

数据短期有扰动，经济依然在企稳

摘要

10月经济数据显示供需均有所下行，经济看似继续处于放缓趋势中，但具体分析细项，则可以看到经济存在逐步企稳的可能。生产面的工业增加值在季末后再度回落，其中主要受出口交货值拖累，从出口数据和摩根大通全球制造业 PMI 的企稳回升来看，短期外需并不弱，因而出口交货值下行或与报数前移有关，未来继续下行可能性有限。而从需求面来看，关键的两个内需部门房地产和基建表现并不差。房地产销售保持韧性，房地产销售面积保持平稳，房地产投资小幅下滑，但新开工增速明显回升，结合近期部分地区放松房地产管控，未来地产将继续强韧。而基建投资同比增速虽然小幅下滑，但考虑到去年同期的高基数，基建投资并不弱，结合近期政策持续发力稳定基建，未来基建投资增速将延续回升态势。因而，总体来看，无需对经济过度悲观，经济依然处于企稳过程中。

风险提示：经济下行超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

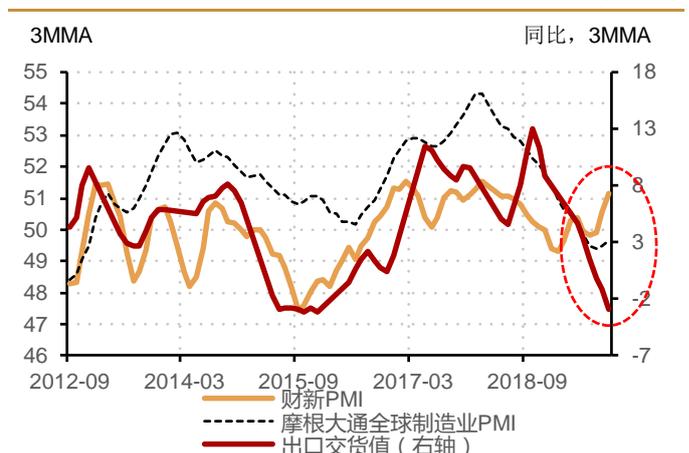
1. 实体融资小月更应该看结构 (2019-11-12)
2. 供需保持平稳，通胀压力边际缓和 (2019-11-10)
3. 是一般物价上涨吗？如果不是，货币政策无需应对 (2019-11-10)
4. 决定出口走向的是全球经济，而非中美贸易摩擦 (2019-11-09)
5. MLF 降息，信号意义重于实质 (2019-11-05)
6. 虚的通胀，实的经济——月度经济预测 (2019-11-04)
7. 经济保持平稳，通胀上行压力依然较大 (2019-11-01)
8. 联储再度鸽派降息鹰派表态，降息或暂缓但不会停止 (2019-11-01)
9. 数据再度不一致，如何看待中采 PMI 下行 (2019-11-01)
10. 关注信贷继续超预期的风险——2019 年 4 季度银行信贷经理调研 (2019-10-28)

统计局公布的数据显示经济有所下行。工业生产明显回落，主要受出口交货值拖累。10月工业增加值同比增长4.7%，增速较上月回落1.1个百分点，工业增加值回落幅度超过市场预期（图1，表1）。分结构来看，工业增加值回落主要受出口拖累，10月出口交货值增速较前值回落3.1个百分点至-3.8%。而跟出口相关度较高的计算机、通信和其它电子设备制造业增加值同比增速较上月回落3.2个百分点至8.2%。此外，通用设备、专用设备工增速较上月分别回落0.4和2个百分点至3.1%和5.0%。

出口交货值回落与反应出口企稳向好的指标出现背离，未来继续回落可能性有限。出口交货值增速下行，首先受高基数影响，2019年10月出口交货值处于过去6年的最高水平。并且，出口交货值的下行与跟出口更加相关的财新PMI的上行出现背离。而且反应全球出口外贸形势的摩根大通全球制造业PMI从7月开始持续回升，预示着全球出口也在边际改善，这也与出口交货值增速下行不一致。因而10月出口交货值的回落，或许与报数前移至9月有关。如果将9-10月合并来看，出口交货值平均增速为-2.3%，增速依然保持弱平稳。在全球经济下行斜率趋缓的背景下，出口交货值难以持续大幅下行。

图1：出口交货值拖累生产回落

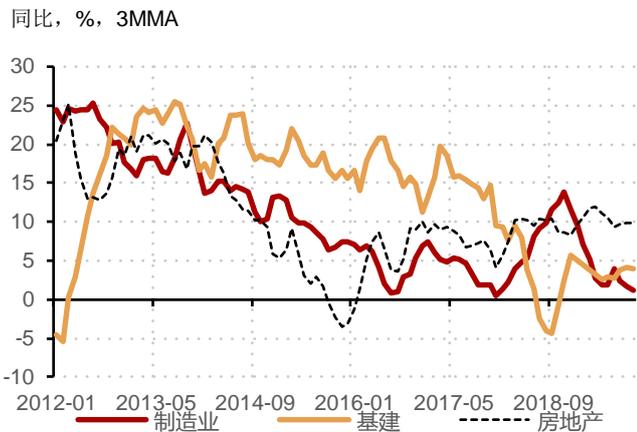

数据来源：Wind，西南证券整理

图2：出口交货值增速与财新PMI、摩根大通全球PMI走势背离


数据来源：Wind，西南证券整理

需求保持弱平稳，基建回落受专项债错位发行影响，PPI见底回升将对制造业投资构成持续支撑。10月固定资产投资同比增长3.4%，较上月回落1.3个百分点。其中基建投资出现回落，10月当月同比增长2%，增速较上月回落3个百分点。主要受去年高基数因素影响，去年10月基建投资同比增速从9月的-2.0%提升至5.9%，提升7.9个百分点。但11月开始，基数效应将再度减弱。同时伴随着逆周期政策将继续发力，基建作为抓手依然有发力空间，近期国常会要求降低部分基础设施项目最低资本金比例也体现了这一点。未来基建依然将保持升势。制造业投资出现回升，增速较上月回升1.4个百分点至3.4%。PPI在10月见底之后将震荡回升，从而也将对企业盈利构成修复，并支撑制造业投资继续回暖。

图 3：基建投资与地产投资有韧性，制造业投资企稳



数据来源：Wind，西南证券整理

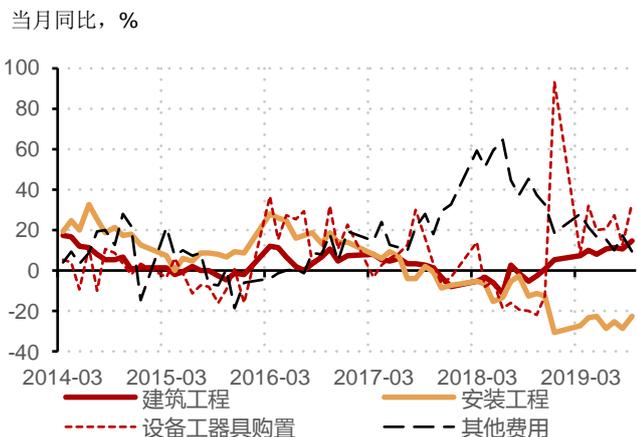
图 4：领先于房地产投资的资金来源继续平稳



数据来源：Wind，西南证券整理

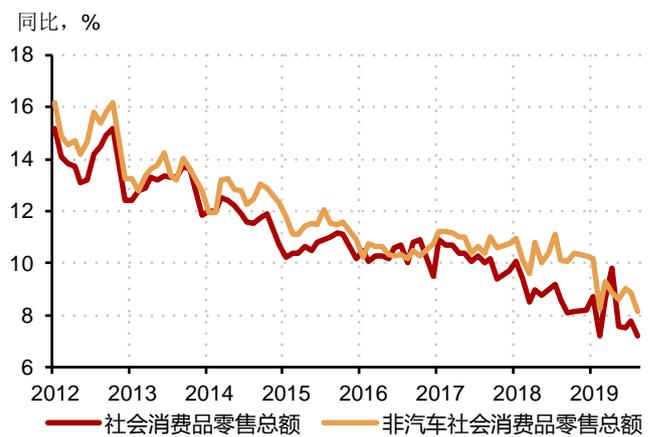
房地产市场保持韧性，新开工与施工延续回升支撑建安投资。10月当月商品房销售面积同比增长1.9%，增速较上月小幅回落1个百分点，累计同比录得0.1%，是年内首次转正。在房地产销售继续保持强韧的情况下，土地购置和房屋新开工面积同比出现延续回升，二者分别较上月回升2.4和16.6个百分点至12.8%和23.2%。地产施工和竣工面积单月均有明显回升，分别较上月回升14.4和12.6个百分点至19.2%和9%。地产商继续大力推盘，并抓紧施工和竣工提高周转，新开工和施工回升将对未来地产投资的主要拉动项建安投资构成支撑。房地产投资小幅下行1.7个百分点至8.8%。虽然本轮地产调控对房企表内房开贷和表位信托融资有所收紧，但是地产销售保持韧性，按揭贷款依然保持平稳增长，因而房地产投资资金来源增速平稳，地产投资也难以明显大幅下行。

图 5：建安投资对地产构成支撑



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：社零超预期回落



数据来源：Wind，西南证券整理

整体消费延续弱势，但消费放缓速度超预期或与双十一透支10月消费需求相关。10月社零增速较上月回落0.6个百分点至7.2%，实际同比增速更是较上月放缓0.9个百分点至4.9%，低于市场预期。其中汽车分项增速小幅回落，较上月下降1.1个百分点至-3.3%，非汽车增速同样较上月下滑0.7个百分点至8.2%。而地产相关的家电、家具以及建筑装潢材料增速均有所放缓，这与地产竣工面积增速大幅上下行并不一致。而化妆品等其它分项增速

也有所放缓。猜测这与双十一透支 10 月消费需求有关。整体居民收入偏弱环境下，消费将延续弱势增长状况。

拨开迷雾看数据，对经济不宜太悲观。工业增加值出现低于预期的回落，这主要受出口交货值下行拖累。但出口交货值回落与财新 PMI（跟出口更相关）的回升以及摩根大通全球制造业 PMI 回暖所指向的出口修复有背离。我们认为 10 月出口交货值的回落与报数前移至 9 月相关，合并 9-10 月来看，出口交货值保持平稳。从需求面来看，专项债发行错位导致基建增速小幅回落，但逆周期政策将继续发力，基建项目审批加快，基建将保持回升态势。房地产销售保持韧性，地产投资资金来源保持平稳，因而地产投资难以大幅下行，也将保持平稳。而随着年末 PPI 跌幅收窄甚至转正，企业盈利也将有所修复，制造业投资将平稳向上。因而对经济无需过度悲观，4 季度经济将保持弱平稳。

债市短期仍将保持震荡。经济保持平稳，通胀继续上行，意味着债市难有趋势性机会。但债市上行空间也有限，虽然通胀持续上行，但央行调降 MLF 利率显示央行不会明显收紧流动性和货币政策，流动性保持宽松利率难以大幅调整。而且 10 月的托管数据显示银行配置盘在增持利率债，这也封杀了利率债上行的空间，因而短期债市或继续震荡。

表 1：我国宏观经济指标预测

		2018-9	2018-10	2018-11	2018-12	2019-1	2019-2	2019-3	2019-4	2019-5	2019-6	2019-7	2019-8	2019-9	2019-10	西南预测 2018-11F	市场预期 2018-11F
CPI	同比%	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0	3.8	3.5	3.4
PPI	同比%	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	0.0	-0.3	-0.8	-1.2	-1.6	-1.6	-1.6
工业增加值真实增速	同比%	7.2	5.9	5.4	5.7		5.3	8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4	5.8	4.7	5.2	5.3
固定资产投资名义增速	同比%	5.4	5.7	5.9	5.9		6.1	6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2	5.4	5.4
消费品零售名义增速	同比%	9.2	8.6	8.1	8.2		8.2	8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8	7.2	7.9	7.9
新增人民币贷款	亿人民币	13800	6970	12500	10800	32300	8858	16900	10200	11800	16600	10600	12100	16900	6613	8500	8179
M2增速	同比%	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4	8.4	8.4	8.4
一年期定存	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
出口名义增速(美元计价)	同比%	14.4	15.6	5.4	-4.4	9.1	-20.7	14.2	-2.7	1.1	-1.3	3.3	-1.0	-3.2	-0.9	-5.0	-2.9
进口名义增速(美元计价)	同比%	14.5	21.4	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	4.0	-8.5	-7.3	-5.3	-5.6	-8.5	-6.4	-10.0	-8.2
贸易顺差	亿美元	312.8	340.2	447.5	570.6	391.6	41.2	326.5	123.7	416.6	509.8	450.5	348.3	396.5	428.1	404.1	408.9
人民币兑美元汇率(月末值)	人民币/美元	6.88	6.96	6.94	6.87	6.70	6.69	6.72	6.74	6.90	6.87	6.89	7.15	7.14	7.04	7.05	7.15
存款准备金率	%	15.5	14.5	14.5	14.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.0	13.0	13.0	13.0

数据来源：CEIC, Wind, 西南证券。注：市场预期为 Wind 调查的市场预测均值，其中汇率为即期汇率，西南预测汇率为中间价

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报

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_8976

