

中国宏观经济月报

2020/1/03

中国宏观经济研究员 阎奕锦

010-66555831

yijin_yan@chiefgroup.com

主要观点：

- **第四季度全球经济不确定性有所下降，但我国内需疲弱带动经济增速继续小幅下行。**全球制造业景气度继续提升、不确定性下降，但我国内需依然较为疲弱。实际消费增速继续下滑，房地产投资增速从高位逐渐回落，基建和制造业增速较为低迷，贸易顺差金额较第三季度有所回落。综合计算，2019年第四季度当季实际GDP同比增长5.9%左右，全年累计实际GDP同比增长6.1%左右。
- **猪肉价格较为平稳，CPI小幅提升。**2019年11月CPI同比上涨4.5%，冲破4%的整数关口。本月食品价格涨幅显著回落，非食品价格环比近乎持平。预计12月CPI同比上涨4.6%，较上月高0.1个百分点。今年年初美伊冲突升级，如果今年地缘政治风险持续，显著推升油价，则与2019年猪价上涨对CPI的影响不同，油价上涨会推升其他各类价格，扭转2019年剔除猪肉价格之后物价指数是通缩的状况，显著提高通胀压力，压缩货币政策宽松的空间。
- **货币增速小幅提升。**预计12月金融机构新增人民币贷款11,500亿元左右，M2同比增速为8.3%左右，较上月高0.1个百分点。

目 录

一、经济运行总览.....	6
1、全球制造业景气度有所回落.....	6
2、中国非制造业景气度回落，制造业景气度较为平稳.....	7
3、购物节带动名义消费增速回升，但实际增速未有好转.....	10
4、财政收支增速双双回落.....	13
5、投资增速较为稳定.....	14
6、外贸顺差小幅收窄.....	20
二、CPI 持续提升，PPI 降幅收窄.....	24
1、猪肉价格较为平稳，CPI 涨幅略有提升.....	24
2、工业生产者价格降幅收窄.....	27
三、货币增速小幅提升.....	29
四、小结.....	37

图表目录

图表 1：全球制造业采购经理指数	6
图表 2：出口增速回落	6
图表 3：各主要经济体 GDP 同比增速	7
图表 4：各主要经济体核心 CPI	7
图表 5：制造业采购经理指数	8
图表 6：非制造业采购经理指数	8
图表 7：库存变动情况	9
图表 8：各类企业的 PMI 指数	9
图表 9：中采制造业 PMI 成分指数	9
图表 10：克强指数走势	10
图表 11：粗钢产量及增速	10
图表 12：居民收支名义增速	11
图表 13：居民收支实际增速	11
图表 14：社会消费品零售总额	12
图表 15：社会消费品零售总额同比增长率	12
图表 16：商品零售与餐饮收入当月同比增长率	13
图表 17：各类商品零售额当月同比增长率	13
图表 18：国家财政收支当月情况	14
图表 19：国家财政收支累计情况	14
图表 20：全国固定资产投资同比增长率	15
图表 21：全国固定资产投资分产业增速	15
图表 22：固定资产投资同比增长率	16
图表 23：投资实际增速	16
图表 24：工业增加值增速	17
图表 25：三大产业增加值同比增长率	17
图表 26：各行业增加值同比增长率	17
图表 27：各行业增加值同比增长率（续）	17
图表 28：工业企业利润总额增长率	18
图表 29：收入及成本同比增速	18
图表 30：各类企业利润增速情况	18
图表 31：各类企业收入增速情况	18
图表 32：各行业利润增速情况	19

图表 33：各行业利润增速情况（续）	19
图表 34：房地产活动情况.....	20
图表 35：房地产开发资金来源增速.....	20
图表 36：进出口金额.....	21
图表 37：进出口增速.....	21
图表 38：对美国进出口情况.....	22
图表 39：对欧盟进出口情况.....	22
图表 40：对日本进出口情况.....	22
图表 41：对东盟进出口情况.....	22
图表 42：劳动密集型行业出口增速.....	23
图表 43：高新技术品行业出口增速.....	23
图表 44：大宗商品进口数量增速.....	23
图表 45：大宗商品进口金额增速.....	23
图表 46：CPI 同比及环比增速	24
图表 47：CPI 食品和非食品价格走势分化.....	24
图表 48：CPI 食品各中类指数走势.....	25
图表 49：CPI 非食品各中类指数走势.....	25
图表 50：食品各中类指数同比增长率.....	25
图表 51：食品各中类指数环比增长率.....	25
图表 52：CPI 环比增长率	26
图表 53：翘尾因素与新涨价因素.....	26
图表 54：CPI 食品环比增长率的月度走势图.....	27
图表 55：CPI 非食品环比增长率的月度走势图.....	27
图表 56：工业生产者出厂价格同比增长率.....	28
图表 57：工业生产者出厂价格环比增长率.....	28
图表 58：工业生产者购进价格增速.....	28
图表 59：工业生产者购进价格分类指数走势.....	28
图表 60：当月外汇占款新增额.....	29
图表 61：基础货币.....	29
图表 62：各层次货币供应量同比增长率.....	30
图表 63：人民币存款及贷款增长走势.....	30
图表 64：各部门存款同比增长率.....	31
图表 65：新增人民币贷款的部门结构.....	31

图表 66：新增人民币贷款的期限结构.....	31
图表 67：社会融资规模累计值及累计增速.....	31
图表 68：社会融资规模结构.....	32
图表 69：社会融资规模占比.....	32
图表 70：M0 月度金额变动	33
图表 71：财政存款新增额月度变化情况.....	33
图表 72：中采制造业 PMI 成分指数	34
图表 73：存款准备金率和超额存款准备金率变动情况.....	35
图表 74：主要政策利率走势.....	36

一、经济运行总览

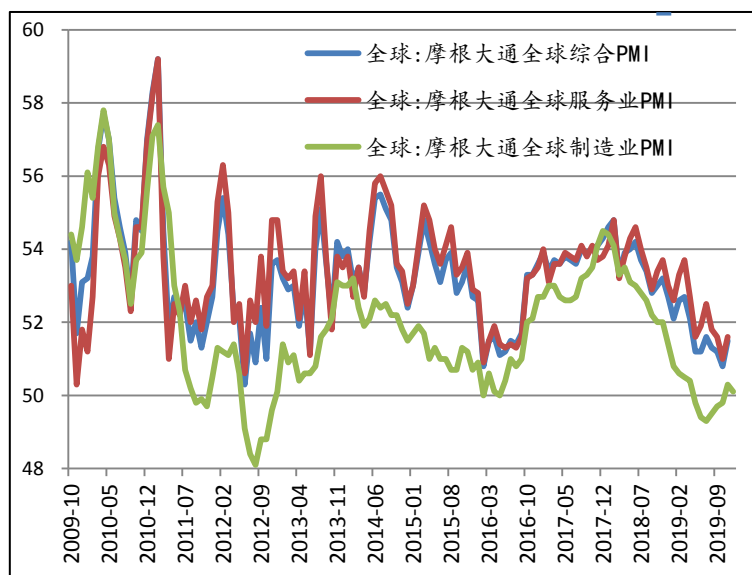
2019 年第四季度，全球制造业景气度提升、不确定性下降，但我国内需依然较为疲弱。实际消费增速继续下滑，房地产投资增速从高位逐渐回落，基建和制造业增速较为低迷，贸易顺差金额较第三季度有所回落。

1、全球制造业景气度有所回落

本月全球制造业景气度有所回落

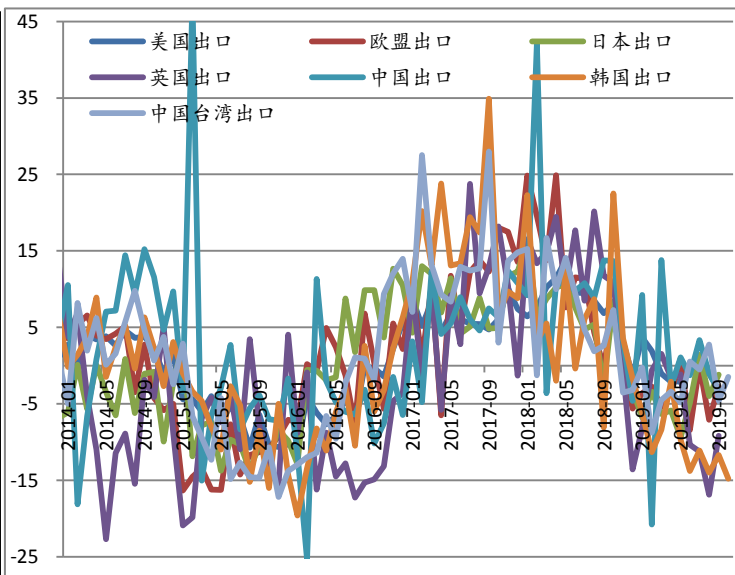
12 月全球制造业 PMI 指数为 50.1%，较上月低 0.2 个百分点，较上月小幅回落，但仍处于荣枯线以上。

图表 1：全球制造业采购经理指数



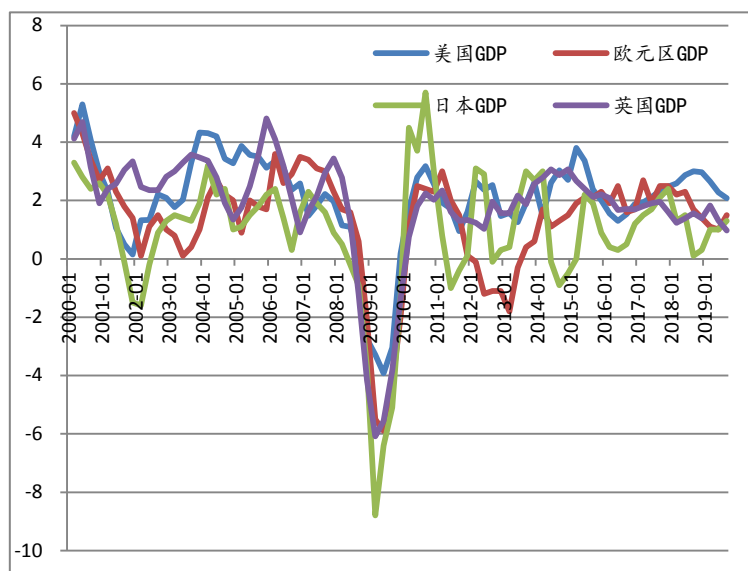
资料来源：Wind、致富研究院

图表 2：出口增速回落



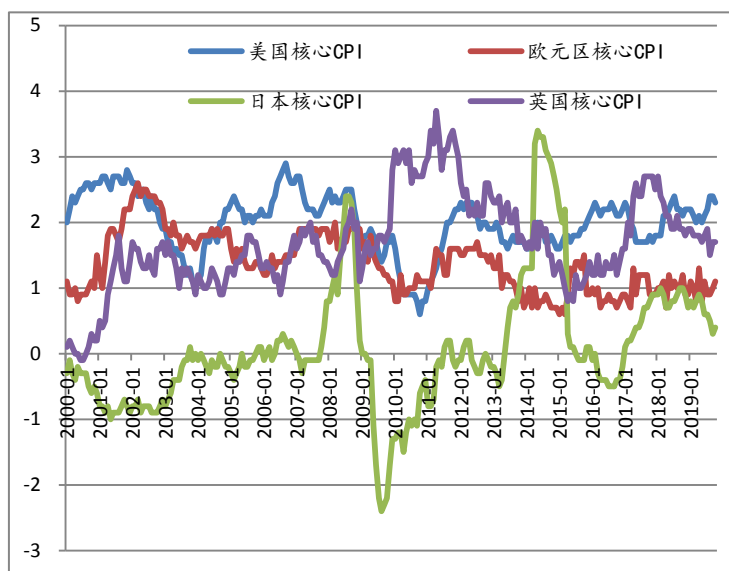
资料来源：Wind、致富研究院

图表 3：各主要经济体 GDP 同比增速



资料来源：各国官网、Wind、致富研究院

图表 4：各主要经济体核心 CPI



资料来源：各国官网、Wind、致富研究院

2、中国非制造业景气度回落，制造业景气度较为平稳

中国非制造业景气度回落，制造业景气度相对较为平稳

从景气度指标看，12月我国中采制造业 PMI 指数为 50.2%，与上月持平。中采非制造业 PMI 指数为 53.5%，环比低 0.9 个百分点。同月，财新采购经理指数（财新 PMI）为 51.5%，环比低 0.3 个百分点。财新服务业采购经理指数（财新服务业 PMI）为 52.5%，环比低 1.0 个百分点。本月非制造业景气度回落，制造业景气度相对较为平稳。

从细分指数看，中采制造业 PMI 五个分类指数“二升二降一平”

内需小幅回落，外需继续改善。新订单指数为 51.2%，较上月低 0.1 个百分点；其中，新出口订单指数为 50.3%，较上月高 1.5 个百分点；进口指数为 49.9%，较上月高 0.1 个百分点；内需小幅回落，外需继续改善。

生产增速加快。生产指数为 53.2%，较上月高 0.6 个百分点，生产增速加快。

就业保持稳定。从业人员指数为 47.3%，与上月持平，用工状况稳定。

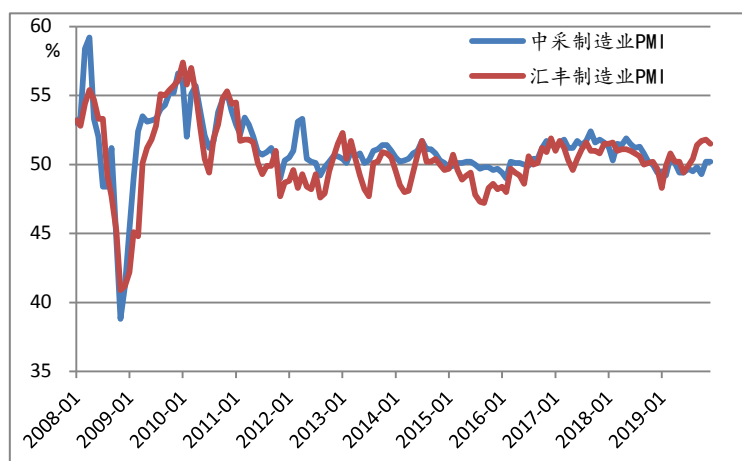
供货速度加快。供应商配送时间指数为 51.1%，较上月高 0.6 个百分点，原

材料供应商交货速度加快。

库存回落。原材料库存指数为 47.2%，较上月低 0.6 个百分点；产成品库存指数为 45.6%，较上月低 0.8 个百分点；二者双双回落。

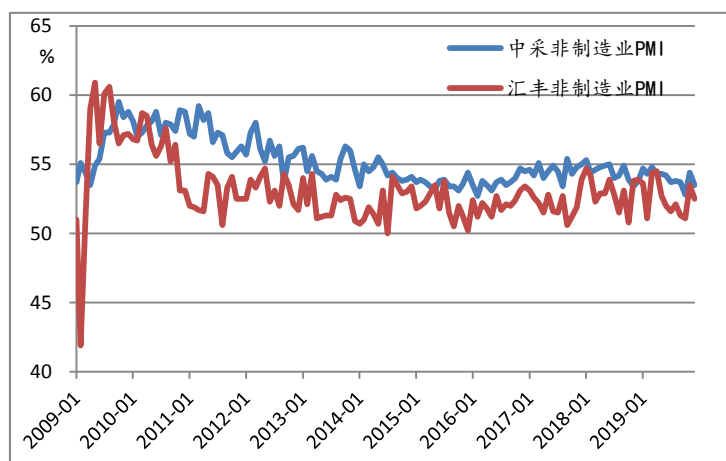
分企业规模看，中型企业景气度提升，大型和小型企业景气度回落。大型企业 PMI 指数为 50.6%，较上月低 0.3 个百分点；中型企业 PMI 指数为 51.4%，较上月高 1.9 个百分点；小型企业 PMI 指数为 47.2%，较上月低 2.2 个百分点。中型企业景气度提升，大型和小型企业景气度回落。

图表 5：制造业采购经理指数



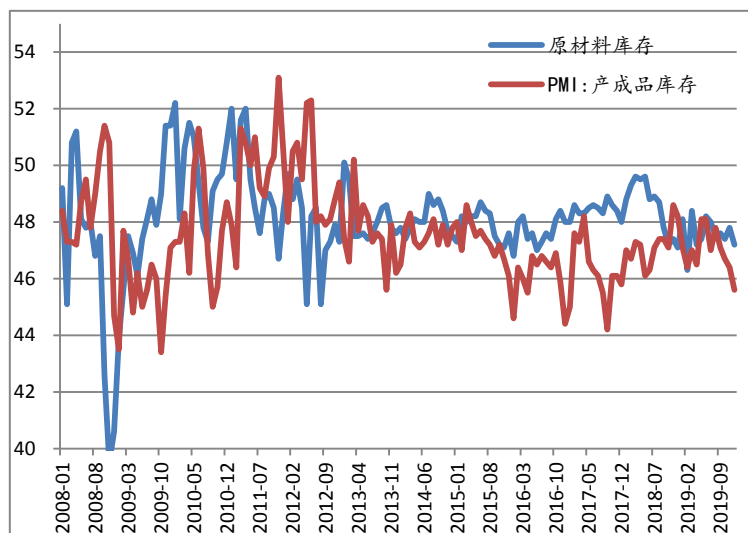
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 6：非制造业采购经理指数



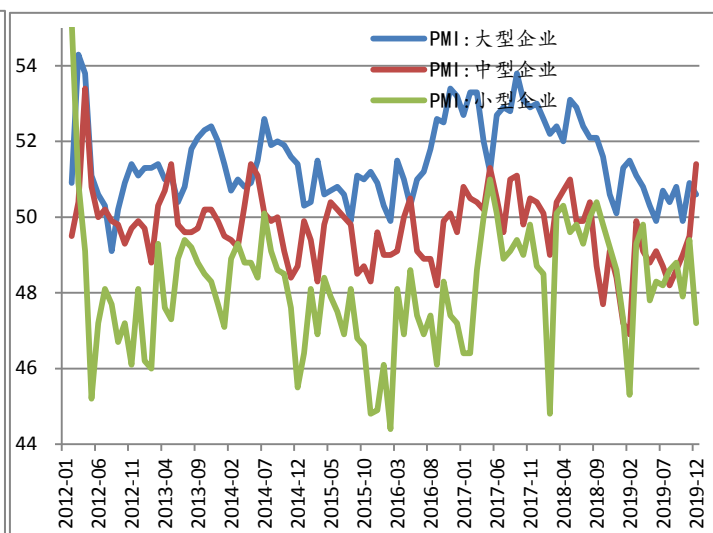
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 7：库存变动情况



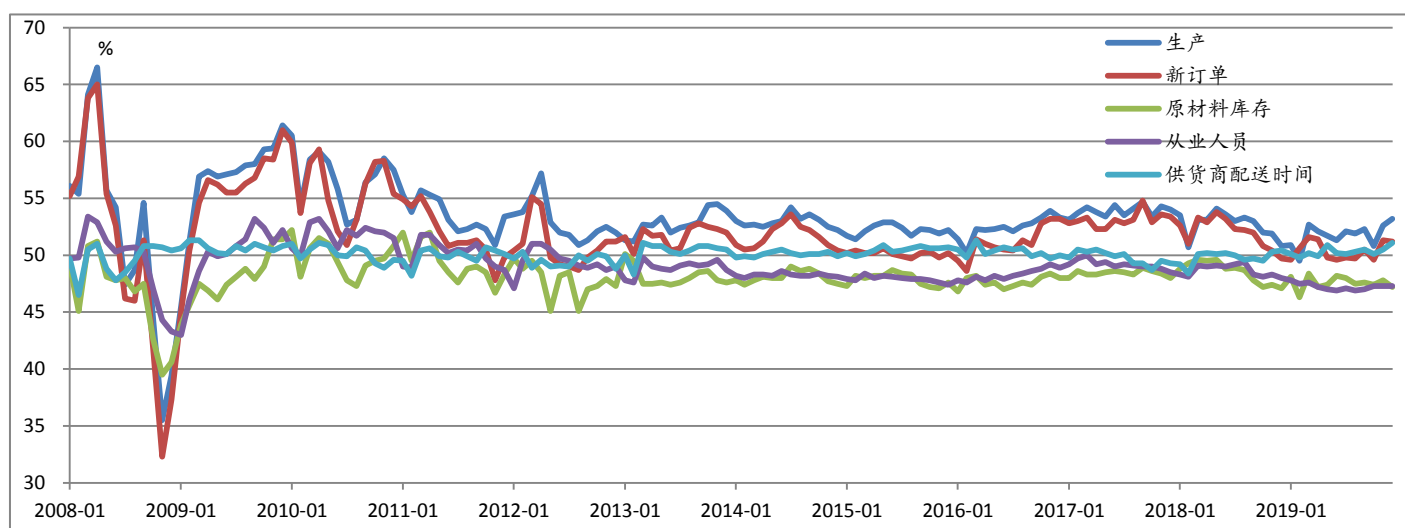
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 8：各类企业的 PMI 指数



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 9：中采制造业 PMI 成分指数

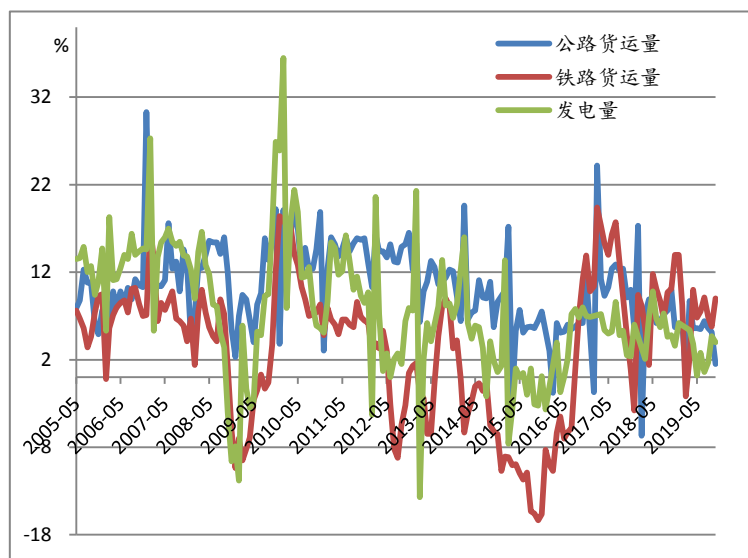


资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

中上游数据小幅改善

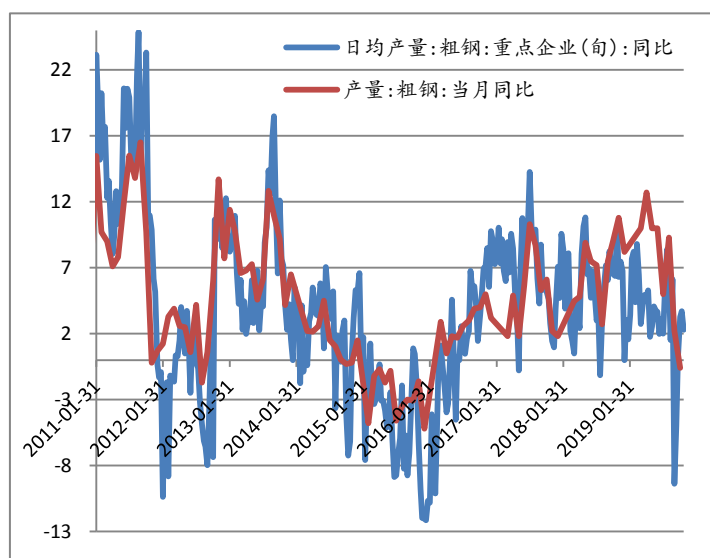
从中上游高频数据看，11月发电量增速持平，铁路货运量、公路货运量增速提升。12月6大发电厂用煤量增速回落，钢铁产量增速小幅提升。

图表 10：克强指数走势



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 11：粗钢产量及增速

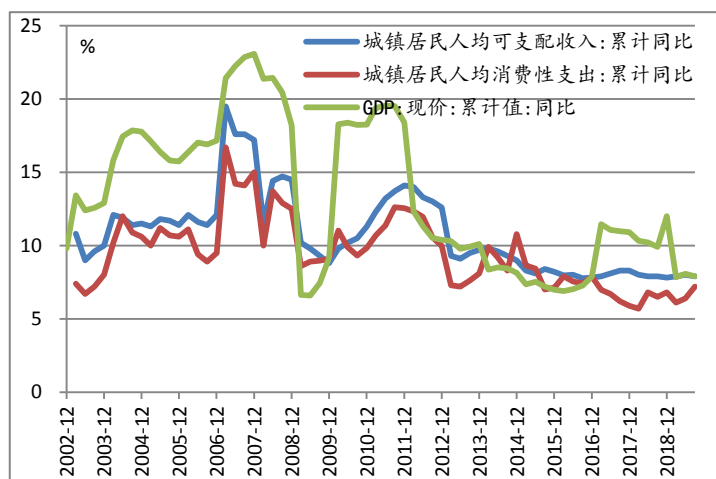


资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

3、购物节带动名义消费增速回升，但实际增速未有好转

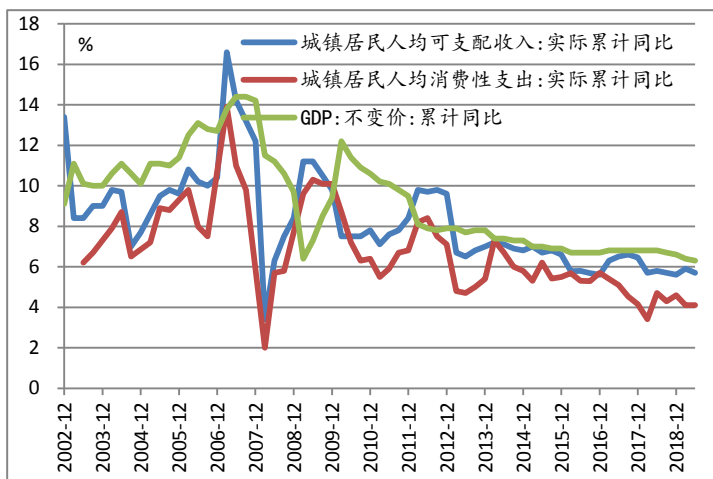
从居民家庭收支调查数据看，2019 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 31,939 元，同比增长 7.9%，较上半年低 0.1 个百分点，与上年同期持平；扣除价格因素，实际同比增长 5.4%，较上半年低 0.3 个百分点，较上年同期低 0.3 个百分点；人均消费支出 20,379 元，同比增长 7.2%，较上半年高 0.8 个百分点，较上年同期高 0.7 个百分点；实际同比增长 4.7%，较上半年高 0.6 个百分点，较上年同期高 0.4 个百分点。总体而言，物价涨幅扩大带动居民名义收入和支出增速提升，但实际增速保持稳定或小幅回落。

图表 12：居民收支名义增速



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 13：居民收支实际增速

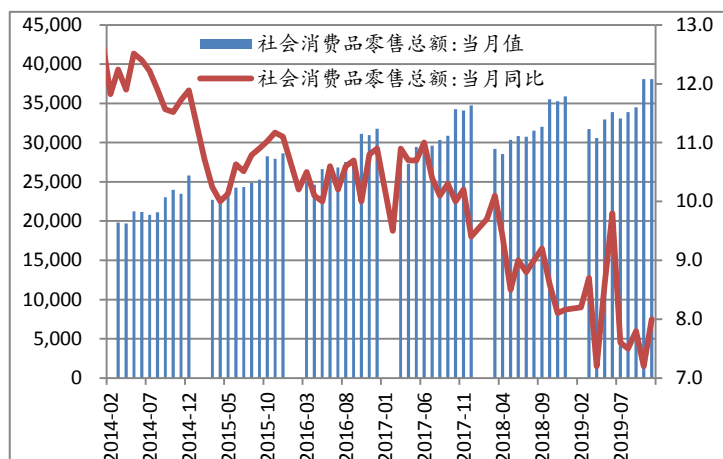


资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

2019 年 11 月社会消费品零售总额为 3.8 万亿元，同比增长 8.0%，较上月高 0.8 个百分点，较上年同期低 0.1 个百分点。经价格调整后，实际同比增长 4.9%，与上月持平，较上年同期低 0.9 个百分点。受双 11 购物节的带动，消费增速有所回升，但回升主要源于价格提升，实际增速并未有所提升。

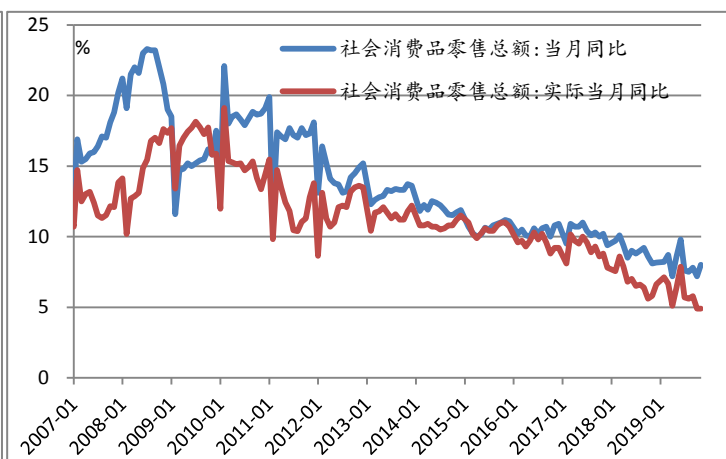
1-11 月社会消费品零售总额为 37.3 万亿元，同比增长 8.0%，较前 10 个月低 0.1 个百分点，较上年同期低 1.1 个百分点。除汽车以外的消费品同比增速为 9.0%，与前 10 个月持平。

图表 14：社会消费品零售总额



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 15：社会消费品零售总额同比增长率

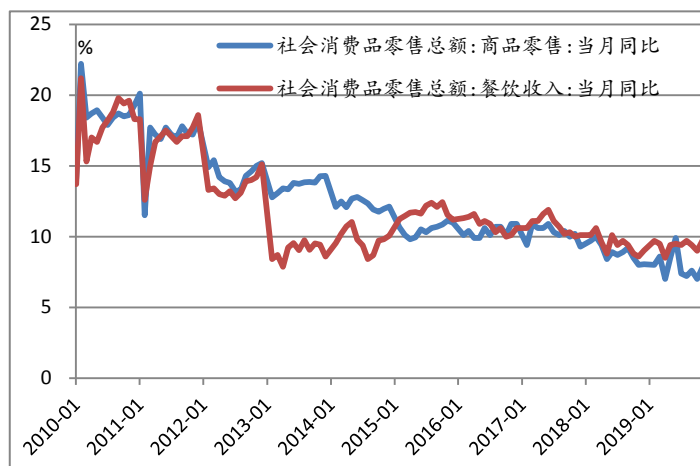


资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

从消费形态看，商品零售和餐饮增速均有所回落。11月商品零售3.3万亿元，同比增长7.8%，较上月高0.8个百分点，较上年同期低0.2个百分点；餐饮收入4,964亿元，同比增长9.7%，较上月高0.7个百分点，较上年同期高1.1个百分点。

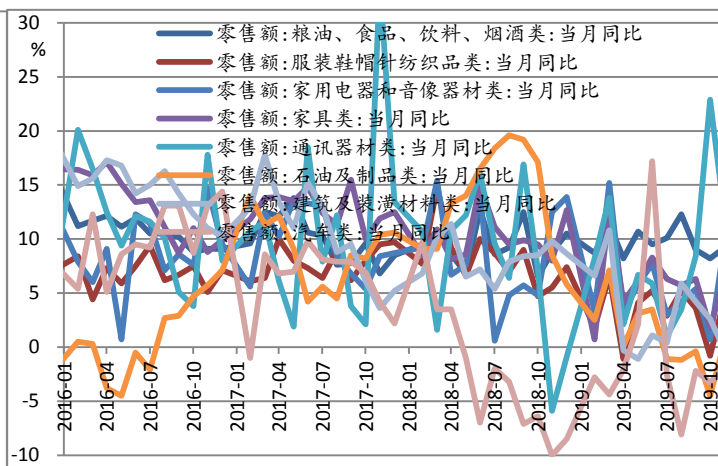
分商品看，本月必需消费品、可选消费品类增速均有所改善。必需消费品中，食品饮料类增速小幅提升、服装鞋帽类增速由负转正；汽车相关类增速较上月改善，汽车类增速从上月的-3.3%升至本月的-1.8%，石油及其制品类从-4.5%升至0.5%；房地产相关类增速也普遍上涨，但建筑及装潢材料类增速有所回落，下降2.9个百分点至-0.3%，家具类增速升至6.5%，家电类增速升至9.7%。通讯器材类增速在销售热潮过后显著回落，从上月的22.9%回落至本月的12.1%。

图表 16：商品零售与餐饮收入当月同比增长率



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 17：各类商品零售额当月同比增长率



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

4、财政收支增速双双回落

2019 年 11 月财政收入 11,263 亿元，同比增长 4.5%，较上月低 3.8 个百分点；其中，税收收入 8,185 亿元，同比增长 1.7%，较上月低 6.3 个百分点；非税收入收入 3,078 亿元，同比增长 13.0%，较上月高 3.3 个百分点。财政支出 15,876 亿元，同比减少 3.4%，较上月低 2.9 个百分点。

税收收入累计增速保持稳定，财政支出和非税收入增速回落。前 11 个月财政收入累计同比增长 3.8%，与前 10 个月持平，较上年同期低 2.7 个百分点；其中，税收收入累计同比上涨 0.5%，较前 10 个月高 0.1 个百分点，较上年同期低 9.0 个百分点；非税收入收入累计同比增长 25.4%，较前 10 个月低 1.7 个百分点，较上年同期高 34.5 个百分点。前 11 个月财政支出累计同比增长 7.7%，较前 10 个月低 1.0 个百分点，较上年同期高 0.9 个百分点。

本月财政收入小于财政支出，财政赤字 0.5 万亿元，前 11 个月财政赤字累计金额为 2.7 万亿元。

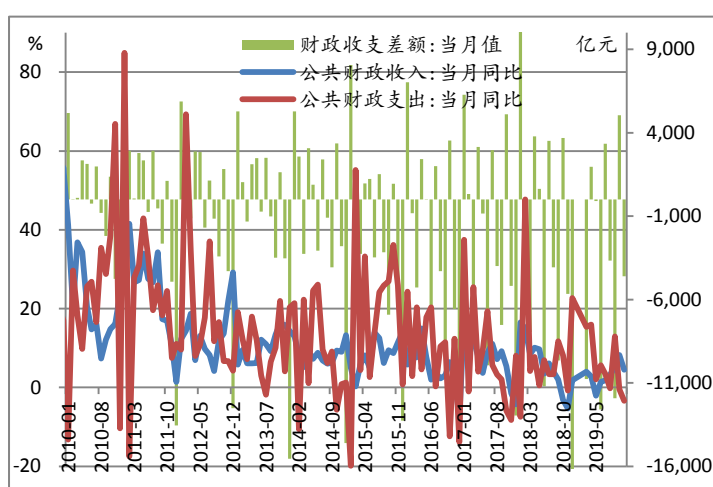
财政收入中，个人所得税增速在基数效应的作用下降幅有所收窄；贸易摩擦缓和带动进出口相关税种增速略有改善，进口增值税和关税增速降幅收窄；车辆购置税增速继续为负；增值税和资源税增速回落，国内消费税和企业所得税增速

提升。

财政支出中，本月各类支出累计增速普遍回落。交通运输、农林水事物、节能环保支出、城乡社区事物等基础设施建设类支出增速回落，教育、科技、社保类支出增速也普遍回落。

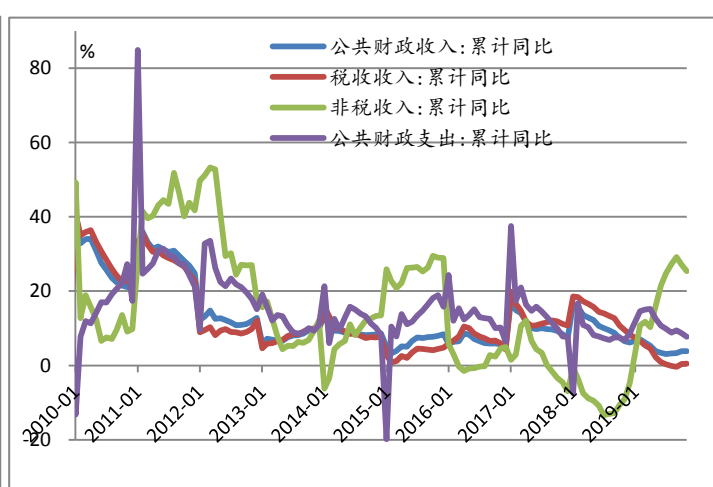
本月政府基金收入增速提升，基金支出增速回落。

图表 18：国家财政收支当月情况



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 19：国家财政收支累计情况



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

从中央经济工作会议意向看，2020 年继续执行积极财政政策，但重点有所转移，从减收向减支（压缩一般性支出）转移，基础建设投资从传统项目向战略性、网络性基建转移，同时，我们预计明年地方政府专项债发行规模增幅有限，所以，明年基建投资增速增幅也较为有限。

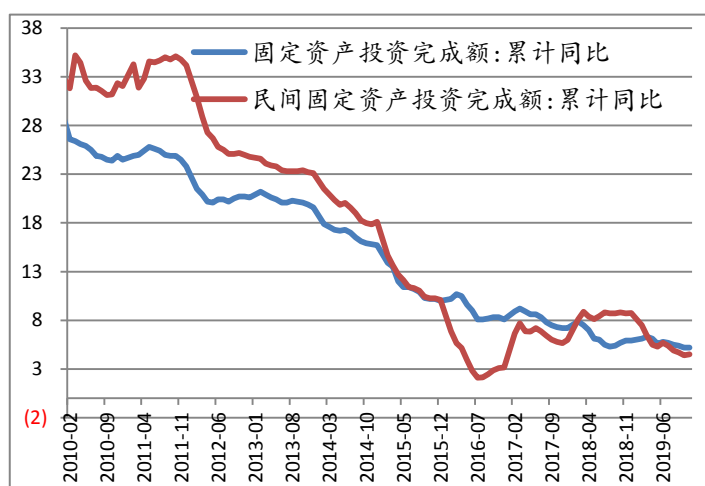
5、投资增速较为稳定

2019 年 1-11 月全国固定资产投资 53.4 万亿元，同比增长 5.2%，增速与 1-10 月持平，较上年同期低 0.7 个百分点。分产业看，第一产业投资 1.2 万亿元，同比下降 0.1%，降幅较 1-10 月收窄 2.3 个百分点；第二产业投资 15.8 万亿元，同比增长 2.4%，增速提升 0.1 个百分点；第三产业投资 36.3 万亿元，同比增长 6.7%，回落 0.1 个百分点。第一产业降幅收窄，第二产业增速小幅提升，第三产业增速小幅回落。

在第二产业中，采矿业投资同比增长 25.3%，增速较 1-10 月加快 0.2 个百分点；制造业投资同比增长 2.5%，小幅回落 0.1 个百分点；电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资同比增长 3.6%，加快 1.7 个百分点。

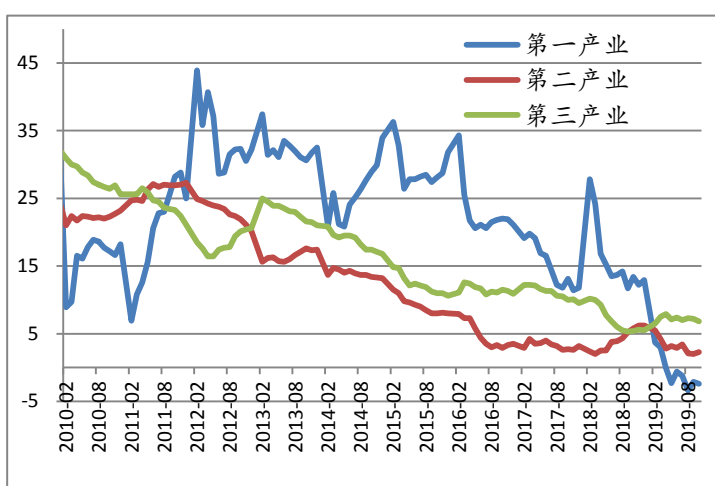
民间投资增速小幅提升。2019 年 1-11 月民间固定资产投资 30.4 万亿元，同比增长 4.5%，增速较 1-10 月高 0.1 个百分点，较上年同期低 4.2 个百分点。

图表 20：全国固定资产投资同比增长率



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 21：全国固定资产投资分产业增速

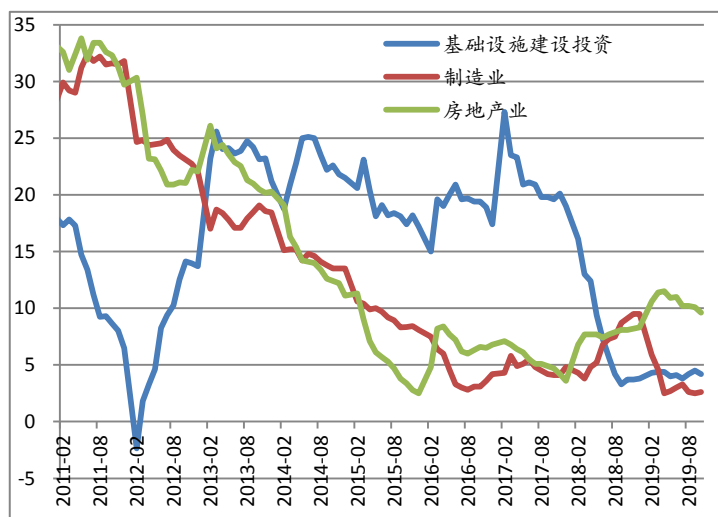


资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

从固定资产投资三大分类看，1-11 月基建投资增速继续回落 0.2 个百分点至 4.0%；制造业增速回落 0.1 个百分点至 2.5%；房地产业增速回落 0.2 个百分点至 9.4%。三大增速均小幅回落。从绝对增速看，制造业最低，基建次之，房地产较高，韧性较强。

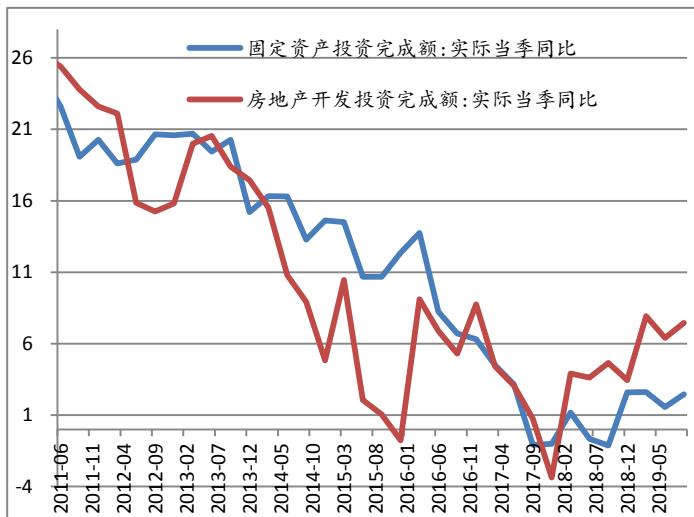
从实际增速看，3 季度总固定资产投资增速为 2.5%，较上季度高 0.9 个百分点。其中，房地产开发投资增速为 7.5%，较上季度高 1.1 个百分点。

图表 22：固定资产投资同比增长率



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 23：投资实际增速



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

工业增加值增速提升

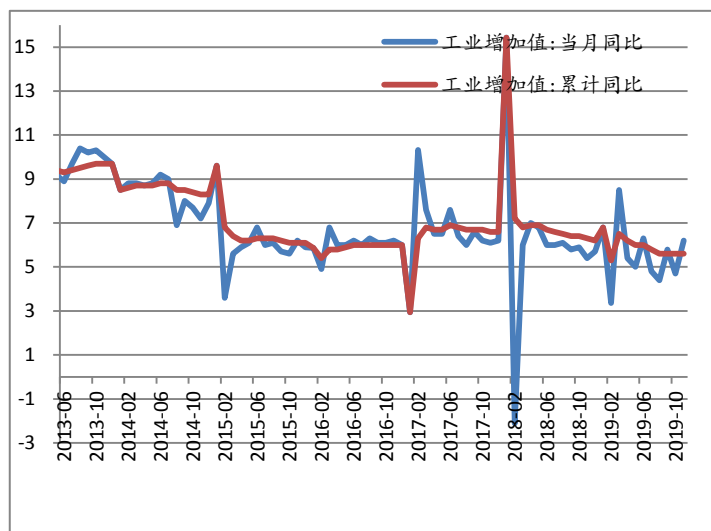
2019 年 11 月，全国规模以上工业增加值同比增长 6.2%，较上月高 1.5 个百分点，较上年同期高 0.8 个百分点。

分三大门类看，采矿业和制造业增速回落，公共事业增速提升。采矿业增加值同比增长 5.7%，较上月高 1.8 个百分点；制造业同比增长 6.3%，高 1.7 个百分点；电力、热力、燃气和水的生产和供应业同比增长 6.7%，较上月高 0.1 个百分点。

分行业看，计算机、通信和其他电子设备制造业¹增加值同比增长 9.7%；黑色金属冶炼和压延加工业同比增长 10.7%，电力、热力的生产和供应业同比增长 6.8%；化学原料和化学制品制造业同比增长 7.9%，电气机械和器材制造业同比增长 12.6%，通用设备制造业同比增长 6.2%；各行业增速普遍提升。

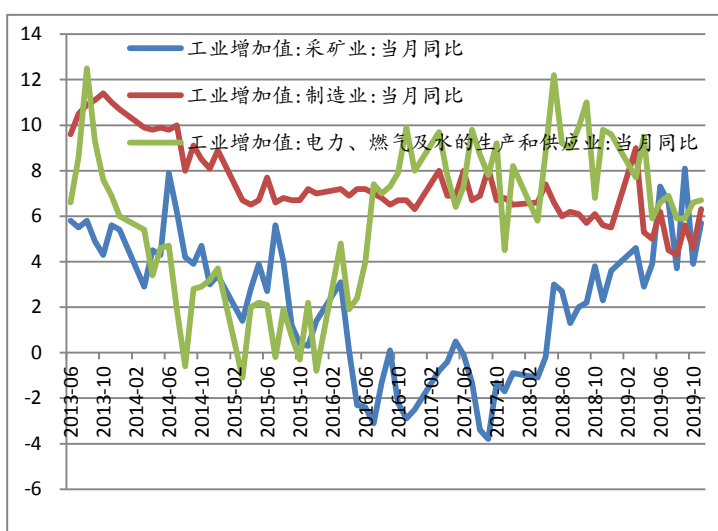
¹这几个行业的增加值在工业增加值中占比最高。从 2003 年-2011 年占比均值看，计算机、通信和其他电子设备制造业为 9.1%，黑色金属冶炼和压延加工业为 7.9%，电力、热力的生产和供应业为 7.0%，化学原料和化学制品制造业为 6.6%，电气机械和器材制造业为 5.8%，通用设备制造业为 4.6%。

图表 24：工业增加值增速



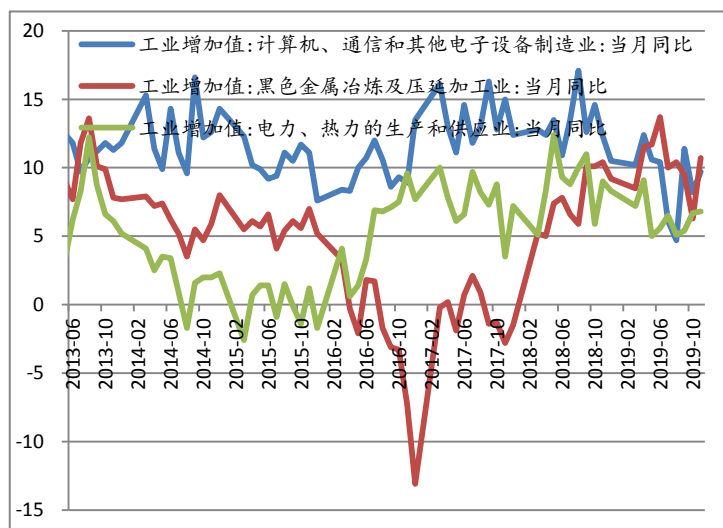
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 25：三大产业增加值同比增长率



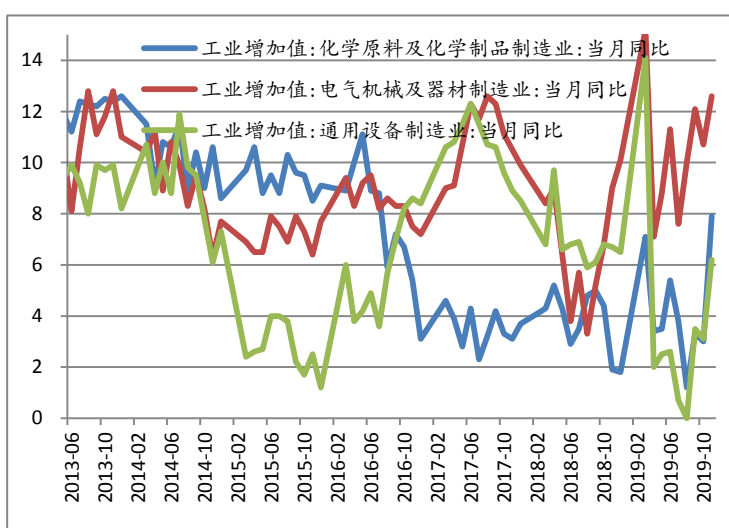
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 26：各行业增加值同比增长率



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 27：各行业增加值同比增长率（续）



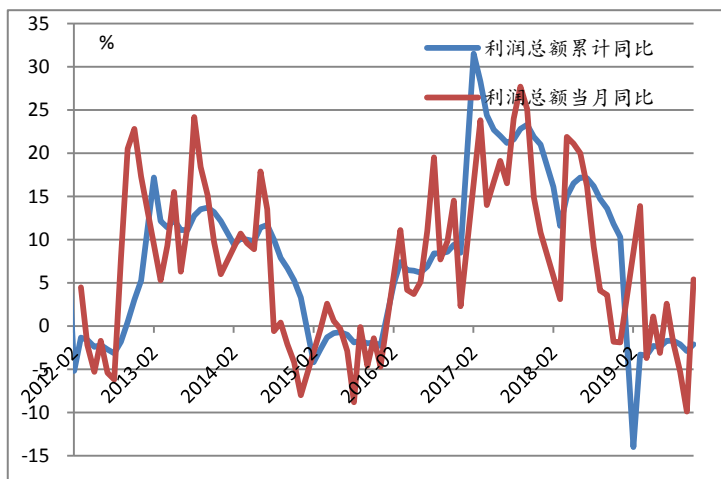
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

利润增速回升

2019年1-11月全年全国规模以上工业企业实现利润总额5.6万亿元，同比下降2.1%，降幅较前10个月收窄0.8个百分点，增速较上年同期低13.9个百分点。11月当月实现利润5,939亿元，同比增长5.4%，较上月高15.3个百分点。

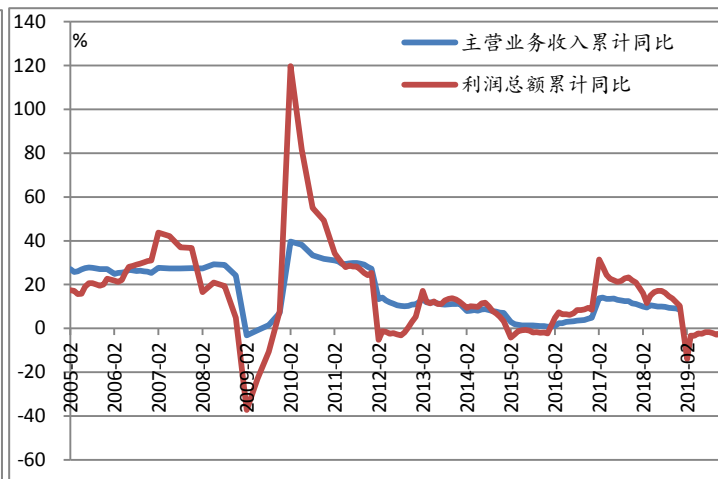
点。

图表 28：工业企业利润总额增长率



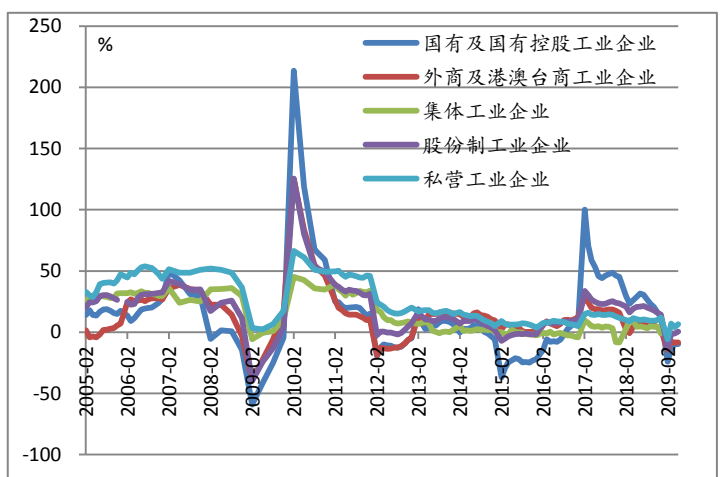
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 29：收入及成本同比增速



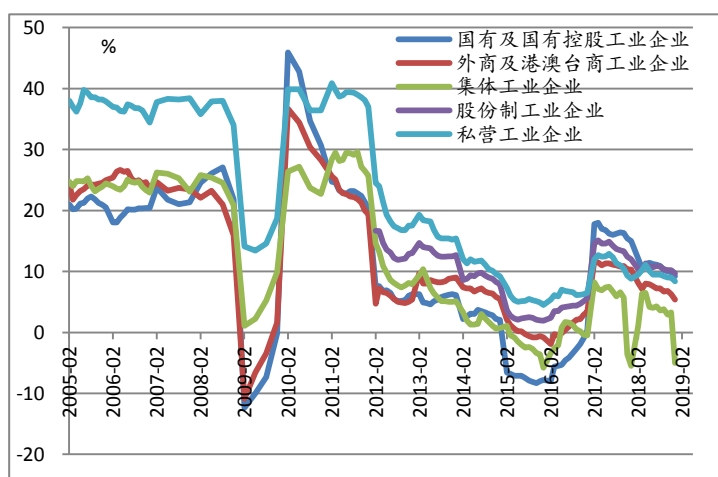
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 30：各类企业利润增速情况



资料来源：国家统计局、wind、致富研究院

图表 31：各类企业收入增速情况

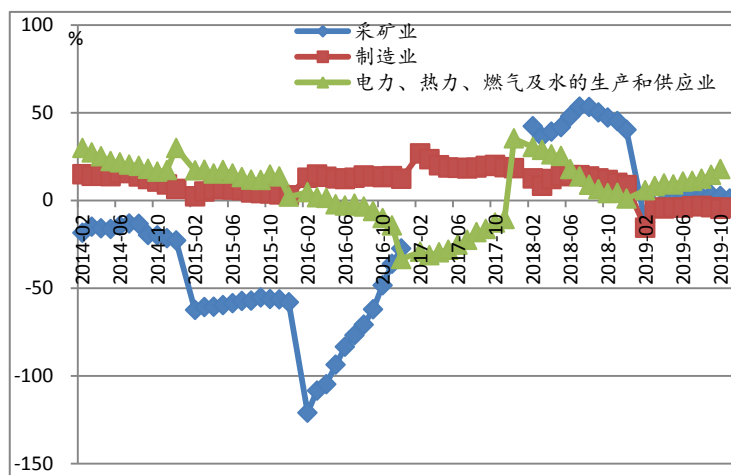


资料来源：国家统计局、wind、致富研究院

分行业看，1-11 月采矿业实现利润总额 5,174 亿元，同比增长 1.0%，较前 10 个月低 1.4 个百分点；制造业利润总额 4.6 万亿元，同比下降 4.1%，降幅较前 10 个月收窄 0.8 个百分点；电力、热力、燃气等公用事业利润总额 4,643 亿元，同比增长 17.7%，提升 3.3 个百分点；采矿业增速回落，公用事业和制造业增速提升。

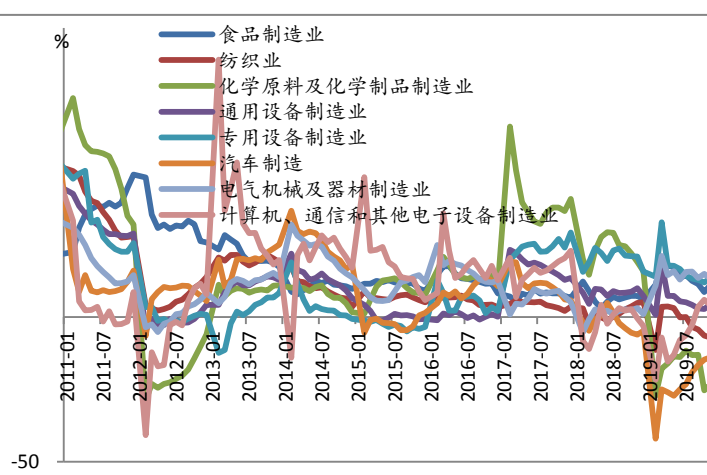
制造业中，各细分行业利润增速有升有降，汽车类增速降幅继续小幅收窄，纺织业、计算机类、电器机械类增速回落，食品制造业、化工制品、黑色、有色、通用设备类和专用设备类增速有所改善。

图表 32：各行业利润增速情况



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 33：各行业利润增速情况（续）



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

房地产业继续好转，但受政策压制将继续回落

房地产销售增速由负转正。2019 年 1-11 月全国商品房销售面积为 14.9 亿平方米，同比增长 0.2%，增速小幅提升，较前 10 个月高 0.1 个百分点。商品房销售额 13.9 万亿元，同比增长 7.3%，增速与前 10 个月持平。

房地产施工类增速改善。1-11 月土地购置面积 2.2 亿平方米，同比下降 14.2%，降幅较前 10 个月收窄 2.1 个百分点。房屋新开工面积 20.5 亿平方米，同比增长 8.6%，增速放缓 1.4 个百分点。房屋竣工面积 6.4 亿平方米，同比下降 4.5%，降幅收窄 1.0 个百分点。

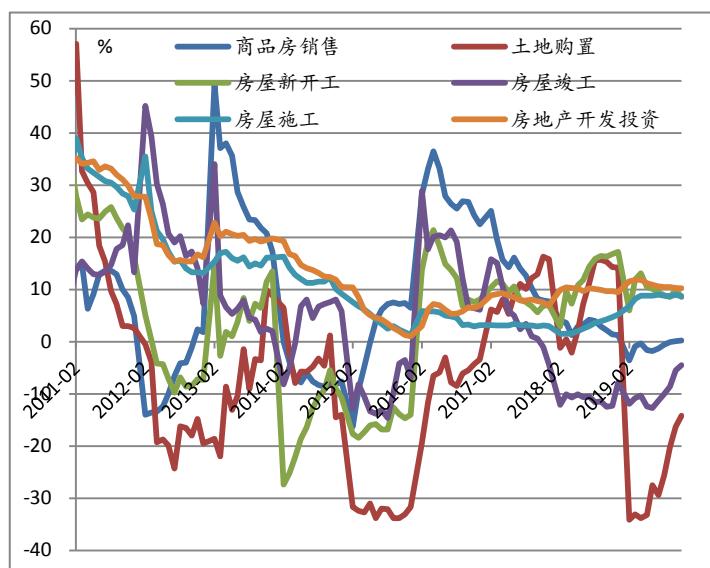
房地产开发投资增速小幅回落。1-11 月全国房地产开发投资 12.1 万亿元，同比增长 10.2%，增速较 1-10 月低 0.1 个百分点。

房地产投资资金增速小幅回落。房地产开发企业到位资金 16.1 万亿元，同比增长 7.0%，增速与前 10 个月持平。其中，定金及预收款增长 10.0%；自筹资金增长 3.7%；个人按揭贷款增长 13.9%；房地产开发贷款增长 5.5%。

中央经济工作会议指出，继续维持房住不炒的定位，我们预计 2020 年房价继续维持保持平稳态势，不会出现大幅上涨或大幅下跌的情景。但经济下行压力

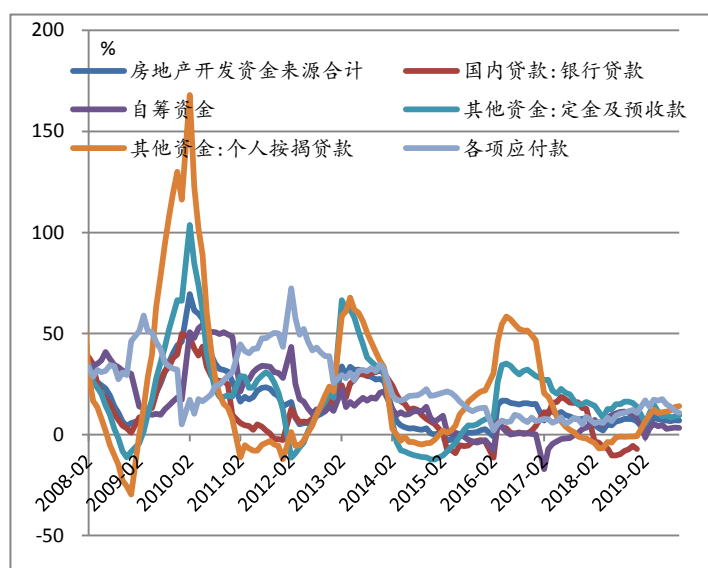
加大，财政政策和货币政策受政策空间或边际效用递减的约束，在房地产因城施策政策的指引下，一些地方会出现监管政策松动的情况

图表 34：房地产活动情况



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 35：房地产开发资金来源增速

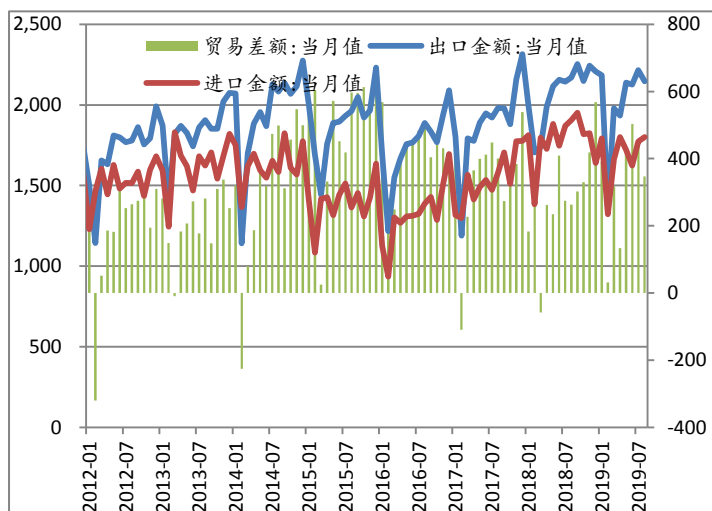


资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

6、外贸顺差小幅收窄

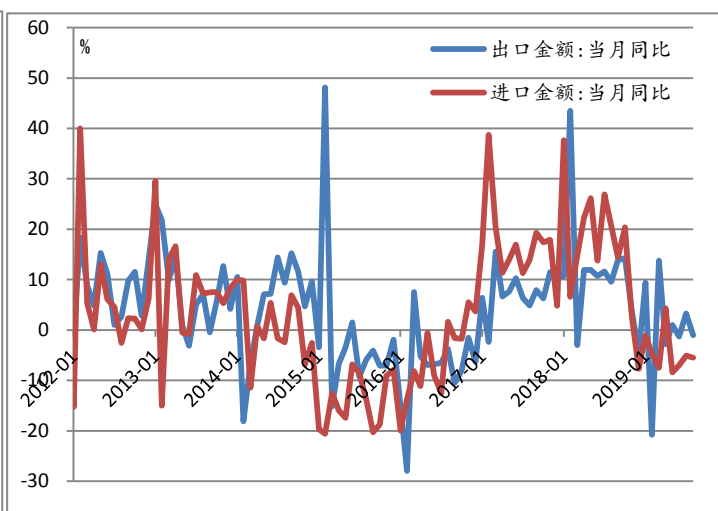
11 月我国实现出口 2,127 亿美元，同比减少 1.1%，降幅较上月扩大 0.3 个百分点；实现进口 1,830 亿美元，同比增长 0.3%，较上月高 6.5 个百分点。当月录得贸易顺差 387 亿美元。本月进口增速显著提升与放松农产品进口有关，而且，中美贸易谈判达成的首阶段协议中，中方承诺从美方进口 500 亿美元的农产品，预计随后进口状况较今年有所好转。

图表 36：进出口金额



资料来源：海关总署、Wind、致富研究院

图表 37：进出口增速



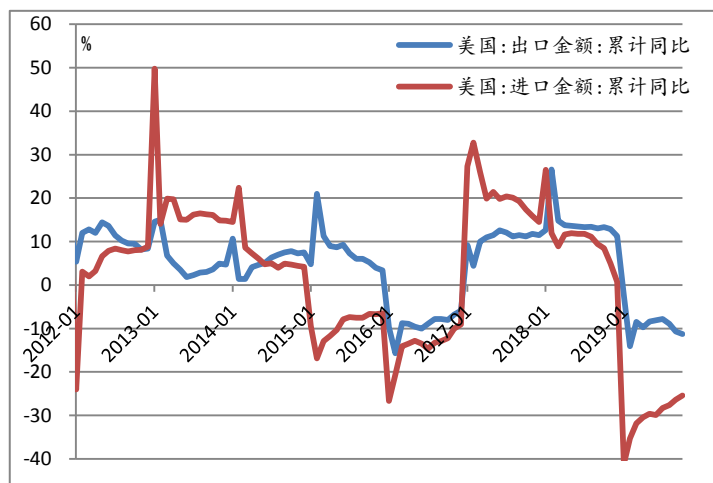
资料来源：海关总署、Wind、致富研究院

外贸地域结构

从地域分布看，本月对美欧出口增速回落，对香港、东盟出口有所好转。11月对美国出口 356 亿美元，同比减少 23.0%，降幅较上月扩大 5.7 个百分点；对欧盟出口 346 亿美元，同比减少 3.8%，较上月低 6.9 个百分点；对东盟出口 359 亿美元，同比增长 18.0%，较上月高 2.2 个百分点；对香港出口 267 亿美元，同比减少 7.2%，降幅收窄 8.3 个百分点；对日本出口 129 亿美元，同比减少 7.8%，与上月近乎持平。

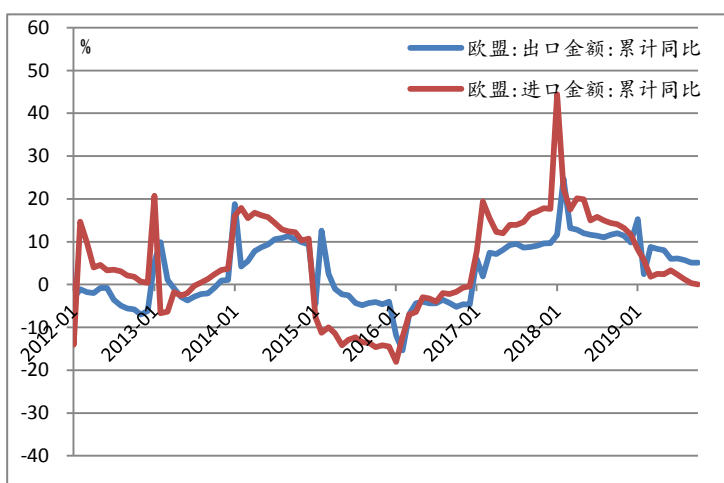
进口方面，在基数效应的影响下，从各经济体进口增速均有所好转。11月从美国进口同比增长 2.7%，较上月高 17.4 个百分点；从欧盟进口增长 2.6%，较上月高 6.2 个百分点；从东盟进口增长 11.1%，较上月高 8.8 个百分点；从日本进口减少 0.2%，降幅收窄 7.1 个百分点。

图表 38：对美国进出口情况



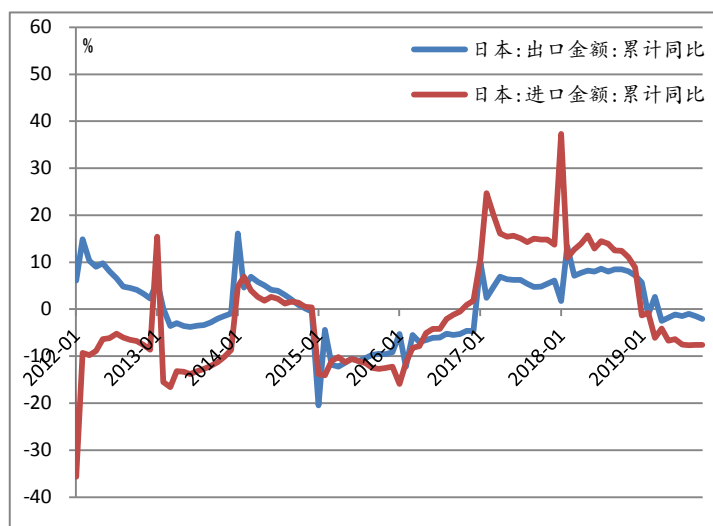
资料来源：海关总署、Wind、致富研究院

图表 39：对欧盟进出口情况



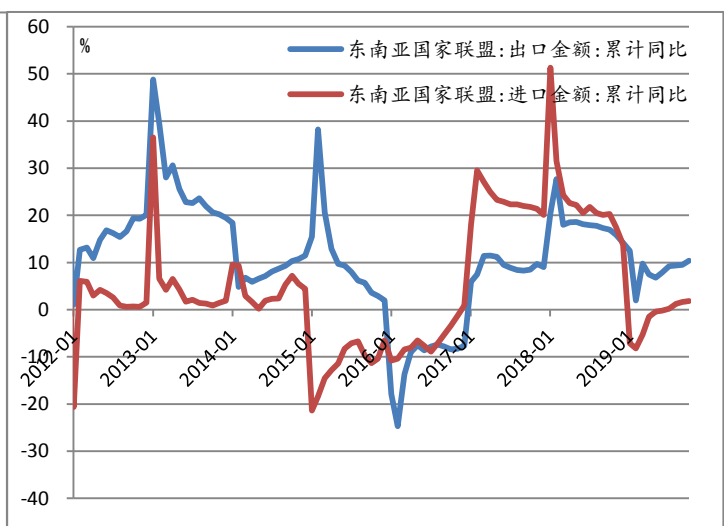
资料来源：海关总署、Wind、致富研究院

图表 40：对日本进出口情况



资料来源：海关总署、Wind、致富研究院

图表 41：对东盟进出口情况

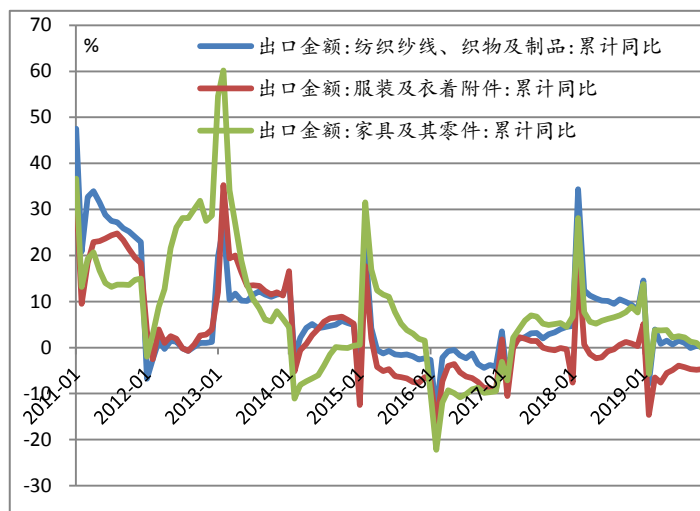


资料来源：海关总署、Wind、致富研究院

外贸行业结构

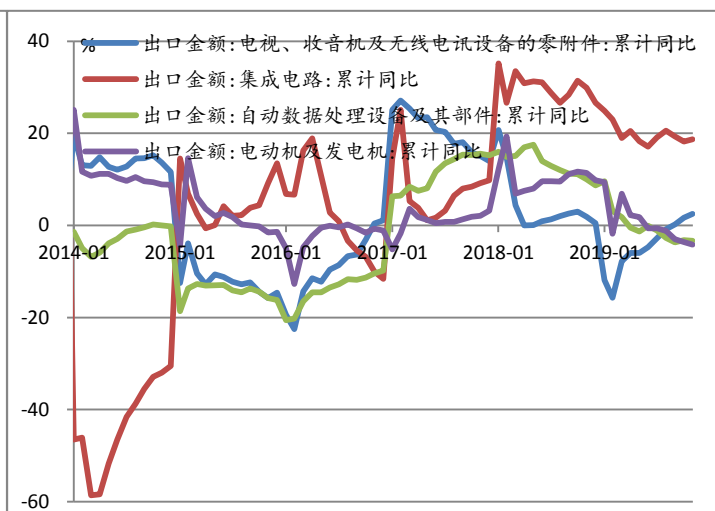
从出口行业看，本月劳动密集型产品增速大多有所回落，高新技术产品出口增速有升有降，近几个月来，电视收音机及无线电信设备类增速提升，集成电路类较为稳定，自动数据处理类和电机类增速有所回落。

图表 42：劳动密集型行业出口增速



资料来源：海关总署、Wind、致富研究院

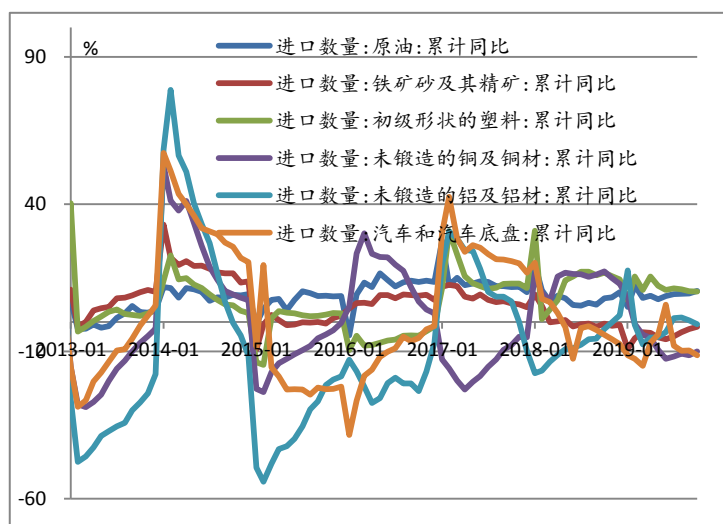
图表 43：高新技术产品出口增速



资料来源：海关总署、Wind、致富研究院

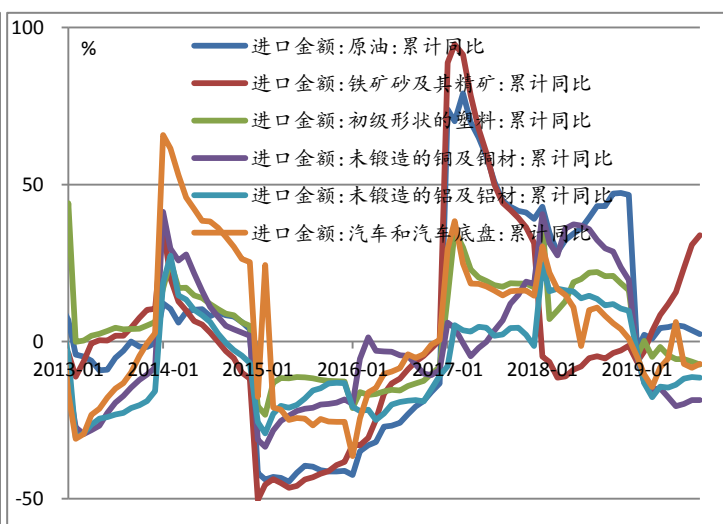
进口方面，本月各大宗商品进口增速普遍提升，与进口增速提升相一致。

图表 44：大宗商品进口数量增速



资料来源：海关总署、Wind、致富研究院

图表 45：大宗商品进口金额增速



资料来源：海关总署、Wind、致富研究院

二、CPI 继续提升，PPI 降幅收窄

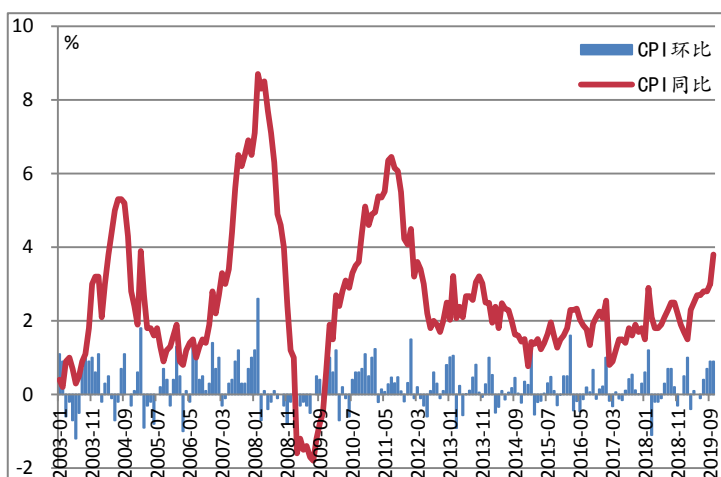
1、猪肉价格较为平稳，CPI 涨幅略有提升

11 月全国居民消费价格总水平 (CPI) 同比上涨 4.5%，环比上涨 0.4%。其中，食品价格环比上涨 1.8%，非食品价格环比持平。

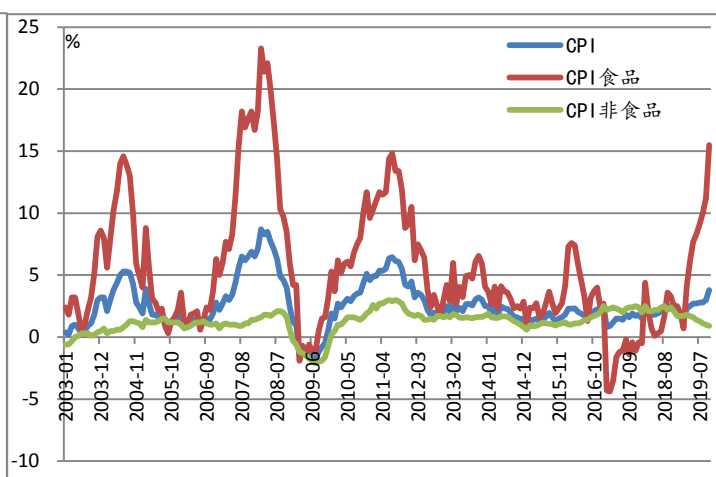
本月食品价格有涨有跌，畜肉类、鲜菜类价格上涨，鲜果、蛋类、水产品类价格下跌。具体来看，畜肉类价格环比上涨 4.8%，同比上涨 74.5% (其中，猪肉价格环比上涨 3.8%，同比上涨 110.2%)；鲜菜价格环比上涨 1.4%，同比上涨 3.9%。鲜果价格环比下降 3.0%，同比下降 6.8%；蛋类价格环比下降 0.5%，同比上涨 10.1%；水产品价格环比下降 0.5%，同比上涨 2.4%。

非食品价格中，七个中类价格环比“四降二升一平”。其他用品和服务、教育文化和娱乐、交通和通信、生活用品及服务价格分别下跌 0.8%、0.7%、0.3% 和 0.1% 个百分点；衣着、医疗保健价格分别上涨 0.3%、0.1%，居住价格环比持平。

图表 46：CPI 同比及环比增速



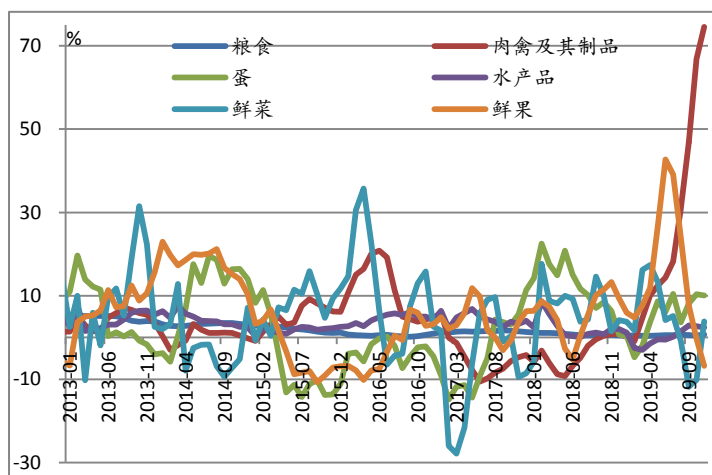
图表 47：CPI 食品和非食品价格走势分化



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

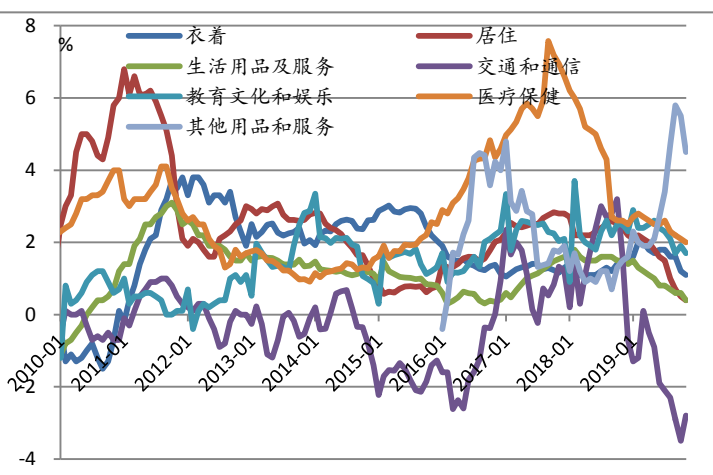
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 48：CPI 食品各中类指数走势



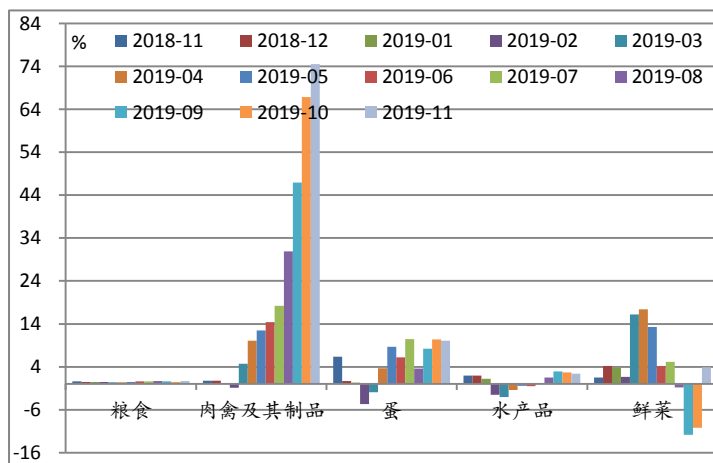
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 49：CPI 非食品各中类指数走势



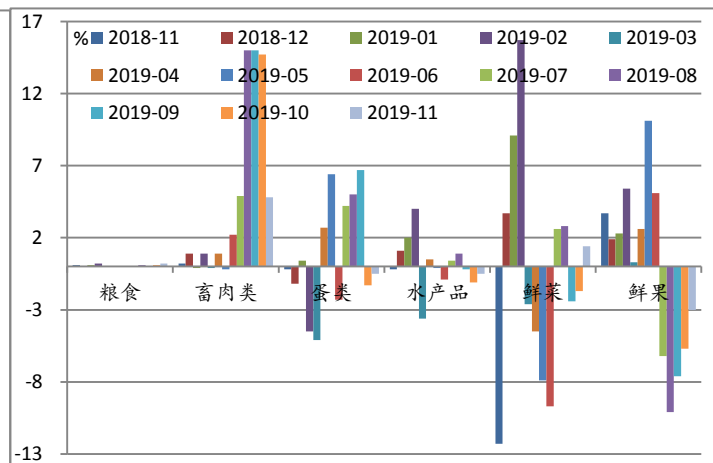
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 50：食品各中类指数同比增长率



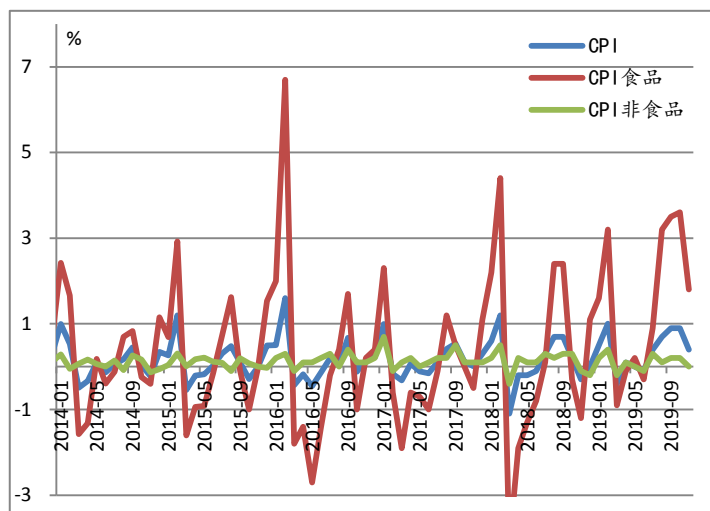
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 51：食品各中类指数环比增长率



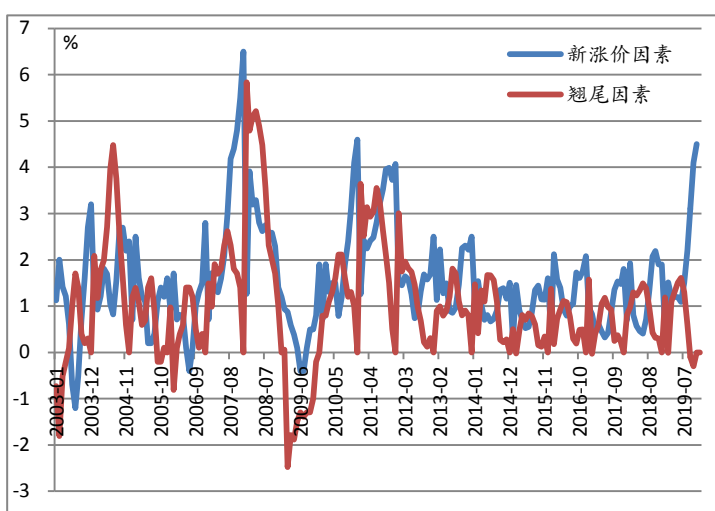
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 52：CPI 环比增长率



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 53：翘尾因素与新涨价因素

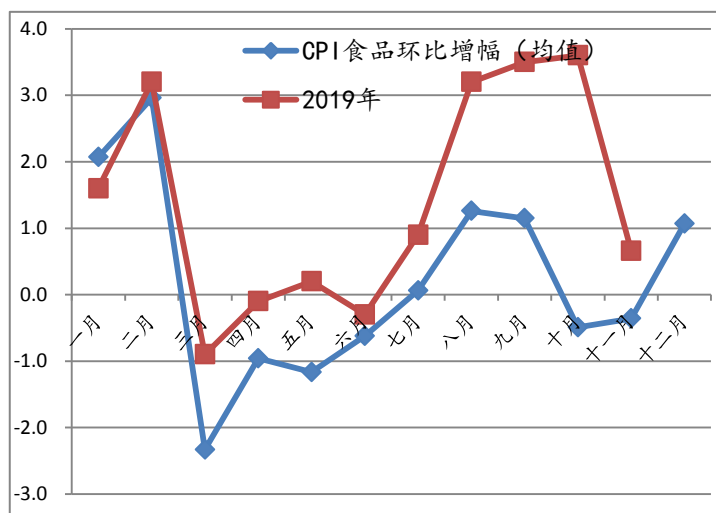


资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

通过对各类商品和服务高频价格的跟踪观察，12 月食品价格较 11 月微幅上涨，非食品价格近乎持平。食品价格中，鲜菜和鲜果价格上涨，鸡蛋、畜肉价格环比下降。非食品价格相对较为稳定，本月各分类价格均较为稳定。二者综合之后 CPI 环比微幅上涨。

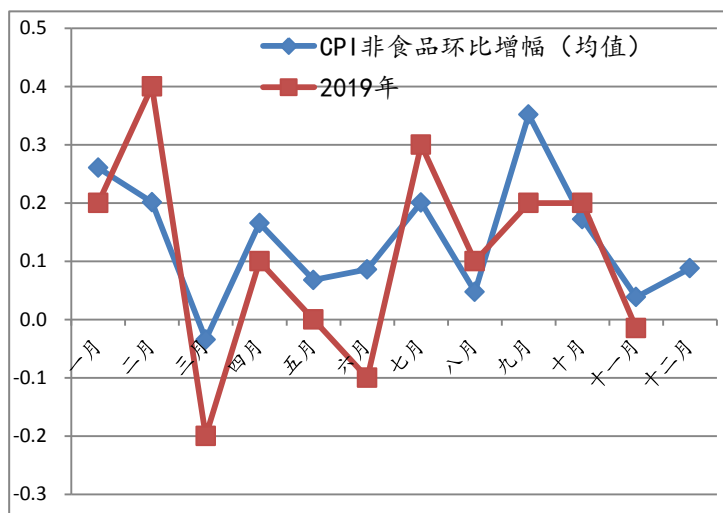
我们预计，12 月食品价格环比微幅上涨，非食品价格环比持平，CPI 整体微幅上涨，同比上涨 4.6%左右。

图表 54 : CPI 食品环比增长率的月度走势图



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 55 : CPI 非食品环比增长率的月度走势图



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

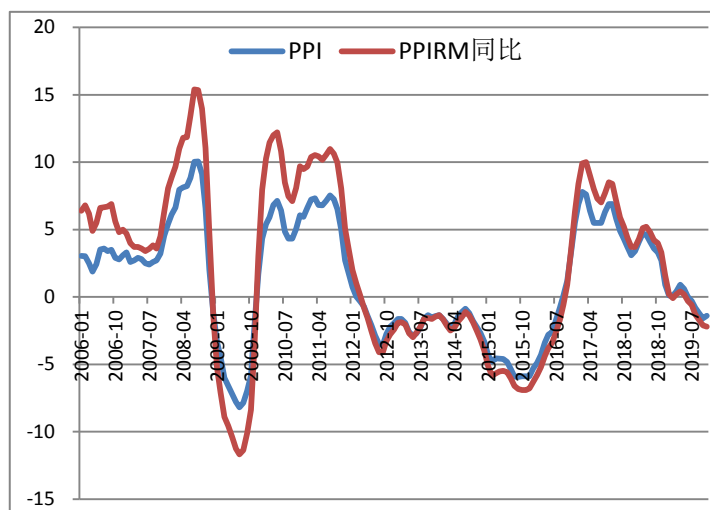
2、工业生产者价格降幅收窄

11 月工业生产者出厂价格指数 (PPI) 同比下降 1.4%，降幅较上月收窄 0.2 个百分点；环比下降 0.1%。其中，PPI 生产资料价格同比下跌 2.5%，较上月低 0.1 个百分点；PPI 生活资料价格同比上涨 1.6%，较上月高 0.2 个百分点。

11 月工业生产者购进价格指数 (PPIRM) 同比下跌 2.2%，环比下跌 0.1%。

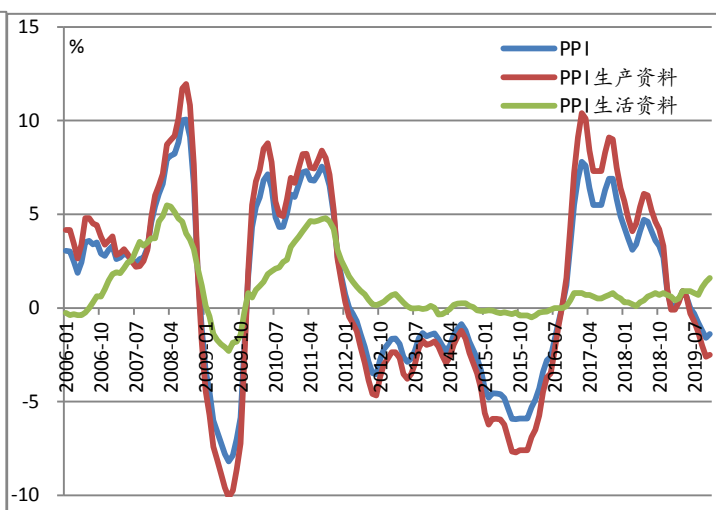
工业生产者购进价格中，建筑材料类、黑色金属材料类、有色金属材料类、燃料动力类、化工原料类同比增速分别为 2.9%、-0.5%、-2.3%、-5.8%和-8.4%，大多继续回落。

图表 56：工业生产者出厂价格同比增长率



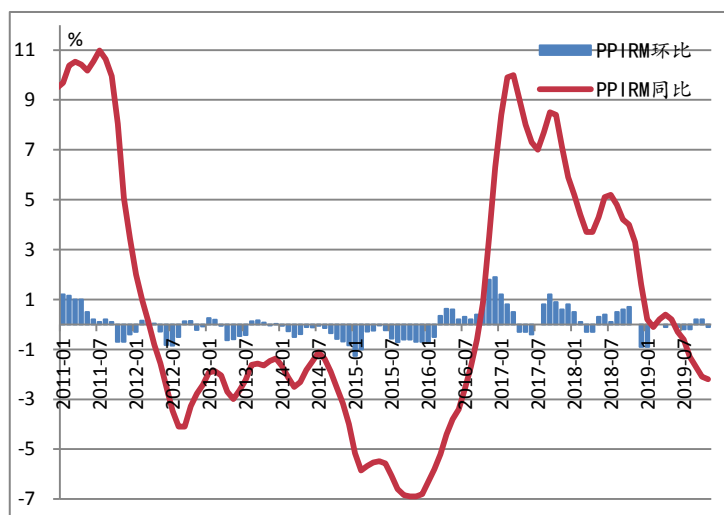
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 57：工业生产者出厂价格环比增长率



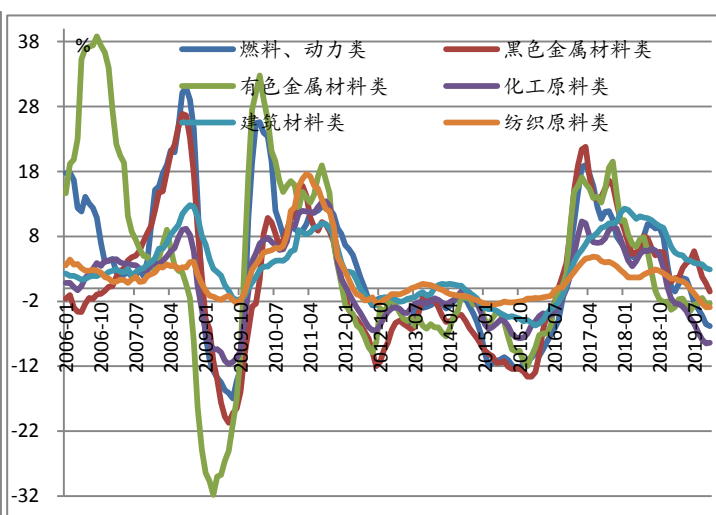
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 58：工业生产者购进价格增速



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 59：工业生产者购进价格分类指数走势



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

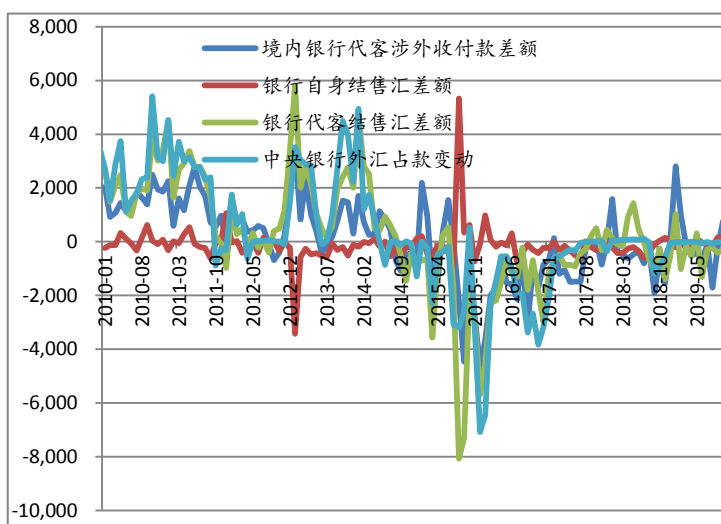
12 月主要原材料购进价格指数为 51.8%，环比高 2.8 个百分点；出厂价格指数为 49.2%，环比高 1.9 个百分点。结合基期数据和大宗商品走势，我们认为 12 月 PPI 同比增速降幅继续小幅收窄。

三、货币增速小幅提升

2019 年第三季度末，基础货币余额 30.6 万亿元，同比减少 3.8%，较上季度末低 2.1 个百分点，较上年同期低 7.7 个百分点。货币乘数为 6.4 左右，较上季度末高 0.24 个百分点。

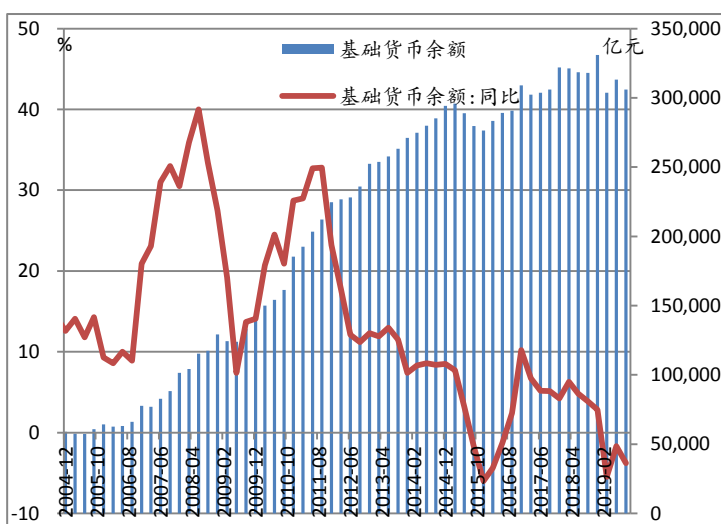
2019 年 11 月我国官方外汇储备总额为 30,956 亿美元，较上月少 96 亿美元；外汇占款 21.3 万亿元，较上月少 12 亿元。

图表 60：当月外汇占款新增额



资料来源：中国人民银行、Wind、致富研究院

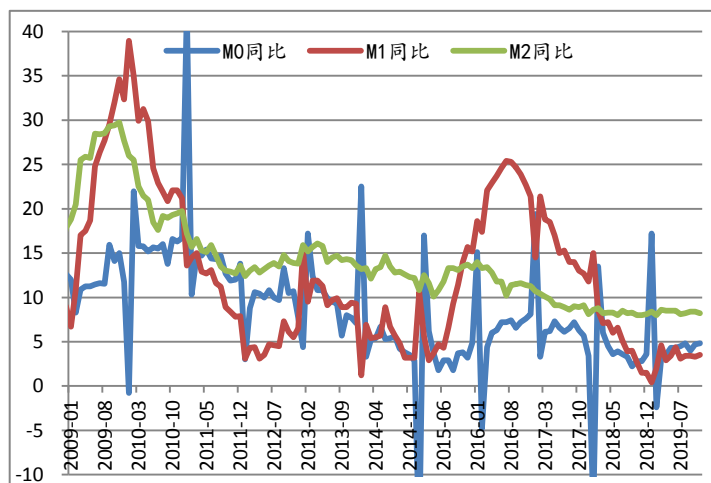
图表 61：基础货币



资料来源：中国人民银行、Wind、致富研究院

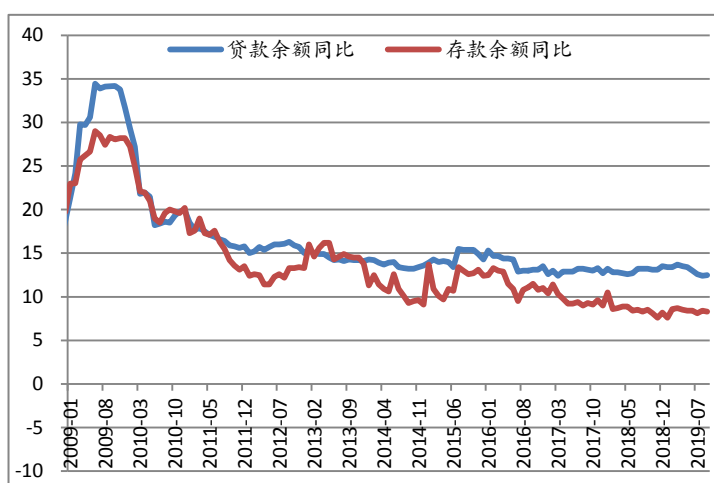
11 月末，广义货币 (M2) 余额 196.1 万亿元，同比增长 8.2%，增速较上月末低 0.2 个百分点，较上年同期高 0.2 个百分点。狭义货币 (M1) 余额 56.2 万亿元，同比增长 3.5%，较上月末高 0.2 个百分点，较上年同期高 2.0 个百分点。流通中货币 (M0) 余额 7.4 万亿元，同比增长 4.8%，较上月末高 0.1 个百分点，较上年同期高 2.0 个百分点。本月 M2 增速回落，M1 和 M0 增速小幅提升。

图表 62：各层次货币供应量同比增长率



资料来源：中国人民银行、Wind、致富研究院

图表 63：人民币存款及贷款增长走势



资料来源：中国人民银行、Wind、致富研究院

11 月末，人民币存款余额 192.3 万亿元，同比增长 8.4%，增速较上月末高 0.2 个百分点，较上年同期高 0.8 个百分点。其中，储蓄存款余额为 79.8 万亿元，同比增长 13.2%。企业存款余额 57.9 万亿元，同比增长 5.6%。财政存款余额为 5.2 万亿元，同比增长 1.3%。储蓄存款增速回落，企业存款和财政存款增速提升。

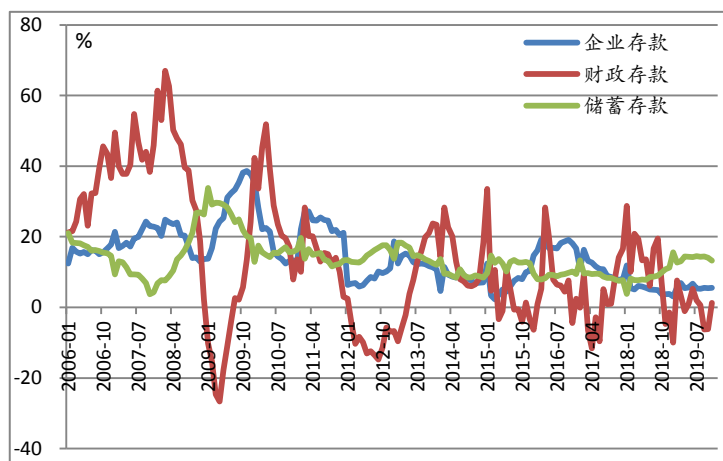
11 月新增人民币存款为 13,100 亿元，同比少增 1,163 亿元。其中，住户存款增加 2,466 亿元，非金融企业存款增加 8,656 亿元，财政性存款减少 2,451 亿元，非银行业金融机构存款增加 6,979 亿元。与上年同期相比，非银行业金融机构存款有所增加，其他各项均有所减少。

11 月末，人民币贷款余额 152.0 万亿元，同比增长 12.4%，增速与上月末持平，较上年同期低 0.7 个百分点。

11 月新增人民币贷款 13,900 亿元，同比多增 1,400 亿元。其中，住户贷款增加 6,831 亿元，非金融企业贷款增加 6,794 亿元，非银行业金融机构贷款增加 274 亿元。本月非金融性公司获得的贷款金额显著提升，其他类别与上年同期较为接近。

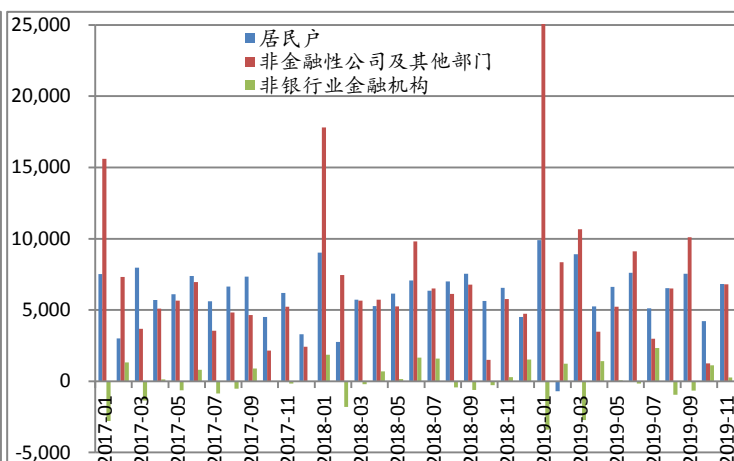
综合分析本月财政存款变动、央行公开市场操作和存款金额变动等因素，我们预计 12 月新增人民币贷款 11,500 亿元左右，M2 同比增速较上月小幅提升，同比增长 8.3% 左右。

图表 64：各部门存款同比增长率



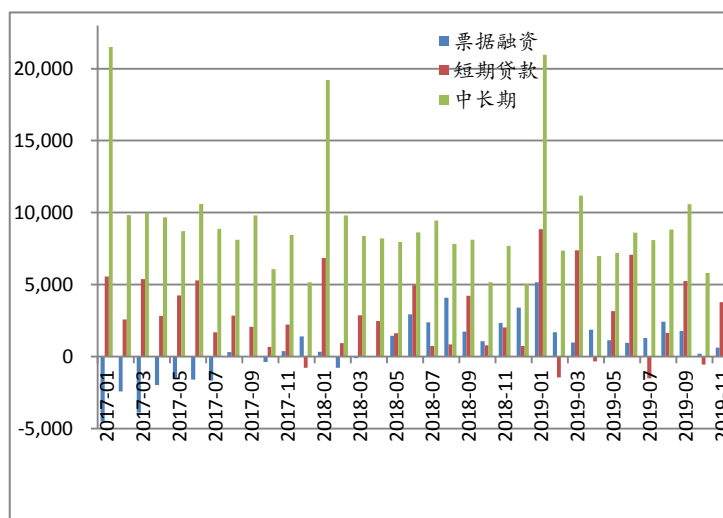
资料来源：中国人民银行、Wind、致富研究院

图表 65：新增人民币贷款的部门结构



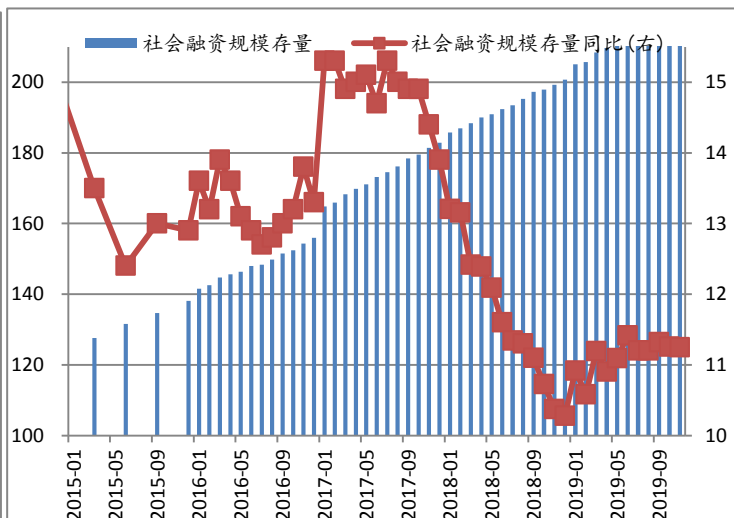
资料来源：中国人民银行、Wind、致富研究院

图表 66：新增人民币贷款的期限结构



资料来源：中国人民银行、Wind、致富研究院

图表 67：社会融资规模累计值及累计增速



资料来源：中国人民银行、Wind、致富研究院

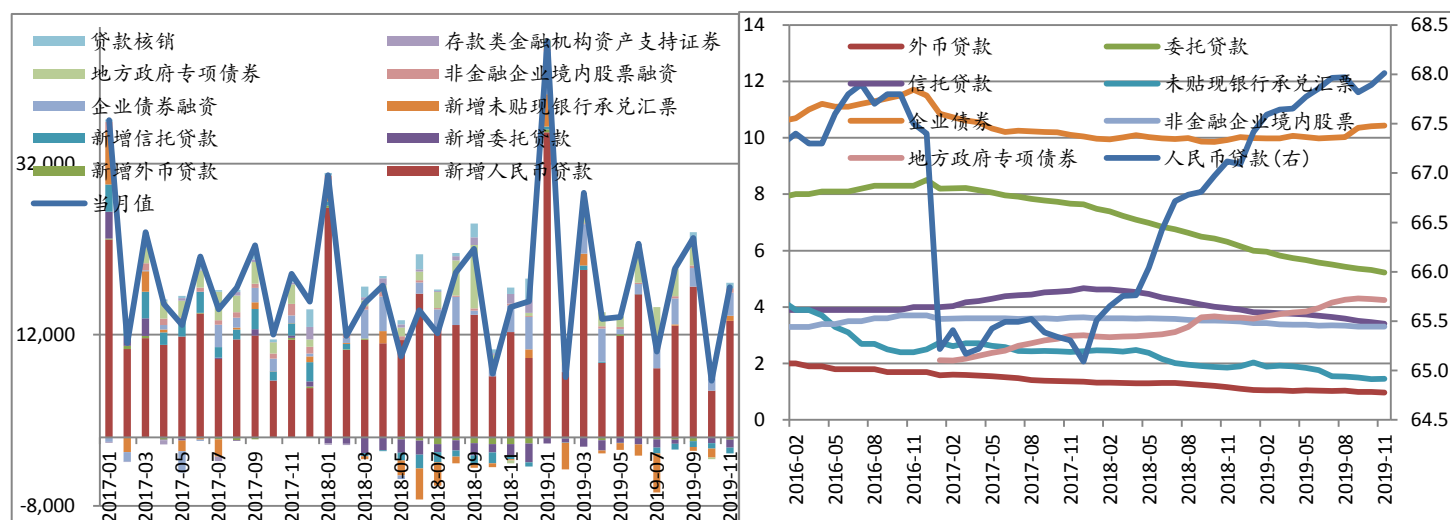
社会融资增速与上月持平。截至 2019 年 11 月末，社会融资规模存量 221.3 万亿元，同比增长 10.8%，与上月末持平，较上年同期高 0.9 个百分点。

11 月当月社会融资规模新增 17,547 亿元，较上月多 1.1 万亿元，较上年同期多 2,308 亿元。其中，人民币贷款增加 13,633 亿元，同比多增 1,331 亿元；外币贷款折合人民币减少 250 亿元，同比少减 538 亿元；委托贷款减少 959 亿

元，同比少减 351 亿元；信托贷款减少 673 亿元，同比多减 206 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 571 亿元，同比多 698 亿元；企业债券净融资增加 2,696 亿元，同比少 431 亿元；地方政府专项债券融资减少 1 亿元，同比少减 331 亿元，非金融企业境内股票融资 524 亿元，同比多 324 亿元。整体上看，本月人民币贷款和票据贴现融资额好于上年同期，企业债融资和委托贷款金额低于上年同期。

图表 68：社会融资规模结构

图表 69：社会融资规模占比



资料来源：中国人民银行、Wind、致富研究院

资料来源：中国人民银行、Wind、致富研究院

央行降息点评

1 月 1 日，中国人民银行发布通知，决定于 2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司），将释放长期资金 8000 多亿元。

本次降准的原因主要有四点：

第一，从短期看，满足 1 月大幅增加的流动性需求：

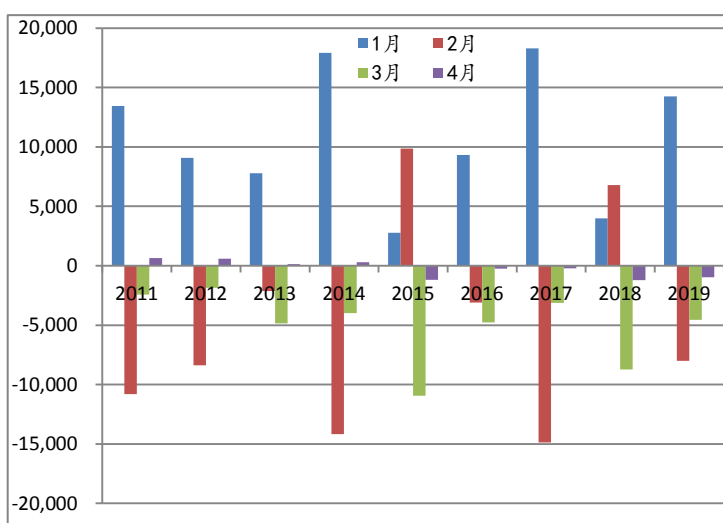
首先是春节前的现金提取需求。2020 年春节较早，在 1 月 25 日，与 2017 年和 2014 年情况较为接近，按这两年数据推算，今年 1 月 M0 新增额将接近 2 万亿。

其次是缴税的资金需求。财政存款存在显著的月度变化规律，由于缴税，财

政存款额通常在 1 月会大幅增加，按近几年的平均值计算，预计增长 6000 亿左右。

再次是央行货币政策操作资金到期回收流动性。1 月逆回购到期 5500 亿元，TMLF 到期 2575 亿元，央行回收流动性共计 8075 亿元；但我们认为对于这部分流动性央行大概率会继续通过逆回购、MLF、TMLF 等操作来加以对冲。

图表 70：M0 月度金额变动



资料来源：中国人民银行、Wind、致富研究院

图表 71：财政存款新增额月度变化情况

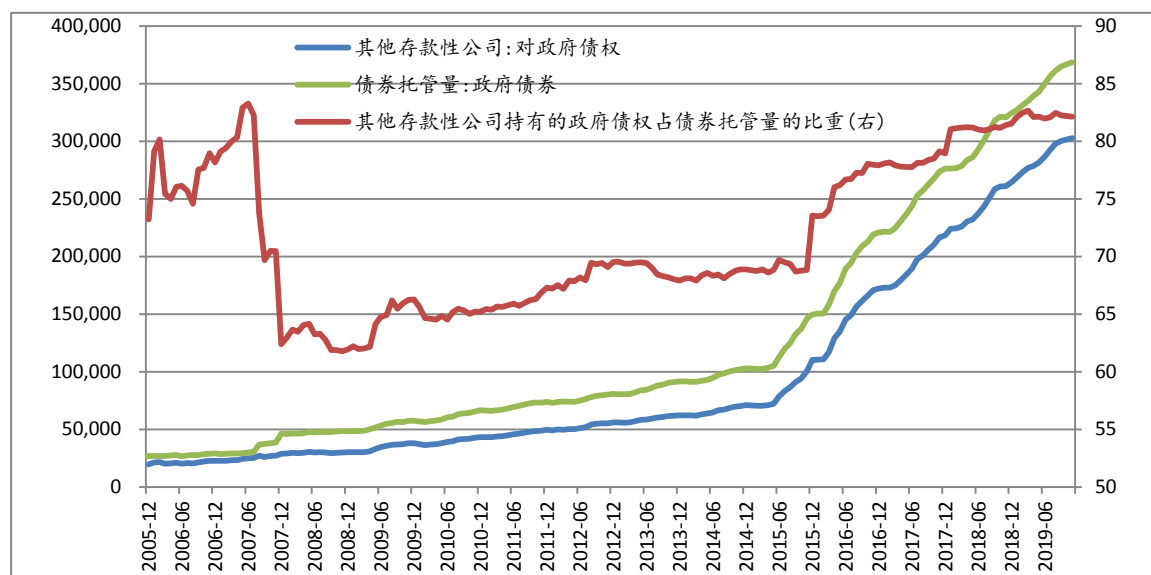


资料来源：中国人民银行、Wind、致富研究院

第二，满足年初信贷投放和地方债发行的资金需求。通常，1 月是一年中信贷投放量最大的月份，而且，最近两年地方债发行前置。所以，年初这两项的资金需求量较大。

此外，我国其他存款性公司又是政府债券（包括国债和地方）的持有主力，占托管总量的比值超过 80%，所以，要保证其他存款性公司发放贷款和承接政府债的能力，需要补充新的中长期流动性。

图表 72：中采制造业 PMI 成分指数

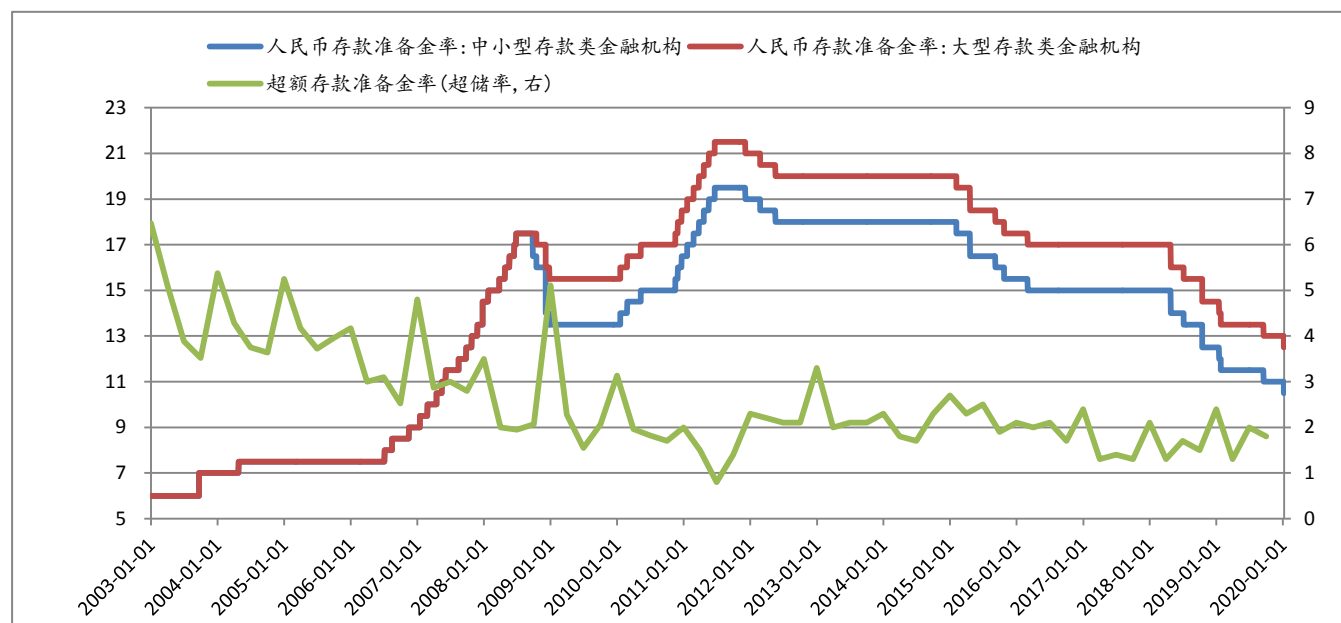


资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

第三，满足其他存款性金融机构由于存款总额提升而带来的法定准备金金额增加的需求。从下图可以看出，我国 2015 年、2018-2019 年进行数次降准，但金融的超额准备金率不仅没有提升，反而稳中小幅下降，这是因为，降准所释放的资金大多又以法定存款准备金的形式被冻结在央行资产负债表的负债方。以今年为例，存款总额大约增加 15 万亿，用 12% 的存款准备金率计算，这部分新增存款将需要 1.8 万亿的法定存款准备金。按照每次 0.5 个百分点的降准幅度计算，将需要降准两次。

虽然原则上可以从新增存款中留存一部分缴纳法定存款准备金，但近年来随着投资渠道和金融产品的多样化，银行存在一定脱媒现象，存款增速持续低于贷款增速，二者之差持续扩大，如果再考虑上银行购买政府债券的刚性高增速支出需求，银行可用于缴纳准备金的资金较为有限，因此，综合分析，央行降准给银行提供长期资金将是一个较为可行的选项。

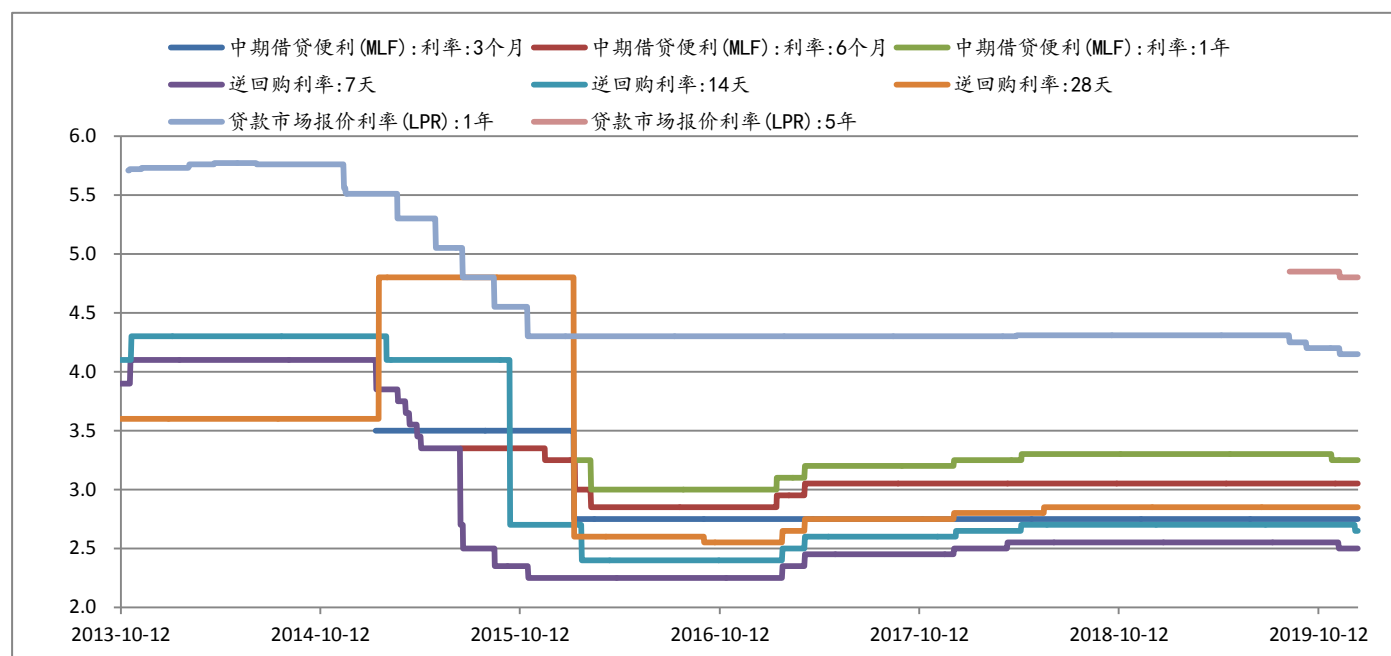
图表 73：存款准备金率和超额存款准备金率变动情况



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

第四，降成本、稳经济。12月的中央经济工作会议中指出，稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。其实，从下图中可以看出，2019年下半年以来，各政策利率已有所下调，1年期LPR利率分别于8月20日、9月20日、11月20日下调6BP、5BP、5BP，MLF利率于11月5日下调5BP，7D逆回购利率于11月18日下调5BP，14D逆回购利率于12月18日下调5BP。本次降准也是为了更好地实现降成本、稳经济的目标。

图表 74：主要政策利率走势



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

12月23日，李克强总理便提出要进一步研究采取降准、再贷款和再贴现等多种措施，降低实际利率和综合融资成本。紧接着，24日国务院《关于进一步做好稳就业工作的意见》指出要落实普惠金融定向降准政策，释放的资金重点支持民营企业和小微企业融资》，所以，市场对降准已经形成共识，并已经 price in 在收益率中。

本次降准仅释放 8000 亿元流动性，跟 1 月的流动性需求相比依然较少，预计央行随后会通过再次降准或逆回购、MLF，TMLF 等中短期工具来进一步释放流动性。

我们认为，本次降准对债市影响较小，但对股票市场的信心提振作用较大，经济经过三个季度的连续下滑之后略微有所企稳，同时，稳增长政策出台力度加大，中美贸易摩擦略有缓解，外部需求有所提升，这些因素将共同推动股票指数上行。

四、小结

2019 年第四季度，全球制造业景气度提升、不确定性下降，但我国内需依然较为疲弱。实际消费增速继续下滑，房地产投资增速从高位逐渐回落，基建和制造业增速较为低迷，贸易顺差金额较第三季度有所回落。综合计算，第四季度当季实际 GDP 同比增长 5.9% 左右，全年累计实际 GDP 同比增长 6.1% 左右。

11 月 CPI 同比上涨 4.5%，冲破 4% 的整数关口。本月食品价格涨幅显著回落，非食品价格环比近乎持平。预计 12 月 CPI 同比上涨 4.6%，较上月高 0.1 个百分点。今年年初美伊冲突升级，如果今年地缘政治风险持续，显著推升油价，则与 2019 年猪价上涨对 CPI 的影响不同，油价上涨会推升其他各类价格，扭转 2019 年剔除猪肉价格之后物价指数是通缩的状况，显著提高通胀压力，压缩货币政策宽松的空间。

预计 12 月金融机构新增人民币贷款 11,500 亿元左右，M2 同比增速为 8.3% 左右，较上月高 0.1 个百分点。

研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司 香港德辅道中 308 号 富卫金融中心 11 楼 电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893	香港致富证券有限公司北京代表处 北京市朝阳区国贸写字楼 1 座 6 层 电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555831	香港致富证券有限公司上海代表处 上海市陆家嘴东路 161 号招商局大厦 1309 室 电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185	香港致富证券有限公司深圳代表处 深圳福田区福华路 399 号中海大厦 6 楼 电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665

网址：www.chiefgroup.com.hk