

短期生产可能反弹，经济下行压力仍然较大

宏观经济 11 月动态报告

核心内容：

1、美国降息暂停

美国继续降息可能要等到明年 2 季度后，短期美国经济稳定。美国降息暂停虽然不利美元，但欧洲和日本的宽松仍然有利资金流入。

2、我国经济仍然疲软，短期生产可能有所恢复

生产受到季节性干扰，受订单和库存驱动，未来生产会有所恢复，预计好于 3 季度。需求方面，汽车消费仍在下滑，预计本年度社会消费增速保持在 8% 左右，明年降至 7% 左右。政府投资受到债务制约，对基建的拉动可能有限，预计基建投资在 5% 左右，房地产投资仍然缓慢下滑，固定资产投资回落至 5%。外需方面，人民币贬值稳定了出口，美国经济稳定利好全球经济，明年出口预计增速 -0.2% 左右。生产和需求可能在 4 季度暂时稳定，但明年经济下行压力仍然较大。如果政策需要保持 6% 的经济增速，那么房地产在明年可能会有所放松，货币政策会更加积极，如果无视 6%，那么货币政策可能仍如今年保持不温不火的状态。

3、补库存带来的增长可能不如预期

短期来看，工业产成品库存持续下滑，已经至低位，短期工业生产可能反弹，但整体需求并没有企稳。工业产成品库存回升可能也只是暂时，短暂反弹后可能低位徘徊，制造业的好转仍然需要等待。

4、CPI：最艰难的时期已过

CPI 由猪肉价格上行带动，10 月末 11 月初猪肉价格到达顶点后，猪肉消费量大幅下行，价格回落，春节前仍然有猪肉冲击，但最高点已过。预计 11 月份 CPI 约为 3.6% 左右，猪肉价格到达天花板区域后，CPI 走低的曙光已现。

5、政策：突出基建，明年利率继续下行

财政政策仍然会继续发力，国务院和财政部先后下发文件保证明年基建投资。货币政策方面，央行仍然强调防风险，央行发布《2020 年度经济金融展望报告》中强调 6% 的增长速度是工作重点。11 月份，央行最常用的 3 项政策工具利率均有下调。未来我们预计央行仍然会稳步下调利率，但其幅度可能会较为有限。

6、汇率：未来仍然贬值

我国出口仍然需要汇率给予支撑；其次，中美贸易之间仍然充满不确定性；再次，在利率政策使用谨慎的时刻，汇率可能更为自由。预计未来汇率仍然会贬值。

7、投资：科技股仍会有所表现

我国经济可能在 2020 年继续下滑，结构调整继续。随着经济下滑，央行仍然会选择宽货币，债券市场利率水平仍然有望下滑。

在经济结构转型阶段，央行的宽松都很难到达实体经济，央行货币超发最可能抬升金融产品价格，即推升房地产和资本市场定价。在此种情况下，传统产业类仍然以个股为主，产业集聚正在进行，传统行业龙头股表现优于行业其他公司。新兴行业的景气度上行，科技行业可能表现更好。

主要风险：中美贸易摩擦不可控的风险、香港带来金融动荡的风险、货币政策过于谨慎的风险

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515030003

周世一

☎：(8610) 6656 8471

✉：zhoushiyi@chinastock.com.cn

执业证书编号：S013051107000403

张宸

☎：(8610) 8357 1342

✉：zhangchen_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517120001

特别感谢：

余逸霖

☎：(8610) 66561871

✉：yuyilin_yj@chinastock.com.cn

目录

一、经济继续下行，短期生产可能反弹.....	3
(一) 补库存带来的增长可能低于预期.....	3
(二) CPI：曙光已现.....	4
(三) 政策：突出基建，利率继续下行.....	4
(四) 汇率：未来仍然贬值.....	5
(五) 投资：科技股表现会更好.....	6
二、国际经济观察.....	6
(一) 美国：通胀影响美联储继续降息.....	6
(二) 欧元区：经济前景疲弱，通缩压力较大.....	8
(三) 日元区：未来经济仍然收缩.....	10
(四) 韩国：出口继续回落.....	11
(五) 澳大利亚：经济缓慢恢复.....	12
三、国内经济：生产短期回弹，未来需看货币走势.....	13
(一) 库存低位，未来补库存生产可期.....	13
(二) 生产陷入低谷：受到出口拖累.....	14
(三) 需求端：仍然较为疲软.....	15
1、消费：汽车影响消费增速，未来消费趋稳.....	16
2、投资：基建意外走低，稳增长政策仍需发力.....	17
3、进出口：4 季度出口和进口走势可能相反，出口有所下行.....	19
(四) 通胀：CPI 短时上行，PPI 可能回升.....	21
1、CPI：猪肉价格天花板已现，年末迎高点.....	21
2、PPI：翘尾依然影响 PPI，下月 PPI 可能反转.....	22
(五) 工业利润：利润增速可能小幅反弹，但中期下行仍未结束.....	23
四、金融：季节性因素影响信贷，实体经济仍然疲弱.....	25
五、国内外主要风险.....	26

一、经济继续下行，短期生产可能反弹

最新的经济数据显示我国需求仍然较为疲软，受到季节性影响信贷偏弱，同时工业企业利润进一步下滑。但短期来看工业生产中有补库存需求，生产可能会小幅反弹。猪肉价格顶部区域已现，CPI 上行幅度已经较为明确，明年 2 月份确定下行。PPI 可能会有小幅反弹，持续时间约 3 个月。

10 月份的需求和生产均较为疲弱，尤其是基建投资走低，国务院和财政部在 11 月份连续颁发政策支持基建行业，但也要注意，财政的力度较为有限，只能保证基建的稳定运行。从经济运行来看，居民杠杆率已经超过 60%，对居民消费产生了挤出效应，整体居民消费明年仍然处于下滑；外贸可能相对平稳，但中美贸易仍然充满变数；投资中基建投资抬升显得更为困难，基建项目已经占用较多的新增信贷，我们预计为了保持经济增速，对房地产的放松可能会在 2020 年看到。

我国仍然处于经济结构调整阶段，经济结构调整 1-2 年可能很难看到成效，是一个长期的过程，在此期间我国依靠货币政策腾挪空间。

（一）补库存带来的增长可能低于预期

GDP 增长在 3 季度下滑至 6%，但是从政府到资本市场并未引起恐慌，市场已经接受了中国经济下滑的事实。2020 年来看，GDP 增速可能面临持续下滑的状态，主要是因为：（1）人均可支配收入持续下滑，消费增速也处于自然下滑状态；（2）房地产投资可能也处于持续回落的状态。但从短期来看，工业产成品库存持续下滑，已经至低位，短期工业生产可能反弹。

从需求来看，外贸可能处于平稳的状态，消费继续自然走低，投资仍然小幅回落，整体需求并没有企稳。预计 PPI 有一个小幅的回升，好转需要等到 2020 年下半年。这样看来，工业产成品库存回升可能也只是暂时，短暂反弹后可能低位徘徊，制造业的好转仍然需要等待。

图 1：工业企业产成品库存持续回落（%） 图 2：可支配收入增速持续下滑（%）



资料来源：Wind 中国银河证券研究院



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

我国经济已经进入转型阶段，这个阶段在没有实质看到各项政策有所转变之前，可能就是处于缓慢下行。如果不发生危机，那么经济会自然下行至新的平衡点。需要注意的是，基建投资可能在房地产投资稳定后再次走弱，这是未来我国经济的又一不确定因素。

在经济政策和各种发展动力不变的情况下，整个社会的收益率水平可能处于不断下行的状态，而能有超额收益得行业现阶段看最有可能来自科技行业。

(二) CPI：曙光已现

10 月份通胀水平达到 3.8%，猪肉价格连续 3 个月快速上行，10 月份猪肉价格上行达到 20.1%。对猪肉的供给和涨价在上期已经分析的较为透彻，11 月份情况有所变化。

11 月份我国加大从各国进口肉类数量，同时经过 3 季度一系列的政策组合，11 月份我国母猪存栏量有所平稳。11 月份商务部价格跟踪显示，猪肉价格下行 16%回到 10 月初价格水平，10 月份母猪存栏也有所回升。10 月末 11 月初猪肉价格到达顶点后，猪肉消费量大幅下行，屠宰场屠宰量也到达低点。我们认为年前猪肉价格仍然会再次上行，并且猪肉补栏短期很难回升，可能明年上半年猪肉价格仍在高位徘徊，但再次大幅上行的可能性较小。

由此预计 11 月份 CPI 约为 3.6%左右，2020 年春节错配不会超过 CPI 不会超过 5%，并且 2 月份会大幅回落至 2.6%。可以说，猪肉价格到达天花板区域后，CPI 走低的曙光已现。

图 3：猪肉价格下行 (%)



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

图 4：母猪存栏稍有回升 (%)



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

(三) 政策：突出基建，利率继续下行

财政政策仍然会继续发力，但可能力度不如预期。10 月份基建投资以外下滑，我们认为与 10 月份地方政府专项债额度下发完成有关。11 月 13 日，国务院常务会议将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降低至 20%，同时基础设施项目可通过发行权益债、股权类金融工具筹措不超过 50%的资本金。这次会议对基建项目资金筹措更加放开，对基建项目加杠杆的支持。这是为了保证 2020 年基建建设资金的充足到位而采取的政策。11 月 27 日，财政部下达了 2020 年部分新增专项债务 1 万亿，占 2019 年新增专项债 2.15 万亿的 47%。可以得到看出，明年基建增速仍然可以得到保障，“六稳”措施暂时主要集中于基建行业。

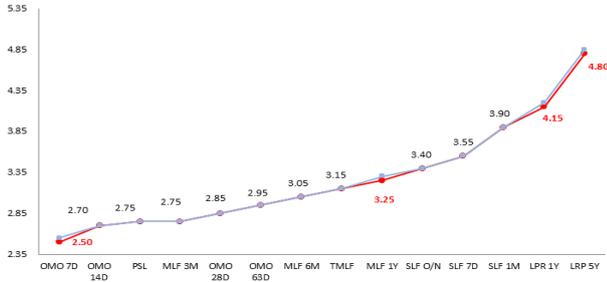
但同时也要注意央行着力强调防风险，尤其是地方政府平台公司金融风险，2019 年上半年上市银行数据显示，至少 50%的新增贷款流向了基建项目，而基建项目的投资回报率较差，这是未来银行的风险点。

货币政策方面，央行仍然强调防风险，但 11 月 28 日央行发布《2020 年度经济金融展望报告》中强调了增长仍然是核心，6%的增长速度是工作重点。而在之前几天发布的《2019 年中国金融稳定报告》中央行着重讲述了 2019 年在防风险领域做出的成绩，稳定了宏观杠杆率。这样看来，居民部门和企业部门的杠杆率都已经到达高点，财政政策空间有限，未来央行所有的腾挪空间可能只在价格上。

11 月份，央行继续降低利率，LPR 在 11 月份下行 5BP，保持了其 8、9 月份的势头，1 年期 LPR 价格为 4.15%。同时，继 MLF 下调利率外，公开市场操作也下调 5BP，央行最常用的 3

项政策利率均有下调。央行下调利率的幅度较为克制，这与通胀仍在高位有关，同时结构转型阶段，利率的快速下调更有利于金融市场。未来我们预计央行仍然会稳步下调利率，但其幅度可能会较为有限。

图 5：政策利率稍有下行 (%)



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

(四) 汇率：未来仍然贬值

近两年人民币汇率与美元的相关程度下降，人民币并未完全随美元变动而变动，更多的是在走自身的逻辑。央行行长易纲表示人民币汇率是有弹性的，市场对人民币汇率波动无需过度解读。

我们认为人民币汇率波动可能在未来仍然较深，2020 年人民币仍然会回到 7.2 一线的水平上。首先，我国出口仍然需要汇率给予支撑；其次，中美贸易之间仍然充满不确定性；再次，在利率政策使用谨慎的时刻，汇率可能更为自由。前期人民币汇率对美元贬值并未引起资金不正常流动，我国外汇储备变动程度不大，这给了人民币继续波动的信心。

图 6：人民币对美元汇率有所上行 (%)



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

(五) 投资：科技股表现会更好

我国经济可能在 2020 年继续下滑，结构调整继续。随着经济下滑，央行仍然会选择宽货币，债券市场利率水平仍然有望下滑。

在经济结构转型阶段，央行的宽松都很难到达实体经济，央行货币超发最可能抬升金融产品价格，即推升房地产和资本市场定价。在此种情况下，传统产业类仍然以个股为主，产业集聚正在进行，传统行业龙头股表现优于行业其他公司。新兴行业的景气度上行，科技行业可能表现更好。

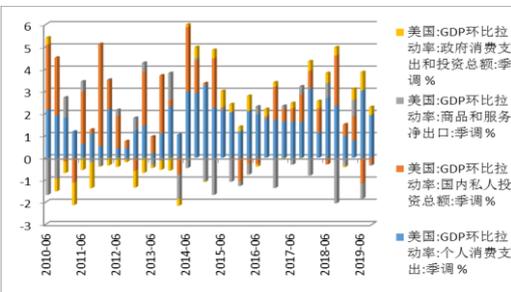
二、 国际经济观察

(一) 美国：通胀影响美联储继续降息

美联储 21 日公布的 10 月 29-30 日公开市场会议纪要显示，委员们认为在美国负利率不会是有用的政策工具。10 月份的会议上美联储降息 25 个基点，并暗示在官员看到经济前景“实质性”改变之前，利率将维持不变。会议纪要显示，几位与会者表示，委员会应通过进一步的沟通来强化其声明，表明“除非收到的信息与经济活动的步伐明显放缓相一致，否则在短期内不太可能再次降息”。美联储会议纪要表明，美联储内部对负利率不感兴趣，对美国经济有信心，同时密切关注通胀水平，而对于美国总统的提议，则不怎么重视。

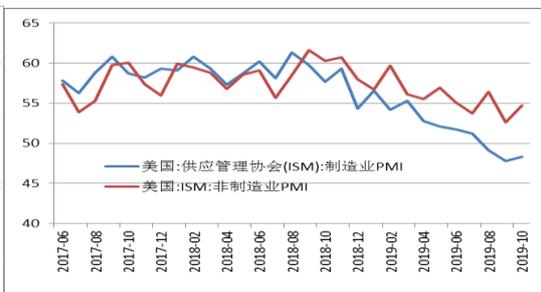
经济数据方面，美国第三季度实际 GDP 年化季环比初值升 1.9%，好于预期的预期 1.6%，但较二季度的 2% 明显下滑。最新公布的一系列 PMI、订单、零售、进出口显示，四季度美国经济会继续减速。而同时，PPI 创近 6 个月来的新高，CPI 环比 0.4% 同比 1.8%，维持稳定增长，通胀压力明显上升，支持了美联储上个月底降息后，表示不再降息的决策。就当前美国经济动力分析，内需，特别是消费仍是美国经济的主要动力，投资与进出口均不佳。不过，居民的债务负担已经上升到历史最高，虽然股市连创新高，支持居民实际收入增长，但房价不再上升会抑制消费者进一步加杠杆的能力。美国经济四季度继续减速。

图 7：美国 GDP 增速 (%)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 8：美国制造业 PMI (%)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

美国 10 月 ISM 制造业 PMI 指数为 48.3，低于预期的 49，但从过去连续 4 个月下降后反弹。其中分项，美国 9 月 ISM 制造业就业指数实际公布 47.70，前值 46.3。18 个行业中有 12 个行

业在 10 月陷入了萎缩。ISM 预期，客户需求下降，第四季度将非常疲软，明年第一季度将不会有太大缓解。

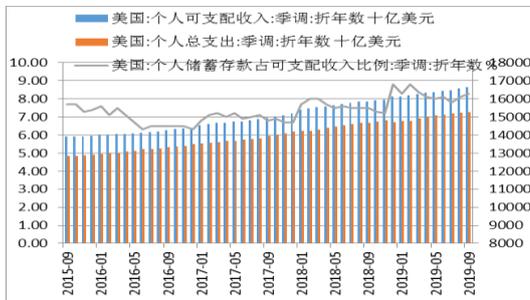
因就业、订单和企业活动等指数改善，10 月份美国服务业增长优于预期。这表明占美国经济总量 90% 的服务业稳定中温和增长。ISM 的 10 月份非制造业企业活动指数从 9 月份的 55.2 升至 57。该指数相当于制造业的生产指数。读数高于 50 表示扩张。因公司继续扩招人手，ISM 美国非制造业 10 月份的就业指数从 9 月份的五年低点升至 53.7。10 月份就业指数回升与上周乐观的就业报告相吻合。就业报告显示，尽管有特殊因素造成非农就业总人数减少逾 6 万人，但 10 月份美国非农就业人数仍增加 12.8 万人。

消费方面，居民收入稳定增长，但支出水平较低。尽管第三季度个人支出 2.9% 的折合成年率增幅高于预期水平，但比起前三个月的 4.6% 已经有所放缓。美国 9 月个人支出环比升 0.2%，个人收入环比升 0.3%，10 月，居民实际收入上升幅度下降到 0.1%，消费内需的基础继续放缓。

第三季度整体消费信贷年化增长 4.9%，为 2018 年四季度以来最大增幅。循环信贷年化增速从第二季度的 5.2% 降至 2.2%，非循环信贷年化增速升至 5.9% 的一年来最快水平。买和医疗保健上的花销增加。消费者支出受到近 50 年来最低失业率的带动，

因为居民借款上升，美国家庭第三季度新增债务 920 亿美元，主要是抵押贷款增加，整体债务水平再创新高，接近 14 万亿美元。抵押贷款债务增加了 310 亿美元，达到 9.44 万亿美元。汽车、信用卡和学生贷款债务余额也有所增加。

图 9：美国个人可支配收入上行 (%)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 10：美国地产上行 (%)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

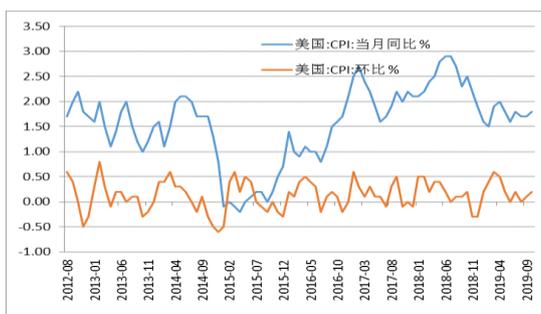
美国 10 月新屋开工总数年化为 131.4 万户，预期 132 万户，前值 125.6 万户；环比升 3.8%，预期升 5.1%，前值降 9.4%；营建许可总数为 146.1 万户，预期 138.5 万户，前值 139.1 万户；环比升 5.0%，预期降 0.4%，前值降 2.4%。美国 10 月成屋销售总数年化 538 万户，预期 547 万户，前值由 546 万户修正为 536 万户。由于抵押贷款利率下降和待售房产短缺，10 月份房屋销售增幅超过预期，且房价以两年多来的最快速度上涨。美联储今年以来连续三次降息，降低了抵押贷款利率，提振房地产市场。不过其他因素仍在打压楼市，包括长期缺乏待售房产，这推高了房价导致许多买家离场观望。10 月营建许可总数录得十二年来新高。美国新增住宅房屋建设持续温和走高，说明受到低抵押贷款利率的影响，也表明需求稳定和房地产业者信心的提升。

美国劳工部周四公布截至 11 月 16 日的一周，首次申请失业救济金人数持平于 22.7 万人，之前一周的数据经过修正后增加了 2000 人。四周平均值增加至 22.1 万人，也是 6 月以来

的最高水平。截至11月9日当周的持续申请失业救济人数增加3000人，至169.5万人，是8月中旬以来的最高水平。虽然首次申请失业救济人数仍接近历史最低水平，但与去年同期相比略有上升。最新报告也可能比平时受到更多关注，因为该周包括每月的12号，正是劳工部11月就业报告的参考期。11月非农就业报告将于12月初发布。

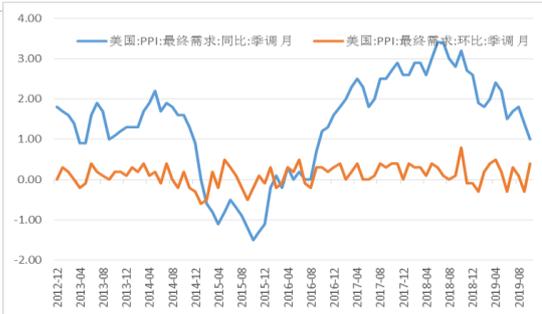
通胀方面，美国10月季调后CPI环比升0.4%，预期升0.3%，前值持平。美国10月末季调CPI同比升1.8%，预期升1.7%，前值升1.7%。美国10月季调后核心CPI环比升0.2%，预期升0.2%，前值升0.1%。美国10月末季调核心CPI同比升2.3%，预期升2.4%，前值升2.4%。因商品和服务价格上升，美国10月PPI月率录得6个月以来最大涨幅，美国10月PPI同比1.1%，预期0.9%，前值1.4%。美国10月PPI环比0.4%，前值-0.3%。美国10月核心PPI同比1.6%，预期1.5%，前值2%。美国10月核心PPI环比0.3%，预期0.2%，前值-0.3%。因PPI、CPI环比同比均出现明显上升，美联储上月底在决定年内的第三次降息后，声明不再降息，除非通胀超过目标，亦不会加息。

图 11: 美国 CPI 上行 (%)



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

图 12: 美国 PPI 上行 (%)



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

(二) 欧元区: 经济前景疲弱, 通缩压力较大

本月1日, 欧洲央行前行长德拉吉卸任, 前IMF总裁拉加德接任。拉加德11月22日在法兰克福发表讲话, 公开呼吁政府提高投资, 以降低货币政策的压力。拉加德称, 不确定性“被证明是比预期更具持续性”, 这影响了欧元区经济。近几十年全球化以来贸易的增长已经“不

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_8441



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>