



兴泰智库研究报告

XINGTAITHINK-TANKRESEARCHREPORT

2019年第22期总第78期·宏观报告

2019年十一月份宏观经济形势 分析报告

徐蕾 王欢

咨询电话：0551-63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：<http://www.xtkg.com/>

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路1688号兴泰金融广场2209室

金融研究所

二〇一九年十二月



- ▶ **11月主要经济指标好于预期 国民经济保持稳中有进态势。**从工业看，高技术制造业、装备制造业等新兴产业增加值持续加快；从投资看，高技术产业投资持续增长，教育、文化、生态保护和环境治理业等短板领域投资增长较快；从消费看，市场销售增速有所加快，实物商品网上零售占比继续提高；就业形势总体稳定，11月份，面对国内外风险挑战明显上升的复杂局面，各地区各部门坚持稳中求进工作总基调，以供给侧结构性改革为主线，推动高质量发展，主要经济指标好于预期，国民经济保持稳中有进发展态势。
- ▶ **展望12月，稳住增长至为关键。**宏观经济方面，四季度经济企稳概率较大，净出口对经济增长的贡献率将有所减弱。物价方面，12月短期内CPI涨幅有望回落，PPI同比将趋于持平。2019年年底金融将着眼于强化“宽信用”效果，为2020年稳增长提供关键支撑，货币政策逆周期调节力度可能进一步加大。财政方面，12月财政收入增速加快仍面临制约，支出空间受限，难有大幅提升。

目录

CONTENTS



01

国内经济形势分析

02

宏观经济政策分析

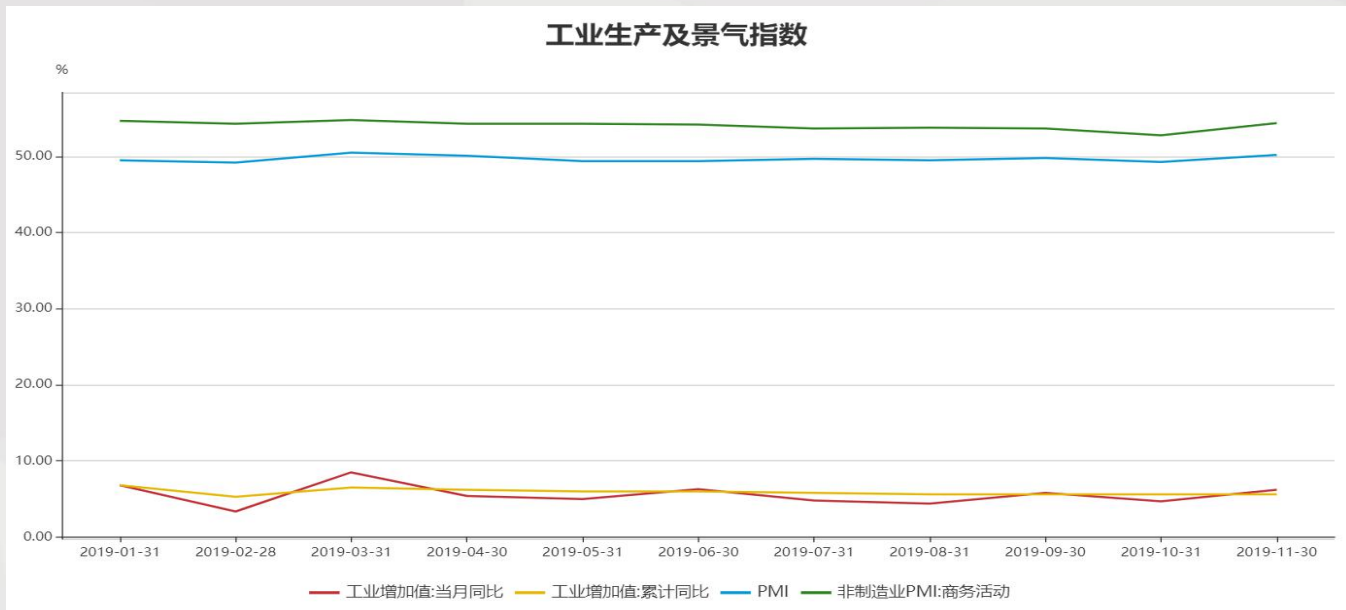
01



国内经济形势分析

GDP、工业、投资、消费、进出口、物价水平

2.1 工业生产增速回升



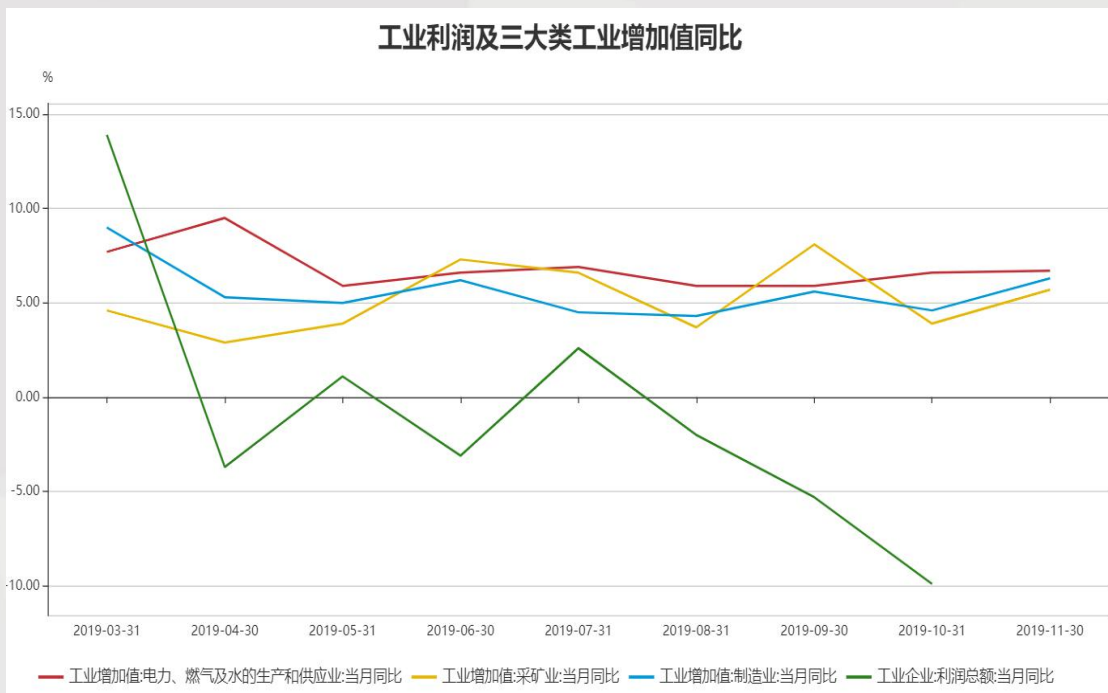
11月工业增加值6.20%，比10月加快1.5个百分点，创下近5个月来的新高。

内需方面，11月消费超预期回升、固定资产投资止跌企稳，对工业生产形成支撑，一定程度对冲了基建和房地产投资双双放缓的负面影响。

外需方面，全球制造业PMI连续4个月回升，主要经济体宽松效果逐渐显现，海外悲观情绪减弱，外需在11月出现边际好转。11月官方制造业PMI录得50，前值50.2，经济景气度进一步下降。

展望：下行压力有所减小，有望延续阶段性回暖趋势。从外部看，中美就第一阶段贸易文本达成一致、英国协议脱欧预期明显提高、欧洲投资信心指数持续回升等为国内经济企稳创造了有利的外部条件；从内部看，企业中长期贷款持续回升也显示逆周期调节的货币政策正逐步发挥作用，工业生产有所加快，企业库存或将逐步提高。

2.2 工业企业利润超预期增长

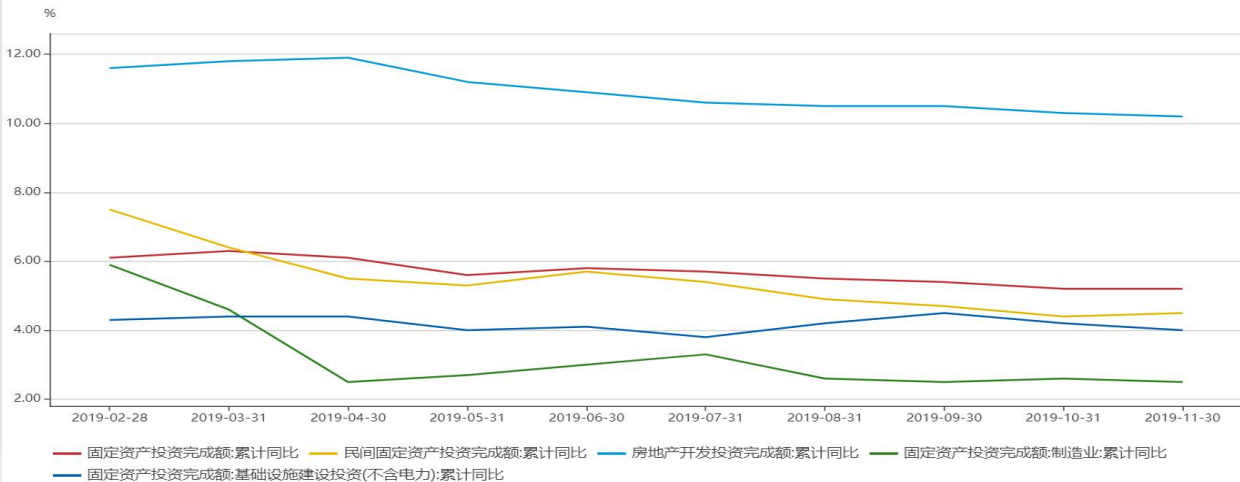


11月工业利润超预期增长，规模以上工业企业实现利润总额5939.1亿元，同比增长5.4%，10月份为同比下降9.9%。工业生产和销售增长加快、PPI降幅收窄是工业企业利润增速由负转正的主要原因。值得注意的是，11月，国有控股企业利润同比增长0.6%，扭转了今年下半年以来持续下滑的趋势。11月三大部类利润总额累计同比边际上行，采矿业、制造业、电力热力燃气及水的生产和供应业利润总额累计同比分别较前值上行0.10、1.70、45.90个百分点。

展望：11月PPIRM同比-2.20%，前值-2.10%。；由于各地都在积极开展质量提升行动，有助于企业提高产品质量，提升品牌价值，增强企业盈利能力；中小企业发展促进政策密集出台，减税降费、民企账款清欠等政策效果正逐步显现，企业生产经营成本将有效减轻，盈利能力将显著增强，中国工业企业效益有望逐步改善，**预计我国规模以上工业企业利润增速将由负转正，实现小幅回升。**

2.3 投资：制造业、房地产投资下滑，基建投资反弹

固定资产投资累计分项同比



展望：（1）**房地产投资大概率不悲观。**2020年房地产投资增速不会失速下跌，依然是“三期叠加”背景下宏观经济的根本动力，房地产市场的调控在2020年出现边际收紧的概率极低。（2）**基建投资增速大幅上行概率较低。**资金来源方面，2020年财政政策的力度要小于2019年，政府责任约束方面，政府责任约束尚未得到缓解。（3）**制造业投资缺乏大幅上行的基础。**中美前期加征的关税尚未被取消，宏观经济增速下台阶已经成为市场的共识降低了扩大再投资的动力。

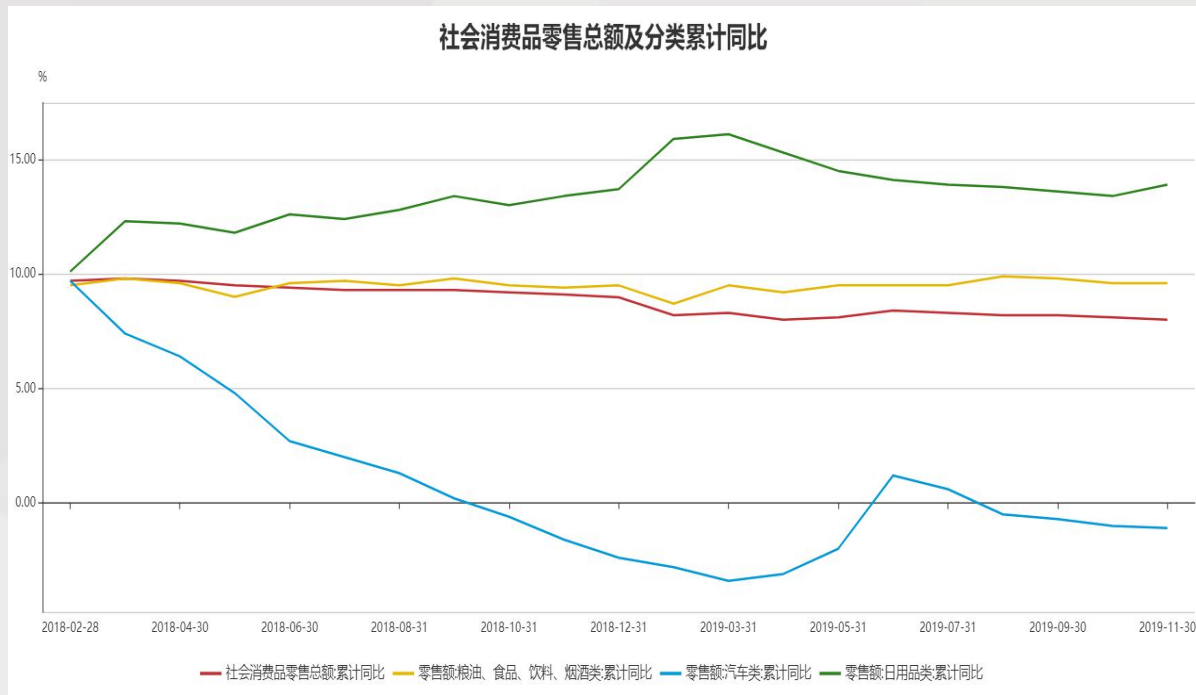
11月固定资产投资完成额累计同比为5.20%，持平于预期及前值，续创1992年2月以来低点。

制造业投资增速依旧低迷。11月制造业投资累计同比为2.50%，较前值下行0.10个百分点，较去年同期下行7.00个百分点。

基建投资增速小幅上行。11月基础设施建设投资完成额累计同比为3.47%，较前值小幅上行0.21个百分点。

房地产投资增速缓步下行，但依旧是固定资产投资的“顶梁柱”。11月房地产开发投资完成额累计同比为10.2%，较前值下行0.1个百分点，为2019年2-11月的最低值。

2.4 消费：汽车销售降幅收窄，常规消费品增速提升



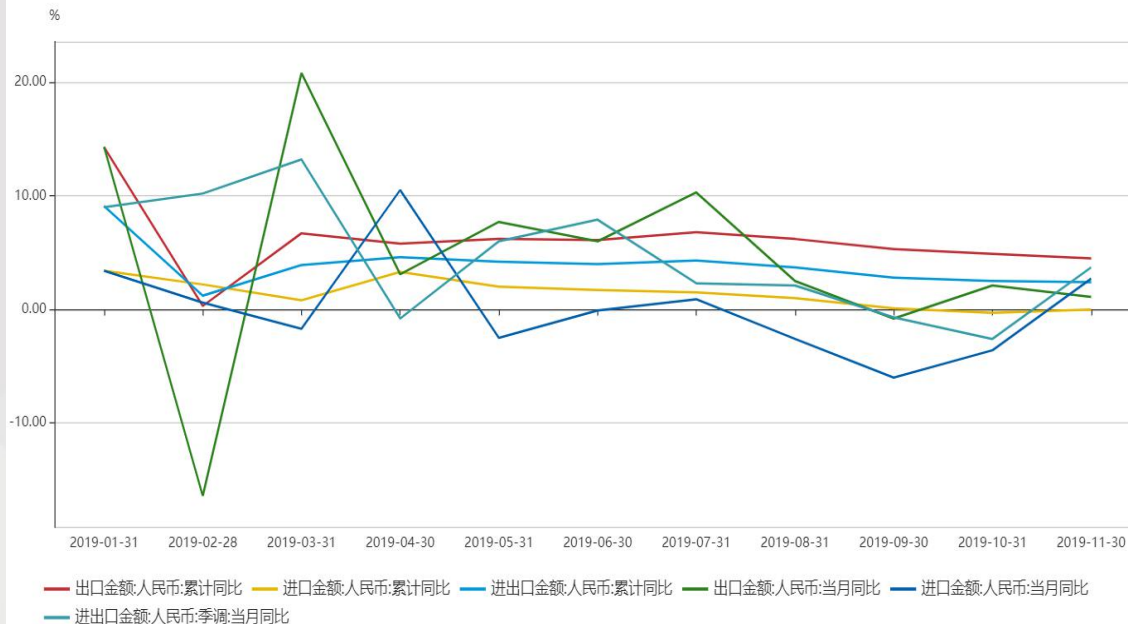
2019年11月，社会消费品零售总额38094亿元，同比名义增长8.0%

汽车类零售总额同比降幅比上月有所收窄。11月，汽车类零售总额3465亿元，同比下降1.8%，降幅比10月收窄1.5个百分点，占社会消费品零售总额的9.1%。“双十一”提振必选品增速。粮油、食品、饮料、烟酒类10月当期零售总额为1729.2亿元，同比增长8.2%。

展望：（1）12月的经济形势依旧复杂严峻，但春节前的消费是首购用户的集中爆发期，车市表现必然较强。（2）随着我国就业规模不断扩大、居民收入稳定增长，以及元旦春节消费旺季到来，预计12月消费增速有望进一步回升。

2.5 外贸：进口小幅下降 出口显著回升

进出口当月、累计同比



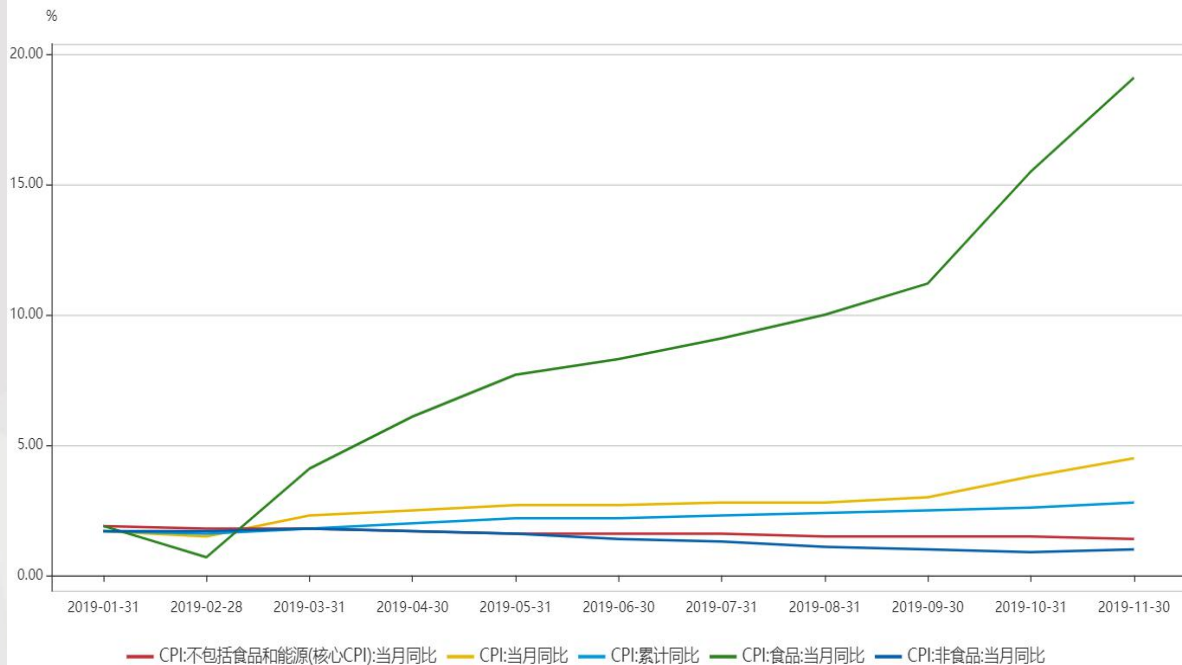
11月出口增速略低于预期。11月出口金额同比增速较10月小幅下降，本月出口同比增速略低于市场预期，主要原因仍是全球经济走弱、外需不振。

11月进口增速显著回升。11月进口同比增速较上月回升6.5个百分点，自今年5月以来首次由负转正。一方面受益于去年同期的低基数，另一方面在中美贸易第一阶段协议的影响下，我国加大从美国进口农产品力度，对进口形成支撑。

展望：贸易摩擦不确定性仍存。未来进口有望延续企稳态势，在国内“稳增长”政策下，基建和制造业投资的回升有望带动内需回暖，对进口形成支撑。而出口方面仍取决于贸易摩擦和全球经济恢复的影响，贸易摩擦的不确定性仍然存在。

2.6 通胀：CPI破“4”，PPI负值收窄

CPI当月、累计同比

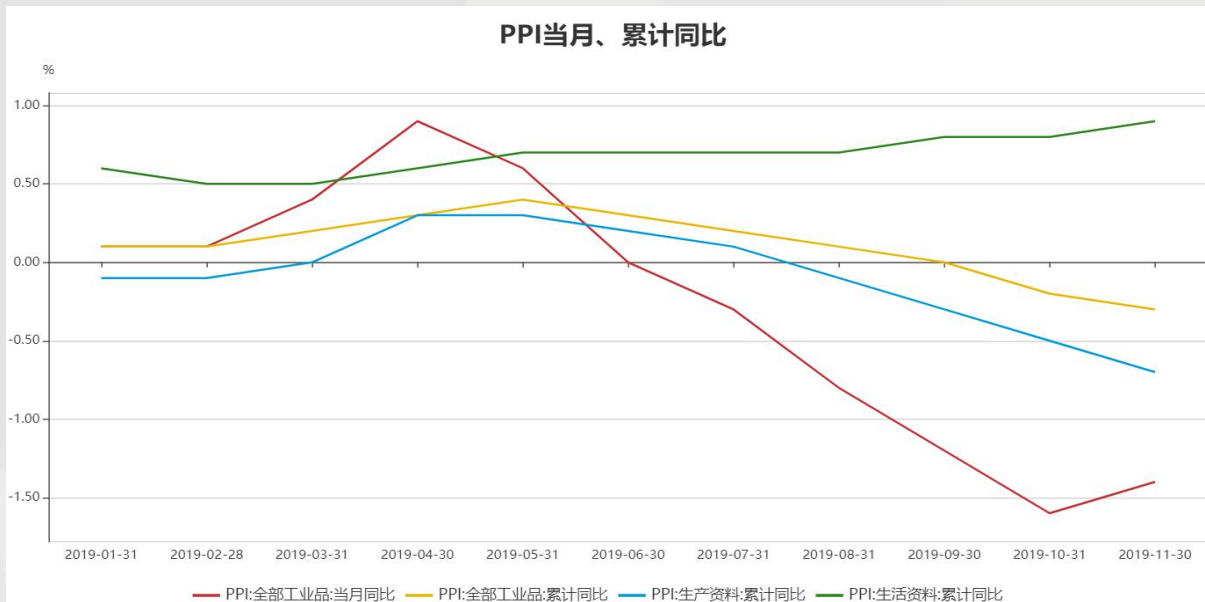


11月全国CPI同比涨幅达4.5%，较前月扩大0.7个百分点。预期4.3%，前值3.8%。

11月CPI进入“4时代”。11月份CPI食品项超出季节性较多。具体来看，鲜菜、猪肉显著超季节性导致CPI上升，而鲜果、蛋类弱于季节性表现。其中食品研究贡献4.1个百分点，猪肉贡献2.64个百分点，贡献程度都还在上升。11月份CPI非食品项小幅弱于季节性，具体来看，教育文化娱乐及医疗保健弱于季节性。

展望：年底物价涨幅有望收窄。12月上旬以来猪肉价格整体平稳，这意味着本月猪肉价格同比涨幅有可能出现今年2月以来的首次回落，并带动12月CPI涨幅回落至4.0%附近。明年来看，2020年春节提前至1月，错期效应可能会带动CPI再度升至4.5%之上。

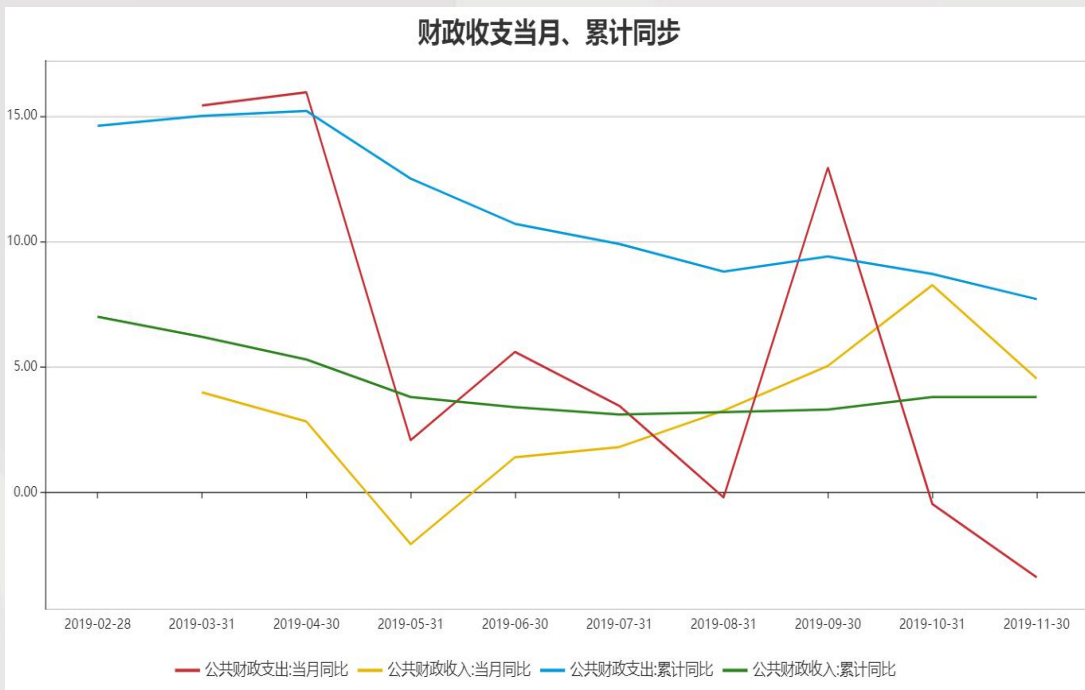
2.7 通胀：CPI破“4”，PPI负值收窄



展望：11月PPI 同比跌幅仍然为负主要是受翘尾因素拖累及生产资料价格去年高基数的影响。12月份翘尾因素见底消失，石油天然气价格有所回暖，加之临近年末，需求刺激下肉类价格很大概率再次大幅上行对生活资料形成支撑，**预计12月PPI 同环比可能同时转正。**

PPI同比负值收窄，11月PPI同比-1.4%，较前值（-1.6%）上行0.2个百分点。11月PPI环比收于-0.1%，较前值下行0.2个百分点。
从同比上看：PPI 同比收于-1.4%，较前值回升0.2个百分点，跌幅收窄，终止7个月的下行，但是仍然位于负值区间。其中生产资料同比收于-2.5%，较上月上行0.1个百分点；生活资料同比收于1.6%，较前值上行0.2个百分点。
从环比上看：PPI 环比收于-0.1%，较前值下行0.2个百分点。此次PPI 环比由正转负主要是受生产资料的环比下行影响，即煤炭石油等生产资料的价格下行导致。

2.8 财政：财政收支增速回落



11月全国一般公共预算收入11,263亿元，同比增长4.5%，前值8.3%，上年同期值为-5.4%；11月全国一般公共预算支出15,876亿元，同比下降3.4%，前值-0.5%，上年同期值为-0.8%。11月税收收入同比增速大幅回落反映了减税降费政策效果以及经济偏弱运行对税收的持续拖累。11月财政支出降幅进一步扩大，其中，基建类支出延续大幅负增，与当前基建投资增速仍处磨底阶段相印证，既反映支出节奏前移的影响，也因支出发力的后劲受到预算财政赤字约束。

展望：12月财政收入增速加快仍面临制约，支出空间受限，难有大幅提升。考虑到减税降费政策影响犹存、当前经济运行整体依然偏弱且前期经济活动持续放缓对税收存在滞后影响，以及上年12月非税收入基数大幅走高，预计12月财政收入仍将处于5%以下的较低增长水平。支出方面，今年支出进度前移，且财政收入增速较缓，制约年底财政支出发力空间，支出增速难有大幅提升。

2.9 金融：社融超预期回升，中长期贷款持续改善

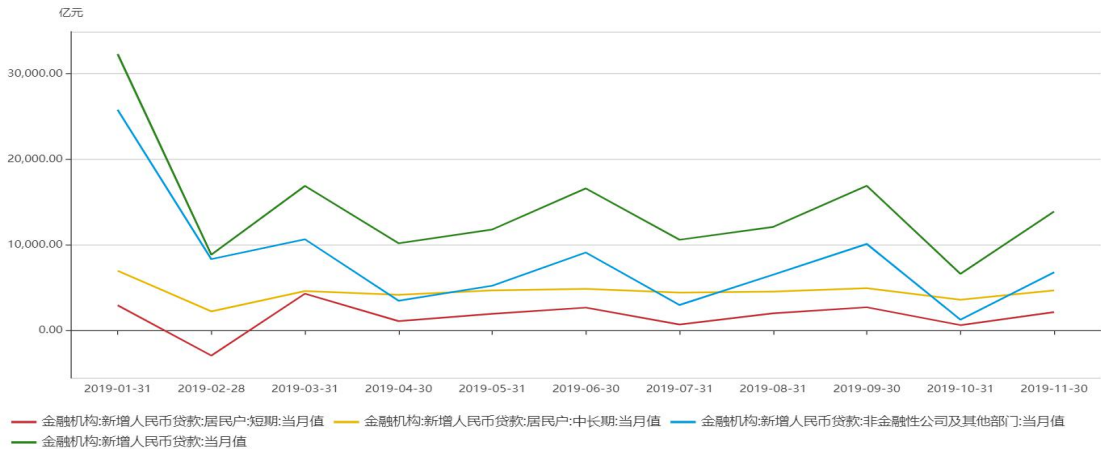
➤ 社融超预期回升，信贷成主要支撑。

11月新增社融17547亿，环比多增11358亿，同比多增1504亿。表内信贷明显回升，主要归因于企业端短期和中长期贷款的放量。表外融资仍处于压降区间，但同比降幅继续收窄，去年同期低基数仍是主因。

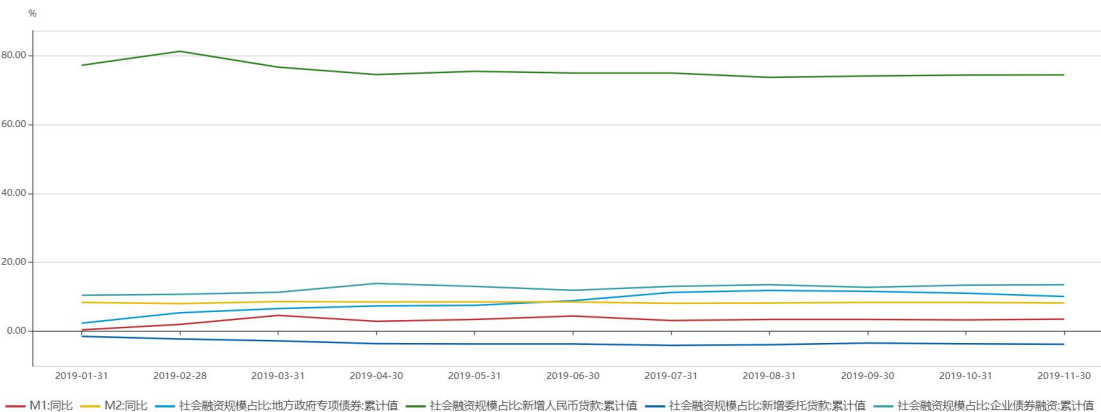
➤ 新增信贷高于预期，中长期贷款持续改善。

11月新增信贷1.39万亿，同比多增1400亿。其中：1、企业中长贷新增4206亿，同比多增911亿，延续8月以来稳步改善态势。2、新增企业短期融资同比基本持平，显示10月的收紧是暂时扰动，符合年内的震荡趋势。3、居民中长贷同比小幅多增298亿，购房需求延续稳定。

金融机构新增人民币贷款

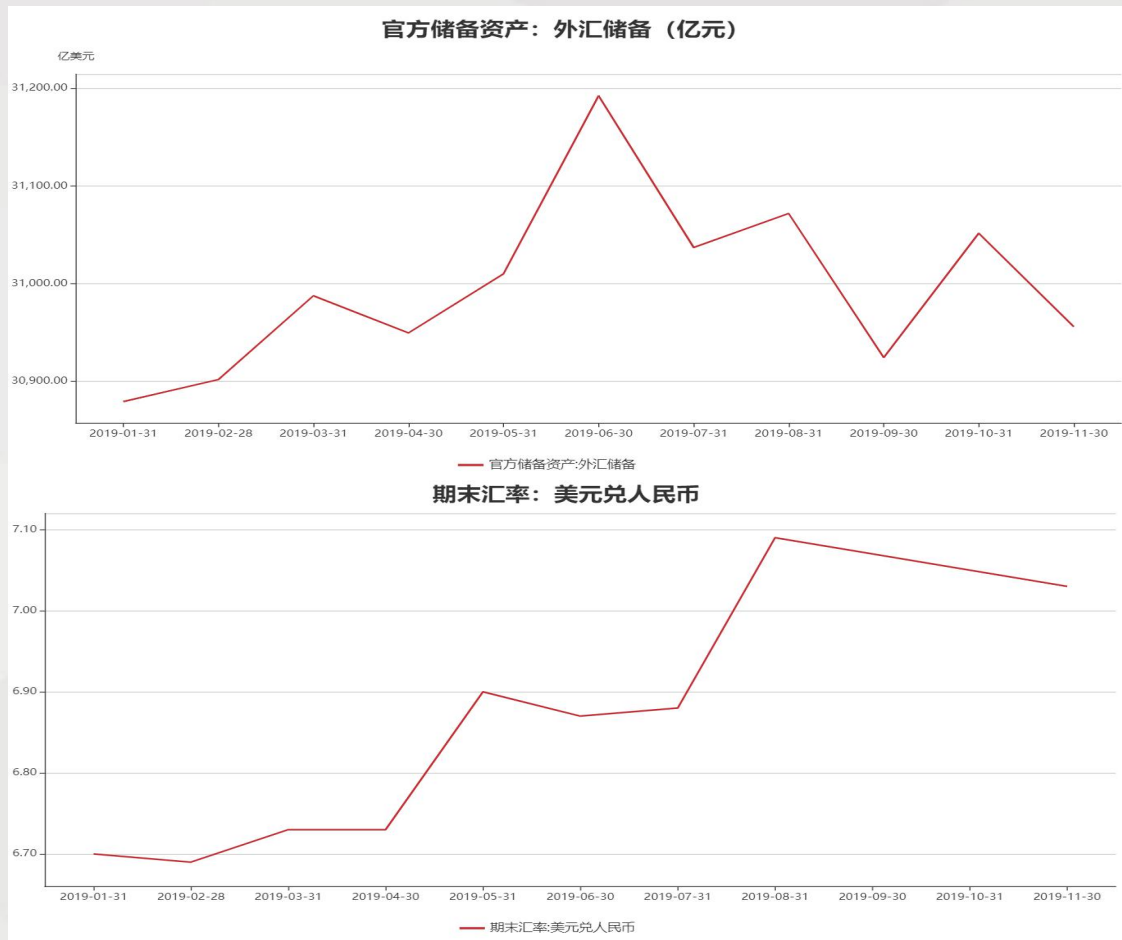


社会融资规模占比及M1、M2同比



2.10 外汇：外储环比回落，汇率短期升值

- ▶ **外储环比回落，国际收支基本平衡。**2019年11月份我国官方外汇储备30955.91亿美元，环比减少95.7亿美元，主要体现的是欧元、日元相对美元贬值及美债收益率上行等估值因素影响，我国国际收支仍然维持基本平衡。
- ▶ **汇率短期升值，后续仍关注贸易摩擦形势。**10月中旬以来，中美经贸磋商释放积极信号，美元指数回落，人民币升值，但11月后期继续波动走贬。人民币汇率短期主要受中美贸易摩擦形势的事件性因素影响，因此仍存不确定性，若贸易谈判形势乐观，尤其是若双方协议逐步取消已加征关税，人民币大概率升值。



02



宏观经济政策分析

货币政策、财政政策、房地产政策

3.2 保持稳健货币政策总基调，适度预调微调

11月19日，易纲主持召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，指出：“**坚持金融服务实体经济，实施好稳健的货币政策，加强逆周期调节，加强结构调整，进一步将改革和调控、短期和长期、内部和外部均衡结合起来**”。

展望：未来货币政策边际宽松的大方向已经确定，要平衡好稳增长和控通胀

货币政策操作：11月量价齐“松”

- 11月5日，央行开展MLF操作4,000亿元（略小于当日4,035亿元的到期量），期限1年，利率调低5bp至3.25%。
 - 11月15日，对仅在省级行政区域内经营的城商行定向降准1个百分点的第二次调整落地，释放长期资金约400亿元。同日，央行开展MLF操作2,000亿元，期限1年，利率持平于3.25%。
 - 11月18日，央行开展1,800亿元7天逆回购操作，中标利率较前值下调5bp至2.5%。
 - 11月20日，1年期LPR下行5bp至4.15%，基本符合市场预期；5年期LPR下调5bp至4.80%，超出市场预期。
- 未来货币政策边际宽松的大方向已经确定，结构性通胀并不会成为货币政策的掣肘因素。但与此同时，央行也将保持“政策定力”，坚决不搞“大水漫灌”，更多通过市场化的价格调控/改革来实现疏通货币政策传导机制的目标。
- MLF利率方面，考虑到11月MLF利率已下调5bp，下一次下调MLF利率大概率将在明年落地，且7天逆回购利率也有望同步下行。降准方面，考虑到11月定向降准已落地，预计年内进一步降准的概率较低。

3.3 财政政策将继续发力

11月8日，国务院办公厅出台《国务院办公厅关于聚焦企业关切进一步推动优化营商环境政策落实的通知》。

11月19日，国家税务总局印发《关于实施进一步支持和服务民营经济发展若干措施的通知》。

展望：未来将继续实施积极的财政政策，侧重提质增效、保重点、保基本

中央经济工作会议定调积极财政政策

- ✓ 12月，中央经济工作会议指出，将继续实施积极的财政政策，积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生。
- ✓ 此次2019年会议的财政政策对比2018年会议的“实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模”，更明显的是一个结构性的财政政策，即压缩一般支出，保障重点领域，而不是总量的扩张。
- ✓ 此轮稳增长，财政政策是发力程度最弱的一次，最直接的指标是基建投资增速在稳增长时期持续弱于GDP增速

- 预计2020年一般公共预算赤字率或小幅扩张至3.0%，新增专项债3-3.2万亿，以广义财政的扩张进一步支持减税降费、消费补贴等工具，以增加居民收入，支持居民消费。
- 专项债或为明年政策主要发力点，但现行条例下对基建撬动作用有限。

3.4 房地产调控稳字当头

11月16日，央行发布的《2019年第三季度中国货币政策执行报告》中重申，按照“**因城施策**”的基本原则，**落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。**

展望：“全面落实**因城施策**，**稳地价、稳房价、稳预期的长效管理机制**”为主基调。

房地产调控稳字当头，72次调控创年内最高

- ✓ 11月全国房地产市场政策调控次数刷新最近一年最高纪录，高达72次，而在2018年11月则只有11次。2019年1-11月，合计房地产调控次数高达554次，同比2018年同期的425次上涨幅度高达30%。
- ✓ 11月份，各地也频频出现政策上面的微调。人才、公积金等手段成为微调的主要手段。人才政策成为调控的主要窗口，全国累计有超过20城在11月发布了各种类型的人才吸引政策；大部分城市都调整了公积金缴存基数，调整了公积金的部分政策，诸如德州、石家庄、秦皇岛、济宁、伊春等城市先后出台各项公积金政策。

- 12月，中央经济工作会议再次强调了“房住不炒”的定位，并明确强调要“全面落实**因城施策**，**稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制**。”这也给明年我国的房地产政策定下了主基调。
- 在坚持“房住不炒”定位和“三稳”原则下，房地产调控还将在较长时间内继续保持总体框架，2020年房地产政策不会大幅放松。但在“全面落实**因城施策**”的背景下，相关政策可能出现局部性松动。

兴泰智库成立于2016年8月，是由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）发起，并联合有关政府部门、高等院校、研究机构、金融机构和专家学者组成的，以“汇聚高端智慧，服务地方金融”为宗旨的非营利性、非法人学术团体。《兴泰智库研究报告》是兴泰智库自主研究成果的输出平台，内容以宏观报告、政策解读、行业分析、专题研究为主，对内交流学习，对外寻求发声，致力于为合肥区域金融中心建设提供最贴近市场前沿的前瞻性、储备性、战略性智力支持。

本报告基于兴泰智库研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见仅代表研究人员观点，不构成对任何人的投资建议，公司不对本报告任何运用产生的结果负责。

本报告版权归公司所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、转载、刊发，需注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。