

# 宏观经济月报

## ——2019年11月数据详析

2019年12月24日

作者：研究发展部 王青 冯琳 邹李永昊



注：社融为11月新增，单位为亿元；投资为1-11月累计同比，社零、工业增加值、进出口、通胀、财政收支为11月当月同比；M1、M2为11月末同比；进出口金额增速为以美元计价。

### 数据点评

#### 1、宏观经济：低基数叠加逆周期调节加码，11月经济数据多数回升

**工业生产：**11月工业增加值增速回升，且细分行业增速普遍加快，除受低基数及“暖冬”影响外，也反映出逆周期调节加力及库存低位背景下，部分工业品和机械设备正加大生产力度。

**投资：**1-11月固定资产投资增速与上月持平，止住了今年下半年以来的持续下滑势头，当

基建投资有所反弹，房地产投资稳中趋缓，制造业投资增速低位回落。

**消费：**11月社零名义增速加快，主要受价格因素以及“双十一”带动网上零售额高增影响，同时，前期拖累社零增长的汽车和石油及制品类零售额增速在低基数影响下实现回升，也对社零反弹起到积极作用。

**贸易：**11月出口偏弱，进口增速转正。

#### 2、物价：11月CPI再度冲高，年底物价涨幅有望收窄

**CPI：**11月CPI涨幅连续第二个月快速冲高，非食品价格涨幅持续低迷，两者之间的“剪刀差”进一步扩大。

**PPI：**11月PPI同比跌幅收敛，但环比转降，显示新涨价动能依然不足。

#### 3、金融：11月降息带动“宽货币”势头再现，“宽信用”效果尚不明显

**社会融资：**11月新增社融环比季节性回升，同比多增除受人民币贷款影响外，三项表外融资9个月来首度同比转正，在一定程度上抵消了企业债券融资少增带来的拖累；受当月社融多增规模较小影响，社融存量增速稳中有降。

**货币供应：**11月末M2增速下滑，财政存款同比少减是主要原因，M1增速小幅反弹但仍处低位，反映实体经济活跃度依然不足，四季度经济增速出现反弹的概率较低。

#### 4、财政：11月财政收支增速回落，年底回升空间有限

**财政收入：**11月税收收入同比增速大幅回落并拖累整体财政收入增速下滑，反映了减税降费政策效果以及经济偏弱运行对税收的持续拖累。

**财政支出：**11月财政支出降幅进一步扩大，其中基建类支出延续大幅负增，与当前基建投资增速仍处磨底阶段相印证。

## 展望

- 1、**宏观经济：**四季度经济企稳概率较大，净出口对经济增长的贡献率将有所减弱。
- 2、**物价：**短期内CPI涨幅有望回落，PPI同比将趋于持平。
- 3、**金融：**着眼于强化“宽信用”效果，为2020年稳增长提供关键支撑，货币政策逆周期调节力度可能进一步加大
- 4、**财政：**12月财政收入增速加快仍面临制约，支出空间受限，难有大幅提升。

邮箱: dfjc@coamc.com.cn

电话: 010-62299800

传真: 010-65660988

地址: 北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层 100600

## 目录

宏观经济月报.....	1
数据点评.....	1
展望.....	2
1. 宏观经济：低基数叠加逆周期调节加码，11月经济数据多数回升.....	7
1.1 工业生产：11月工业增加值增速回升，且细分行业增速普遍加快，除受低基数及“暖冬”影响外，也反映出逆周期调节加力及库存低位背景下，部分工业品和机械设备正加大生产力度.....	7
1.2 投资：1-11月固定资产投资增速与上月持平，止住了今年下半年以来的持续下滑势头，当月基建投资有所反弹，房地产投资稳中趋缓，制造业投资增速低位回落.....	8
1.3 消费：11月社零名义增速加快，主要受价格因素以及“双十一”带动网上零售额高增影响，同时，前期拖累社零增长的汽车和石油及制品类零售额增速在低基数影响下实现回升，也对社零反弹起到积极作用.....	10
1.4 贸易：11月出口偏弱，进口增速转正.....	11
1.5 四季度经济企稳概率较大，净出口对经济增长的贡献率将有所减弱.....	17
2. 11月CPI再度冲高，年底物价涨幅有望收窄.....	18
2.1 CPI：11月CPI涨幅连续第二个月快速冲高，主要原因是尽管11月初以来猪肉及其替代品价格高位回落，但整月平均涨幅仍比上月有所扩大，这带动食品价格同比加快至19.1%；当月非食品价格涨幅持续低迷，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，“猪通胀”扩散至食品之外的风险不大.....	18
2.2 PPI：主因上年同期国际油价大跌，带动相关行业PPI同比涨幅改善，11月PPI同比跌幅收敛，但环比转降，显示新涨价动能依然不足.....	20
2.3 短期内CPI涨幅有望回落，PPI同比将趋于持平.....	22
3. 金融：11月降息带动“宽货币”势头再现，“宽信用”效果尚不明显.....	22
3.1 11月新增人民币贷款环比季节性回升，同比多增则主要体现逆周期调节发力，尤其是当月央行降息对信贷需求的提振；但当前银行信贷投放意愿和实体经济贷款需求仍然偏弱，预示后续MLF利率仍有下调趋势.....	22
3.2 11月新增社融环比季节性回升，同比多增除受人民币贷款影响外，三项表外融资9个月来首度同比转正，在一定程度上抵消了企业债券融资少增带来的拖累；受当月社融多增规模较小影响，社融存量增速稳中有降.....	24
3.3 11月末M2增速下滑，财政存款同比少减是主要原因，M1增速小幅反弹但仍处低位，反映实体经济活跃度依然不足，四季度经济增速出现反弹的概率较低.....	26
3.4 展望未来，着眼于强化“宽信用”效果，为2020年稳增长提供关键支撑，货币政策逆周期调节力度可能进一步加大.....	27
4. 财政：11月财政收支增速回落，年底回升空间有限.....	27
4.1 在上年同期基数较低情况下，11月税收收入同比增速大幅回落并拖累整体财政收入增速下滑，反映了减税降费政策效果以及经济偏弱运行对税收的持续拖累.....	27
4.2 11月财政支出降幅进一步扩大，其中基建类支出延续大幅负增，与当前基建投资增速仍	

---

处磨底阶段相印证.....	29
4.3 11月土地出让金收入增速进一步加快，政府性基金收支缺口有所收窄.....	30
4.4 12月财政收入增速加快仍面临制约，支出空间受限，难有大幅提升.....	31

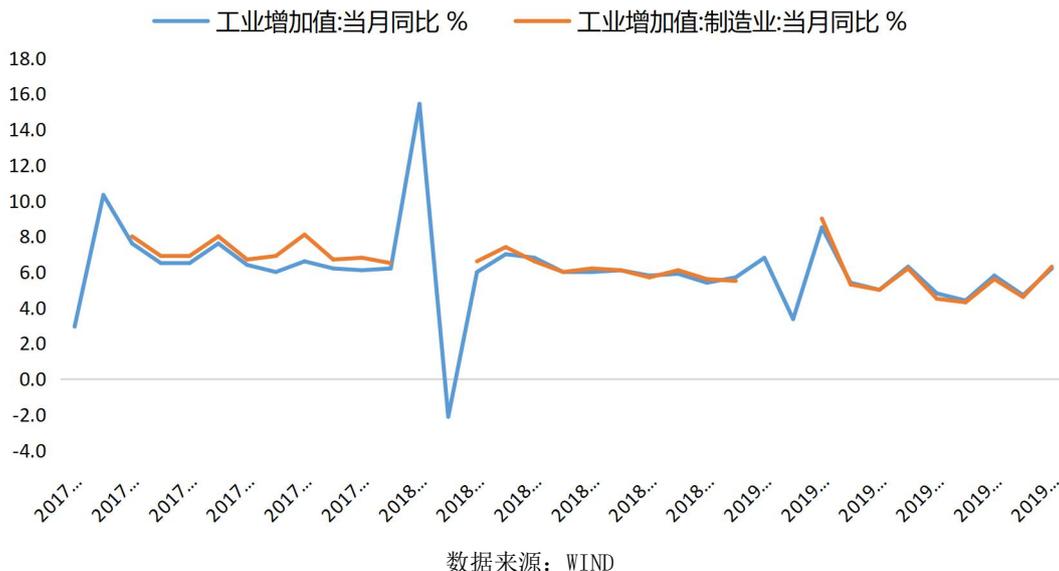
## 图表目录

图 1	规模以上工业和制造业增速 %	7
图 2	固定资产投资及三类主要投资同比名义增速 %	8
图 3	房地产开发投资、房屋施工面积增速 %	9
图 4	制造业投资与民间投资增速 %	10
图 5	社会消费品零售总额同比增速 %	11
图 6	进出口增速及贸易差额 %	11
图 7	我国对发达经济体出口金额（美元）增速：同比 %	12
图 8	全球及主要国家制造业 PMI %	12
图 9	我国对主要新兴经济体出口金额（美元）增速：同比 %	13
图 10	官方 PMI %	14
图 11	大宗商品价格指数 RJ/CRB 走势	14
图 12	主要进口商品数量与金额（美元）同比增速 %	15
图 13	CPI 增速：当月同比 %	18
图 14	食品类分项 CPI 同比变动趋势 %	18
图 15	部分商品与服务 CPI 同比增速 %	19
图 16	PPI 增速 %	20
图 17	生产资料 PPI 同比变动 %	21
图 18	新增人民币贷款规模及增速	22
图 19	企业新增中长期贷款规模与增速	23
图 20	新增居民贷款规模及占比	24
图 21	社融规模结构变化	24
图 22	表外融资增量变化	25
图 23	M1、M2 增速 %	26
图 24	财政收入同比变化 %	27
图 25	主要税种收入增速同比变化率 %	28
图 26	财政支出增速变化 %	29
图 27	财政支出分项同比变化率 %	29
图 28	政府性基金收支当月增速 %	30

## 1. 宏观经济：低基数叠加逆周期调节加码，11 月经济数据多数回升

1.1 工业生产：11 月工业增加值增速回升，且细分行业增速普遍加快，除受低基数及“暖冬”影响外，也反映出逆周期调节加力及库存低位背景下，部分工业品和机械设备正加大生产力度

图 1 规模以上工业和制造业增速 %



11 月全国规模以上工业增加值同比实际增长 6.2%，增速较上月加快 1.5 个百分点，与当月制造业 PMI 重返扩张区间、高炉开工率整体走高、工业企业出口交货值降幅小幅收敛相印证。除受低基数以及“暖冬”影响工业生产活动好于去年同期外，11 月工业生产加速也反映出，在逆周期调节加力带动需求边际改善，以及很多行业库存正处历史低位背景下，基建、地产链条上的部分工业品和机械设备正在加大生产力度。

11 月三大门类增加值增速全面回升，其中，采矿业增加值同比增长 5.7%，增速较上月加快 1.8 个百分点；占比近九成的制造业增长 6.3%，增速较上月加快 1.7 个百分点；而在上年同期基数走高背景下，电力、热力、燃气及水生产和供应业增速仍较上月加快 0.1 个百分点至 6.7%，与当月发电量同比增速持平于 4.0%相一致。

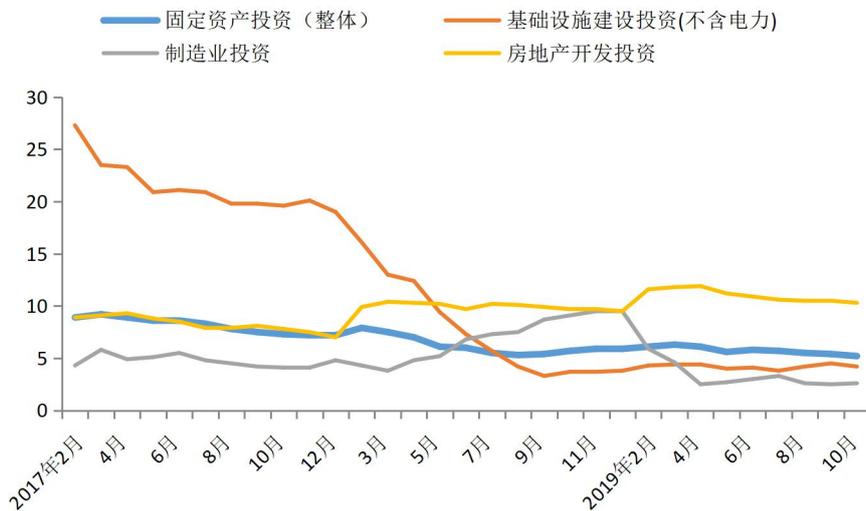
从目前公布的数据来看，制造业各细分行业中，多数行业增加值增速较上月加快。包括食品、纺织等传统消费品制造业，黑色金属、非金属矿物制品、化工、塑料橡胶等工业品制造业，与国内投资需求密切相关的专用设备和通用设备制造业，出口依赖度较高的计算机、通信和其他电子设备制造业等行业增加值增速与上月相比普遍回升。此外，随着销售增速见

底，汽车生产企稳反弹趋势进一步确认——11月汽车制造业增加值同比增长7.7%，增速较上月加快2.8个百分点，续创年内新高。

## 1.2 投资：1-11月固定资产投资增速与上月持平，止住了今年下半年以来的持续下滑势头，当月基建投资有所反弹，房地产投资稳中趋缓，制造业投资增速低位回落

1-11月固定资产投资累计同比名义增长5.2%，增速与上月持平，止住了下半年以来的持续下滑势头。三大类投资中，1-11月基建（不含电力）、房地产和制造业投资分别减速0.2、0.1和0.1个百分点，但全口径基建投资增速较上月加快0.2个百分点至3.5%。从单月同比来看，11月基建投资增速小幅反弹，房地产投资稳中趋缓，制造业投资增速低位回落。

图2 固定资产投资及三类主要投资同比名义增速 %



数据来源：WIND

基建投资增速边际回升，逆周期政策效果渐显。1-11月基建投资（不含电力）同比增长4.0%，增速较1-10月放缓0.2个百分点，同期全口径基建投资增速为3.5%，较1-10月

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\\_8159](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8159)

