

## 宏观研究/数据综述月报

2019年11月14日

**李超** 执业证书编号: S0570516060002  
研究员 010-56793933  
lichao@htsc.com

**朱洵** 执业证书编号: S0570517080002  
研究员 021-28972070  
zhuxun@htsc.com

**程强** 执业证书编号: S0570519040001  
研究员 010-56793961  
chengqiang@htsc.com

**孙欧** 执业证书编号: S0570519080007  
研究员 010-56793954  
sunou@htsc.com

**张浩** +86 21 28972068  
联系人 zhang-hao@htsc.com

### 相关研究

- 1 《宏观: GDP 增速下行到 6.0%详解》2019.10
- 2 《宏观: “六稳”是短期工作重点》2019.09
- 3 《宏观: 贸易摩擦或扰动工业生产预期》2019.08

# 经济积极因素体现可能在明年 Q1

## 2019年10月经济数据综述

### 政策刺激变量仍在酝酿, 经济积极因素体现可能要到明年一季度

从需求侧和生产端两方面来看, 当前经济增长仍面临下行压力, 我们认为稳住经济基本面仍是短期最重要的经济工作任务。2020年是全面建成小康社会决胜之年, 我们认为明年一季度的政策刺激变量可能会较强, 主要看好旧改、保障房建设等主题, 拉动基建和“类地产”投资, 专项债发行力度可能超市场预期; 货币政策端, 受当前通胀走高的约束, 短期动用价格工具可能性不大, 主要看好扩信用, 明年年初社融可能超预期放量。工业生产端, 价格和盈利拐点可能在今年末至2020年一季度。我们认为企业盈利端仍在修复过程中, 库存周期有望在2020年上半年切换到补库阶段。

### 10月社零名义同比增速7.2%, 短期回落不改消费韧性表现

10月社零名义同比增速7.2%, 超市场预期回落, 前值7.8%; 1-10月社零累计同比增速8.1%, 前值8.2%。10月汽车、家具、家电及建筑装潢等商品零售同比增速分别为-3.3%、1.8%、0.7%和2.6%, 均不同程度回落。我们认为, 汽车消费底部震荡仍有拖累, 非汽车领域下跌受“购物节效应”和通胀预期扰动, 基于年末购物节促销吸引, 消费者主动延迟消费需求; 同时近期通胀上行, 通胀因素有助于放大购物节效应, 考虑实际购买力和收入结构, 促销对消费者吸引力提升, 消费者有调整自身消费行为来应对涨价的积极性。综合来看, 我们对整体消费不悲观, 预计仍有韧性。

### 10月全国调查失业率5.1%, 环比回落0.1%, 就业形势总体稳定

10月我国全国城镇调查失业率为5.1%, 与我们的预期值一致, 环比下降0.1个百分点, 同比提高0.2个百分点, 1-10月份, 全国城镇新增就业1193万人, 提前实现全年城镇新增就业1100万人以上的目标。大专以上的高校毕业生就业改善对10月失业率数据下降贡献较大, 目前我国就业形势仍然稳健。今年年初“就业优先政策”全面发力体现了政策前瞻性, 失业率5.5%左右仍将是重要的政策底线, 但目前失业率距离5.5%目标值仍有空间, 实现目标难度不大。

### 10月工业增加值当月同比+4.7%, 1-10月固定资产投资累计同比+5.2%

10月份工业生产数据较低迷, 我们认为当前经济政策基调注重稳增长, 部分工业品原料和设备可能从今年Q4开始加大生产力度, 但基建投资明显发力可能要到明年一季度, 预计Q4工业生产维持较低增速。库存周期可能在明年上半年转入主动补库阶段, 同期工业生产也有望回升。去年四季度基数维持较高、企业对需求侧的中长期预期未见明显好转, 继续对今年四季度制造业投资数据产生压力; 国常会提出要加快专项债发行安排、形成有效投资, 我们认为其对于基建投资的正面意义可能在明年一季度显现。

### 1-10月房地产开发投资同比增10.3%, 增速较1-9月回落0.2个百分点

房地产开发投资5-10月基本延续了总体回落的趋势, 符合我们预期。然而房地产投资目前绝对数值仍处于两位数区间, 回落幅度较为温和。我们认为, 地产行业的韧性可能不容低估, 预计未来政策扩信用的重点是好项目和类地产, 仍会对地产投资形成一定支撑。从销售来看, 1-10月份, 商品房销售面积增速今年以来首次由负转正。在施工端, 竣工面积收窄幅度较大, 房屋竣工面积下降5.5%, 降幅收窄3.1个百分点。我们认为, 房地产投资明年边际拉动因素可能切换至竣工。我们对明年地产投资增速仍不悲观。

风险提示: 受中美贸易摩擦可能对外需产生较大扰动、银行体系流动性向实体经济疏导路径不畅等因素的影响, 经济走势可能弱于预期。

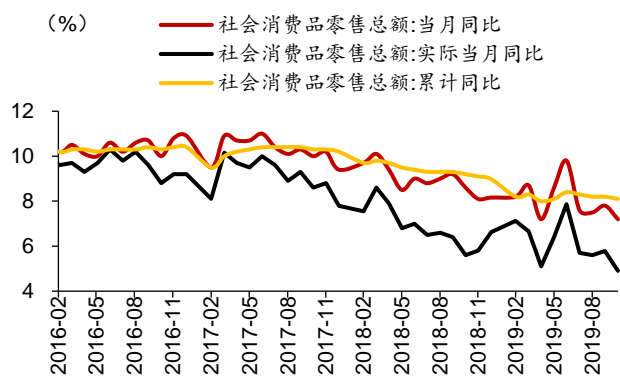
## 政策刺激变量仍在酝酿，经济积极因素体现可能要到明年一季度

从需求侧和生产端两方面来看，当前经济增长仍面临下行压力，我们认为稳住经济基本面仍是短期最重要的经济工作任务。9月国常会特别部署用好专项债，带动有效投资，尽快形成实物工作量。2020年是全面建成小康社会决胜之年，我们认为明年一季度的政策刺激变量可能会较强，主要看好旧改、保障房建设等主题，拉动基建和“类地产”投资，专项债发行力度可能超市场预期；货币政策端，受当前通胀走高的约束，短期动用价格工具可能性不大，主要看好扩信用，明年年初社融可能超预期放量。工业生产端，价格（PPI）和盈利拐点可能在今年末至2020年一季度。我们认为企业盈利端仍在修复过程中，库存周期有望在2020上半年切换到补库阶段。

## 10月社零名义同比增速7.2%，消费短期回落不改长期韧性

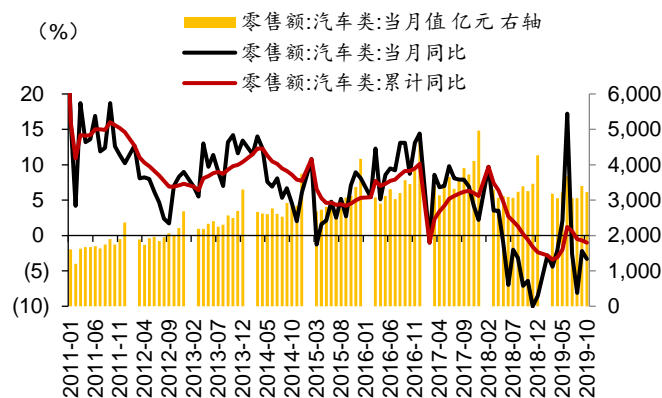
2019年10月，社会消费品零售总额名义同比增速7.2%，超市市场预期回落，前值7.8%。1-10月社会消费品零售总额名义累计同比增速8.1%。10月限额以上消费零售额同比增速1.2%，1-10月限额以上累计同比增速3.8%。结构方面，汽车消费继续低迷，10月限额以上汽车类商品零售额同比增速-3.3%，1-10月累计同比增速-1.0%。10月、1-10月的除汽车以外的消费品零售当月同比及累计同比分别为8.3%和9.0%。进一步拆分，比较10月各个消费分项的当月同比与累计同比发现，仅有通讯器材类消费10月同比增长22.9%，高于1-10月累计同比8.0%，其他诸如粮油食品、化妆品、家具、家电、石油及制品、建筑装潢等消费子项10月零售额当月同比增速分别为9.0%、6.2%、1.8%、0.7%、-4.5%及2.6%，均低于1-10月累计同比增速，较9月分别变动-1.4、-7.2、-4.5、-4.7、-4.1和-1.6个百分点。

图表1：10月社会消费品零售总额名义同比增速7.2%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

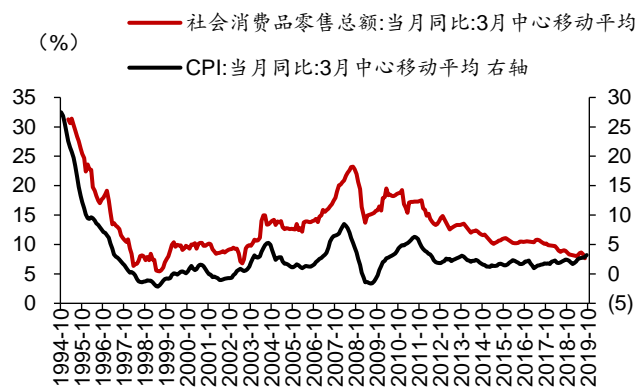
图表2：汽车震荡修复，对整体消费仍有拖累



资料来源：Wind，华泰证券研究所

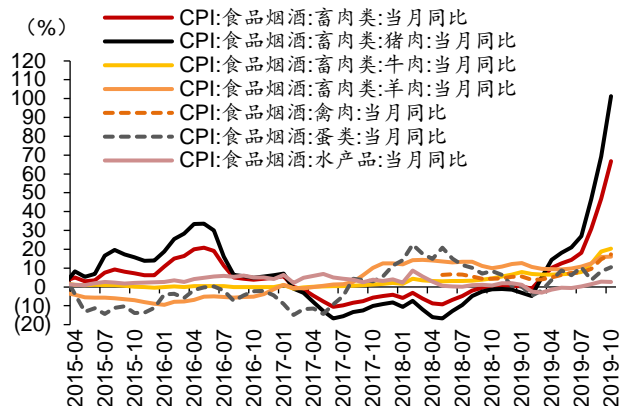
历史趋势显示消费与通胀走势关联性较强，收入是影响消费的核心因素。回顾过往，2016年前社零名义增速与CPI同比有较高相关性。我们认为，一方面温和通胀有助于保持经济的持续增长动力，进而对消费产生支撑，消费与通胀表现出较强同步性；另一方面，过往当外部因素冲击我国经济时，外需承压导致经济受挫，并表现为内需不足，消费需求的相对不足带动价格水平也相应下降；当我国实施需求侧政策刺激经济时，需求的快速改善拉动经济使得价量齐升，消费与通胀得以形成共振向上之势。2016年之后，消费与通胀走势相关度下降，我们认为主因在于以下方面，其一，经济进入“三期叠加”的新常态，政策重心从需求侧转向供给侧，需求侧对通胀的拉动影响有限，通胀保持温和增长，经济下台阶导致收入增速下滑，消费增速下降。其二，2016年后通胀波动更多来自成本冲击，主要为鲜菜鲜果的阶段性涨价、猪肉的周期性涨价和间歇性的油价上行，成本冲击会通过影响通胀对收入（消费能力）、消费意愿产生负面影响。综合来看，成本冲击带动价格上涨对消费的扰动有限，决定消费趋势的核心因素是收入，温和通胀对消费名义增速有支撑。

**图表3：通胀变动与消费走势具有较高相关性**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

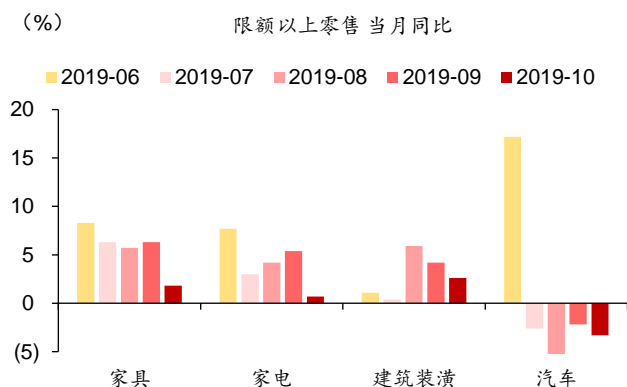
**图表4：猪肉涨价对牛羊肉等畜类、禽类、蛋类等传导作用有限**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

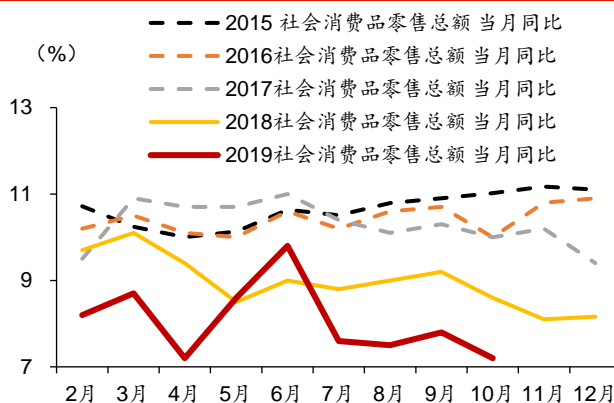
**猪肉涨价带动的通胀上行，传导和扩散作用不强，对消费增速影响有限。**从2019年10月展望未来三个季度，我们预计通胀水平或将适当上行，2019年10月CPI同比上行至3.8%，我们预计受猪肉涨价影响，预计2019年、2020年的通胀中枢分别为+2.9%及3.6%，2019年年末CPI同比可能接近5%，而2020年CPI高点预计在5.5%。同时，根据我们预计，2020年1-8月CPI或都高于+3%，但年末可能回落至1%至1.5%水平。我们认为，本轮通胀上行将对消费产生一定影响，但影响效果相对有限。一方面，成本冲击导致通胀出现结构性的快速上行，猪肉涨价的扩散效果不强，较难带来整体价格水平的快速上升。结合当前数据与猪肉-禽畜等替代品-鲜菜鲜果等食品大类-非食品的传导路径来看，猪肉价格上涨对畜类的牛羊肉价格影响有限，禽类、蛋类、水产等涨价表现也不显著，猪价向食品大类和非食品的扩散作用自然更低，我们认为全面通胀较难出现。另一方面，通胀对居民收入信心、消费意愿等影响均偏短期，而收入走势的平稳是消费韧性的关键，2019年前三季度居民可支配收入实际增长6.1%，预计消费仍有韧性。由此我们认为，本轮通胀水平的快速上行对整体消费产生的影响偏短期，负面作用有限，核心CPI走势相对平稳，对名义消费有支撑。

**图表5：10月家具、家电、汽车及建筑装潢当月同比不同程度回落**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表6：2018年11、12月消费基数较低**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**10月社零同比超预期下跌主因是“购物节效应”发酵，通胀因素有一定放大效果。**10月，如粮油食品、纺服、日用品、文化办公等大部分消费品增速承压，社零数据在同比和环比方面均超预期恶化，我们认为“购物节效应”导致的需求后置是主因。过往“双十一、双十二”等购物节的消费额持续增长，居民消费行为形成一定惯性，同时购物节的促销活动进一步改变了短期居民的消费意愿，消费者延迟自身消费行为来参与购物节的积极性较高，“购物节效应”得以使得居民消费需求后置导致10月消费表现受挫。同时，我们认为通胀因素一定程度上放大了“购物节效应”的作用效果。通胀对消费影响较小且偏短期，9月、10月CPI同比连续上行，通胀上行也催生了一定的通胀预期；从消费者角度，在工资性收入、经营性收入占比较高的收入结构下，由于通胀短期对实际购买力的存在扰动，



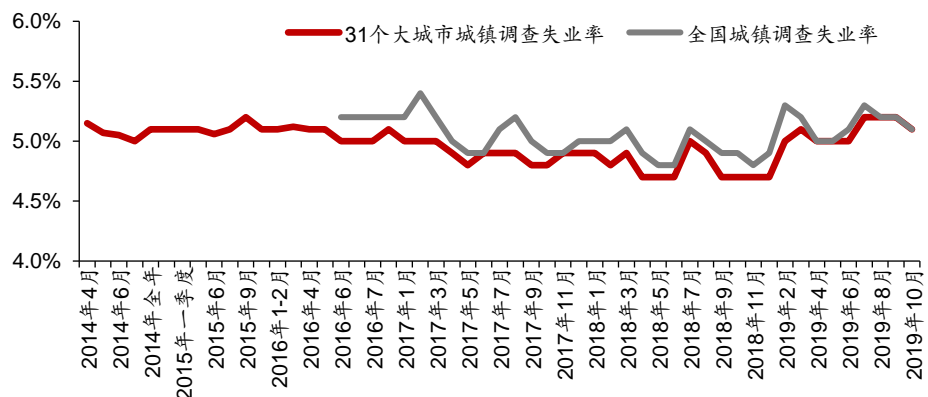
购物节的促销活动对消费者的吸引力相应提升，居民有自发调整消费行为来应对涨价问题的积极性，因此通胀因素一定程度上放大了“购物节效应”。综合来看，我们认为10月社零数据恶化只是“购物节效应”发酵延迟消费需求的短期表现，我们对整体消费不悲观，预计依旧具有韧性。

### 10月全国调查失业率5.1%，环比回落0.1%，就业形势总体稳定

统计局数据显示，10月份，我国全国城镇调查失业率为5.1%，与我们的预期值一致，环比下降0.1个百分点，同比提高0.2个百分点。其中，25-59岁人口调查失业率为4.6%，与上月持平；20-24岁之间的大专以上的高校毕业生失业率环比下降了1个百分点以上，高校毕业生就业情况在逐步好转，对整体失业率下降0.1个百分点贡献较大。31个大城市城镇调查失业率为5.1%，环比下降0.1个百分点，同比提高0.4个百分点。1-10月份，全国城镇新增就业1193万人，提前实现全年城镇新增就业1100万人以上的目标。

对于城镇调查失业率在经济下行压力加大的情况下仍持续下降，国家统计局认为，经济总量扩张、结构调整、创业创新的作用和稳就业政策持续发挥效应四方面是主要原因。我们认为，10月数据显示我国就业形势将维持稳健，但实际上今年随着进出口、地产、工业增加值等数据回落，失业压力是大于去年的，全国调查失业率普遍高于去年同期0.2-0.5个百分点，预计这种同比差距年内仍将持续。今年年初“就业优先政策”全面发力体现了政策前瞻性，失业率5.5%左右仍将是重要的政策底线，但目前失业率距离5.5%目标值仍有空间，实现目标难度不大。

图表7：10月全国城镇调查失业率5.1%，环比回落0.1%



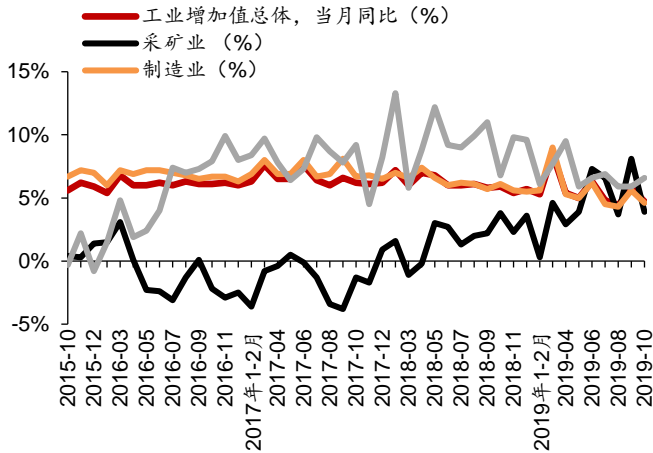
资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 10月工业增加值当月同比+4.7%

10月份工业增加值当月同比+4.7%，低于今年Q3的季度均值。2018Q1~2019Q3，工业增加值的季度均值分别为6.6%、6.6%、6.0%、5.7%、6.5%、5.6%、5%。当前经济政策基调注重稳增长，部分工业品原料和设备可能从今年四季度开始加大生产力度，但我们认为基建投资明显发力可能要到明年一季度，预计Q4工业生产维持较低增速。今年四季度末或是PPI同比的阶段低点，PPI和工业企业盈利有较强正相关性，工业企业利润增速有望在今年末至明年初同比转正，未来企业盈利的修复或逐步提振企业生产信心；生产和库存一般滞后价格和盈利拐点一个季度左右，我们认为库存周期可能在明年上半年转入主动补库阶段，同期工业生产也有望回升。

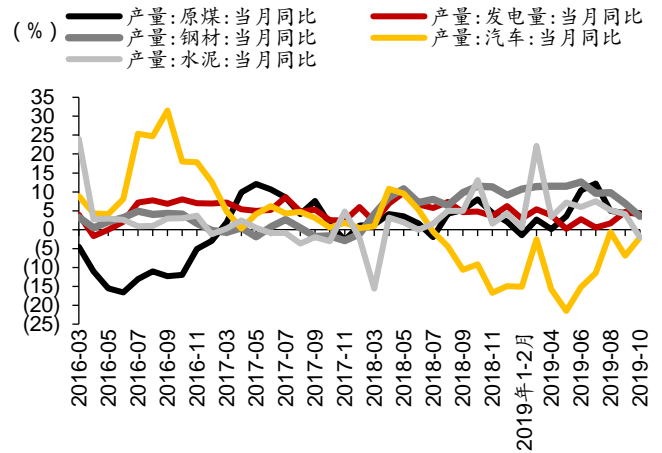
10月份，采矿业增加值同比增长3.9%，增速较9月份回落4.2个百分点；制造业增长4.6%，较前值回落1个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长6.6%，较前值上行0.7个百分点。根据统计局表述，1-10月高技术制造业增加值同比增长8.3%，比整体规模以上工业快3.6个百分点，新产品新业态增长态势较为明确。

**图表8：工业增加值和三大子门类增加值同比增速 %**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表9：部分工业产品产量当月同比 %**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

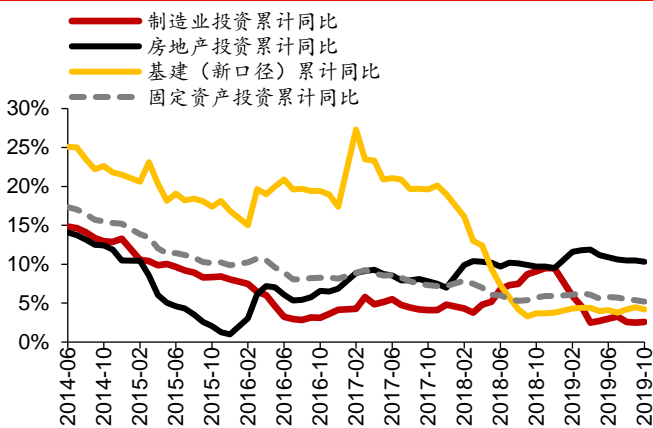
### 1-10月固定资产投资累计同比+5.2%

1-10月制造业投资累计同比+2.6%，较前值上行0.1个百分点；基建投资（统计局口径）累计同比+4.2%，稳较前值下行0.3个百分点；地产投资累计同比+10.3%，较前值小幅回落。1-10月整体固定资产投资累计同比+5.2%。

去年四季度基数维持较高、企业对需求侧的中长期预期未见明显好转，继续对今年四季度制造业投资数据产生压力。未来制造业投资的正向逻辑，一是高技术制造业投资有望延续较快增长。1-10月高技术制造业投资增速+14.5%，国家加大对科创行业融资创投的支持力度，有望继续对相关投资起到拉动。二是随着PPI触底回升、工业企业盈利修复，有望带动传统制造业投资增速企稳。三是我们预计2020年基建投资增速上行、地产投资持稳，这些因素有望拉动通用设备、机械等行业的生产和资本开支。即使是今年投资增速下行的传统制造业，其行业龙头企业的在手现金状况仍不差；如果需求侧逐渐呈现正面迹象，企业有望循序提高产能利用率、并可能小幅加大资本开支。

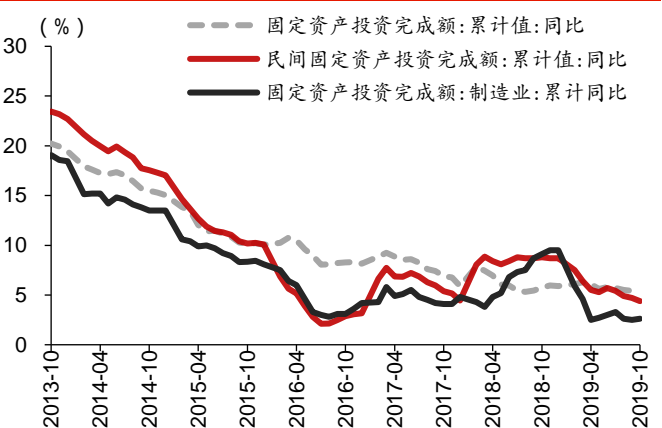
今年基建投资呈现出结构化特征，铁路和道路投资较为强劲，我们认为主要源于中央财政支持、重点项目开工建设。而由地方政府主导的公共设施管理业投资（主要是市政工程类）1-10月同比增速仍在零附近。国常会提出要加快专项债发行安排、形成有效投资，我们认为其对于基建投资的正面意义可能在明年一季度显现；预计2019年全年基建投资增速可能在4%-6%区间。

**图表10：固定资产投资和三大子门类累计同比增速 %**



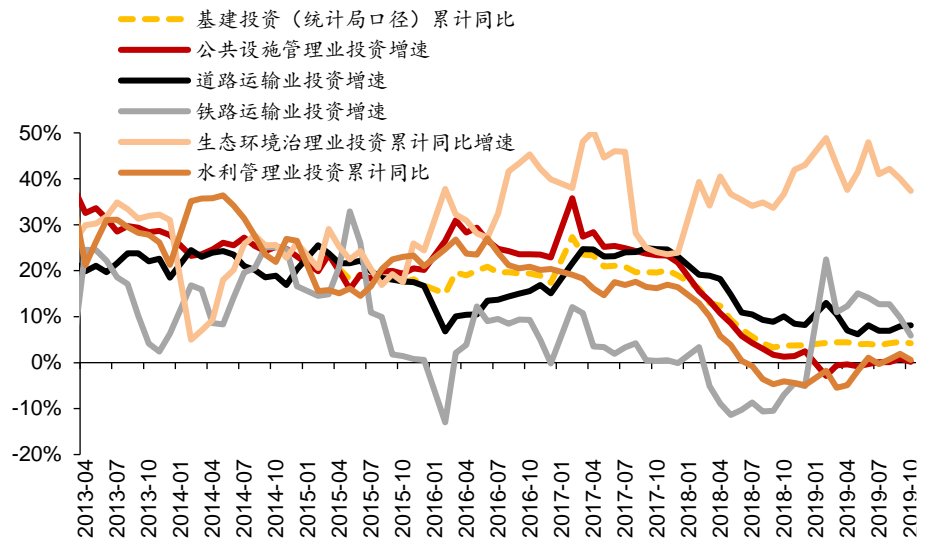
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表11：制造业投资和民间投资增速的表现 %**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12: 公共管理业投资增速持续低迷

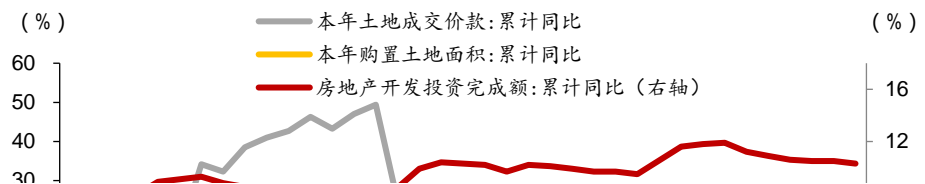


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 1-10月房地产开发投资同比增10.3%

1-10月房地产开发投资同比增10.3%，增速较1-9月回落0.2个百分点。房地产开发投资5-10月基本延续了总体回落的趋势，符合我们预期。然而房地产投资目前绝对数值仍处于两位数区间，回落幅度较为温和。我们认为，地产行业的韧性可能不容低估，预计未来政策扩信用的重点是好项目和类地产，仍会对地产投资形成一定支撑。从销售来看，1-10月份，商品房销售面积增速今年以来首次由负转正，同比增长0.1%，1-9月份为下降0.1%，商品房销售额增长7.3%，增速加快0.2个百分点。在房地产加杠杆融资监管趋严下，地产企业更依赖自有资金和销售回款，目前来看销售情况仍较稳健。在施工端，竣工面积收窄幅度较大，房屋竣工面积下降5.5%，降幅收窄3.1个百分点。我们认为，房地产投资去年主要靠土地费用边际拉动，今年主要靠新开工边际拉动，明年边际拉动因素可能切换至竣工。我们对明年地产投资增速仍不悲观。

图表13: 房地产开发投资和土地购置增速



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\\_8968](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8968)

