

低基数下的改善

——11月经济数据预测

宏观定期

潘向东 (首席经济学家) 刘娟秀 (分析师) 邢曙光 (联系人) 陈韵阳 (联系人)
家)
证书编号: 010-83561312 18046221202 证书编号: S0280118040020
S0280517100001 liujuanxiu@xsdzq.cn xingshuguang@xsdzq.cn
证书编号: S0280517070002 证书编号: S0280118060007

相关报告

宏观报告: CPI 增速加速上升——10月经济数据预测

2019-11-3

宏观报告: “类滞胀” 预期再起? ——9月经济数据预测

2019-10-7

宏观报告: 低基数过后的正常回落——7月经济数据预测

2019-8-5

● 11月高频数据表现

生产指标整体回升。11月高炉开工率同比降幅从9.4%收窄至3.2%，发电耗煤量同比增速从19.3%小幅下降至17%，焦化企业开工率同比降幅从5.4%收窄至4.1%。

中游钢材库存去化速度加快。11月钢材社会库存环比下降23.2%，库存去化速度明显快于2013-2018年同期；螺纹钢期货价上涨5.1%，涨幅为2019年下半年以来最高；同时，11月水泥价格环比增速从2.7%回升至4.9%，基本与近年同期均值相当。

下游需求分化。11月乘用车零售同比下降3%，降幅较10月同期收窄。11月30大中城市商品房成交面积同比增速从4.4%回落至-4.6%。

● 11月经济数据预测

供给端：11月工业增加值基数偏低，高炉开工率同比降幅收窄，PMI生产指数回升，同时，11月出口交货值基数下降，预计11月工业增加值同比增速回升。

需求端：今年11月气温相对往年偏高，暖冬有助于基建项目施工，基建投资增速可能小幅回升；受竣工低位支撑，建安投资增速可能继续保持稳定，地产投资增速可能继续维持高位；从企业家宏观经济热度指数、出口交货值等领先指标来看，四季度制造业投资增速可能小幅回升。综合来看，1-11月固定资产投资增速或略有回升。11月社零基数明显走低，同时汽油价格2次上调、11月乘用车零售增速改善、假期错位，加上11月CPI增速大概率继续回升，将带动RPI增速回升，预计11月社零增速回升。11月出口基数偏低，加上全球制造业PMI连续3个月回升，预计11月出口增速回升。

物价：尽管11月猪肉价格短期回调，但同比增速依然较上月回升，同时蔬菜价格止跌，同比增速大幅显著回升，加上11月CPI基数偏低，预计CPI同比增速突破4%。从PMI价格指数与大宗商品价格来看，11月PPI环比增速可能小幅回落，但受低基数影响，PPI同比增速大概率止跌回升。

货币信贷：10月货币宽松预期落空，新增信贷、社融低于预期。11月央行超额续作MLF，同时，下调MLF、OMO利率各5BP，显示货币政策暂时还未转向，银行体系流动性保持合理充裕，加上季节因素，信用创造恢复，预计11月新增信贷1.3万亿元，新增社融1.7万亿元，M2同比增速小幅升至8.5%。

● 风险提示：政策落实不及预期；经济超预期下行

目 录

1、 11 月经济形势回顾.....	3
1.1、 美联储降息预期降温	3
1.2、 螺纹钢、水泥价格回升，钢材库存加速去化.....	3
1.3、 央行下调 MLF、OMO 利率，资金面先紧后松.....	5
1.4、 11 月资本市场表现回顾	5
2、 11 月经济数据预测.....	7
2.1、 工业生产增速回升	7
2.2、 出口、投资、社零增速回升	7
2.3、 CPI 增速破 4.....	8
2.4、 信用创造恢复	9
3、 12 月资本市场展望.....	10
3.1、 股市：白马补跌是尾部风险	10
3.2、 债市：维持震荡格局	10

图表目录

图 1: 钢材社会库存去化速度加快（万吨）	3
图 2: 水泥价格环比增速（%）	3
图 3: 乘用车零售回升（%）	4
图 4: 30 城商品房成交面积增速回落（%）	4
图 5: 逆回购到期与投放（亿元）	5
图 6: MLF 到期与投放（亿元）	5
图 7: 货币市场利率中枢下降（%）	5
图 8: 上证综指走势.....	6
图 9: 债市上涨（%）	6
图 10: 工业增加值季调环比走势.....	7
图 11: 10 月社零基数抬升.....	8
图 12: 猪肉、蔬菜、水果价格同比增速走势（%）	9
图 13: PPI 翘尾因素回升（%）	9
图 14: 信贷季节图表.....	10
表 1: 2019 年 11 月经济数据预测.....	7

1、11 月经济形势回顾

1.1、美联储降息预期降温

美国 10 月新增非农就业人数超预期增加，失业率维持在历史低位水平，劳动参与率小幅回升；薪资增速继续稳步增长，表明美国劳动力市场依旧强劲。美国 10 月零售销售增速好于预期，扭转了第三季度的下行趋势，但在非必需品上的支出却减少，这表明美国消费者仍具有购买意愿，但同时也希望控制支出、消费更加谨慎，一定程度上反映出美国消费者对美国经济前景的预期谨慎。目前市场基本预期美联储再 12 月不会再次降息。据 CME 美联储观察显示，美联储在 12 月维持利率在当前 1.50%-1.75% 区间的概率为 93.4%，降息 25 个基点至 1.25%-1.50% 区间的概率仅为 6.6%。欧元区 11 月制造业 PMI 虽连续 2 个月回升，但仍处于近七年来的较低水平，欧元区第三季度季调后 GDP 季率初值强于预期但增速仍较慢，欧央行也曾表示欧元区下行风险仍存。

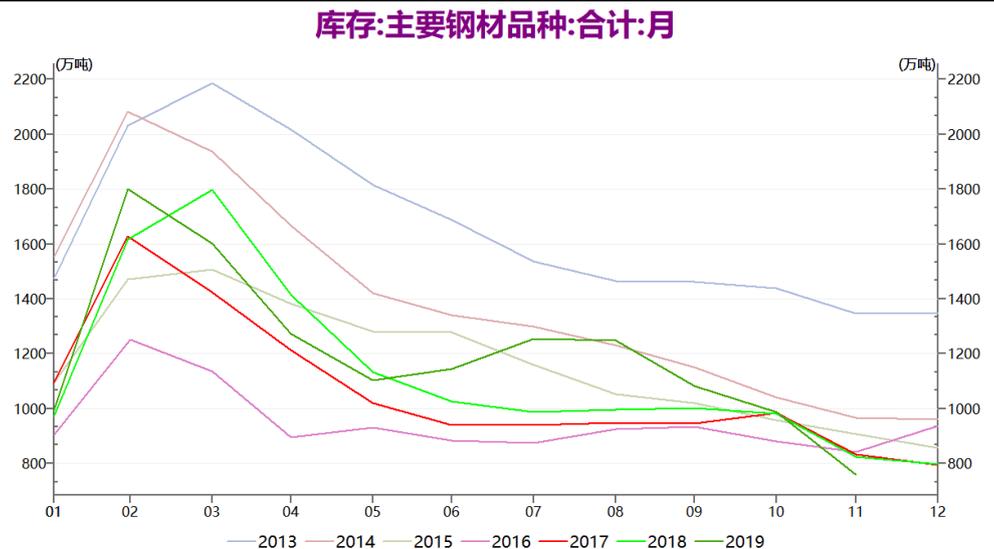
1.2、螺纹钢、水泥价格回升，钢材库存加速去化

生产指标整体回升。11 月高炉开工率同比降幅从 9.4% 收窄至 3.2%，发电耗煤量同比增速从 19.3% 小幅下降至 17%，焦化企业开工率同比降幅从 5.4% 收窄至 4.1%。

中游钢材库存去化速度加快。11 月钢材社会库存环比下降 23.2%，库存去化速度明显快于 2013-2018 年同期；螺纹钢期货价上涨 5.1%，涨幅为 2019 年下半年以来最高；同时，11 月水泥价格环比增速从 2.7% 回升至 4.9%，基本与近年同期均值相当。

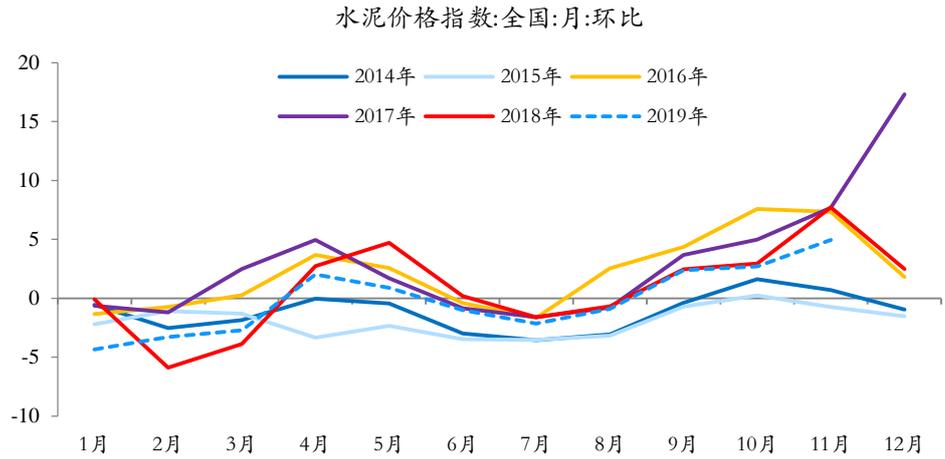
下游需求分化。11 月乘用车零售同比下降 3%，降幅较 10 月同期收窄。11 月 30 大中城市商品房成交面积同比增速从 4.4% 回落至 -4.6%。

图1： 钢材社会库存去化速度加快（万吨）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 水泥价格环比增速（%）



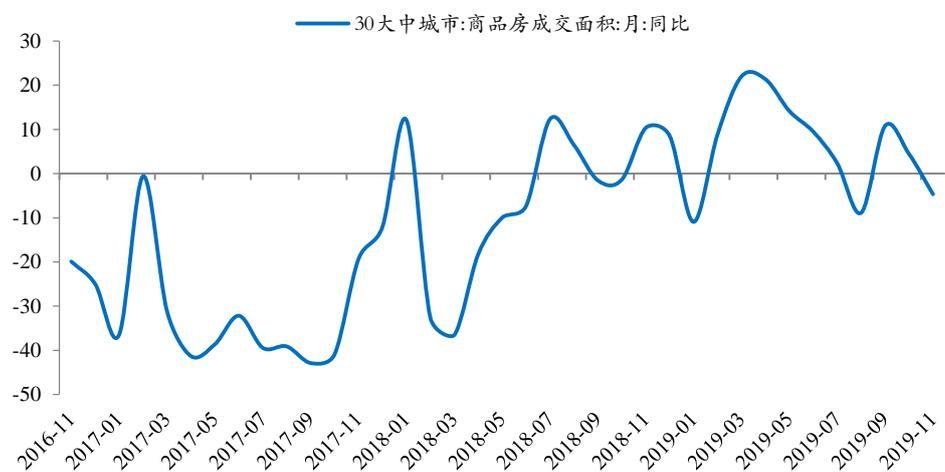
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图3: 乘用车零售回升 (%)



资料来源: 乘联会, 新时代证券研究所

图4: 30城商品房成交面积增速回落 (%)

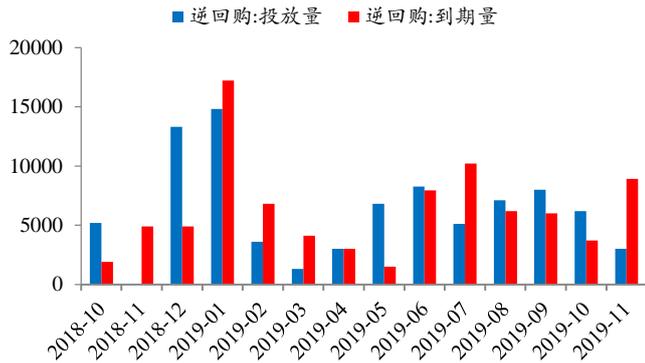


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

1.3、央行下调 MLF、OMO 利率，资金面先紧后松

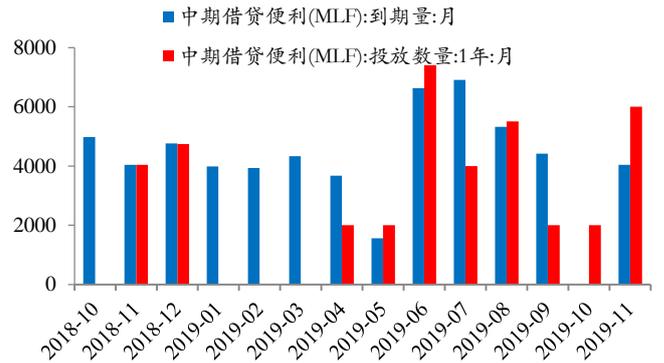
11 月央行公开市场操作略有“锁短放长”意味，逆回购到期量 8900 亿元，投放量 3000 亿元；MLF 到期量 4035 亿元，投放量 6000 亿元，同时，央行下调 MLF、OMO 利率各 5BP，显示货币政策暂时还未转向。11 月资金面先紧后松，整体来看，银行体系流动性保持合理充裕，货币市场利率较 10 月回落，DR007 均值从 2.64% 下降至 2.52%，R007 均值从 2.79% 下降至 2.68%，Shibor 1W 均值从 2.66% 下降至 2.59%。

图5： 逆回购到期与投放（亿元）



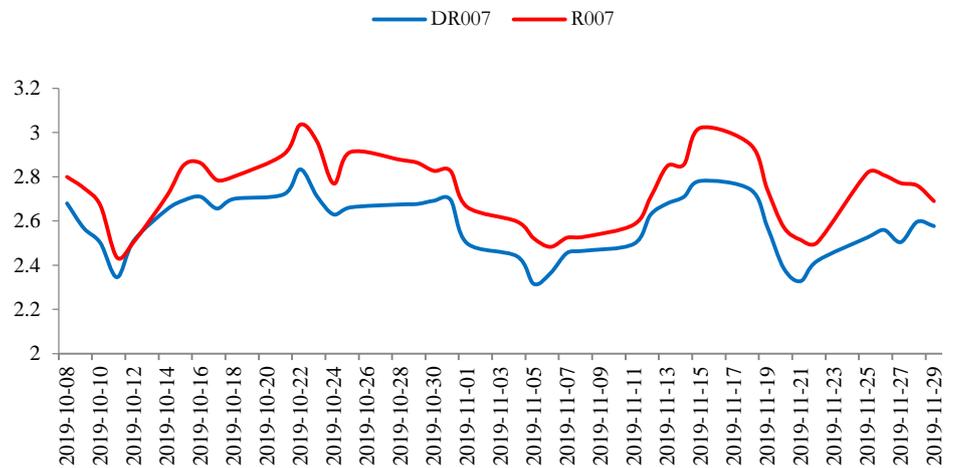
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： MLF 到期与投放（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 货币市场利率中枢下降（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.4、11 月资本市场表现回顾

股市调整，风格均值回归：上证综指在 11 月出现调整，全月收跌 1.95%，同时，风格出现了均值回归，之前表现较好的白马出现调整，而表现一般的周期股出现上涨。

债市上涨：债市在经过 10 月单边下跌后，11 月迎来了上涨，主要原因在于：
 (1) 11 月公布的 10 月经济数据再度季初回落，其中，工业增加值表现明显低于市场预期。
 (2) 央行分别下调 MLF、OMO、LPR 利率各 5BP，虽然利率幅度不大，

但表现出货币政策暂未转向的信号。(3) 猪肉价格出现短期下跌, 略缓解通胀压力。
 (4) 十年期国债收益率在 3.3% 附近具有一定配置价值。

图8: 上证综指走势



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图9: 债市上涨 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2、11 月经济数据预测

表1：2019 年 11 月经济数据预测

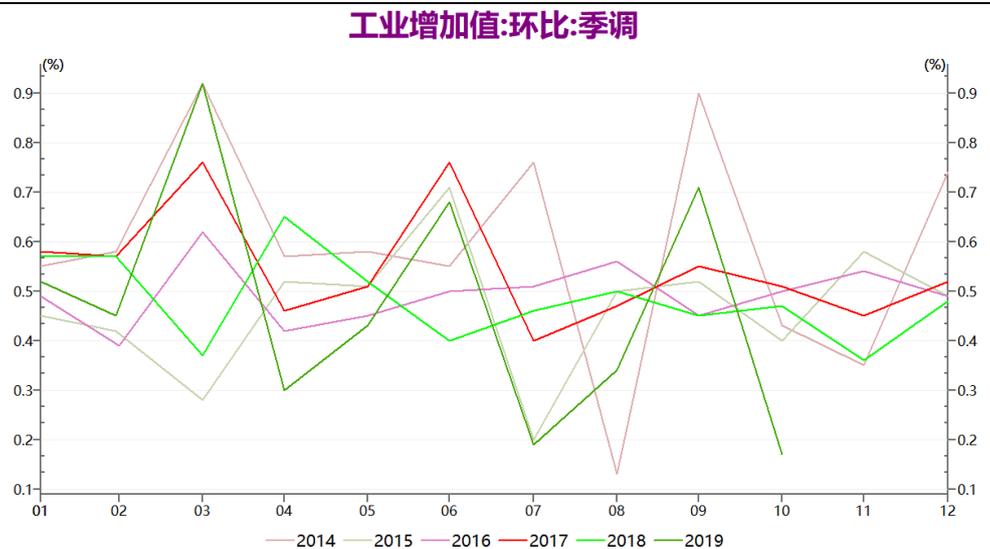
	2018 全年	2019 年 10 月实际值	2019 年 11 月预测值
工业增加值同比 (%)	6.2	4.7	5.2
固定资产投资累计同比 (%)	5.9	5.2	5.3
社会消费品零售总额同比 (%)	9.0	7.2	7.6
出口同比 (%)	9.9	-0.9	1.5
进口同比 (%)	15.8	-6.4	-3
CPI 同比 (%)	2.1	3.8	4.4
PPI 同比 (%)	3.5	-1.6	-1.4
M2 同比 (%)	8.1	8.4	8.5
新增人民币贷款 (万亿元)	16.2	0.66	1.3
新增社会融资规模 (万亿元)	19.3	0.62	1.7

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.1、工业生产增速回升

工业增加值同比增速回升：11 月工业增加值基数偏低，高炉开工率同比降幅收窄，PMI 生产指数回升，同时，11 月出口交货值基数下降，预计 11 月工业增加值同比增速回升。

图10：工业增加值季调环比走势



数据来源：Wind

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、出口、投资、社零增速回升

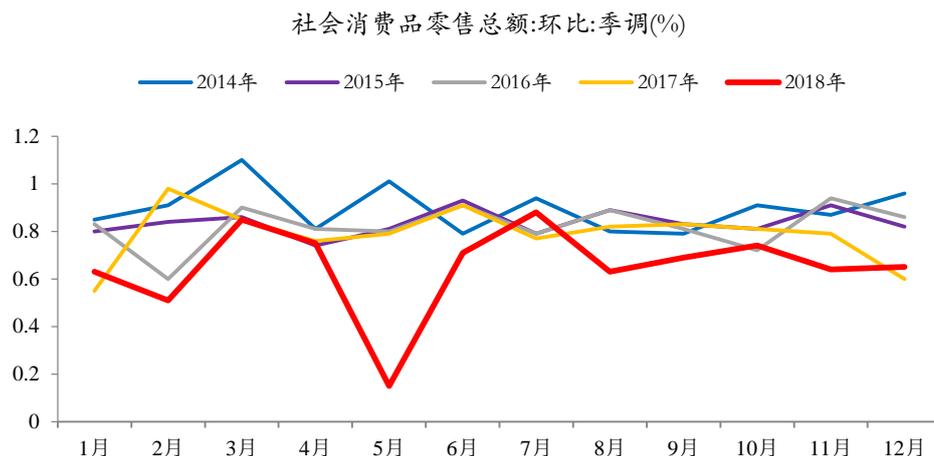
固定资产投资累计同比回升：今年 11 月气温相对往年偏高，暖冬有助于基建项目施工，基建投资增速可能小幅回升；受竣工低位支撑，建安投资增速可能继续保持稳定，地产投资增速可能继续维持高位；从企业家宏观经济热度指数、出口交货值等领先指标来看，四季度制造业投资增速可能小幅回升，不过从盈利指数等领先指标来看，制造业投资增速可能低位徘徊。综合来看，1-11 月固定资产投资增速或略有回升。

社会消费品零售总额同比回升：11月社零基数明显走低，同时汽油价格2次上调、11月乘用车零售增速改善、假期错位，加上11月CPI增速大概率继续回升，将带动RPI增速回升，预计11月社零增速回升。

出口同比回升：11月出口基数偏低，加上全球制造业PMI连续3个月回升，预计11月出口增速回升。

进口同比回升：11月基数偏低，加上进口指数回升，原油、螺纹钢价格上涨，或拉高进口金额，预计11月进口增速回升。

图11： 10月社零基数抬升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.3、CPI 增速破 4

CPI 同比上行：尽管11月猪肉价格短期回调，但同比增速依然较上月回升，同时蔬菜价格止跌，同比增速大幅显著回升，加上11月CPI基数偏低，预计CPI同比增速突破4%。

PPI 同比止跌：出厂价格指数从48%下降至47.3%，原材料购进价格指数从50.4%下降至49%，或与生产扩张快于新订单有关。同时，从高频数据来看，大宗商品价格指数BPI环比增速从-0.05%下降至-1.9%。因此，11月PPI环比增速可能小幅回落，但受低基数影响，PPI同比增速大概率止跌回升。

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_8622

