

保的不是6，是信心！  
——全面解读11月经济金融数据

恒大研究院研究报告

宏观研究

点评报告

2019/12/16

首席经济学家：任泽平

首席宏观研究员：罗志恒

✉ luozhiheng@evergrande.com

研究员：孙婉莹

✉ sunwanying@evergrande.com

研究员：华炎雪

✉ huayanxue@evergrande.com

事件：

11月规模以上工业增加值同比6.2%，预期5.2%，前值4.7%。

1-11月固定资产投资（不含农户）同比5.2%，预期5.2%，前值5.2%。

1-11月房地产开发投资同比10.2%，前值10.3%。

11月社会消费品零售总额同比8.0%，预期7.8%，前值7.2%。

11月社会融资增量1.75万亿元，前值6189亿元，去年同期1.6万亿元；11月货币供应量M2同比增长8.2%，前值8.4%，去年同期8.0%。

## 目录

|     |                                                            |    |
|-----|------------------------------------------------------------|----|
| 一、  | 核心观点：保的不是 6，是信心！减税降费降准降息，以“二次入世”勇气进一步推动改革开放....            | 4  |
| 二、  | 金融形势偏紧，流动性分层，中长期贷款占比下降.....                                | 18 |
| 三、  | 生产短暂回升至下半年高点，主要由地产投资韧性和基建上升带动，但内外需依旧疲软 .....               | 16 |
| 四、  | 固定资产投资累计增速与上月持平，房地产和制造业投资放缓，基建略反弹 .....                    | 8  |
| 五、  | 房地产融资全面收紧，销售低迷，房企加速施工抢销售回款.....                            | 9  |
| 六、  | 制造业投资低位筑底，高技术投资相对较快.....                                   | 10 |
| 七、  | 水利环保和水电燃气带动基建低位反弹，或因配套融资有所放松，地方财力不足、严控隐性债务限制基建反弹空间 .....   | 11 |
| 八、  | 消费受价格因素影响名义增速短期回升，实际增速仍低，未来受居民杠杆率高、收入下行、股市房市财富效应弱的抑制 ..... | 13 |
| 九、  | 出口下滑，进口因农产品采购增加及低基数略有改善，未来进出口因贸易摩擦缓和而改善但整体仍严峻              | 14 |
| 十、  | 拿掉猪以后都是通缩，核心 CPI 下滑，PPI 通缩持续.....                          | 19 |
| 十一、 | PMI 指数短期回升，受基建投资和圣诞海外订单推动.....                             | 20 |

## 图表目录

|                                           |           |
|-------------------------------------------|-----------|
| 图表 1: 2019 年 11 月新增社融结构 .....             | 18        |
| 图表 2: 2019 年 11 月金融机构新增信贷结构.....          | 18        |
| 图表 4: 11 月工业增加值增速回升 .....                 | 17        |
| 11 月房地产和制造业投资下滑, 基建投资略反弹.....             | 8         |
| 图表 5: 房地产投资下行, 销售延续降温 .....               | 10        |
| 图表 6: 土地购置面积仍为负增长 .....                   | 10        |
| 图表 7: 制造业投资持续低迷 .....                     | 11        |
| 图表 8: 高技术制造业保持高增长 .....                   | 11        |
| 图表 9: 11 月基建投资增速反弹 .....                  | 12        |
| 图表 10: 1-10 月 6 个省市财政收入累计增速转负 .....       | 错误!未定义书签。 |
| 图表 11: 11 月社会消费品零售总额短暂回升.....             | 13        |
| 图表 12: 我国居民杠杆率持续攀升, 挤压消费.....             | 14        |
| 图表 13: 11 月出口持续低迷, 进口同比由负转正.....          | 15        |
| 图表 14: 中美贸易摩擦关税事件梳理 .....                 | 16        |
| 图表 15: 11 月欧、日等经济体 PMI 略有回升, 但仍低于枯荣线..... | 16        |
| 图表 16: 猪肉价格继续拉动 CPI 上涨, 核心 CPI 下行 .....   | 20        |
| 图表 17: PPI 下滑拖累工业企业利润.....                | 20        |
| 图表 18: 11 月 PMI 指数分项一览 .....              | 21        |
| 图表 19: 11 月制造业 PMI 重回荣枯线上方.....           | 22        |

## 一、核心观点：经济形势严峻，保的不是6，是信心！减税基建降息降准，以第二次入世的勇气推动改革开放！

（一）中国经济持续下行的原因不在外部，在内部，保的不是6，是信心和希望！出路不是被动接受经济下行，而是主动改革开放！

当前中国经济持续下行主要不是外部因素（世界经济周期下行和中美贸易摩擦），而是内部因素；有潜在增长率因素，更有非正常因素，比如民营企业被误伤被歧视信心不足、地方政府约束多激励少积极性不够、国企改革涉及的深层次基本理论和认识问题与1998年前后差距较大方向不同、部分改革雷声大雨点小、有些政策一刀切不能实事求是因地制宜、对外开放进入行政垄断和意识形态的深水区、传统增长动力正在衰减而新增长动力尚待培育。

近期业内对是否应该“保6”争论较大，甚至还争论到中国经济潜在增长率是多少。潜在增长率不是固定的，而是取决于改革开放来释放增长潜力，取决于市场主体的积极性是否充分激发，企业家、地方政府的主观能动性是否充分调动。作者2010年就参与研究提出“增速换挡”，长期跟踪研究德日韩台增速换挡成功、拉美东南亚“掉入中等收入陷阱”，2014年提出“新5%比旧8%好”“改革牛”，2015年提出“经济L型”，2017年提出“新周期”（《参考译著《从奇迹到成熟——韩国转型经验》、专著《新周期——中国宏观经济理论与实战》、参著《中国经济增长十年展望（2013-2022）：寻找新的动力和希望》）。

我们认为应充分估计当前形势的严峻性，增强忧患意识和危机感，该出手了。当前保的不是6，保的是中国经济的信心和希望！保住企业家的信心和活力，保住地方政府的积极性！不要以为消耗改革开放40年的家底就是中国经济的韧性，不要等到信心磨没了、百业萧条、万马齐喑的时候再出手，要尽快通过市场化导向的新一轮改革开放激发万马奔腾！

预计中国经济将在2020年前后再下台阶，步入“5”时代。每个阶段的宏观经济形势都有一个主要矛盾，要抓主要矛盾，当前宏观经济形势的关键是经济下行压力持续加大，“拿掉猪以后都是通缩”，“不能为了一头猪牺牲整个国民经济”，要把稳增长放在更加重要的位置。短期经济的主要矛盾是总需求不足，需加强逆周期调节，财政、货币、汇率等政策协同发力，财政优于货币，货币优于汇率。长期矛盾是供给侧改革不到位、全要素生产率有待提高，以第二次入世的勇气，推动新一轮改革开放，通过市场化导向的改革开放释放微观主体活力，重振中国经济信心。

### （二）具体看，当前宏观经济呈现九大特点和趋势：

大部分统计数据反映的是过去，不是未来。做形势分析，不要做马后炮，要有前瞻性，要有框架和逻辑。市场分析更看重短期数据，我们认为更重要的是方向和趋势。11月的部分数据短期反弹，引发市场争论。我们认为，当前短期反弹的因素确实增加，但长期经济下行压力较大。短期反弹因素主要是外部中美达成第一阶段协议，降低了脱钩风险、部分稳定了预期，内部中央经济工作会议定调“稳字当头”，不谈去杠杆，财政货币政策将继续发力；但是，中美贸易摩擦只是缓和而非结束，仍存不确定性，

企业家信心、地方政府积极性和激励机制未根本好转，新一轮改革开放仍在攻坚克难。

11 月供需的反弹受基数和短期因素扰动，下行趋势未改变。生产的短暂上升是地产投资韧性和基建上升带动的水泥、钢材低库存背景下扩大生产；消费当月上升更多是价格因素，剔除价格后的实际增速与上月持平，仍为较低水平，更重要的是居民收入和边际消费倾向（社保等后顾之忧未解决）短期没有大幅改善；投资方面，房地产投资受融资紧缩、销售低迷、土地购置负增长影响大概率下行，基建投资将发力但反弹力度受举债终身追责等制约，制造业低位筑底；出口虽有利好，但全球经济下行，仍存不确定性。因此，我们认为要看趋势，而不是个别月份的反弹。

1、固定资产投资累计增速与上月持平，其中房地产投资继续放缓、制造业投资持续低迷，基建投资略有反弹。贸易摩擦缓和利好出口，但全球经济增长放缓、地产融资形势严峻、土地财政增速大幅下降和严控地方隐性债务等因素影响下，固定资产投资短期难起。1-11 月固定资产投资同比增长 5.2%，与 1-10 月持平，此前连续 4 个月回落；当月增速 5.2%，较 10 月回升 1.8 个百分点。其中，1-11 月房地产投资同比 10.2%，较 1-10 月下滑 0.1 个百分点，仍是投资最主要的支撑力量；制造业投资同比 2.5%，较 1-10 月下滑 0.1 个百分点，延续低迷；基建（含水电燃气）投资同比 3.5%，较 1-10 月上升 0.2 个百分点。同时，民间固定资产投资同比 4.5%，较 1-10 月回升 0.1 个百分点，此前连续 4 个月回落。

2、11 月房地产销售当月增速下滑，其中一线销售面积增速回升，主因融资收紧迫使房企降价促销回笼资金，二线及以下城市销售同比负增长，反映前期市场需求投资的结果。整体看，“房住不炒”基调下的“因城施策”可能使部分城市根据当地形势略放松限购、社保要求等，但融资形势决定了房地产销售仍将继续低迷。11 月当月房地产销售面积同比为 1.1%，较上月下滑 0.9 个百分点。分城市看，一线城市销售回升，11 月一线城市销售同比为 20.6%，较上月上升 7.9 个百分点，与房地产融资收紧背景下，房企降价加速推盘回款有关。二线城市销售同比为 -12.0%，较上月下滑 20.3 个百分点。三四线城市在过去两年快速增长后，面临需求透支和棚改红利衰退，市场下行压力较大。

11 月房企到位资金累计同比持平上月，但国内贷款、按揭贷款增速下滑，主要支撑仍是居民定金及预收款。1-11 月房地产到位资金累计同比 7.0%，与 1-10 月持平。其中，国内贷款累计同比 5.5%，较上月下滑 2.4 个百分点；当月同比为 -17.1%，较上月下滑 11.9 个百分点。个人按揭贷款累计同比 13.9%，较 1-10 月提高 0.2 个百分点；当月同比 12.2%，较上月下滑 6.4 个百分点。定金及预收款对房企资金的支撑地位突出，1-11 月累计同比 10.0%，较上月上升 0.6 个百分点；当月同比 15.4%，较上月回升 2.5 个百分点。

中央经济工作会议重申“房住不炒”，政策总体仍紧。房企融资全面收紧、销售降温、土地购置负增长，房地产投资后续将继续回落，但支撑力量是竣工加快和旧改，预计 2020 年地产投资增速在 6-7%。1-11 月房地产投资累计同比 10.2%，较 1-10 月下滑 0.1 个百分点；11 月当月同比 8.4%，较上月下滑 0.4 个百分点，体现政策偏紧下的投资缓慢回落。1-11 月新开工面积、施工面积累计同比分别为 8.6% 和 8.7%，较上月下滑 1.4 和 0.3 个百分点；11 月当月同比分别为 -2.9% 和 -2.6%，较上月下滑 26.1 和 22.8 个百分点。新开工和施工当月同比下滑，主要是 10 月新开工和施工明显增加对 11 月有所透支，累计看仍处抢开工抢销售回款阶段。1-11 月竣工面积累计同比 -4.5%，降幅较 1-10 月收窄 1.0 个百分点。竣工累计增速在下半年回升主要反映 2016 年前后的大批期房销售临近交房，是本月

投资的支撑。土地购置面积负增长，成交溢价率持续下滑，土地市场延续降温。1-11月土地购置面积累计同比-14.2%，降幅较上月收窄2.1个百分点，仍大幅负增长。据中指院数据，11月300城土地平均成交溢价率8%，较10月降低0.3个百分点，成交和溢价率均下跌反映地土地市场景气度持续低迷。

**3、基建低位反弹，主要是水利环保和水电燃气带动，或因配套融资有所放松，地方财力不足、严控隐性债务限制基建反弹空间。**1-11月基建投资（含水电燃气）累计增速为3.5%，较1-10月上升0.2个百分点；11月当月同比5.2%，较上月提高3.3个百分点。1-11月水电燃气投资累计同比3.6%，较上月提高1.7个百分点。国务院下调基建资本金比例，财政部提前下达1万亿新增专项债限额，中央经济工作会议强调发展新型基建，明年发挥基建稳投资作用。但是受到地方公共财政吃紧、土地财政大幅下降、配套融资缩紧、严控隐性债务的制约而反弹幅度有限。

**4、制造业投资延续低迷，高技术投资依然高增长。**1-11月制造业投资累计同比2.5%，较1-10月下滑0.1个百分点，延续低迷。高技术产业投资增长较快，1-11月高技术产业投资同比增长14.1%，快于全部投资8.9个百分点。中美贸易摩擦缓和利好出口和制造业投资，但全球经济下行、PPI通缩加剧、企业利润承压，企业中长期贷款占比仍偏低，制造业投资将延续低迷。中央经济工作会议强调增加制造业中长期融资，但信用分层现状仍难以改变。

**5、11月社会消费品零售总额名义增速同比暂时回升，主因价格因素，实际增速仍为2003年以来低值，内需疲软。未来消费受居民杠杆率高、收入下行、就业低迷、股市房市财富效应弱的抑制。**11月社会消费品零售总额名义增速8%，较上月回升0.8个百分点，但10月和11月名义增速平均值（7.6%）仍低；实际增速4.9%，与上月持平。“双十一”促销提振网上消费，但11月当月占1-11消费总额比重10.2%，与去年同期持平，表明“双十一”对总体消费提振作用不强，主要是对线下消费的挤出。1）受“双十一”优惠刺激，化妆品、服装消费同比分别为16.8%、4.6%，分别较上月上升10.6、5.4个百分点。2）必需消费品增速受价格上升影响，日用品、烟酒、饮料消费同比分别为17.5%、8.3%、13%，分别较上月变化5.5、3.9、3.5个百分点。汽车消费同比-1.8%，降幅较上月收窄1.5个百分点；剔除汽车后的消费同比9.1%，较上月回升0.8个百分点。

**未来消费难起：**1）经济下行、民营企业经营困难叠加贸易摩擦对中国出口部门冲击，就业形势严峻。11月PMI从业人员指数47.3%，位于十年来的较低水平；城镇调查失业率5.1%。2）居民人均可支配收入逐季下行，前三季度实际增速6.1%，较上半年下滑0.4个百分点，较一季度下滑0.7个百分点。3）中国居民部门杠杆率持续上升，2019年三季度已达56.3%，挤压消费。4）股市房市财富效应减弱，抑制消费。

**6、11月出口同比仍负增长，对欧美出口增速大幅下滑为主要拖累。**11月中国出口金额同比-1.1%，降幅较10月扩大0.3个百分点，分国家和地区看，对发达经济体和新兴经济体出口分化，对美国、欧盟、日本和加拿大出口维持较低增速，而对台湾、东盟、巴西和俄罗斯维持较高增速；其中，对美出口同比-23%，创1996年1月以来新低。进口增速由负转正，主因大幅增加采购农产品、汽车、集成电路及低基数效应。11月中国进口金额同比0.3%，较10月回升6.5个百分点。

**未来出口形势或因中美贸易摩擦缓和而略有改善，但整体形势依然严峻。**进口或因承诺大幅增加农产品如大豆、猪肉购买而有所好转，中国对美进口猪肉同比已从年初的负增长大幅上升到10月的13.5倍，但内需整体疲软，进口整体难以大幅改善。中美达成第一阶段贸易协议，避免了摩擦升级，短期看稳定了预期，对贸易利好，但出口仍有压力：一是全

球经济疲软，二是中美虽达成第一阶段协议，但还需走法律程序及签字，同时美方对全部取消对华关税，且美国对中国香港和新疆问题的干涉可能再度升级贸易摩擦，不确定性仍存。

7、受前期政策落地影响，11月金融数据短期回升，但10月和11月新增社融合计值与去年基本相当、M2回落，实体经济仍疲软，信用分层状况仍未改善，金融形势仍紧。11月新增社会融资规模1.75万亿元，同比多增1505亿元，存量社融增速10.7%。金融机构新增人民币贷款1.39万亿元，同比多增1387亿元。从社融结构来看，企业债券融资为主要拖累，专项债发行完毕，表内信贷是支撑社融的主要因素，但贷款结构依然不佳，银行中长期贷款投放意愿及企业融资需求仍然不强，中长期贷款占比占比30.3%，较10月下降3.2个百分点，考虑到中长期贷款中有地方融资平台置换隐性债务的因素，制造业和民企部门获得的中长期贷款规模少。M2增速8.2%，较10月回落0.2个百分点；M1同比增速3.5%，较10月回升0.2个百分点。

8、当前物价形势不是通胀，而是通缩，拿掉猪以后都是通缩。11月CPI同比上涨4.5%，较10月上升0.7个百分点，创2012年1月以来新高。食品方面，猪肉价格同比110.2%，带动食品价格同比大涨13.9%。非食品方面，11月非食品价格同比1.0%，较上月上升0.1个百分点；核心CPI同比上涨1.4%，较10月下降0.1个百分点。11月PPI同比下降1.4%，降幅较10月缩窄0.2个百分点，但环比由10月的0.1%降至-0.1%，价格绝对水平下降，通缩压力加大。当前应更关注通缩而非通胀风险，猪肉价格不应掣肘货币政策，应通过降准降息解决总需求不足、PPI下行、实际利率上升问题，通过通胀预期管理、财政定向补贴、增加生猪供应等解决CPI上行对低收入人群产生的负面影响。

9、PMI在连续6个月低于荣枯线后重回荣枯线上方，但这只是短期扰动而非趋势性变化，内外需疲弱并未根本性改变。11月制造业PMI指数50.2%，较上月上升0.9个百分点，主要是生产和新订单指数分项拉动，生产上升由短期需求上升带动。新出口订单上升主要源于海外圣诞节订单增加；进口指数上升反映内需上升，主要是房地产投资有韧性，暖冬天气延长施工时间，与建筑业高景气一致，季节因素并不可持续。同时，价格指数持续下行，通缩压力不减，企业经营利润持续下滑；产成品库存指数继续下行，经济仍处主动去库存周期。企业资金紧张问题仍较突出，反映资金紧张的企业比重为38.2%，高于上月1.5个百分点。

### （三）政策建议：财政优于货币，减税基建降息降准

我们建议2020年财政政策更积极，平衡财政转向功能财政，上调赤字率和专项债发行规模，赤字和专项债达到两个“3万亿”，支持减税和基建，放水养鱼，扩大内需。在货币政策效果有限的情况下，财政政策应承担更大责任，且财政政策是结构性政策，可以解决货币政策难以解决的结构性问题。

第一，适度扩大赤字尤其是中央财政赤字，赤字率可突破3%，赤字总额3万亿，为减税降费和增加支出稳基建腾出空间。

第二，增加专项债额度，从2019年的2.15万亿上调至3万亿。尽快修改地方债务终身追责，允许人口流入的都市圈和区域中心城市进行适度超前的基础设施投资。

第三，优化减税降费方式，从当前主要针对增值税的减税格局转为降低社保费率和企业所得税税率，提升企业获得感。

第四，增加国有企业利润上缴比例，避免财政收入增速下行背景下地方政府出现“乱收费”等恶化营商环境的行为。

第五，削减民生社保之外的开支，精简机构人员，优化支出结构，提高财政支出效率。

第六，改革财政体制，给地方放权，稳定增值税中央和地方五五分成，落实消费税逐步下划地方。

建议 2020 年货币政策进行正常的逆周期调节，不大水漫灌，该降息降息，通过小幅、高频、改革方式降息，引导实际利率下行。疏通利率的传导机制，改善流动性分层，消除所有制歧视，纠偏房地产融资过紧，对刚需和改善型需求给予重点保障，从宽货币转向宽信用。当前的物价形势是通缩而非通胀，拿掉猪价是通缩，尤其不能把当前经济形势界定为“滞胀”，当前并不具备全面通胀的基础。同时，不要把正常降准降息的宏观逆周期调节简单等同于大水漫灌。

我们都深爱这片土地，深爱这个国家，少谈些主义，多尊重市场经济规律，多研究些实际问题，多一些建设性。

## 二、固定资产投资累计增速与上月持平，房地产和制造业投资放缓，基建略反弹

固定资产投资累计增速与上月持平，其中房地产投资继续放缓、制造业投资持续低迷，基建投资略有反弹。1-11 月固定资产投资同比增长 5.2%，与 1-10 月持平，此前连续 4 个月回落；当月增速 5.2%，较 10 月回升 1.8 个百分点。

其中，1-11 月基建（不含水电燃气）投资同比 4.0%，较 1-10 月下滑 0.2 个百分点；基建（含水电燃气）投资同比 3.5%，较 1-10 月回升 0.2 个百分点；房地产投资同比 10.2%，较 1-10 月下滑 0.1 个百分点，仍是投资最主要的支撑力量；制造业投资同比 2.5%，较 1-10 月下滑 0.1 个百分点，延续低迷。同时，民间固定资产投资同比 4.5%，较 1-10 月回升 0.1 个百分点，此前连续 4 个月回落。

贸易摩擦暂缓利好出口，全球经济增长放缓、地产融资形势仍紧、土地财政增速大幅下降和严控地方隐性债务等因素影响下，固定资产投资短期难起。第一，中美就第一阶段经贸协议文本达成一致，贸易摩擦短期缓和，利好出口，同时 2019 年中央经济工作会议强调增加制造业中长期融资，打造先进制造集群，有利于制造业投资企稳回升，但全球经济下

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\\_8265](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8265)

