

2019 年 12 月 15 日

证券研究报告—宏观周报

宏观周报：经济工作会议“稳”基调，贸易协议终落地

◎投资要点：

证券分析师：刘思佳
执业证书编号：S0630516080002
电话：021-20333778
邮箱：liusj@longone.com.cn

相关研究报告

中美就第一阶段经贸协议文本达成一致。新华社消息，12月13日，经过中美两国经贸团队的共同努力，双方在平等和相互尊重原则的基础上，已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致。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。同时，双方达成一致，美方将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺，实现加征关税由升到降的转变。财政部副部长廖岷表示，取消关税是中方在经贸磋商中的核心关切，双方就此问题达成了一致。随着双方达成第一阶段协议，美方已经承诺将取消部分对华拟加征和已加征的关税，并且会加大对中国输美产品关税豁免的力度，推动加征关税的趋势，从上升趋势转向下降趋势。同时，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的措施。

经济工作会议“稳”基调。经济工作会议再次强调经济下行压力加大，2020年GDP目标增速可能下移。我们认为会议对稳增长仍有要求，预计明年实际GDP增速可能在6.0%左右。会议虽然仍然提出打好三大攻坚战，但提法顺序相对靠后，预计金融去杠杆2020年接近尾声，主要在于保持宏观杠杆率基本稳定。积极的财政政策结合稳定的货币政策挖内需。减税降费力度受财政收支影响力度可能略不如今年，财政发力点主要体现可能体现在专项债额度上。货币政策估计以稳健中性为主，更加注重调节流动性的松紧。对于房地产，目标由前几年的棚改转向老旧小区改造，强调房子是用来住的、不是用来炒的定位，预计房地产政策虽然边际上可能不会更紧，但短期刺激房地产市场来托底经济的可能性不大，房地产对经济的支撑力度仍然会下降。基建方向在补短板以及新基建。

11月金融数据略超季节性。企业贷款增加，信贷结构继续改善。11月，新增人民币贷款1.39万亿元，前值6613亿元，同比多增1400亿元，环比多增7287亿元。社融季节性回升，人民币贷款继续同比多增，非标融资拖累继续减少，支撑社融增速。11月，新增社会融资规模1.75万亿元，前值6189亿元，同比多增1505亿元，环比多增1.14万亿元。11月末，M2同比增长8.2%，前值8.4%。M1同比增长3.5%，前值3.3%。总的来看，虽然当月信贷增长有企业短期贷款的贡献，但整体贷款结构仍有改善，表明企业的融资需求有一定的回升。在整体货币政策上，通胀高企虽然主要由于猪价上涨，未能形成全面通胀，但不排除仍会货币政策有小幅的约束。明年整体货币政策大概率仍然维持稳健略宽松，进一步降准以及降息，可能在一季度之后。

CPI、PPI双双上升。11月，CPI当月同比4.5%，前值3.8%；环比0.4%，前值0.9%；PPI当月同比-1.4%，前值-1.6%；环比-0.1%，前值0.1%。整体来看，猪肉价格上涨幅度放缓，但去年同期基数较低，以及今年春节错位影响，12月至明年1季度CPI可能继续上行突破5%之后回落，明年1季度可能是CPI的年内高点。PPI11月可能已是近期底部，明年PPI将企稳回升。

正文目录

1. 最新资讯	4
1.1. 中美就第一阶段经贸协议文本达成一致	4
1.2. 国常会：通过《外商投资法实施条例（草案）》	4
1.3. 证监会：加快推进资本市场全面深化改革落实落地	5
1.4. 银保监会：对影子银行业务进行一致性、穿透式、全覆盖监管	5
1.5. 保守党赢得英国大选，议会席位超半数	5
1.6. 美联储维持联邦基金利率不变	5
1.7. 多个世贸组织成员对上诉机构“停摆”表示失望	6
1.8. 美国众议院司法委员会投票通过弹劾特朗普条款	6
2. 宏观点评	7
2.1. 经济工作会议“稳”基调	7
2.2. 11月金融数据略超季节性	7
2.3. 进口率先回升，出口可能维持低位	9
2.4. CPI、PPI 双双上升	9
3. 经济增长	11
4. 通货膨胀	12
5. 流动性	14
6. 下周将公布的重要经济数据及财经大事	16

图表目录

图 1 (M1 和 M2 同比增速, %)	8
图 2 (新增人民币贷款及各项贷款余额同比, 亿元, %)	8
图 3 (新增社会融资总量及同比变化, 左: 亿元, 右: %)	8
图 4 (社会融资规模存量占比, %)	8
图 5 (进出口总金额与贸易差额, 亿美元、%)	9
图 6 (出口和进口金额同比增速, %)	9
图 7 (CPI 同比和环比增速, %)	10
图 8 (食品和非食品 CPI 同比增速, %)	10
图 9 (PPI 同比和环比增速, %)	10
图 10 (生产资料和生活资料价格同比增速, %)	10
图 11 (30 大中城市: 商品房成交面积, 万平方米)	11
图 12 (6 大发电集团日均耗煤量, 万吨)	11
图 13 (高炉开工率, %)	11
图 14 (中国公路物流运价指数, 点)	11
图 15 (波罗的海干散货指数 BDI, 点)	12
图 16 (中国出口集装箱运价指数, 点)	12
图 17 (猪肉平均批发价, 元/公斤)	12
图 18 (农产品批发价格 200 指数, 2015 年=100)	13
图 19 (菜篮子产品批发价格 200 指数, 2015 年=100)	13
图 20 (螺纹钢期货收盘价, 元/吨)	13
图 21 (环渤海动力煤 Q5500K 综合平均价格指数, 元/吨)	13
图 22 (水泥价格指数, 点)	13
图 23 (上期有色金属指数, 2002 年 1 月 7 日=1000)	13
图 24 (公开市场货币净投放累计, 亿元)	14
图 25 (公开市场货币净投放, 亿元)	14

图 26 (存款类机构质押式回购加权利率隔夜, %)	14
图 27 (存款类机构质押式回购加权利率隔夜 7 天期, %)	15
图 28 (中债国债到期收益率 10 年期, %)	15
表 1 下周将公布的重要经济数据及财经大事	16

1. 最新资讯

1.1. 中美就第一阶段经贸协议文本达成一致

新华社消息，12月13日，经过中美两国经贸团队的共同努力，双方在平等和相互尊重原则的基础上，已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致。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。同时，双方达成一致，美方将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺，实现加征关税由升到降的转变。

中方认为，中美两国作为全球最大经济体，处理两国经贸关系必须从大局出发，达成经贸协议有利于中美两国人民和世界人民的根本利益，将在经贸、投资、金融市场等方面产生积极效应。本协议总体上符合中国深化改革开放的大方向，以及自身推动经济高质量发展的内在需要。协议相关内容的落实，将有助于强化知识产权保护，改善营商环境，扩大市场准入，更好维护包括外国企业在内的各类企业在华合法权益，也有利于保护中方企业在对美经贸活动中的合法权益。随着中国国内市场的扩大，中方企业按照世贸组织规则和市场化、商业化原则，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，有助于顺应国内消费升级的趋势，满足人民日益增长的美好生活需要。本协议有利于中美两国加强经贸领域的合作，有效管控和解决经贸领域的分歧，促进中美经贸关系稳定发展。在当前全球经济面临下行压力的背景下，本协议有利于增强全球市场信心，稳定市场预期，为正常的经贸和投资活动创造良好环境。

双方约定，下一步双方将各自尽快完成法律审核、翻译校对等必要的程序，并就正式签署协议的具体安排进行协商。

而在前一天（12月12日）美国总统特朗普已经对外透露，即将与中国达成第一阶段贸易协议，避免原定于12月15日对中国商品加征新一轮关税；而美国谈判代表提议将现有对3600亿美元中国商品的关税税率降低最多50%。

对此，财政部副部长廖岷表示，取消关税是中方在经贸磋商中的核心关切，双方就此问题达成了一致。随着双方达成第一阶段协议，美方已经承诺将取消部分对华拟加征和已加征的关税，并且会加大对中国输美产品关税豁免的力度，推动加征关税的趋势，从上升趋势转向下降趋势。同时，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的措施。

1.2. 国常会：通过《外商投资法实施条例（草案）》

国务院总理李克强12月12日主持召开国务院常务会议，通过《中华人民共和国外商投资法实施条例（草案）》，实化促进和保护外商投资的措施；部署推动进一步降低小微企业综合融资成本。

会议指出，明年实现普惠小微贷款综合融资成本再降0.5个百分点，贷款增速继续高于各项贷款增速，其中5家国有大型银行普惠小微贷款增速不低于20%。为此要疏通货币政策传导机制，清理减少融资各环节收费，支持银行增加制造业中长期贷款、发展便利续贷业务和信用贷款，将小微企业贷款享受风险资本优惠权重的单户贷款额度上限由500万元提至1000万元，将政府性融资担保和再担保机构平均担保费率逐步降至1%以下，确保解决小微企业融资难融资贵有明显进展。

1.3.证监会：加快推进资本市场全面深化改革落实落地

12月13日，证监会党委书记、主席易会满主持召开党委（扩大）会议，传达学习中央经济工作会议精神，并就证监会系统贯彻落实工作进行部署。会议要求，加快推进资本市场全面深化改革落实落地，坚守科创板定位，加快推进创业板改革并试点注册制，深化新三板改革，促进健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系。强化对股票质押、债券违约、私募基金等重点领域风险的防范化解，努力维护资本市场平稳运行。

1.4.银保监会：对影子银行业务进行一致性、穿透式、全覆盖监管

12月13日，银保监会党委书记、主席郭树清同志主持召开党委扩大会议，传达学习中央经济工作会议精神，研究部署贯彻落实措施。会议要求，持续加大不良资产核销力度，对影子银行业务进行一致性、穿透式、全覆盖监管，坚决清理整顿各类假创新、伪创新；持续推进网络借贷等互联网金融风险整治，坚决遏制非法集资等非法金融活动高发势头。

1.5.保守党赢得英国大选，议会席位超半数

据澎湃新闻消息，英国大选最新计票结果显示，现任首相约翰逊领导的保守党赢得大选。据英国广播公司（BBC）的消息，截止当地时间12月13日凌晨5时09分（北京时间13时09分），英国议会下院选举的正式计票结果显示，现任首相鲍里斯·约翰逊领导的保守党获得331席，已超过议会总席位650席的半数，赢得此次大选。计票工作目前仍在进行中，将于当地时间13日晚些时候全部结束。

当地时间12日晚，英国广播公司、天空电视台等主流媒体委托进行的投票站出口民调显示，在英国议会下院全部650个席位中，保守党有望获得368席，反对党工党可能获得191席。

1.6.美联储维持联邦基金利率不变

新华社消息，美国联邦储备委员会12月11日宣布将联邦基金利率目标区间维持在1.5%至1.75%不变，符合市场普遍预期。美联储当天在结束为期两天的货币政策例会后发表声明说，10月份以来的信息显示，美国就业市场保持强劲，经济活动温和扩张，失业率保持在较低水平。尽管家庭消费强劲增长，但企业固定投资和出口仍然疲软。最近12个月里，美国整体通胀率以及剔除食品和能源价格后的核心通胀率均低于2%。声明说，美联储当前的货币政策立场是合适的，能够支撑美国经济持续扩张、就业市场强劲增长以及通胀水平处于“对称性的2%目标”附近。

美联储当天发布的季度经济预测显示，今明两年联邦基金利率预期中值均为1.6%，低于9月份公布的预期中值1.9%。同时，美国今明两年经济增长预期中值分别为2.2%和2%，与9月份公布的预期中值一致。美联储声明还说，在确定未来利率调整的时机和幅度时，美联储将对照充分就业和对称性的2%通胀率这两个目标评估现有和预期经济状况，并考虑就业市场状况、通胀压力和通胀预期指标、金融市场和国际经济等一系列因素。

1.7.多个世贸组织成员对上诉机构“停摆”表示失望

为期两天的世界贸易组织总理事会会议 10 日结束。多个世贸组织成员在会议中对美国滥用“一票否决”机制导致世贸组织上诉机构“停摆”表示失望。

在 9 日的会议上，现任世贸组织争端解决机构主席、新西兰驻世贸组织大使戴维·沃克提交了一份关于改进上诉机构运作的总理事会决议草案。但美方仍以“成员对美方关切的理理解并不统一”为由拒绝通过决议草案，这令阻止上诉机构陷入“停摆”的最后希望落空。

自 2017 年美国新政府上任以来，美国以上诉机构存在多项“体制性”问题为由，频频阻挠上诉机构新法官的遴选程序。随着 9 日决议草案未能通过，有着国际贸易“最高法院”之称的上诉机构自 11 日起将因只剩一名法官而无法受理新案件，遭遇世贸组织成立近 25 年来的首次“停摆”危机。

对此，中国常驻世贸组织代表张向晨说，世贸组织成立 25 年来，争端解决机制发挥了重要作用。专家组和上诉机构就 200 多个争端做出裁决，多数得到顺利解决。作为卓有成效的世贸组织贸易争端解决机制的重要组成部分，上诉机构将暂时停止运转。这毫无疑问是世贸组织成立以来多边贸易体制遭受到的最沉重打击。

张向晨说，当前全球化遭遇的逆流，不可能不反映到多边贸易体制当中来。但出乎意料的是，一个成员一意孤行就可以使上诉机构瘫痪，这反映了多边贸易体制的脆弱性。对于世界贸易秩序来说，上诉机构瘫痪可能带来不可弥补的损害和难以预料的后果。

1.8.美国众议院司法委员会投票通过弹劾特朗普条款

当地时间 12 月 13 日上午，美国众议院司法委员会投票表决通过针对总统特朗普的两项弹劾条款。

美国众议院司法委员会 10 日公布了针对特朗普的两项弹劾条款，即滥用职权和妨碍国会调查。美国媒体分析称，美国众议院民主党人正加速推进弹劾特朗普，预计 12 月 20 日前众议院将举行全院投票表决。

2. 宏观点评

2.1. 经济工作会议“稳”基调

12月10日-12日，中央经济工作会议在北京举行，会议定调明年经济工作总基调。

会议强调，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”镜像持续深化，经济下行压力加大。经济工作会议再次强调经济下行压力加大，2020年GDP目标增速可能下移。但同时指出，明年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，要实现第一个百年奋斗目标，为“十四五”发展和实现第二个百年奋斗目标打好基础，保持经济运行在合理区间。我们认为会议对稳增长仍有要求，预计明年实际GDP增速可能在6.0%左右。

会议虽然仍然提出打好三大攻坚战，但提法顺序相对靠后，相三大攻坚战来说，更需要做到的是稳增长，推动高质量发展。而在三大攻坚战中，脱贫和污染防治放在前两位，金融防风险重要性可能略下降，预计金融去杠杆2020年接近尾声，主要在于保持宏观杠杆率基本稳定。

积极的财政政策结合稳定的货币政策挖内需。积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生。减税降费力度受财政收支影响力度可能略不如今年，财政发力点主要体现可能体现在专项债额度上。稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。要深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。货币政策估计以稳健中性为主，更加注重调节流动性的松紧。

对于房地产，目标由前几年的棚改转向老旧小区改造，强调房子是用来住的、不是用来炒的定位，预计房地产政策虽然边际上可能不会更紧，部分房价涨幅压力不大的城市可能政策略有放松，但因城施策方向不变，地产投资可能仍有韧性，但短期刺激房地产市场来托底经济的可能性不大，房地产对经济的支撑力度仍然会下降。

基建方向在补短板以及新基建。会议提出加强战略性、网络型基础设施建设，推进川藏铁路等重大项目建设，稳步推进通信网络建设，加快自然灾害防治重大工程实施，加强市政管网、城市停车场、冷链物流等建设，加快农村公路、信息、水利等设施建设。专项债额度扩大，将对基建增速形成一定支撑。

2.2.11 月金融数据略超季节性

企业贷款增加，信贷结构继续改善。11月，新增人民币贷款1.39万亿元，前值6613亿元，同比多增1400亿元，环比多增7287亿元。当月同比贡献较多的主要是企业贷款，短期及中长期贷款均同比多增，而票据融资仍然形成同比拖累。分部门看，居民户贷款增加6831亿元，其中，短期贷款增加2142亿元，中长期贷款增加4689亿元。居民短期贷款同比少增27亿元，消费贷增长总体可控，居民短期贷款连续5个月同比少增；房贷增长相对稳定，同比多增298亿元。非金融性公司及其他部门贷款当月新增6794亿元，同比多增1030亿元，其中短期贷款增加1643亿元，同比多增1783亿元，中长期贷款增加4206亿元，同比多增911亿元，票据融资增加624亿元，同比少增1717亿元，企业短期贷款及中长期贷款超季节性增加，而票据融资形成拖累。非银行业金融机构增加274亿元，

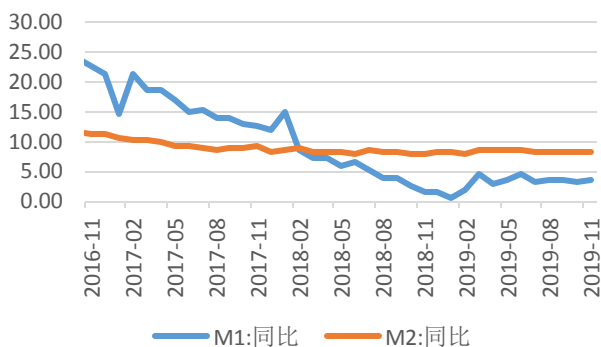
同比少增 3 亿元。月末人民币贷款余额 151.97 万亿元，同比增长 12.4%，增速持平上月，总体来看企业贷款结构继续改善。

社融季节性回升，人民币贷款继续同比多增，非标融资拖累继续减少，支撑社融增速。11 月，新增社会融资规模 1.75 万亿元，前值 6189 亿元，同比多增 1505 亿元，环比多增 1.14 万亿元。11 月末，社会融资规模存量为 221.28 万亿元，同比增长 10.7%，增速小幅回落 0.03 个百分点。其中，新增人民币贷款 1.36 万亿元，同比多增 1298 亿元。新增非标融资当月-1061 亿元，同比 843 亿元。新增企业债券 2696 亿元，同比少增 1222 亿元，拖累当月社融增长；地方政府专项债当月减少 1 亿元，同比 330.9 亿元；股票融资当月新增 524 亿元，同比多增 324 亿元。

M2 增速小幅回落。11 月末，M2 同比增长 8.2%，前值 8.4%。M1 同比增长 3.5%，前值 3.3%。当月居民存款同比少增、企业存款、非银金融机构存款同比多增、财政存款同比少减。故 M2 增速小幅回落，M1 增速小幅回升，企业流动性小幅改善。

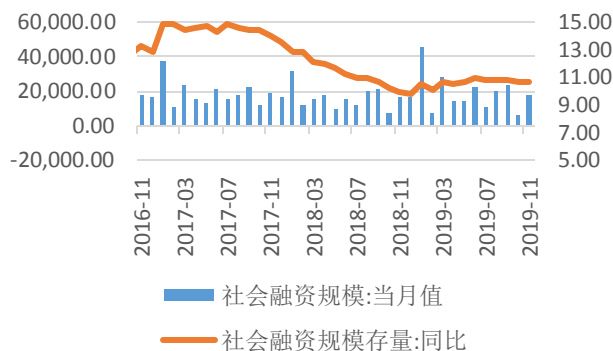
总的来看，虽然当月信贷增长有企业短期贷款的贡献，但整体贷款结构仍有改善，表明企业的融资需求有一定的回升。主要由于短期 PPI 可能见底，企业利润增速可能已临近拐点，需求有弱企稳的可能。同时明年专项债额度已提前下达，较去年同期有所增加，可能会支撑一季度社融增速。在整体货币政策上，通胀高企虽然主要由于猪价上涨，未能形成全面通胀，但不排除仍会货币政策有小幅的约束。明年整体货币政策大概率仍然维持稳健略宽松，进一步降准以及降息，可能在一季度之后。

图 1 (M1 和 M2 同比增速, %)



资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

图 2 (新增人民币贷款及各项贷款余额同比, 亿元, %)



资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

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_8337

