



太和智库
Taihe Institute

太和财经

太和智库
2018年11月刊



关注时代需要
FOCUS ON CONTEMPORARY NEEDS

地址：北京市朝阳区世贸国际中心A座2208
电话：010-84351977 网址：<http://www.taiheinstitute.org/>

目 录

| | |
|--------------------------------|-----------|
| 报告主要观点 | 1 |
| 一、中国经济运行评析 | 4 |
| (一) 宏观经济数据评述 | 4 |
| 1. 月度价格走势评述..... | 4 |
| 2. 月度制造业 PMI 评述..... | 4 |
| 3. 月度工业增加值评述..... | 5 |
| 4. 月度固定资产投资评述..... | 6 |
| 5. 月度社会消费总额评述..... | 7 |
| 6. 月度进出口评述..... | 8 |
| (二) 宏观经济数据走势分析与预测 | 9 |
| 1. 价格走势分析与预测..... | 9 |
| 2. 制造业 PMI 分析与预测..... | 12 |
| 3. 工业增加值分析与预测..... | 14 |
| 4. 月度固定资产投资分析与预测..... | 17 |
| 5. 社会消费总额分析与预测..... | 20 |
| 6. 进出口数据分析与预测..... | 24 |
| 二、中国金融数据点评 | 26 |
| (一) 中国金融数据评析 | 26 |
| (二) 中国货币及金融政策走势预判 | 30 |
| 三、全球金融市场走势预判 | 30 |

| | |
|-------------------|----|
| (一) 全球股票市场评析..... | 30 |
| (二) 全球债券市场评析..... | 30 |

报告主要观点

2018年10月，主要宏观经济与金融数据显示，国内供需两端已全面陷入持续低迷，而且通胀压力并未消除，经济复苏前景不太乐观。“宽货币”难以有效向“宽信用”转化，如仅依靠积极财政大搞基建，未来经济难寻亮眼突破口，需警惕中国经济发生“滞胀”。

具体来讲，CPI同比上涨2.5%，与上月持平。虽然环比增速有所下滑，但主要是因为上月的偶发因素导致的高环比基数。从同比来看，CPI运行中枢较前期有较大幅度上升，这不能再仅以自然灾害等短期因素加以解释。此前曾提出贸易摩擦可能引发高通胀的观点正在逐步得以印证。PMI和工业增加值继续在低位徘徊，除了老生常谈的国内经济连续多月低迷不振、贸易摩擦导致进出口骤减，分项数据显示在制造业工业领域，已经形成供需两弱局面。持续多月的内、外需低迷情况，较为明显传导至生产端。原油价格虽然有所回调，但是主要原材料价格仍处于高位。这使得上游企业工业增加值小幅回升，而PMI出厂价格回落幅度颇为明显，说明中下游利润被进一步挤压。在终端需求方面，10月，消费数据同比增速大幅回落，减税、促进进口等政策效果尚不明显，预判在未来或不能收到预期效果。其深层原因是“国家投资”对“大众消费”的挤压，严重压制了居民消费潜力。生产和需求同步萎缩，以及银行信用收缩，导致社会融资规模再度大幅

度回落，宽松货币政策下社融规模却严重缩水，未来需警惕中国经济陷入类似“流动性陷阱”的尴尬局面。

本月对中国经济、金融数据展望如下：价格方面，受贸易摩擦持续影响，食品与非食品价格均存在继续上涨压力，但由于需求低迷，价格上涨空间暂时相对有限，价格指数或将保持高位徘徊，短期内难有大幅上涨。PMI 指数再度回落，已接近荣枯线，工业增加值亦在低位徘徊，由于目前供需两弱局面尚未出现扭转，而基建刺激效果仍有待观察，因此，短期内投资和工业增加值数据难见明显好转。从内需来看，高杠杆仍然是压力所在。企业、居民部门均面临较大还本付息压力，“国家投资”挤占“居民消费”和“民间投资”的挤出效应明显。在高杠杆、高信用风险情况下，银行风险偏好收缩，从资金供给侧限制了社融扩张，进而进一步限制了社会需求增长，居民消费数据和工业数据大概率仍会在低位徘徊。10 月末推出的 CRMW 等民企融资支持工具，目前总体规模仍然较小，能否有效改善宏观社融数据，仍有待观察。从外需来看，中美贸易摩擦已导致进出口数据多月显著持续下滑，预计在 11 月举行的 G20 峰会上，中美或将迎来缓和贸易摩擦的重要契机。

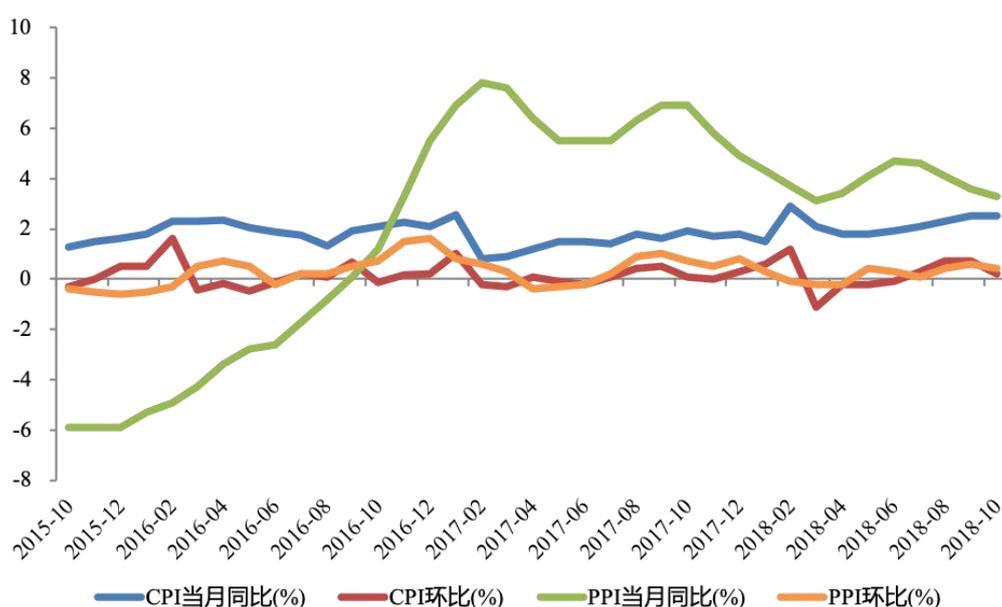
结合对全球经济基本面和货币政策的分析，对全球金融市场走势判断如下：考虑到美联储加息、缩表和 market 对于经济增长的担忧，以及随着财政刺激效果衰减、货币政策环境趋紧、贸易摩

擦影响逐步显现，美国经济增速预计不可持续，美股在中长期内大概率会呈现震荡或者阴跌走势。中国股市方面，考虑到全社会债务压力、各方面需求乏力、社会融资疲软等情况，未来中国经济下行压力持续增大。因此，虽然政府部门采取了一系列措施，但是在全球股市低迷、全球经济增长放缓和贸易摩擦持续背景下，就中长期基本面来看，中国股市暂时没有牛市的基础，本轮反弹难以长期持续。同时，考虑到当前金融资源有限、货币政策大水漫灌的可能性不大，未来投资机会集中于低风险资产，比如利率债，而交易机会集中于被“错杀”的强基础高溢价的低等级信用债。

一、中国经济运行评析

(一) 宏观经济数据评述

1. 月度价格走势评述。10月，CPI同比上涨2.5%，与上月持平；环比上涨0.2%，较上月大幅减少0.5个百分点。PPI同比上涨3.3%，较上月减少0.3个百分点，连续4个月回落；环比上涨0.4%，较上月小幅减少0.2个百分点。短期来看通胀压力仍然可控。

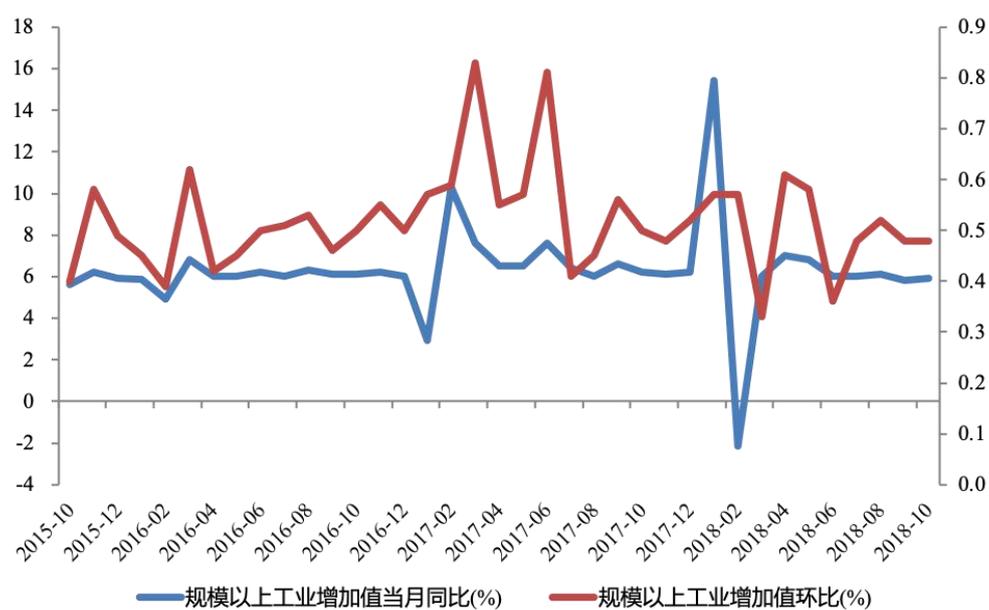


2. 月度制造业 PMI 评述。10月，制造业 PMI 数据为 50.2%，比上月回落 0.6 个百分点，低于预期值 50.6%。从分项数据看，生产指数为 52.0%，较上月回落 1 个百分点；新订单指数为 50.8%，比上月回落 1.2 个百分点；原材料库存指数为 47.2%，低于上月 0.6 个百分点；从业人员指数为 48.1%，回落 0.2 个百分点；原材料购进价格指数为 59.8%，较上月回落 1.8 个百分点。非制造业商务活动指数为 53.9%，较上月回落 1 个百分点；中国综合 PMI

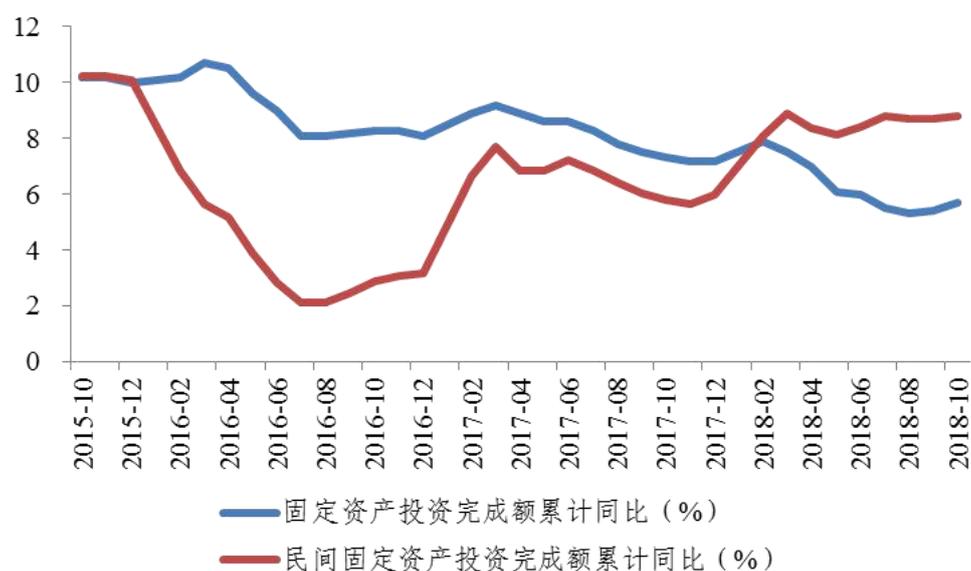
产出指数为 53.1%，回落幅度为 1 个百分点。

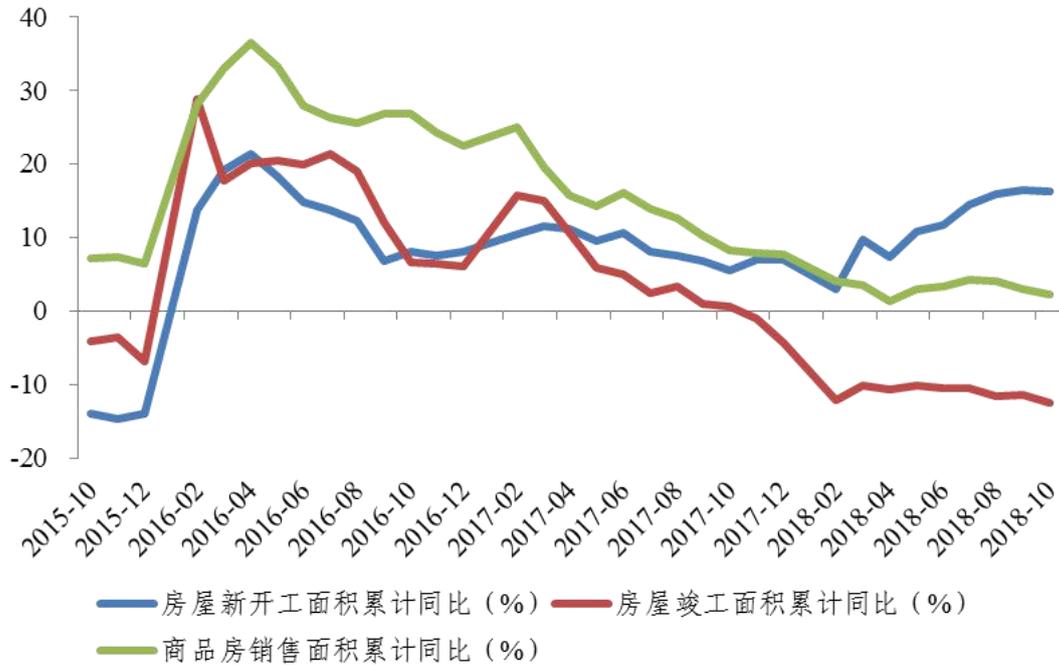


3.月度工业增加值评述。10月，规模以上工业增加值同比实际增长 5.9%，较上月小幅回升 0.1 个百分点，较去年同期下降 0.3 个百分点。从环比看，规模以上工业增加值比上月增长 0.48 个百分点，增速与上月持平。1-10月，规模以上工业增加值同比增长 6.4%，增速与 1-9 月持平。

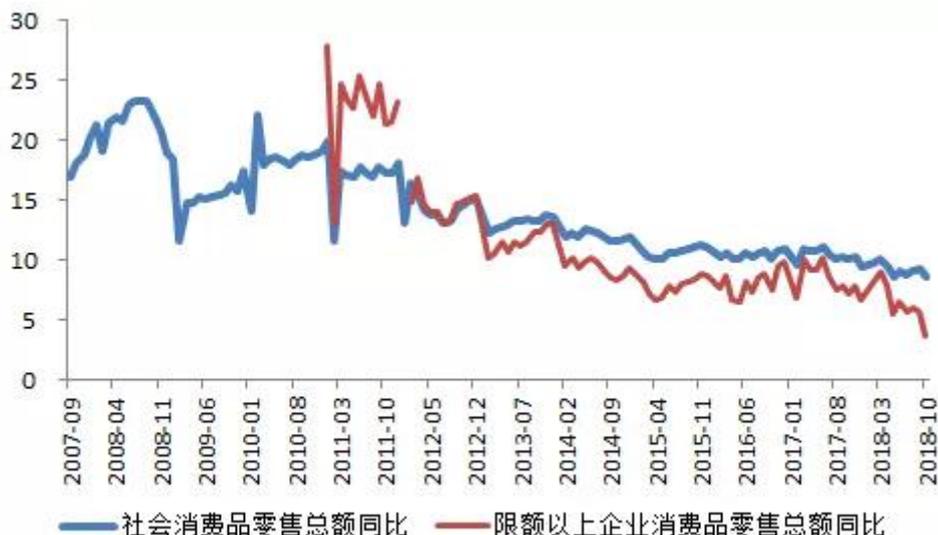


4.月度固定资产投资评述。1-10月，固定资产投资54.76万亿元，累计同比增长5.7%，增速比1-9月小幅回升0.3个百分点，低于去年同期1.6个百分点。1-10月，民间固定资产投资34.13万亿元，累计同比增长8.8%，增速较1-9月提升0.1个百分点。1-10月，房地产开发投资9.93万亿元，累计同比增长9.7%，增速较1-9月回落0.2个百分点。

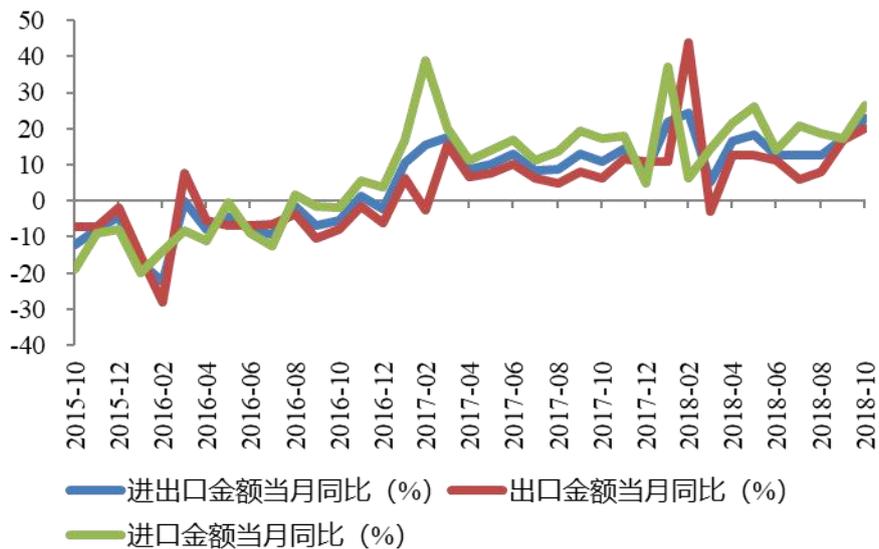




5.月度社会消费总额评述。10月，社会消费品零售总额3.55万亿元，同比名义增长8.6%，增速较上月回落0.6个百分点，低于去年同期1.4个百分点。其中，限额以上企业消费品零售额同比增长3.6%，增速较上月回落2.0个百分点。从环比看，季度调整后的10月社会消费品零售总额环比增长0.64%，比上月提高0.08个百分点。1-10月，社会消费品零售总额同比增长9.2%，比1-9月小幅回落0.1个百分点。



6.月度进出口评述。10月，进出口总额为2.75万亿元，同比增长22.9%，前值为17.2%。其中，出口总额为1.49万亿元，同比增长20.1%，前值16.9%；进口总额为1.26万亿元，同比增长26.3%，前值17.5%；贸易顺差2336.3亿元，前值为顺差2103亿元。以美元计，进出口总额为4005.5亿美元，同比增长18.2%，前值14.4%。其中，出口总额为2172.8亿美元，同比增长15.6%，前值14.4%；进口总额为1832.7亿美元，同比增长21.4%，前值14.5%；贸易顺差340.2亿美元，前值为顺差312.8亿美元。



（二）宏观经济数据走势分析与预测

1.价格走势分析与预测。食品价格环比回落是拉低10月CPI环比增速的主要原因，交通和通信等非食品价格小幅走高则使CPI同比仍维持在较高水平。10月，CPI环比上涨0.2%，较上月大幅回落0.5个百分点。其中，食品价格下降0.3%，前值为上涨2.4%；非食品价格上涨0.3%，与上月持平。食品价格尤其是猪肉和鲜菜价格环比涨幅大幅收窄，是影响CPI环比增速回落的主要原因。上月，受夏秋换季和山东水灾等因素影响，鲜菜等价格环比大幅上涨。10月，食品烟酒价格环比下降0.1%。其中，鲜菜价格下降3.5%，蛋类价格下降3.3%，水产品价格下降0.9%，分别影响CPI下降约0.1、0.02、0.02个百分点。畜肉类价格上涨1.0%。其中，猪肉价格上涨1.0%，较上月继续大幅收窄2.7个百分点。南北方猪肉价格差异较大，北方尤其是东北和华北等地受非洲猪瘟疫情影响，猪肉市场较为冷淡，打压价格下跌，南方地区则继续震荡上涨。衣着、交通和通信价格环比涨幅明显，主要受10月1日、20日油价上调及“十一”假期出行大幅增长影响，交通和通信环比上涨0.6%，较上月增长0.3个百分点，其中，交通工具所用燃料价格环比大幅上涨4.2%，同比上涨22%，是拉动CPI上涨的主要因素。

从同比看，10月，食品价格上涨3.3%，较上月下降0.3个百分点，非食品价格上涨2.4%，较上月提高0.2个百分点。其中，食品烟酒价格同比上涨2.9%，较上月小幅回落0.1个百分点。鲜

菜、鲜果、禽肉类同比涨幅较上月均有所下降。畜肉类价格上涨0.4%，猪肉价格下降1.3%，影响CPI下降约0.03个百分点，降幅继续收窄。从同比看，猪肉价格降幅收窄趋势不变，表明非洲猪瘟疫情对全国范围内猪肉供给及价格带来一定压力。非食品项中，受油价上涨和“十一”假期影响，交通和通信、其他用品和服务类价格同比涨幅增长明显，是拉动CPI维持在较高位的主要因素。

PPI 同比增幅继续下滑，环比增速回落，石油价格上涨带来的相关产业出厂价格上涨是 PPI 维持高位的直接原因。10月，PPI 同比上涨3.3%，增速较上月回落0.3个百分点，且已连续4个月增速下滑，降至今年以来的次低值；环比上涨0.4%，较上月小幅回落0.2个百分点。其中，生产资料出厂价格同比上涨4.2%，较上月下滑0.4个百分点，生活资料同比上涨0.7%，继连续5个月增速上涨后出现回落，环比价格不变。生产资料除采掘业外，原材料、加工工业价格上涨幅度均回落。分细项看，除石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业等采矿业有较明显涨幅外，其他绝大部分制造业行业出厂价格指数环比和同比均出现不同程度的回落。其中，受国际石油价格上涨影响，石油和天然气开采业环比增长6.3%，同比增长41.2%，较上月分别提高2.5和1.6个百分点，黑色金属矿采选业同比增长2.7%，较上月提高3.9个百分点。石油相关产业成为支撑PPI的

主要动力。生活资料方面，衣着价格涨幅同比小幅提高，与 CPI 衣着价格上涨相对应。

总体来看，10 月，CPI 和 PPI 上涨均受到油价上涨影响。CPI 环比增速回落，主要是因为上个月受自然灾害和气候影响所导致的鲜菜、鲜果等价格大幅上涨的效应消退，且猪肉价格受北方非洲猪瘟疫情影响价格受到打压。从同比来看，CPI 增速与上月持平，仍维持在 2.5% 的较高水平，这主要是由于 10 月通信价格和油价上调带来的交通价格大幅上涨所致。未来，中短期内通胀仍不必过于担忧，目前 CPI 增速主要波动来自于鲜菜、猪肉等短期因素，非食品项及核心 CPI 仍维持在前期水平，考虑到国内需求疲软，短期内 CPI 显著上涨可能性不大。尽管猪瘟疫情未来或对猪肉供给和价格带来压力，但整体来看 CPI 趋势性上涨空间不大，温和可控。

PPI 趋势性下滑与国内生产和需求双重疲软相关，数据显示除与石油相关的采掘业外，绝大部分产业出厂价格指数增速均回落。值得注意的是，10 月，生活资料出厂价格同比和环比增速均出现回落，尤其是汽车制造业等行业出厂价格环比和同比均为负增长，需求疲软完全暴露。目前 PPI 上涨主要以石油价格上涨为支柱，尽管近期政策对民营企业扶持力度显著加大，但在当前经济疲态下预计短期内对企业的生产拉动作用有限。考虑到去年同期高基数、需求疲软难见复苏、政策性因素尚待观察，预计 PPI 未来大概率在当前低位徘徊。

2.制造业 PMI 分析与预测。制造业 PMI 不及预期，主要分项指标全面回落。10 月，PMI 数据仍维持区间下行走势，且下行幅度低于预期 0.4 个百分点，录得 50.2%，创下年内新低。内需方面，新订单指数为 50.8%，较上月下降 1 个百分点，连续四个月回落。结合库存情况来看，虽然产成品库存在本月下降 0.3 个百分点，但新订单大幅下滑使得其与产成品库存的差值继续缩小，反映了经济动能减速下内需的持续疲弱。从外需来看，受 9 月美国第二轮加收关税政策正式落地影响，新出口订单指数环比下降 1.1 个百分点，延续了自今年 5 月起的连续下滑趋势。在生产领域，生产指数为 50.2%，较上月回落 0.6 个百分点，采购量指数录得 51.0%，较上月回落 0.5 个百分点。往期报告中，曾强调制造业内、外需不振的情况。就这个月数据表现来看，需求端疲软已呈现出向生产端传导的态势。自 8 月以来，生产指数和采购量指数均连续 3 个月回落。从价格角度看，受国际原油价格上涨影响，10 月，主要原材料购进价格结束上涨趋势，环比回落 1.8 个百分点，录得 58.0%，出厂价格指数为 52.0%，环比回落 2.3 个百分点。虽然 10 月原材料购进价格上涨趋势扭转，但仍持续处于高位，表明工业品价格上涨压力依然严峻。同时，出厂价格大幅回落表明中下游行业利润空间持续承压。值得注意的是，原材料库存指数不断下滑，目前已接近产成品库存指数，原材料库存持续回落表明企业被动补库存现象可能已接近尾声，未来企业生产将面临更为不利的局面。

分企业规模看，大型企业 PMI 有所回落但高于制造业整体水平，中小企业 PMI 双双回落至荣枯线以下。10 月，大型企业 PMI 为 51.6%，较上月回落 0.5 个百分点；中型企业 PMI 为 47.7%，环比下降 1 个百分点；小型企业 PMI 为 49.8%，下降 0.6 个百分点。与大型企业相比，中小型企业下行压力显然更大。

非制造业商务活动指数为 53.9%，较上月回落 0.5 个百分点。主要分项指数中，除业务活动预期指数外，均发生不同程度回落。商务活动指数和新订单指数分别下降 1 个百分点和 0.9 个百分点，回落幅度较大，而业务活动预期自上月大幅下降 1.3 个百分点后，本月有所反弹，录得 60.6%，环比回升 0.5 个百分点。全国综合 PMI 产出指数为 53.1%，较上月回落 1 个百分点。

制造业 PMI 数据虽仍运行在景气区间，但已创出年内新低，离荣枯线仅一步之遥。PMI 超预期回落，虽部分受“十一”长假影响，但相较于去年 10 月，PMI 同比也下降了 1.4 个百分点，季节性因素并不能掩盖经济运行中的问题。在供需方面，内需持续疲软以及贸易摩擦对外需不断施压使得需求端整体表现低迷，其向生产端传递也已明显表现出来，即新订单指数与生产指数数月来持续下滑。在价格方面，之前对 PMI 起到支撑作用的原材料购进价格指数，也随着国际原油价格下跌而有所回落，加剧了本月 PMI 下滑局面。而随着环保限产的放松，原材料多头将会离场，预期原材料价格将进一步下降。然而，原材料价格小幅回落并没有减轻中下游企业所面临的成本压力。此外，由于需求端

疲软，10月，出厂价格下滑高达2.3个百分点，原材料价格与出厂价格差额扩大至6个百分点，中下游企业利润空间被进一步压缩。

尽管上游工业景气度和建筑业景气度提升表明基建发力对经济起到一定的提振作用，但面对当前经济下行的压力，仅仅依靠财政金融手段以及基建投资刺激的作用是十分有限的，必须诉诸于制度创新以寻求新的增长点。10月31日，中央政治局会议对我国当前经济形势给出了“稳字当头”、做好“六稳”工作的判断。在基建方面，提出了坚持“既不过度依赖投资也不能不要投资、防止大起大落”的原则。因此，维“稳”的政策思路意味着未来基建投资仍然会继续加大。然而，正如此前分析，不能对基建投资政策导致经济长远复苏的结果盲目乐观。

3.工业增加值分析与预测。工业增加值小幅回升，但仍在低位徘徊。分三大门类看，采矿业和制造业增加值小幅回升，电力、热力、燃气及水生产和供应业大幅回落，拉低工业增加值增速。10月，工业增加值同比增长5.9%，较上月小幅回升0.1个百分点，但仍创下年内次低值，且连续两个月跌破6%，连续5个月徘徊在6%左右的低位，保持低迷态势。分三大门类看，部分受石油价格上涨影响，采矿业相对扩张，增加值同比增长3.8%，增速较上月提高1.6个百分点；制造业增加值同比增长6.1%，较上月提高0.4个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长6.8%，增速回落4.2个百分点。

分经济类型看，国有企业增加值持续下滑，外资企业增加值仍旧低迷，股份制企业工业增加值的贡献增强。10月，国有控股企业增加值同比增长4.6%，增速较上月回落1个百分点，且降至2016年11月以来的低位；集体企业增加值减少3.6%，外商及港澳台投资企业增长3.9%，较上月回升0.7个百分点，但仍为2016年6月以来的次低值，增速下滑趋势暂未得到实质性改善；股份制企业增加值增长6.7%，增速较上月提高0.4个百分点，高于去年同期0.6个百分点。在国有企业、外商及港澳台投资企业增加值增速整体放缓趋势下，股份制企业增加值增速保持加快趋势，与近期制造业投资加快及其对增加值的影响有关，成为工业增加值增长的主要拉动力。

分行业看，41个大类行业中有37个行业增加值保持同比增长，其中上游行业增加值及产品产量增长明显，制造业产业增加值涨跌互现，部分高新技术产业同比增长加快。10月，国际石油价格上涨、基建投资回暖以及环保限产阶段性放松等因素拉动石油、钢材、水泥等产业增加值同比增长明显。其中，原煤、原油、钢材、水泥等原材料产品产量同比分别增长8%、0.3%、11.5%、13.1%，增速较上月加快2.8、2.7、1.7、9.1个百分点。制造业产业增加值涨跌互现，汽车制造业回落仍是拖累工业增加值的重要因素。其中铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，电气机械和器材制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业，通用设备制造业增加值分别增长5%、6.8%、14.6%、6.8%，增速较

上月分别加快 2.6、1.6、2、0.7 个百分点。汽车制造业增加值则在连续几个月下滑后由正转负，同比回落 0.7 个百分点，汽车产量同比回落 9.2 个百分点。需求疲软下汽车消费连续负增长已传导至生产端，拉低汽车制造业生产开始走弱，甚至转为负增长。需求疲软传导到生产端正是拖累工业增加值的重要因素。

分地区看，东部地区和东北地区工业增加值增速同比小幅回升，西部和中部地区增加值增速回落。10 月，东部地区工业增加值同比增长 5.5%，较上月提高 0.7 个百分点；东北地区增加值同比增长 6.1%，较上月提高 1.4 个百分点；中部地区同比增长 6.0%，较上月回落 1 个百分点，降至年内低位；西部地区同比增长 6.7%，较上月回落 0.7 个百分点。

工业增加值同比增速小幅回升 0.1 个百分点，但仍为 2016 年 3 月以来的次低值，且自今年下半年以来始终徘徊在 6% 左右的低位，难见改善，年初工业增加值“虚高”下企业生产疲软已完全显露，再次“打脸”所谓“新周期”论调。值得注意的是，与 10 月固定资产投资中基建投资增长发力相对应，工业增加值中原油、钢材、水泥等上游行业产品产量有显著增长，是拉动工业增加值增长的重要动力，但基建投资回暖具有短期性，对工业增加值增长难有持续性利好。同时，主要制造业行业增加值涨跌互现，汽车制造业、医药制造业、专用设备制造业等行业同比增速均回落，尤其是汽车制造业同比首次出现负增长，需求疲软已完全传导至生产端，给工业增加值低迷带来严重影响。考虑到

10月制造业PMI生产和需求等主要指标均回落，企业短期和中长期贷款、居民中长期贷款等金融数据持续低迷，各经济主体的生产和需求短期内难见起色。在外资企业受外部环境影响不确定性增加、国有企业增加值增长乏力等多种因素下，若没有减税等财政的实质性宽松政策和改革，工业增加值在短期内也将难有改善。

4.月度固定资产投资分析与预测。制造业投资增长强劲，持续拉动固定资产投资增长，基建投资实现年内首次回升。1-10月，全国固定资产投资累计同比增长5.7%，较1-9月小幅回升0.3个百分点。虽然10月固定资产投资增速一改1-9月阶梯式下行趋势，但整体仍处于低位，并没有突破5%-6%的区间。分产业看，第一产业投资同比增长13.4%，增速较1-9月提高1.7个百分点；第二产业投资累计同比增长5.8%，增速较1-9月提高0.6个百分点，涨幅有所减缓；第三产业投资累计同比增长5.4%，较1-9月提高0.1个百分点，涨幅加大。在第二产业中，部分受环保限产政策放松以及季节性因素影响，采矿业投资同比增长9.4%，增速较1-9月大幅提高3.2个百分点；制造业投资增长9.1%，增速较上月提高0.4个百分点，较去年同期大幅提高5个百分点，创下2015年8月以来的最高点。因此，制造业持续强劲表明其仍然是第二产业以及固定资产投资增长的主要动力。从细分行业看，医药制造业，专用设备制造业，电气机械和器材制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业等行业同比增速均有较明显提

高，同比分别增长 1.9%、15.8%、11.6%、19.5%，分别较 1-9 月提高 0.4、1.9、2、1.2 个百分点。高新技术制造业投资增长 16.1%，较 1-9 月增速提高 1.2 个百分点，且高于全部制造业投资增速 7 个百分点，成为助推制造业持续走高的关键动力。

在第三产业中，基础设施投资同比增长 3.7%，增速较 1-9 月提高 0.4 个百分点，实现了今年以来的首次回升。其中公共设施管理业、道路运输业投资增速略有提升，水利管理业、铁路运输业投资降幅进一步收窄。值得注意的是，随着调基建补短板政策力度不断加大，基建投资逐步企稳，后续仍有稳步回升的空间。

内资及港澳台投资持续疲软，外商投资增速继续提高。1-10 月，内资企业投资同比增长 6.1%，增速较 1-9 月小幅回升 0.3 个百分点；港澳台商投资下降 6.8%，降幅进一步扩大 0.8 个百分点；外商投资增长 6.1%，增速提高 1.4 个百分点，涨幅扩大 0.3 个百分点。需求低迷环境下，内资企业投资增长乏力与同期企业中长期贷款走弱的数据互相印证，而外商企业直接投资力度加大和国际贸易环境不确定性增加有关。

分地区看，东部地区投资同比增长 5.8%，增速与 1-9 月的累计数据增速持平；中部地区投资增长 9.6%，增速提高 0.4 个百分点；西部地区投资增长 3.2%，增速提高 0.9 个百分点；东北地区投资增长 0.9%，增速较 1-9 月回落 0.8 个百分点。

房地产开发投资小幅回落，销售情况下滑明显。1-10 月，全国房地产开发投资同比增长 9.7%，增速较 1-9 月下降 0.2 个百分

点,连续4个月呈现回落态势。其中,房屋新开工面积增长16.3%,增速回落0.1个百分点;房屋竣工面积下降12.5%,降幅扩大1.1个百分点。企业土地购置面积同比增长15.3%,较1-9月回落0.4个百分点,为今年4月份以来的首次下滑。土地成交价款增长20.6%,降幅进一步扩大,较1-9月回落2.1个百分点。从房地产开发投资和土地成交相关数据可以发现,尽管当前房地产增速仍然高于预期,但是企业拿地、开发的意愿已经持续走弱,预计未来房地产投资将稳步下行。

商品房销售和待售面积进一步走弱。1-10月,商品房销售面积同比增长2.2%,增速较1-9月回落0.7个百分点;商品房销售额同比增长12.5%,增速回落0.8个百分点,商品房销售“价量齐跌”局面持续显现。1-10月,房地产开发企业到位资金同比增长7.7%,增速较1-9月回落0.1个百分点。10月,国房景气指数为101.94,比上月回落0.05点,且降幅较上月扩大0.04个百分点。

1-10月,固定资产投资累计同比较1-9月小幅回升0.3个百分点,一改逐渐下滑趋势,但仍在5%-6%区间徘徊。第二产业投资,尤其是制造业投资持续增长仍旧是固定资产投资增长的主要动力,而其中高新技术和装备制造业增长显著,成为推动制造业持续增长的关键动力。值得注意的是,10月,基建投资企稳回升,实现年内的首次增长,一定程度上支撑了10月固定资产投资增速。事实上,短期内固定资产投资能否持续走强取决于积

极财政政策的力度、信用渠道的畅通和对非标融资监管的力度。

1-10月，房地产开发投资同比增速进一步回落。施工面积、开工面积以及销售面积等房地产数据同比增速全面回落再次印证了之前关于房地产投资逐步降温是必然趋势的判断。在政府高压调控、刚性需求提前透支等因素的作用下，9-10月，房地产销量不涨反跌，充分反映市场预期已经发生转变，“金九银十”的传统房地产销售旺季已风光不再。与此同时10月居民新增信贷、中长期贷款等金融数据全面下滑表明，居民购房需求已从峰值回落，共同拉低中长期贷款，宏观经济转型过程中“宽货币”仍难转化为“宽信用”。因此，在上述多重因素作用下，房地产销售端持续走低已经传递到投资和开发端，预计未来房地产开发投资仍将持续回落。

5.社会消费总额分析与预测。消费同比增速出现较大幅度回落，创下近五个月同比新低。10月，社会消费品零售总额同比增长8.6%，增速比上月下降0.6个百分点，且低于去年同期1.4个百分点，创近五个月社零同比增长新低。其中，城镇消费品零售额同比增长8.4%，较上月回落0.6个百分点；乡村消费品零售额同比增长9.7%，较上月回落0.8个百分点。

从消费类型看，大部分商品零售额同比增速有不同程度回落。10月，受今年中秋假期前移影响，基本生活品增速普降，其中粮油、食品类同比增长7.7%，增速较上月回落5.9个百分点；日用品同比增长为10.2%，较上月回落7.2个百分点；服装类商品

同比增长 4.7%，较上月增速回落 4.3 个百分点。

升级类商品以及服务类商品消费中，大多数商品类别增速亦发生不同程度回落。在主要商品中，石油及制品类增速下降 2.1 个百分点；家电和音像器材增速微降 0.9 个百分点；汽车类零售额同比连续六个月发生下滑，但 10 月下滑幅度较上月缩小 0.7 个百分点。从价格方面来看，10 月 CPI 录得 2.5%，较去年同期上升 0.6 个百分点，价格涨幅较为明显。商品价格明显上扬，反映了 10 月消费额下降主要由数量推动，而非价格推动。

1-10 月，全国网上零售额 7.05 万亿元，同比增长 25.5%，增速较 1-9 月回落 1.5 个百分点。其中，实物商品网上零售额增长 26.7%，较 1-9 月回落 1 个百分点，占社会消费品零售总额的比重为 17.5%，与 1-9 月的数据持平。

10 月，在近期 CPI 维持相对高位情况下，社会消费品零售总额同比增速却回落 0.6 个百分点。短期来看，消费增速同比下滑可用今年中秋假期前移、“双十一”消费活跃度高于去年引发的消费延迟等偶发性因素来解释。但是从长期来看，居民杠杆过高、偿债压力较大才是影响消费的主要表因。

第一，自 2017 年初以来，居民短期消费贷款在居民消费贷款中所占比重逐渐上升。与长期消费贷款主要用于住房、汽车类消费不同，短期消费贷款更多被用于居民日常用品消费。前一段，短期消费贷款增长一定程度上成为经济相对低迷时期消费数据的重要支撑点。然而，受经济景气度持续低迷以及金融系统风险

暴露加速影响，信用收缩对消费的影响逐渐开始显现，居民部门短期贷款支撑社会消费难以持续。

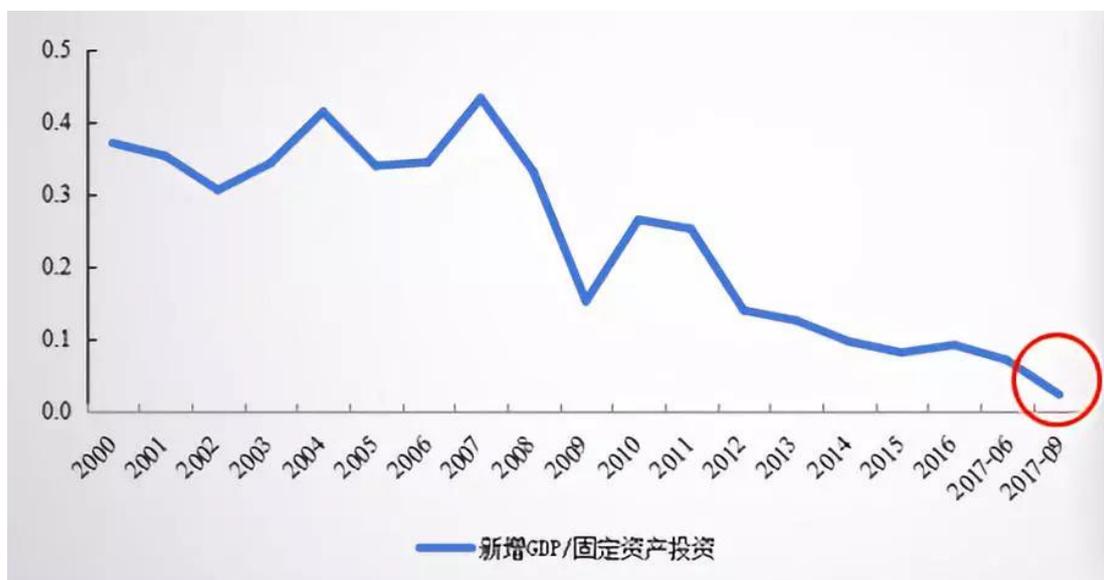
第二，目前中国居民部门杠杆率（居民债务/GDP）已经突破 50%，十年间蹿升幅度超过 30%，无论是规模还是增长速度均明显高于其他新兴市场国家。在居民未来收入增速有限的预期下，高杠杆所导致的一个重要恶果便是还本付息负担不断累积，而这一问题在经济低迷时还将被进一步放大。因此，结合目前低迷的经济数据，无论是短期消费贷款，还是以房贷为主的长期消费贷款，都会加剧居民部门债务负担，发生消费收缩和消费降级是大概率事件。

“大投资”对消费的挤压将长期存在。近年来我国出台了大量促进消费的政策，例如促进开放、增加进口、降低个税等政策。近期刚刚成功举办的首届中国国际进口博览会对消费升级、扩大高端消费需求有积极作用。不过，这些政策对刺激消费增长的效果并不好。

表面原因是居民杠杆高，不敢也没有能力消费，而深层次原因是“国家投资”对“大众消费”的挤压。我国经济高速发展 40 年，社会主要矛盾已经从“吃饱喝足”转向“美好生活”，消费的背后是对更优质产品、更好服务的追求。然而国内生产端并没有相应转型升级，难以提供城乡居民需要的优质产品，供给与需求不匹配。遗憾的是，在国内供给端转型滞后环境下，不但没有消费升级，甚至出现消费降级现象。转型缓慢的重要原因就是

“大投资”占据了绝大部分产能，而产能背后是大量的资金、人力的占用。这不但阻碍了结构转型，也抑制了收入水平提高，从“供需”两端挤压消费潜力。

可笑的是，虽然这些问题已如“和尚头顶的虱子”，但居然还有所谓的经济学家继续以“人均 GDP 低于发达国家”“国家赤字很低”等令人瞠目结舌的理由继续“忽悠”大搞基建。暂且不讨论上述理由是否成立，仅看“新增 GDP/固定资产投资”这一个数据就能再次“打脸”上述理由。



2016年中国每投资100元钱，带来的产出不足10元钱，而2017年中国每投资100元钱，带来的产出已不足3元钱。新增GDP连利息都不足以支付！投资边际收益下降速度仍在加快。在这样的背景下，中央财政赤字是最后一块“净土”，没有受到“高杠杆”的污染。如果中央财政进一步拉高赤字投资基建，等待中国经济的不是梦幻的“新周期”，而是陷入越投越死的“死循环”。

6.进出口数据分析与预测。进出口数据再度大幅高于预期，出口增长表现亮眼。以人民币计，10月，进出口总额同比增长22.9%，增速较上月提高5.7个百分点；出口总值同比增长20.1%，增速较上月提高3.2个百分点；进口总值同比增长26.3%，增速较上月大幅提高8.8个百分点。贸易顺差则相比于上月小幅扩大。在出口方面，10月份，美元/人民币汇率中枢有所上升，人民币仍位于贬值通道，尽管在突破7的关口前贬值速度有所减缓，但今年6月以来的人民币持续贬值对出口起到了关键性支撑作用。此外，人民币贬值也再次使以美元计的数据同比增长速度低于以人民币计的数据，10月，美元计进出口总额同比增长18.2%，低于人民币计价下的增速。在进口方面，大宗商品进口数量大幅增长，原油和铜进口数量别达到了31.5%和28.2%的同比增速，大豆和铁矿石更是由负转正，增速分别为18.1%和11.2%。然而，与进口数量大幅提升相比，10月，大宗商品进口金额提升缓慢，预计随着原油价格高位回落，未来进口的价格支撑作用将会逐渐走弱。

从出口目的地来看，对欧洲、日本出口同比增速均较上月小幅下滑，对新兴市场国家出口则展现出扩张态势。根据商务部近期出台的数据，1-10月，我国对美、欧、日出口累计同比增长分别为13.3%、12.0%、8.5%。受出口抢运影响，我国对美国出口在10月增速小幅提升，而对其他主要发达国家和地区则出现回落。而在非传统贸易伙伴中，1-10月，我国对印度、俄罗斯、巴

西等国出口增速有较大提升，累计同比数据分别为 16.0%、21.9%、13.0%，增速分别提升 0.9%、0.1%、0.3%。从市场结构来看，美、欧、日三大出口传统市场规模较大，三者相加占我国出口贸易总比重仍然维持在 41.5%左右。同时，新兴市场国家所占基数较小，印度及整个非洲在我国贸易中所占比例仅为美国的三成左右。因此，新兴市场的高增长尚不能显著改变我国外贸市场的国别结构。值得注意的是，10月，对香港和澳门地区出口增速显著提升，不过这里面存在企业绕道香港和澳门地区进行出口以减轻中美贸易摩擦冲击的可能。

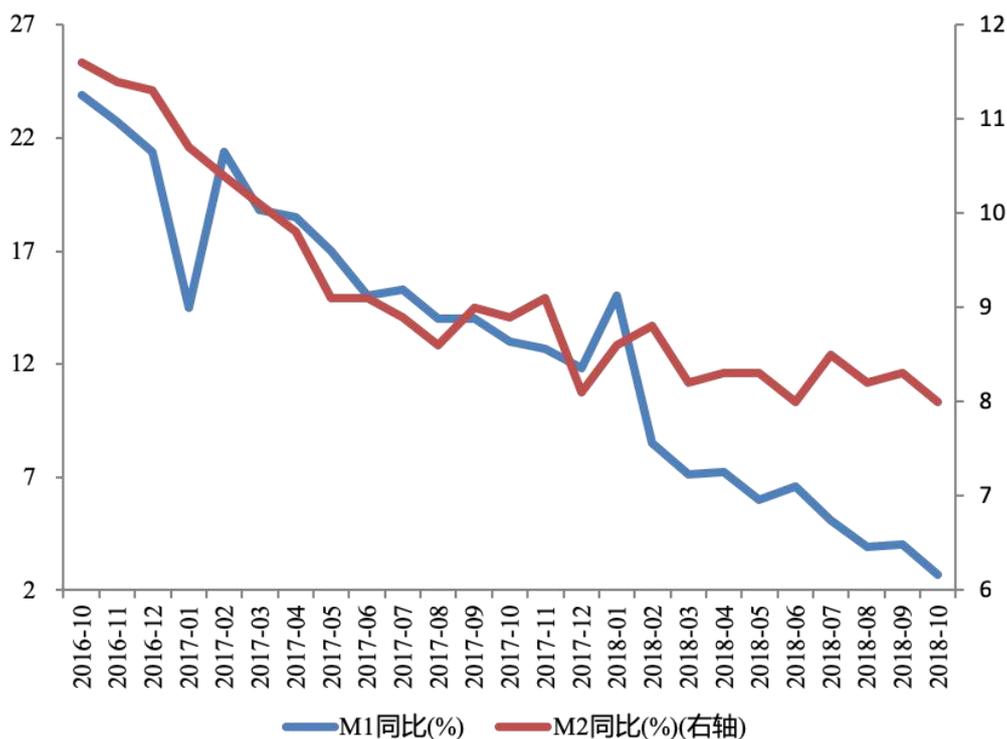
10月，进出口数据再度超预期，人民币持续贬值以及加税前抢运活动仍然是主要原因。特朗普政府9月18日宣布自9月末起对华价值2000亿美元商品加征10%关税，其税率将于明年1月提升至25%。因此，在明年1月前，抢运活动大概率仍会是短期内支撑对美贸易的重要因素。此外，10月，美元兑人民币汇率中枢小幅上升，进一步逼近7的大关，人民币持续贬值也在一定程度上抵消了贸易摩擦对出口的不利影响。而在进口方面，10月，进口数据增幅较大，究其原因，主要是由于环保限产政策的边际放松，导致国内钢材加工等重工业对原油、铁矿石等资源类产品需求增长幅度较大所导致的原材料进口增长，而非终端需求导致的消费品进口增长。虽然在短期内，上游工业产能释放能够带动资源进口，但由于下游需求相对较弱，上游产能终将为需求不足所抑制，在无法解决下游需求问题情况下，由产能释放

带动资源进口或难以持续。值得期待的是，我国正在积极寻找对冲中美贸易摩擦不利影响的替代方案。我国成功举办首届中国国际进口博览会，并宣布自 11 月起开始正式实行针对 1585 个税目商品的最惠国税率。此外，特朗普也有意在 11 月底举行的 G20 峰会上与中国就贸易摩擦问题达成新的协议，中美贸易摩擦或将迎来缓和的契机。然而，一方面，如之前分析，尽管对进口商品税收减免等政策会在一定程度上提振低迷的需求，但过高的居民杠杆率以及过度的国家投资刺激则会挤压公众消费，从而抑制需求。另一方面，随着时间推移，前期中美贸易摩擦所造成的“抢运”行为势必会影响到未来进出口的表现。另外，原油等大宗商品价格回落以及人民币汇率回升均会加深未来进出口的不确定性，预计四季度进出口持续高增长的情形难以维持。

二、中国金融数据点评

（一）中国金融数据评析

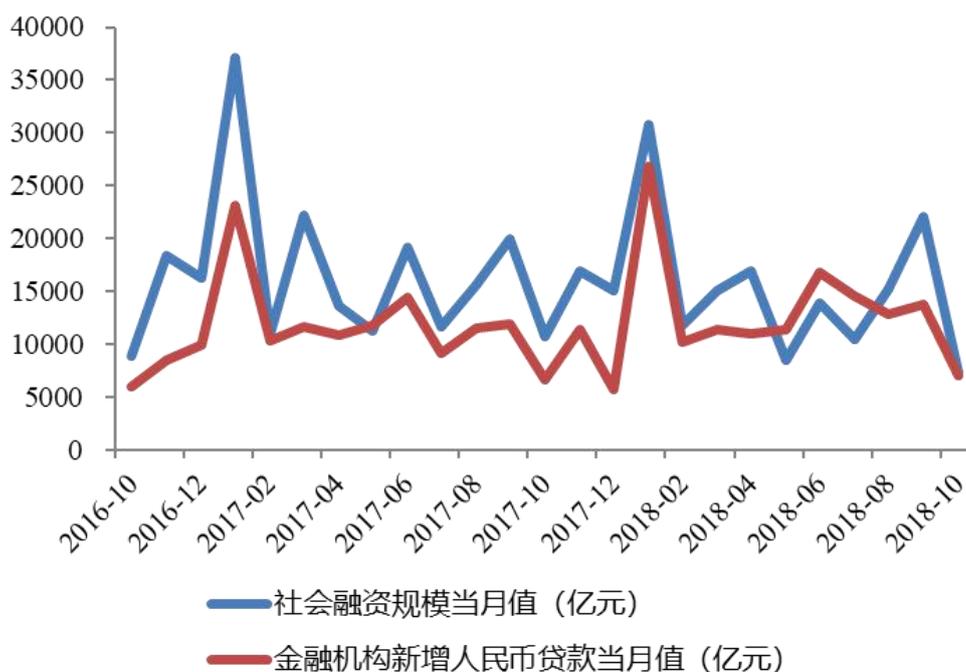
10 月，新增社会融资规模 7288 亿元，预期 1.3 万亿元，前值 2.21 万亿元；金融机构新增人民币贷款 6970 亿元，同比多增 338 亿元，预期 9045 亿元，前值 1.38 万亿元；M2 货币供应同比增长 8%，预期 8.4%，前值 8.3%；M1 货币供应量同比增长 2.7%，预期 4.2%，前值 4%。社融与信贷均远不及预期。



M1 同比增速历史次低，M2 同比增速历史新低，货币流速持续走低，派生能力低迷。具体数据看来，M2 余额同比增长 8%，较上月下降 0.3 个百分点，创有数据以来新低；M1 余额同比增长 2.7%，较上月降低 1.3 个百分点，创有数据以来次新低。从存款数据看，金融机构各项存款余额同比增长 8.1%，降至历史低位；新增人民币存款 3535 亿元，为年内次低值。其中，企业新增人民币存款 -6004 亿元，居民新增存款 -3347 亿元，新增财政存款 5296 亿元，新增非银行金融机构存款 5296 亿元。

M1 与 M2“反向剪刀差”反映出“货币活性”不足。受减税、企业经营、国际环境等多重因素影响，M1 增速降至历史新低。分析细项数据，一方面，新增存款持续减少，尤其是企业新增存款大幅减少，大幅拉低 M1 增速。另一方面，虽然居民与企业存款大幅走低有季节性因素影响，季初考核因素退潮拉低 M2 增速，

但观察 M1 与 M2“反向剪刀差”不断扩大，折射出企业生产经营与扩能生产双双走弱。需要注意到，在前期央行降准、续作 MLF 等方式扩大定向投放货币等操作下，M2 增速依旧回落至历史低位，进一步印证观点：“宽货币”于“宽信用”无补。M2 走低的表面原因在于企业和居民部门生产与需求疲软，融资意愿低迷，而本质原因在于经济主体预期现金流走弱，信用扩展本质受限，导致“宽货币”仍无法有效传导至“宽信用”，进而抑制货币派生能力，拉低 M2 增速。



社融“个位数增长”将成常态。短期看，表外融资继续收缩，以及新增人民币贷款季节性走低，是 10 月社融规模超预期回落的主要原因。10 月，新增社会融资规模 7288 亿元，较上月大幅减少 1.48 万亿元，且大幅低于去年同期 4716 亿元。其中，9 月新纳入社融口径的地方政府专项债券在 10 月高位回落，仅新增 868 亿元，环比大幅减少 6521 亿元，是 10 月新增社融环比走低

的原因之一。但即使为保持可比性，将地方政府专项债券剔除，10月社融增速仍降至9.3%的低位，其中表内信贷季节性大幅走低、表外融资持续性收缩，是社融走低的主要原因。10月，新增表内人民币贷款7141亿元，较上月减少7200亿元，环比“腰斩”，部分原因在于10月是历年新增贷款的季节性低位。新增表外融资环比减少2675亿元，同比减少3750亿元。其中新增委托贷款和信托贷款环比分别减少949亿元和1273亿元，二者合计减少2222亿元；新增未贴现银行承兑汇票减少453亿元，表外融资规模持续显著收缩。另外，股市低迷使得10月非金融企业股权融资仅新增176亿元，同比大幅减少425.35亿元；新增企业债券融资1381亿元，较上月大幅反弹，与去年同期相近。因此，在表外融资趋势性收缩、表内信贷季节性走低环境下，加上地方政府专项债券增速高位回落，共同拉低10月新增社融超预期回落。

贷款偏好“短”，风险偏好“弱”。新增人民币贷款季节性回落，企业中长期、短期贷款均走弱，结构性问题不容忽视。10月，金融机构新增人民币贷款6970亿元，环比大幅减少6830亿元，同比多增338亿元。初步来看，新增人民币贷款同比变化不大，位于季节性低位，但从贷款结构来看，企业信贷需求低迷以及居民部门短期信贷高涨，结构性问题不容忽视。具体来看，新增短期贷款及票据融资1837亿元，同比多增1337亿元。其中，票据融资1064亿元，较去年同期减少378亿元，期限短、利率低的

票据融资成为新增信贷的重要支撑。企业新增人民币贷款 1503 亿元，环比少增 5269 亿元，同比少增 639 亿元。其中，短期贷款减少 1134 亿元，中长期贷款增加 1429 亿元，环比少增 2371 亿元，同比少增 937 亿元。

企业短期经营性贷款和中长期投资性贷款增长均大幅走低，经济低迷使得企业投资需求持续低迷。相比之下，居民新增人民币贷款 5636 亿元，同比多增 1135 亿元，是 10 月新增信贷的主要支撑。但从贷款结构来看，居民贷款仍以短期消费性信贷为主，中长期贷款增长维持稳定：居民短期贷款新增 1907 亿元，同比大幅多增 1116 亿元；中长期贷款新增 3730 亿元，与去年同期相近。受地产调控趋严、房地产震荡调整阶段居民购房意愿走低等因素影响，居民中长期贷款增长乏力，新增信贷继续向短期消费性贷款倾斜，杠杆性消费仍在持续。整体来看，10 月新增信贷大幅走低受季节性、需求低迷双重影响，企业中长期投资性需求和居民购房需求已从峰值回落，共同拉低中长期贷款，宏观经济转型过程中“宽货币”仍难转化为“宽信用”。

（二）中国货币及金融政策走势预判

10 月，金融数据反映出经济结构性矛盾突出，金融政策对宏观经济的调控、刺激作用边际递减。企业经营预期转差，中长期融资需求疲软，央行定向降准、滴灌等调控政策收效甚微，“宽货币”难以顺利转为“宽信用”，货币派生能力削弱，M2 继续降至低位。

在当前监管部门持续喊话的背景下，信贷数据不理想或许是金融机构用“脚”投票的结果。目前，银行体系风险偏好依然相对较低，融出资金意愿依然较弱。虽然监管部门打出纾困基金、信用风险缓释工具等一系列组合拳，但金融机构不是“福利院”，市场运行有市场的规则，市场信心很难靠“嘴”恢复，而企业、金融机构乃至居民需要的是预期现金流的恢复。但在经济结构调整过程中，这是一个漫长的周期，不能寄希望于今天“吃药”，明天“出院”。因此读者需要思考，货币政策对于经济的刺激作用是否已经很微弱。如果答案是肯定的，那么打通“宽货币”到“宽信用”的传导机制仅仅诉诸于货币政策无疑是徒劳。

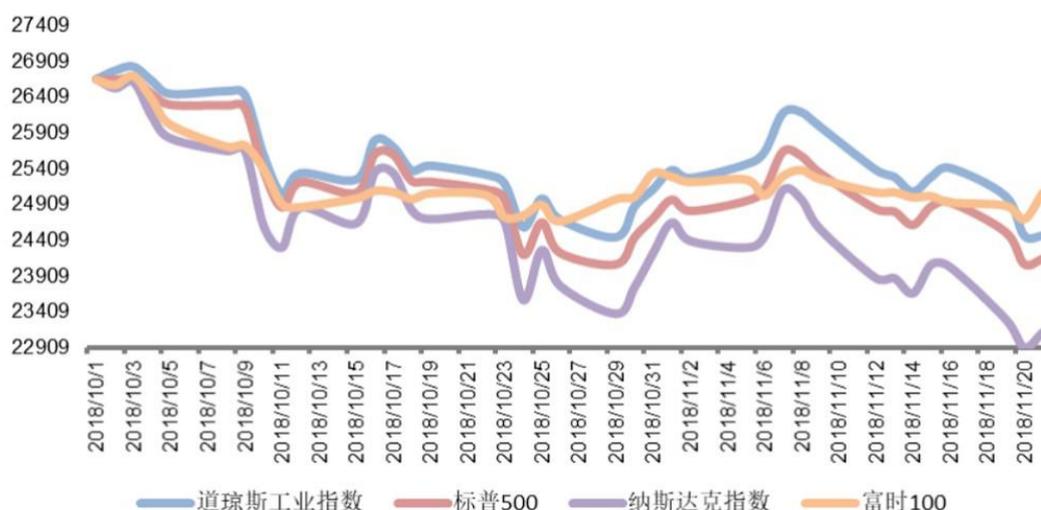
另一方面，考虑到近期各部委对民营企业融资等问题的重视，上述逻辑仍然适用：在经济增长低迷、内外需环境差、企业生产与需求疲软的情况下，若不从减税等财政政策入手改革，将财富的使用权归还到财富的创造者手中，激发企业的投资性需求，无论是全面“放水”还是定向“滴灌”，均难以有效拉动信贷和投资的增长，“宽货币”未必能带来“宽信用”，但“宽通胀”的基础无疑越来越牢。

三、全球金融市场走势预判

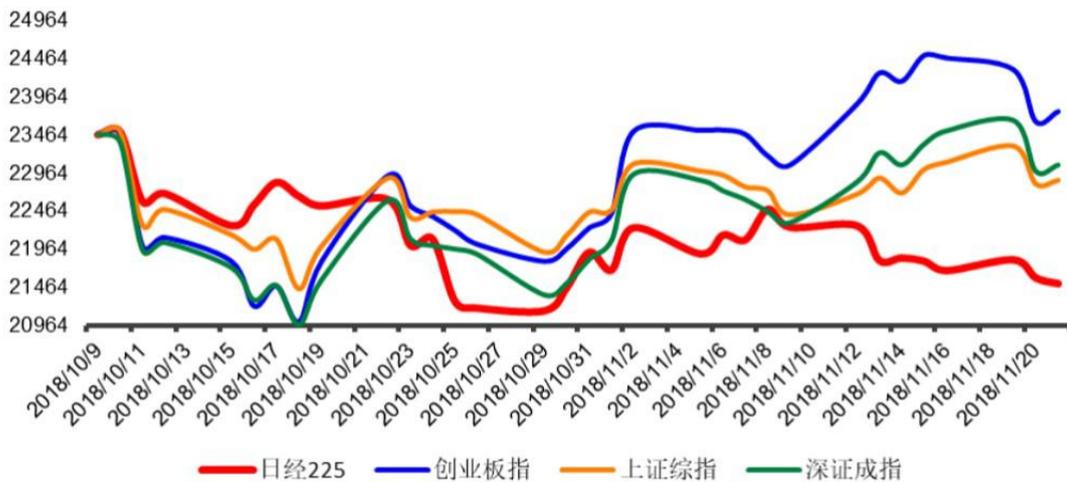
（一）全球股票市场评析

1. 欧美股市评述。10月至11月中旬，欧美股市走势基本一致，基本呈现先震荡下行、后部分回调态势，再下挫。其中，基本在整个10月，美国三大股指和富时100保持迅速下行走势，

道琼斯工业指数在 10 月 29 日一度下探至 24122.23 点，标普 500 指数在 10 月 29 日下探至 2603.54 点，富时 100 也在 10 月 26 日一度下探至 6851.59 点。之后，三大股指和富时 100 都出现明显回调。截至 11 月 21 日，道琼斯工业指数报收于 24464.69 点，较 10 月初下跌 7.63%；标普 500 指数报收于 2649.93 点，较 10 月初下跌 8.13%；纳斯达克指数报收于 6972.25 点，较 10 月初下跌 9.87%；富时 100 指数报收于 7050.23 点，较 10 月初下跌 2.53%。



2. 亚洲股市评述。 10 月至 11 月中旬，亚洲股市与欧美股市出现了一定的背离，其中，上证 A 指、深证成指、创业板指都呈现先下后上态势，而日经和欧美股市一致，呈现先震荡下行、后部分回调态势：日经 225 指数在 10 月 2 日攀上历史高位 24448.07 点之后，一路下行至 20971.93 点，截止 11 月 21 日，收于 21646.55 点，较 10 月初跌幅达 -11.29%；上证 A 指、深证成指、创业板指于 10 月中旬结束下跌，开始回升。

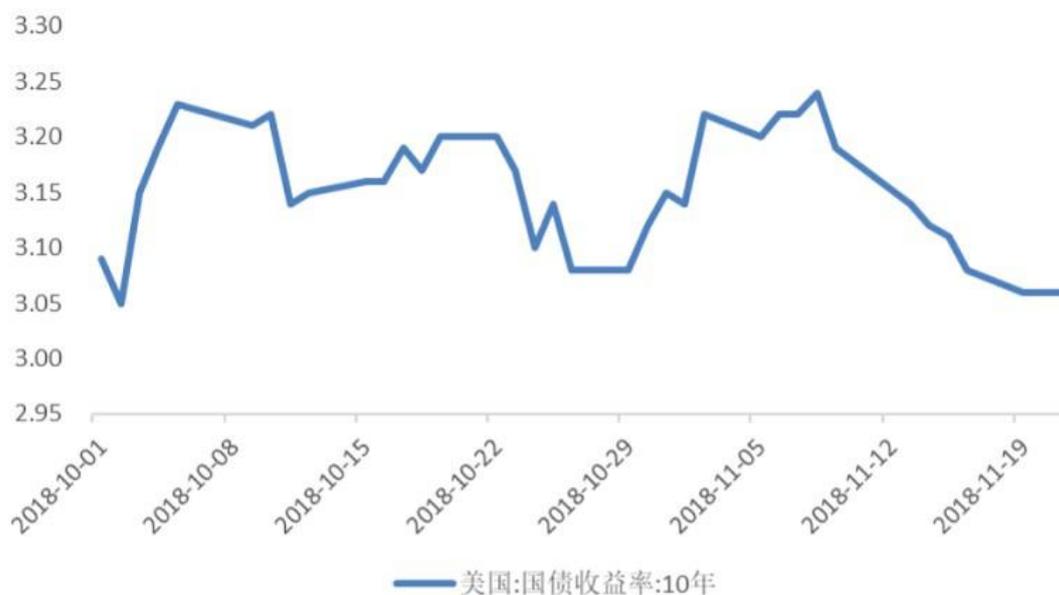


3.全球未来股市走势分析。10月，包括美国三大股指在内，全球股市主要指数继续表现低迷，整体呈现震荡下行态势。其原因很大程度上是美联储加息、缩表和 market 对于经济增长的担忧。首先，10年期美国国债从今年年初的2.4%，一路飙升到近期的3.1%左右。10年期国债收益率是美国市场资金价格的锚，收益率上升预示着市场资金价格的提高，进而对股市产生重大影响。加息会快速提高美联储、商业银行、居民、企业之间的借贷成本，进而导致全球资金成本提高。在美国低利率时代已过 的情况下，在较高借贷成本下美企可能会丧失参与股票回购的动力。这预示着美股可能丧失又一个上涨的动力。另外，虽然受财政刺激政策、前期强劲的商业和消费者信心等因素驱动，美国各项经济数据良好，但是随着财政刺激效果衰减、货币政策环境趋紧、贸易摩擦影响逐步显现，美国经济增速预计不可持续。商业和消费者信心也开始回落。同时，考虑到美联储近期态度转鸽，短期美股大幅下跌的概率较低。因此，美股在短期内维持震荡走势，中长期呈现下行趋势。

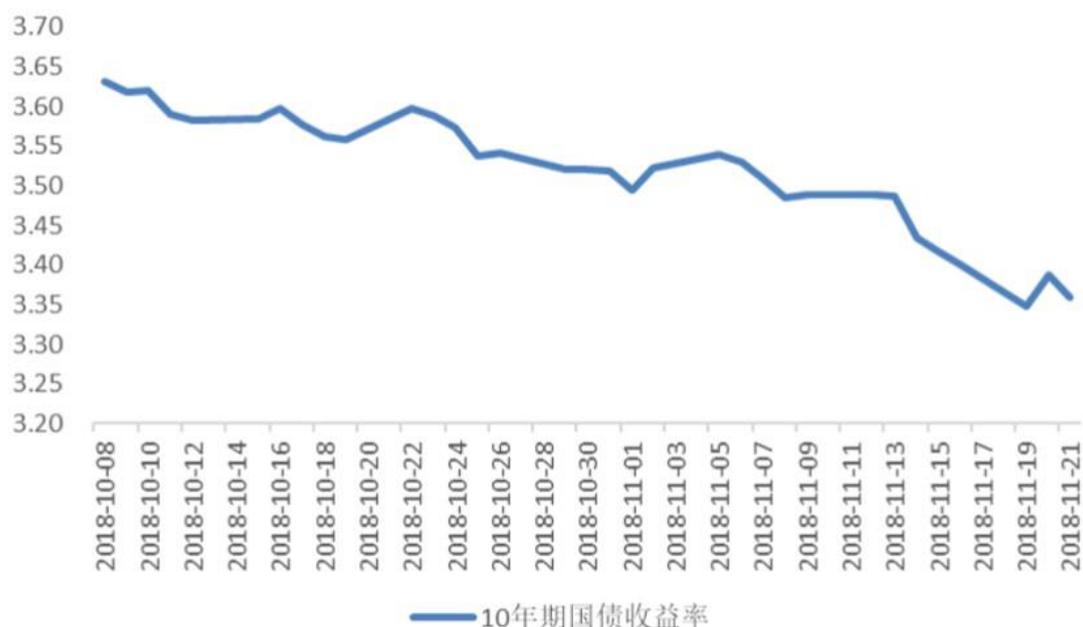
中国股市方面，受市场情绪缓和、政府部门出台一系列政策等因素影响，10月中旬开始，中国股市开始反弹，独立于美股走出一段上涨行情。截止11月21日，相比于10月19日，上证综指上涨3.96%，深证成指上涨7.05%，创业板指上涨9.05%。市场情绪缓和，主要还是源于政府部门出台一系列政策。虽然自10月19日金融监管高层发声力挺A股以来，各监管部门的各项政策密集出台，从化解股权质押风险、支持并购重组、支持上市公司回购等方面提振市场，政策力度和频率不断超出市场预期，但是刚刚出炉不久的10月金融数据超预期疲弱。在全社会债务压顶、各方面需求乏力、社会融资疲软情况下，未来经济下行压力持续增大。再加上全球股市低迷、全球经济增长放缓和贸易摩擦持续的内外环境，就中长期基本面来看，中国股市暂时没有牛市的基础，本轮反弹难以长期持续。

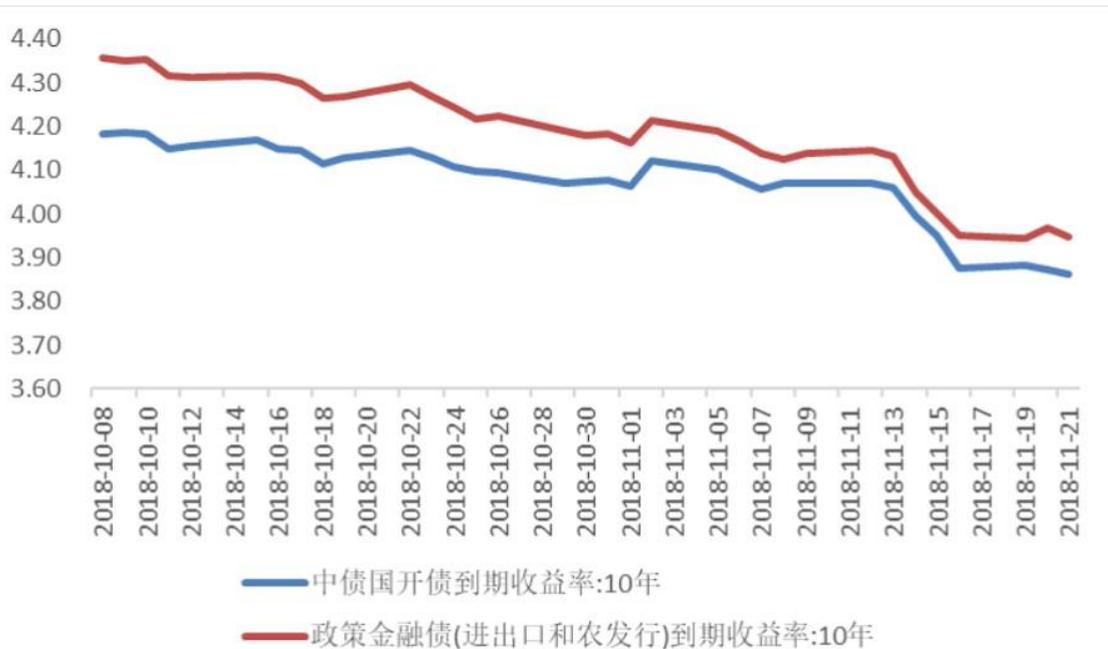
（二）全球债券市场评析

1.美国国债市场评述。10月至11月21日，美国10年期国债收益率呈现倒M字震荡态势。10月上旬，10年期国债收益率上行至3.23%的高点。10月底，一度下行至3.08%。进入11月之后，又一路上行至3.24%，后受美联储态度转鸽等因素影响，再次下行。

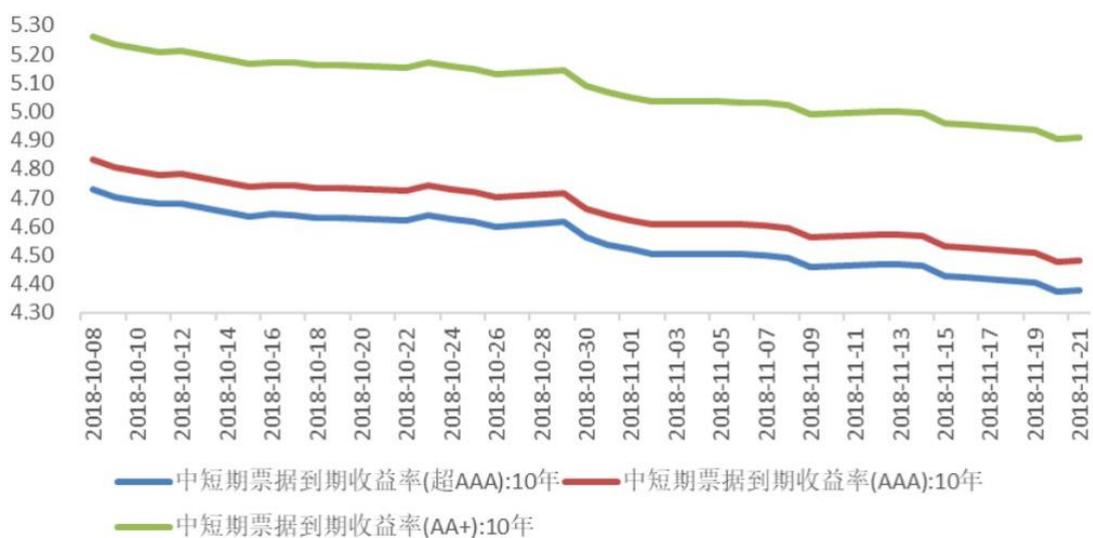


2. 中国债券市场分析。10月至11月21日，中国债券市场收益率一路下行。在利率债方面，10年期国债收益率、10年期国开债、农发和口行债到期收益率走向相似。截止11月21日，10年期国债收益率降至3.36%，国开债降至3.86%，农发和口行债到期收益率降至3.94%。





在信用债方面，10月至11月中旬，中短票据收益率总体有所下行。超AAA、AAA以及AA+中短票据到期收益率均下降30BP左右。截至11月21日，5年期超AAA、AAA和AA+中短票据到期收益率分别为4.38%、4.48%和4.91%。



3.中国债券市场预判。10月至11月中旬，中国利率债和信用债到期收益率均明显下滑态势。具体来看，本轮利率下调，信用债和利率债走势有所区别：信用债呈现一路下滑趋势，而利率债下滑则呈现一定震荡性。利率债下滑主要受益于央行货币政策转向影响，货币市场流动性较好，以及海外美债利率回落。而信用债收益率下行，主要还是货币融资大降带来的宽松预期加强、经济通胀低迷，以及政府加码财政和货币信贷政策改善信用风险，市场风险偏好有一定改善。目前，宏观经济不确定性较大，受实体经济需求不旺、社会融资超预期下滑、贸易摩擦持续、政府出手缓解债市危机等多重因素影响，债券投资需求预计将进一步提升，但利率下降空间有限。未来投资机会集中于低风险资产，比如利率债，而交易机会集中于被“错杀”的强基础高溢价的低等级信用债。

作者：太和智库研究员、新声代经济学者张超
太和智库研究员张家瑞

参与编辑：中国人民大学经济学院黄泽清

免责声明

本文件由太和智库制作，仅供派发予太和智库特定收件人，不得作为业务招揽或相关商业活动之用。本文件的版权为太和智库所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

本文件中的信息均来源于我们认为可靠的公开资料，但太和智库对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文件中的信息、意见等均仅供收件人参考之用，而不应视为出售要约、订购招揽或向浏览人士提出任何投资建议或服务。该等信息、意见并未考虑到获取任何人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。收件人应当对本文件中的信息进行独立评估，并应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本文件所造成的一切后果，太和智库及/或其关联人员均不承担任何法律责任。