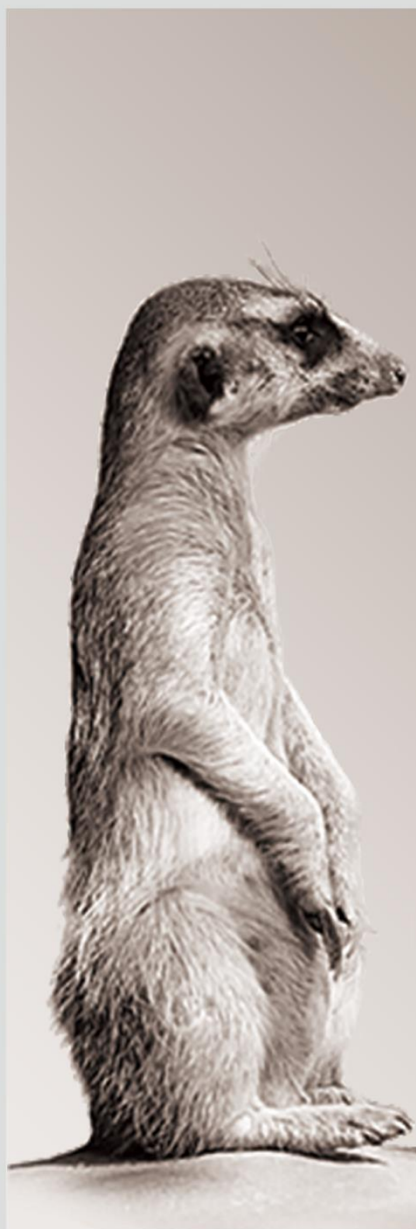


经济形势月报： 抢出口与补库存下的短暂景气



11 月的 PMI 数据显示，10 月的生产扩张节奏得到了延续，但投入产出价格则出现普遍的回落。上游的低景气与中下游的高景气与上月截然相反。由于市场预期的转冷，服务业已停止扩张，并开始以裁员加价的方式维持运营和利润。各项指标显示市场对后续宏微观经济的信心仍然不足，从政府到民间均以防御风险为主。高频数据推算结果显示本月工业增加值为 5.4%，CPI 为 0.1%，PPI 为 -2.8%，预期不足和汇率承压下通缩情况有所加剧。

向前看，我们认为宏观经济的走向仍以中性偏负面为底色，本月得到证实的一些事件显示经济基本面的若是并未好转，金融市场分歧加大且多计价宏观政策预期而非现实改善。居民消费需求和利好政策在集中释放后的效力已出现疲态，不排除在后续月内连续回落的可能。外部环境方面随着美国大选的尘埃落定和新一届政府组成的厘定，我们预计明年我国将面临愈发沉重的外部压力。内部改革上我们推测将仍以供给侧为主，不过其造成的金融风险和社会风险可能远甚于上一轮。

抢出口与补库存下的短暂景气

——2024 年 11 月蒙格斯经济形势月报

摘 要

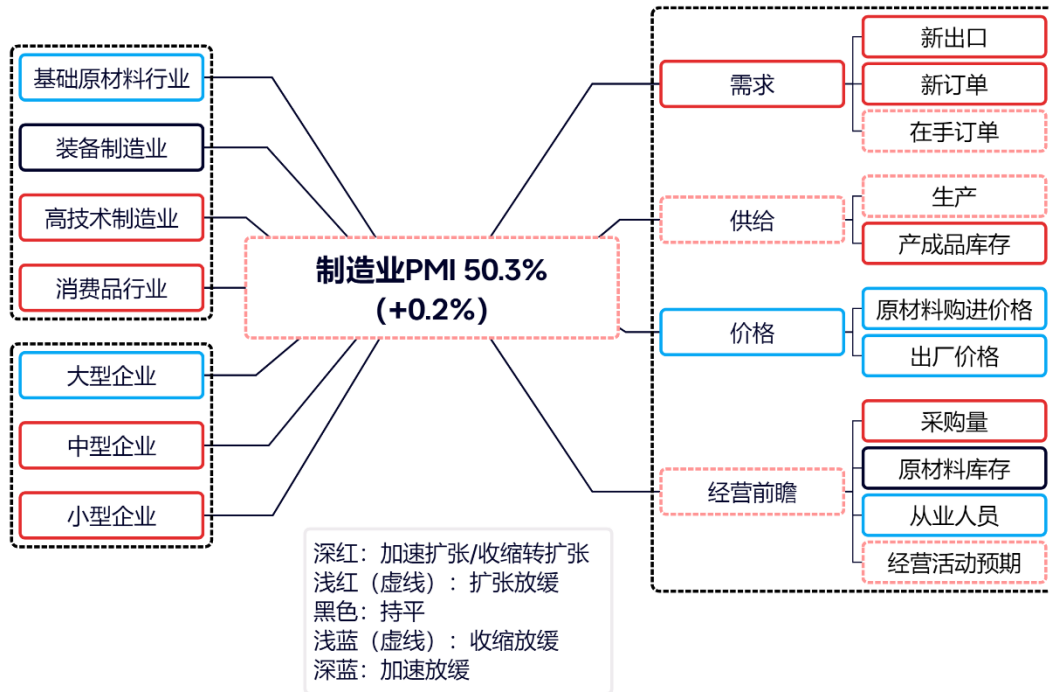
- 10 月的制造业 PMI 数据显示生产活动的扩张进一步增强（52.4%），总指数（50.3%）年内第四次回升。关税告警下出口订单指数（48.1%）重回上升趋势；新订单指数（50.8%）和库存（47.4%）的回升则表明内需主要对标库存的回补；在手订单指数的推压表明企业对扩大产能的意愿较低。本月的景气主要来自于内需集中释放的提振，库存的回补以及出口需求的加速，后续可能不具有连贯性。服务业的需求出现回落，销售价格指数继续回升，投入价格指数和雇佣量则有所回落，可能预示着继续收缩的内需。
- 宏观经济的核算方面：我们预测本月工业增加值同比为 5.4%，CPI 同比 0.1%，PPI 持平于-2.8%。5%增速目标的实现已无虞，但通货紧缩的情况则继续有所恶化。随着增量财政工具（化债）部分转化为实物工作量，和抢出口需求的加快，预计 12 月的工业增速会进一步上行。但价格水平的走低可能难以得到扭转：食品类价格对 CPI 的拉动效应已难以维系，而多数商品的价格在需求空窗期内亦难以回涨，而美元指数可能的回落和国内促通胀的工具都还需要一定时日才会逐步显现，在未来数月内 PPI 可能仍会呈磨底或探底的趋势。
- 对上月宏观情景分析的修正结果显示：本月共坐实基准/负面情景事件各三项，黑天鹅事件风险上升。总体而言本月宏观经济运行情况有所恶化，风险暴露有所增加，政策介入力度不及市场预期而外部环境的恶化成为共识。而部分已进入早期沟通的政策工具（供给侧改革）可能会使部分行业出现较大的不确定性并派生失业压力，综合来看我们认为后续中短期内国内宏观将以降增速保通胀控风险为核心目标。

目录

摘 要.....	2
十一月宏观全景：预期通胀的重要性增强	4
制造业 PMI：物量分化，价格普降	4
非制造业 PMI：建筑业缓停，服务业量缩价升	8
长江商学院 BCI：价格下行预期仍存，经济改善信心未定	11
工业库存周期：下游回暖，上游遇冷	13
十一月宏观总量：价格先行，总量修复	17
工业增加值（同比+5.4%）：继续维持较高增速	17
物价水平：消费端走低，生产端持平	19
CPI（同比+0.1%）：食品价格回落拖累 CPI 降至临界值	20
PPI（同比-2.8%）：商品价格随市场预期的重升与回落	21
居民消费：商品消费退火，住宅市场景气虚浮	23
情景分析：基准的现实和悲观的预期	25

十一月宏观全景：预期通胀的重要性增强

制造业 PMI：物量分化，价格普降



指标名称	本月数值 (%)	变化速度
制造业 PMI	50.3	+0.2 ↑
新订单/在手订单	50.8/45.6	+0.8 ↑ ↑ / +0.2 ↑
采购量/原材料库存	51.0/48.2	+1.7 → / +0.0 →
生产	52.4	+0.4 ↑
产成品库存	47.4	+0.5 ↑ ↑
购进/出厂价格	49.8/47.7	-3.6 ↓ ↓ / -2.2 ↓ ↓
大/中/小型企业	50.9/50/49.1	-0.6 / +0.6 / +1.6

上/中/下游行业	49.2/51.25 ¹ /50.8	-0.1/+0.55/+1.3
----------	-------------------------------	-----------------

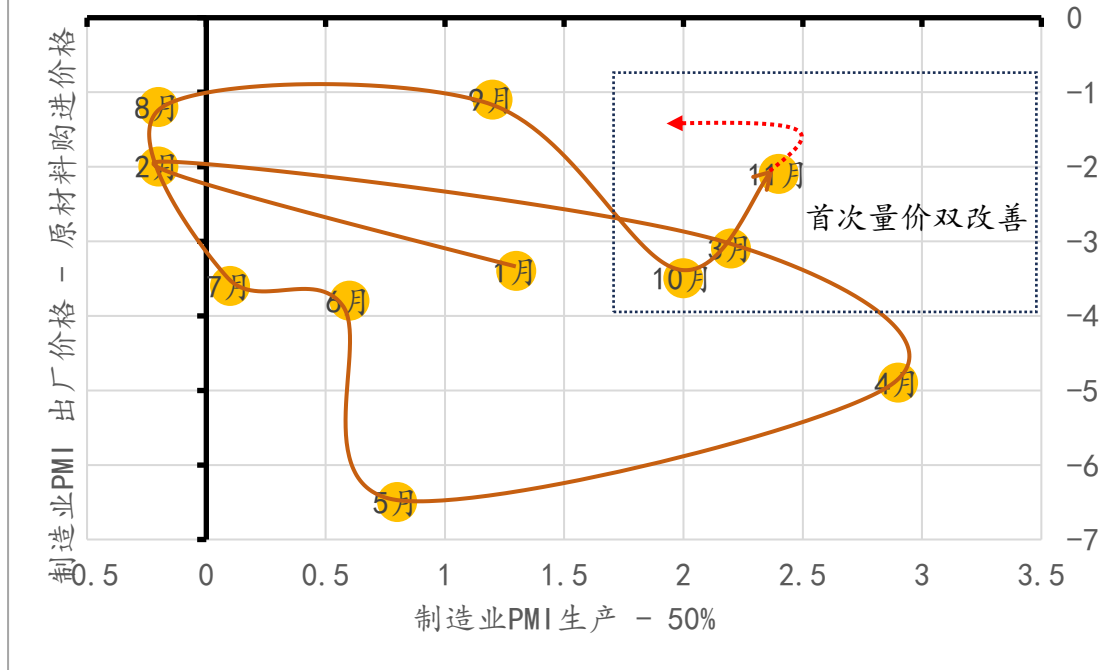
11 月的制造业 PMI 显示出几个特征：**1.**需求面的改善胜过生产扩张，或受出口冲量和内需释放后的补库影响 **2.**企业整体生产活动的谨慎态度继续保持，对未来内外不确定性的预期增强 **3.**企业经营预期升至半年来新高，或与债务置换政策的落地有关 **4.**上游原材料价格普降下产业链中下游、中小型制造企业经营景气度有所回升。

具体来看，**1.**本月的新出口订单指数结束连续两月的回落，不再构成对新订单指数的拖累；绝对读数和边际改善均超过前两年，上一次出现生产和产成品库存的同步扩张（且排除春节前后的影响）的时间为去年 8 月。我们认为出口订单的改善主要有两个原因：其一是出口商为规避 25 年初即落地的高关税和各类限制政策在本月进行出口冲量，其二是传统上美国圣诞节促销季的提振和批发商对我国主力出口产品的补库周期仍未结束。总需求录得 50.8%，为 4 月底以来的新高，其与出口订单的轧差值略低于去年同期（弱内需），不过较今年前几个月有所改善，我们认为其主要受国内促销季结束后的商家正常补库行为的影响，也包括前期各项刺激政策的后效影响。**2+3.**目前尚无迹象表明制造业企业已普遍进入主动补库阶段，在上游原材料购进价格普降的同时我们注意到企业采购量与原材料库存指数均无变化，经营主体仍延续了近几个月以来的产销平衡策略（以销定产）以减少外部环境/政策变化下的潜在损失。尽管如此，当前原材料库存指数

¹ 装备制造业与高技术制造业的算术平均，变化速度的计算方法与之相同

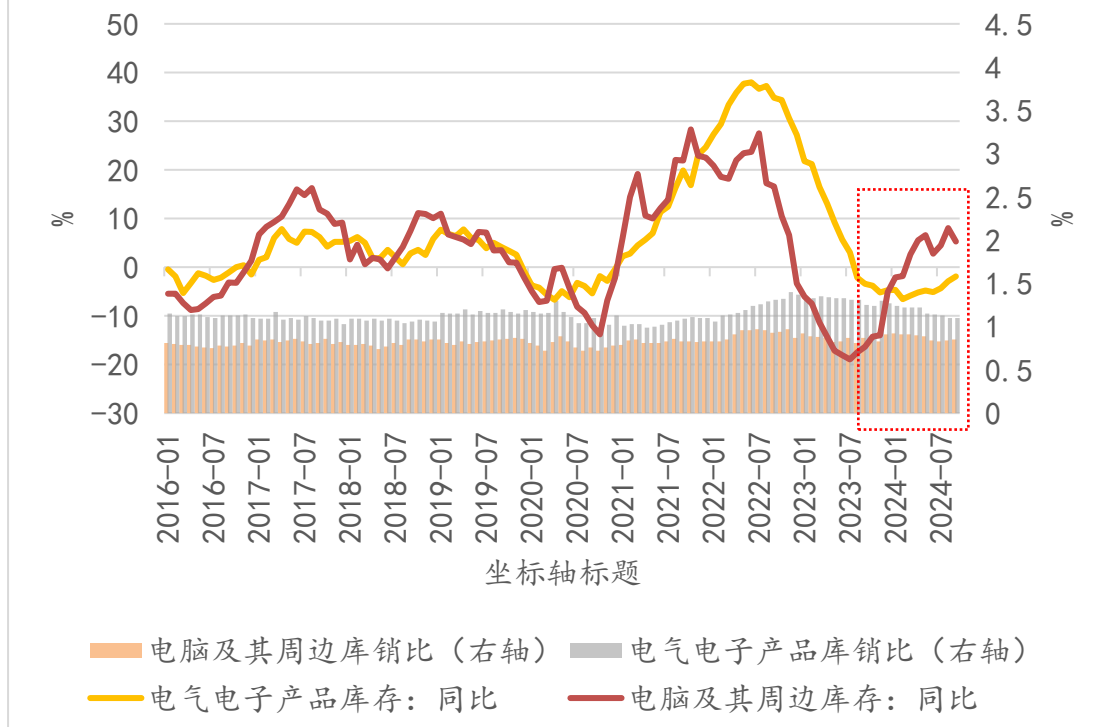
仍连续两个月处于年内高点，我们将之解读为企业对“抢出口”和债务置换下短期内的需求刺激仍有一定的积极预期（经营活动预期亦升至半年来的新高）。4. 上游原材料购进价格普跌，进而造成企业景气度在规模和行业维度上的差异：更多集中于产业上游的大型企业在本月经营景气有所回落，不过仍处于扩张区间，对比5、6月的数据（原材料价格指数降低5.2%，上游PMI下降0.5%，本月这两项分别为下降3.6%、下降0.1%）不难看出中下游生产活动较此前的扩张带来的上游业绩支撑，不过正如我们所言，这一情况的持久性和力度可能都已相对有限。中下游企业的出厂-购进价指数差反映其本月的营收应有所改善，下半年开始这一指数差（负值）的中枢整体上行。向前看，国际市场定价的大宗品（原油，铜）价格将继续承压（由于强势美元的现实和预期），而国内市场定价的品种价格则有望提升（铝，硅，锂），不过考虑到前一组的重要性更强，预计短期内价差将继续向我们乐见的方向移动，不过对出厂价指数的抬升我们仍持偏负面的预期。

图一：制造业PMI指数 量价运行情况（2024.01-）

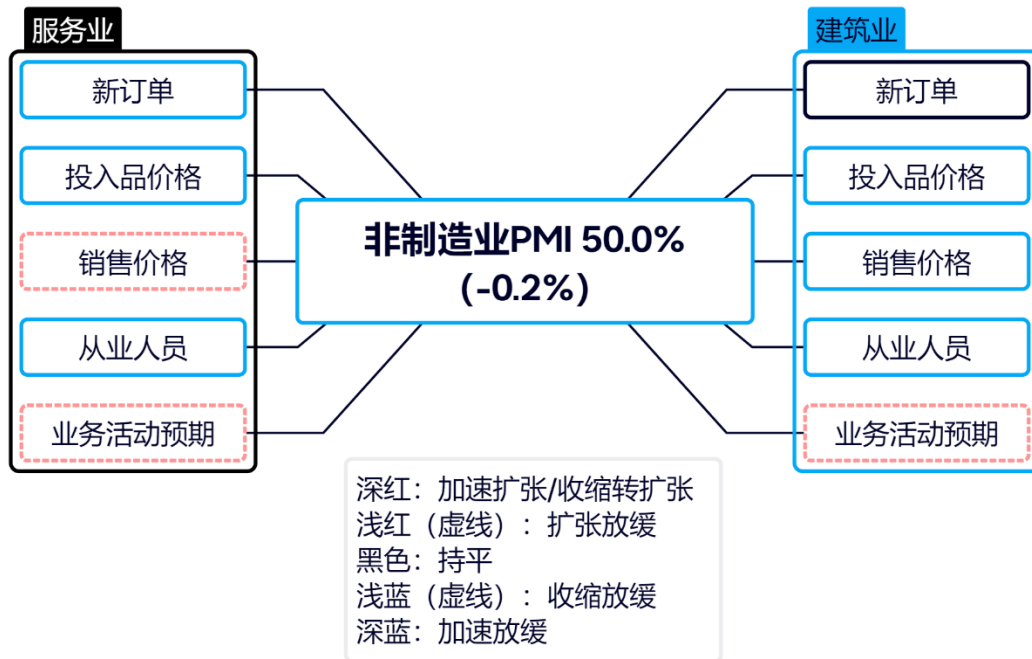


棕色线表示年内变化路径，红色虚线表示预计的后续变化路径

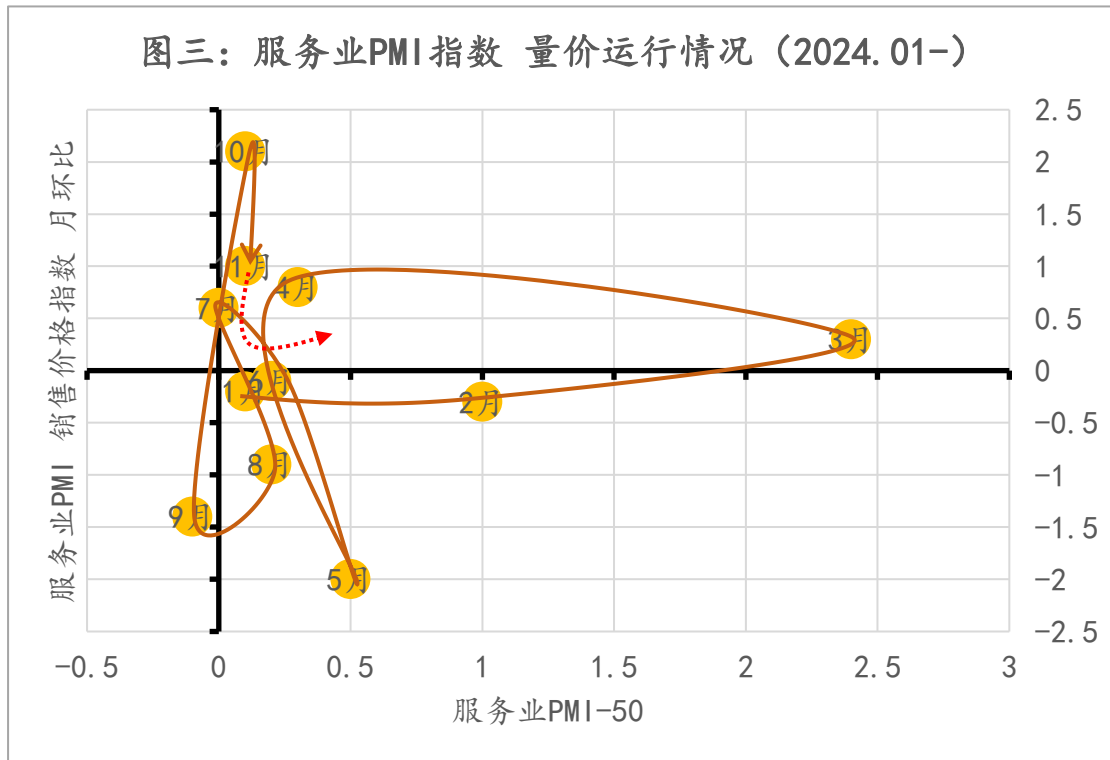
图二：对美主要出口 美国批发商库存与库销比



非制造业 PMI：建筑业缓停，服务业量缩价升



指标（建筑/服务）	本月数值（%）	变化速度
商务活动指数	49.7/50.1	-0.7↓↓↓/0→
订单	43.5/46.4	-0.3→/-1.4↓↓↓
投入价格	48.0/49.3	-7.2↓↓↓/-0.5↓↓↓
销售价格	48.6/48.8	-3.5↓↓↓/+1.0↑
从业人员	40.7/46.2	-2.0↓↓↓/-0.2↓↓↓
业务活动预期	55.6/57.3	+0.4↑/+1.1↑



棕色线表示年内变化路径，红色虚线表示预计的后续变化路径

本月的非制造业商务活动指数回落至 50.0%，建筑业与服务业分别录得 49.7%和 50.1%。建筑业经营景气较往年偏弱，百年建筑网统计数据显示样本建筑工地资金到位率较 10 月有所提高，因此 11 月建筑业商务活动有所收缩的主因是极端天气。价格指数方面，南华建材指数在本月上旬跌幅约 5%，这一情况显然与月中人大常委会对财政工具使用方向和总量的决定有关，我们估计市场前期对财政工具的预期可能过于乐观：高预期收敛到“弱”现实后，包括但不限于大宗商品价格的资产价格均出现了回落。不过需注意经营主体的预期仍在改善，这大概率与拖欠资金的到位与停滞项目的复工有一定关联（参见我们提到的资金到位率）。

服务业商务活动指数方面，我们认为有几个特征值得关注：1. 销

售价格如我们上月所言继续得到改善，录得 4 月以来的新高，而销售价格与投入价格指数的差值（-0.5%）则是年初以来的新高 2. 就业市场仍然偏松，尽管服务业整体的经营情况出现了改善，不过企业招工则并未实现扩张（与制造业“以销定产”逻辑相通），进一步来说，我们认为经营景气的改善可能就是企业压缩用人成本的结果之一。

从服务业的子行业看，统计局的数据显示泛金融业（货币金融，保险，资本市场）的经营扩张显著；录得 55% 以上的活动指数，而前期受假日经济提振的餐饮住宿等出现了不同程度的回落。除此以外，我们认为房地产成交在本月的放量亦对经营活动产生的支撑。向前看，我们预期金融业仍将在未来一定时期内支撑服务业整体景气，后续随着年底和春节等因素的提振，零售住宿等行业的活动程度也将有所增强。从量价运行的轨迹看，我们认为服务业商务活动将在 12 月恢复扩张，同时价格仍将处于上升区间（尽管增速放缓）。

长江商学院 BCI：价格下行预期仍存，经济改善信心未定

指标	本月数值 (%)	变化速度
企业经营状况	50.5	+2.4↑↑
销售前瞻	60.2	+3.8↑
利润前瞻	44.5	+1.7↑
融资环境	49.6	+3.3↑
库存前瞻	47.8	+0.9↑↑ (去库)
用工成本前瞻	61.4	+0.6↑
总成本前瞻	62.4	+2.8↑↑
消费品价格前瞻	45.7	+8.7↑↑
中间品价格前瞻	34.7	-4.0↓↓
投资前瞻	52.5	-1.0↓↓
招工前瞻	51.5	-0.3↓↓

长江商学院 BCI 所反映的信息较官方统计更为丰富：1. 企业融资环境持续改善，对应指数继续刷新 1 年半以来的新高 2. 企业对中间品的未来价格多持负面看法，而对经营总成本的上涨则有普遍预期 3. 企业对基本面的改善和补库周期是否已发生依旧保持顾虑，对实物投资和招工的热情有限。

具体来看：1. 企业融资条件补充了人民银行加权贷款利率（企业贷款）数据间隙的运行情况。本月的 49.6% 是 23 年 5 月以来的最高

值(在最近几年也是较高位置),较二季度 42%左右的中枢位置有了较大改善。在经济基本面出现改善前,持续宽松化的融资条件利于企业周转和度过下行期,而市场形成较为一致的“宽货币、宽信用”的政策期望也可以作为基本面出现改善的领先信号。**2.** 我们将企业对中间品价格的回落形成的一致的预期归因于中短期(2025 年)内强势美元预期的升温,同时国内新一轮供给侧改革行将开启的信号也在本月出现,尽管其会在中长期减少供给并推升 PPI,不过短期内可能加剧中游(原材料加工)企业间的价格竞争。尽管如此,企业对经营总成本的前瞻指数在本月似乎“触底反弹”,这可能表明企业对后续整体产销边界的外扩产生了更高的预期,不过我们更多地将其解释为前期刺激政策的后效影响。**3.** 在前一节分析官方 PMI 时我们将产成品库存的回升定性为前期销量脉冲上升后的合理回补,BCI 的库存指数则佐证了这一点:目前还难以观察到较为连续的补库预期,这表明企业对短期内出现经济基本面出现改善的信心仍显不足。从企业实际行动来看,招工和投资前瞻在 10 月出现一定改善(我们解读为对财政政策预期过度)后于本月再次回落,我们预计如果 12 月没有后续的金融、产业政策接力,上述三个与经济基本面相关的前瞻指标仍会呈现缓慢回落的总体趋势。

工业库存周期：下游回暖，上游遇冷

行业	截至 10 月底	截至年底（预计）
工业	主动去库	减速去库，营收回正
上游采矿业	金属去库，非金补库	分化延续，营收改善
中游加工业	金属补库，化工去库	整体去库，营收回正
中游设备制造	装备去库，电子补库	去库加速，营收改善
下游消费品	整体去库	去库放缓，营收回正

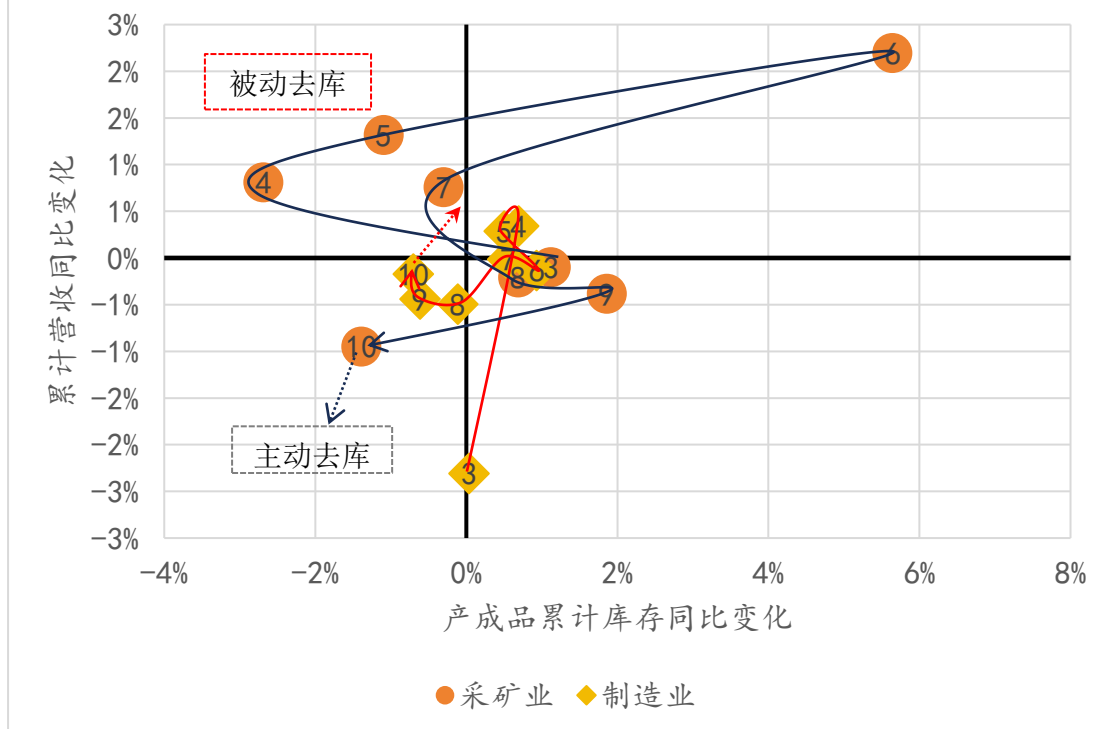
11 月 27 日公布的工业企业数据显示截至 10 月底工业部门整体处于主动去库阶段；其中上游采矿业库存和部门营收同比均显著回降，制造业去库节奏则略有放缓且营收出现边际改善。采矿业方面的主动去库主要以金属采掘和油气开采为主，而非金属采掘业则出现了被动补库现象。中游加工业方面除黑色、有色金属加工出现补库外其余多数仍处于“降库存保营收”的阶段。中下游中除计算机通信电子处于补库阶段外，多数行业仍按前期的去库路径运行。

向前看，我们认为中短期（6 个月）内对行业周期曲线变化的两核心因素是美元指数，国内供给侧改革与中美关税贸易再平衡。美元指数的强弱变化将通过原油与铜价直接影响相关行业的产销决策：我们认为短期内美元维持强势的可能性更高，使原油、有色金属产业链的利润率收窄，进而使相关中上游行业处于库存减少和营收承压的阶段。国内供给侧改革的核心目标是去除无效产能和推升 PPI，基于

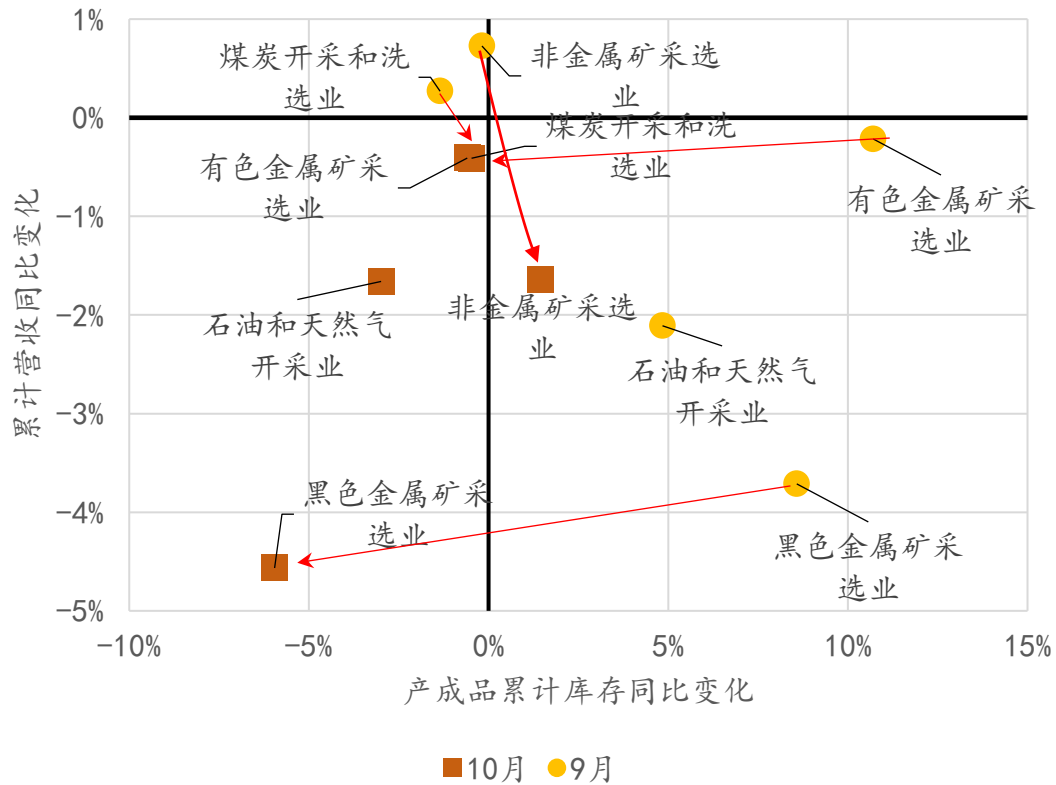
这一分析外拓我们认为制造业中游部门将出现产能出清，库存释放和营收改善的情况，即图六中的棕色矩形大概率在后续处于第二象限。这一影响的后续将间接改善上游采矿业的营收与产销平衡。由于明年中国对美出口（包括间接出口）出现大幅回落已基本无争议，我们认为抢出口和生产节奏再调整将成为多个下游制造行业（以低价居民消费品和电子产品为主）的主要策略。由于企业对国内需求的预期并未出现改善，因此在总需求量回落的情况下与之对应的库存量也将回落，而存量市场竞争的加剧则将对上述行业的营收增长带来压力。

总结来看，我们认为目前数据所反映的中下游回暖有望持续至年底，而上游行业的遇冷则需要产业政策的介入或美元的走弱加以逆转。

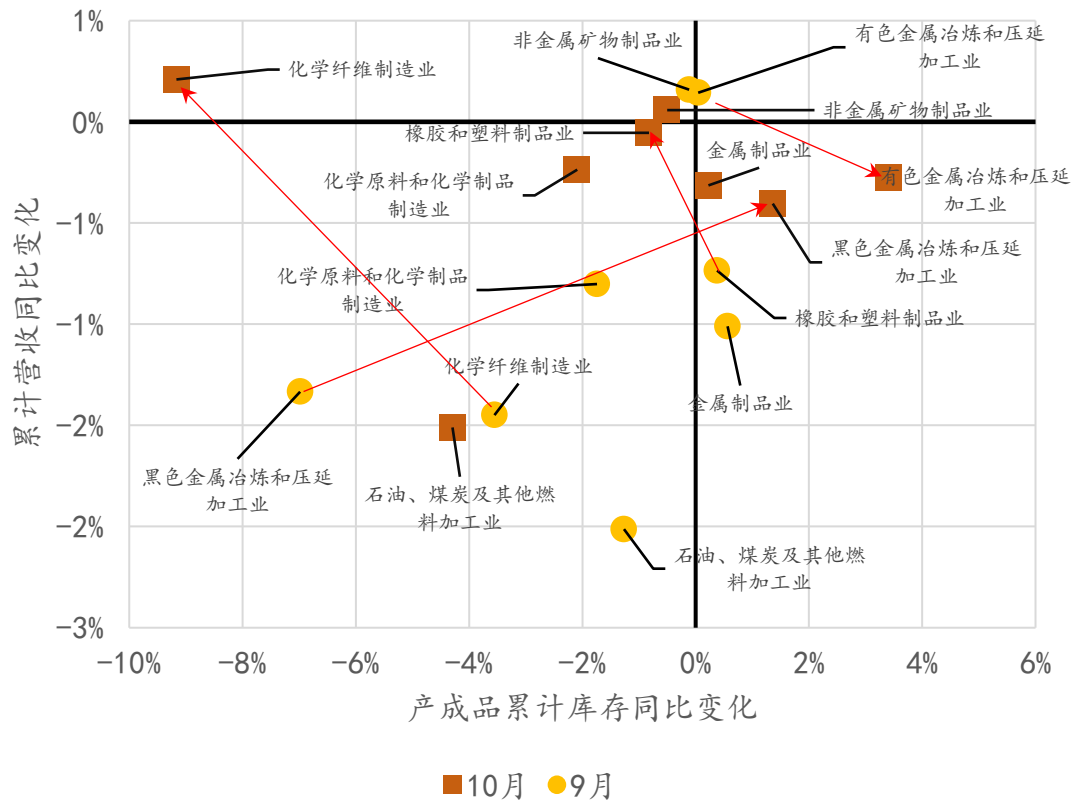
图四：工业、采矿业、制造业库存周期变化
(2024. 03-)



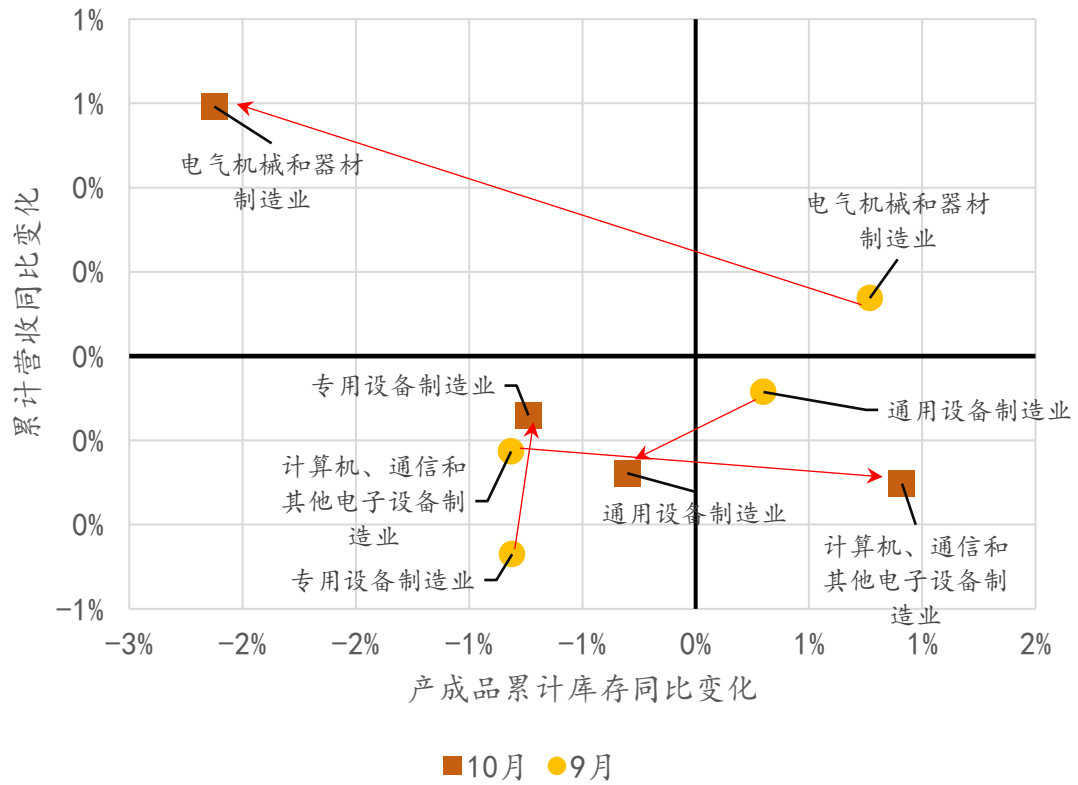
图五：工业上游（采矿业）库存周期位置



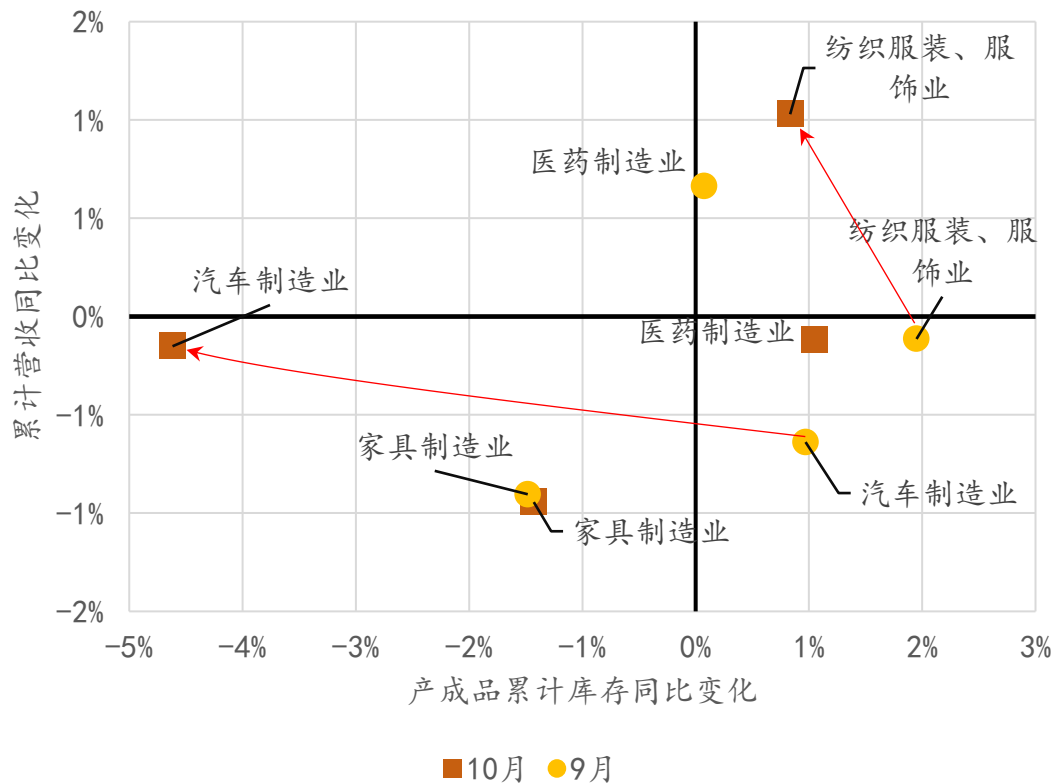
图六：工业中游（原材料制造）库存周期位置



图七：工业中游（设备）库存周期位置

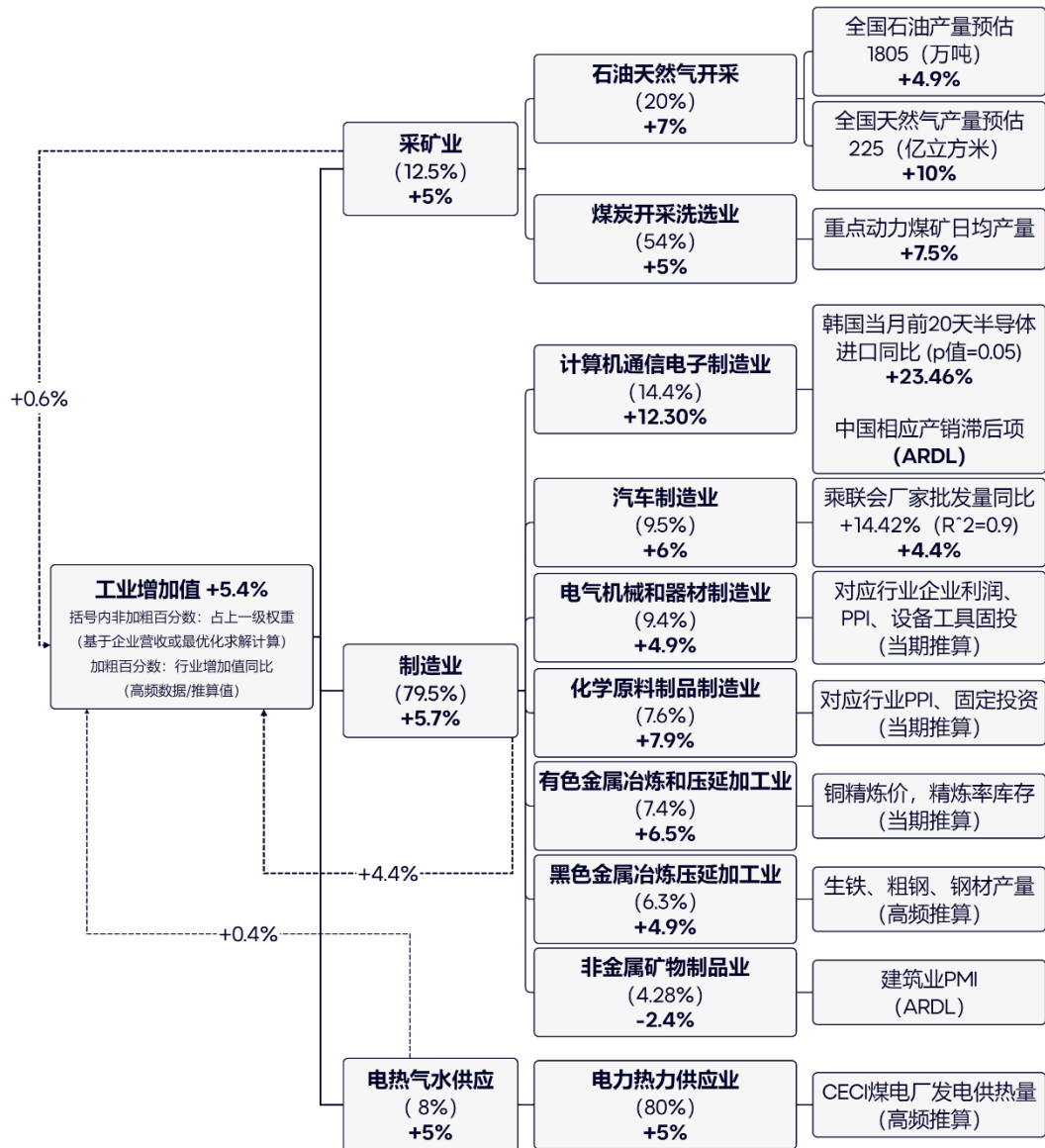


图八：工业下游（消费品）库存周期位置



十一月宏观总量：价格先行，总量修复

工业增加值（同比+5.4%）：继续维持较高增速



行业名称	增加值同比（10月）	隐含/测算11月同比
采矿业	4.6%	5%
制造业	5.4%	5.7%

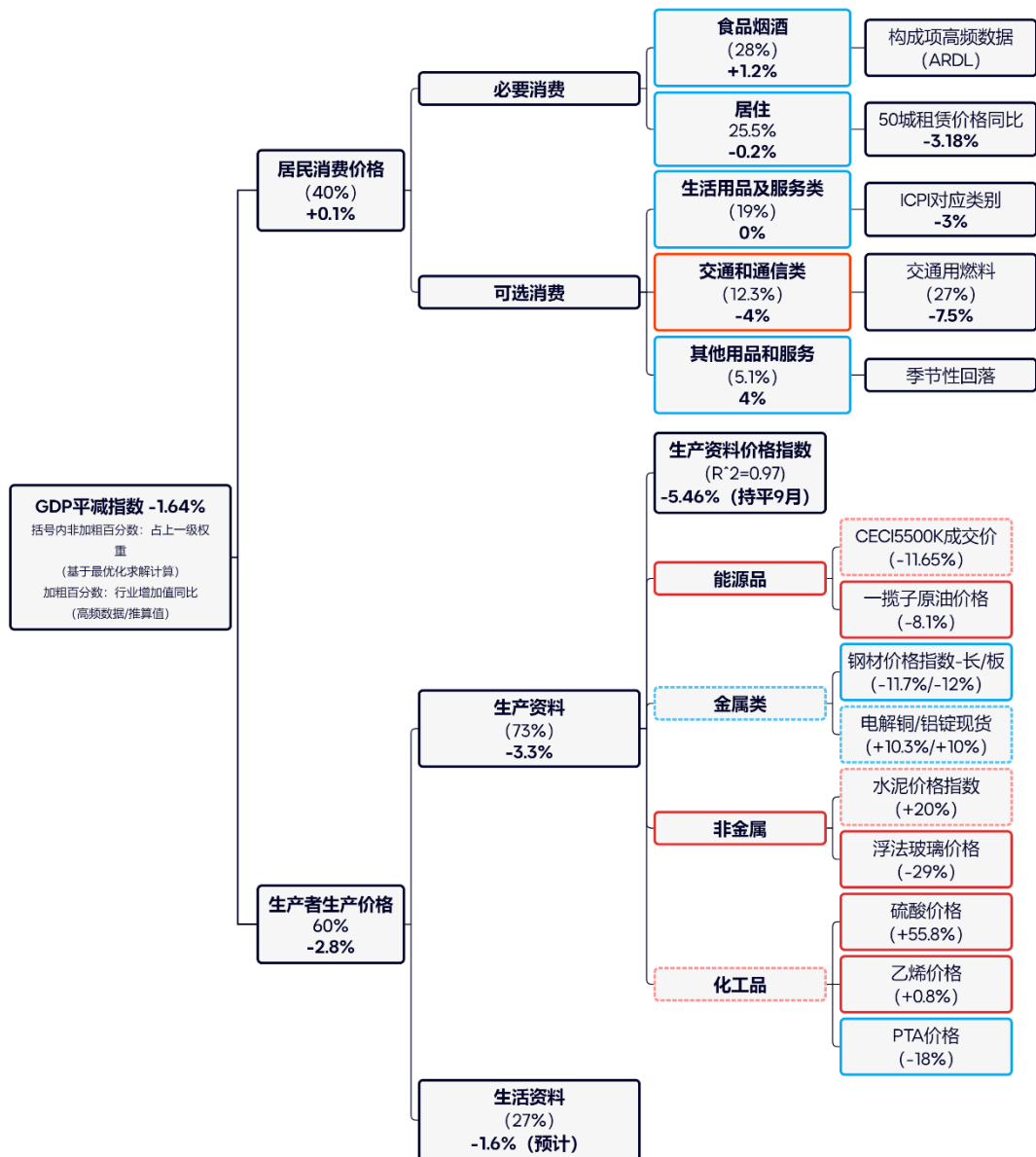
-计算机通信电子业	10.5%	12.3%
-电器机械制造	5.1%	4.9%
-汽车制造	6.2%	6%
电热气水供应业	5.5%	5%

定量测算的细分行业增加值的整体态势同扩散指数（PMI）生产分项提供的信息相一致：尽管增速可能略有放缓（PMI 生产指数上升值仅有 10 月的一半），不过连续三个月录得 5% 以上的工业增加值已基本确保了既定经济增速目标的实现。从季节性因素估算，去年四季度三个月工业增加值的环比为（0.48%，0.79%，0.36%），今年 10 月的这一数值为 0.41%。考虑美国大选后的出口脉冲和前期内需放量后的库存回补等因素，估计 11 月的工业增加环比应略高于 0.75%，对应的工业增加值为 5.3%，由此外推的 12 月同比数据或在 5.7% 左右，隐含的四季度工业增加为 5.4%

从工业的三大分项来看，上游采矿业较上月的增加值同比有所加快（原油、煤炭开采行业分别上升 1.2%、0.5%，意味着有色、非金属业同比增值略低于整体，符合部分机构调研的生产检修情况）；位于中枢的制造业增加值同比预测值为 5.7%，是下半年的最高值，进一步修复了和年内平均增速之间的差值。其中代表“新质生产力”之一的计算机通信电子业可能录得最明显的提升，一方面韩国的前 20 日半导体进口同比再次站上 20%（前值仅为 0.79%），二是消费电子除前文提及的内外需利好外（以销定产策略），历史数据也显示 11 月行业整

体产出同比会有所上升。电器机械制造方面，4.9%的预测增长低于上月，但仍高于年内平均，结合地方债大量发行并转换成实物工作量，预计其后续仍能维持在4.5%以上。汽车制造业则大体延续了上月的生产节奏，从厂家批发量看基本与上月持平，从汽车流通协会的库存预警分指数看，经营指标较10月均有所回落。

物价水平：消费端走低，生产端持平



CPI（同比+0.1%）：食品价格回落拖累 CPI 降至临界值

指标名称	10 月同比	推算 11 月同比
28 种蔬菜批发价	+20%	10.5%
6 种鲜果批发价	+10.6%	4.7%
猪肉批发价	+16.2%	+17.6%
鸡蛋批发价	-2.2%	+0.7%
50 城租赁价格	-3.0%	-3.2%
汽油市场价	-12.8%	-10%

定性来看，我们认为 11 月 CPI 将再次回落至临界水平，必要消费中的食物价格方面：三大畜肉（猪肉、牛肉、羊肉）批发价在 10 月同比上涨 17.6%（前值 16.3%），下跌 14.8%（前值 14.5%）、下跌 6.8%（前值 6.6%），畜肉类对 CPI 的拉动预计将略有增加。蔬菜水果价格在 11 月显著回落，分别较去年同期价格的涨幅收窄至 10.5%（前值 20.1%），水果批发价格同比则降至 4.7%（前值为 10.6%），二者对 CPI 的支撑影响大幅缩水是本月 CPI 回落的主因。鸡蛋价格则较去年同期上涨约 0.7%（前值-2.2%）。综合来看必要的食品开支对 CPI 的支撑远不及前期。烟酒方面，我们预期前者价格环比保持不变，后者则随居民节省开支和商务活动量的收缩而下降。居住方面，中指研究院数据显示重点城市房屋租赁价格同比下降 3.2%，再次刷新 12 个月以来的最大降幅，预计本月的居住类 CPI 降幅将下探至-0.2%。

可选消费方面：受电商促销季和以旧换新政策的持续影响，预计

生活用品和服务类价格同比为 0。交通通信方面，燃料价格的上涨大概率使其价格指数出现改善，而 10 月单一分项通胀最为显著的其他用品和服务在 11 月同时受旅游旺季退潮和金融、地产活动（见 PMI 分析）火热的影响，预计同比读数有所回落，不过大概率仍处于 4% 以上。

PPI（同比-2.8%）：商品价格随市场预期的重升与回落

PPI 方面，11 月商务部统计的生产资料价格先上升后回落²，整体中枢低于 103 为年内最低，叠加去年同期的基数效应后同比企稳，**生产资料出厂价格同比的最终读数可能和 9、10 月相同（-3.3%）**。向前看，12 月的两个重要经济事件：**1. 我国的政治局（经济工作）会议****2. 美联储（12 月 18 日）的议息会议**都将直接影响短期内的 PPI 波动方向，前者将通过预期落地的方式间接控制明年两会前我国内大宗商品价格波动的主要方向而后者将直接通过流动性/汇率管理的形式决定国际商品价格和我国的采购成本。

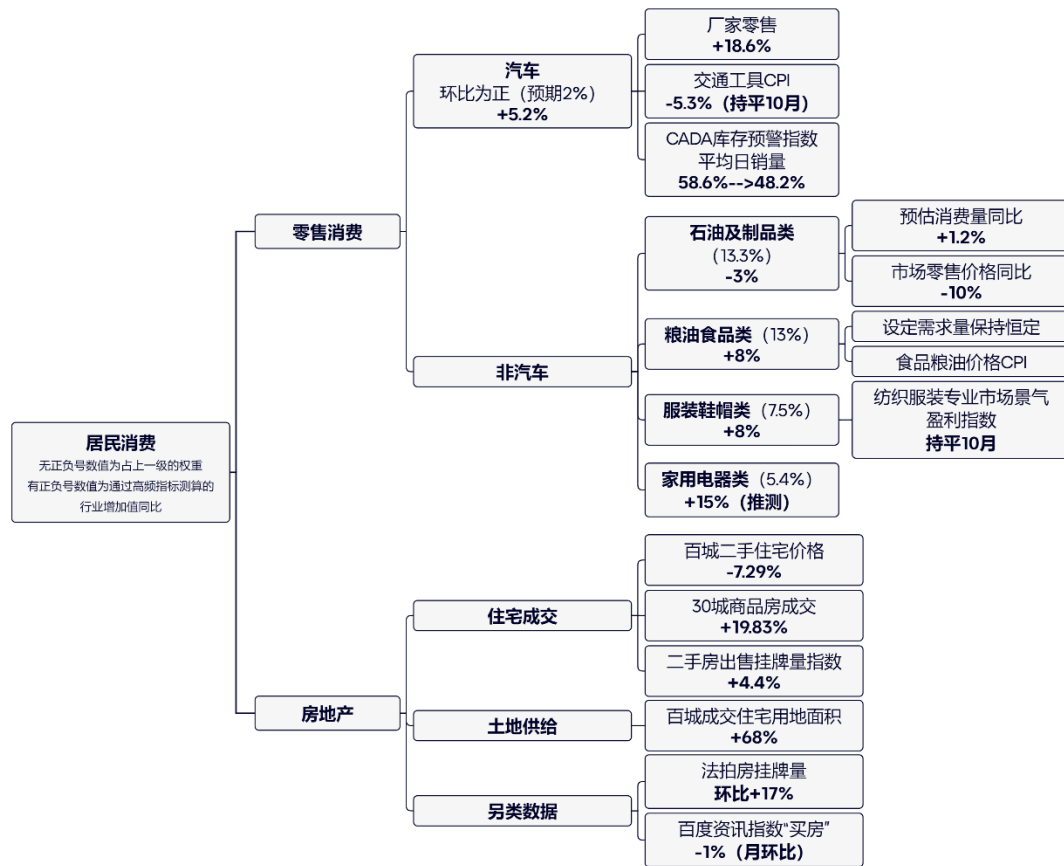
具体到品种方面，受冬季采暖需求与去年四季度趋势的影响，能源品价格同比均有一定程度的改善，这在很大程度上对冲了金属类价格同比普遍下跌对 PPI 的拖累。金属类方面，钢材（长/板）价格同比较 10 月出现了显著的降低，除去年 11 月二者价格处于上升通道带来的基数影响外，本月建筑业的缓停（见前文 PMI 分析部分）和前期

² 首周小幅回升至 10 月上旬的较高水平后不断录得年内新低

支撑价格上涨的财政刺激（最终以化债的间接手段落地）预期过高也是核心原因。非金属价格的表现则有所不同，除地方债放量带来的需求支撑外，跨企业的协同生产节奏调整也是促成价格不断企稳回升的重要原因（水泥价格指数自4月初开始不断回升）。基础化工原料方面酸碱价格普涨，主要原因是年底设备检修超去年同期带来的供给回落；塑料上游价格整体企稳或略有上行，显然同上游煤炭，石油价格同比的上涨相关，市场供求则相对平衡。

指标名称	10月同比	（预计）11月同比
动力煤价格	-15.5%	-11.7%↑↑
OPEC一揽子原油	-18.9%	-14.1%↑↑
钢材价格（长/板）	-3.1%/-7.7%	-11.7%↓↓/-12%↓↓
有色金属（铜/铝）	+15.2%/+7.6%	+10.3%↓↓/+10%↓↓
非金属（水泥/玻璃）	+19.2%/-40.4%	+20↑/-29.1%↑↑
硫酸	+40%	+55.8%↑↑
烧碱	-2.7%	+11%↑↑
乙烯/PTA 价格	-5.65%/-14.8%	0.83%↑↑/-18%↓↓

居民消费：商品消费退火，住宅市场景气虚浮



居民消费情况看，11月的汽车销售同比增速略有放缓，乘联会数据显示厂家零售同比实现了18.6%的同比增长，高于10月，不过终端销售的扩散指数反应实际销售额增量有所减少。我们推算10月汽车零售同比增长应在5%左右。预计12月的增速将进一步放缓，主要原因是消费者对明年的刺激政策和厂家价格战有所预期故推迟消费。占总销售额次高权重的石油类消费额同比减少约-3%的，较前期大幅改善，我们使用第三方机构全国原油供需的表中的消费测算值与现货价格同比得出了这一结果。粮油食品消费亦采用了相近的办法，其中我们假设全国对该类商品的消费量在年内的季节性变化与去年相同，变量仅来自对应CPI项目的预计变化。服装鞋帽类消费和家用电器类

消费方面我们选用对应的景气指数进行估算：服装方面，据中国服装协会统计：“本月 19.35% 的市场经营总额和市场物流发货量增加，均较上月下降 16.13 个百分点。11 月专业市场冬装销售基本进入尾声，市场销售进入平缓期，各项指标均呈回落趋势。”从经营总额指数推测我们认为其同比增速应不高于上月（去年 11 月环比销售额显著上涨）。家电类销售额的同比增速亦显著低于 10 月的 39%，因为消费需求的到了提前释放。

房地产消费方面，随着各地的限制因素进一步松绑和商品房价格的倒挂，11 月重点城市的房地产成交均出现了较大规模的环比上冲，30 城商品房成交面积同比由 10 月的负值大幅升至 20%。受交易旺盛的提振，二手房挂牌量指数跌至 45，表明卖家对价格和需求的悲观预期有所减轻。不过我们认为这一情景的持续时间可能相对有限，其一是价格方面的下挫趋势并未得到扭转，中指数据显示百城二手住宅价格同比降幅扩大至 7.29%，且月环比的跌幅修复再度被压缩。同时租金市场的跌幅则出现了持续加速的情况，11 月的 50 城住宅租赁价格环比降幅为 0.66%，远超 1-10 月的平均值（-0.21%）。其二是各地法拍房的挂牌数再度放量，据 CRIC 数据，法拍房在 11 月的环比增量为 17%（同比-3%，主因司法和银行强制清退意愿已不足），表明住宅市场交易活动参与主体的资金条件又有所恶化。

情景分析：基准的现实和悲观的预期



我们认为发生基准情景的概率为 70%，乐观与悲观情景分别为 20%和 10%，图中黑线划去的为已被证伪的预测，红色的为已发生的事实（预测内容为 11 月初的结论）

本月的全球宏观围绕两个主要事件的落地展开：1. 特朗普交易（Trump-economics）2. 中国的财政介入路径选择。我们并未对上月月报中的情景假设进行大的改动，而是对已发生的，已暴露出早期迹象的事件加以标注，并划去中短期内已被证伪的可能事件。

乐观事件集合中，本月并未发生对应事件，截至报告撰写日人民币（离岸价）为 7.26，尽管市场对特朗普任内的两大战略：制造业回流与缩减开支的先决条件——弱势美元已逐步形成预期（Fed Watch 口径的 12 月降息概率已不再按联储官员言辞进行变化），但我们尚未观察到人民币形成连贯的升至动作。财政刺激方案最终以地方隐性债务置换的形式落地，低于市场的乐观预期，也引发了 11 月中旬金融市场的回落，当前回暖的主要原因是市场开始重新计价 12 月政治局会议的潜在利好消息。实体经济的回暖尚不明朗，据我们前文的预测结果看，供给端的企稳快于需求端，且通缩情况在本月似有加剧的迹象。在各经营实体提前应对明年几乎必然恶化的外部环境这一背景下，终端的居民收入，消费欲望，风险偏好等或都将较 9，10 月减退。

我们认为基准情景是本月，也将是中短期内宏观经济的主旋律：人民币汇率似乎在 7.3 的底部企稳并小幅回升，财政主体对向经济循环直接注入流动性的意愿不强，同时市场整体在高于 9 月底政策预期扭转前的水平（价格水平，交易量等）企稳。因此我们可以观察到市场在权益和固定收益资产间的分歧有所加大，10 年期国债到期收益率在近日也向下突破 2%，表明诸如银行等金融机构对后续的宏观基本面仍抱中性偏负面的计价预期。同时随着化债方案的落地，明年三月的两会前将不会再有财政对宏观经济的增量接入，而化债隐含的知道精神亦对前期推出的部分工具（财政收储）产生了一定的抑制。地缘方面，基准情景下维持烈度不变的假设在本月被证伪，尽管巴以冲突在形式上有所冻结，但其有效期可能不足两个月。其外溢影响下的

叙利亚局势在最近一周左右急剧恶化，已总体维持 8~10 年的战略平衡被完全打破，对我国在中东地区的布局可能带来显著的负面影响，在我国与欧美“渐行渐远”的当下和近未来，这一问题的严重性可能要高于十年前，并可能最终演变成某个黑天鹅事件。

从事件发生的颜色分布看，我们维持上月报告中中性偏负面的假设结果。定性来看，我们认为明年上半年我国宏观经济的量价组合可能是：4.5%的经济增速，略高于临界值（0.1~0.3%）的 CPI，PPI（生产资料-2%，生活资料-1%）-1.7%左右。金融指标上，预计人民币汇率将在 7.15~7.3 之间波动（当前明年 6 月远期价为 7.19）。目前市场有传言称央行在近期可能进行相当幅度的降息操作，不过我们认为这一动作在中短期内可能不会被执行。对经营实体的风险而言，明年大概率会再次开启供给侧改革，不过值得注意的是本轮改革大概率指向诸如锂电，光伏等非传统旧行业，而汽车行业则可能开启新一轮价格战，尽管对 PPI 的推升将产生积极影响，但其中经营主体的破产以及相当数量的新增失业可能将带来较前一轮改革更大更深的影



蒙格斯智库
MONGOOSE THINK

蒙格斯智库是在深圳大学经济学院和惟道风险研究中心支持下成立的，是国内首家致力于中国宏观经济拐点研究和风险研究的独立智库机构。以稳健的理论基础、详尽的数据分析、科学的建模方法为基础，拥有丰硕的研究成果。



本报告知识产权为蒙格斯智库所有