

宏观股指月报

国元期货研究咨询部

宏观金融

经济继续下行概率高

主要结论：

2018 年宏观热点在于深化供给侧改革、去杠杆、防范金融风险。在去杠杆、调结构的过程中，经济面对一定的下行压力时依然保持了较强的韧性，其中生产指标较强、投资、消费指标较弱。目前中美贸易摩擦带来的外部压力超出市场预期，房地产开发投资、销售情况好于年初时的市场预期。

2018 年经济整体将继续保持平稳增长势头。2017 年我国 GDP 增速实现 2010 年持续下滑以来的首次年度增速增加，2018 年大概率仍能保持中高速增长，经济增速大概率处于 6.5% 平台之上。

2018 年前三季度国民经济总体平稳，但经济增长动能下降，可以说目前已经进入明显的下行通道，四季度经济增长有一定的压力。

电话：010-84555131

相关报告

目 录

一、经济步入下行通道	1
二、CPI 回升通胀预期走强	9
三、进出口增速好于预期	11
四、货币社融增速处于低位	14
五、欧美经济稳中回落	17
六、后期宏观趋势研判	20

附 图

图 1: GDP.....	1
图 2: GDP 分产业.....	1
图 3: 制造业 PMI.....	2
图 4: 非制造业 PMI.....	2
图 5: PMI 生产和新订单指数.....	2
图 6: 各类型企业 PMI.....	2
图 7: 工业增加值.....	3
图 8: 工业增加值.....	3
图 9: 固定资产投资.....	5
图 10: 基础设施投资.....	5
图 11: 财政收入.....	6
图 12: 财政支出.....	6
图 13: 房地产开发投资.....	6
图 14: 社会消费品零售总额.....	6
图 15: 工业企业利润总额累计值.....	8

图 16: 主营业务收入	8
图 17: CPI	10
图 18: CPI 新涨价因素与翘尾因素	10
图 19: PPI	10
图 20: PPI 新涨价因素与翘尾因素	10
图 21: 进出口同比	12
图 22: 月度进出口数据	12
图 23: 外汇储备	13
图 24: 外汇占款	13
图 25: 货币供应	15
图 26: 社会融资规模	15
图 27: M2、社会融资剪刀差	16
图 28: 贷款余额同比增速	16
图 29: 美国 CPI	17
图 30: 美国 PMI	17
图 31: 美元指数	18
图 32: 中美息差	18

图 33: 欧洲 CPI.....	19
图 34: 欧洲 PMI	19

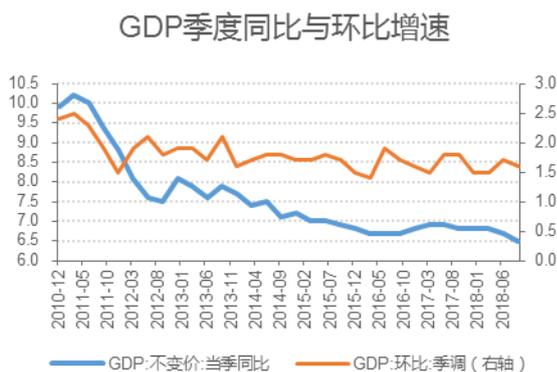
一、经济处于下行通道

前三季度经济运行总体平稳。2018年前三季度国内生产总值650899亿元，按可比价格计算，同比增长6.7%。分季度看，一季度同比增长6.8%，二季度增长6.7%，三季度增长6.5%。分产业看，第一产业增加值42173亿元，同比增长3.4%；第二产业增加值262953亿元，增长5.8%；第三产业增加值345773亿元，增长7.7%。

在去杠杆、调结构的过程中，经济面对一定的下行压力时依然保持了较强的韧性。其中生产指标较强、消费指标尚可、投资指标较弱。

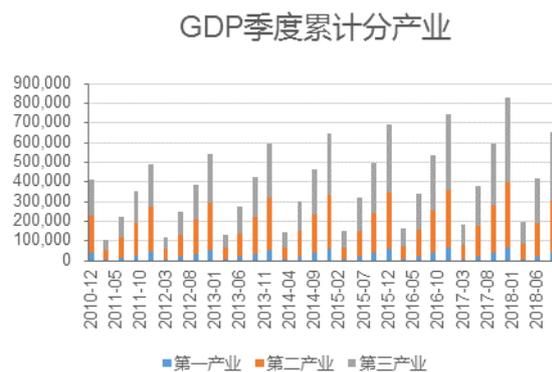
四季度的经济形势与三季度比较接近，面临类似的内外部压力，因此四季度的经济增速也应在6.5%左右。2018年的GDP增速低于2017年的6.8%应该是比较确定的。

图 1: GDP



数据来源: Wind、国元期货

图 2: GDP 分产业



数据来源: Wind、国元期货

领先指标来看，制造业 PMI 较上月大幅回落，自 2016 年 8 月以来 PMI 连续

27 个月位于景气区间，经济处于扩张状态整体稳健向好，但扩张速度放缓。

图 3：制造业 PMI

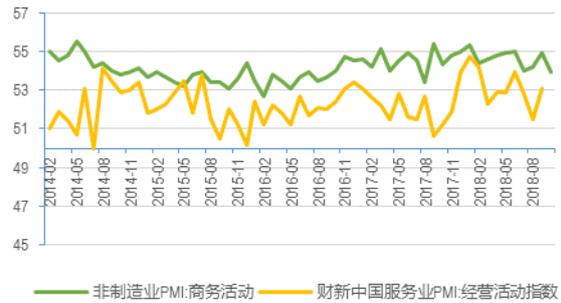
中国制造业采购经理指数 (PMI)



数据来源：Wind、国元期货

图 4：非制造业 PMI

非制造业 PMI

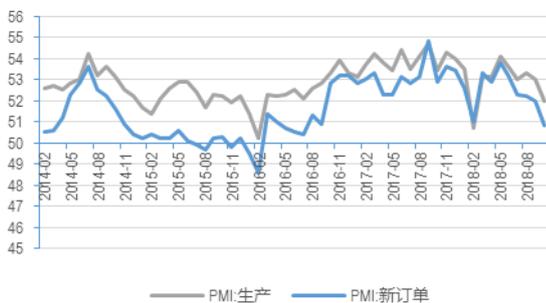


数据来源：Wind、国元期货

PMI 今年 5 月份以来持续回落。中国 10 月官方制造业 PMI 为 50.2%，比上月回落 0.6 个百分点，制造业继续小幅改善，但速度放缓。10 月财新中国制造业 PMI 为 50.1，高于 9 月 0.1 个百分点，显示经济微幅扩张。中国制造业扩张速度继续放缓，下行压力日益显现。

图 5：PMI 生产和新订单指数

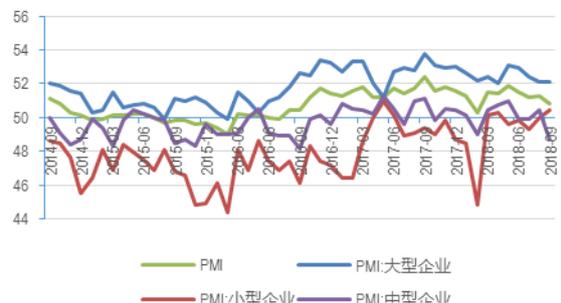
生产指数和新订单指数



数据来源：Wind、国元期货

图 6：各类型企业 PMI

中国制造业采购经理指数 (PMI)



数据来源：Wind、国元期货

从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数和新订单

指数高于临界点，原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数低于临界点。其中生产指数为 52%，较上月回落 1 个百分点；新订单指数为 50.8%，比上月回落 1.2 个百分点；原材料库存指数为 47.2%，比上月回落 0.6 个百分点。

分企业规模看，大型企业 PMI 为 51.6%，比上月回落 0.5 个百分点，继续保持扩张态势；中、小型企业 PMI 为 47.7% 和 49.8%，分别比上月回落 1.0 和 0.6 个百分点，低于临界点。

产出方面，工业生产大体平稳，规模以上工业增加值增速下滑。2018 年 9 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.8%，比 8 月份回落 0.3 个百分点。1-9 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.4%，增速较 1-8 份回落 0.1 个百分点。

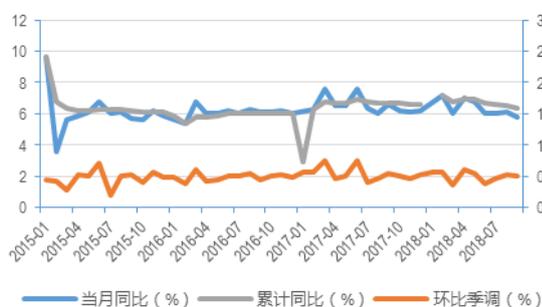
分三大门类看，9 月份，采矿业增加值同比增长 2.2%，增速较 8 月份加快 0.2 个百分点；制造业增长 5.7%，回落 0.4 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 11.0%，加快 1.1 个百分点。**制造业拖累本月产出下滑。**

分行业看，9 月份，41 个大类行业中有 38 个行业增加值保持同比增长，比上月增加 2 个。其中增速较高的有：黑色金属冶炼和压延加工业增长 10.1%，有色金属冶炼和压延加工业增长 9.8%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 12.6%，电力、热力生产和供应业增长 11.0%。

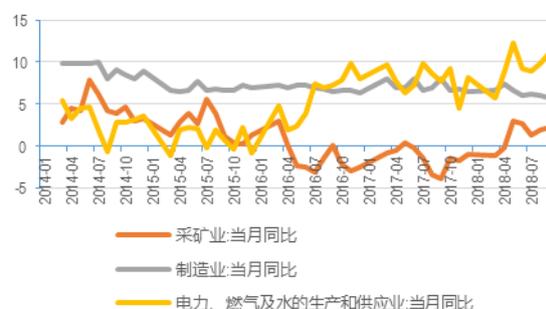
分产品看，9 月份，596 种产品中有 324 种产品同比增长，比上月减少 12 种。

图 7: 工业增加值

图 8: 工业增加值

工业增加值


数据来源：Wind、国元期货

工业增加值三大门类


数据来源：Wind、国元期货

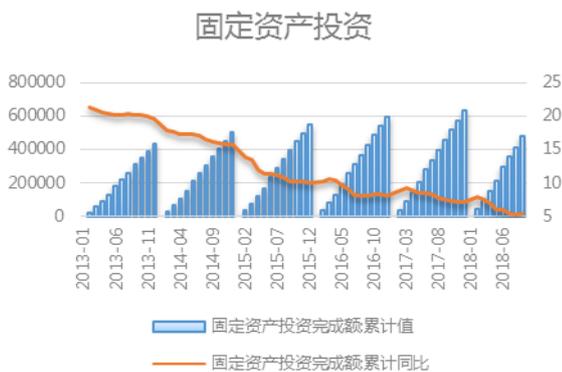
2018 年开年以来工业产出保持了稳健增长的势头，由于房地产行业政策性收紧、环保限产政策的产出抑制，市场普遍对今年的产出预期较为悲观，认为增速下滑为大概率事件。但直至目前产出依然稳健，已经大幅超出市场预期，是经济下行压力下最坚挺的指标。

今年产出指标一直表现较强，保持了稳健增长的势头，超出市场预期。不过 9 月份规模以上工业增加值增长 5.8%，暂时性的跌破了 6.0% 的长期平台，结合目前的经济形势，我们认为这可能是一次产出下滑的弱势转折点。2018 年生产外易指标较强、投资消费指标较弱，如果产出指标、需求指标节节走弱，则 GDP 增速的压力增大。

投资方面，固定资产投资增速止跌持稳。2018 年 1-9 月份，全国固定资产投资 483442 亿元，同比增长 5.4%，增速比 1-8 月份小幅回升 0.1 个百分点。从环比速度看，9 月份固定资产投资增长 0.43%。其中，民间固定资产投资 301664 亿元，同比增长 8.7%。

基础设施投资增速回落较快，考虑到年末财政政策扩张、基建托底的概率较大，目前基础设施投资应处于底部。1-9月基础设施投资同比增长3.3%，增速比1-8月份回落0.9个百分点。其中，水利管理业投资下降4.7%，降幅扩大1.1个百分点；公共设施管理业投资增长1.7%，增速回落1.3个百分点；道路运输业投资增长8.9%，增速回落0.4个百分点；铁路运输业投资下降10.5%，降幅收窄0.1个百分点。

图9：固定资产投资



数据来源：Wind、国元期货

图10：基础设施投资



数据来源：Wind、国元期货

目前基础设施投资增速回落比较符合市场预期，毕竟2017年的基数较高且赤字率目标下滑，大部分机构认同基建回落的方向，市场目前争议的焦点在于回落幅度。目前来说基建投资下滑的幅度已经超过了年初时的市场普遍预期。

我们认为考虑到今年的财政收支状况较好，政府托底基建的可能性较高，对基建投资不必过度悲观。1-9月，全国一般公共预算收入145831亿元，同比增长8.7%；全国一般公共预算支出163289亿元，同比增长7.5%，为年初预算的77.8%，比序时进度快2.8个百分点。

我们认为目前已经处于增速偏低的水平，后期继续下滑的空间有限，考虑到下半年财政政策扩张、基建托底的概率较大，目前基础设施投资应处于底部。

图 11: 财政收入



数据来源: Wind、国元期货

图 12: 财政支出



数据来源: Wind、国元期货

地产投资增速小幅回落。2018 年 1-9 月份，全国房地产开发投资 88665 亿元，同比增长 9.9%，增速比 1-8 月份回落 0.2 个百分点。其中，住宅投资 62806 亿元，增长 14.0%，增速回落 0.1 个百分点。**市场预期** 2018 年房地产开发投资增速放缓，但实际上房地产投资表现的相当的强势，远超市场预期。

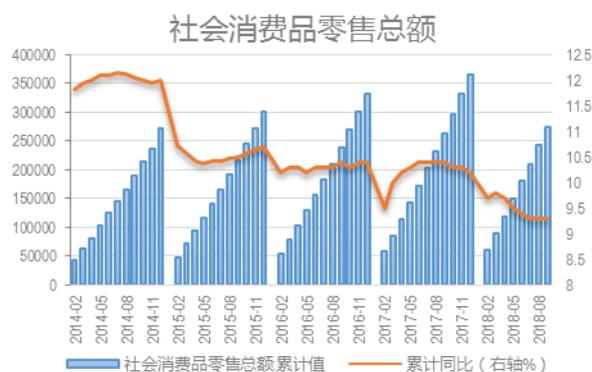
对于后市，市场分析认为由于中央政策强调“稳中有进”、防范风险，收紧房地产政策坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位。房地产调控在保持定力的同时，主导思想将逐渐由“去库存”向完善供给过渡。2018 年房地产投资增速不会高，全年应在 8-10% 之间，但远超固定资产投资增速的均值水平。

图 13: 房地产开发投资

图 14: 社会消费品零售总额



数据来源：Wind、国元期货



数据来源：Wind、国元期货

对投资下滑的问题也不必过分忧虑，一方面工业企业固定资产投资2018年下半年逐步企稳回升，投资增速的拖累消失，另一方面政府扩张性的财政政策会托底基础设施投资，使18年固定投资增速稳定在5%之上。

消费方面，社会消费品零售增速小幅回升。2018年9月份，社会消费品零售总额32005亿元，同比名义增长9.2%，比8月回升0.2个百分点。1-9月份，社会消费品零售总额274299亿元，同比增长9.3%，较1-8月持平。其中，限额以上单位消费品零售额104792亿元，增长6.9%。限额以上单位消费品零售额下降较快。

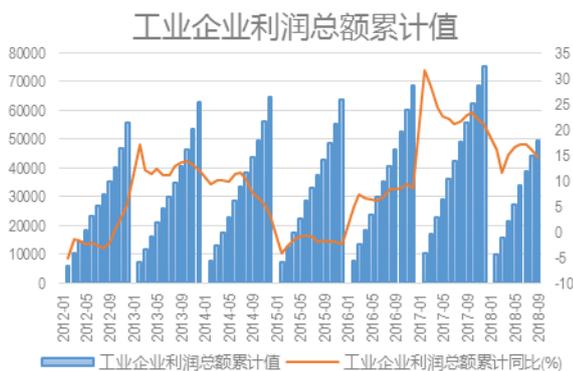
9月人民币储蓄存款余额同比增速8.8%。中国前三季度，全国居民人均可支配收入21035元，比上年同期名义增长8.8%，扣除价格因素，实际增长6.6%。居民部门长期贷款持续增加，消费能力受限。依据我国人民的消费习惯，消费结构突然改变、消费额大幅增长的概率较低。考虑到居民加过一轮杠杆，去杠杆导致的信用紧缩会传导到居民消费的概率较大。

企业经营状况下滑，盈利预期回落。1-9 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 49713.4 亿元，同比增长 14.7%，增速比 1-8 月份放缓 1.5 个百分点。1-9 月份，在 41 个工业大类行业中，34 个行业利润总额同比增加（较 1-8 月份持平），7 个行业减少。1-9 月份，规模以上工业企业实现主营业务收入 77.1 万亿元，同比增长 9.4%，增速比 1-8 月份放缓 0.4 个百分点。

前三季度工业利润总体保持较快增长。不过由于工业产销增速放缓、价格涨幅回落、上年利润基数高等原因，1-9 月份工业企业利润数据整体回落。

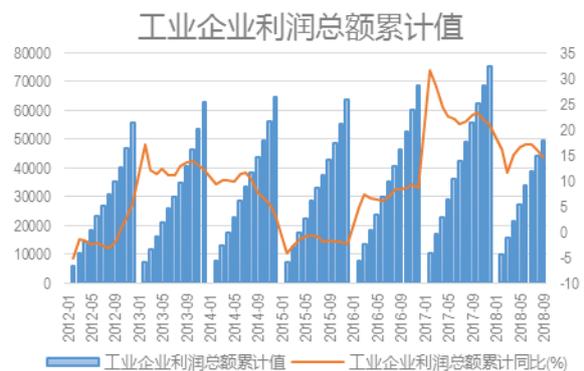
2017 年单月规模以上工业企业利润增速最高点为 9 月份的 27.7%，累计规模以上工业企业利润增速的次高点为 10 月份的 23.3%，可以说 2017 年 9、10 月份的基数非常高，按照目前的企业经营状态很难超越当时的水平，因此继续下滑的概率较高。

图 15: 工业企业利润总额累计值



数据来源：Wind、国元期货

图 16: 主营业务收入



数据来源：Wind、国元期货

目前企业盈利水平还处于较高的位置上，后期的宏观经济状况不能支持传

统产业高利润，盈利预期下滑，逐步回归历史平均水平。2018年重点考察的还是供应收缩程度与需求的变化。市场分析认为2018年供给侧结构性改革成效继续显现，若是需求走弱，则企业效益向好的态势并不能稳固，不过即使不及2017年也处于近年来次高水平。

二、CPI 回升通胀预期走强

2018年9月份CPI同比上涨2.5%，环比上涨0.7%；PPI同比上涨3.6%，环比上涨0.6%。CPI同比增速上升、PPI同比增速下降，CPI环比涨幅与上月持平、PPI环比涨幅扩大。后期CPI全年保持温和回升态势、PPI下半年继续回落的概率较大。通胀预期走强。

2018年9月份，CPI同比上涨2.5%，创7个月新高。其中，城市上涨2.4%，农村上涨2.5%；食品价格上涨3.6%，非食品价格上涨2.2%；消费品价格上涨2.7%，服务价格上涨2.1%。1-9月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨2.1%。据测算，在9月份2.5%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为0.5个百分点，新涨价影响约为2.0个百分点。

从中长期来看，内需下滑、进口扩张、经济增速受压回落等因素不利于价格长期处于高位，但短期内国内市场则受到猪瘟、中美贸易摩擦、美联储12月加息等事件冲击的影响，市场预期价格指标短期向上的概率大。实际上在目前在猪肉等食品价格抬头、一线城市房租暴涨的环境下年末的通胀预期已经很强了。

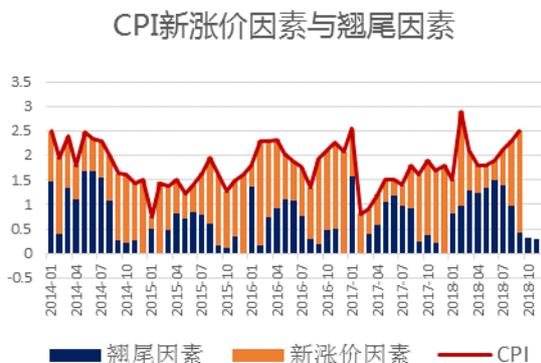
综合来看四季度CPI继续持稳在2.0%上方概率高，2018年CPI应温和攀升为主，回落与大幅攀升的概率都不太高。

图 17: CPI



数据来源: Wind, 国元期货

图 18: CPI 新涨价因素与翘尾因素



数据来源: Wind, 国元期货

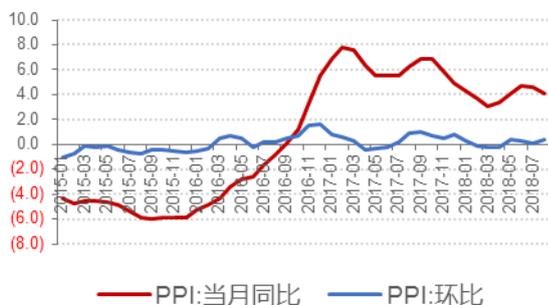
2018 年 9 月份, PPI 同比上涨 3.6%, 创 5 个月新低; 环比上涨 0.6%。工业生产者购进价格同比上涨 4.2%, 环比上涨 0.6%。1-9 月平均, 工业生产者出厂价格比去年同期上涨 4.0%, 工业生产者购进价格上涨 4.5%。据测算, 在 9 月份 3.6% 的同比涨幅中, 去年价格变动的翘尾影响约为 1.9 个百分点, 新涨价影响约为 1.7 个百分点。其中, 生产资料价格上涨 0.7%, 涨幅比上月扩大 0.2 个百分点; 生活资料价格上涨 0.1%, 涨幅比上月回落 0.2 个百分点。

2018 年 PPI 增速大概率回落, 年初在去年高基数和供给侧改革继续推进大趋势未变的情况下, 工业原材料价格或维持在高位, 但增速或放缓。我们判断 9 月份之后翘尾因素下降加上新涨价动能不足将会促使 PPI 回落加速。

图 19: PPI

图 20: PPI 新涨价因素与翘尾因素

PPI当月同比、环比



PPI新涨价因素与翘尾因素



数据来源: Wind、国元期货

数据来源: Wind、国元期货

目前CPI逐步攀升，PPI尚处高位，在加上居民对于汽油、猪肉、房租上涨的切身感受，通胀预期较强。12月美联储再次加息的概率也非常高，可以说内外部环境的通胀预期都处于较高水平。值得注意的是，在历史环境相似的通胀环境下，股指、国债皆呈压。不过由于目前的通胀预期已经逐步被市场消化，后市价格指标对于市场的影响还在于会不会进一步超预期走强。

三、进出口增速好于预期

2018年9月，中国进出口总值2.88万亿元，增长17.2%，增速较上月上升4.5个百分点。其中，出口1.55万亿元，增长17%，增速较上月上升9.1个百分点；进口1.34万亿元，增长17.4%，增速较上月回落1.4个百分点；贸易顺差2132.3亿元，前值1797.5亿元。

2018年1-9月，中国进出口总值22.28万亿元人民币，比去年同期增长9.9%，增速较1-8月上升0.8个百分点。其中，出口11.86万亿元，增长6.5%，增速较1-8月上升1.1个百分点；进口10.42万亿元，增长14.1%，增速较1-8月上升0.4

个百分点；贸易顺差 1.44 万亿元，收窄 28.3%。

自 2018 年 4 月初美国贸易代表办公室依据“301 调查”结果公布拟加征关税的中国商品清单标志着中美贸易摩擦正式开始以来，直至目前预演越烈。由于贸易摩擦的因素，市场对于今年的进出口一直呈非常悲观的预期，但实际上贸易数据要远好于市场预期，即便达不到 2017 年高位也是处于不错的水平。

累计数据来看，进出口增速均处于尚可水平上。市场主流分析师的观点认为 2016 年下半年以来的进出口增长主要得益于全球主要经济体经济趋势性向好，全球贸易活动处于向上周期。今年二季度开始，经济下行、贸易摩擦、高基数等因素的影响对进出口的影响偏负面，四季度外贸领域有一定压力，进出口增速不及去年的概率较高，不过依然处于近几年来次高水平。

总体来看，今年以来我国外贸运行态势总体平稳，稳中有进，外贸高质量发展有序推进，虽然国际经济贸易领域仍然存在一些不确定、不稳定因素，特别是中美经贸摩擦对我外贸发展造成了一定的困扰和冲击，但产生的直接影响和间接影响总体可控。

图 21：进出口同比

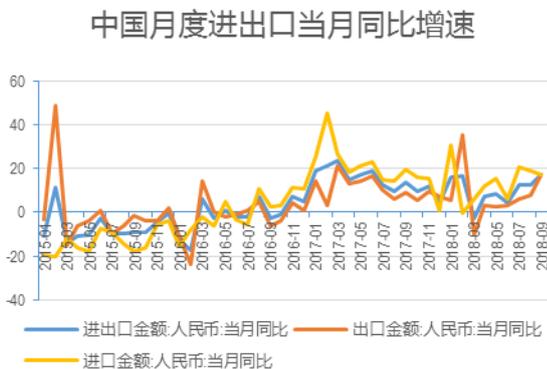
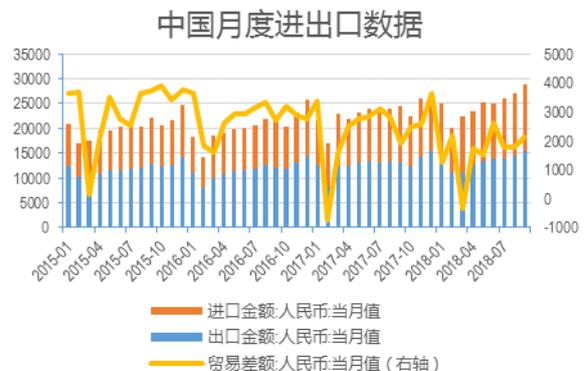


图 22：月度进出口数据



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

外汇储备环比下降 227 亿美元。中国 9 月外汇储备 30870.2 亿美元，连续两个月下滑，预期 31050 亿美元，前值 31097.16 亿美元。中国 9 月外汇储备环比减少 227 亿美元，降幅为 0.7%。中国 9 月末外汇储备 2.213 万亿 SDR，8 月末为 2.219 万亿 SDR。美元指数与 8 月末基本持平，主要非美元货币汇率有涨有跌，日元汇率出现贬值，幅度超过 2%，这使得我国外汇储备资产中的日元资产缩水，外汇储备账面减少了 100 亿美元左右。

中国 9 月央行口径外汇占款余额减少 1193.95 亿元至 21.4 万亿元，降幅较 8 月份的 23.85 亿元明显扩大，创 2017 年 1 月以来最大降幅。分析人士认为，这在一定程度反映出资本流动趋势的同时，也表明央行正在加大入市力度，平抑汇率波动。

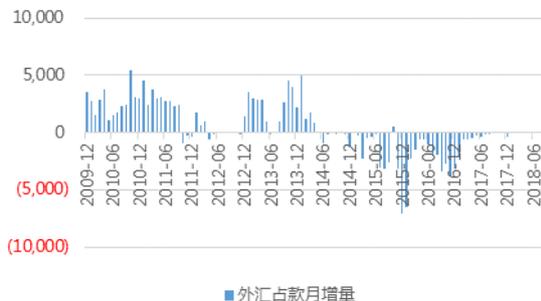
外汇占款是人行因购买外汇而投放人民币的累计值。2017 年以来，央行外汇占款波动趋缓。外汇占款规模趋于稳定，一方面说明资本流入流出趋于平衡，另一方面也是央行大幅度减少直接入市干预的结果。由此来看，9 月份央行外汇占款突然出现超过 1000 亿元的减少，一则说明当前外汇流动出现了新变化，联系到最近外汇储备的下降，外汇流出压力有所加大；二则说明央行可能重新加大了入市的力度。

图 23：外汇储备

图 24：外汇占款

中国官方外汇储备月增量


数据来源：Wind、国元期货

外汇占款月增量


数据来源：Wind、国元期货

四、货币社融增速处于低位

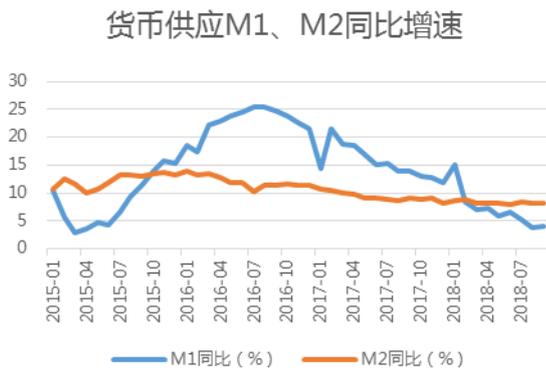
货币增速处于偏低水平成为常态，社会融资规模增速向 M2 增速靠近。9 月 M2 余额 180.17 万亿元，同比增 8.3%；社会融资规模存量 197.3 万亿元，同比增长 10.6%；人民币贷款余额 133.27 万亿元，同比增长 13.2%。社融增速低于预期，但由于贷款增速较为稳健，社融下滑幅度放缓。M2、社融增速启稳，货币、融资条件转向宽松。

9 月末，广义货币（M2）余额 180.17 万亿元，同比增长 8.3%，增速比上月末高 0.1 个百分点，比上年同期低 0.7 个百分点；狭义货币（M1）余额 53.86 万亿元，同比增长 4%，增速比上月末高 0.1 个百分点，比上年同期低 10 个百分点；流通中货币（M0）余额 7.13 万亿元，同比增长 2.2%。前三季度净投放现金 609 亿元。

2018 年货币增速处于较低水平，自 6 月份 M2 增速 8.0% 创历史新低之后，连续 3 个月处于 8% 上方。由于货币政策有转向宽松的迹象，市场普遍预期 M2 增速启稳。不过市场预期货币增速处于偏低水平的货币供应条件或还将持续一段

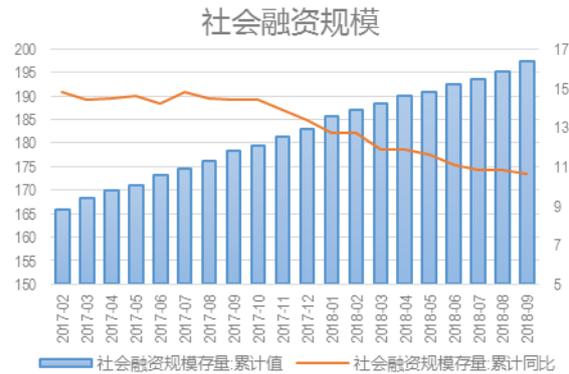
时间，货币增速处于偏低水平成为常态，主要是监管趋严、需求收缩背景下货币创造本身在减速。M1 增速显著低于 M2，反映实体经济体面临的资金状况仍然偏紧。

图 25: 货币供应



数据来源: Wind、国元期货

图 26: 社会融资规模



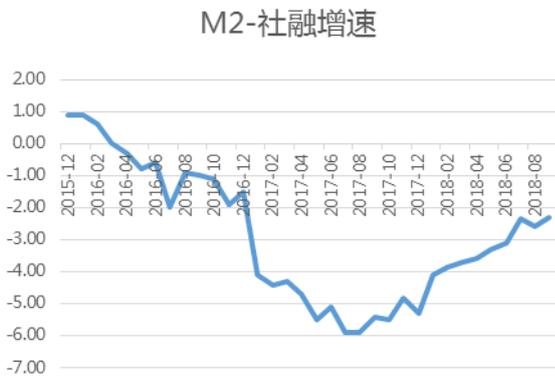
数据来源: Wind、国元期货

社融增速回升，符合市场预期，央行从6月末开始实行了一系列宽货币、宽信用导向的促进信贷措施，但由于传导机制存在时滞，目前来看尚不理想，长期看未来不悲观。9月将地方政府专项债券纳入社会融资规模统计。

9月末社会融资规模存量为197.3万亿元，同比增长10.6%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为131.81万亿元，同比增长13%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为2.45万亿元，同比下降1.6%；委托贷款余额为12.81万亿元，同比下降7.7%；信托贷款余额为8.08万亿元，同比增长0.2%；未贴现的银行承兑汇票余额为3.76万亿元，同比下降13.9%；企业债券余额为19.45万亿元，同比增长7%；地方政府专项债券余额为7.18万亿元，同比增长42.5%；非金融企业境内股票余额为6.96万亿元，同比增长9.2%。贷款增速较为强，除

贷款以外的其它融资增速都偏弱。

图 27: M2、社会融资剪刀差



数据来源: Wind、国元期货

图 28: 贷款余额同比增速



数据来源: Wind、国元期货

9 月末人民币贷款余额 133.27 万亿元, 同比增长 13.2%, 增速与上月末持平, 比上年同期高 0.1 个百分点。前三季度人民币贷款增加 13.14 万亿元, 同比多增 1.98 万亿元。分部门看, 住户部门贷款增加 5.69 万亿元, 其中, 短期贷款增加 1.85 万亿元, 中长期贷款增加 3.83 万亿元; 非金融企业及机关团体贷款增加 7.11 万亿元, 其中, 短期贷款增加 7046 亿元, 中长期贷款增加 4.93 万亿元, 票据融资增加 1.21 万亿元; 非银行业金融机构贷款增加 2874 亿元。

9 月末人民币存款余额 176.13 万亿元, 同比增长 8.5%, 增速比上月末高 0.2 个百分点, 比上年同期低 0.8 个百分点。前三季度人民币存款增加 12.01 万亿元, 同比多增 3257 亿元。其中, 住户存款增加 5.64 万亿元, 非金融企业存款增加 6025 亿元, 财政性存款增加 1.06 万亿元, 非银行业金融机构存款增加 1.9 万亿元。

整体上看, 9 月金融数据明显好转, 但也没有继续大幅度恶化。从二季度货

币政策执行报告来看，货币政策基调表述已由“实施好稳健中性的货币政策”改为“稳健的货币政策要保持中性”，态度有所软化。央行在资管新规落地之后，去杠杆的节奏有所缓和以期改善实体经济中紧信用的状态。我们认为略高于名义GDP增速的信贷、社融增速比较符合当前的政策形势，目前的名义GDP增速在9.8%左右。

五、欧美经济稳中回落

全球经济整体呈复苏态势，不同经济体之间有所分化。主要发达经济体延续复苏，但部分经济指标较上半年有所放缓。

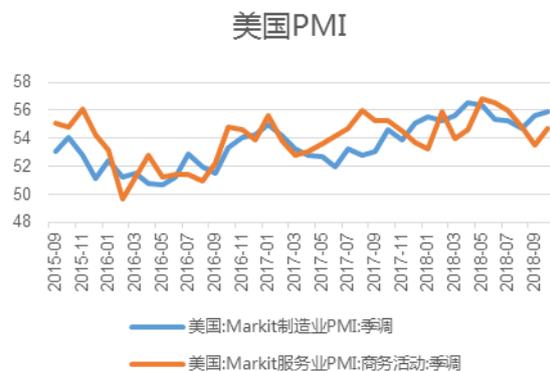
美国经济整体向好但有所回落，美元指数10月份高位震荡盘升，美国股市回调。美国10月Markit制造业PMI初值55.9，创5月以来新高，预期55.3，前值55.6；10月Markit服务业PMI初值54.7，预期54，前值53.5；10月Markit综合PMI初值54.8，前值53.9。

图 29：美国 CPI



数据来源：Wind、国元期货

图 30：美国 PMI



数据来源：Wind、国元期货

美国 9 月 CPI 不及预期。美国 9 月 CPI 环比 0.1%，预期 0.2%，前值 0.2%；同比 2.3%，预期 2.4%，前值 2.7%。主要受到租金成本增速放缓和能源价格下跌的影响，潜在通胀压力有所降温，不过总体上对美联储第四季度再次加息的影响暂时不大，除非在第四季度通胀数据出现明显下滑。

劳动力市场较为强劲**接近充分就业状态**。美国 9 月非农就业人口新增 13.4 万人，刷新 2017 年 10 月以来新低，预期 18.5 万人，前值由 20.1 万人修正为 27 万人；美国 9 月失业率 3.7%，创 1969 年 12 月以来新低。

美联储面临“尽可能实现可持续性就业”与“稳定物价”的目标，通胀数据距离其目标已经比较接近，市场预期美联储今年将继续加息 1 次（美联储观察加息概率在 70%左右），12 月加息概率较高。

图 31: 美元指数



数据来源: Wind、国元期货

图 32: 中美息差



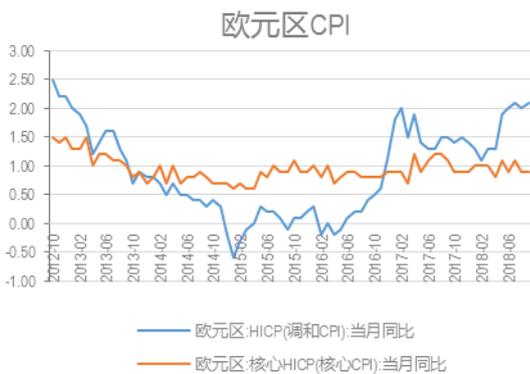
数据来源: Wind、国元期货

欧元区经济数据回落表现稍显疲弱，10 月欧元对美元弱势震荡趋势较明显。欧元区 10 月制造业 PMI 初值 52.1，创 26 个月新低，预期 53，前值 53.2；服务

业 PMI 初值 53.3，创 24 个月新低，预期 54.5，前值 54.7；综合 PMI 初值 52.7，创 25 个月新低预期 53.9，前值 54.1。德国 10 月制造业 PMI 初值 52.3，不及预期。法国 10 月制造业 PMI 初值 51.2，不及预期。

欧元区通胀回升。欧元区 9 月 CPI 终值同比 2.1%，预期 2.1%，初值 2%；环比 0.5%，预期 0.5%，前值 0.2%。欧元区 9 月核心 CPI 终值同比 0.9%，预期 0.9%，初值 0.9%。德国 9 月 CPI 终值同比 2.3%，符合预期。法国 9 月 CPI 终值同比升 2.2%，符合预期。

图 33：欧洲 CPI



数据来源：Wind、国元期货

图 34：欧洲 PMI



数据来源：Wind、国元期货

欧元区的复苏显示出严重分化，整体而言，德国、法国的经济增长较为稳健，而一些南欧国家包括意大利、西班牙、葡萄牙的经济复苏不够稳固，社会问题较多。复苏过程的分化对于货币政策统一而财政政策各异的欧元区来说会产生更多的分歧与风险。德国、法国强势复苏，德国的通胀水平是欧央行货币政策的关键，德国经济强势推动欧央行资产购买计划的收紧趋势，这可能会伤害南欧国家的复苏进程。新的债务风险在分化的复苏下开始累积。

在发达经济体货币政策转向正常化的背景下，部分新兴市场经济体面临跨境资本波动等潜在风险，存在调整与转型压力。对未来全球经济展望总体乐观，但仍面临较多不确定和不稳定性因素。需要关注的有以下四点风险：一是保护主义、单边主义和反全球化思潮引发全球贸易摩擦升级，成为影响全球经济增长的重要风险；二是美联储货币政策不确定性上升，加息节奏存在变数；三是全球金融市场波动的风险隐患上升；四是中长期经济增长仍面临较多结构性挑战。此外，地缘政治冲突多点爆发也增加了较多不确定性。

六、后期宏观趋势研判

2018 年宏观热点在于深化供给侧改革、去杠杆、防范金融风险。在去杠杆、调结构的过程中，经济面对一定的下行压力时依然保持了较强的韧性，其中生产指标较强、投资消费指标较弱。目前中美贸易摩擦带来的外部压力超出市场预期，房地产开发投资、销售情况好于年初时的市场预期。

2018 年经济整体将继续保持平稳增长势头。2017 年我国 GDP 增速实现 2010 年持续下滑以来的首次年度增速增加，2018 年大概率仍能保持中高速增长，经济增速大概率处于 6.5% 平台之上。2018 年规模以上工业增加值保持稳定，波动较小，全年应保持增长 6.0% 之上；2018 年全部工业增加值增速略放缓至 5.8% 左右，达到 27.8 万亿的规模。

2018 年 CPI 延续温和通胀的趋势，全年或达到 2.2 的历史均值附近。PPI 增速或将放缓，后续翘尾因素下降加上新涨价动能不足，2018 年 PPI 或逐步回落。但在政策调控下，PPI 大幅下降的概率也不高。

2018 年继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策取向不变，稳健的货币政策将保持中性偏宽松。

2018 年前三季度国民经济总体平稳，经济增长处于下行通道，四季度经济增长有一定的压力。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218 网址：www.guoyuanqh.com

国元期货总部

地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 21 层
邮编：100027
电话：010-84555000 传真：010-84555009

合肥分公司

地址：合肥市金寨路 329 号国轩凯旋大厦 4 层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115908

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）
电话：0592-5312522

通辽营业部

地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路 37 号（世基大厦 12 层西侧）
邮编：028000
电话：0475-6380818 传真：0475-6380827

大连营业部

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。
邮编：116023
电话：0411-84807140 0411-84807540 传真：0411-84807340-803

青岛营业部

地址：青岛市崂山区苗岭路 28 号金岭广场 1502 室
邮编：266000
电话：0532-80936887 传真：0532-80933683

郑州营业部

地址：郑州市未来路与纬四路交叉口未来大厦 1410 室
邮编：450000
电话：0371-53386809/53386892

上海营业部

地址：上海市浦东松林路 300 号期货大厦 3101 室
邮编：200122
电话：021-68401608 传真：021-68400856

合肥营业部

地址：安徽省合肥市金寨路 329 号国轩凯旋大厦 4 层
邮编：230001
电话：0551-68115888 传真：0551-68115897

合肥金寨路营业部

地址：合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座六楼
邮编：230001
电话：0551-62890051 传真：0551-62890051

西安营业部

地址：陕西省西安市高新区高新四路 13 号朗臣大厦 11701 室
邮编：710075

重庆营业部

地址：重庆市江北区观音桥步行街 2 号融恒盈嘉时代广场 14-6
邮编：400020

厦门营业部

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号磐基中心商务楼 1707-1708 室
邮编：361012
电话：0592-5312922、5312906

深圳营业部

地址：深圳市福田区百花二路 48 号二楼
邮编：518028 电话：0755-36934588

唐山营业部

地址：河北省唐山市路北区北新西道 24 号中环商务 20 层 2003-2005 室

龙岩营业部

地址：厦门市思明区莲岳路 1 号磐基商务楼 2501 单元
邮编：361012 传真：0592-5312958

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室
联系电话：0571-87686300