

## 1月份宏观月报

# 海外环境有所改善，国内经济弱势修复

### ■ 核心观点

近期国内外宏观经济有四个重要的趋势值得关注：

**趋势一：全球不确定高位回落。**近期受到如下几个事件的影响，全球经济政策不确定指数高位回落：中美贸易摩擦阶段性缓和、英国大选保守党大获全胜，无协议脱欧概率、以及特朗普被弹劾的成功率降低。

**趋势二：全球经济增长出现边际企稳，**这主要受益于各国采取的降息等货币宽松政策，并有望延续到2020年一季度。美国经济延续温和回落，美联储在连续三次降息后暂缓降息，预计在2020年3月前将维持当前利率水平不变。

**趋势三：国内经济呈现弱势修复。**2019年四季度经济整体要好于三季度，呈现弱势修复。随着基建“组合拳”政策陆续出台，房地产短期韧性仍存，中美贸易摩擦不确定性对制造业投资的负面影响有所缓解，2020年一季度经济有望延续弱势修复。

**趋势四：CPI通胀即将触顶，**之后高位回落，货币逐渐宽松。2019年12月至2020年3月，春节因素与低基数因素可能导致猪肉价格处于高价平台期，CPI同比增速有望在2020年1月见顶，之后高位回落，货币政策宽松的力度和幅度都会逐渐加大。

## 本月市场重点

### ■ 海外环境有所改善，国内经济弱势修复

近期国内外宏观经济有四个重要的趋势值得关注。

**趋势一：全球不确定高位回落。**2019年全球经济政治一直面临着三重不确定性，分别是全球贸易摩擦蔓延、发达经济体社会分化以及地缘政治冲突加剧。三重不确定性相互交织，导致2019年全球经济政策不确定指数高位震荡。近期受到如下几个事件的影响，全球不确定性高位回落。具体来看：**其一，中美贸易摩擦阶段性缓和。**目前中美第一阶段经贸协议文本达成共识，有望在2020年1月签署，美方加征关税发生了由升到降的转变；**其二，英国大选保守党大获全胜，无协议脱欧概率大幅降低。**英国脱欧将在未来一个半月内加快推进各项立法与议会审议，2020年1月31日前完成字面意义的“协议脱欧”的可能性较大，持续三年半的脱欧僵局有望迎来终局；**其三，**目前众议院已投票通过对特朗普的弹劾，但众议院议长尚未将弹劾案送交参议院，理由是针对证人参加审判的规则两院尚未达成统一。另外，众议院即便把弹劾案递交给参议院，由于参议院共和党占多数，且需要三分之二的票数才能通过，所以参议院大概率否决弹劾。**随着特朗普支持率的上升，民主党可能会暂停弹劾。**

**趋势二，全球经济增长边际企稳。**2019 年前三季度全球经济处于非同步下行阶段，IMF 连续多次下调全球经济增速。摩根大通 PMI 自 2018 年初开始经历 19 个月持续下行，在 2019 年 8 月转为小幅回升，并于 11 月份回到荣枯线以上。**全球经济增长出现边际企稳，这主要受益于各国采取的降息等货币宽松政策，并有望延续到 2020 年一季度。**美国经济延续温和回落，制造业依然保持弱势，就业和消费数据仍有韧性，通胀大致维持在 2% 的目标水平附近，美联储在 2019 年 8-10 月连续三次降息后暂缓降息，预计在 2020 年 3 月前将维持当前利率水平不变。受全球不确定性高位回落和全球经济增长边际企稳的影响，全球风险偏好提振，国际资本纷纷流入新兴市场。

**趋势三，国内经济呈现弱势修复。**2019 年四季度以来，经济数据波动加大，10 月份经济数据全面回落，11 月份全面回升超出市场预期。10 月份和 11 月份经济数据的大幅分化存在低基数效应和季节性，如果把 10 月和 11 月数据平均来看，并结合 12 月份的高频数据，可以判断 2019 年**四季度经济整体要好于三季度，呈现弱势修复，这跟前期政策加强逆周期调控有关。**四季度基建“组合拳”政策陆续出台，地方政府专项债提前下放并要求提高资金使用效率，这有助于基建的反弹；房地产虽然处于下行周期，但短期韧性仍存；中美贸易摩擦不确定性对制造业投资的负面影响有所缓解，2020 年一季度经济有望延续弱势修复。

**趋势四，CPI 通胀即将触顶，之后高位回落，货币逐渐宽松。**2019 年 10 月和 11 月 CPI 快速攀升，主要还是受猪肉及其替代品肉类价格上涨的驱动，无论从环比还是同比来看，非食品价格增速都没有形成上涨趋势，这意味**当前的 CPI 通胀还是结构性的，并没有形成全面的通胀预期。**2019 年 12 月至 2020 年 3 月，春节因素与低基数因素可能导致猪肉价格处于高价平台期，而从 2020 年第二季度起，猪肉价格开始温和回落。CPI 同比增速有望在 2020 年 1 月触顶，可能会达 5% 左右，但考虑到在节假日之前，政府会大量投放冻猪肉来平抑猪肉价格的大幅上涨，1 月 CPI 同比增速破 6% 的概率不大。CPI 通胀触顶之后高位回落，货币政策宽松的力度和幅度都会逐渐加大。

图表1 宏观经济数据预测表

	实现值			预测值		
	2018	2019Q3	2019-11	2019-12	2019Q4	2019E
经济增长						
GDP 同比 (%)	6.6	6.0	-	6.0	5.9	6.1
工业增加值同比 (%)	6.2	5.0	6.2	5.6	5.6	5.6
固定资产投资累计同比 (%)	5.9	5.4	5.2	5.1	5.0	5.1
名义消费同比 (%)	9.0	7.6	8.0	7.8	7.6	8.0
出口同比 (%)	9.9	-0.3	-1.3	-1.5	-7.8	-0.5
进口同比 (%)	15.8	-6.3	0.3	6.5	-0.5	-4.0
贸易盈余 (亿美元)	3518	1181	387	428	906	3890
通货膨胀						
CPI 同比 (%)	2.1	2.9	4.5	4.7	4.3	2.9
PPI 同比 (%)	3.5	-0.8	-1.4	-0.5	-1.2	-0.5
货币信贷						
M2 同比 (%)	8.1	8.2	8.2	8.3	8.3	8.4
1 年期存款利率 (%)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
存款准备金率-大型机构 (%)	14.5	13.5	13.0	13.0	13.0	13.0
人民币兑美元汇率中间价	6.86	7.07	7.03	6.98	6.98	6.98

资料来源: WIND, 平安证券研究所

## 上月重点宏观动态

### ■ 中央经济工作会议顺利召开

事件描述：12月12日，在刚结束的中央经济工作会议上，中央对2020年的经济工作做了展望和计划。会议指出，实现2020年预期目标，要坚持稳字当头，坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。要积极进取，坚持问题导向、目标导向、结果导向，在深化供给侧结构性改革上持续用力，确保经济实现量的合理增长和质的稳步提升。要继续抓重点、补短板、强弱项，确保全面建成小康社会。会议确定，2020年要抓好以下重点工作：坚定不移贯彻新发展理念；坚决打好三大攻坚战；确保民生特别是困难群众基本生活得到有效保障和改善；继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；着力推动高质量发展；深化经济体制改革。会议强调，要完善和强化“六稳”举措，健全财政、货币、就业等政策协同和传导落实机制，确保经济运行在合理区间。

点评：本次中央经济工作会议对2020年的重点工作进行了部署，传递出了一系列关键信号。第一，对2020年的总体经济形势给出了相对准确的判断，我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，结构性、体制性、周期性问题相互交织，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大；第二，扶贫被放在了三大攻坚战的首位，2019年排第一位的“防范化解重大风险”放到了第三位，这说明全面建成小康社会收官之年，扶贫工作的重要性提升，也说明货币和信贷政策将继续支持经济增长；第三，将通过改革来“激活蛰伏的发展潜能”，这说明中央将坚持继续通过深化改革来消除积弊，通过包括国企改革、科技体制改革和金融体制改革在内的一系列改革来激发微观主体活力，支撑经济增长。预计2020年“稳中求进”的工作基调将继续贯彻落实。

### ■ 国务院印发关于进一步做好稳就业工作的意见

事件描述：12月24日，国务院印发《关于进一步做好稳就业工作的意见》（以下简称《意见》），就稳就业工作提出了六个方面重点举措：一是支持企业稳定岗位；二是开发更多就业岗位；三是促进劳动者多渠道就业创业；四是大规模开展职业技能培训；五是做实就业创业服务；六是做好基本生活保障。12月以来，围绕稳就业这一重大民生问题，国务院和有关部门就密集召开相关会议，频频做出部署：12月4日国常会提出要更大力度实施就业优先政策，在积极扩内需、稳外贸带动就业扩大的基础上，进一步完善促进就业的举措。12月12日中央经济工作会议提出要发挥政府作用保基本，注重普惠性、基础性、兜底性。要稳定就业总量，改善就业结构，提升就业质量，突出抓好重点群体就业工作。12月13日失业保险座谈会提出2020年失业保险工作要继续围绕确保就业局势总体稳定目标任务，着力稳定就业岗位。12月14日发改委会议提出2020年注重补短板强弱项提质量，切实办好民生实事，千方百计稳定就业。

点评：本次《意见》有以下几点值得关注：一是特别强调小微企业在就业中的重要性；二是首次提及“稳定现有就业岗位和增加开拓新的就业岗位并重”；三是特别强调稳就业过程中的结构性矛盾。综合前两点来看，2020年普惠金融及减税降费政策力度将延续呵护中小企业；而后一点则表明可能会有针对大学生、农民工和特殊困难群体就业的政策出台。

### ■ 证券法大修落地

事件描述：12月28日，十三届全国人大常委会第十五次会议审议通过了新修订的证券法，自2020年3月1日起施行。主要包含六个方面内容：确立证券发行注册制；强化信息披露要求；强化对投资者的保护力度；加大证券违法活动打击力度；扩大证券的定义和范围；明确证券从业人员禁止买卖股票。

点评：新证券法的修订标志着我国资本市场改革的重大突破。预计随着新证券法的出台，创业板注册制会率先放开。新证券法一方面有助于大力发展股权融资，另一方面将推动存量上市公司的优胜劣汰，两者将共同推动实体经济高质量发展。中长期来看，我们认为权益市场分化及新股破发将成为新常态，经营良好有前景的上市公司将更受资金的青睐，而上市公司尾部风险或面临缓慢出清。

## 月度经济数据预测

### ■ 工业：预计 12 月工业增加值增速 5.6%

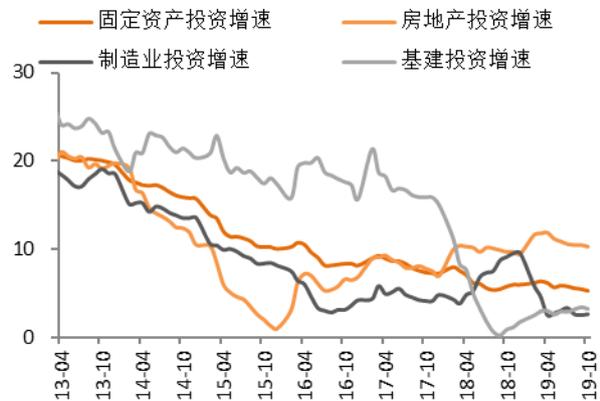
11 月工业增加值大幅回升，受到 2018 年同期工业增加值增速最低的影响。而 2018 年 12 月工业增加值增速较 11 月高 0.3 个百分点，12 月 PMI 数据为 50.2，与上期持平。预计工业剩产的回弹短期延续。

12 月高频数据：6 大集团发电耗煤增速较上月回落 9.1 个百分点至 5.4%；汽车销量大幅下行；钢材累库持续下行；水泥价格同比上涨。总体而言，预计 12 月工业增加值 5.6%。



### ■ 投资：预计 12 月固定资产投资增速 5.1%

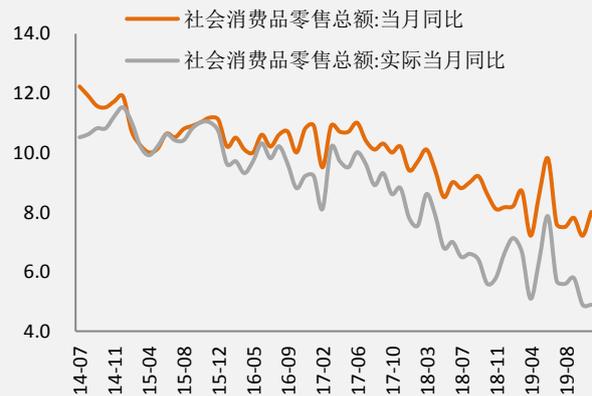
制造业投资方面，1-11 月累计增速与 10 月持平，在连续 4 个月下滑后边际企稳。房地产投资增速韧性依然较强，较上月下行 0.1 个百分点至 10.2%；制造业投资低位震荡，较上月下行 0.1 个百分点至 2.5%；含电力的基建投资累计增速较上月小幅反弹 0.21 个百分点至 3.47%。房地产行业从趋势上已处于下行周期，但下行幅度仍有韧性。制造业是顺周期行业，整体经济下行的环境下难以显著反弹。基建投资有望在 2020 年 1 季度回弹。预计 1-12 月固定资产投资增速小幅回落至 5.1%。



### ■ 消费：预计 12 月社零消费增速 7.8%

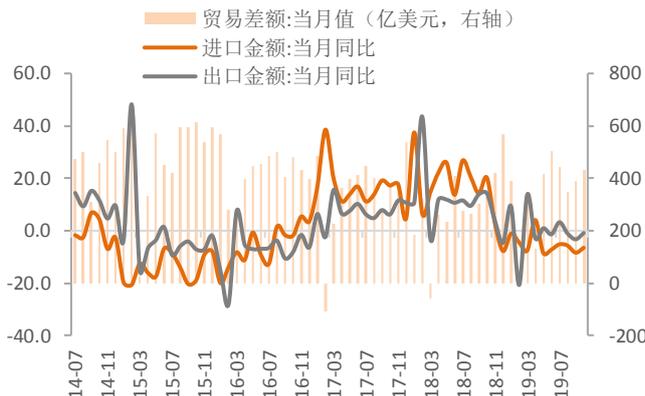
11 月社零消费增速较上月反弹 0.8 个百分点至 8.0%，具体分项来看，汽车消费增速边际修复，较上月上行 1.5 个百分点；受“双 11”影响，家电、家具、服装、化妆品、日用品等均出现较大幅度的回升。

总体来看，12 月汽车消费增速仍具有低基数效应，11 月份消费增速反弹受到“双 11”的影响较大，会透支未来的消费需求。12 月消费增速存在下行压力，预计 12 月份消费增速下跌至 7.8%。



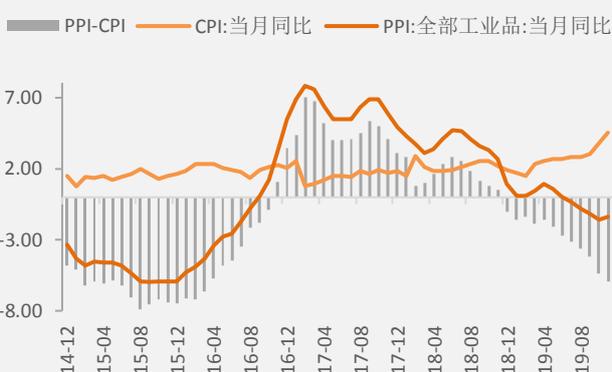
■ 外贸：预计 12 月出口增速-1.5%，进口增速 6.5%

我国出口增速较上月小幅下降 0.3 个百分点至-1.1%；进口增速由负转正，大幅回升 6.5 个百分点至 0.3%。进口方面，11 月进口增速大幅改善主要受大豆和汽车的影响，大豆进口的增加可能与中美贸易谈判释放善意有关，而汽车进口则可能是受 12 月 15 日回复加征汽车及零部件进口关税所带来的“抢进口”影响导致，未来难以持续。全球制造业 PMI 回弹但欧美依旧较弱，短期出口仍将地位震荡。短期预计 12 月出口增速-1.5%、进口增速 6.5%，贸易差额 428 亿。



■ 通胀：预计 12 月 CPI 同比 4.7%，PPI 同比-0.5%

12 月以来，22 省市猪肉价格同比增速为 27.29%。虽然生猪存栏以及能繁母猪环比数据均开始出现回升，但传导至猪肉价格仍需一轮猪周期的时间，未来猪肉供给还会进一步紧张，猪肉价格存在继续上涨的压力。最终预计 12 月 CPI 同比升至 4.7%。受 2018 年同期的低基数效应影响，PPI 同比有望回弹，预测 12 月 PPI 同比增速回升至-0.5%。



资料来源：wind，平安证券研究所

图表2 重要高频经济数据跟踪

高频经济指标		上月值 (2019.11)	当月预测 (2019.12)	下月趋势 (2019-12)
工业	6 大发电日均耗煤量同比	17.01%	2.20%	↓
	发电量同比 (规上口径)	6.20%	4.60%	↓
	高炉开工率	65.88%	65.33%	↓
	粗钢产量同比	4.00%	10.00%	↑
	水泥价格同比	0.80%	2.30%	↑

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\\_7932](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7932)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>