



中国宏观经济月报

2019/11/06

中国宏观经济研究员 阎奕锦

010-66555831

yijin_yan@chiefgroup.com

主要观点：

- **中国经济继续下行。**中国经济增长动能继续走弱，第三季度实际 GDP 同比增长 6.0%，较上季度回落 0.2 个百分点。收入增速下降抑制居民消费；制造业投资受内外需回落和贸易摩擦的影响持续回落；房地产投资韧性相对较强，但在政策压制之下将继续下行；基建投资最近两个月小幅好转，但能否持续要看到位资金的可持续性；外贸在全球经济下行、去全球化的大环境下将持续疲弱。
- **物价涨幅提升，第四季度通胀压力较大。**9 月 CPI 同比上涨 3.0%，是自 2014 年以来首次达到 3%。预计 10 月 CPI 同比上涨 3.6% 左右，较上月高 0.6 个百分点。展望第四季度，猪肉价格将继续推升 CPI，通胀压力继续提升。
- **货币增速与上月持平。**预计 10 月金融机构新增人民币贷款 8,500 亿元左右，M2 同比增速为 8.4% 左右，与上月持平。



目 录

一、经济运行总览	5
1、全球制造业景气度小幅好转，服务业景气度回落	5
2、本月中国景气度有所回落	6
3、居民收入增速回落抑制消费支出	10
4、财政支出增速提升	13
5、投资增速持续回落	14
6、外贸继续维持衰退型顺差	20
二、CPI 继续提升，PPI 继续回落	24
1、居民消费价格涨幅继续提升，四季度通胀压力加大	24
2、工业生产者价格降幅继续扩大	27
三、货币增速与上月持平	29
四、小结	32



图表目录

图表 1: 全球制造业采购经理指数	5
图表 2: 出口增速回落	5
图表 3: 各主要经济体 GDP 同比增速	6
图表 4: 各主要经济体核心 CPI	6
图表 5: 各主要央行政策利率走势	错误!未定义书签。
图表 6: 各主要经济体 10Y 国债收益率	错误!未定义书签。
图表 7: 制造业采购经理指数	8
图表 8: 非制造业采购经理指数	8
图表 9: 库存变动情况	9
图表 10: 各类企业的 PMI 指数	9
图表 11: 中采制造业 PMI 成分指数	9
图表 12: 克强指数走势	10
图表 13: 粗钢产量及增速	错误!未定义书签。
图表 14: 居民收支名义增速	11
图表 15: 居民收支实际增速	11
图表 16: 社会消费品零售总额	11
图表 17: 社会消费品零售总额同比增长率	11
图表 18: 商品零售与餐饮收入当月同比增长率	12
图表 19: 各类商品零售额当月同比增长率	12
图表 20: 国家财政收支当月情况	14
图表 21: 国家财政收支累计情况	14
图表 22: 全国固定资产投资同比增长率	15
图表 23: 全国固定资产投资分产业增速	15
图表 24: 固定资产投资同比增长率	16
图表 25: 投资实际增速	16
图表 26: 工业增加值增速	17
图表 27: 三大产业增加值同比增长率	17
图表 28: 各行业增加值同比增长率	17
图表 29: 各行业增加值同比增长率 (续)	17
图表 30: 工业企业利润总额增长率	18
图表 31: 收入及成本同比增速	18
图表 32: 各类企业利润增速情况	18
图表 33: 各类企业收入增速情况	18
图表 34: 各行业利润增速情况	19
图表 35: 各行业利润增速情况 (续)	19
图表 36: 房地产活动情况	20



图表 37：房地产开发资金来源增速	20
图表 38：进出口金额	21
图表 39：进出口增速	21
图表 40：对美国进出口情况	22
图表 41：对欧盟进出口情况	22
图表 42：对日本进出口情况	22
图表 43：对东盟进出口情况	22
图表 44：劳动密集型行业出口增速	23
图表 45：高新技术产品行业出口增速	23
图表 46：大宗商品进口数量增速	23
图表 47：大宗商品进口金额增速	23
图表 48：居民消费价格指数走势	24
图表 49：CPI 同比增长率	24
图表 50：CPI 食品各中类指数走势	25
图表 51：CPI 非食品各中类指数走势	25
图表 52：食品各中类指数同比增长率	25
图表 53：食品各中类指数环比增长率	25
图表 54：CPI 环比增长率	26
图表 55：翘尾因素与新涨价因素	26
图表 56：CPI 食品环比增长率的月度走势图	27
图表 57：CPI 非食品环比增长率的月度走势图	27
图表 58：工业生产者出厂价格同比增长率	28
图表 59：工业生产者出厂价格环比增长率	28
图表 60：工业生产者购进价格增速	28
图表 61：工业生产者购进价格分类指数走势	28
图表 62：当月外汇占款新增额	29
图表 63：基础货币	29
图表 64：各层次货币供应量同比增长率	30
图表 65：人民币存款及贷款增长走势	30
图表 66：各部门存款同比增长率	31
图表 67：新增人民币贷款的部门结构	31
图表 68：新增人民币贷款的期限结构	31
图表 69：社会融资规模累计值及累计增速	31
图表 70：社会融资规模结构	32
图表 71：社会融资规模占比	32



一、经济运行总览

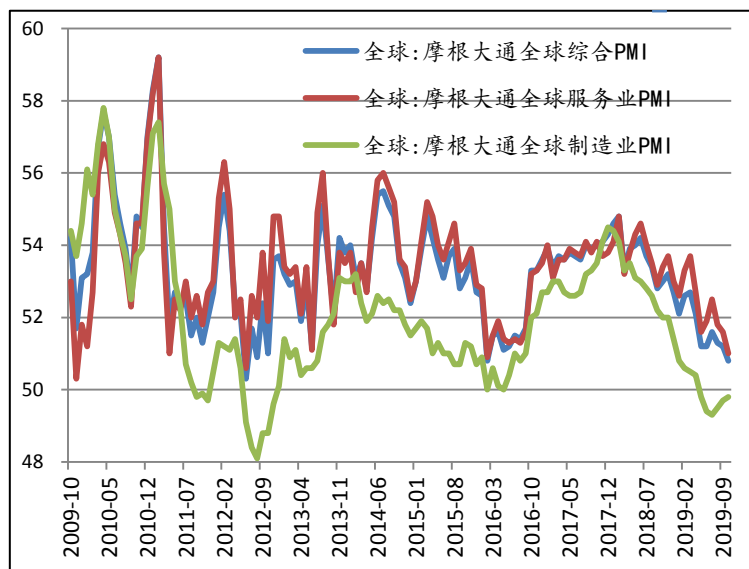
当前及随后的第四季度，中国都将维持“经济向下，通胀向上”的运行态势。

1、全球制造业景气度小幅好转，服务业景气度回落

全球制造业景气度小幅好转，服务业景气度回落

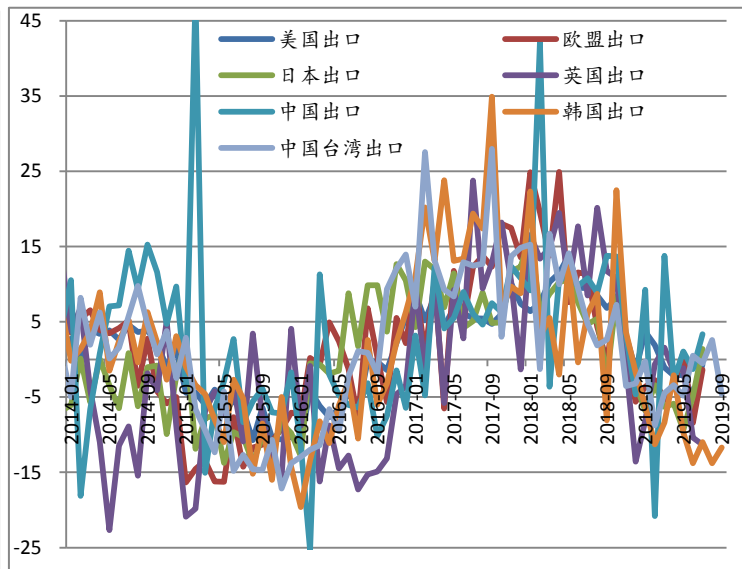
10月全球制造业 PMI 指数为 49.8%，较上月高 0.1 个百分点，较上月小幅回升；全球服务业 PMI 指数为 51.0%，较上月低 0.6 个百分点；全球综合 PMI 指数为 50.8%，较上月低 0.4 个百分点；本月制造业景气度小幅好转，服务业景气度有所回落。

图表 1：全球制造业采购经理指数

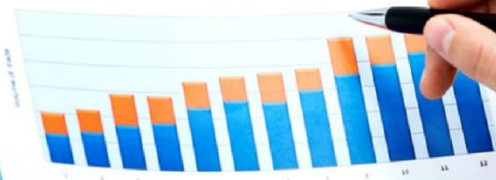


资料来源：Wind、致富研究院

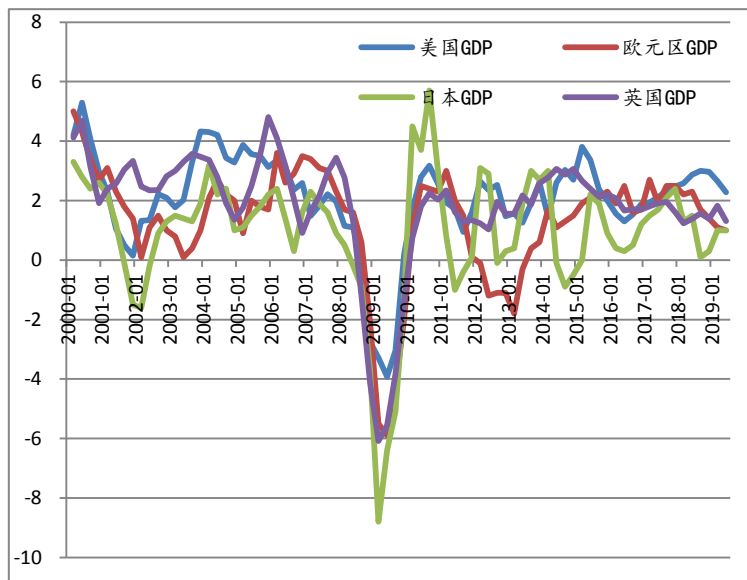
图表 2：出口增速回落



资料来源：Wind、致富研究院

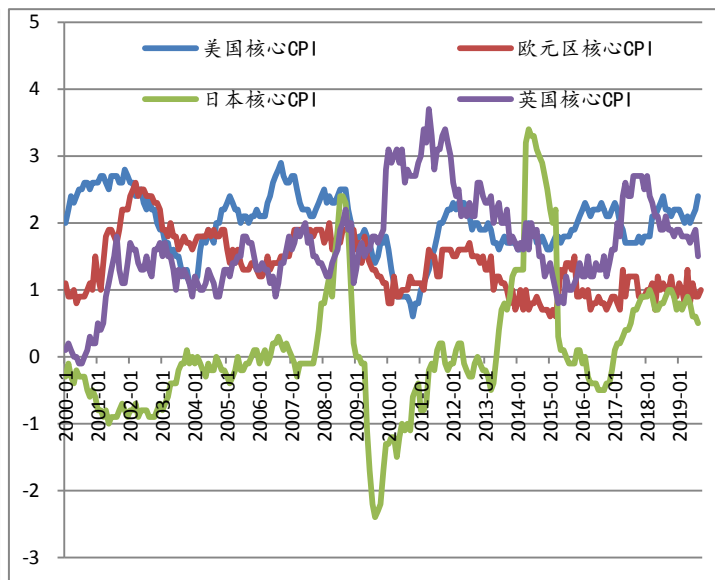


图表 3: 各主要经济体 GDP 同比增速



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、本月中国景气度有所回落

2019 年第三季度经济增速回落

2019 年前三季度我国实现国内生产总值 (GDP) 69.8 万亿元, 实际同比增长 6.2%, 较上年同期低 0.5 个百分点。其中, 第一产业增加值 4.3 万亿元, 同比增长 2.9%, 较上年同期低 0.5 个百分点; 第二产业增加值 27.8 万亿元, 同比增长 5.6%, 较上年同期低 0.3 个百分点; 第三产业增加值 37.7 万亿元, 同比增长 7.0%, 较上年同期低 0.7 个百分点。其中, 第一季度当季 GDP 实际同比增长 6.4%, 第二季度同比增长 6.2%, 第三季度同比增长 6.0%, 较二季度回落 0.2 个百分点, 增速逐季回落。

从环比看, 第三季度 GDP 增长 1.5%, 较上季度低 0.1 个百分点, 较上年同期低 0.1 个百分点。环比折年率为 6.1%。

从对 GDP 增长率的拉动看, 第一产业、第二产业和第三产业均微幅回落。具体来看, 第一产业对 GDP 累计同比的拉动为 0.19%, 较上季度低 0.01 个百分点, 与上年同期持平; 第二产业对 GDP 累计同比的拉动为 2.25%, 分别较上季度和上年同期低 0.05 个和 0.15 个百分点; 第三产业对 GDP 累计同比的拉动为 3.76%, 分别较上季度和上年同期低 0.04 个和 0.34 个百分点。

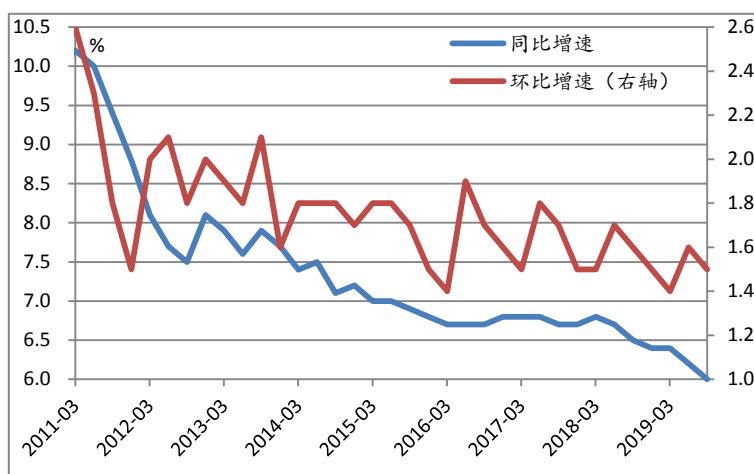
从细分行业看, 工业对经济的拉动小幅回落, 建筑业的拉动小幅提升, 其他



各行业的拉动与上半年持平。

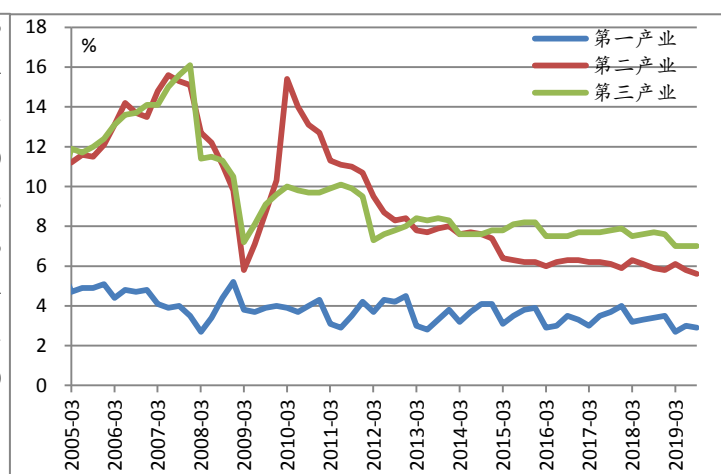
从三大需求对累计 GDP 拉动的角度看，最终消费和资本形成的拉动力保持不变，净出口的拉动力小幅回落。最终消费对 GDP 同比增长的拉动为 3.8%，与上季度持平；资本形成的拉动为 1.2%，与上季度持平；货物和服务净出口的拉动为 1.2%，较上季度低 0.1 个百分点。

图表 5：GDP 当季同比及环比增长率



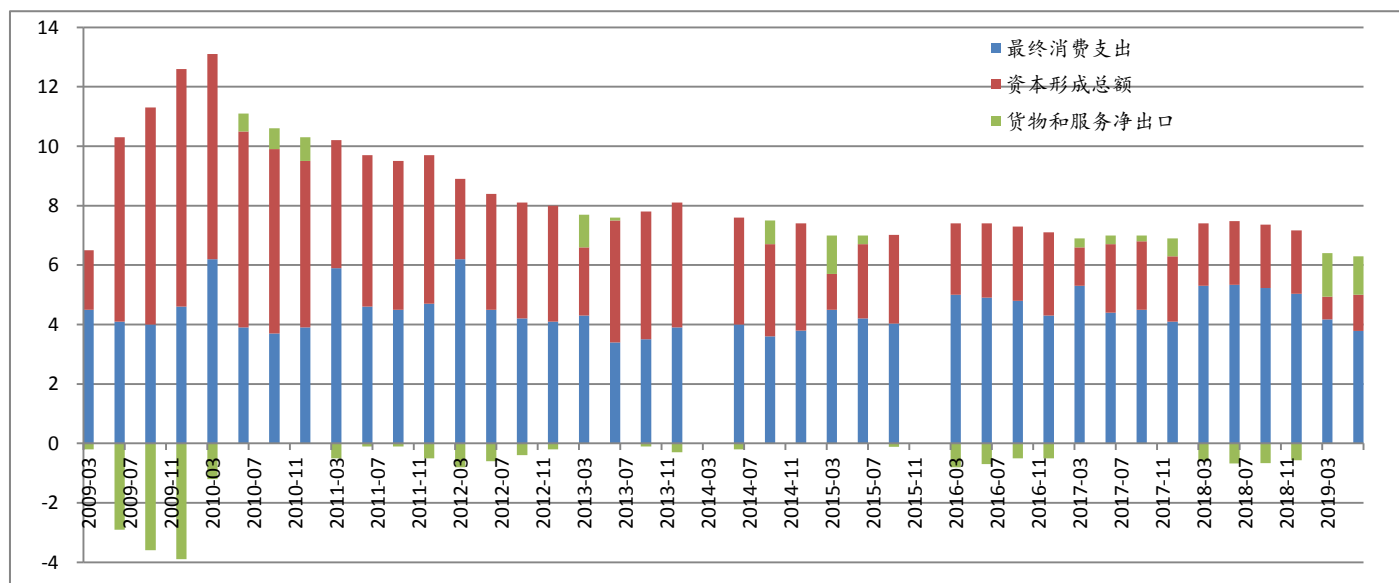
资料来源：国家统计局、致富研究院

图表 6：GDP 三大产业累计同比增长率



资料来源：国家统计局、致富研究院

图表 7：三大需求对 GDP 增长的拉动



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院



本月中国景气度回落

从景气度指标看，10月我国中采制造业 PMI 指数为 49.3%，较上月低 0.5 个百分点。中采非制造业 PMI 指数为 52.8%，环比低 0.9 个百分点。同月，财新采购经理指数（财新 PMI）为 51.7%，环比高 0.3 个百分点。财新服务业采购经理指数（财新服务业 PMI）为 51.1%，环比低 0.2 个百分点。本月景气度有所回落。

从细分指数看，中采制造业 PMI 五个分类指数“一升四降”

内需和外需均双双回落。新订单指数为 49.6%，较上月低 0.9 个百分点；其中，新出口订单指数为 47.0%，较上月低 1.2 个百分点；进口指数为 46.9%，较上月低 0.2 个百分点；内需和外需均有所回落。

生产增速放缓。生产指数为 50.8%，较上月低 1.5 个百分点，生产增速放缓。

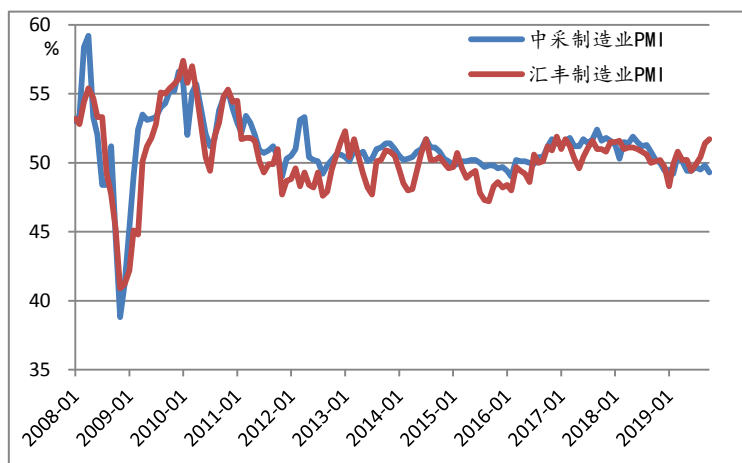
就业小幅好转。从业人员指数为 47.3，较上月高 0.3 个百分点，用工状况小幅好转。

供货速度小幅放缓。供应商配送时间指数为 50.1%，较上月低 0.4 个百分点，原材料供应商交货速度放缓。

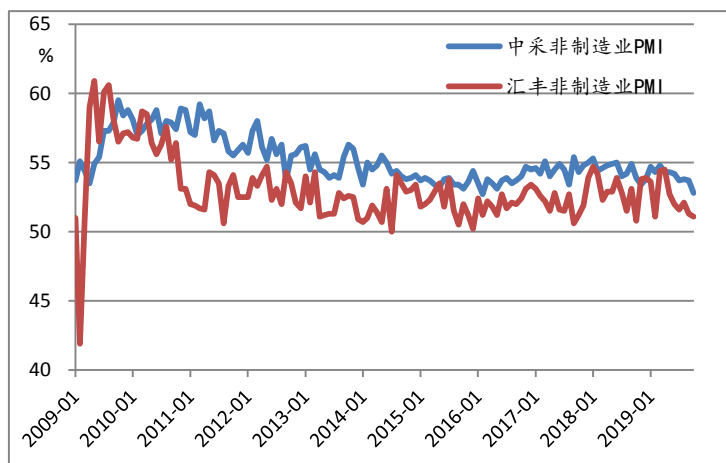
库存回落。原材料库存指数为 47.4%，较上月低 0.2 个百分点；产成品库存指数为 46.7%，较上月低 0.4 个百分点；二者双双回落。

分企业规模看，中型企业景气度小幅提升，大型企业和小型企业景气度有所回落。大型企业 PMI 指数为 49.9%，较上月低 0.9 个百分点；中型企业 PMI 指数为 49.0%，较上月高 0.4 个百分点；小型企业 PMI 指数为 47.9%，较上月低 0.9 个百分点。中型企业景气度均小幅提升，大型和小型企业景气度回落。

图表 8：制造业采购经理指数



图表 9：非制造业采购经理指数

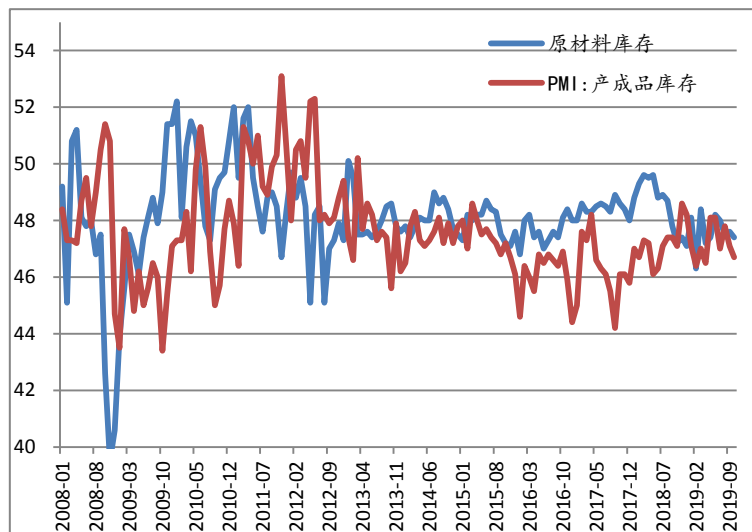


资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

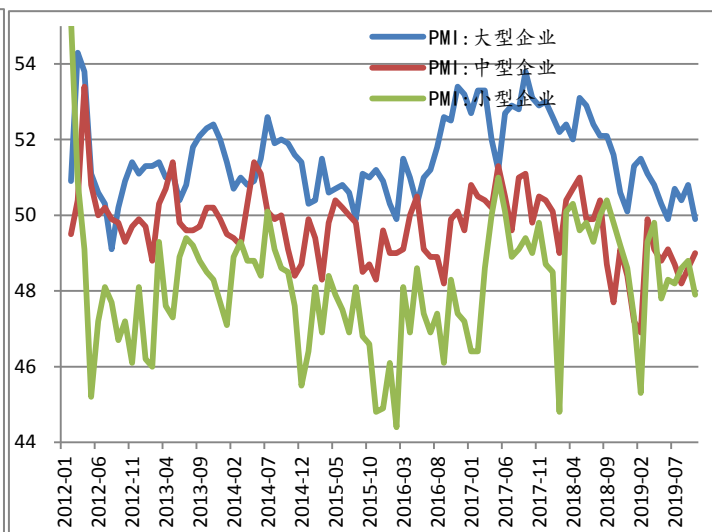


图表 10: 库存变动情况



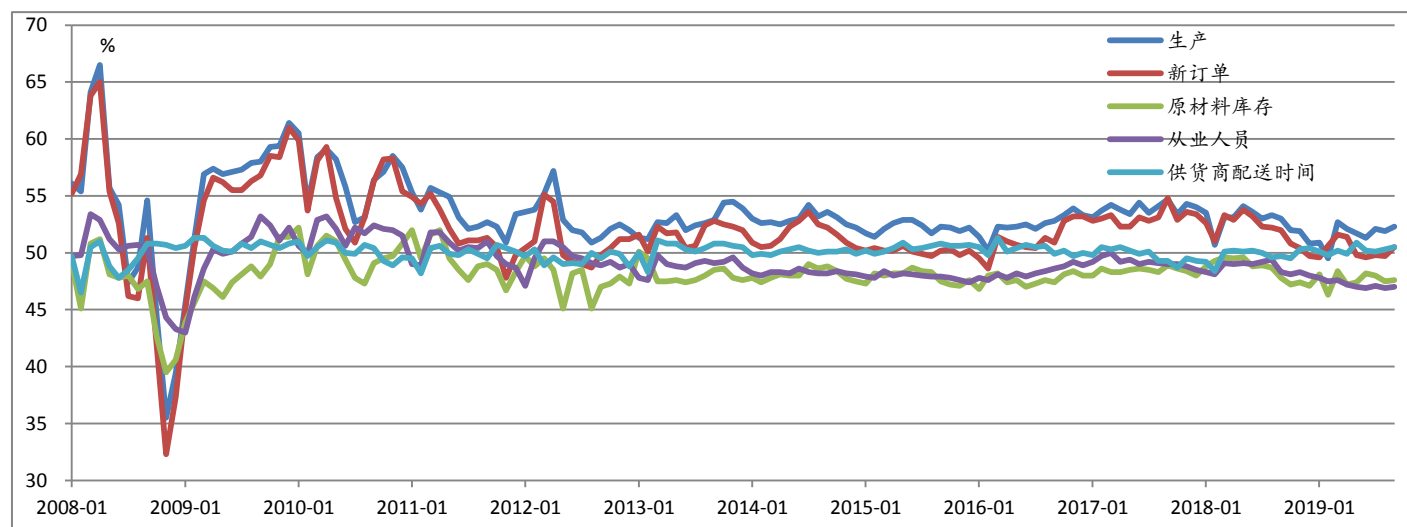
资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 11: 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 12: 中采制造业 PMI 成分指数



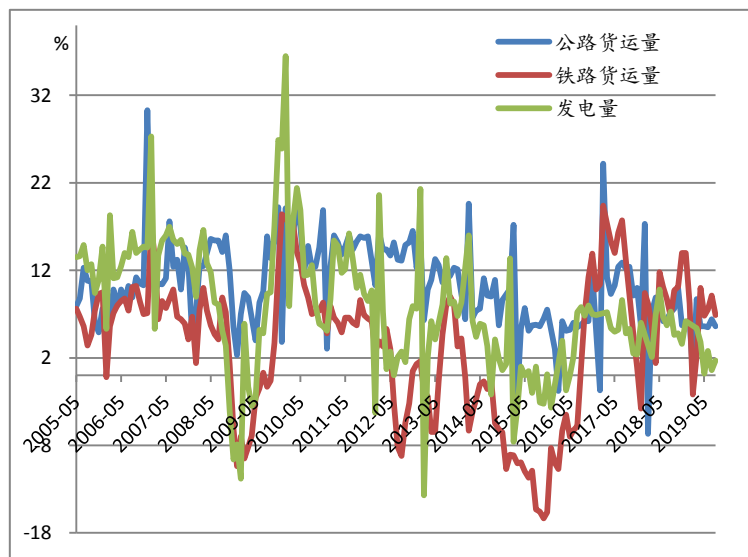
资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

中上游数据回落

从中上游高频数据看, 9 月公路货运量和铁路货运量增速回落, 发电量增速小幅提升。10 月 6 大发电厂用煤量增速继续提升, 与钢铁产量提升相吻合, 意味着基建继续小幅好转。

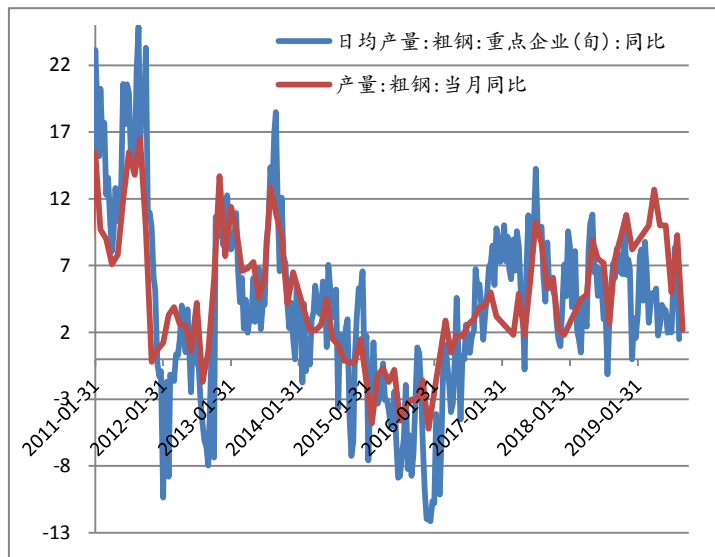


图表 13: 克强指数走势



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 14: 粗钢产量及增速



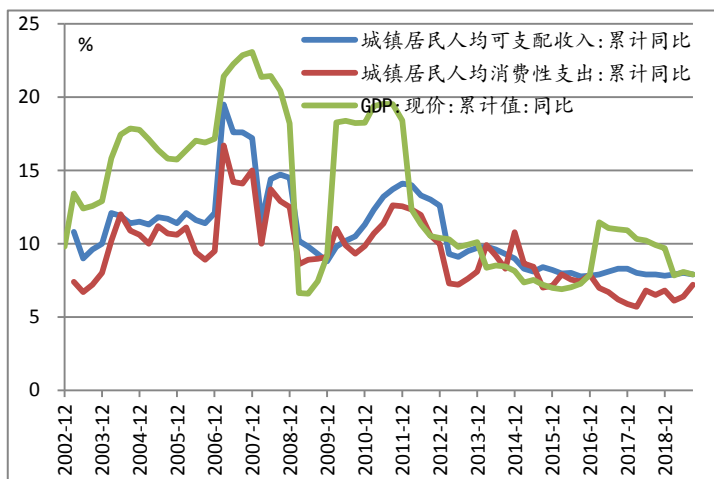
资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

3、居民收入增速回落抑制消费支出

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, 较上半年低 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均小幅提升, 但实际增速保持稳定或小幅回落。

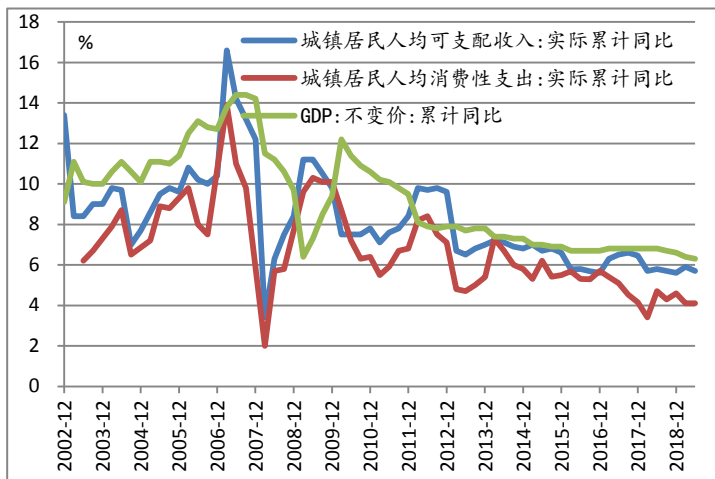


图表 15: 居民收支名义增速



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 16: 居民收支实际增速

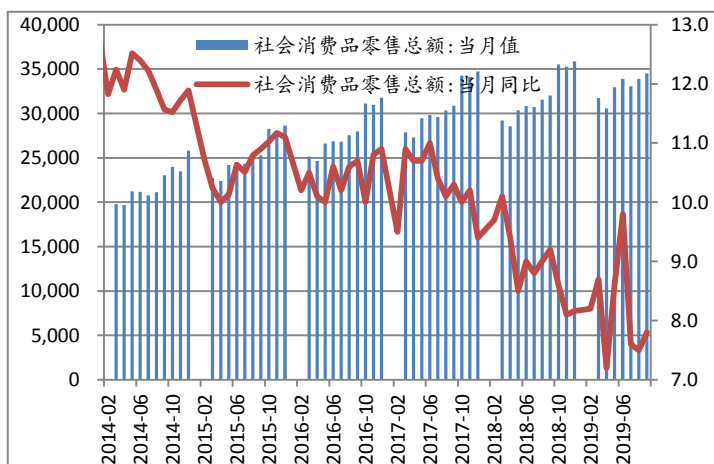


资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

2019年9月社会消费品零售总额为3.4万亿元，同比增长7.8%，较上月高0.3个百分点，较上年同期低1.4个百分点。经价格调整后，实际同比增长5.8%，较上月高0.2个百分点，较上年同期低0.6个百分点。

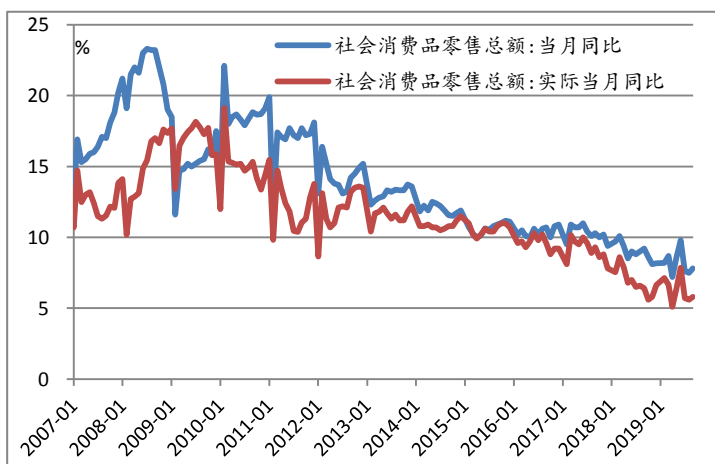
1-9月社会消费品零售总额为29.7万亿元，同比增长8.2%，与前8个月持平，较上年同期低1.1个百分点。除汽车以外的消费品同比增速为9.1%。

图表 17: 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 18: 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，商品零售增速提升，餐饮增速小幅回落。9月商品零售3.0万亿元，同比增长7.6%，较上月高0.4个百分点，较上年同期低1.6个百分点；



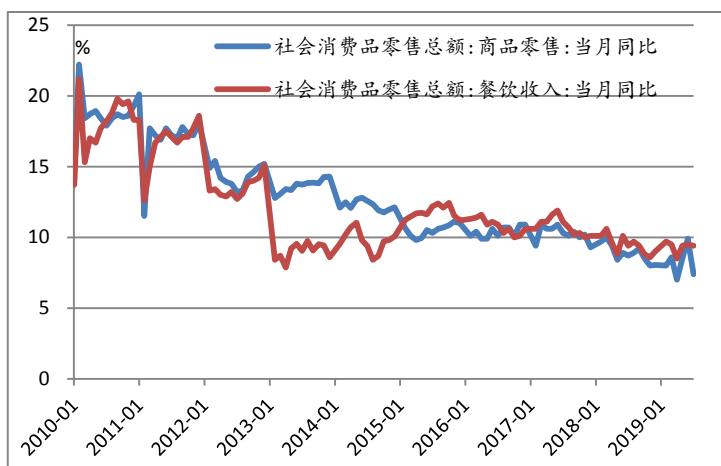
餐饮收入 3,770 亿元,同比增长 9.4%,较上月低 0.3 个百分点,与上年同期持平。

分商品看,本月必需消费品增速回落,可选消费品类增速提升。食品饮料类、服装鞋帽类等必需消费品增速回落;汽车相关类销量增速降幅收窄,汽车类增速从上月的-8.1%升至本月的-2.2%,石油及其制品类则从-1.2%升至-0.4%;本月通讯器材类增速显著提升,从上月的 3.5%升至本月的 8.4%。

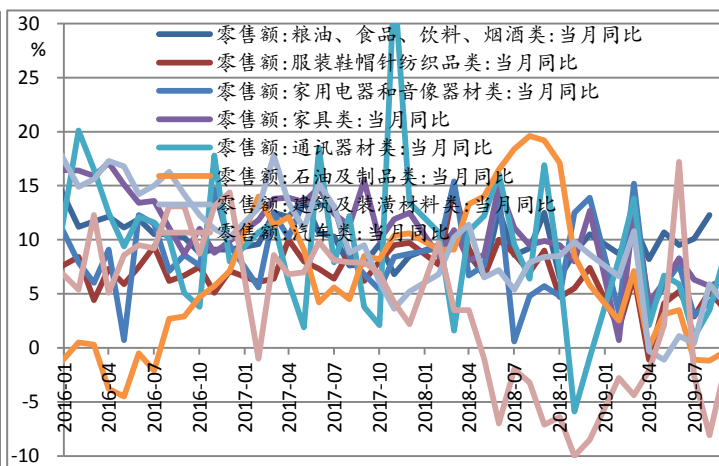
2018 年以来消费增速的回落,一方面是受汽车销量大幅下滑的拖累,另一方面是中美贸易摩擦持续升级,企业生产不确定性大幅提升,企业盈利和居民收入增速双双回落,从根源对消费形成抑制。

虽然近期国务院办公厅发布了《关于同意建立完善促进消费体制机制部级联席会议制度的函》、《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》、《关于加快发展物流促进商业消费的意见》、《关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》等文件,以通过稳消费来稳经济,但收效甚微。究其原因,由于上半年财政赤字大幅增加,下半年财政压力很大,很难出台财政补贴支持政策;而且更为根本的原因是,居民收入增速下降,居民自发性消费动力减弱。

图表 19: 商品零售与餐饮收入当月同比增长率



图表 20: 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

资料来源:国家统计局、Wind、致富研究院

教育支出、医疗支出、居住支出增速超 10%，其他各类支出增速较低，消费降级现象普遍

从前三季度全国居民人均消费支出商品结构看,教育、医疗、居住三项同比增速最高,分别为 13.5%、10.9%、10.3%,其他各项增速均较为低迷,生活用品及服务支出增速为 3.2%,衣着支出增速为 3.8%,食品烟酒支出增速为 6.1%,交通通信消费支出增速为 7.6%。

同时,居民消费意愿下降,特别是大额消费。而且消费降级现象较为普遍,



出国游转为国内游；对奢侈品的狂热度下降；汽车、家电等销量低迷等。

4、财政支出增速提升

2019年9月财政收入13,617亿元,同比增长5.0%,较上月高1.7个百分点;其中,税收收入9,836亿元,同比减少4.2%,降幅较上月收窄0.2个百分点;非税收收入3,781亿元,同比增长40.4%,较上月低9.4个百分点。财政支出25,543亿元,同比增长12.9%,较上月高13.1个百分点。

本月累计税收收入增速降幅收窄,财政支出和非税收收入增速有所提升。前9个月财政收入累计同比增长3.3%,较前8个月高0.1个百分点,较上年同期低5.4个百分点;其中,税收收入累计同比下降0.4%,较前8个月低0.3个百分点,较上年同期低13.1个百分点;非税收收入累计同比增长29.2%,较前8个月高1.9个百分点,较上年同期高42.0个百分点。前9个月财政支出累计同比增长9.4%,较前8个月高0.6个百分点,较上年同期高1.9个百分点。

本月财政收入小于财政支出,财政赤字1.2万亿元,前9个月财政赤字累计金额为2.8万亿元,大幅高于上年同期。

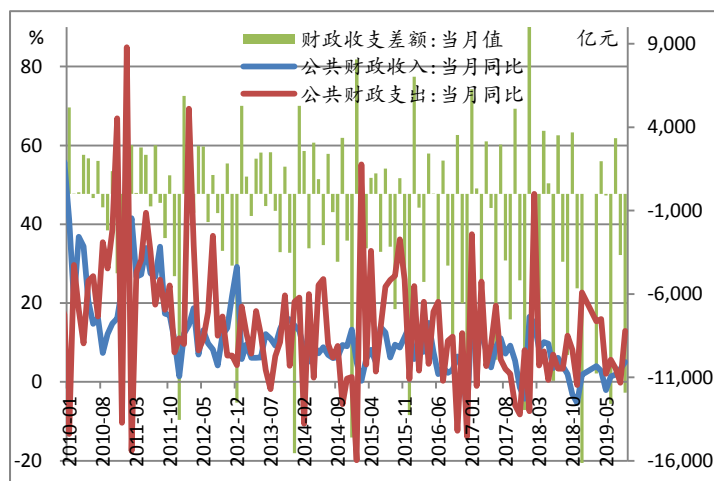
财政收入中,个人所得税增速在个税改革和基数效应的共同作用下继续维持-30%左右的负增速;贸易摩擦升级继续影响进出口相关税种,进口增值税和消费税、关税增速均为负值,出口退税增速也显著下降;车辆购置税增速降至负值;资源税、国内消费税增速随也在下降,但相对而言增速较高;企业所得税和增值税增速继续下降。

财政支出中,本月各类支出累计增速有升有降。交通运输支出增速回落幅度较大,城乡社区事务支出、节能环保支出、教育、社保支出增速有所提升。

本月政府基金收入增速提升,基金支出增速有所回落。

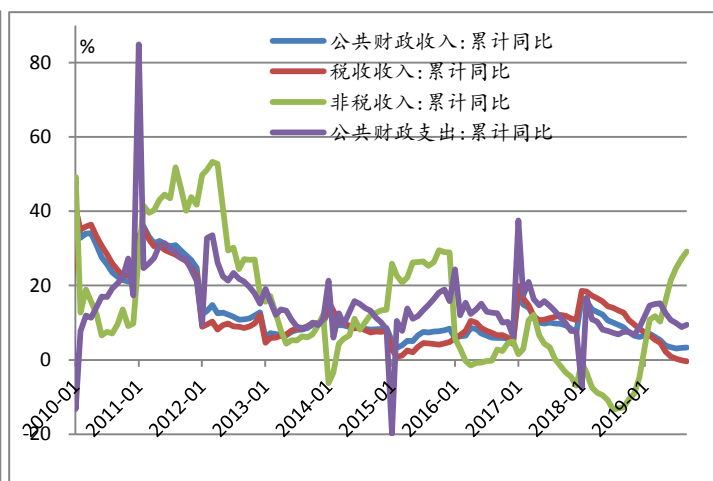


图表 21：国家财政收支当月情况



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 22：国家财政收支累计情况



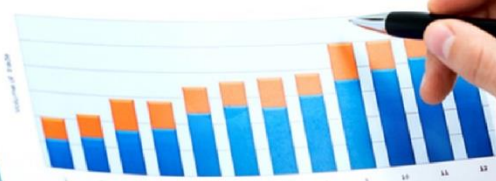
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

5、投资增速持续回落

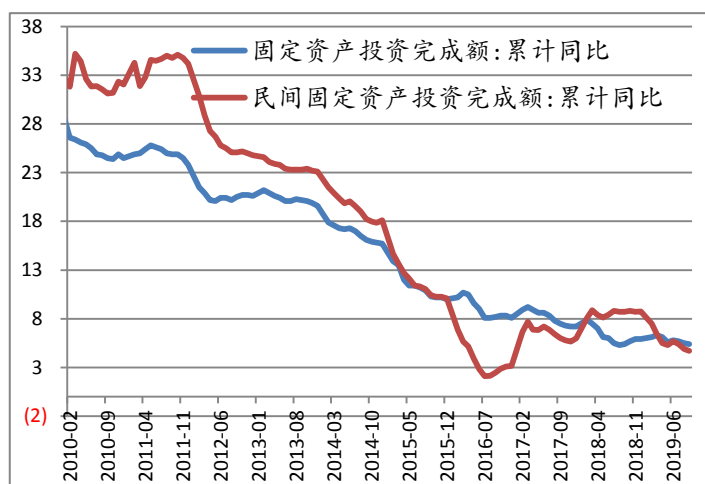
2019 年 1-9 月全国固定资产投资 46.1 万亿元，同比增长 5.4%，增速较 1-8 月低 0.1 个百分点，与上年同期持平。分产业看，第一产业投资 1.1 万亿元，同比下降 2.1%，降幅较 1-8 月收窄 1.3 个百分点；第二产业投资 13.8 万亿元，同比增长 2.0%，增速回落 0.1 个百分点；第三产业投资 31.1 万亿元，同比增长 7.2%，回落 0.1 个百分点。第一产业降幅收窄，第二产业和第三产业增速回落。

在第二产业中，采矿业投资同比增长 26.2%，增速与 1-8 月持平；制造业投资同比增长 2.5%，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 0.4%，增速持平。

民间投资增速回落。2019 年 1-9 月民间固定资产投资 26.5 万亿元，同比增长 4.7%，增速较 1-8 月低 0.2 个百分点，较上年同期低 4.0 个百分点。

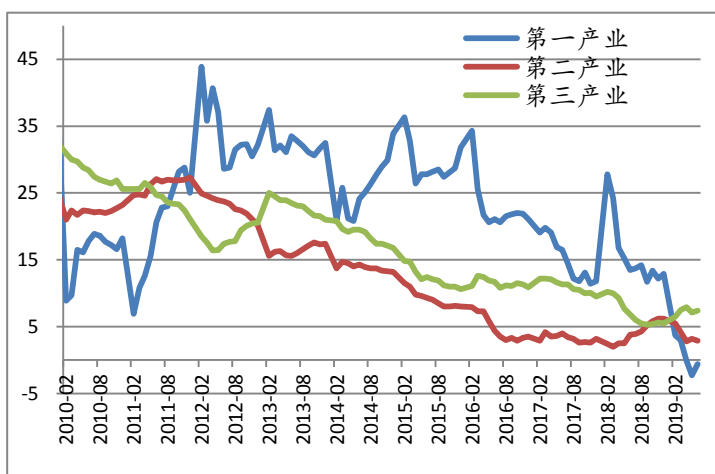


图表 23：全国固定资产投资同比增长率



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

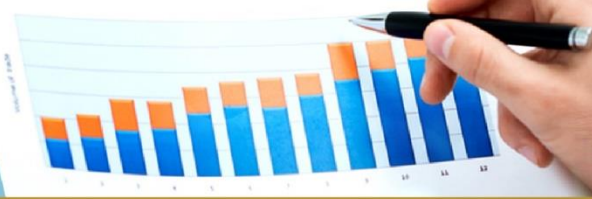
图表 24：全国固定资产投资分产业增速



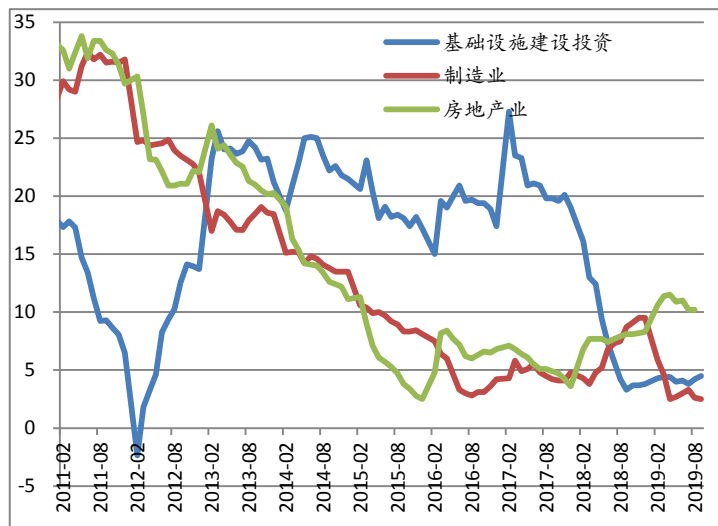
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

从固定资产投资三大分类看,1-9月基建投资增速提升0.3个百分点至4.5%;制造业增速回落0.1个百分点至2.5%;房地产业增速继续为10.2%,与前8个月持平。制造业增速回落,基建增速小幅提升,房地产增速平稳。从绝对增速看,制造业最低,基建次之,房地产显著好于前两者。总体而言,基建起到一定稳经济作用。

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。

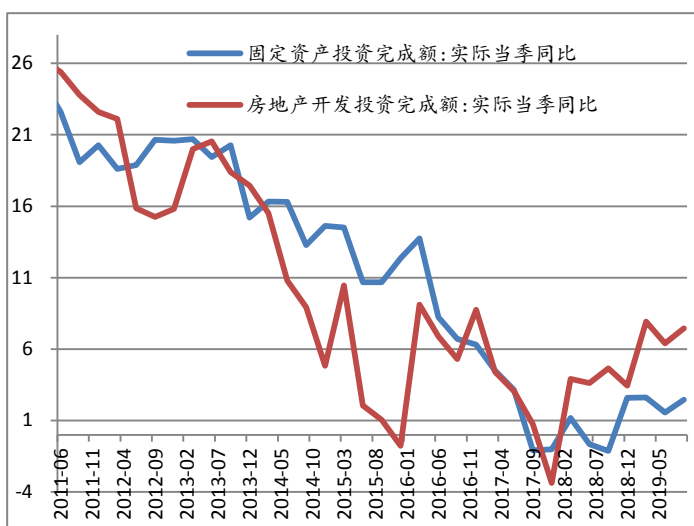


图表 25: 固定资产投资同比增长率



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 26: 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

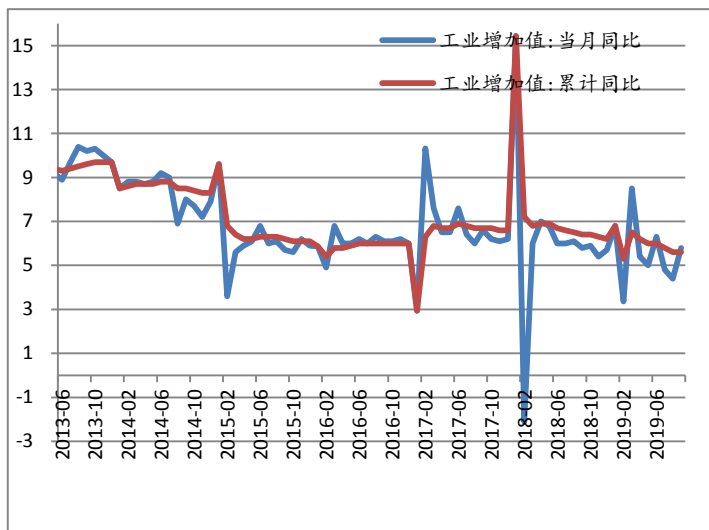
2019 年 9 月, 全国规模以上工业增加值同比增长 5.8%, 较上月高 1.4 个百分点, 与上年同期持平。

分三大门类看, 三个行业增速均有所回落。采矿业增加值同比增长 8.1%, 较上月高 4.4 个百分点; 制造业同比增长 5.6%, 高 1.3 个百分点; 电力、热力、燃气和水的生产和供应业同比增长 5.9%, 与上月持平。

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 11.4%; 黑色金属冶炼和压延加工业同比增长 9.5%, 电力、热力的生产和供应业同比增长 5.4%; 化学原料和化学制品制造业同比增长 3.3%, 电气机械和器材制造业同比增长 12.1%, 通用设备制造业同比增长 3.5%; 除黑色金属冶炼外, 其他行业增速普遍提升。

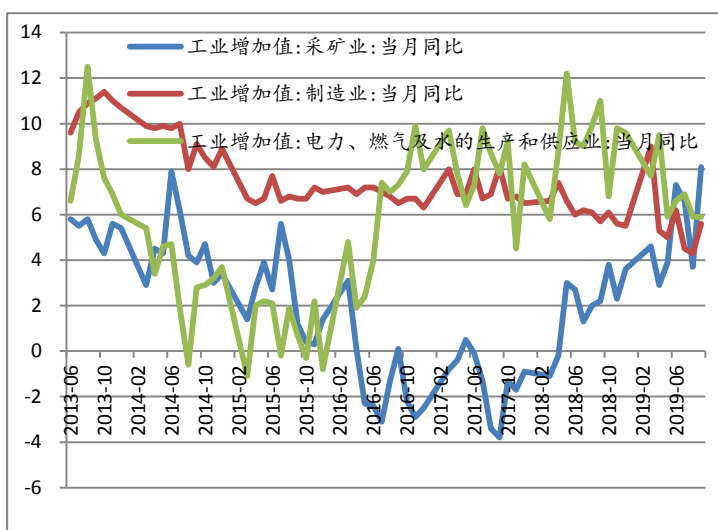
¹这几个行业的增加值在工业增加值中占比最高。从 2003 年-2011 年占比均值看, 计算机、通信和其他电子设备制造业为 9.1%, 黑色金属冶炼和压延加工业为 7.9%, 电力、热力的生产和供应业为 7.0%, 化学原料和化学制品制造业为 6.6%, 电气机械和器材制造业为 5.8%, 通用设备制造业为 4.6%。

图表 27：工业增加值增速



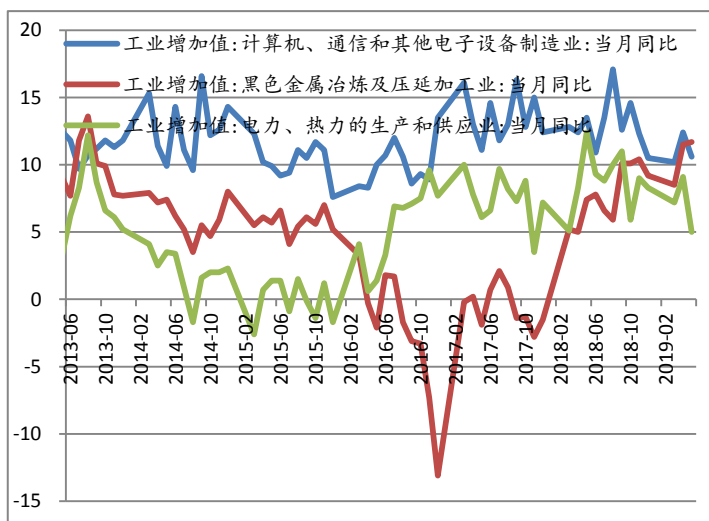
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 28：三大产业增加值同比增长率



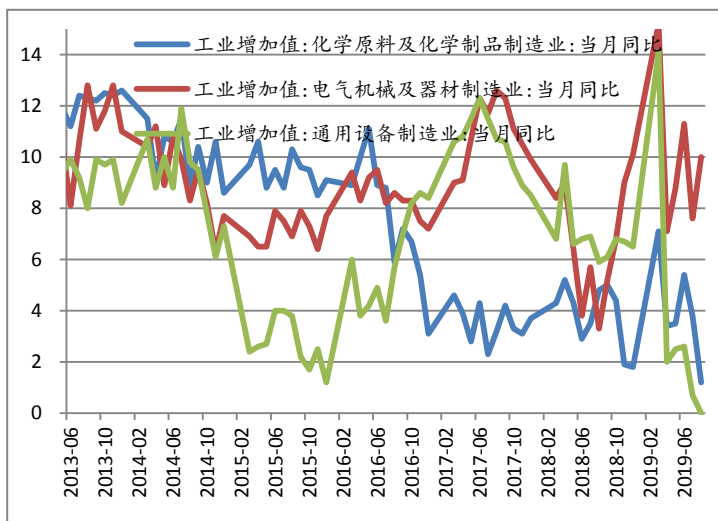
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 29：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 30：各行业增加值同比增长率（续）



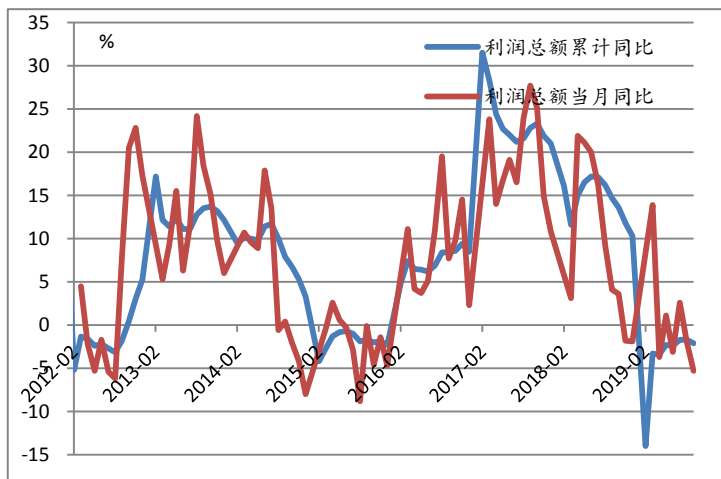
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

利润增速下降

2019 年 1-9 月全年全国规模以上工业企业实现利润总额 4.6 万亿元, 同比下降 2.1%, 较前 8 个月低 0.4 个百分点, 较上年同期低 16.8 个百分点。9 月当月实现利润 5,756 亿元, 同比下降 5.3%, 降幅较上月扩大 3.3 个百分点。

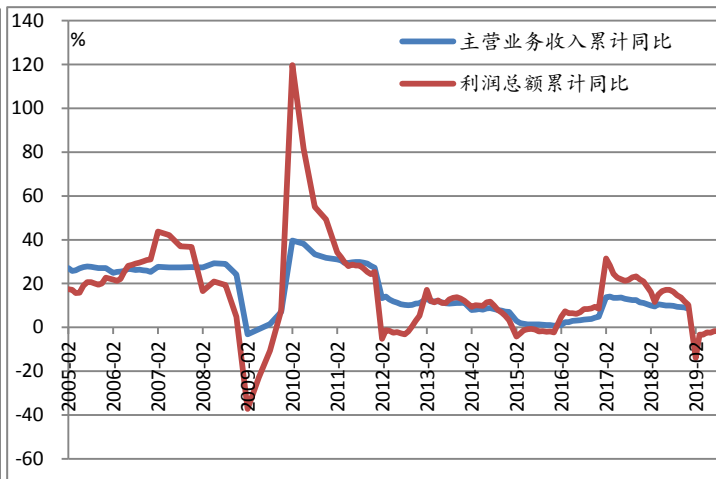


图表 31：工业企业利润总额增长率



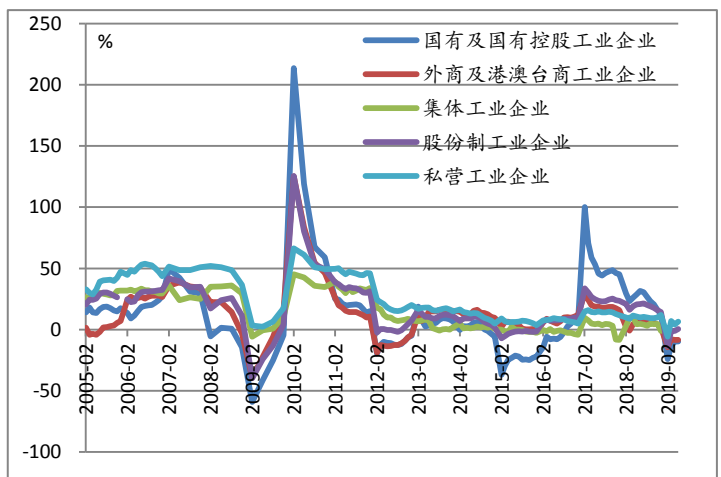
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 32：收入及成本同比增速



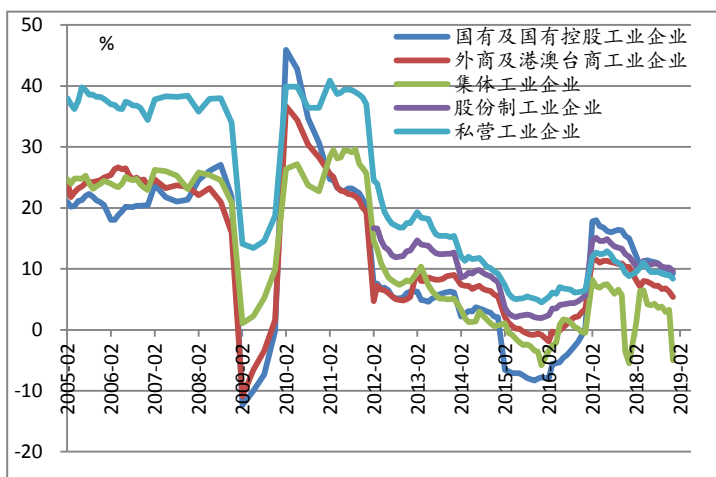
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 33：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 34：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

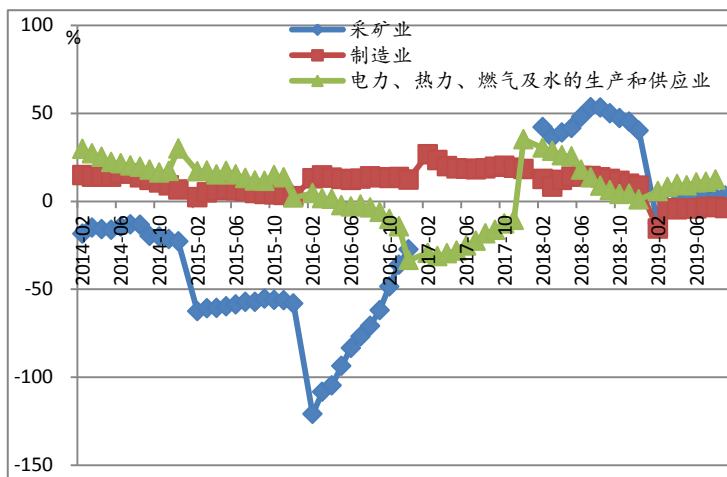
分行业看，1-9 月采矿业实现利润总额 4,279 亿元，同比增长 3.1%，较前 8 个月高 1.0 个百分点；制造业利润总额 3.8 万亿元，同比下降 3.9%，降幅较前 8 个月扩大 0.7 个百分点；电力、热力、燃气等公用事业利润总额 3,750 亿元，同比增长 12.3%，提升 1.3 个百分点；制造业增速回落，采矿业和公用事业较上月改善。

制造业中，各细分行业利润增速普遍回落，汽车类增速降幅继续收窄，计算机类增速由负转正，纺织业、食品制造业、化工制品、黑色、有色、电器机械类、



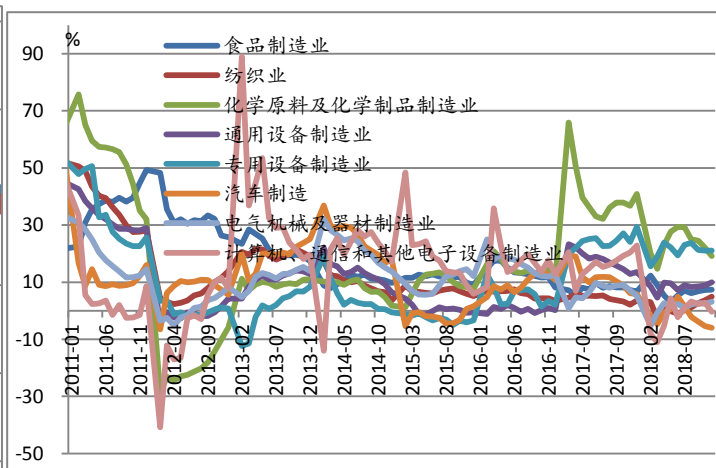
通用设备类和专用设备类增速普遍回落。

图表 35：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 36：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

本月房地产活动有所好转，但受政策压制将继续回落

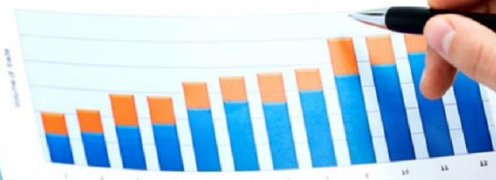
房地产销售增速降幅收窄。2019年1-9月全国商品房销售面积为11.9亿平方米，同比下降0.1%，降幅较前8个月收窄0.5个百分点。商品房销售额11.1万亿元，同比增长7.1%，增速加快0.4个百分点。

房地产施工类增速继续回落。1-9月土地购置面积1.5亿平方米，同比下降20.2%，降幅较前8个月收窄5.4个百分点。房屋新开工面积16.6亿平方米，同比增长8.6%，增速回落0.3个百分点。房屋竣工面积4.7亿平方米，同比下降8.6%，降幅收窄1.4个百分点。

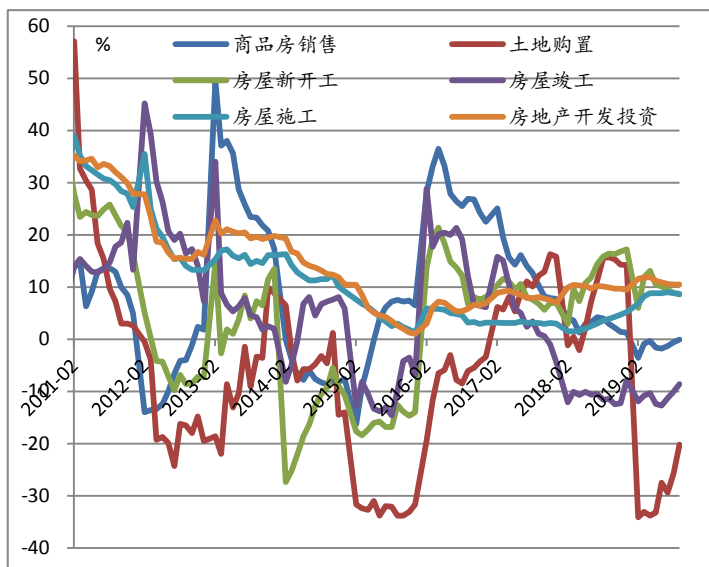
房地产开发投资增速持平。1-9月全国房地产开发投资9.8万亿元，同比增长10.5%，增速与1-8月持平。

房地产投资资金增速提升。房地产开发企业到位资金13.1万亿元，同比增长7.1%，增速较前7个月加快0.5个百分点。其中，定金及预收款增长9.0%；自筹资金增长3.5%；房地产开发贷款增长9.1%；个人按揭贷款增长13.6%。

本月，房地产销售、土地购置、房屋竣工等增速降幅均有所收窄，竣工增速回升带动建安支出增加，在一定程度上对地产投资形成支撑。但在政策压制下，房地产投资回落的走势不会改变。

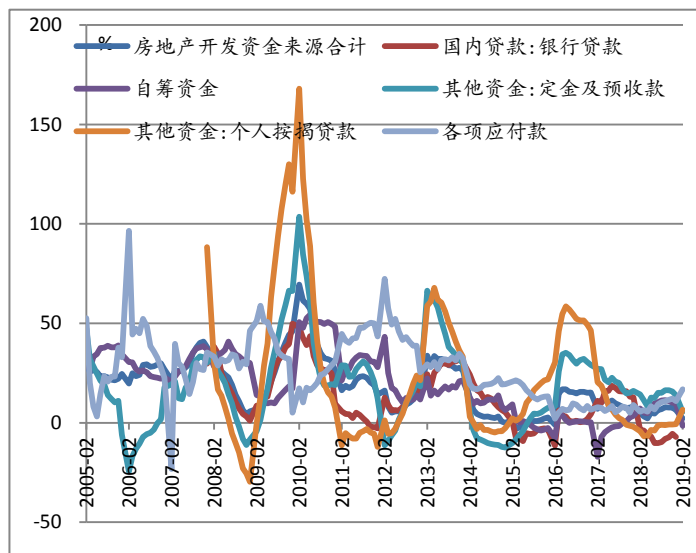


图表 37：房地产活动情况



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 38：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

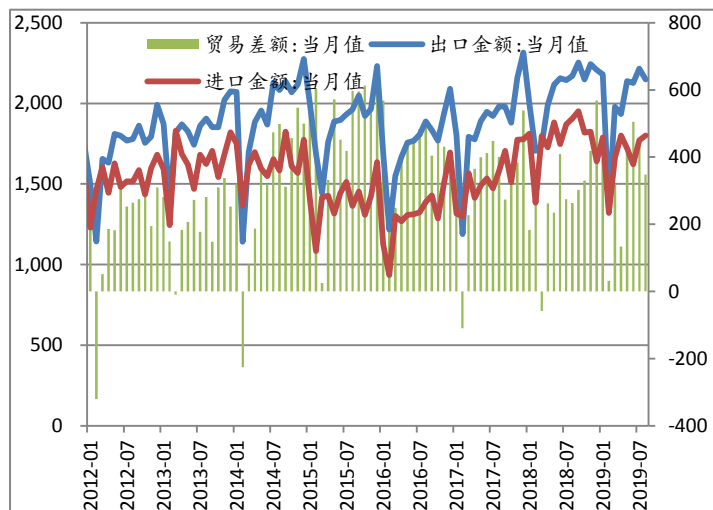
综合来看，9月投资各指标普遍回落，制造业疲弱、房地产承压、基建略有好转。

6、外贸继续维持衰退型顺差

9月我国实现出口2,181亿美元，同比减少3.2%，降幅较上月扩大2.2个百分点；实现进口1,785亿美元，同比减少8.5%，降幅较上月扩大2.9个百分点。当月录得贸易顺差400亿美元。本月进出口增速双双继续回落，贸易顺差金额小幅扩大。

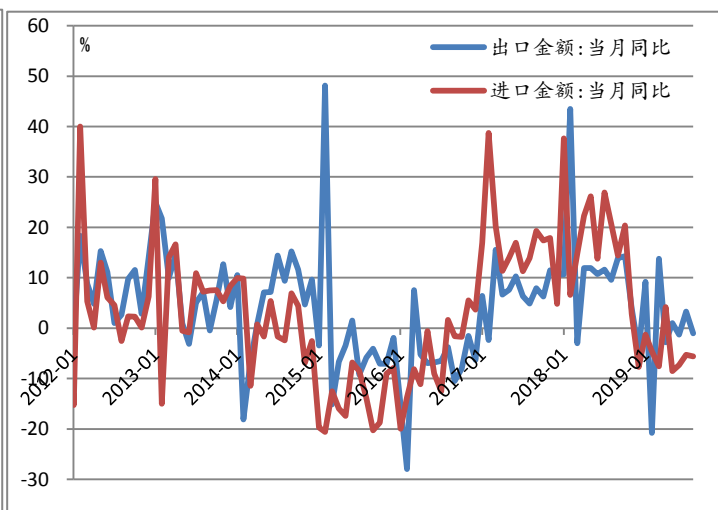


图表 39：进出口金额



资料来源：海关总署、Wind、致富研究院

图表 40：进出口增速



资料来源：海关总署、Wind、致富研究院

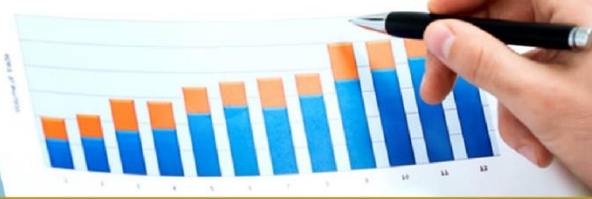
外贸地域结构

从地域分布看，本月对各经济体出口增速均有所回落。9月对美国出口365亿美元，同比减少21.9%，降幅较上月扩大6.0个百分点；对欧盟出口375亿美元，同比增长0.1%，较上月低3.1个百分点；对东盟出口301亿美元，同比增长9.7%，较上月低1.5个百分点；对香港出口254亿美元，同比减少12.6%，降幅扩大8.5个百分点；对日本出口129亿美元，同比减少5.0%，较上月低6.5个百分点。

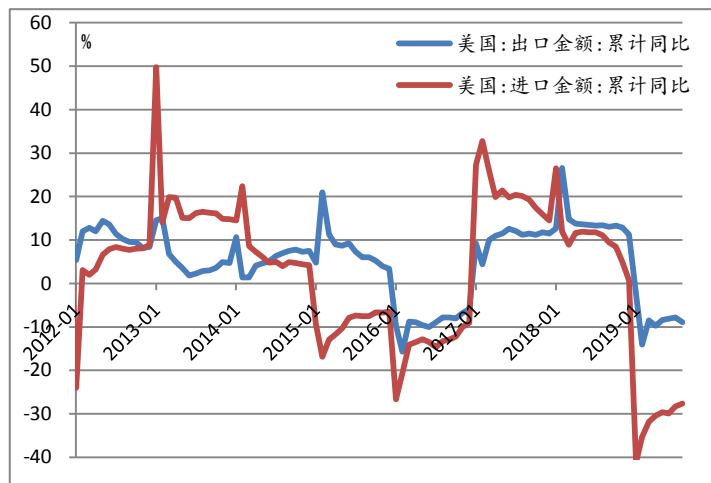
进口方面，从美日进口增速降幅收窄，从欧盟、东盟进口增速下降。9月从美国进口同比减少15.7%，降幅较上月收窄6.6个百分点；从欧盟进口减少6.5%，降幅较上月扩大1.2个百分点；从东盟进口增长3.4%，较上月低4.2个百分点；从日本进口减少6.7%，降幅收窄2.1个百分点。

整体来看，今年对各地区进出口增速均显著回落，但在基期因素等的影响之下，出口回落幅度均小于进口回落幅度，所以衰退式顺差得以持续。

在全球经济下滑，逆全球化的大环境下，贸易将持续走弱。

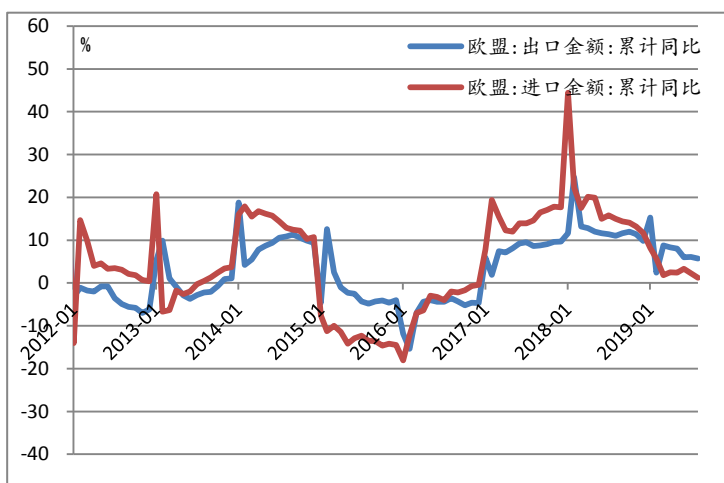


图表 41：对美国进出口情况



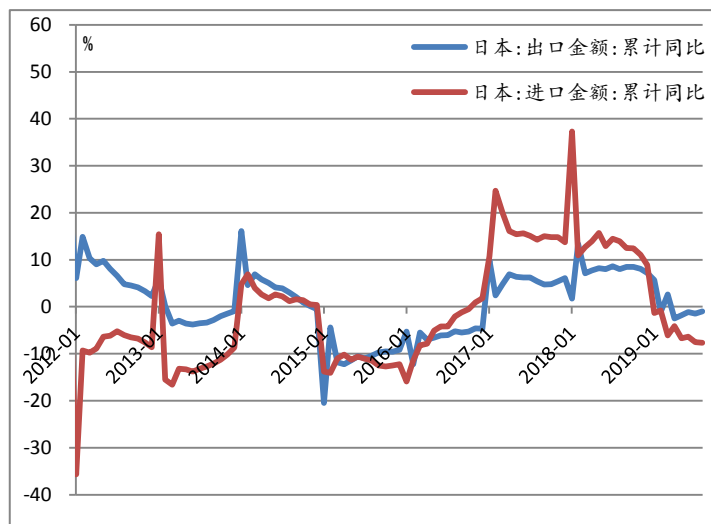
资料来源：海关总署、Wind、致富研究院

图表 42：对欧盟进出口情况



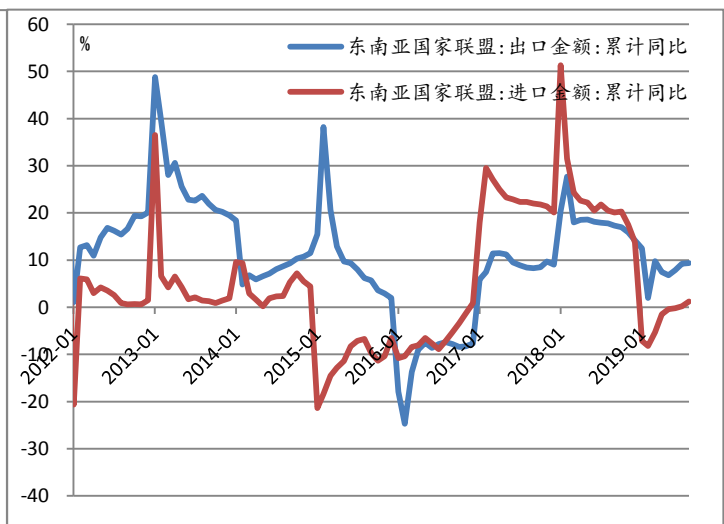
资料来源：海关总署、Wind、致富研究院

图表 43：对日本进出口情况



资料来源：海关总署、Wind、致富研究院

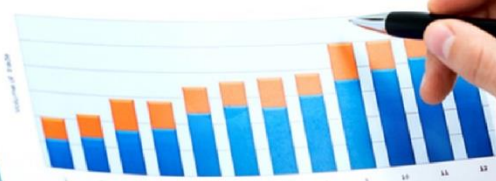
图表 44：对东盟进出口情况



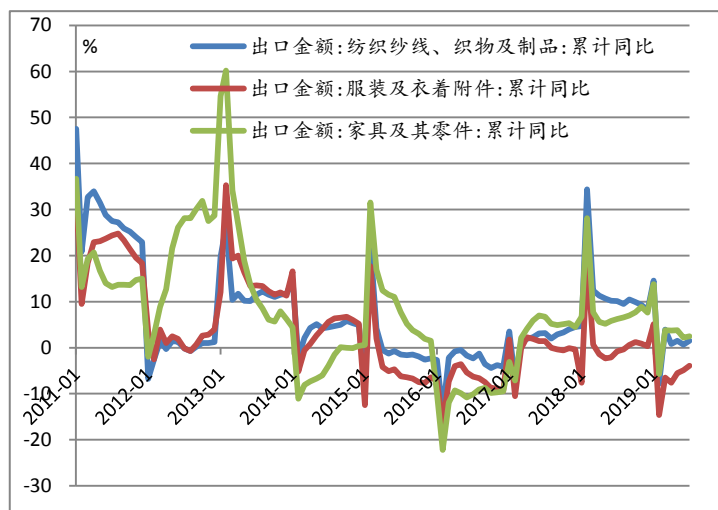
资料来源：海关总署、Wind、致富研究院

外贸行业结构

从出口行业看，本月劳动密集型产品和高新技术产品出口增速普遍回落。

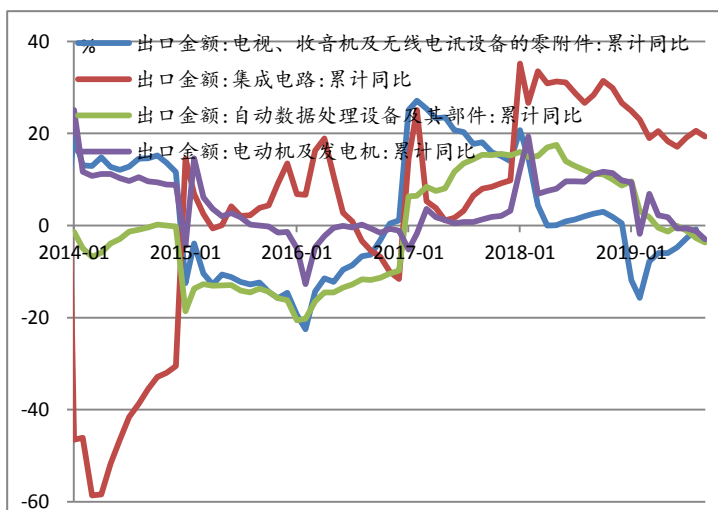


图表 45: 劳动密集型行业出口增速



资料来源: 海关总署、Wind、致富研究院

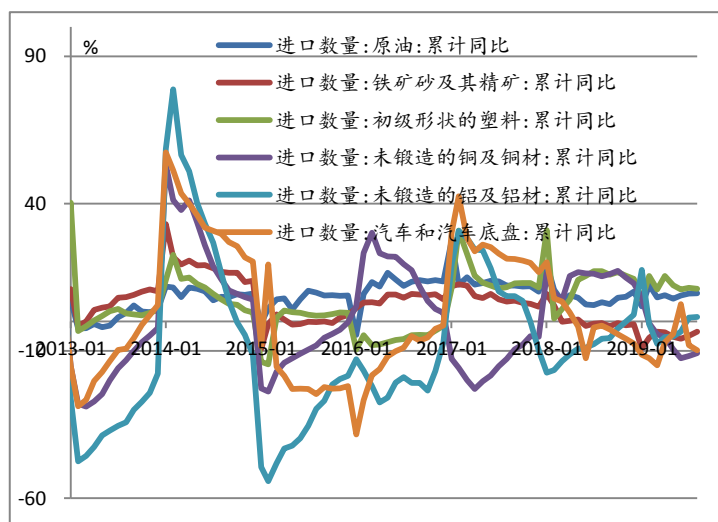
图表 46: 高新技术品行业出口增速



资料来源: 海关总署、Wind、致富研究院

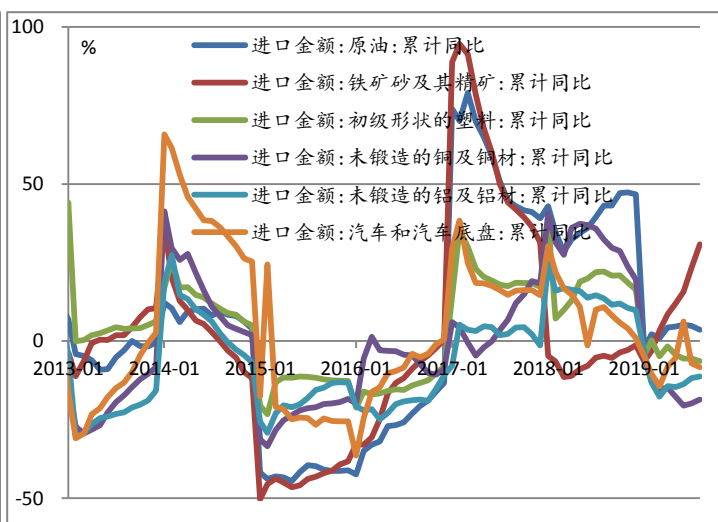
进口方面, 本月汽车进口增速降幅继续扩大, 铝增速由负转正, 铜、铁砂矿增速继续为负, 原油增速继续保持 10% 左右的正值。

图表 47: 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 48: 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 继续回落

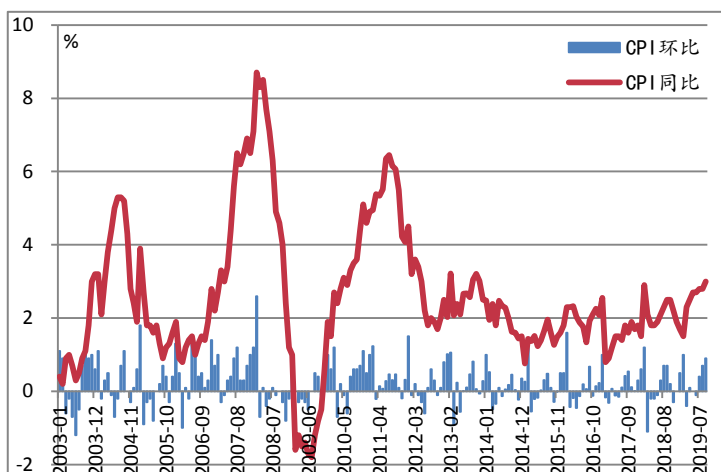
1、居民消费价格涨幅继续提升，四季度通胀压力加大

9 月全国居民消费价格总水平（CPI）同比上涨 3.0%，环比上涨 0.9%。其中，食品价格环比上涨 3.5%，非食品价格环比上涨 0.2%。

本月食品价格环比有涨有跌，畜肉类和蛋类继续快速上涨，鲜果、鲜菜价格季节性回落。鲜果价格环比下降 7.6%，同比上涨 7.7%；鲜菜价格环比下降 2.4%，同比下降 11.8%；水产品价格环比下降 0.2%，同比上涨 2.9%。畜肉类价格环比上涨 15.0%，同比上涨 46.9%（其中，猪肉价格环比上涨 19.7%，同比上涨 69.3%）；蛋类价格环比上涨 6.7%，同比上涨 8.2%。

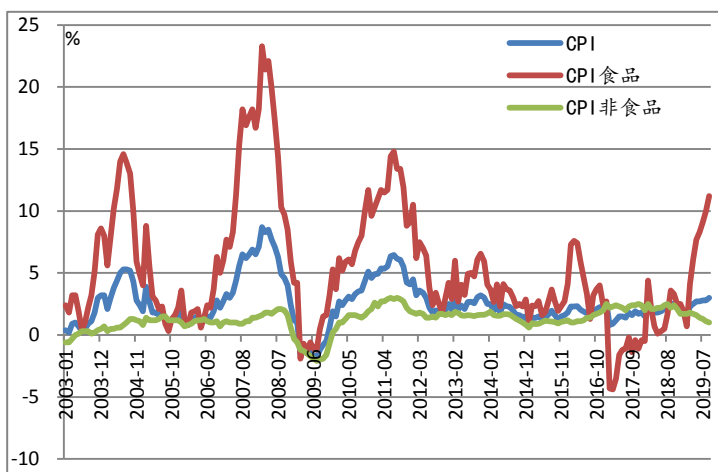
非食品价格中，七个中类价格环比“五升一平一降”。其他用品和服务、衣着价格相对而言涨幅较高，均上涨 0.8%，医疗保健、居住、教育文化和娱乐价格小幅上涨，均上涨 0.1%，生活用品及服务价格环比持平，交通和通信价格下降 0.4%。

图表 49：CPI 同比及环比增速



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

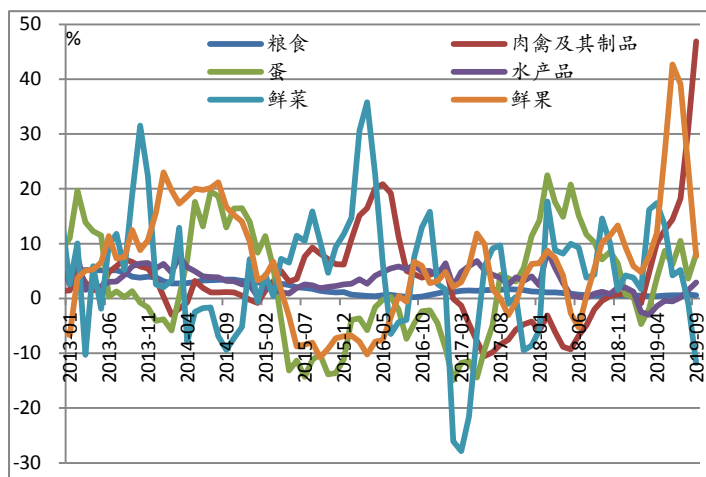
图表 50：CPI 食品和非食品价格走势分化



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

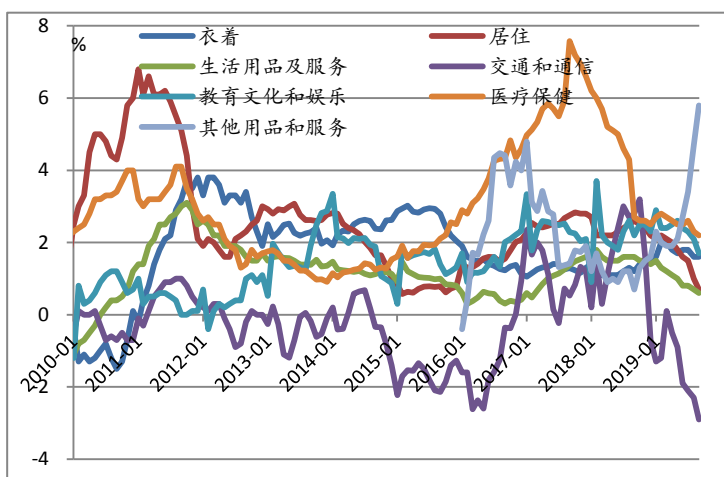


图表 51: CPI 食品各中类指数走势



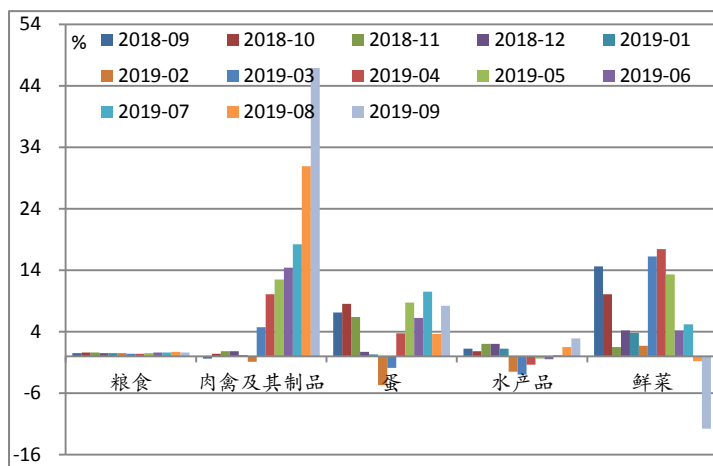
资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 52: CPI 非食品各中类指数走势



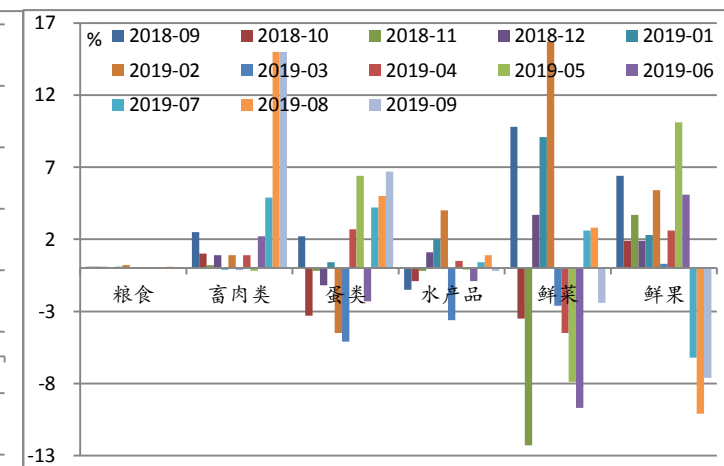
资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 53: 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

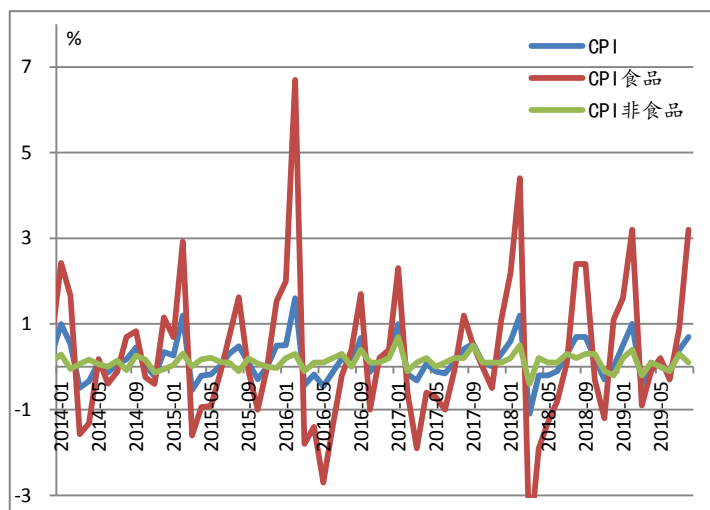
图表 54: 食品各中类指数环比增长率



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

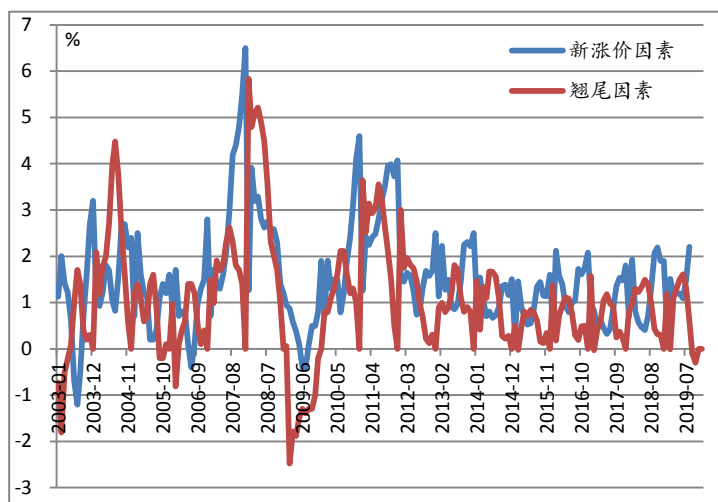


图表 55: CPI 环比增长率



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 56: 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

今年物价上涨主要是以猪肉为代表的食品价格上涨所致，非食品价格全年保持持续回落走势。9月当月食品价格同比增长11.2%，非食品价格同比增长1.0%。这说明，当前我国经济下行，内需回落，但猪肉供需失衡价格飙升，带动部分食品价格上涨，形成结构性通胀。非食品价格、核心CPI、PPI等均随经济回落而回落。这在一定程度上给央行的货币政策操作增添了难度。

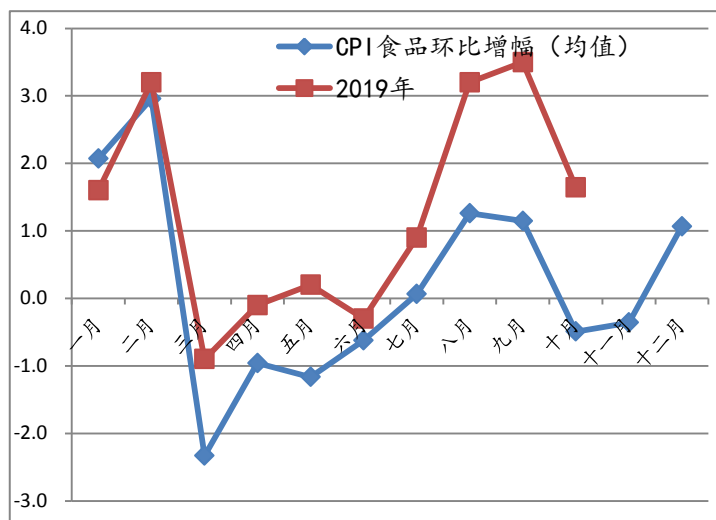
分析生猪养殖行业的数据可以发现，能繁母猪和生猪存栏量下降的走势短期内难以逆转，猪肉供求失衡的状况会继续加剧，直到春节前后，猪肉价格上涨都会带动CPI继续上行，所以，四季度通胀压力较大。

通过对各类商品和服务高频价格的跟踪观察，10月食品价格较9月继续上涨，非食品价格小幅上涨。食品价格中，畜肉价格涨幅继续扩大、猪肉价格继续保持高速上涨；鸡蛋价格小幅回落；鲜菜和鲜果价格环比继续下降。非食品价格相对较为稳定，衣着类价格受季节性因素的影响涨幅较大，其他类别大多仅微幅上涨。二者综合之后CPI环比上涨0.6%左右。

我们预计，10月食品价格环比继续上涨，非食品价格环比小幅上涨，CPI整体环比上涨0.6%左右，同比上涨3.6%左右。

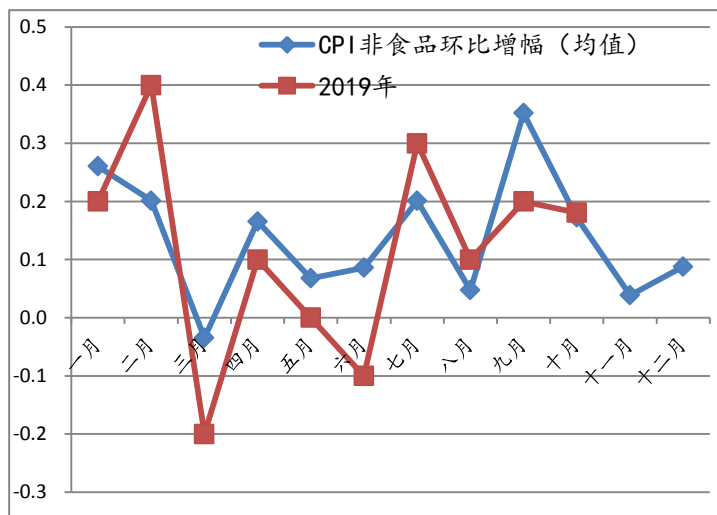


图表 57: CPI 食品环比增长率的月度走势图



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 58: 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继续扩大

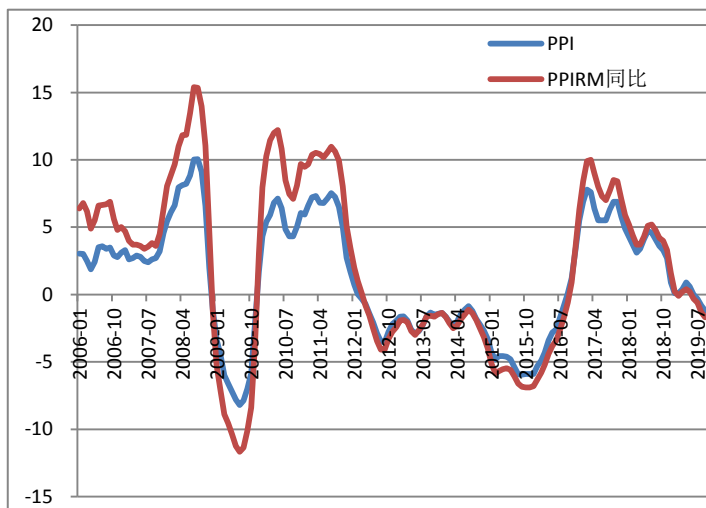
9月工业生产者出厂价格指数(PPI)同比下降1.2%，较上月低0.4个百分点；环比持平。其中，PPI生产资料价格同比下跌2.0%，较上月低0.7个百分点；PPI生活资料价格同比上涨1.1%，较上月高0.4个百分点。

9月工业生产者购进价格指数(PPIRM)同比下跌1.7%，环比上涨0.2%。

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3.7%、1.8%、-1.5%、-4.2%和-7.9%，均普遍回落。

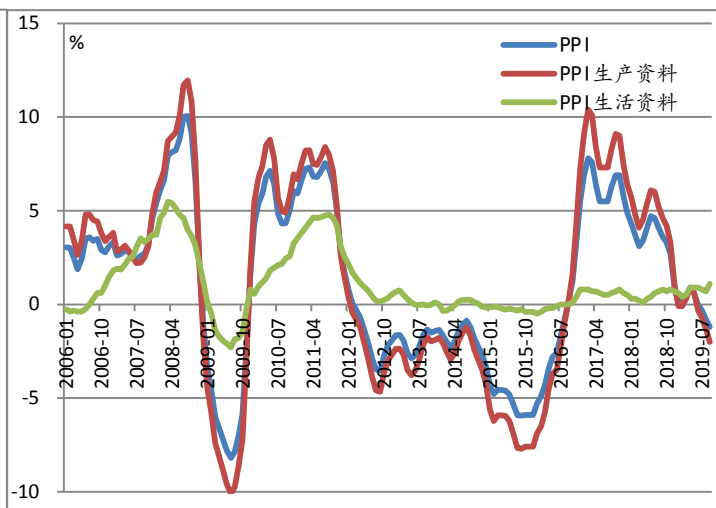


图表 59：工业生产者出厂价格同比增长率



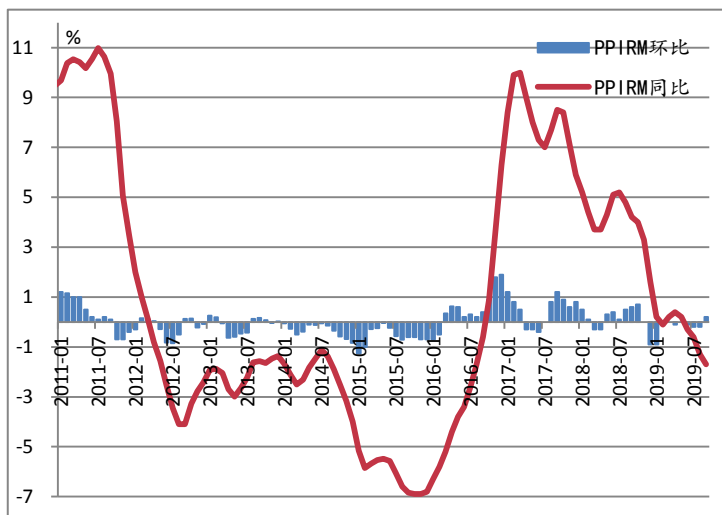
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 60：工业生产者出厂价格环比增长率



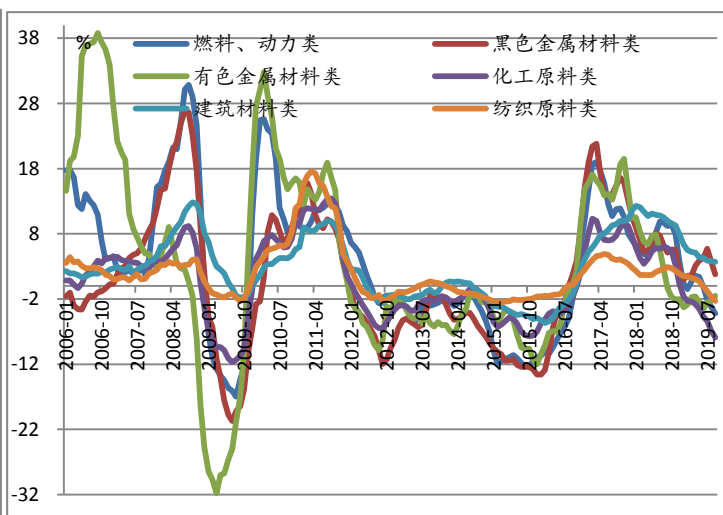
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 61：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 62：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

10月主要原材料购进价格指数为50.4%，环比低1.8个百分点；出厂价格指数为48.0%，环比低1.9个百分点。结合基期数据，我们认为10月PPI同比增速继续回落。

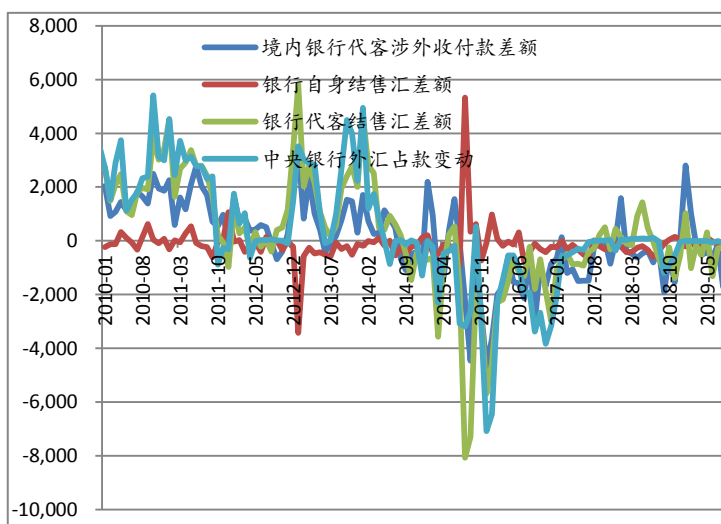


三、货币增速与上月持平

2019 年第二季度末，基础货币余额 31.3 万亿元，同比减少 1.7%，较上季度末高 3.8 个百分点，较上年同期低 6.5 个百分点。货币乘数为 6.14 左右，较上季度末低 0.08 个百分点。

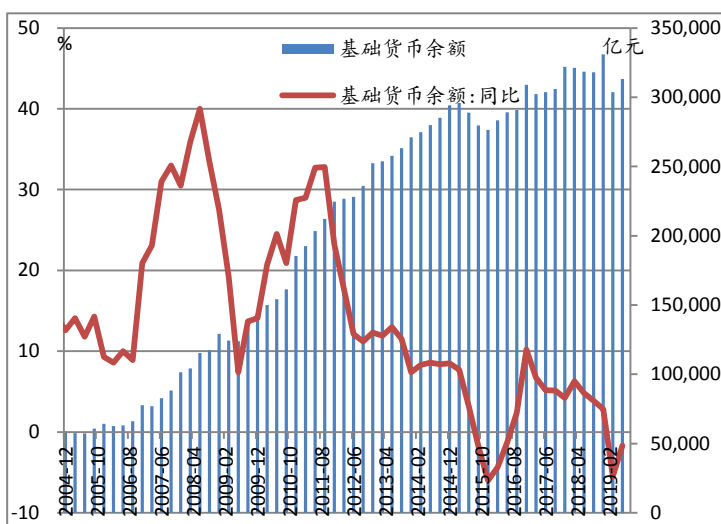
2019 年 9 月我国官方外汇储备总额为 31,072 亿美元，较上月多 35 亿美元；外汇占款 21.2 万亿元，较上月少 84 亿元。

图表 63：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 64：基础货币

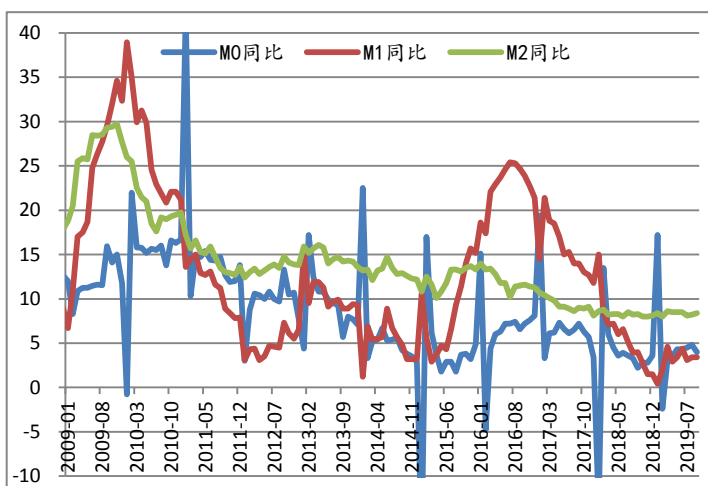


资料来源：中国人民银行、Wind、致富研究院

9 月末，广义货币（M2）余额 195.2 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 0.1 个百分点。狭义货币（M1）余额 55.7 万亿元，同比增长 3.4%，与上月末持平，较上年同期低 0.6 个百分点。流通中货币（M0）余额 7.4 万亿元，同比增长 4.0%，较上月末低 0.8 个百分点，较上年同期高 1.8 个百分点。本月 M2 增速均提升，M1 持平，M0 回落。

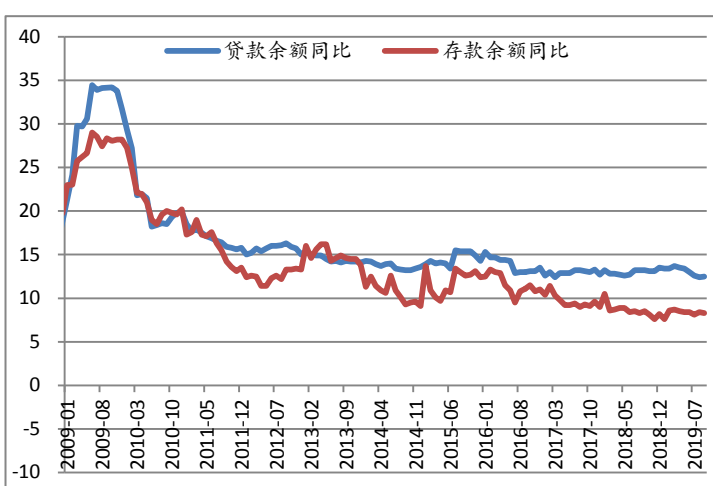


图表 65: 各层次货币供应量同比增长率



资料来源: 中国人民银行、Wind、致富研究院

图表 66: 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

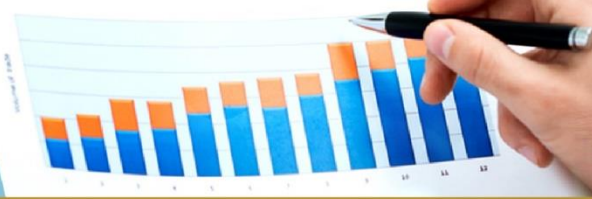
9月末, 人民币存款余额 190.7 万亿元, 同比增长 8.3%, 增速较上月末低 0.1 个百分点, 较上年同期低 0.2 个百分点。其中, 储蓄存款余额为 80.1 万亿元, 同比增长 14.4%。企业存款余额 57.8 万亿元, 同比增长 5.5%。财政存款余额为 4.9 万亿元, 同比减少 6.3%, 储蓄存款增速与上月相同、企业存款增速提升, 财政存款增速回落。

9月新增人民币存款为 7,193 亿元, 同比少增 1,709 亿元。其中, 住户存款增加 1.5 万亿元, 非金融企业存款增加 4,908 亿元, 财政性存款减少 7,026 亿元, 非银行业金融机构存款减少 8,170 亿元。与上年同期相比, 财政存款降幅扩大, 其他各项均有所增加。

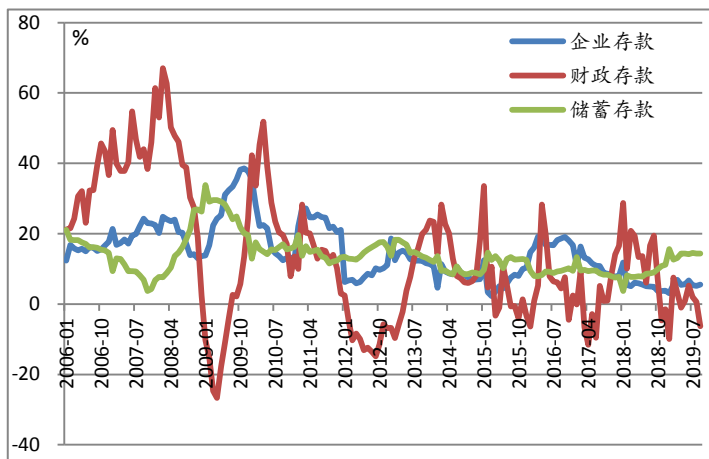
9月末, 人民币贷款余额 149.9 万亿元, 同比增长 12.5%, 增速较上月末高 0.1 个百分点, 较上年同期低 0.7 个百分点。

9月新增人民币贷款 1.7 万亿元, 同比多增 3,100 亿元。其中, 住户贷款增加 7,550 亿元, 非金融企业贷款增加 1.0 万亿元, 非银行业金融机构贷款减少 659 亿元。本月企业部门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 10 月新增人民币贷款 8,500 亿元左右, M2 同比增速与上月持平, 同比增长 8.4% 左右。

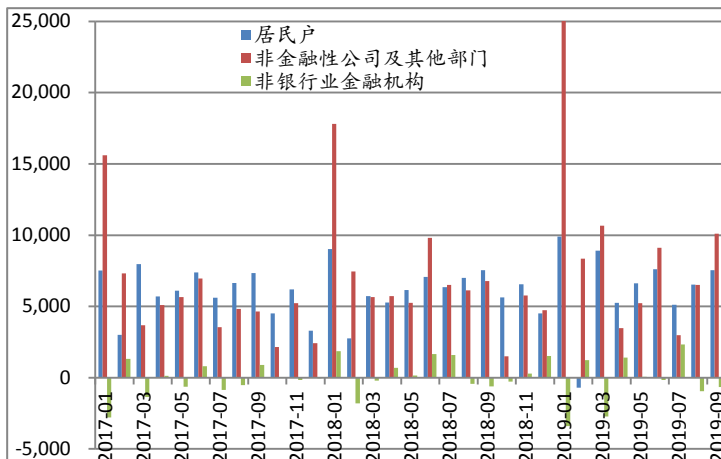


图表 67: 各部门存款同比增长率



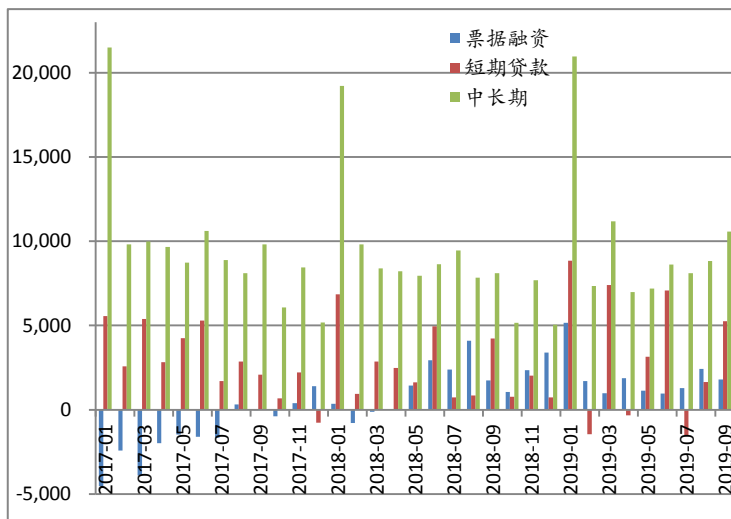
资料来源: 中国人民银行、Wind、致富研究院

图表 68: 新增人民币贷款的部门结构



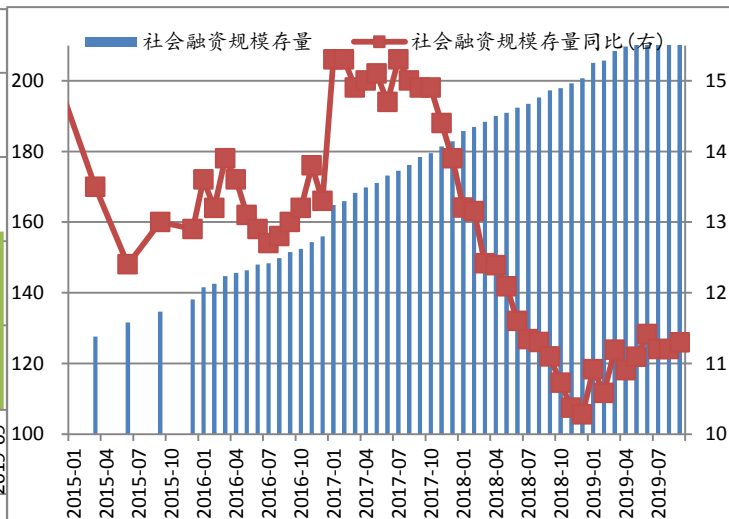
资料来源: 中国人民银行、Wind、致富研究院

图表 69: 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 70: 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

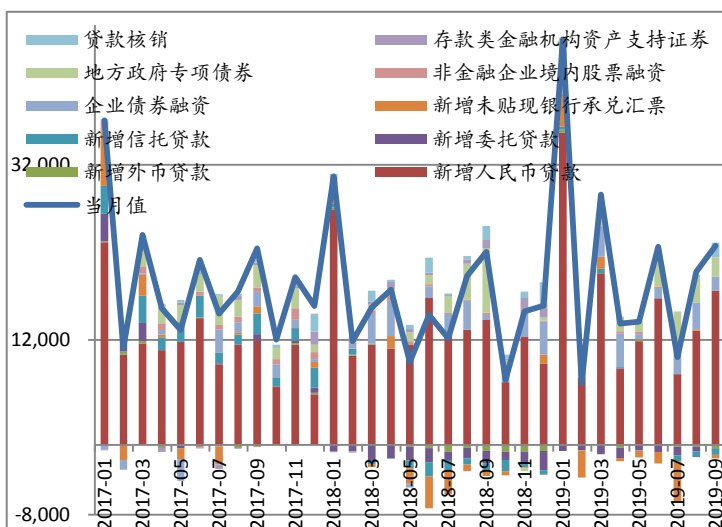
社会融资增速较上月小幅提升。截至2019年9月末,社会融资规模存量219.0万亿元,同比增长10.8%,较上月末高0.1个百分点,较上年同期高0.2个百分点。

9月当月社会融资规模新增2.3万亿元,较上月多0.3万亿元,较上年同期多671亿元。其中,人民币贷款增加1.8万亿元,同比多增3,271亿元;外币贷款折合人民币减少440亿元,同比少减230亿元;委托贷款减少22亿元,同比

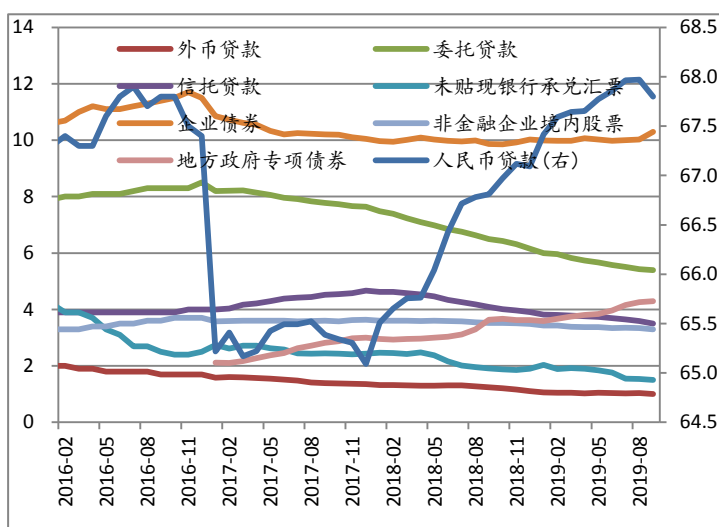


少減 1,410 億元；信托貸款減少 672 億元，同比少減 236 億元；未貼現的銀行承兌匯票減少 431 億元，同比少減 116 億元；企業債券淨融資增加 1,610 億元，同比多 1,123 億元；地方政府專項債券融資增加 2,194 億元，同比少 5,195 億元，非金融企業境內股票融資 289 億元，同比多 17 億元。整體上看，本月地方政府專項債融資金額低於上年同期，其他各項均好於上年同期。

圖表 71：社會融資規模結構



圖表 72：社會融資規模占比



資料來源：中國人民銀行、Wind、致富研究院

資料來源：中國人民銀行、Wind、致富研究院

四、小結

中國經濟增長動能繼續走弱，第三季度實際 GDP 同比增長 6.0%，較上季度回落 0.2 個百分點。收入增速下降抑制居民消費；製造業投資受內外需回落和貿易摩擦的影響持續回落；房地產投資韌性相對較強，但在政策壓制之下將繼續下行；基建投資最近兩個月小幅好轉，但能否持續要看到位資金的可持續性；外貿在全球經濟下行、去全球化的大環境下將持續疲弱。

9 月 CPI 同比上漲 3.0%，我們預計 10 月 CPI 同比上漲 3.6% 左右，較上月高 0.6 個百分點，第四季度通脹壓力會加大。

預計 10 月金融機構新增人民幣貸款 8,500 億元左右，M2 同比增速為 8.4% 左右，與上月持平。



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