



证券研究报告·宏观研究报告

2019年11月15日

首创宏观“茶”： 固定资产投资完成额累计同比创记录新低， 经济需要“顶住”下行压力

——10月经济数据点评

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

主要观点：

- 10月工业增加值当月同比4.70%，预期5.40%，前值5.80%；10月工业增加值累计同比5.60%，预期5.60%，前值5.60%；10月固定资产投资累计同比增长5.20%，预期5.40%，前值5.40%；10月社会消费品零售总额当月同比7.20%，预期7.80%，前值7.80%；10月社会消费品零售总额累计同比8.10%，前值8.20%。我们点评如下：
- 一、10月工业增加值当月同比重返“4”时代；
- 二、固定资产投资完成额累计同比创1992年2月万得资讯有纪录以来新低；
- 三、10月消费增速并不乐观，短期之内大概率继续保持低迷；
- 四、加大逆周期调节力度，“顶住”经济下行压力。

目录

一、10月工业增加值当月同比重返“4”时代.....	4
二、固定资产投资完成额累计同比创1992年2月万得资讯有纪录以来新低.....	7
三、10月消费增速并不乐观，短期之内大概率继续保持低迷.....	12
四、加大逆周期调节力度，“顶住”经济下行压力.....	15

图表目录

图 1：10 月工业增加值当月同比重返“4”时代（%）	4
图 2：农副食品加工业工业与食品制造业工业增加值当月同比面临压力（%）	6
图 3：固定资产投资完成额累计同比创 1992 年 2 月万得资讯有纪录以来新低（%）	7
图 4：房地产投资保持两位数增长（%）	8
图 5：商品房销售、新开工、施工以及竣工增速表现良好（%）	9
图 6：基建投资增速大幅上行概率较低（%）	10
图 7：10 月制造业投资增速小幅上行，但不应乐观（%）	11
图 8：10 月消费增速并不乐观，短期之内大概率继续保持低迷（%）	12

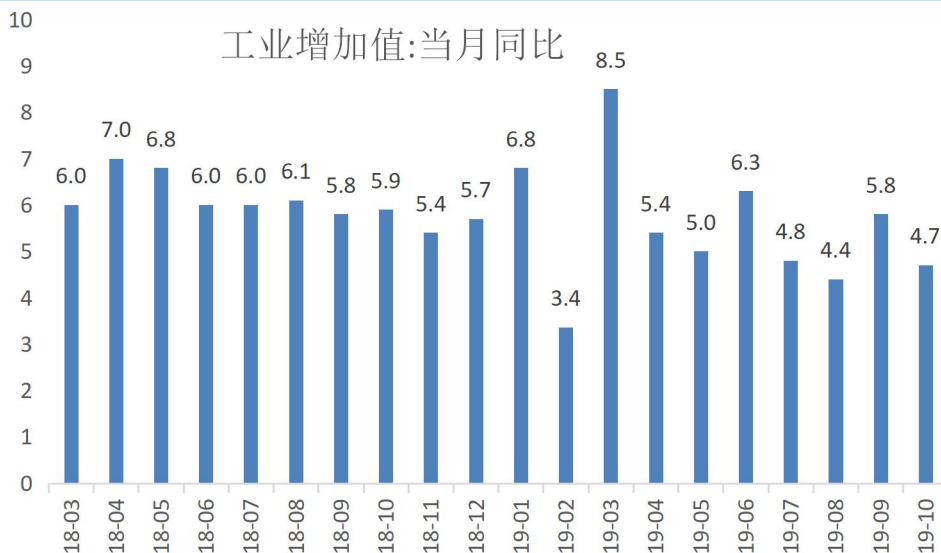
事件：10月工业增加值当月同比4.70%，预期5.40%，前值5.80%；10月工业增加值累计同比5.60%，预期5.60%，前值5.60%；10月固定资产投资累计同比增长5.20%，预期5.40%，前值5.40%；10月社会消费品零售总额当月同比7.20%，预期7.80%，前值7.80%；10月社会消费品零售总额累计同比8.10%，前值8.20%。

点评：

一、10月工业增加值当月同比重返“4”时代

10月工业增加值当月同比录得4.70%，低于预期0.70个百分点，较前值大幅下行1.10个百分点，重返“4”时代，这是工业增加值年内第三次录得“4”开头的当月同比增速。10月工业增加值累计同比录得5.60%，连续2个月持平于前值，剔除掉春节月份，仅高于2009年3月（5.10%）与2009年4月（5.50%）。10月工业增加值当月同比较前值下行完全符合我们的预期：《首创宏观茶：工业增加值当月同比超预期反弹，固定资产投资增速整体承压（20191024）》明确指出，“预计10月工业增加值当月同比大概率较9月下行”；《首创宏观茶：PPI同比下行拖累工业企业利润增速（20191028）》再次指出，“预计10月工业增加值当月同比在9月的基础上有所回落”。

图 1：10月工业增加值当月同比重返“4”时代（%）



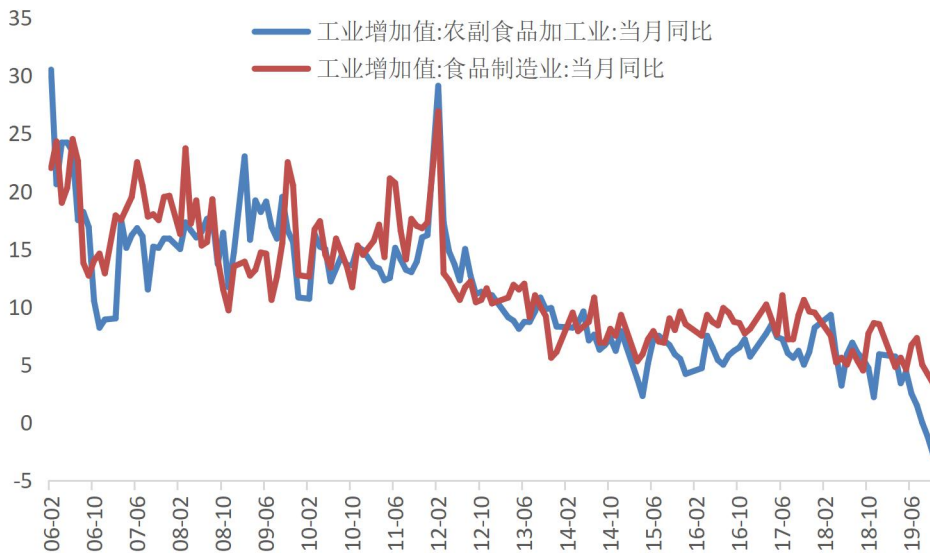
资料来源：wind，首创证券研究发展部

9月工业增加值当月同比的显著特征是，各门类、各经济类型以及各地区的工业增加值当月同比均较前值上行。与9月相反，10月工业增加值当月同比的显著特征是，各门类、各经济类型以及各地区的工业增加值当月同比绝大部分较前值下行：分门类看，采矿业、制造业与电力燃气及水的生产和供应业工业增加值当月同比分别为3.90%、4.60%、6.60%，分别较前值上行-4.20、-1.00、0.70个百分点，其中，采矿业在9月冲高的基础上大幅回落，电力、燃气及水的生产和供应业是唯一较前值上行的分项，而制造业则时隔一个月重返“4”时代，叠加考虑10月加工工业PPI当月同比仅录得-1.50%，预计10月制造业利润总额累计同比不会乐观，进而推断10月工业企业利润总额累计同比将继续维持个位数负增长；分经济类型看，国有及国有控股企业、股份制企业、私营企业、外商及港澳台投资企业工业增加值当月同比分别为4.80%、5.40%、5.40%、2.10%，分别较前值下行0.10、1.50、1.30、0.80个百分点，其中，国有及国有控股企业较为坚挺，仅小幅下行0.10个百分点，而私营企业则大幅下行1.30个百分点，创6个月新低；分地区看，东部地区、中部地区、西部地区与东北地区工业增加值当月同比分别为3.60%、6.50%、5.80%、3.20%，分别较前值下行1.60、1.00、2.40、0.40个百分点，其中，西部地区虽然大幅下行2.40个百分点，但是增速总体较高，而东部地区则受中美贸易摩擦的影响，整体中枢自2018年年中开始下移。

10月工业增加值当月同比重返“4”时代，与10月工业企业出口交货值增速再度下挫有较大的关系，毕竟出口交货值在工业增加值中的占比约为41.0%：10月工业企业出口交货值当月同比录得-3.80%，较前值大幅下行3.10个百分点，持续3个月位于负值区间；10月工业企业出口交货值累计同比录得1.80%，较前值下行0.60个百分点，创2017年2月以来新低。此外，作为中美两国贸易摩擦的博弈焦点，高技术产业工业增加值增速在9月冲高之后，10月再度承压：当月同比录得8.30%，较前值下行2.70个百分点，与工业增加值当月同比的差值为3.60个百分点，较其前值收窄1.60个百分点，表明高技术产业承压；累计同比录得8.70%，持平于前值，与工业增加值累计同比的差值为3.10个百分点，同样持平于其前值。

在细分行业方面，农副食品加工业工业增加值当月同比在9月首次滑至负值区间之后，10月继续下探至-2.70%，预计下行趋势还将持续；10月食品制造业工业增加值当月同比录得3.40%，虽未进入负值区间，但是创2006年2月有记录以来新低。价格方面，10月食品系价格增速加速上扬：下游的食品CPI同比食品CPI同比为15.50%，创2008年7月以来新高；中游的食品类PPI当月同比为4.40%，创2011年12月以来新高；上游的农副产品类PPIRM当月同比6.30%，创2011年12月以来新高。在价格上扬的同时，农副食品加工业工业增加值当月同比与食品制造业工业增加值当月同比却持续下行，“量价矛盾”进一步激化，可重点关注相关行业龙头企业。

图 2：农副食品加工业工业与食品制造业工业增加值当月同比面临压力（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

展望11月，6大发电集团11月1日至11月14日日均耗煤量为58.02万吨，较2018年同期上行7.84万吨，但是我们认为11月工业增加值当月同比大幅反弹概率较低，判断依据包括：一是10月31日公布的制造业PMI重回弱势，仅录得49.3%，且创近8个月新低，其中，领先指标新订单指数仅录得49.60%，重返荣枯线之下；二是2019年11月工作天数为21天，比2018年同期少一天；三是2019年11月前3周全国高炉开工率均值为65.06%，虽然较10月前3周高出3.68个百分点，但是较2018年同期低2.62个百分点。

二、固定资产投资完成额累计同比创 1992 年 2 月万得资讯有纪录以来新低

10月固定资产投资完成额累计同比录得5.20%，低于预期0.2个百分点，低于前值0.2个百分点，创1992年2月万得资讯有纪录以来新低。固定资产投资在宏观经济“三驾马车”中的地位十分重要。在出口为外生变量，而消费增速作为内生变量，在短期之内大幅拉升概率较低的情况下，10月固定资产投资累计同比仅录得5.20%，意味着短期之内我国宏观经济企稳回升的概率较低。其中，第一、二、三产业固定资产投资累计同比分别为-2.40%、2.30%、6.80%，分别较前值上行-0.30、0.30、-0.40个百分点。具体看：

图 3：固定资产投资完成额累计同比创 1992 年 2 月万得资讯有纪录以来新低（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

房地产投资保持两位数增长，领跑固定资产投资。10月房地产开发投资完成额累计同比为10.30%，较前值下行0.2个百分点，为2019年2-10月的最低值，但依旧高于2018年全年的9.5%。2019年房地产投资增速韧性十足，完全符合我们的预期。在《首创宏观茶：2019年房地产投资下行空间有限，且不排除超预期的可能（20190520）》中，我们从三个角度论证“2019年房地产投资下行空间有限，且不排除超预期的可能”，这三个角度分别是：“从自身的运行规律看，房地产投资面临诸多支撑”；“从宏观经济新旧动能的转换接续看，房地产投资依旧是经济增长的原动力”；“从政府的政策导向看，‘平稳发展’是房地产市场的主基调”。

图 4：房地产投资保持两位数增长（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

行至11月，从目前公布的数据看，4季度房地产投资还将面临支撑，这一研判的依据有两个维度：首先，从“销售-新开工-施工-竣工-投资”的传导链条看，10月商品房销售面积累计同比录得0.10%，时隔8个月重返正增长，房屋新开工面积累计同比录得10.00%，不仅较前值上行1.40个百分点，而且时隔3个月重返两位数增长，房屋施工面积累计同比录得9.0%，持平于2019年7月，创2015年2月以来新高，房屋竣工面积累计同比录得-5.50%，呈现降幅稳步收窄的特征。其次，从房地产投资的结构来看，占比约为70%的房地产开发投资完成额建筑工程累计同比在9月录得10.60%，创2014年11月以来新高，而10月本年购置土地面积累计同比与本年土地成交价款累计同比分别为-16.30%与-15.20%，分别较前值上行3.90、3.00个百分点，降幅逐步收窄，这意味着占比约为25%的房地产开发投资完成额其他费用（主要是购地费用）累计同比降幅大概率低于市场预期，这一点从国有土地使用权出让收入累计同比连续6个月稳步上行也可得到验证，此外，截至

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_8961

