

专题研究

2019年12月20日

中诚信国际
宏观经济

经济短时回稳如预期，逆周期政策仍需发力

——2019年11月宏观经济形势分析

摘要

◇ 经济如预期短时回稳，四季度经济平稳可期

在宏观经济三季报中我们提出，在稳增长背景下季末经济运行中出现了一些积极迹象，需求出现改善苗头，这或将带动中国经济在四季度短期弱企稳。10月份虽然宏观经济数据全面走弱，但我们仍对经济弱回稳保持信心，提出“关注经济运行中的结构性积极因素”。11月宏观数据多数好转，在一定程度上验证了我们的判断。从供给侧来看，制造业与工业生产均有所改善；从需求侧来看，固定资产投资增速仍与1-10月份持平；受价格上涨、汽车类消费改善及“双十一”扎堆消费等因素影响下，名义社零额增速回升，但需关注在CPI走高背景下社零额名义增速与实际增速分化；出口虽然小幅走弱，但出口多元化对出口韧性的支撑持续存在，中美贸易战达成阶段性协议、发达经济体先行指标改善、圣诞节来临等因素也将对短期内的出口形成支撑。11月社融也保持在常规水平，信用基本保持平稳态势，也在一定程度上支撑了经济的短期回稳。此外，制造业PMI回升，再度站上荣枯线以上。不过，结构性通胀压力持续存在，猪价上涨主导下CPI同比上涨4.5%，PPI继续下行态势，未来PPI有可能短时回稳，在猪价高位运行延续、春节因素等多重因素叠加背景下，短期内CPI或仍将保持高位运行。综合来看，近期以来经济运行的内外环境均略有改善，中美贸易冲突达成阶段性协议，内部政策稳增长力度不减，叠加去年同期基数较低因素，四季度经济或将出现短时的企稳运行势头。

◇ 趋势性因素与短期因素同走弱，2020年经济仍存下行压力

改革开放以来带动中国经济增长的重要动能——如全球化、工业化、人口、改革等几大趋势性因素仍未有所改善，部分因素甚至短期内进一步衰减，2020年趋势性下行的因素仍存；当前我国经济运行内外不利因素仍存，投资、消费和进出口均受到一定制约。综合来看，在趋势性因素和短期因素叠加的影响下，2020年经济或将继续下行。

◇ 三、关键时点经济工作“稳”字当头，政策稳增长不改

2020年是“全面建成小康社会”之年和“十三五”规划收官之年，在此关键时点逆周期调控以“稳”当头。财政收支平衡压力下2020年减税降费规模或边际递减，更加注重结构调整。考虑到稳基建在稳投资、稳增长中的重要作用，专项债又是地方政府收支平衡压力较大的情况下稳基建的重要支撑，明年专项债规模或仍有望继续提升，但增幅或将收窄。货币政策继续保持稳健，但强调“灵活适度”，继续加大对中小企业的支持力度。三大攻坚战重心有所微调，对脱贫攻坚有所侧重，但并未放弃防风险，年末经济工作会议重提了“房住不炒”，房地产调控思路延续。

联络人

作者

研究院 宏观金融研究部

李路易 010-66428877-511

lyli01@ccxi.com.cn

王秋凤 010-66428877-452

qfwang01@ccxi.com.cn

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn

相关报告：

关注宏观数据整体走弱中的结构性积极因素，2019年11月19日；

经济边际修复，下行压力仍存，2019年10月25日；

经济持续走弱，政策齐发力增长能稳否？2019年9月20日；

宏观数据走弱经济下行持续，LPR改革落地政策延续结构调整，2019年8月22日；

稳增长政策能抵御经济下行压力吗？2019年7月23日；

经济下行压力持续，政策发力稳增长，2019年6月21日；

月度宏观数据走弱，经济持续底部波动，2019年5月24日。

一、经济如预期短时回稳，四季度经济平稳或可期

如我们此前预期，11月经济数据多数好转，出现回稳迹象。在宏观经济三季报中我们提出，在稳增长效果显现背景下季末经济运行中出现了一些积极迹象，需求出现改善苗头，这或将带动中国经济在四季度短周期弱企稳。10月份虽然宏观经济数据全面走弱，但我们仍对经济弱回稳保持信心，提出“关注经济运行中的结构性积极因素”。11月宏观数据多数回暖，在一定程度上验证了我们的判断。从供给侧来看，制造业与工业生产均有所改善；从需求侧来看，虽然基础设施投资、制造业投资、房地产开发投资增速均略有回落，但受工业行业中除制造业之外的采矿业及电力、热力、燃气及水生产和供应业两大行业投资增速回升支撑，固定资产投资增速仍与1-10月份持平；受价格上涨、汽车类消费改善及“双十一”扎堆消费等因素影响下，名义社零额增速回升，但在CPI走高背景下社零额名义增速与实际增速分化；出口虽然小幅走弱，但出口多元化对出口韧性的支撑持续存在，中美贸易战达成阶段性协议、西方发达经济体先行指标的改善、圣诞节来临等因素也将对短期内的出口形成支撑。11月社融也保持在常规水平，信用基本保持平稳态势，也在一定程度上支撑了经济的短期回稳。此外，制造业PMI回升，再度站上荣枯线以上。不过，结构性通胀压力持续存在，猪价上涨主导下CPI同比上涨4.5%，PPI继续下行态势，未来PPI有可能短时回稳，在猪价高位运行延续、春节因素等多重因素叠加背景下，短期内CPI或仍将保持高位运行。综合来看，近期以来经济运行的内外环境均略有改善，中美贸易冲突达成阶段性协议，内部政策稳增长力度不减，叠加去年同期基数较低因素，四季度经济或将出现短时的企稳运行势头。

表1 2019年11月中国宏观经济核心指标一览表

	2019年											去年同期	最新变化
	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月		
工业增加值同比(%)	6.2	4.7	5.8	4.4	4.8	6.3	5.0	5.4	8.5	6.1	NA	5.4	↑
固定资产投资累计同比(%)	5.2	5.2	5.4	5.5	5.7	5.8	5.6	6.1	6.3	6.1	NA	5.9	↔
社会消费品零售额同比(%)	8.0	7.2	7.8	7.5	7.6	9.8	8.6	7.2	8.7	8.2	NA	8.1	↑
出口：当月同比(%,美元)	-1.1	-0.9	-3.2	-1.0	3.3	-1.3	1.1	-2.7	14.2	-20.7	9.1	5.4	↓
进口：当月同比(%,美元)	0.3	-6.4	-8.5	-5.6	-5.3	-7.3	-8.5	4.0	-7.6	-5.2	-1.50	3.0	↑
贸易顺差(亿美元)	387.3	428.1	396.5	348.3	450.5	509.8	416.6	138.4	326.5	41.2	391.6	447.5	↓
CPI	4.5	3.8	3.0	2.8	2.8	2.7	2.7	2.5	2.3	1.5	1.7	2.2	↑
PPI	-1.4	-1.6	-1.2	-0.8	-0.3	0.0	0.6	0.9	0.4	0.1	0.1	2.7	↑
M2：同比	8.2	8.4	8.4	8.2	8.1	8.5	8.5	8.5	8.6	8.00	8.40	8.0	↓
社会融资规模(亿元)	17547	6619	23569	20115	10830	22998	14524	14084	28737	7089	46179	16042	↑

(注：↓、↑、↔分别表示与上月相比，2019年11月指标出现下降、上升或持平)

1. 工业增加值显著回升，工业生产短期改善可期

三大门类增加值增速全面回升，短期内工业生产存在多重利好。11月份规模以上工业增加值同比增长6.2%，较11月份回升1.5个百分点，工业生产有所回暖。三大门类均有所回升，制造业增加值更是半年以来最高值，库存周期底部企业补库存带动工业生产有所回暖。从后续来看，景气指数重回景气区间以上，短期内后续生产较为乐观；中美贸易达成第一阶段协议，将对出口类相关企业生产促进作用较大；库存周期处于底部或在一定时期内推动企业补库存，推动企业生产。综合来看，后续工业生产或处于弱企稳状态，短期内或将持续小幅改善，年内或平稳收官。

图 1：工业增加值增速全面回升

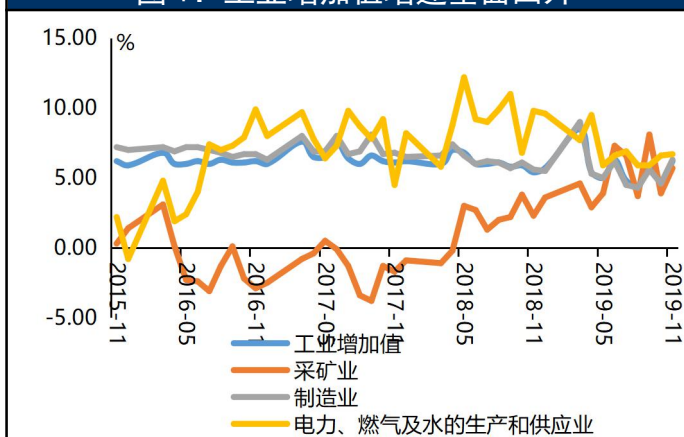


图 2：高炉开工率上行

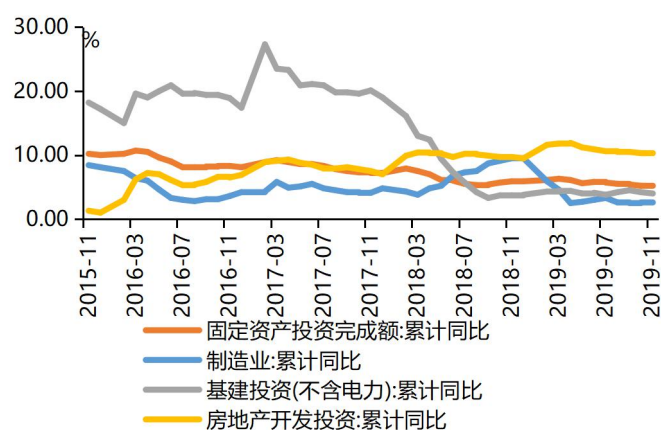


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

2. 投资平稳运行，稳增长政策发力投资回升仍可期

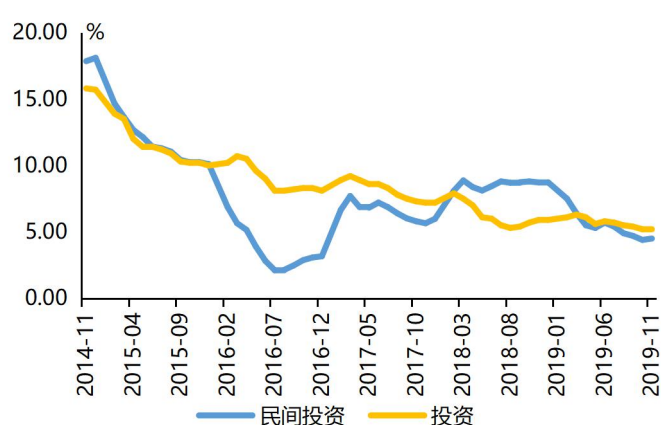
三大类投资回落不改投资平稳运行大势，稳增长政策发力投资或有望回升。11月份，固定资产投资完成额累计同比增长5.2%，较去年同期回落0.5个百分点，与1-10月持平。基础设施投资、制造业投资、房地产开发投资增速均略有回落，但固定资产投资增速仍与1-10月份持平，主要原因是工业行业中，除制造业之外其他两大行业投资增速出现回升，采矿业投资增长25.3%，增速比1-10月份加快0.2个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长3.6%，增速加快1.7个百分点。值得一提的是，民间投资同比增速结束了连续五个月下降的趋势。后续来看，近期中央政治局会议与中央经济工作会议强调稳增长，加大对基建投资的支持力度，同时11月底财政部提前下达了2020年部分新增专项债务限额1万亿元，后续基建投资或将对投资形成有效支撑。在房地产投资方面，中央经济工作会议在提出“房住不炒”的基础上，进一步提出了“全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制”，所以后续房地产回升虽不可能，但仍有望保持韧性，对投资仍有一定的支撑作用。此外中美贸易的改善对相关出口类产业的投资有一定的提振作用。整体来看短期内后续投资将有所回升。

图 3：三大投资小幅回落



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 4：民间固定资产投资回升

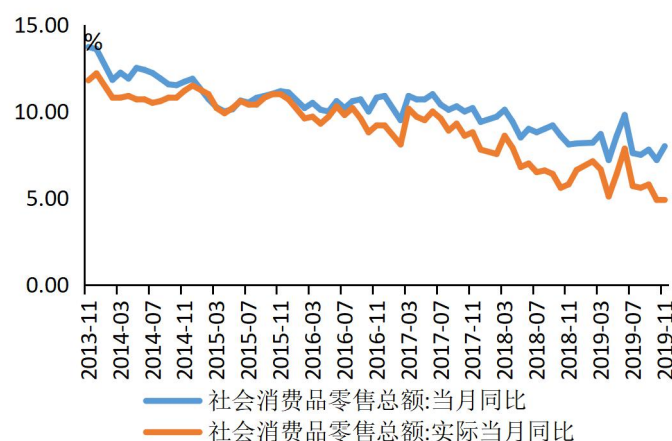


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

3. 物价上升叠加“双十一”效应社零额名义增速回升，汽车消费短期回暖或将带动消费稳定

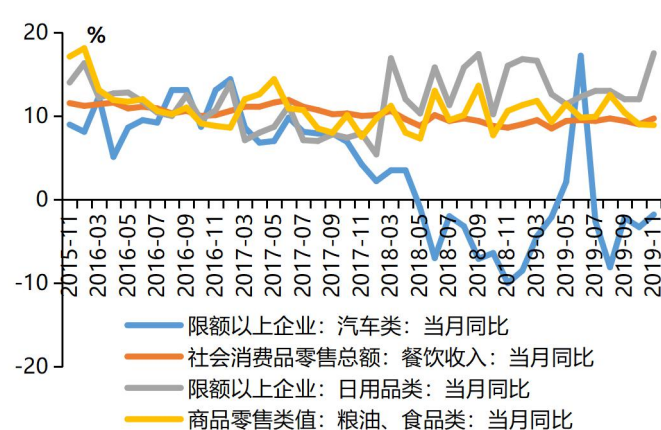
11 月份，社会消费品零售总额名义同比增长 8%，较上月回升 0.8 个百分点，但 11 月份零售总额剔除物价实际同比增长为 4.9%，与上月同为统计以来的最低值。11 月份社零回升主要有两方面的原因：一方面是“猪周期”影响物价持续上升，导致居民必需类消费保持在较高水平；另一方面“双十一”电商促销导致 10 月份的消费有所滞后。分区域来看，城乡消费均回升，城镇消费同比增长 7.9%，农村社零额同比增长 9.1%。分消费产品来看，必需类消费以回升为主；生活日用品类增速上升较为明显，同比增长 17.5%，较上月上升 5.5 个百分点；餐饮类同比增长分别为 9.7%，较上月回升 0.7 个百分点；粮油，食品类同比增长 8.9%，较上月回落 0.1 个百分点。社零额中占比较高的汽车类消费降幅有所收窄，汽车类限额以上企业商品零售类同比下降 1.8%，较上月降幅收窄 1.5 个百分点。整体上来看，消费结构有所改善，汽车以外的消费品零售额同比增长为 9.1%，较上月回升 0.8 个百分点。后续来看，“双十一”的电商促销对前后两个月的消费均有一定的透支，在一定程度上或将对后续消费有一定的拖累；CPI 涨幅进一步扩大对居民消费的制约加大，必需类食品消费将被动增加；11 月发改委新闻发言人提出了“稳住汽车等消费大头，破除汽车消费限制，调整汽车限购政策”，后续如果相关促进汽车类消费的政策出台，短期或将提振汽车类消费。综合来看短期内消费或将保持稳定。

图 5：社会消费品零售总额增速回升



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 6：主要消费品走势

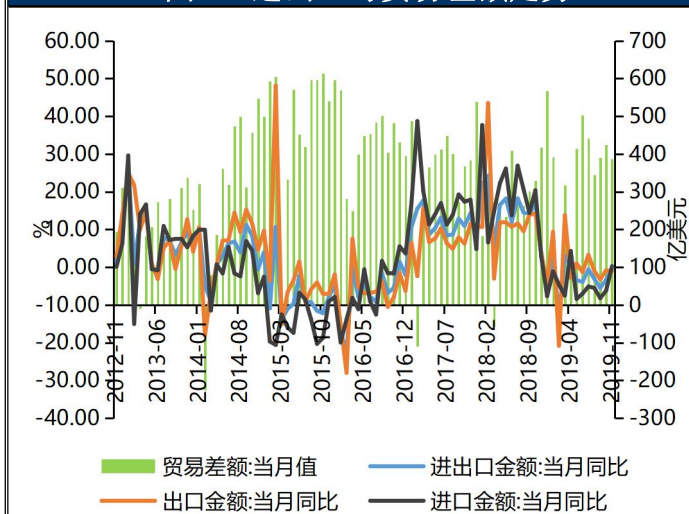


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

4. 进口增速半年来首次转正，中美第一阶段协议达成出口或短期向好

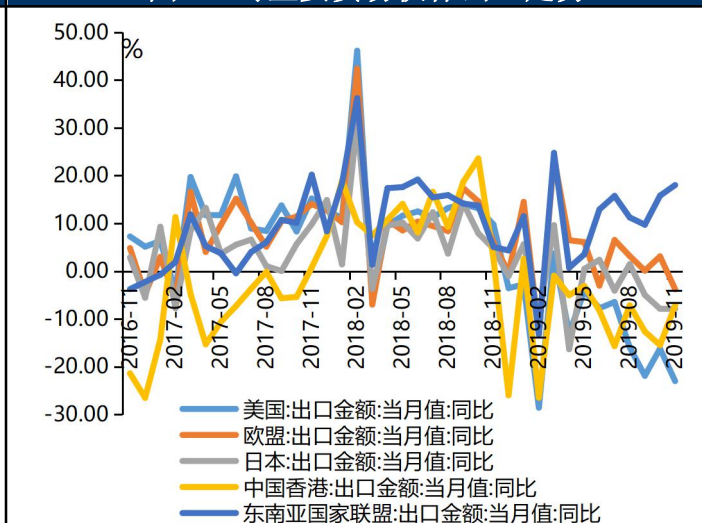
出口小幅走弱，进口回暖带动进出口改善。11 月份，进出口总值 4047.5 亿美元，同比下降 0.5%。其中，出口同比增长 -1.1%，进口同比增长 0.3%。受进口增速回暖的影响，贸易顺差有所缩小。11 月出口走势呈现明显的分化特征：由于 11 月份中美协议尚未达成，同时在去年抢出口高基数的背景下，对美出口增速降幅较上月扩大；对欧盟出口同比增速由正转负；东盟等新兴经济体继续成为我国出口的主要支撑力量。从进口商品看，受物价上涨以及落实对美贸易承诺的影响，对农产品的进口大幅提升。出口短期利好因素有所增多，进口改善短期或有支撑。近期全球范围内多经济体预期走强，日欧 PMI 均有所回升，摩根大通全球制造业 PMI 持续回升，时隔 6 个月后再度站上荣枯线，同时考虑到圣诞节临近西方国家的需求或出现季节性改善以及中美贸易冲突达成阶段性协议，需求的回升或将缓解短期出口下行的压力。从进口来看，首先我国对中美第一阶段协议的落实有助于推动进口的增长；在居民杠杆率较高的背景下，扩大部分对居民生活影响较大的商品——特别是猪肉产业相关类商品的进口，有助于缓解居民较为紧张的消费，同时在一定程度上缓解对进口商品的需求的下行压力，此外由于 2020 年农历新年相对较早，年末或将提前进口备货以应对新年的到来，短期来看多因素对进口均有所支撑。后续来看，如此前我们所指出，在低基数效应下，2020 年进出口增速或好于今年，但由于全球经济处于低迷区间，进出口增速仍难高增长。

图 7：进出口与贸易差额走势



数据来源：中诚信国际整理

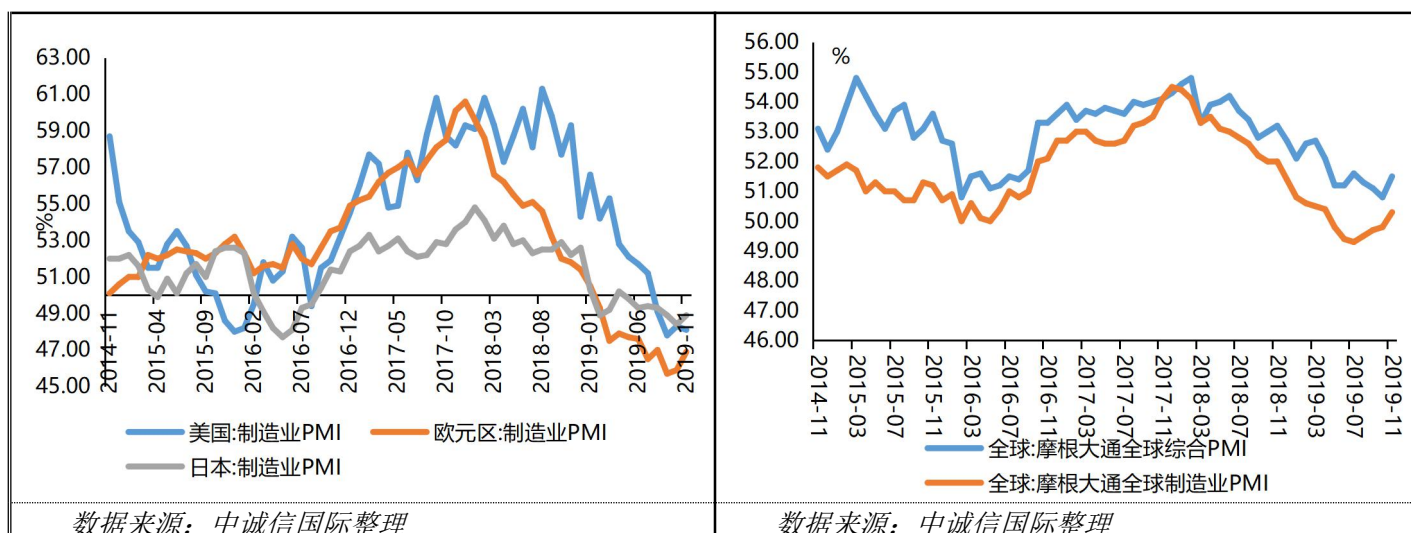
图 8：对主要贸易伙伴出口走势



数据来源：中诚信国际整理

图 9：日欧 PMI 均回升，美国 PMI 持续回落

图 10：摩根大通全球制造业 PMI 持续回升



5. CPI 短期内维持高位，PPI 短期回稳有望

CPI 同比继续走阔，需求较弱 PPI 延续下跌。11 月 CPI 同比上涨 4.5%，较上月走阔 0.7 个百分点；环比上升 0.4%，较上月回落 0.5 个百分点。在 4.5% 的同比涨幅中，翘尾影响 0 个百分点，新涨价影响约 4.5 个百分点。其中猪肉价格上涨 110.2%，整体畜肉类价格对 CPI 同比拉动 3.27%；不过由于猪肉供应紧张状况有所缓解，价格环比上涨 3.8%，涨幅明显回落 16.3 个百分点。PPI 同比下降 1.4%，较上月跌幅收窄 0.2 个百分点；环比下跌 0.1%，跌幅走阔至 0.2 个百分点。在 1.4% 的同比降幅中，翘尾影响约为 -0.9 个百分点，新涨价影响约为 -0.5 个百分点。

CPI 维持高位或将成为短期内“常态化”现象，PPI 或将有所回稳。后续看，12 月至明年 2 月的低基数效应将显现，叠加猪肉价格维持高位、鲜果蔬菜价格或上涨，CPI 维持高位或将成为未来 2-3 个月内常态化现象，核心 CPI 仍维持低位，全面通胀概率较低；随着春节因素消退、猪肉供给回暖，CPI 预计将在明年 2 季度或将回落。PPI 方面，11 月扣除掉翘尾因素后，新涨价因素跌幅小幅走阔 0.1 个百分点至 0.5%，PPI 环比由正转负至 -0.1%，显示需求仍然较弱。从先行指标看，南华工业品指数、CRB 工业原料指数近期均延续上涨，PPI 继续下行空间有限，通缩风险可控。预计未来随着翘尾、基数走弱，PPI 或将有所企稳。

图 11：食品类 CPI 持续拉动 CPI 上行

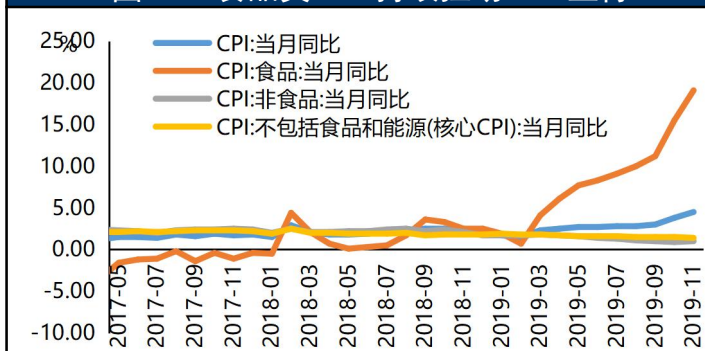
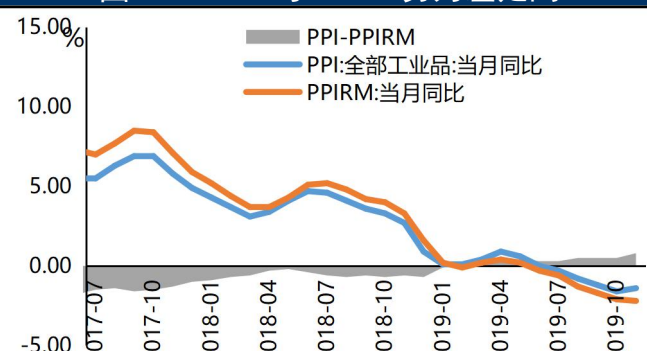


图 12：PPI 与 PPIRM 剪刀差走阔

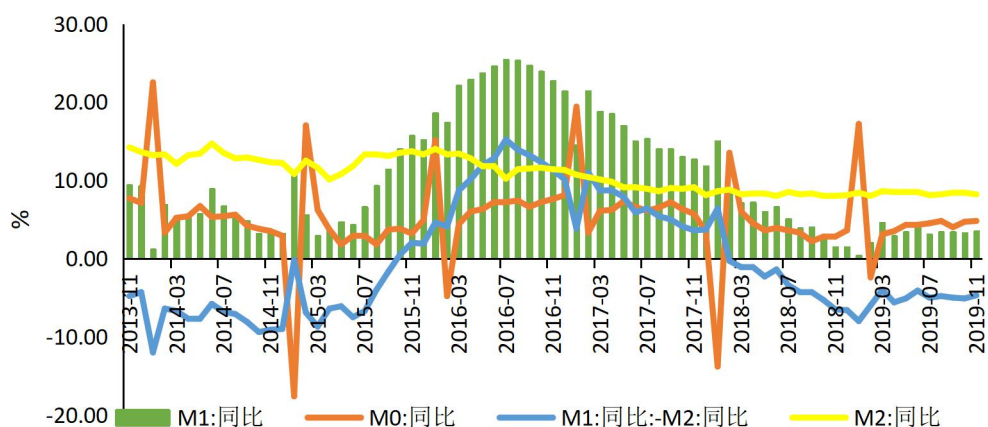


6. 社融回升至常规水平，融资成本回落仍可期

季节性因素消退，社会融资回升至常规水平。11 月份随着季节性因素的消退，新增社融再度回升至常规水平，达到 1.75 万亿元；表内融资大幅回升；表外融资降幅同比环比均收窄；企业债券融资的同比回落主要是由于去年同期纾困政策导致企业发行债券过多，基数过大导致企业债券融资有所回落；基数效应消退地方政府专项债净融资额减少幅度收窄。**M2 回落，M1 小幅回升或表明企业投资意愿有所改善。**M2 增速为 8.2%；M1 增速较上月小幅回升 0.2 个百分点，为 3.5%。M2-M1 “剪刀差”为 4.7%，较上月缩小 0.4 个百分点。M1 回升或说明虽然经济下行压力虽然持续，但当前工业库存或已回落至底部区间，PMI 再度站上荣枯线以上，企业补库存动力有所增强，使得企业存在一定的主动投资意愿。

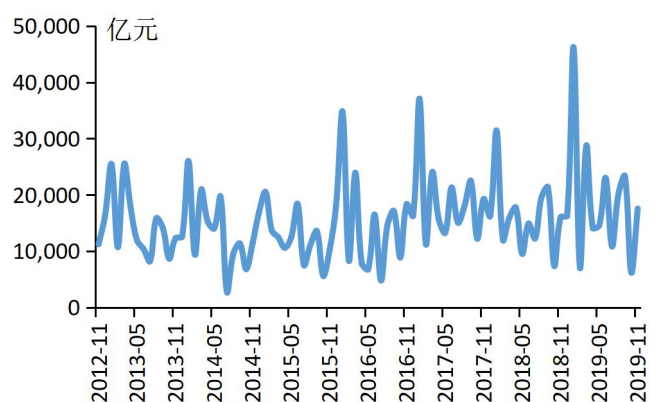
融资成本调降仍有空间。近期来央行多次强调珍惜货币政策常态化空间，或表明降准的空间或受到一定限制，可以通过其他方式如引导 LRP 来降低社会融资成本。央行于 11 月份降低了 MLF 的利率，进而引导了 LPR 的下降，同时开展了多次 MLF 操作，正是央行近期政策意图的体现。综合来看，央行的货币政策方向或不会有明显的变动，结构性宽信用下社融稳定趋势或将不改，M2 增速保持稳定，M1 增速在经济短期弱改善的背景下短期内或仍有有望继续小幅回升。从信贷结构上来看，虽然经济下行压力仍对企业贷款有一定的压力，但在结构性宽信用的背景下，后续企业贷款或仍将小幅改善。

图 13: M1 与 M2 走势



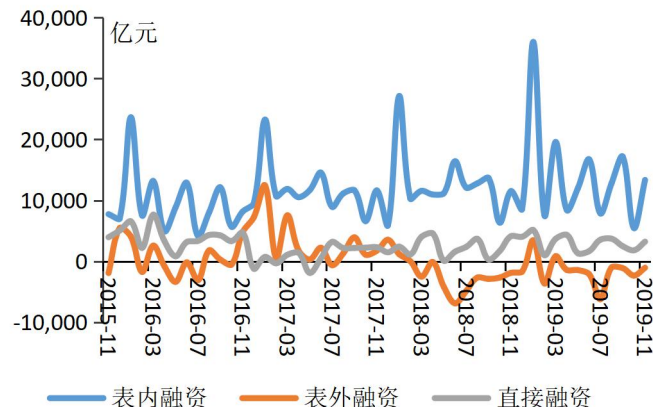
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 14: 新增社会融资规模月度走势



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 15: 表内表外直接融资走势

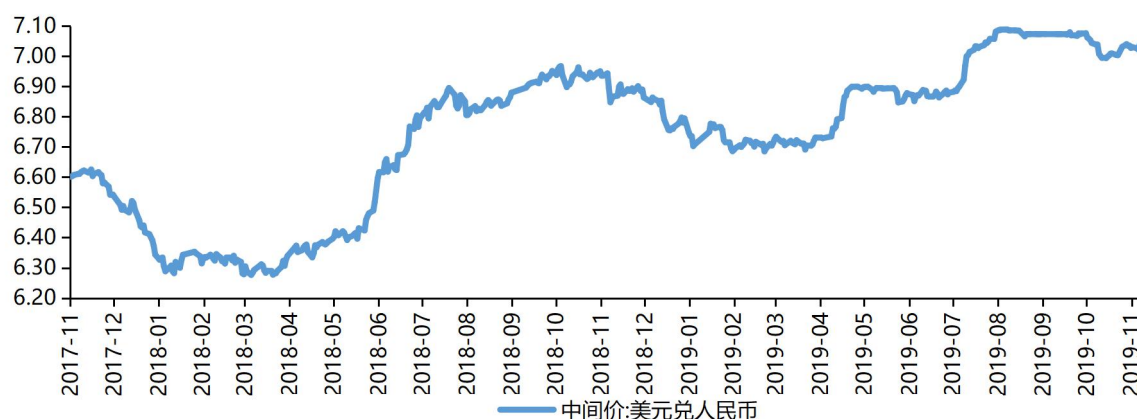


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

7. 人民币汇率稳中有升，贸易冲突缓和后续走升仍有支撑

11 月份人民币率先升后降，整体仍呈升值趋势。11 月份受中美贸易缓和的影响，人民币汇率整体有所升值，但由于当时中美阶段性协议没有最终达成，人民币汇率月度内呈先升后降趋势。2018 年以来人民币的大幅贬值主要是由于中美贸易冲突，由于市场对中国外贸预期的走低——出口或将大幅降低而导致外汇储备减少，人民币汇率由 2018 年最低的 6.28 上升至 2019 年最高的 7.09。不过由于近期中美第一阶段经贸协议文本达成一致，市场对中国外贸预期走强，后续人民币或将回升企稳。

图 16：人民币汇率走势



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

二、趋势性因素与短期因素同走弱，2020 年经济仍存下行压力

短期内在稳增长政策频出背景下，短期内多项经济因素走强，预计四季度经济或将止住经济继续下行的势头，整体来看好于去年以来市场的悲观预期。但是，全球化、工业化、人口等带动中国经济增长的趋势性因素并未根本好转，短期内来看经济需求仍然面临一定压力，综合来看 2020 年经济仍有走弱压力。

1. 趋势性因素并未根本好转甚至部分进一步衰减，中国经济仍处于下行周期

改革开放以来带动中国经济增长的重要动能——如全球化、工业化、人口、改革等几大趋势性因

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_8232

