



分析师 李怀军

证书编号: S1080510120001

研究助理 李隽

证书编号: S1080117050019

电话: 0755-23838254

邮箱: lijunyjs@fcsc.com

生产超预期背后的结构变化，四季度将保持平稳

--9 月经济数据点评

2019 年 10 月 20 日

摘要:

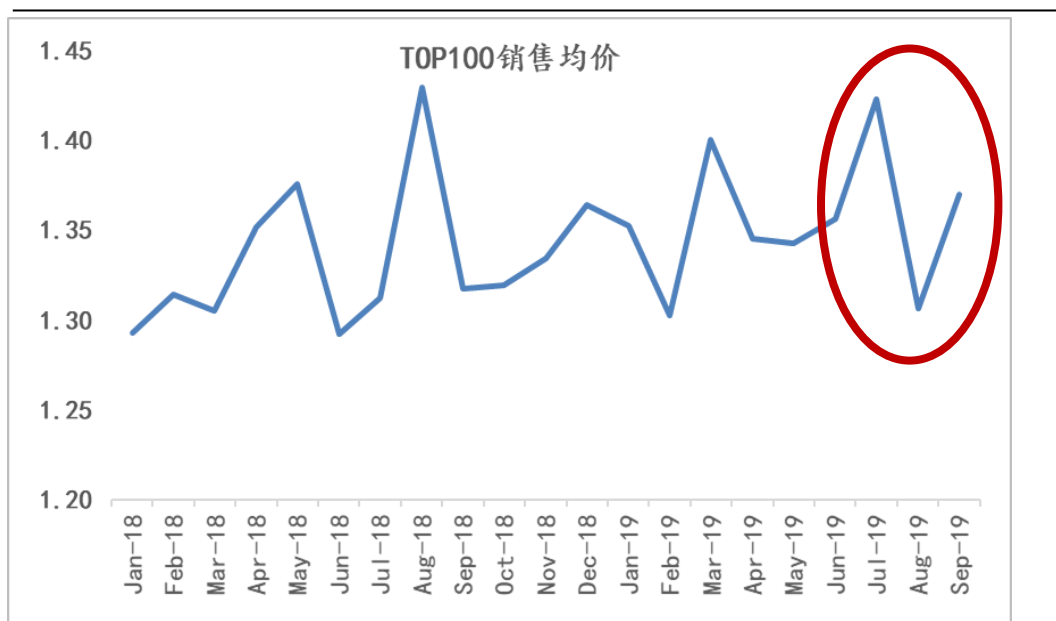
- 2019 年 9 月经济数据特点:消费地产基建投资无亮点,生产略超预期。
- 9 月工业增加值当月同比增速 5.8%,较 8 月反弹 1.4%。市场上将工业增加值的反弹归纳为季末效应,诚然今年来 3 月、6 月工业增加值都有明显上升,分别上升了 5.2%以及 1.3%。但理论上同比数据已经考虑了季节性因素,其变动不应再用季节效应来解释。并且近几年的 9 月工业增加值同比增速并未出现跳升,2018 年 9 月的增速反而有所回落。因此季末效应并非工业增加值增速上升的原因。
- 各行业工业增加值增速表现出结构性差异,工业增加值增速较高的行业集中于新兴行业以及生产设备行业:计算机、通信和其他电子设备制造业增速 11.4%,上升 7.7%;专用设备制造业增速 7%,上升 3.7%;通用设备制造业增速 3.5%,上升 3.5%;电气机械制造业增速 12.1%,上升 2.1%。增速回落的行业包括非金属矿物、黑色冶炼、有色冶炼以及汽车等。
- 我们分别考察了出口、盈利以及库存周期,均非上述行业生产加速的原因。从历史数据来看,基建回暖对于通用以及专用设备制造业有一定拉动作用。当前虽然基建增速处于缓慢回升的状况,但是对于通用以及专用设备制造也具有一定拉动作用。计算机、通信和其它电子设备在行业盈利改善以及政策激励下,实现了工业增加值以及固定资产投资的增长。
- 未来工业增加值如何变动?纺织业以及黑色有色冶炼等行业受出口以及盈利恶化的影响四季度将继续疲软。明年出口基数原因反弹,以及基建产生更强需求拉动作用时,这些行业的生产将有望回暖。而今年基建受制于资金来源的问题,不会快速上涨,因此也制约了通用及专用设备的增速。综合来看,四季度的工业生产增速将在 9 月的基础上保持平稳增速,明年在基建的拉动下有望实现更快上涨。

1 9月经济数据特点：消费地产基建投资无亮点，生产略超预期

9月投资和消费数据乏善可陈。消费方面，社零当月同比增速上升0.3%至7.8%，然而剔除汽车后增速为9%，下滑9.3%。汽车零售增速-2.2%，较上月降幅缩窄6%，低基数起到了较大的改善作用。这一点从乘联会和中汽协此前公布的乘用车销量数据也有所体现，9月两个口径下的汽车增速均有所改善，但去年都处于低基数的状态。9月乘用车环比增速仍处于近5年的最低值，并无提升，因此汽车的增速提升完全由基数助推，未来四季度的更低基数也将使得汽车消费和社零企稳。

地产方面，投资增速稳在10.5%，未出现明显回落的原因与8月一致，促销下销售回款充足并保证房企加速竣工，支撑整体投资增速。投资分项中，新开工、施工增速继续回落，竣工增速降幅缩窄1.4%。资金来源整体增速回升0.5%，其中：贷款由于政策收紧，正常回落0.6%；而个人按揭贷款、定金及预收款增速分别上升1.8%和0.7%，为促销下回款加快的结果。大房企9月销售均价都出现不同程度降低，以9月销售额排名靠前的恒大、碧桂园、万科为例，9月销售额环比增速73%、16%以及22%；而单价来看，9月恒大环比下降5%，碧桂园环比下降1.3%，万科环比下降3.4%。TOP100房企销售均价近几月也呈现下行趋势。因此尽管全国首套房、二套房平均房贷利率已连续5个月回升，在房价打折的促进下，购房成交市场依然活跃。但随着后续打折力度减弱，5年LPR出现上浮或平均贷款利率持续上浮，促销的透支效应将使得销售增速出现明显回落，地产投资将加速下行。

图1：TOP100房企销售均价促销下有所下滑



数据来源：Wind, 第一创业研究整理。

基建小幅回升0.3%至4.5%，尽管各类基建申报项目数量9月出现明显上升，财政政策此前也略微转为积极，由于资金的限制基建改善幅度较为有限，预计缓慢回升的态势将维持整个四季度。

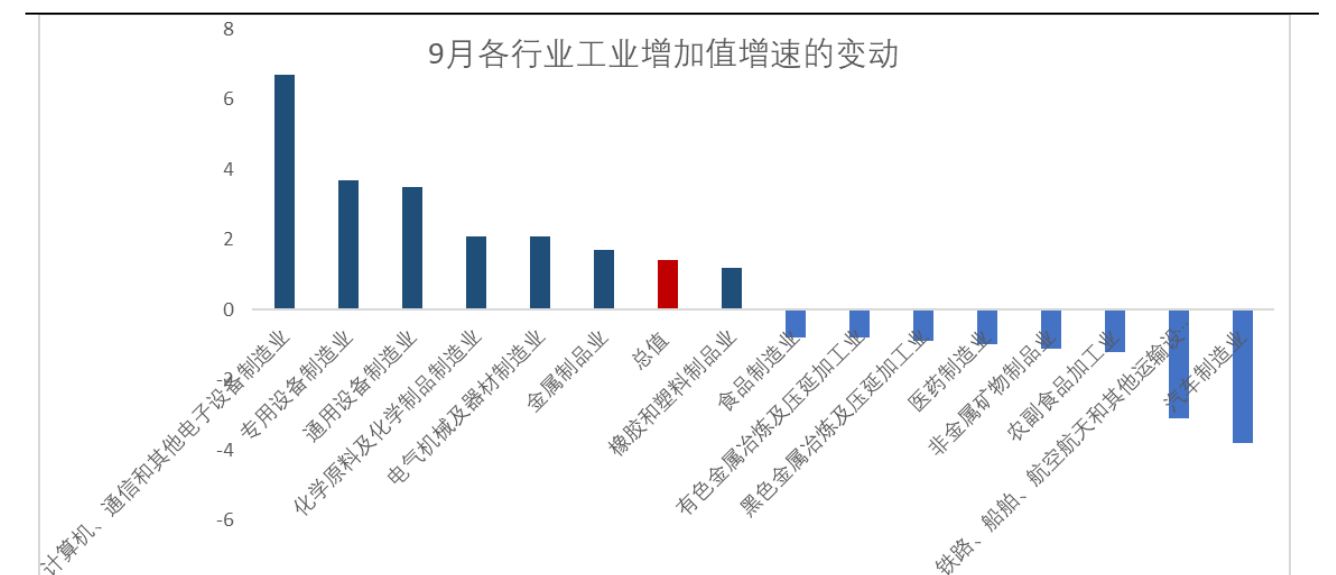
制造业投资方面，8月的经济点评《基建回暖难敌地产、汽车下行，终端需求将继续走弱》中我们分析过，由于制造业下游集中于地产、基建、汽车以及出口，合力的方向决定制造业需求强弱。9月汽车工业增加值由4.3%回落至0.5%，出口在前期关税影响以及欧盟需求放缓等负面影响下仍将恶化，因此终端需求继续向下拖累制造业的增速。基建回升缓慢，地产、汽车以及出口下行，四季度制造业将继续筑底。

2 生产超预期，并非季末效应：

9月工业增加值当月同比增速5.8%，较8月反弹1.4%。市场上将工业增加值的反弹归纳为季末效应，诚然今年来3月、6月工业增加值都有明显上升，分别上升了5.2%以及1.3%。但理论上同比数据已经考虑了季节性因素，其变动不应再用季节效应来解释。并且近几年的9月工业增加值同比增速并未出现跳升，2018年9月的增速反而有所回落。因此季末效应并非工业增加值增速上升的原因。

分项来看，各行业工业增加值增速表现出结构性差异。增速回落的行业包括非金属矿物、黑色冶炼、有色冶炼以及汽车等，增速明显反弹的行业：计算机、通信和其他电子设备制造业增速11.4%，上升7.7%；专用设备制造业增速7%，上升3.7%；通用设备制造业增速3.5%，上升3.5%；电气机械制造业增速12.1%，上升2.1%。工业增加值增速较高的行业集中于新兴行业以及生产设备。

图2：工业增加值增速环比上升的行业集中于新兴行业及生产设备业

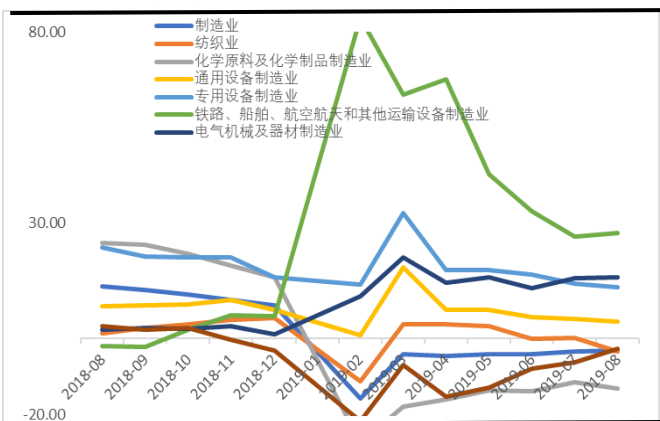


数据来源：Wind, 第一创业研究整理。

上述增速反弹的行业同时也是在工业增加值权重较高的行业。如计算机、通信和其他电子设备制造业占比最高，为8.8%；化学原料及化学制品制造业占比7.4%，电气机械行业占比6.7%，通用设备行业占比5.3%，专用设备行业占比3.4%，合计占比超高30%。若剔除这些行业，9月工业增加值同比增速仅环比增加了0.2%，与8月基本持平。

那么新兴行业及生产设备行业工业增加值增速反弹背后的驱动因素有哪些？首先从出口交货值来看，这些行业受到贸易摩擦或外需影响，增速持续放缓。如计算机通信行业，8月出口交货值增速仅为-4.6%，较年初下行7%；通用设备制造增速-7.8%，较年初下行15%左右；专用设备以及电气设备趋势类似。同样出口交货值增速下行明显的还包括纺织业、化学原料及制品业、黑色以及有色冶炼等。因此外需并非上述行业生产走强的原因。再次从盈利角度来看，除电气机械外，其它上述行业的工业企业利润增速均在下行。计算机通信行业盈利为-2.7%，化学原料增速-13%，通用、专用设备制造业盈利增速分别为4.3%以及13.3%，年初以来增速均持续回落。因此盈利改善扩大生产的逻辑也不成立。另外库存周期角度来看，除电气机械去库存周期市场接近尾声，计算机通信、专用设备、通用设备行业均仅进行了6-10个月，与历史时长相比较短。因此也并非库存周期的推动。

图3 多数行业工业企业利润持续下行



数据来源：WIND，第一创业研究整理。

图4 库存周期并非加大生产的原因



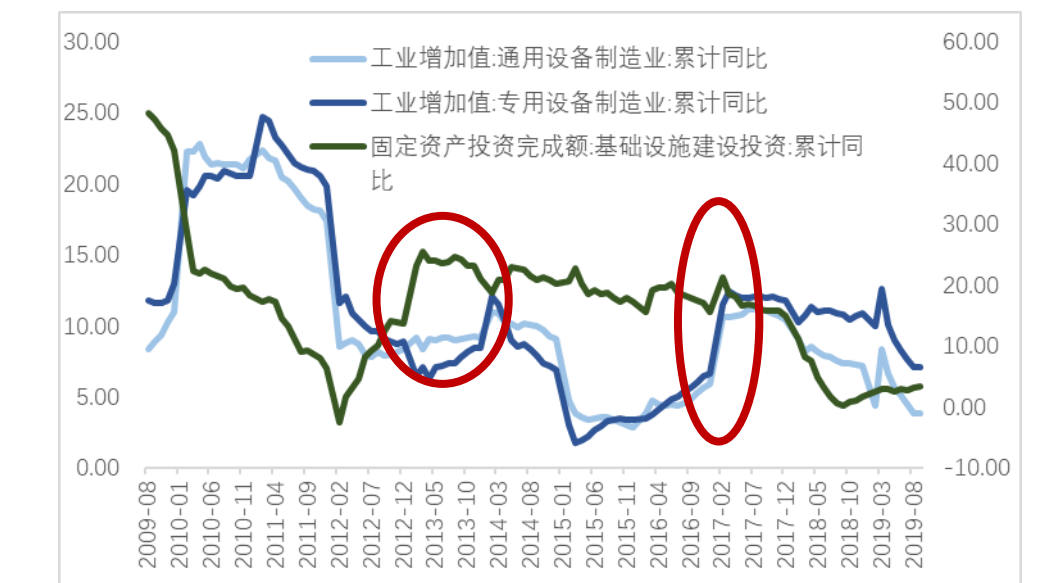
数据来源：WIND，第一创业研究整理。

通用以及专用设备制造涵盖各类生产制造环节，如建筑工程、矿山冶金设备制造等。从历史数据来看，基建回暖对于通用以及专用设备制造业有一定拉动作用。例如2017年初，基建投资经历了短暂的回升，增速由15%上升至21%，通用以及专用设备也同步上升，均有5%的增速环比增幅；2012年9月，基建增速由9.3%的底部开始回升，通用设备制造也同步增加，从7.9%的底部缓慢反弹。当前虽然基建增速处于缓慢回升的状况，但是对于通用以及专业设备制造也具有一定拉动作用。

计算机、通信和其它电子设备在行业盈利改善以及政策激励下，实现了工业增加值以及固定资产投资的增长。其盈利增速已处于回升通道，9月利润增速为-2%，较上月缩窄5%。并且从产量来看，9月集成电路增速13%，环比增加3%；微型电子计算机增速14%，环比增加5%；移动通信手持机增速由负转正，增速4%，环比增加10%。

因此综合来看，生产设备以及新兴行业是9月工业增加值主要推动因素，其背后并非季末因素所致。生产设备行业回暖是基建拉动，新兴行业源于盈利改善。

图5：基建对通用、专用设备制造业的拉动



数据来源：Wind, 第一创业研究整理。

3 工业增加值将如何变动？

首先，四季度基建缓慢的回升节奏决定了通用以及专用设备制造增速。自筹资金包括专项债等政府性基金支出、非标融资（委托贷款、信托贷款）、城投债以及PPP基金等。年内来看，（1）今年虽然已开始上报专项债使用额度，但土储、棚改等不可申报，则可申报的专项债类型在存量中占比10%左右，预计最多释放1000亿元左右规模，与去年差别不大。（2）政府性支出取决于地方卖地收入，6月过后土地成交面积下滑，7月、8月土地成交同比增速分别为-8.6%、-15%，地方政府的国有土地使用权出让收入将进一步放缓。（3）城投债去年净融资合计3000亿元左右，今年四季度到期量较大，将近5000亿元，则需要发行超过8000亿元规模的城投债才能实现同比增长，具有一定难度。（4）委托贷款以及信托贷款属于监管重点查处对象，在银保监会对于中小银行问题通报中，特别指出严查银行同业资金违规流入地方政府平台。因此非标项将继续下滑。综合来看，自筹资金项只有地方专项债有望实现同比增加，其他分项都有较大回落压力。考虑前期已经释放的基建资金逐渐显现作用，以及四季度基数较为稳定，预计基建年内增速平稳。

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_9513

