



咬定青山

——2020年1月宏观经济月报

■ 2019年12月全球经济活动实现连续第二个月的反弹，达到2019年4月以来最佳水平。分经济体看，美国、中国、欧元区、印度、巴西和俄罗斯均实现了经济活动的小幅复苏，而英国、日本、澳大利亚和意大利的PMI还位于收缩区间。世界银行连续第四次下调全球增长预测，警惕关税和地缘政治带来的不确定性，并关注全球债务问题可能引发的危机。

■ 总体来看，2019年四季度GDP增速与前值持平，表明经济增长仍面临一定压力，但2019年12月经济数据显示宏观环境阶段改善，短期趋势向好。具体而言，12月生产有所回暖，投资出现改善，贸易增速反弹，消费名义增速与前值持平。前瞻地看，在社融放量、专项债发行节奏加快、企业盈利边际改善的背景下，宏观经济景气度具备一定支撑，但受新冠疫情冲击，一季度GDP增速将明显回落。

■ 2019年12月CPI同比增速为4.5%，与前值持平，PPI同比增速为-0.5%较前值提升0.9pct。前瞻地看，CPI将会短期冲高，PPI反弹将会持续。受春节假期错位和低基数影响，即便猪肉价格不出现显著上涨，CPI仍将短期冲高，预计1月CPI接近5.0%，之后将有所回落。在基数走低背景下，翘尾因素对PPI的拖累大幅缓释。11月以来触底回升的趋势将会持续，但新冠疫情将对PPI修复空间形成制约。

■ 12月我国新增人民币贷款1.14万亿，新增社融2.1万亿，M2同比增长8.7%，均超出市场预期。本月社融口径的扩大基本完全解释了新增社融的超预期部分，且对社融增速的影响不大。前瞻地看，货币政策将继续维持稳健略偏宽松的取向，疫情冲击或将使得政策边际宽松的节奏前置、力度加码，MLF降息有望在2月落地，幅度为10bp，近期也存在定向降准的可能性。考虑到逆周期政策前置发力、金融对实体的支持不断强化，预计一季度社融增速仍有望保持稳定。

■ 北京时间1月16日，中美双方在美国首都华盛顿正式签署第一阶段经贸协议。目前的关税安排将使得美国对华平均关税从高点回落1.6个百分点至16.2%，但这仍是贸易摩擦开始前关税水平的五倍以上。根据协议，在未来2年内我国将增加2,000亿美元的对美进口，这将对我国进口的供给结构产生冲击。整体来看，中美贸易摩擦仍具长期性，高关税很可能将成为中美贸易的“新常态”。

谭卓

宏观经济研究所所长

☎: 0755-83167787

✉: zhuotan@cmbchina.com

步泽晨

宏观研究员

☎: 0755-83077970

✉: buzechen@cmbchina.com

韩剑

宏观研究员

☎: 0755-83283648

✉: hanjian_work@cmbchina.com

杨薛融

宏观研究员

☎: 0755-83073988

yangxuerong@cmbchina.com

目录

一、海外宏观：初现回暖迹象.....	1
（一）全球经济：情绪改善，反弹持续.....	1
（二）美国经济：维持消费驱动的增长态势.....	2
（三）欧洲经济：制造业萎缩持续，德国增速创新低.....	3
（四）宏观政策：欧美央行进入观望阶段.....	4
（五）风险因素：贸易及脱欧取得进展，地缘政治波澜再起.....	4
二、实体经济：咬定青山.....	5
（一）PMI：供需延续弱复苏.....	5
1. 制造业：生产加速，需求弱复苏.....	5
2. 非制造业：小幅回落.....	7
3. 结论：经济景气度或受到疫情冲击.....	7
（二）生产：景气度回升、贸易趋势向好叠加暖冬效应下回暖.....	7
（三）消费：物价上涨支撑社零增速.....	8
（四）投资：制造业拉动投资增速.....	9
1. 房地产投资：建安投资小幅回落.....	9
2. 基建投资：增速有所下滑.....	10
3. 制造业投资：逐渐走出底部.....	10
（五）贸易：“第一阶段协议”提振进出口.....	11
1. 出口回升：基数效应、季节性影响叠加贸易摩擦回暖.....	11
2. 进口回升：对美进口提速叠加原材料、能源量价齐升.....	11
3. 2020 年：疫情将对一季度进出口带来负面影响.....	12
（六）物价：CPI 即将触顶，PPI 继续反弹.....	13
1. CPI：鲜菜和燃料支撑增速.....	13
2. PPI：石油涨价带动增速上行.....	13
三、货币金融：货币政策有望延续宽松.....	14
（一）存量贷款定价基准转换：利率并轨，息差承压.....	14
1. 实质：LPR 形成机制改革进一步推进.....	14
2. 要点：存量贷款定价基准切换路径.....	15
3. 影响：利率并轨，息差承压.....	15
4. 前瞻：政策空间充足.....	16
（二）全面降准点评：年初流动性应无虞.....	16
1. 11 月以来货币政策操作：量价齐松.....	16
2. 全面降准的实质：“稳增长”为第一要务.....	16
3. 全面降准的影响：支持实体经济发展，降低社会融资实际成本.....	17
（三）金融数据：货币政策有望延续宽松.....	17
1. 信贷：总量季节性回落，结构持续改善.....	17
2. 社融：信贷非标改善，新口径直融收缩.....	18
3. 货币：M2-M1 剪刀差收窄.....	20

4. 前瞻：货币政策宽松立场不改，一季度社融增速有望保持稳定	20
四、热点追踪：贸易摩擦“新常态”	21
（一）美方义务：降低对华关税	21
（二）中方义务：八大方面	22
（三）扩大贸易：供给侧冲击	23
（四）前瞻：贸易摩擦“新常态”	24

图目录

图 1: 全球经济于 2019 年底出现企稳迹象.....	1
图 2: 世界银行预计今后三年全球经济温和回升.....	1
图 3: 全球主要经济体综合 PMI 指数: 美中欧改善, 英日持续萎缩.....	2
图 4: 2019 年 12 月美国零售销量保持较快增长.....	2
图 5: 美国经济于上年末企稳.....	2
图 6: 2019 年 12 月新增就业数不及预期.....	3
图 7: 美国消费者信心仍保持在高位.....	3
图 8: 德国 2019 年 GDP 增长 0.6%, 2013 年以来最低.....	3
图 9: 欧元区 12 月制造业进一步恶化.....	3
图 10: 全球地缘政治风险指数.....	4
图 11: 12 月采购经理人 (PMI) 指数.....	5
图 12: PMI 第 2 个月延续扩张态势.....	6
图 13: 大中小企业生产景气度出现分化.....	6
图 14: 新出口订单重回景气区间.....	6
图 15: 去库存趋势延续.....	6
图 16: 工业生产价格反弹.....	7
图 17: 非制造业小幅回落.....	7
图 18: 工业生产增速有所反弹.....	8
图 19: 制造业、公用事业增加值增速反弹显著.....	8
图 20: 社零名义增速与前值持平.....	9
图 21: 可选消费平均增速继续下滑.....	9
图 22: 固定资产投资增速保持平稳.....	9
图 23: 2020 年一季度专项债发行节奏加快.....	9
图 24: 我国对美出口大幅改善.....	11
图 25: 我国对东盟国家的出口保持高增速.....	11
图 26: 12 月我国对美进口显著回升.....	12
图 27: 我国农产品和大豆进口增速显著提升.....	12
图 28: CPI 同比增速维持高位.....	14
图 29: PPI 同比增速继续反弹.....	14
图 30: 8 月以来 1 年期和 5 年期 LPR 均有所下行.....	14
图 31: DR007 和 Shibor 连续 2 月回落.....	17
图 32: 我国的法定存款准备金率情况.....	17



图 33: 12 月信贷季节性回落	18
图 34: 新增人民币贷款及构成	18
图 35: 新增居民贷款构成占比	18
图 36: 新增非金融企业贷款构成占比	18
图 37: 12 月新增社融超季节性回升	19
图 38: 新增社融及构成	19
图 39: 新口径与原口径社融存量增速对比	20
图 40: 12 月 M2-M1 剪刀差收窄	20
图 41: 社融存量与 M2 存量同比增速	20
图 42: 中美第一阶段协议将促进美国对华整体关税降低 1.6 个百分点	22
图 43: 未来 2 年中国从美进口大幅增加	22
图 44: 达成协议需要显著加大兑美进口(单位:亿美元)	24



一、海外宏观：初现回暖迹象

（一）全球经济：情绪改善，反弹持续

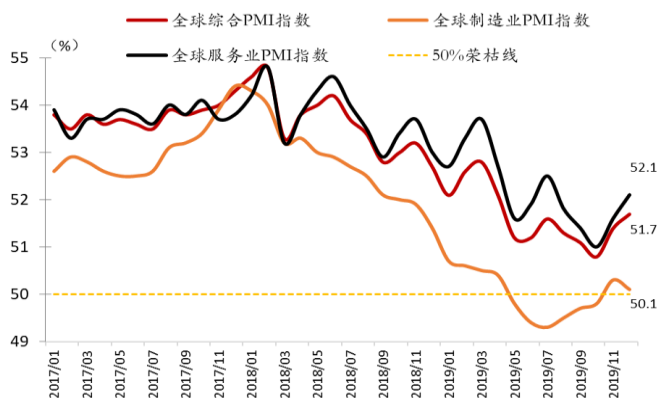
2019年12月全球经济活动实现连续第二个月的反弹，达到2019年4月以来最佳水平。全球综合PMI指数在11月出现回升、结束了连续四个月的连降趋势之后，12月PMI较11月的51.5进一步上升至51.7，巩固了回升势头，主要得益于商业信心的提振和就业的增加。中美第一阶段贸易协议落地将进一步改善投资情绪，有利于全球经济维持温和复苏态势。制造业虽走出收缩区间，但增速不及11月，仍相当疲弱。服务业的复苏更加显著，PMI由11月的51.6升至52.1。全球经济增长的弱项仍在国际贸易，新出口订单仍未摆脱长达十三个月的萎缩区间，料中期内将有小幅改善，但还需要贸易壁垒实质性地降低才有望实现明显反弹。

分经济体看，美国、中国、欧元区、印度、巴西和俄罗斯均实现了经济活动的小幅复苏，而英国、日本、澳大利亚和意大利的PMI还位于收缩区间。细分行业而言，汽车及汽车配件、金属和采矿、工业产品仍处于快速下滑通道，而非银金融、生物医药、食品饮料、科技设备、通信服务等行业维持强劲增长。

世界银行连续第四次下调全球增长预测，警惕关税和地缘政治带来的不确定性，并关注全球债务问题可能引发的危机。在1月发布的最新半年度全球经济展望报告中，世行在2019年6月的预测基础上再次下调2019-2021年全球增速各0.2ppt，预计全球经济增速将由2019年的2.4%提升至2.5%，有望小幅复苏，而新兴市场增速将由3.5%提升至4.1%。然而世行对经济前景并不十分乐观，下行风险包括贸易纠纷升级、主要经济体超预期放缓、新兴市场再现金融压力、地缘政治紧张升级以及大规模极端天气事件等。此外，世行亦关注全球经济的重大隐患，包括大规模债务累积、生产率的下降以及低通胀的趋势。

图1：全球经济于2019年底出现企稳迹象

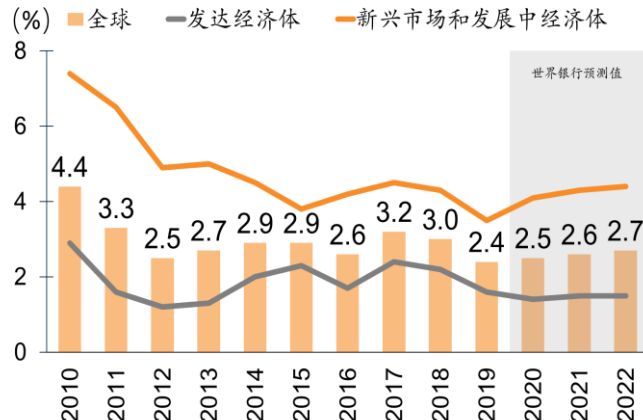
全球PMI指数



资料来源：CEIC、招银国际证券、招商银行研究院

图2：世界银行预计今后三年全球经济温和回升

世界银行对全球经济增速的预测（2020年1月）



资料来源：世界银行、招银国际证券、招商银行研究院

图 3：全球主要经济体综合 PMI 指数：美中欧改善，英日持续萎缩

	19年12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月
美国	52.7	52	50.9	51	50.7	52.6	51.5	50.9	53	54.6	55.5	54.4
中国	52.6	53.2	52	51.9	51.6	50.9	50.6	51.5	52.7	52.9	50.7	50.9
欧元区	50.9	50.6	50.6	50.1	51.9	51.5	52.2	51.8	51.5	51.6	51.9	51
英国	49.3	49.3	50	49.3	50.2	50.7	49.7	50.9	50.9	50	51.5	50.3
日本	48.6	49.8	49.1	51.5	51.9	50.6	50.8	50.7	50.8	50.4	50.7	50.9

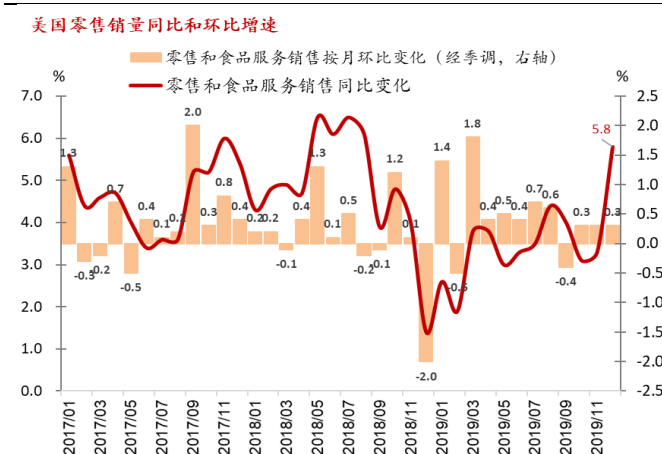
资料来源：彭博、招银国际证券、招商银行研究院

（二）美国经济：维持消费驱动的增长态势

零售销量维持较快增长。受储蓄率提高、房价和股价攀升等多重利好带动，去年 12 月美国零售销量环比增长 0.3%，同比增长 5.8%，实现连续三个月的反弹。核心零售销量（除去汽车、汽油、建筑材料和食品等波动较大的项目）环比增长 0.5%。12 月零售当中有一部分的季节因素，故 1 月的增长料将稍有回落。从趋势上看，稳健的私人消费在年内将继续支撑美国经济温和增长而避免严重衰退。褐皮书亦显示，美国经济正温和扩张，同时贸易不确定性继续产生负面影响。

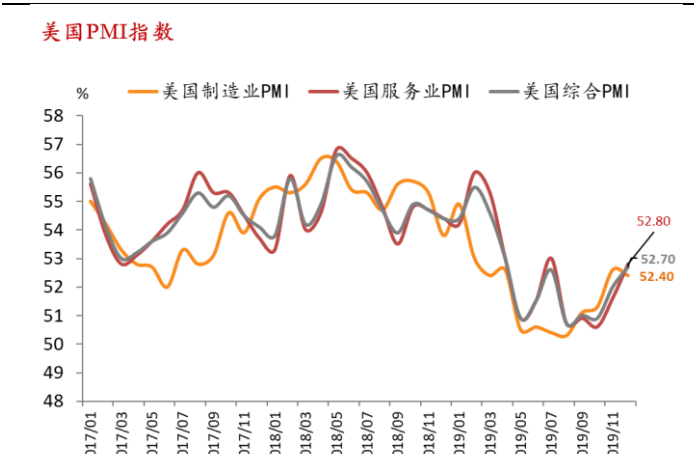
新增就业和薪资涨幅不及预期，但消费者信心仍处高位。2019 年 12 月美国新增非农就业人口仅为 14.5 万，不及前值 25.6 万和市场预期均值 16 万。失业率仍维持在 50 年低位的 3.5%。平均时薪增长 2.9%，不及市场预期的 3.1%，是 2018 年 7 月以来增速首次跌破 3%。尽管薪资和就业增幅不及预期，但消费者信心总体仍处于高位，1 月密歇根大学消费者信心指数升至 99.1，较上年 8 月的 89.8 有了明显提升，美国谘商会消费者信心指数已连续 4 个月位于 126 附近的水平。

图 4：2019 年 12 月美国零售销量保持较快增长



资料来源：CEIC、招银国际证券、招商银行研究院

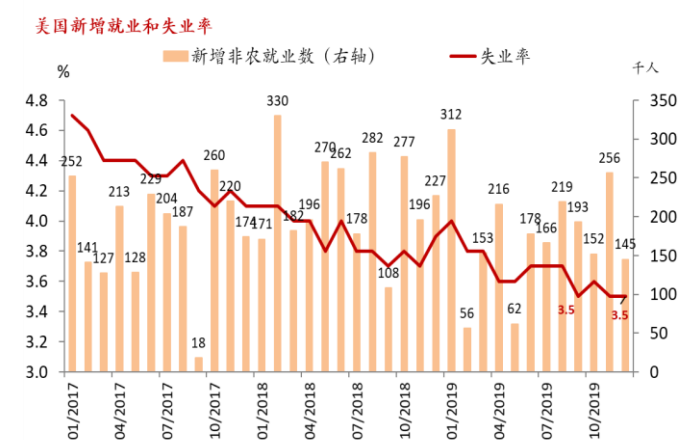
图 5：美国经济于上年末企稳



资料来源：CEIC、招银国际证券、招商银行研究院

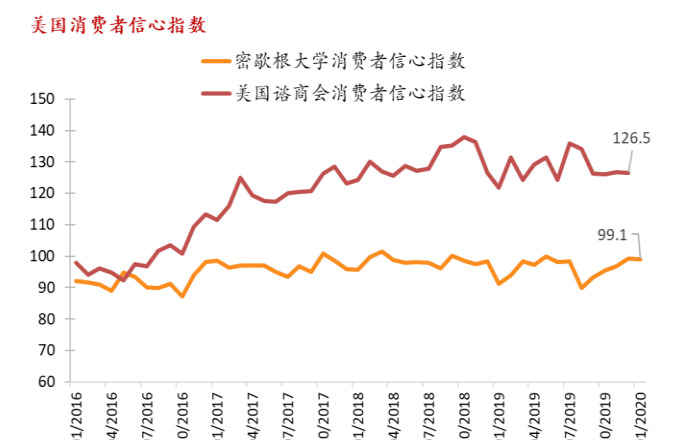


图 6：2019 年 12 月新增就业数不及预期



资料来源：CEIC、招银国际证券、招商银行研究院

图 7：美国消费者信心仍保持在高位



资料来源：CEIC、招银国际证券、招商银行研究院

（三）欧洲经济：制造业萎缩持续，德国增速创新低

2019 年德国 GDP 增速创 2013 年以来最低记录。德国 2019 年全年 GDP 增速为 0.6%，显著低于 2018 年的 1.5% 和 2017 年的 2.5%。作为全球第三大出口国，德国在 2019 年受全球贸易萎缩冲击巨大，加上全球汽车销售的放缓、新环保指标对汽车制造业的冲击等原因，德国承受多方面的经济下行压力。预计今年德国将在财政和货币政策的支持、以及在外需的改善下，实现出口和整体经济的企稳。

欧元区内制造业深陷衰退，未来几个月整体经济有望企稳。12 月欧元区制造业 PMI 由 46.9 进一步降至 46.3，仍难脱离萎缩区间。前瞻地看，由于外需的改善和投资信心的修复，欧元区有望在宽松货币政策和低失业率的支撑下，在未来几个月实现增速企稳。

图 8：德国 2019 年 GDP 增长 0.6%，2013 年以来最低

德国 GDP 按年增速

图 9：欧元区 12 月制造业进一步恶化

欧元区 PMI 指数

— 欧元区综合 PMI — 欧元区制造业 PMI

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_7409

