

外部环境初现改善 内部生产活力抬升

——2020 年 1 月宏观经济报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2019 年 12 月 27 日

证券分析师

周喜

022-28451972

相关研究报告

- 随着全球范围内呵护政策的徐徐推进，虽然数据仍有反复，但是经济边际改善的迹象日渐增多。国内方面，随着逆周期政策的落地以及中美贸易争端的缓和，生产端改善明显，但是终端需求承压的态势尚未改观；特别进入 2020 年后，基数将令经济增速面临更大的下行压力，逆周期调节的诉求有增无减。
- 美国经济韧性仍在，利率调整短时难见，但维稳流动性则需要美联储多有作为；欧元区经济改善迹象渐显且英国硬脱欧风险降低不仅令区内负利率资产规模有所降低，也令欧元初步摆脱了相较于美元的弱势格局。
- 11 月在投资和消费增速稳中有降的情况下，生产动能明显恢复。一方面需求的改善尚不明显，仍需逆周期政策调节的徐徐推进，另一方面生产者预期已有明显改观，这既是对逆周期调控的应对，也是对中美贸易争端略趋缓和的反应。
- 尽管国内 CPI 同比快速大幅走高，但是不能将中国现状同 1970s 的美国进行简单对照，其中核心区别在于猪肉和石油对通胀的冲击效果大不相同。石油危机不仅令美国能源价格大幅走高，且推动核心 CPI 持续走高，然而国内此次因猪肉价格抬升所带来的 CPI 走高并未对核心 CPI 形成明显冲击，而且历史数据表明猪肉价格不仅对非食品 CPI 的冲击有限，而且持续时间较短。因此不能简单地参照美国“滞胀”时期的政策选择对国内调控加以分析，沃尔克以解决“胀”为首要目标，而目前国内的首要目标依旧是需求不足所带来的增长承压。
- “稳中求进”和“稳进兼顾”这一调控方针的核心就是“协调”，既不能因结构调整而冲击“稳定”，同样也不能为了短期“稳定”而对结构调整带来过大的负担。财政刺激适时适度推进，近来支出力度的下降有望为 2020 年财政补位提供了更为宽裕的空间；货币政策在保持总量平稳的同时重点仍在疏通传导机制和定点定向精准滴灌。

风险提示：欧美经济下行超预期

目 录

1. 欧美经济缓慢探底 政策呵护仍将延续	5
1.1 美国经济扩张仍承压 降息虽停宽松未止	5
1.2 欧洲经济仍有反复 英国大选落下帷幕	6
2. 生产端改善明显 需求端尚在等待	8
2.1 景气再度回落 需求仍需呵护	8
2.2 对美出口继续回落 进口改善挤压顺差	10
2.3 内生需求并不乐观 基建投资缓缓而行	10
2.4 猪肉影响有所缓解 PPI 摆脱翘尾拖累	12
3. 坚持呵护维稳增长 适当修正引导预期	16
3.1 “稳中求进”仍不改 国改科技成看点	16
3.2 财政支出虽有回落 填补空缺责无旁贷	17
3.2 货币呵护流动性 利率政策依旧审慎	18

图 目 录

图 1: 美国制造业 PMI 指数.....	5
图 2: 美国消费者信心指数.....	5
图 3: 美国私人非农企业员工工资涨势良好.....	6
图 4: 美国失业率继续维持低位.....	6
图 5: 美国核心通胀水平略有抬升.....	6
图 6: 美联储利率点阵图.....	6
图 7: 欧元区制造业 PMI 指数仍有反复.....	7
图 8: 欧元区投资者信心指数持续反弹.....	7
图 9: 法德十年期国债收益率持续反弹.....	7
图 10: 英国十年期国债收益率持续反弹.....	7
图 11: 欧元区核心通胀水平继续抬升.....	7
图 12: 欧元相对于美元保持坚挺.....	7
图 13: 制造业 PMI 指数变动趋势.....	8
图 14: 不同规模企业制造业 PMI 指数变动趋势.....	8
图 15: 制造业 PMI 指数历史趋势对比.....	8
图 16: 制造业 PMI 就业指数变动趋势.....	8
图 17: 制造业 PMI 生产及订单指数变动趋势.....	9
图 18: 制造业 PMI 库存指数变动趋势.....	9
图 19: 工业增加值同环比增速.....	9
图 20: 工业增加值当月同比（分类别）.....	9
图 21: 高新技术产业工业增加值当月同比.....	9
图 22: 重点行业工业增加值当月同比.....	9
图 23: 进出口累计同比增速.....	10
图 24: 当月贸易顺差.....	10
图 25: 进出口当月季调同比增速.....	10
图 26: 中国对主要国家与地区出口同比增速.....	10
图 27: 消费当月及累计同比.....	11
图 28: 城乡消费累计同比.....	11
图 29: 餐饮及零售累计同比.....	11
图 30: 实物商品网上零售同比.....	11
图 31: 固定资产投资同环比增速.....	12
图 32: 房地产投资累计同比.....	12
图 33: 基建投资累计同比.....	12
图 34: 重点行业固定资产投资累计同比.....	12
图 35: 房地产新开工和施工面积同比增速小幅回落.....	12
图 36: 土地购置面积同比虽有改善但仍为负增长.....	12
图 37: CPI 同比数据.....	13
图 38: CPI 环比历史对比.....	13
图 39: PPI 同环比数据.....	13
图 40: PPI 环比历史对比.....	13

图 41: 食用农产品价格指数.....	13
图 42: 猪牛羊价格周环比涨幅	13
图 43: CPI 能源同主要品类 CPI 走势对比.....	14
图 44: CPI 猪肉对 CPI 食品的脉冲影响	15
图 45: CPI 猪肉对 CPI 非食品的脉冲影响	15
图 46: 生猪进口同比大增	15
图 47: 生猪及能繁母猪存栏下降态势有所缓和.....	15
图 48: 财政支出同比增速	18
图 49: 税收及非税收入同比增速	18
图 50: 中央财政收支情况	18
图 51: 地方财政收支情况	18
图 52: 不同等级 5 年期企业债利差变动	19
图 53: 不同等级 5 年期城投债利差变动	19

随着全球范围内呵护政策的徐徐推进，虽然数据仍有反复，但是经济边际改善的迹象日渐增多。国内方面，随着逆周期政策的落地以及中美贸易争端的缓和，生产端改善明显，但是终端需求承压的态势尚未改观；特别进入 2020 年后，基数将令经济增速面临更大的下行压力，逆周期调节的诉求有增无减。

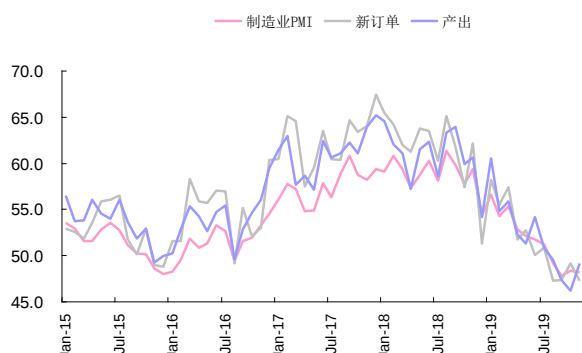
1. 欧美经济缓慢探底 政策呵护仍将延续

1.1 美国经济扩张仍承压 降息虽停宽松未止

美国制造业景气指数背离的态势仍在延续，其中 Markit 制造业 PMI 指数虽小幅回落，但仍处扩张区间，而 ISM 制造业 PMI 指数则震荡回落且收缩力度仍在强化；与此同时，消费增长动能也有所趋缓，11 月核心零售总额环比增长较 10 月回落 0.1 个百分点至 0.2%。然而值得欣慰的是，就业环境依旧良好，失业率维持低位，且时薪仍维持温和增长，这有利于消费者信心指数维持现有的较高水平。因此，美国经济增长虽有回落，但考虑到此前降息行为的提前应对、中美贸易争端缓和以及英国硬脱欧风险降低等因素支撑，美国经济尚无衰退风险，于是美联储委员们大多赞同维持现有的利率水平，12 月议息会议显示并无委员认为 2020 年有降息必要。

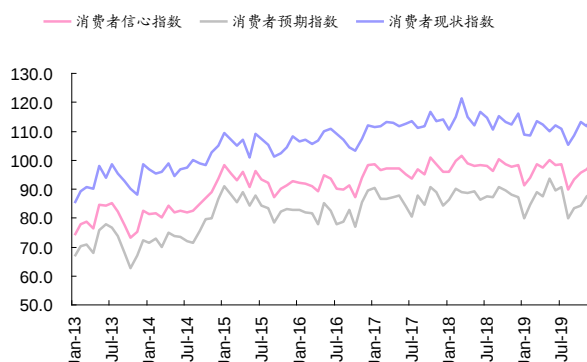
虽然利率环境有望维持现状，但是近年来持续扩张的财政赤字以及因 QE 而导致的金融市场杠杆率的抬升，维稳流动性则需要美联储做的更多，这也是美国重启债券购买的原因所在，美联储极力将其与 QE 划清界限的行为不会改变增加货币供给的实质效果。

图 1: 美国制造业 PMI 指数



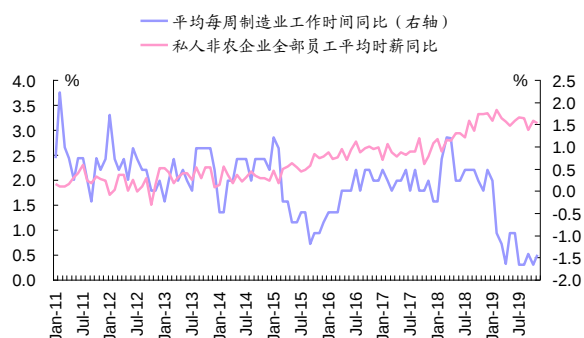
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 2: 美国消费者信心指数



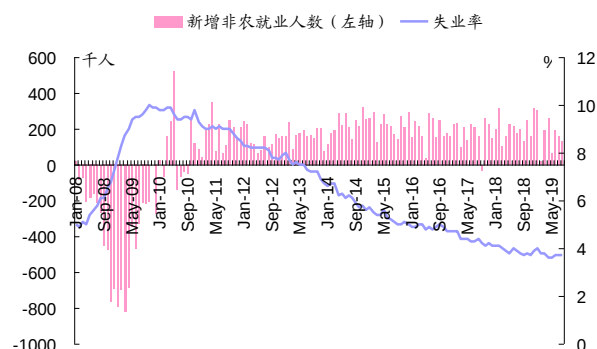
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 3: 美国私人非农企业员工工资涨势良好



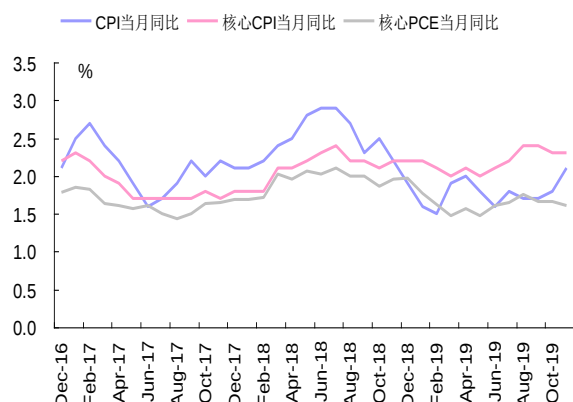
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 4: 美国失业率继续维持低位



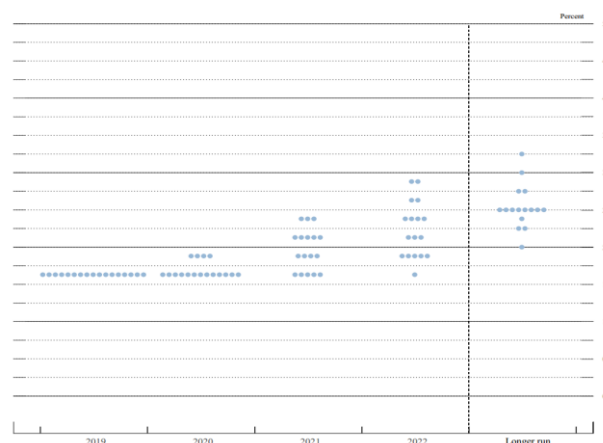
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 5: 美国核心通胀水平略有抬升



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 6: 美联储利率点阵图



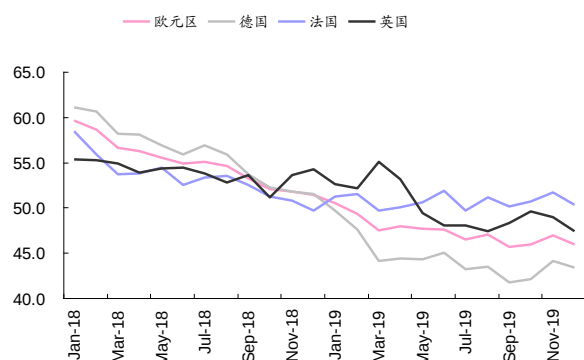
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

1.2 欧洲经济仍有反复 英国大选落下帷幕

持之以恒的货币宽松令欧洲经济终有些许改善，尽管这一改善仍多有反复，11 月刚有反弹的制造业 PMI 指数在 12 月重归回落，但是投资者信心指数的回升值得关注，这或许体现了区内企业对全球经济有望回暖的预期，而且通胀水平的小幅抬升也是良好的信号。

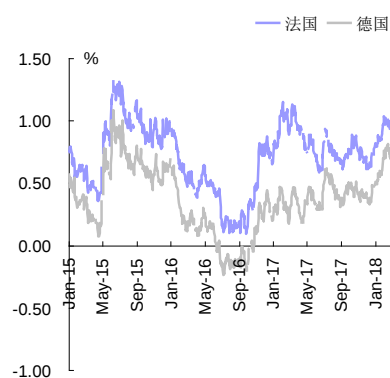
与此同时，英国大选落下帷幕，保守党在总统约翰逊带领下以明显优势获得胜利，且脱欧议案通过二读，以目前形势分析其通过三读成为法律的概率极高，欧元区面临的英国硬脱欧风险进一步回落，英国十年期国债收益率也在持续反弹之中。在欧元区经济初现改善迹象但仍有反复的情况下，政策的正向呵护仍不可避免，除继续保持宽松的货币政策加以刺激外，区内有关放松财政约束以加大刺激力度的呼声也日渐高企，2020 年欧元区的财政刺激或许是可期待的利好事件。

图 7: 欧元区制造业 PMI 指数仍有反复



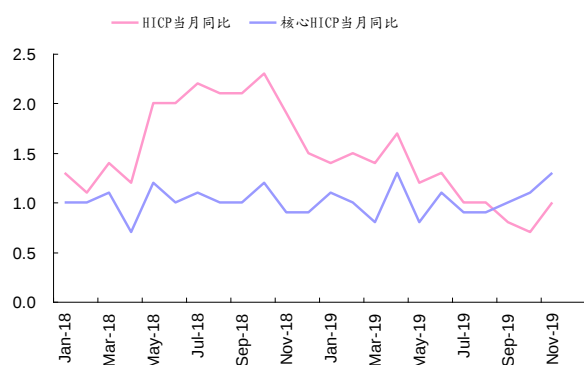
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 9: 法德十年期国债收益率持续反弹



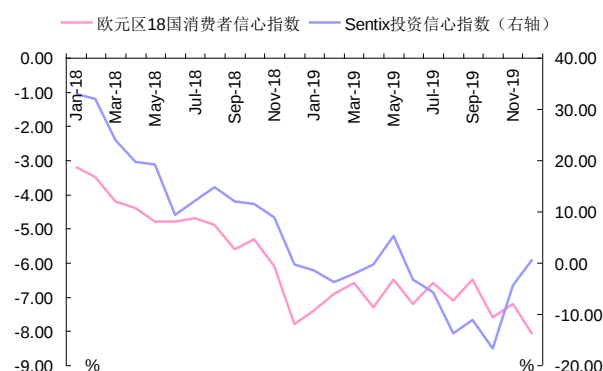
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 11: 欧元区核心通胀水平继续抬升



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 8: 欧元区投资者信心指数持续反弹



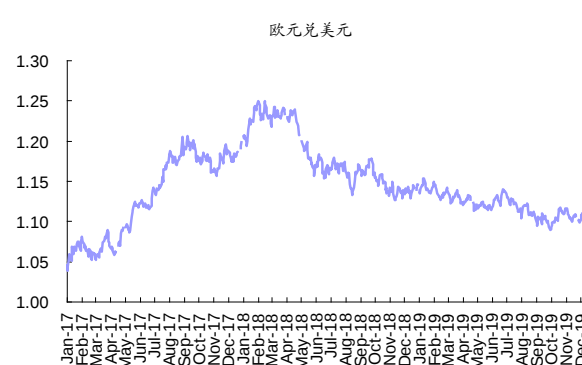
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 10: 英国十年期国债收益率持续反弹



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 12: 欧元相对于美元保持坚挺



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

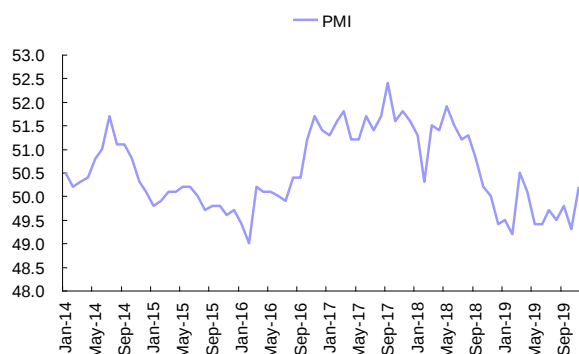
2. 生产端改善明显 需求端尚在等待

11 月在投资和消费增速稳中有降的情况下，生产动能明显恢复。一方面需求的改善尚不明显，仍需逆周期政策调节的徐徐推进，另一方面生产者预期已有明显改善，这既是对逆周期调控的应对，也是对中美贸易争端略趋缓和的反应。

2.1 景气再度回落 需求仍需呵护

11 月制造业 PMI 在连续 6 个月低于荣枯线后重回扩张区间，升至 50.2%，其中生产和新订单指数分别明显回升至 52.6% 和 51.3%，显示供需两端均有所改善，对比新订单和新出口订单可见内需依旧是需求改善的主力，而且 2019 年 11 月制造业 PMI 指数回升力度明显强于历史同期水平，这表明逆周期调节持续发挥作用，然而 PMI 就业指数却仍位于收缩区间，就业压力仍待改善。

图 13: 制造业 PMI 指数变动趋势



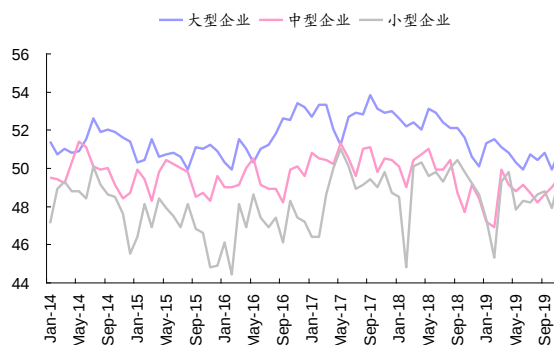
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 15: 制造业 PMI 指数历史趋势对比

— 2005 年以来平均 — 2008 年以来平均 — 2014 年以来平均 — 2019 年

55

图 14: 不同规模企业制造业 PMI 指数变动趋势



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 16: 制造业 PMI 就业指数变动趋势

— 从业人员

51

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_8134

