



## 冬日暖阳

# ——2019年12月宏观经济月报

■ 12月中美第一阶段贸易协议达成，中美贸易谈判还有多少个阶段仍是未知数，之后的议题对双方来说都将更具挑战性，中美贸易摩擦具有长期性。

谭卓

宏观经济研究所所长

☎: 0755-83167787

✉: zhuotan@cmbchina.com

■ 总体来看，11月经济数据显示生产有所回暖，投资增速保持稳定。前瞻地看，受今年季末冲高的规律与暖冬等因素影响，12月经济活动大概率继续保持当前势头。但一方面需要关注，工业生产的短期反弹依旧受上游与部分中游行业带动，中、下游行业的产趋势性回暖的势头不足。另一方面，需要关注消费增长乏力是目前经济增长面临的结构压力，汽车、家电、装潢等可选消费增长态势较为低迷，根据发改委近期发布的消息，后续汽车指标有望边际放松，消费增速或得到提振，发挥消费在国民经济中的“基础作用”。

步泽晨

宏观研究员

☎: 0755-83077970

✉: buzechen@cmbchina.com

■ 11月CPI通胀在食品项和非食品项涨幅的联合驱动下，保持了4.5%的高位，11月PPI同比-1.4%，较前值提升0.2个百分点。前瞻地看，受翘尾因素影响，后续CPI同比增速仍将维持高位。在低基数作用下，明年春节附近短期CPI同比增速或将突破5.0%，之后开始逐渐回落。在高基数的影响消退后，12月PPI同比增速仍将上行，但依旧难以走出通缩区间。2020年，在翘尾因素影响显著减弱下，PPI将在全球经济边际企稳的背景下实现弱复苏的走势。

王炳

宏观研究员

☎: 0755-83078057

✉: wbing@cmbchina.com

■ 11月信贷总量超季节性回升，在政策的大力支持下，新增企业贷款同比大幅高增1,030亿，表现强于季节性，成为推动信贷超预期的主要因素，且新增中长贷占比65%，结构持续优化。居民中长贷继续保持韧性。新增社融高于市场预期，表现总体强于季节性，主要受到信贷超预期增长以及非标边际修复推动。

韩剑

宏观研究员

☎: 0755-83283648

✉: hanjian\_work@cmbchina.com

■ 1-11月，受税收收入和土地出让收入回暖支撑，财政收入增速进一步企稳，按照中等口径（一般公共预算+政府性基金预算）计算的财政收入来看，增速已反弹至5.4%，较前10个月增加了0.4个百分点，而同口径的财政支出累计增速则下降至10.5%，较前十个月下降2.3个百分点，财政收支压力继续缓解。

杨薛融

宏观研究员

☎: 0755-83073988

✉: yangxuerong@cmbchina.com

■ 12月6日到12月10日，中央政治局会议和中央经济工作会议相继召开，“稳定”成为收官之年首要任务，包括“保持经济运行在合理区间”。中国经济“稳中向好、长期向好的基本趋势没有变”中央或淡化对明年经济增长“量”的要求，更注重经济增长的“质”以及结构上的平衡发展。“新发展理念”和“高质量发展”将成为明年经济工作的主题词。相应地，宏观政策也将更多立足全局和长远，更注重“在多目标中寻求动态平衡”。产业和区域等结构性政策将在经济工作中发挥更大的作用。部分地区的房地产政策或将面临边际松动。



## 目录

一、海外宏观：中美第一阶段贸易协议进展 .....	1
(一) 直接影响：美国对华平均关税降低 1.6 个百分点 .....	1
(二) 协议文本：共识和分歧 .....	2
(三) “第二阶段”磋商：更具挑战性 .....	4
(四) 结论：中美贸易摩擦仍具长期性 .....	4
二、实体经济：这个冬天不太冷 .....	5
(一) PMI：贸易摩擦缓和，供需边际回暖 .....	5
1. 制造业：供需均超季节性反弹 .....	5
2. 非制造业：受制造业带动景气度回升 .....	7
3. 结论：贸易摩擦缓和，供需边际回暖 .....	7
(二) 生产：宏观景气度回升、低基数叠加暖冬效应下回暖 .....	8
(三) 消费：物价上涨提振社零增速 .....	9
(四) 投资：基建支撑投资增速 .....	9
1. 房地产投资：建安投资小幅回落 .....	10
2. 基建投资：全口径基建投资增速向上反弹 .....	10
3. 制造业投资：持续筑底 .....	11
(五) 贸易：进口如期回升，出口不确定性仍存 .....	11
1. 出口：增速略低于预期，对美出口是主要拖累 .....	11
2. 进口：增速显著回升，农产品进口大幅增加 .....	12
3. 展望未来：贸易摩擦不确定性仍存 .....	13
(六) 物价：CPI 如期向上，PPI 触底回升 .....	13
1. CPI：食品通胀继续发酵 .....	13
2. PPI：石油驱动增速上行 .....	13
三、货币金融：“稳增长”持续发力 .....	15
(一) 信贷：总量超季节性回升，结构延续改善 .....	15
(二) 社融：信贷非标改善，直融继续收缩 .....	16
(三) 货币：M2-M1 剪刀差收窄 .....	17
(四) 前瞻：货币政策年内将保持定力，社融增速有望保持稳定 .....	18
四、财政：税收和土地收入回升缓解财政压力 .....	18
(一) 财政收入：税收和土地收入助力累计增速企稳 .....	18
(二) 财政支出：增速下滑，结构调整明显 .....	19
五、政策跟踪 .....	20
(一) 中央政治局会议：稳定收官 .....	20
1. 形势判断：短期承压、长期向好 .....	20
2. 2020 工作目标：“稳定”收官 .....	21
3. 宏观政策：强调政策效率 .....	21
4. 高质量发展：产业结构和区域政策 .....	21
(二) 中央经济工作会议：新百年，新发展 .....	22



---

1. 形势判断：“世界大变局”下的“三期叠加” .....	22
2. 工作目标：面向“新百年” .....	22
3. 重点工作：贯彻“新发展” .....	22
4. 宏观政策：财政“提质增效”，货币“灵活适度” .....	23
5. 高质量发展：双轮驱动与产业抓手 .....	23
6. 房地产：平稳健康发展 .....	23
7. 展望 2020：平稳收官，承前启后 .....	23



## 图目录

图 1: 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.....	1
图 2: 第三轮第一批 (1200 亿) 主要产品.....	2
图 3: 第三轮第二批 (1600 亿) 主要产品.....	2
图 4: 贸易摩擦后中国从美进口增速大幅降低.....	5
图 5: 美国对中国出口农产品金额大幅下降.....	5
图 6: 11 月采购经理人 (PMI) 指数.....	5
图 7: 制造业 PMI 改善体现为生产和需求双升.....	6
图 8: 11 月制造业 PMI 回升超出季节性.....	6
图 9: 外需边际企稳.....	6
图 10: 去库存趋势延续.....	6
图 11: 工业生产价格连续 2 个月回落.....	7
图 12: 非制造业景气度创今年 4 月以来的新高.....	7
图 13: 工业生产增速有所反弹.....	8
图 14: 制造业、采矿业增加值增速反弹显著.....	8
图 15: 社零名义增速有所反弹.....	9
图 16: 可选消费增速下滑显著.....	9
图 17: 固定资产投资增速保持平稳.....	10
图 18: 非民间投资增速显著下滑.....	10
图 19: 对美出口是出口增速的主要拖累项.....	12
图 20: 我国对东盟国家的出口增速保持高增速.....	12
图 21: 11 月我国对美进口显著回升.....	12
图 22: 制造业 PMI 连续六个月位于收缩区间.....	12
图 23: CPI 同比增速快速向上.....	14
图 24: PPI 同比增速触底反弹.....	14
图 25: CPI 食品项与非食品项同比增速均有提升.....	15
图 26: 能繁母猪存栏数量开始回升.....	15
图 27: 11 月信贷超季节性回升.....	16
图 28: 新增人民币贷款及构成.....	16
图 29: 新增居民贷款构成占比.....	16
图 30: 新增非金融企业贷款构成占比.....	16
图 31: 11 月新增社融季节性回升.....	17
图 32: 新增社融及构成.....	17
图 33: 11 月 M2-M1 剪刀差收窄.....	18
图 34: 社融存量与 M2 存量同比增速.....	18
图 35: 公共财政收入增速企稳迹象明显.....	19



---

图 36: 税收收入增速继续小幅反弹.....	19
图 37: 增值税累计同比增速下滑明显.....	19
图 38: 国有土地出让收入增速延续反弹.....	19
图 39: 公共财政支出增速继续下行.....	20
图 40: 能环保支出领跑各项财政支出增速.....	20



## 一、海外宏观：中美第一阶段贸易协议进展

12月13日，美国贸易代表办公室（USTR）发布关于“中美贸易协议的事实清单”；我国国务院新闻办公室举行了有关中美经贸磋商进展情况的新闻发布会，并发布《中方关于中美第一阶段经贸协议的声明》。影响如下：

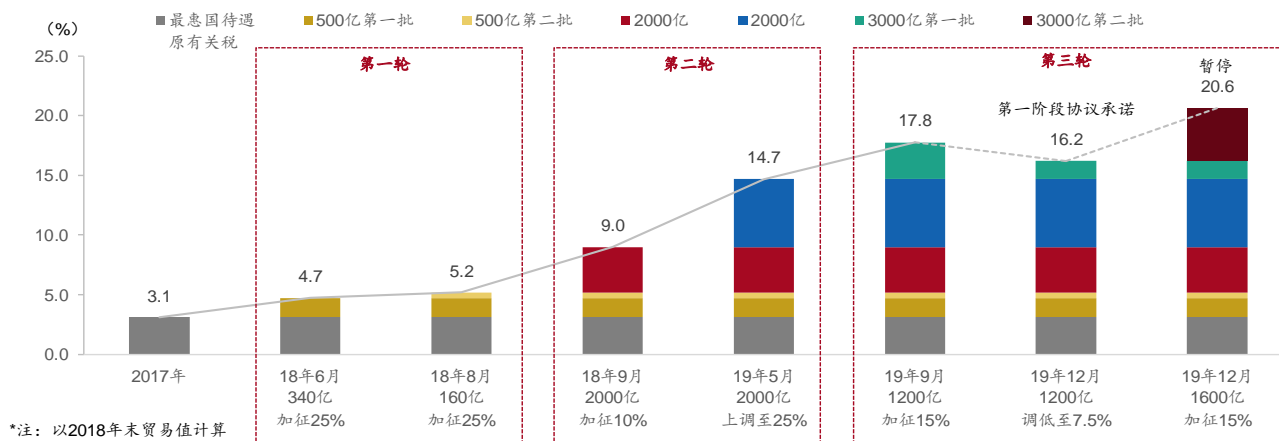
### （一）直接影响：美国对华平均关税降低 1.6 个百分点

自2018年3月以来，中美贸易摩擦已持续近22个月。期间美国对中国输美产品加征了三轮关税。2019年5月，在美国完成前两轮对共计2500亿美元的中国进口商品加征25%关税后，美国对华的平均关税已由2017年末的3.1%上升至14.7%。

2019年下半年来，美国启动了对华第三轮加征关税的程序，拟对中国输美剩余约3000亿美元商品中的部分，分两批加征15%的关税。其中对第一批1200亿美元商品加征的关税已于9月落地，对第二批1600亿美元商品加征的关税本拟于12月15日落地。若全部加征，美国对华商品的平均税率将达到20.6%。

图1：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

美从中国进口商品平均关税



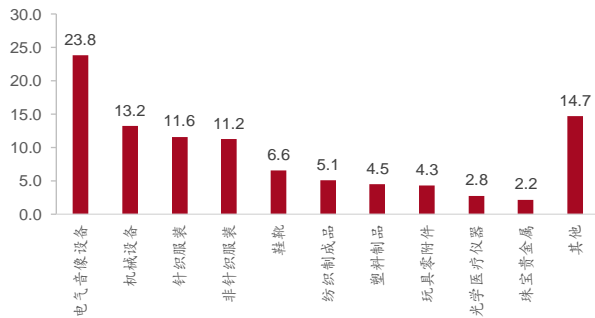
资料来源：PIIE、招商银行研究院

根据目前“第一阶段协议”的内容，美国前两轮对2500亿美元中国进口商品加征的25%关税将维持，而对9月1日起加征关税的1200亿美元产品的关税税率将从15%降低至7.5%。美国此次降低加征关税，将促进美国对华整体关税降低1.6个百分点至16.2%。这一降幅大幅低于市场此前预期。



图 2：第三轮第一批（1200 亿）主要产品

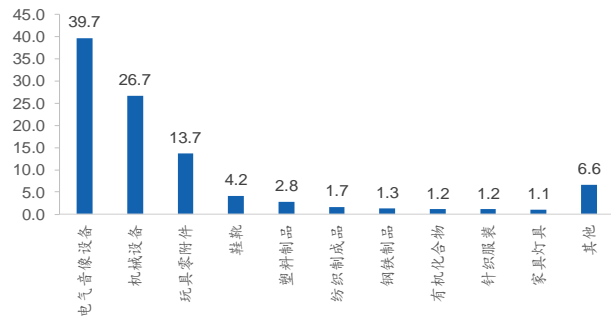
1200亿清单中各类产品占比



资料来源：wind、招商银行研究院

图 3：第三轮第二批（1600 亿）主要产品

1600亿清单中各类产品占比



资料来源：wind、招商银行研究院

## （二）协议文本：共识和分歧

第一阶段协议文本包括序言、知识产权、技术转让、食品和农产品、金融服务、汇率和透明度、扩大贸易、双边评估和争端解决、最终条款九个章节。我们注意到，中美双方表述的细节和侧重点均有所差异：

表 1：中美双方关于第一阶段协议文本的对比

	中方表述	美方表述
关税	<p><b>声明：</b> 美方将履行<b>分阶段取消对华产品加征关税</b>的相关承诺，实现加征关税由升到降的转变。</p> <p><b>发布会：</b> ①美方已经承诺将取消部分对华拟加征和已加征的关税，②并且会<b>加大对中国输美产品关税豁免的力度</b>，推动加征关税的趋势从上升转向下降。 ③中方也将相应考虑不实施原计划在 12 月 15 日生效的拟对美方进口产品加征关税措施。</p>	<p>美国将对大约 2500 亿美元的中国进口商品维持 25% 的关税，对大约 1200 亿美元的中国进口商品维持 7.5% 的关税。</p>
贸易及农产品	<p><b>声明：</b> 随着中国国内市场的扩大，中方企业<b>按照世贸组织规则和市场化的原则</b>，增加从包括美国在内的各国进口优质、有竞争力的产品和服务；</p> <p><b>发布会：</b> <b>产品：</b>①在能源、制成品、农产品、<b>医疗</b>、金融等领域扩大自美高品质产品和服务进口；②扩大国内需要的<b>先进技术设备和关键零部件</b>进口；③大幅度增加自美国农产品进口，如大豆、猪肉、禽肉、小麦、玉米、大米等；</p> <p><b>数量：</b>目前第一阶段协议文本正履行审核程序，</p>	<p>①中国承诺在未来两年内进口美国各种商品和服务，总额在中国<b>2017 年对这些商品和服务的年度进口额的基础上增加不低于 2000 亿美元</b>。</p> <p>②中国的承诺包括美国制造的各种产品、食品、农产品和<b>海产品</b>、能源产品和服务；</p> <p>③针对<b>美国农业和海鲜产品的众多非关税壁垒</b>将得到解决，包括肉类、家禽、海鲜、大米、奶制品、婴儿配方奶粉、园艺产品、动物饲料和饲料添加剂、宠物食品以及农业生物技术产品</p> <p>④中国对美国商品和服务进口的增加预计<b>将在 2021 年后的几年里继续保持</b>这一趋势。</p>



	涉及协议 <b>具体内容和数据</b> 今后再发布。	
知识产权 保护	<p><b>声明:</b> 强化知识产权保护,改善营商环境,扩大市场准入;</p> <p><b>发布会:</b> 中美在商业秘密保护、与药品相关的知识产权问题、<b>专利有效期延长</b>、地理标志、打击<b>电子商务平台上</b>存在的盗版和假冒、打击盗版和假冒产品的<b>生产和出口</b>、打击商标恶意注册,以及加强知识产权司法执行和程序等方面达成共识。</p>	知识产权章节涉及在商业秘密、与制药相关的知识产权、地理标志、商标以及打击盗版和假冒商品的执法等领域中存在的众多长期问题
技术转让	尚未披露更多信息	<b>有约束力和可执行的义务:</b> ①中国首次同意结束长期以来强迫或施压外国公司向中国公司转让技术并以此作为获得市场准入、行政审批或获得政府优势的条件的做法;②中国承诺在行政诉讼中提供透明、公平和正当程序,并在市场法则下进行技术转让和许可;③中国承诺不根据造成扭曲的产业计划,指导或支持旨在获取外国技术的对外投资。
汇率	尚未披露更多信息	①中国承诺避免 <b>竞争性贬值和(设置)汇率目标</b> ,②同时显著提高透明度,并提供问责和执行机制,③并确保中国不会利用汇率手段不公平地与美国出口商竞争。
金融	尚未披露更多信息	相关章节处理了美国金融服务提供商(银行、保险、证券和信用评级等)长期存在的贸易和投资壁垒,包括 <b>对外国股本限制和歧视性监管</b> 要求。
争端解决	尚未披露更多信息	在领导层级和执行层面建立了 <b>定期双边磋商机制</b> ;为处理与协议有关争端建立了 <b>强有力的程序</b> ,并 <b>允许每一当事方采取它认为适当的相应行动</b> 。

在降低关税方面,中美分歧可能体现在对“分阶段取消对华产品加征关税”的理解。中方明确要求美方进一步降低对华关税;但从美方角度来讲,在“第一阶段协议”达成后,特朗普对选民很大程度上已有“交待”。**除非获取更多**

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\\_8199](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8199)

