

12月份宏观月报

11月高频数据释放了什么信号？

■ 核心观点

第一，从生产端看，较高的耗煤增速有可能与工业增加值增速背离。不过考虑到如下两个因素，我们认为11月份的工业增加值增速有可能反弹：其一，11月份以螺纹钢为代表的黑色系价格偏强，这可能与10月份的房地产新开工较强有关；其二，11月份的PMI生产指数大幅反弹1.7个百分点至52.6%。

第二，从需求端看，汽车销售未见好转，汽车消费大概率依然较弱。不过考虑到由于“双11”的促销，消费者整体推迟了消费行为，虽然11月份的汽车销售没有改善，但整体的社零增速有望反弹。

第三，土地市场成交延续冷清，土地成交价格边际改善，但仍处于震荡下行态势，土地购置费用具有下行压力。从房屋成交来看，11月份30个大中城市商品房单周平均成交面积较10月份有所反弹，房地产“以价换量”的逻辑仍对房地产销售和房地产资金来源形成支撑，房地产投资短期仍将具有韧性。

第四，从物价水平看，11月份猪肉价格出现明显的回落，原因主要在于猪肉价格的持续上涨导致鲜肉消费量下降、前期在猪肉价格持续上涨预期下的压栏转为集中出栏以及东北、华北养殖密度增大后疫情复发，集中抛售小猪等因素。后续猪肉价格的高点仍然会受猪瘟疫情的发展影响存在不确定性，不过，我们认为猪肉价格同比增速的高点大概率会在2020年一季度出现，并带动CPI同比增速达到高点。

第五，我们认为本轮猪周期难以引发通胀预期的发散，不会改变货币政策稳健偏宽松的方向，但会掣肘货币政策宽松的力度和节奏。预计2020年货币政策宽松的空间会在2、3季度打开，1季度会比较审慎。

本月市场重点

■ 11月高频数据释放了什么信号？

10月份的经济数据全面回落，虽然有季节性因素，但也体现了经济下行压力。近期宏观调控政策更加强调加强逆周期调控，货币政策在11月份通过下调MLF利率和OMO操作利率来引导LPR报价下行，那么11月份的经济如何呢？下面我们主要从11月份的高频数据来分析经济基本面。

从生产端来看，11月份6大集团发电耗煤量同比增速为16.3%，位于今年以来的次高，主要受益去年11月份的低基数。11月份的发电耗煤增速数据与10月份较为类似。10月份6大集团发电耗煤量同比增速为19.3%，为今年以来的最高增速，但主要由于去年10月份的基数较低，绝对的耗煤量数据并不高。10月份较高的耗煤增速并没有导致工业增加值增速的反弹，因此本月较高的耗煤增速也有可能与工业增加值增速背离。不过考虑到如下两个因素，我们认为11月份的工业增加值增速有可能反弹：其一，11月份以螺纹钢为代表的黑色系价格偏强，这可能与10月份的房地产新开工较强有关；其二，11月份的PMI生产指数大幅反弹1.7个百分点至52.6%。

从需求端来看，汽车行业消费以及房地产投资仍是分别决定社零增速和固定资产投资增速变化的决定因素。具体来看：

汽车销售未见好转，汽车消费大概率依然较弱，会继续拖累社零增速。根据乘联社公布的 11 月前四周汽车零售销量同比分别为 -20%、-6%、-19%，下跌幅度较上月基本持平。此外，汽车产业景气先行指数自 2019 年以来持续下行，9 月份最新为 80.08，环比下降 1.88 个百分点，是 2016 年以来的新低，这意味着汽车行业短期内难以大幅回暖，汽车消费大概率依然保持弱势。不过，10 月份汽车销售的好转也没有带动社零增速的回升，主要原因在于由于“双 11”的促销，消费者整体推迟了消费行为。因此，**虽然 11 月份的汽车销售没有改善，但整体的社零增速有望反弹。**

土地市场成交延续冷清，土地成交价格边际改善，但仍处于震荡下行态势，土地购置费用具有下行压力。房地产“以价换量”的逻辑仍对房地产销售和房地产资金来源形成支撑，房地产的高开工将会对施工形成支撑，房地产投资短期仍将具有韧性。土地成交数量方面，延续 6 月中旬以来的震荡下行态势，11 月份住宅类用地单周平均成交土地 399 万平方米，与去年同期基本持平，低于今年 10 月份的单周平均 414 万平方米。土地成交价格方面，11 月份成交土地溢价率 7.74%，高于 10 月份的 6.22%，但大幅低于今年第三季度的 10.78%。成交土地溢价率虽然边际改善，但仍处于下行趋势。受此影响，11 月份单周成交住宅类土地总价 514 亿元，高于 10 月份的 497 亿元，但大幅低于今年 3 季度单周成交总价 663 亿。从房屋成交来看，11 月份 30 个大中城市商品房单周平均成交面积 347 万平方米，较 10 月份有所反弹，房地产“以价换量”的逻辑仍对房地产销售和房地产资金来源形成支撑，房地产投资短期仍将具有韧性。

从物价水平看，11 月份猪肉价格出现明显的回落，22 个省市猪肉平均价格由 56 元/千克下降到 11 月底的 48.9 元/千克，环比下降 12.8%。导致猪肉价格环比回落的原因包括猪肉价格的持续上涨导致鲜肉消费量下降大约 20%、前期在猪肉价格持续上涨预期下的压栏转为集中出栏以及东北、华北养殖密度增大后疫情复发，集中抛售小猪等因素。农业部的数据显示 10 月能繁母猪环比开始转正 0.2%，这意味着 10 个月后的生猪出栏有望环比增加。后续猪肉价格的高点仍然会受猪瘟疫情的发展影响存在不确定性，不过，我们认为猪肉价格同比增速的高点大概率会在 2020 年一季度出现，并带动 CPI 同比增速达到高点。

我们认为本轮猪周期难以引发通胀预期的发散，不会改变货币政策稳健偏宽松的方向，但会掣肘货币政策宽松的力度和节奏。从过去三轮的猪周期来看，06-07、10-11 年的猪肉价格上涨引发了非食品的上涨；15-16 年猪肉的上涨没有引发非食品的上涨。引发通胀预期发散的很重要的渠道是通过引发工资的上涨带动其它非食品项上涨，在当前整个社会的总需求是向下的，很难引起全面的通胀。在前两轮猪周期上涨央行选择了加息，15-16 这轮猪周期时央行连续降息。货币政策操作的不同主要源于当时的经济基本面不一样，06-07、10-11 年经济过热，15-16 经济下行压力较大。我们预计 2020 年货币政策宽松的空间会在 2、3 季度打开，1 季度会比较审慎。

图表1 宏观经济数据预测表

	实现值			预测值		
	2018	2019Q3	2019-10	2019-11	2019Q4	2019E
经济增长						
GDP 同比 (%)	6.6	6.2	-	-	5.9	6.2
工业增加值同比 (%)	6.2	5.6	4.7	5.4	4.7	5.3
固定资产投资累计同比 (%)	5.9	5.4	5.2	5.2	5.5	5.5
名义消费同比 (%)	9.0	8.2	7.2	7.9	7.9	8.2
出口同比 (%)	9.9	-0.4	-0.9	-2.0	-7.8	-2.0
进口同比 (%)	15.8	-6.5	-6.5	-3.8	-6.0	-5.2
贸易盈余 (亿美元)	3518	1189	430	426	906	3890
通货膨胀						
CPI 同比 (%)	2.1	2.9	3.8	4.1	3.5	2.7
PPI 同比 (%)	3.5	-0.8	-1.6	-1.4	-1.6	-0.5

货币信贷						
M2 同比 (%)	8.1	8.5	8.4	8.4	7.9	8.0
1 年期存款利率 (%)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
存款准备金率-大型机构 (%)	14.5	13.5	13.0	13.0	13.0	13.0
人民币兑美元汇率中间价	6.86	7.01	7.05	7.03	7.0	7.0

资料来源: WIND, 平安证券研究所

上月重点宏观动态

■ 央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》

事件描述: 11 月 16 日, 人民银行发布了《2019 年第三季度货币政策执行报告》。

点评: **1) 全球经济增速放缓, 增长动能不足, 贸易摩擦与地缘政治等不确定性形成拖累。**未来如下三个问题值得关注: 其一, 贸易摩擦仍是拖累全球经济的重要风险; 其二, 全球宽松的货币环境助推了金融资产价格和债务累积, 金融体系的脆弱性上升; 其三, “低增长、低通胀、低利率”环境对货币政策调控构成挑战, 利率政策应对空间有限。**2) 国内经济下行压力持续加大, 部分企业经营困难较多, 政策当局对未来的经济增长形势不太乐观。**此外, 更加强调外部环境的错综复杂, 增加“外需减弱对出口增长形成压力”的描述。展望未来, 我国的出口增速面临着全球经济下行压力进一步增大、中美关税持续升级的负面影响逐渐显现以及前期“抢出口”的支撑因素逐渐减弱等多重不利因素的叠加, “衰退型”顺差对我国经济的支撑会显著减弱, 这会加大经济下行压力。**3) 物价形势总体可控, 不确定因素有所增加, 警惕通胀预期发散。**根据我们的测算, 2020 年 CPI 同比增速将呈现前高后低, 上半年整体在 4%左右水平运行, 下半年尤其是四季度会显著回落。PPI 同比在 2020 年受翘尾因素的拖累会显著减弱, 全年整体在 0.1%水平左右震荡。**4) 货币政策的整体基调更加强逆周期调节。**不过, 根据三季度执行报告来看, 短期货币政策大概率仍为温和宽松, 这是由于: 其一, 货币政策强调保持定力, 要主动维护好我国在主要经济体中少数实行常态货币政策国家的地位; 其二, 未来的通胀仍存在不确定性, 要警惕通胀预期发散, 这会在一定程度上制约货币政策的宽松力度。**5) 一般贷款加权平均利率环比上升, MLF 利率未来仍需下调推动 LPR 报价下行, 降低实体经济融资成本。**

■ 国常会下调基建资本金比例, 稳增长持续加码

事件描述: 11 月 13 日, 国常会会议决定, 完善固定资产投资项目资本金制度, 做到有保有控、区别对待, 促进有效投资和加强风险防范有机结合。其中提到, 降低部分基础设施项目最低资本金比例。将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%。对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目, 在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下, 可适当降低资本金最低比例, 下调幅度不超过 5 个百分点。

点评: 今年政府报告中早已提及要合理扩大有效投资, 其中就包括创新项目融资方式, 适当降低基础设施等项目资本金比例, 用好开发性金融工具, 吸引更多民间资本参与重点领域项目建设等等。当前经济下行压力增大的情况下, 房地产投资明确不作为刺激经济的手段, 制造业投资由于总需求不振短期面临压力较大, 因此, 稳增长的重点抓手落在基建上。6 月, 相关部委支持鼓励专项债券融资和项目配套融资、允许专项债券用作项目资本金; 9 月, 国常会明确提出“按规定提前下达明年专项债部分新增额度, 确保明年初即可使用见效”; 11 月, 国常会正式提出降低部分基建项目最低资本金比例。但总体来看 10 月基建增速仍在小幅回落, 因此国常会本次下调资本金比例, 尝试通过提升财政杠杆来提振基建投资。但短期内, 受到如地方政府债务监管等因素的限制, 基建投资在短期内的反弹幅度恐怕有限。

■ 国务院发布《关于进一步做好利用外资工作的意见》

事件描述: 11 月 7 日, 国务院发布《关于进一步做好利用外资工作的意见》(以下简称《意见》), 《意见》包含四个方面:

深化对外开放；加大投资促进力度；深化投资便利化改革；保护外商投资合法权益。内含二十条政策措施。

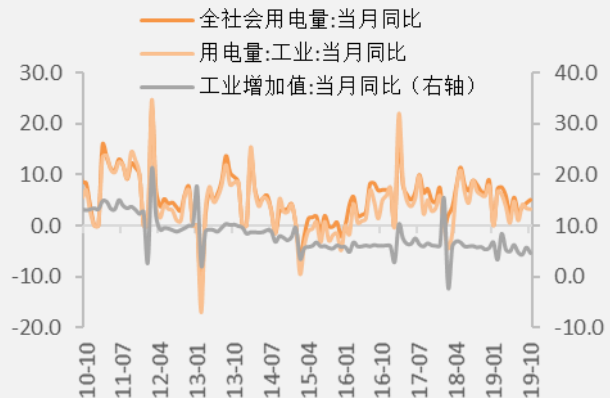
点评：《意见》是国务院近三年来出台的第四份关于外资利用的文件，要求进一步降低外资准入措施，通过落实准入前后的国民待遇措施，保障外资在准入后的经营活动的便利性。同时，《意见》中提到，要在中西部地区建立保税区，通过此项措施帮助我国中西部地区吸引外资。过去我国外资机构集中在东南沿海地区，设立保税区后有望对我国外资分布结构进行调整。《意见》特别提到全面取消在华外资银行、证券公司、基金管理公司等金融机构业务范围限制，丰富市场供给，增强市场活力。这意味着我国在对外开放力度上的进一步加大。

月度经济数据预测

■ 工业：预计 11 月工业增加值增速 5.4%

2019 年 11 月份制造业 PMI 为 50.2%，需求、生产、进口、出口分项指标均有所回升；从业人员分项指标与上月持平。

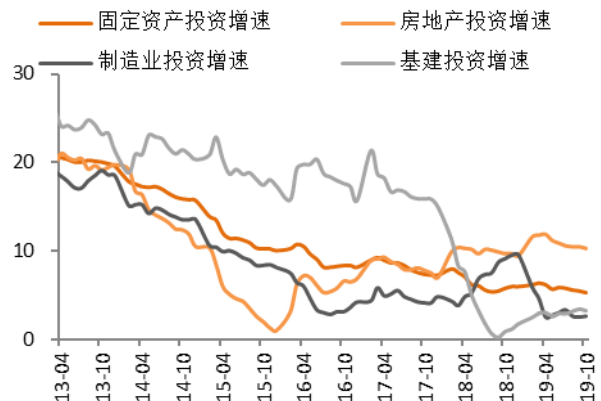
11 月高频数据：6 大集团发电耗煤增速较上月回落 2.9 个百分点至 16.34%；汽车销量持续下行；钢材累库持续下行；水泥价格同比上涨。总体而言，预计 11 月工业增加值 5.4%。



■ 投资：预计 11 月固定资产投资增速 5.2%

制造业投资方面，1-10 月累计增速出现小幅反弹。基建投资方面，在没有新的财政资金支持下，1-10 月累计增速小幅下降 0.3 个百分点。

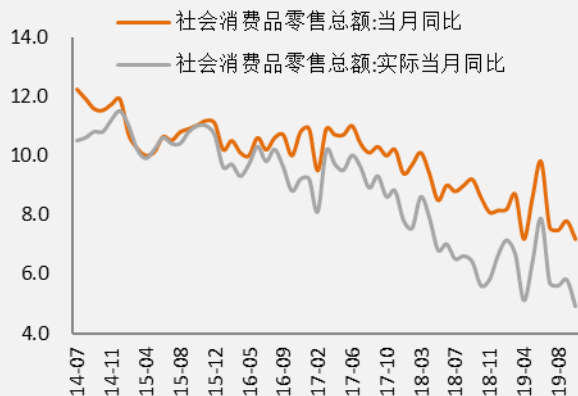
房地产投资方面，10 月房地产投资增速延续下行趋势，主要受到土地购置下降的拖累。重要分项中，房地产施工面积小幅反弹，销售面积连续四个月回升，房地产开发资金来源整体小幅下降。预计 11 月投资增速 5.2%，与 10 月持平。



■ 消费：预计 11 月社零消费增速 7.9%

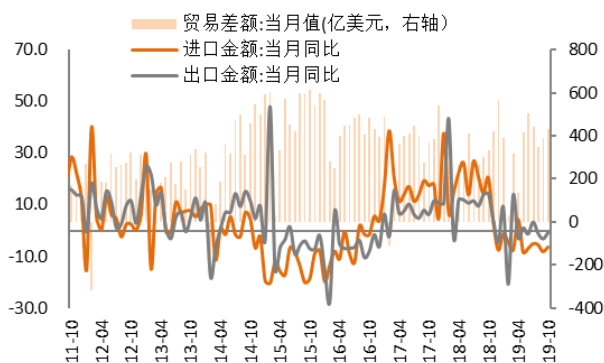
10 月社零消费增速较上月回落 0.6 个百分点至 7.2%，具体分项来看，汽车消费延续下行态势，较上月下滑 1.1 个百分点；石油类消费、房地产相关消费、服装、化妆品、文化办公用品消费增速均出现回落。

总体来看，10 月份消费增速的超预期回落是多种短暂因素的叠加，短期无需过度担忧。预计 11 月份消费增速回升至 7.9%。



■ 外贸：预计 11 月出口增速-2.0%，进口增速-3.8%

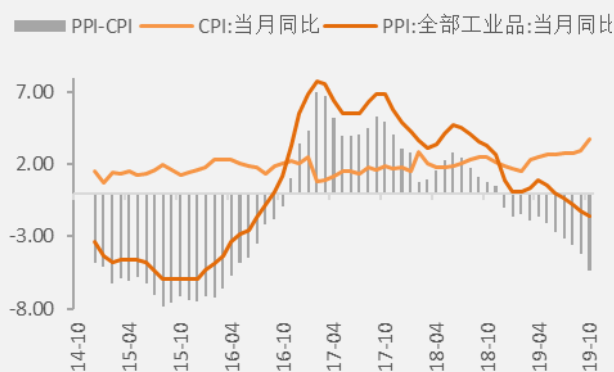
10 月份进、出口增速有所改善，季节性因素是主导，“衰退型”顺差延续。进口方面，10 月 23 日国务院常务会议提出“加大适应国内需求的农产品、日用消费品和设备、零部件等进口。培育一批进口贸易促进创新示范区”，进口增速进一步下行的空间有限。短期预计 11 月出口增速-2.0%、进口增速-3.8%，贸易差额 426 亿。



■ 通胀：预计 11 月 CPI 同比 4.1%，PPI 同比-1.4%

11 月份猪肉价格出现明显的回落，环比下降 12.8%。从生猪存栏以及能繁母猪数据来看，未来猪肉供给还会进一步紧张，猪肉价格存在继续上涨的压力。最终预计 11 月 CPI 同比升至 4.1%。

11 月 PMI 重回荣枯线以上，工业企业利润增速仍为负增长，工业景气度总体低迷的状况决定 PPI 难有强劲表现。考虑 PPI 去年同期基数的逐渐降低，年底 PPI 同比或有一定程度的反弹，预计 11 月 PPI 同比增速-1.4%。



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_8687



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>