

宏观研究/数据预测月报

2019年12月01日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

程强 执业证书编号: S0570519040001
研究员 010-56793961
chengqiang@htsc.com

孙欧 执业证书编号: S0570519080007
研究员 010-56793954
sunou@htsc.com

张浩 +86 21 28972068
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观: CPI 同比可能继续上行》2019.11
- 2 《宏观: 三季度经济增速大概率小幅回落》2019.09
- 3 《宏观: 预计 CPI 当月同比小幅回落》2019.09

政策刺激因素可能在明年 Q1 体现

11 月经济数据预测

政策刺激因素可能在明年 Q1 体现

从需求侧和生产端两方面来看,当前经济增长仍面临下行压力,我们认为稳住经济基本面仍是短期最重要的经济工作任务。货币政策端,受当前通胀走高的约束,短期内持续动用价格工具降息可能性不大,主要看好扩信用。PPI 和工业企业盈利拐点可能在今年末至 2020 年一季度,我们认为企业盈利端仍在修复过程中,库存周期有望在 2020 上半年切换到补库阶段。此外,仍存在一些可能加大通胀上行压力的风险因素。我们认为猪肉持续涨价,可能使得其他肉禽蛋类对其产生一定的消费替代,可能令涨价出现一定的结构性扩散。

预计 11 月工业增加值当月同比+5%、1-11 月固定资产投资累计同比 5.2%

当前经济政策基调注重稳增长,部分工业品原料和设备可能从今年四季度开始加大生产力度,但我们认为基建投资明显发力可能要到明年一季度,预计 Q4 工业生产维持较低增速。预计 1-11 月制造业投资累计同比+2.5%;基建投资(统计局口径)累计同比+4.5%;地产投资累计同比+10%。预计 1-10 月整体固定资产投资累计同比+5.2%。

预计 11 月 CPI 同比+4.5%, PPI 同比-1.5%

我们预计 11 月 CPI 环比+0.4%,同比+4.5%。尽管猪价短期回调,但从年底到 2020 年春节前后(1-2 月)可能重新上涨,猪周期见顶需等待补栏逐渐完成。从历史经验判断,我们认为在经济呈现类滞胀状态时,我国央行货币政策首要目标仍是稳增长,而适度提高对通胀的容忍度。我们预计 11 月 PPI 环比零增长,同比增速-1.5%。11 月份原油、化工行业价格环比强于 10 月份,但铁矿石、煤炭价格环比表现弱于前值。未来一至两个季度,PPI 环比需重点关注基建等政策刺激投放节奏。

预计 11 月社会消费品零售总额同比增速+8.5%

预计 11 月社会消费品零售总额名义同比增速+8.5%,前值 7.2%。我们预计 11 月社零消费会适当回升,一方面,购物节效应导致的消费后置会带动 11 月消费韧性,“购物节效应”叠加消费供给质量提升、消费升级的深化,将通过提升消费意愿改善 11 月社零消费表现;结构方面,汽车消费仍处于底部逐步修复阶段,预计对整体消费仍有拖累。整体来看,我们认为消费仍有韧性,居民收入增速高于 GDP 实际增速,失业超预期恶化概率较低,猪价上涨带来的是结构性通胀并非广谱通胀,价格的适当上行将有助于支撑名义消费增速。我们对消费未来走势不悲观,预计仍有韧性。

人民币计价,预计 11 月出口同比 2.5%,进口同比 0.5%

中美贸易摩擦暂时进入“停”的阶段,美国可能进入财政、货币政策双宽松的周期,外需的回升可能促进我国出口的改善。因此,我们认为 11 月份出口增速可能略有所回升。随着二季度经济数据的走差,市场对政策“再刺激”的预期升温,为了稳定经济增速,政策可能转向“逆周期调控”,预计内需拉动进口的力量可能有所增强,因此我们判断 11 月进口增速会有所回升。

预计 11 月信贷新增 1.25 万亿,社融新增 1.4 万亿, M2 同比+8.5%

10 月信贷超预期下行有监管严查居民短贷及票据到期等阶段性因素扰动,监管最严时期过后,预计 11 月居民短期贷款将有边际改善。我们对货币政策的整体判断是维持稳健略宽松取向,价格型工具受通胀牵制,将主要通过扩信用的方式发力,着重投向“好”项目及“类地产”,关注明年一季度大规模信用释放。

风险提示:制造业投资、消费增速超预期下行,经济下行速度超预期;猪价、油价过快上涨导致通胀压力加大,货币政策面临两难。

政策刺激因素可能在明年 Q1 体现

从需求侧和生产端两方面来看，当前经济增长仍面临下行压力，我们认为稳住经济基本面仍是短期最重要的经济工作任务。2020年是全面建成小康社会决胜之年，我们认为明年一季度的政策刺激可能会较强，主要看好基建和“类地产”投资。11月27日，财政部网站消息称，为贯彻落实党中央、国务院决策部署，加快地方政府专项债券发行使用进度，带动有效投资支持补短板扩内需，根据第十三届全国人大常委会第七次会议审议决定授权，经国务院同意，近期财政部提前下达了2020年部分新增专项债务限额1万亿元，占2019年当年新增专项债务限额2.15万亿元的47%，控制在依法授权范围之内。财政部要求，各地尽快将专项债券额度按规定落实到具体项目，做好专项债券发行使用工作，早发行、早使用，确保明年初即可使用见效，确保形成实物工作量，尽早形成对经济的有效拉动。

货币政策端，受当前通胀走高的约束，短期内持续动用价格工具降息可能性不大，主要看好扩信用，明年年初社融可能超预期放量，配合专项债发行，为基建提供充足资金。PPI和工业企业盈利拐点可能在今年末至2020年一季度，我们认为企业盈利端仍在修复过程中，库存周期有望在2020年上半年切换到补库阶段。

截至11.27，农业部口径猪肉均价为42.5元/公斤，11月份猪价整体环比回调。据新华社报道，11月15日李克强总理在江西考察期间重点关切了猪肉涨价问题，指出要研究降低高速公路冻猪肉运输收费、千方百计做好“两节”猪肉保供稳价工作，同时积极鼓励农户养猪。尽管猪价短期回调，但从年底到2020年春节前后（1-2月）可能重新上涨，猪周期见顶需等待补栏逐渐完成。

此外，仍存在一些可能加大通胀上行压力的风险因素。我们认为猪肉持续涨价，可能使得其他肉禽蛋类对其产生一定的消费替代，可能令涨价出现一定的结构性扩散；在CPI超过+3%以后，需提防通胀预期自我实现，其他行业出现跟随涨价；今年秋粮收储量，玉米、粳稻收储均有同比下降的情况；这些都是2020年通胀上行压力进一步加大的风险因素。当前货币政策两项最终目标稳增长和控通胀出现冲突，决策难度加大。从历史经验判断，我们认为在经济呈现类滞胀状态时，我国央行货币政策首要目标仍是稳增长，而适度提高对通胀的容忍度。我们认为明年政府工作报告可能适度上调CPI目标值，而货币政策将维持稳健略宽松。

预计11月工业增加值当月同比+5%

10月份工业增加值当月同比+4.7%，低于今年Q3的季度均值。2018Q1~2019Q3，工业增加值的季度均值分别为6.6%、6.6%、6.0%、5.7%、6.5%、5.6%、5%。当前经济政策基调注重稳增长，部分工业品原料和设备可能从今年四季度开始加大生产力度，但我们认为基建投资明显发力可能要到明年一季度，预计Q4工业生产维持较低增速。今年四季度末或是PPI同比的阶段低点，PPI和工业企业盈利有较强正相关性，工业企业利润增速有望在今年末至明年初同比转正，未来企业盈利的修复或逐步提振企业生产信心；生产和库存一般滞后价格和盈利拐点一个季度左右，我们认为库存周期可能在明年上半年转入主动补库阶段，同期工业生产也有望回升。

与PPI环比未来的主要影响因素类似，需求侧的政策刺激投放力度和节奏，也是影响未来两至三个季度工业生产的最主要因素。预计11月工业增加值当月同比+5%，2020全年的工业增加值中枢可能略高于+5%。

预计 1-11 月固定资产投资累计同比+5.2%

预计 1-11 月制造业投资累计同比+2.5%；基建投资（统计局口径）累计同比+4.5%；地产投资累计同比+10%。预计 1-10 月整体固定资产投资累计同比+5.2%。

去年四季度基数维持较高、企业对需求侧的中长期预期未见明显好转，继续对今年四季度制造业投资数据产生压力。未来制造业投资的正向逻辑，一是高技术制造业投资有望延续较快增长。1-10 月高技术制造业投资增速+14.5%，国家加大对科创行业融资创投的支持力度，有望继续对相关投资起到拉动。二是随着 PPI 触底回升、工业企业盈利修复，有望带动传统制造业投资增速企稳。三是我们预计 2020 年基建投资增速上行、地产投资持稳，这些因素有望拉动通用设备、机械等行业的生产和资本开支。即使是今年投资增速下行的传统制造业，其行业龙头企业的在手现金状况仍不差；如果需求侧逐渐呈现正面迹象，企业有望循序提高产能利用率、并可能小幅加大资本开支。

今年基建投资呈现出结构化特征，铁路和道路投资较为强劲，我们认为主要源于中央财政支持、重点项目开工建设。而由地方政府主导的公共设施管理业投资（主要是市政工程类）1-10 月同比增速仍在零附近。国常会提出要加快专项债发行安排、形成有效投资，日前财政部已经批复提前下达 2020 年部分专项债新增额度、并大概率在明年一季度加快发行，我们认为其对于基建投资的正面意义可能在明年一季度显现；预计 2019 全年基建投资增速可能在 4%-6% 区间。

房地产开发投资自 4 月创年内至今高点以来（1-4 月累计同比 11.9%），5-10 月整体呈现小幅回落，基本符合我们预期。目前来看，土地购置费计入的因素正在减弱，而在资金链压力下，未来建安投资增长的持续性仍然存疑。但从微观角度，房企仍有主动补库、维持新开工和施工的需求，而且这也是房企得以回收预售款、缓解现金流压力的重要途径。我们仍然认为 2020 年房地产投资增速可能也将维持在相对高位，地产投资仍较有韧性。

预计 11 月社会消费品零售总额同比增速+8.5%

预计 11 月社会消费品零售总额名义同比增速+8.5%，前值 7.2%。我们预计 11 月社零消费会适当回升，一方面，购物节效应导致的消费后置会带动 11 月消费韧性，“购物节效应”叠加消费供给质量提升、消费升级的深化，将通过提升消费意愿改善 11 月社零消费表现；结构方面，2019 年消费韧性源于非汽车消费高达 9% 增速的支撑，汽车消费仍处于磨底状态，预计 2019 年汽车消费底部徘徊概率较大，修复相对缓慢，但考虑基数变化，预计 2020 年汽车消费增速有望适当回升，对整体消费的拖累作用将有所下降。整体来看，我们认为消费仍有韧性，居民收入增速高于 GDP 实际增速，失业超预期恶化概率较低；此外，近期 CPI 数据逐步增高，2019 年 10 月已突破 3% 关键点位，预计 2019 年四季度至 2020 年前半年，CPI 可能均处于 3% 上方的相对高位，我们认为，猪价上涨带来的是结构性通胀并非广谱通胀，价格的适当上行将有助于支撑名义消费增速。综合来看，我们对消费未来走势不悲观，预计仍有韧性。同时我们提示，消费超预期下行风险或来自海外，当前中美贸易摩擦进入缓和阶段，对提升消费意愿短期有一定积极影响，但关税升级的实质性影响未来将逐步显现，或对居民消费有一定扰动。

预计 11 月 CPI 同比+4.5%，PPI 同比-1.5%

我们预计 11 月 CPI 环比+0.4%，同比+4.5%。截至 11.27，农业部口径猪肉均价为 42.5 元/公斤，11 月份猪价整体环比回调；11 月份猪肉均价同比涨幅略高于 10 月份。据新华社报道，11 月 15 日李克强总理在江西考察期间重点关切了猪肉涨价问题，指出要研究降低高速公路冻猪肉运输收费、千方百计做好“两节”猪肉保供稳价工作，同时积极鼓励农户养猪。我们认为，今年 8-10 月猪价快速上行主要是因为此前猪瘟疫情造成存栏过度去化、同时部分养殖户可能存在压栏行为。尽管猪价短期回调，但从年底到 2020 年春节前后（1-2 月）可能重新上涨，猪周期见顶需等待补栏逐渐完成。目前生猪养殖趋于规模化，环保标准仍较严格（且由于防控非洲猪瘟疫情的要求，养殖密度不能过大，环保标准不大可能编辑放宽），存栏整体回升仍需时间。

由于2018年10月~2019年2月的猪肉价格基数较低（今年猪价上涨是从春节后3月份开始启动），我们认为，至少在2020年二季度之前，猪肉CPI同比上涨压力可能持续较大，对期间CPI持续形成较强上行压力。

我们认为猪肉持续涨价，可能使得其他肉禽蛋类对其产生一定的消费替代，可能令涨价出现一定的结构性扩散；在CPI超过+3%以后，需提防通胀预期自我实现，其他行业出现跟随涨价；今年秋粮收储量，玉米、粳稻收储均有同比下降的情况；这些都是2020年通胀上行压力进一步加大的风险因素。当前货币政策两项最终目标稳增长和控通胀出现冲突，决策难度加大。从历史经验判断，我们认为在经济呈现类滞胀状态时，我国央行货币政策首要目标仍是稳增长，而适度提高对通胀的容忍度。我们认为明年政府工作报告可能适度上调CPI目标值，而货币政策将维持稳健略宽松。

我们预计11月PPI环比零增长，同比增速-1.5%。11月份原油、化工行业价格环比强于10月份，但铁矿石、煤炭价格环比表现弱于前值。未来一至两个季度，PPI环比需重点关注基建等政策刺激投放节奏。我们中性预计今年PPI中枢在-0.5%~0之间，而2020年PPI翘尾因素可能较今年上行，同时经济下行压力可能倒逼基建等需求侧政策刺激从明年初开始就较早投放。今年四季度可能是PPI的阶段性低点，明年一季度PPI有望由负转正。

预计11月全国调查失业率5.1%持平前值，就业形势总体稳定

预计11月全国调查失业率5.1%环比持平，同比上行0.3个百分点，就业形势总体稳健。当前各项数据指向年内经济回落压力仍然较大，就业压力或持续存在，尤其是今年各月份失业率普遍高于去年同期0.2-0.5个百分点，预计11、12月仍将持续。今年年初“就业优先政策”全面发力体现了政策前瞻性，预计失业率5.5%左右仍将是重要的政策底线，目前失业率距离5.5%目标值仍有空间，实现目标难度不大。随着明年年初经济企稳，失业压力也将有所缓解，尤其是我们认为地产投资较具韧性，意味着农民工就业有所支撑，民营小微企业扶持政策持续发力，也将有助于托底就业形势，预计明年失业率数据中枢较今年有所回落。

人民币计价，预计11月出口同比2.5%，进口同比0.5%

我们预计11月出口当月同比增速按照人民币计价2.5%，按照美元计价为0.3%。目前全球经济形势走弱，各国纷纷出台宽松的货币政策刺激流动性，甚至采取“负利率”政策，以期促使未来经济回暖。中美贸易摩擦暂时进入“停”的阶段，美国可能进入财政、货币政策双宽松的周期，外需的回升可能促进我国出口的改善。因此，我们认为，11月份出口增速可能略有所回升。

预计11月进口增速按照人民币计价增长0.5%，按照美元计价增长-1.3%，预计11月份贸易顺差为450亿美元。在中美贸易摩擦趋于缓和的背景下，我们预计未来我国进口增速呈现出回暖态势。随着二季度经济数据的走差，市场对政策“再刺激”的预期升温，为了稳定经济增速，政策可能转向“逆周期调控”，预计内需拉动进口的力量可能有所增强，因此我们判断11月进口增速会有所回升，但考虑到很多政策的滞后作用以及真正发力在明年年初，进口改善的幅度可能有限。由于今年以来我国始终维持“衰退式顺差”，11月份在进、出口增速均有所回升的情况下，衰退式贸易顺差格局仍会延续，但未来若进口增速大于出口增速，则顺差额度将会有所降低。

预计11月信贷新增1.25万亿，社融新增1.4万亿，M2同比+8.5%

10月信贷超预期下行有监管严查居民短贷及票据到期等阶段性因素扰动，监管最严时期过后，预计11月居民短期贷款将有边际改善。企业贷款近几个月较为稳健，11月票据直贴利率和转贴利率大幅回落，预计票据整体维持低位，但贴现量或有增加，未贴现票据将有收缩。监管仍然严控地产企业信贷，仍是信贷负面因素。整体看，我们预计11月新增信贷1.25万亿元，基本符合季节性，同比增速12.3%（较前值回落0.1个百分点）。

11月地方政府专项债发行量几乎为零，但去年基数同样较低，同比角度看，或对社融有正面影响，三个表外项目仍是负向拖累，但调整口径后的企业债券或有支撑，预计11月社融新增1.4万亿，去年增速基数走低，同比增速10.6%（较前值回落0.1个百分点）。

货币乘数仍将处于高位，11月央行基础货币投放也较为积极，我们预计11月M2增速较上月提高0.1个百分点至8.5%。预计11月M1增速在去年基数走低的情况下有望回升0.2个百分点至3.5%。我们对货币政策的整体判断是维持稳健略宽松取向，价格型工具受通胀牵制，将主要通过扩信用的方式发力，着重投向“好”项目及“类地产”，关注明年一季度大规模信用释放。

图表1：11月宏观经济数据预测

	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019M10 预计	2019M10 实际	2019M11 预计
GDP							
(当季同比, %)	6.4	6.4	6.2	6	-	-	-
规模以上工业增加值							
(当期同比, %)	5.7	6.2	5.6	5	5.5	4.7	5
城镇固定资产投资							
(累计同比, %)	5.9	6.3	5.8	5.4	5.5	5.2	5.2
社会消费品零售总额							
(当月同比, %)	8.3	8.4	8.5	7.6	8.3	7.2	8.5
CPI							
(当期同比, %)	2.2	1.8	2.6	2.9	3.4	3.8	4.5
PPI							
(当期同比, %)	2.3	0.2	0.5	-0.8	-1.8	-1.6	-1.5
出口							
(人民币计价当期同比, %)	8.5	6.6	5.7	3.8	5.4	2.1	2.5
进口							
(人民币计价当期同比, %)	9.1	0.5	2.3	-2.8	5	-3.7	0.5
贸易差额							
(亿美元)	1320.5	763.3	1064	1189	345	430	450
M2							
(当期同比, %)	8	8.3	8.5	8.4	8.4	8.4	8.5
社会融资总额							
(当期, 亿元)	38556	81975	50562	50081	11000	6189	14000
人民币贷款							
(当期新增, 亿元)	28725	62893	37325	39556	8000	5470	12500
全国城镇调查失业率							
(期末, %)	4.9	5.3	5	5.2	5.1	5.1	5.1

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_8704

