



中国宏观经济月报

2019/12/06

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，但政策支持力度加大，全球经济不确定性也有所减弱。**10月中国经济指标全线回落，但内部我国政府出台一系列政策来稳基建、稳经济，外部中美贸易摩擦缓和、英国排除“无协议脱欧”的最坏情景假设，全球经济不确定程度有所减弱，市场避险情绪有所缓和。
- **基于经济运行规律和我国经济现状，理应大力提振内需，但由于2008年以来我国居民部门债务负担上升过快，居民可支配收入在国民收入中占比过低、增速持续回落，导致居民消费支出较为乏力。**
- **积极财政政策理应起到更好的逆周期调节作用，但由于支出刚性、预算平衡的年度性、土地出让金等收入的顺周期性、PPI处于低位等原因，同时结合政府相关表态，今年财政赤字率突破3%的概率不大。**
- **中国猪肉价格从高位回落，CPI涨幅继续扩大。**10月CPI同比上涨3.8%，较上月大幅提升。本月在加大猪肉进口等措施的作用下，猪肉价格从月初的高位持续回落。预计11月CPI同比上涨4.3%。
- **货币增速回落。**预计11月金融机构新增人民币贷款13,500亿元左右，M2同比增速为8.2%左右，较上月回落0.2个百分点。



目 录

一、经济运行总览	6
1、全球制造业和服务业景气度均有所提升	6
2、本月中国景气度有所提升	7
3、消费增速回落	10
4、财政收入增速提升，支出增速回落	13
5、投资增速持续回落	17
6、外贸继续维持衰退型顺差	23
二、CPI 继续提升，PPI 降幅收窄	27
1、猪肉价格高位回落，但 CPI 涨幅继续扩大	27
2、工业生产者价格降幅收窄	30
三、货币增速回落	32
四、小结	35



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	8
图表 8: 各类企业的 PMI 指数	8
图表 9: 中采制造业 PMI 成分指数	9
图表 10: 克强指数走势	9
图表 11: 粗钢产量及增速	9
图表 12: 居民收支名义增速	10
图表 13: 居民收支实际增速	10
图表 14: 社会消费品零售总额	11
图表 15: 社会消费品零售总额同比增长率	11
图表 16: 商品零售与餐饮收入当月同比增长率	12
图表 17: 各类商品零售额当月同比增长率	12
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: 城镇居民收入结构	13
图表 21: 农村居民收入结构	13
图表 22: 国家财政收支当月情况	14
图表 23: 国家财政收支累计情况	14
图表 24: 财政收支情况	15
图表 25: 全国政府性基金收支情况	15
图表 26: 国有资本经营收支情况	16
图表 27: 社会保险基金收支情况	16
图表 28: 国债发行及余额情况	17
图表 29: 地方债发行及余额情况	17
图表 30: 全国固定资产投资同比增长率	18
图表 31: 全国固定资产投资分产业增速	18
图表 32: 固定资产投资同比增长率	19
图表 33: 投资实际增速	19
图表 34: 工业增加值增速	20
图表 35: 三大产业增加值同比增长率	20
图表 36: 各行业增加值同比增长率	20



图表 37: 各行业增加值同比增长率 (续)	20
图表 38: 工业企业利润总额增长率	21
图表 39: 收入及成本同比增速	21
图表 40: 各类企业利润增速情况	21
图表 41: 各类企业收入增速情况	21
图表 42: 各行业利润增速情况	22
图表 43: 各行业利润增速情况 (续)	22
图表 44: 房地产活动情况	23
图表 45: 房地产开发资金来源增速	23
图表 46: 进出口金额	24
图表 47: 进出口增速	24
图表 48: 对美国进出口情况	25
图表 49: 对欧盟进出口情况	25
图表 50: 对日本进出口情况	25
图表 51: 对东盟进出口情况	25
图表 52: 劳动密集型行业出口增速	26
图表 53: 高新技术产品行业出口增速	26
图表 54: 大宗商品进口数量增速	26
图表 55: 大宗商品进口金额增速	26
图表 56: CPI 同比及环比增速	27
图表 57: CPI 食品和非食品价格走势分化	27
图表 58: CPI 食品各中类指数走势	28
图表 59: CPI 非食品各中类指数走势	28
图表 60: 食品各中类指数同比增长率	28
图表 61: 食品各中类指数环比增长率	28
图表 62: CPI 环比增长率	29
图表 63: 翘尾因素与新涨价因素	29
图表 64: CPI 食品环比增长率的月度走势图	30
图表 65: CPI 非食品环比增长率的月度走势图	30
图表 66: 工业生产者出厂价格同比增长率	31
图表 67: 工业生产者出厂价格环比增长率	31
图表 68: 工业生产者购进价格增速	31
图表 69: 工业生产者购进价格分类指数走势	31
图表 70: 当月外汇占款新增额	32
图表 71: 基础货币	32
图表 72: 各层次货币供应量同比增长率	33
图表 73: 人民币存款及贷款增长走势	33
图表 74: 各部门存款同比增长率	34



图表 75: 新增人民币贷款的部门结构	34
图表 76: 新增人民币贷款的期限结构	34
图表 77: 社会融资规模累计值及累计增速	34
图表 78: 社会融资规模结构	35
图表 79: 社会融资规模占比	35



一、经济运行总览

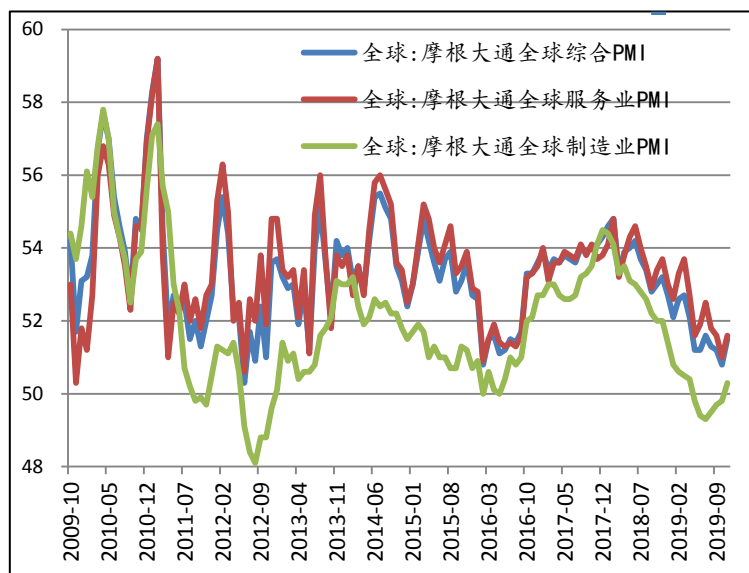
10月中国经济指标全线回落，但内部我国政府出台一系列政策来稳基建、稳经济，外部中美贸易摩擦缓和、英国排除“无协议脱欧”的最坏情景假设，全球经济不确定程度有所减弱，市场避险情绪有所缓和。

1、全球制造业和服务业景气度均有所提升

本月全球制造业和服务业景气度均有所提升

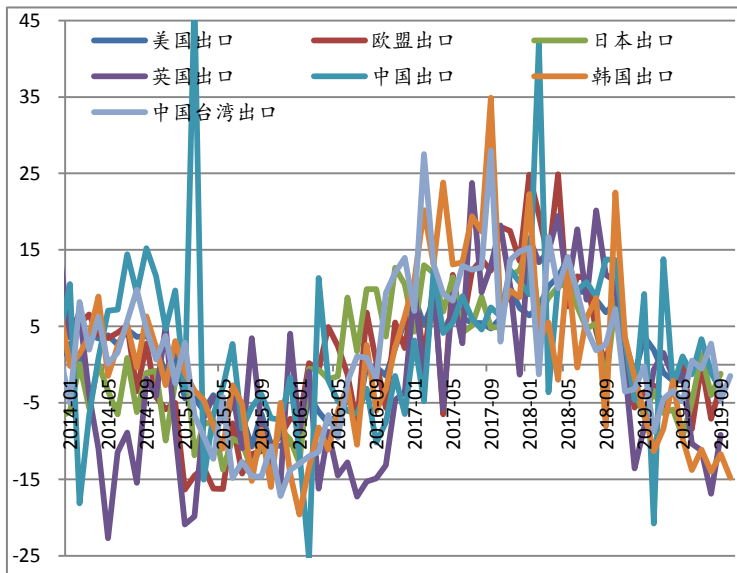
11月全球制造业 PMI 指数为 50.3%，较上月高 0.5 个百分点，较上月小幅回升；全球服务业 PMI 指数为 51.6%，较上月高 0.6 个百分点；全球综合 PMI 指数为 51.5%，较上月高 0.7 个百分点；本月制造业和服务业景气度双双有所提升。

图表 1：全球制造业采购经理指数

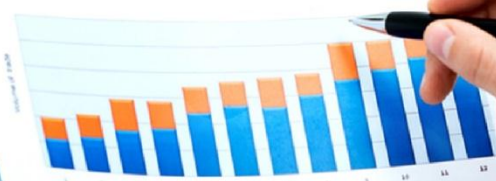


资料来源：Wind、致富研究院

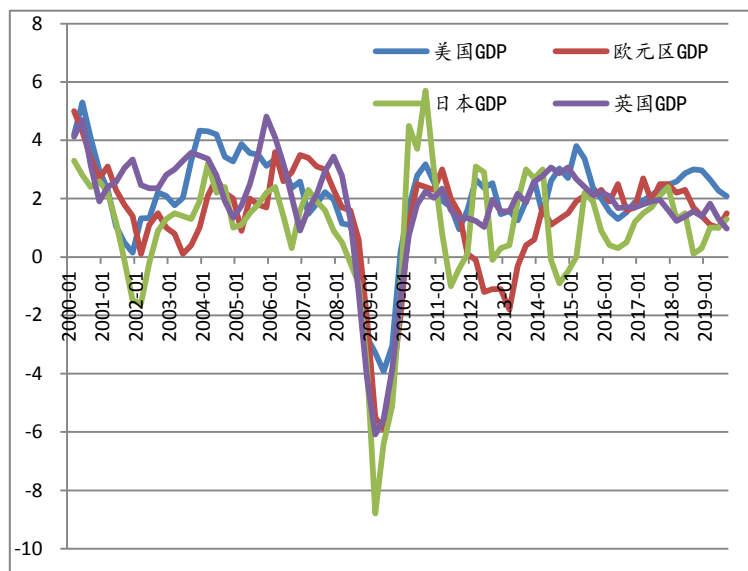
图表 2：出口增速回落



资料来源：Wind、致富研究院

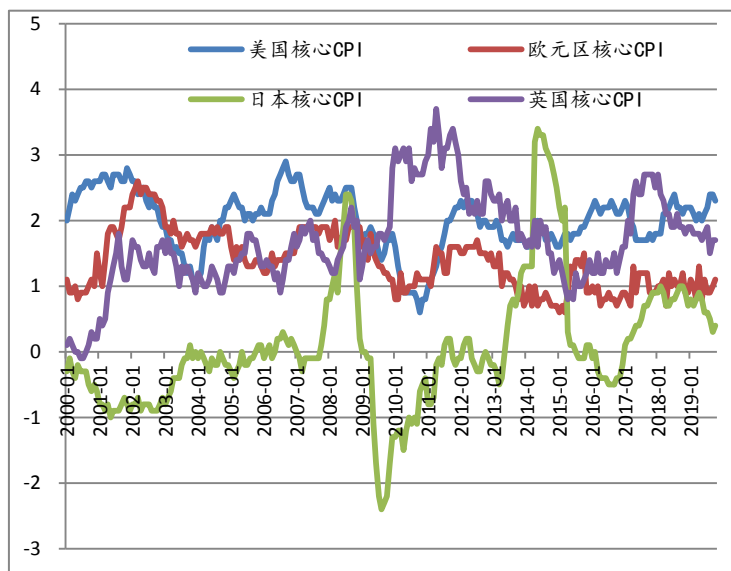


图表 3: 各主要经济体 GDP 同比增速



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提升

本月中国景气度提升

从景气度指标看, 11 月我国中采制造业 PMI 指数为 50.2%, 较上月高 0.9 个百分点。中采非制造业 PMI 指数为 54.4%, 环比高 1.6 个百分点。同月, 财新采购经理指数 (财新 PMI) 为 51.8%, 环比高 0.1 个百分点。财新服务业采购经理指数 (财新服务业 PMI) 为 53.5%, 环比高 2.4 个百分点。本月景气度有所提升。

从细分指数看, 中采制造业 PMI 五个分类指数“四升一降”

内需和外需均有所提升。新订单指数为 51.3%, 较上月高 1.7 个百分点; 其中, 新出口订单指数为 48.8%, 较上月高 1.8 个百分点; 进口指数为 49.8%, 较上月高 2.9 个百分点; 内需和外需均有所提升。

生产增速加快。生产指数为 52.6%, 较上月高 1.8 个百分点, 生产增速加快。

就业小幅好转。从业人员指数为 47.3, 与上月持平, 用工状况稳定。

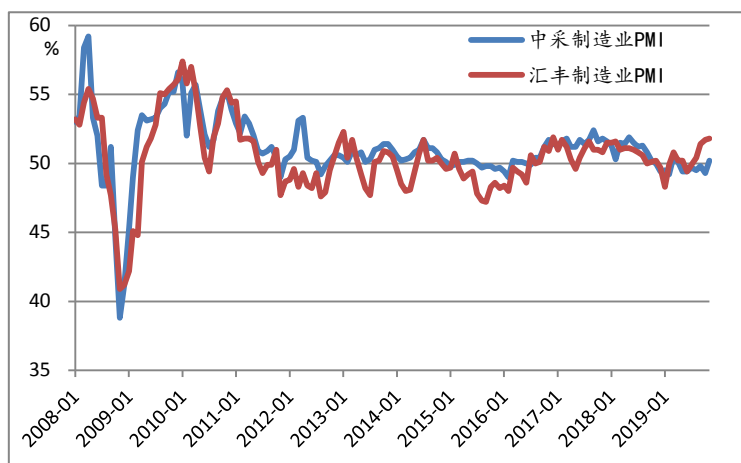
供货速度加快。供应商配送时间指数为 50.5%, 较上月高 0.4 个百分点, 原材料供应商交货速度加快。

库存提升。原材料库存指数为 47.8%, 较上月高 0.4 个百分点; 产成品库存指数为 46.4%, 较上月低 0.3 个百分点; 原材料库存提升, 产成品库存小幅回落。



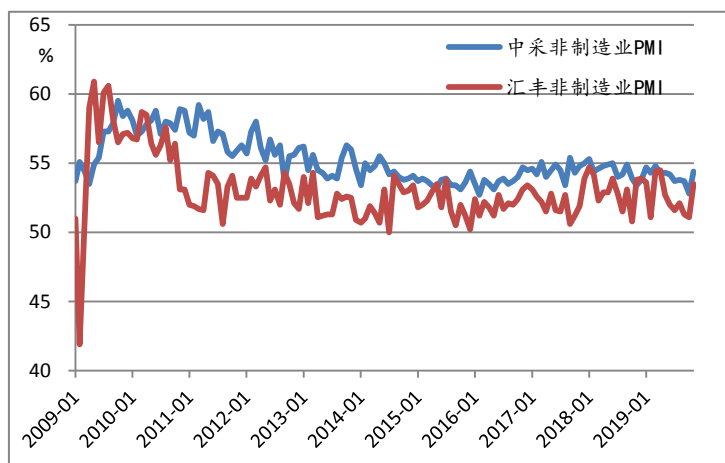
分企业规模看，大型、中型、小型企业景气度均有所提升。大型企业 PMI 指数为 50.9%，较上月高 1.0 个百分点；中型企业 PMI 指数为 49.5%，较上月高 0.5 个百分点；小型企业 PMI 指数为 49.4%，较上月高 1.5 个百分点。各种类型企业景气度均有所提升。

图表 5：制造业采购经理指数



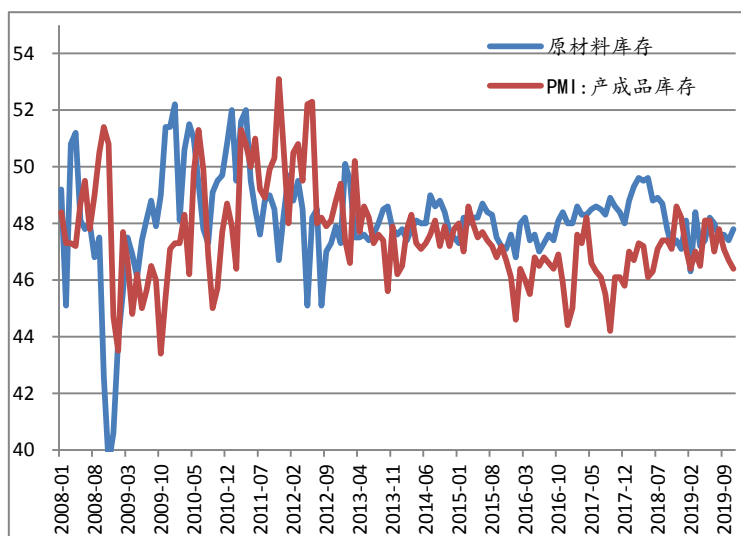
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 6：非制造业采购经理指数



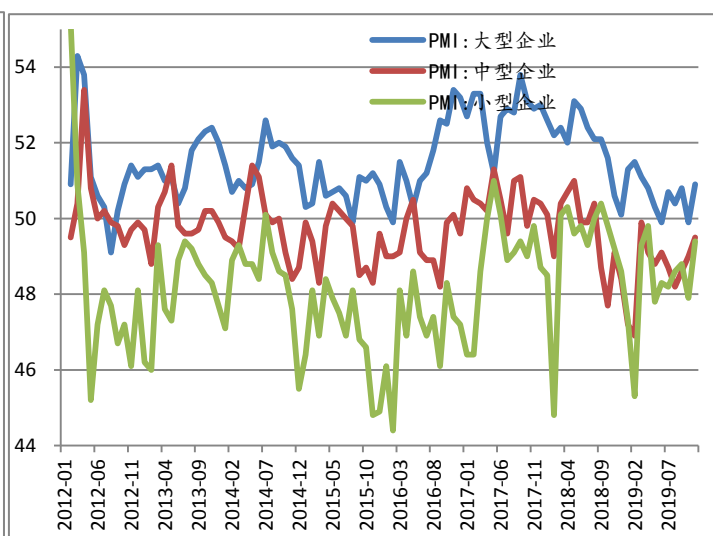
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 7：库存变动情况

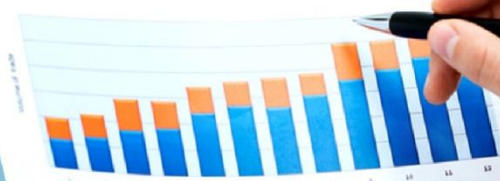


资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

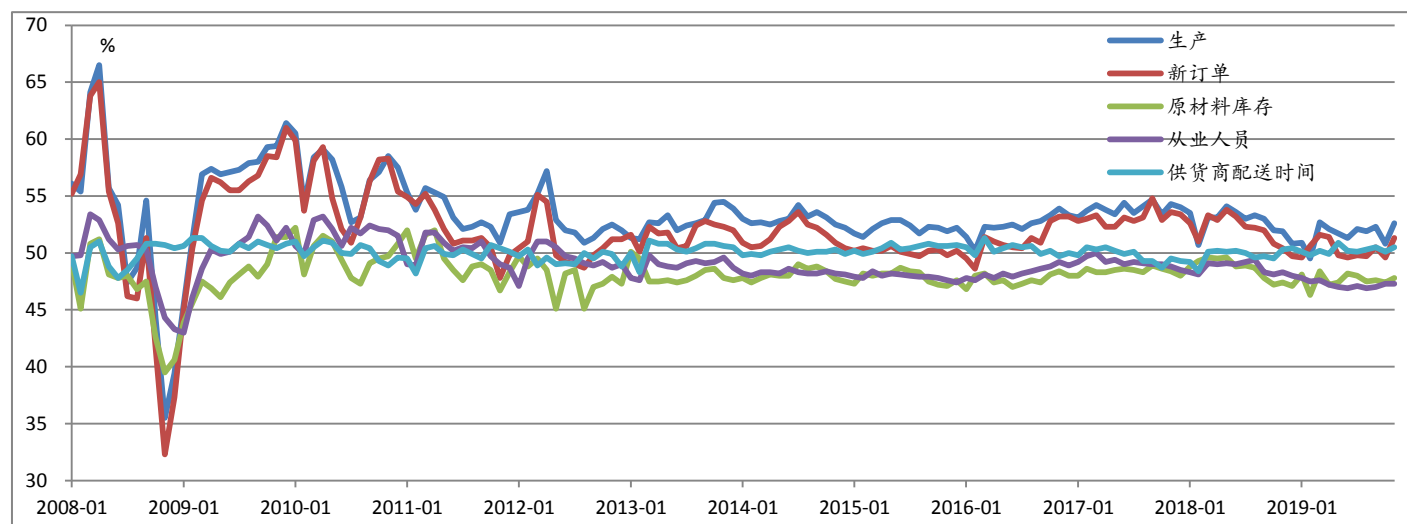
图表 8：各类企业的 PMI 指数



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

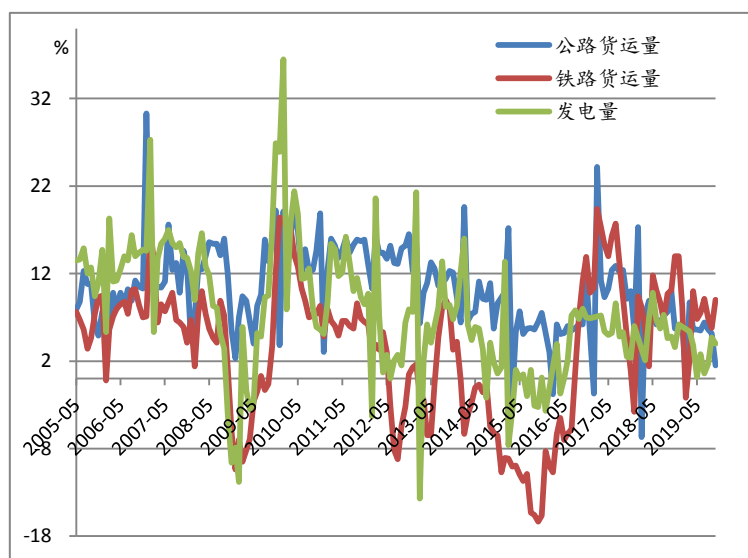


资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

中上游数据回落

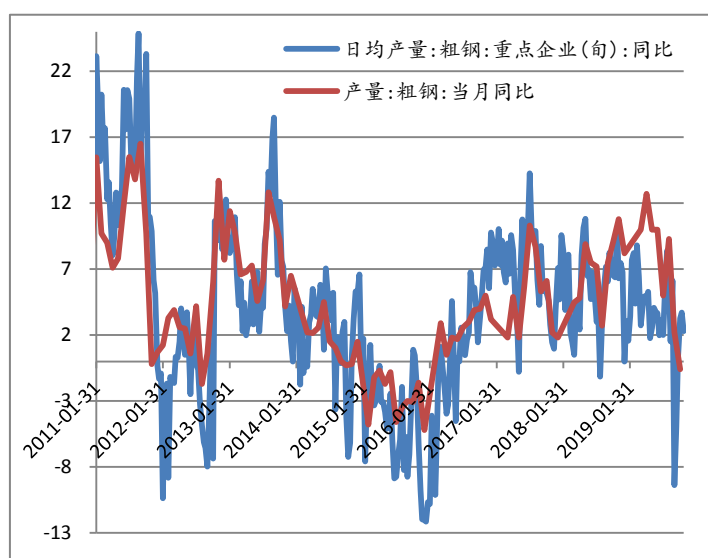
从中上游高频数据看，10月铁路货运量增速提升，公路货运量和发电量增速回落。11月6大发电厂用煤量增速小幅回落，钢铁产量增速也有所下降。

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



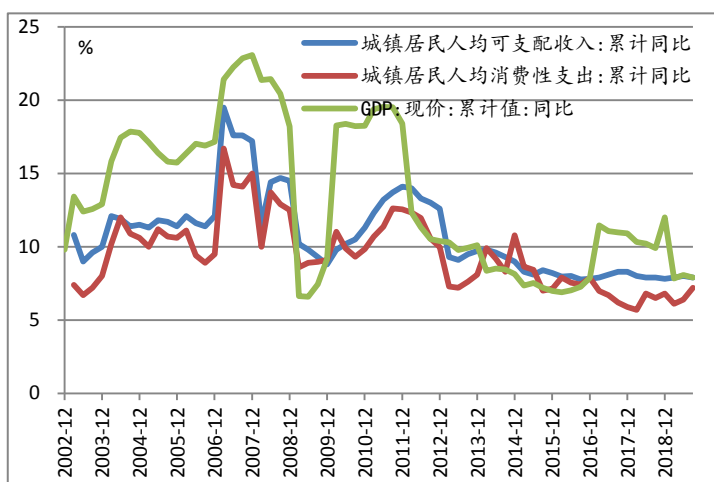
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院



3、消費增速回落

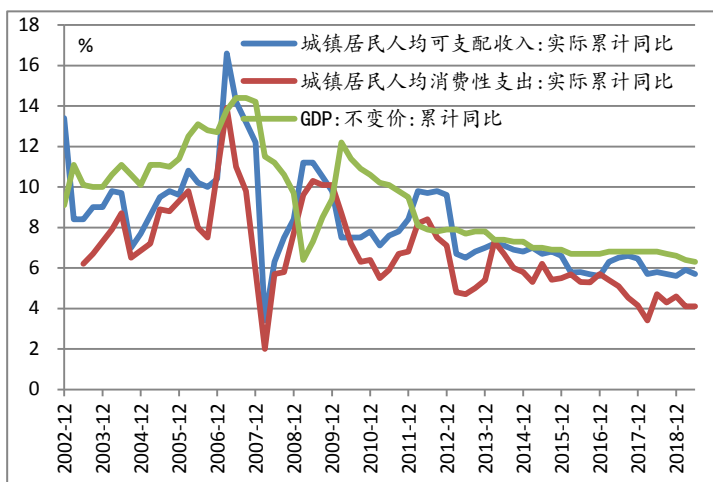
从居民家庭收支调查数据看，2019 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 31,939 元，同比增长 7.9%，较上半年低 0.1 个百分点，与上年同期持平；扣除价格因素，实际同比增长 5.4%，较上半年低 0.3 个百分点，较上年同期低 0.3 个百分点；人均消费支出 20,379 元，同比增长 7.2%，较上半年高 0.8 个百分点，较上年同期高 0.7 个百分点；实际同比增长 4.7%，较上半年高 0.6 个百分点，较上年同期高 0.4 个百分点。总体而言，物价涨幅扩大带动居民名义收入和支出增速提升，但实际增速保持稳定或小幅回落。

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

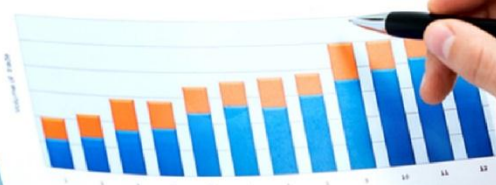
图表 13：居民收支实际增速



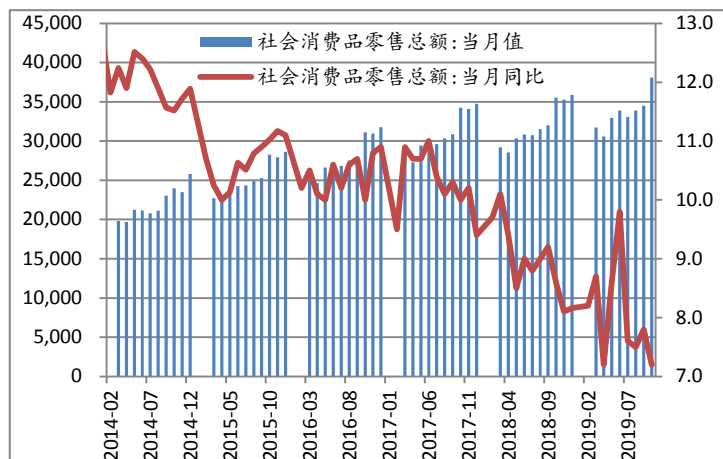
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

2019 年 10 月社会消费品零售总额为 3.8 万亿元，同比增长 7.2%，较上月低 0.6 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 4.9%，较上月低 0.9 个百分点，较上年同期低 0.7 个百分点。

1-10 月社会消费品零售总额为 33.5 万亿元，同比增长 8.1%，较前 9 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%，较前 9 个月低 0.1 个百分点。

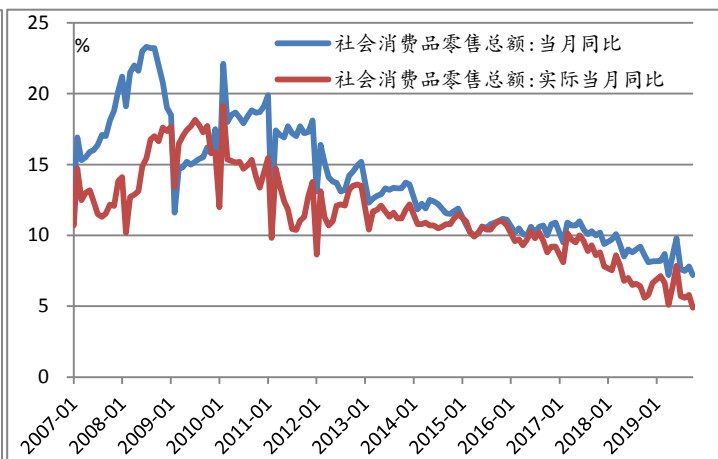


图表 14：社会消费品零售总额



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

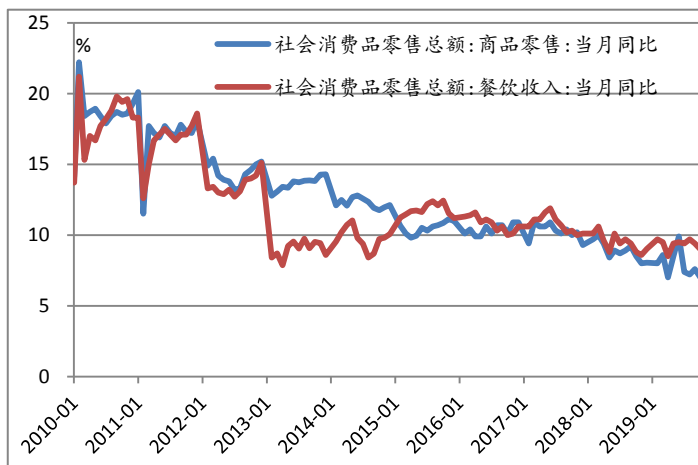
从消费形态看，商品零售和餐饮增速均有所回落。10月商品零售3.4万亿元，同比增长7.0%，较上月低0.6个百分点，较上年同期低1.5个百分点；餐饮收入4,368亿元，同比增长9.0%，较上月低0.4个百分点，较上年同期高0.2个百分点。

分商品看，本月必需消费品、可选消费品类增速普遍回落，但iphone11上市，消费者购买热情高，带动本月通讯器材类增速显著提升。必需消费品中，食品饮料类增速回落、服装鞋帽类增速降至负值；汽车相关类增速降幅扩大，汽车类增速从上月的-2.2%降至本月的-3.3%，石油及其制品类从-0.4%降至-4.5%；房地产相关类增速也普遍下降，建筑及装潢材料类增速回落1.6个百分点，家具类增速回落4.5个百分点，家电类增速回落4.7个百分点。9月iphone11上市，消费者购买热情高，带动本月通讯器材类增速显著提升，从上月的8.4%升至本月的22.9%。

本月消费增速显著回落，实际增速降至5%以下，创下多年低位。在居民收入增速回落的大环境下，消费增速将继续维持下行走势。

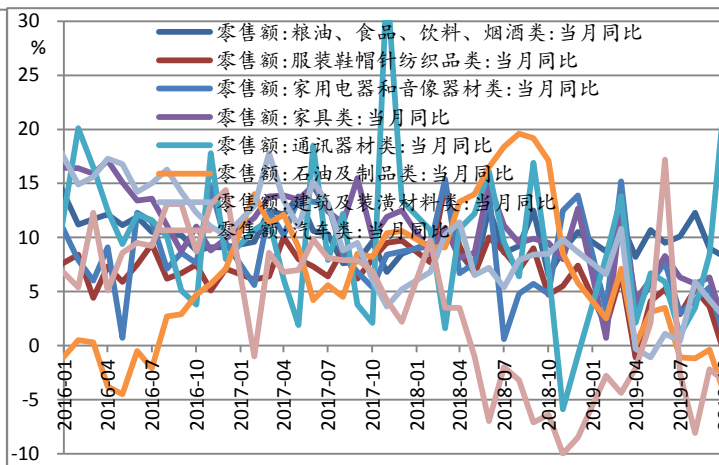


图表 16: 商品零售与餐饮收入当月同比增长率



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

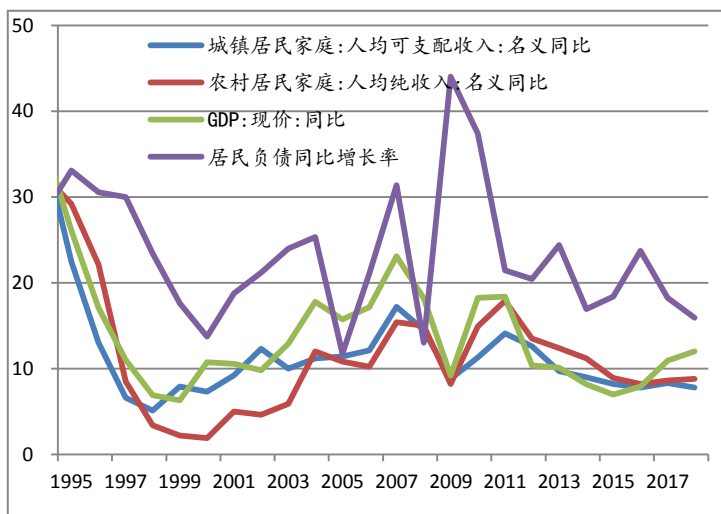


资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

居民部门债务负担加重, 收入增速下滑, 抑制消费支出

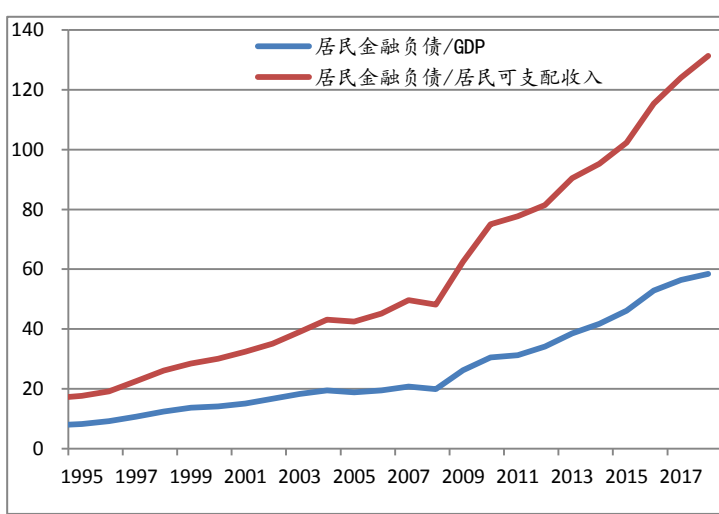
中国推行住房商品化改革以来, 居民部门债务规模持续扩大, 增速持续高于居民收入增速, 尤其是 2008 年金融危机之后, 几轮房地产刺激和去库存政策使得居民部门债务规模加速扩张, 居民部门杠杆率在危机前十年从 10% 提升到 20%, 但危机后十年从 20% 提升到近 60%; 与之相对应, 居民部门负债与居民可支配收入的比值也升至危机时的近 3 倍。

图表 18: 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 19: 各类商品零售额当月同比增长率



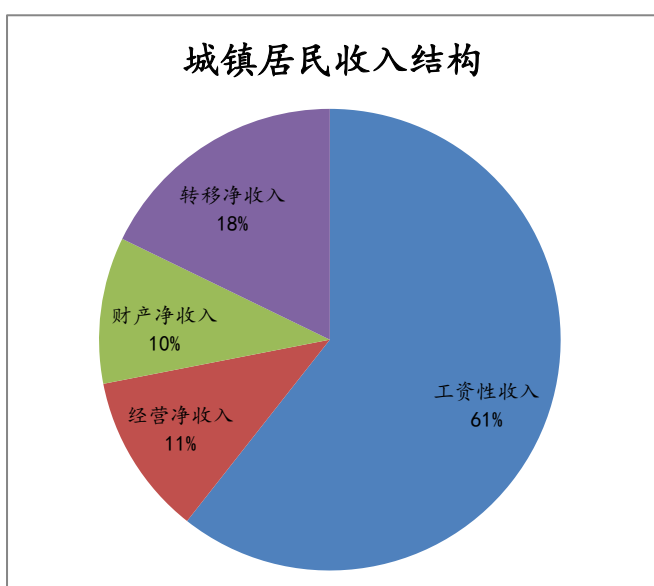
资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院



从居民收入结构看，城镇居民以工资性收入为主，农村居民以工资性收入和家庭经营收入为主，由于我国居民房产大多以自住为主，所以财产性收入在居民收入中占比很低。工资性收入和经营收入变动与经济周期景气度高度一致，它们进而直接决定居民消费走势。

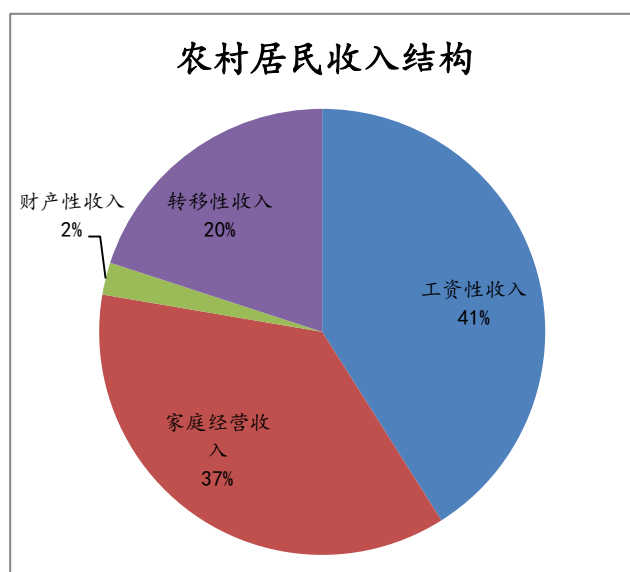
所以，只有居民收入切实得到提升，才能达到稳经济的目的。

图表 20：城镇居民收入结构



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 21：农村居民收入结构



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

4、财政收入增速提升，支出增速回落

2019年10月财政收入17,026亿元，同比增长8.3%，较上月高3.2个百分点；其中，税收收入14,544亿元，同比增长8.0%，较上月高12.2个百分点；非税收收入2,482亿元，同比增长9.7%，较上月低30.7个百分点。财政支出11,975亿元，同比减少0.5%，较上月低13.5个百分点。由于上年10月开始实施上调个税起征点等政策，所以基期10月个税金额较9月下降，带动今年10月税收收入增速显著提升。

本月税收收入增速由负转正，财政支出和非税收收入增速回落。前10个月财政收入累计同比增长3.8%，较前9个月高0.5个百分点，较上年同期低4.7个百分点；其中，税收收入累计同比上涨0.4%，较前9个月高0.8个百分点，较上年同期低10.3个百分点；非税收收入累计同比增长27.1%，较前9个月低2.1



个百分点,较上年同期高37.8个百分点。前10个月财政支出累计同比增长8.7%,较前9个月低0.7个百分点,较上年同期高1.1个百分点。

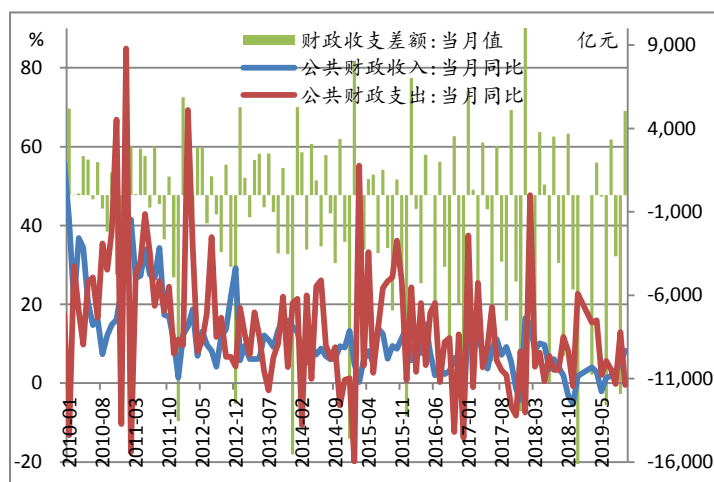
本月财政收入大于财政支出,财政盈余0.5万亿元,前10个月财政赤字累计金额为2.3万亿元,大幅高于上年同期。

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;贸易摩擦升级继续影响进出口相关税种,进口增值税和关税增速降幅继续扩大,出口退税增速也显著下降;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大多有所下降。交通运输、农林水事物、城乡社区事物支出增速回落,教育、社保支出增速也有所回落,节能环保支出、科技支出增速有所提升。

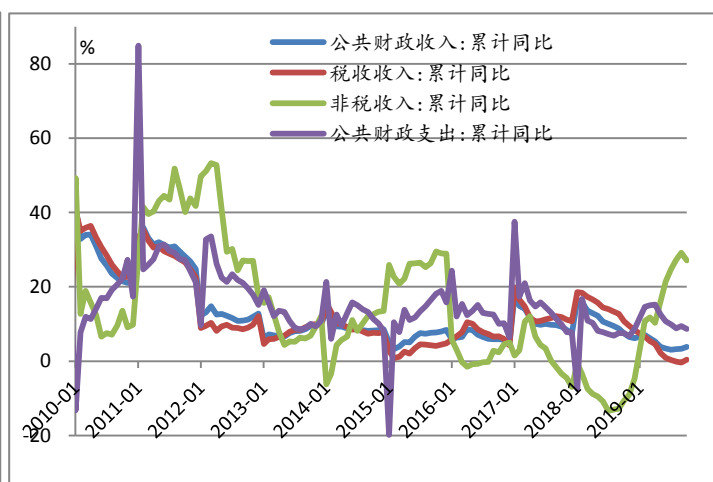
本月政府基金收入增速提升,基金支出增速回落。

图表 22: 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 23: 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

财政政策应遵循功能财政理论,但从当前财政数据及政府表态看,赤字率提升空间有限

按照凯恩斯的宏观经济理论,财政政策应该遵循功能财政理论,呈现逆周期相机抉择,但由于我国财政支出刚性、预算平衡的年度性、税收任务考核制、财政纪律松弛、土地出让金等基金收支的顺周期性等原因,使得我国财政政策呈现出一定的顺周期性,抑制了财政政策逆周期调节经济的能力。

按照新《预算法》的规定,我国预算体系包括一般公共预算、全国政府性基



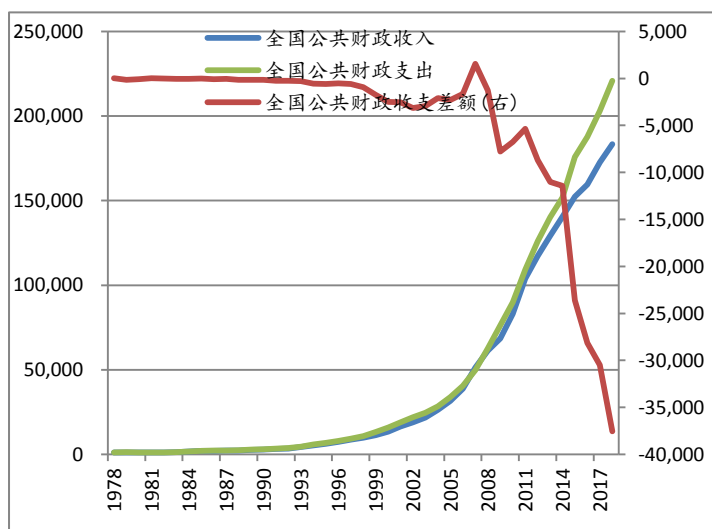
金預算、國有資本經營預算和社會保險預算。

從全國公共收支數據看，由於我國財政支出的剛性問題，幾乎所有年份我國公共財政收支均保持平衡或者赤字狀態，即使在美國次貸危機之前的高速增長的過熱期，財政收支差額也為赤字，進而大幅限制經濟下滑期財政赤字的發揮空間。

從基金收支數據看，我國政府性基金收支中占比最高的是地方政府的土地出讓金收支，從我國開啟房改到 2017 年，房地產市場總體震盪式上行，土地出讓金收入是政府的主要收入來源之一，除了滿足土地出讓基金相關支出之外，總可以留出一部分資金補充其他地方財政支出，但 2018 年，基金收支差額顯著為負，不能繼續支持財政支出。

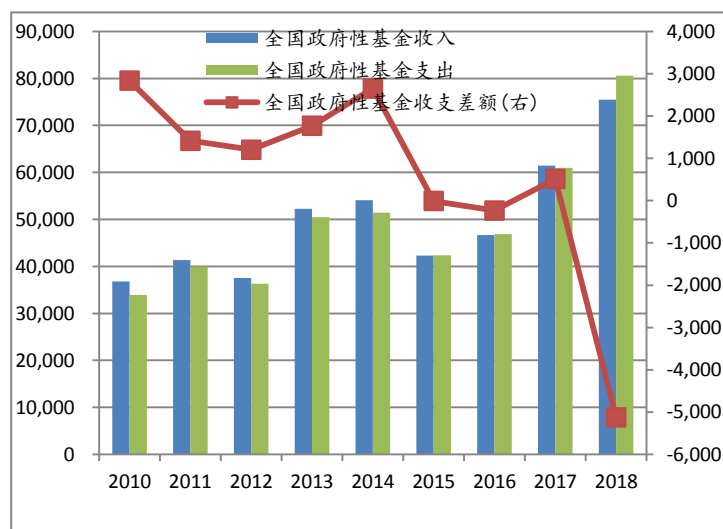
近年來在供給側改革政策的推動下，國有資本經營狀況良好，收支差額持續提升，但金額相對較為有限，對財政支出的支持力也較為有限。

圖表 24：財政收支情況



資料來源：財政部、Wind、致富研究院

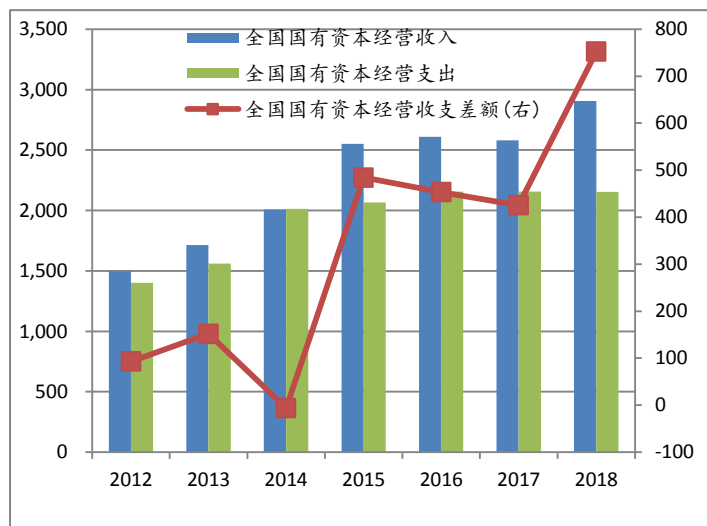
圖表 25：全國政府性基金收支情況



資料來源：財政部、Wind、致富研究院

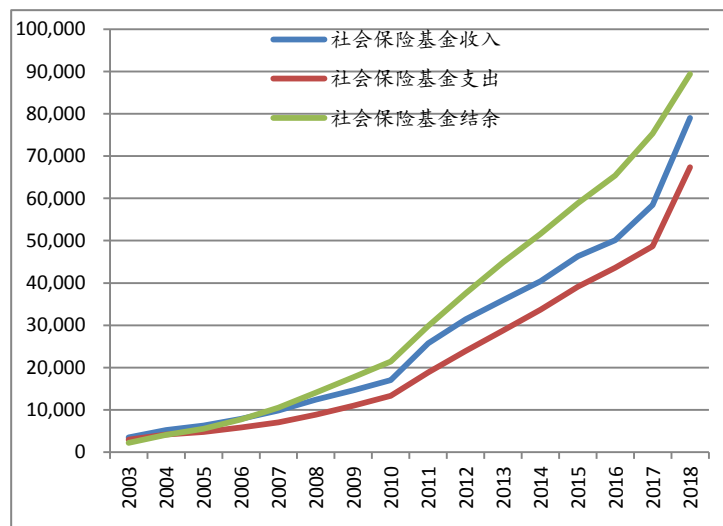


图表 26：国有资本经营收支情况



资料来源：财政部、Wind、致富研究院

图表 27：社会保险基金收支情况



资料来源：财政部、Wind、致富研究院

对财政赤字率而言，在一般公共预算收支的基础上，加入预算稳定调节基金等因素之后的总收支来进行核实。经过之前数年预算稳定调节基金等对财政收入的补充之后，这些结余资金对财政收入的补充能力逐渐减弱。

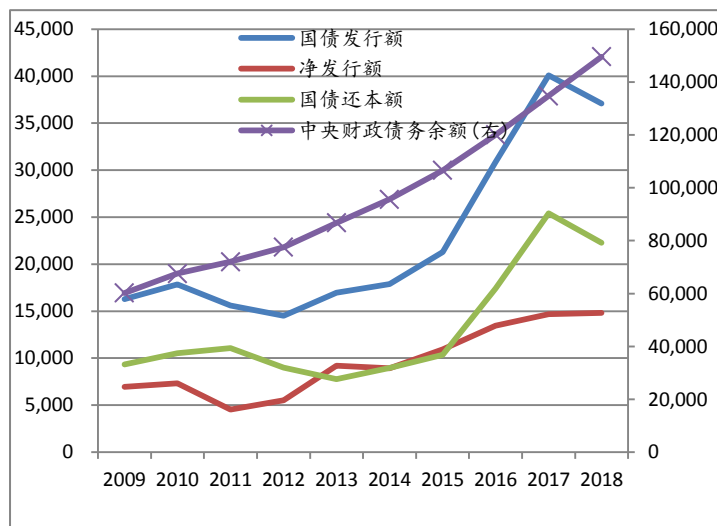
而且，今年实施增值税降税率、社保降费等减税降费政策，叠加 PPI 处于低位抑制财政收入；同时从政府的表态看，其对 3% 赤字率这个国际警戒线较为看重。综合分析，今年积极财政政策发挥空间相对也较为有限。

我国通过发行政府债券来弥补财政赤字，2015 年之前主要发行国债，2015 年启动地方债发行之后，地方政府一般债务加入弥补赤字的集合。但起初，地方债发行主要为置换、偿还非债券形式的地方政府债务，新增债占比较低，随着债务置换的进行，置换债占比逐渐下降，新增债占比逐渐提升。

而且，专项地方债在地方债发行中占比逐渐提升，专项地方债主要投向基建项目，是积极财政政策的重要构成部分，也是地方债规模扩大的主力。

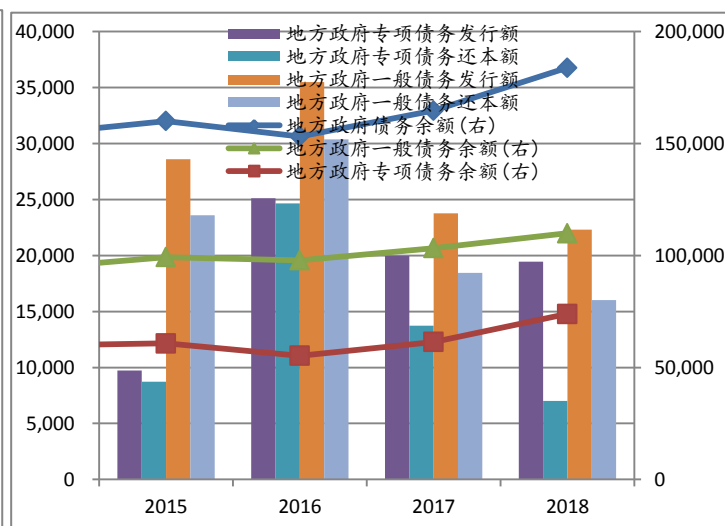


图表 28：国债发行及余额情况



资料来源：财政部、Wind、致富研究院

图表 29：地方债发行及余额情况



资料来源：财政部、Wind、致富研究院

5、投资增速持续回落

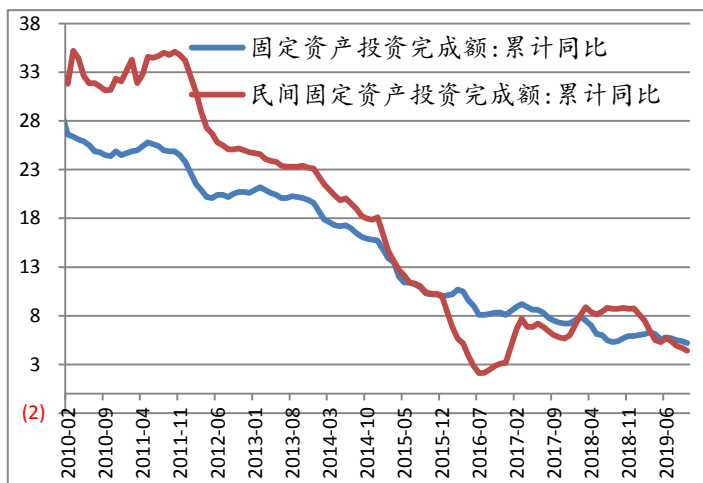
2019 年 1-10 月全国固定资产投资 51.1 万亿元，同比增长 5.2%，增速较 1-9 月低 0.2 个百分点，较上年同期低 0.5 个百分点。分产业看，第一产业投资 1.1 万亿元，同比下降 2.4%，降幅较 1-9 月扩大 0.3 个百分点；第二产业投资 15.2 万亿元，同比增长 2.3%，增速提升 0.3 个百分点；第三产业投资 34.7 万亿元，同比增长 6.8%，回落 0.4 个百分点。第一产业降幅扩大，第二产业增速小幅提升，第三产业增速回落。

在第二产业中，采矿业投资同比增长 25.1%，增速较 1-9 月回落 1.1 个百分点；制造业投资同比增长 2.6%，小幅提升 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 1.9%，提升 1.5 个百分点。

民间投资增速回落。2019 年 1-10 月民间固定资产投资 29.2 万亿元，同比增长 4.4%，增速较 1-9 月低 0.3 个百分点，较上年同期低 4.4 个百分点。

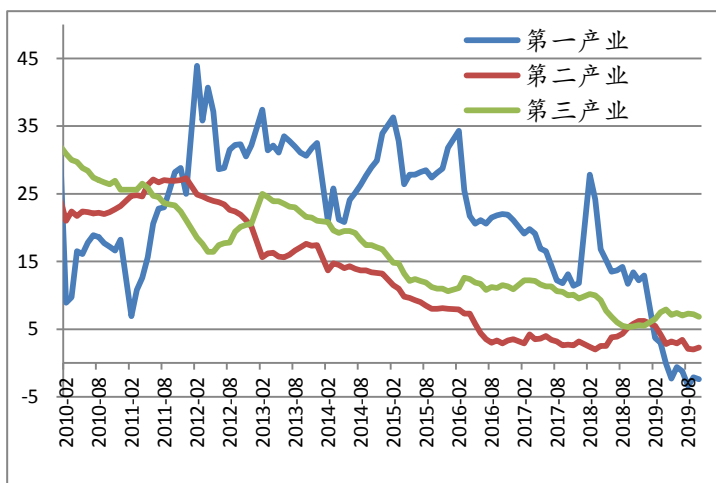


图表 30：全国固定资产投资同比增长率



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 31：全国固定资产投资分产业增速

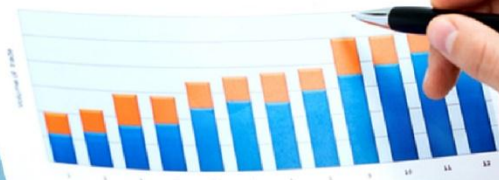


资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

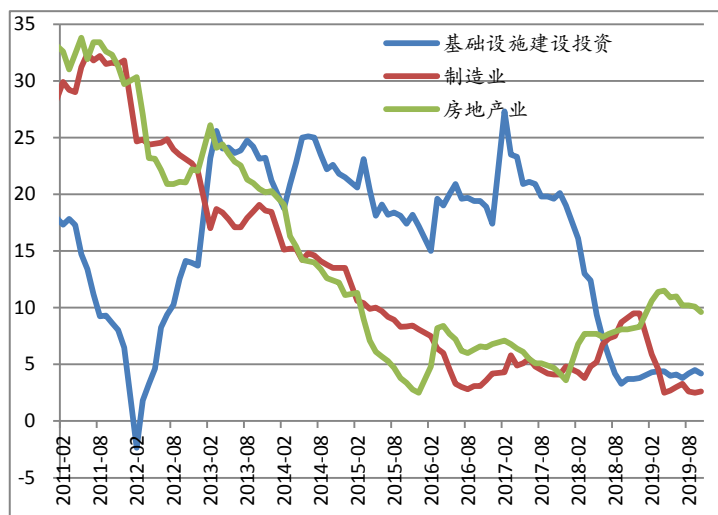
从固定资产投资三大分类看,1-10月基建投资增速回落0.3个百分点至4.2%;制造业增速提升0.1个百分点至2.6%;房地产业增速回落0.5个百分点至9.6%。制造业增速小幅提升,基建和房地产增速回落。从绝对增速看,制造业最低,基建次之,房地产好于前两者。

主要受资金的限制,今年基建增速未有显著提升。最近国家出台一系列政策,旨在提升基建投资增速。国常会下调部分基础设施投资项目的资本金比例。同时,财政部提前下达2020年部分新增专项债务限额1万亿元,占2019年当年新增专项债务限额的47%。虽然近期出台政策较多,但受时滞等因素的营销,这些政策在2019年年内发挥的作用较为有限,将会对2020年一季度的基建融资及投资起到一定的推动作用。

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。

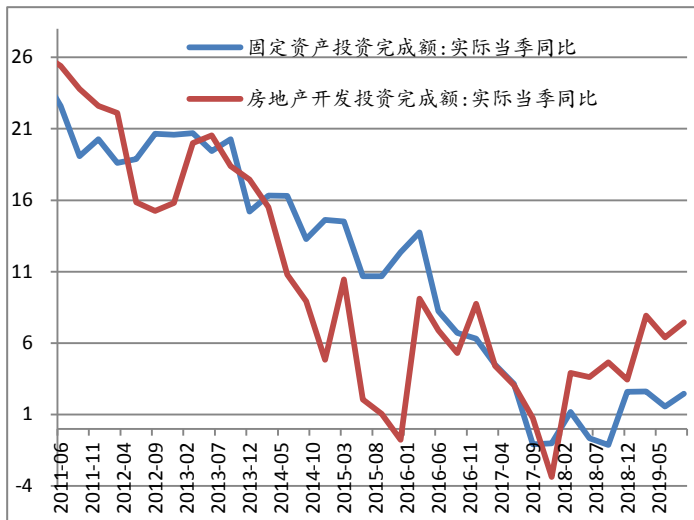


图表 32：固定资产投资同比增长率



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 33：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

2019 年 10 月，全国规模以上工业增加值同比增长 4.7%，较上月低 1.1 个百分点，较上年同期低 1.2 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 3.9%，较上月低 4.2 个百分点；制造业同比增长 4.6%，低 1.0 个百分点；电力、热力、燃气和水的生产和供应业同比增长 6.6%，较上月高 0.7 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 8.2%；黑色金属冶炼和压延加工业同比增长 6.3%，电力、热力的生产和供应业同比增长 6.7%；化学原料和化学制品制造业同比增长 3.0%，电气机械和器材制造业同比增长 10.7%，通用设备制造业同比增长 3.1%；除公共事业类外，其他行业增速普遍回落。

中美贸易摩擦有所缓和，英国排除“无协议脱欧”的最坏情景假设，全球经济不确定程度有所减弱，市场避险情绪有所缓和。同时，各经济体货币宽松力度加大。全球制造业景气度有所提升，我国制造业投资也小幅好转。

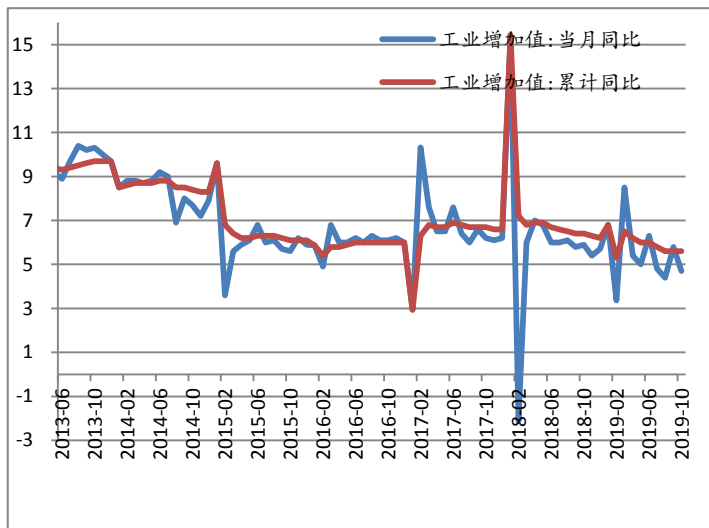
但 PPI 通缩、国内需求低迷、利润增速持续下滑因素等带动工业增加值增速

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%。



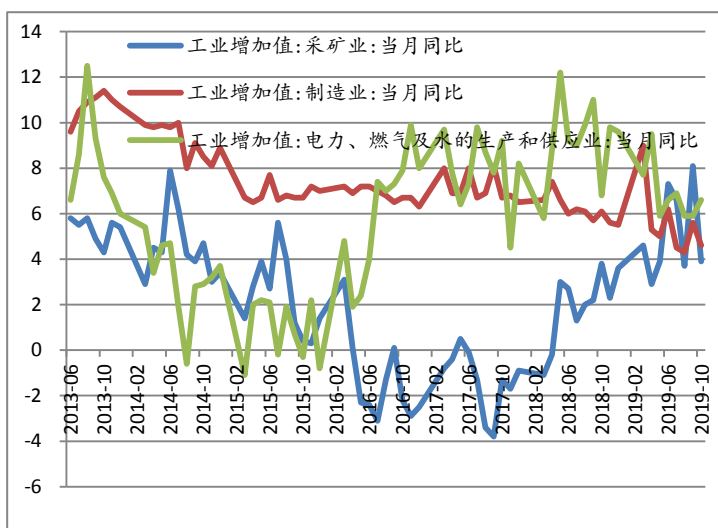
继续回落。

图表 34：工业增加值增速



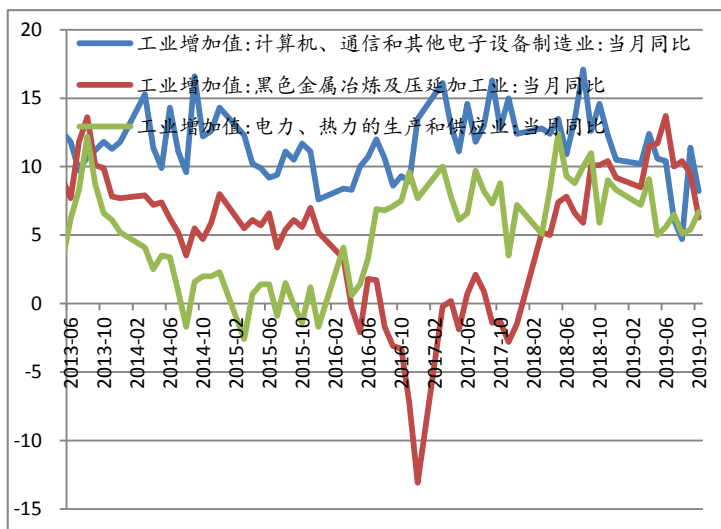
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 35：三大产业增加值同比增长率



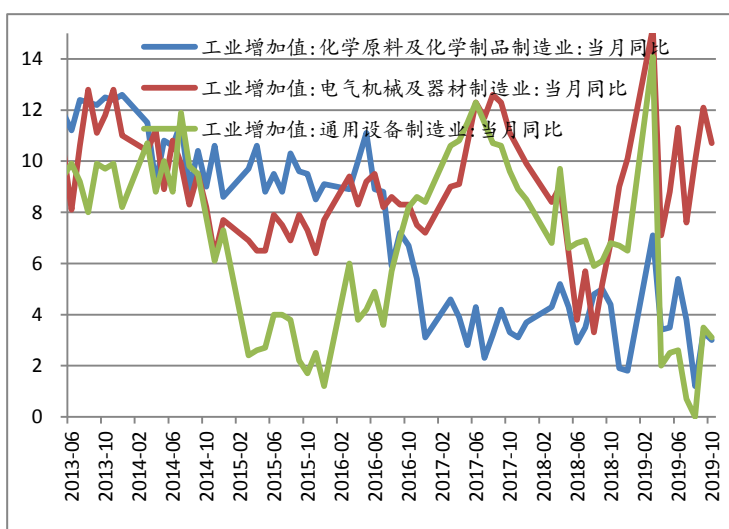
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 36：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 37：各行业增加值同比增长率（续）



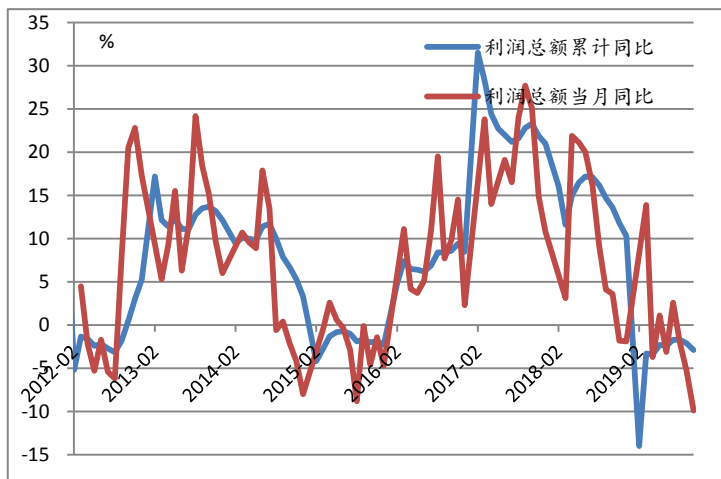
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

利润增速下降

2019 年 1-10 月全年全国规模以上工业企业实现利润总额 5.0 万亿元，同比下降 2.9%，降幅较前 9 个月扩大 0.8 个百分点，较上年同期低 16.5 个百分点。10 月当月实现利润 4,276 亿元，同比下降 9.9%，降幅较上月扩大 4.6 个百分点。

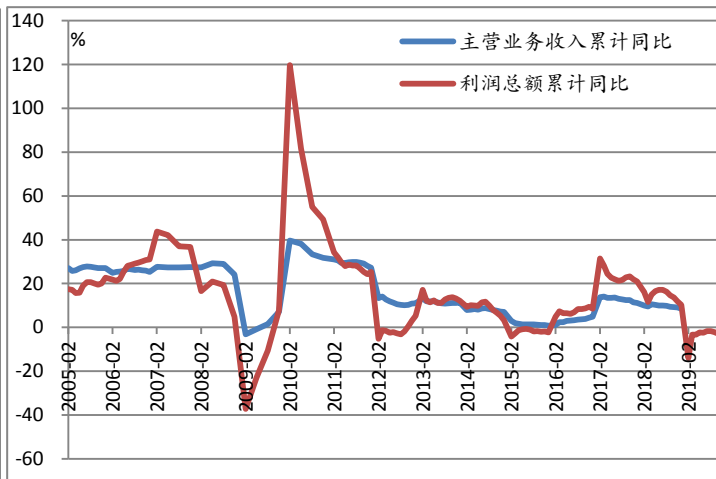


图表 38：工业企业利润总额增长率



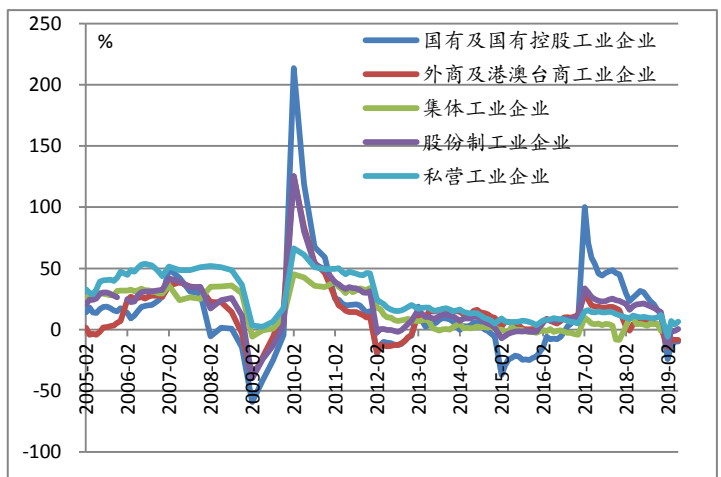
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 39：收入及成本同比增速



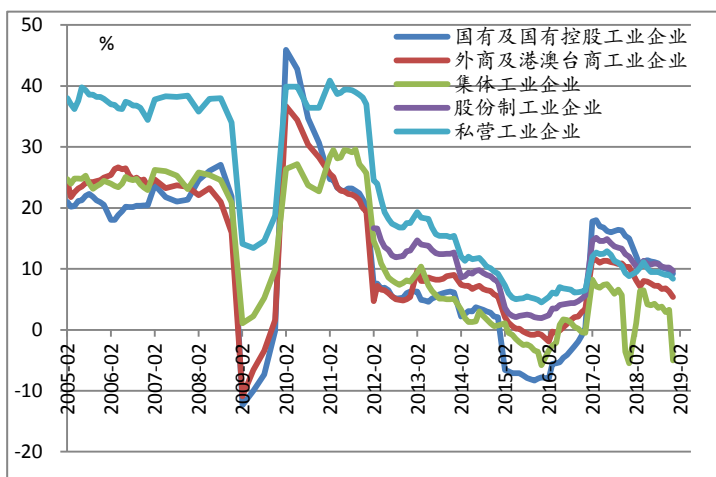
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 40：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 41：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

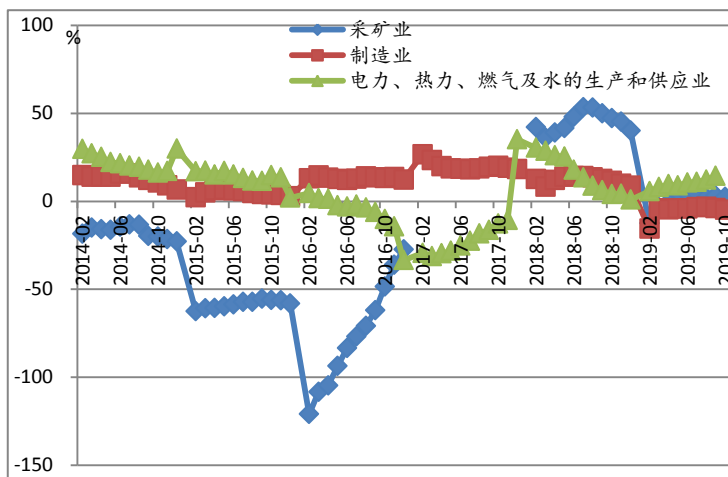
分行业看，1-10 月采矿业实现利润总额 4,721 亿元，同比增长 2.4%，较前 9 个月低 0.7 个百分点；制造业利润总额 4.1 万亿元，同比下降 4.9%，降幅较前 8 个月扩大 1.0 个百分点；电力、热力、燃气等公用事业利润总额 4,138 亿元，同比增长 14.4%，提升 2.1 个百分点；采矿业和制造业增速回落，公用事业增速继续提升。

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小幅收窄，计算机类、电器机械类增速有所提升，纺织业、食品制造业、化工制品、黑色、



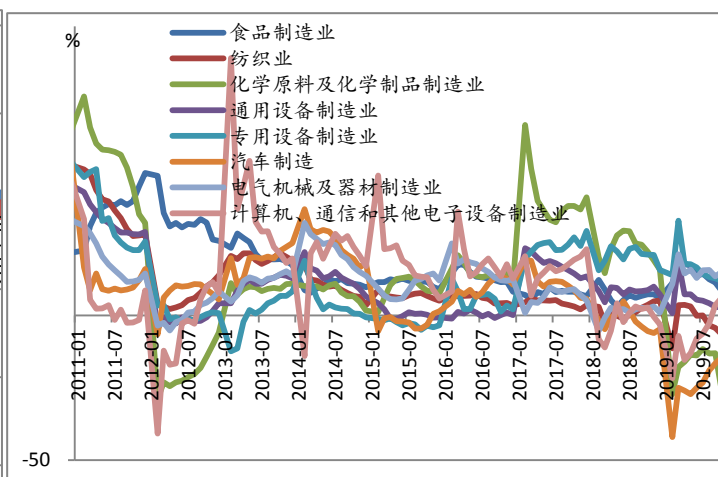
有色、通用设备类和专用设备类增速普遍回落。

图表 42：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 43：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

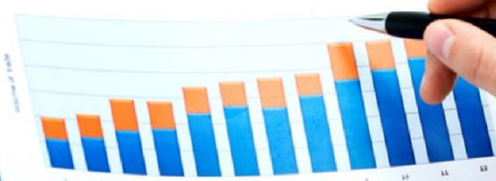
房地产销售增速由负转正。2019年1-10月全国商品房销售面积为13.3亿平方米，同比增长0.1%，增速由负转正，较前9个月高0.2个百分点。商品房销售额12.4万亿元，同比增长7.3%，增速加快0.2个百分点。

房地产施工类增速改善。1-10月土地购置面积1.8亿平方米，同比下降16.3%，降幅较前9个月收窄3.9个百分点。房屋新开工面积18.6亿平方米，同比增长10.0%，增速加快1.4个百分点。房屋竣工面积3.8亿平方米，同比下降5.5%，降幅收窄3.1个百分点。

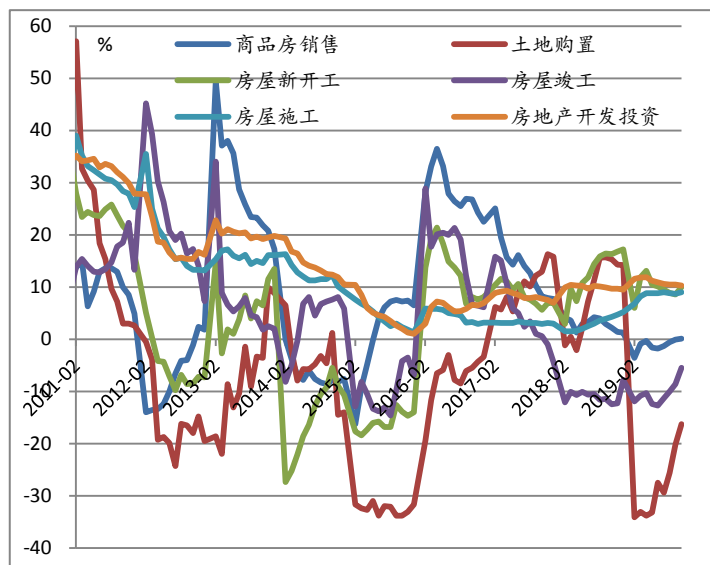
房地产开发投资增速小幅回落。1-10月全国房地产开发投资11.0万亿元，同比增长10.3%，增速较1-9月低0.2个百分点。

房地产投资资金增速小幅回落。房地产开发企业到位资金14.5万亿元，同比增长7.0%，增速较前9个月回落0.1个百分点。其中，定金及预收款增长9.4%；自筹资金增长3.3%；房地产开发贷款增长7.9%；个人按揭贷款增长14.1%。

本月，房地产销售、土地购置、房屋竣工等增速均有所好转，建筑工程、设备工器具购置在低基数的影响下保持较高增速，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。

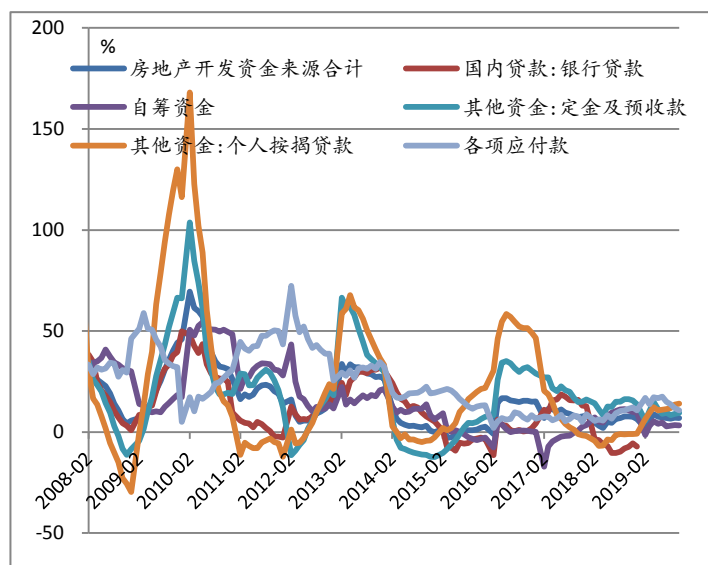


图表 44：房地产活动情况



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 45：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

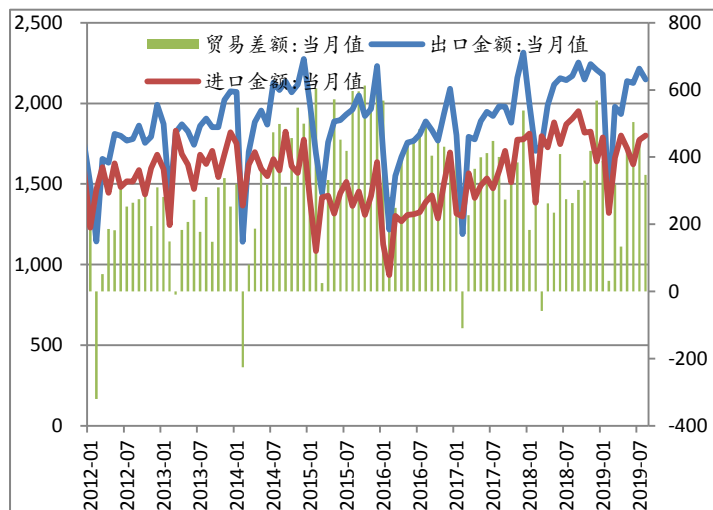
综合来看，10月投资各指标普遍回落，制造业微幅提升、房地产和基建有所回落。

6、外贸继续维持衰退型顺差

10月我国实现出口2,129亿美元，同比减少0.9%，降幅较上月收窄2.3个百分点；实现进口1,699亿美元，同比减少6.5%，降幅较上月收窄1.8个百分点。当月录得贸易顺差430亿美元。中美贸易摩擦缓和，全球制造业景气度改善，带动我国进出口状况双双小幅好转，贸易顺差金额继续扩大。

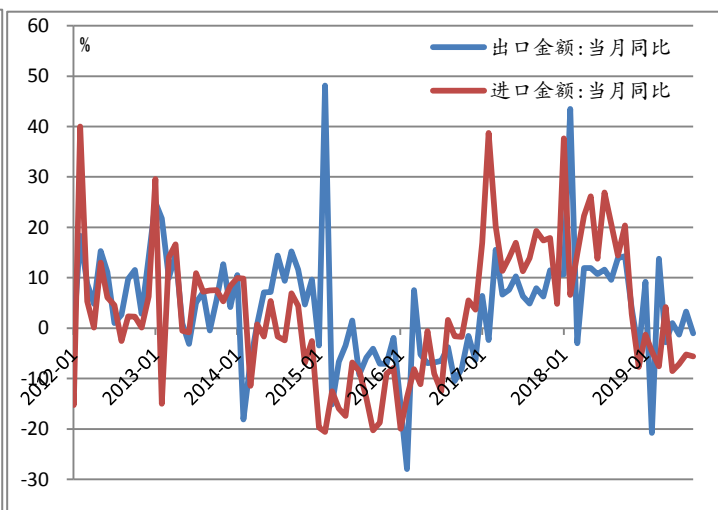


图表 46: 进出口金额



资料来源: 海关总署、Wind、致富研究院

图表 47: 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

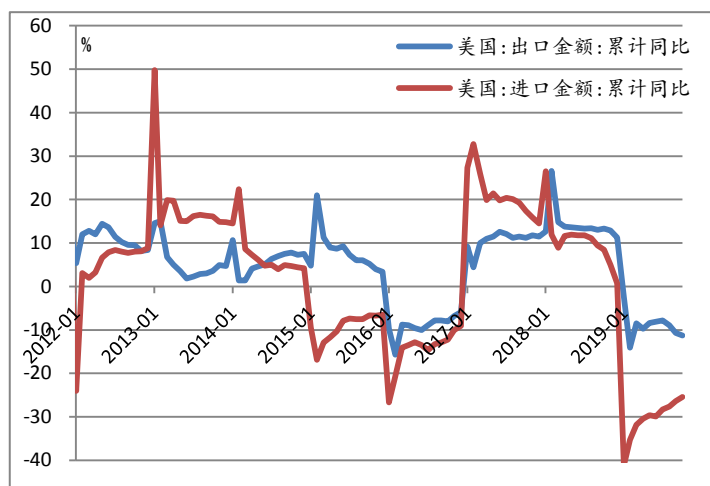
从地域分布看, 本月对香港、日本出口增速有所回落, 对美欧、东盟出口有所好转。10月对美国出口 358 亿美元, 同比减少 16.2%, 降幅较上月收窄 5.7 个百分点; 对欧盟出口 361 亿美元, 同比增长 3.1%, 较上月高 3.0 个百分点; 对东盟出口 321 亿美元, 同比增长 15.8%, 较上月高 6.1 个百分点; 对香港出口 240 亿美元, 同比减少 15.5%, 降幅扩大 2.8 个百分点; 对日本出口 116 亿美元, 同比减少 7.9%, 较上月低 2.9 个百分点。

进口方面, 从美欧进口增速降幅收窄, 从东盟、香港、日本进口增速回落。10月从美国进口同比减少 14.6%, 降幅较上月收窄 1.1 个百分点; 从欧盟进口减少 3.5%, 降幅较上月收窄 3.0 个百分点; 从东盟进口增长 2.3%, 较上月低 4.2 个百分点; 从日本进口减少 7.3%, 降幅扩大 0.6 个百分点。

整体来看, 本月对美欧外贸略有好转, 对日本、香港等地外贸回落。

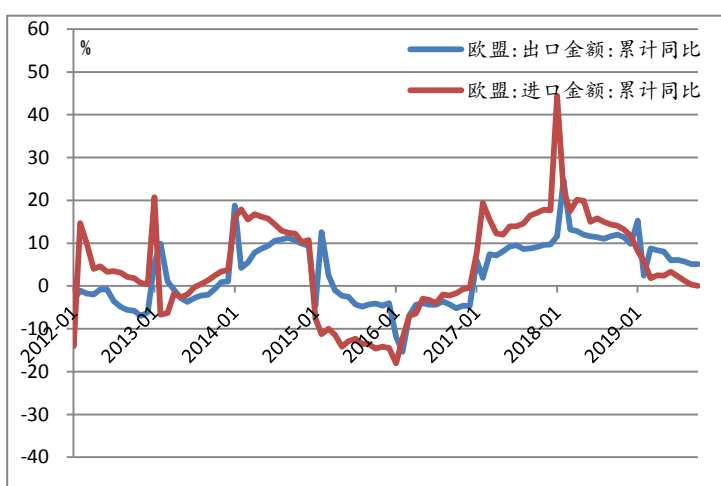


图表 48：对美国进出口情况



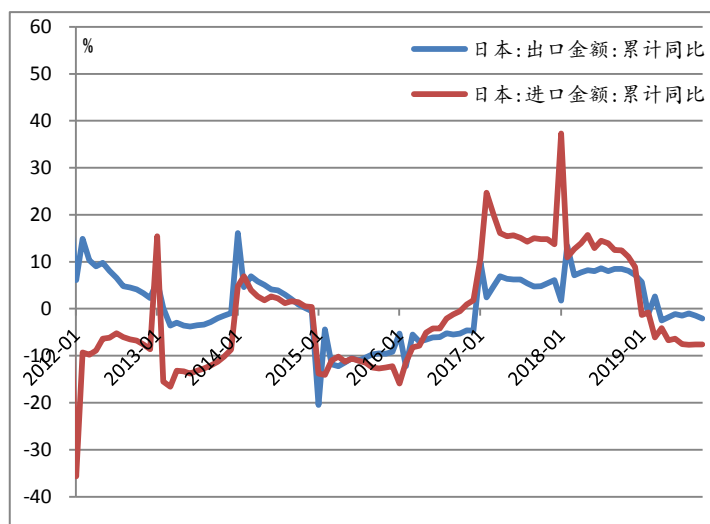
资料来源：海关总署、Wind、致富研究院

图表 49：对欧盟进出口情况



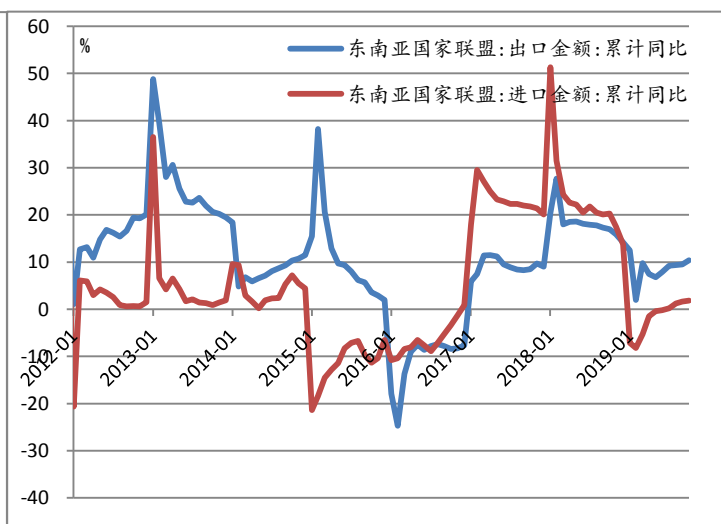
资料来源：海关总署、Wind、致富研究院

图表 50：对日本进出口情况



资料来源：海关总署、Wind、致富研究院

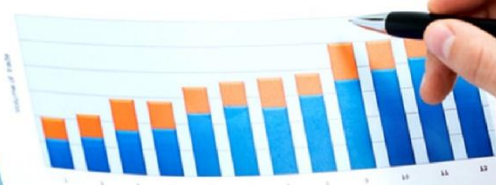
图表 51：对东盟进出口情况



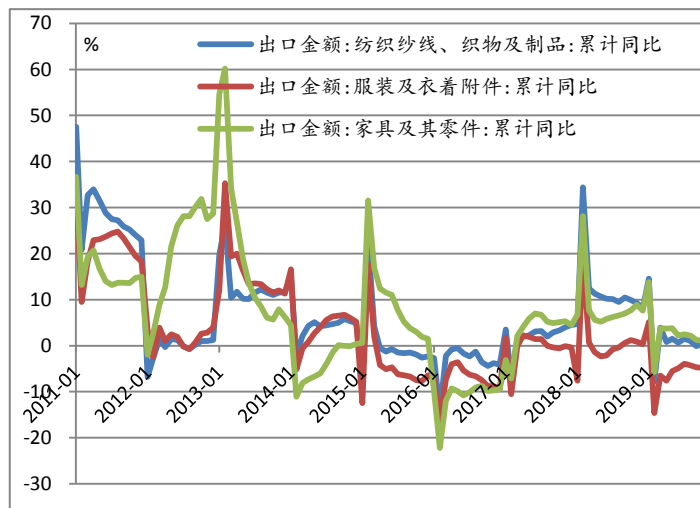
资料来源：海关总署、Wind、致富研究院

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。

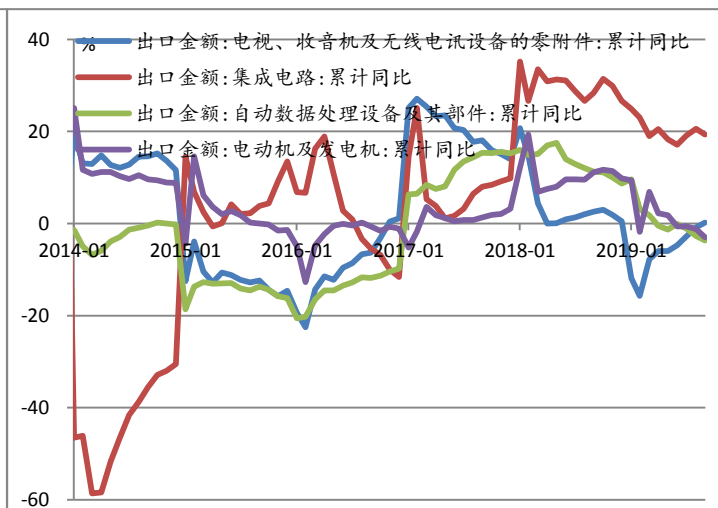


图表 52: 劳动密集型行业出口增速



资料来源: 海关总署、Wind、致富研究院

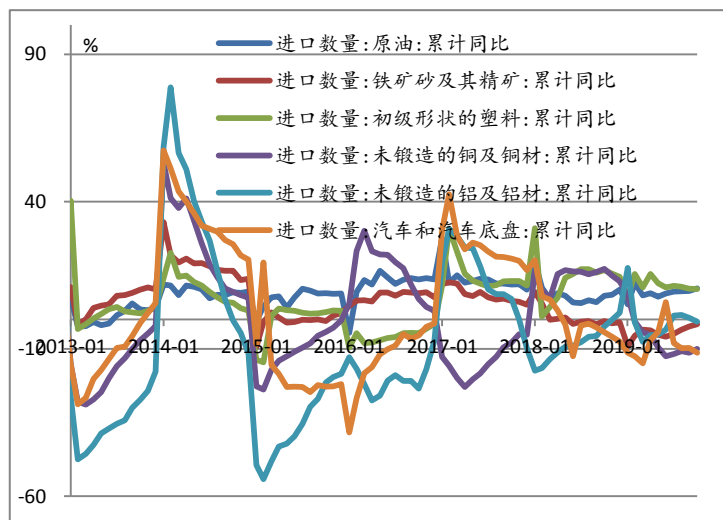
图表 53: 高新技术品行业出口增速



资料来源: 海关总署、Wind、致富研究院

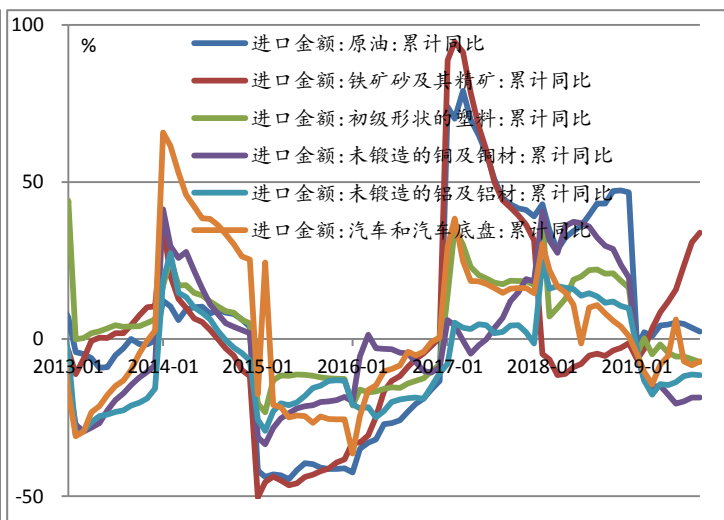
进口方面, 本月汽车进口增速降幅继续扩大, 铝增速由负转正, 铜、铁砂矿增速继续为负, 原油增速继续保持 10% 左右的正值。

图表 54: 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 55: 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

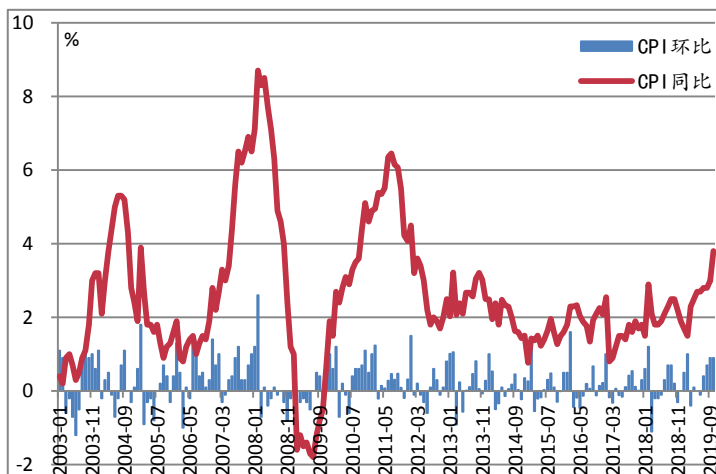
1、猪肉价格高位回落，但 CPI 涨幅继续扩大

10 月全国居民消费价格总水平(CPI)同比上涨 3.8%，环比上涨 0.9%。其中，食品价格环比上涨 3.6%，非食品价格环比上涨 0.9%。

本月食品价格环比大多回落，仅畜肉类价格继续维持高速上涨。鲜果价格环比下降 5.7%，同比下降 0.3%；鲜菜价格环比下降 1.7%，同比下降 10.2%；蛋类价格环比下降 1.3%，同比上涨 10.4%；水产品价格环比下降 1.1%，同比上涨 2.7%。畜肉类价格环比上涨 14.7%，同比上涨 66.8%（其中，猪肉价格环比上涨 20.1%，同比上涨 101.3%）。

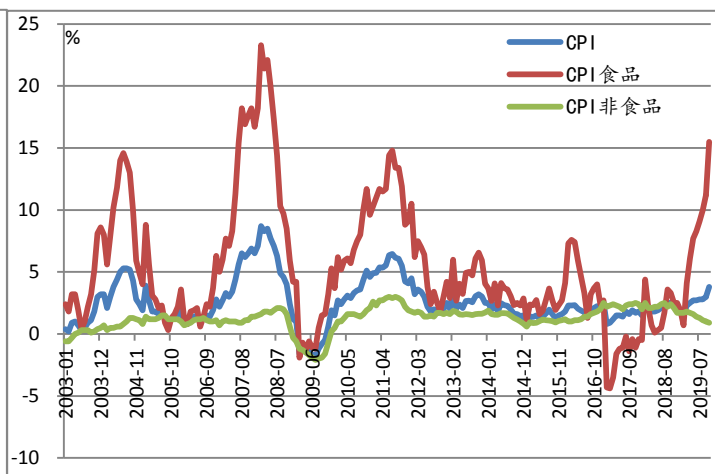
非食品价格中，七个中类价格环比“六升一平”。衣着、生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务价格分别上涨 0.3%、0.1%、0.1%、0.1%、0.1%、0.1%，居住价格环比持平。

图表 56：CPI 同比及环比增速

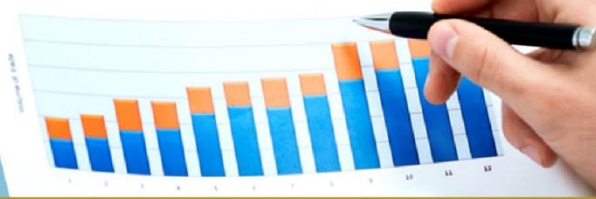


资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

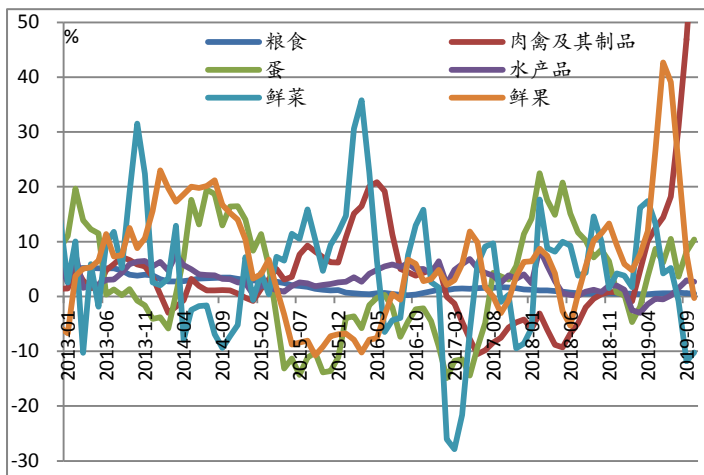
图表 57：CPI 食品和非食品价格走势分化



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

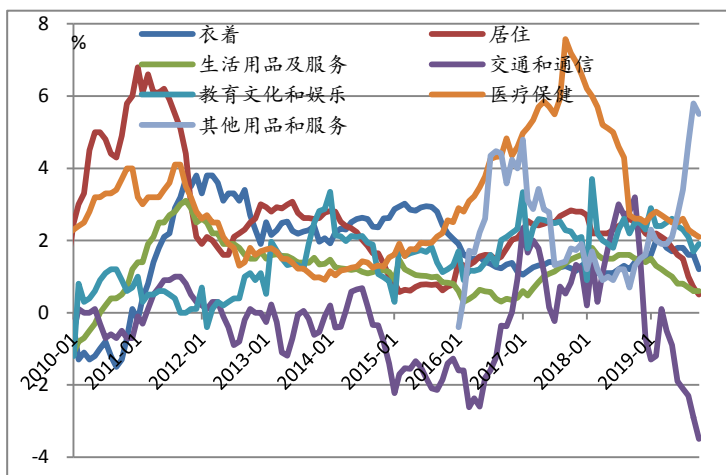


图表 58: CPI 食品各中类指数走势



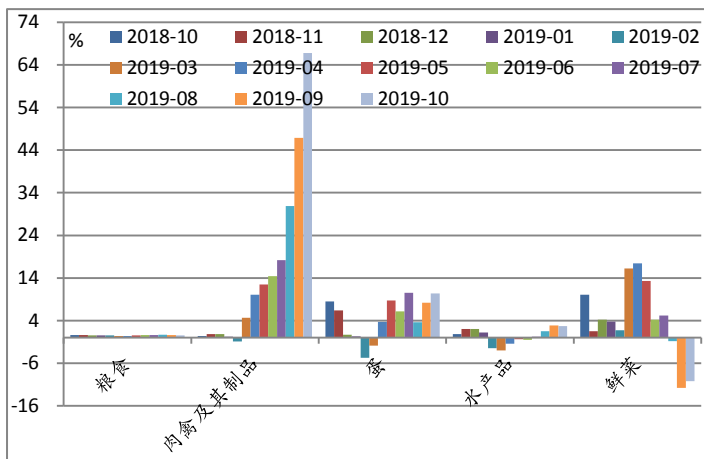
资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 59: CPI 非食品各中类指数走势



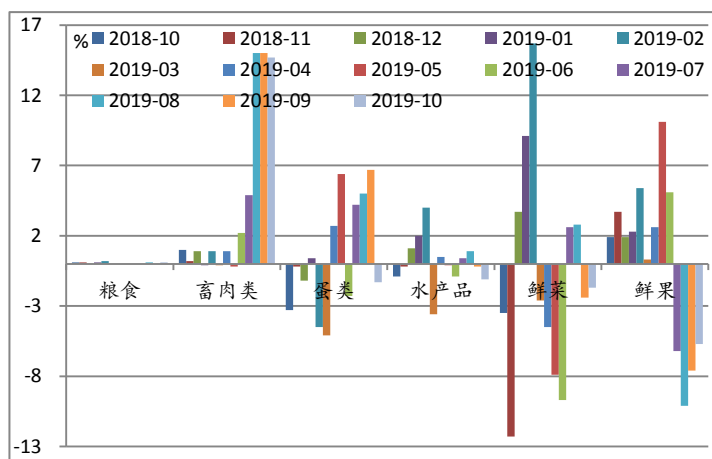
资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 60: 食品各中类指数同比增长率

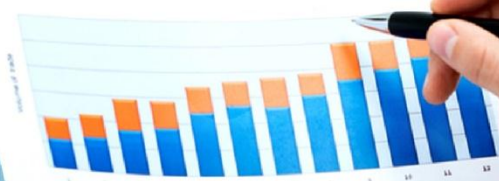


资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

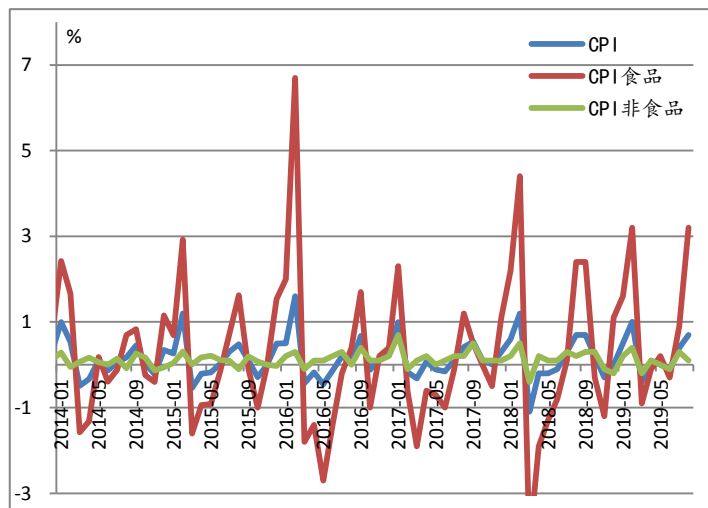
图表 61: 食品各中类指数环比增长率



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

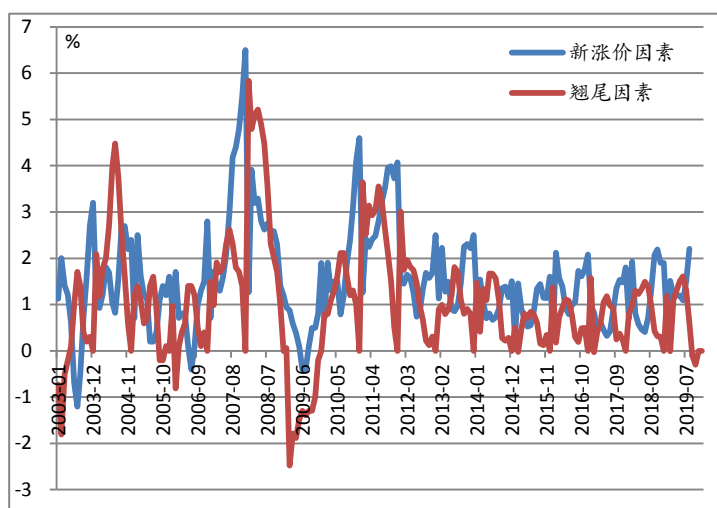


图表 62: CPI 环比增长率



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 63: 翘尾因素与新涨价因素



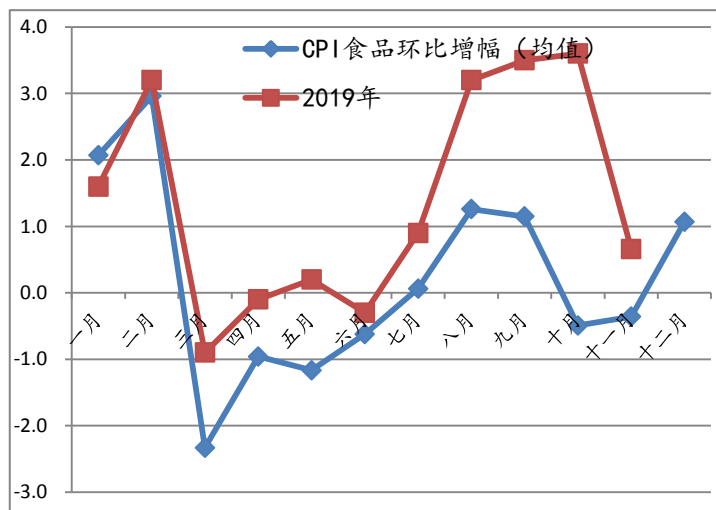
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

通过对各类商品和服务高频价格的跟踪观察，11月食品价格较10月小幅上涨，非食品价格近乎持平。食品价格中，鲜菜和畜肉价格上涨，但猪肉价格涨幅大幅回落，本月在加大猪肉进口等措施的作用下，猪肉价格从月初的高位持续回落。鸡蛋、鲜果价格环比下降。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有所上涨，教育文化和娱乐价格季节性回落，其他类别大多较为稳定。二者综合之后CPI环比小幅上涨。

我们预计，11月食品价格环比上涨，非食品价格环比持平，CPI整体环比小幅上涨，同比上涨4.3%左右。

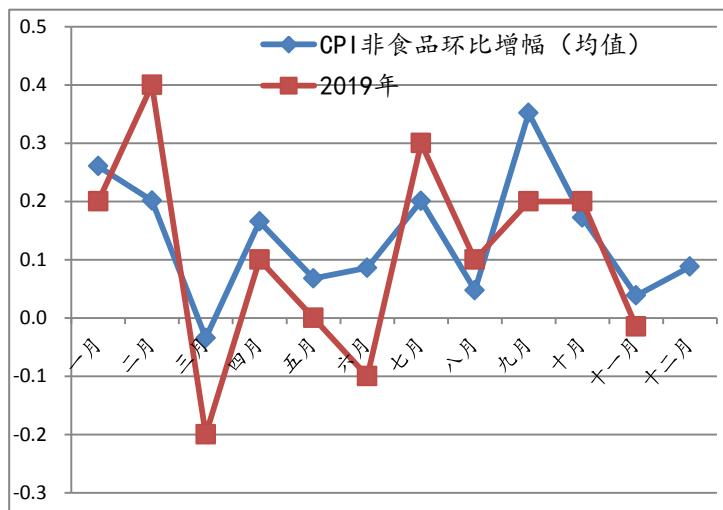


图表 64: CPI 食品环比增长率的月度走势图



资料来源: 国家统计局、Wind、致富研究院

图表 65: 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

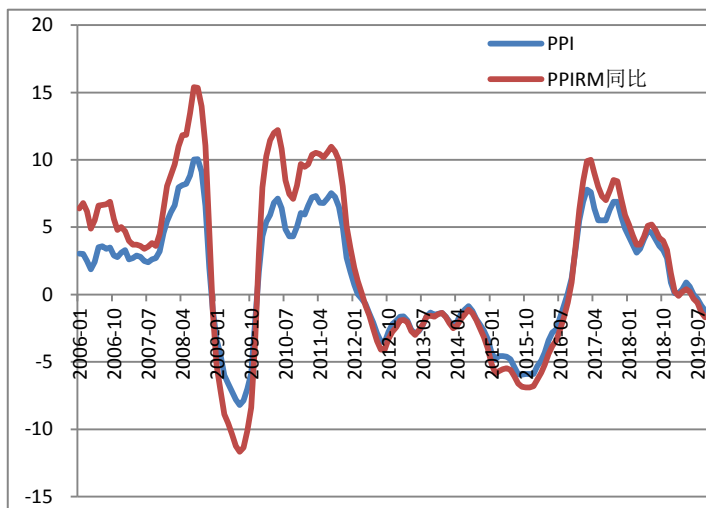
10月工业生产者出厂价格指数(PPI)同比下降1.6%，降幅较上月扩大0.4个百分点；环比持平。其中，PPI生产资料价格同比下跌2.6%，较上月低0.6个百分点；PPI生活资料价格同比上涨1.4%，较上月高0.3个百分点。

10月工业生产者购进价格指数(PPIRM)同比下跌2.1%，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3.1%、0.8%、-2.4%、-5.5%和-8.5%，均继续回落。

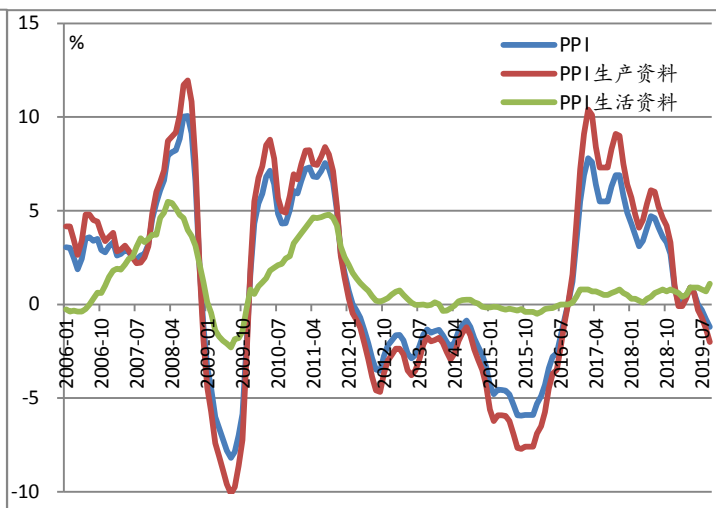


图表 66：工业生产者出厂价格同比增长率



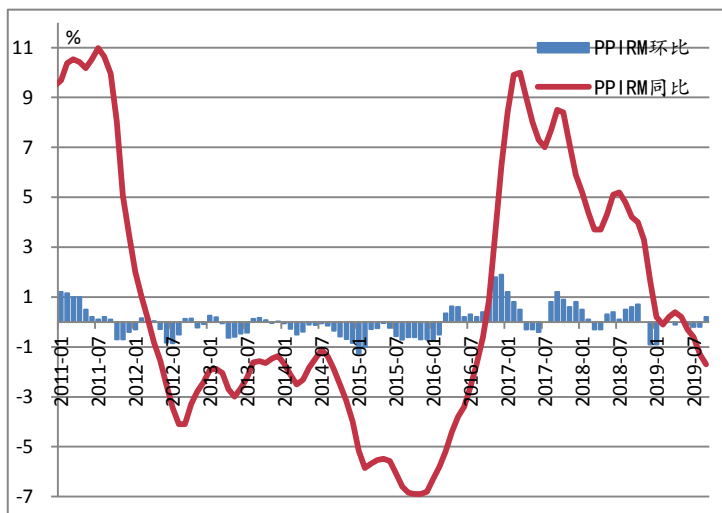
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 67：工业生产者出厂价格环比增长率



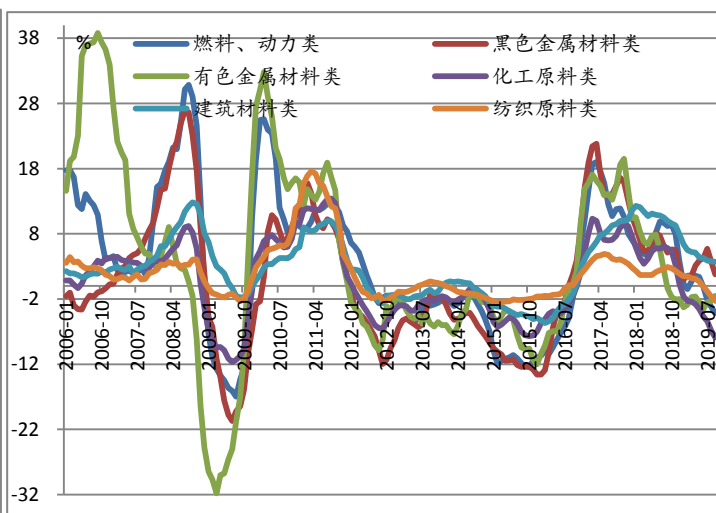
资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 68：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 69：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

11月主要原材料购进价格指数为49.0%，环比低1.4个百分点；出厂价格指数为47.3%，环比低0.7个百分点。结合基期数据和大宗商品走势，我们认为11月PPI同比增速降幅小幅收窄。

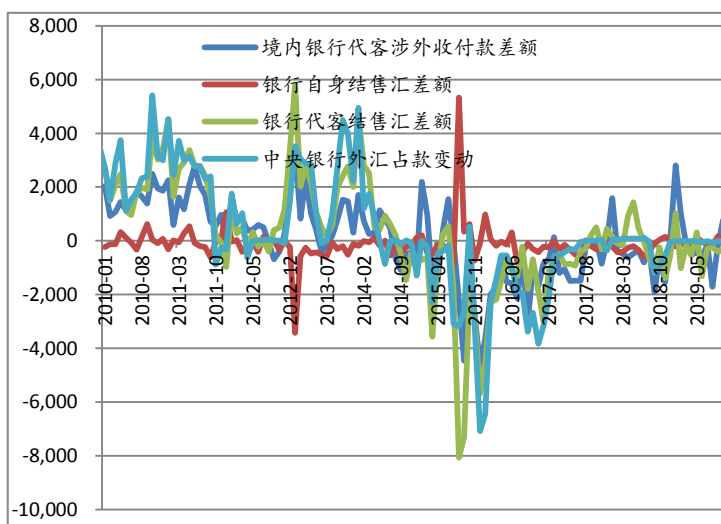


三、貨幣增速回落

2019 年第三季度末，基礎貨幣餘額 30.6 萬億元，同比減少 3.8%，較上季度末低 2.1 個百分點，較上年同期低 7.7 個百分點。貨幣乘數為 6.4 左右，較上季度末高 0.24 個百分點。

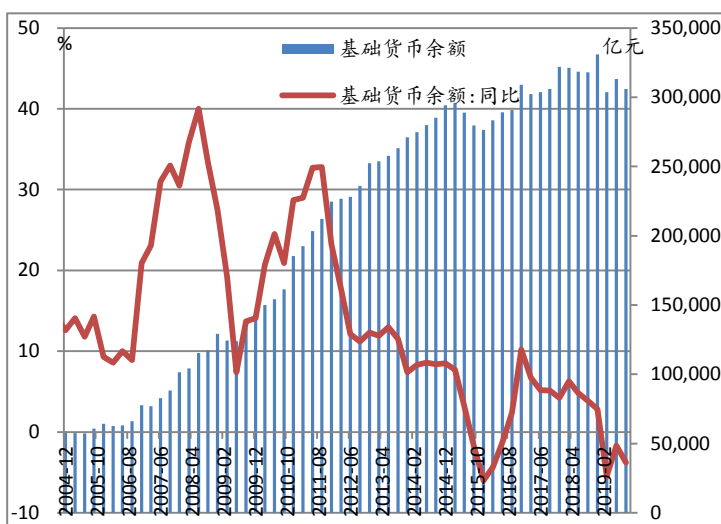
2019 年 10 月我國官方外匯儲備總額為 31,051 億美元，較上月多 127 億美元；外匯占款 21.2 萬億元，較上月少 6 億元。

圖表 70：當月外匯占款新增額



資料來源：中國人民銀行、Wind、致富研究院

圖表 71：基礎貨幣

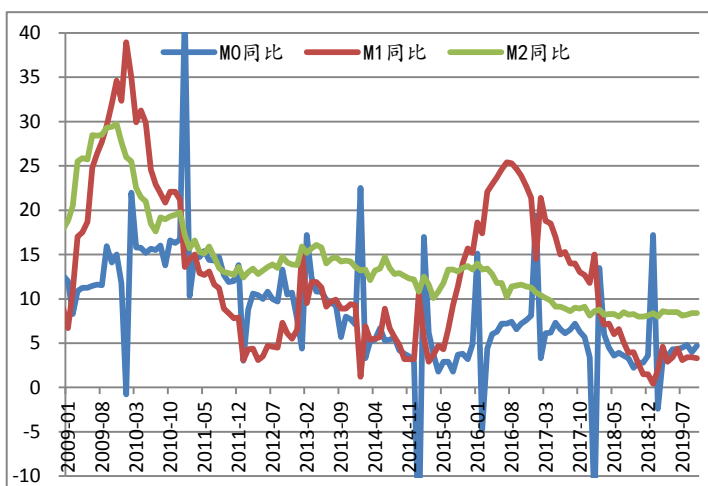


資料來源：中國人民銀行、Wind、致富研究院

10 月末，廣義貨幣（M2）餘額 194.6 萬億元，同比增長 8.4%，增速與上月末持平，較上年同期高 0.4 個百分點。狹義貨幣（M1）餘額 55.8 萬億元，同比增長 3.3%，較上月末低 0.1 個百分點，較上年同期高 0.6 個百分點。流通中貨幣（M0）餘額 7.3 萬億元，同比增長 4.7%，較上月末高 0.7 個百分點，較上年同期高 1.9 個百分點。本月 M2 和 M1 增速與上月較為接近，M0 增速提升。

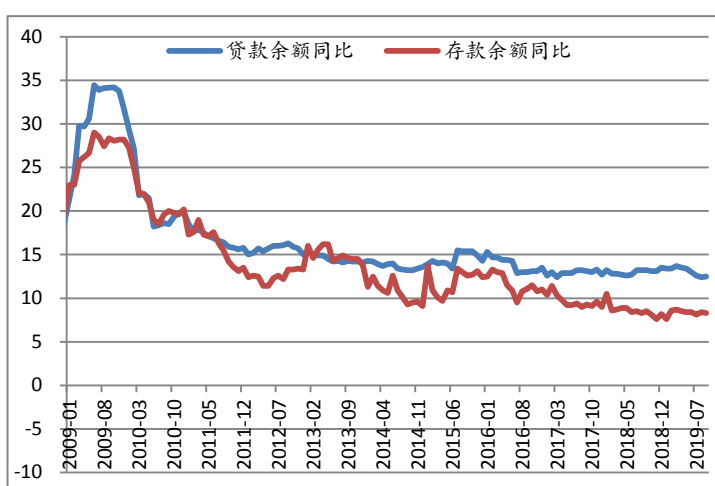


图表 72: 各层次货币供应量同比增长率



资料来源: 中国人民银行、Wind、致富研究院

图表 73: 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

10月末,人民币存款余额 191.0 万亿元,同比增长 8.2%,增速较上月末低 0.1 个百分点,较上年同期高 0.1 个百分点。其中,储蓄存款余额为 79.5 万亿元,同比增长 14.1%。企业存款余额 57.1 万亿元,同比增长 5.4%。财政存款余额为 5.4 万亿元,同比减少 6.1%。各类存款增速均稳中略有回落。

10月新增人民币存款为 2,372 亿元,同比少增 1,163 亿元。其中,住户存款减少 6,012 亿元,非金融企业存款减少 6,993 亿元,财政性存款增加 5,551 亿元,非银行业金融机构存款增加 8,865 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。

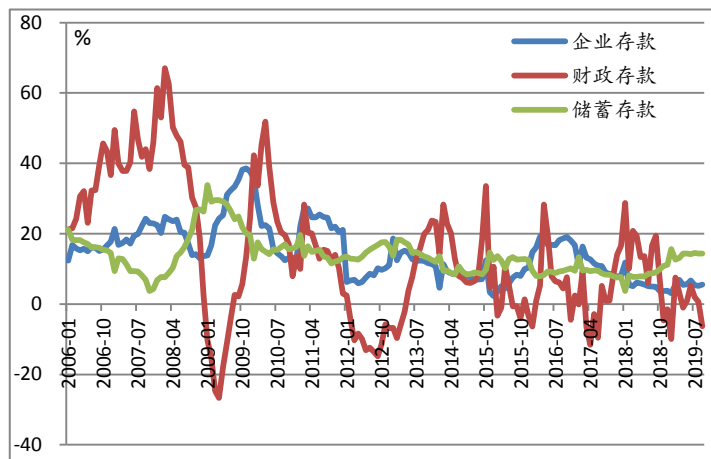
10月末,人民币贷款余额 150.6 万亿元,同比增长 12.4%,增速较上月末低 0.1 个百分点,较上年同期低 0.7 个百分点。

10月新增人民币贷款 6,613 亿元,同比少增 357 亿元。其中,住户贷款增加 4,210 亿元,非金融企业贷款增加 1,262 亿元,非银行业金融机构贷款增加 1,123 亿元。本月非银行业金融机构获得的贷款金额显著提升,其他类别与上年同期相比有所回落。

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 11 月新增人民币贷款 13,500 亿元左右, M2 同比增速较上月回落,同比增长 8.2% 左右。

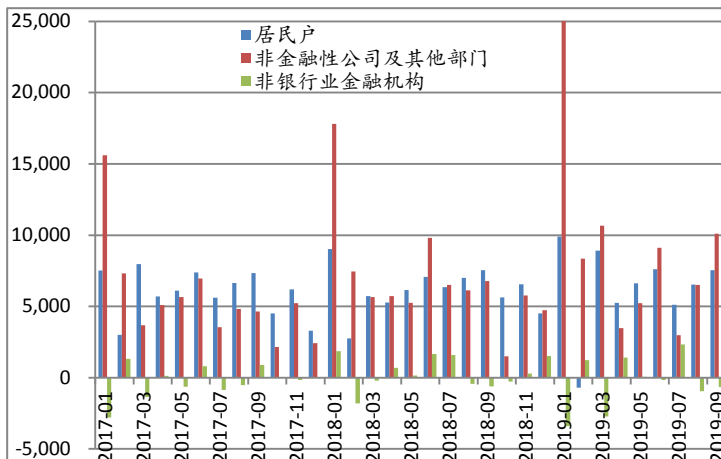


图表 74: 各部门存款同比增长率



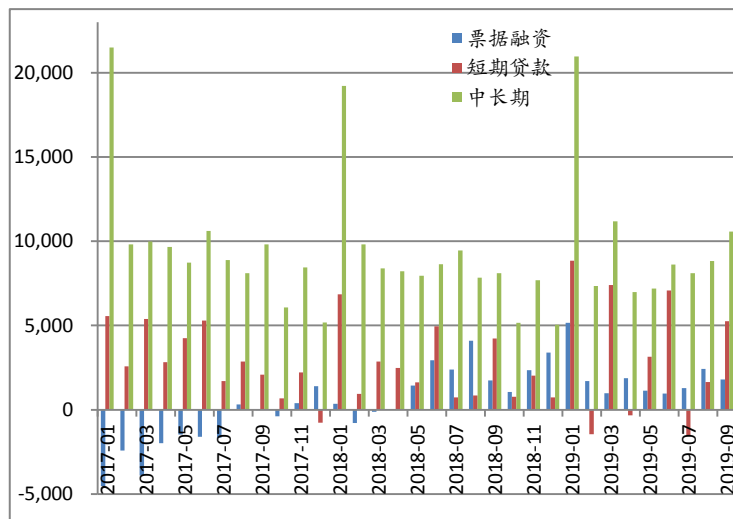
资料来源: 中国人民银行、Wind、致富研究院

图表 75: 新增人民币贷款的部门结构



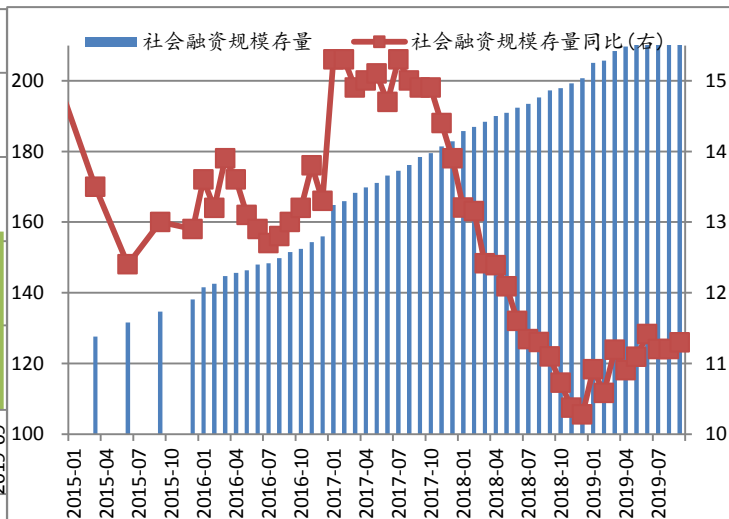
资料来源: 中国人民银行、Wind、致富研究院

图表 76: 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 77: 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

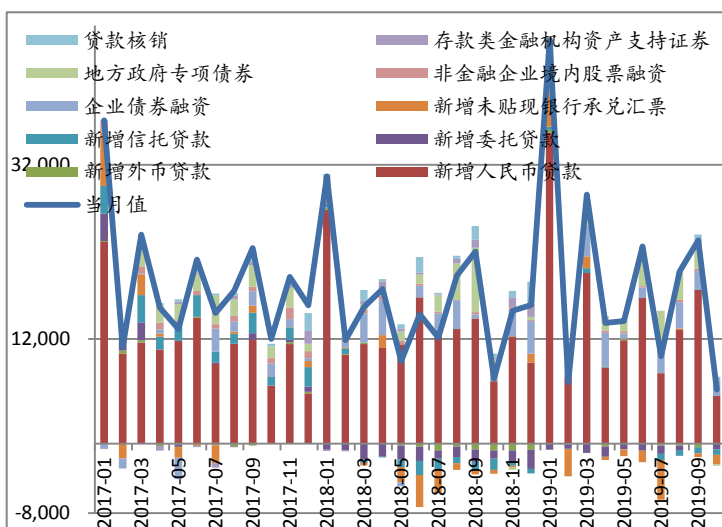
社会融资增速较上月小幅回落。截至2019年10月末, 社会融资规模存量219.6万亿元, 同比增长10.7%, 较上月末低0.1个百分点, 较上年同期高0.5个百分点。

10月当月社会融资规模新增6,189亿元, 较上月少1.7万亿元, 较上年同期多1,241亿元。其中, 人民币贷款增加5,470亿元, 同比少增1,672亿元; 外币贷款折合人民币减少10亿元, 同比少减790亿元; 委托贷款减少667亿元, 同

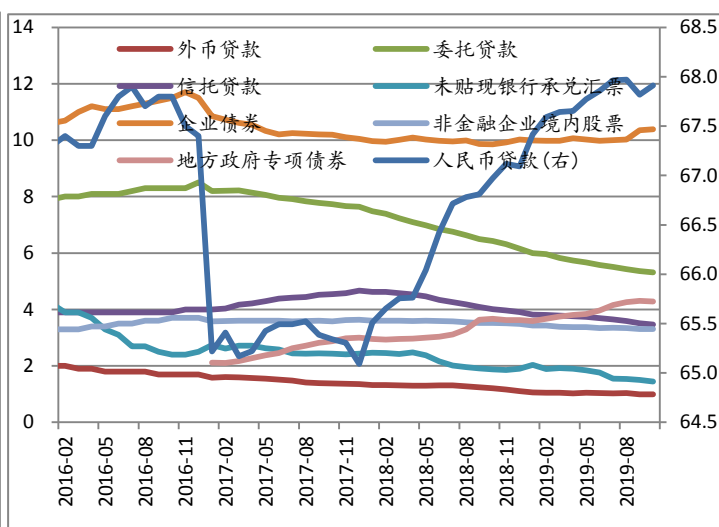


比少減 282 億元；信托貸款減少 624 億元，同比少減 649 億元；未貼現的銀行承兌匯票減少 1,053 億元，同比多減 600 億元；企業債券淨融資增加 1,622 億元，同比多 136 億元；地方政府專項債券融資減少 200 億元，同比少 1,068 億元，非金融企業境內股票融資 180 億元，同比多 4 億元。整體上看，本月地方政府專項債融資金額低於上年同期，其他各項均好於上年同期。

圖表 78：社會融資規模結構



圖表 79：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

中國經濟繼續下行，但政策支持力度加大，全球經濟不確定性也有所減弱。10 月中國經濟指標全線回落，但內部我國政府出台一系列政策來穩基建、穩經濟，外部中美貿易摩擦緩和、英國排除“無協議脫歐”的最壞情景假設，全球經濟不確定程度有所減弱，市場避險情緒有所緩和。

基於經濟運行規律和我國經濟現狀，理應大力提振內需，但由於 2008 年以來我國居民部門債務負擔上升過快，居民可支配收入在國民收入中占比過低、增速持續回落，導致居民消費支出較為乏力。

積極財政政策理應起到更好的逆周期調節作用，但由於支出剛性、預算平衡的年度性、土地出讓金等收入的順周期性、PPI 處於低位等原因，同時結合政府相關表態，今年財政赤字率突破 3% 的概率不大。

10 月 CPI 同比上漲 3.8%，較上月大幅提升。本月在加大豬肉進口等措施的作用下，豬肉價格從月初的高位持續回落。預計 11 月 CPI 同比上漲 4.3%。



预计 11 月金融机构新增人民币贷款 13,500 亿元左右，M2 同比增速为 8.2% 左右，较上月回落 0.2 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