



# 生产内生动力降低，CPI、PPI 进一步分化

——纪尧

预测报告

B0010-20191129

	上年值	上年同期值	上期值	2019年11月预测
<b>经济增长</b>				
GDP 当季同比	6.6	6.5	6.0	—
工业增加值同比	6.2	5.4	4.7	5.0
固定资产投资累计同比	5.9	5.9	5.2	5.1
社会消费品零售额同比	9.0	8.1	7.2	7.3
出口同比	9.9	3.92	-0.9	-0.6
进口同比	15.8	2.84	-6.4	-6.7
贸易差额 (亿美元)	3518	329.7	418.6	400
<b>通货膨胀</b>				
CPI 同比	2.1	2.2	3.8	4.3
PPI 同比	3.5	2.7	-1.6	-1.4
<b>货币信贷</b>				
新增人民币贷款 (亿元)	161700	12500	6613	12800
M2 同比	8.1	8.0	8.4	8.5

## 要点

- 逆周期调控发力，工业增加值同比增速上涨
- 受“双十一”促销带动，消费额增速或有小幅上涨
- 贸易摩擦缓和、全球经济增速上升影响 11 月外贸
- 整体货币政策稳健
- 中美贸易谈判不确定性影响 12 月人民币汇率承压走弱

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

翟乃森

联系人：蔡含篇

联系方式：

010-62767607

[gmjyj@pku.edu.cn](mailto:gmjyj@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



### 当前宏观经济形势

三季度 GDP 增速下行至 6.0%，低于市场预期。需求端，2019 年 1-10 月份，固定资产投资同比增长 5.2%，较 1-9 月份下滑 0.2 个百分点，10 月社会消费品零售总额同比增长 7.2%，较 9 月下滑 0.6 个百分点。外需方面，受世界经济增速上升和贸易摩擦缓解影响，10 月出口额同比增速-0.9%，进口额同比增速-6.4%，较 9 月份有所上升。供给端，工业生产内生动力不足，工业增加值增速回落。

11 月份，受“双十一”促销带动，消费额增速或有小幅上涨，预计 11 月份社会消费品零售总额同比增长 7.3%，较 10 月份上涨 0.1 个百分点，消费增长平稳。11 月份，猪肉价格出现了下降，但猪肉价格仍位于高位，预计 11 月 CPI 增速为 4.3%。工业企业生产动力不足，CPI 和 PPI 走势将进一步分化。

### 工业增加值：逆周期调控发力，工业增加值同比增速上涨

预计 11 月份工业增加值同比增长 5.0%。从工业生产内生动力来看，一方面，虽然今年 11 月制造业 PMI 为 50.2%，较 10 月超预期上涨 0.9 个百分点，继连续六个月低于荣枯线后重回扩张区间，但这仅仅是逆周期调节发力、PPI 见底回升推动企业加库存的短期波动，在当前货币政策空间较小、房地产调控政策不变以及贸易摩擦影响持续下难以构成长期增长趋势；另一方面，今年 1-10 月规模以上工业企业利润同比增速-2.9%，10 月单月的利润同比增速为-9.9%，创下了 2012 年以来的最低值，持续的企业利润负增长抑制企业的生产动力。此外，高频数据显示，截止至 11 月 28 日，全国平均高炉开工率均值为 65.13%，较 10 月上升 5.18 个百分点，预示钢铁等产出可能出现上涨，一定程度推升 11 月的制造业增加值同比增速，但 6 大发电集团日均耗煤量较 10 月下降 1.5 个百分点，预示公共服务业增速可能有所放缓。因此，综合预计 11 月工业增加值同比增速上涨。



图1 工业增加值：当月同比 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

**固定资产投资：预计继续低位前行**

预计 1-11 月份全国固定资产投资同比增长 5.1%，较 1-10 月份下滑 0.1 个百分点。一方面，调结构、去产能的主线没有改变，传统高耗能产业投资增速继续低位运行；另一方面，随着高技术产业的发展，其对固定资产投资起到了一定的支撑作用。本月未见显著的刺激政策出台，预计当前固定资产投资依旧低位震荡。



图2 固定资产投资：累计同比 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

**社会消费品零售总额：受“双十一”促销带动，消费额增速或有小幅上涨**



预计 11 月份社会消费品零售总额同比增长 7.3%，较 10 月份上涨 0.1 个百分点，消费额增长平稳。主要两方面因素影响 11 月份消费额增速的走势：其一，“双十一”购物狂欢，受线上线下促销活动的影响，十一月份消费额增速或有小幅上涨；其二，受汽车消费低迷影响，整体消费额增速难以显著大幅上涨。



图 3 社会消费品零售总额：当月同比 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

**进出口：全球经济经济增长上升，贸易摩擦缓和影响 11 月份中国外贸走势**

预计 11 月出口同比增速为-0.6%。三大因素将对出口形成影响，第一，全球经济回暖迹象明显。美国 11 月 Markit 制造业初值 52.2，预期 51.5，前值 51.3，好于预期；日本、法国、德国、英国、欧元区 11 月制造业 PMI 初值环比回升并好于预期，日本制造业 PMI 初值也环比回升。第二，基数效应。2018 年 11 月份出口同比增速放缓（3.92%），将对 2019 年 11 月份的出口增长形成支撑。第三，中美贸易磋商取得一定进展。中美经贸高级别磋商双方牵头人通话，双方就解决彼此核心关切问题进行了讨论，就解决好相关问题取得共识，同意就第一阶段协议磋商的剩余事项保持沟通。10 月份中国对美国出口同比增速有所上升，较 9 月份回升 5.7 个百分点。

预计 11 月份进口同比增速为-6.7%左右。主要的影响因素包括，第一，中美贸易摩擦有所缓和，政策因素逐步发力。中美同意就第一阶段协议磋商的剩余事项保持沟通；第二届中国国际进口博览会成功举办，扩大进口政策不断出台，将影响 11 月份进口同比增速。第二，国内经济下行压力较大。10 月规模以上工业增加值同比增速 4.7%，规模以上工业企业利润同比下降 9.9%，均较 9 月有明显下滑，工业生产再度走弱。

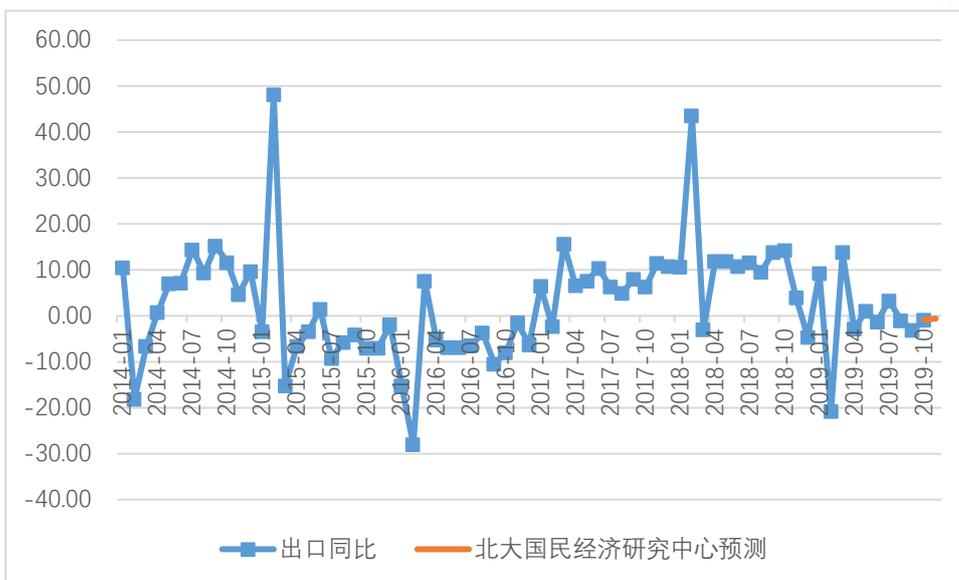


图4 出口: 当月同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

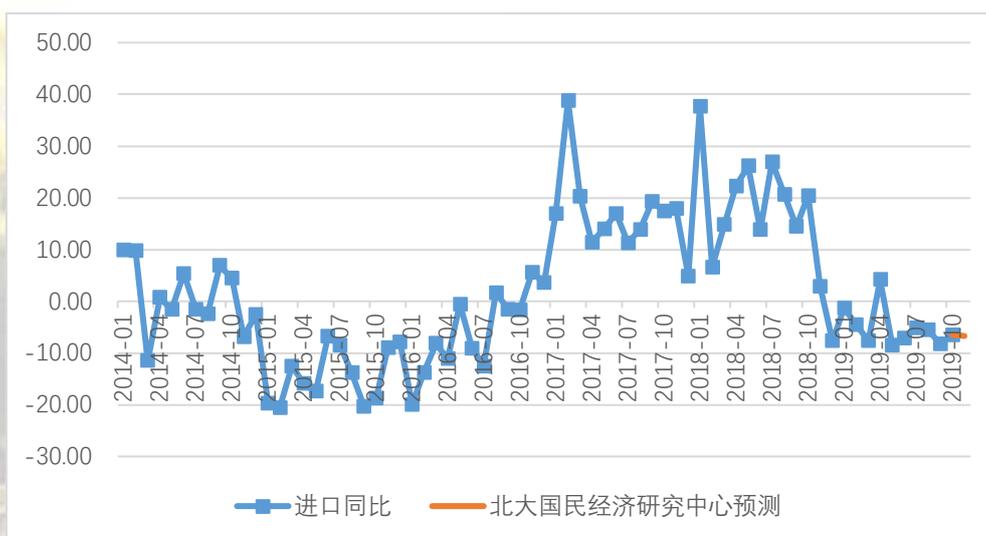


图5 进口: 当月同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

价格部分: CPI、PPI 走势进一步分离

预计 11 月份 CPI、PPI 分别同比增长 4.3%、-1.4%，居民消费价格增速与工业品价格增速走势进一步分离。11 月份，猪肉价格出现了下降，受其影响蛋类价格也出现了下滑，但猪肉价格仍位于高位，是拉高 CPI 增速的主要原因。工业品价格方面，2019 年 4-10 月份，制造业 PMI 均位于荣枯线以下，反映出工业企业生产动力不足，工业需求低迷，抑制了工业



品价格上行。虽然 11 月制造业 PMI 为 50.2%超预期上涨，但单月波动难以说明工业已经企稳。



图 6 CPI: 当月同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心



图 7 PPI: 当月同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

货币金融部分: 新增人民币贷款平稳回升



预计 11 月新增人民币贷款 12800 亿元，环比多增 6187 亿元，同比多增 300 亿元。10 月受国庆节影响，工作日减少，季节效应导致 10 月信贷收缩，因此 11 月新增人民币贷款较 10 月将大幅上升，中采、财新 PMI 双双回暖且超出市场预期，预计信贷有所回升，预计 11 月份企业部门贷款保持稳步回升态势，房地产市场趋于平稳，11 月份居民部门贷款较平稳，综合来看，预计 11 月份新增人民币贷款 12800 亿元。

### 货币政策总体保持稳健

预计 11 月末 M2 同比增速为 8.5%，较 10 月份上升 0.1 个百分点。11 月央行下调了中期借贷便利（MLF）利率以及 7 天逆回购招标利率，但是并未大幅降息，央行微调利率有助于降低银行负债成本，但是整体的货币政策仍然是趋稳，预计信贷有所回升，因此，总的来看，预计 11 月末 M2 同比增速为 8.5%。

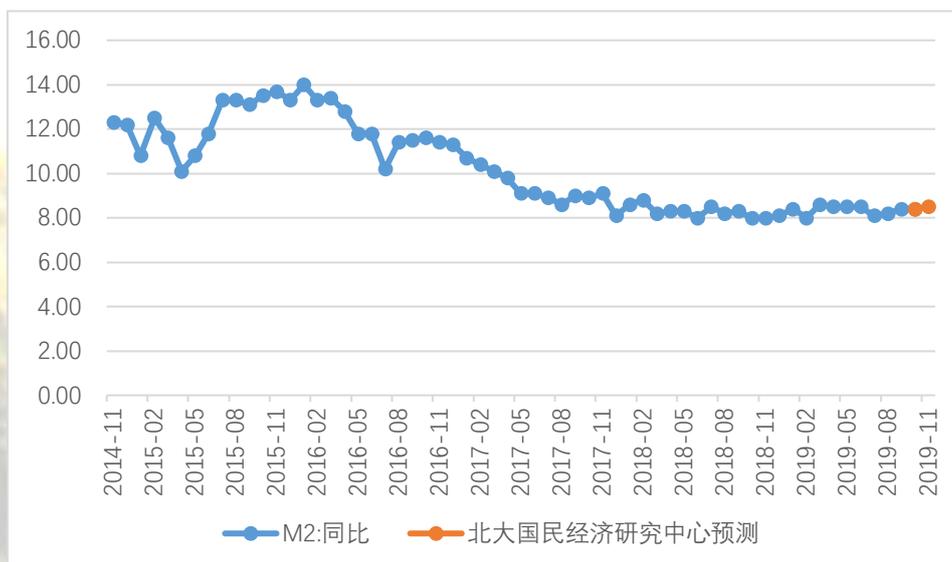


图 8 M2：当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

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\\_8657](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8657)

