

12 月：有望初步确认经济阶段性企稳

证券研究报告
2019 年 12 月 05 日

作者

9-10 月经济数据再次出现季末反弹、季初回落的特征，但透过数据波动的表象，经济基本面阶段性企稳的迹象已经显露。

11 月，预计工业增加值较 10 月小幅改善，投资走平、消费反弹、进出口回升转正，商品房销售小幅回落；CPI 进一步攀升，PPI 止跌反弹，工业库存周期进入被动去库阶段；金融数据可能好于预期，社融增速持平或略升高。预计 4 季度 GDP 出现企稳走平或下行明显放缓，明年 1 季度呈现弱复苏。

市场方面，短期真空期叠加资金偏紧，市场仍然中枢震荡为主，主要是低估值高弹性早周期的结构性机会。12 月 6 日和 14 日将有两笔 MLF 到期，利率能否再降将是重要的观察点。专项债提前下达落地基本打破财政真空期，但经济数据的真空期尚未打破，中美谈判仍在真空期中。经济阶段性企稳和中美第一阶段协议的概率较高，但短期需要等待。

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 联系人
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

风险提示：中美贸易摩擦再升级；经济金融数据不及预期



表 1：11 月主要经济金融数据预测

同比增速 %	2019.Q1	2019.Q2	2019.Q3	2019.10	2019.11(E)	WIND 预期
工业增加值 (当月/季)	6.5	5.6	5.0	4.7	5.2	5.1
固定资产投资 (累计)	6.3	5.8	5.4	5.2	5.2	5.2
制造业投资	4.6	3	2.5	2.6	2.7	
基建投资 (全口径)	3.8	3.4	3.8	3.8	3.7	
房地产开发投资	11.8	10.9	10.5	10.3	10.1	
社消零售总额 (当月/季)	8.3	8.5	7.6	7.2	7.9	7.9
出口 (当月/季, 美元)	1.3	-1	-0.4	-0.9	2.0	0.9
进口 (当月/季, 美元)	-4.6	-4.1	-6.5	-6.5	2.5	-1.6
CPI (当月/季)	1.8	2.6	2.9	3.8	4.3	4.3
PPI (当月/季)	0.2	0.5	-0.8	-1.6	-1.4	-1.3
工业企业利润 (累计)	-3.3	-2.4	-2.1	-2.9	-2.6	
新增信贷 (社融口径, 万亿)					1.3-1.35	1.25
新增社融 (万亿)					1.65-1.7	1.57
社会融资规模存量同比	10.7	11	10.8	10.7	10.7-10.8	
M1	4.6	4.4	3.4	3.3	3.5	
M2	8.6	8.5	8.4	8.4	8.4	8.5

资料来源：WIND，天风证券研究所

9-10 月经济数据再次出现季末反弹、季初回落的特征，但好于 7-8 月，透过数据波动的表象，经济基本面阶段性企稳的迹象已经显露，11 月官方 PMI 时隔 7 个月重回扩张区间，财新 PMI 已经连续 5 个月回升。从结构来看，中下游行业景气度整体见底，部分行业景气度已经触底回升；高技术产业持续高速扩张，占比逐渐提高；上游行业景气度仍在下行阶段，但受益于房地产施工强度较高和基建投资预期改善，下行斜率比较缓和；外贸部门受全球经济走弱和中美贸易摩擦影响，仍然存在较大不确定性，但去年底的低基数对同比数据形成支撑。

11 月，预计工业增加值较 10 月小幅改善，投资走平、消费反弹、进出口回升转正，商品房销售小幅回落；CPI 进一步攀升，PPI 止跌反弹，工业库存周期进入被动去库阶段；金融数据可能好于预期，社融增速持平或略升高。预计 4 季度 GDP 出现企稳走平或下行明显放缓（6.0 左右），明年 1 季度呈现弱复苏（6.0-6.1）。

市场方面，短期真空期叠加资金偏紧，市场仍然中枢震荡为主，主要是低估值高弹性早周期（金融地产、基建、地产竣工）的结构性机会。继 11 月 5 日 MLF 降息 5bp 后，12 月 6 日和 14 日将有两笔 MLF 到期，利率能否再降将是重要的观察点。专项债提前下达落地基本打破财政真空期，但经济数据的真空期尚未打破（9-10 月波动大，多空相互不能说服，等待数据连续验证），中美谈判仍在真空期中。经济阶段性企稳和中美第一阶段协议的概率较高，但短期需要等待。

具体来看：

1. 金融数据：预计好于去年同期

居民端，10-11 月商品房销售情况尚可，预计新增居民中长期贷款继续维持 4000 亿以上，叠加“双十一”提振短期消费类贷款，预计居民新增贷款在 6500 亿左右。

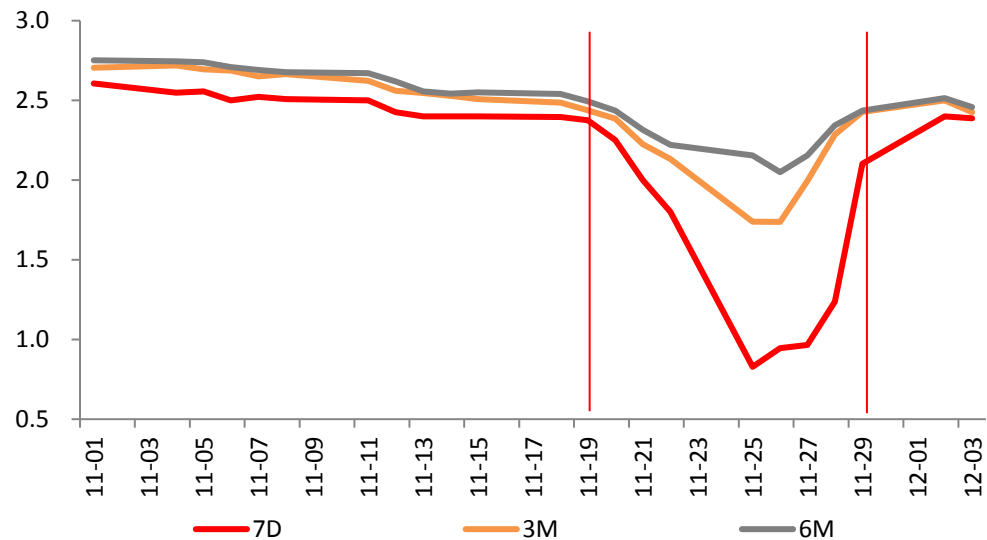
企业端中长期，10 月以来没有新增专项债发行，城投债净融资较去年同期偏低，叠加房企融资政策持续偏紧，基建和地产的新增需求可能一般，但城投平台的表外非标置换回表形成支撑，预计企业中长期贷款新增 3500-4000 亿。

企业端短期，央行 11 月 19 日召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，提出“要继续强化逆周期调节，增强信贷对实体经济的支持力度”，随即票据直贴利率和国股银票转贴现利率大幅下跌，可能与银行鼓励票据贴现、买入贴现票据达成信贷冲量目标有关，因此预计

11 月票据融资较多。但当前针对票据套利的监管趋紧，新开票据数量难有类似年初时的大规模增长，因此票据冲量后未贴现票据减少，对社融的影响偏中性。

综上，预计 11 月新增信贷（社融口径）1.30-1.35 万亿，高于去年同期。

图 1：11 月票交所国股银票转贴现利率走势（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

表外方面，本月集合信托发行规模一般、到期量增多，预计信托贷款降幅环比扩大，叠加委托贷款和未贴现票据继续负增长，预计表外净融资-1700 亿。另外，非金融企业债券净融资 3500 亿，专项债净融资-100 亿，**预计 11 月新增社融 1.65-1.70 万亿，对应存量社融增速 10.7%-10.8%，持平或略高于 10 月，好于 WIND 一致预期。**

2. 工业生产：大概率改善

11 月发电耗煤增速 16.3%，略低于 10 月的 19.3%，结合 11 月 PMI 生产指数大幅回升 1.8 至 52.6，当 PMI 生产指数和发电耗煤方向一致时，工业增加值增速大概率同向变化。**预计 11 月工业增加值增速 5.2%（前值 4.7%）。**

3. 固定资产投资：基本持平，基建地产小幅回落，制造小幅回升

11 月全国高炉开工率 65.3%，环比 10 月回升 3.4%，生产有所恢复，主要钢材品种库存加速去化，螺纹钢消费好于热卷，建筑业景气度依然较高，制造业整体仍在底部震荡。

在高技术制造业的支撑下，制造业投资进一步下行的空间十分有限，3 季度 5000 户工业企业景气度扩散指数（资金周转情况）与 2 季度持平，**预计 11 月制造业投资增速 2.7%左右（前值 2.6%）。**

对于基建，9-11 月新增专项债发行量和城投债净融资明显低于去年同期，政金债发行量和财政支出力度也稍微偏弱，11 月央行 PSL 净投放仅 48 亿，资金来源制约下基建增速进一步反弹难度较大。但考虑到国内挖掘机销量增速平稳，**预计 11 月全口径基建投资增速小幅回落至 3.7%（前值 3.8%）。**

对于地产，施工强度仍在高位，并将持续至明年年初，建安投资增速还有回升空间；土地市场继续偏冷，土地购置费增速持续回落。**预计 11 月房地产开发投资增速 10.1%（前值 10.3%），固定资产投资增速 5.2%（前值 5.2%）。**

4. 房地产市场：房企高周转促销推盘，销售回落但短期仍有韧性

11 月 30 大中城市商品房成交面积同比-5.3%，较 9-10 月回落，其中主要是二线城市回落较多，一线城市改善（与深圳有关），三线城市基本持平。短期销售仍有韧性，但单凭高周转下优惠促销带来的边际改善，后续持续性一般。**预计 11 月商品房销售面积累计同比**

增长 0%左右（前值 0.1%）。

5. 消费：汽车降幅收窄、油价同比大幅回升、双 11

11 月乘联会厂家乘用车零售销量增速-3%（前值-6%），汽车消费增速有望小幅回升。油价同比从 10 月-26%大幅回升至-5.2%，石油及制品类消费增速大概率回升。10 月家电、化妆品、家具等消费品增速大幅回落，部分消费需求后置到“双 11”，此类消费 11 月增速应有改善。预计 11 月社零增速 7.9%（前值 7.2%）。

6. 进出口：预计均回升转正

出口方面，11 月出口集装箱运价指数触底反弹，出口货运景气度改善，PMI 新出口订单指数反弹 1.8。按照此前加征关税计划，12 月 15 日后将对中国 1600 亿美元输美商品加征 15% 关税，因此 11 月可能有抢出口情况，叠加去年同期基数较低，预计 11 月出口增速（美元计价）回升至 2%（前值-0.9%）。

进口方面，进口干散货船运价指数底部回升，进口货运景气度小幅改善，与 PMI 进口指数大幅反弹 2.9 一致。叠加基数较低，预计 11 月进口增速（美元计价）回升至 2.5%（前值-6.5%）。

7. 通胀：PPI 趋势反转，CPI 破 4

PPI 方面，11 月工业品价格走势较为分化，黑色金属和原油同、环比均改善，有色持平内部分化，煤炭同、环比继续回落但下半月后在低位企稳，化工产品价格环比下跌、同比改善，水泥价格环比上涨、同比下跌。整体来看，11 月工业原材料价格环比小幅回升，但 PMI 价格指数回落，估计与 10 月原材料价格大幅下跌逐渐传导至中下游有关。预计 11 月 PPI 同比回升至-1.4%（前值-1.6%），10 月将是本轮 PPI 下行的阶段性底部，未来几个月大概率迎来趋势性反弹。

CPI 方面，猪价高位回落，农业部猪肉平均批发价从 11 月初的 52.4 元/公斤回落至月底 42.1 元，月内跌幅 10.3 元，但月度均价 47 元仍略微高于 10 月，叠加去年 11 月猪价环比回落，11 月同比达到 146%，高于 10 月的 137%。牛羊肉价格环比 10 月上涨 1-1.5 元/公斤，鸡蛋价格与猪肉同步回落，同比涨幅略低于上月。北方逐渐入冬，鲜菜价格进入环比上涨窗口，低基数下同比升高更快。鲜果价格同环比维持底部震荡。整体来看，预计 11 月食品 CPI 环比持平或微幅正增长，低基数下 CPI 同比进一步上升至 4.3%（前值 3.8%），后续升势不改。

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_8620

