



# 核心 CPI 通缩，PPI 跌幅收窄

——纪尧

点评报告

A0009-201901217

2019年11月	官方公布值	北大国民经济研究中心 预测值	Wind 市场 预测均值
<b>经济增长</b>			
GDP 当季同比	6.0	6.1	6.1
工业增加值 累计同比	6.2	5.0	5.2
固定资产投资 累计同比	5.2	5.1	5.2
社会消费品零售 额累计同比	8.0	7.3	7.8
出口同比	-1.1	-0.6	0.6
进口同比	0.3	-6.7	-1.7
贸易差额 (亿美元)	387.3	400.0	449.2
<b>通货膨胀</b>			
CPI 同比	4.5	4.3	4.3
PPI 同比	-1.4	-1.4	-1.4
<b>货币信贷</b>			
新增人民币贷 款(亿元)	13900	12800	12562.5
M2 同比	8.2	8.5	8.4

北京大学国民经济研究中心

宏观经济研究课题组

学术指导：刘伟

组长：苏剑

副组长：戚自科

课题组成员：

蔡含篇

康健

纪尧

邵宇佳

许琴芳

翟乃森

联系人：蔡含篇

联系方式：

010-62767607

[gmjjyj@pku.edu.cn](mailto:gmjjyj@pku.edu.cn)



扫描二维码或发邮件订阅  
第一时间阅读本中心报告



## 要点

- 暖冬效应叠加逆周期政策，工业增加值同比增速回升
- 消费：“双十一”带动，消费涨幅扩大
- 政策稳定连贯，投资增速继续低位前行
- 外需偏弱、对美出口降幅扩大拖累出口增速
- 内需回暖，进口增速翻正超预期
- 猪肉、鲜菜推升 CPI 同比涨幅扩大，表面通胀，实际通缩
- 企业贷款拉升信贷规模，信贷增速平稳

从需求端看，“双十一”带动，消费涨幅扩大，11 月份，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，增幅较 10 月份扩大 0.8 个百分点；11 月份并未出台实质性的投资刺激政策，同时经济形势也并未见到显著的企稳迹象，因此当前投资增速也是继续低位前行，1-11 月份，全国固定资产投资同比增长 5.2%，增速与 1-10 月份持平；外需偏弱、对美出口降幅扩大拖累出口增速按照美元计算，11 月份出口额同比下跌 1.1%，较 10 月的跌幅扩大 0.2 个百分点，数据低于预期。内需回暖，进口增速翻正超预期，按照美元计算，11 月份进口额同比增长 0.3%，自今年 5 月以来首次由负转正，进口增速超预期回升。

从供给端看，暖冬效应叠加逆周期政策，工业增加值同比增速回升，11 月规模以上工业增加值同比增速 6.2%，高于市场预期 1 个百分点，较 10 月大幅加快 1.5 个百分点；1-11 月规模以上工业增加值累计增长 5.6%，增速持平 1-10 月。此外，在价格方面，11 月份，CPI 同比增长 4.5%，涨幅较 10 月份扩大 0.7 个百分点，这主要来自于猪肉、鲜菜价格波动的贡献。在货币金融方面，企业贷款拉升信贷规模，信贷增速平稳，11 月人民币贷款增加 1.39 万亿元，增幅扩大，同比多增 1387 亿元，环比多增 7287 亿元；信贷回升支撑社融增速，11 月份社会融资规模增量为 1.75 万亿元，比去年 11 月份多 1505 亿元；财政支出力度减小，年末债券发行速度放缓，对 M2 同比增速回落具有拉低作用，11 月末，广义货币(M2)余额 196.14 万亿元，同比增长 8.2%。

**暖冬效应叠加逆周期政策，工业增加值同比增速回升**



11月规模以上工业增加值同比增速6.2%，高于市场预期1个百分点，较10月大幅加快1.5个百分点；1-11月规模以上工业增加值累计增长5.6%，增速持平1-10月。其中，从三大门类来看，11月份，采矿业增加值同比增长5.7%，较10月加快1.8个百分点；制造业增加值同比增长6.3%，较10月加快1.7个百分点；电力、燃气及水的生产和供应业同比增长6.7%，较10月加快0.1个百分点。可见，采矿业和制造业同比增速的加快是推升11月整体工业增加值的主因。这一方面受今年暖冬效应的影响，多地开工活动实际好于去年同期，工业生产资料得到改善，从而拉升采矿业和制造业工业增加值同比增速；另一方面今年以来工业增加值同比增速具有显著的季初走弱、季中季末拉升的统计规律。此外，为实现今年的经济增长目标，逆周期政策也将保证第四季度经济增长运行在官方合理区间。



图 1：工业增加值当月同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

### 消费：“双十一”带动，消费涨幅扩大

11月份，社会消费品零售总额同比增长8.0%，增幅较10月份扩大0.8个百分点。其中，剔除汽车消费以外的消费品零售额同比增长9.1%，增幅较10月份扩大0.8个百分点。本月消费额增速的扩张主要来自于限额以上单位商品零售额增速的扩张，11月份限额以上单位商品零售额同比4.2%，涨幅较10月份扩张3.3个百分点。



从具体分项来看,11月份大多数限额以上单位商品零售额同比增速较10月份有所上调。例如,服装鞋帽、针纺织品类消费额就由10月份的同比下降转变为11月份的同比正增长,10、11月服装鞋帽、针纺织品类消费额分别同比增长-0.8%、4.6%。再比如,11月份化妆品类、日用品类、家用电器和音像器材类、家具类的消费额同比增速分别较10月份扩大10.6、5.5、9.0、4.7个百分点。受“双十一”打折促销带动11月份整体消费额增速上涨,但这并不具备实际意义。“双十一”打折促销刺激了短期消费上涨的同时也挤占了下期的消费份额。结合当前国内外经济形势来看,经济下行风险犹存,消费额增速并不具备持续上涨的基础。

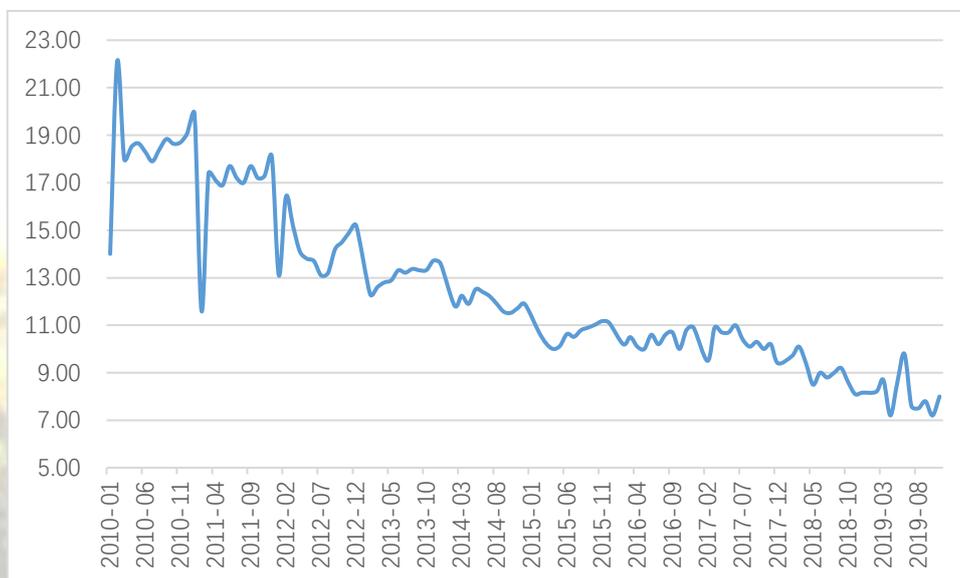


图 2: 社会消费品零售总额同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

### 投资: 政策稳定连贯, 投资增速继续低位前行

1-11月份,全国固定资产投资同比增长5.2%,增速与1-10月份持平。其中,第二产业投资同比增长2.4%,涨幅较1-10月扩大0.1个百分点;第三产业投资同比增长6.7%,涨幅较1-10月收窄0.1个百分点。这一升一降使得1-11月份全国固定资产投资增速与1-10月份持平。分领域来看,房地产开发投资仍然是当前全部投资的主要支撑,1-11月份房地产开发投资同比增长10.2%,影响全国固定资产投资上涨2.3个百分点左右。另外,高技术产业投资继续向好,1-11月份高技术产业投资同比增长14.1%,高于全部投资增速8.9个百分点。其中,高技术制造业投资增速已经连续6个月上涨。



2000年至2015年期间,我国的固定资产投资增速都是保持在“两位数”的增长区间内,到了2016年首次降到“一位数”。2016年全国固定资产投资同比增长8.1%,到了2018年降到5.9%。可见,2019年1-11月份全国固定资产投资同比增长5.2%,投资增速仍在底部徘徊。近期并未出台实质性的投资刺激政策,同时经济形势也并未见到显著的企稳迹象,因此当前投资增速也或将继续低位前行。

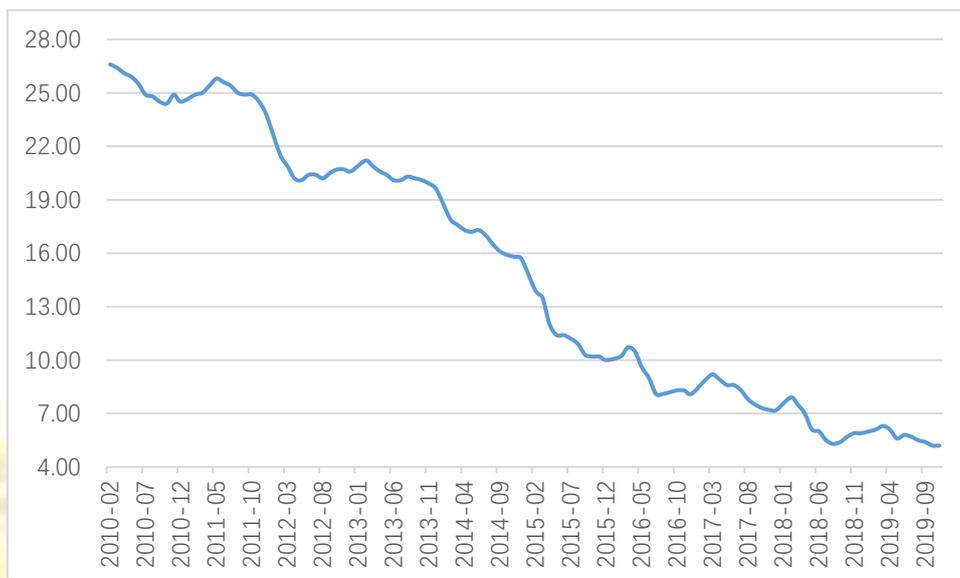


图3: 固定资产投资完成额累计同比增长 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

### 外需偏弱、对美出口降幅扩大拖累出口增速

按照美元计算,11月份出口额同比下跌1.1%,较10月的跌幅扩大0.2个百分点,数据低于预期。主要原因如下,第一,中美贸易谈判不确定性提高,对美出口增速降幅扩大。受中美贸易谈判影响,对美出口降幅扩大拖累出口增速,11月份对美出口同比下跌23%,较10月降幅扩大6.8个百分点。第二,全球制造业PMI有所改善,但仍处于收缩区间,主要经济体制造业虽有企稳但仍然低迷,外部需求依旧疲弱。11月摩根大通全球制造业PMI为50.3,较10月份有所改善,美欧11月PMI走势出现背离,美国ISM制造业PMI 48.1,低于预期,欧元区Markit制造业PMI为46.9,好于预期,但仍处于荣枯线以下。第三,高基数效应。2018年11月份出口同比增速处于中高速水平,制约11月份出口增速。



分国别来看，对主要经济体出口增速出现分化，对美国、欧盟出口受挫，但对新兴国家延续改善趋势。11 月份中国对美国、欧盟出口增速进一步下滑，对欧盟和美国单月出口额分别下跌 3.8%、23%，较上月跌幅分别扩大 0.8 个、7 个百分点，累计同比也继续下降。相比之下，对新兴市场国家的出口增速均有显著回升。11 月份中国对东盟、俄罗斯出口同比上涨 18.0%、8.5%，较 10 月增幅分别扩大 2.3 个、1.4 个百分点。中国对印度出口同比下跌 3.8%，较 10 月份跌幅缩小 6.3 个百分点。

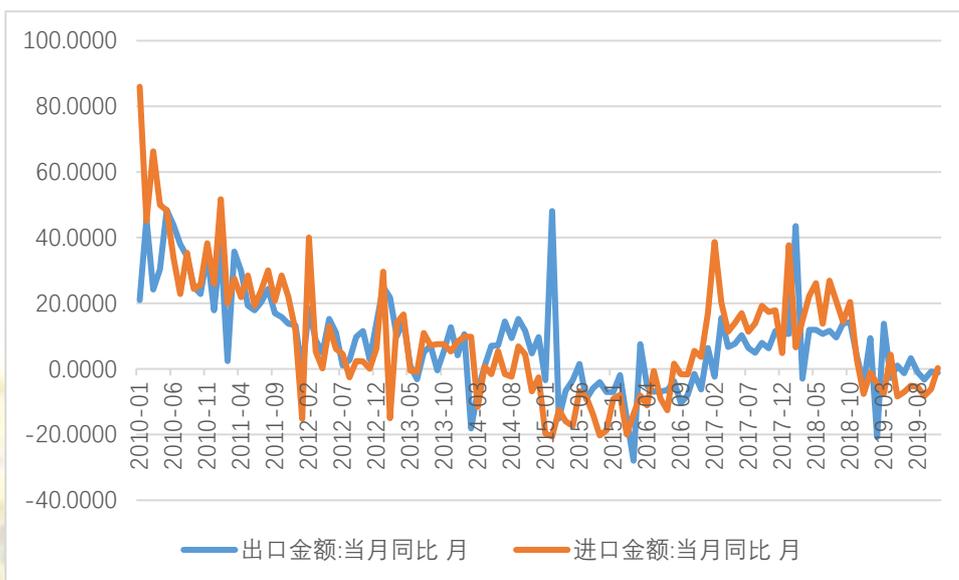


图 4： 进出口额增速：当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

### 内需回暖，进口增速转正超预期

按照美元计算，11 月份进口额同比增长 0.3%，自今年 5 月以来首次由负转正，进口增速超预期回升。中国 11 月官方制造业 PMI 为 50.2，近 7 个月来首度返回枯荣分界线上，同时 11 月财新中国制造业 PMI 为 51.8，较 10 月微升 0.1 个百分点，连续五个月回升，为 2017 年以来最高，反映国内需求有所回升；支持进口政策逐步发力。10 月 23 日国务院常务会议提出加大适应国内需求的农产品、日用消费品和设备、零部件等进口，11 月农产品进口大幅提升，谷物与大豆的进口数量分别大幅增长 86.43%、53.87%。两方面因素有力的支撑进口同比增速回升。

在重点商品中，从进口数量上来看，谷物与大豆的进口数量分别大幅增长 86.43%、53.87%，较上月分别提高 41 个、63 个百分点，进口数量显著提升；大宗商品中，原油进口量同比上



升 6.69%，较 10 月增幅缩小 4.8 个百分点；与之相比，铁矿石、铜进口量同比分别上升 5.1%、5%，较 10 月份增幅扩大 0.1 个、2.6 个百分点。

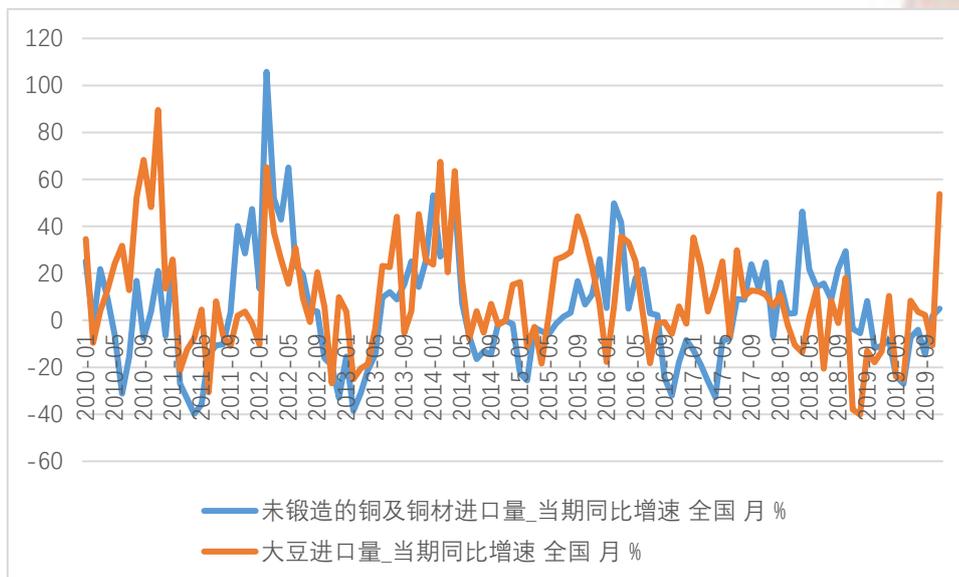


图 5： 铜、大豆进口量增速：当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

### 贸易顺差收窄

按照美元计算，11 月份贸易差额 387.3 亿美元，低于去年同期 418.6 美元，较 10 月减少 38.1 亿美元，主要是由于进口增速超预期回暖。对于未来外贸形势，仍需关注全球经济前景以及中美贸易谈判进展。



### 猪肉、鲜菜推升 CPI 同比涨幅扩大

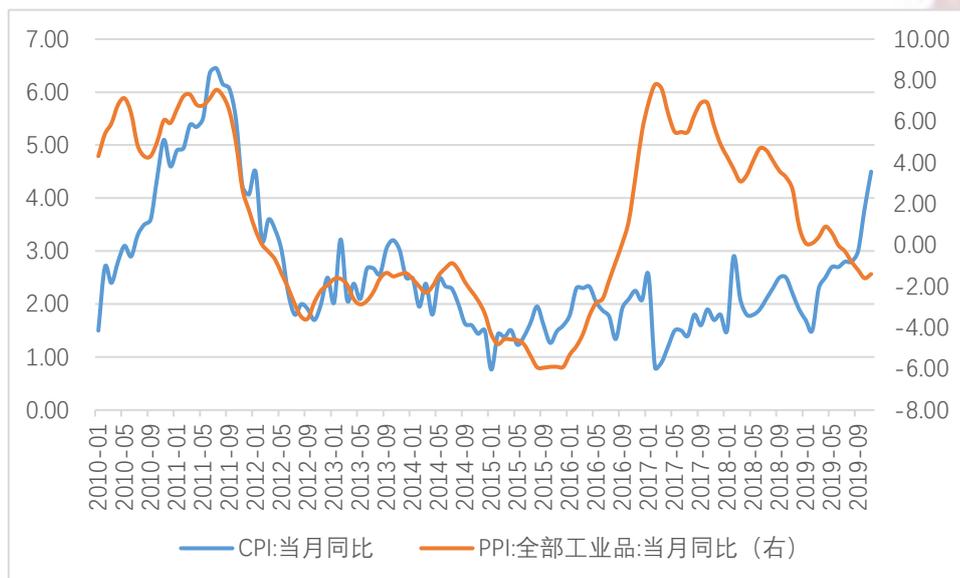


图 6: CPI、PPI 同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

11 月份, CPI 同比增长 4.5%, 涨幅较 10 月份扩大 0.7 个百分点, 这主要来自于猪肉、鲜菜价格波动的贡献。一方面, 11 月份猪肉价格同比增长 110.2%, 涨幅较 10 月份继续扩大; 另一方面, 受季节因素和低基数效应的影响, 11 月份鲜菜价格同比涨幅扩大 14.1 个百分点, 也是推动 CPI 同比涨幅扩大的主要因素之一。

为什么 11 月份猪肉价格明明是下降的, 而官方公布的 11 月份猪肉价格却是环比上升的呢? 这是因为 11 月份猪肉价格降幅较小, 导致 11 月份猪肉的环比平均价格仍然高于 10 月份的。我们根据中国畜牧业信息网公布的猪肉价格计算得到, 10 月份猪肉平均价格为 48 元/千克, 11 月份猪肉平均价格为 51 元/千克, 11 月份猪肉价格环比增长 7% 左右。虽然因为统计口径不同, 计算得到的 11 月份猪肉价格环比增速与官方公布的 (3.8%) 略有不同, 但仍

就能反映出近期的猪肉价格走势

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\\_8249](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8249)

