

旬度经济观察

——生产短期回暖有望，经济下行压力仍存

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2019 年 11 月 30 日

内容提要

11 月中国 PMI 的大幅走强，或许与全球经济景气程度的持续回暖密切关系。10 月份以来受联储降息和贸易战阶段缓和的影响，美国、欧洲以及日本的制造业 PMI 均出现持续改善，海外经济的回暖逐步使得国内预期改善，并带动出口大幅反弹，这一趋势的未来演化值得关注。

月初以来受生猪存栏环比恢复，以及冻猪肉和进口猪肉供应上升的影响，猪肉价格持续回落。当前全国范围内的猪肉供应仍然偏紧，随着元旦和春节的临近，猪价存在再次回升的可能。

美国制造业和服务业 PMI 双双回暖，消费者信心指数持续恢复，伴随中美关系的阶段性缓和以及宽松货币政策效果的逐步显现，未来美国经济可能会出现小幅企稳反弹。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

2 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

一、工业生产有望短期回暖

11 月中采 PMI 录得 50.2，较上月大幅回升 0.9 个百分点，分项来看，生产、新订单、新出口订单和进口订单均出现显著恢复。

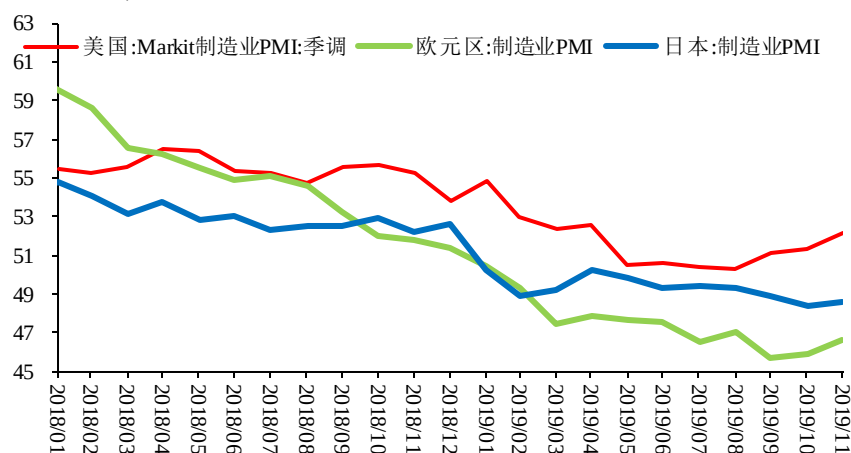
观察同期的价格指标，PMI 主要原材料购进价格和流通领域生产资料价格持续回落，南华工业品指数小幅回升，整体来看价格的表现似乎并不强劲。

11 月中国 PMI 的大幅走强，或许与全球经济景气程度的持续回暖密切关系。10 月份以来受联储降息和贸易战阶段缓和的影响，美国、欧洲以及日本的制造业 PMI 均出现持续改善，外需的改善或许带动了中国出口的修复，这与 11 月 PMI 中新出口订单的大幅上升相一致。

从出口的细项数据来看，10 月美国和欧元区经济的小幅改善共同带动中国出口小幅回升，进入 11 月美欧经济改善的幅度扩大，日本 PMI 也从回落转为回升，美日欧经济的共同走强带动中国的出口明显回暖，并使得国内经济预期逐步改善，中国的经济出现短期修复。

历史上中国经济的复苏很多时候受益于全球经济和贸易的走强，2012 年和 2016 年国内两次经济回暖均是如此，因此全球经济未来的演化值得密切留意。

图1: 美日欧 PMI, %



数据来源: Wind, 安信证券

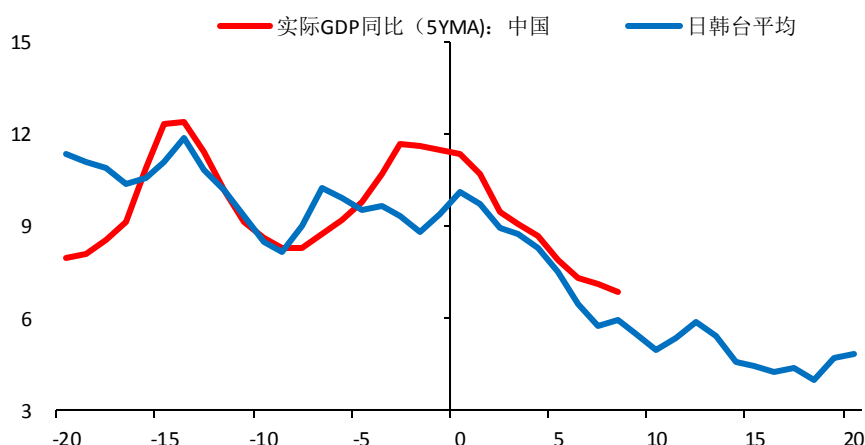
近期财政部提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元, 占 2019 年当年新增专项债务限额 2.15 万亿元的 47%, 并要求各地早发行、早使用, 确保明年初即可使用见效。此次专项债的提前下达表明政府对经济的趋势下行保持了必要的警惕, 专项债在明年一季度的发行和使用将有助于基建增速的回暖。然而考虑到中央对地方政府债务的约束始终偏严, 地方政府加杠杆的意愿整体偏弱, 我们倾向于认为基建增速明年可能将维持个位数增速, 未来基建较难成为对冲经济下行的重要抓手。

站在当下, 尽管有一些利好因素在逐渐起变化, 比如中美贸易摩擦的阶段性缓和, 社融和信贷的缓慢恢复, 货币和财政政策的及时跟进, 这些因素无疑也将有助于改善市场对未来的经济预期。但未来两年我国经济仍处于从债务驱动模式向新模式的转型期, 期间将伴随着对过去高债务领域的持续整顿, 比如对地方政府和国有企业资产负债率的限制, 对 P2P 行业以及中小银行资产负债表的清理, 这些举措有助经济的中长期平稳发展, 但在短期可能会带来阵痛。此外, 随着房

地产行业存货回补在明年进入尾声，地产投资的回落或许会对经济产生额外的压力。

回顾 2010 年来中国经济的发展，无论技术进步程度还是经济增速来看，我国在转型过程中取得了和日本、韩国、中国台湾相近的成就，但我国在此期间杠杆率上升的幅度显著更大，债务的快速堆积可能将对未来中国经济平稳发展带来隐忧。未来随着投资率的下滑以及人口老龄化的加剧，中国长期经济可能面临更为严峻的前景。

图2：转型中的实际 GDP 增速，%



数据来源：Wind，安信证券

横轴原点代表转型开始的时间，日韩台平均是对经济转型相应阶段的日韩台实际 GDP 增速的算术平均。

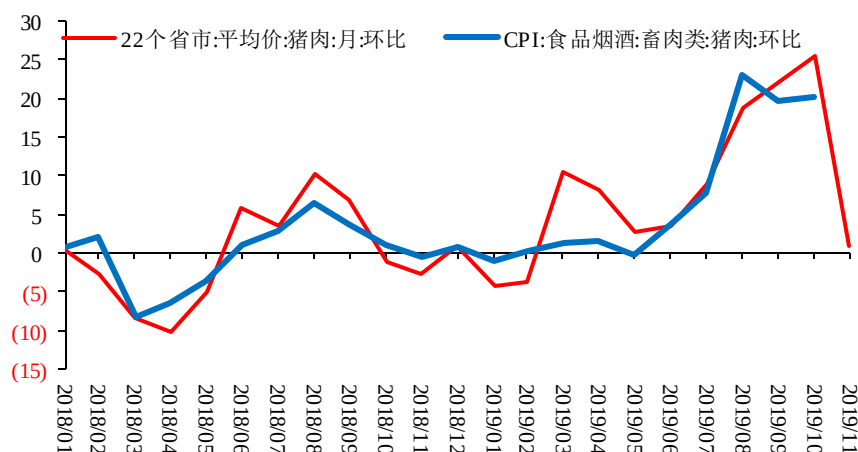
二、猪肉价格持续回落

11 月以来受生猪存栏环比恢复，以及冻猪肉和进口猪肉供应上升的影响，猪肉价格持续回落，22 省市猪肉均价从 10 月下旬的 56 元/公斤持续回落到 46 元/公斤。猪肉价格的短期回落缓解了市场对通胀快速上行的担忧，但全国范围内的猪肉供应仍然偏紧，随着元旦和春节的临近，猪价存在再次回升的可能。

然而由猪价上涨引发的结构性通胀对央行货币政策掣肘相对有限，11月以来央行接连下调MLF和OMO利率5bp，尽管幅度有限，但信号意义明确。这表明面对经济基本面下行的压力以及结构性通胀的问题，决策层将稳定经济增长放在首位，这也与三季度央行的货币政策执行报告的表述一致。

明年随着通胀压力的逐步缓解以及经济基本面的持续走弱，央行货币政策可能会进一步宽松，但在告别债务驱动经济模式的大背景下，政策宽松的力度或许相对有限。

图3: CPI猪价和22省猪价环比, %



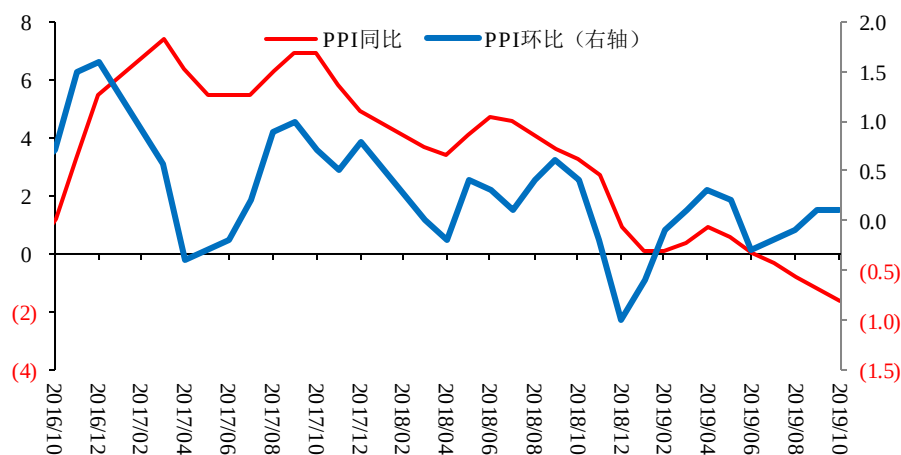
数据来源: Wind, 安信证券

11月南华工业品指数、金属和能化指数均出现回升，其中螺纹、焦炭、铁矿石回升幅度较大。同期的高炉开工率和粗钢产量均从上月的低点回升，显示黑色链条价格的上涨可能受供应的影响较小，而需求短期回暖的影响更为主导。

今年以来在经济基本面持续走弱的背景下，工业品价格整体高位震荡，这可能主要与较高的房地产投资以及新开工有关。展望明年，随着房地产存货回补的结束，地产投资和新开工趋于回落，同时基建或许难以抵消地产下行的影响，这或许意味着工业品价格面临着持续下行的压力。

从 PPI 的角度来看，在每一轮趋势下行的过程中都会经历 4-6 个月的小幅反弹，而本轮 PPI 环比从 6 月开始反弹，当前或许已经处于本轮小周期的高点，未来 PPI 环比可能会掉头向下，PPI 环比和同比重新进入负区间。

图4：PPI 环比和同比，%



数据来源：Wind，安信证券

三、债市收益率趋于回落

11 月初央行下调 MLF 利率后，债券市场反应明显，收益率开始逐步回落，当前 10 年国债距离月初已经回落 13bp 左右，这意味着由猪价上涨引发的对通胀以及货币政策收紧的担忧在短期内得以缓解。

与此同时，信用债市场上央企、地方国企和民企的利差近期也在回落，央企和地方国企处于两年来较低水平，而民企的利差仍处于高位，债市对民企的歧视仍然较为显著。

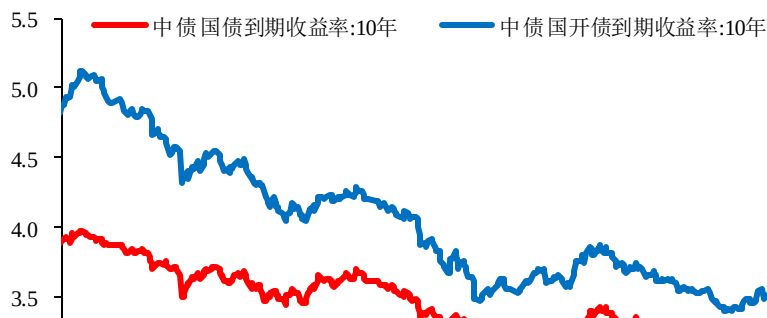
回顾 2010 年以来债市的情况，无论以所有发债企业为样本还是以 AA 级的发债企业为样本，民营企业的 roe 稳定高于国企，但民企的发债利率和二级市场利率却远高于国企，显示债券市场对民营企业的歧视普遍存在。通过观察处于尾部的民企和国企 ROE 表现，我们发现在 2017 年之前民企的表现显著优于国企，而

同期民企的一级和二级市场利率均高于国企，这表明民企相对国企收益率的溢价可能主要源于国企存在普遍的隐性担保。

去年 10 月民营企业座谈会以来，头部民营企业的融资得到有效的恢复，但中小民企仍面临融资难题。经济趋势下行的过程中金融机构往往惜贷，对中小民企的放贷更趋谨慎，因此在明年货币政策进一步宽松的背景下，银行对配置利率债的意愿或许会增加，这将有助于收益率的稳步下行。当然今年以来央行在疏通货币政策传导渠道，鼓励银行增加对中小企业贷款方面政策持续推出，其效果如何仍需追踪观察。

往后看，明年春节过后 CPI 将出现趋势回落，伴随通胀的回落以及经济基本面的持续走弱，央行的货币政策将进一步宽松，这将对收益率的逐步下行形成支撑。

图5：10 年国债和国开债收益率，%



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_8720

