



兴泰智库研究报告

XINGTAITHINK-TANKRESEARCHREPORT

2019年第19期总第75期·宏观报告

2019年十月份宏观经济形势 分析报告

徐蕾 王欢

咨询电话：0551-63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：<http://www.xtkg.com/>

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路1688号兴泰金融广场2209室

金融研究所

二〇一九年十一月



- ▶ **经济走低幅度超预期，稳增长政策仍然较为重要。**10月工业生产大幅回落，但工业生产需要结合1个季度的数据来看，预计4季度工业生产略好于3季度，但仍然较为疲软。汽车消费低迷拖累了整体消费增速，消费整体需要等待汽车稳定后进入增速趋稳状态，预计2020年后消费趋稳。
- ▶ **出口受出口拖累，制造业加速去库存。**10月份工业生产回落，出口低迷拖累了生产，同时下游需求减弱，工业部门仍然在去库存中，生产企业库存去化程度加快，明年工业企业可能有库存恢复期。生产的低迷已经拖累的经济增速，政府需要推出更有力度的举措支持经济。
- ▶ **基建意外走低，稳增长政策仍需发力。**10月基建投资意外下滑，可能是由于资金暂时短缺的影响，基建投资保持稳定器作用，预计未来仍然是宽财政和微放松货币的组合。固定资产投资下滑主要是由三产下滑带来的，预计固定资产投资本年度回落至5%左右。本月专项债发行停滞，基建的再次启动急需资金支持。我们预计未来政策是宽财政+偏宽松货币组合，基建仍然会回升，2020年基建是托底经济的关键。

目录

CONTENTS



01

国内经济形势分析

02

宏观经济政策分析

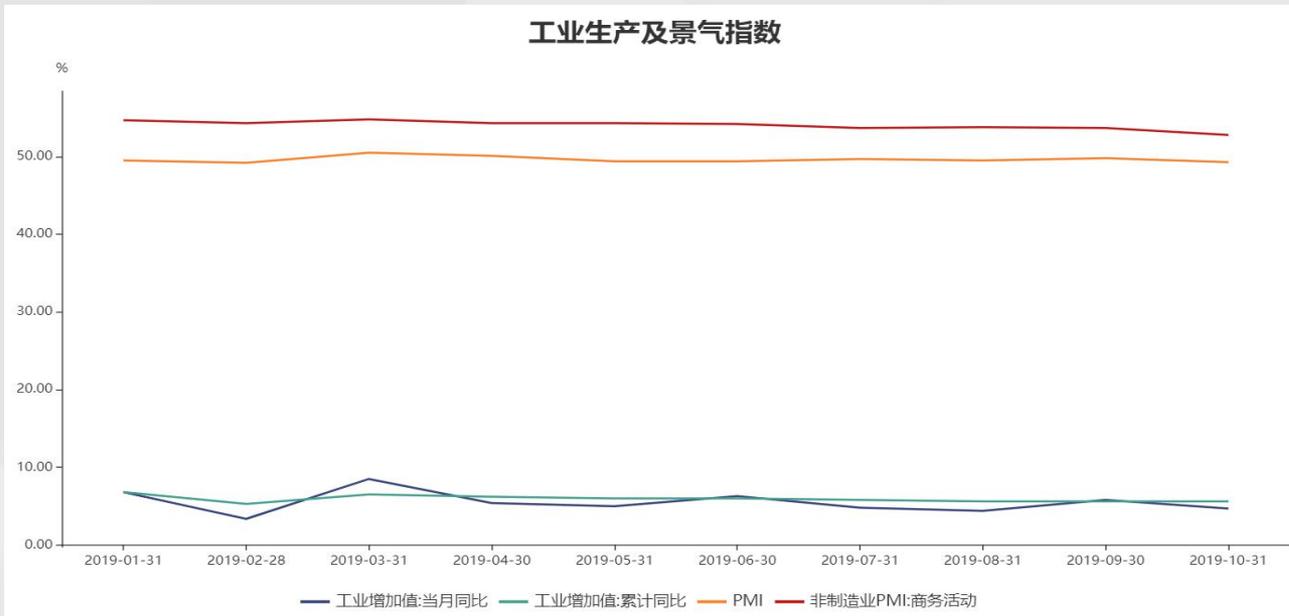
01



国内经济形势分析

GDP、工业、投资、消费、进出口、物价水平

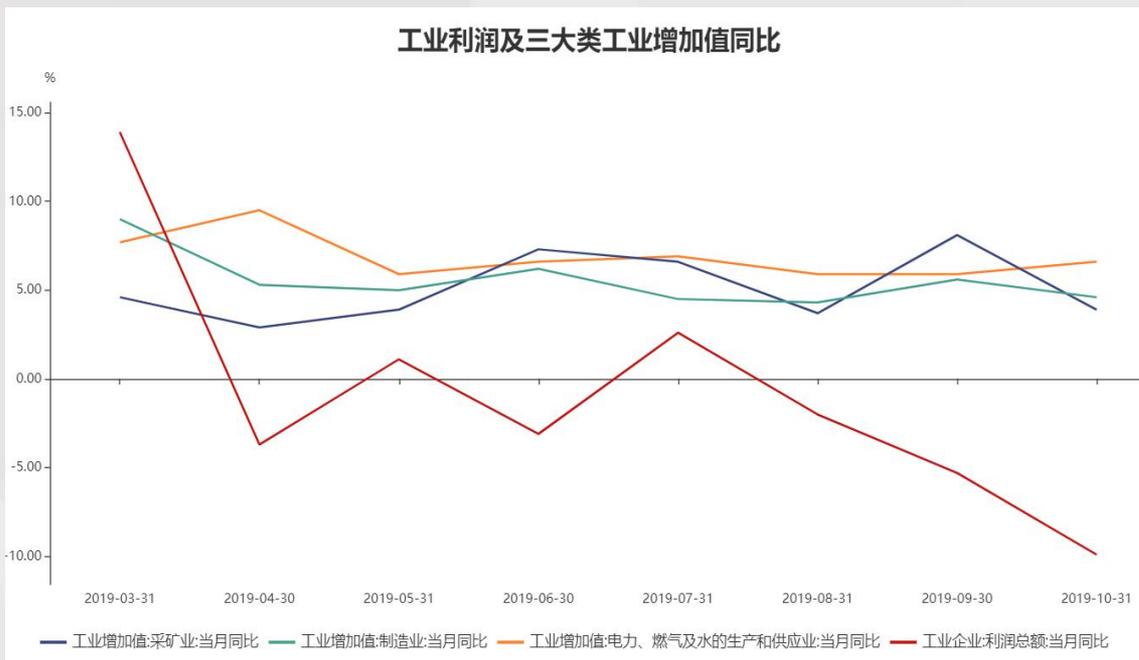
2.1 经济下行压力大 工业生产较为稳定



展望：工业生产短期内较为稳定。由于10月国庆活动的特殊情况，部分生产活动受到影响，也对工业增加值造成扰动，总的来看，经济面临的下行压力有所加大，但制造业投资和景气小幅回升表明工业生产较为稳定。

10月规模以上工业增加值同比增长4.7%，增速较7月下月下滑1.1%。工业生产经历9月短暂回升后再度回落至低位。内需方面，10月官方制造业PMI为49.3，较9月下月下滑0.5%，为今年以来的次低点（2月为49.2%）。外需方面，10月全球制造业PMI为48.8，连续4个月不到50%。PPI通胀低迷和企业去库存也压制了企业的生产积极性。10月PMI产成品库存指数为46.7，依旧位于荣枯线下，指向企业依旧在去库存。

2.2 工业企业利润总额累计同比还将承压

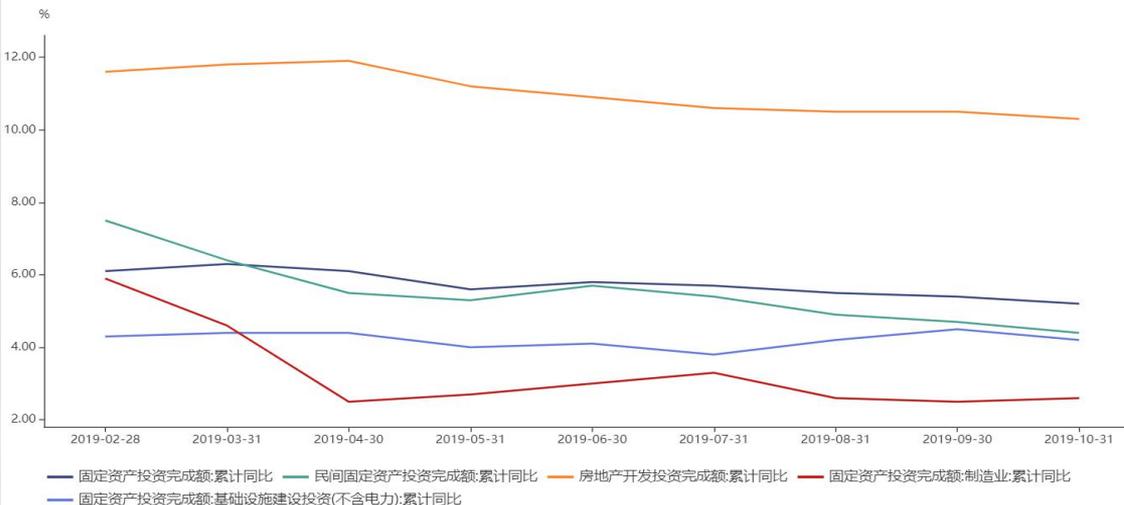


工业企业利润总额继续下行。10月份，工业企业利润总额同比下降9.9%，增速较9月下行4.6个百分点，主要受工业品出厂价格降幅扩大、生产销售增长放缓等因素影响。制造业利润总额累计同比与工业企业利润总额走势一致。10月从工业三大部类看，采矿业利润率为13.12%，提高3.47个百分点；制造业利润率为6.14%，提高0.12个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业利润率为6.18%，下降0.23个百分点。

展望：10月，PPIRM同比下降2.1%，降幅均较上月扩大0.4个百分点；PPI与PPIRM的增速差自2月份开始进入正区间，反映出中上游的利润率有所改善，但从幅度上来讲，仍处于一个较低的水平。10月工业企业利润总额当月同比持续下降，私营工业企业面临的下行压力重新加大；短期内工业企业还将处于主动去库存状态。预计11月工业企业利润总额累计同比大概率还将承压。

2.3 投资：基建、房地产投资下滑，制造业投资小幅上行

固定资产投资累计分项同比



10月固定资产投资完成额累计同比录得5.20%，低于预期0.2个百分点，低于前值0.2个百分点，创1992年2月以来新低。

制造业投资增速小幅上行，但不应乐观。10月制造业投资累计同比为2.60%，较前值上行0.10个百分点，较去年同期下行6.50个百分点。

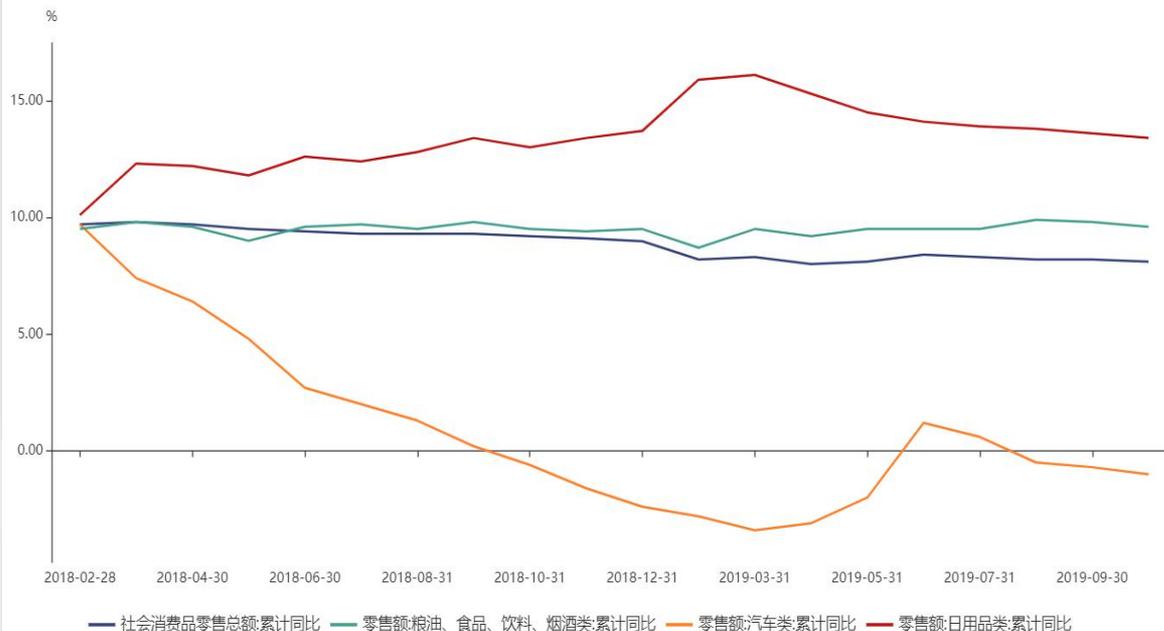
基建投资增速大幅上行概率较低。10月基础设施建设投资完成额累计同比为3.26%，较前值下行0.18个百分点。

房地产投资保持两位数增长，领跑固定资产投资。10月房地产开发投资完成额累计同比为10.30%，较前值下行0.2个百分点，为2019年2-10月的最低值，但依旧高于2018年全年的9.5%。

展望：（1）**房地产投资下行空间有限，且不排除超预期的可能**，房地产投资面临诸多支撑，平稳发展是房地产市场的主基调。（2）**减税降费拉低财政收入增速，使得财政支出压力加大，民间资本参加基建投资的意愿大为下降，基建投资增速大幅上行概率较低。**（3）**制造业投资作为引致需求，其增速缺乏大幅上行的基础，制造业投资增速小幅上行，但不应乐观。**

2.4 消费：汽车销售走势偏弱，常规消费品趋势回暖

社会消费品零售总额及分类累计同比



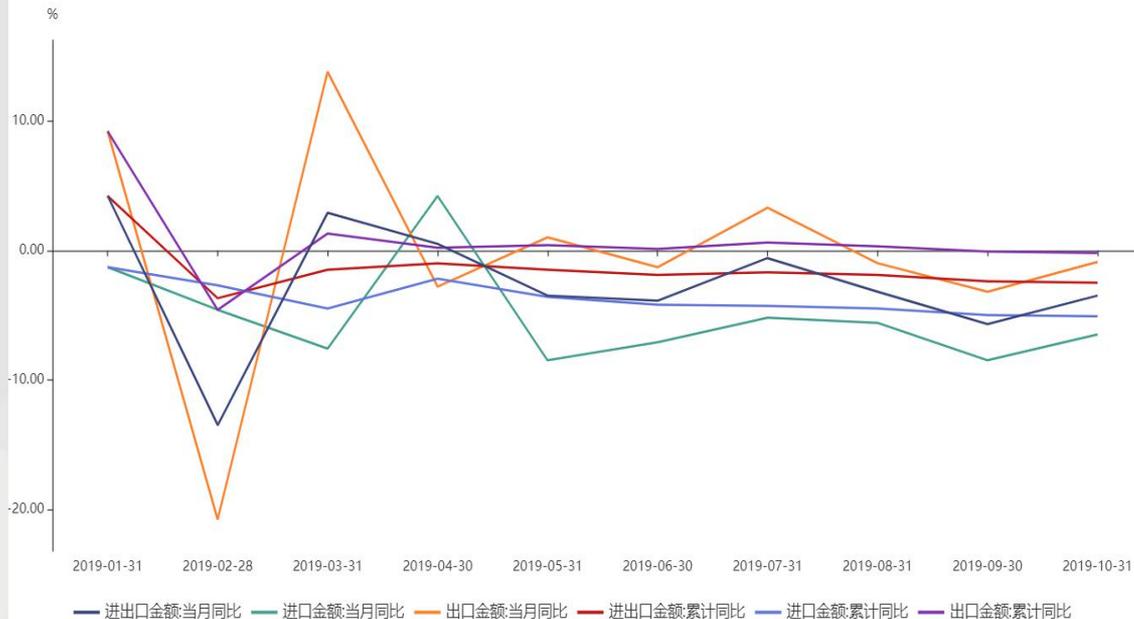
10月社会消费品零售总额38,104亿元,同比名义增长7.2%,增速较上月回落0.6个百分点。**汽车类零售仍属偏弱走势**,10月零售额达为3228亿元,同比下降3.3%,主要因素是消费需求不足,应有的冬季回暖走势不强,消费购车能力和信心暂时受到影响。**受十一假期影响,必选品增速普遍提升**。粮油、食品、饮料、烟酒类10月当期零售总额为1729.2亿元,同比增长8.2%,

展望: (1) 未来车市更多需要依靠厂家经销商店的地方联展带动新车消费。随着基本消费品的支出增大,可选消费品的支出谨慎,近期购车热情也是相对较低的,不利于秋冬季增量。

(2) 在临近“双十一”活动、官方宣传、贸易摩擦阶段性缓和、货币政策逆周期调节的多方因素下,消费信心或有好转。

2.5 外贸：进出口降幅收窄

进出口当月、累计同比



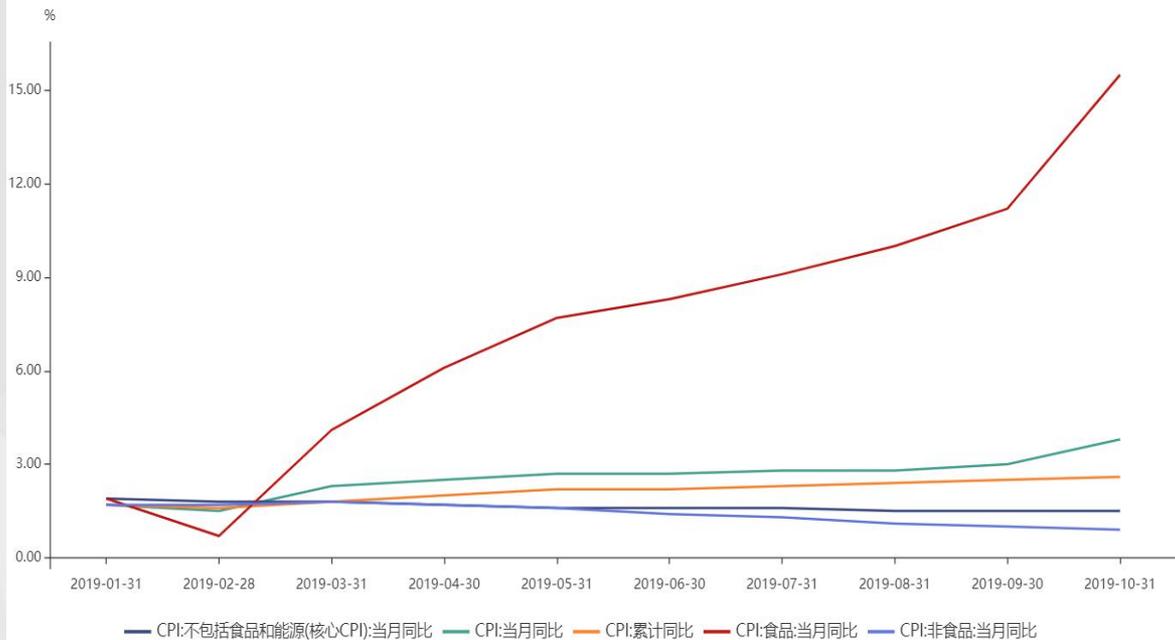
10月出口降幅有所收窄。10月出口增速按人民币计同比2.1%，按美元计增速为-0.9%，大幅高于预期及前值。主要与当月经贸摩擦缓和，以及近期全球制造业收缩幅度改善有关。整体来看，经贸摩擦下我国出口展现较强韧性。

10月进口降幅放缓。10月进口增速按人民币计价为-3.5%，按美元计价为-6.4%，前期贸易摩擦缓和、国内逆周期调节力度加大对进口形成一定支撑。

展望：短期内出口仍有一定下行压力。其中上年末“抢出口”带来的对美出口高基数效应，将导致年底前我国对美出口仍将维持两位数的负增长局面，这将对整体出口增速形成拖累。进口方面，近期MLF降息，基建项目建设提速，逆周期政策调节力度加码，加之“进博会”召开等因素，均会对进口起到一定推动作用，预计四季度进口降幅有望延续收窄势头。

2.6 通胀：CPI快速冲高，PPI仍将寻底

CPI当月、累计同比

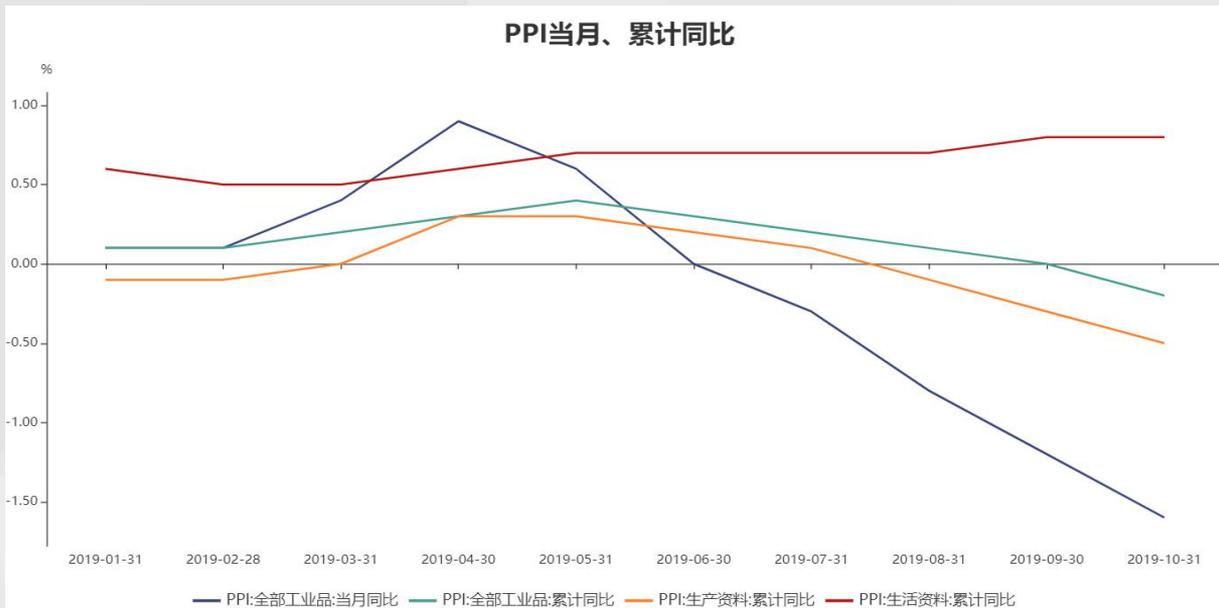


10月CPI同比3.8%，前值3.0%，前10个月累计上涨2.6%，前值2.5%，上年同期2.1%；

10月CPI快速冲高，主要原因是由于猪瘟疫情和猪肉价格上涨引发需求替代效应，羊肉、牛肉、禽肉、蛋类等农产品价格也呈现加速上涨态势推动食品价格涨幅扩大；当月非食品价格涨幅低迷且继续回落，两者之间的“剪刀差”进一步扩大，显示当前通胀结构性特征明显，CPI增速数据对整体物价走势存在一定“失真”效应

展望：CPI涨幅或将趋缓，经历上月急涨的猪肉价格已现走弱态势。后期伴随猪肉进口增加，猪瘟疫情处于稳定状态，猪肉供需失衡状况将得到一定校正，11月初以来猪肉价格已现走弱态势，后期CPI涨幅或趋缓，年底前突破4.0%的可能性不大。

2.7 通胀：CPI快速冲高，PPI仍将寻底

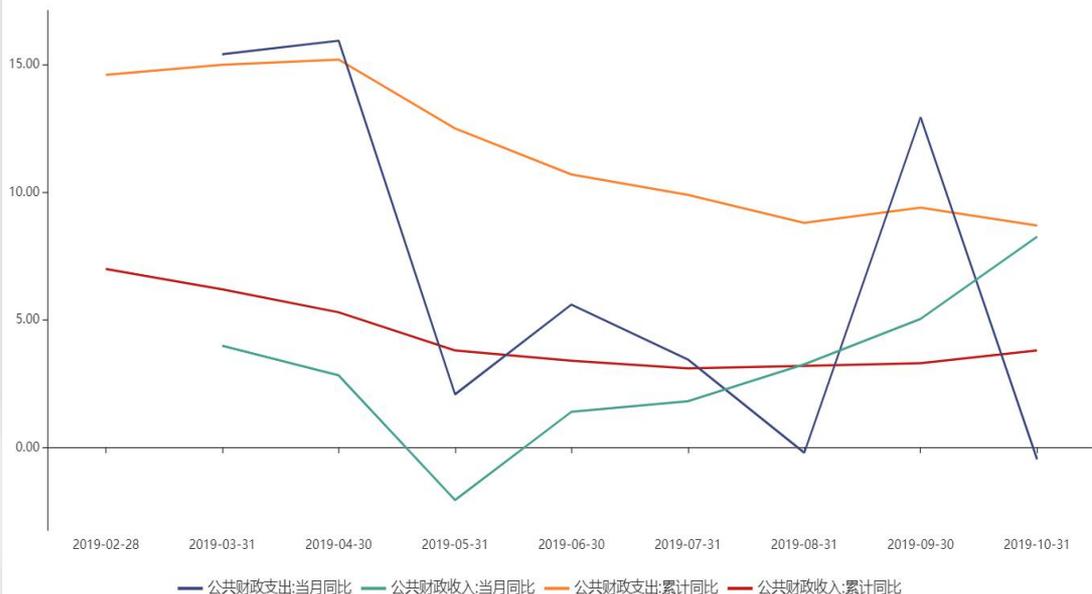


展望：一方面，上年10月之后国际油价出现一轮暴跌过程，“PPI看油”，这意味着今年11月PPI同比在基数上存在较强反弹动力。另一方面，近期逆周期调节力度加大，国内基建投资等需求端对钢铁、煤炭等工业品价格的支撑作用将有所显现。综合以上因素，**预计11月PPI将触底回升，12月同比有望恢复至持平状态。**

PPI同比跌幅加深，10月PPI同比下降**1.6%**，降幅较上月扩大**0.4**个百分点，连续**6**个月走低。其中，生产资料价格同比下降**2.6%**，降幅较上月扩大**0.6**个百分点；生活资料价格同比上涨**1.4%**，涨幅较上月扩大**0.3**个百分点。在生活资料各分项中，**食品类价格涨幅明显扩大**，主要受食品CPI走高拉动，其他各类别价格涨幅与上月相比变化不大。环比方面，PPI延续微涨势头，较上月上升**0.1%**。主要受近期国际油价企稳回升，及取暖季节临近影响。有色金属冶炼和压延加工业则由涨转跌，下降**0.3%**。

2.8 财政：财政收入增长较快、支出反弹

财政收支当月、累计同比



10月份，财政收入6844.93亿元，增长28.4%。财政支出4683.26亿元，增长13%。10月收入增长较快，除经济企稳回升带动相关税收增长外，主要是受去年10月收入下降、基数较低，今年成品油税费改革后消费税增收较多等因素的影响。10月财政收入中，中央本级收入3803.43亿元，同比增长37%；地方本级收入3041.5亿元，同比增长19.2%。在一般公共预算各支出项目中，节能环保、债务付息、城乡社区事务支出的累计同比增速较高。

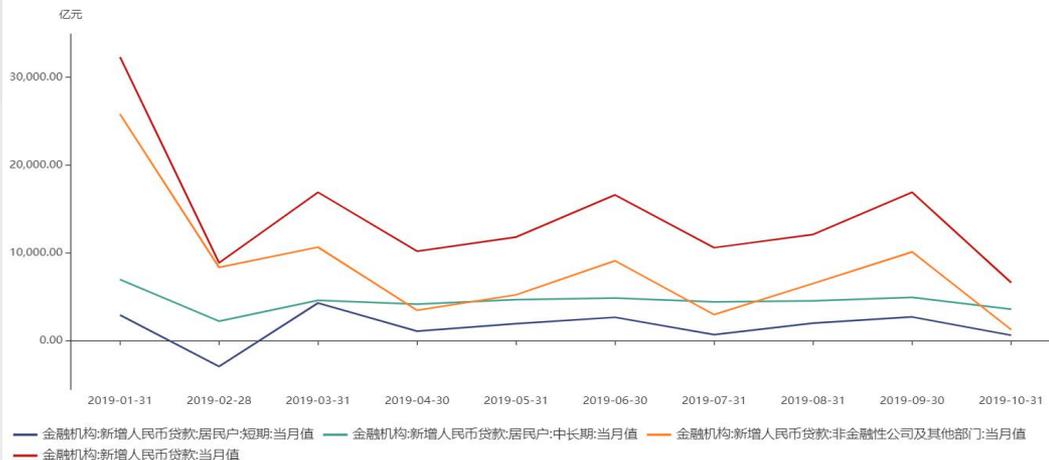
展望：减税降费效果持续显现，财政收支增速趋于同步。随着四季度地方政府地收入增速放缓，从数量上政府性基金支出对财政的贡献回归常态。而政府性基金收入，尤其是土地出让收入很有可能成为四季度弥补财政收支缺口，维持积极财政的重要手段。四季度财政支出增速将会从高位逐步回落至8%正常水平，财政收入也随着低基数效应继续加快，财政收支将趋于同步。

2.9 金融：社融小幅下行，中长期贷款回落

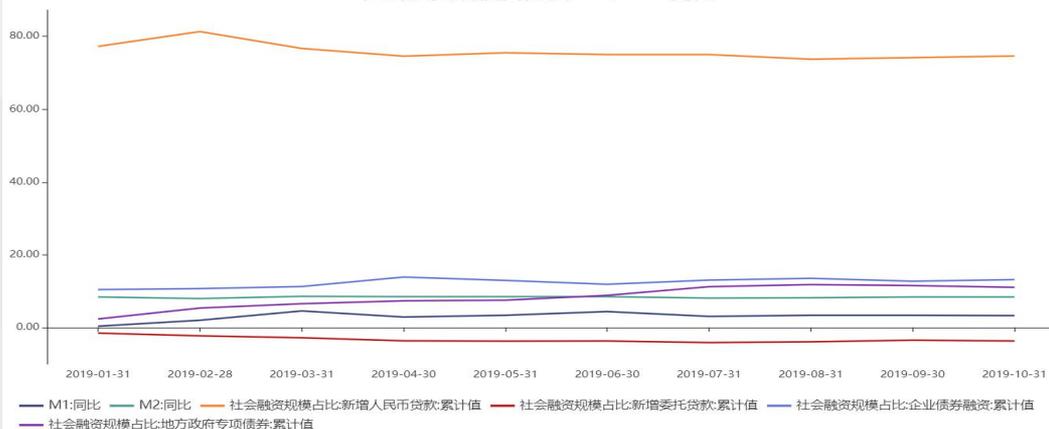
➤ **社融小幅下行，人民币贷款下行是主因。**
10月新增社会融资规模6,189.00亿元，低于预期3,811.00亿元，环比少增16,535.80亿元，同比少增1,184.52亿元。新增人民币贷款在很大程度上影响新增社融规模的走势，10月新增人民币贷款环比超预期超季节下行，是10月新增社融规模环比少增16,535.80亿元的主因。

➤ **中长期贷款有所回落、绝对水平仍较高。**
10月新增居民贷款4210亿，同比少增426亿。其中新增中长期贷款3587亿元，同比少增143亿元；新增短期贷款623亿元，同比少增1284亿元。居民中长期贷款虽然有所回落、绝对水平仍较高，主要与今年各大房企加速推盘、紧抓资金回笼有关，叠加商业银行信贷额度仍较为充裕，预计后续仍将维持较高水平。

金融机构新增人民币贷款

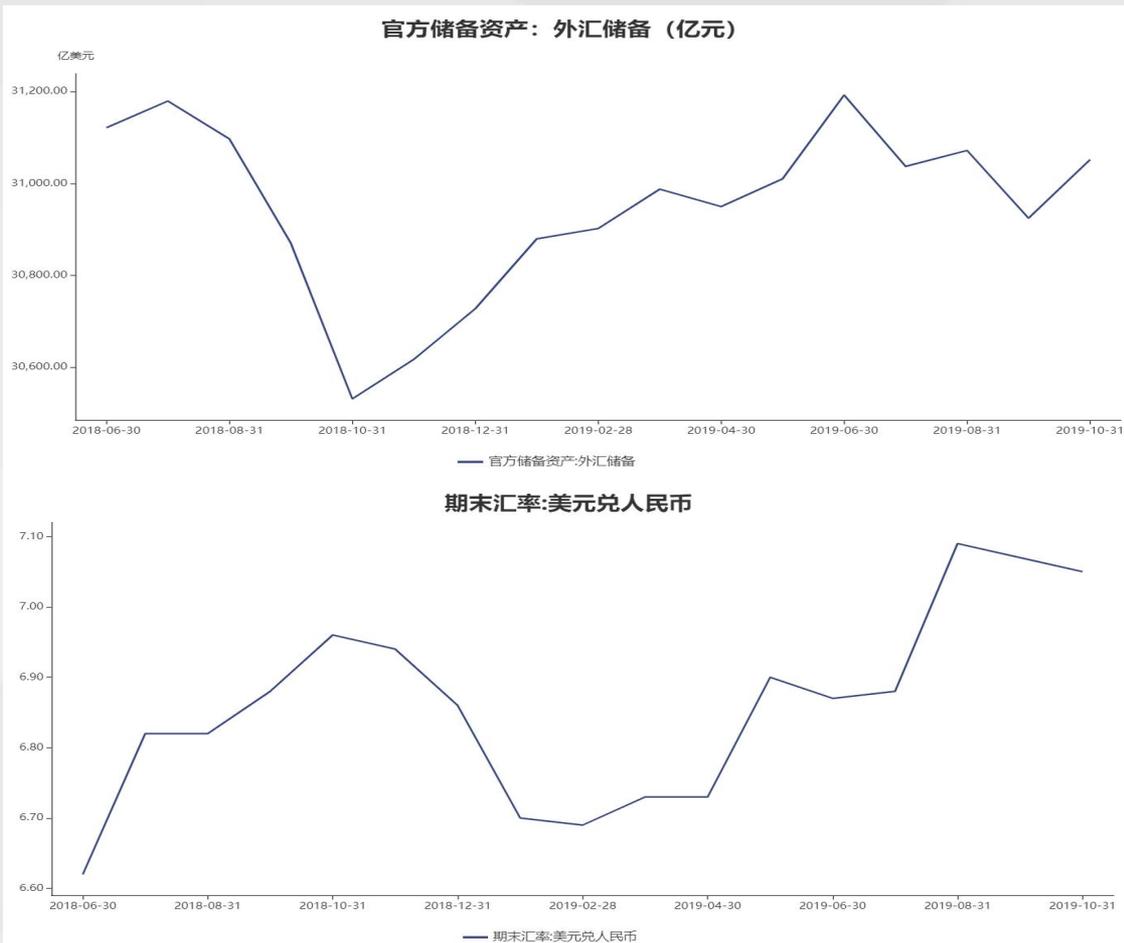


社会融资规模占比及M1、M2同比



2.10 外汇：外储环比增加，汇率短期升值

- ▶ **外储环比增加，国际收支压力不大。** 中国10月外汇储备31051.61亿美元，前值30924.31亿美元，环比增加127.30亿美元，上月为环比减少147.45亿美元。主要体现的是欧元相对美元升值的估值因素影响，我国国际收支压力不大。
- ▶ **汇率短期升值，后续仍关注贸易摩擦形势。** 10月中旬中美第十三轮经贸磋商释放积极信号，美元指数回落，人民币升值，人民币汇率短期主要受中美贸易摩擦形势的事件性因素影响，人民币升值幅度较为有限，但若贸易谈判形势乐观，尤其是若双方协议逐步取消已征关税，人民币大概率继续升值。



02



宏观经济政策分析

货币政策、财政政策、房地产政策

3.2 保持稳健货币政策总基调，适度预调微调

10月16日，央行发布公告开展中期借贷便利（MLF）操作2000亿元，期限为1年。

10月20日，央行公布新一期贷款市场报价利率（LPR）。1年期LPR为4.20%，5年期以上LPR为4.85%

展望：货币政策仍实施常态货币政策 货币政策总体稳健

10月16日央行新做投放MLF

- 新做MLF投放流动性，或意在中期借贷便利操作的常态化。10月没有MLF到期，若央行不进行MLF操作，则递延到明年10月份，将再次出现MLF到期的空档，不利于发挥MLF流动性投放和中期政策利率引导作用。本次操作后，中期借贷便利操作或形成每月常态化操作的模式，与LPR每月报价制度更加紧密的结合。
- 从资金面来看，MLF操作将助力10月资金的稳定。10月中长期资金缺口压力相对较小，短期资金压力集中于缴税，但14号后由于预期变化资金面意外收紧，同时由于本次定向降准覆盖范围较窄，释放流动性规模较小，对资金面改善作用有限。

- 关于下一阶段政策走向，央行表示，将实施好稳健货币政策，加强逆周期调节，保持流动性合理充裕和社会融资规模合理增长。货币政策保持定力，主动维护好我国在主要经济体中少数实行常态货币政策国家的地位，增强调控前瞻性、针对性和有效性。
- 未来货币政策边际宽松的大方向已经确定，央行也将保持“政策定力”，坚决不搞“大水漫灌”，更多通过市场化的价格调控/改革来实现疏通货币政策传导机制的目标。

3.3 财政政策将继续发力

10月9日，国务院印发《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》。

10月18日，财政部印发《国有金融资本产权登记管理办法(试行)》。

展望：四季度财政收支增速将有所回升，积极财政政策将向稳增长方向进一步加力

财政政策将继续发力

- ✓ 10月实体经济数据继续呈现疲弱状态,显示经济增长下行压力仍大,未来经济企稳需要宽松政策继续加码。在货币政策传导机制不畅环境下,财政政策发力对于稳增长具有重要作用。
- ✓ 除预算内支出增长之外,城投债发行量回升、专项金融债等都将改善地方政府财力,推动基础设施建设回升,发挥重要稳增长作用。
- ✓ 本月出台了央地关系改革的政策,目的就是保证地方政府收入,这有助于从资金来源上助力于财政政策继续保持扩张。

- 收入方面,预计四季度还可能针对企业的减税措施出台,全年减税规模有望超过2万亿元。但四季度经济增速有望企稳,且去年同期基数偏低,财政收入增速将会有所回升。
- 支出方面,当前稳增长的重要性正在提升,各地项目上马速度加快,年末冲量背景下预计支出增速将高于三季度。

3.4 房地产金融监管继续从严,调控政策以稳为主

10月18日,国家统计局发言人表示,房地产的定位很明确“房住不炒”,也不把房地产作为短期拉动刺激经济的手段,房地产发展总体平稳、健康、有序。

展望: 调控政策以稳为主,长效管理机制加快落实

房地产金融监管继续从严,房住不炒定位不改

- ✓ 10月,宏观政策加强预调微调,房地产金融监管继续从严,各地落实新政以来,房贷利率水平基本保持平稳,房住不炒定位不改,一城一策以稳为主,各地加快住房制度改革,建立租购并举住房制度,落户放开放宽提速,人才引进力度持续加强。
- ✓ 地方层面,各地房地产调控政策继续推进。其中,天津、南京、三亚对人才购房政策进行适度调整,以满足自住需求;宁波、沈阳、海口等地持续加强房地产市场监管;河南、银川、惠州等地则集中力量整治房地产市场乱象,规范房地产市场发展秩序。

- 全国层面的房地产市场乱象整治正在积极推进当中,坚持房住不炒,不将房地产作为短期刺激经济的手段是四季度调控政策基调。在此基调下,未来政策总体目标仍将以“稳地价、稳房价、稳预期”为准,当局部出现市场过热现象,调控政策也将及时跟进以促进楼市稳定、健康发展。
- 各地在多渠道建设筹集租赁住房的同时,加快租金稳控、加大租赁资金监管、加强租赁市场乱象整治,加大力度发展住房租赁市场。未来,随着租购并举住房制度的加快落实,房地产长效管理机制愈发成熟。

兴泰智库成立于2016年8月，是由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）发起，并联合有关政府部门、高等院校、研究机构、金融机构和专家学者组成的，以“汇聚高端智慧，服务地方金融”为宗旨的非营利性、非法人学术团体。《兴泰智库研究报告》是兴泰智库自主研究成果的输出平台，内容以宏观报告、政策解读、行业分析、专题研究为主，对内交流学习，对外寻求发声，致力于为合肥区域金融中心建设提供最贴近市场前沿的前瞻性、储备性、战略性智力支持。

本报告基于兴泰智库研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见仅代表研究人员观点，不构成对任何人的投资建议，公司不对本报告任何运用产生的结果负责。

本报告版权归公司所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、转载、刊发，需注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。