

宏观研究/数据预测月报

2019年12月31日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

孙欧 执业证书编号: S0570519080007
研究员 010-56793954
sunou@htsc.com

刘天天 执业证书编号: S0570518050003
研究员 010-56793946
liutiantian@htsc.com

张浩 +86 21 28972068
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

- 1《宏观: 政策刺激因素可能在明年 Q1 体现》
2019.12
- 2《宏观: CPI 同比可能继续上行》2019.11
- 3《宏观: 三季度经济增速大概率小幅回落》
2019.09

政策刺激预期在一定程度上提前反映

12 月经济数据预测

政策刺激预期在一定程度上提前反映

2019 年 11-12 月部分工业产品高频价格出现环比反弹, 11/12 月 PMI 均回升到荣枯线以上, 我们认为这些现象可能是政策刺激预期的提前反映。我们预计 2019 年四季度 GDP 增速为+6.1%, 2019 全年经济增速+6.2%。我们判断稳增长仍是明年经济工作重中之重, 预计明年一季度将给出较为积极的对冲刺激。货币政策端, 受当前通胀走高的约束, 短期动用价格工具可能性不大, 主要看好扩信用。工业生产端, 价格(PPI)和盈利拐点可能在今年末至 2020 年一季度。我们认为企业盈利端仍在修复过程中, 库存周期有望在 2020 上半年切换到补库阶段。

预计 12 月工业增加值同比+5.5%、全年固定资产投资同比 5.2%

经济政策定调注重稳增长, 尽管我们认为基建投资明显发力可能要到明年一季度, 但部分工业品原料和设备可能从今年四季度开始加大生产力度。12 月份部分工业品价格环比继续上涨, 印证可能有部分厂商对未来经济增长的预期向乐观方向转变。预计 2019 全年制造业投资累计同比+2.5%; 基建投资累计同比+4.2%; 地产投资累计同比+10%。

预计 12 月 CPI 同比+4.5%, PPI 同比-0.4%

我们预计 12 月 CPI 环比走平, 同比+4.5%。尽管猪价短期回调, 但从年底到 2020 年春节前后(1-2 月)可能重新上涨。我们中性预计 2019 年通胀中枢为+2.9%、2020 年中枢上行到+3.5%左右, 明年 CPI 高点可能突破+5%。我们预计 12 月 PPI 环比+0.2%, 同比增速-0.4%。12 月份原油、黑色、有色、化工行业价格环比普遍强于 11 月份。未来一至两个季度, PPI 环比需重点关注基建等政策刺激投放节奏。我们中性预计今年 PPI 中枢为-0.3%左右, 2020 全年 PPI 中枢可能接近+1%。

预计 12 月社会消费品零售总额同比增速+8.3%

预计 12 月社会消费品零售总额名义同比增速+8.3%, 前值 8%。在购物节效应影响下 11 月消费表现回升, 我们预计购物节效应仍有演绎空间, 同时 2020 年春节较早, 考虑春节置办年货的需求前置和 2018 年低基数影响, 预计 12 月社零消费仍有支撑。结构方面, 汽车消费仍处缓慢修复进程, 对整体消费仍有拖累; 在消费升级和消费供给质量提升等因素影响下, 除汽车外消费表现出较强韧性。

人民币计价, 预计 12 月出口同比 6.9%, 进口同比 4.8%

预计进出口增速在 12 月将出现大幅回升。出口回升的主因在于: 一是 2020 年春节在 1 月 24 日, 节前扩大出口可能会部分提前到今年 12 月份。二是外需的回升可能促进我国出口的改善, 中美就第一阶段经贸协议文本达成一致降低市场不确定性。进口回升的主因在于: 一是去年同期受中美贸易摩擦的影响大幅回落, 低基数可能会促使今年 12 月的增速回升。二是市场对政策“再刺激”的预期持续升温, 12 月 6 日中央政治局会议重新定调逆周期调控, 12 月 12 日中央经济工作会议同样强调稳增长的重要性。

预计 12 月信贷新增 1.1 万亿, 增速 12.3%, 社融新增 1.5 万亿, 增速 10.6%

近期居民长期贷款随着地产销售的边际改善有所上行, 临近年末, 企业票据贴现需求旺盛, 但 11 月信贷冲量过后, 银行受到年底信贷额度限制, 我们预计整体信贷规模也难有大的提升。但我们提示即使本月企业信贷走弱, 也只是季节性表现。地产方面, 近期重要会议重提“三稳”, 预计地产调控最严的时刻已过, 我们仍然坚定看好明年一季度稳健略宽松的货币政策以扩信用为主要方式, 通过全面+定向降准及 PSL 放量的方式促进信用释放。

风险提示: 制造业投资、消费增速超预期下行, 经济下行速度超预期; 猪价、油价过快上涨导致通胀压力加大, 货币政策面临两难。

政策刺激预期在一定程度上提前反映

2019 年 11-12 月部分工业产品高频价格出现环比反弹，11 月工业生产数据显示钢材、水泥等产量同比增速回升，11/12 月 PMI 均回升到荣枯线以上，我们认为这些现象可能是政策刺激预期的提前反映。我们预计 2019 年四季度 GDP 增速为+6.1%，2019 全年经济增速+6.2%。

12 月 12 日中央经济工作会议强调明年是全面建成小康社会和十三五规划收官之年，要保持经济运行在合理区间。我们测算全面建成小康社会 2010-2020 年“翻一番”需达到的增长目标，以 2019 年实际 GDP 增速+6.2%计，2020 年经济增速需达到约 6.2%左右；按十三五规划 2016-2020 给出的年均复合增速 6.5%目标算，倒算 2020 年经济增速同样在 6.2%左右。我们判断稳增长仍是明年经济工作重中之重，预计明年一季度将给出较为积极的对冲刺激，政策工具可能前置，拉动基建投资增速在明年一季度就出现反弹；维持 2020 全年经济增速在+6.2%左右的判断。

12 月中央经济工作会议提出“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制”。我们提示，房地产政策重提三稳，稳房价稳地价稳预期强调的是“房价不涨是前提”，通过长效管理机制促进房地产行业平稳健康发展；在当前因城施策的政策环境下，地方政府或根据自身情况适当放松地产政策，我们认为房价回落的城市出现政策放松的可能性最大；相比于今年 7 月政治局会议强调的“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，本次会议措辞适当趋缓，当前政策基调类似于 2019 年一季度，我们判断地产融资最紧时刻已过。

12 月 13 日，国务院新闻办公室举行新闻发布会宣布，已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致。中美对于明年均存在稳经济的诉求，这决定了双方能够在贸易协定方面达成初步一致，以试图降低贸易摩擦对两国经济的负面影响。

货币政策端，受当前通胀走高的约束，短期动用价格工具可能性不大，主要看好扩信用，我们坚持认为明年一季度扩信用在“好”项目和类地产领域发力，好项目符合金融供给侧改革金融支持实体经济原则，尤其是制造业中长期贷款发力；明年年初社融可能超预期放量，我们判断 2020 年一季度 PSL 投放量单月可能达到 1000 亿以上，通过国开行等开发性、政策性金融机构杠杆放大后支持的信贷投放会更大。我们预计明年 1 月央行除逆回购投放、MLF 操作以外，可能还有类似 TLF 操作、临时准备金动用安排的创新工具，并可能进行定向降准。

工业生产端，价格（PPI）和盈利拐点可能在今年末至 2020 年一季度。我们认为企业盈利端仍在修复过程中，库存周期有望在 2020 上半年切换到补库阶段。

预计 12 月工业增加值当月同比+5.5%

11 月份工业增加值当月同比+6.2%，较 10 月份（+4.7%）有较明显的反弹，2018Q1-2019Q3，工业增加值的季度均值分别为 6.6%、6.6%、6.0%、5.7%、6.5%、5.6%、5%，而 10-11 月的工业增加值均值为+5.5%。经济政策定调注重稳增长，尽管我们认为基建投资明显发力可能要到明年一季度，但部分工业品原料和设备可能从今年四季度开始加大生产力度，对工业生产形成了一定拉动。12 月份部分工业品价格环比继续上涨，印证可能有部分厂商对未来经济增长的预期向乐观方向转变。

今年四季度末或是 PPI 同比的阶段低点，PPI 和工业企业盈利有较强正相关性，工业企业利润增速有望在今年末至明年初同比转正，未来企业盈利的修复或逐步提振企业生产信心；生产和库存一般滞后价格和盈利拐点一个季度左右，我们认为库存周期可能在明年上半年转入主动补库阶段，同期工业生产也有望回升。与 PPI 环比未来的主要影响因素类似，需求侧的政策刺激投放力度和节奏，也是影响未来两至三个季度工业生产的最主要因素。预计 12 月工业增加值当月同比+5.5%，2019 全年工业增加值在+5.5%左右。

预计 2019 全年固定资产投资累计同比+5.2%

预计 2019 全年制造业投资累计同比+2.5%；基建投资（统计局口径）累计同比+4.2%；地产投资累计同比+10%。预计 2019 全年整体固定资产投资累计同比+5.2%。

去年四季度基数维持较高、企业对需求侧的中长期预期暂未见明显好转，继续对今年四季度制造业投资数据产生压力，2019 全年制造业投资增速可能维持在+2.5%左右。未来制造业投资的正向逻辑，一是高技术制造业投资有望延续较快增长。1-11 月高技术制造业投资增速+14.8%，国家加大对科创行业融资创投的支持力度，有望继续对相关投资起到拉动。第二，我们预计 2020 年基建投资增速上行、地产投资持稳，内需相关的政策刺激变量有望在年初就较早体现；同时，中美第一阶段贸易协议的达成，也部分缓释了市场对外需下滑的担忧。即使是今年投资增速下行的传统制造业，行业龙头企业的在手现金状况仍不差；如需求侧预期逐渐转暖，制造业（尤其是传统制造业，如设备、机械等行业）产能利用率有望回升，企业也有望小幅增大资本开支。

今年基建投资呈现出结构化特征，道路投资、生态环境治理投资较为强劲，我们认为主要源于中央财政支持、重点项目开工建设。而由地方政府主导的公共设施管理业投资全年表现偏弱。12 月中央经济工作会议强调“积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，做好重点领域保障”。我们认为，明年财政政策的重心是提升基建，预计 2020 年新增专项债额度 3 万亿；日前财政部已经批复提前下达 2020 年部分专项债新增额度、并大概率在明年一季度加快发行、形成实物工作量，这一积极的变化可能会带来基建增速的上行。

房地产开发投资自 4 月创年内至今高点以来（1-4 月累计同比 11.9%），5-10 月整体呈现小幅回落，基本符合我们预期，但地产投资增速的韧性仍高于今年初的市场预期。经济增长方面，市场目前对明年基建投资的反弹已形成较一致的预期，分歧较大的是地产投资走势。我们认为地产行业的韧性可能不容低估。一方面，从微观角度，房企仍有主动补库、维持新开工和施工的需求，而且这也是房企得以回收预售款、缓解现金流压力的重要途径。土地购置和竣工面积的累计同比负增长持续收窄，地产商的主动补库存意愿将对投资数据产生支撑。另一方面，在当前因城施策的政策环境下，地方政府或根据自身情况适当放松地产政策，我们认为房价回落的城市出现政策放松的可能性最大；相比于今年 7 月政治局会议强调的“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，12 月中央经济工作会议措辞适当趋缓，当前政策基调类似于 2019 年一季度，我们判断地产融资最紧时刻已过。我们仍然认为 2020 年房地产投资增速可能也将维持在相对高位，地产投资韧性不应被低估。

预计 12 月 CPI 同比+4.5%，PPI 同比-0.4%

我们预计 12 月 CPI 环比走平，同比+4.5%。截至 12.28，农业部口径猪肉均价为 43.5 元/公斤，11 月份猪肉市场价格出现了一定的环比回调；12 月份猪肉价格基本在 42-44 元区间窄幅震荡。12 月猪肉 CPI 同比涨幅较 11 月份有所回落。我们中性预计 2019 年通胀中枢为+2.9%、2020 年中枢上行到+3.5%左右，明年 CPI 高点可能突破+5%。由于 2020 年春节时点较早（1 月下旬），2020 年 1 月春节前后，猪肉价格环比可能重新上涨，CPI 同比短期继续上行压力仍然存在。

我们认为，今年 8-10 月猪肉价格快速上行，主要还是因为此前猪瘟疫情造成存栏过度去化。部分养殖户可能存在压栏行为，加剧了短期市场猪肉价格的上涨幅度。农业部数据显示 10 月份、11 月份能繁母猪存栏近五年来首次出现环比小幅回升；11 月份生猪存栏环比也小幅回升。我们认为这可能反映了在政府的鼓励政策、以及养猪行业利润加大的带动下，部分养殖企业已在补栏过程中。猪周期未来见顶需等待补栏逐渐完成，目前限制生猪补栏的因素主要是环保影响（且由于疫情防治要求，环保标准不大可能放宽），以及部分散户养殖永久退出市场。

本轮通胀周期与此前几轮有明显不同，一是当前经济呈顺周期下行，并非总需求和通胀同步上行，二是目前暂时没有推动油价大幅上涨的基本面因素。我们认为通胀压力短期显著向非食品门类扩散可能性不大。据历史经验，当经济呈类滞胀状态时，我国央行货币政策首要目标仍是稳增长，而适度提高通胀容忍度；我们判断明年政府工作报告可能将 CPI 目标值上调至 3.5% 左右，而货币政策将维持稳健略宽松。

2020 年通胀主要的风险情形是猪价、农产品价格、油价的涨价叠加。我们认为当前我国流动性存量较为宽裕，这可能成为 CPI 持续上行的推动因素，仍应警惕通胀预期自我实现。目前市场中性预期明年春节附近是年内 CPI 高点，但若生猪补栏低于预期、非洲猪瘟疫情再度爆发，猪价可能在春节后继续上涨，明年 CPI 年内走势可能不是趋势回落。若国际油价、国内农产品价格 2020 年超预期上涨，通胀风险情形下，明年 CPI 中枢可能超预期上行到 +4.5%~+5%、而不是我们中性预计的 +3.5%，这种情况下货币政策可能转向边际收紧，以控通胀为首要目标，对股市、债市、地产等大类资产都将形成利空。

我们预计 12 月 PPI 环比 +0.2%，同比增速 -0.4%。12 月份原油、黑色、有色、化工行业价格环比普遍强于 11 月份，与 11 月份工业生产数据中反映的部分工业原料产量出现扩张的迹象相印证。未来一至两个季度，PPI 环比需重点关注基建等政策刺激投放节奏。我们中性预计今年 PPI 中枢为 -0.3% 左右，随着经济下行压力可能倒逼基建等需求侧政策刺激从 2020 年初开始较早投放，2020 年一季度 PPI 同比有望由负转正，2020 全年 PPI 中枢可能接近 +1%。

预计 12 月社会消费品零售总额同比增速 +8.3%

预计 12 月社会消费品零售总额名义同比增速 +8.3%，前值 8%。在购物节效应影响下 11 月消费表现回升，我们预计购物节效应在 12 月仍有演绎空间，但作用效果或适当下降。从 11 月数据来看，1-11 月全国实物商品网上零售额增长 19.7%，增速高于同期社会消费品零售总额 11.7 个百分点，继续保持快速增长态势。在限额以上单位 18 类商品中，14 类增速比上月有所回升，特别是与“双十一”电商促销相关的商品增速明显加快，化妆品类、家用电器、音像器材类商品和服装鞋帽针纺织品类商品等均有显著表现。同时 2020 年春节较早，考虑春节置办年货带动需求前置和 2018 年低基数的影响，我们预计 12 月社零消费仍有支撑。此外，中美贸易谈判阶段性进入“握手言和”阶段，部分关税暂定、取消一定程度上会修复居民消费意愿，也对消费数据有支撑。其他因素方面，我们认为失业率总体可控，消费数据超预期恶化概率不高；通胀隐忧影响有限，12 月猪肉高频价格环比适当“降温”，猪价上涨带来的结构性通胀对消费的负面影响也相对有限。结构方面，我们认为汽车消费仍处于底部缓慢修复阶段，对整体消费仍有拖累；在消费升级和消费供给质量提升等因素影响下，除汽车外消费表现出较强韧性。

预计 12 月全国调查失业率 5.0% 环比回落

预计 12 月全国调查失业率 5.0% 环比回落，2020 年失业率中枢有望下降。预计 12 月全国调查失业率 5.0% 环比回落 0.1 个百分点，同比上行 0.1 个百分点，就业压力小幅减缓。11 月经济数据出现一定企稳迹象，但企业盈利情况尚未显著改善，就业市场仍将承压。今年以来，从“将就业优先政策置于宏观政策层面”到“六稳”首先稳就业，再到“更大力度实施就业优先政策”，政府始终将稳就业作为重要任务之一。12 月 23 日李克强总理表示将进一步研究采取降准和定向降准、再贷款和再贴现等多种措施，推动小微企业融资难融资贵问题明显缓解。小微企业的扶持政策有助于托底就业形势，中美第一阶段经贸协议的达成也有利于外向型企业的就业稳定，随着明年一季度经济企稳，失业压力将有所缓解，2020 年调查失业率中枢有望下降。

人民币计价，出口同比增长 6.9%，进口同比增长 4.8%

我们预计进出口增速在 12 月将出现大幅回升，12 月出口当月同比增速按照人民币计价为 6.9%，按照美元计价为 4.9%。出口增速回升的主要原因：一是 2020 年春节在 1 月 24 日，节前扩大出口可能会部分提前到今年 12 月份。二是外需的回升可能促进我国出口的改善，中美就第一阶段经贸协议文本达成一致降低市场不确定性。

预计 12 月进口增速按照人民币计价增长 4.8%，按照美元计价增长 2.9%，预计 12 月份贸易顺差为 630 亿美元。进口增速回升的主要原因：一是去年同期受中美贸易摩擦的影响大幅回落，低基数可能会促使今年 12 月的增速回升。二是市场对政策“再刺激”的预期持续升温，12 月 6 日中央政治局会议重新定调逆周期调控，12 月 12 日中央经济工作会议同样强调稳增长的重要性。我们认为，考虑到政策的滞后作用以及真正发力在 2020 年年初，12 月数据的回升可能更多的是由于基数效应。但在中美贸易摩擦趋于缓和的背景下，我们预计未来我国进口增速或在 2020 年一季度继续呈现出回暖态势。另外，由于 2019 年以来我国始终维持“衰退式顺差”，12 月份在进、出口增速均有所回升的情况下，衰退式贸易顺差格局仍会延续，但未来若进口增速大于出口增速，则顺差额度将会有所降低。

预计 12 月信贷新增 1.1 万亿，增速 12.3%，社融新增 1.5 万亿，增速 10.6%

预计 12 月信贷新增 1.1 万亿，增速 12.3%，社融新增 1.5 万亿，增速 10.6%。预计信贷新增与去年同期基本持平，约 1.1 万亿，近期居民长期贷款随着地产销售的边际改善有所上行，临近年末，企业现金流趋紧，票据贴现需求旺盛，预计表内票据量增幅较大，但 11 月信贷冲量过后，银行一方面受到年底信贷额度限制，另一方面大概率在 12 月储备项目为明年年初的开门红做准备，我们预计整体信贷规模也难有大的提升。但我们提示即使本月企业信贷走弱，也只是季节性表现，明年年初“好”项目多，银行具有为民营、小微企业、制造业、服务业好项目提供优质信贷的意愿，另外，近期重要会议对于地产调控思路重提“三稳”，预计地产调控最严的时刻已过，我们仍然坚定看好明年一季度稳健略宽松的货币政策以扩信用为主要方式，通过全面+定向降准及 PSL 放量的方式促进信用释放。整体看，我们预计 12 月新增信贷 1.1 万亿元，同比增速 12.3%（较前值回落 0.1 个百分点）。

对于社融，委托贷款和信托贷款或仍是负增长，但票据高频数据较好，调整口径后的企业债券也对社融构成支撑，专项债年内并未提前发行，对社融影响较小，预计 12 月社融新增 1.5 万亿，去年增速基数走低，同比增速 10.6%（较前值回落 0.1 个百分点）。

预计 12 月 M1+3.6%，M2+8.5%。货币乘数仍将处于高位，12 月央行基础货币投放也较为积极，我们预计 12 月 M2 增速较上月提高 0.3 个百分点至 8.5%。预计 12 月 M1 增速在去年基数较低及地产销售边际改善的情况下有望继续回升 0.1 个百分点至 3.5%。

我们估算，明年 1 月份逆回购/TMLF/PSL 到期+春节取现+缴准+财政收缴+专项债发行，可能共带来约 3.2 万亿元的资金缺口，预计明年 1 月央行除逆回购投放、MLF、TMLF 操作以外，可能采取全面+定向降准及 PSL 放量的方式释放流动性，另外还可能类似 TLF、临时准备金动用安排等创新工具。

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_8057

