

## 基建意外走低，稳增长措施仍需继续推进

### 10月经济数据点评

#### 核心内容：

#### 1、经济走低幅度超预期，基建意外大幅下滑，稳增长政策仍然较为重要

本月工业生产大幅回落，但工业生产需要结合1个季度的数据来看，预计4季度工业生产略好于3季度，但仍然较为疲软。汽车消费低迷拖累整体消费增速，消费整体需要等待汽车稳定后进入增速趋稳状态，预计2020年后消费趋稳。10月基建意外走低，可能是由于资金确实，预计下个月仍然会恢复。未来稳增长措施仍然支持基建，预计基建投资增速回升至5%。房地产投资仍有韧性，2019年预计在10%左右，2020年仍然回落。

#### 2、出口受出口拖累，制造业加速去库存

10月份工业生产回落，出口低迷拖累了生产，同时下游需求减弱，钢铁生产进入低迷期，拉动生产回落。工业部门仍然在去库存中，生产企业库存去化程度加快，明年工业企业可能有库存恢复期。生产的低迷已经拖累的经济增速，政府需要推出更有力的举措支持经济。预计今年工业增加值在5.4%左右，2020年预计在5.0%左右。

我们对生产季节性运动理解：（1）生产企业越来越受到税收等政策影响，倾向于季末填报更高的数字；（2）今年的季节性也受到了美国两次关税的影响。工业增加值在3季度只有5.0%，出口对生产企业的影响仍需观察。

#### 3、汽车影响消费增速，未来消费趋稳

10月份消费增速受到汽车消费下滑影响回落。同时受价格影响石油消费下行，家电和家具消费也同样回落，节日促销后的自然消费回落。汽车消费如有刺激政策，可能会带动整体消费上行。消费3季度下滑，预计4季度受到汽车消费稳定的影响，比3季度消费略有上升，预计全年消费在8.0%左右震荡。

10月份剔除汽车的消费增速为9%，稳定汽车消费即是稳定消费增速，汽车消费仍然需要消费优惠计划。汽车消费高速增长时代已经过去，会进入自然增长阶段，汽车消费稳定后，整体消费趋稳，我们预计2020年整体消费稳定。

#### 4、基建意外走低，稳增长政策仍需发力

固定资产投资小幅回落，制造业小幅回升，基建和房地产回落。制造业再次下滑的空间有限，已经处于底部区域。基建投资本月意外下滑，可能是由于资金暂时短缺的影响，房地产投资小幅回落，今年固定资产投资稳定是托底的基建和韧性较强的房地产带动。基建投资保持稳定器作用，预计未来仍然是宽财政和微放松货币的组合。房地产投资由于前期土地购置并不热情，房地产仍然面临下行，但开工、竣工、房屋销售较为强劲，房地产下滑速度可能缓慢。预计固定资产投资本年度回落至5%左右。

制造业本月稍显稳定，受外贸影响的行业本月表现分化，预示着外贸对制造业的拖累有所减缓。汽车再次下滑，汽车投资会逐步下滑。整体来看，制造业仍然较为疲软，但再次大幅下滑的可能性较小，需要缓慢恢复。

本月固定资产投资下滑主要由三产下滑带来的，基建和房地产回落，尤其是基建单月增长只有2.0%，下滑速度快速。本月专项债发行停滞，基建的再次启动急需资金支持。我们预计未来政策是宽财政+偏宽松货币组合，基建仍然会回升，2020年基建是托底经济的关键。

房地产投资小幅回落，主要是9个月前购地减少，房地产投资完成额小幅下滑，这种下滑可能要持续至2020年3季度。同期新开工、竣工、房地产销售表现仍然较为强劲，房地产来自首付款和按揭贷款的资金量走高，开放商仍然依赖新推盘来维持资金流动。

#### 分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

执业证书编号：S0130515030003

## 一、生产受出口拖累，制造业加速去库存

10 月份工业生产回落，出口低迷拖累了生产，同时下游需求减弱，钢铁生产进入低迷期，拉动生产回落。工业部门仍然在去库存中，生产企业库存去化程度加快，明年工业企业可能有库存恢复期。生产的低迷已经拖累的经济增速，政府需要推出更有力的举措支持经济。预计今年工业增加值在 5.4% 左右，2020 年预计在 5.0% 左右。

1-10 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.6%，增速与上月持平。10 月份，工业增加值回落，同比增长 4.7%，比 9 月份回落 1.1 个百分点。10 月份工业增加值环比增速只有 0.17%，比上个月回落了 0.55 个百分点。10 月份制造业 PMI 有小幅回落，生产再次下滑，制造业生产仍然在底部运行。10 月生产再次创出新低，工业生产显示仍然低迷。出口交货量增速只有 -3.8%，出口相关产业生产也较为低迷。采掘业大幅下滑 4.2 个百分点至 3.9%，制造业下滑 1 个百分点至 4.6%。

从行业来看：(1) 铁路、船舶运输设备制造、计算机电子通讯设备和纺织业等出口相关产业跌幅居于前位。出口交货值重现转负增长，虽然数据需要综合 1 个季度的情况来看，但总体出口仍然承压。(2) 黑色产业链由于冬季限产和近期需求低迷的影响，生产大幅回落 3.2 个百分点至 8.2%。(3) 农副制品加工产业也有所回落，猪肉价格走入极值带来了生产的萎缩。

10 月出口重新回到季度初低迷的状态，制造业再次回落，这是本月工业下滑的主要原因。虽然单看一个月的工业增加值波动比较大，但出口度工业的拖累已经较为明显。今年季度走高的节奏主要是出口节奏变化带来的，也与 5 月和 9 月两轮关税有关。工业部门可能在加速去库存，可以从地区看到，东部地区是工业生产最为薄弱的地区，这个地区也是出口的主要地区。

本年度制造业低迷是经济的主要拖累，短期来看，生产抬升经济就稍显稳定。而工业部门加速去库存就是库存周期在底部的象征，明年工业部门可能会有小幅的增库存阶段。总体预计今年工业增加值在5.4%左右，明年可能在5.0%左右。

图 1：工业增加值同比下行（%）



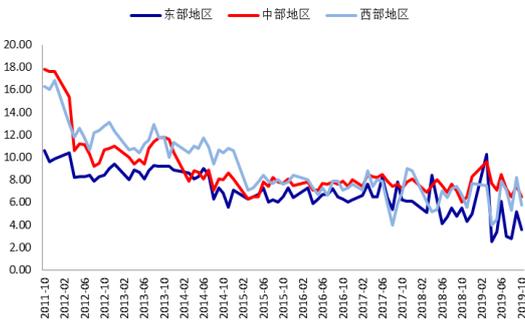
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 2：工业增加值环比下行（%）



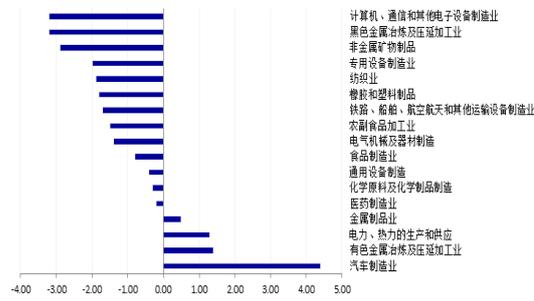
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 3：东部地区生产再次回落（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 4：10 月份比 9 月份回落幅度（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

表 1：各年度工业增加值比较

累计同比%	10月	2018年	2017年	2016年	2015年
电气机械及器材制造	10.10	7.30	10.60	8.50	7.30
有色金属冶炼及压延加工业	9.90	7.80	1.50	6.20	11.30
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制	9.80	5.30	6.20	3.20	6.80
黑色金属冶炼及压延加工业	9.70	7.00	0.30	-1.70	5.40
非金属矿物制品	9.00	4.60	3.70	6.50	6.50
计算机、通信和其他电子设备制造业	8.80	13.10	13.80	10.00	10.50
医药制造业	7.00	9.70	12.40	10.80	9.90
专用设备制造业	6.90	10.90	11.80	6.70	3.40
电力、热力的生产和供应	6.40	9.60	7.80	4.80	0.50
金属制品业	5.70	3.80	6.60	8.20	7.40
食品制造业	5.40	6.70	9.10	8.80	7.50
橡胶和塑料制品	4.80	3.20	6.30	7.60	7.90
化学原料及化学制品制造	4.00	3.60	3.80	7.70	9.50
通用设备制造	3.90	7.20	10.50	5.90	2.90
农副食品加工业	2.40	5.90	6.80	6.10	5.50
纺织业	1.20	1.00	4.00	5.50	7.00
煤炭开采与洗选	0.00	2.20	-2.10	-1.50	1.90
汽车制造业	-0.20	4.90	12.20	15.50	6.70

数据来源：WIND 中国银河证券研究院

## 二、汽车影响消费增速，未来消费趋稳

10月份消费增速受到汽车消费下滑影响回落。同时受价格影响石油消费下行，家电和家具消费也同样回落，节日促销后的自然消费回落。汽车消费如有刺激政策，可能会带动整体消费上行。消费3季度下滑，预计4季度受到汽车消费稳定的影响，比3季度消费略有上升，预计全年消费在8.0%左右震荡。

2019年10月份社会消费总额38,104亿元，同比增长7.2%，比上月回落0.6个百分点。1~10月份社会消费品零售总额334,778亿元，同比增长8.1%。消费增速10月份对比上月回落，居民消费再次下滑。从实际消费来看，10月RPI同比从1.9%上行至2.2%，物价上行，实际消费增速4.9%，回落0.89个百分点。名义消费和实际消费增速10月再次大幅放缓。

从结构上来看，10月份我国社会消费品零售回落：（1）第一大消费品行业汽车消费下滑再次下滑，汽车消费10月份3228亿元，汽车消费额小幅下行，汽车10月份消费增速回升至-3.3%。汽车消费在我国已经度过高速期，汽车企业进入存量博弈阶段，汽车消费以后会保持低增速。（2）石油消费增速受到价格影响走低，石油消费回落4.5%。（4）居民消费和房地产相关消费回落，但通讯器材大幅回升。

1~10月份，消费增速达到8.1%，消费增长预计本年度在8.0%左右。2019年消费下滑主要由于汽车消费走低带来，同时我国其他产品消费进入平稳期。4季度消费主要看汽车消的变化，汽车生产10月份稍有回升，预计汽车未来会保持在平稳状态。预计2020年消费增速回落至7%左右。

图5：各年度全社会消费额和消费增速变化（单位：亿元，%）



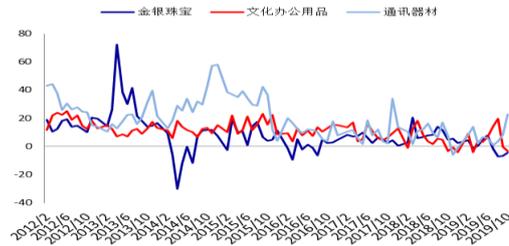
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 6：社会消费品零售总额名义和实际增速走势（%）



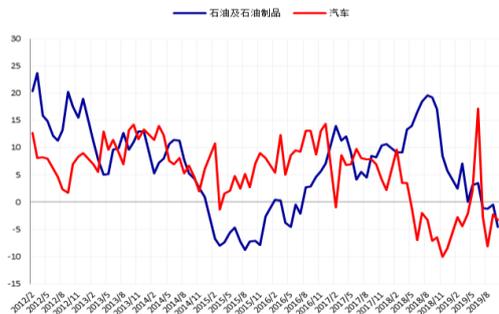
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 7：通讯器材消费回升（%）



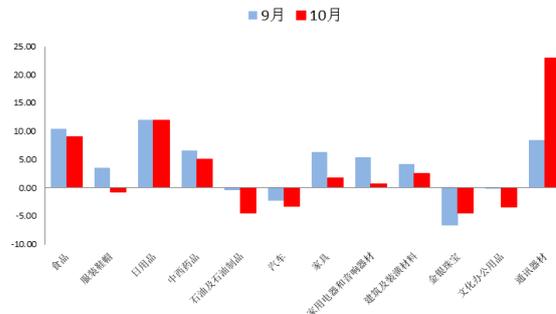
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 8：汽车消费下行（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 9：10 月份各行业消费（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

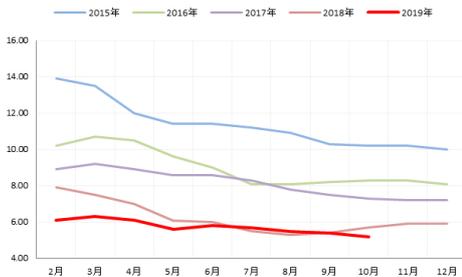
### 三、基建意外走低，稳增长政策仍需发力

固定资产投资小幅回落，制造业小幅回升，基建和房地产回落。制造业再次下滑的空间有限，已经处于底部区域。基建投资本月意外下滑，可能是由于资金暂时短缺的影响，房地产投资小幅回落，今年固定资产投资稳定是托底的基建和韧性较强的房地产带动。基建投资保持稳定器作用，预计未来仍然是宽财政和微放松货币的组合。房地产投资由于前期土地购置并不热情，房地产仍然面临下行，但开工、竣工、房屋销售较为强劲，房地产下滑速度可能缓慢。预计固定资产投资本年度回落至 5% 左右。

2019 年 1~10 月份，固定资产投资增速 5.2%，比 1~9 月份回落 0.2 个百分点。从历史数据可看到，固定资产投资额是有季节特征，但固定资产投资增速并无季节变化，自 2015 年起，固定资产投资增速

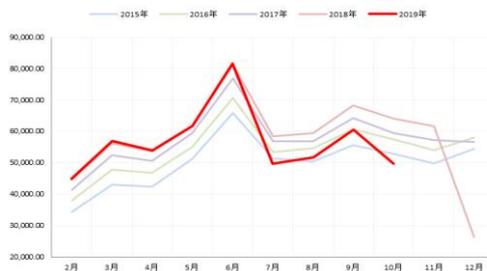
均处于前高后低的走势。制造业小幅回落，房地产投资保持平稳，基建投资回升。10月份单月投资额51,880亿元，单月投资额10月回落。

图 10：固定资产投资增速小幅回落（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 11：月度固定资产投资额季末上行（亿）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

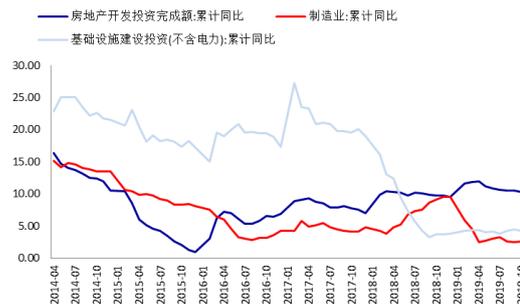
制造业投资已经在低位运行，下滑空间较小，制造业中游产业回升。从结构上来看，1~10月份，二产投资有小幅回升，三产回落。二产投资增速回升0.3个百分点至2.3%，采矿业本月增速下滑，制造业投资小幅回升，制造业投资回升0.1个百分点至2.6%。制造业投资已经在低位运行，再次大幅下滑的可能性较小。制造业单月投资额本月3.35%，比上月回升1.4个百分点。

图 12：第三产业增速下行（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

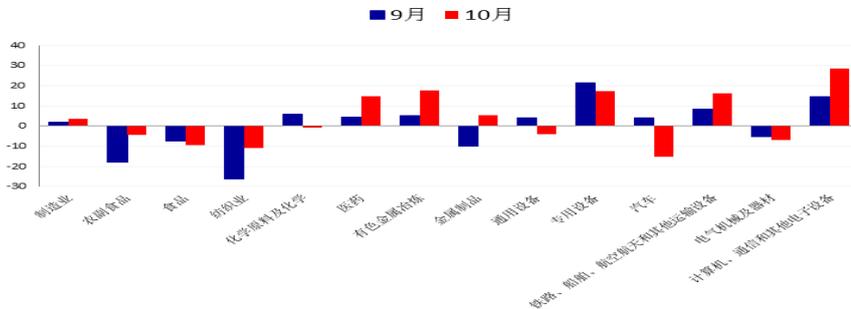
图 13：基建投资回落（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

从制造业各行业来看，本月有所变化，医药、有色金属、专用设备、船舶航空航天设备和计算机、通信和其他电子设备投资回升。农副食品和纺织业回落，汽车行业再次走低。受外贸影响的行业本月表现分化，预示着外贸对制造业的拖累有所减缓。汽车再次下滑，汽车投资会逐步下滑。整体来看，制造业仍然较为疲软，但再次大幅下滑的可能性较小，需要缓慢恢复。

图 14：制造业各行业单月同比（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

**三产投资本月回落，基建投资和房地产投资均出现回落：**(1) 基建投资小幅下滑，铁路和公共设施管理回落速度较快；(2) 房地产行业增速本月小幅回落，但销售增速、新开工面积增速、竣工增速都偏强，房地产下行可能仍然较为缓慢。

**基建行业投资下行，需稳增长再发力。**基建行业和房地产行业单月投资增速分别为 2.0%和 8.7%，分别比上月变化-4.2%和-1.7%。3 季度地方政府专项债发行结束，基建单月快速下滑，这符合季度初增长较低的规律，基建仍然是明年经济增长的重要支撑，宽财政+微放松货币可以支撑明年基建。

**房地产投资小幅下滑，先行指标购置土地面积下滑，但房地产开工、竣工、销售仍然较为强势，房地产下滑速度预计近期仍然较为缓慢，下滑可能持续至明年 3 季度。**房地产行业投资增速本月平稳，100 城出售土地面积已经回落，领先房地产投资约 9 个月的时间，房地产投资未来面对下行，这种缓慢下行可能要延续到 2020 年 3 季度。同时商品房销售面积和销售额对比上月继续回升，分别录得 0.1%和 7.3%，同时住宅待售面积 22,373 万平方米，比上月下降 125 万平方米。市场房源进一步减少，房地产市场仍然较为坚挺，但政策对房地产仍然不够友好，来自于定金预付款的资金回升，开放商加快推盘以盘活资金。

从房地产总体来看，市场销售较为稳定，房企拿地面积稍有回落但幅度较小，前期拿地面积回落促使现有房地产开工逐步回落，同时政策对房地产仍然不够友好，房地产投资增速未来仍有压力，明年下半年可能回升。

图 15：房地产投资先行指标（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 16：房地产竣工面积回升（%）



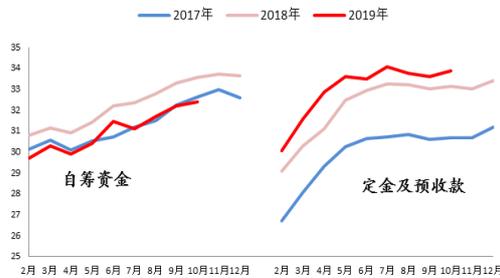
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 17：商品房销售面积和销售额回升（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 18：房地产资金来源（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

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\\_8915](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8915)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>