

宏观经济研究报告

传统工业改善，L型筑底继续

月度报告

2018年1月

普信投资研究中心

www.puxinasset.com

报告摘要：

● 中国

2017年我国GDP同比增6.9%，比2016年回升0.2个百分点，为近七年来首次回升，经济下行压力有所缓和，正在逐渐接近L型筑底的区间。12月，工业增加值同比增速（6.2%）小幅回升0.1个百分点。以消费升级相关项目为首的社会消费品零售总额同比增速结构性回落，但城乡消费结构更加平衡。民间投资增速回升，投资下行压力缓和。外需带动出口温和复苏，高新技术产品维持高增长，进口增速随内需短期回落。房地产市场需求增速趋缓，土地供给增速回升，房价增速处在低位。

CPI小幅回升（1.8%），与我们的预测模型完全吻合，预计受季节性因素影响1月CPI同比降至1.5%。PPI继续回落，二者差距收敛。金融强监管下，M2维持低增速，社融存量增速继续回落。欧洲部分国家央行增加对人民币储备资产的需求，人民币汇率指数小幅升高，外汇储备继续回升，银行结售汇差额回复正值，购汇压力减弱，国际收支状况好转。

● 海外

12月，美国新增非农就业人数温和，失业率接近筑底。制造业PMI继续上升，非制造业PMI小幅回落，仍然远高于枯荣线。工业生产指数同比创3年新高，零售销售总额同比温和。能源价格增长放缓使CPI同比微落。

欧元区制造业和服务业PMI仍然向好，工业、零售和外贸保持温和增长，德国、法国制造业PMI继续升高。通胀水平温和，经济仍有复苏空间，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、监管肃清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

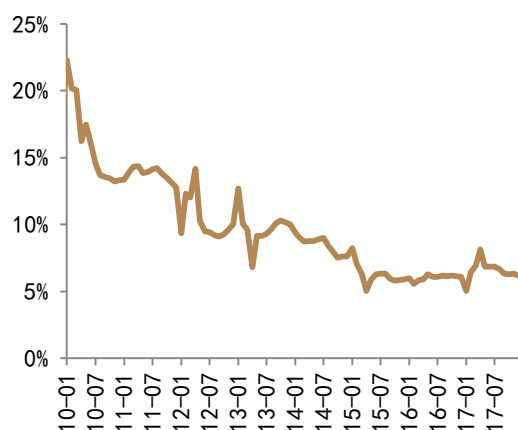
一、经济运行.....	1
➤ 传统行业改善带动工业增速回升.....	1
➤ 消费增速结构性回落.....	2
➤ 外需带动出口温和复苏.....	3
➤ 工业出清使投资增速下行压力有所缓和.....	4
➤ 房地产需求增速趋缓带动房价回归理性.....	4
二、货币金融.....	5
➤ CPI 存在上升压力.....	5
➤ 强监管使 M2 保持低位，社融增速继续回落.....	6
➤ 人民币汇率稳定，外储继续回升.....	7
三、海外经济.....	9
➤ 美国经济.....	9
➤ 欧元区经济.....	10

一、经济运行

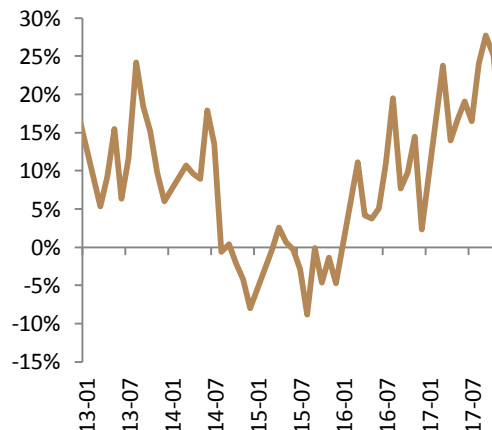
➤ 传统行业改善带动工业增速回升

上游行业 and 传统制造业普遍改善，带动工业增加值同比增速回升，高新制造业保持良好增长。12月，工业增加值同比增6.2%，比上月回升0.1个百分点。分行业来看，工业领域出清、外部需求强劲、国内经济有韧性带动上游行业 and 传统制造业普遍改善，其中有色金属冶炼（5.4%）回升3.8个百分点，黑色金属矿采选（1.5%）回升3.8个百分点，煤炭开采和洗选（-0.3%）回升3个百分点，纺织业（3.9%）回升1.9个百分点，金属制品业（5.7%）回升1.3个百分点，橡胶和塑料制品业（6.5%）回升1.1个百分点。高新制造业增速小幅回落，但仍然保持较好增长。2017年全年我国GDP同比增6.9%，比2016年回升0.2个百分点，工业增加值同比增6.6%，比2016年回升0.6个百分点，去库存、去产能使工业领域下行压力有所减轻，有利于经济增速企稳。

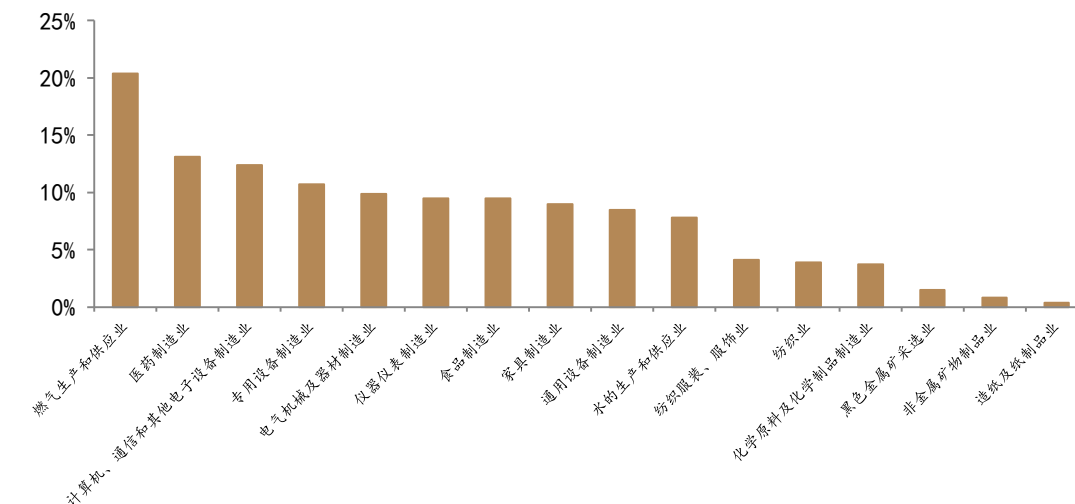
图表 1 工业增加值同比（3mma）



图表 2 工业企业利润同比



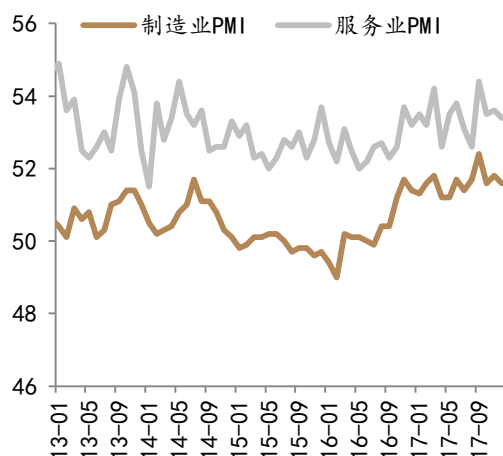
图表 3：部分行业工业增加值当月同比增速



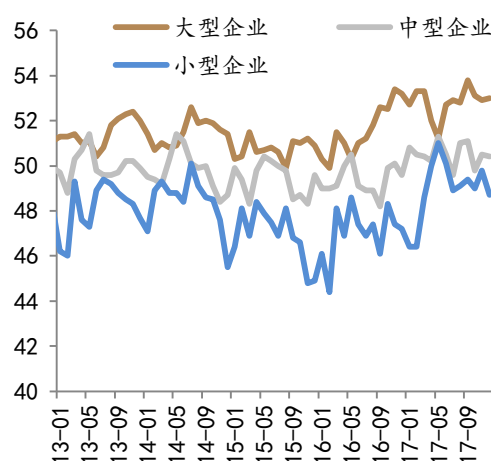
数据来源：Wind，普信资产

制造业和服务业 PMI 小幅回落，仍然处在景气区间。12月，官方制造业和服务业 PMI 都小幅回落 0.2 个百分点。分项来看，生产（54）和新订单（53.4）分别回落 0.3 和 0.2 个百分点，但仍然处在景气区间；受海外强劲复苏势头的带动，新出口订单（51.9）则回升 1.1 个百分点。分企业类型来看，大型企业（53）升高 0.1 个百分点，中小型企业则有所回落。制造业和服务业 PMI 仍然处在景气的区间，显示经济有韧性。

图表 4 我国制造业和服务业 PMI



图表 5 我国分企业类型 PMI



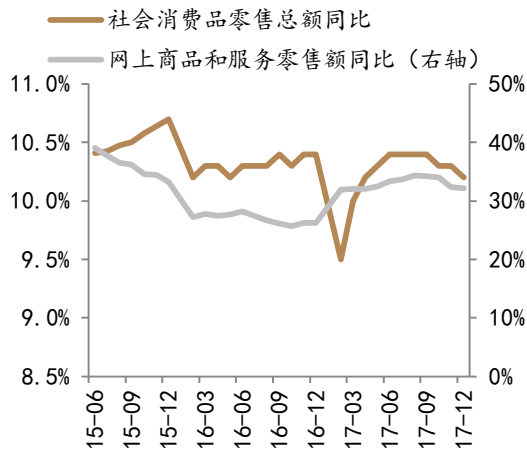
数据来源: wind, 普信资产

➤ 消费增速结构性回落

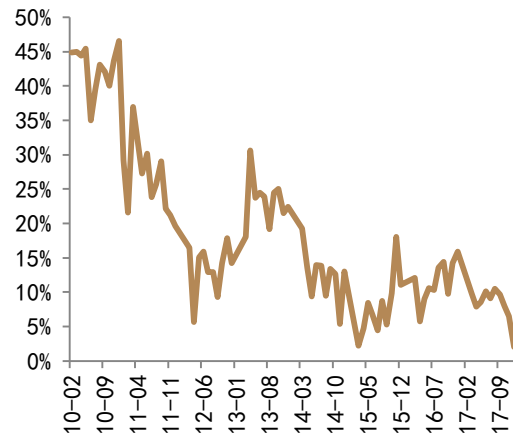
消费增速结构性回落，消费升级相关项增长较低。12月社会消费品零售总额同比增速为 9.4%，比上月回落 0.8 个百分点。从分项来看，与消费升级相关的项目增速（2%）下降 4.5 个百分点，其中化妆品类增速（13.8%）下降 7.4 个百分点，金银珠宝类增速（0.4%）下降 4 个百分点，汽车类增速（2.2%）下降 2 个百分点。房地产相关消费有所回升，其中家用电器（8.7%）回升 0.3 个百分点，家具类（12.5%）回升 0.6 个百分点，建筑及装潢材料类（5.2%）回升 1.6 个百分点。2017 年全年社会消费品零售额增 10.2%，比 2016 年下降 0.2 个百分点。长期来看，随着经济增速结构性回落，消费增速将维持在中高速区间。

乡村及网上消费增速小幅放缓，但均维持相对高增长。分城乡看，城镇消费品零售总额增 9.3%，乡村消费品零售总额增 10.1%，比上月有所回落，主要是经济增速结构性回落导致。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。从消费方式看，网上商品和服务零售额同比增 32.2%，比上月降低 0.2 个百分点。与消费品零售总额增速相似，自去年三季度以来，网络消费增速出现了趋势性的回落。

图表 6 社会消费品零售同比增速



图表 7 消费升级相关项目同比

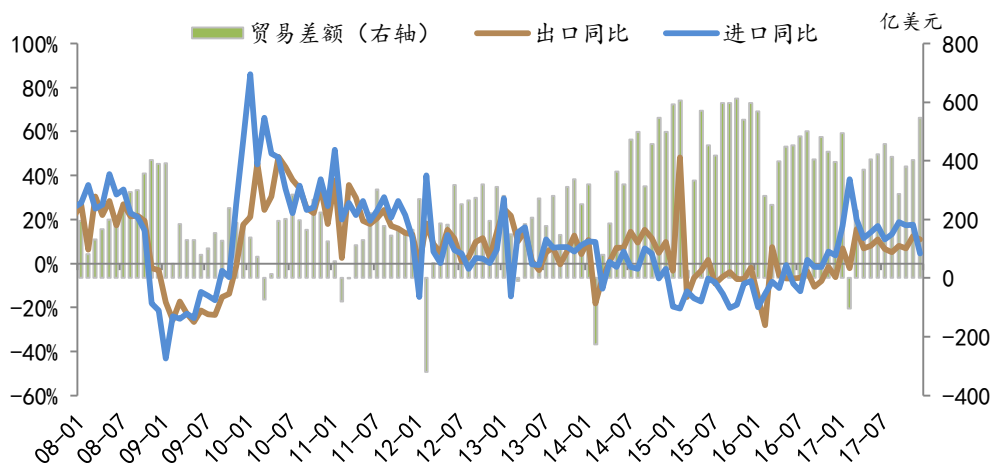


数据来源: wind, 普信资产

➤ 外需带动出口温和复苏

外需带动出口温和复苏，高新技术产品维持高增长，进口增速随内需短期回落。受外部经济良好增长的带动，12月，我国出口同比增10.9%，比上月回落1.4个百分点，保持温和复苏的态势。分国家来看，对发达经济体出口仍然比较强劲，其中对美国和欧盟出口增12.7%，对日本出口增14.9%。对亚、非、拉美新兴经济体出口增速(10.6%)回升7.1个百分点，其中对台湾(21.6%)提高15.9个百分点，对印度(26.2%)提高4.1个百分点，对巴西(31.9%)提高9.4个百分点。从出口产品来看，高新技术产品出口增13.2%，比上月回升0.3个百分点，维持高速增长，侧面反映制造业有效升级，相对优势持续提升。受去年基数较高、国内需求短期偏弱等影响，进口增速(4.5%)较上月大幅回落13.2个百分点。

图表 8: 我国进出口增速和贸易差额

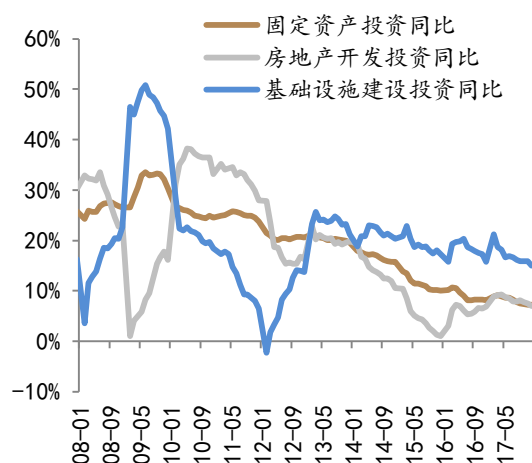


数据来源: Wind, 普信资产

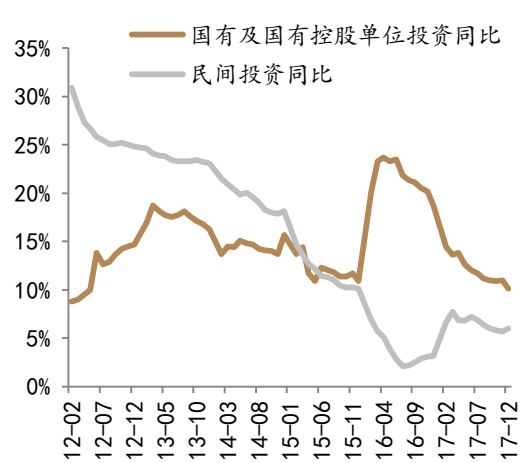
➤ 工业产能出清使投资增速下行压力有所缓和

12月，我国固定资产投资完成额同比增7.2%，与上个月持平，下行压力有所缓和。其中房地产投资增7%，回落0.5个百分点，财政刺激力度有所减弱带动基建投资（15%）继续回落1个百分点，延续缓慢下降的状态。受增长周期带动以及工业产能出清的影响，制造业投资（4.8%）比上月回升0.7个百分点。从投资主体来看，国有及国有控股单位投资增速（10.1%）回落0.9个百分点，但仍高于投资总体增速，占比（36.7%）较上月继续提高0.2个百分点。民间投资（6%）回升0.3个百分点，主要受制造业和建筑业的影响，两者分别回升0.8和4.3个百分点。从产业划分来看，第二产业增速（3.2%）受制造业和建筑业带动回升0.6个百分点，第三产业（9.5%）回落0.6个百分点。

图表 9 固定资产投资完成额同比



图表 10 国有和民间投资同比

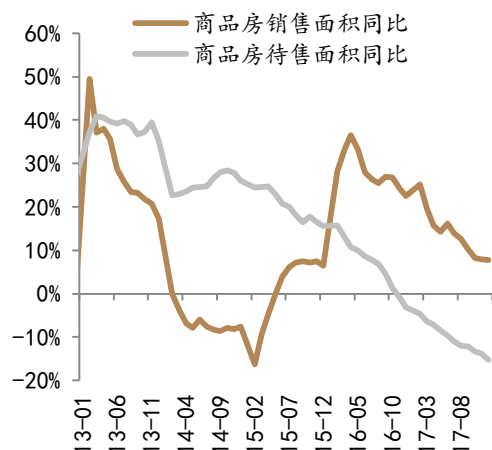


数据来源: wind, 普信资产

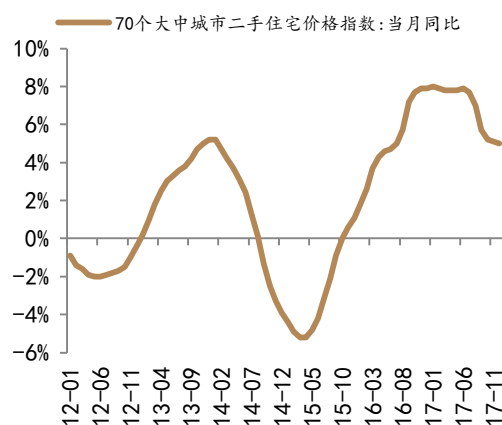
➤ 房地产需求增速趋缓带动房价回归理性

房地产市场需求受限增长趋缓，去库存继续进行，房价增速处在低位。12月，我国商品房销售面积同比增7.7%，比上月回落0.2个百分点，商品房待售面积同比降15.3%，降幅比上月扩大1.6个百分点。政策限制下，住宅需求增速继续趋缓，另一方面去库存继续进展，有利于房企扩大补库存，缓和房地产投资的下行压力。12月70个大中城市二手住宅价格指数同比增5.1%，比上月回落0.1个百分点，其中一线城市（2.5%）和二线城市（5.4%）分别回落0.4和0.2个百分点，三线城市（6.8%）则回升0.1个百分点。需求增速趋缓和土地供给回升有利于房价继续回归理性。

图表 11 商品房库存和销售面积同比



图表 12 大中城市二手住宅价格同比



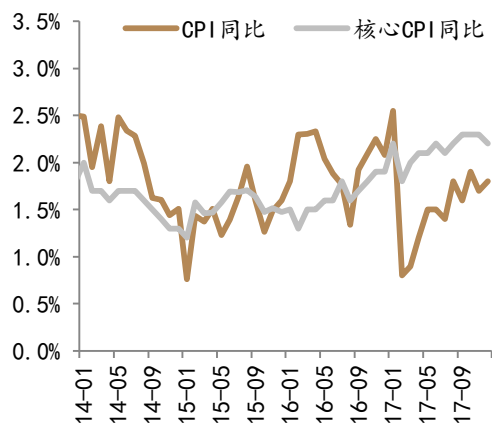
数据来源: wind, 普信资产

二、货币金融

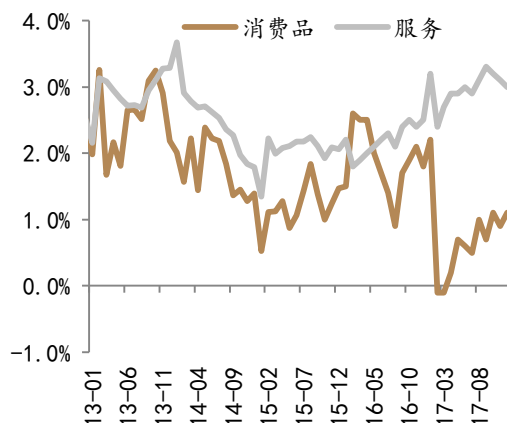
► CPI 存在上升压力

食品价格存在上升压力，CPI 可能升破 2%。 12 月 CPI 同比增速为 1.8%，比上月升高 0.1 个百分点，核心 CPI 同比增 1.8%，比上月提高 0.1 个百分点，核心 CPI 同比增 2.2%，比上月回落 0.1 个百分点。CPI 同比升高主要受食品价格带动，由 -1.1% 提高 0.7 个百分点至 -0.4%。从分项来看，除粮食 (1%) 与食用油 (-1%) 回落 0.2 个百分点外，其它食品项增速都有所提升。非食品价格中，交通和通信 (1.2%) 与医疗保健 (6.6%) 分别回落 0.13 和 0.35 个百分点，是带动非食品同比回落的主要因素。原油价格上涨势头一度减弱，交通工具用燃料同比从高位回落 1.2 个百分点至 9%。根据我们的模型测算，未来 CPI 同比存在上升的压力，季节性因素将导致 1 月 CPI 偏低，预计同比增 1.5%，2 月份升至 2% 以上。

图表 13 CPI 同比



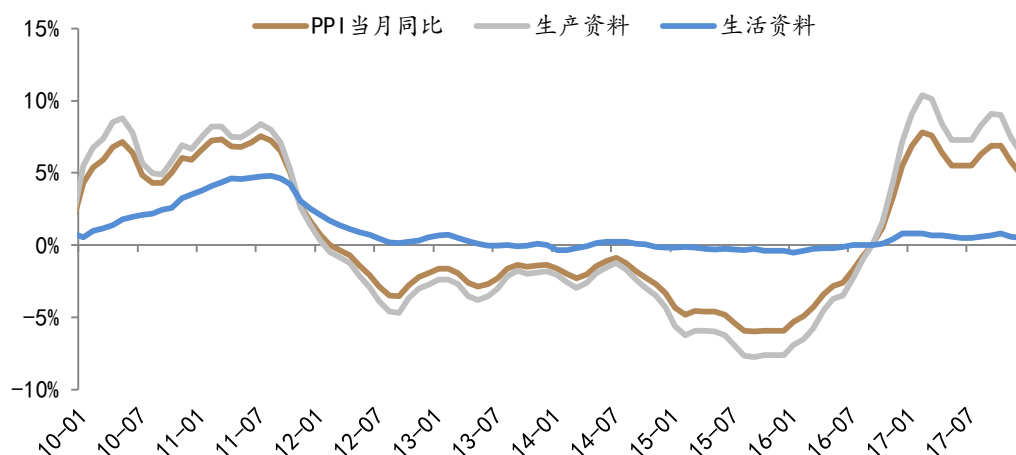
图表 14 消费品、服务价格同比



数据来源: wind, 普信资产

PPI 继续趋缓，与 CPI 趋向收敛。12 月，PPI 同比增速为 4.9%，比上月继续回落 0.9 个百分点。原料价格上升力度减弱和价格基数较高等因素拖动生产资料（6.4%）回落 1.1 个百分点，是 PPI 回落的主要方面，分行业来看，采掘工业（9.1%）回落 1.7 个百分点，原材料工业（8.1%）回落 1.6 个百分点，加工工业（5.5%）回落 0.8 个百分点。上游价格在继续趋缓，并且向下游传导。生活资料（0.5%）回落 0.1 个百分点，变动幅度相对较小。PPI 快速增长的时期正在结束，逐渐与 CPI 趋向收敛，全年通胀水平总体温温和。

图表 15. PPI、生产资料、生活资料价格环比



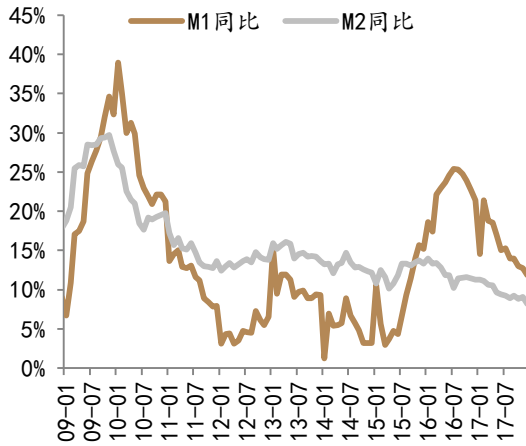
数据来源: wind, 普信资产

➤ 强监管使 M2 保持低位，社融增速继续回落

货币增速保持低位，社融存量增速继续回落。12 月，我国 M1 同比增 11.8%，M2 同比增 8.2%，均比上月降低 0.9 个百分点。社会融资规模存量同比增 12%，比上月降低 0.5 个百分点。去杠杆环境下部分资金流动受到抑制，货币增速保持在低位，社融存量增速与 M2 增速差距继续缩小。

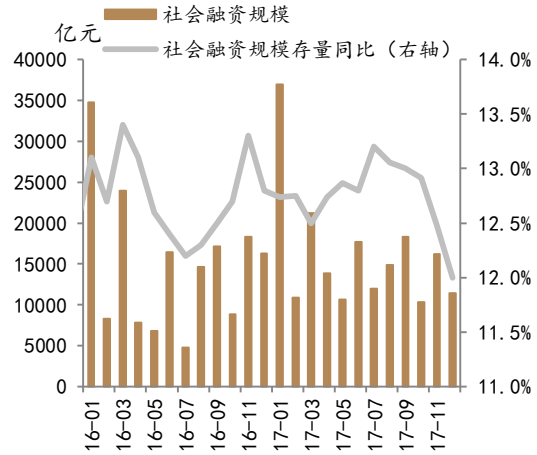
新增社会融资规模减少，中长期贷款减弱。12 月，我国新增社会融资规模为 11398 亿元，比上月少增约 5000 亿元。去杠杆环境下社融新增规模减弱。从构成来看，新增人民币贷款 5769 亿元，比上月少增约 6000 亿元，委托贷款 601 亿元，比上月多增约 300 亿元，信托贷款 2245 亿元，比上月多增约 800 亿元，票据融资 676 亿元，比上月多增约 600 亿元，债券融资 343 亿元，比上月少增约 600 亿元，股票融资 791 亿元，比上月少增约 500 亿元。非标融资有所回升，但是去杠杆和强监管的总体思路不变，表外资金继续回归表内，货币环境趋向温和、稳定。

图表 16 M1 和 M2 同比



数据来源: wind, 普信资产

图表 17 社会融资规模增量与存量

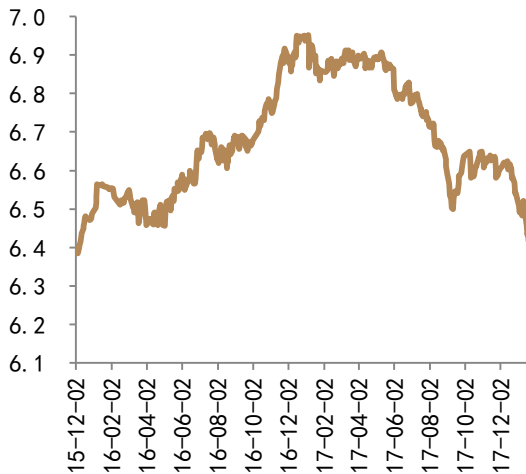


➤ 人民币汇率稳定，外储继续回升

人民币国际储备地位提高，汇率市场化程度增强。1月人民币对美元大幅升值，中间价由月初 6.5079 升至 25 日 6.3724，升值幅度超过 1000 点。近日德国、法国央行宣布已经将人民币纳入外汇储备，说明人民币作为储备货币在全球金融体系中的地位进一步提高。1月人民币对美元中间价报价银行对报价模型中的“逆周期系数”进行了调整，使“逆周期因子”恢复中性。自去年 12 月中旬以来人民币对美元持续升值，市场预期向好，市场性波动的空间扩大，因而通过逆周期因子来平抑波动的必要性减弱。对逆周期因子进行调整，说明人民币汇率市场化的程度在进一步增强。

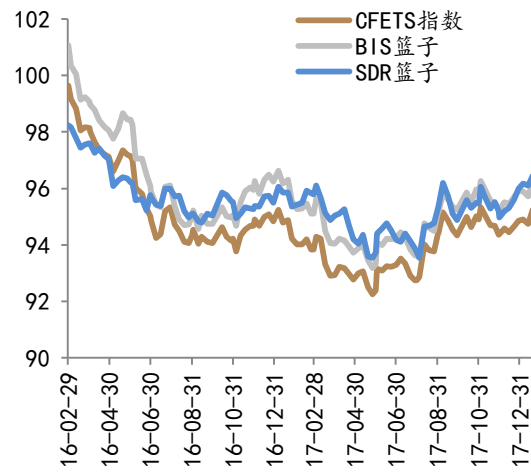
截止至 1 月 19 日 CFETS 人民币汇率指数为 95.25，比上月末升高 0.45，参考 BIS 篮子 (96.23) 和 SDR 篮子 (96.45) 的指数也有所上升。汇率指数升高主要原因是美元走弱。

图表 18 美元兑人民币汇率中间价



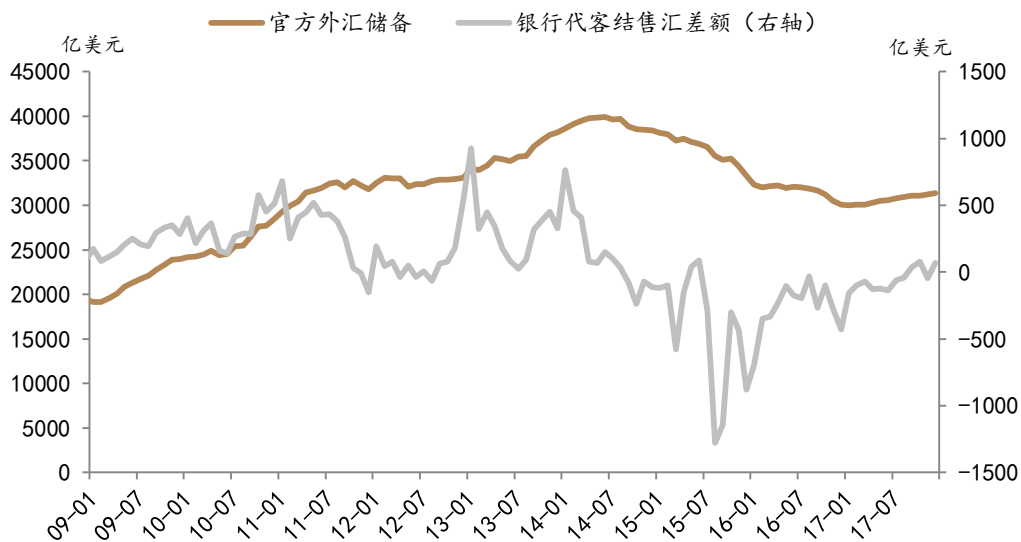
数据来源: wind, 普信资产

图表 19 人民币汇率指数



外汇储备继续回升, 结售汇差额回复正值。12月我国官方外汇储备为 31399 亿美元, 比上月提高约 200 亿美元, 银行代客结售汇差额为 67.42 亿美元, 由上月的逆差回复正值。当前国内基本面良好、经济增长质量提高, 人民币信心增强, 资金流入量增多, 国际收支状况好转。有利于为我国金融稳定创造良好的外部环境。

图表 20. 官方外汇储备与银行代客结售汇



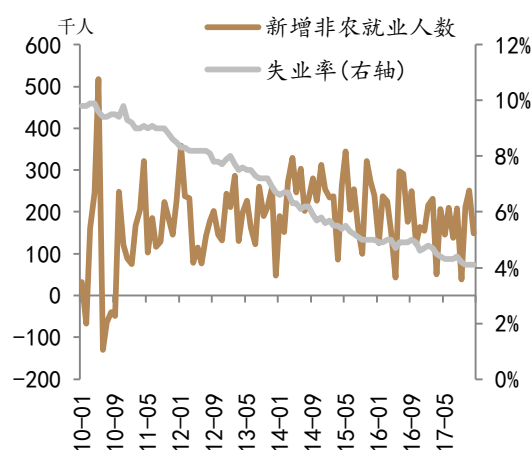
数据来源: wind, 普信资产

三、海外经济

➤ 美国经济

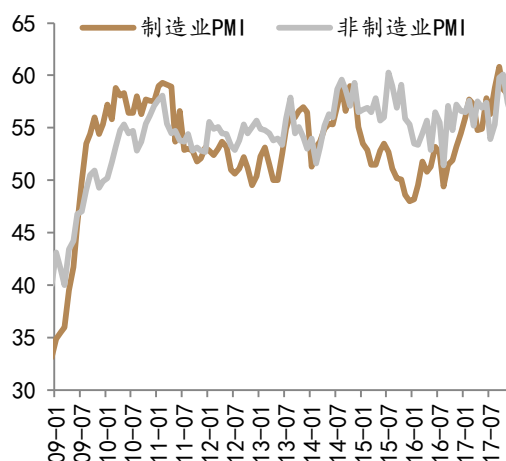
新增非农人数温和，失业率筑底。12月美国新增非农就业人数14.8万人，保持温和增长，失业率为4.1%，连续3个月持平。就业市场接近平稳，失业率接近触底状态，通胀温和，支持美联储加息进程。

图表 21 美国新增非农人数和失业率



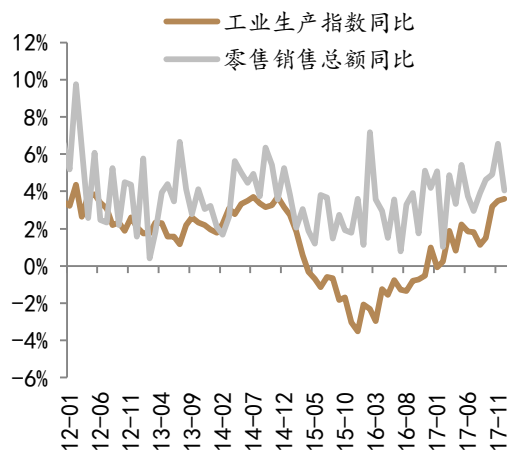
数据来源: wind, 普信资产

图表 22 美国制造业和非制造业 PMI



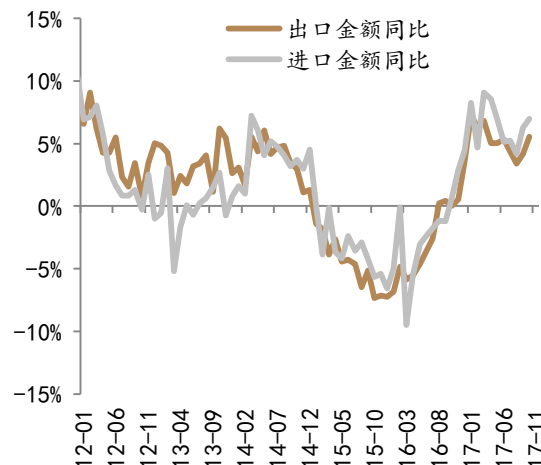
制造业 PMI 强劲，非制造业 PMI 小幅回落。12月美国制造业 PMI 为 59.7，比上月回升 2.1 个百分点。其中新订单（69.4）、生产订单（65.8）和新出口订单（58.5）分别回升 5.4、1.9 和 2.5 个百分点。12月非制造业 PMI 为 55.9，比上月回落 1.5 个百分点。**工业增长仍然强劲，零售保持温和。**12月，美国工业生产指数同比增 3.62%，达到 3 年来最高值，零售销售总额同比增 4%，回落 2.5 个百分点，保持温和增长的态势。

图表 23 工业指数和零售总额同比



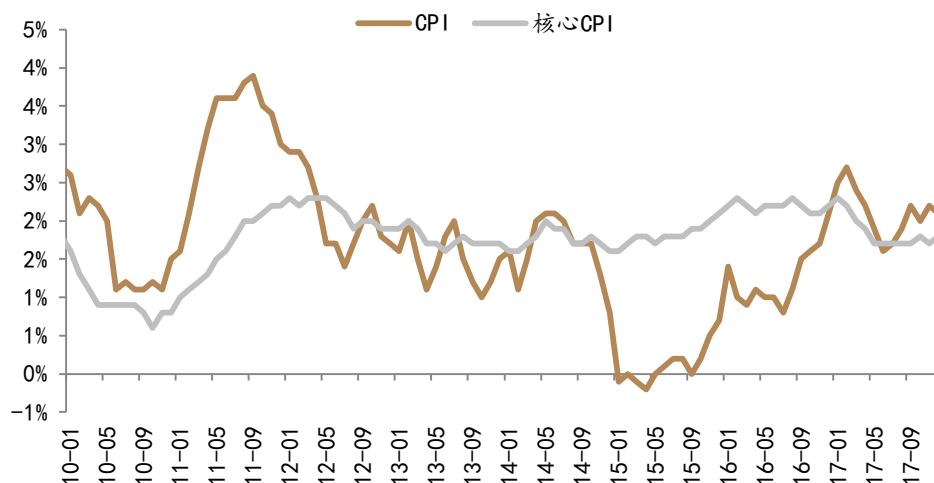
数据来源: wind, 普信资产

图表 24 出口和进口同比



油价增势减弱使 CPI 温和中小幅回落，核心通胀上升。12 月，美国 CPI 当月同比增 2.1%，比上月回落 0.1 个百分点。油价增长减弱是通胀回落的主要原因，能源分项同比 (6.9%) 降低了 3.5 个百分点。核心 CPI 当月同比增 1.8%，比上月回升 0.1 个百分点。分项来看，住宅 (2.9%)、医疗保健 (1.8%)、娱乐 (1.5%) 和信息服务 (-2.4%) 都回升 0.1 个百分点，交通运输项 (3.5%) 受油价影响回落 0.9 个百分点。

图表 25. 美国 CPI 与核心 CPI 当月同比

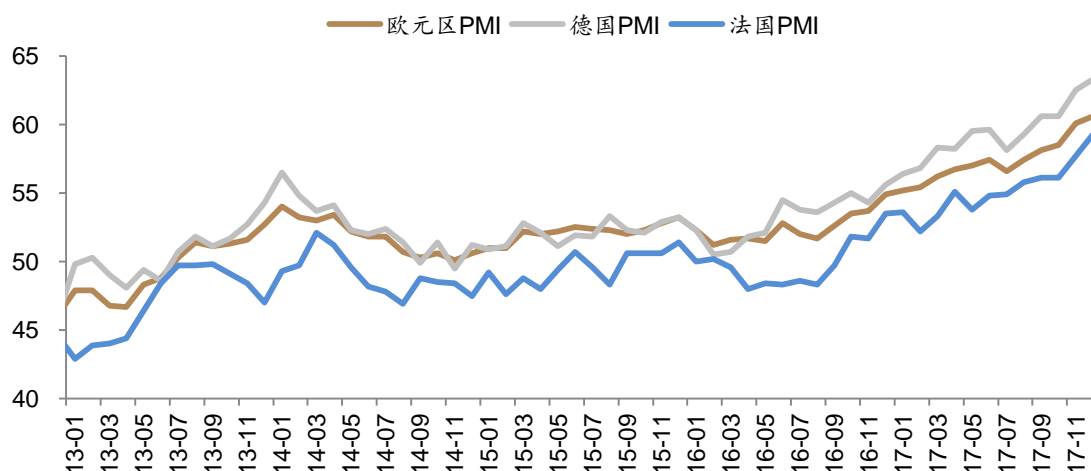


数据来源: wind, 普信资产

➤ 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 (58.8) 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。欧元区增长态势仍然良好。

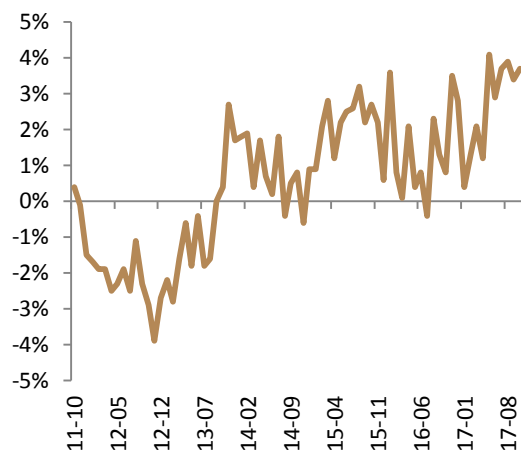
图表 26. 欧元区制造业 PMI



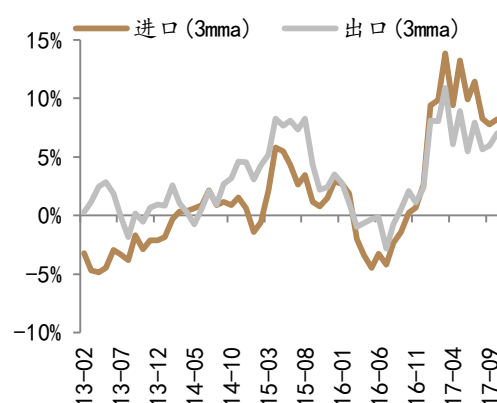
数据来源: wind, 普信资产

工业、零售和外贸保持温和复苏。11月，欧元区工业生产指数同比增3.2%，维持温和增长。零售指数同比增2.8%，比上月回升2.6个百分点。出口（7.7%）和进口（7.3%）均比上月小幅回落，但仍然保持复苏的态势。

图表 27 工业生产指数同比



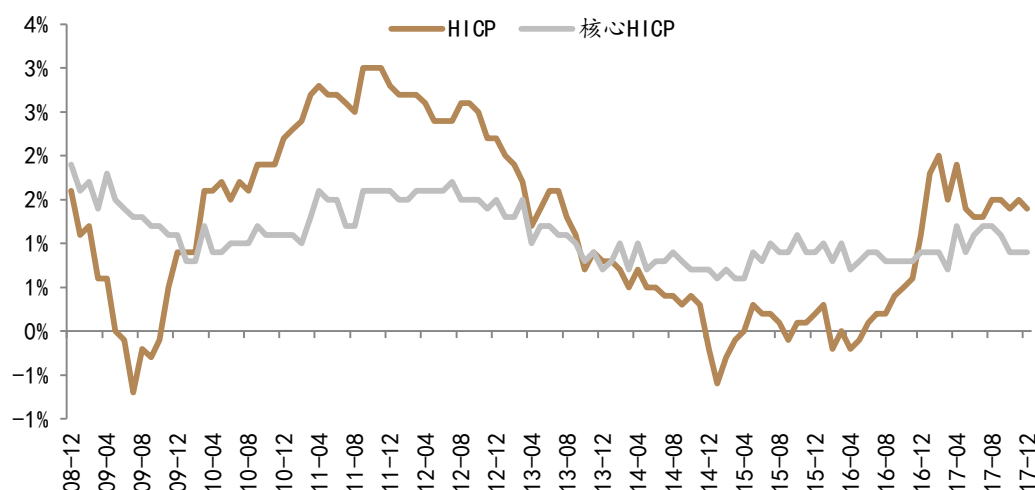
图表 28 出口和进口同比



数据来源: wind, 普信资产

通胀水平温和, 货币正常化进程保持缓和。12月，欧元区HICP同比增1.4%，比上月回落0.1个百分点，核心CPI同比增0.9%，连续3个月持平。通胀水平回落主要是能源价格增势减弱导致，目前欧元区通胀水平仍低，经济复苏仍有空间，支持欧央行货币政策常态化的进程保持缓和。

图表 29. 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。