

投资消费低位平稳 建筑业景气度较高

——2019年11月宏观经济运行评析

2019年11月·宏观月报

2019年11月29日

主要观点：

- 高频数据有所回升，生产走弱趋势放缓
- 制造业 PMI 止跌持平，建筑业景气度较高
- 投资增速处于低位，房地产投资继续走缓
- 消费运行低位平稳，实际消费增速较低
- 外需回暖出口改善，进口继续负增长
- 猪肉价格涨势缓解，CPI 环比走稳同比扩大
- PPI 环比小幅下降，同比跌幅有所收窄
- 信贷增速存在压力，M2 增速亦难明显反弹
- 流动性维持平稳，货币市场利率年底震荡
- 人民币汇率围绕 7 波动，外汇占款维持在 0 附近

交通银行金融研究中心
(BFRC)

研究团队：

连平（首席经济学家）
周昆平（首席研究员）
唐建伟（首席研究员）
鄂永健（首席金融分析师）
刘健（资深研究员）
刘学智（高级研究员）
陈冀（高级研究员）

联系方式：

021-32169999

交银研究在线微信公众



正文：

一、工业增加值增速下降，采购经理指数回升

高频数据有所回升，生产走弱趋势放缓。11月以来重点企业粗钢产量小幅上升，日均粗钢和铁精粉产量在198.7万吨/日和39.9万吨/日，略高于上个月。南华工业品指数有所回升，月末在2280点以上，小幅高于上个月，但比去年同期高了280点。高炉开工率整体上升，11月平均值在65.1%左右，表明工业生产有所改善。全国煤炭价格指数整体小幅下降到153点，各分项价格中，除了与发电相关的褐煤价格上升以外，其他煤炭价格下降，动力煤、精煤、喷吹煤价格指数降幅较大。六大发电集团日均耗煤量上升，主要跟天气变冷供暖增加有关。近期柯桥纺织价格指数和中国棉纺织行业景气指数小幅下降。

工业增加值增速下降，制造业 PMI 止跌持平。上个月工业增加值增速降到4.7%，今年以来每个季度前两个月都出现工业增加值增速下降，最后一个月季末上翘的特点，因而11月可能仍处于低位。1-10月份全国规模以上工业企业利润总额同比-2.9%，10月份降到-9.9%，降幅扩大，将影响工业生产。综合来看，尽管高频数据整体有所回升，但当前生产和需求疲弱态势难以根本改变，预计11月工业增加值增速下降到4.5%左右。中美贸易谈判取得阶段性进展，对制造业景气度带来积极作用，主观预期得到一定修复。但内外需求仍然偏弱，上个月新订单有所减少。考虑到上个月制造业 PMI 降到49.3%的低位，结合本月高频数据表现，预计制造业 PMI 可能止跌持平，保持在49.3%左右。

非制造业 PMI 小幅上升，服务业修复性改善，建筑业景气度较高。11月与非制造业相关的先行指标整体运行平稳。中国公路物流运价指数在980点以上，同比保持增长态势，零担重货指数和零担轻货指数都保持较为稳定。近期全国公路货运量增速略有放缓，公路客运量仍旧保持小幅下跌，铁路客运量小幅上涨。上个月服务业景气度回落幅度超预期，11月可能修复性改善。11月主要钢厂建筑钢材库存减少，月末在240万吨左右，比10月下降了近80万吨，可能表明终端建筑消耗了库存。近期房地产政策出现边际趋松迹象，稳基建力度进一步加大，对建筑业带来积极影响。综合判断，预计11月非制造业 PMI 为53%，略高于上个月。综合 PMI 为52.1%。

二、投资增速处于低位，消费运行低位平稳，出口继续改善

基建投资增速小幅反弹，制造业投资低位盘整，房地产开发投资延续小幅回落。从周频的中钢协钢材价格指数来看，11月明显上升，第三周钢材综合价格指数为108点，比上月末上升了近4点。从高频的主要钢材价格来看，基本上全部类别的钢材价格都出现上升，其中与投资密切相关的螺纹钢价格上升到4200元/吨，单价比上个月上升近350元。热轧板卷、线材、盘螺、圆钢等价格上涨幅度都较大。11月全国水泥综合价格指数上升，月末为163.2点，比上个月上升近10点，回升幅度较大。分区域看，华东、中南、西北、华北地区水泥价格不同程度上升，东北地区水泥价格基本平稳，西南地区水泥价格下降。从钢材价格和水泥价格走势来看，意味着整体投资状况可能有所改善，但难以表明投资需求有显著增强。国务院常务会议决定降低部分基础设施项目最低资本金比例，对未来基建投资起到促进作用。制造业投资增速仍在低位盘整，中美贸易摩擦缓解一定程度上促进投资预期改善。1-10月建筑工程累计同比增速扩大到10.9%，今年存量房投资对房地产投资形成支撑。但是前期土地出让大幅萎缩导致新开工不足，房地产开发投资增速延续小幅放缓。预计11月固定资产投资累计增长5.2%，与上个月持平。

消费运行低位平稳，实际消费增速较低。今年全网双十一销售额较去年同期增长30%以上，对今年11月消费带来支撑。但双十一消费可能会挤占非促销时间段的消费需求。11月以来30大中城市商品房日均销售面积同比为-4.4%，周环比上升约9%。一线城市商品房销售面积同比增速显著扩大到45%；二线城市显著下跌，同比-22.5%；三线城市降幅收窄，同比-2.5%。11月以来汽车零售继续负增长，前三周汽车零售同比为-6%，同比跌幅收窄，批发同比也收窄，汽车类消费低迷态势有所改观。随着促进汽车消费政策的落地，未来汽车类消费有望改善。11月义乌中国小商品指数整体平稳，基本保持在略高于100点；临沂商城价格指数小幅下降，月末在99.4点，家具类产品价格指数下降较明显，而服装服饰类价格指数上升。去年11月消费增速明显下降0.5个百分点，低基数有助于今年同期涨幅扩大。CPI上升对名义消费增速带来推动。综合判断，预计消费增长7.3%，小幅高于上个月。考虑到CPI上涨加快，实际消费增长并不快。

出口继续改善。11月以来，中美双方就解决彼此核心关切问题进行了

多次讨论，贸易摩擦缓和有利于出口回升。外需回暖，主要经济体经济景气度略有回升，美国和欧元区制造业 PMI 分别回升至 52.2 和 46.6。中国出口集装箱运价指数 10 月底以来显著回，一定程度上也预示着出口回暖。但前期加征关税的负面影响逐步显现可能拖累出口。考虑去年同期进口增速开始明显下滑造成低基数，预计 11 月出口同比增速有望提升至 1.0%，出口额约 2265 亿美元。

进口小幅负增长。贸易摩擦缓解，有助于进口回暖。全球制造业需求回升，或将带动中国经济景气度回暖，但内需依然偏弱。考虑去年同期低基数，预计 11 月进口同比增速为-1%，进口额约 1806 亿美元。贸易顺差约 459 亿美元。

三、CPI 继续上升，PPI 跌幅收窄

CPI 环比走稳，同比涨幅扩大。11 月份前三个星期，商务部公布的食用农产品价格涨势减弱，第三周明显回落，总指数降到 10 月中旬水平。受此影响，预计 11 月食品价格环比快速上涨势头得到缓解。分产品来看，蛋类和禽类价格环比明显回落，蔬菜类和水果类价格小幅上涨。但是食用农产品总价格指数显著高于去年同期，同比涨幅超过 20%。稳定猪肉价格的各种措施逐渐见效，11 月以来猪肉批发价有所回落，截止 11 月 26 日，全国平均猪肉批发价格已经达到 42.63 元/公斤，比月初下降了近 10 元/公斤，但是猪肉批发价格同比涨幅仍然高达 128%。牛肉、羊肉价格仍在延续小幅上升，11 月下旬分别为 70、69 元/公斤左右，同比涨幅分别在 18%、14% 左右。由于去年同期食品价格环比显著下降，即便今年 11 月食品价格环比涨势减弱，同比涨幅也可能进一步扩大。11 月份国内成品油价有过两轮小幅上调，非食品价格环比走稳。由于去年同期非食品价格环比是下降的，预计 11 月非食品价格同比涨幅小幅上涨到 1% 左右。同时，11 月翘尾因素回升到 0%，比上个月上升 0.3 个百分点，一定程度上抬升 CPI 同比增速。综合以上因素，初步判断 2019 年 11 月份 CPI 同比涨幅可能在 3.9-4.1% 左右，取中值为 4%，涨幅进一步扩大。

PPI 环比小幅下降，翘尾因素回升，同比跌幅有所收窄。从 11 月大宗商品价格指数走势看，整体价格指数下降，月末 CRB 综合指数低于 345 点，其中家畜、金属类产品价格下跌明显，工业原料、商品价格基本平稳。在流通领域，主要生产资料价格中有 56% 的产品价格下降，30% 上升，14% 基

本持平，生产资料价格整体小幅下降。从 9 大类生产资料价格看，非金属建材价格上涨幅度较明显，黑色金属、林产品、石油天然气价格小幅上涨，化工产品、农业生产资料、农产品、煤炭、有色金属价格下降，其中化工产品、农业生产资料价格降幅较大。预计 2019 年 11 月 PPI 环比小幅下降，在-0.2%到 0%之间。去年 11 月 PPI 环比-0.2%，降幅可能大于今年。11 月 PPI 翘尾因素为-1%，比上个月上升 0.2 个百分点，将有助于 PPI 同比涨幅回升。综合判断，11 月 PPI 环比可能小幅下降，同比跌幅有望小幅收窄，在-1.7%到-1.3%之间，取中值为-1.5%左右。

四、M2 增速难以明显反弹，货币市场利率震荡

信贷增速存在维稳压力，M2 增速亦难明显反弹。非对称降息以及前期的降准虽然一定程度上刺激企业的信贷需求，然而实体经济需求不足以及尚未明显改观的市场风险偏好状态，很可能并不支持银行在年末加大投放力度。加之央行并未显著加大流动性投放力度，银行计息负债成本率下行较缓，一定程度压抑银行投放的意愿。10 月信贷增量明显低于预期已经部分说明了当前流动性在信用端流转不畅的现状，11 月也难有明显改观，维持 12.4%的增速存在压力。预计新增信贷 1.4 万亿。M2 增速虽仍有信贷增速的支撑，但年内地方专项债发行已结束，通过有价证券投资渠道产生的信用创造明显弱化。在央行未明显投放增量流动性的情况下，11 月财政存款下放规模将决定 11 月 M2 增速水平。据近两年同期的财政下放水平，11 月 M2 增速可能到达 8.5%。

流动性维持平稳是底线，货币市场利率年底震荡。央行虽然 11 月下调 MLF 操作利率、OMO 中标利率，然而流动性并未大量释放，始终保持适度的水平。甚至在逆回购调节频次上也有所降低，IBLI 指数显示的流动性压力振幅较 10 月有所放大。今年以来，银行间市场整体加权利率平均水平在 2.35%附近，利率波动也始终保持中枢平稳。时至年底，跨年流动性压力以及财政存款下放将主导 12 月市场流动性格局。在央行稳健态度下，若财政存款维持近两年同期的下放规模，12 月公开市场的工具净投放压力相对较小。考虑到经济运行的压力仍存，货币政策需要强化逆周期调节，进一步打开 MLF 操作空间，适度降准和运用其他工具等都存在必要。当然一系列政策发力可能大概率在 2020 年推进，12 月央行若维持当前调控节奏，货币市场利率将震荡。

五、人民币汇率围绕 7 波动，外汇占款继续维持在 0 附近

人民币汇率围绕 7 波动。11 月 21 日商务部发言人表示，目前没有更多关于中美贸易协议磋商的细节可以透露，但外界传言并不准确。在贸易磋商没有进一步确切进展前，人民币汇率可能继续在 7 附近窄幅波动，难有明显的方向。而美国制造业和服务 PMI 均进一步回升，预示年内降息预期降低，美元指数可能小幅反弹。预计 12 月人民币对美元汇率或将保持一定幅度的波动。

外汇占款继续维持在 0 附近。11 月以来，人民币对美元汇率围绕在 7 波动，市场预期平稳，跨境资金流动基本稳定。预计外汇占款继续维持在 0 附近。

主要图表：

表：11 月中国宏观经济金融数据前瞻（红色为预测值）

指标名称	2019-6	2019-7	2019-8	2019-9	2019-10	2019-11
GDP: 当季同比 (%)	6.2	-	-	6	-	-
CPI: 当月同比 (%)	2.7	2.8	2.8	3	3.8	4
PPI: 当月同比 (%)	0	-0.3	-0.8	-1.2	-1.6	-1.5
出口金额: 当月同比 (%)	-1.3	3.3	-1	-3.2	-0.9	1
进口金额: 当月同比 (%)	-7.4	-5.3	-5.6	-8.5	-6.4	-1
贸易差额: 当月值(亿美元)	510	446	348	397	428	459
固定资产投资 FAI: 累计同比 (%)	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2	5.2
消费零售 TRS: 当月同比 (%)	9.8	7.6	7.5	7.8	7.2	7.3
工业增加值 IAV: 当月同比 (%)	6.3	4.8	4.4	5.8	4.7	4.5
制造业 PMI (%)	49.4	49.7	49.5	49.8	49.3	49.3
非制造业 PMI (%)	54.2	53.7	53.8	53.7	52.8	53

新增人民币贷款:当月值(亿元)	16600	10600	12100	16900	6613	14000
M2:余额同比 (%)	8.6	8.1	8.2	8.4	8.4	8.5
外汇占款 (亿元)	-62	-7	-84	-10	-6	0
定期存款利率:1 年(整存整取)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
质押式回购利率:7 天 (下月末)	2.65	2.7	2.55	2.7	2.6	2.60

数据来源:WIND、交行金融研究中心

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_8729

