

## 宏观经济研究报告

## 增速下行中有韧性

## 月度报告

## 2017年12月

普信投资研究中心

[www.puxinasset.com](http://www.puxinasset.com)

## 报告摘要:

## ● 中国

11月,受环保限产的影响,工业增加值同比增速(6.1%)小幅回落,去库存、去产能进展使部分上游行业边际好转,高新制造业维持高增长。投资增长仍有压力,消费品零售总额回稳,发达经济体和新兴市场经济体增长均强劲,带动外贸向好。财政收入和支出增速均下降。

CPI小幅回升,温和油价与食品价格可能提高通胀程度。上游价格放缓和高基数等因素导致PPI继续回落。金融强监管下,M2增速提升,社融存量增速回落,二者差距收敛。12月美联储如期加息,人民币对美元出现一定的贬值压力,但是不影响双向波动的平稳态势。购汇压力暂时升高,资金流动仍然平稳。

中央经济工作会议提出继续推进供给侧结构性改革,实施稳健中性的货币政策和积极的财政政策,完善房地产市场的长效机制,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。明年政策思路更加注重质量和稳健,增速目标淡化,有利于经济结构性改善。

## ● 海外

11月,美国经济维持温和增长,失业率接近触底,新增非农就业人数强劲。工业和消费均强劲,进出口增速回升,制造业和服务业PMI小幅回落,但仍然处在高位。能源价格带动CPI同比微升。税改进展顺利有利于吸引资本回流,刺激投资需求,边际提升经济预期。

欧元区制造业和服务业PMI仍然全面向好,工业生产指数创新高,增长依旧强劲,德国、法国制造业PMI继续升高。通胀水平温和,支撑欧央行当前的货币政策思路。

**风险提示:** 1、投资和房地产继续下探的风险; 2、去杠杆对金融行业和实体融资构成融资压力; 3、美联储货币政策过于偏鹰抑制美国经济和就业的风险。

## 目录

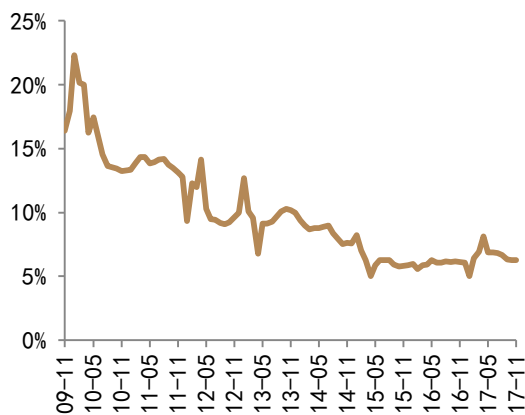
一、经济运行.....	1
➤ 工业增速小幅回落，部分行业边际改善.....	1
➤ 消费增速回稳，结构优化.....	2
➤ 外需强劲带动外贸增速超预期.....	3
➤ 投资增长仍然有压力.....	4
➤ 财政收支偏弱不影响积极财政思路.....	5
二、货币金融.....	6
➤ 食品价格拖动 CPI 回落.....	6
➤ M2 与社融增速收敛.....	7
➤ 人民币汇率稳定，外储继续回升.....	8
三、海外经济.....	10
➤ 美国经济.....	10
➤ 欧元区经济.....	12

## 一、经济运行

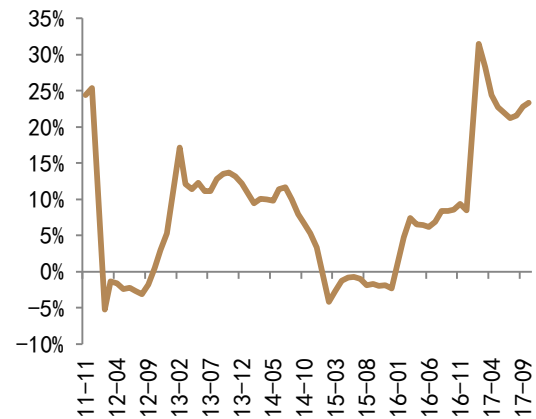
### ➤ 工业增速小幅回落，部分行业边际改善

**工业增加值同比增速小幅回落，高端制造业仍保持两位数增长，部分上游行业边际改善。**11月，受环保限产、国内需求偏弱等因素影响，工业增加值当月同比增长6.1%，较上月回落0.1个百分点。制造业（6.8%）微升0.1个百分点，可能受出口需求持续回暖带动。分行业看，燃气生产和供应业（16.4%）仍然增长最快，主要是环保政策有利于清洁能源生产扩大。计算机、通信制造业，医药制造业和仪器仪表制造业等高端制造业仍然处在前列，并且比上月变化不大。部分上游行业边际好转，如有色金属矿采选和有色金属矿冶炼分别提高5.2个和3.3个百分点。12月召开的中央经济工作会议提出继续实施供给侧结构性改革，推动创新、去产能和巩固新增长点，经济增速目标有所弱化，因此工业增速可能还会有结构性的回落。

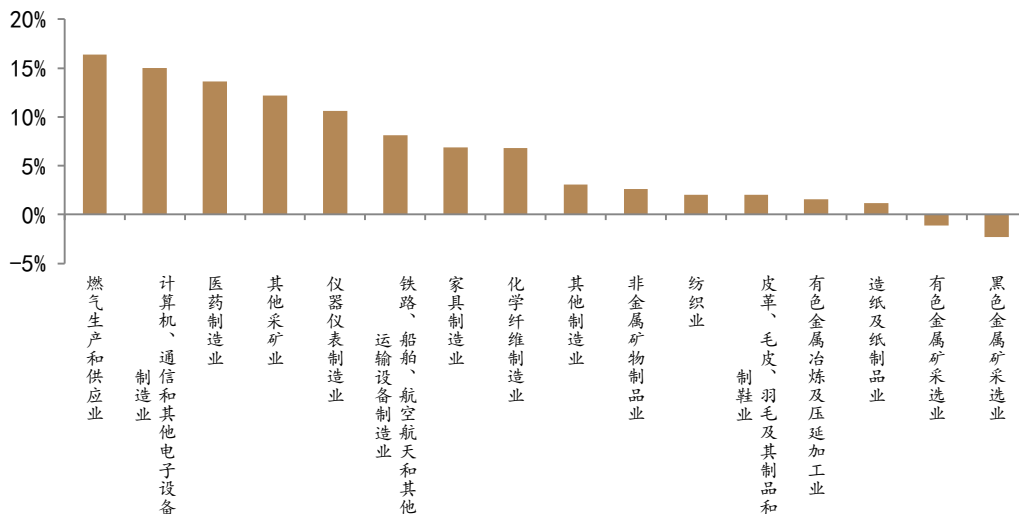
图表 1 工业增加值同比（3mma）



图表 2 工业企业利润同比



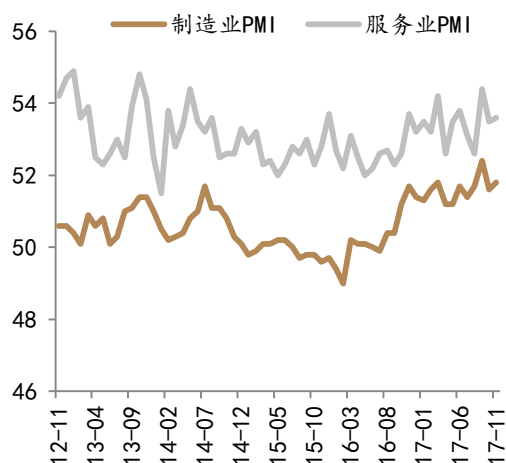
图表 3: 部分行业工业增加值当月同比增速



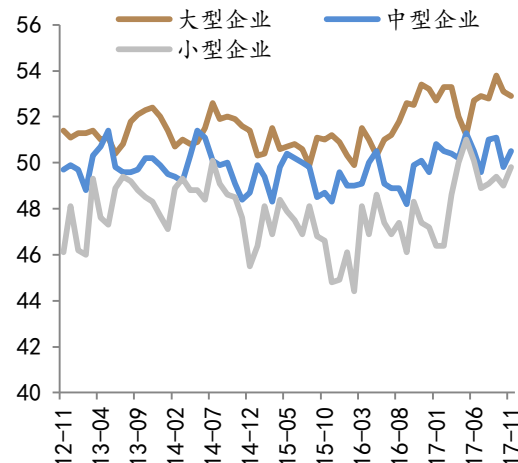
数据来源: Wind, 普信资产

**制造业和服务业 PMI 小幅回升，中小型企业景气度有所改善，环保限产有利于改善部分企业经营环境。**11 月，制造业和服务业景气度回升，官方制造业 PMI (51.8) 比上月微升 0.2 个百分点。分项来看，生产指数 (54.3)、新订单 (53.6) 和新出口订单 (50.8) 均比上月有所改善。景气程度改善显示经济下行中仍有韧性。分企业来看，大型企业景气度 (52.9) 回落，中型企业 (50.5) 和小型企业 (49.8) 则有所改善。10 月工业企业利润同比为 25.1%，仍然维持较高的增速，环保限产有利于去库存和去产能的推进，改善企业经营环境。

图表 4 我国制造业和服务业 PMI



图表 5 我国分企业类型 PMI



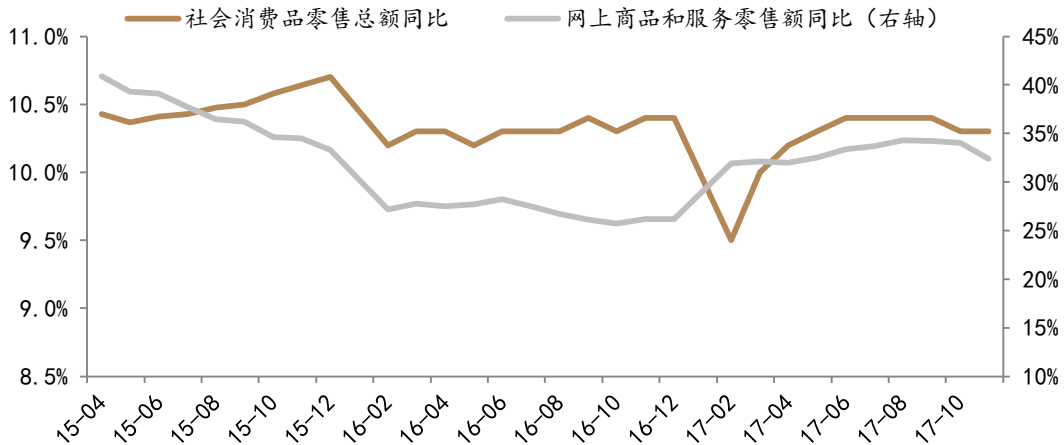
数据来源: wind, 普信资产

## ➤ 消费增速回稳，结构优化

**汽车消费继续偏弱，电子类消费增长较好。**11 月消费需求表现出较强的韧性，社会消费品零售总额同比增速为 10.2%，比上月回升 0.2 个百分点。汽车消费仍然偏弱，11 月增速 (4.2%) 下滑 2.7 个百分点。电子产品消费有所改善，如通讯器材类 (33.9%) 大幅上升 32.9 个百分点。

**消费结构更加平衡，新消费方式继续发展。**分城乡看，城镇消费品零售总额增 9.9%，乡村消费品零售总额增 11.7%，均比上月有所上升，并且乡村消费增长继续快于城镇消费，乡镇消费能力继续增强，城乡消费结构继续改善。从交易方式看，网上商品和服务零售额同比增 32.4%，比上月降低 1.6 个百分点，但仍然远高于平均消费增速，无人零售、无人驾驶等消费方式有很大的空间，基于互联网和智能技术的新消费模式继续发展。

图表 6：我国社会消费品零售总额同比增速

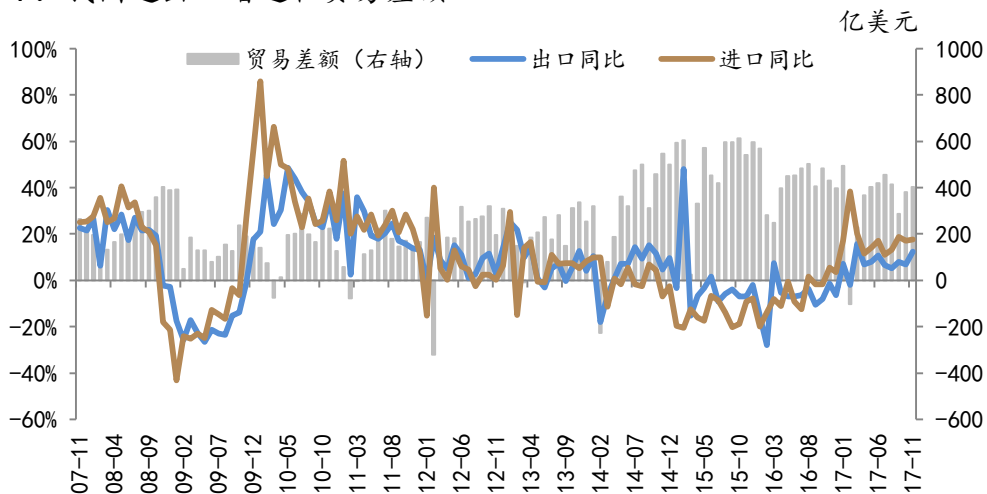


数据来源：Wind, 普信资产

### ➤ 外需强劲带动外贸增速超预期

**外部需求强劲，国内经济有韧性，带动进出口增速超预期。**11月，我国外贸增速较上月大幅提高，其中出口增长12.3%，较上月大幅提高5.4个百分点，进口增长17.7%，较上月提高0.5个百分点。外部经济增长强劲是出口增速大幅提高的主要原因，当前发达经济体和新兴市场经济状况普遍向好，2018年预期增速好于今年。分国家来看，对发达经济体出口继续向好，其中对美国（15.2%）和加拿大（23.1%）出口分别较上月上升6.9和9.9个百分点，对日本（9.8%）和欧盟（14%）出口分别较上月上升4.2和2.6个百分点；新兴经济体中，对东盟、南非和俄罗斯出口均有所上升，同比增速分别为20.2%、16.9%和17.8%，增速分别较上月上升10.1、8.1和5.8个百分点。今年中央经济工作会议提出“促进贸易平衡，更加注重提升出口质量和附加值，积极扩大进口，下调部分产品进口关税，大力发展服务贸易”，因此高新技术产品出口有望维持高增长，进口的增长态势总体上可能仍将好于出口。

图表 7：我国进出口增速和贸易差额

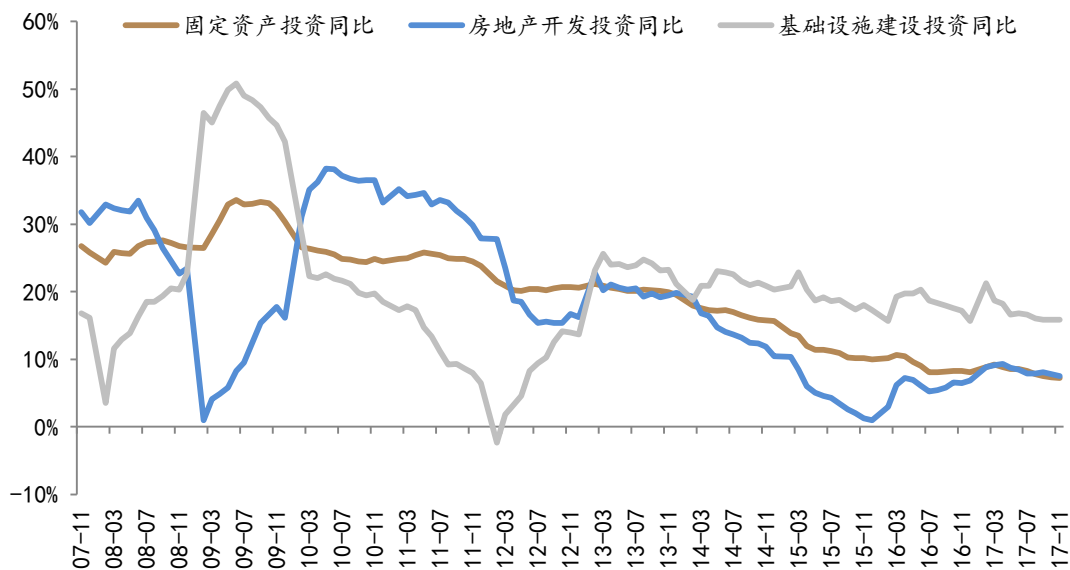


数据来源：Wind, 普信资产

## ➤ 投资增长仍然有压力

**投资领域仍然存在下行压力。**当前货币政策偏紧，财政支出力度比上半年有所降低，并且工业领域去产能尚未完成，部分行业资本回报率偏低，导致投资需求偏弱。11月固定资产投资完成额同比继续回落0.1个百分点至7.2%，制造业投资增速（4.1%）降至年内新低，占比超过60%的民间投资热情不高，增速降至5.7%，基建投资增速（15.8%）趋缓，但是占比略微提高。分产业看，第二产业投资同比（2.6%）降低0.1个百分点，第三产业（10.1%）受消费增长较快的带动回升0.1个百分点。当前增速目标弱化，更加注重经济质量，因此基建投资难以有持续、大幅度的回升，投资需求短期内仍然有压力。

图表 8：我国固定资产投资完成额同比增速



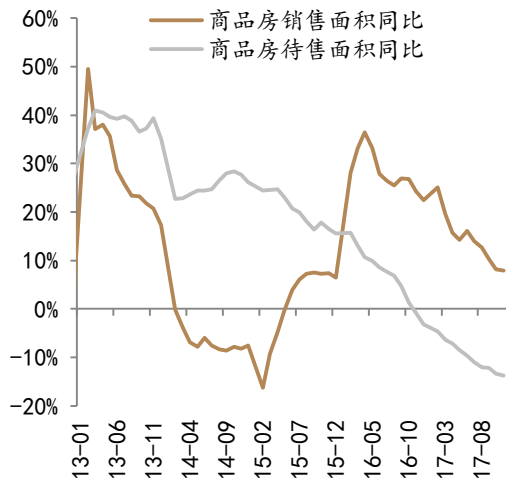
数据来源：Wind，普信资产

## ➤ 房地产价格回归理性

**房地产市场回归理性，需求偏弱，土地供给改善。**房地产市场去库存进展比较顺利，11月商品房待售面积（-13.7%）大幅萎缩，减弱了房企库存压力。在100多城出台150多项政策的影响下，房地产调控取得很大成效，投机行为得到抑制，70个大中城市新建住宅价格同比11月回落至5.6%，一线城市房价环比下降，但同时商品房需求也相应减弱，销售面积同比（7.9%）持续下降。土地供给方面，在2012-2016年一直维持负增长的土地购置面积增速继续回升，11月增速升至16.3%。土地供应增加有助于从供给端完善房地产市场的运行，缓和房企成本压力，促进供求关系平衡，缓和房地产投资的下行压力，11月北、上、广、深成交土地均价环比下降4.8%，平均溢价率（19.04%）较去年同期下降47.86个百分点。当前中央对经济下行的容忍度有所提升，并且提出“房住不炒”的要求，住建部在最近召开的工作会议上指出目前的房地产政策具有必要性，因此短期内房地产政策将仍然偏紧，住房价格尤其是三四线城市房价将继续趋缓。

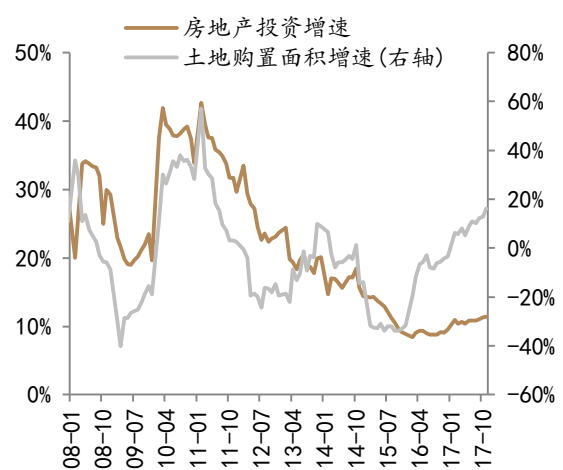


图表 9 商品房库存和销售面积同比



数据来源: wind, 普信资产

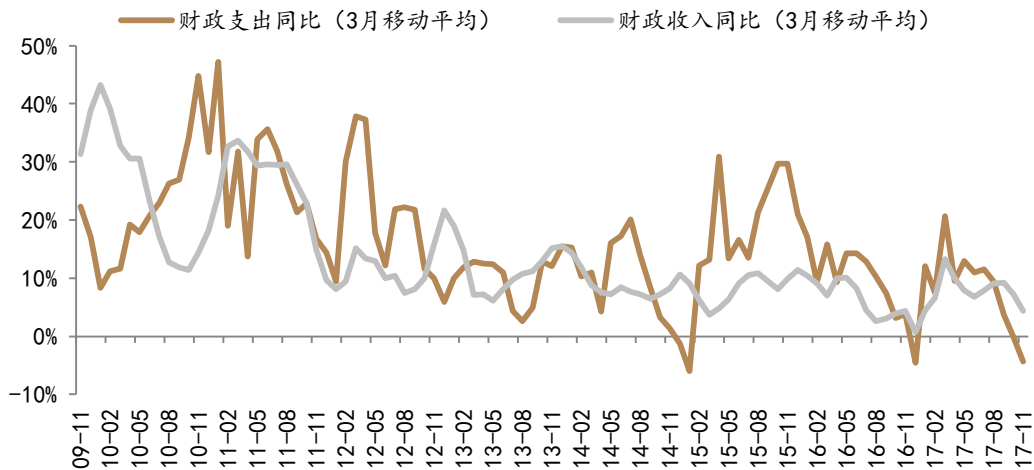
图表 10 房地产投资和土地购置同比



### ➤ 财政收支偏弱，赤字规模或将延续

**财政收入年内出现首次下降，财政支出继续负增长。**11月，财政收入同比下降1.4%，增速比上月降低6.8个百分点，主要受到税收收入的拖累。结构性下行和环保限产等因素导致经济活动继续放缓，税收收入增速降低7.5个百分点至2.6%。分项来看，工业品价格趋缓，工业企业利润回落，增值税增速下降5.6个百分点至6.6%，企业所得税增速下滑21.8个百分点至-13.3%；汽车等消费放缓拖累消费税增速下降17.5%，降幅比上月扩大8.8个百分点；房地产销售需求持续偏弱，导致房地产相关税收全面下滑。11月，财政支出同比下降9.1%，降幅较上月下降3.2个百分点，创下年内新低。财政支出已经连续两月负增长，主要原因包括前期支出压力较大和增速目标有所弱化等。当前国内经济压力仍存，美国减税法案获得通过，中央经济工作会议提出仍然将实施积极的财政政策，同时强调防范地方政府债务风险，因此财政仍将维持一定的赤字，同时政府债务更加规范。

图表 11: 我国财政收支同比增速



数据来源: Wind, 普信资产

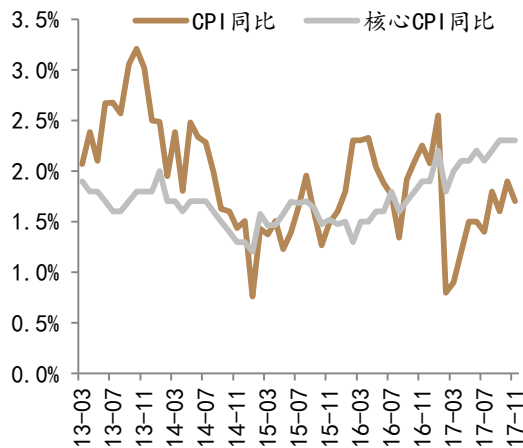
## 二、货币金融

### ► 食品价格拖动 CPI 回落

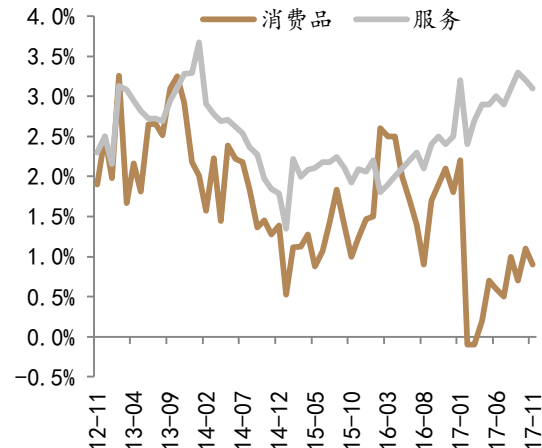
**食品价格拖动 CPI 回落。**11 月 CPI 同比增速为 1.7%，比上月回落 0.2 个百分点，核心 CPI 同比增 2.3%，连续 3 个月持平。CPI 回落主要是食品价格导致，由-0.4%降至-1.1%，非食品价格（2.5%）则小幅上升 0.1 个百分点。菜价（-9.5%）比上月大幅降低 9.82 个百分点，是拖累食品价格下降的主因。随着冬季蔬菜供应减少，菜价将有所回升，肉类价格也正在由底部反弹，食品价格有上升的可能性，从而对 CPI 造成抬升压力。

**温和油价推动非食品价格上升。**在非食品价格中，交通工具用燃料类（10.2%）涨势最强，比上月提高 2.7 个百分点，主要是受到温和油价的影响。其他价格增速大多回落，如衣着和居住类回落 0.03 个百分点，医疗保健回落 0.19 个百分点，教育文化和娱乐回落 0.25 个百分点。

图表 12 CPI 同比



图表 13 消费品、服务价格同比

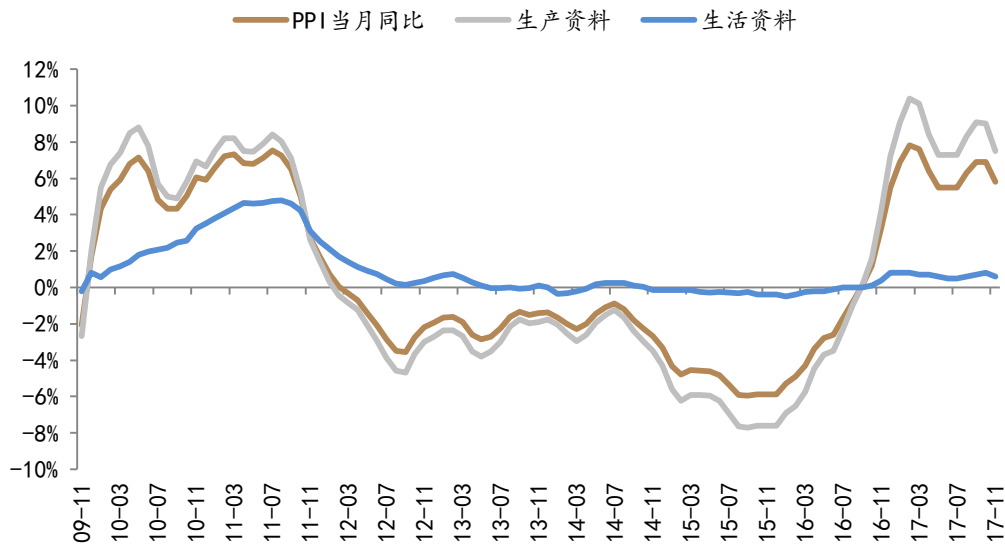


数据来源：wind，普信资产

**工业价格普遍回落，PPI 趋缓。**11 月，PPI 同比增速为 5.8%，比上月回落 1.1 个百分点。大宗商品价格趋稳，工业产品价格基数较高，PPI 逐渐回落。分项来看，生产资料（7.5%）下降 1.5 个百分点，其中采掘工业（10.8%）下降 3.9 个百分点，原材料工业（9.7）下降 1.9 个百分点，原材料工业（6.3%）下降 1.2 个百分点；生活资料（0.6%）下降 0.2 个百分点，其中食品类（0.4%）、衣着类（0.7%）和日用品类（1.7%）均下降 0.2 个百分点。上游价格的持续回落传导至下游，从而带动工业价格继续整体回落。



图表 14. PPI、生产资料、生活资料价格环比

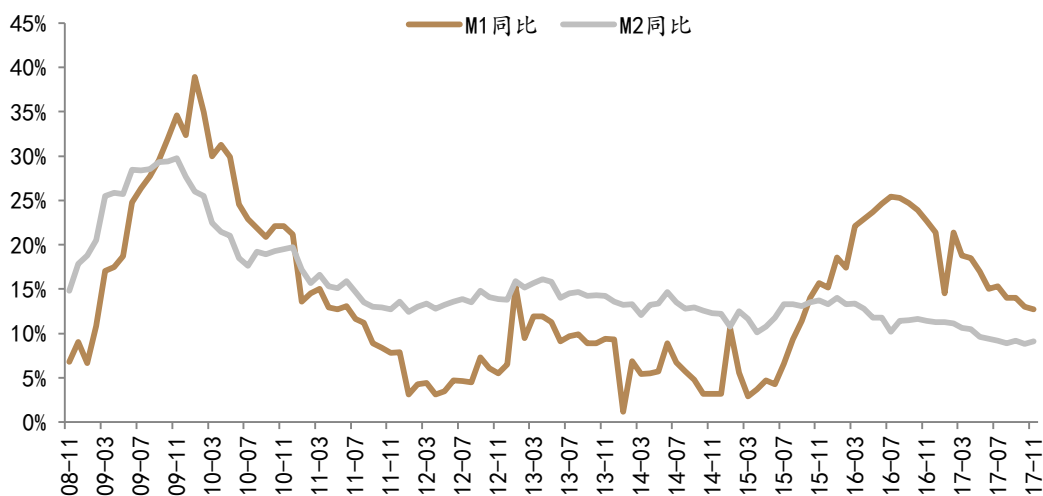


数据来源: wind, 普信资产

### ➤ M2 与社融增速差距收敛

**货币增速回升，社会融资存量增速回落，监管效应继续显现。**11月，我国M1同比增12.7%，比上月降低0.3个百分点，M2同比增9.1%，比上月回升0.3个百分点，社会融资规模存量同比增12.5%，比上月回落0.5个百分点。M2增速逐渐结束下降的趋势，稳中有升，社会增速有所回落，二者的差距缩小，主要是强监管对部分资金通道产生抑制，资金加速回归表内。最近召开的中央经济工作会议强调防范金融风险，预计金融监管仍然偏强，M2和社融存量的增速差距将进一步收敛。今年的中央经济工作会议提出继续实施稳健中性的货币政策，并且央行将明年M2增速设定在9%的低值，因此明年货币政策仍将中性偏紧，货币和信贷增速偏低。

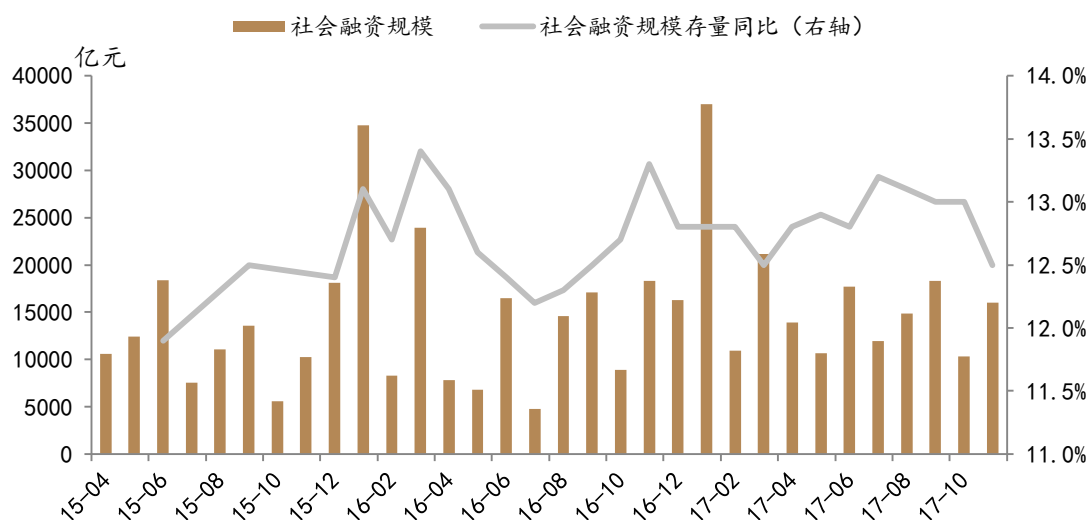
图表 15. M1 与 M2 同比增速



数据来源: wind, 普信资产

**新增社会融资规模较强，房产销售降温使居民中长期贷款减弱。**11月，我国新增社会融资规模为15982亿元，比上月多增近5000亿元，资金对实体经济支持仍然不弱。从构成来看，新增人民币贷款11428亿元，比上月多增4793亿元，新增企业债券融资716亿元，比上月减少759亿元，新增股票融资1324亿元，比上月增加723亿元。委托贷款（280亿）、信托贷款（1434亿）和票据融资（15亿）均比上月有所回升。从贷款构成来看，短期贷款和中长期贷款大约各占一半。居民户贷款的增长主要来自短期贷款，中长期贷款增长不多，与近期购房需求降温有关。中央经济工作会议提出将严控金融风险，因此明年监管力度仍然较强，社会融资规模整体增速趋缓，非标资产增长空间有限。

图表 16. 社会融资规模增量与同比



数据来源: wind, 普信资产

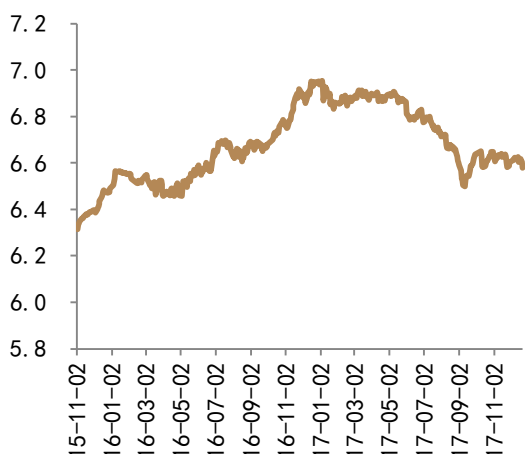
## ➤ 人民币汇率稳定，外储继续回升

**美联储加息产生小幅扰动，人民币汇率延续双向波动。**12月美元兑人民币中间价波动比上月增大。美联储如期加息，给人民币造成一定的贬值压力，13日比月初贬值约200点，但是随后持续回升，25日(6.5683)比月初升值约400点，总的来看本月人民币对美元延续了双向波动的态势。今年美联储三次加息，但是25日人民币对美元由年初6.9498升值至6.5683，升值幅度接近4000点。中国的汇率市场化逐渐完善的同时，汇率信心增强，市场预期成熟。

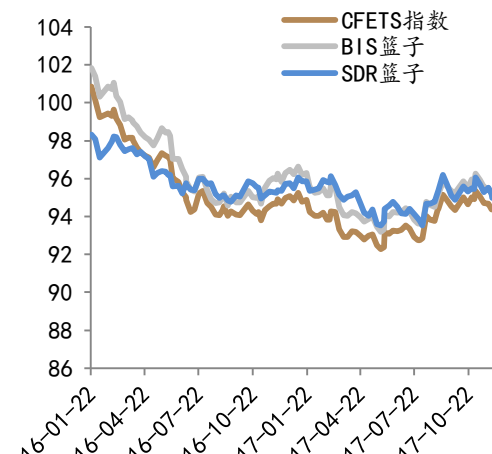
截止至12月25日，CFETS人民币汇率指数为94.66，参考BIS篮子的汇率指数为95.70，参考SDR篮子的汇率指数为95.60，比月初均有小幅升值，主要原因是人民币对美元比月初有所升值。人民币汇率指数稳中偏强。

今年中央经济工作会议去掉了“增强汇率弹性”的提法，而强调“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，表明在美联储加息、欧美经济强势、国内经济存在压力的情况下，明年汇率调控的难度可能增大，人民币汇率稳定的重要性增强。

图表 17 美元兑人民币汇率中间价



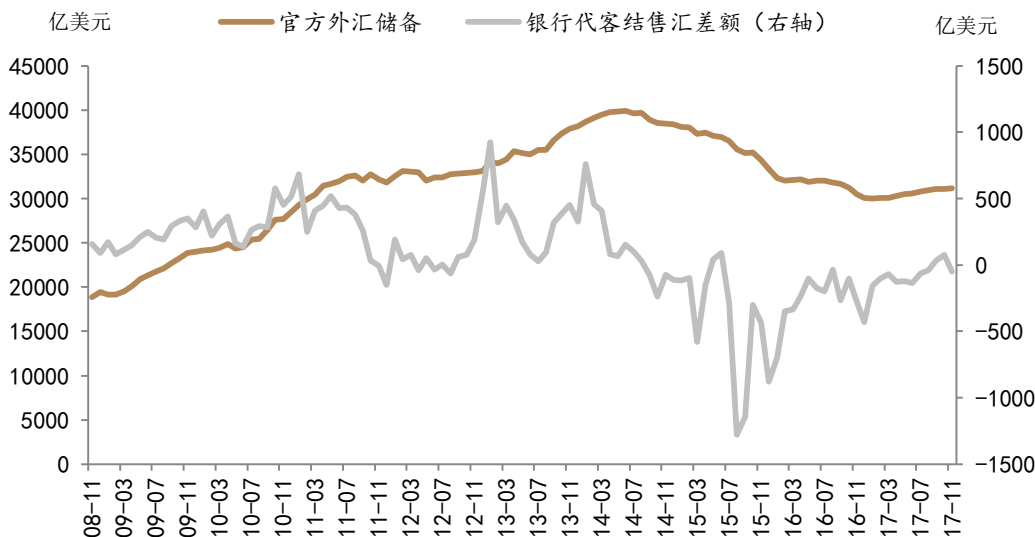
图表 18 人民币汇率指数



数据来源: wind, 普信资产

**外汇储备继续回升，短期购汇压力不造成实质影响。**11月我国官方外汇储备为31192亿元，比上月提高约100亿元，当前人民币对美元基本稳定，市场预期更加成熟，有利于国际资金理性流动和国际收支状况好转。截止至11月底，银行代客结售汇差额为-47.19亿美元，出现小幅逆差，主要原因可能是美联储加息暂时造成的投机压力，并不对当前的资金流动构成影响。资金流动短期内仍将保持稳健。

图表 19. 官方外汇储备与银行代客结售汇



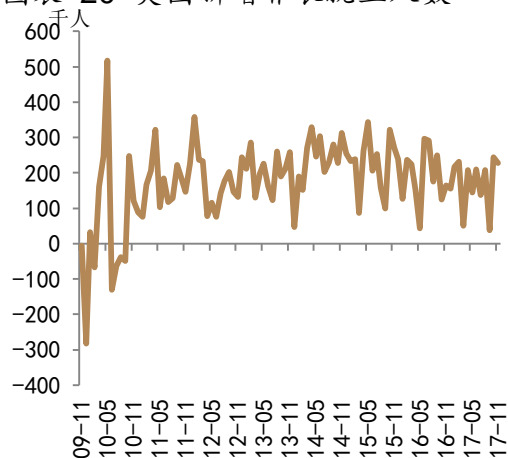
数据来源: wind, 普信资产

### 三、海外经济

#### ➤ 美国经济

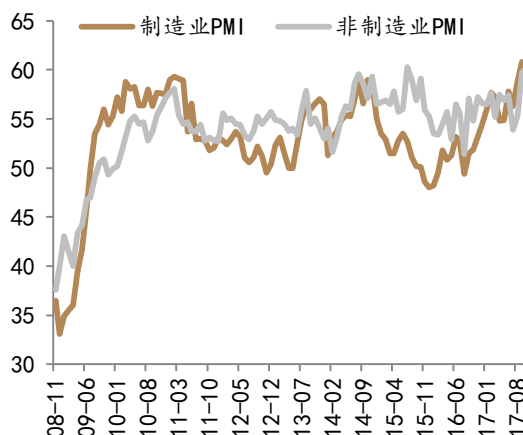
**就业仍然强劲，税改政策有望提升边际增速，实际总收入同比回升支撑温和增长。**11月，美国新增非农就业人数22.8万人，保持强劲的增势，失业率为4.1%，与上月持平，接近触底。美国税改进展顺利，法案近期将正式颁布。减税政策有利于降低企业成本压力，提升盈利预期，带动资本和人才回流，刺激企业投资。如果基建政策实施，政府投资叠加企业投资可以对经济增长产生比较好的提升作用。

图表 20 美国新增非农就业人数



数据来源: wind, 普信资产

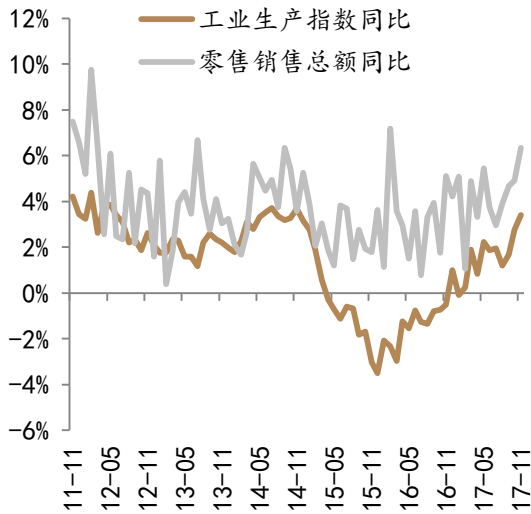
图表 21 美国制造业和非制造业 PMI



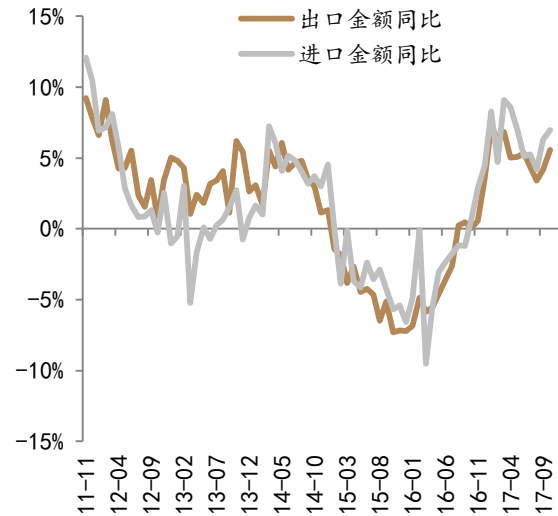
**制造业和非制造业 PMI 小幅回落，总体上仍然保持强势。**11月，美国制造业 PMI 为 58.2，比上月小幅回落 0.5 个百分点，其中新订单指数 (64) 和产出指数 (63.9) 分别升高 0.6 个 2.9 个百分点，新出口订单 (56) 下降 0.5 个百分点。非制造业 PMI 为 57.4，比上月回落 2.7 个百分点。制造业和非制造业 PMI 虽然小幅下降，仍然处在年内次高的位置，支撑经济温和增长。未来减税方案的实施有利于刺激企业投资，基建政策实施有利于刺激政府投资，制造业的总体态势或将好于非制造业。

**工业和消费增势强劲，外贸增速回升。**11月，美国工业、消费和外贸等指标都有所提升。工业生产指数 (3.4%) 和零售销售额 (6.35%) 同比均连升 4 个月，11 月达到近 3 年来的高值。欧元区、日本和新兴市场持续复苏，中国需求有韧性，带动出口增速回升，出口金额与进口金额同比分别升至 5.55% 和 6.98%。当前美国税改和基建政策有利于对工业形成一定的支撑，外部经济继续好转也将带动贸易向好。

图表 22 工业指数和零售总额同比



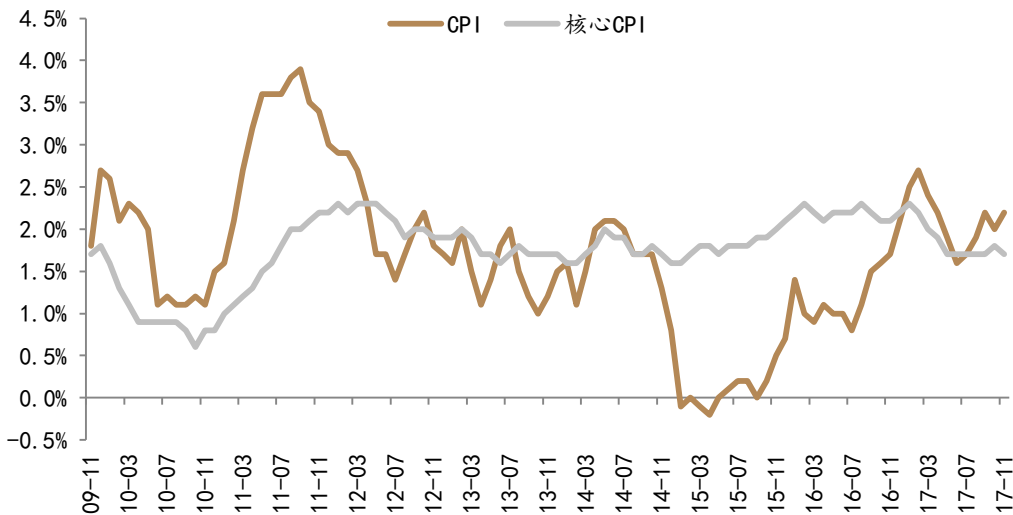
图表 23 出口和进口同比



数据来源: wind, 普信资产

**能源价格带动 CPI 温和回升，核心通胀回落。**11月，美国 CPI 当月同比增 2.2%，比上月回升 0.2 个百分点，主要受能源和食品项的带动，其中能源涨幅为 9.4%，提高 3 个百分点，食品涨幅为 1.4%，提高 0.1 个百分点。核心 CPI 增 1.7%，回落 0.1 个百分点，与消费拉动作用偏弱有关。分项来看，住宅(2.8%)、服装(-1.6%)、医疗保健(1.7%)、娱乐(1.4%)、信息技术(-2.5%)和个人计算机(-3.5%)均比上月小幅回落或持平，唯独交通运输项(4.4%)受能源价格带动提升 1.2 个百分点。

图表 24. 美国 CPI 与核心 CPI 当月同比

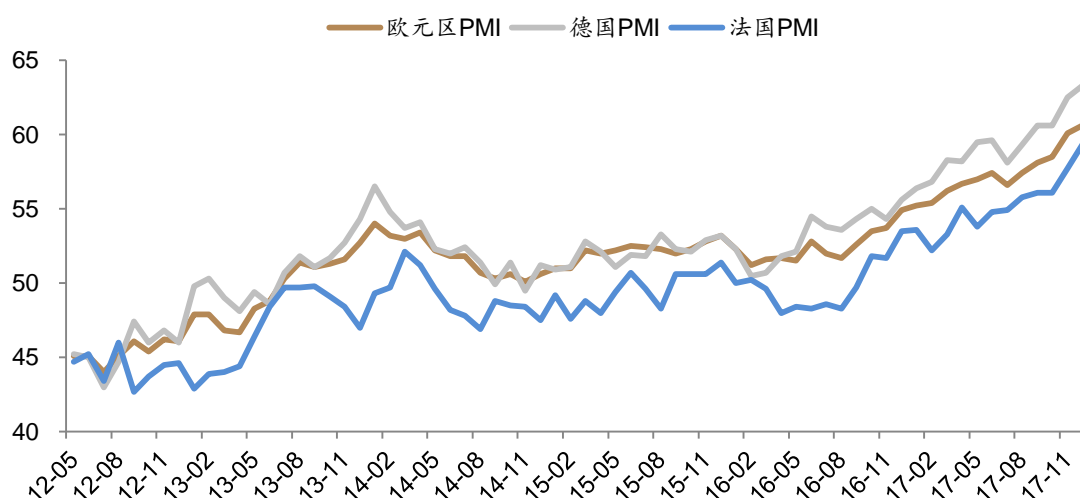


数据来源: wind, 普信资产

➤ 欧元区经济

**欧元区制造业和服务业 PMI 保持强劲，德法经济均向好。**12 月欧元区制造业 PMI 为 60.6，比上月继续提高 0.5 个百分点，其中德国 (63.3) 和法国 (59.3) 制造业 PMI 分别比上月提高 0.8 和 1.6 个百分点，制造业增长态势仍然较好。服务业 PMI 为 56.5，比上月提高 0.3 个百分点。欧元区经济仍然有进一步复苏的空间，产能利用率处在高位，独立主义风潮平息，经济有望维持比较强劲的增长态势。

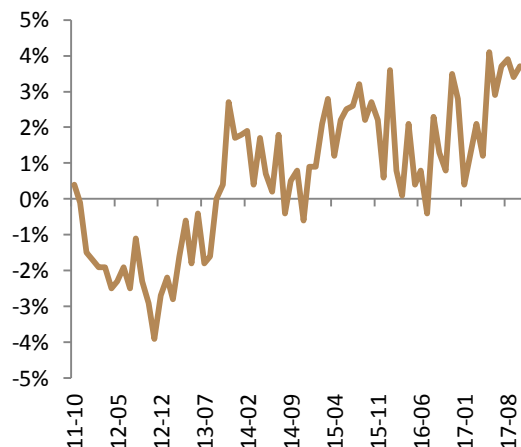
图表 25. 欧元区制造业 PMI



数据来源: wind, 普信资产

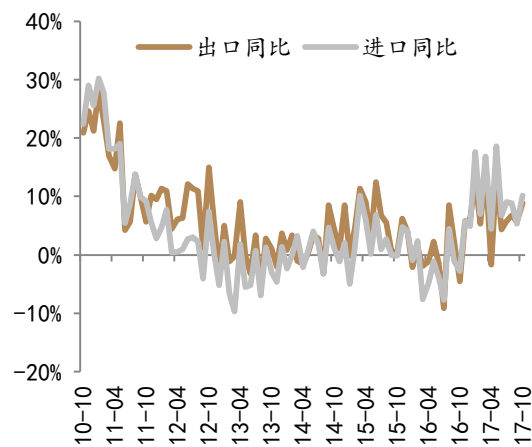
**工业生产繁荣, 进出口增速反弹。**10 月, 欧元区工业生产指数同比增 3.7%，处于欧债危机以来的最高值。出口同比增 8.8%，比上月回升 3.2 个百分点，进口同比增 10.1%，比上月回升 4.9 个百分点。对外贸易增长仍然良好。分国家来看，对中国出口 (17.5%) 回落 0.1 个百分点，但仍然维持两位数增长，对美国出口 (5.6%) 比较温和。

图表 26 工业生产指数同比



数据来源: wind, 普信资产

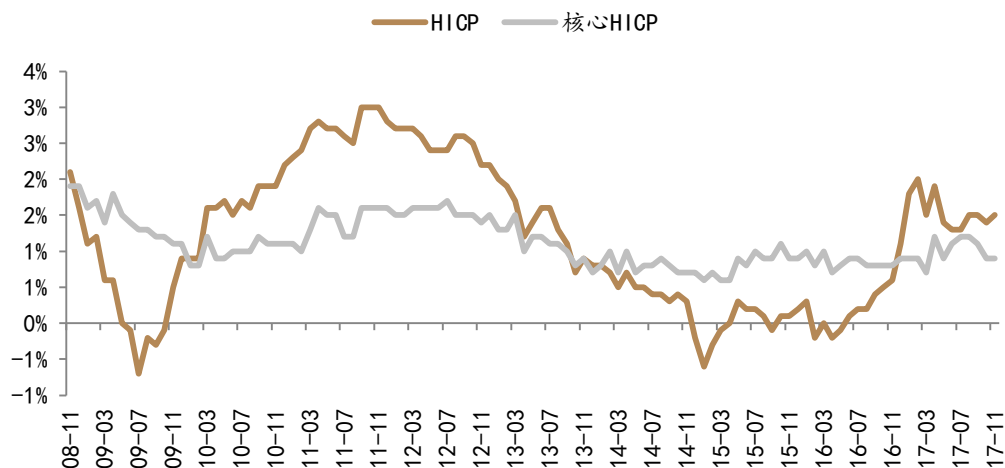
图表 27 出口和进口同比





**通胀水平温和, 货币正常化进程保持缓和。**11月, 欧元区HICP同比为1.5%, 比上月升高0.1个百分点, 核心HICP为0.9%, 与上个月持平。通胀水平回升主要是能源价格提高导致, 当前欧元区通胀水平仍然不高, 能源价格也比较温和, 预计欧洲货币政策常态化的进程会保持缓和。

图表 28. 欧元区 HICP 与核心 HICP



数据来源: wind, 普信资产

## 普信投资研究中心

普信投资研究中心核心成员均拥有海内外顶尖金融机构从业经验，及世界一流学府的硕士及以上学历。

投研中心依托现有完整、标准的投研体系，覆盖宏观、策略、金融产品、海外市场等多个板块领域。中心秉承客观、严谨的投资理念，结合买方、卖方及独立研究机构的市场资讯，助力客户及时把控宏观方向、清晰梳理市场逻辑，为客户提供精准、独到的投资分析和具有领先意义的决策参考。

## 信息披露

### 分析师声明

本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供普信资产管理有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为普信资产管理有限公司，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。