

宏观观点评

经济仍下，有哪些预期差？——兼评10月经济数据

事件：10月规模以上工业增加值同比4.7%（预期5.3%，前值5.8%）；10月社会消费品零售总额同比7.2%（预期7.9%，前值7.8%）；1-10月固定资产投资同比5.2%（预期5.4%，前值5.4%），其中：房地产投资累计同比10.3%，前值10.5%；基建投资（小口径）累计同比4.2%，前值4.5%；制造业投资累计同比2.6%，前值2.5%。

核心结论：

1. 高频数据涨跌互现，对工业增加值的指示意义是否减弱？10月工业增加值增速大幅回落，主因今年以来“季初回落”的季节性特征和内外需疲弱。近期六大电厂发电耗煤数据异常高增，与工业生产大幅背离，主因水电走弱的干扰（具体参见前期报告《10月PMI超预期回落，关注一个背离》）。

2. 融资收紧土地购置下滑，为何销售、投资仍强？10月地产投资回落，主因融资收紧预期下房企加速推盘回笼资金，与之对应的是销售、开工、施工、竣工增速纷纷回升。此外，当前房地产融资增速仅略下滑，分项中个人按揭贷款和预付款增速回升，侧面反映房企销售回款的诉求。往后看，随着在建楼盘陆续竣工、房地产融资陆续收紧，以及居民“抢贷款”的消退，地产投资预计逐步回落。不过，节奏上仍存在较大的韧性。预计至年底房地产投资增速将维持在9.5%左右，2020年将缓慢降至6-8%。

3. 国常会逆周期持续加码，为何基建起不来，有何不确定？基建投资回落，主因基数回升和10月贷款、专项债下降，一定程度限制融资。预计狭义基建投资年底有望升至5%左右。往后看，国常会下调基建资本金比例，逆周期持续加码，信号意义较强，实际意义仍待验证，不确定性在于基建法定资本金比例与实际资本金比例的差异、财政资金做项目资本金比例是否仍存限制、项目回报率分化和民间投资效果等。

4. 是什么在支撑制造业投资？高端投资逆势提升。1-10月制造业投资累计增速较前值微升，其中高端制造业投资增速自今年8月以来持续回升，与非高端制造业明显分化。参考17H1、18年经验，如果政策能持续向制造业倾斜，推动高端制造业投资明显反弹，或可推动制造业投资增速提前企稳回升。

5. 消费中的“一点红”，通讯器材是亮点。10月社零增速超预期回落，除了内需仍弱的影响外，“双十一”对消费可能也有一定的延后作用（但影响逐年降低）。分类来看，必选消费涨跌互现，整体回落；可选消费多数下滑，通讯器材大幅回升。10月就业形势稳中向好，城镇调查失业率微降。

6. 政策组合拳可期，2020年将是制度红利的春天。维持我们在《制度红利的春天——四季度和2020年宏观展望》中的观点，预计四季度GDP累计增速降至6.1-6.2%，2020年降至5.8%左右；政策将保持定力、延续宽松、“宽财政+松货币+扩消费+促产业+改制度+稳就业”组合拳可期。包括：1）财政政策：主抓手是平滑隐性债务和扩基建，2020年赤字率有望升至3%；2）货币政策：降准“降息”仍然可期，但幅度和次数均较为有限；3）房地产政策：总基调仍是从严调控，2020年二三季度有望迎来边际松动；4）产业政策：主方向是高端制造和核心技术，知识产权有望迎来资本化；5）制度性红利：建议重点关注国企改革、资本市场改革、土地改革、财税制度改革、民企地位提升等方面，2020年关键看执行。

风险提示：中美贸易冲突升级，政策执行力度不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

1、《10月社融为何缩水1.65万亿？》2019-11-12

2、《“降息”5BP有何真意思？还会再降么？》
2019-11-06

3、《10月PMI超预期回落，关注一个背离》2019-11-01

4、《制度红利的春天——四季度和2020年宏观展望》
2019-10-23

5、《Q3经济有7大信号，Q4和2020怎么走？》
2019-10-19

6、《六问8月经济》2019-09-16



内容目录

高频数据涨跌互现，对工业增加值的指示意义是否减弱？	3
融资收紧土地购置下滑，为何投资仍强？	3
国常会逆周期持续加码，为何基建起不来，有何不确定？	5
是什么在支撑制造业投资？高端投资逆势提升	7
消费中的“一点红”，通讯器材是亮点	9
政策组合拳可期，2020 年将是制度红利的春天	10
风险提示	11

图表目录

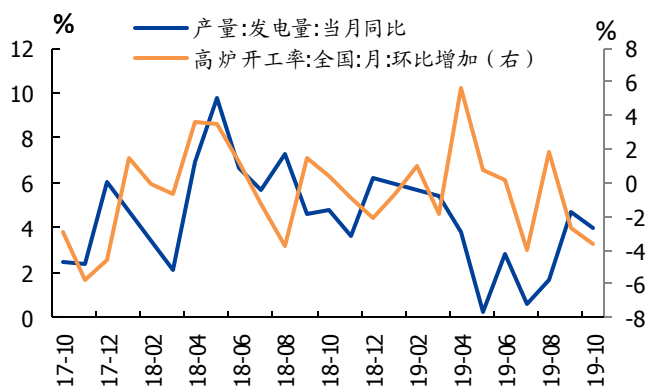
图表 1: 10 月高频生产数据多数回落	3
图表 2: 10 月出口交货值明显回落	3
图表 3: 1-10 月地产投资增速仍处高位	4
图表 4: 销售回款成为近来房企融资的主力	4
图表 5: 新开工、施工面积有所回升	4
图表 6: 销售、竣工较上月好转	4
图表 7: 地方政府尚离不开土地财政	5
图表 8: 土地购置面积增速降幅收窄	5
图表 9: 基建投资累计同比略有下滑	5
图表 10: 水利、环境和公共设施管理业投资增速下滑较多	5
图表 11: 11 月 13 日国务院常务会议决定完善固定资产投资项目资本金制度	6
图表 12: 2014 年以来发改委批复城市轨道交通建设项目	7
图表 13: 2018 年以来发改委批复铁路建设项目	7
图表 14: 各行业近 5 年制造业投资增速的中位数	8
图表 15: 今年 8 月以来，高端制造业投资增速走势与非高端制造业再次分化	8
图表 16: 17H1、18 年改建投资（含技术改造）增速大幅提升，带动制造业投资增速企稳回升	9
图表 17: 社零当月同比增速的环比变动	9
图表 18: 消费增速普遍下滑	9
图表 19: 10 月城镇调查失业率微降	10
图表 20: 10 月新增就业增速、PMI 从业人员延续修复趋势	10

高频数据涨跌互现，对工业增加值的指示意义是否减弱？

10 月工业增加值增速大幅回落，主因季节性和内外需疲弱。10 月工业增加值同比增长 4.7%，较前值 5.8% 大幅回落 1.1 个百分点，低于市场预期的 5.3%。（1）弱于季节性，但降幅趋缓。一方面，10 月工业增加值环比增长 0.17%，低于近 5 年均值的 0.46%，弱于季节性；另一方面，由于今年以来“季初回落”的特点，4 月、7 月同比增速分别较前值回落 3.1、1.5 个百分点，10 月降幅延续了收窄趋势，与 17 年规律类似。（2）内需仍然疲弱。一方面，10 月高频生产数据多数回落，如高炉开工率、发电量同比增速分别较前值回落 0.9、0.7 个百分点（可能与 10 月国庆限产有关），均提示了 10 月工业增加值的回落，仅六大电厂发电耗煤数据异常高增，与工业生产大幅背离，主因水电走弱的干扰（具体参见前期报告《10 月 PMI 超预期回落，关注一个背离》）；另一方面，10 月消费、投资增速均明显回落，也提供了验证。（3）外需仍然疲弱。本月出口交货值增速 -3.8%，较前值大幅回落 3.1 个百分点，虽然近期中美贸易摩擦有所缓和，但在世界经济增长放缓、前期关税升级等因素影响下，未来外需仍将构成压力。

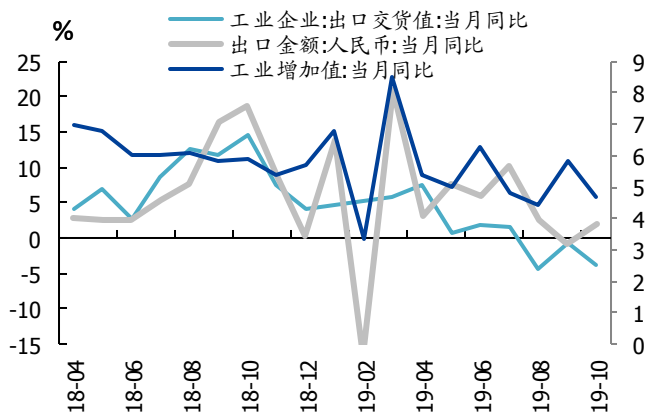
大类行业看，10 月当月采矿业、制造业、公用事业同比增速分别较前值变动 -4.2、-1.0、0.7 个百分点，高新技术产业增速回落 2.7 个百分点；细分行业看，10 月当月电子设备、黑色金属冶炼、非金属矿物制品、专用设备制造业增速回落较多，同比增速较前值分别回落 3.2、3.2、2.9、2.0 个百分点；汽车制造、有色金属冶炼增速回升较多，同比增速较前值分别回升 4.4、1.4 个百分点。

图表 1：10 月高频生产数据多数回落



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：10 月出口交货值明显回落



资料来源：Wind，国盛证券研究所

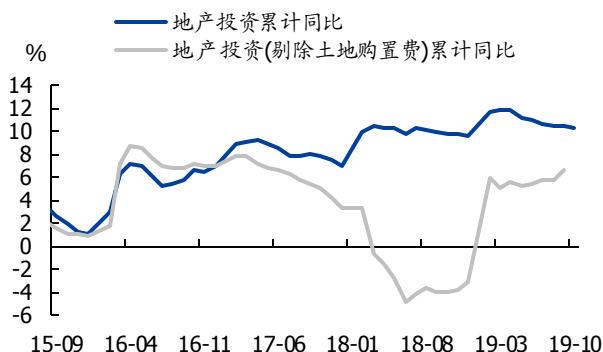
融资收紧土地购置下滑，为何投资仍强？

10 月地产投资增速缓慢回落，但韧性仍强。1-10 月房地产投资累计同比增速为 10.3%，增速较前值下滑 0.2 个百分点，高于去年同期的 9.7%。剔除土地购置费之后，1-9 月地产投资累计同比为 6.6%，大幅高于 1-8 月的 5.8%¹。单月看，10 月房地产投资同比为 8.8%，低于 9 月的 10.5%。地产投资韧性来源于三方面：1）6 月以来，建筑工程累计同比大幅回升，成为支撑地产投资的重要力量。2）房地产融资收紧幅度较小，尚不构成

¹ 该数据更新至 9 月末。

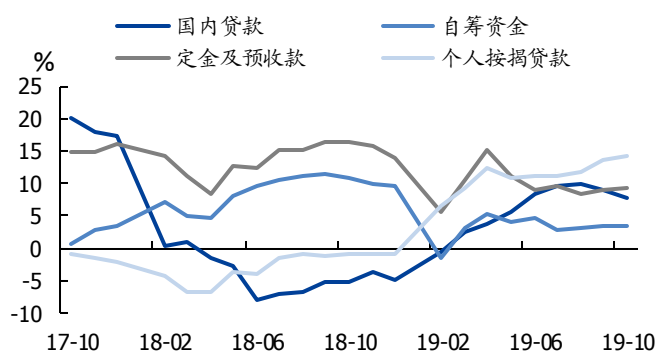
威胁，特别是对龙头国企，影响还不明显。3) 房企在融资即将收紧预期下加速销售回款，这也可以从融资分项中个人按揭贷款和预付款增速回升得到印证。

图表 3: 1-10 月地产投资增速仍处高位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

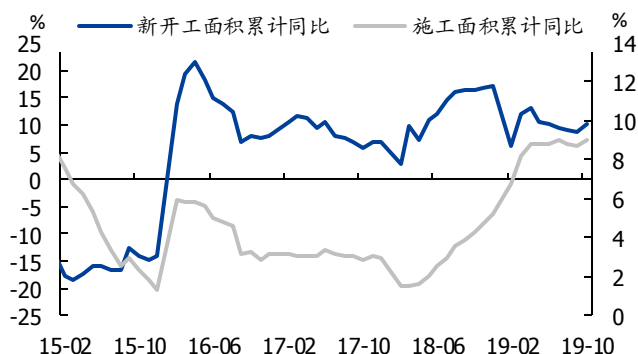
图表 4: 销售回款成为近来房企融资的主力



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

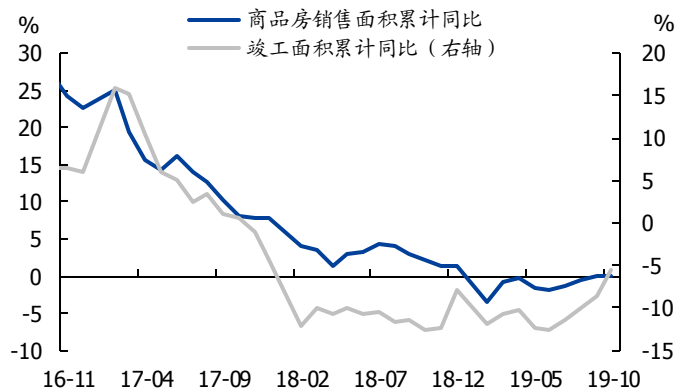
销售、开工、施工、竣工增速纷纷回升。销售来看，1-10 月商品房销售面积累计同比为 0.1%，较 1-9 月回升 0.2 个百分点，实现年内首次由负转正；销售额累计同比增长 7.3%，较前值加快 0.2 个百分点。销售增速回升与 7 月以来对房企外债融资、房地产信托融资等限制文件陆续出台，融资收紧预期下，地产商加速推盘以回笼资金有关，同时 10 月也出现“以价换量”现象。开、施、竣工方面，10 月房屋新开工、施工、竣工面积累计同比分别较前值回升 1.4、0.3、3.1 个百分点至 10%、9%、-5.5%。鉴于销售增速处于低位，新开工增速回升预计不可维持。在存量项目支撑下，施工、竣工增速仍将维持韧性，建安投资对房地产投资的贡献也将继续一段时间。

图表 5: 新开工、施工面积有所回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 销售、竣工较上月好转



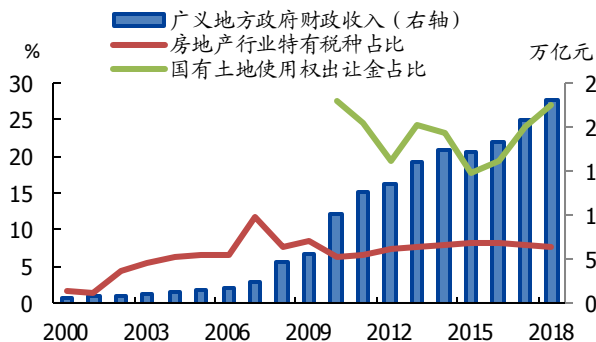
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

往后看，随着在建楼盘陆续竣工、房地产融资陆续收紧，以及居民“抢贷款”的消退，地产投资预计逐步回落。不过，节奏上仍存在较大的韧性，2020 年 Q2 压力可能凸显。预计至年底房地产投资增速将维持在 9.5% 左右，2020 年将缓慢降至 6-8%。原因上，维持我们在《Q3 经济有 7 大信号，Q4 和 2020 怎么走？》中的判断，即我国经济下行压力仍大，中美贸易摩擦虽短期有所缓和，但中长期仍存在不确定性。房地产确实不能作为短期刺激经济的工具，但是仍然是经济的重要支撑。

1) 库存来看，房地产库存处于低位，房价不存在大幅下跌的基础，未来有望维持稳定，进而支撑房地产投资。2) 需求端来看，稳定的城市化进程和家庭规模小型化支撑房地产

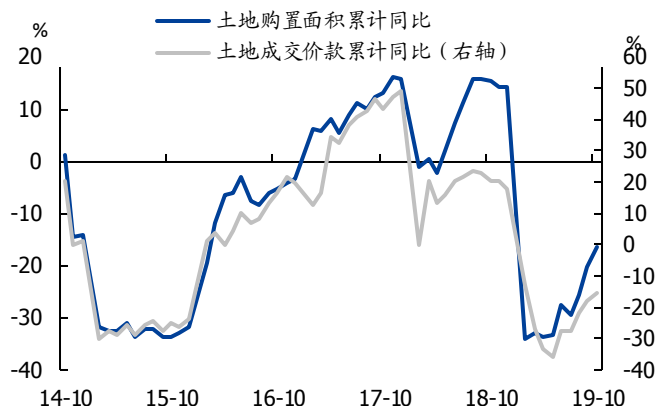
内在需求。3) 金融端来看, 房贷利率整体小幅上行, 中期维稳, 不会对房地产市场造成过大打压。4) 供给端来看, 融资收紧和土地供应增速下降的紧平衡, 叠加地方政府尚离不开土地财政, 地价房价有望维持稳定, 支撑房地产投资稳中缓降。

图表 7: 地方政府尚离不开土地财政



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算所得

图表 8: 土地购置面积增速降幅收窄

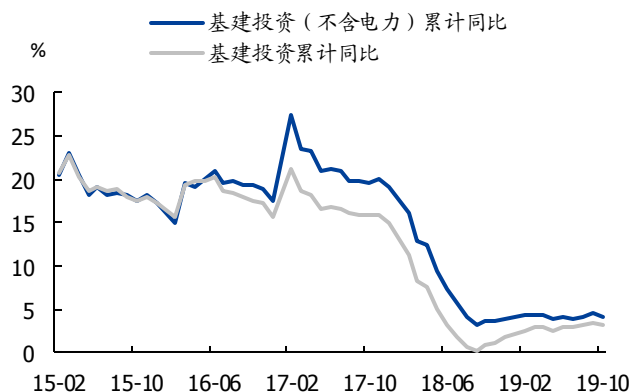


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

国常会逆周期持续加码, 为何基建起不来, 有何不确定?

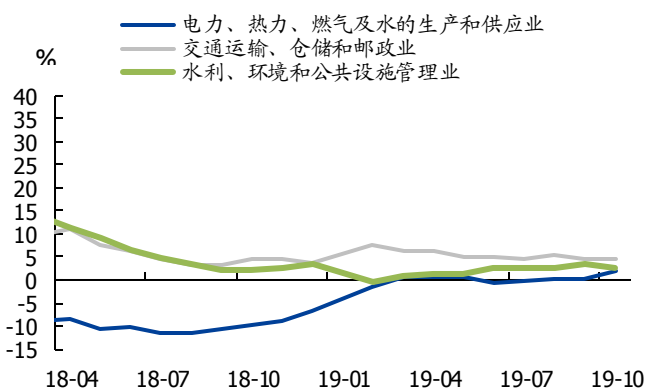
基建投资回落, 基数回升和贷款、专项债支持阶段性减弱是主因。今年 1-10 月狭义基建投资累计同比增长 4.2%, 较 1-9 月小幅回落 0.3 个百分点; 广义基建累计同比增长 3.26%, 较前值回落 0.18 个百分点。分行业看, 水利、环境和公共设施管理业投资同比增速较上月下滑 0.8 个百分点, 成为主要拖累项。10 月基建投资增速回落, 部分原因在于基数回升。同时, 10 月表内贷款、新发行地方政府专项债减少, 或许也限制了部分融资。

图表 9: 基建投资累计同比略有下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 水利、环境和公共设施管理业投资增速下滑较多



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

国常会下调基建资本金比例, 逆周期持续加码, 信号意义较强, 实际意义仍待验证。狭义基建投资年底有望升至 5% 左右。

11 月 13 日国务院常务会议决定完善固定资产投资项目资本金制度, 规定降低部分基础

设施项目基本金比例，拓宽项目资本金来源，以及规范管理等²。

图表 11: 11 月 13 日国务院常务会议决定完善固定资产投资项目资本金制度

序号	主要内容	具体内容
1	降低最低资本金比例	将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25% 降至 20%。对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点。
2	扩充资本金融资来源	基础设施领域和其他国家鼓励发展的行业项目，可通过发行权益型、股权类金融工具筹措资本金，但不得超过项目资本金总额的 50%。地方政府可统筹使用财政资金筹集项目资本金。
3	严格规范管理，强化风险防范	项目借贷资金和不合规的股东借款、“名股实债”等不得作为项目资本金，筹措资本金不得违规增加地方政府隐性债务，不得违反国有企业资产负债率相关要求，不得拖欠工程款。

资料来源：中国政府网，国盛证券研究所

信号意义方面，本次国常会再次明确扩基建总要求，拓宽基建资金来源，基建投资有望继续加码。实际意义方面，基建弹性仍需观望。目前看，至少存在以下不确定性：

其一，实际资本金比例能否跟随法定资本金比例下调？此次调整后我国一般基建投资项目资本金法定最低比例在 15%-20% 左右，其中港口等为 20%，公路铁路物流等为 15%（此前为 20%-25%）。但统计发改委实际批复的项目，轨交项目实际资本金为 40% 左右，铁路项目为 50% 左右³。因此，实际效果在于今后发改委批复项目的实际资本金能否真正降至法定最低比例。

其二，财政资金做项目资本金的比例上限能否取消？1113 国常会提出“地方政府可统筹使用财政资金筹集项目资本金”，但并未明确指出可用作资本金的财政资金上限。如果延续 904 国常会提出的“以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20% 左右”，那么专项债可撬动的项目总投资仍有限。若可用作资本金的专项债上限打开，再结合资本金比例下调，则可撬动的基建总投资将更为可观。

其三，撬动投资效果还取决于项目回报率差异。根据测算，基建投资国内贷款占比约 15%，国家预算内资金约 16%，自筹资金约 60%。即使专项债可全部用作资本金，其余部分仍需增加财政支出、继续平滑地方政府隐性债务，并加大贷款来解决。对于回报率较高的项目，其可搭配的银行贷款较多，意味着专项债可撬动的杠杆越高；相反，回报率低的项目资金缺口仍需自筹解决，实际资本金比例也较难下降。由此，财政和货币政策也应做好节奏搭配。

其四，资管筹集资本金成为可能，关键在于民间投资意愿、渠道和效率。本次国常会提出“可通过发行权益型、股权类金融工具筹措资本金”，意味着资管新规之后，资管产品筹集资本金的通道再次打开，这有助于拓宽民间资本投资的渠道，提高企业参与 PPP 项目的能力。

² 资料来源为中国政府网 http://www.gov.cn/premier/2019-11/13/content_5451745.htm。

³ 其中轨交项目统计区间为 2014 年至今、铁路项目为 2018 年至今。

图表 12: 2014 年以来发改委批复城市轨道交通建设项目

项目审批年度	审批项目数	过审项目拟投资总规模 (亿元)	项目平均投资规模 (亿元)	项目平均资本金比例
2019/12/31	4	4895	1224	40%
2018/12/31	6	5673	946	41%
2017/12/31	3	4381	1460	40%
2016/12/31	12	6370	531	35%
2015/12/31	11	9623	875	41%
2014/12/31	2	1196	598	41%

资料来源: 发改委, 国盛证券研究所

图表 13: 2018 年以来发改委批复铁路建设项目

项目审批月份	审批项目数	过审项目拟投资总规模 (亿元)	项目平均投资规模 (亿元)	项目平均资本金比例
2018 年 1 月	2	622	311	60%
2018 年 3 月	1	335	335	
2018 年 5 月	2	1224	612	
2018 年 7 月	1	129	129	
2018 年 10 月	2	903	451	
2018 年 12 月	2	1048	524	
2019 年 2 月	1	2180	2180	47%
2019 年 7 月	3	952.2	317.4	
2019 年 9 月	1	1416.2	1416.2	

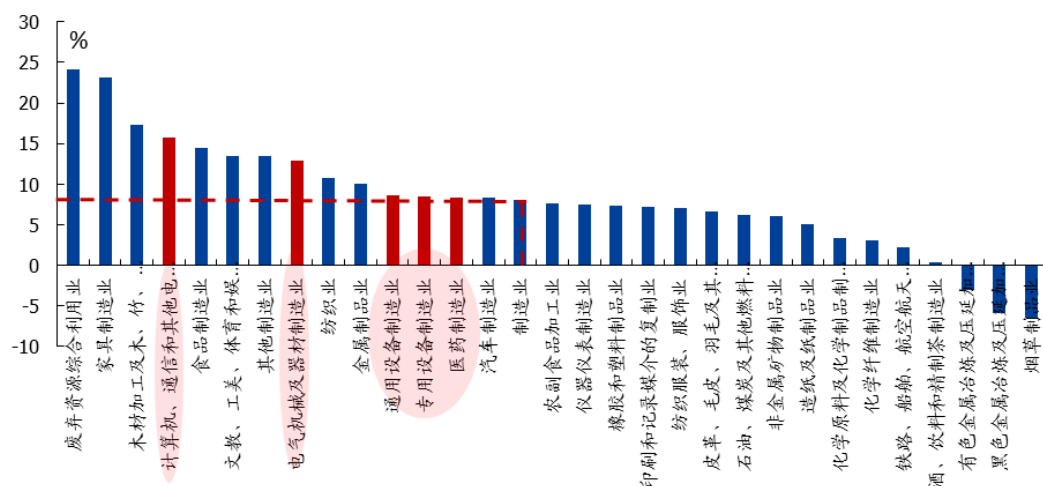
资料来源: 发改委, 国盛证券研究所

是什么在支撑制造业投资? 高端投资逆势提升

制造业投资微升, 细分行业涨跌互现。1-10 月制造业投资累计同比 2.6%, 较前值微升 0.1 个百分点。分项看, 10 月各行业制造业投资增速涨跌互现。运输设备、电子设备、有色金属行业增速上涨较多, 同比增速较前值分别提升 2.4、2.0、1.3 个百分点; 汽车制造、化学制品、食品制造行业增速回落较多, 同比增速较前值分别下降 2.1、1.0、0.8 个百分点。

高端制造业投资持续逆势提升。比较各行业近 5 年制造业投资增速的中位数(14-18 年), 可发现其中通信电子设备、电气机械、专用设备、医药制造业等高端制造业行业的投资增速普遍高于制造业平均增速, 这 5 大行业合计占制造业投资的 30% 左右。

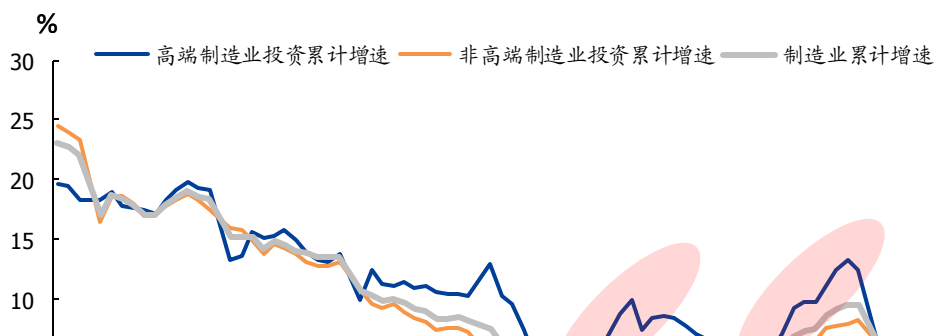
图表 14: 各行业近 5 年制造业投资增速的中位数



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

如将这 5 大行业看作高端制造业, 其余行业看作非高端制造业投资, 分别合并计算, 可发现 17H1、18 年高端制造业投资大幅走高, 增速明显快于非高端制造业 (与当年改建投资增速走势类似), 支撑 17H1、18 年制造业投资增速回升。而今年 8 月以来, 高端制造业投资增速走势与非高端制造业再次分化, 其中高端制造业累计增速持续回升, 10 月较 8 月增速提升 1.4 个百分点; 而同期非高端制造业累计增速持续回落, 10 月较 8 月增速回落 0.6 个百分点。这种变化可能与 7 月底政治局会议明确“不将房地产作为短期刺激经济的手段... 稳定制造业投资... 引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资”后, 各地纷纷加码高端制造业支持政策有关 (如杭州 9 月发布《关于实施“新制造业计划”推进高质量发展的若干意见 (征求意见稿)》等)。

图表 15: 今年 8 月以来, 高端制造业投资增速走势与非高端制造业再次分化



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_8979

