国元期货 Guoyuan Futures Co . Ltd .

2019.11.30

宏观月报

国元期货研究咨询部

年内经济下行空间有限

主要结论：

2019 经济面临较大的下行压力，不过由于逆周期调节宏观政策的作用，经济大幅下行概率也不高，不必过于悲观。目前经济下行的压力主要体现在总需求不足。从产出来看经济有下滑压力，从价格指标来看有通胀压力。

2019 年前三季度 GDP 同比增长 6.2%，一季度增长 6.4%，二季度增长 6.2%，三季度增长 6.0%。数据显示经济仍在触底的过程之中，国内经济长期下行趋势比较确定，短期内出现反转的可能性不大。

2019 年三季度经济增速较前两个季度有明显的加速下行，整体不及上半年，三季度中 9 月份经济数据好于 7、8 月份。四季度经济下行压力仍存，但下行空间或许有限。

宏观金融

电话：010-84555131

相关报告

目　　录

一、经济下行压力较大 1
二、价格指标分化 10
三、外贸好于预期 13
四、金融数据持稳略偏弱 16
五、美强欧弱趋势延续 19
六、后期宏观趋势研判 22

附　图

图 1：制造业 PMI 2
图 2：非制造业 PMI 2
图 3：PMI 生产和新订单指数 2
图 4：各类型企业 PMI 2
图 5：工业增加值 4
图 6：工业增加值 4
图 7：固定资产投资 6
图 8：基础设施投资 6
图 11：财政收入 7
图 12：财政支出 7
图 11：房地产开发投资 8
图 12：社会消费品零售总额 8
图 13：工业企业利润总额累计值 10
图 14：当月利润 10
图 15：CPI 12
图 16：CPI 新涨价因素与翘尾因素 12

图 17：PPI 13
图 18：PPI 新涨价因素与翘尾因素 13
图 19：进出口同比 14
图 20：月度进出口数据 14
图 21：外汇储备 15
图 22：外汇占款 15
图 23：货币供应 17
图 24：社会融资规模 17
图 25：M2、社会融资剪刀差 18
图 26：贷款余额同比增速 18
图 27：美国 CPI 20
图 28：美国 PMI 20
图 29：美元指数 21
图 30：中美息差 21
图 33：欧洲 CPI 21
图 34：欧洲 PMI 21

2019 经济面临一定的下行压力，政府出台了多方位的逆周期调节措施，信贷、财政发力较早力度较大，起到了一定的托底经济的作用。2019 年各方面的经济状态大多不及 2017-2018 年。目前来看 2019 年经济下行的趋势比较确定，但下行幅度也没有显著地超出市场预期，经济指标保持在合理区间内运行。中美贸易问题是贯穿本年度的焦点。市场对中美和解的可能性评估较为审慎。

国内经济长期下行趋势比较确定，短期内出现反转的可能性不大。四季度经济下行压力仍存，但下行空间或许有限。

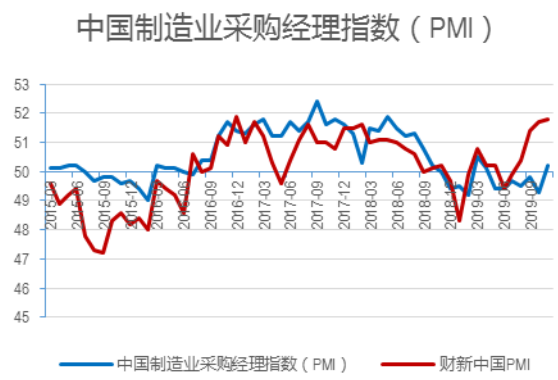
全球经济整体放缓，经济体之间矛盾加深，美强欧弱格局长期持续加深经济体之间的扭矩，国际资本市场波动增加。

一、经济下行压力较大

2019 年三季度经济增速较前两个季度有明显的加速下行，整体不及上半年，三季度中 9 月份经济数据好于 7、8 月份。四季度经济下行压力仍存，但下行空间或许有限。

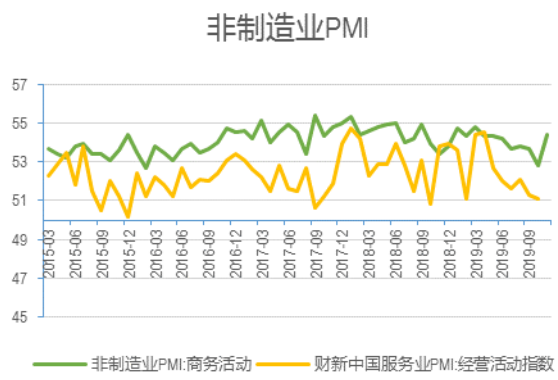
领先指标来看，11 月 PMI 数据大幅走强、全面超预期，再次回到扩张区间。此轮经济波动可以由制造业 PMI 清晰描绘，制造业在 2017 年 9 月份达到景气度高点 PMI52.4，之后在供给侧改革的背景下一直保持较高的景气度大约三个季度，2018 年 5 月份开始持续回落，2018 年 12 月首次滑落到收缩区间，可以判断造业景气度回落，经济扩张速度放缓。2019 年一季度经济有一个短暂的上冲之后加速下行，PMI 在 2019 年 3 月短暂冲回扩张区间之后再次滑落收缩区间，6 个月之后方于 11 月再次进入扩张区间。若从 2018 年 5 月份开始考虑，经济已经持续下行了 6 个季度。

图 1：制造业 PMI



数据来源：Wind、国元期货

图 2：非制造业 PMI



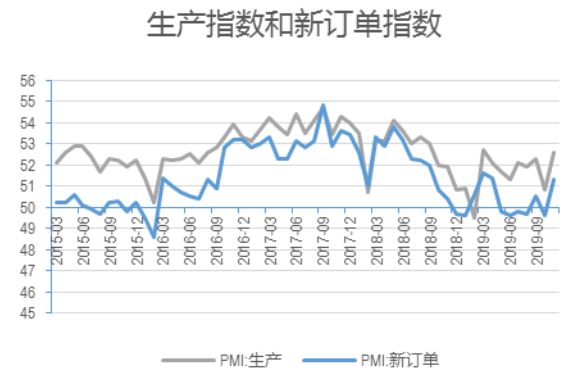
数据来源：Wind、国元期货

11 月份 PMI 数据全面回升，产需两端数据均有所回升。2019 年 11 月官方制造业 PMI 为 50.2，较上月上升 0.9 个百分点，是近 7 个月来首度返回枯荣分界线上方。11 月财新制造业 PMI 51.8，比上月上升 0.1 个百分点，连续 5 个月上升为 2017 年以来最高。11 月官方非制造业 PMI 为 54.4%，较上月上升 1.6 个百分点，非制造业总体保持扩张势头。在分化之后 11 月财新与官方 PMI 走势再次一致，反映出财新指标较敏感有领先性。

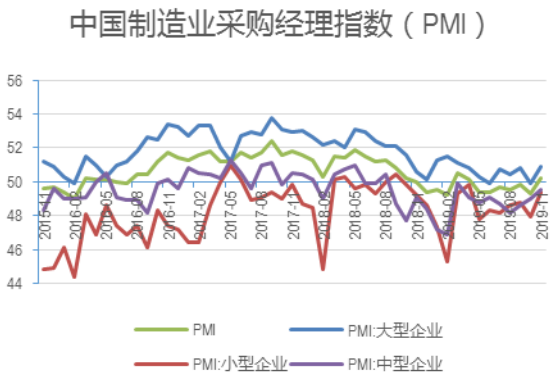
大型企业 PMI 为 50.9%上升 1%、中型企业 PMI 为 49.5%回升 0.5%、小型企业 PMI 为 49.4%回升 1.5%。整体景气改善，大型制造业景气度较高好于中小企业。

图 3：PMI 生产和新订单指数

图 4：各类型企业 PMI



数据来源：Wind、国元期货



数据来源：Wind、国元期货

从分类指数来看，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。11 月新订单上至扩张区间，显示需求改善。

生产指数为 52.6%升 1.8%，制造业生产扩张；新订单指数为 51.3%升 1.7%；原材料库存指数为 47.8%升 0.4%；从业人员指数为 47.3%持平；供应商配送时间指数为 50.5%升 0.4%。其他重要指标：出口新订单指数为 48.8%升 1.8%，进口指数为 49.8 升 2.9，显示出 11 月进出口数据或较 10 月改善。

生产方面，规模以上工业增加值增速大幅下降。工业生产自 2018 年 9 月份跌破的 6.0%的长期平台之后，出现了一次产出趋势性下滑，用时一年之后至 2019 年 8 月工业增加值增速创出本轮下滑的新低 4.4%，9 月份反弹幅度较大，10 月份大幅回落，今年的工业生产表现出季初下滑、季末上冲的特点，这是往年没有出现的。

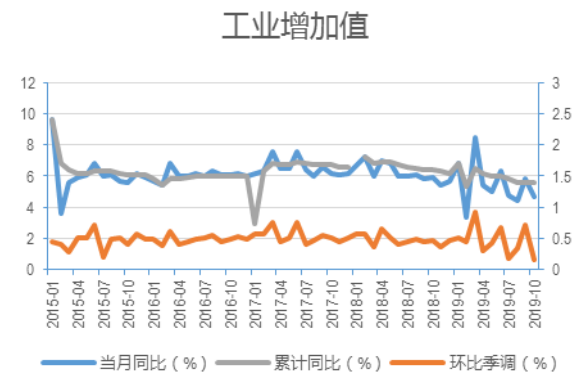
2019 年 10 月份，规模以上工业增加值同比增长 4.7%，增速较大幅下降 1.1

个百分点。从环比看，10 月份规模以上工业增加值比上月增长 0.17%，环比增速下降。1-10 月份，规模以上工业增加值同比增长 5.6%，较上月份持平。十月生产端数据较九月份全面走弱。

其中，采矿业增加值同比增 3.9%较上月回落 4.2%幅度较大，制造业增加 4.6%回落 1%，电热燃气水同比增长 6.6%提高 0.7%。41 个行业大类中有 31 个行业增加值保持同比增长，比 9 月份减少 4 个。

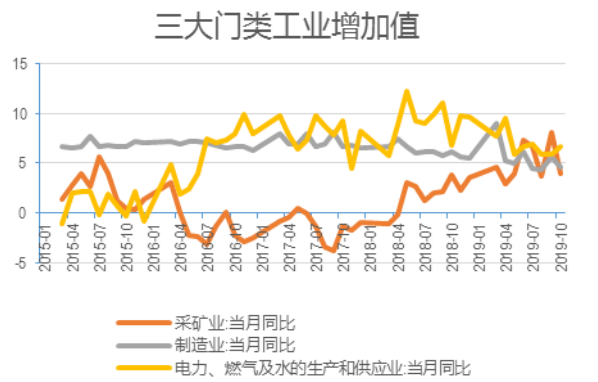
我们认为虽然生产端有较明显的波动，长期来看下行趋势没有扭转。

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

投资方面，固定资产投资增速止跌后在低位徘徊。2009 年之后我国固定资产投资完成额累计同比长期下滑，2018 年 8 月份降至 5.3%，创出历史新低，上一次固定资产投资增速处于如此低的水平还是 1999 年 12 月的 5.5%。2018 年 9 月之后固定资产投资逐步在低位止跌回升，及至目前虽然有财政政策的逆周期调节托底，固定资产投资也一直徘徊在低位已有 1 年的时间。

10 月固定资产投资增速延续小幅回落的趋势。2019 年 1-10 月全国固定资产投资 510880 亿元，同比增长 5.2%，增速比 1-9 月份回落 0.2 个百分点。环比 10 月固定资产投资增长 0.40%。其中，民间固定资产投资 291522 亿元，同比增长 4.4%，增速回落 0.3 个百分点。

分产业看，第一产业投资 11375 亿元，同比下降 2.4%，降幅扩大 0.3 个百分点；第二产业投资 152020 亿元，增长 2.3%，增速提高 0.3 个百分点；第三产业投资 347485 亿元，增长 6.8%，增速回落 0.4 个百分点。

第一、二产业投资增速较低，第三产业投资增速维持在较高水平上，不同产业投资增速差异较大且持续时间较长，在新旧模式转化的过程中对市场心理的影响较大。10 月份工业固定资产投资增速小幅走升引起市场关注，表示对第二产业的乐观，不过目前增速水平还是太低。

目前房地产投资增速仍在高位对投资增长仍有贡献，工业企业固定资产投资目前仍保持正增长还未形成整体的拖累，另一方面政府扩张性的财政政策会托底基础设施投资，使 2019 年固定投资增速稳定在 5%左右。

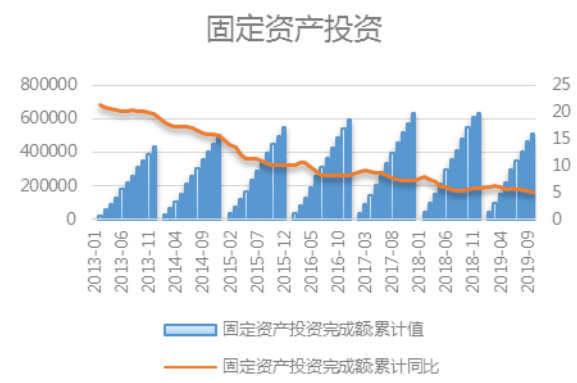
其中基建投资方面，基建投资增速小幅回落。自 2017 年 2 月基础设施投资增速创下 27.3%的高点之后，呈回落趋势，2017 年属于高位缓慢回落，2018 年加速回落于 9 月份跌至近 5 年来的低点 3.3%，之后略有回升，一直徘徊在低位已经超过 1 年。目前政府对于基建发力的目的在于“稳增长”托底经济而不在于拉动经济。

1-10 月份，基础设施投资同比增长 4.2%，增速回落 0.3 个百分点。目前基建

发力点依然在于道路、铁路领域。其中，铁路运输业投资增长 5.9%，回落 3.9 个百分点，回落幅度较大，对本月基建数据影响较大；道路运输业投资增长 8.1%，加快 0.2 个百分点，增速依然稳在高位。

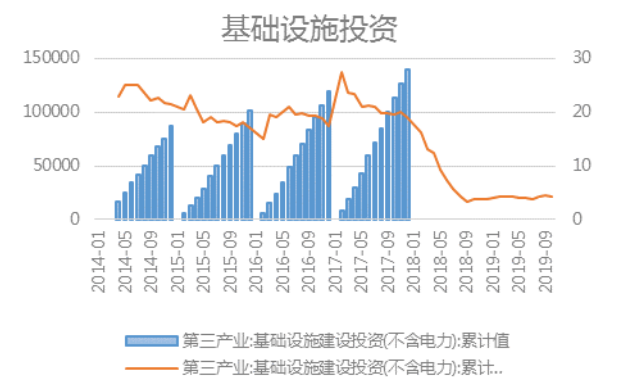
考虑到财政政策的逆周期调节作用，目前基础设施投资应处于底部区域。2018 年基数低，2019 年基建继续下滑的空间有限，大概率好于去年，而且 2019 年越往后基数的作用越明显。

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



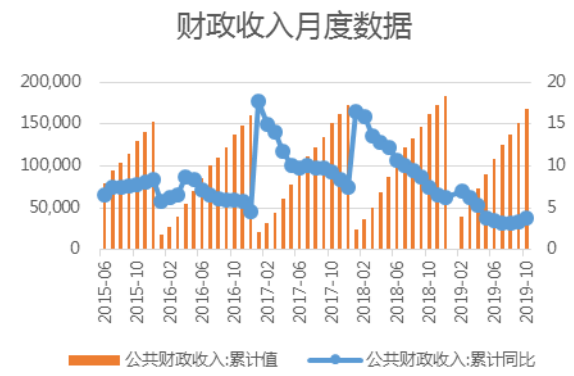
数据来源：Wind、国元期货

不过从财政收支状况来看，对于财政政策托底基建的力度不宜预期太高。2019 年 1-10 月累计，全国一般公共预算收入 167704 亿元，同比增长 3.8%，较 1-9 月升 0.5 个百分点。全国一般公共预算支出 190587 亿元，同比增长 8.7%，较 1-9 月下降 0.7 个百分点。财政支出增速高位回落。财政收支增速差 4.9 个百分点。

考虑到今后的减税降费的政策导向，财政收入增速大幅上升的概率不大。2019 年有减税降费两万亿的目标，财政收入增速大概率下降甚至负增长。由于财政收入下降，财政支出能够发力的幅度与力度最终有限，财政支出增速下降

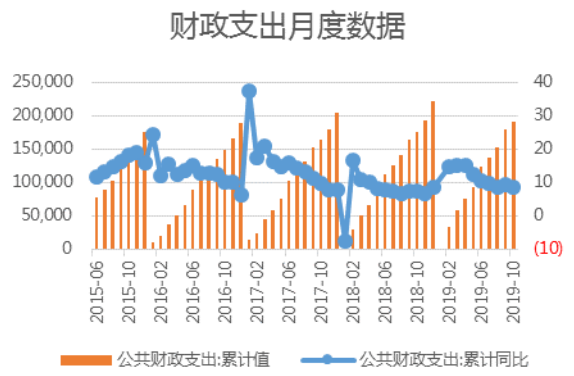
的概率也不低。

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

房地产开发投资增速小幅回落、处于高位。2019 年 1-10 月份，全国房地产开发投资 109603 亿元，同比增长 10.3%，增速较 1-9 月份下降 0.2 个百分点。其中，住宅投资 80666 亿元，增长 14.6%，增速回落 0.3 个百分点。年初**市场预期**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。虽然今年 4 月份之后逐步小幅回落，目前是投资中最强势的部分。

目前房地产的施工、开工、竣工增速之间的差异较大、持续时间较长，引起了市场的广泛关注。春节前将进入地产竣工高峰期，开工与竣工的增速差距将收窄。1-10 月房地产开发企业房屋施工面积 854882 万平方米，同比增长 9.0%，增速加快 0.3 个百分点。房屋新开工面积 185634 万平方米，增长 10.0%，增速加快 1.4 个百分点。房屋竣工面积 54211 万平方米，下降 5.5%，降幅收窄 3.1 个百分点。10 月份施工、开工、竣工均改善。

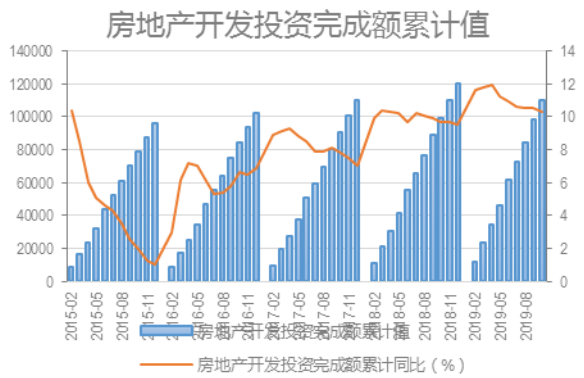
从销售情况来看，1-10 月商品房销售面积 133251 万平方米，同比增长 0.1%，

增速今年以来首次由负转正。商品房销售额 124417 亿元，增长 7.3%，增速加快 0.2 个百分点。房地产销售状况改善，一二线城市的销售有一定程度的走强。

从购地方面看，开发商购地意愿有所提高。1-10 月房地产开发企业土地购置面积 18383 万平方米，同比下降 16.3%，降幅收窄 3.9 个百分点。

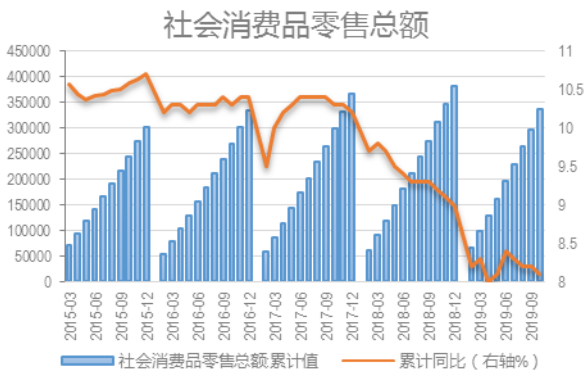
2019 年初以来由于地产销售增速较低，加上地产政策收紧，市场普遍认为房地产投资增速持续处于高位有压力。目前地产销售改善，新开工走强，市场对于地产投资的预期转向乐观，认为地产投资回落的可能性较高但幅度或许有限。目前地产还是投资中最坚挺的部分。

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

消费方面，社会消费品零售增速下滑。2014 年以来社会消费品零售总额的增速一直处于缓慢下行的趋势中，2018 年开始连网购的增速都下行了。2019 年初的情况大体与 2018 年相同。

2019 年 1-10 月份，社会消费品零售总额 334778 亿元，同比增长 8.1%，较

1-9 月份下滑 0.1 个百分点。2019 年 9 月份社会消费品零售总额 38104 亿元，同比名义增长 7.2%，较上月下降 0.5 个百分点。汽车消费对总消费的拖累较大。消费名义增速提升应该结合 CPI 的走势来考虑，居民的实际消费能力其实比数据显示的更低一些。今年的单月消费数据表现出季末走高季初下行的节奏，10 月份的数据可能受到 “双十一”的网购波峰的干扰。

2019 年前三季度，全国居民人均可支配收入 22882 元，比上年同期名义增长 8.8%，与上半年持平，实际增长 6.1%较上半年降低 0.4 个百分点。全国居民人均消费支出 15464 元，比上年同期名义增长 8.3%，较上半年增速上升 0.8 个百分点，实际增长 5.7%，较上半年提升 1 个百分点。物价变化对居民收入、生活影响较大。

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。目前居民部门的收入增长收经济下行影响的可能性较大，10 月份全国城镇调查失业率为 5.1%，较 9 月下降 0.1 个百分点。

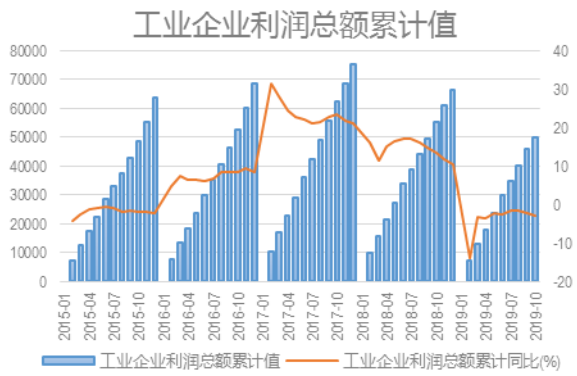
企业经营方面，2019 年初工业企业盈利大幅下降之后逐步小幅改善降幅收窄，不过今年以来工业企业经营数据一直处于偏低水平，料 2019 年不及 2018 年。10 月份工业企业经营数据处于偏低水平，整体情况较前几个月有一定程度的恶化。1-10 月份，规模以上工业企业实现利润总额 50151 亿元，同比下降 2.9%，降幅比 1-9 月降幅扩大 0.8 个百分点。受工业品出厂价格降幅扩大、生产销售增长放缓等因素影响 10 月份，工业企业利润同比下降 9.9%，降幅比 9 月份有所扩

大。

在 41 个工业大类行业中，30 个行业利润总额同比增加，11 个行业减少，与上月持平。1-10 月份规模以上工业企业实现营业收入 85.66 万亿元，同比增长 4.2%,，较 1-9 月下降 0.3 个百分点。各项指标均显示企业经营虽较年初时有略微改善，经营压力依旧较大。

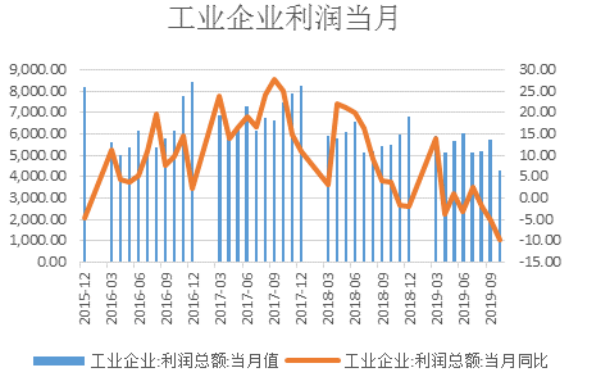
本轮工业企业利润增速的高点为 2017 年 9 月、10 月份，2018 年基数压力较大。2018 年下半年开始工业企业利润增速下滑速度逐渐加快，2019 年下半年的基数压力其实是比较低的，因此市场有实体企业盈利在 2019 年末起稳的预期，但数据确实比较弱，打破了市场的期望。企业的盈利能力存在趋势性下滑压力。目前的情况来看 2020 年情况也难有反转。

图 13：工业企业利润总额累计值



数据来源：Wind、国元期货

图 14：当月利润



数据来源：Wind、国元期货

二、价格指标分化

10 月份价格指标超出市场预期，CPI 同比上升 PPI 同比下降，通胀指标维

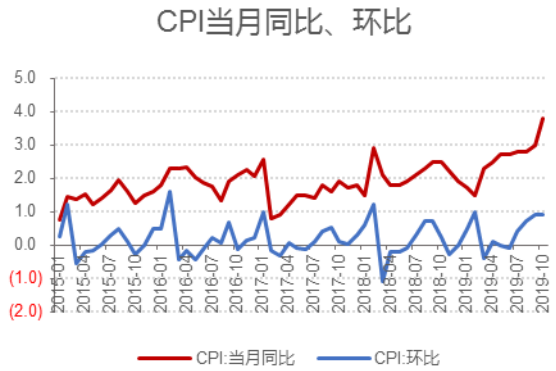
持高位，工业品价格持续走低。2019 年 10 月 CPI 同比上涨 3.8%，环比上涨 0.9%；PPI 同比下降 1.6%，环比上升 0.1%。CPI 同比增速较上月提高 0.8 个百分点，PPI 同比较上月下降 0.4 个百分点，价格指标持续分化，呈现消费品强势工业品弱势的情况。CPI 同比涨幅仍处于年内高位，通胀预期依然很强，市场普遍预期四季度 CPI 或维持在高位 3%之上。PPI 环比仍是下降状态，若无新的涨价因素出现，PPI 仍将处于弱势状态。

CPI 方面，2019 年 10 月 CPI 同比上涨 3.8%，创 2012 年 1 月以来新高。其中，城市上涨 3.5%，农村上涨 4.6%；食品价格上涨 15.5%，非食品价格上涨 0.9%；消费品价格上涨 5.2%，服务价格上涨 1.4%。1-10 月平均 CPI 比去年同期上涨 2.6%。今年以来 CPI 的同比涨幅主要是由食品价格上涨推动。食品价格中，畜肉类价格上涨 66.8%，影响 CPI 上涨约 2.92 个百分点；猪肉价格上涨 101.3%，影响 CPI 上涨约 2.43 个百分点。短期来讲，食品价格大幅下降的可能性也比较小。因而 CPI 大概率在高位波动。

据测算，在 10 月份 3.8%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 4.1 个百分点。翘尾因素今后逐步回落影响力下降，CPI 分析的重点转向新涨价动能。从新涨价动能变化方面推导，我们判断明年春节之后又可能是 CPI 的阶段性高点，之后可能小幅回落，今年年末至明年年初 CPI 整体仍在高位、难下台阶，CPI 在 2019 年**全年保持较高增长**。在食品价格（猪肉）与能源价格（原油、汽油）没有形成价格上升共振的情况下 CPI 涨势尚未失控。

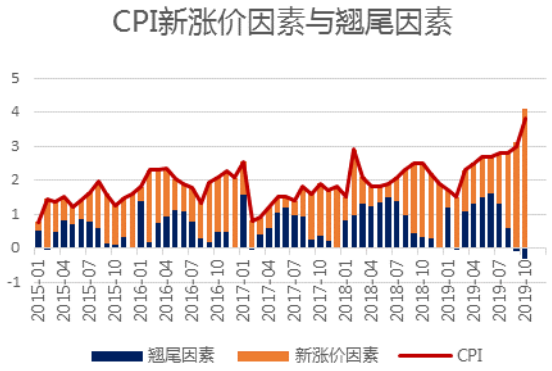
从中长期来看，可支配收入增速不高、内需下滑、经济增速下滑等因素不利于消费品价格长期处于高位，但目前国内的货币周期出现通缩的可能性也不高，消费价格近期高位波动的概率较大。四季度 CPI 应处于 3-4%左右，回落的契机或在明年春节之后。

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

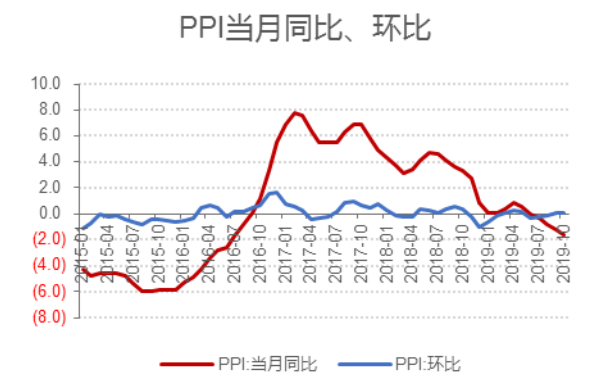


数据来源：Wind、国元期货

PPI 方面，2019 年 10 月份 PPI 同比下降 1.6%为连续 4 个月为负，环比上涨 0.1%。PPIRM 同比下降 2.1%，环比上涨 0.2%。工业品价格指标全线走弱。据测算，在 10 月份 1.6%的同比降幅中，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-0.4 个百分点。新涨价动能较弱，但环比指标走好。

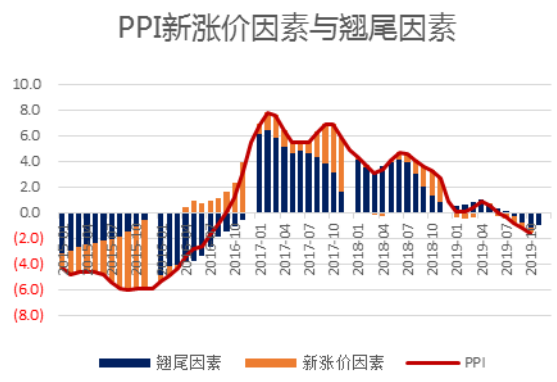
环比来看 40 个工业行业大类看，价格上涨的有 17 个，比上月减少 1 个；持平的 7 个，减少 4 个；下降的 16 个，增加 5 个。从 10 月以来大宗商品价格表现来看工业品价格有暂时企稳的迹象。我们判断四季度 PPI 继续处于弱势区域，直到观测到新的涨价动能出现。结合上年的翘尾因素的影响 PPI 维持弱势至年末的概率较大。

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

由于需求不足，消费品、工业品价格指标大幅上涨的概率不是特别高。市场预期由于翘尾因素的负面影响，在经济下行工业品新涨价动能不足的情况下，PPI 继续处于低位，徘徊在 0 值之下。市场对消费品价格的预期较为乐观，料 CPI 维持 3%之上的较高增长态势。

三、外贸好于预期

2019 年 10 月进出口数据小幅回升，好于市场预期。今年 10 月，我国进出口总值 2.71 万亿元，同比下降 0.5%，降幅较上月收窄 2.9 个百分点；其中出口 1.51 万亿元，同比增长 2.1%，增速转正较上月回升 2.8 个百分点；进口 1.2 万亿元，同比下降 3.5%，降幅较上月收窄 2.5 个百分点。对于出口方面来说，全球主要经济体经济下行与中美贸易摩擦这两个因素对我国外贸造成了严重的负面影响。从全球经济周期来看，目前全球经济增速下行造成贸易周期下降，外部需求增速较低的局势在短期内改善的概率不大。从中美贸易摩擦方面来看，虽然

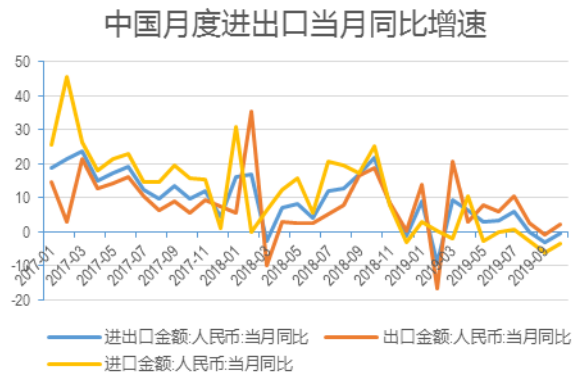
最新一轮中美贸易谈判的结果较好，中美贸易摩擦有阶段性缓和的迹象，不过这是两个大国之间一个长期且复杂的事务，中美贸易问题短期内解决的可能性其实也比较小。

累计数据来看，1-10 月进出口总值 25.63 万亿元，同比增长 2.4%，累计增速较 1-9 月份下降 0.4 个百分点。其中出口 13.99 万亿元，同比增长 4.9%，增速较 1-9 月下降 0.3 个百分点；进口 11.63 万亿元，同比下降 0.4%，降幅较 1-9 月扩大 0.3 个百分点；贸易顺差 2.35 万亿元。累积数据依然显示进出口全面下滑的趋势没有明显改善。与去年同期累计增速合计 11.2%、出口 7.8%、进口 15.3%相比，今年的外贸增速下滑较为明显。其中出口方面略好于进口，进口方面下滑较多，一方面去年进口的基数较高，更主要的是内需不足。今年进口增速低于出口增速的时间较长，反映了年内内需增长动力下滑是基本面影响带来的趋势性变化。

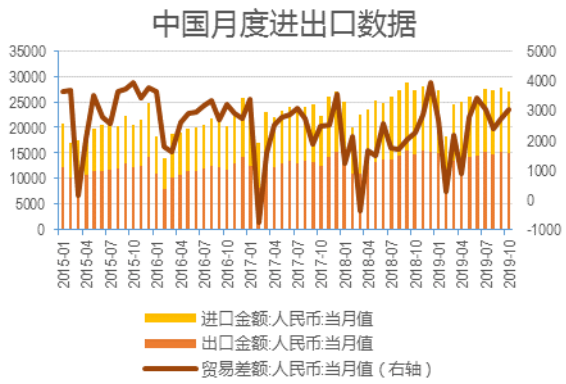
贸易数据目前累计还保持了正增长。不过临近年末回忆 2018 年末的抢出口效应，我们对后期进出口的形势也是不太乐观，外需方面目前全球主要经济体经济增长动能趋势性走弱，加上美国针对中国的贸易歧视，对出口难免造成负面影响。内需方面，今年经济下行压力较大，总需求会有一定程度的下滑，进口增长压力也较大。整体来说这些基本面与政策面的影响偏负面，结合基数影响 2019 年进出口增速还有一定的回落压力。

图 19：进出口同比

图 20：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

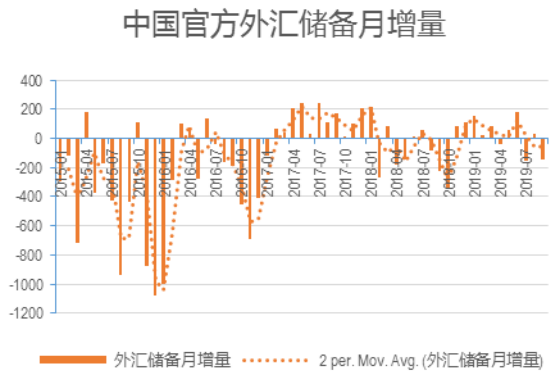
外汇储备平稳，央行停止增持黄金。中国 10 月外汇储备 31051.6 亿美元，较上月上升 127.6 亿美元。10 月美元指数下跌、主要国家债券价格回落等因素综合作用，外汇储备规模上升。目前我国外储稳定在 3 万亿美元上方。10 月末黄金储备报 6264 万盎司，环比持平，结束了为期 10 个月的黄金储备增持，2018 年 12 月至 2019 年 9 月我国央行累计增持 340 万盎司黄金。

10 至 11 月份人民币兑美元中间价小幅升值，外汇贬值压力缓解。10 月末央行外汇占款 212347.97 亿元人民币，环比减少 5.9 亿元，为连续第 15 个月下跌。外汇占款进一步下滑。外汇占款规模趋于稳定。

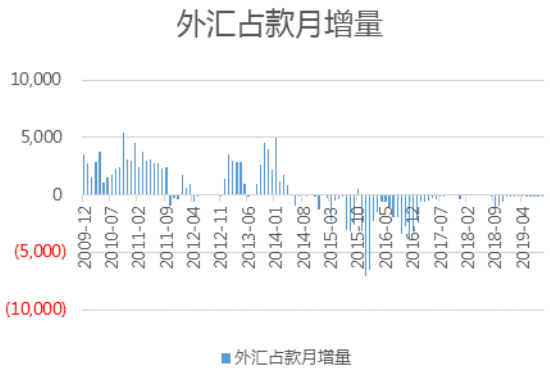
2019 年 1-10 月，银行累计结汇 104595 亿元人民币，累计售汇 108199 亿元人民币，累计结售汇逆差 3603 亿元人民币；按美元计值，银行累计结汇 15209 亿美元，累计售汇 15735 亿美元，累计结售汇逆差 526 亿美元。

图 21：外汇储备

图 22：外汇占款



数据来源：Wind、国元期货



数据来源：Wind、国元期货

四、金融数据持稳略偏弱

目前的货币政策强调广义货币 M2 和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速相匹配，2019 年金融数据在年初小幅回升之后维持平稳，在经济下行期货币增速处于历史偏低水平已经成为常态。根据最新公布的 GDP 数据，2019 年三季度的名义 GDP 大约为 7.6%较二季度下降，也就是说目前的货币环境能够满足经济运行的需求，金融数据还有向下的空间。10 月 M2 余额 194.56 万亿元，同比增长 8.4%；社会融资规模存量 219.6 万亿元，同比增长 10.7%；人民币贷款余额 150.59 万亿元，同比增长 12.4%。整体来看，10 月份各方面的金融数据与 9 月份大体持平，略为偏弱符合“季末上冲、季出下行”的季节性特征。

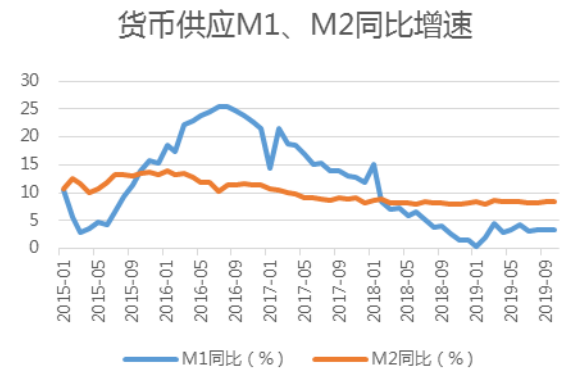
货币供应方面，货币环境没有发生重大变化，基本持稳。10 月末 M2 余额 194.56 万亿元，同比增长 8.4%增速与上月持平；M1 余额 55.81 万亿，同比增长 3.3%，较上月下降 0.1 个百分点；M0 余额 7.34 万亿，同比增长 4.7%，较上月上升 0.7 个百分点。10 月现金净回笼 734 亿元。2019 年以来在各方政策的扶持之下 M1M2

增速剪刀差小幅回升之后维持在偏低水平上，实体企业融资困难、资金压力大的情况得以改善但幅度有限。

目前我国的货币政策坚持以我为主的方向，在目前的经济环境下“稳增长、防风险、金融供给策改革”的重要性较高，货币政策基本稳定，在中国经济运行还是在合理区间时并不急于做出比较大的降准或量化宽松举措，但小幅度的市场调节与政策引导的空间也有。11 月 5 日央行下调中期借贷便利 5 个基点至 3.25%，这是央行 2016 年初以来首次下调 MLF 利率，意在通过 MLF 利率下调引导 LPR 利率下行，从而降低企业实际融资利率。

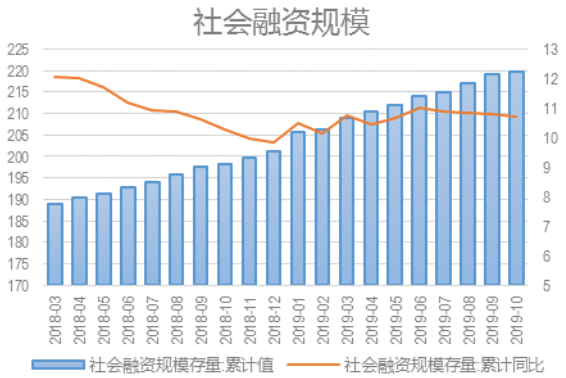
近期货币政策转向的概率不高，货币供应大幅上升的可能性不大。我们判断后期金融数据会在现有水平上小幅波动大体保持平稳，三季度的名义 GDP 增速大约为 7.6%，三季度货币增速应大致与其匹配。

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

社会融资方面，社融增速经历了 2017-2018 年的中长期下降之后止跌回升。央行从 2018 年 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，

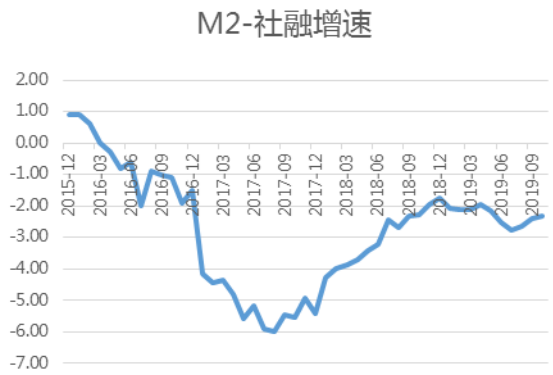
但由于传导机制存在时滞，直至2019年初才出现了社融单月回升，年初小幅回升之后维持平稳。

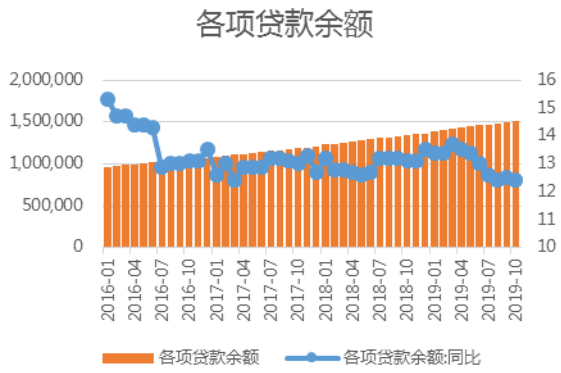
存量看10月末社会融资规模存量为219.6万亿元，同比增长10.7%，比上月小幅下降0.1个百分点。社融弱于9月一方面体现了季节性特征，另一方面地方债发行前置同比错位增速回落，票据融资降幅扩大。分项来看同比上升的有：实体经济人民币贷款149.13万亿元增12.5%、企业债券22.81万亿增14.2%、地方政府专项债9.41万亿元增29.6%、非金融企业境内股票7.26万亿增4.1%。同比下降的有：外币贷款折合人民币2.18万亿降9%、委托贷款11.67万亿降8.4%、信托贷款7.62万亿降3.4%、未贴现的银行承兑汇票3.18亿降14.5%。值得注意的是表外融资降幅继续趋缓，表外融资收缩对社融的影响逐步降低，信贷维持在高位，地方债增速放缓，社融整体平稳。从存量社融结构分析，社会融资的主体依然是贷款，占比67.9%。

略高于名义GDP增速的社融增速比较符合当前的政策形势，目前的名义GDP增速在7.6%左右，社融增速较其高3个百分点，后期如果名义GDP无法上行则社融还有下行空间，若货币政策过于宽松则不利于物价稳定。

图25：M2、社会融资剪刀差

图26：贷款余额同比增速





存贷款方面，存量看 10 月末人民币贷款余额 150.59 万亿元，同比增长 12.4%，增速比上月末和上年同期低 0.1 个和 0.7 个百分点。增量看 10 月新增人民币贷款 6613 亿，同比少增 357 亿元。由于下半年以来对于消费贷政策收紧，居民短期贷款新增 623 亿增幅较低，中长期贷款较为平稳。企业中长期贷款也较为平稳。10 月末人民币存款余额 190.97 万亿元，同比增长 8.2%，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。存贷款增速差持续维持较高水平。

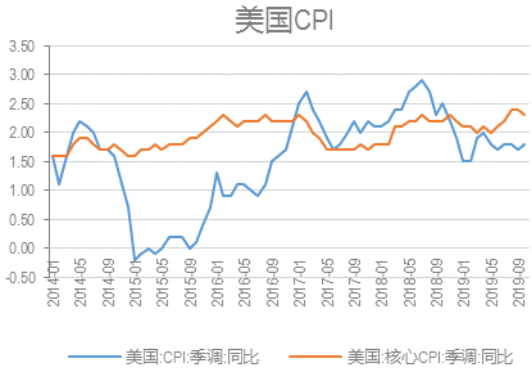
2019 年一季度的金融数据波动比较大，二、三开始逐渐在低位企稳，这几个月来波动都不大。四季度由于通胀压力较大，短期内货币政策难以更加宽松，不过由于 2019 年经济下行压力依然较大，稳增长的目标下货币政策大概率不会收紧。

五、美强欧弱趋势延续

2019 年下半年全球经济增速放缓的趋势逐渐明显，不过不同经济体之间有所分化。美国的经济数据的表现好于欧洲、英国、日本。不同经济体之间差异逐步扩大，全球经济增长的同步性降低。

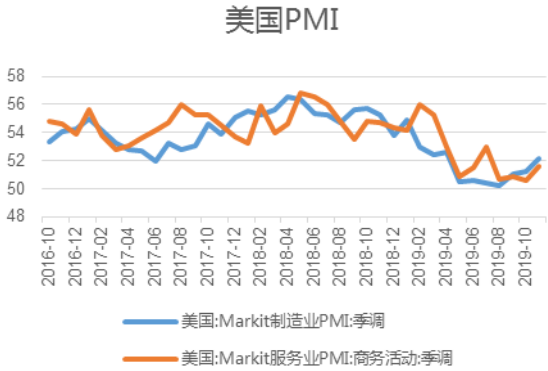
美国经济增长基础较为坚实。**美国经济数据下半年以来有一定程度的回稳，美元指数 11 月小幅上涨，美股创出历史新高。**美国 11 月美国 11 月 Markit 制造业初值 52.2，预期 51.5，前值 51.3。好于市场预期，2019 年美国经济下行期间 PMI 也没有跌破 50。

图 27：美国 CPI



数据来源：Wind、国元期货

图 28：美国 PMI



数据来源：Wind、国元期货

美国 10 月 CPI 同比增 1.7%，预期 1.7%，前值 1.7%。美国 10 月核心 CPI 同比升 2.3%，预期升 2.4%，前值升 2.4%。通胀指标大体与 9 月持平，为美联储近期不再降息提供了进一步支撑。

美国 10 月季调后非农就业人口增 12.8 万人，预期增 8.9 万人，前值由增 13.6 万修正为增 18 万；失业率为 3.6%；平均每小时工资环比升 0.2%，同比升 3%；就业参与率为 63.3%，为 2013 年 8 月以来的最高水平。意外强劲的美国就业报告降低了对美联储放松政策的预期，市场焦点转向制造业数据。

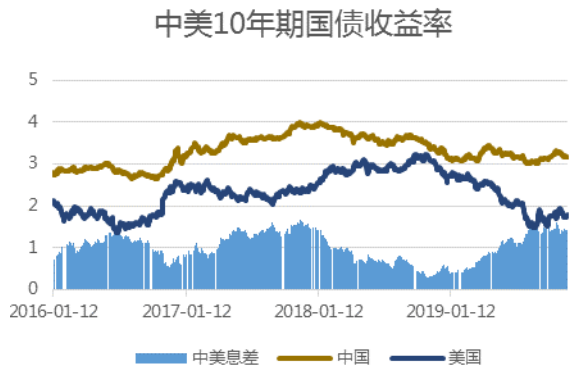
美联储面临“尽可能实现可持续性就业”与“稳定物价”的目标。目前由

于美国经济放缓，美联储已经在 7 月、9 月、11 月的会议上连续三次降息。市场预期美联储年内或暂停降息，明年是否继续降息则要看美国到时候的经济状况。

图 29：美元指数



图 30：中美息差

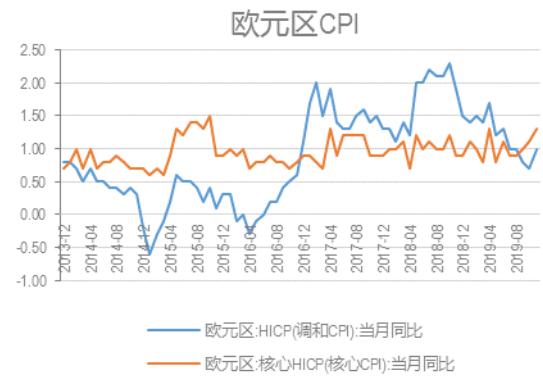


欧元区经济数据略有好转、整体依旧疲弱。欧元区的制造业今年以来持续衰退，几乎没有迹象表明经济很快能出现转机。制造业料将在今年拖累整个欧元区经济增速。欧元区 11 月制造业 PMI 初值为 46.6，好于预期，前值为 45.9。德国 11 月制造业 PMI 初值为 43.8，好于预期，前值为 42.1；法国 11 月制造业 PMI 初值为 51.6，好于预期，前值为 50.7；意大利 11 月制造业 PMI 为 48.6，不及预期，创新低。

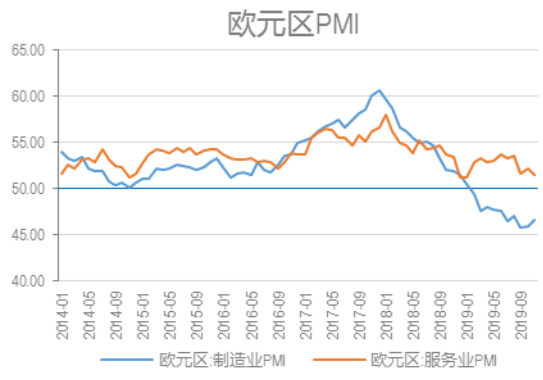
欧元区通胀处于低位，略有回升。欧元区 11 月 CPI 初值同比升 1%，好于预期，前值 0.7%。德国 11 月 CPI 初值同比升 1.1%，持平预期。法国 11 月 CPI 初值同比升 1%，符合预期。意大利 11 月 CPI 初值同比升 0.4%。

图 31：欧洲 CPI

图 32：欧洲 PMI



数据来源：Wind、国元期货



数据来源：Wind、国元期货

欧元区的问题在于经济增长的分化以及新移民带来的社会稳定问题，整体而言，德国、法国的经济增长尚属稳健，而一些南欧国家社会问题较多。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。欧元区 10 月失业率 7.5%，符合预期。

六、后期宏观趋势研判

现阶段宏观经济有一定的增长压力，主要压力来自于内部经济增长内生动力下降，部分压力来自于贸易摩擦带来的外部压力。市场预期 2019 年四季度中国经济增速预计为 6.0-6.1%，全年经济增速为 6.1-6.2%，大幅下行概率不高。

目前经济下行的压力主要体现在总需求不足，体现在 2019 年外贸、投资、消费增长放缓。从供应端来看，产出下滑趋势较明显，工业品价格下跌。同时从价格指标来看有通胀压力。

政策层面，政府出台了多方位的逆周期调节措施，信贷、货币、财政政策力度较大，起到了托底经济的作用，目前来看 2019 年逆周期调节政策的效果逐步显现。四季度外部压力短期内难有改善迹象，政策层面稳增长、稳就业的压

力较大，虽然大幅刺激、大水漫灌的可能性不大，结构性的政策调整、逆周期政策措施可以期待。

2019 年前三季度 GDP 同比增长 6.2%，一季度增长 6.4%，二季度增长 6.2%，三季度增长 6.0%。数据显示经济仍在触底的过程之中，国内经济长期下行趋势比较确定，短期内出现反转的可能性不大。四季度经济下行压力仍存，但下行空间或许有限。

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
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
大连分公司
地址: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
西安分公司
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
上海分公司
地址：上海浦东新区松林路 300 号 2002 室
电话：021-68400292
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
电话：0475-6380818
合肥营业部
地址：合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115906、0551-68115888
郑州营业部
地址：郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室
电话 ：0371-53386892/53386809
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
深圳营业部
地址：深圳市福田区园岭街道百花二路 48 号二层（深圳实验小学对面）
电话：0755-82891269
唐山营业部
地址：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
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
电话：0571-87686300
宝鸡营业部
地址：陕西省宝鸡市金台区陈仓园金九商务楼 9 层 920、921 室
电话：0917-3859933
电话：021-68400292