

# 经济继续寻底，政策继续发力

——10月经济数据点评

宏观数据点评

2019年11月15日

**报告摘要：****● 生产动力仍旧不足，经济仍在寻底**

工业生产超预期回落，既有季节性因素又有需求不足和环保政策的影响。10月工业增加值同比为4.7%，较上月回落1.1个百分点，低于市场预期的5.3%。今年工业增加值增速具有明显的“季末冲高，季初回落”特征，而且幅度明显大于过去数年。另外，当前宏观经济存在需求不足问题，外需因贸易摩擦而承压，内需仍在修复，10月PMI指标全面收缩和PPI持续下滑导致企业利润增速下滑，反映工业生产缺乏积极性。在环保限产制约下，10月黑色冶炼工业增速较上月大幅回落3.2个百分点，四季度环保政策可能不会放松。

**● 投资回落无碍房地产投资韧性，基建投资仍有空间**

投资超预期回落，房地产保持韧性，基建投资仍有空间。制造业投资小幅回升0.1个百分点至2.6%，维持震荡格局。在稳投资、制造业盈利下滑和外部不确定性因素仍存的三重制约下，短期内制造业难以出现大起大落。10月房地产投资累计增速较上月小幅回落0.2个百分点，仍高达10.3%。其中施工面积和销售面积增长均有所加快。但施工增长快于销售不可持续，我们判断2020年一季度起施工面积增速面临回落压力，届时房地产投资可能快速下滑。基建投资回落或是受铁路运输大幅回落影响，后续回升仍有空间，最新的国常会提出对补短板的公路、铁路等基础设施项目，可适当下调资本金的最低比例，已经一定程度上释放出稳基建投资的信号。

**● 消费回落无需悲观，“双十一”预售提前可能对10月消费有挤出效应**

消费超预期回落或是受“双十一”预售提前的扰动，暂时不需太悲观。10月社零增速录得7.2%，较上月回落0.6个百分点，大幅低于市场预期的7.9%。汽车零售再次回落，10月新能源汽车销量同比为-45.6%，已经连续四个月负增长，而且呈现降幅扩大趋势。在缺乏政府对汽车消费刺激和补助等政策的情况下，汽车零售回暖路漫漫。10月社零分项数据几乎全面回落，我们偏向认为是“双十一”预售提前至十月下旬所致。化妆、家用电器、家具等商品零售均可以参与预售活动，降低了消费者在10月消费的欲望。

**● 中国经济下行压力未解除，货币财政仍将协同发力**

近期，市场上不乏企业开启补库和中国经济企稳的声音，我们多次强调，短期内库存周期触底并不现实，中国经济下行压力并未解除。预计货币政策将稳健略偏宽松，MLF和LPR开启联动下降之旅；财政政策将进一步发力提效，四季度有必要提前发行一定额度的地方专项债。

**● 风险提示：**

逆周期调节不及预期，全球经济加速放缓。

## 民生证券研究院

## 分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：wuyanyan@mszq.com

## 研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

## 研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fufancong@mszq.com

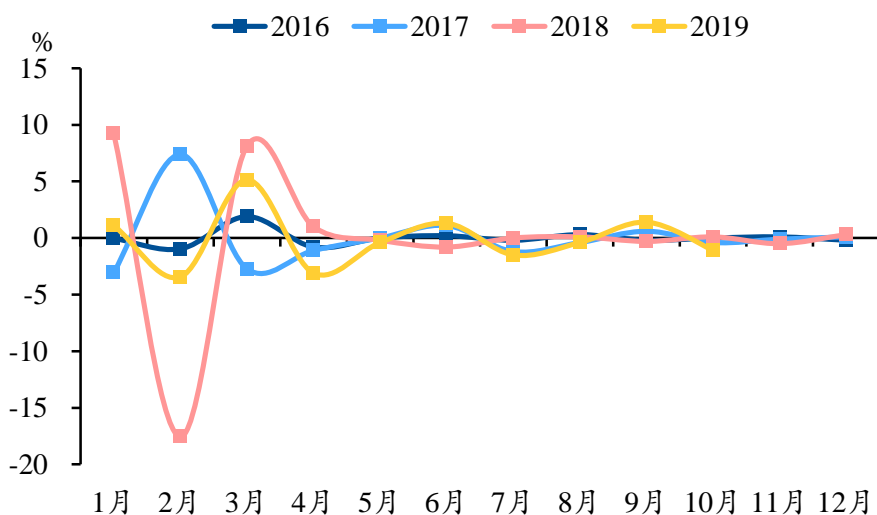
11月14日，国家统计局公布中国10月经济数据：

- (1) 规模以上工业增加值同比 4.7%，预期 5.3%，前值 5.8%；
- (2) 社会消费品零售总额同比 7.2%，预期 7.9%，前值 7.8%；
- (3) 固定资产投资累计同比 5.2%，预期 5.4%，前值 5.4%；
- (4) 基建投资（不含电力）累计同比 4.2%，较上月回落 0.3 个百分点。
- (5) 房地产投资累计同比 10.3%，较上月回落 0.2 个百分点。

## 一、整体经济运行状况偏弱，仍在寻底阶段

工业生产超预期回落，既有季节性因素又有需求不足和环保政策的影响。10月工业增加值同比为 4.7%，较上月回落 1.1 个百分点，低于市场预期的 5.3%。今年工业增加值增速具有明显的“季末冲高，季初回落”特征，而且幅度明显大于过去数年，如 4 月回落 3.1%，7 月回落 1.5%（图 1）。除此之外，当前宏观经济存在需求不足，外需因贸易摩擦而承压，内需仍在修复，10 月 PMI 指标全面收缩和 PPI 持续下滑导致企业利润增速下滑，反映工业生产缺乏动力。在环保限产政策的制约下，钢企的开工生产较为受限，10 月黑色冶炼工业增速为 6.3%，较上月大幅回落 3.2 个百分点。在环保限产难以放松的情况下，四季度钢企生产仍有压力。汽车生产回升而销售走低，可能是因为去年同期工业增加值基数较低。值得欣喜的是，高技术产业增速维持较高水平，仍有 8.3% 的同比增速。

图 1：今年生产同比的月度变化呈现较强的“季末冲高，季初回落”特征



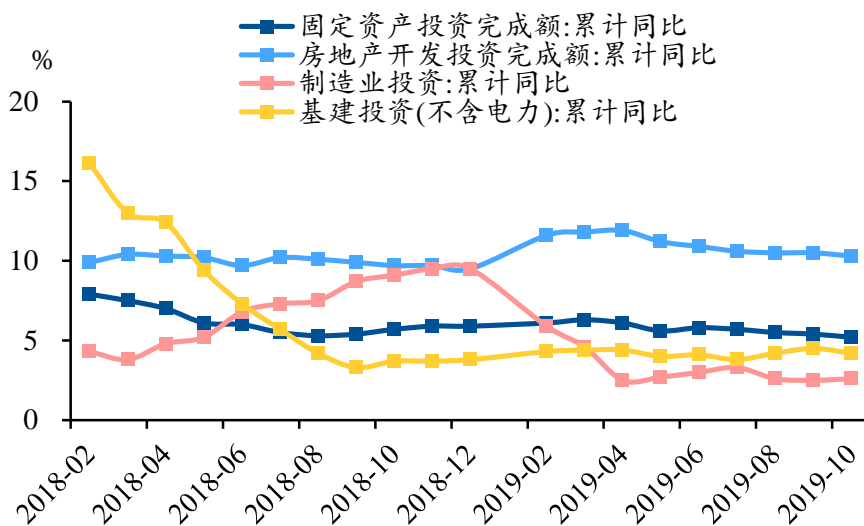
资料来源：Wind，民生证券研究院

投资超预期回落，房地产韧性仍在。10月固定资产投资增速为 5.2%，较上月回落 0.2 个百分点，低于市场预期的 5.4%（图 2）。10 月房地产投资累计增速较上月小幅回落 0.2 个百分点，仍高达 10.3%。其中施工面积和销售面积增长均有所加快。今年房地产投资高韧性的原因在于，面对房住不炒调控高压，开发商采取了抢施工抢销售的应对策略。但施

工增长快于销售不可持续，我们判断 2020 年一季度起施工面积增速面临回落压力，届时房地产投资可能快速下滑。

**制造业维持震荡格局，基建回落但仍有空间。**10 月制造业投资小幅回升 0.1 个百分点至 2.6%，维持震荡格局。稳投资、制造业盈利下滑和外部不确定性因素仍存的三重制约下，短期内制造业应不会大起大落。10 月统计局口径的基建投资较上月回落 0.3 个百分点至 4.2%。其中，铁路运输增速大幅回落 3.9 个百分点，可能是受去年基数较高影响；道路运输增速已经连续四个月回升，公共设施管理业全年至今基本零增长。今年专项债已经提前发放完毕，地方政府在到期债务压力加大的情况下，基建投资资金可能比较有限。但是，最新国常会提出对补短板的公路、铁路等基础设施项目，可适当下调资本金的最低比例，已经一定程度上释放出稳基建投资的信号，后续的基建投资仍有回升空间。

图 2：整体投资回落，但有稳投资政策要求支撑

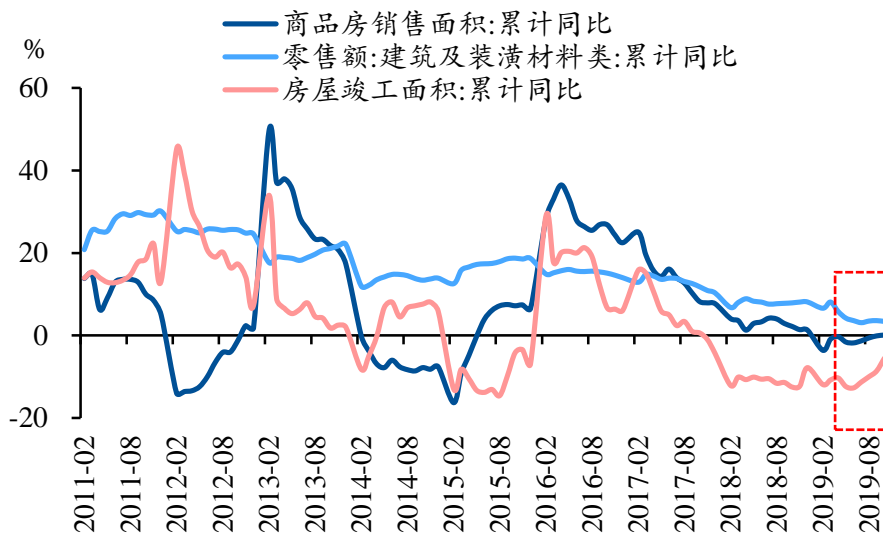


资料来源：Wind，民生证券研究院

**消费超预期回落或是受“双十一”预售提前的扰动，暂时不需太悲观。**10 月社零增速录得 7.2%，较上月回落 0.6 个百分点，大幅低于市场预期的 7.9%。分项来看，10 月食品 CPI 上升并未带动粮油、食品消费的增速上升，反而是较 9 月回落 1.4 个百分点，可能是因为价格快速上涨导致消费量大幅下降。汽车零售再次回落，维持弱复苏状态。中汽协公布的 10 月新能源汽车销量同比为 -45.6%，已经连续四个月负增长，而且呈现降幅扩大趋势。在缺乏政府对汽车消费强刺激和补助等政策的情况下，汽车零售回暖路漫漫。除通讯零售以外，10 月社零分项数据几乎全面回落，我们偏向认为是双十一预售提前至十月下旬所致。化妆、家用电器、家具等商品零售均可以参与预售活动，降低了消费者在 10 月消费欲望。11 月社零可能会随着消费者在双十一最终交付得到较大提振，所以需要同时观察 10 月和 11 月平均增速来判断消费变化。另外，房地产销售面积同比由负转正，竣工面积同比回升，房地产后周期的消费却在回落，尤其是难以参与“双十一”预售的建

筑装潢类增速也意外回落（图3）。

图3：房销和竣工增速回升，建筑装潢零售意外回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 二、货币财政需协同发力对冲经济下行

中国经济下行压力未解除，货币财政仍将协同发力。近期，市场上不乏企业开启补库和中国经济企稳的声音，我们多次强调，短期内库存周期触底并不现实，中国经济下行压力并未解除。预计货币政策将稳健略偏宽松，MLF 和 LPR 开启联动下降之旅；财政政策将进一步发力提效，四季度有必要提前发行一定额度的地方专项债。

### 风险提示：

逆周期调节不及预期，全球经济加速放缓。

## 插图目录

图 1：今年生产同比的月度变化呈现较强的“季末冲高，季初回落”特征.....	2
图 2：整体投资回落，但有稳投资政策要求支撑.....	3
图 3：房销和竣工增速回升，建筑装潢零售意外回落.....	4

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\\_8983](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8983)

