

# 首创宏观“茶”： “产需两弱”格局再现，货币政策“边际宽松”

——2019年11月宏观经济月报

## 研究发展部宏观策略组

王剑辉  
宏观策略分析师  
电话：010-56511920  
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn  
执业证书：S0110512070001

### 相关研究报告：

1. 《首创证券宏观“茶”：货币政策该以谁为重，经济增长抑或价格形势？》2019-11-18
2. 《首创证券宏观“茶”：美元指数下行推动外汇储备重返3.1万亿美元之上，全球央行增持黄金趋势不变》2019-11-18
3. 《首创证券宏观“茶”：固定资产投资完成额累计同比创记录新低，经济需要“顶住”下行压力》2019-11-15
4. 《首创证券宏观“茶”：新增人民币贷款环比超季节性下行，拖累10月新增社会融资规模》2019-11-14
5. 《首创证券宏观“茶”：猪肉CPI当月同比创历史新高，货币政策“中性略偏宽松”》2019-11-12
6. 《首创证券宏观“茶”：“衰退式顺差”背景下2019年贸易顺差超过2018年已成定局》2019-11-11
7. 《首创证券宏观“茶”：央行下调MLF利率的“意料之外”与“情理之中”》2019-11-06
8. 《首创证券宏观“茶”：固定资产投资整体承压，财政支出力度加大》2019-11-01
9. 《首创证券宏观“茶”：制造业PMI重回弱勢，非制造业PMI创13年同期最低值》2019-10-31
10. 《首创证券宏观“茶”：9月通胀数据点评，4季度货币政策大概率保持定力》2019-10-30
11. 《首创证券宏观“茶”：财政收入增速创年内新高，财政支出力度加大》2019-10-28
12. 《首创证券宏观“茶”：PPI同比下行拖累工业企业利润增速》2019-10-28
13. 《首创证券宏观“茶”：工业增加值当月同比超预期反弹，固定资产投资增速整体承压》2019-10-22

## 主要观点：

- ▶ 10月非制造业PMI为52.8，创13年同期最低，而制造业PMI仅为49.3，验证我们“制造业PMI可能没有想象中的那么乐观”的判断。具体看，外需进一步承压，内需亦不乐观；生产扩张速度放缓，生产经营活动预期指数小幅下行；企业加快原材料以及产成品去库存步伐；主要原材料购进价格与出厂价格双双下行。
- ▶ 10月工业增加值当月同比为4.70%，年内第3次重返“4”时代。固定资产投资完成额累计同比为5.20%，创1992年2月万得资讯有纪录以来新低，其中，房地产投资韧性犹存，基建投资增速小幅下行，制造业投资增速小幅上行。10月消费增速为2003年6月以来低点，短期之内大概率继续保持低迷。
- ▶ 10月出口增速与进口增速均较前值上行。其中，对东盟的出口金额累计同比加速上扬；主要资源品的进口数量与进口金额增速涨跌互现；高新技术产品与机电产品进出口依旧承压。“衰退式顺差”背景下2019年贸易顺差超过2018年已成定局。
- ▶ 10月CPI当月同比超预期大幅上行至3.80%；PPI累计同比时隔33个月进入负值区间；PPIRM同比绝大部分分项走势承压。4季度货币政策保持定力，大概率“中性略偏宽松”。10月工业企业利润总额累计同比大概率继续维持个位数负增长。
- ▶ 10月新增人民币贷款环比超季节性下行，拖累新增社会融资规模。10月社会融资规模存量同比小幅下行至10.70%。M1同比仅为3.30%，大幅低于预期，主因工业企业利润增速不乐观，预计4季度M1同比依旧疲弱。
- ▶ 10月公共财政收入增速创年内新高，主要税种当月同比较前值总体改善，主因去年同期基数较低；公共财政支出增速创年内新低，城乡社区事务财政支出增速大幅下行，节能环保财政支出增速上行。预计年内土地购置费累计同比下行空间有限。
- ▶ 10月美元指数下行，汇兑效应“力压”估值效应，推动10月外汇储备重返3.1万亿美元之上。10月交易因素对外汇储备的影响基本稳定。在美国经济增速大概率下行的背景下，外汇储备破“3”概率较低。短期之内全球央行增持黄金的趋势不会有太大改变。
- ▶ 9月工业企业利润总额当月同比创2015年9月以来新低，而累积同比继续维持个位数负增长。其中，制造业利润总额累计同比因价格下行出现回调；计算机、通信和其他电子设备制造业利润总额累计同比“转正”；私营工业企业面临的下行压力重新加大；短期内工业企业还将处于主动去库存状态。预计10月工业企业利润总额累计同比大概率还将承压。

## 目录

1 固定资产投资增速创记录新低，房地产投资韧性犹存.....	5
1.1 制造业 PMI 重回弱势，非制造业 PMI 创 13 年同期最低值.....	5
1.2 固定资产投资完成额累计同比创记录新低，经济需要“顶住”下行压力.....	13
1.3 “衰退式顺差”背景下 2019 年贸易顺差超过 2018 年已成定局.....	25
1.4 猪肉 CPI 当月同比创历史新高，货币政策“中性略偏宽松”.....	32
1.5 新增人民币贷款环比超季节性下行，拖累 10 月新增社会融资规模.....	42
1.6 城乡社区事务财政支出增速大幅下行，年内土地购置费累计同比下行空间有限.....	48
1.7 美元指数下行推动外汇储备重返 3.1 万亿美元之上，全球央行增持黄金趋势不变.....	55
1.8 PPI 同比下行拖累工业企业利润增速.....	60
2 坚持发展是第一要务，稳定重要农产品价格.....	66
2.1 部署进一步做好稳外贸工作，推动进出口稳中提质.....	66
2.2 保障重要农产品供给，稳定农产品价格.....	66
2.3 做好“六稳”工作，完善固定资产投资项目资本金制度.....	67
2.4 货币政策保持定力，经济增长走势决定货币政策走势.....	67
2.5 坚持发展是第一要务，实施好稳健的货币政策.....	68
2.6 建立个人所得税年度汇算清缴制度，进一步推进减税降费.....	68

## 图表目录

图 1：10 月制造业 PMI 重回弱势，符合我们的预期（%）	5
图 2：10 月非制造业 PMI 创 13 年同期最低值（%）	6
图 3：制造业 PMI 五个主要分项 4 降 1 升（%）	7
图 4：大型企业的 PMI 跌破荣枯线（%）	7
图 5：新出口订单在连续 3 个月回升之后，10 月再次下行（%）	8
图 6：近年来我国进口指数中枢持续下移（%）	9
图 7：生产扩张速度放缓，生产经营活动预期指数小幅下行（%）	10
图 8：制造业企业加快原材料以及产成品去库存步伐（%）	11
图 9：主要原材料购进价格与出厂价格双双下行（%）	12
图 10：就业压力不减，尤其是服务业就业压力继续增大（%）	13
图 11：10 月工业增加值当月同比重返“4”时代（%）	14
图 12：农副食品加工业工业与食品制造业工业增加值当月同比面临压力（%）	15
图 13：固定资产投资完成额累计同比创 1992 年 2 月万得资讯有纪录以来新低（%）	16
图 14：房地产投资保持两位数增长（%）	17
图 15：商品房销售、新开工、施工以及竣工增速表现良好（%）	18
图 16：基建投资增速大幅上行概率较低（%）	19
图 17：10 月制造业投资增速小幅上行，但不应乐观（%）	21
图 18：10 月消费增速并不乐观，短期之内大概率继续保持低迷（%）	21
图 19：10 月出口增速与进口增速均较前值上行（%）	26
图 20：对美国的出口增速环比下行，而自美国的进口增速环比上行（%）	27
图 21：对东盟的出口金额累计同比加速上扬（%）	27
图 22：主要资源品的进口数量增速涨跌互现（%）	28
图 23：汽车和汽车底盘进口数量以及进口金额当月同比双双承压（%）	29
图 24：五大车企汽车销量当月同比自 2018 年 5 月以来首次转正（%）	30
图 25：高新技术产品与机电产品进出口累计同比较前值恶化（%）	31
图 26：高新技术产品与机电产品进出口当月同比较前值改善（%）	31
图 27：10 月 CPI 当月同比超预期大幅上行，且呈加速上行的态势（%）	33
图 28：消费品 CPI 当月同比与服务 CPI 当月同比相关性较强（%）	33
图 29：10 月猪肉当月同比创历史新高（%）	34
图 30：10 月 PPI 累计同比时隔 33 个月进入负值区间（%）	36
图 31：10 月采掘业 PPI 当月同比尚未到达底部（%）	37
图 32：PIRM 同比绝大部分分项走势承压（%）	38
图 33：10 月食品系价格增速加速上扬（%）	39
图 34：9 月工业企业亏损家数累计同比为近 7 个月新高（%）	41
图 35：2019 年工业企业利润总额累计同比大概率个位数负增长（%）	42
图 36：10 月新增人民币贷款环比超季节性下行（亿元）	43
图 37：剔除掉春节月份，10 月居民户新增贷款创 2018 年 1 月以来新低（亿元）	44
图 38：10 月企业端新增人民币贷款创 2016 年 9 月以来新低（亿元）	45
图 39：10 月社会融资规模存量同比小幅下行（亿元；%）	46
图 40：M1 同比与 M2 同比上行乏力（%）	48
图 41：工业企业盈利增速不乐观是 M1 同比低迷的主因（%；%）	48
图 42：公共财政收入增速与支出增速分别创年内新高与新低（%）	49
图 43：税收收入增速回升，主因是去年同期收入基数较低（%）	50
图 44：地方财政支出当月同比在年内第二次进入落入负值区间（%）	50
图 45：主要税种当月同比较前值总体改善，主因去年同期基数较低（%）	52
图 46：城乡社区事务财政支出增速大幅下行（%）	53

图 47：年内土地购置费累计同比下行空间有限（%） .....55

图 48：10 月外汇储备重返 31,000 亿美元之上（亿美元；亿 SDR） .....56

图 49：10 月主要发达经济体 10 年期国债收益率出现一定幅度反弹（%） ..... 56

图 50：10 月中美利差在“舒适区间”上方小幅走阔（%；百分点） ..... 57

图 51：美国经济增速在 4 季度面临下行压力（%） ..... 58

图 52：央行在 10 月暂停增持黄金（万盎司） ..... 60

图 53：工业企业利润总额当月同比创 2015 年 9 月以来新低（%） ..... 61

图 54：制造业利润总额累计同比因价格下行出现回调（%） ..... 62

图 55：计算机、通信和其他电子设备制造业利润总额累计同比“转正”（%） ..... 63

图 56：各企业类型利润总额累计同比绝大部分出现下行（%） ..... 64

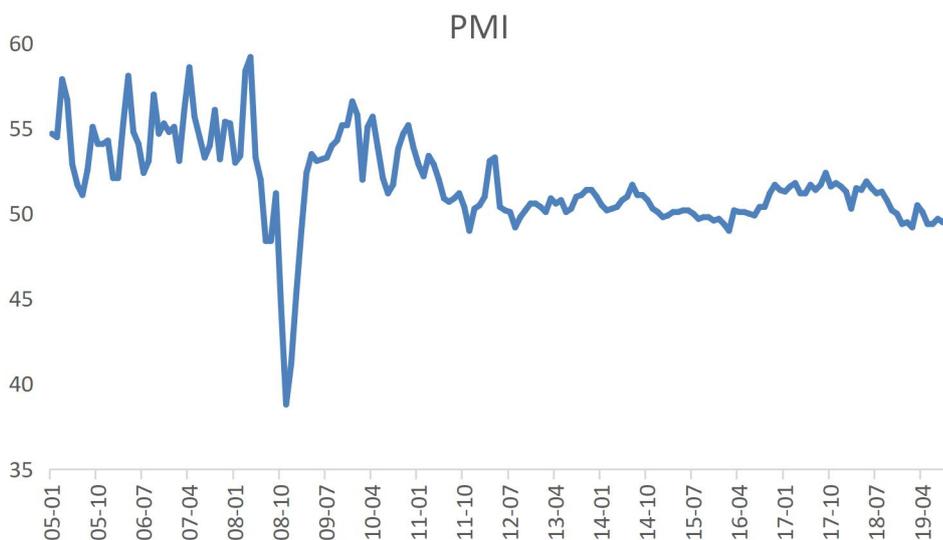
图 57：工业企业产成品存货累计同比还有一定的下行空间（%；%） ..... 65

# 1 固定资产投资增速创记录新低，房地产投资韧性犹存

## 1.1 制造业PMI重回弱势，非制造业PMI创13年同期最低值

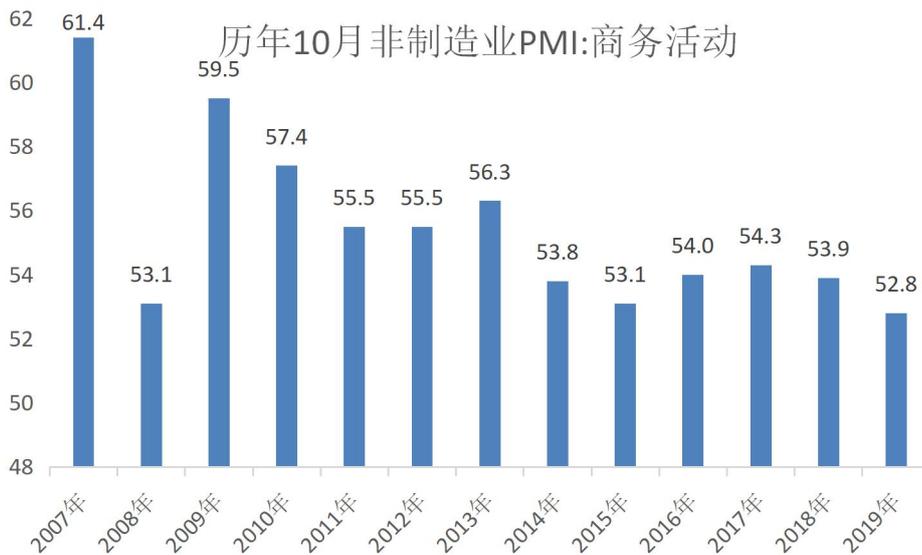
制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双承压。10 月制造业 PMI 为 49.3，低于预期 0.5 个百分点，较前值下行 0.5 个百分点，连续 6 个月运行在荣枯线之下，且创近 8 个月新低。在过往 15 年里的 10 月制造业 PMI 中，2019 年位列倒数第 2，仅高于 2008 年 10 月的 44.60。此前 9 月制造业 PMI 超预期录得 49.8，环比上行 0.3 个百分点，创近 5 个月新高，且逼近荣枯线。彼时我们在《首创宏观茶：制造业 PMI 可能没有想象中的那么乐观（20191008）》中明确指出，“制造业 PMI 可能没有想象中的那么乐观，（9 月 PMI）“反弹”概率大于“反转”概率，并坚持 7 月 PMI 数据点评中的观点：短期之内制造业 PMI 大幅上行概率较低”。目前看，10 月制造业 PMI 重回弱势，我们的观点得到验证。10 月非制造业 PMI 为 52.8，低于预期 0.80 个百分点，较前值下行 0.90 个百分点，剔除掉 2016 年 1 月的 52.70，创 2009 年 1 月以来新低。在过往的 13 年里，2019 年 10 月非制造业 PMI 位列倒数第 1。其中，10 月建筑业 PMI 为 60.40，较前值上行 2.8 个百分点，重返 60 以上的高位区间；服务业 PMI 为 51.40，较前值下行 1.60 个百分点，为 2012 年 2 月万得资讯有纪录以来新低。

图 1：10 月制造业 PMI 重回弱势，符合我们的预期（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

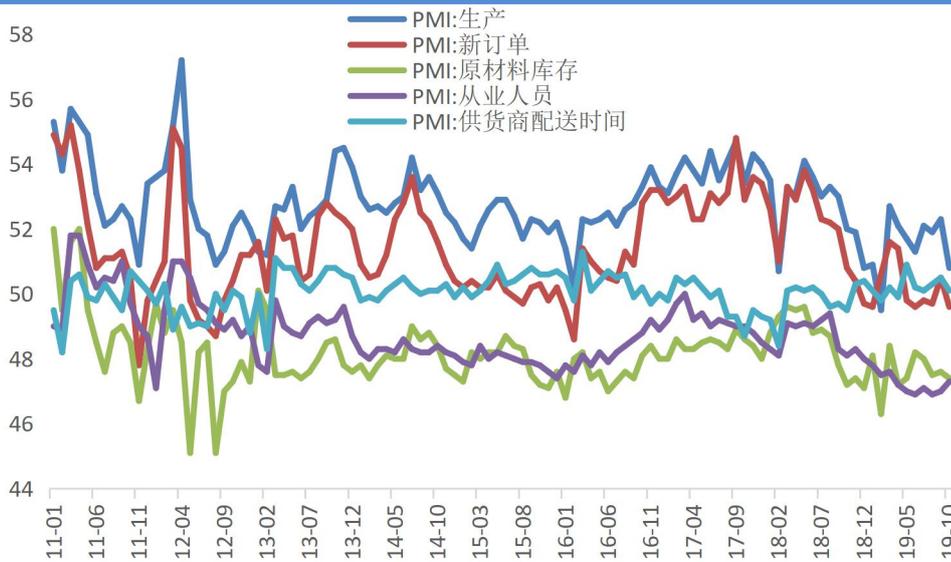
图 2：10 月非制造业 PMI 创 13 年同期最低值 (%)



资料来源：wind，首创证券研发部

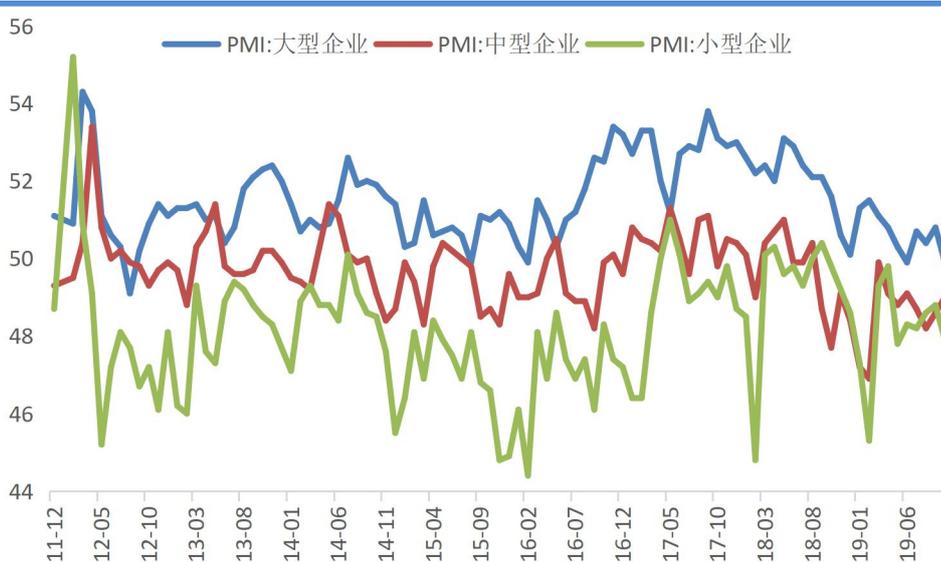
大型企业 PMI 再次跌破荣枯线。制造业 PMI 的 5 个主要分项，新订单、生产、从业人员、供货商配送时间与原材料库存指数分别录得 49.60、50.80、47.30、50.10、47.40，分别较前值上行-0.90、-1.50、0.30、-0.40、-0.20 个百分点。与前值相比，五个主要分项 4 降 1 升。其中，新订单再次跌破荣枯线，且创 2016 年 3 月以来低点，持平于 2019 年 1 月、6 月，预示后期制造业 PMI 走势不容乐观，此外，生产指数下滑幅度较大，且逼近荣枯线，这两项是 10 月制造业 PMI 下行的主要拖累项，我们再次坚持前期观点：短期之内制造业 PMI 大幅上行概率较低，并由此推测 4 季度制造业投资增速不大乐观。分企业规模看，大中小型企业的制造业 PMI 分别为 49.90、49.00、47.90，分别较前值上行-0.90、0.40、-0.90 个百分点。其中，大型企业 PMI 跌破荣枯线，仅录得 49.9，该值是自 2011 年 12 月有记录以来的次低值，仅高于 2012 年 8 月的 49.1，持平于 2015 年 8 月、2016 年 2 月、2019 年 6 月。作为国民经济的重要支柱，大型企业的 PMI 跌破荣枯线，表明宏观经济下行压力加大。

图 3：制造业 PMI 五个主要分项 4 降 1 升 (%)



资料来源：wind，首创证券研发部

图 4：大型企业的 PMI 跌破荣枯线 (%)

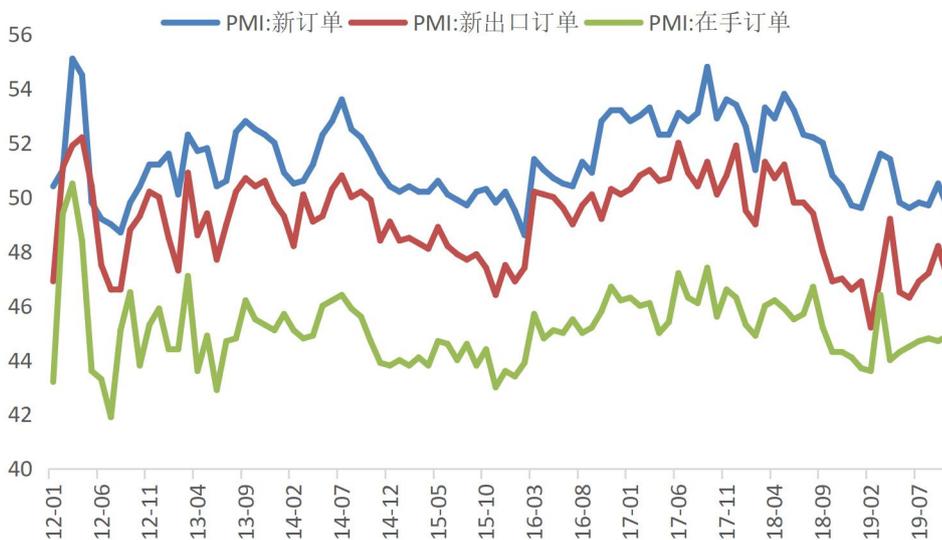


资料来源：wind，首创证券研发部

外需进一步承压，内需亦不乐观。10月新订单、新出口订单与在手订单分别为 49.60、47.00、44.90，分别较前值上行-0.90、-1.20、0.20 个百分点。其中，新出口订单在连续 3 个月回升之后，10 月再次下行，符合我们在《首创宏观茶：制造业 PMI 再次承压，小型企业是稳就业的“主要阵地”》中的判断。全球经济增长放缓是新出口订单下行的主因。10 月 15 日 IMF 将 2019 全球经济增长预期从 3.2% 下调至 3.0%，刷新金融危机以来新低，隐含 IMF 对 4 季度全球经济的悲观预期。从主要国家的制造业 PMI 来看：美国方面，虽然 10 月 Markit 制造业 PMI 连续两个月出现回调，但是更为前瞻的 ISM 制造业 PMI 在 8 月跌破荣枯线，在 9 月继续下探至 47.8，预计 4 季度 ISM 制造业 PMI 还将下

探；欧元区方面，10月欧元区制造业 PMI 录得 45.7，持平于前值，创 2012 年 11 月以来低点，且连续 9 个月位于荣枯线之下，其中，作为制造业强国，德国的制造业 PMI 仅录得 41.9，剔除掉前值 41.7，为 2009 年 10 月万得资讯有记录以来最低值，目前还处于下行通道之中。德国制造业 PMI 下行的主因之一是包括美欧贸易争端在内的贸易摩擦严重破坏贸易秩序，而德国的出口高度依赖美国市场；日本方面，10 月日本制造业 PMI 仅录得 48.50，创 2016 年 7 月以来新低，连续 9 个月位于荣枯线之下，主要原因之一也是全球贸易摩擦的缘故，尤其是日韩贸易争端。综合以上观点，在外需疲软的背景下，中短期之内新出口订单不大乐观，进而推测 4 季度我国出口增速不会太高。

图 5：新出口订单在连续 3 个月回升之后，10 月再次下行（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

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\\_8785](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8785)

