

宏观股指月报

国元期货研究咨询部

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,房地产开发投资、销售情况好于年初时的市场预期。目前中美贸易摩擦暂时缓和。

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。

宏观金融

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	8
三、进出口增速好于预期	10
四、货币社融增速处于低位	13
五、欧美经济稳中回落	16
六、后期宏观趋势研判	19

附 图

图 1: GDP.....	错误!未定义书签。
图 2: GDP 分产业.....	错误!未定义书签。
图 3: 制造业 PMI	1
图 4: 非制造业 PMI	1
图 5: PMI 生产和新订单指数.....	1
图 6: 各类型企业 PMI	1
图 7: 工业增加值	3
图 8: 工业增加值	3
图 9: 固定资产投资	4
图 10: 基础设施投资	4
图 11: 财政收入	5
图 12: 财政支出	5
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	7

图 16: 主营业务收入	7
图 17: CPI	9
图 18: CPI 新涨价因素与翘尾因素	9
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	11
图 22: 月度进出口数据	11
图 23: 外汇储备	13
图 24: 外汇占款	13
图 25: 货币供应	14
图 26: 社会融资规模	14
图 27: M2、社会融资剪刀差	15
图 28: 贷款余额同比增速	15
图 29: 美国 CPI	16
图 30: 美国 PMI	16
图 31: 美元指数	17
图 32: 中美息差	17

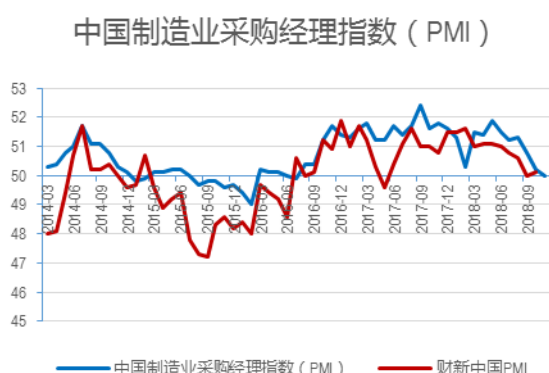
图 33：欧洲 CPI	18
-------------------	----

图 34：欧洲 PMI	18
-------------------	----

一、经济处于下行通道

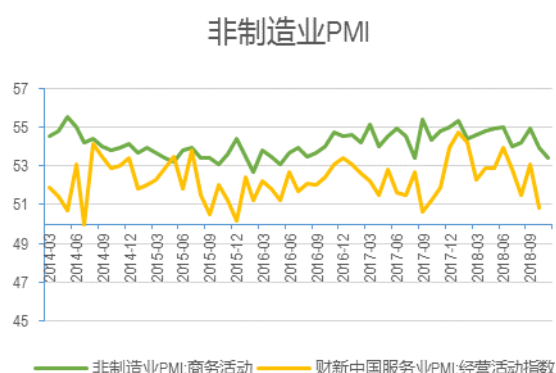
领先指标来看，制造业 PMI 较上月小幅回落，自 2016 年 8 月以来 PMI 连续 27 个月位于景气区间，于 2018 年 11 月滑落到临界点，制造业景气度回落，经济扩张速度放缓。

图 1：制造业 PMI



数据来源：Wind、国元期货

图 2：非制造业 PMI



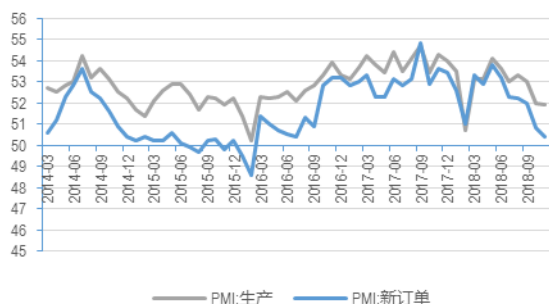
数据来源：Wind、国元期货

PMI 今年 5 月份以来持续回落。中国 11 月官方制造业 PMI 为 50.0%，比上月回落 0.2 个百分点，制造业景气度回落，达到扩张收缩的临界点。中国制造业扩张速度继续放缓，下行压力日益显现。11 月官方非制造业 PMI 为 53.4%，比上月回落 0.5 个百分点，表明非制造业增长有所放缓，但仍在扩张区间。11 月财新 PMI 为 50.2，微升 0.1 个百分点，预期 50.1，显示经济微幅扩张。

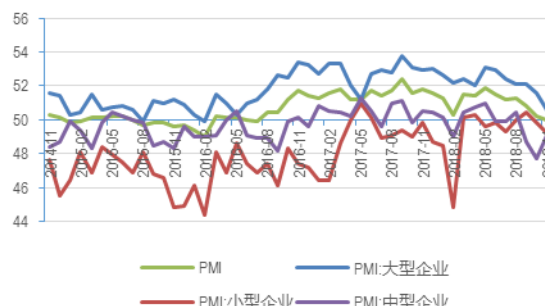
图 3：PMI 生产和新订单指数

图 4：各类型企业 PMI

生产指数和新订单指数



中国制造业采购经理指数 (PMI)



数据来源: Wind、国元期货

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、新订单指数和供应商配送时间指数高于临界点,原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。其中生产指数为 51.9%,较上月回落 0.1 个百分点;新订单指数为 50.4%,比上月回落 0.4 个百分点。

分企业规模看,大型企业 PMI 为 50.6%,比上月回落 1.0 个百分点,高于临界点;中型企业 PMI 为 49.1%,比上月上升 1.4 个百分点,小型企业 PMI 为 49.2%,比上月下降 0.6 个百分点,中、小型企业 PMI 位于临界点以下。

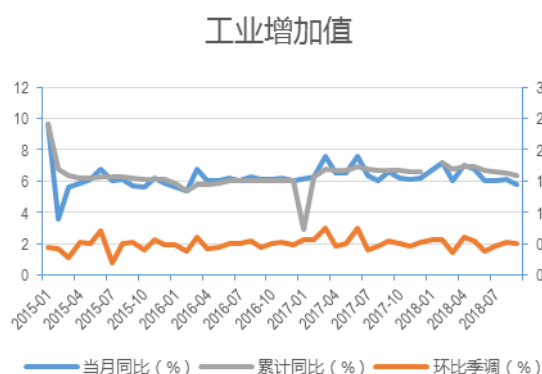
产出方面,工业生产大体平稳,规模以上工业增加值增速小幅回升。2018 年 10 月份,规模以上工业增加值同比实际增长 5.9%,比 9 月份加快 0.1 个百分点。1-10 月份,规模以上工业增加值同比增长 6.4%,增速较 1-8 份持平。

分三大门类看,10 月份,采矿业增加值同比增长 3.8%,增速较 9 月份加快 1.6 个百分点;制造业增长 6.1%,加快 0.4 个百分点;电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 6.8%,回落 4.2 个百分点。

分行业看，10 月份，41 个大类行业中有 37 个行业增加值保持同比增长，比上月减少 1 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%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 14.6%。

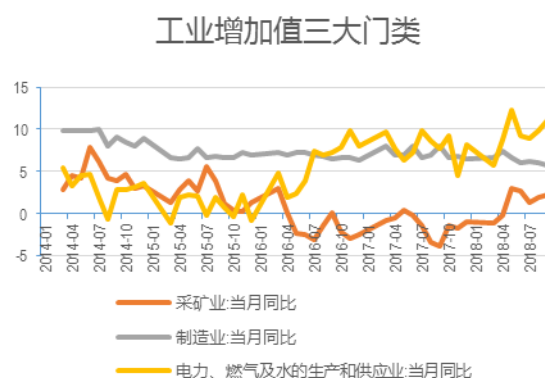
分产品看，10 月份，596 种产品中有 343 种产品同比增长，比上月增加 19 种。

图 5：工业增加值



数据来源：Wind、国元期货

图 6：工业增加值



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。

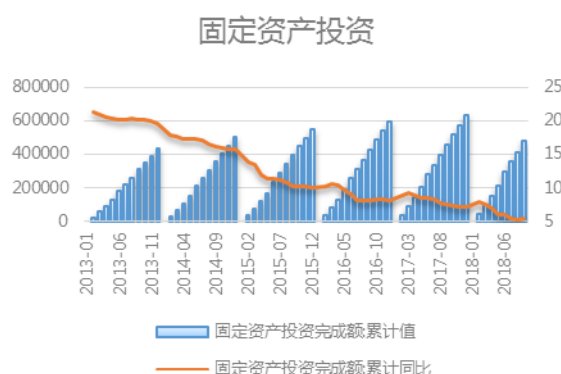
今年产出指标一直表现较强，保持了稳健增长的势头，超出市场预期。不过 9 月份规模以上工业增加值增长 5.8%、10 月份 5.9%，暂时性的跌破的 6.0% 的长期平台，结合目前的经济形势，我们认为这可能是一次产出下滑趋势的起始点。2018 年生产外易指标较强、投资消费指标较弱，如果产出指标、需求指

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 1-10 月份，全国固定资产投资 547567 亿元，同比增长 5.7%，增速比 1-9 月份回升 0.3 个百分点。从环比速度看，10 月份固定资产投资增长 0.44%。其中，民间固定资产投资 341343 亿元，同比增长 8.8%。

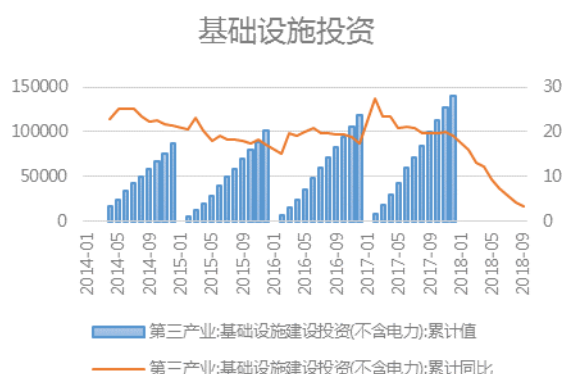
基础设施投资增速回落较快，考虑到年末财政政策扩张、基建托底的概率较大，目前基础设施投资应处于底部。1-10 月基础设施投资同比增长 3.7%，增速比 1-9 月份提高 0.4 个百分点，为今年来首次回升。其中，水利管理业投资下降 4.1%，降幅收窄 0.6 个百分点；公共设施管理业投资增长 1.3%，增速回落 0.4 个百分点；道路运输业投资增长 10.1%，增速提高 1.2 个百分点；铁路运输业投资下降 7%，降幅收窄 3.5 个百分点。

图 7：固定资产投资



数据来源：Wind、国元期货

图 8：基础设施投资



数据来源：Wind、国元期货

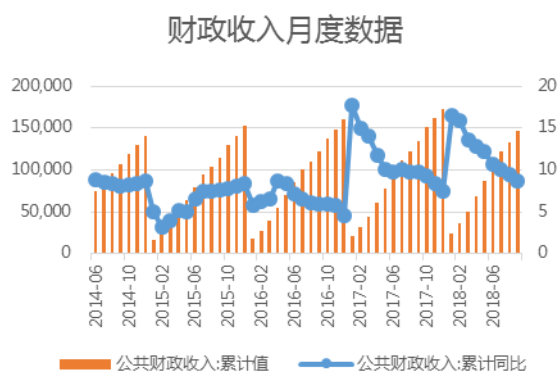
目前基础设施投资增速回落比较符合市场预期，毕竟 2017 年的基数较高且

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。1-10月，全国一般公共预算收入161558亿元，同比增长7.4%；全国一般公共预算支出175320亿元，同比增长7.6%，完成年初预算的83.6%。

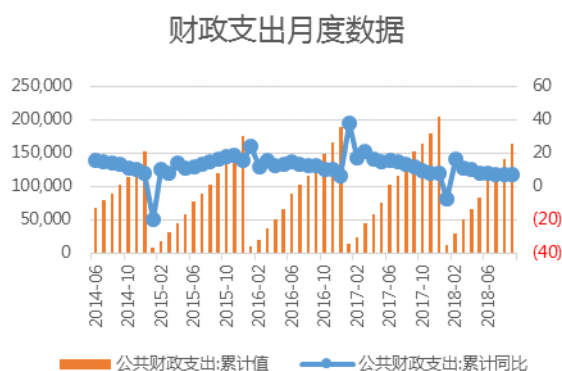
我们认为目前已经处于增速偏低水平，后期继续下滑的空间有限，考虑到下半年财政政策扩张、基建托底的概率较大，目前基础设施投资应处于底部。

图 9：财政收入



数据来源：Wind、国元期货

图 10：财政支出



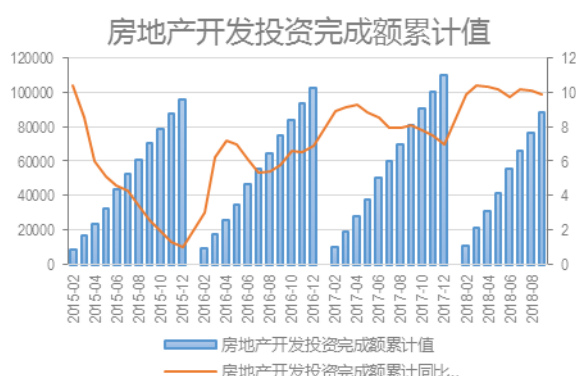
数据来源：Wind、国元期货

地产投资增速小幅回落。2018 年 1-10 月份，全国房地产开发投资 99325 亿元，同比增长 9.7%，增速比 1-9 月份回落 0.2 个百分点。其中，住宅投资 70370 亿元，增长 13.7%，增速回落 0.3 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

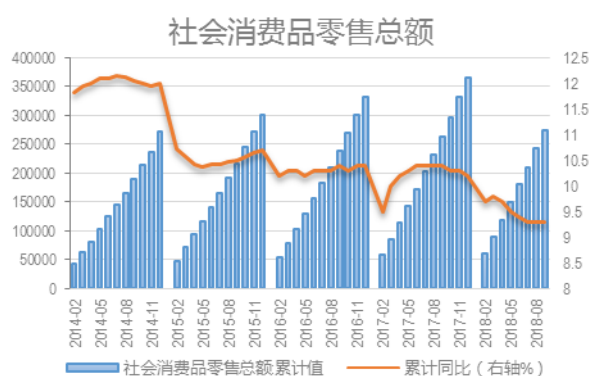
房地产政策坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位。房地产调控在保持定力的同时，主导思想将逐渐由“去库存”向完善供给过渡。2018年房地产投资增速不会高，全年应在8-10%之间，但远超固定资产投资增速的均值水平。2019年若延续目前的房地产政策，地产投资增速下滑的概率大。

图 11：房地产开发投资



数据来源：Wind、国元期货

图 12：社会消费品零售总额



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落。2018年10月份，社会消费品零售总额35534亿元，同比名义增长8.6%，比9月回落0.6个百分点。1-10月份，社会消费品零售总额309834亿元，同比增长9.2%，较1-9月回落0.1个百分点。其中，限额以上单位消费品零售额117177亿元，增长6.6%，较1-9月回落0.3个百分点。限额以上单位消费品零售额下降较快。

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。

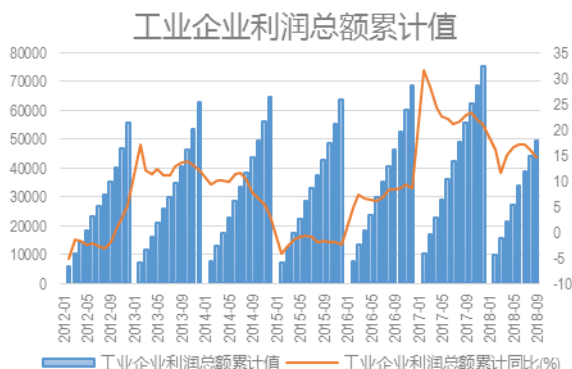
企业经营状况下滑，盈利预期回落。1-10 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 55211.8 亿元，同比增长 13.6%，增速比 1-9 月份放缓 1.1 个百分点。1-10 月份，在 41 个工业大类行业中，34 个行业利润总额同比增加（较 1-9 月份持平），7 个行业减少。1-10 月份，规模以上工业企业实现主营业务收入 85.7 万亿元，同比增长 9.3%，增速比 1-9 月份放缓 0.1 个百分点。

1-10 月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，1-10 月份工业企业利润数据整体回落。

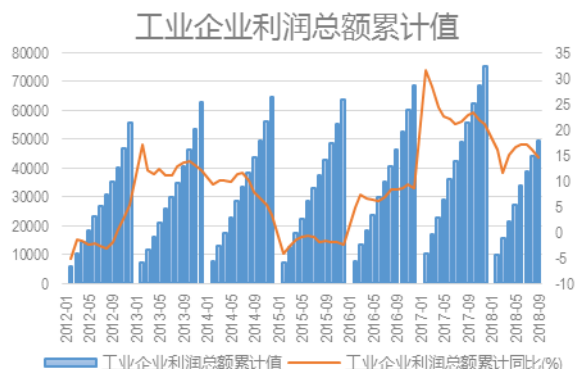
2017 年单月规模以上工业企业利润增速最高点为 9 月份的 27.7%，累计规模以上工业企业利润增速的次高点为 10 月份的 23.3%，可以说 2017 年 9、10 月份的基数非常高，按照目前的企业经营状态很难超越当时的水平，因此继续下滑的概率较高。

图 13：工业企业利润总额累计值

图 14：主营业务收入



数据来源：Wind、国元期货



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10月份CPI同比上涨2.5%，环比上涨0.2%；PPI同比上涨3.3%，环比上涨0.4%。CPI同比增速较上月持平，PPI同比增速持续下降，符合市场预期。CPI、PPI环比涨幅较上月收窄，上涨动能趋弱。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。通胀预期较强。

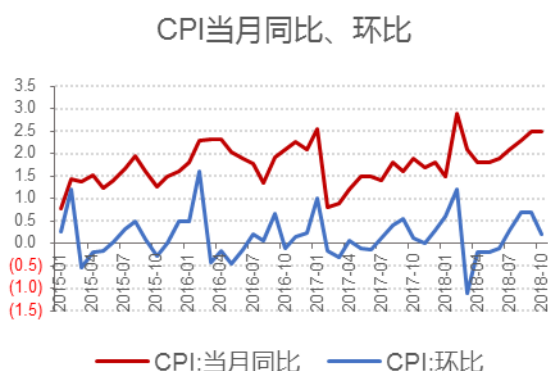
2018年10月份，CPI同比上涨2.5%，其中，城市上涨2.5%，农村上涨2.6%；食品价格上涨3.3%，非食品价格上涨2.4%；消费品价格上涨2.8%，服务价格上涨2.1%。1-10月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨2.1%。据测算，在10

月份 2.5% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0.3 个百分点，新涨价影响约为 2.2 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。

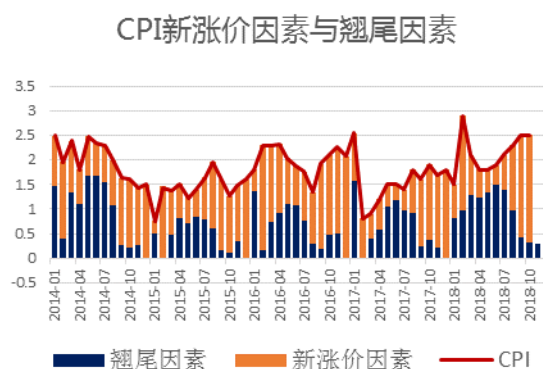
综合来看四季度 CPI 继续持稳在 2.0% 上方概率高，2018 年 CPI 应温和攀升为主，回落与大幅攀升的概率都不太高。2019 年初价格指标回落的概率不高。

图 15: CPI



数据来源: Wind, 国元期货

图 16: CPI 新涨价因素与翘尾因素



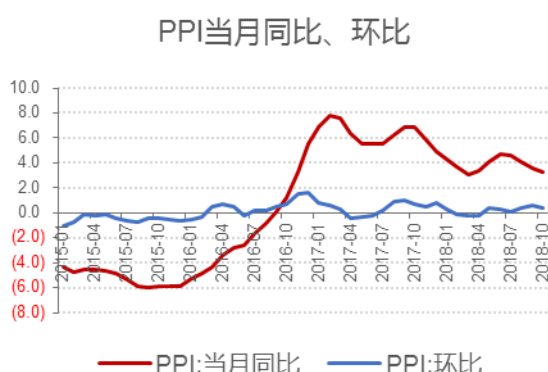
数据来源: Wind, 国元期货

2018 年 10 月份，PPI 同比上涨 3.3%，创 7 个月新低；环比上涨 0.4%。工业生产者购进价格同比上涨 4.0%，环比上涨 0.7%。1-10 月平均，PPI 比去年同期上涨 3.9%，工业生产者购进价格上涨 4.5%。据测算，在 10 月份 3.3% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 1.2 个百分点，新涨价影响约为 2.1 个百分点。其中，生产资料价格上涨 4.2%，涨幅比上月回落 0.4 个百分点；生活资料价

格上涨 0.7%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。

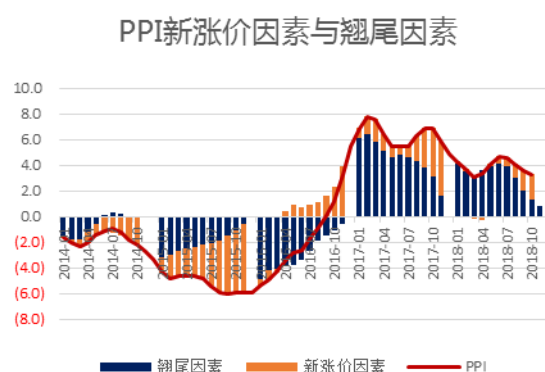
2018 年 PPI 增速大概率回落，年初在去年高基数和供给侧改革继续推进大趋势未变的情况下，工业原材料价格或维持在高位，但增速或放缓。我们判断 9 月份之后翘尾因素下降加上新涨价动能不足将会促使 PPI 回落加速。

图 17: PPI



数据来源: Wind、国元期货

图 18: PPI 新涨价因素与翘尾因素



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 10 月，中国进出口总值 2.75 万亿元，增长 22.9%，增速较上月上升 5.7 个百分点。其中，出口 1.49 万亿元，增长 20.1%，增速较上月上升 3.1 个百分

点;进口 1.26 万亿元,增长 26.3%,增速较上月上升 8.9 个百分点;贸易顺差 2336.3 亿元,前值 2132.3 亿元。

2018 年 1-10 月,中国进出口总值 25.05 万亿元人民币,比去年同期增长 11.3%,增速较 1-9 月上升 1.4 个百分点。其中,出口 13.35 万亿元,增长 7.9%,增速较 1-9 月上升 1.4 个百分点;进口 11.7 万亿元,增长 15.5%,增速较 1-9 月上升 1.4 个百分点;贸易顺差 1.65 万亿元,收窄 26.1%。

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。

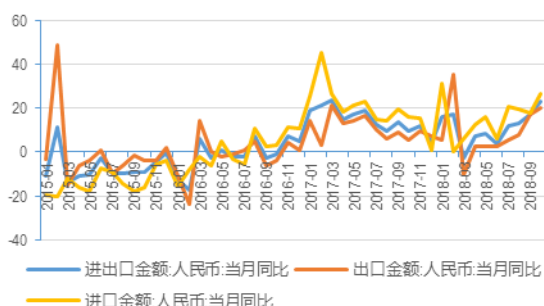
累计数据来看,进出口增速均处于尚可水平上。市场主流分析师的观点认为 2016 年下半年以来的进出口增长主要得益于全球主要经济体经济趋势性向好,全球贸易活动处于向上周期。今年二季度开始,经济下行、贸易摩擦、高基数等因素的影响对进出口的影响偏负面,四季度外贸领域有一定压力,进出口增速不及去年的概率较高,不过依然处于近年来的次高水平。

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。由于“抢出口”的因素存在,2019 年进出口增速回落的概率大。

图 19: 进出口同比

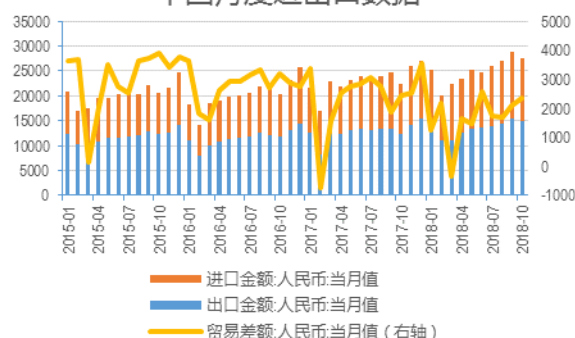
图 20: 月度进出口数据

中国月度进出口当月同比增速



数据来源: Wind、国元期货

中国月度进出口数据



数据来源: Wind、国元期货

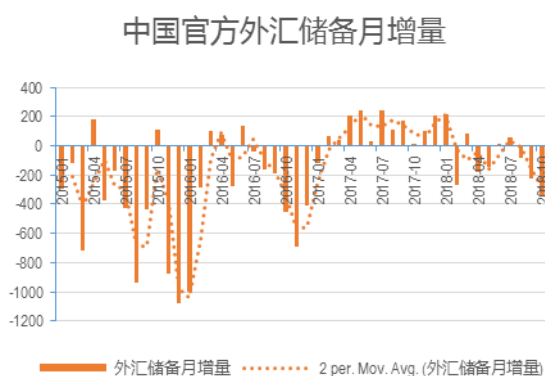
外汇储备环比下降 339 亿美元。中国 10 月外汇储备 30530.98 亿美元, 环比下降 339 亿美元, 连续三个月下滑, 前值 30870.25 亿美元。10 月末黄金储备报 5924 万盎司, 与 9 月末持平。10 月受主要国家货币政策、全球贸易形势、地缘政治局势等多重因素影响, 国际金融市场波动加剧, 美元指数上涨超过 2%, 主要国家资产价格出现调整。汇率折算和资产价格变动等因素综合作用, 外汇储备规模小幅下降。

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。10 月外汇占款规模为 21.3 万亿元, 环比减少超 915 亿元, 外汇占款进一步下滑, 不过降幅减缓。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、10 月份央行

外汇占款突然出现大幅减少，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 21：外汇储备



数据来源：Wind、国元期货

图 22：外汇占款



数据来源：Wind、国元期货

四、金融数据不及预期

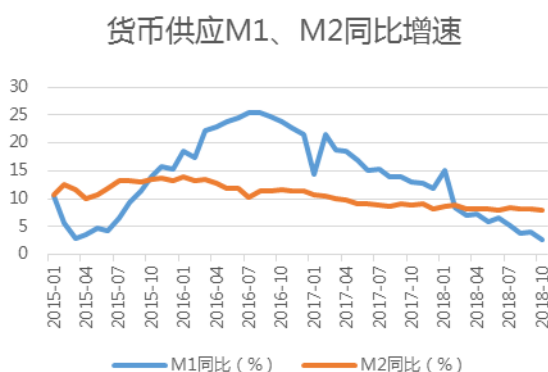
货币增速处于偏低水平成为常态，社会融资规模增速向 M2 增速靠近。10 月 M2 余额 179.56 万亿元，同比增 8.0%；社会融资规模存量 197.89 万亿元，同比增长 10.2%；人民币贷款余额 133.96 万亿元，同比增长 13.1%。金融数据全面低于预期。目前货币政策边际放松，融资条件放宽，但是融资需求低。

10 月末，广义货币（M2）余额 179.56 万亿元，同比增长 8%，增速分别比上月末和上年同期低 0.3 个和 0.9 个百分点；狭义货币（M1）余额 54.01 万亿元，同比增长 2.7%，增速分别比上月末和上年同期低 1.3 个和 10.3 个百分点；流通中货币（M0）余额 7.01 万亿元，同比增长 2.8%。当月净回笼现金 1148 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

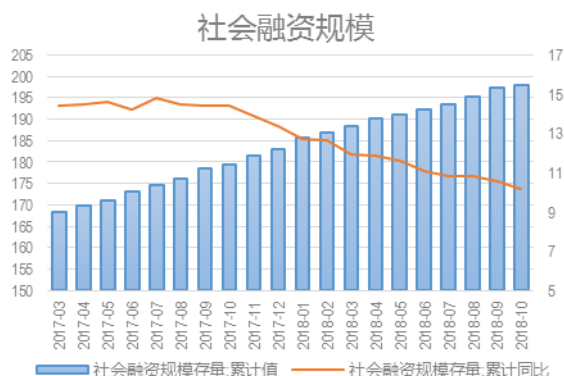
续 4 个月处于 8% 上方。由于货币政策有转向宽松的迹象，市场普遍预期 M2 增速启稳。不过市场预期货币增速处于偏低水平的货币供应条件或还将持续一段时间，货币增速处于偏低水平成为常态，主要是监管趋严、需求收缩背景下货币创造本身在减速。M1 增速显著低于 M2，反映实体经济体面临的资金状况仍然偏紧。

图 23：货币供应



数据来源：Wind、国元期货

图 24：社会融资规模



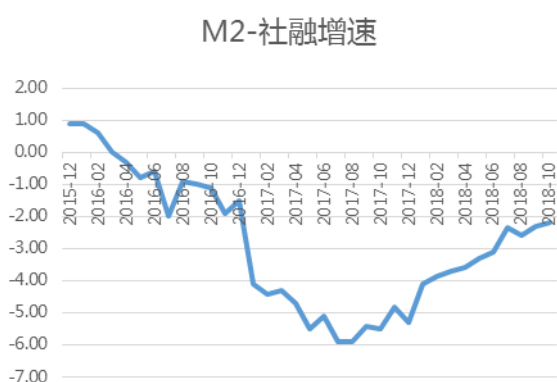
数据来源：Wind、国元期货

社融增速下降，不及市场预期。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。

10 月末社会融资规模存量为 197.89 万亿元，同比增长 10.2%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 132.53 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 2.4 万亿元，同比下降 3.5%；委托贷款余额为 12.71 万亿元，同比下降 8.4%；信托贷款余额为 7.95 万亿元，同比下降 2.6%；未贴现的银行承兑汇票余额为 3.72 万亿元，同比下降 15%；企业债券余额为 19.51 万亿

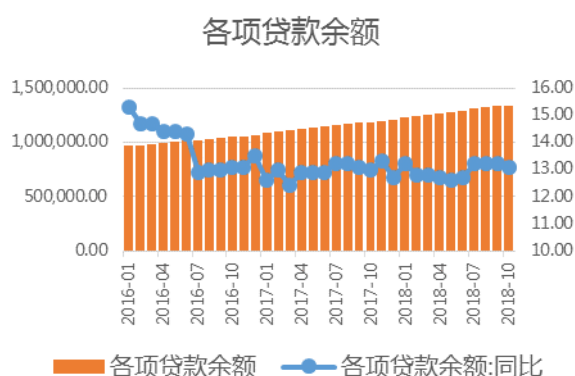
元，同比增长 6.6%；地方政府专项债券余额为 7.26 万亿元，同比增长 40.5%；非金融企业境内股票余额为 6.97 万亿元，同比增长 8.3%。贷款增速尚可，除贷款以外的其它融资增速都偏弱。

图 25: M2、社会融资剪刀差



数据来源: Wind、国元期货

图 26: 贷款余额同比增速



数据来源: Wind、国元期货

10 月末人民币贷款余额 133.96 万亿元，同比增长 13.1%，增速比上月末低 0.1 个百分点，比上年同期高 0.1 个百分点。10 月份人民币贷款增加 6970 亿元，同比多增 338 亿元。分部门看，住户部门贷款增加 5636 亿元；非金融企业及机关团体贷款增加 1503 亿元。企业新增贷款较低。

10 月末，本外币存款余额 181.62 万亿元，同比增长 7.8%。月末人民币存款余额 176.48 万亿元，同比增长 8.1%，增速分别比上月末和上年同期低 0.4 个和 1 个百分点。10 月份人民币存款增加 3535 亿元，同比少增 7026 亿元。其中，住户存款减少 3347 亿元，非金融企业存款减少 6004 亿元，财政性存款增加 5819 亿元，非银行业金融机构存款增加 5296 亿元。

整体上看，10 月金融数据不及市场预期，但也没有大幅度恶化。从三季度

货币政策执行报告来看，已经删掉了“坚持不搞大水漫灌式强刺激”、“坚定做好结构性去杠杆工作”，强调“定向滴灌”，新提出“多目标中把握好综合平衡”，态度已经软化。2018年6月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，11月美元指数高位震荡，美国股市调整后反弹。美国11月Markit制造业PMI初值55.4，预期55.7，不及预期，前值55.7。美国11月Markit服务业PMI初值54.4，预期55，前值54.8。美国11月Markit综合PMI初值54.4，预期54.9，前值54.9。

图 27：美国 CPI

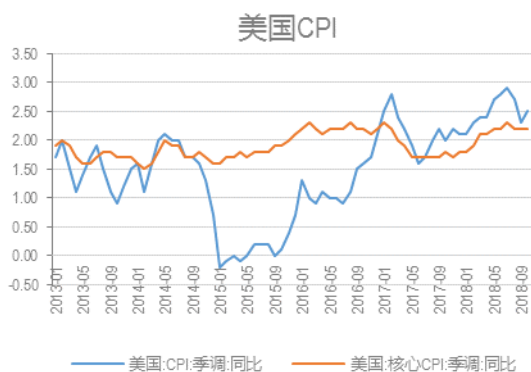
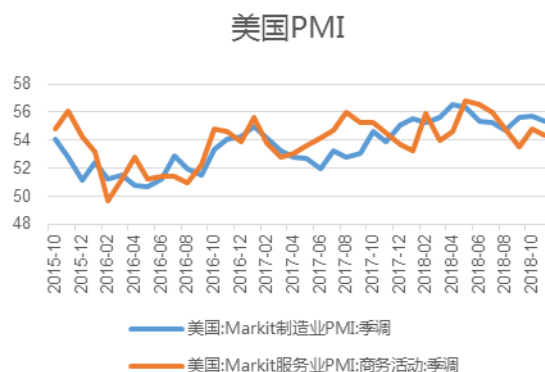


图 28：美国 PMI



数据来源: Wind、国元期货

数据来源: Wind、国元期货

美国 10 月 CPI 符合预期。美国 10 月 CPI 同比 2.5%, 预期 2.5%, 前值 2.3%。美国 10 月 CPI 环比 0.3%, 预期 0.3%, 前值 0.1%。通胀压力正在加剧。由于汽油和租金上涨, 美国 10 月 CPI 环比创 9 个月以来最大增幅, 这表明通胀稳步上升可能会使美联储在下个月再次加息。

劳动力市场较为强劲接近充分就业状态。美国 10 月非农就业人数增加 25 万, 预期 20 万, 前值 13.4 万。失业率为 3.7%, 创 1969 年 12 月以来新低。

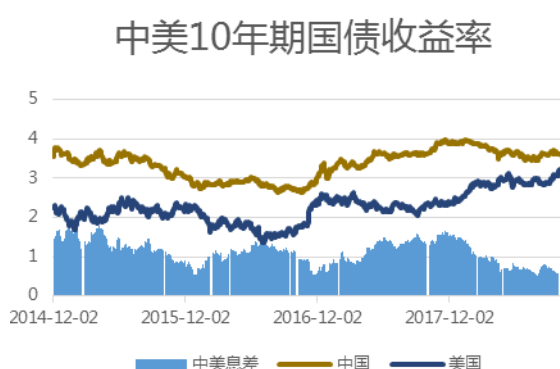
美联储面临“尽可能实现可持续性就业”与“稳定物价”的目标, 通胀数据距离其目标已经比较接近, 市场预期美联储今年将继续加息 1 次 (美联储观察加息概率在 70% 左右), 12 月加息概率较高。

图 29: 美元指数



数据来源: Wind、国元期货

图 30: 中美息差



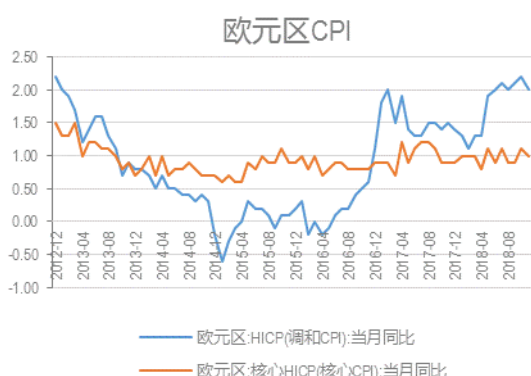
数据来源: Wind、国元期货

欧元区经济数据回落表现稍显疲弱, 11 月欧元对美元弱势震荡趋势较明显。欧元区 11 月制造业 PMI 初值 51.5, 不及预期, 创 2016 年 5 月以来新低, 预期

52, 前值 52; 服务业 PMI 初值 53.1, 预期 53.6, 前值 53.7; 综合 PMI 初值 52.4, 预期 53, 前值 53.1。德国 11 月制造业 PMI 初值 51.6, 不及预期。法国 11 月制造业 PMI 初值 50.7, 不及预期。

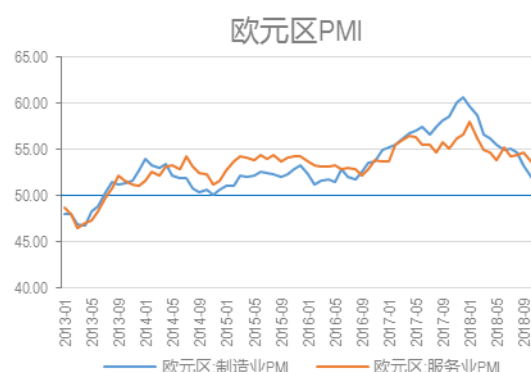
欧元区通胀回落。欧元区 10 月调和 CPI 同比终值 2.2%, 预期 2.2%, 初值 2.1%; 环比 0.2%, 预期 0.2%, 前值 0.5%。欧元区 10 月核心调和 CPI 同比终值 1.1%, 预期 1.1%, 初值 1.1%。德国 10 月 CPI 同比终值 2.5%, 符合预期。法国 10 月 CPI 同比终值 2.2%, 符合预期。

图 31: 欧洲 CPI



数据来源: Wind、国元期货

图 32: 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，房地产开发投资、销售情况好于年初时的市场预期。目前中美贸易摩擦暂时缓和。

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

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

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）

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。

电话：0411-84807840 传真：0411-84807340-803

青岛营业部

地址：青岛市崂山区香港东路 195 号 9 号楼 9 层 901 室

电话 0532--66728681, 传真 0532-66728658

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

电话：0371-53386809/53386892

上海营业部

地址：上海浦东新区松林路 300 号期货大厦 2002 室

电话：021-68401608 传真：021-68400856

合肥营业部

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：0551-68115888 传真：0551-68115897

北京业务总部

地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 9 层

电话：010-84555028 010-84555123

合肥金寨路营业部

地址：安徽省合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座六楼

电话：0551-62895501 传真：0551-63626903

西安营业部

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室

电话：029-88604088

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

电话：023-67107988

厦门营业部

地址：厦门市思明区莲岳路 1 号 1604 室 08 室

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

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

电话：0315-5105115

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

电话：0597-2529256 传真：0592-5312958

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号双城国际大厦 4 号楼 22 层

电话：0571-87686300