

经济数据再现季初回落

——10月经济数据点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007

陈韵阳（联系人）证书编号：S0280118040020

● 经济数据再现季初回落

10月经济数据再现季初回落，年初以来，经济数据“季初回落，季末冲高”的特点十分明显，这与信贷投放、财政支出节奏以及基数分布有关，单月数据波动不能完全说明问题，关键在于11-12月经济数据能否在低基数下持续回升。今年经济数据另一个特点在于“建筑业表现好于制造业”，受全球经济增速下滑以及贸易摩擦影响，“出口-制造业”链条承压，而基建投资增速处于修复期，地产投资增速虽然见顶，但施工、竣工表现都很好，对相关产业链起支撑作用。

● 工业生产增速再现季初回落

10月工业增加值同比增速从5.8%大幅下滑至4.7%，再现季初回落，其中，采矿业、制造业生产增速回落，工业增加值增速回落的主要原因在于：其一，基数抬升。其二，虽然出口增速回升，但出口交货值降幅较前值扩大。其三，环保限产压制。10月高炉开工率同比降幅扩大至9.4%，黑色金属冶炼和压延加工业生产增速下降3.2个百分点，跌幅位居首位。其四，信贷增量低于预期。

● 制造业投资企稳，地产投资仍存韧性

基建投资增速回落。一方面，受高基数影响，2018年10月基建投资增速从-2%跳升至5.7%；另一方面，如果观察年初以来基建投资单月增速的变化，可以发现存在“季初回落”的特点，这可能与财政支出节奏有关，基建相关财政支出亦有“季初回落”的特点。

制造业投资增速企稳。2019年1-10月制造业投资增速小幅回升至2.6%，近三个月在2.6%左右徘徊，呈低位企稳趋势，从企业家宏观经济热度指数、出口交货值等领先指标来看，四季度制造业投资增速可能小幅回升。

地产投资增速回落，但销售、新开工、施工、竣工均改善。同时，虽然房企融资收紧，但房地产开发资金来源增速没有明显下滑，主要原因在于，房企加快推盘，按揭贷款和定金及预收款仍维持高增速。

● 社零环比增速持续弱于季节性

10月社零名义增速从7.8%回落至7.2%，剔除价格因素的实际增速下滑得更快，从结构上来看，大部分品种消费增速下滑，受益于食品价格上涨的必选消费品表现要好于可选消费。10月社零增速回落的原因在于：

(1) 基数抬升。2018年9月社零环比增速处于近年同期最低，而2018年10月社零环比增速大致持平于季节性，基数抬升拉低了同比增速。

(2) 地产、汽车、石油消费拖累。地产相关消费连续2个月下滑，地产消费增速下滑或与监管趋严导致居民短贷回落有关。汽车消费增速回落至-3.3%。石油消费增速下滑4.1个百分点，主要受油价下跌影响。

● 风险提示：经济超预期下行

相关报告

宏观报告：供需两弱，经济未企稳——2019年1-2月经济数据点评

2019-3-14

宏观报告：上游行业进入通缩——2019年1月通胀数据点评

2019-2-15

宏观报告：渐行渐近的通缩风险——2018年通胀数据点评

2019-1-10

目 录

1、 经济数据再现季初回落.....	3
2、 工业生产增速再现季初回落.....	3
3、 制造业投资企稳，地产投资仍存韧性.....	4
4、 社零环比增速持续弱于季节性.....	6

图表目录

图 1: 10 月工业增加值基数回升.....	3
图 2: 出口交货值增速回落 (%).....	4
图 3: 各行业工业增加值增速变化 (%).....	4
图 4: 基建投资增速回落 (%).....	5
图 5: 制造业投资增速小幅回升.....	5
图 6: 按揭贷款和定金及预收款仍维持高增速.....	6
图 7: 10 月社零基数抬升.....	6
图 8: 各消费品零售增速变化.....	7
图 9: 乘用车零售与汽车销量增速改善.....	7
图 10: 地产消费下滑可能受居民短贷回落影响.....	7

1、经济数据再现季初回落

10月经济数据再现季初回落，年初以来，经济数据“季初回落，季末冲高”的特点十分明显，这与信贷投放、财政支出节奏以及基数分布有关，单月数据波动不能完全说明问题，关键在于11-12月经济数据能否在低基数下持续回升。今年经济数据另一个特点在于“建筑业表现好于制造业”，受全球经济增速下滑以及贸易摩擦影响，“出口-制造业”链条承压，而基建投资增速处于修复期，地产投资增速虽然见顶，但施工、竣工表现都很好，对相关产业链起支撑作用。

2、工业生产增速再现季初回落

10月工业增加值同比增速从5.8%大幅下滑至4.7%，再现季初回落，其中，采矿业、制造业生产增速回落，工业增加值增速回落的主要原因在于：

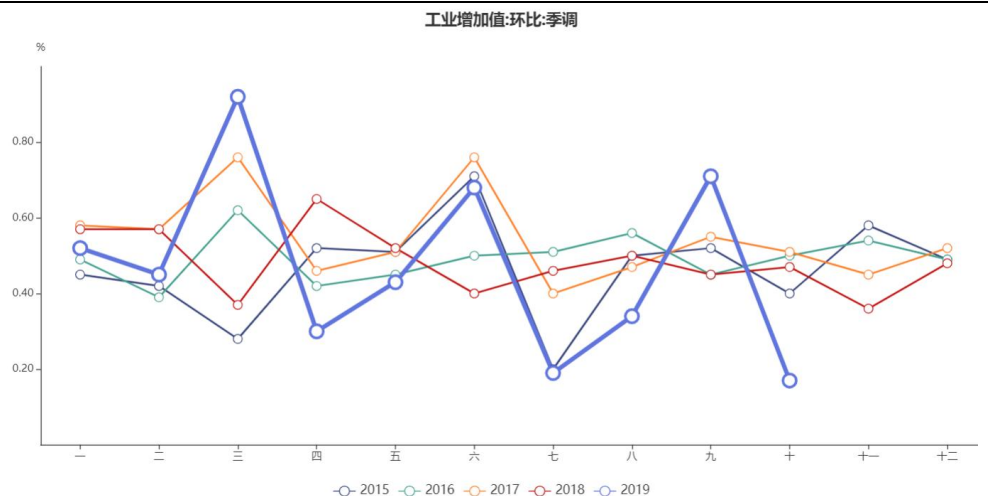
其一，基数抬升。2018年9月工业增加值季调环比增速为近年同期低位，2018年10月工业增加值季调环比增速大致持平于季节性，基数抬升压制同比读数。

其二，虽然出口增速回升，但出口交货值增速再次出现季初回落。高基数不能完全解释工业生产增速回升，制造业拖累工业生产增速大约0.8个百分点，是工业生产增速回落最大拖累项，10月出口交货值同比减少3.8%，降幅较前值扩大，对出口敏感的铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业、纺织业、专用设备制造业等行业生产增速均有不同程度回落。

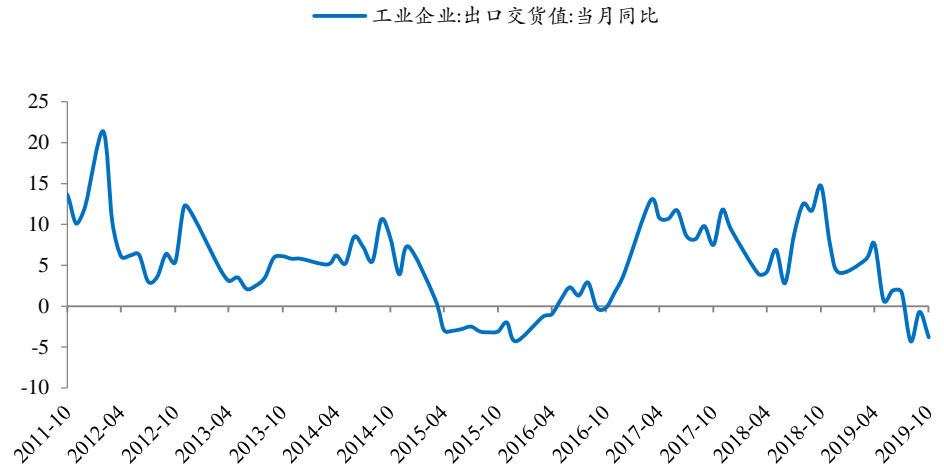
其三，环保限产压制。10月唐山等地环保限产力度加大，10月高炉开工率同比降幅扩大至9.4%，环比增速处于近年同期最低，此外，10月钢铁行业PMI生产指数下滑至42.3%，环保限产压制部分行业工业生产，10月黑色金属冶炼和压延加工业生产增速下降3.2个百分点，跌幅位居首位。

其四，信贷增量低于预期。信贷投放节奏是工业生产呈现“季初回落，季末冲量”的原因之一，受季节性以及监管加强等因素影响，10月新增信贷规模不及预期。

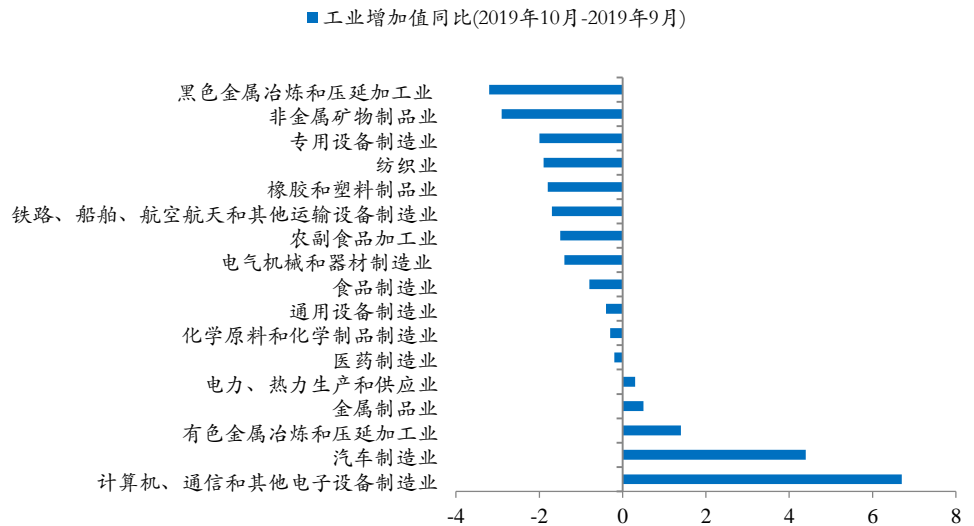
图1：10月工业增加值基数回升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 出口交货值增速回落 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 各行业工业增加值增速变化 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

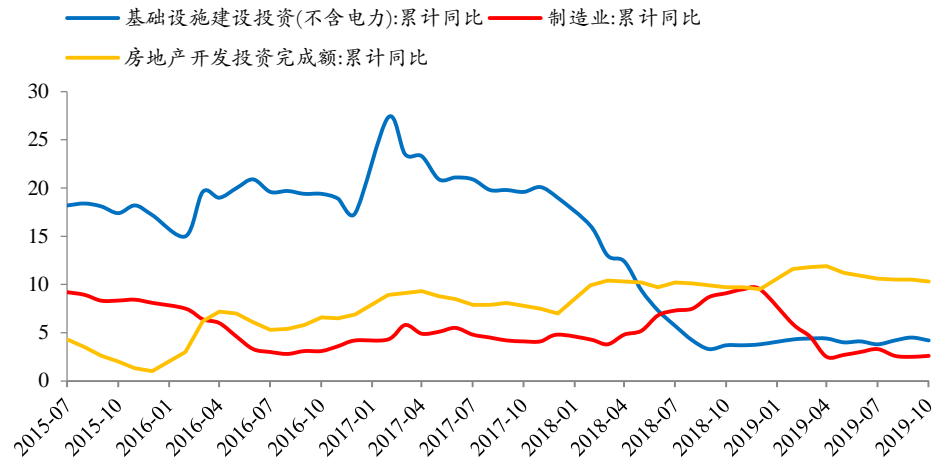
3、制造业投资企稳，地产投资仍存韧性

基建投资增速回落。2019年1-10月基建投资增速从3.44%下滑至3.26%，单月增速从4.9%下降至2%，一方面，受高基数影响，2018年10月基建投资增速从-2%跳升至5.7%；另一方面，如果观察年初以来基建投资单月增速的变化，可以发现存在“季初回落”的特点，这可能与财政支出节奏有关，基建相关财政支出亦有“季初回落”的特点。基建投资增速回落可能是暂时的，11月13日召开的国常会会议，强调继续做好“六稳”工作，深化投融资体制改革，完善固定资产投资项目资本金制度，基建投资增速大概率还是处于上升通道。

制造业投资增速企稳。2019年1-10月制造业投资增速小幅回升至2.6%，近三个月在2.6%左右徘徊，呈低位企稳趋势，从企业家宏观经济热度指数、出口交货值等领先指标来看，四季度制造业投资增速可能小幅回升。

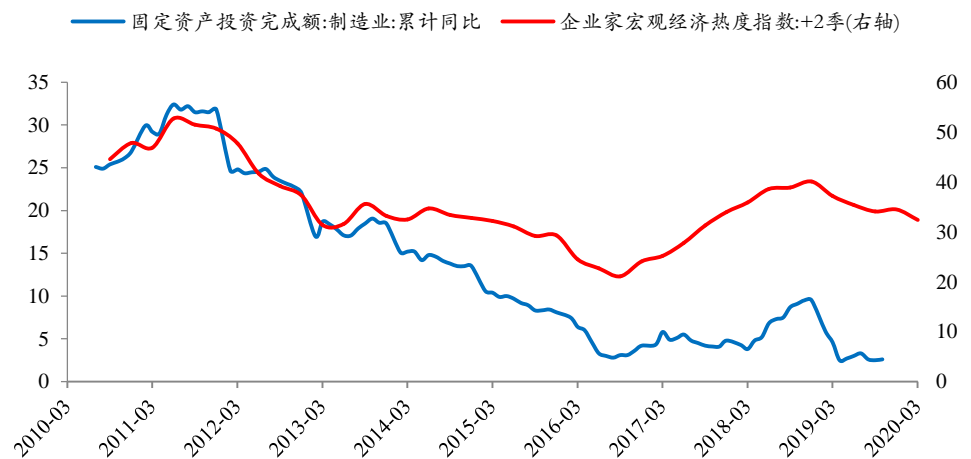
地产投资增速回落，但销售、新开工、施工、竣工均改善。10月房地产投资增速为8.8%，增速较9月下降，结构上，施工面积单月增速大幅回升至20.2%，意味着建安投资增速或仍具韧性。同时，新开工、竣工单月增速均超过20%，虽然房企融资收紧，克而瑞地产的研究数据显示，10月95家典型房企的融资总额为864.87亿元，环比下降24.5%，但房地产开发资金来源增速没有明显下滑，主要原因在于，房企加快推盘，按揭贷款和定金及预收款仍维持高增速。未来关注竣工进一步修复对家电、建材、家具等相关产业链的影响。

图4：基建投资增速回落（%）

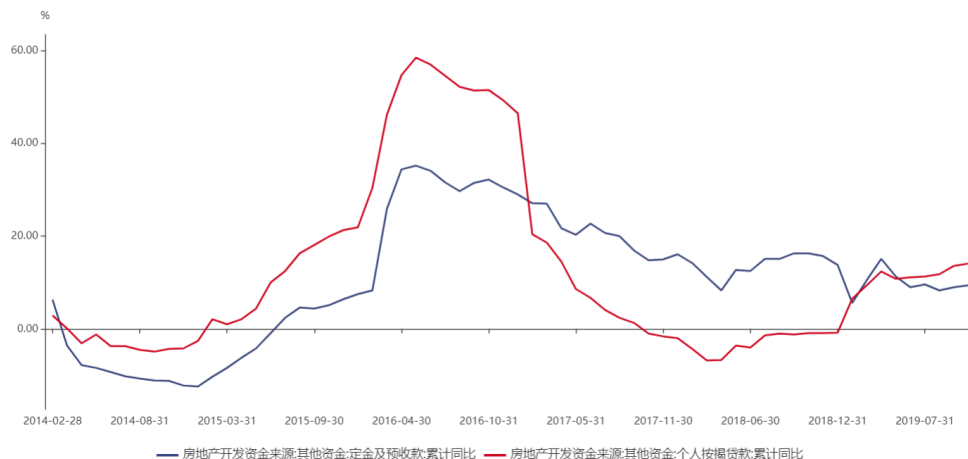


资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5：制造业投资增速小幅回升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6：按揭贷款和定金及预收款仍维持高增速

资料来源：Wind，新时代证券研究所

4、社零环比增速持续弱于季节性

10月社零名义增速从7.8%回落至7.2%，剔除价格因素的实际增速下滑得更快，从结构上来看，大部分品种消费增速下滑，受益于食品价格上涨的必选消费品表现要好于可选消费。10月社零增速回落的原因在于：

(1) **基数抬升**。2018年9月社零环比增速处于近年同期最低，而2018年10月社零环比增速大致持平于季节性，基数抬升拉低了同比增速。

(2) **地产、汽车、石油消费拖累**。基数不能完全解释社零增速回落，从结构来看，地产相关消费连续2个月下滑，而地产销售、施工和竣工增速均有所改善，地产消费增速下滑或与监管趋严导致居民短贷回落有关。汽车消费增速回落至-3.3%，而10月中汽协公布的汽车销量和乘联会公布的乘用车零售增速均有所改善，两者背离或受统计口径与汽车价格变化的干扰。石油消费增速下滑4.1个百分点，主要受油价下跌影响，10月IPE布油价格同比降幅扩大至26%。

图7：10月社零基数抬升

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_8988

