 1.0pct），电力热力增 6.7%（较前值升 1.3pct），燃气增 4.6%（较前值降 6.3pct），水增长 8.0%（较前值升 0.7pct）。而制造业细分行业中，汽车增加值增速从 0.5%提高到 4.9%，计算机通信电子由 11.4%回落到 8.2%，医药由 7.3%回落到 7.1%。

今年以来季末季初效应更为明显。3、6、9 月都出现了生产的高峰，随后在次月 4、7、10 月都出现了明显的回落，波动较以前扩大，甚至与当期的耗煤、发电等数据有所背离。对此，我们的理解是，大多数工业行业都处于主动去库存的底部，但由于海外贸易和国内政策的不确定性，需求始终没有持续的

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_8913