

分析师: 王哲

执业证书编号: S0730516120001

wangzhe@ccnew.com 021-50586798

研究支持: 白江涛

baijt@ccnew.com 021-50586982

12 月政治局会议提前部署明年 经济任务

——宏观专题

证券研究报告-宏观点评

发布日期: 2019 年 12 月 07 日

相关研究

- 1 《宏观报告: 下行周期嵌套叠加明斯基效应, 决胜之年期待逆周期政策拨云见日-宏观定期》 2019-12-02
- 2 《宏观报告: CPI 再超预期, 货币政策展现定力-宏观点评》 2019-11-10
- 3 《宏观报告: 金融委疏通信用渠道, 扩展中小银行资金来源-宏观专题》 2019-11-08
- 4 《宏观报告: 央行试探性降息, 意在预期引导-宏观专题》 2019-11-06
- 5 《宏观报告: 应对百年不遇之大变局, 19 届四中全会指明发展方向-宏观政策解读》 2019-11-01

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

数据:

12 月 1 日统计局公布财新 PMI 数据 51.8%(前值 51.7%), 11 月 30 日发布中采制造业 PMI 报 50.2%(前值 49.3%); 非制造业商务活动指数报收 54.4%(前值 52.8%); 综合 PMI 报 53.7%(前值 52%)。

事件:

中共中央政治局 12 月 6 日召开会议, 分析研究 2020 年经济工作; 听取中央纪律检查委员会工作汇报, 研究部署 2020 年党风廉政建设和反腐败工作。中共中央总书记习近平主持会议。

观点:

- 基本面边际修复: 生产端改善, 主因是积极财政预期和上游基建大宗商品价格修复, 供给修复, 价格提振诱发补库带动上游企业增产。需求端仍弱, 虽有电商节和圣诞节带来节日效应, 但季节性效果释放后, 消费能否持续企稳, 仍有待进一步观察。1-10 月规模以上工业企业利润累计增速跌幅扩大, 也是市场对生产修复能否持续的疑虑之一。
- 政策面展现定力: 四季度迫切政策对冲兜底, 11 月 13 日召开的国务院常务会议决定, 降低部分基础设施项目最低资本金比例 5%, 预计减少资本金 6417 亿; 12 月 7 日央行开展 MLF 操作 3000 亿, 量增价不减, 释放 1125 亿元, 1 年期利率保持 3.25% 不变。主要为补充跨年的资金缺口, 保持货币充裕。在稳定民生保障上, 11 月开始猪价回落, 生猪与能繁母猪的存栏环比修复, 通胀压力减弱。正与 12 月政治局会议的精神一致, 即: 加强逆周期调节, 保障完成明年经济工作目标。
- 外部环境仍旧复杂: 一是, 上周原油价格延续修复上行, 抬升大宗商品价格指数, 黄金价格修复 1480 美元每盎司附近, 12 月 3 日, 特朗普表示并不急于解决全球范围内的贸易纷争问题, 宣布对巴西和阿根廷开征钢材关税, 威胁对法国进行贸易报复, 对华不介意大选后再重谈协议, 全球贸易环境预期急转直下; 二是, 中美关系变数增多, 香港人权法后, 又提涉疆人权, 中美战略、金融、科技、人权等多领域存在对抗风险; 三是, 上周五公布的数据显示 11 月美国新增非农就业 26.6 万, 创下 1 月以来最高增幅。薪资增速超过市场预期, 消费者信心也有所升高, 美联储降息必要性下降。

风险提示: 经济增速下行过快; 监管趋严超预期; 中美关系多变

内容目录

1. 超预期：PMI 数据转扩，经济能否持续改善仍需观察.....	3
2. 高频数据反映生产修复，工业企业利润增速或底部企稳	4
3. 12 月政治局会议提前部署明年经济工作，提振“稳增长”信心	6
4. 对策与建议	8

图表目录

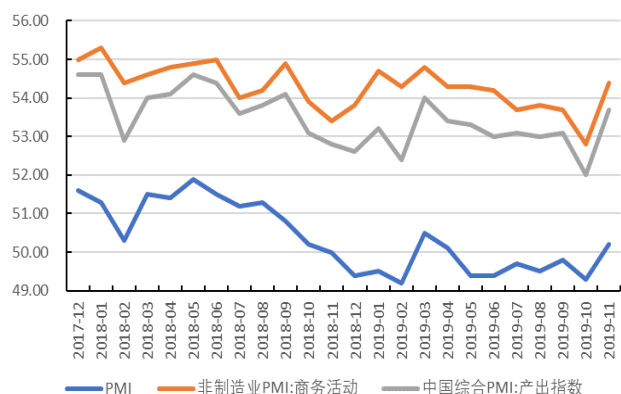
图 1: 11 月主要景气度指标整体修复	3
图 2: 11 月生产与需求改善	3
图 3: 11 月新出口订单指数延续回升	3
图 4: 11 月国际主要国家 PMI 弱势修复	3
图 5: 基建预期提振，11 月生产改善源于上游补库.....	4
图 6: 价格存在传导时滞，短期需求仍弱不支撑价格	4
图 7: 高炉开工率 10 月起至今延续回暖.....	4
图 8: 11 月-12 月初 6 大发电厂日均耗煤持续改善.....	4
图 9: 11 月钢材价格上涨，重点企业日均产能修复.....	5
图 10: 11-12 月初水泥价格抬升稳，行业指数上行.....	5
图 11: 上周原油延续修复，助力大宗价格反弹	5
图 12: 美元指数 11 月中枢下移，金价震荡修复	5
图 13: 1-10 月工业企业利润累计增速跌至低位	6
图 14: 就业增速缓慢修复.....	6
图 15: 猪周期与中长期贷款利率波动由同向转化分化	8
表 1: LPR 形成机制报价发布以来的中短期利率工具波动	7

1. 超预期：PMI 数据转扩，经济能否持续改善仍需观察

11 月中采制造业 PMI 报 50.2%(前值 49.3%);非制造业商务活动指数报收 54.4%(前值 52.8%);综合 PMI 报 53.7%(前值 52%)。分类看: PMI 生产指数 52.6%(前值 50.8%);新订单指数为 51.3%(前值 49.6%);新出口订单 48.8%(前值 47.0%);进口 49.8%(前值 46.9%);出厂价格指数 47.3%(前值 48%);原材料库存指数为 47.8%(前值 47.4%)。

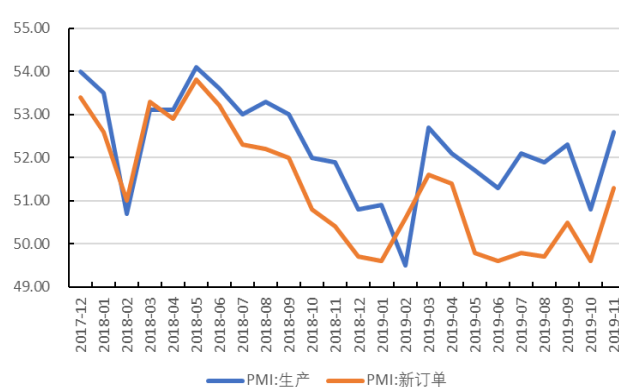
内需方面: 11 月中采制造业 PMI 修复,主因是积极财政预期和上游基建大宗商品价格修复,生产端改善,价格提振或诱发补库带动上游需求;11 月 PMI 较前值升 0.3 个百分点,结构上:供需之差仍大,需求相对较弱,电商节提振具有阶段性作用。生产(荣枯线上)优于需求(转扩张),但考虑到工业企业利润仍低,仅靠基建预期和价格修复因素不能论断景气度的真正拐点已经到来,需求的持续改善是最终的动力。

图 1: 11 月主要景气度指标整体修复



资料来源: 中原证券, wind

图 2: 11 月生产与需求改善

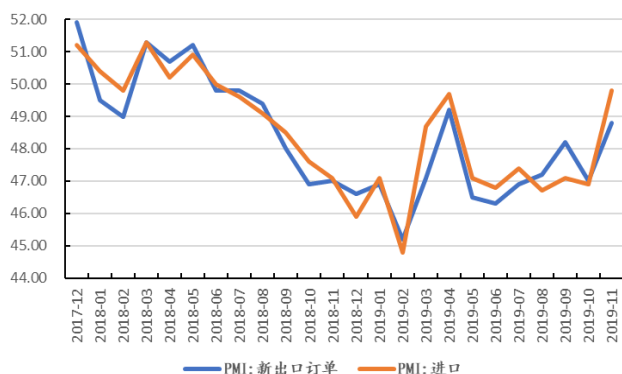


资料来源: 中原证券, wind

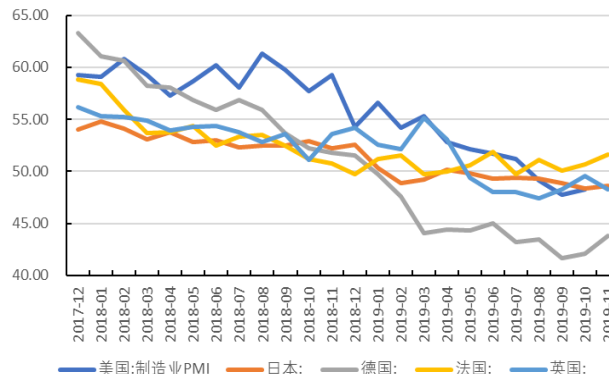
外需方面: 中美贸易谈判仍有波折,但近期没有进一步实际恶化信号,叠加圣诞节将至,生产备货提前,叠加人民币汇率破七后虽有回归但较近两年仍低,美元指数在年内再降息概率降低,表现坚挺,11 月 PMI 出口分项明显改善,新出口订单报 48.8%(前值 47.0%);另一方面,11 月主要工业国 PMI 弱势修复,一定程度缓解当前外需疲弱的状况。

图 3: 11 月新出口订单指数延续回升

图 4: 11 月国际主要国家 PMI 弱势修复



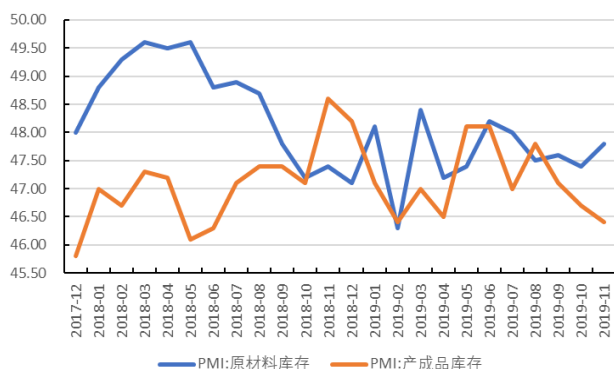
资料来源：中原证券，wind



资料来源：中原证券，wind

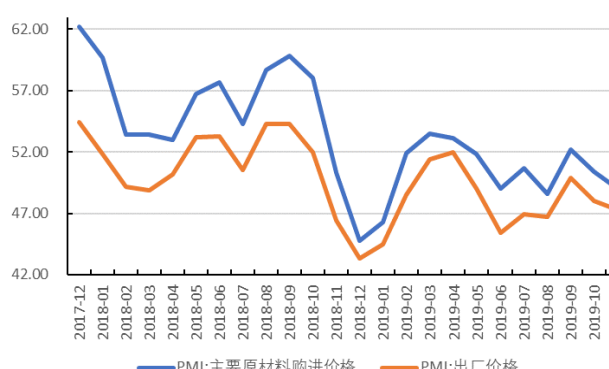
库存与价格方面：11 月 PMI 上下游库存指数分化，上游原材料受积极财政预期，尤其是提前下发的地方政府专项债增量的提振，上游企业开始补库；但另一方面，需求短期受圣诞节带动 PMI 新订单修复，可市场对其持续性存疑，这也能解释 11 月价格指数仍进一步下行，整体看去库周期仍在延续，下游产能品没有出现补库修复。料 PPI 增速下行的方向没有转变。12 月库存指数将仍处收缩域，下游需求持续改善的信心不足，阶段性上游补库更多受明年预期影响。

图 5：基建预期提振，11 月生产改善源于上游补库



资料来源：中原证券，wind

图 6：价格存在传导时滞，短期需求仍弱不支撑价格



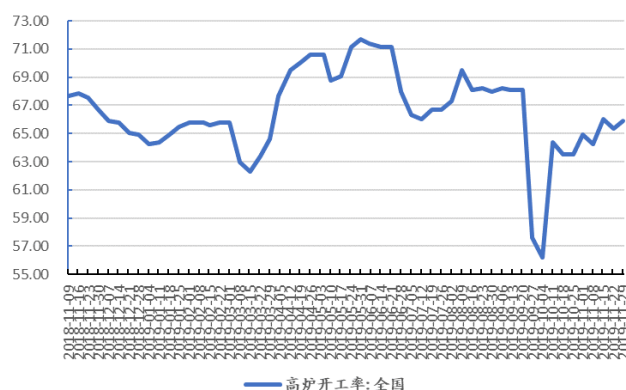
资料来源：中原证券，wind

2. 高频数据反映生产修复，工业企业利润增速或底部企稳

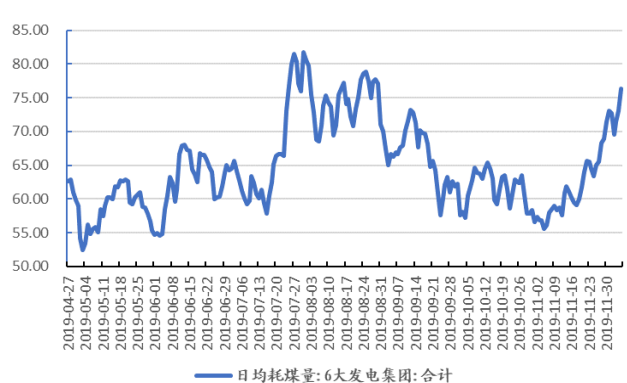
12 月上旬高频数据反映生产端延续修复。内部：一是 11 月以来 6 大发电耗煤较上月转暖走稳，提振因素为冬季用电采暖高峰；拖累因素：需求弱势，消费回落，供给意愿受工业利润下行和 PPI 回落抑制；二是，10 月以来高炉开工率企稳走高，或受钢材价格上涨影响；三是，地产销售增速延续放缓，10 月房地产投资增速高位回落至 9.6% (10.1%)，11 月百城住宅价格同比上涨，环比回落。

图 7：高炉开工率 10 月起至今延续回暖

图 8：11 月-12 月初 6 大发电厂日均耗煤持续改善

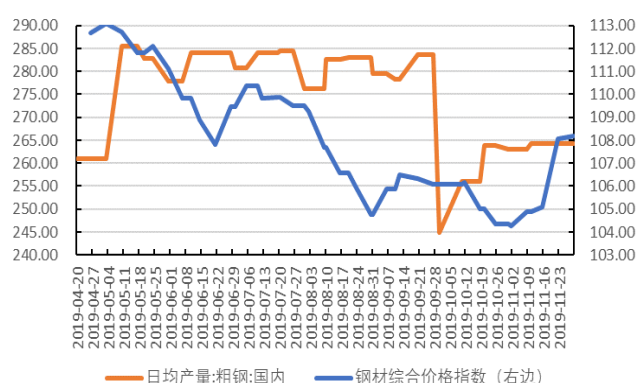


资料来源: 中原证券, wind



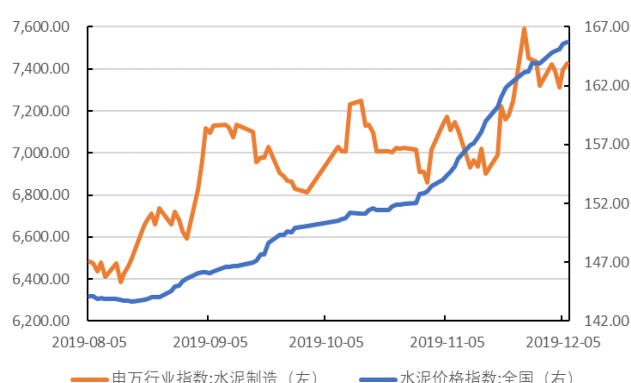
资料来源: 中原证券, wind

图 9: 11 月钢材价格上涨, 重点企业日均产能修复



资料来源: 中原证券, wind

图 10: 11-12 月初水泥价格抬升稳, 行业指数上行

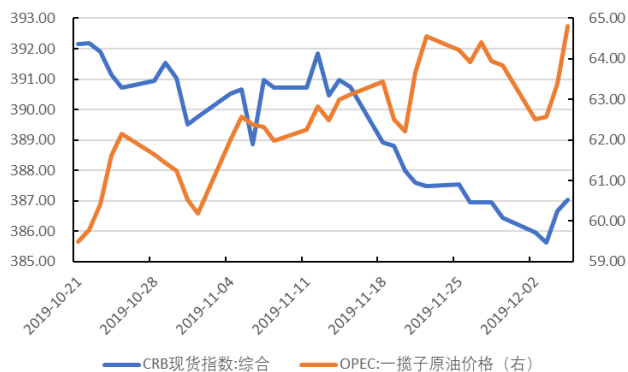


资料来源: 中原证券, wind

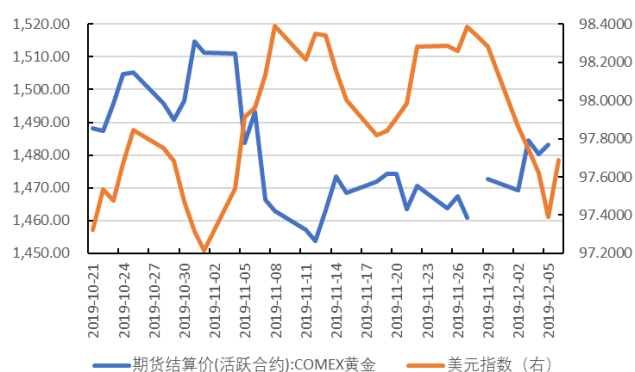
外部: 一是, 上周原油价格延续修复上行, 抬升大宗商品价格指数, 黄金价格修复 1480 美元每盎司附近, 12 月 3 日, 特朗普表示并不急于解决全球范围内的贸易纷争问题, 宣布对巴西和阿根廷开征钢材关税, 威胁对法国进行贸易报复, 对华不介意大选后再重谈协议, 全球贸易环境预期急转直下; 二是, 中美关系更加复杂, 香港人权法后, 又提涉疆人权, 中美关系再添变数; 三是, 上周五公布的数据显示 11 月美国新增非农就业 26.6 万, 创下 1 月以来最高增幅。薪资增速超过市场预期, 消费者信心也有所升高, 美联储降息必要性下降; 四是, 人民币汇率上周小幅贬值年内或抵近 7.06 附近。

图 11: 上周原油延续修复, 助力大宗价格反弹

图 12: 美元指数 11 月中枢下移, 金价震荡修复



资料来源：中原证券，wind



资料来源：中原证券，wind

整体来看，国内经济11月有所修复，海外环境依旧复杂多变，但企业与市场已经在过去的两年充分适应了来自外部的经济冲击，再结合企业利润表现或已触底，未来修复概率增大，1-10月工业企业利润累计增速加快下行，较前9个月跌幅扩张4.6个百分点，预计11月规上企业利润增速跌幅收窄，增速或年内难以转正，主因是需求下行，出口前景难以预料，叠加融资仍贵，以及PPI增速仍为负值，压缩利润空间使其呈弱势，进一步反映在新增城镇就业增速低迷，从业人员指数收缩，另一方面，需要注意的是：考虑效果释放具有滞后性，当前企业利润增速或已在阶段性底部。明年政策兜底作用将更明显，当前四季度财政刺激主要动能为地方政府专项债提前增量。

图 13: 1-10 月工业企业利润累计增速跌至低位

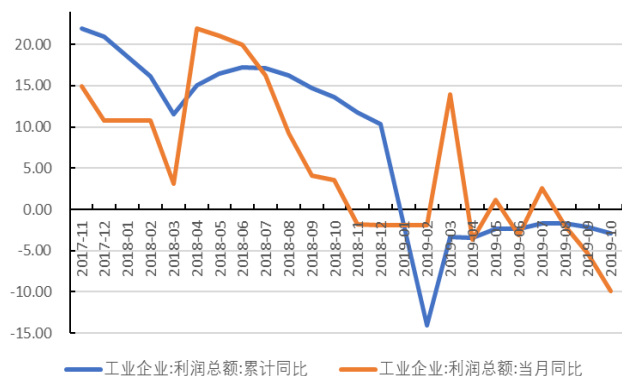


图 14: 就业增速缓慢修复



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_8601

