

主要结论

本月热点事件追踪: 结合央行三季度货币执行报告以及农业部对于生猪价格的表态, 2020年下半年通胀率下行将会是大概率事件。同时在11月, 央行分别下调了7天逆回购、MLF以及LPR的利率, 从短中长期三个角度引导实体经济利率的下行, 降低企业融资成本, 国内降息通道或已开启。全球热点事件方面, 特朗普弹劾案通过, 中美贸易谈判以及英国将在12月提前大选, 三个黑天鹅事件或将在12月集体发酵, 可能会引起资本市场资产价格波动率大幅度的上升, 提醒投资者注意风险。

国内经济数据概述: 各项经济数据增速出现了不同程度的下行, 国内经济仍承受一定的压力。当前主要矛盾是高通胀情况下, 货币政策的使用受到了一定的牵制, 宽货币至宽信用的传导路径阻塞, 虽然货币流动性充裕, 但是对实体经济的提振有限, 预计随着12月逆周期调节的发力, 经济或有企稳回升的可能。

高通胀时期的资产配置: 我们试图通过分析中国过去高CPI低PPI时期, 资产价格的表现以及政策变动的方向, 来寻找未来半年高通胀时期资产配置的方向。历史上一共出现过3次高CPI低PPI的情况。分别是2007.9-2008.2, 2010.3-2011.6以及2019.3-2020.6(根据第三季度货币执行报告预估)。通过统计发现, 资产价格方面, 大宗商品的表现>债市>股市。通胀上行时期, 货币政策的空间缩小, 债市承压, 股市受到PPI下行的影响更大, 工业及消费需求疲软, 打压企业利润, 拖累股市和债市都出现了不同程度的下行。反观商品市场, 虽然有高通胀的压力, 但大宗商品除了金融属性, 还有一定的刚性消费属性, 所以在一定程度上呈现出了抗通胀的能力, 所以大宗商品在高CPI低PPI时期的表现会好于股票和债市。在大宗商品的具体表现中, 工业品价格或将受到低PPI的制约, 而农产品由于消费的刚性强于工业品, 所以在高CPI低PPI的情况下, 农产品资产收益的表现会相对好于工业品。政策方面, 由于经济增速大概率下行, 拉动经济的三驾马车中, 出口和投资将会承受较大的压力, 所以未来政策主要的发力点可能会聚焦在于内需消费的提振。政策手段方面或大概率以稳定的货币政策和结构性扩张的财政政策为主。(不大水漫的同时积极调结构, 加快减税降费, 降低实体企业的融资成本。)

分析师: 顾琛

从业资格号: F3038154

电话: 021-55007766

邮箱: 15228@guosen.com.cn

独立性申明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

一、国内经济概述

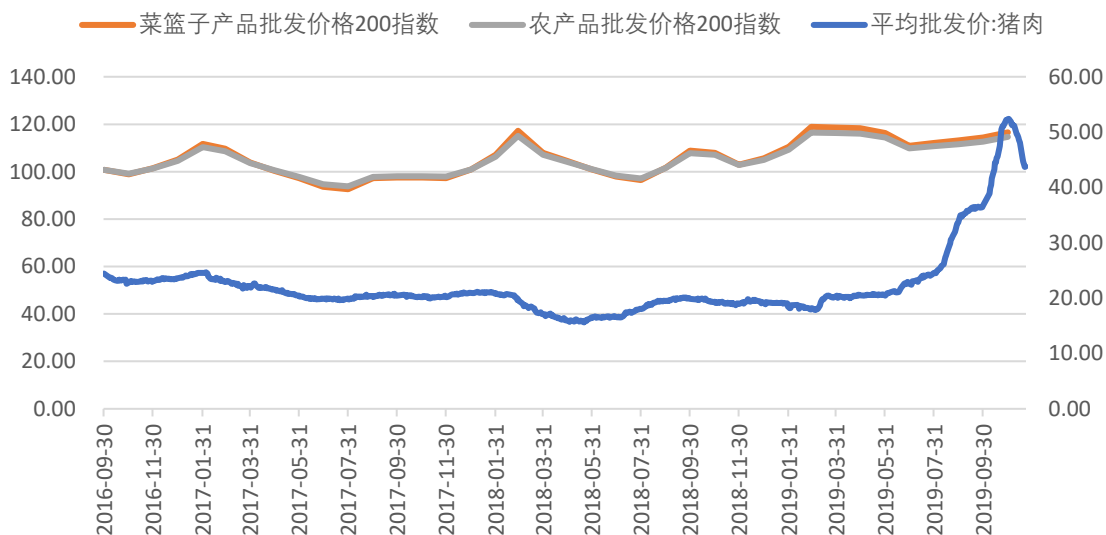
1、全球热点事件追踪

1.1 猪肉价格或将在明年下半年恢复到正常水平

农业农村部于11月在新闻办公室举行例行新闻发布会,介绍10月份生猪生产形势,并回答记者提问。本次新闻发布会会有两点值得关注:1、10月份的生猪主要指标。8月30日开始,农业部就会同国家发展改革委、财政部、自然资源部、生态环境部、交通部和银保监会等部门对于猪肉问题出台了17条政策措施,10月份生猪生产主要指标都出现了积极的变化:10月份,能繁母猪环比增长0.6%,10月份,全国年出栏5000头以上的规模猪场生猪存栏环比增长0.5%;能繁母猪存栏环比增长4.7%。全国年出栏5000头以上的规模养猪场,全口径统计一共有1.3万家,全国生猪存栏环比降幅是0.6%,与8月份、9月份相比,分别收窄了9.2和2.4个百分点。2、生猪未来供给。母猪补栏从出生到可以配种需要7至8个月的时间,能繁母猪怀孕时间接近4个月,实际上是114天,育肥猪出栏上市需要6个月的时间。农业农村部称预计市场供应明显增加可能还要到明年下半年,预计明年年底基本上恢复到常年的80%左右。

本月出台的第三季度货币执行报告中表示,通胀率或将在2020年下半年恢复到正常水平,结合农业部今天的对于生猪供给表态来看,预计2020年中旬通胀率下行将会是大概率事件。

图:生猪批发价及菜篮子价格

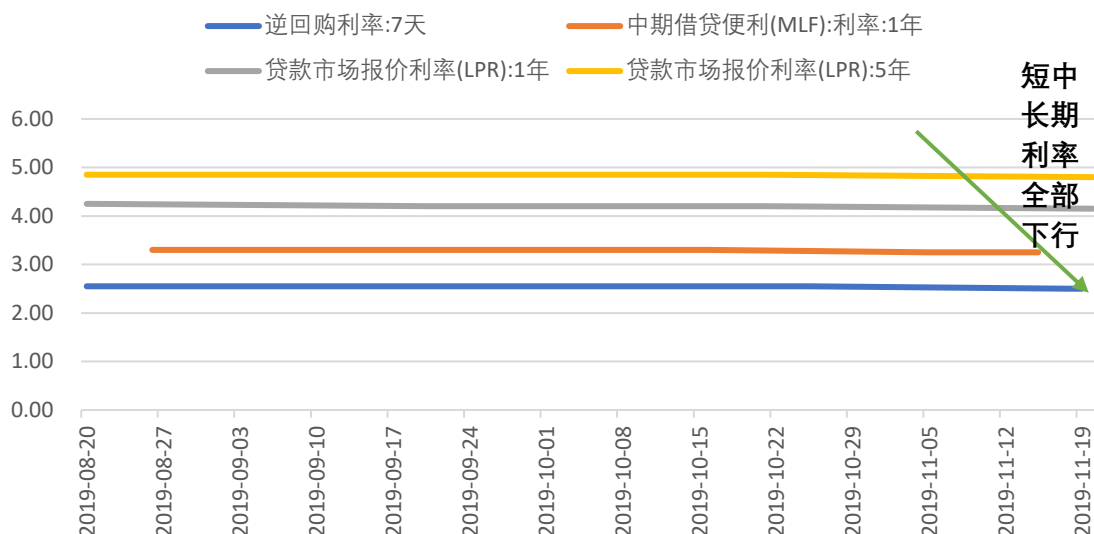


数据来源: wind 国信期货

1.2 中国降息通道或已开启

近期实体经济面临一定的下行压力,虽然食品通胀数据处于高位,但并没有阻挡央行开展逆周期调节的脚步,11月份分别下调了MLF利率和7天逆回购利率以及LPR利率,以降低短端和中端实体经济的融资利率,并继续提升银行投放中长期贷款的意愿,国内公开市场工具型的降息通道或已开启。值得注意的是,11月也下调了5年期的LPR利率,超出市场预期。5年期LPR对标的是房贷利率,但此次下调5年期LPR利率的幅度较小,并不足以导致房地产市场出现大幅度的反弹,但在一定程度上提振了市场的信心或能弥补近期房地产开工面积和竣工面积的巨大差距,增强市场的活力。

图：MLF、7天逆回购及LPR利率



数据来源：wind 国信期货

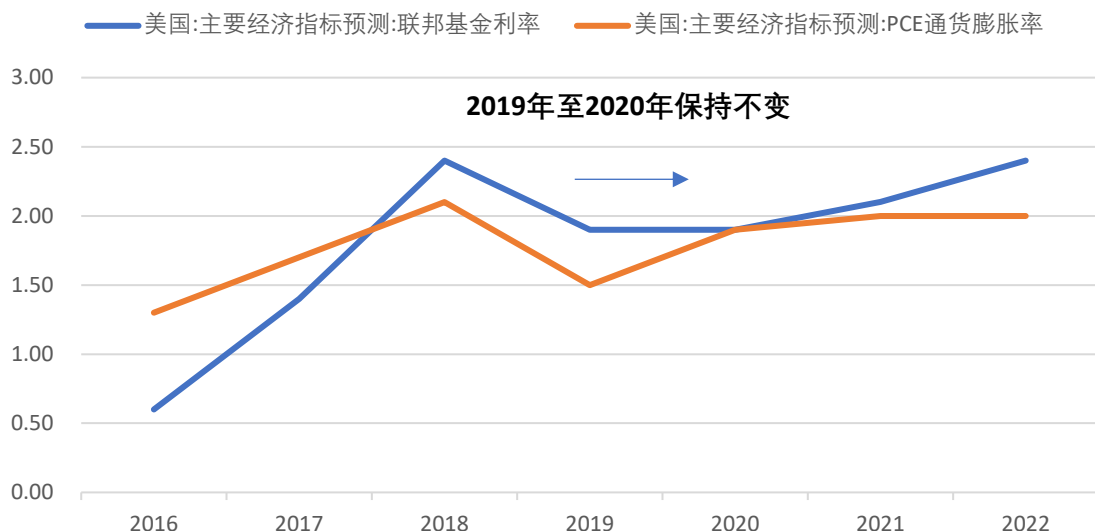
1.3 美联储或将暂停宽松周期 美国众议院通过针对特朗普的弹劾调查程序决议案

美联储公布的10月底的会议纪要显示官员们没有真正考虑过使用负利率刺激经济。本次会议纪要有2点值得关注：1、负利率问题。近期特朗普不断呼吁负利率策略，认为欧洲的负利率举措为他们国家带来了竞争优势。但是会议纪要显示，美联储不仅在当前美国经济增速没有出现放缓的时候不愿采用负利率，甚至对于在经济衰退时采用负利率的举措表示怀疑。2、暂停宽松周期。美联储主席鲍威尔暗示，除非美国经济前景出现“实质性”变化，否则不会改变这一政策立场。预计10月份的降息将是近期来美联储利率的最后一次调整，虽然12月份还有一次议息会议，但美联储降息点阵图显示美联储将保持利率不变直到2020年中旬。

同时值得注意的是，今年九月在特朗普与乌克兰总统泽连斯基今年夏天的通话内容披露后，众议院决定启动针对特朗普的弹劾程序，指控特朗普为私人目的滥用总统职权打压民主党总统候选人拜登。本次弹劾有两点值得关注：1、美国历史上共启动过三次总统弹劾，前一次国会启动弹劾总统程序在20年前，针对民主党总统克林顿。但是三次均未能通过。2、美国宪法对于总统弹劾案的路径为众议院对总统提出控告，参议院做出最后的判决。由于共和党当前主导参议院，所以最后弹劾通过的概率很小。但是如果特朗普因为这个程序被免职，则现任副总统彭斯将接任总统职务，直到本轮任期结束。

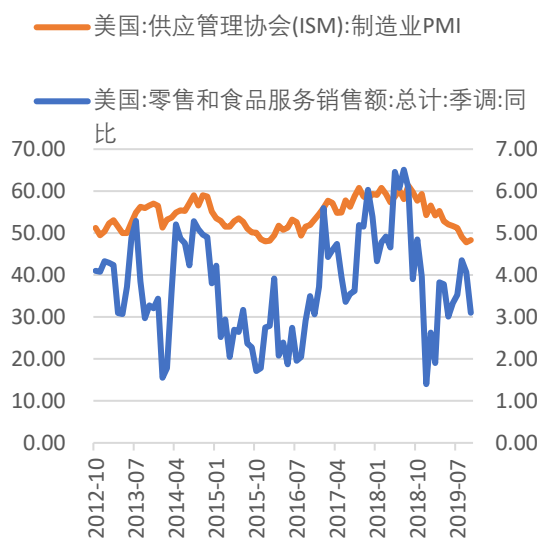
美国经济数据方面，11月申请失业金人数意外保持在五个月高位，表明就业市场有所放缓。工厂就业和工时指标也出现下降，受到中美贸易、波音公司设计以及全球经济增速放缓的影响，消费和制造业数据也出现了不同程度的下行。但我们也注意到，美国房地产市场房价中值创下了2017年6月以来的最大涨幅，房地产市场韧性犹存，这在一定程度上确保了美国经济不会在短期内迅速进入衰退的风险。

图：美国联邦基金利率



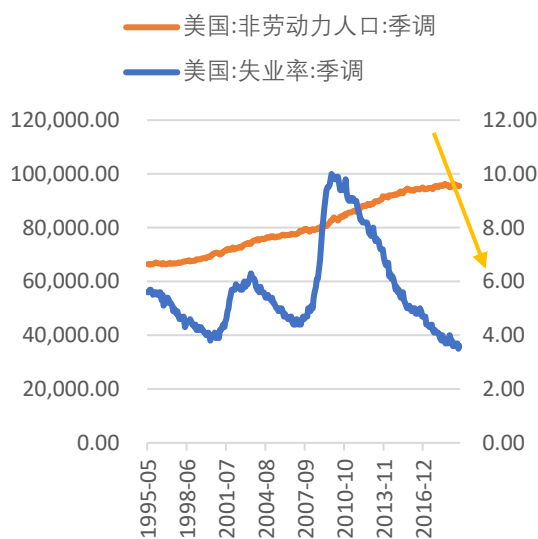
数据来源: wind 国信期货

图: 美国 11 月消费及制造业数据



数据来源: wind 国信期货

图: 美国 11 月劳动力市场数据



数据来源: wind 国信期货

1.4 英国首相约翰逊对提前大选的请求终于赢得议会批准

英国首相约翰逊对提前大选的请求终于赢得议会批准, 这将是英国历史上96年以来第一次在12月份举行总统大选, 本届议会将于11月6日解散, 竞选正式揭幕, 五周后12月12日开始投票, 大选结果将在12月13日凌晨出现, 这将决定英国脱欧的最后命运。约翰逊希望通过提前大选, 增加保守党在议会中所占的席位, 以帮助脱欧计划顺利实施。(注: 之前欧盟27国同意了英国“弹性延期”的请求, 将脱欧日期延长3个月至明年1月31日。), 当期约翰逊所在的保守党在民调上领先工党10%左右, 约翰逊表示英国脱欧将使英国在2050年之前成为欧洲最繁荣的经济体。当前主要的反对党是工党, 他们寻求建立社会主义政府, 并组织第二次脱欧公投。

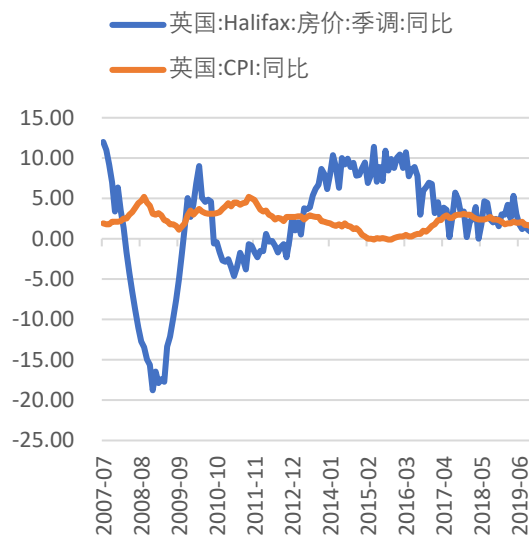
同时我们注意到，英国脱欧事件再起波澜，脱欧的不确定性也拖累了经济数据，当前英国通胀率降至3年来的新低，房价的涨幅也有所回落。本次大选的主题在于脱欧，但由于脱欧事件已经延续了三年，民众的疲劳度有所提高，两个党派的票数较为接近，此次大选的结果较难预料。近期英镑的波动幅度或将扩大，提醒投资者注意风险。

图：英镑走势



数据来源：wind 国信期货

图：英国通胀数据和房价走势



数据来源：wind 国信期货

2、拉动经济的三驾马车：投资、消费、进出口

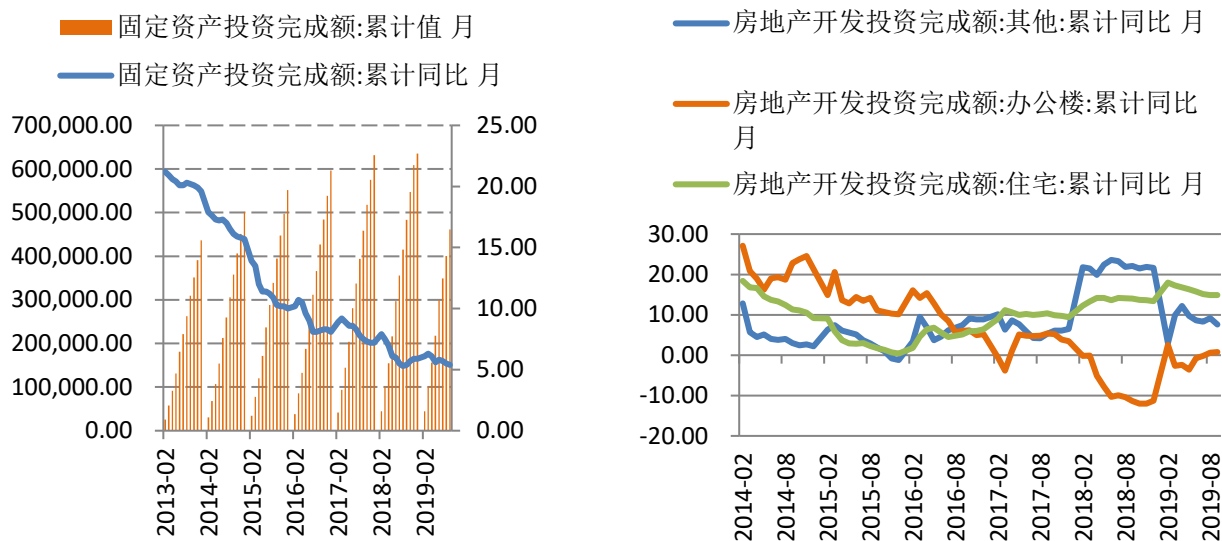
2.1 投资数据：固定资产投资及房地产数据回落

2019年1—10月份，全国固定资产投资（不含农户）510880亿元，同比增长5.2%，增速比1—9月份回落0.2个百分点。从环比速度看，10月份固定资产投资（不含农户）增长0.40%。其中，民间固定资产投资291522亿元，同比增长4.4%，增速比1—9月份回落0.3个百分点。2019年1—10月份，全国房地产开发投资109603亿元，同比增长10.3%，增速比1—9月份回落0.2个百分点。其中，住宅投资80666亿元，增长14.6%，增速回落0.3个百分点。

10月固定资产投资和房地产数据均有所回落。本月数据有两点值得关注：1、固定资产投资增速方面，基础设施投资回落较为明显，当前经济企稳依然是最重要的目标之一，预计12月或会提前发行2020年政府专项债，以提振经济活力，届时固定资产投资或有止跌企稳的可能。2、房地产开发投资方面，房地产销售面积有所提振但是销售额增速环比持平，说明房地产销售价格或已进入下行的通道。当前LPR5年期利率没有出现下行的迹象，说明房住不炒的政策依然是房地产政策中的主旋律，但受制于房地产市场较大的体量，11月房地产数据大概率依然是有控制的回落。

图：固定资产投资数据

图：房地产开发投资额



数据来源: wind 国信期货

数据来源: wind 国信期货

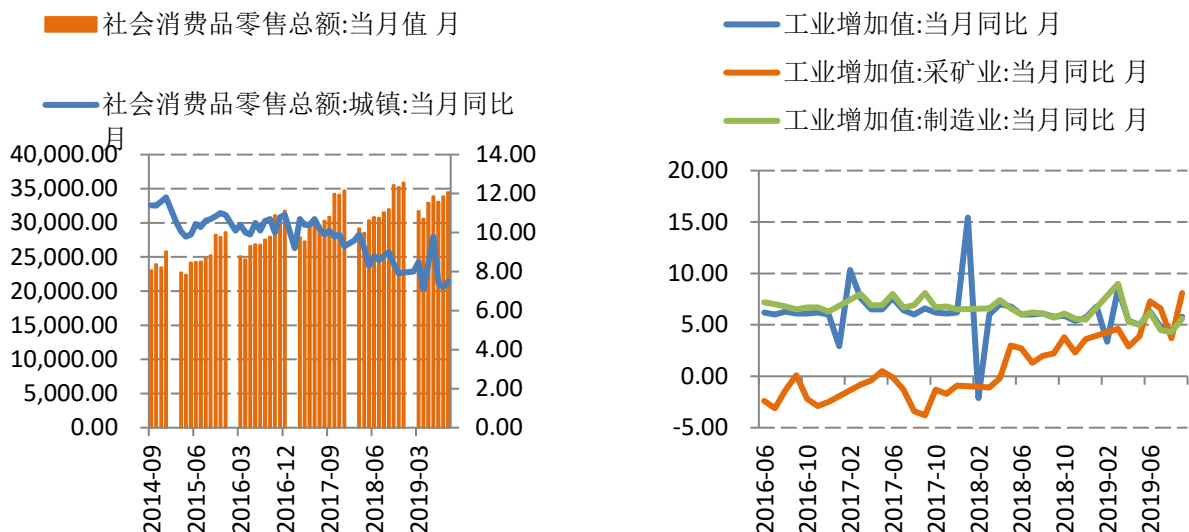
2.2 消费数据: 节假日消费后置 社消及工业增加值增速下行

2019年10月份, 社会消费品零售总额38104亿元, 同比名义增长7.2% (扣除价格因素实际增长4.9%, 以下除特殊说明外均为名义增长)。其中, 除汽车以外的消费品零售额34876亿元, 增长8.3%。2019年10月份, 规模以上工业增加值同比实际增长4.7% (以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率), 比9月份回落1.1个百分点。从环比看, 10月份, 规模以上工业增加值比上月增长0.17%。1—10月份, 规模以上工业增加值同比增长5.6%。

10月社会消费零售数据和工业增加值均出现了不同程度的回落。本月数据有两点值得关注: 1、社会零售消费品环比回落0.22%。餐饮收入和乡村消费品收入占比回落较为明显, 实物网上零售额增速放缓, 但依然高于线下实物商品销售额。值得注意的是, 10月消费的回落有一部分源于11月份的“双十一”电商节, 部分消费者可能会将当前消费后置。2、工业增加值方面本月也有一定的回落, 上游采矿业和制造业回落较为明显, 同时由于农产品价格上涨, 供给收缩, 农副产品加工业下行幅度也较大。工业企业产品销售率小幅回落, 说明近期需求也较弱, 或会持续拖累11月份工业增加值数据。

图: 消费数据

图: 工业增加值数据



数据来源: wind 国信期货

数据来源: wind 国信期货

2.3、进出口数据: 国际贸易形势或有反复 进出口有进一步回落的可能

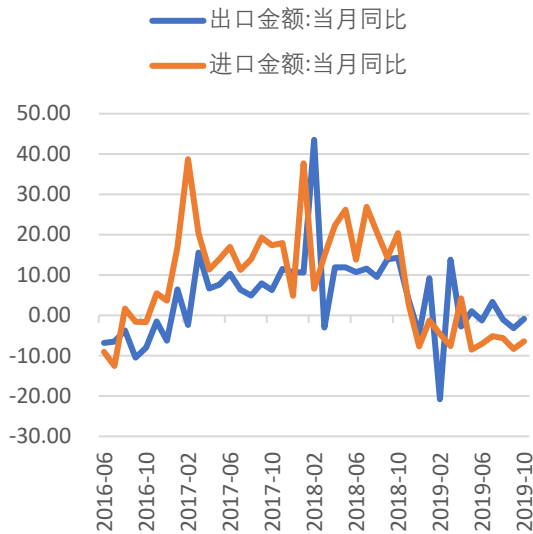
今年前 10 个月, 我国进出口总值 19.93 万亿元人民币, 比去年同期 (下同) 下降 8.1%。其中, 出口 11.46 万亿元, 下降 2%; 进口 8.47 万亿元, 下降 15.2%; 10 月份当月, 我国进出口总值 2.06 万亿元, 下降 9%。其中, 出口 1.23 万亿元, 下降 3.6%; 进口 8331.4 亿元, 下降 16%。按人民币计, 中国 10 月出口同比增长 2.1%, 预期下滑 1.4%, 前值下滑 0.7%; 中国 10 月进口同比下滑 3.5%, 预期下滑 5.4%, 前值下滑 6.2%。

10 月进出口数据合理区间运行。本月数据有两点值得关注: 1、全球经济增速下行, 外需回落, 同时受中美贸易互征关税影响, 中美贸易总额下降 10.6%。虽然对于“一带一路”沿线国家进出口增速有所增长, 但是对于占比较小, 所以前 10 月出口数据回落。当前市场关注的焦点依然是 12 月中美可能会签署的贸易文本文件, 如果届时双边关税有取消的可能, 对于四季度的出口数据和企业信心都将是一个较大的提振。2、进口方面受益于美元指数回落以及人民币升值的利好, 10 月当月进口数据好于预期。

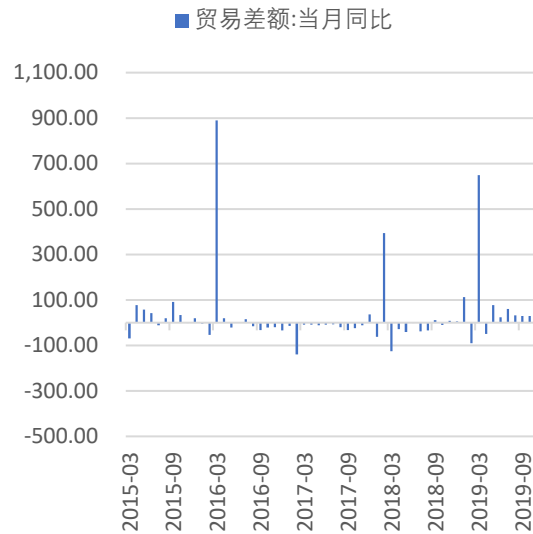
展望四季度, 贸易当前最主要的影响因素依然是中美贸易谈判的进程。当前来看, 中美双方均释放出了谈话的善意, 但是值得注意的是, 国际政治贸易形势常有反复, 所以在文本性协议没有落地之前, 投资者仍需注意谈判中黑天鹅事件的发生对于经济的冲击。

图: 进出口数据

图: 贸易顺差



数据来源: wind 国信期货



数据来源: wind 国信期货

3、社会经济数据

3.1 信贷数据: 广义货币增速维持稳定

10月末, 广义货币(M2)余额194.56万亿元, 同比增长8.4%, 增速与上月末持平, 比上年同期高0.4个百分点; 狭义货币(M1)余额55.81万亿元, 同比增长3.3%, 增速比上月末低0.1个百分点, 比上年同期高0.6个百分点; 流通中货币(M0)余额7.34万亿元, 同比增长4.7%。当月净回笼现金734亿元。10月末, 本外币贷款余额156.22万亿元, 同比增长11.8%。月末人民币贷款余额150.59万亿元, 同比增长12.4%, 增速分别比上月末和上年同期低0.1个和0.7个百分点。10月份人民币贷款增加6613亿元, 同比少增357亿元。

10月信贷数据回落较为明显, 数据上两点值得关注: 1、10月社融出现环比腰斩的情况, 主要受到季节性因素的扰动, 10月份是社融数据传统的低点。由于今年在9月份提前将全年地方专项债发行完毕, 所以10月社融同比去年虽有减少, 但是依然在正常范围内, 市场不需要过度解读。2、人民币贷款方面, 由于房贷政策的缩紧, 居民中长期和短期贷款均出现了不同程度的回落, 对人民币贷款的增速出现了负向效应。3、由于金融周期和房地产周期的收缩, 宽货币到宽信用的传导路径或被堵塞, 传统的信用扩张周期难以持续, 未来广义货币8%的增速或将成为常态。

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_8816



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn