

短周期下的经济低点

数据：10月固定资产投资累计同比5.2%（前值5.4%）；10月社会消费品零售总额当月同比7.2%（前值7.8%），累计同比8.1%（前值8.2%）；10月工业增加值当月同比4.7%（前值5.8%），累计同比5.6%（前值5.6%）。

1、投资：基建投资、房地产投资增速回落，制造业投资增速小幅回升，固定资产投资增速回落。其中，基建投资小幅回落，未来在政策引导下预计仍有一定支撑；制造业投资小幅回升，虽盈利处于筑底阶段，但需求偏弱背景下回升幅度有限；房地产投资在建安支撑下仍有一定韧性。具体来看：**（1）基建投资小幅回落。**水电气增速扩张，交通运输、水利环保增速放缓，交通运输方面，铁路运输增速放缓，道路运输增速加快。当前基建的问题可能在于资金，预计在政策引导下基建投资仍将逐步回升。**（2）制造业投资增速回升。**其中化学制品，汽车、通用设备增速放缓，医药、计算机通信、专用设备制造增速加快，金属制品、铁路航空、电气机械、有色金属降幅收窄。往前看，虽然制造业企业盈利处于筑底阶段，但在需求偏弱的情况下，制造业投资回升幅度相对有限。**（3）房地产投资小幅回落，但增速相对稳定。**建安投资增速相对稳定，土地购置面积降幅收窄，但购置费下拉效应依然存在。此外，房地产开发资金来源约束下，房地产投资增速预计将逐步放缓。

2、消费：社零依然偏弱，主要拖累在于汽车和地产链条类消费。社零继续回落，主要原因在于汽车消费跌幅扩大，且地产链条类消费即家电、家具、装潢同比下降。从其他分项上看，通讯类消费改善，石油制品、纺织服装消费下降。

3、工业：10月工业生产依然偏弱。从结构来看，采矿业、制造业增速回落，公用事业增速回升。

4、整体：短周期下的经济低点。该结论包含两层意思：一是，短期增长视角下，现阶段经济增长确实下滑至较低水平；二是，未来逐步改善的概率较大。判断理由主要有以下几点：**第一，经济结构当中的诸多分项位于阶段性底部，再度下滑的概率较低。**决定消费走势的汽车消费（-1%）、固定资产投资当中制造业投资（2.5%）位于低点，得到专项债支持的基建投资（3.3%）仍有进一步上升空间，进口在国内需求低迷的前提下已连续两年下滑（-5%）。**第二，建安的韧性与基建的发力将保证固定资产投资企稳回升。**建安投资回升是今年地产增速较高的主要原因，现阶段地产已进入竣工阶段，借鉴2011年经验，建安投资预计仍有支撑；基建投资方面，随着专项债等配套资金的逐步落实，以及政策对于稳增长的积极性上升（11.14将基建项目资本金下调），基建投资将逐步改善，预计基建投资年底将升至5%。**第三，从工业生产、进口、金融等更细分的数据中观察到内需边际改善。**从工业生产数据看，工业增加值的拖累分项主要在于出口相关行业（出口交货值下行），内需相关行业有所改善（发电量、耗煤量上升等），表明内需有改善迹象；从进口看，在PPI转负，大宗商品价格下跌的情况下，进口数量已连续两个月改善，同样表明内需有所企稳；从金融数据看，虽然信贷季节性回落明显，但社融余额同比仍维持高位，且企业融资逐步改善。**第四，宏观层面上，政策逆周期调节将在一定程度上拉动需求，叠加物价水平上扬，名义GDP向上确定性较高。**减税降费、降准降息（货币边际会更松而不是紧，猪通胀不构成大的约束）等逆周期政策将对工业企业利润以及消费带来一定支撑，叠加CPI、PPI的边际转好，名义GDP同比向上概率较高。

风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

图表 1：国金宏观 10 月经济数据点评

国金宏观10月经济数据点评：短周期下的经济低点					
经济指标	单月增速 (%)		累计增速 (%)		数据描述与趋势判断
	9月	10月	1-9月	1-10月	
社零	7.8	7.2	8.2	8.1	社零依然偏弱，主要拖累在于汽车和地产链条类消费。社零继续回落，主要原因在于汽车消费跌幅扩大，且地产链条类消费即家电、家具、装潢同比下降。从其他分项上看，通讯类消费改善，石油制品、纺织服装消费下降。
投资	4.8	3.7	5.4	5.2	基建投资、房地产投资增速回落，制造业投资增速小幅回升，固定资产投资增速回落。其中，基建投资小幅回落，在政策引导下预计仍有一定支撑；制造业投资小幅回升，虽盈利处于筑底阶段，但需求偏弱下再度回升幅度有限；房地产投资在建安支撑下仍有一定韧性。
民间投资	3.5	2.1	4.7	4.4	民间投资意愿依然偏弱。同偏低的制造业投资一致，在总需求偏弱的背景下，民间投资累计同比回落。且从绝对量来看，民间投资增速依然偏低。
基建投资	5.0	2.0	3.4	3.3	基建投资小幅回落。水电气增速扩张，交通运输、水利环保增速放缓，交通运输方面，铁路运输增速放缓，道路运输增速加快。当前基建的问题可能在于资金，预计在政策引导下基建投资仍将逐步回升
制造业投资	1.9	3.4	2.5	2.6	制造业投资增速回升。其中化学制品，汽车、通用设备增速放缓，医药、计算机通信、专用设备制造增速加快，金属制品、铁路航空、电气机械、有色金属降幅收窄。往前看，虽然制造业企业盈利处于筑底阶段，但在需求偏弱的情况下，制造业投资回升幅度相对有限。
房地产投资	10.5	8.6	10.5	10.3	房地产投资小幅回落，但增速相对稳定，建安投资增速相对稳定，土地购置面积降幅收窄，但在前期土地购置下降的背景下，购置费下拉效应依然存在。此外，房地产开发资金来源约束下，房地产投资增速预计将逐步放缓
新开工面积	6.7	23.2	8.6	10.0	商品房销售面积增速转正，新开工面积回升。
资金来源	10.8	6.0	7.1	7.0	商品房销售面积改善，定金、按揭贷款增速小幅回升，但国内贷款增速明显放缓，总体来看房地产资金来源增速将逐步放缓。
商品房销售面积	2.9	1.9	(0.1)	0.1	商品房销售面积小幅改善，带动销售额增速回升，但力度仍相对有限。当前明确房地产严调控政策，叠加棚改货币化安置力度减弱，30大中城市商品房销售面积累计同比持续走弱，商品房销售仍难乐观。
商品房销售额	9.4	9.7	7.1	7.3	
出口	(3.2)	(0.9)	(0.1)	(0.2)	进出口改善，内需企稳迹象显现。10月出口当月同比跌幅收窄，其中欧盟和东南亚需求稳定，部分原因在于加征关税商品的部分需求转移东南亚且我国与东盟达成全面经济合作协议。10月进口当月同比跌幅收窄，进口数量稳中有升，表明实际内需有所改善；但价格依然形成拖累。
进口	(8.3)	(6.4)	(5.0)	(5.1)	
工业增加值	5.8	4.7	5.6	5.6	10月工业生产依然偏弱。从结构来看，采矿业、制造业增速回落，公用事业增速回升。
出口交货值	(0.7)	(3.8)	2.4	1.8	出口交货值当月同比跌幅扩大，累计同比继续下行，可能预示着10月出口将继续下降。
发电量	4.7	4.0	3.0	3.1	发电量当月同比连续两月维持高位，累计同比回升，表明生产有所改善。
粗钢产量	2.2	(0.6)	8.4	7.4	粗钢生产当月、累计同比均下降。表明钢铁依然处于去库存阶段。
人民币汇率 (贬值为-)	(3.8)	0.1	(4.1)	(4.0)	10月人民币兑美元大幅升值。10月人民币兑美元升值，主要原因在于中美贸易摩擦缓和、美元指数下行、中美利差走扩。
M1	-	-	3.4	3.3	信贷季节性回落，企业融资有所改善。信贷：总量上，信贷季节性回落；结构上，考虑季节性后，居民中长期贷款相对稳定，企业短期贷款回落，中长期贷款改善；社融：信贷季节性回落，非标融资继续改善，企业债融资改善，地方专项债未有新发行，社融存量增速小幅回落；M2：受季节性因素影响，居民、企业存款下降，财政存款增幅弱于季节性，M1同比小幅下降，M2同比持续上月。
M2	-	-	8.4	8.4	
信贷 (万亿)	1.7	0.7	13.6	14.3	
社融 (万亿)	2.3	0.6	18.7	19.4	
CPI	3.0	3.8	2.5	2.6	CPI继续冲高，PPI阶段性低点已现。10月CPI当月同比升至3.8%，主要原因在于猪肉价格上涨远超季节性。10月PPI当月同比跌幅扩大，主要原因有两点：全球需求下行导致的主要工业品价格下跌以及去年整体基数偏高。
PPI	-1.2	-1.6	0.0	-0.2	
制造业PMI	49.8	49.3	-	-	制造业回归偏弱常态，建筑业景气回升。10月制造业PMI较上月回落，生产、需求均下行，价格环比回落，制造业景气度有所弱化；10月非制造业商务活动下行，服务业景气度回落，建筑业景气度回升
非制造业PMI	53.7	52.8	-	-	
综合PMI	53.1	52.0	-	-	

来源：国家统计局，财政部，中国人民银行，中国货币网，Wind，国金证券研究所

正文如下：

1、固定资产投资：基建投资、房地产投资增速回落，制造业投资增速小幅回升，固定资产投资增速回落。其中，基建投资小幅回落，在政策引导下预计仍有一定支撑；制造业投资小幅回升，虽盈利处于筑底阶段，但需求偏弱下再度回升幅度有限；房地产投资在建安支撑下仍有一定韧性。

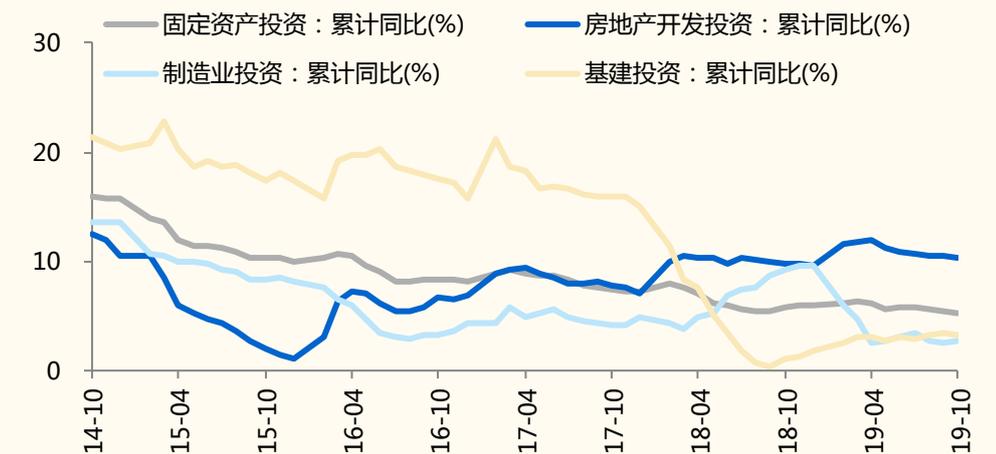
(1) 基建投资小幅回落。水电气增速扩张，交通运输、水利环保增速放缓，交通运输方面，铁路运输增速放缓，道路运输增速加快。当前基建的问题可能在于资金，预计在政策引导下基建投资仍将逐步回升。具体来看：1) 交运行业累计同比降至 4.6% (前值 4.7%)，其中铁路运输业增速降至 5.9% (前值 9.8%)，道路运输业增速升至 8.1% (前值 7.9%)；2) 水利大环保行业累计同比降至 2.7% (前值 3.5%)，其中权重最大的公共设施管理业增速降至 0.2% (前值 0.9%)，水利管理业增速降至 0.6% (前值 1.9%)。

(2) 制造业投资增速回升。其中化学制品，汽车、通用设备增速放缓，医药、计算机通信、专用设备制造增速加快，金属制品、铁路航空、电气机械、有色金属降幅收窄。往前看，虽然制造业企业盈利处于筑底阶段，但在需求偏弱的情况下，制造业投资回升幅度相对有限。

具体来看，1) 新兴行业中，医药制造业累计同比升至 7.9% (前值 7.0%)，计算机通信行业累计同比升至 13.6% (前值 11.6%)；2) 装备制造业中，汽车制造业累计同比降至-0.3% (前值 1.8%)，铁路船舶行业累计同比降幅收窄至-5.9% (前值-8.3%)；3) 通用专用设备业中，通用设备累计同比降至 0.9% (前值 1.6%)，专用设备累计同比升至 9.8% (前值 8.7%)；4) 轻工行业中，农副食品加工业累计同比降幅收窄至-10.1% (前值-10.8%)，食品制造累计同比降至-3.8% (前值-3.0%)；5) 传统行业中，有色金属冶炼及压延加工业累计同比降幅收窄至-1.3% (前值-2.6%)。

(3) 房地产投资小幅回落，但增速相对稳定。建安投资增速相对稳定，土地购置面积降幅收窄，但在前期土地购置下降的背景下，购置费下拉效应依然存在。此外，房地产开发资金来源约束下，房地产投资增速预计将逐步放缓。

图表 2：固定资产投资累计同比回落



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

2、10月工业生产依然偏弱。出口交货值当月同比跌幅扩大，累计同比继续下行，可能预示着10月出口将继续下降；发电量当月同比连续两月维持较高位，累计同比回升，表明生产有所改善；粗钢生产当月、累计同比均下降，表明钢铁依然处于去库存阶段。

(1) 从结构上看，采矿业、制造业增速下降，公用事业增速上升。采矿业当月同比涨幅回落至3.9%（前值8.1%），制造业当月同比回落至4.6%（前值5.6%），公用事业部门当月同比升至6.6%（前值5.9%）。

(2) 从制造业内部结构上看，经济下行压力背景下，多个领域制造业增加值同比均呈下行趋势。

1) 新兴产业整体下行。其中化学原料当月同比下行至3.0%（前值3.3%），医药制造业当月同比下行至7.1%（前值7.3%），计算机、通信和电子行业当月同比下行至8.2%（前值11.4%）。

2) 装备制造业整体分化。其中汽车当月同比涨幅升至4.9%（前值0.5%），金属制品业当月同比涨幅上升至3.1%（前值2.6%），运输设备业当月同比下降至3.0%（前值4.7%），电气机械器材业当月同比降至10.7%（前值12.1%）。

3) 通用专用设备制造业下行。其中通用设备制造业当月同比涨幅收窄至3.1%（前值3.1%），专用设备制造业当月同比下降至5.0%（前值7.0%）。

4) 轻工业整体下行。其中农副食品加工业当月同比下降至-2.7%（前值-1.2%），食品制造当月同比下行至3.4%（前值4.2%），纺织业工业当月同比下降至-1.3%（前值0.6%）。

5) 传统制造业整体下行。黑色金属冶炼及压延加工业增加值当月同比降至6.3%（前值9.5%），有色金属冶炼及压延加工业当月同比上升至9.1%（前值7.7%），非金属矿物制品业当月同比下降至4.1%（前值7.0%）。

(3) 规模以上工业企业出口交货当月同比跌幅扩大。规模以上出口交货值当月同比下降至-3.8%（前值-0.7%）。

图表3：工业增加值当月同比回落



图表4：汽车制造业当月同比回升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

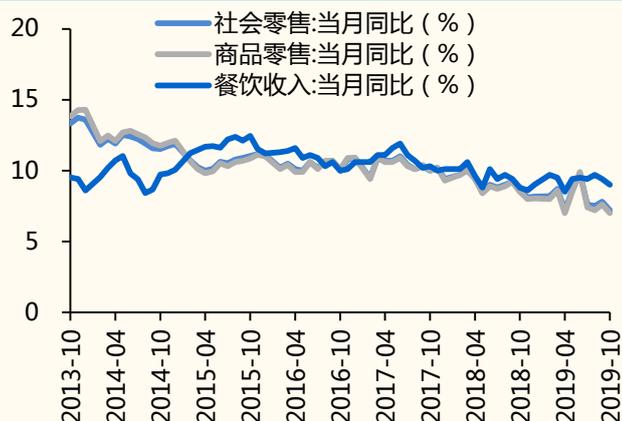
3、社零依然偏弱，主要拖累在于汽车和地产链条类消费。社零继续回落，主要原因在于汽车消费跌幅扩大，且地产链条类消费即家电、家具、装潢同比下降。从其他分项上看，通讯类消费改善，石油制品、纺织服装消费下降。

(1) 地产链条下行。建筑装潢材料当月同比下降至2.6%（前值4.2%）；家具当月同比下行至1.8%（前值6.3%）；家电当月同比下行至0.7%（前值5.4%）。

(2) 升级型消费整体分化。通讯类消费同比上升至22.9%（前值8.4%）；中西药同比下行至5.1%（前值6.6%）；石油及制品类消费下行至-4.5%（前值-0.4%）。

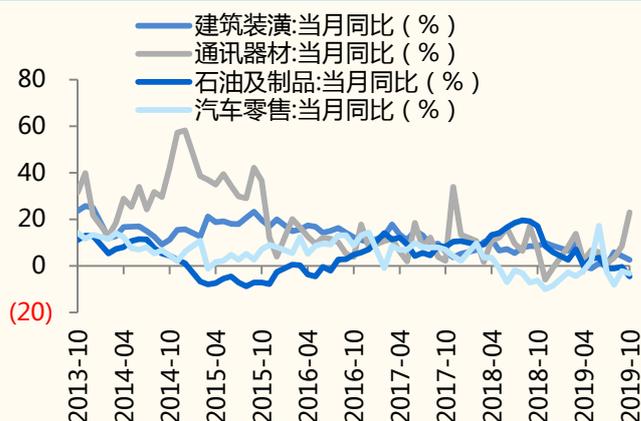
(3) 汽车消费跌幅扩大。汽车消费当月同比跌幅收窄至-3.3% (前值-2.2%)。

图表 5: 消费当月同比回落



来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 6: 汽车、地产类链条下行, 通讯器材上行



来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

风险提示:

1. 财政宽松力度不足, 减税降费力度不够或者执行力度不够, 难以对冲经济下行压力, 导致企业盈利进一步下降, 失业等问题加剧;
2. 货币政策短期过紧导致名义利率上升, 同时物价下滑, 实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力;
3. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧, 令政策层面对经济增长的压力上升, 导致阶段性经济增长失速;
4. 房地产市场持续收紧, 叠加资管新规严格执行程度超预期, 可能造成部分金融机构出现风险, 从而导致系统性风险发生概率上升;
5. 中美贸易摩擦升温, 对双方需求形成较大冲击; 美联储如果加息速度和幅度高于市场预期, 将推升美元大幅上升, 资本流入美国, 新兴市场将再度面临资本流出, 可能诱发风险。

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_8977



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>