中国宏观经济月报

2019/1/6

中国宏观经济研究员　**阎奕锦**
010-66555831
yijin_yan@chiefgroup.com

主要观点：

- **经济继续小幅回落。**经济继续小幅回落，消费增速回落，投资增速有所提升，外贸顺差衰退式增加。预计 2018 年第四季度实际 GDP 当季同比增长率 6.4%左右，全年累计同比增长率 6.6%左右。
- **消费者价格水平涨幅回落。**预计 12 月 CPI 环比近乎持平，同比上涨 2.0%左右。2018 年全年 CPI 同步上涨 2.1%左右，较上年高 0.5 个百分点。
- **货币增速较上月小幅提升。**预计 12 月新增人民币贷款 8,000 亿元左右，M2 同比增速为 8.1%左右。

目　录

一、经济运行总览 **5**
1、制造业景气度降至荣枯线以下 5
2、居民消费增速回落 8
3、财政收支增速双双回落 10
4、投资增速继续稳中小幅提升 11
5、进出口增速双双大幅回落 16
二、CPI 和 PPI 涨幅继续双双回落 **19**
1、居民消费价格涨幅继续回落 19
2、工业生产者价格涨幅继续回落 22
三、货币增速较上月小幅提升 **24**
四、小结 **27**

图表目录

图表 1：制造业采购经理指数 6
图表 2：非制造业采购经理指数 6
图表 3：库存变动情况 6
图表 4：各类企业的 PMI 指数 6
图表 5：中采制造业 PMI 成分指数 7
图表 6：克强指数走势 7
图表 7：粗钢产量及增速 7
图表 8：居民人均可支配收入名义增速 8
图表 9：居民人均可支配收入实际增速 8
图表 10：社会消费品零售总额 9
图表 11：社会消费品零售总额同比增长率 9
图表 12：商品零售与餐饮收入当月同比增长率 9
图表 13：各类商品零售额当月同比增长率 9
图表 14：国家财政收支当月情况 10
图表 15：国家财政收支累计情况 10
图表 16：全国固定资产投资同比增长率 11
图表 17：全国固定资产投资分产业增速 11
图表 18：固定资产投资同比增长率 12
图表 19：投资实际增速 12
图表 20：工业增加值增速 13
图表 21：三大产业增加值同比增长率 13
图表 22：各行业增加值同比增长率 13
图表 23：各行业增加值同比增长率（续） 13
图表 24：工业企业利润总额增长率 14
图表 25：收入及成本同比增速 14
图表 26：各类企业利润增速情况 14
图表 27：各类企业收入增速情况 14
图表 28：各行业利润增速情况 15
图表 29：各行业利润增速情况（续） 15
图表 30：房地产活动情况 16
图表 31：房地产开发资金来源增速 16
图表 32：进出口金额 17
图表 33：进出口增速 17
图表 34：对美国出口情况 17
图表 35：对欧盟出口情况 17
图表 36：对香港出口情况 18

图表 37：对东盟出口情况 18
图表 38：劳动密集型行业出口增速 18
图表 39：高新技术品行业出口增速 18
图表 40：大宗商品进口数量增速 19
图表 41：大宗商品进口金额增速 19
图表 42：居民消费价格指数走势 20
图表 43：CPI 同比增长率 20
图表 44：CPI 食品各中类指数走势 20
图表 45：CPI 非食品各中类指数走势 20
图表 46：食品各中类指数同比增长率 21
图表 47：食品各中类指数环比增长率 21
图表 48：CPI 环比增长率 21
图表 49：翘尾因素与新涨价因素 21
图表 50：CPI 食品环比增长率的月度走势图 22
图表 51：CPI 非食品环比增长率的月度走势图 22
图表 52：工业生产者出厂价格同比增长率 23
图表 53：工业生产者出厂价格环比增长率 23
图表 54：工业生产者购进价格增速 23
图表 55：工业生产者购进价格分类指数走势 23
图表 56：当月外汇占款新增额 24
图表 57：基础货币 24
图表 58：各层次货币供应量同比增长率 25
图表 59：人民币存款及贷款增长走势 25
图表 60：各部门存款同比增长率 26
图表 61：新增人民币贷款的部门结构 26
图表 62：新增人民币贷款的期限结构 26
图表 63：社会融资规模累计值及累计增速 26
图表 64：社会融资规模结构 27
图表 65：社会融资规模占比 27

一、经济运行总览

经济继续小幅回落。消费增速显著回落；外贸增速显著回落，贸易顺差衰退式扩大；投资增速继续小幅回升；制造业景气度显著下降，当前已降至荣枯线以下。经济下滑压力较大，央行和财政部分别通过降准、减税降费等措施来调控经济，但基于当前的经济形势和政策力度看，财政宽松力度较为有限，应进一步加大。

1、制造业景气度降至荣枯线以下

制造业景气度回落，服务业景气度提升

从景气度指标看，12 月我国中采制造业 PMI 指数为 49.4%，环比回落 0.6 个百分点。中采非制造业 PMI 指数为 53.8%，环比高 0.4 个百分点。同月，财新采购经理指数（财新 PMI）为 49.7%，环比低 0.5 个百分点。财新服务业采购经理指数（财新服务业 PMI）为 53.9%，环比高 0.1 个百分点。本月制造业两个指数回落，双双降至荣枯线以下；服务业两个指数小幅提升；意味着制造业由扩张转为收缩，服务业扩张小幅加快。

从细分指数看，中采制造业 PMI 五个分类指数“四降一升”

内需和外需双双回落。新订单指数为 49.7%，较上月低 0.7 个百分点；其中，新出口订单指数为 46.6%，较上月低 0.4 个百分点；进口指数为 45.9%，较上月低 1.2 个百分点；进口订单和出口订单均继续回落，而且二者继续处于荣枯线以下。本月内需和外需双双回落，使得总订单指数降至荣枯线以下。

全球 PMI 指数回落。本月全球制造业 PMI 指数下降 0.5 个百分点至 51.5%，全球服务业 PMI 指数下降 0.6 个百分点至 53.1%，全球综合 PMI 指数下降 0.5 个百分点至 52.7%。全球经济景气度继续处于回落趋势中，带动我国外需回落。

生产增速显著回落。生产指数为 50.8%，较上月低 1.1 个百分点，生产增速显著回落。

就业回落。从业人员指数为 48.0%，较上月低 0.3 个百分点，就业回落。

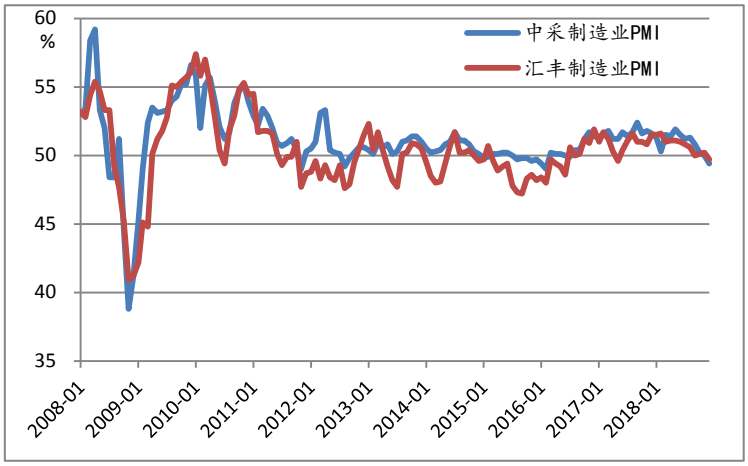
供货速度小幅提升。供应商配送时间指数为 50.4%，较上月高 0.1 个百分点。

库存指数双双回落。原材料库存指数为 47.1%，较上月低 0.3 个百分点；产成品库存指数为 48.2%，较上月低 0.4 个百分点；二者双双回落，意味从被动补库存向主动去库存阶段转变，对应经济从类滞胀阶段转向类衰退阶段。

分企业规模看，大型、中型和小型企业均回落。大型企业 PMI 指数为 50.1%，

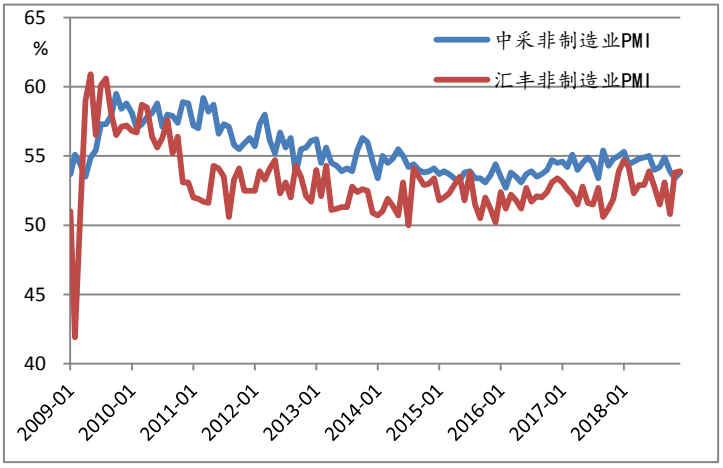
较上月低 0.5 个百分点；中型企业 PMI 指数为 48.4%，较上月低 0.7 个百分点；小型企业 PMI 指数为 48.6%，较上月低 0.6 个百分点。大型、中型和小型企业景气度均回落，中型企业和小型企业景气度近几个月持续处于荣枯线以下，本月大型企业景气度也降至荣枯线附近。

图表 1：制造业采购经理指数



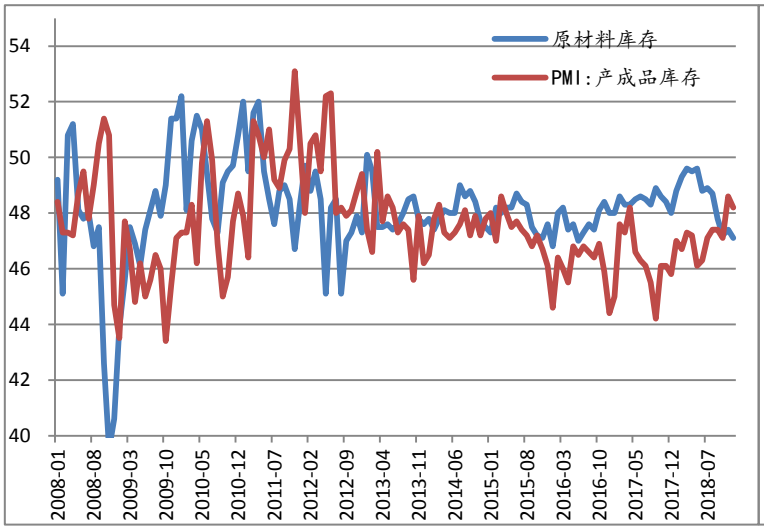
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 2：非制造业采购经理指数



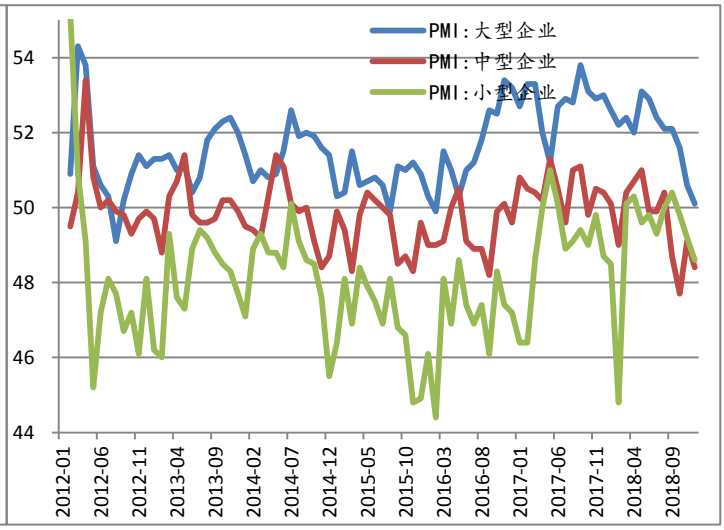
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 3：库存变动情况



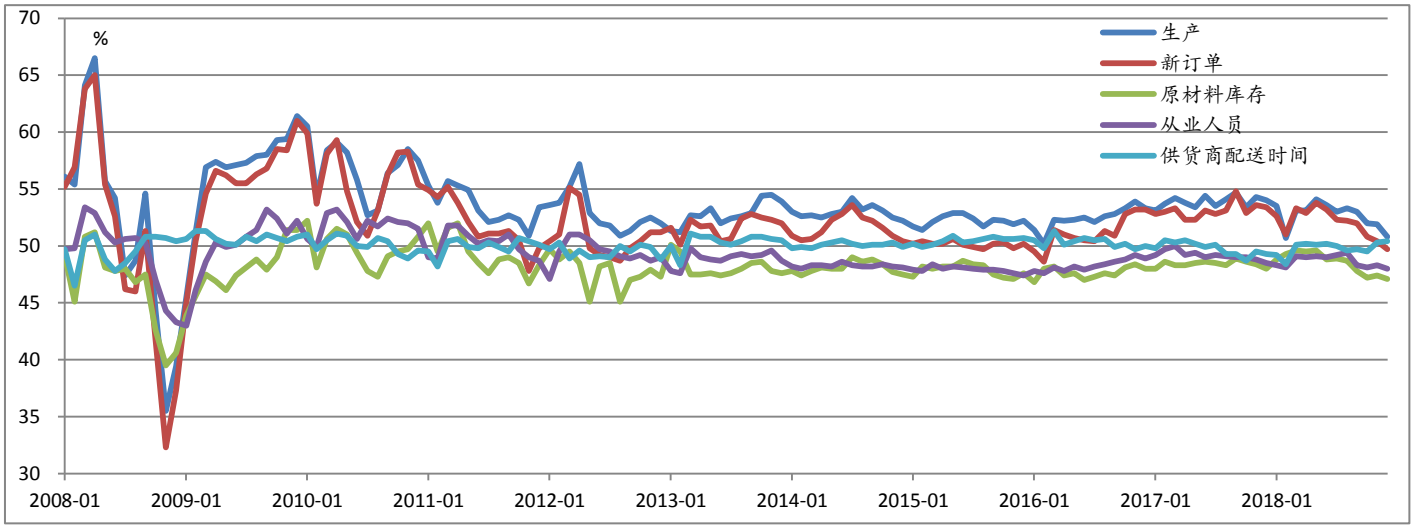
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 4：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 5：中采制造业 PMI 成分指数

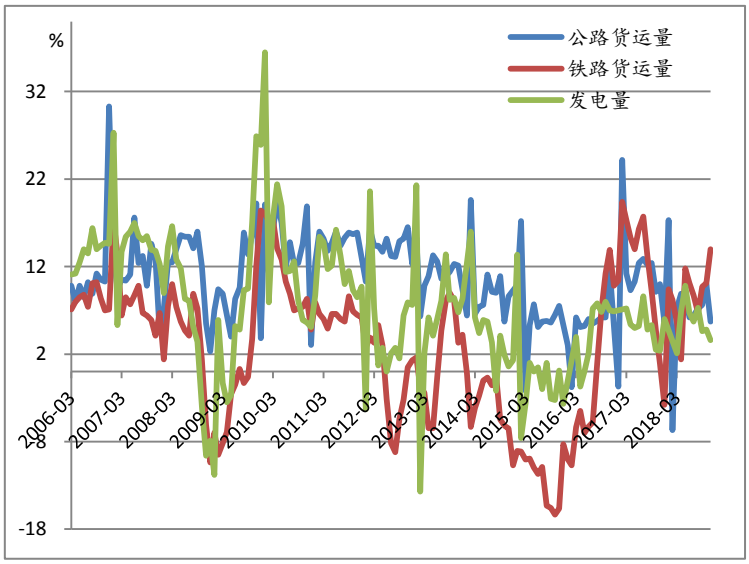


资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

中上游数据回落

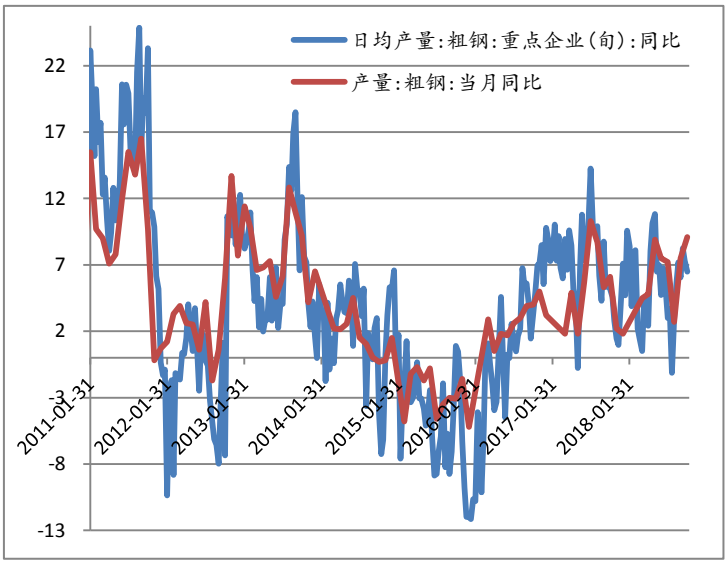
从中上游数据看，11 月发电量和公路货运量增速回落，铁路货运量和粗钢产量主要受基数效应的影响而有所提升。

图表 6：克强指数走势



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 7：粗钢产量及增速

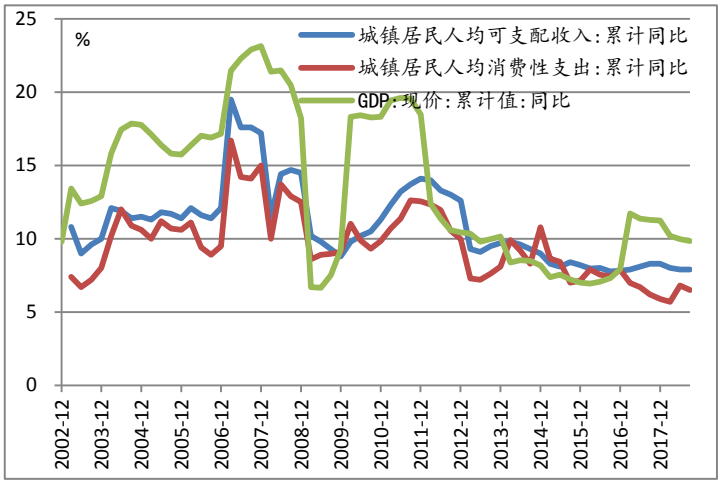


资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

2、居民消费增速回落

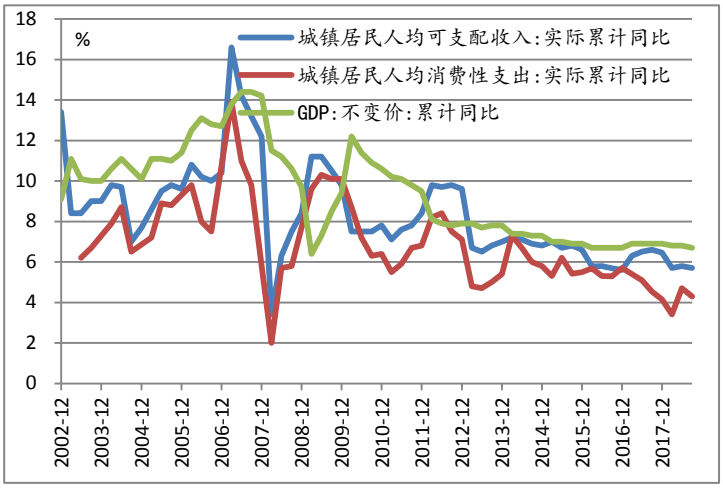
从居民家庭收支调查数据看，2018 年前三季度城镇居民人均可支配收入 29,599 元，同比增长 7.9%，与上半年持平，较上年同期低 0.4 个百分点；扣除价格因素，实际同比增长 5.7%，较上半年低 0.1 个百分点，较上年同期低 0.9 个百分点；人均消费支出 19,014 元，同比增长 6.5%，较上半年低 0.3 个百分点，较上年同期高 0.3 个百分点；实际同比增长 4.3%，较上半年低 0.4 个百分点，较上年同期低 0.2 个百分点。总体而言，第三季度居民收支增速都有所回落。

图表 8：居民人均可支配收入名义增速



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

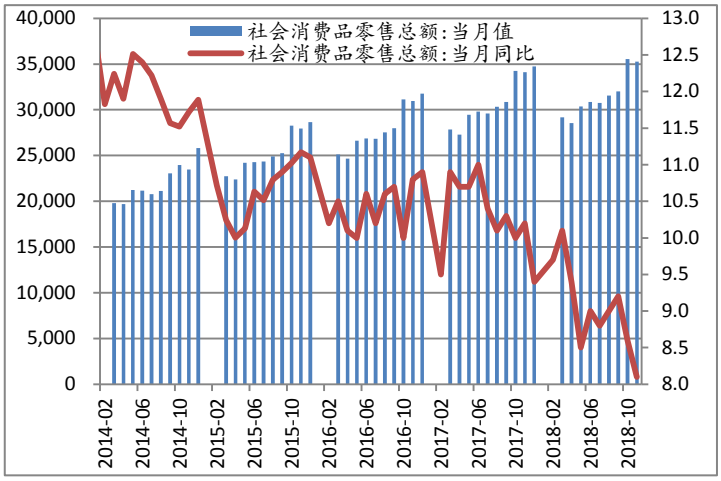
图表 9：居民人均可支配收入实际增速



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

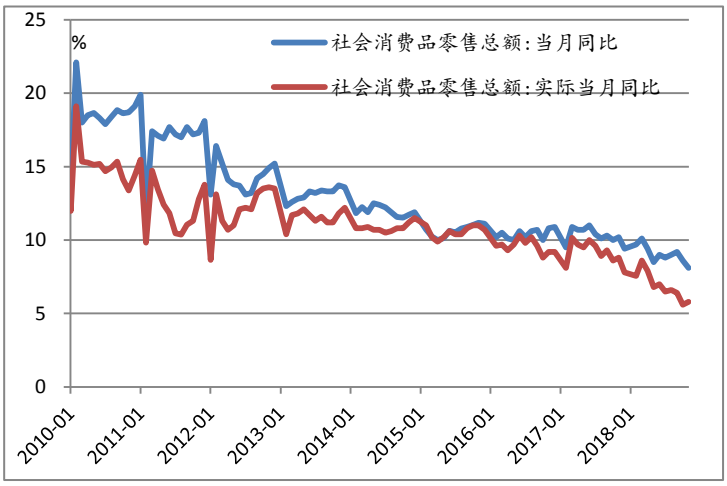
2018 年 11 月社会消费品零售总额为 3.53 万亿元，同比增长 8.1%，较上月低 0.5 个百分点，较上年同期低 2.1 个百分点；经价格调整后，实际同比增长 5.8%，较上月高 0.2 个百分点，较上年同期低 3.0 个百分点。

图表 10：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 11：社会消费品零售总额同比增长率

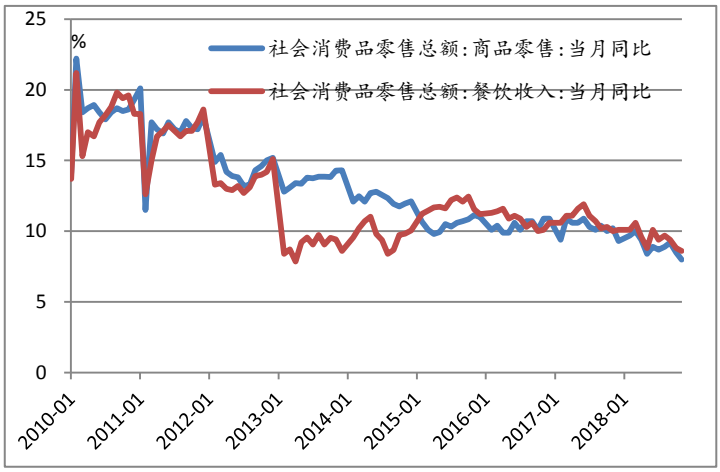


资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

从消费形态看，商品零售和餐饮增速均显著回落。11 月商品零售 3.07 万亿元，同比增长 8.0%，较上月低 0.5 个百分点，较上年同期低 2.2 个百分点；餐饮收入 4,525 亿元，同比增长 8.6%，较上月低 0.2 个百分点，较上年同期低 1.4 个百分点。

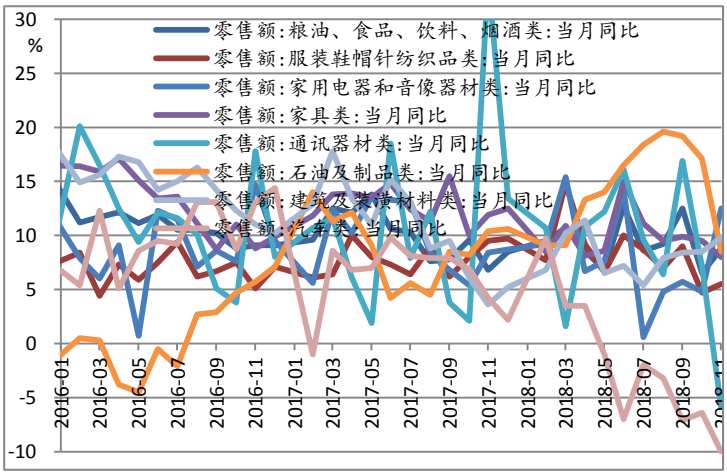
分商品看，本月大多商品增速均回落，通讯器材、石油及其制品、和汽车增速回落幅度较大。

图表 12：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 13：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

3、财政收支增速双双回落

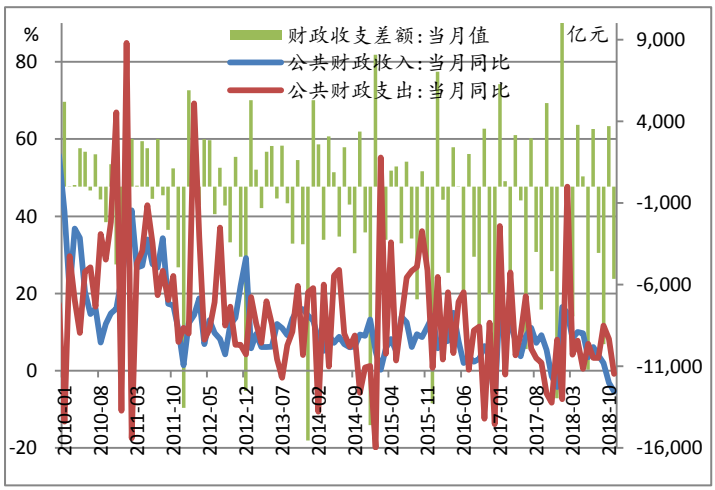
2018年11月财政收入10,775亿元,同比下降5.4%,较上月低2.2个百分点,较上年同期低4.0个百分点。其中,税收收入8,051亿元,同比下降8.3%;非税收收入2,724亿元,同比增长4.5%。财政支出16,431亿元,同比下降0.8%,较上月低9.0个百分点,较上年同期高7.5个百分点。

11月财政支出大于财政收入,财政录得赤字,金额为5,656亿元,前11个月累计赤字19,418亿元。

11月累计财政收入172,333亿元,同比增长6.5%,较上年同期低1.9个百分点;累计税收收入149,001亿元,同比增长9.5%,较上年同期低1.7个百分点;累计非税收收入23,332亿元,同比减少9.1%,降幅较上年同期扩大4.6个百分点。累计财政支出191,751亿元,同比增长6.8%,较上年同期低1.0个百分点。财政收入和支出增速均有所回落。

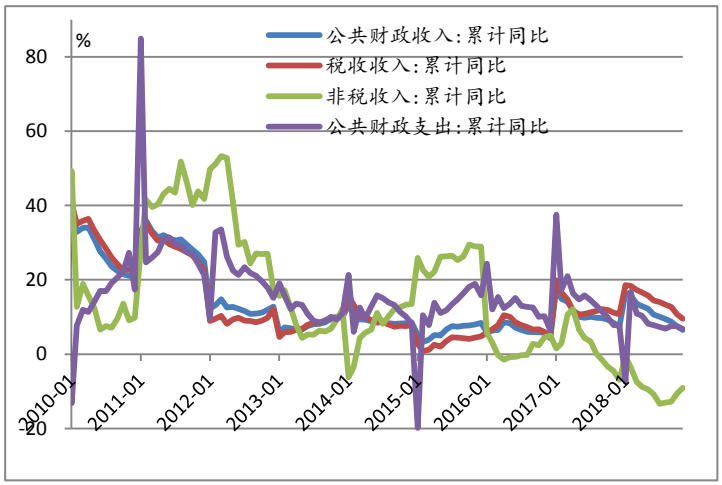
本月大多数税种累计收入增速均继续回落,国内增值税累计增速下降0.9个百分点至9.4%,企业所得税增速下降0.3个百分点至9.3%,个人所得税增速下降2.9个百分点至17.0%。随着降税减费和提高个税起征点等政策的实施,增值税和个人所得税当月增速均降至负值。

图表 14: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 15: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

财政支出中,债务付息支出和科技支出继续维持高增速,本月基础设施建设相关的支出增速提升,交通运输支出增速提升2.6个百分点至6.5%,农林水支出增速提升1.7个百分点至10.7%,财政基建支出增速提升。

今年政府一直强调实施积极财政政策来稳经济,但除了最近两个月个税起

征点提升带动个人所得税增速回落之外，之前数月及全年财政政策积极的力度不是很大，在经济增速下滑期（或者说衰退期），财政政策对经济的拉动作用显著好于货币政策，财政政策宽松力度不够也是央行多次降准、但货币政策传导不畅、及经济迟迟未见好转的一个原因。

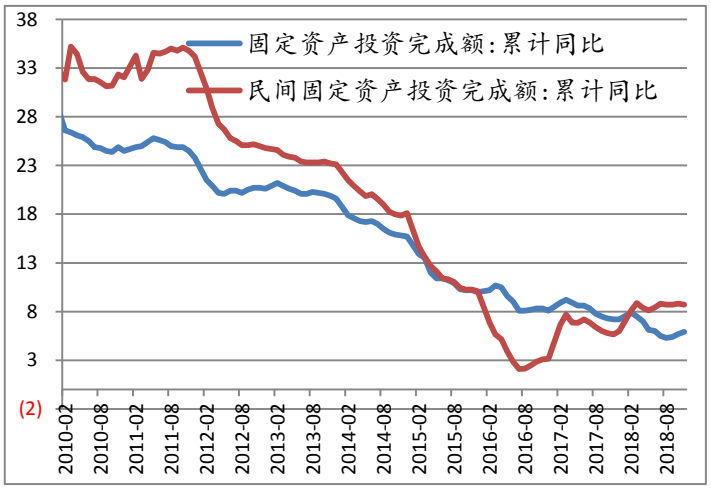
4、投资增速继续稳中小幅提升

2018 年 1-11 月全国固定资产投资 60.9 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 1-10 月高 0.2 个百分点，较上年同期低 1.3 个百分点。分产业看，第一产业投资 2.13 万亿元，同比增长 12.2%，增速较 1-10 月低 1.2 个百分点，较上年同期高 0.8 个百分点；第二产业投资 22.8 万亿元，同比增长 6.2%，增速分别较 1-10 月和上年同期高 0.4 个和 3.6 个百分点；第三产业投资 36.0 万亿元，同比增长 5.6%，增速较 1-10 月高 0.2 个百分点，较上年同期低 4.5 个百分点。第二产业和第三产业增速均继续提升。

在第二产业中，采矿业投资同比增长 8.6%，增速较 1-10 月低 0.8 个百分点；制造业投资同比增长 9.5%，增速提高 0.4 个百分点；电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资同比下降 8.8%，降幅收窄 0.8 个百分点。

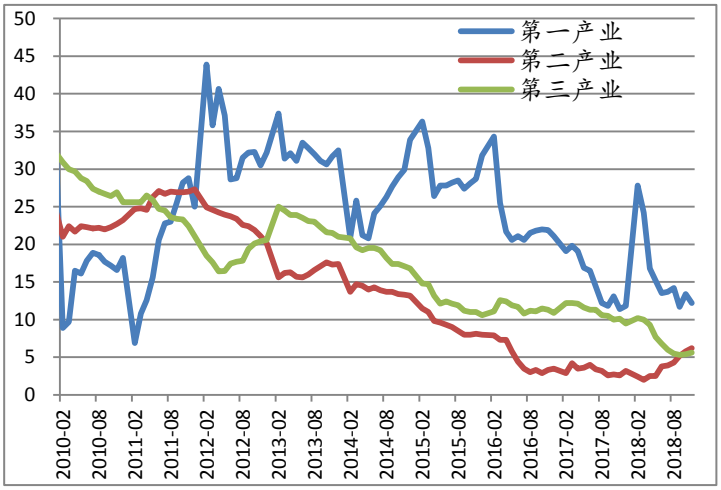
民间投资增速小幅回落。1-11 月累计民间固定资产投资 37.8 万亿元，同比增长 8.7%，增速较 1-10 月低 0.1 个百分点，较上年同期高 3.0 个百分点。

图表 16：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 17：全国固定资产投资分产业增速



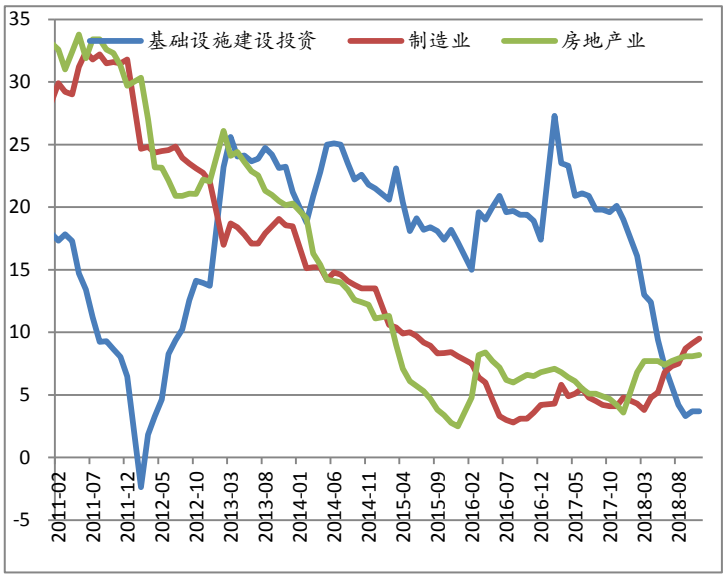
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

从固定资产投资三大分类看，11 月基建投资增速与上月持平，增速为 3.7%；制造业增速继续回升至 9.5%，房地产业增速为 8.2%，分别较上月高 0.4 个和 0.1

个百分点。

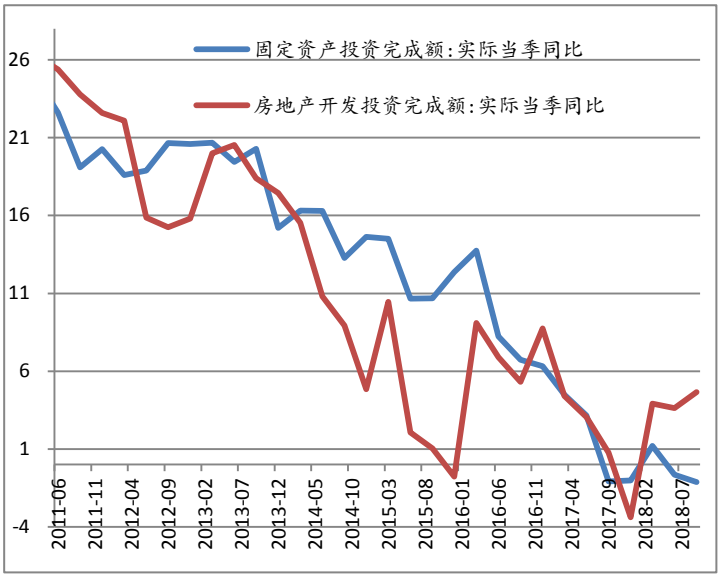
从实际增速看，3 季度投资增速继续回落至-1.1%，降幅较上月扩大 0.5 个百分点。房地产开发投资增速则较上月有所提升，从 3.6%升至 4.6%。

图表 18：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 19：投资实际增速



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

工业增加值增速回落

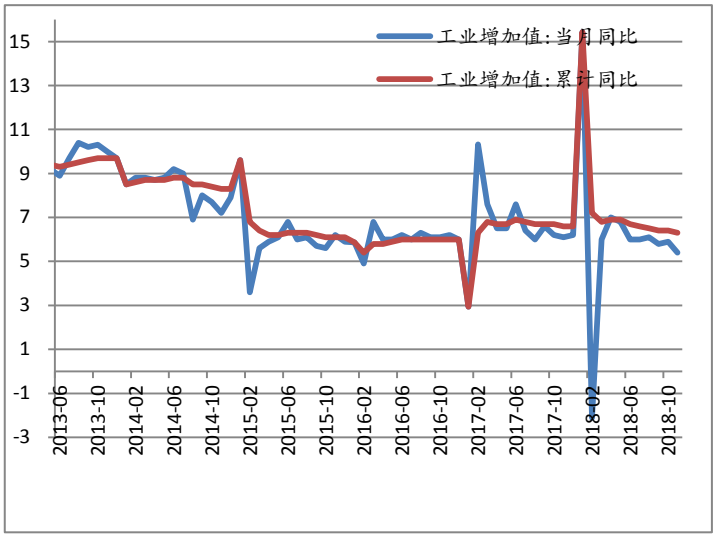
11 月，全国规模以上工业增加值同比增长 5.4%，较上月回落 0.5 个百分点，较上年同期低 0.7 个百分点。

分三大门类看，采矿业增加值同比增长 2.3%，较上月低 1.5 个百分点，较上年同期高 4.0 个百分点；制造业同比增长 5.6%，分别较上月和上年同期低 0.5 个和 1.2 个百分点；电力、热力、燃气和水的生产和供应业同比增长 9.8%，分别较上月和上年同期高 3.0 个和 5.3 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 12.3%；黑色金属冶炼和压延加工业同比增长 10.4%，电力、热力的生产和供应业同比增长 9.0%；化学原料和化学制品制造业同比增长 1.9%，电气机械和器材制造业同比增长 9.9%，通用设备制造业同比增长 6.7%；2018 年后三个行业增速显著下降，计算机通信和其他电子设备制造业增速则持续维持在高位。

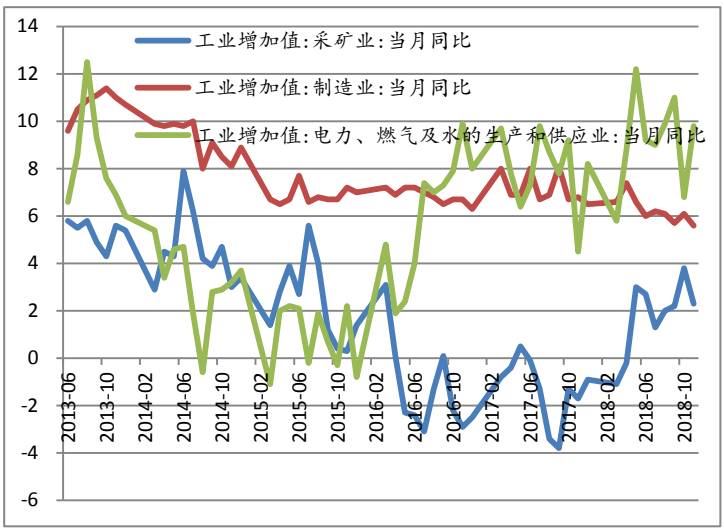
[1]这几个行业的增加值在在工业增加值中占比最高。从 2003 年-2011 年占比均值看，计算机、通信和其他电子设备制造业为 9.1%，黑色金属冶炼和压延加工业为 7.9%，电力、热力的生产和供应业为 7.0%，化学原料和化学制品制造业为 6.6%，电器机械和器材制造业为 5.8%，通用设备制造业为 4.6%。

图表 20：工业增加值增速



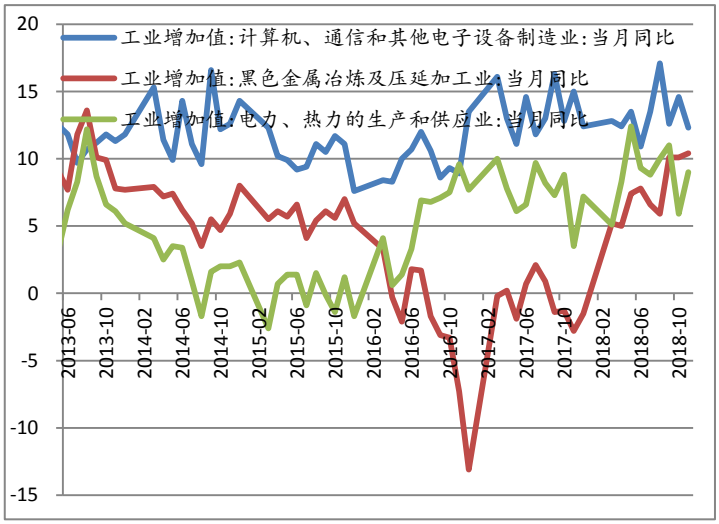
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 21：三大产业增加值同比增长率



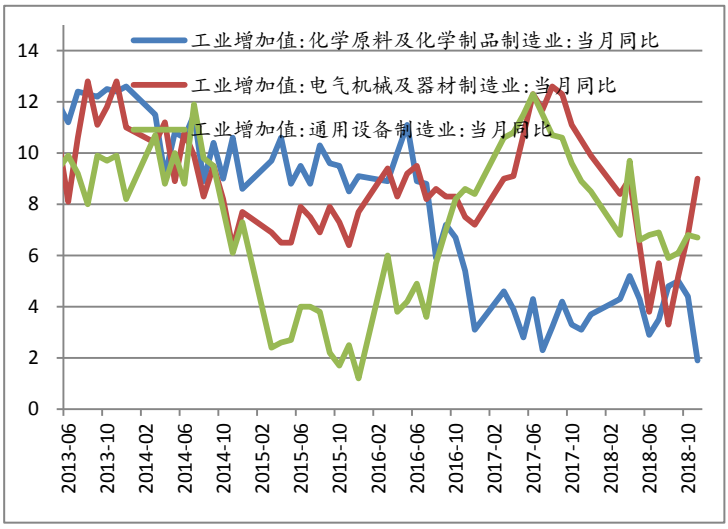
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 22：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 23：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

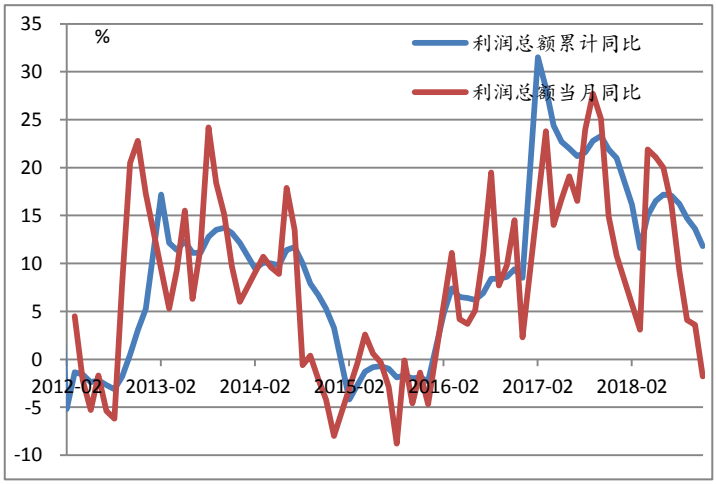
利润增速降至负值

2018 年 1-11 月全国规模以上工业企业累计实现利润总额 6.1 万亿元，同比增长 11.8%，增速较 1-10 月低 1.8 个百分点，较上年同期低 10.1 个百分点。11 月当月实现利润为 5,948 亿元，同比减少 1.8%，增速较上月低 5.4 个百分点。

基于当期经济形势、基期数据及当期的走势，我们预计 2019 年企业利润将

持续维持在低位，这将在一定程度上抑制企业投资和生产经营活动。

图表 24：工业企业利润总额增长率

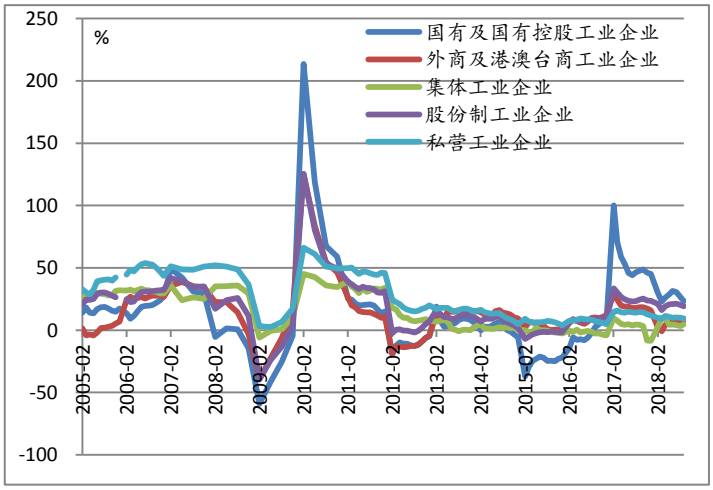


资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 25：收入及成本同比增速

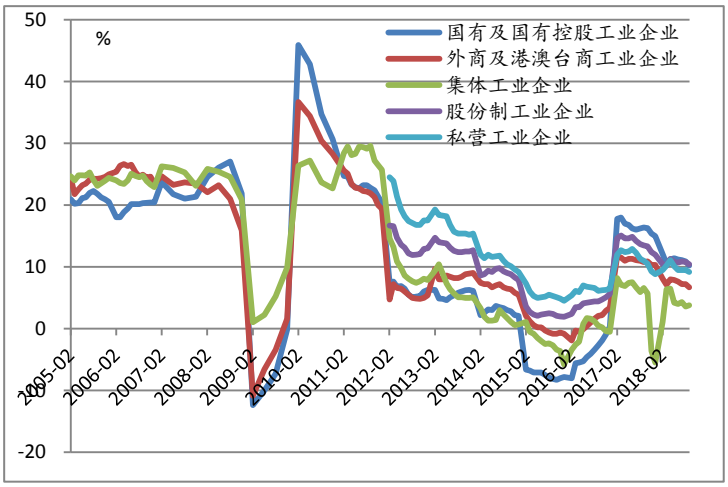
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 26：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 27：各类企业收入增速情况



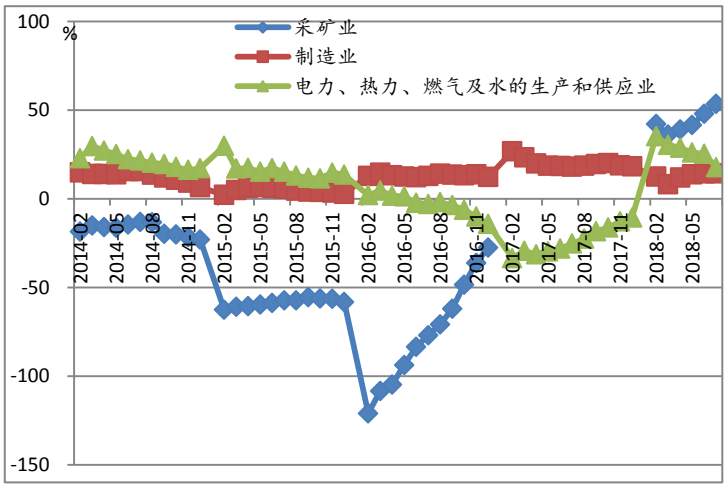
资料来源：国家统计局、wind、致富研究院

分行业看，2018 年 1-11 月采矿业累计实现利润总额 5,270 亿元，同比增长 45.1%，增速较上月低 2.0 个百分点；制造业利润总额 5.2 万亿元，同比增长 9.9%，增速较上月低 1.6 个百分点；电力、热力、燃气等公用事业利润总额 3,920 亿元，同比增长 4.0%，增速低 2.2 个百分点。

11 月利润增速回落的原因主要在于——价格涨幅和收入增速双双回落，成本费用上升以及上年同期基数较高。

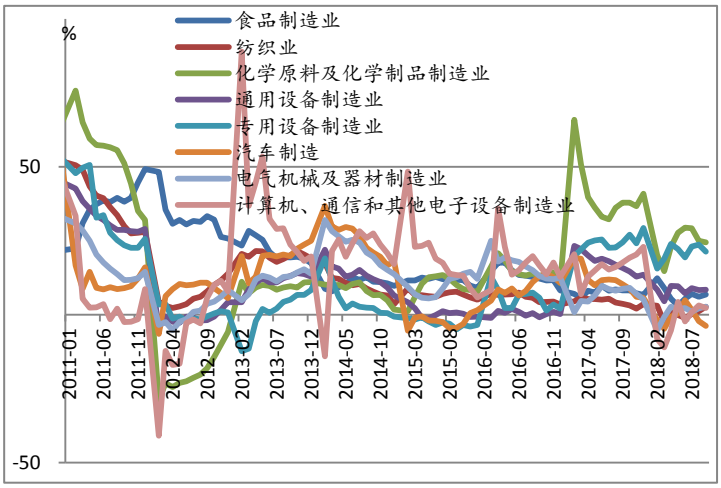
新增利润较高的行业依然是石油、钢铁、建材、化工等中上游行业。

图表 28：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 29：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

房地产活动回落

房地产销售增速继续回落。 1-11 月全国商品房销售面积为 14.9 亿平方米，同比增长 1.4%，增速较 1-10 月低 0.8 个百分点。商品房销售额 13.0 万亿元，同比增长 12.1%，增速低 0.4 个百分点。

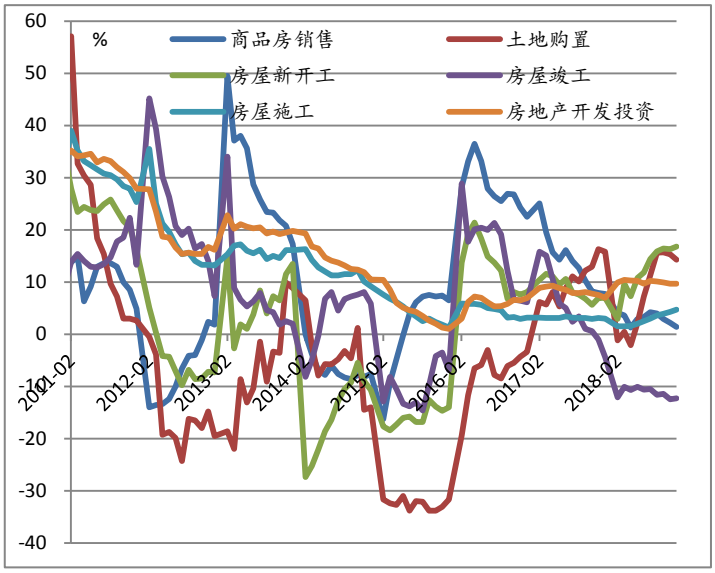
土地购置增速继续回落。1-11 月土地购置面积 2.5 亿平方米，同比增长 14.3%，增速较 1-10 月低 1.0 个百分点。房屋新开工面积 18.9 亿平方米，同比增长 16.8%，增速提高 0.5 个百分点。

房地产开发投资增速与上月持平。1-11 月全国房地产开发投资 11.0 万亿元，同比增长 9.7%，增速与 1-10 月持平。

房地产投资资金增速小幅回落。1-11 月房地产开发企业到位资金 15.0 万亿元，同比增长 7.6%，增速较 1-10 月低 0.1 个百分点。其中，个人按揭贷款下降 0.9%；房地产开发贷款下降 3.7%；自筹资金增长 10.0%；定金及预收款增长 15.7%。

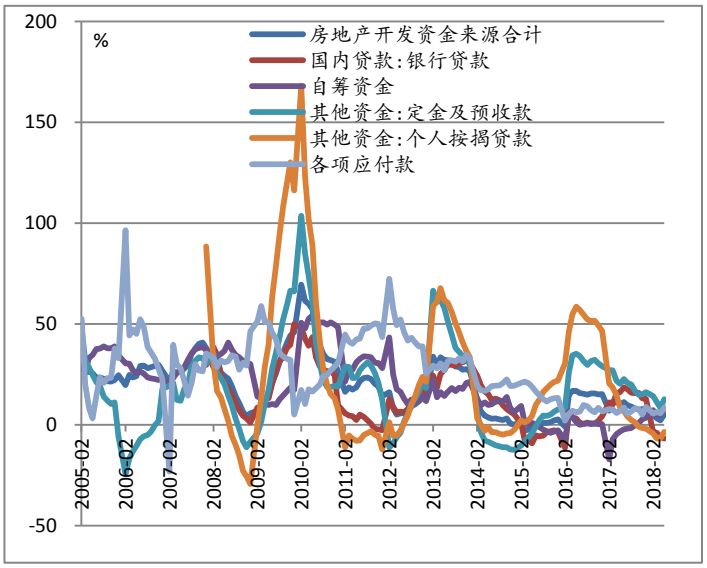
回顾之前房地产行业情况，每当其运行至波谷期，政府总是通过放开限购、降低按揭利率及要求等推升个人按揭贷款增速，进而带动房地产销售和房地产开发企业资金来源的提升，随后房地产活动逐渐活跃起来。但当前的政策尚未出现放松的迹象，而且即使政策放松，其对行业的拉动作用也会小于之前几轮，边际作用减弱。同时，当前的房价、房子供求等基本面状况也不太支持房价的进一步持续大幅上涨。所以，房子将逐步回归耐用消费品属性。

图表 30：房地产活动情况



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 31：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

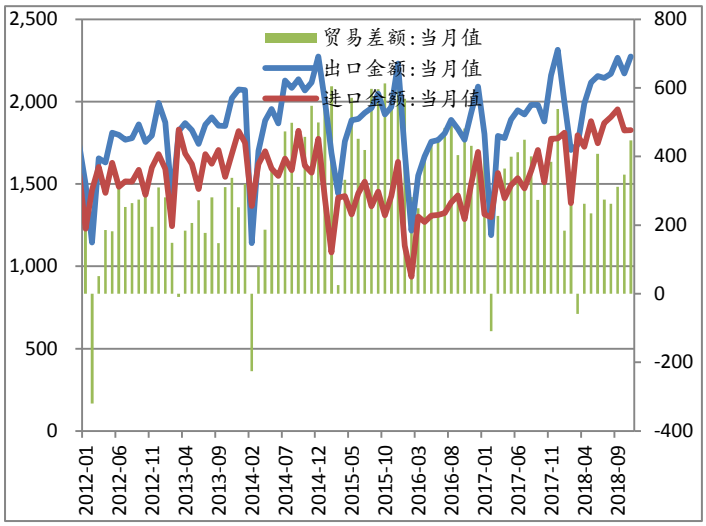
5、进出口增速双双大幅回落

11 月我国实现出口 2,274 亿美元,同比增长 5.4%,较上月低 10.2 个百分点；实现进口 1,827 亿美元，同比增 3.0%，较上月低 17.8 个百分点。当月录得贸易顺差 447 亿美元。本月进出口增速双双大幅回落，顺差金额较上月增加。

11 月出口累计增长 11.8%，较上月低 0.8 个百分点；进口累计增长 18.4%，较上月低 1.9 个百分点。

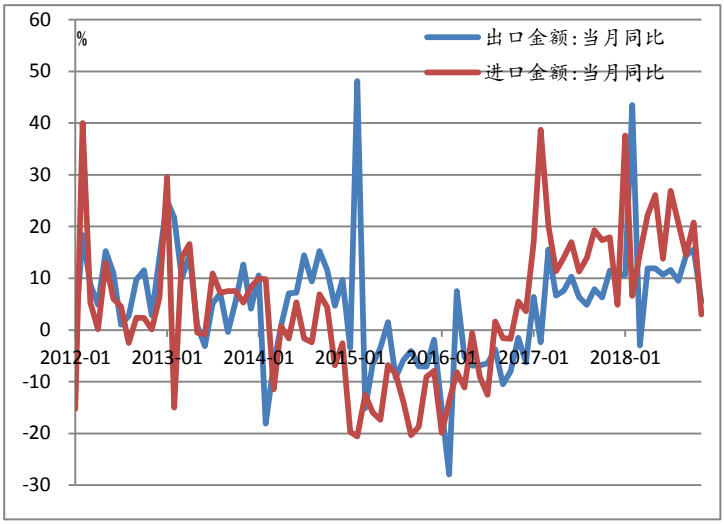
随着抢出口潮的衰退，外贸增速大幅回落。

图表 32：进出口金额



资料来源：海关总署、Wind、致富研究院

图表 33：进出口增速

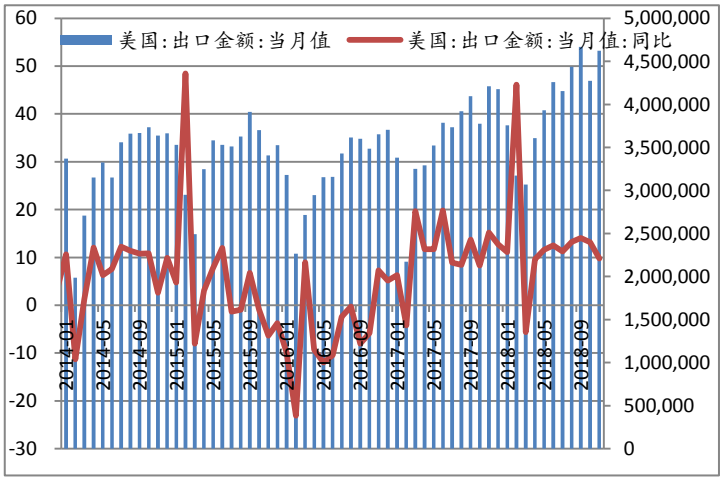


资料来源：海关总署、Wind、致富研究院

从出口地域分布看，11 月对美国出口 462 亿美元，同比增长 9.8%，较上月低 3.4 个百分点；对欧盟出口 359 亿美元，同比增长 6.0%，较上月低 8.6 个百分点；对香港出口 287 亿美元，同比增长 2.7%，较上月低 20.9 个百分点；对东盟出口 305 亿美元，同比增长 5.1%，较上月低 8.6 个百分点。

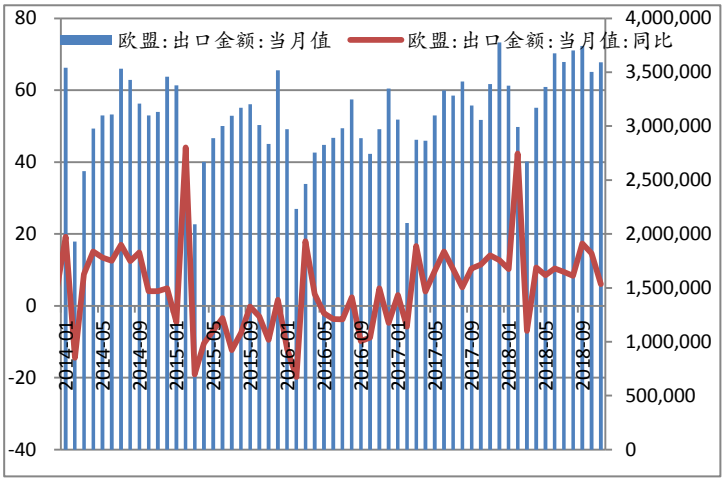
11 月累计对美国出口同比增长 12.9%，对欧盟出口同比增长 11.4%，对香港出口同比增长 13.7%，对东盟出口同比增长 15.9%。

图表 34：对美国出口情况



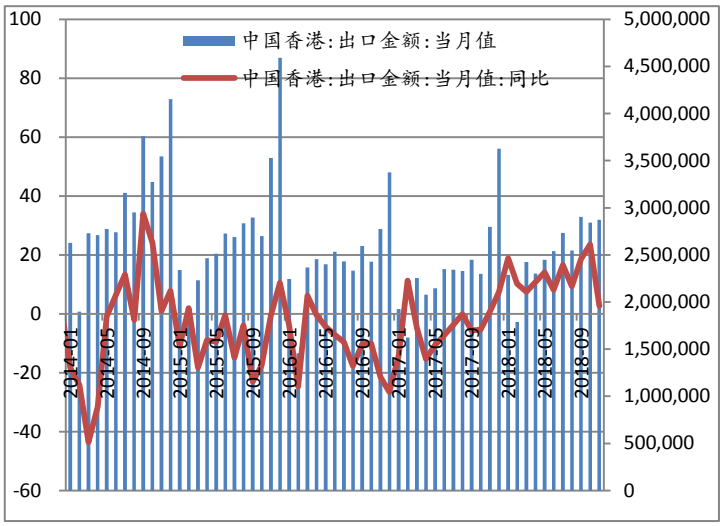
资料来源：海关总署、Wind、致富研究院

图表 35：对欧盟出口情况



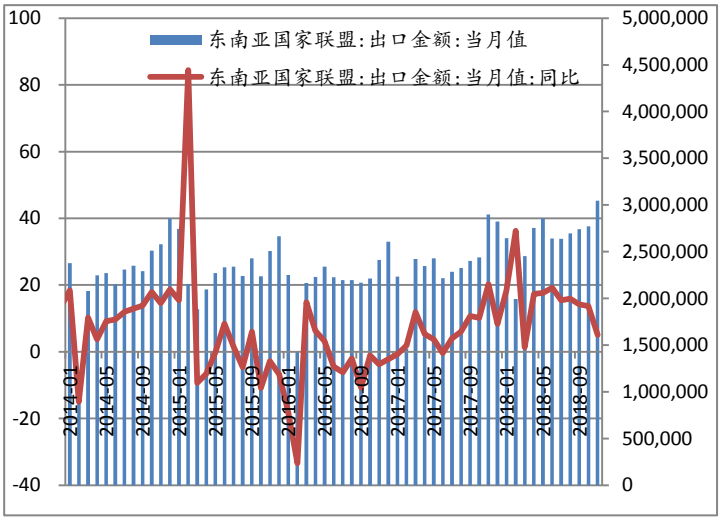
资料来源：海关总署、Wind、致富研究院

图表 36：对香港出口情况



资料来源：海关总署、Wind、致富研究院

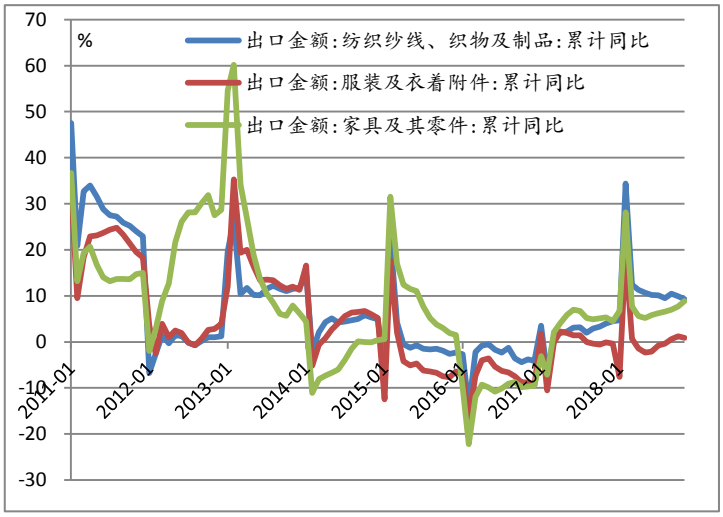
图表 37：对东盟出口情况



资料来源：海关总署、Wind、致富研究院

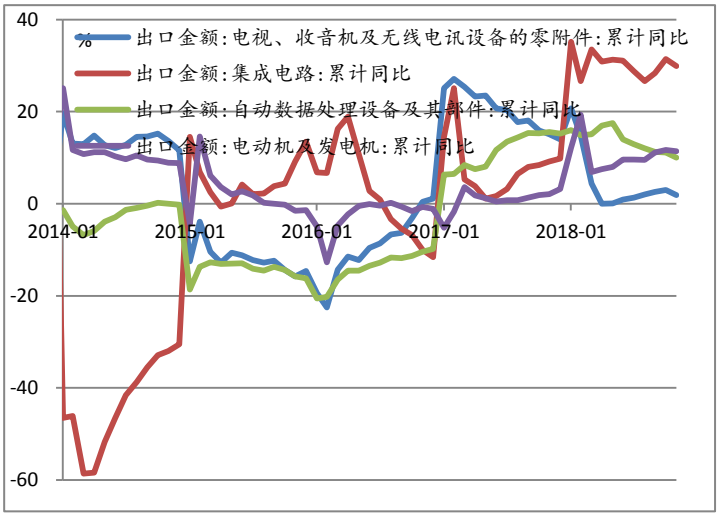
从出口行业看，劳动密集型产品和高新技术产品增速大多有所回落。

图表 38：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

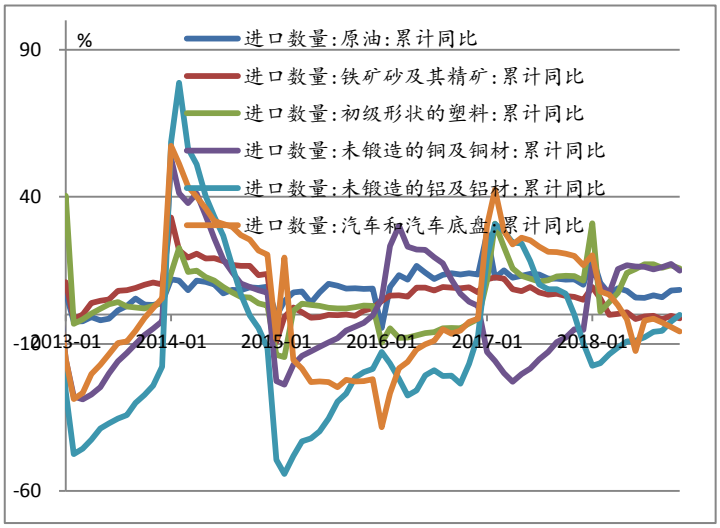
图表 39：高新技术品行业出口增速



资料来源：海关总署、Wind、致富研究院

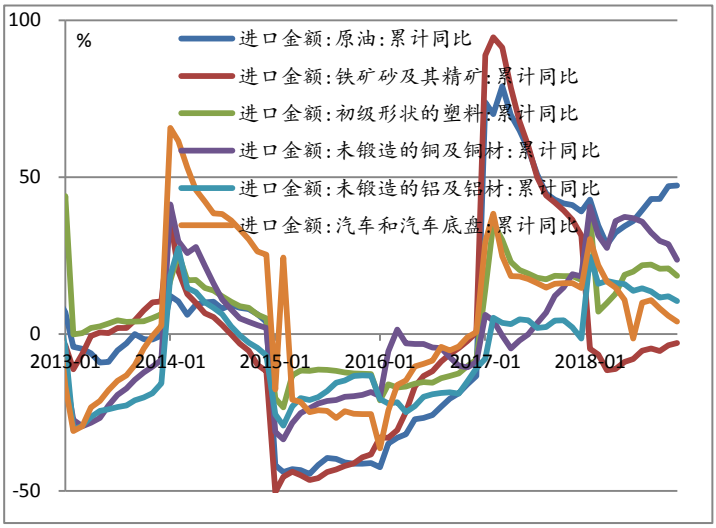
进口方面，需求回落将带动各类大宗商品进口数量增速回落，2018 年价格的显著下跌将带动进口金额增速的回落。

图表 40：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 41：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 和 PPI 涨幅继续双双回落

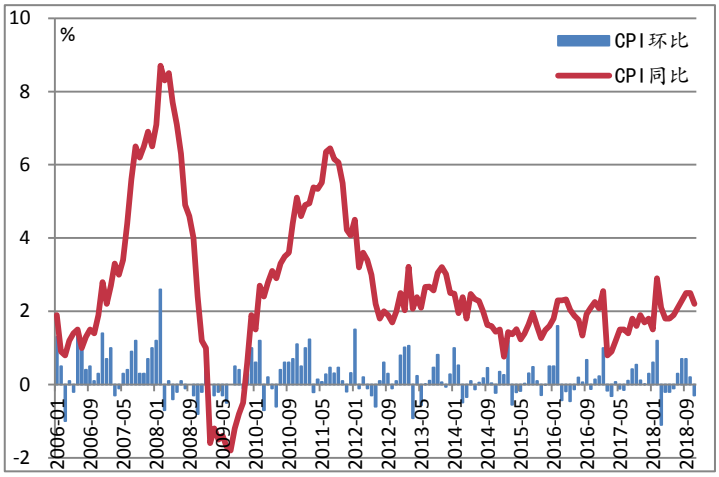
1、居民消费价格涨幅继续回落

11 月全国居民消费价格总水平（CPI）同比上涨 2.2%，环比下降 0.3%。其中，食品价格环比下降 1.2%，非食品价格环比下降 0.1%。

本月食品价格环比有涨有跌。价格下跌的主要有鲜菜、猪肉、蛋类和水产品，上涨的主要是鲜果，下跌类别居多。鲜菜价格环比下降 12.3%，同比上涨 1.5%；猪肉价格环比下降 0.6%，同比下降 1.1%；蛋类价格环比下降 0.2%，同比上涨 6.4%；水产品价格环比下降 0.2%，同比上涨 2.0%。鲜果价格环比上涨 3.7%，同比上涨 13.3%。

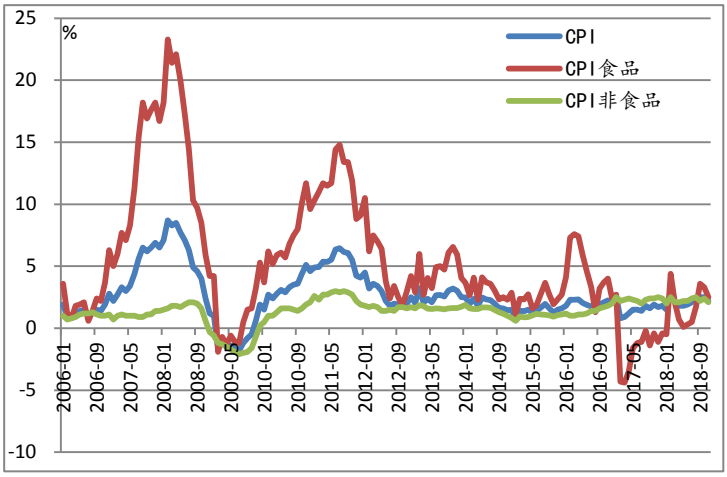
非食品价格中，七个中类价格环比“四升一平二降”。上涨类别按涨幅高低排序为：衣着、医疗保健、其他用品和服务、生活用品及服务，价格分别上涨 0.5%、0.2%、0.2%和 0.1%；持平的是居住；价格下降的是交通和通信、教育文化和娱乐，分别下降 1.0%和 0.6%。

图表 42：居民消费价格指数走势



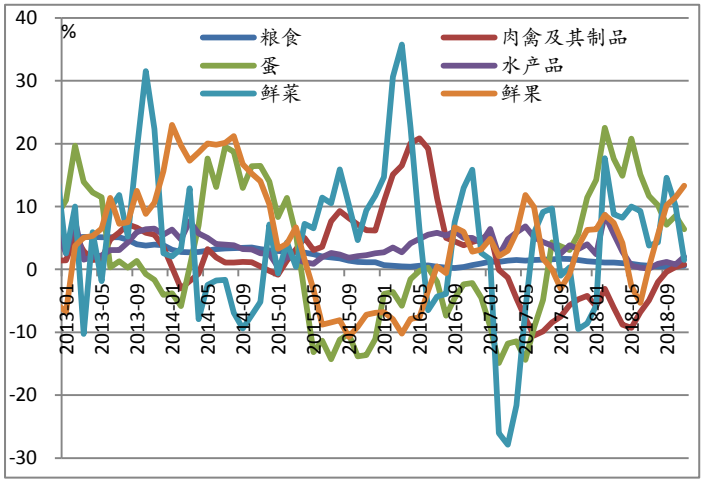
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 43：CPI 同比增长率



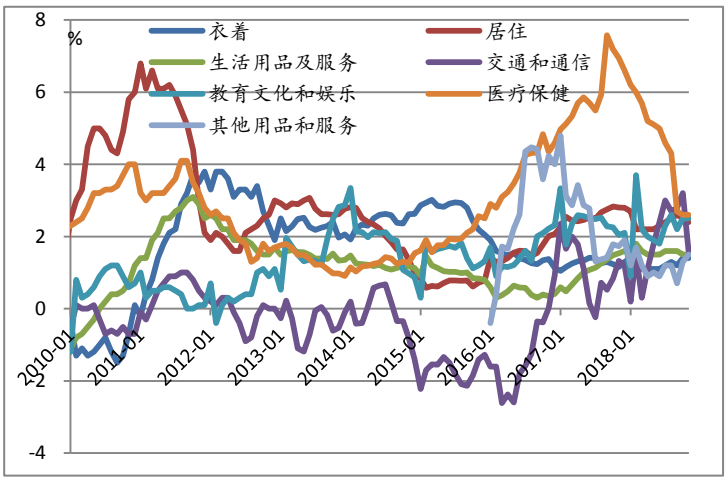
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 44：CPI 食品各中类指数走势



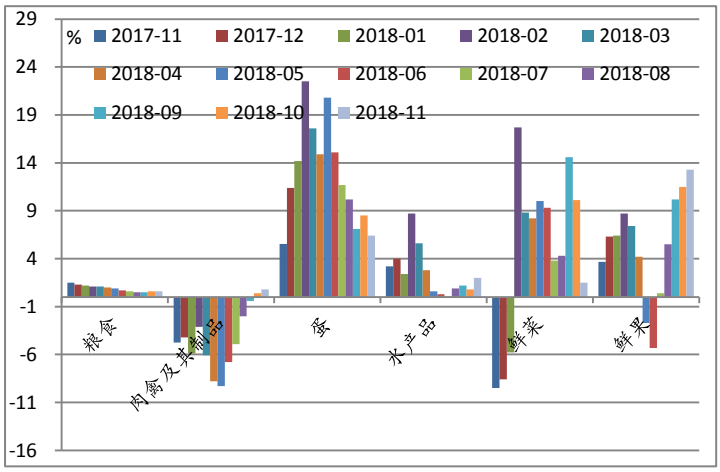
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 45：CPI 非食品各中类指数走势



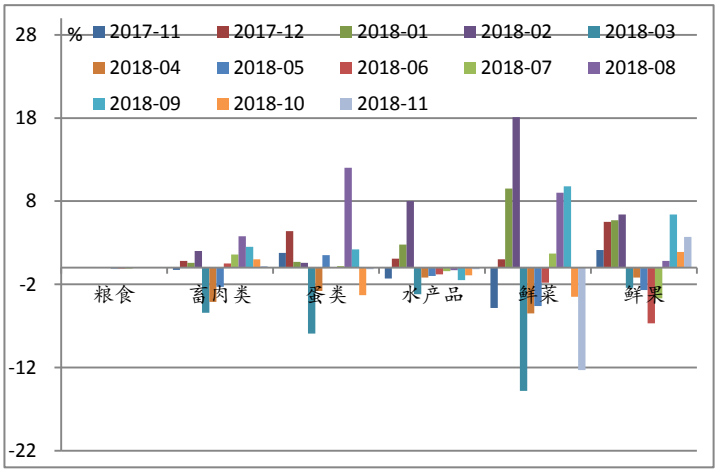
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 46：食品各中类指数同比增长率



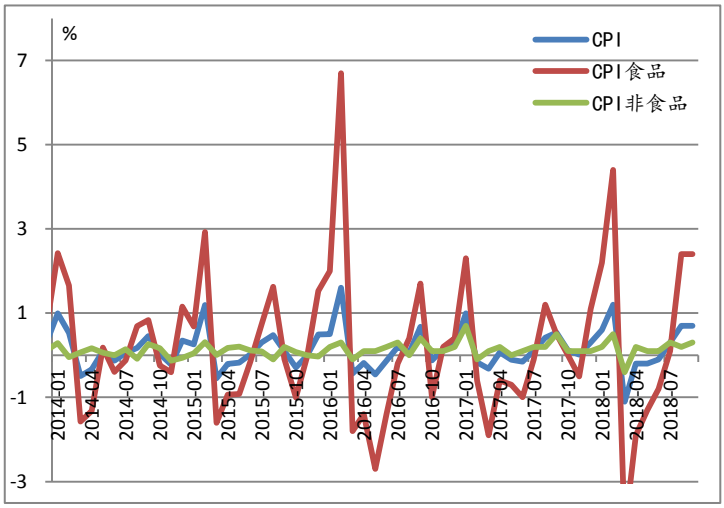
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 47：食品各中类指数环比增长率



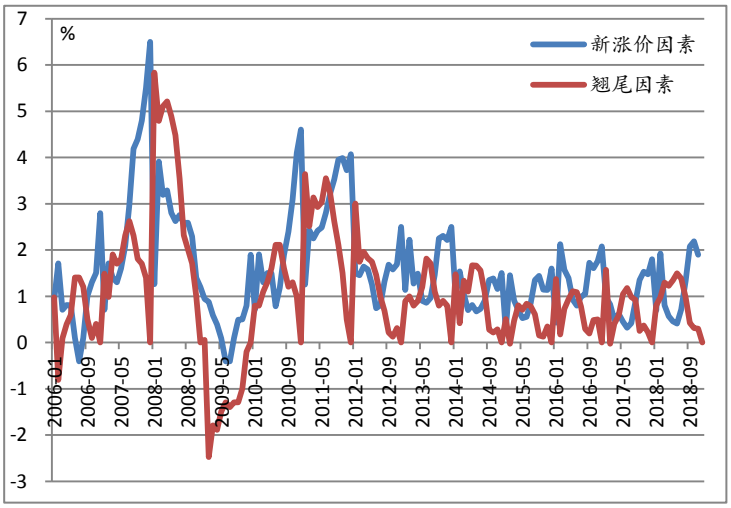
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 48：CPI 环比增长率



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 49：翘尾因素与新涨价因素



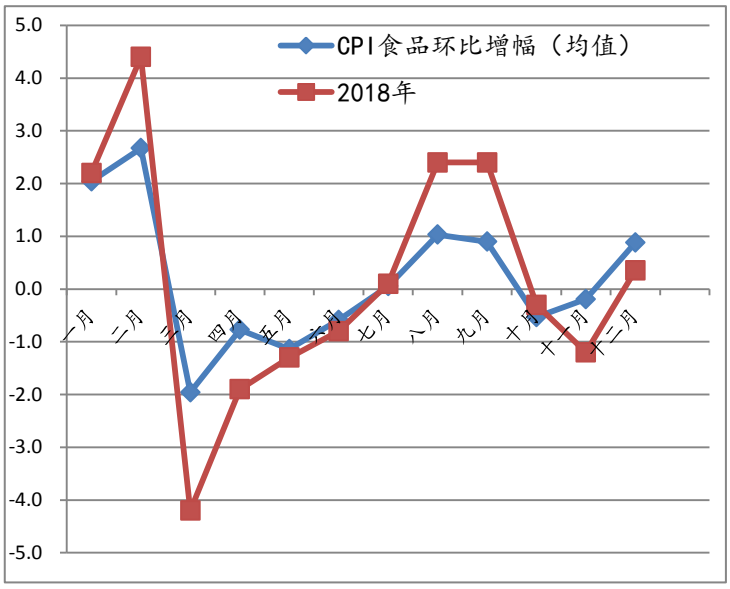
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

基于我们对各类商品和服务价格的跟踪观察，12 月食品价格环比小幅上涨，非食品价格环比小幅下降。食品价格中，鸡蛋价格小幅回落，畜肉和鲜菜价格上涨，其他各类价格较为稳定。非食品价格中，原油价格大幅回落继续带动交通和通信价格回落，旅游价格回落也继续带动教育文化和娱乐价格回落，其他类别价格大多较为稳定。二者综合之后整体 CPI 环比近乎持平。

我们预计，12 月食品价格小幅提升，非食品价格环比小幅回落，CPI 整体环

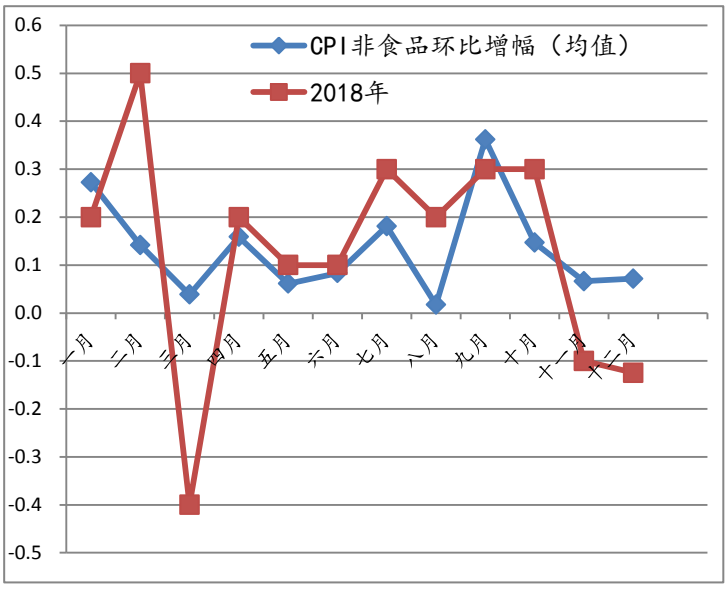
比近乎持平，同比上涨 2.0%左右。

图表 50：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 51：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

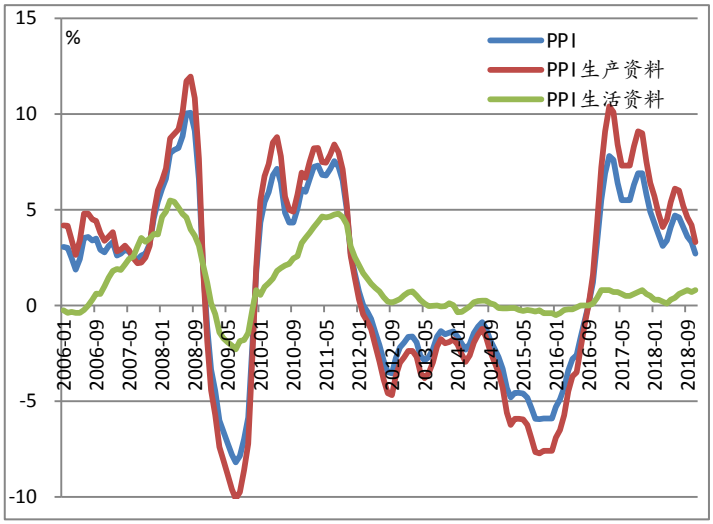
2、工业生产者价格涨幅继续回落

11 月工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨 2.7%，较上月低 0.6 个百分点；环比下降 0.2%。其中，PPI 生产资料价格同比上涨 3.3%，较上月低 0.9 个百分点，环比下降 0.3% ；PPI 生活资料价格同比上涨 0.8%，较上月高 0.1 个百分点，环比上涨 0.2%。

11 月工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比上涨 3.3%，环比持平。

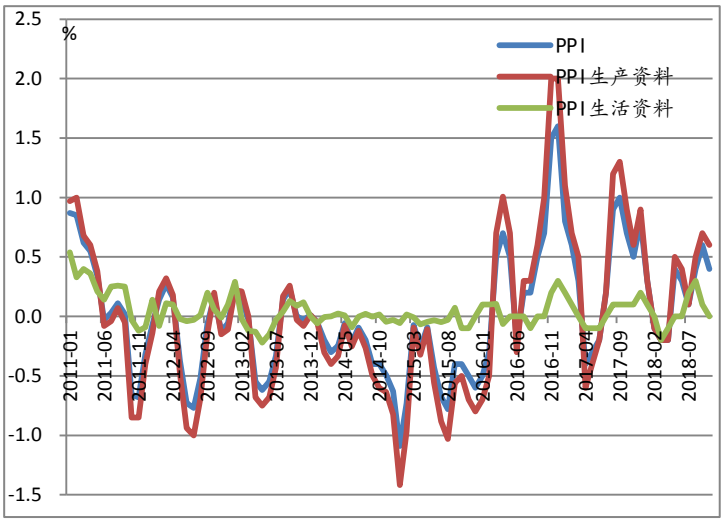
工业生产者购进价格中，各类材料增速普遍回落。建筑材料类、燃料动力类、黑色金属材料类、化工原料类、有色金属材料类增速分别为 9.3%、7.9%、5.5%、3.2%和-2.1%，分别较上月回落 0.3 个、1.5 个、0.1 个、2.1 个和 0.4 个百分点。

图表 52：工业生产者出厂价格同比增长率



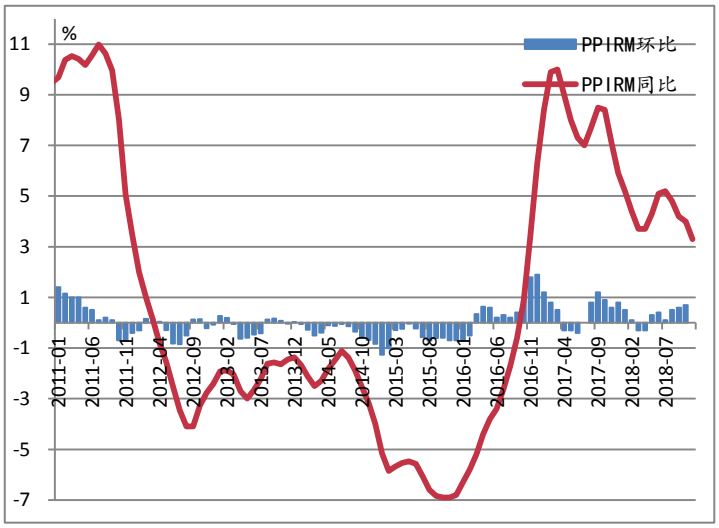
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 53：工业生产者出厂价格环比增长率



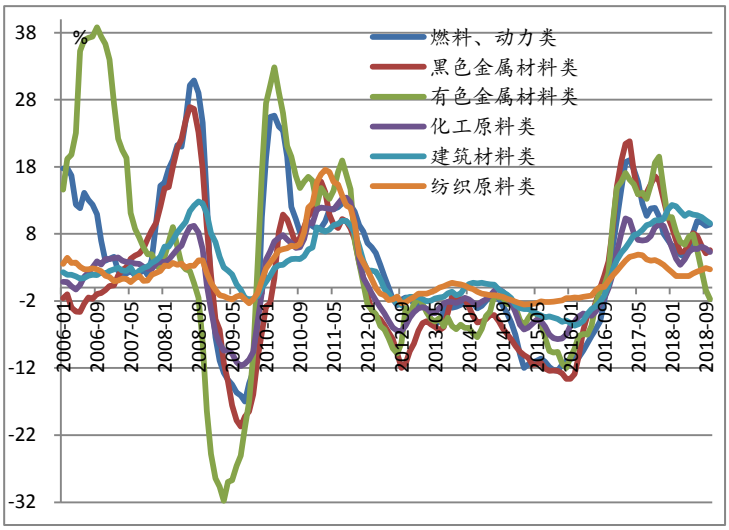
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 54：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 55：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 44.8%，环比回落 5.5 个百分点；出厂价格指数为 43.3%，环比回落 3.1 个百分点。当月原材料价格持续显著回落，结合基期数据，我们认为 12 月 PPI 同比增速继续回落。

三、货币增速较上月小幅提升

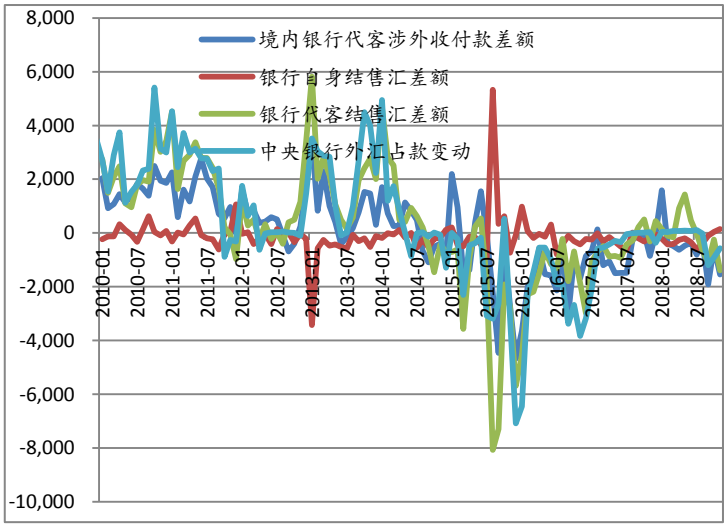
2018 年第二季度末，基础货币余额 31.9 万亿元，同比增长 4.8%，分别较上季度末和上年同期低 1.5 个和 0.4 个百分点。最近几个月货币乘数在 5.7 左右，保持高数值。

2018 年 11 月外汇占款余额为 21.3 万亿人民币，当月减少 571 亿元，降幅收窄；以美元计价，我国官方外汇储备总额为 30,617 亿美元，较上月多 86 亿美元。

在经济下滑压力加大、融资成本较高、货币传导不畅的大环境下，再加上两节前现金需求量显著提升的季节性因素，央行于 2019 年 1 月 4 日宣布下调金融机构存款准备金率 1 个百分点。本次降准将分两次执行，分别于 2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日各下调 0.5 个百分点。本次降准将释放资金 1.5 万亿元，综合即将开展的定向中期借贷便利操作和普惠金融定向降准动态考核所释放的资金，及一季度到期的中期借贷便利不再续做等因素之后，净释放长期资金约 8000 亿元。

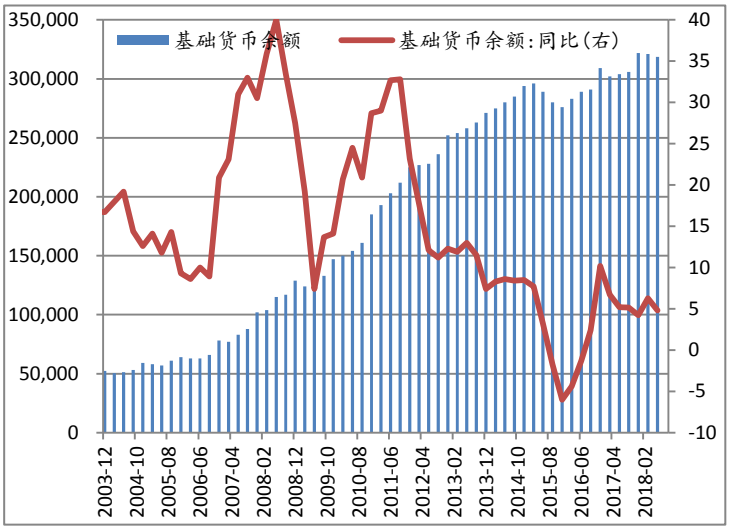
本次降准可以满足节日前资金需求，同时用长期资金替代中短期资金，在一定程度上疏通货币传导，对经济起到一定支持作用。但在经济下滑期，货币政策起到的作用较为有限，要切实加大财政政策宽松力度，才能使经济较快好转。

图表 56：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 57：基础货币

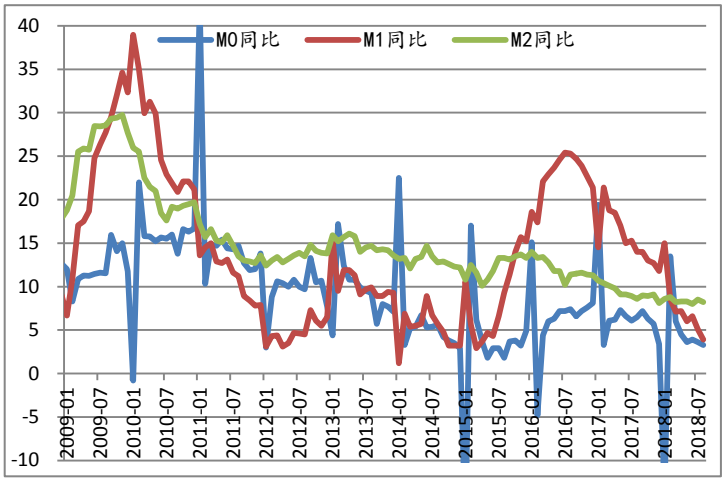


资料来源：中国人民银行、Wind、致富研究院

11 月末，广义货币（M2）余额 181.3 万亿元，同比增长 8.0%，增速与上月末持平，较上年同期低 1.1 个百分点。狭义货币（M1）余额 54.3 万亿元，同比增长 1.5%，增速分别较上月末和上年同期低 1.2 个和 11.2 个百分点。流通中货币（M0）余额 7.06 万亿元，同比增长 2.8%，增速与上月末持平，较上年同期低

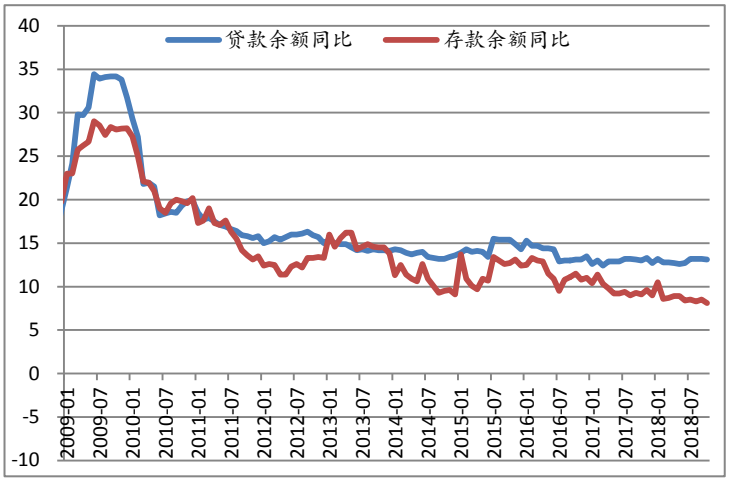
2.9 个百分点。本月 M1 增速继续回落，M0 和 M2 增速与上月持平。

图表 58：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 59：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 177.4 万亿元，同比增长 7.6%，增速分别较上月末和上年同期低 0.5 个和 2.0 个百分点。其中，储蓄存款余额为 70.4 万亿元，同比增长 10.8%。企业存款余额 54.9 万亿元，同比增长 3.7%。财政存款余额为 5.1 万亿元，同比减少 4.7%，储蓄存款增速提升，企业存款增速持平，财政存款增速回落。

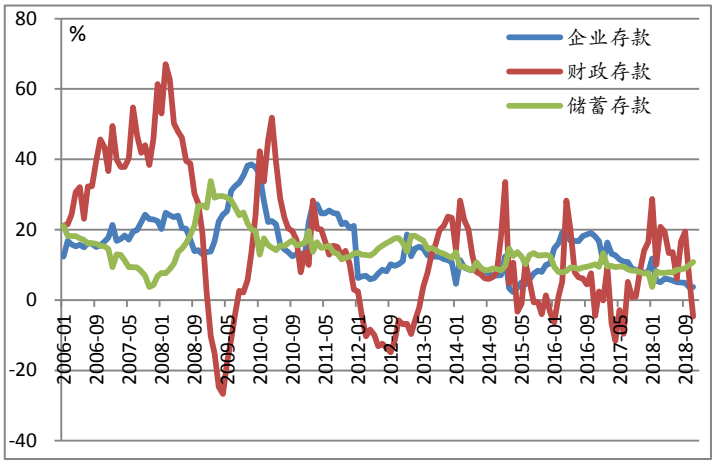
11 月新增人民币存款为 9,507 亿元，同比少增 6,193 亿元。其中，住户存款增加 7,406 亿元，非金融企业存款增加 7,335 亿元，财政性存款减少 6,643 亿元，非银行业金融机构存款增加 3,125 亿元。

11 月末，人民币贷款余额 135.2 万亿元，同比增长 13.1%，增速与上月末持平，较上年同期低 0.2 个百分点。

11 月新增人民币贷款 12,500 亿元，同比多增 1,300 亿元。其中，住户贷款增加 6,560 亿元，非金融企业贷款增加 5,764 亿元，非银行业金融机构贷款增加 277 亿元。

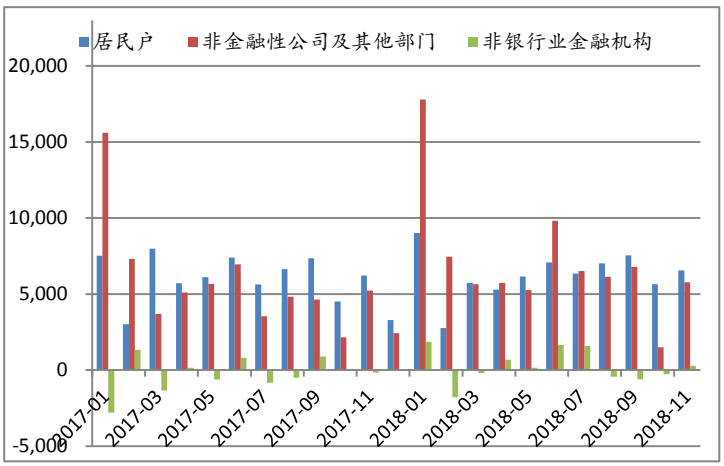
综合分析本月财政存款投放、外汇占款、央行公开市场操作和存款增加量等因素，我们预计 12 月 M2 同比增速较上月提升，同比增长 8.1%左右。

图表 60：各部门存款同比增长率



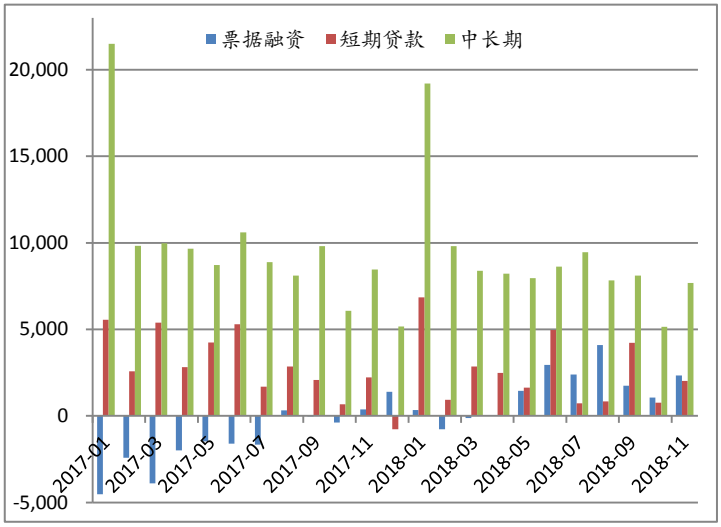
资料来源：中国人民银行、Wind、致富研究院

图表 61：新增人民币贷款的部门结构



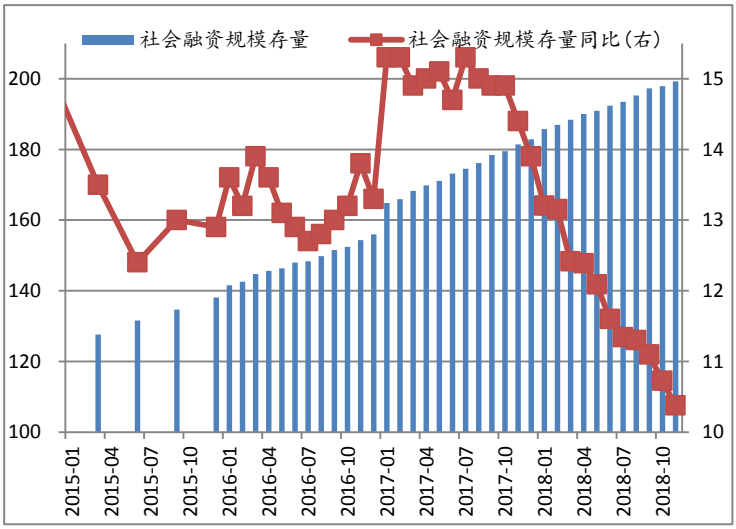
资料来源：中国人民银行、Wind、致富研究院

图表 62：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 63：社会融资规模累计值及累计增速



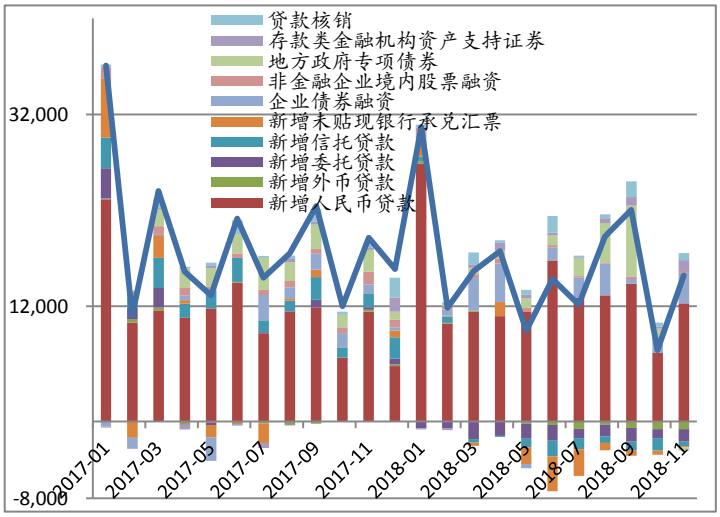
资料来源：中国人民银行、Wind、致富研究院

截至 2018 年 11 月，社会融资规模存量 199.3 万亿元，同比增长 9.9%，较上月低 0.3 个百分点，较上年同期低 4.0 个百分点。对实体经济发放的人民币贷款余额为 133.8 万亿元，同比增长 12.9%，在社会融资规模存量中占比为 67%（2017 年年初占比下降是统计口径调整所致）；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 2.3 万亿元，同比下降 7.3%，在社会融资规模存量中占比为 1.2%；委托贷款余额为 12.6 万亿元，同比下降 9.6%，在社会融资规模存量中占比为 6.3%；信托贷款余额为 7.9 万亿元，同比下降 4.9%，在社会融资规模存量中占比为 4.0%；

未贴现的银行承兑余额为 3.7 万亿元，同比下降 15.3%，在社会融资规模存量中占比为 1.9%；企业债券融资余额为 19.8 万亿元，同比增长 7.6%，在社会融资规模存量中占比为 9.9%；地方政府专项债券余额为 7.3 万亿元，同比增长 34.0%，在社会融资规模存量中占比为 3.6%；非金融企业境内股票融资余额为 7.0 万亿元，同比增长 6.5%，在社会融资规模存量中占比为 3.5%。人民币贷款占比继续提升，非标类融资占比继续下降。

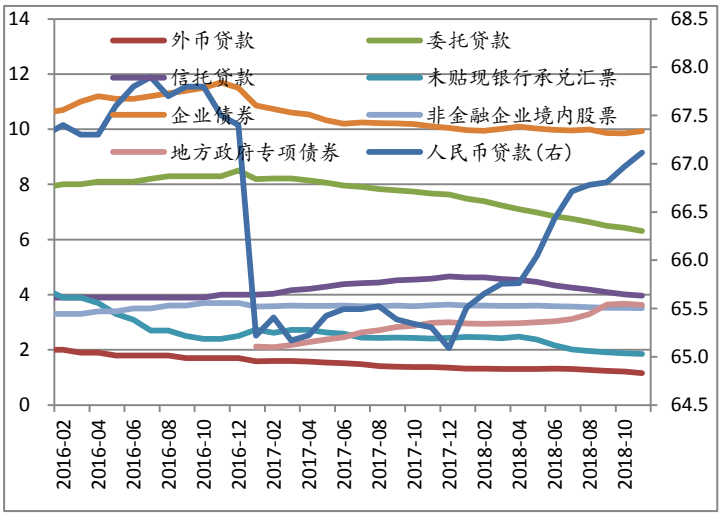
11 月当月社会融资规模新增 15,191 亿元，较上月多 7,761 亿元，较上年同期少 3,948 亿元。其中，人民币贷款增加 12,302 亿元，同比多增 874 亿元；外币贷款折合人民币减少 787 亿元，同比多减 985 亿元；委托贷款减少 1,310 亿元，同比多减 1,591 亿元；信托贷款减少 467 亿元，同比多减 1,901 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 127 亿元，同比多减 142 亿元；企业债券净融资增加 3,163 亿元，同比多 2,242 亿元；地方政府专项债券融资减少 332 亿元，同比少 2,614 亿元，非金融企业境内股票融资 200 亿元，同比少 1,124 亿元。

图表 64：社会融资规模结构



资料来源：中国人民银行、Wind、致富研究院

图表 65：社会融资规模占比



资料来源：中国人民银行、Wind、致富研究院

四、小结

总体而言，本月经济继续小幅回落，消费增速回落，投资增速有所提升，外贸顺差衰退式增加。预计 2018 年第四季度实际 GDP 当季同比增长率 6.4%左右，全年累计同比增长率 6.6%左右。

11 月 CPI 同比上涨 2.2%，我们预计 12 月 CPI 同比上涨 2.0%左右，环比近乎持平。2018 年全年 CPI 同比上涨 2.1%左右，较上年高 0.5 个百分点。

基于贷款投放的季节性规律,预计 12 月金融机构整体新增人民币贷款 8,000 亿元左右。之后综合考虑财政存款投放、外汇占款、央行公开市场操作、降准和存款增加量等因素，预计 12 月 M2 同比增速为 8.1%左右。

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

网址：www.chiefgroup.com.hk