国元期货 Guoyuan Futures Co . Ltd .

2019. 2. 1

# 宏观月报

国元期货研究咨询部

## 经济下行动能趋缓

宏观金融

电话：010-84555131

相关报告

**主要结论：**

2019 经济面临较大的下行压力，目前部分关键领域数据回落，投资、消费；部分领域持续增长有压力，净出口、生产。现阶段宏观经济增长有一定的压力，部分压力来自于经济增长动力下降，部分来自于上一轮加杠杆的高基数，2019 年的基数要略低于 2018 年。市场预期 2019 年中国经济增速预计为 6.2%，但大幅下行概率不高，不必过于悲观。18 年初市场重点关注的中国经济本身的问题，年末逐步向外部风险因素聚焦，2019 年最终还要回归到自身，通过解决自身问题摆脱经济下行压力。结合 2019 年 1 月份发布的数据来看，PMI 结束 4 连降经济下行动能趋缓，一些宏观指标边际有所改善。但目前谈宏观见底还为时尚早，需要更多的数据支持。我们判断目前经济仍有一定的惯性下滑概率。

# 目　　录

一、经济处于下行通道 .....1
二、价格指标下降.....9
三、进出口增速下滑 .....11
四、金融数据不及预期 .....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 增速 ..... 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 ..... 4
图 8：工业增加值 ..... 4
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 ..... 7
图 14：社会消费品零售总额 ..... 7
图 15：工业企业利润总额累计值 ..... 9

图 16：主营业务收入 ..... 9
图 17：CPI ..... 10
图 18：CPI 新涨价因素与翘尾因素 ..... 10
图 19：PPI ..... 11
图 20：PPI 新涨价因素与翘尾因素 ..... 11
图 21：进出口同比 ..... 13
图 22：月度进出口数据 ..... 13
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 ..... 16
图 28：贷款余额同比增速 ..... 16
图 29：美国 CPI ..... 18
图 30：美国 PMI ..... 18
图 31：美元指数 ..... 19
图 32：中美息差 ..... 19

图 33：欧洲 CPI ..... 19

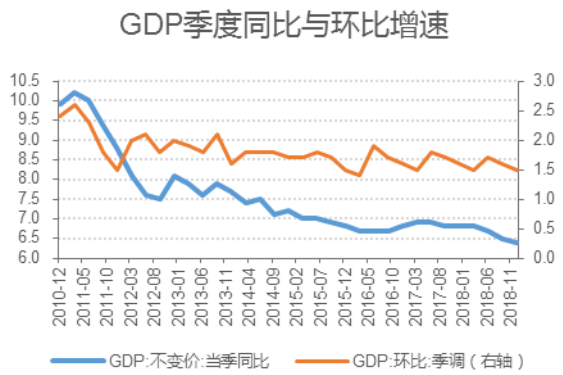
图 34：欧洲 PMI ..... 19

## 一、经济处于下行通道

2018 年全年国内生产总值 900309 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.6%，实现了 6.5%左右的预期发展目标。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%，四季度增长 6.4%。分产业看，第一产业增加值 64734 亿元，比上年增长 3.5%；第二产业增加值 366001 亿元，增长 5.8%；第三产业增加值 469575 亿元，增长 7.6%。2018 年的 GDP 增速较 2017 年的 6.8%小幅回落。

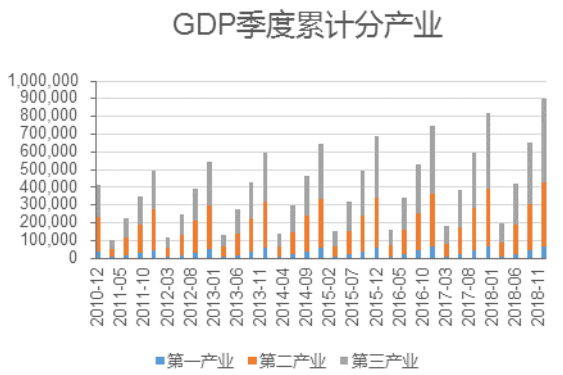
2018 年 10 月 18 日，国际货币基金组织(IMF)发布《世界与中国经济展望报告》，其中预测 2018 年中国经济增速为 6.6%，与上一次预测一样，但是明年的中国经济增速预计为 6.2%，比上一次预测有所下调。2019 年 1 月 21 日，IMF 再次发布 6.2%经济预测。

**图 1：GDP 增速**




**数据来源：Wind、国元期货**

**图 2：GDP 分产业**

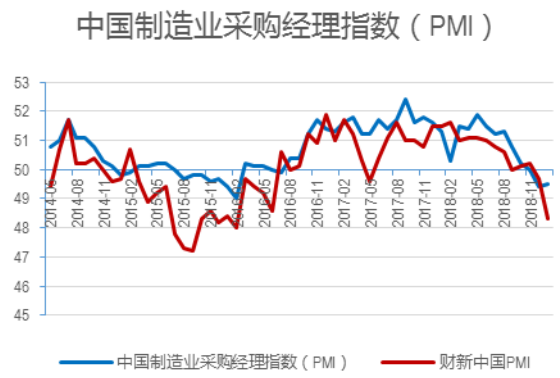



**数据来源：Wind、国元期货**

**领先指标**来看，制造业 PMI 连续两个月处于收缩区间，自 2016 年 8 月以来制造业 PMI 于 2018 年 12 月首次滑落至收缩区间，制造业景气度回落，经济扩

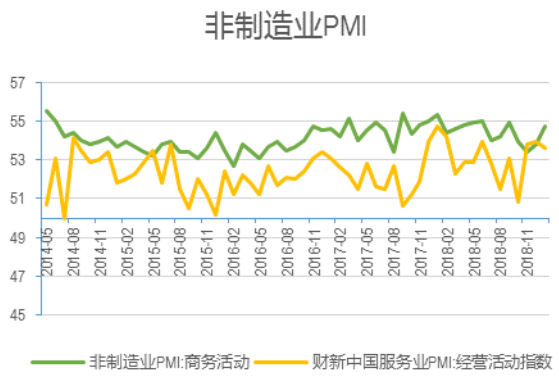
张速度放缓。

**图 3：制造业 PMI**




**数据来源：Wind、国元期货**

**图 4：非制造业 PMI**

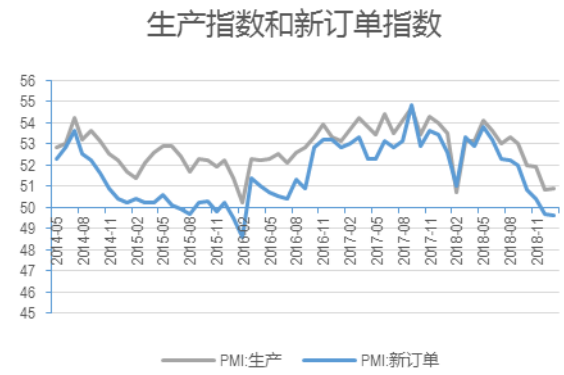



**数据来源：Wind、国元期货**

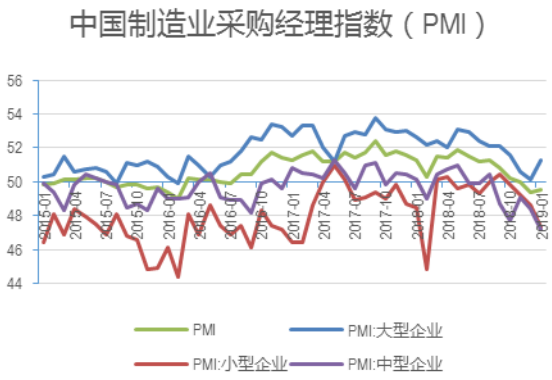
PMI 自 2018 年 5 月份以来保持持续回落的趋势。2019 年 1 月中国官方制造业 PMI 为 49.5%,，比上月微升 0.1 个百分点，收缩区间制造业景气度回落，进入扩张收缩周期。中国制造业扩张速度继续放缓，2019 年下行压力日益显现。1 月官方非制造业 PMI 为 54.7%，比上月上升 0.9 个百分点，表明非制造业扩张有所加快，也有一定的春节因素影响。2019 年 1 月财新 PMI 为 48.3，较 12 月低 1.4 个百分点，为 2016 年 3 月以来新低，显示中国经济下行压力逐渐加大。1 月财新服务业 PMI 录得 53.6，较 2018 年 12 月微降 0.3 个百分点，连续 35 个月保持增长，显示服务业经营活动加速。

**图 5：PMI 生产和新订单指数**

**图 6：各类型企业 PMI**




数据来源：Wind、国元期货




数据来源：Wind、国元期货

从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数和供应商配送时间指数高于临界点，新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。其中，新订单指数为 49.6%，比上月下降 0.1 个百分点，位于临界点之下，表明制造业企业产品订货量环比有所减少。新出口订单指数为 46.9，比上月上升 0.3 个百分点。

从企业规模看，大型企业 PMI 为 51.3%，比上月上升 1.2 个百分点，持续高于临界点；中、小型企业 PMI 为 47.2%和 47.3%，分别比上月下降 1.2 和 1.3 个百分点，均位于临界点以下。中小企业经营压力大。

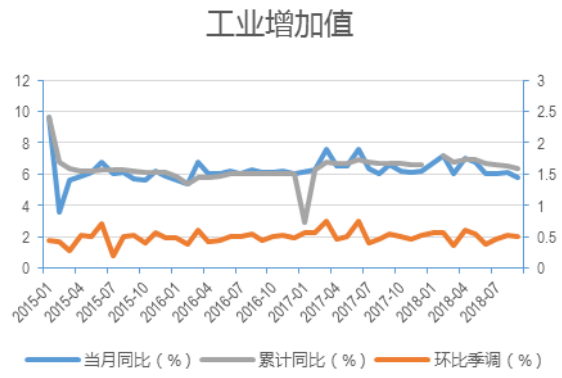
**产出方面，工业生产大体平稳，**规模以上工业增加值增速小幅回升。2018 年 12 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，比 11 月份加快 0.3 个百分点。2018 年全年，规模以上工业增加值同比增长 6.2%，增速较 1-11 月份回落 0.1 个百分点。

分三大门类看，12 月份，采矿业增加值同比增长 3.6%，增速较 11 月份加快

1.3 个百分点；制造业增长 5.5%，回落 0.1 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 9.6%，回落 0.2 个百分点。

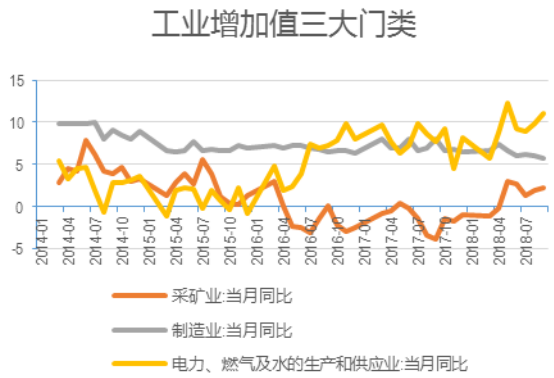
分行业看，12 月份，41 个大类行业中有 37 个行业增加值保持同比增长，与上月持平。分产品看，596 种产品中有 330 种产品同比增长，比上月增加 29 种。

**图 7：工业增加值**




**数据来源：Wind、国元期货**

**图 8：工业增加值**




**数据来源：Wind、国元期货**

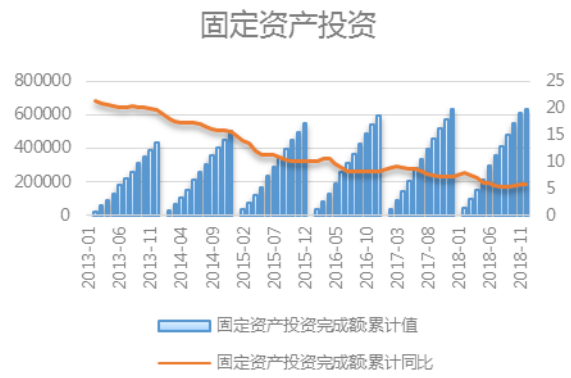
工业产出保持了稳健增长的势头。2018 年 9 月开始份规模以上工业增加值增长跌至 5.8%，暂时性的跌破的 6.0%的长期平台，结合目前的经济形势，我们认为可能会出现一次产出下滑趋势。市场预测，由于供给侧改革政策下部分落后产能已经被淘汰，加之加工贸易贡献下降，2019 年初规模以上工业增加值增速略放缓的概率较高。

**投资方面**，固定资产投资增速止跌持稳。2018 年 8 月份固定资产投资增速 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%。目前固定资产投资在低位止跌回稳。

2018 年 1-12 月份，全国固定资产投资 635636 亿元，比上年增长 5.9%，增速与 1-11 月份持平，比上年同期回落 1.3 个百分点。从环比速度看，12 月份固定资产投资增长 0.42%。其中，民间固定资产投资 394051 亿元，比上年增长 8.7%，增速比上年提高 2.7 个百分点。

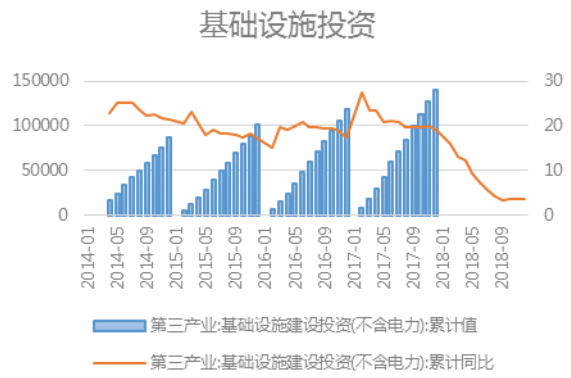
2018 年基础设施投资增速回落较快，于 9 月份跌至近 5 年来的低点 3.3%，之后小幅回升，一直处于低位。1-12 月基础设施投资（不含电力）比上年增长 3.8%，增速比 1-11 月份提高 0.1 个百分点，比上年回落 15.2 个百分点。考虑到财政政策的逆周期调节作用，目前基础设施投资应处于底部。2018 年基数低，2019 年基建继续下滑的空间有限，大概率好于去年。

**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**

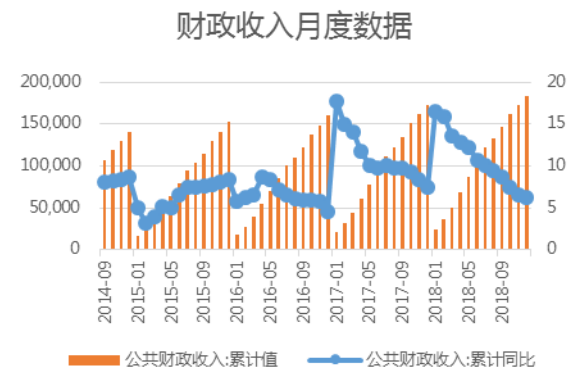



**数据来源：Wind、国元期货**

从财政收支状况来看，对于财政政策托底基建的力度不需预期太高。2018 年 1-12 月累计，全国一般公共预算收入 183352 亿元，同比增长 6. 2%。从支出来看，1-12 月累计，全国一般公共预算支出 220906 亿元，同比增长 8.7%。目前收入增速低于支出增速 2.5 个百分点，财政预算也是有一定的压力。考虑到今后

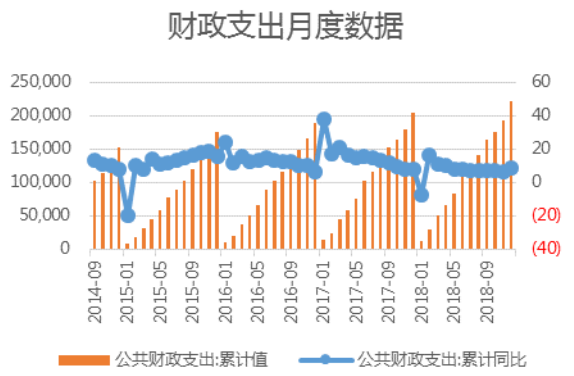
的减税降费的政策导向，财政收入增速大幅上升的概率不大。

**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

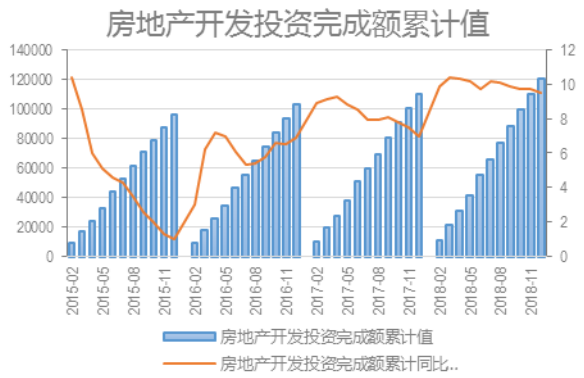
**地产投资增速小幅回落。**2018 年 1-12 月份，全国房地产开发投资 120264 亿元，比上年增长 9.5%，增速比 1-11 月份回落 0.2 个百分点，比上年同期提高 2.5 个百分点。其中，住宅投资 85192 亿元，增长 13.4%，比 1-11 月份回落 0.2 个百分点，比上年提高 4 个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为 70.8%。**市场预期** 2018 年房地产开发投资增速放缓，但实际上房地产投资表现的相当的强势，远超市场预期。

2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822300 万平方米，比上年增长 5.2%，增速比 1-11 月份提高 0.5 个百分点，比上年提高 2.2 百分点。房地产开发企业土地购置面积 29142 万平方米，比上年增长 14.2%，增速比 1-11 月份回落 0.1 个百分点，比上年回落 1.6 个百分点。商品房销售面积 171654 万平方米，比上年增长 1.3%，增速比 1-11 月份回落 0.1 个百分点，比上年回落 6.4 个百分点。

房地产调控的主导思想逐渐由“去库存”向完善供给过渡。若外部压力缓

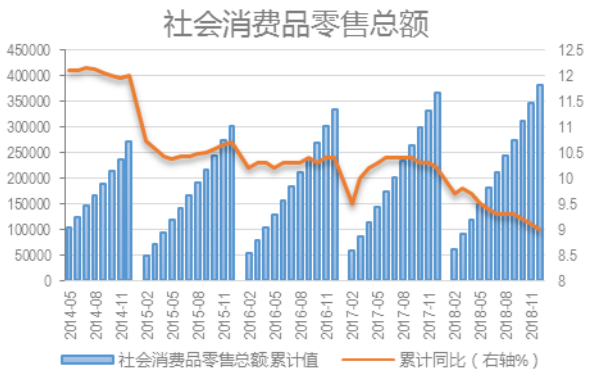
释，2019 年房地产投资增速不会太高。

**图 13：房地产开发投资**




**数据来源：Wind、国元期货**

**图 14：社会消费品零售总额**




**数据来源：Wind、国元期货**

2019 年基建、地产投资增长放缓，或拖累投资领域。但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，对投资增速有一定的带动作用，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%之上。

**消费方面，社会消费品零售增速小幅回落。**2018 年 12 月份，社会消费品零售总额 35893 亿元，同比名义增长 8.2%，增速比 11 月份提高 0.1 个百分点。2018 年全年社会消费品零售总额 380987 亿元，比上年增长 9.0%，增速比 1-11 月略低 0.1 个百分点，2017 年增速为 10.2%。其中，限额以上单位消费品零售额 145311 亿元，增长 5.7%。限额以上单位消费品零售额下降较快。

2018 年全国居民人均可支配收入 28228 元，比上年名义增长 8.7%，增速较 2017 下降 0.3%。全国居民人均消费支出 19853 元，比上年名义增长 8.4%。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。

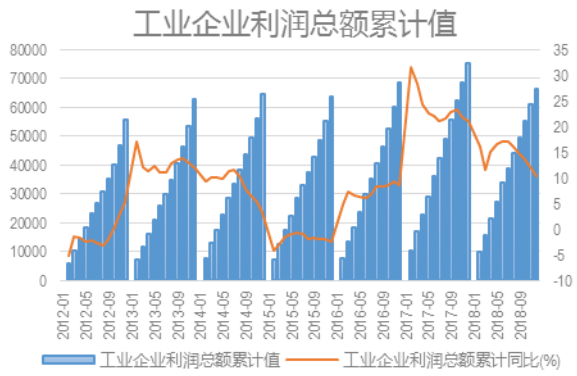
**2018 年企业盈利水平较 2017 年明显下滑。**周期股的业绩大幅提升带动了周期板块的持续上行是 2017 年股市运行的重要利好因素。结合资本市场情况来看，政府强力推进的产能出清以及各种限产政策，影响了供给，支撑了价格。包括产能的去化、短期的限产等行政手段推动的供给侧改革形成了供给层面的收缩，供给收缩是煤炭、钢铁等部分行业利润好转的主要原因，尤其是指数指标股均是国内各行业中的龙头企业，是 2016-2018 这次产能出清的受益部门。及至 2018 年供给侧结构性改革带来的“供给收缩”边际递减，经济基本面走弱带来的“需求下滑”，导致年内企业盈利增速较 2017 年下滑，处于近几年来的次高水平。2018 年中上游的利润有部分向下游转移的迹象，但由于下游需求环节本身较为薄弱，产业利润大部分还是集中在上游。

2018 年 1-12 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 66351.4 亿元，比上年增长 10.3%，增速比 1-11 月份放缓 1.5 个百分点。在 41 个工业大类行业中，32 个行业利润总额比上年增加，9 个行业减少较 1-11 月增加 2 个。2018 年，规模以上工业企业实现主营业务收入 102.2 万亿元，比上年增长 8.5%，增速比 1-11 月份放缓 0.6 个百分点。2018 年工业利润总体保持较快增长，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，数据较 2017 年整体回落。

本轮工业企业利润增速的高点为 2017 年 9 月单月增速 27.7%，10 月累计增

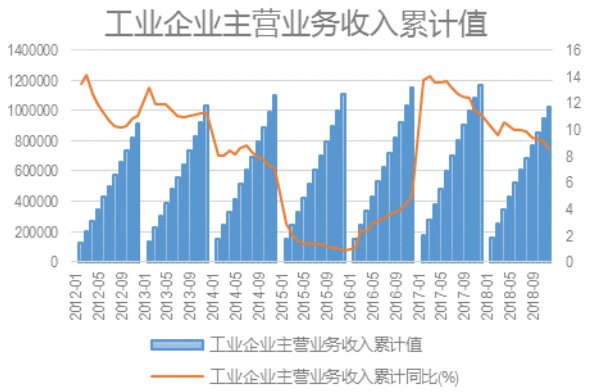
速 23.3%，随后一直维持在高位，可以说 2018 年上半年的利润基数较高，按照目前的企业经营状态很难超越当时的水平，因此继续下滑的概率较高。

**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

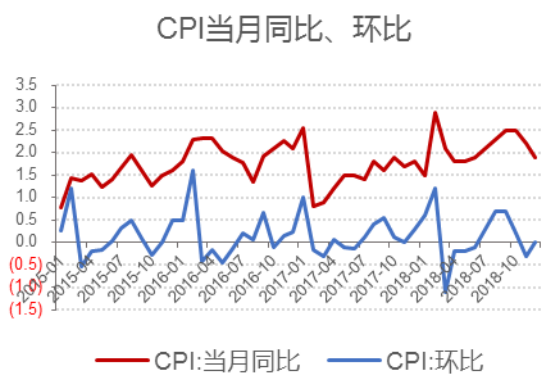
目前企业盈利水平还处于较高的位置上，后期的宏观经济状况不能支持传统产业高利润，盈利预期下滑，逐步回归历史平均水平。2017 年为此轮经济小周期中企业盈利的高点，2018、2019 年企业盈利下滑的概率较高。市场预期 2019 年企业盈利增速继续高速增长有一定压力，2019 年重点考察的还是供应收缩程度与需求的变化以及新的政策导向下的增长点。

## 二、价格指标下降

价格指标同比涨幅回落，通胀预期下降。2018 年 12 月 CPI 同比上涨 1.9%，环比上涨 0%;PPI 同比上涨 0.9%,环比下降 1.0%。CPI 同比增速较上月下降 0.3%，PPI 较上月下降 1.8%，超出市场预期。后期 CPI 全年保持温和增长，PPI 继续回落到 0 值之下的概率较大。通胀预期较 2018 年三季度明显回落。

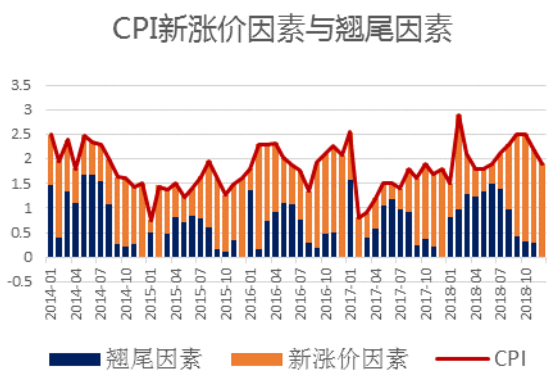
2019 年 12 月份，CPI 同比上涨 1.9%。其中，城市上涨 1.9%，农村上涨 1.9%；食品价格上涨 2.5%，非食品价格上涨 1.7%；消费品价格上涨 1.7%，服务价格上涨 2.1%。受成品油调价影响，汽油和柴油价格分别下降 10.1%和 10.8%，合计影响 CPI 下降约 0.22%。2018 年年度 CPI 上涨 2.1%。从中长期来看，内需下滑、进口扩张、经济增速受压回落等因素不利于价格长期处于高位，不过短期内由于春节临近，消费价格近期温和上涨的概率较大。

**图 17：CPI**




**数据来源：Wind，国元期货**

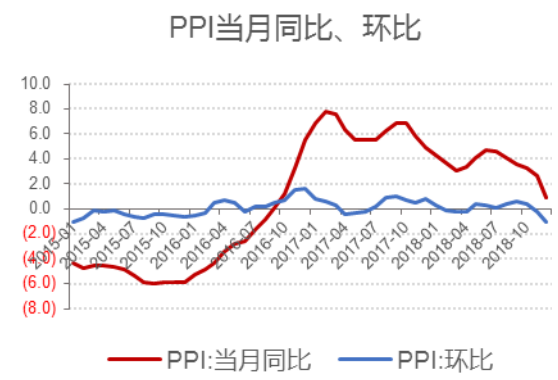
**图 18：CPI 新涨价因素与翘尾因素**




**数据来源：Wind、国元期货**

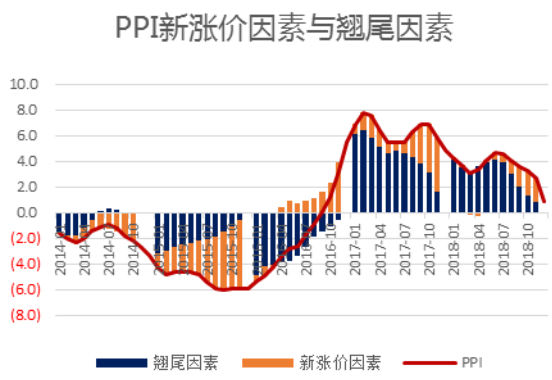
2018 年 12 月份，PPI 同比上涨 0.9%，创 2016 年 11 月以来新低；环比下降 1.0%，环比降幅超出市场预期；工业生产者购进价格同比上涨 1.6%，环比下降 0.9%。2018 年年度 PPI 同比上涨 3.5%。此轮工业品价格指标 PPI 从 2015 年 9 月的最点-5.95%开始逐步攀升，于 2016 年 9 月份转正 0.1%，至 2017 年 9 月达到本轮最高点 6.9，之后逐步回落，终于 2018 年末再次回落至 0 值附近。其间 2016 年至 2018 年经历了三年的供给侧改革历程，目前供给侧改革政策效果的边际作用逐渐递减，去产能也逐步地接近尾声。

图 19：PPI




数据来源：Wind、国元期货

图 20：PPI 新涨价因素与翘尾因素




数据来源：Wind、国元期货

2019 年初由于需求不足，价格指标大幅上涨的概率不高。市场预期由于新涨价动能不足将会促使 PPI 继续回落，直至 0 值之下。由于春节因素的存在，市场对一季度消费品价格的预期较为乐观，料 CPI 维持温和增长态势。

## 三、进出口增速下滑

2018 年中国进出口总值高达 4.62 万亿美元，以人民币计超过 30 万亿元，再创历史新高。其中，进口额首次突破 2 万亿美元，出口额接近 2.5 万亿美元。在保护主义抬头、经贸摩擦持续情况下，这一成绩远超市场预期。

2018 年 12 月，中国进出口总值 2.67 万亿元，同比增长-1.2%，增速较上月下降 10.3 个百分点。其中，出口 1.53 万亿元，同比增长 0.2%，增速较上月下降 10 个百分点；进口 1.14 万亿元，同比增长-3.1%，增速较上月下降 10.9 个百分点；贸易顺差 3949.9 亿元，前值 3060.4 亿元。从 12 月单月的数据来看，降幅较大。分析认为，出口出口降幅可能反映了“抢出口”节奏影响的逐步消退，进口增

速降幅可能反映了年末内需下滑的问题。进口增速下降所反映出的问题对经济的影响可能会更深远一些。

2018 年全年,我国外贸进出口总值 30.51 万亿元人民币,比 2017 年增长 9.7%。其中，出口 16.42 万亿元，增长 7.1%；进口 14.09 万亿元，增长 12.9%；贸易顺差 2.33 万亿元，收窄 18.3%。按美元计价，2018 年，我国外贸进出口总值 4.62 万亿美元，增长 12.6%；其中，出口 2.48 万亿美元，增长 9.9%；进口 2.14 万亿美元，增长 15.8%；贸易顺差 3517.6 亿美元，收窄 16.2%。

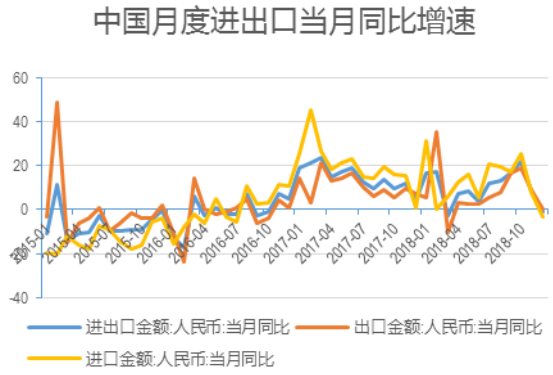
自 2018 年 4 月初美国贸易代表办公室依据“301 调查”结果公布拟加征关税的中国商品清单标志着中美贸易摩擦正式开始以来，市场对于去年的进出口一直呈非常悲观的预期，但实际上贸易数据要远好于市场预期。2018 年我国外贸进出口主要呈现以下特点：原油、天然气等商品进口量增加，大宗商品进口价格涨跌互现；机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力；对“一带一路”沿线国家进出口增速高于整体。

累计数据来看，进出口增速均处于近五六年来的次高的水平上。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。2018 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，进出口增速不及去年，不过依然处于近几年来的次高水平。

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

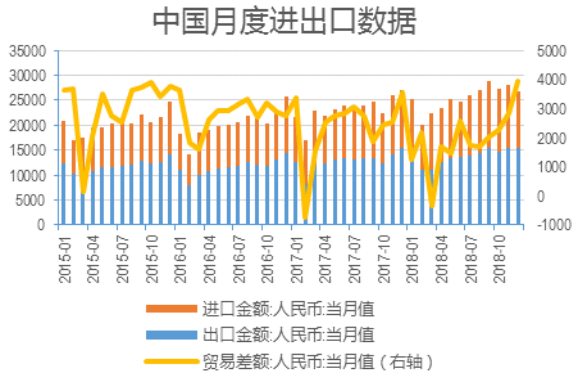
和间接影响总体可控。由于“抢出口”的因素存在，2019 年进出口增速回落的概率大。市场分析认为 2019 年进出口能够企稳实现 5-8%的增长，且进口强于出贸，内需略强于外需。

**图 21：进出口同比**




**数据来源：Wind、国元期货**

**图 22：月度进出口数据**



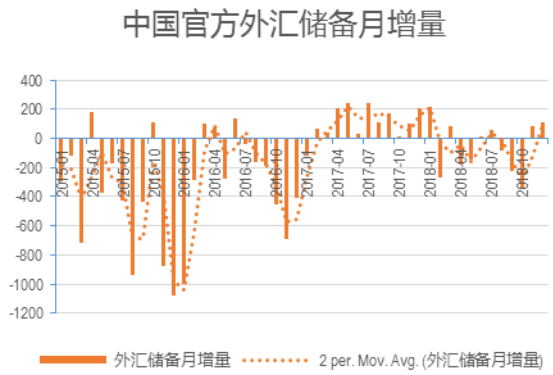

**数据来源：Wind、国元期货**

**外汇储备环比下降 339 亿美元。**中国 12 月外汇储备为 30727.1 亿美元，环比增加 110.15 亿美元，为连续两个月增加，预期为 30700 亿美元，前值为 30617 亿美元，相比 2017 年末减少 672.37 亿美元。中国 12 月末黄金储备 5956 万盎司，11 月末为 5924 万盎司，为自 2016 年 10 月以来首次上升。2018 年全年来看，外汇储备规模出现小幅波动，但总体保持稳定。

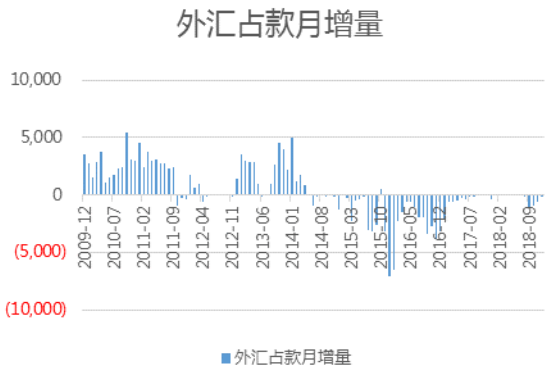
中国 2018 年 12 月末央行口径外汇占款余额余额为 212556.68 亿元人民币，当月减少 40.41 亿元人民币；11 月减少 571.3 亿元人民币，外汇占款进一步下滑，不过降幅减缓。12 月资本流动趋势较为平稳，人民币汇率贬值压力下降。

**图 23：外汇储备**

**图 24：外汇占款**




数据来源：Wind、国元期货



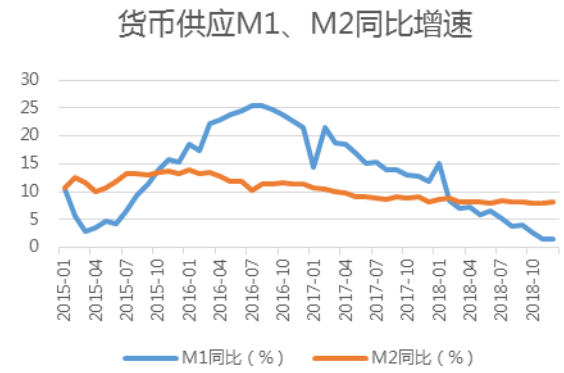

数据来源：Wind、国元期货

## 四、金融数据不及预期

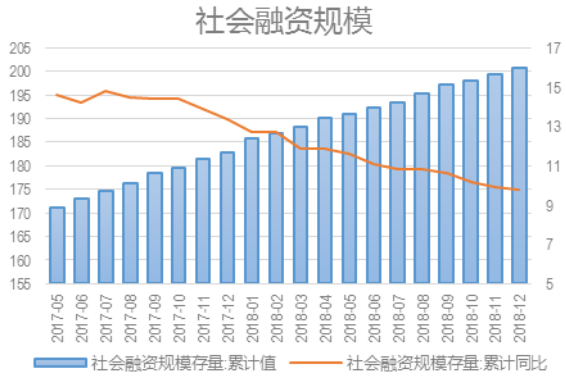
货币增速处于偏低水平成为常态，表外融资收缩社会融资规模增速向 M2 增速靠近，贷款增速稳中有升。12 月 M2 余额 182.67 万亿元，同比增长 8.1%；社会融资规模存量 200.75 万亿元，同比增长 9.8%；人民币贷款余额 136.3 万亿元，同比增长 13.5%。金融数据仍处于低位，符合市场预期。目前货币政策边际放松，融资条件放宽，以期达到从宽货币到缓释信用收缩的效果，不过效果并不明显，融资需求仍低。M2 与社融增速“剪刀差”持续收窄，实体领域的融资需求对比去年有显著的下滑。

图 25：货币供应

图 26：社会融资规模




数据来源：Wind、国元期货




数据来源：Wind、国元期货

货币供应方面，12 月末，广义货币(M2)余额 182.67 万亿元,同比增长 8.1%，增速比上月末高 0.1 个百分点，与上年同期持平；狭义货币(M1)余额 55.17 万亿元,同比增长 1.5%，增速与上月末持平，比上年同期低 10.3 个百分点；流通中货币(M0)余额 7.32 万亿元,同比增长 3.6%。全年净投放现金 2563 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。2016-2017 年 M1 的增速持续显著高于 M2，市场分析认为货币存在着一定程度的脱实向虚现象，2017 年 3 月份开始 M1、M2 剪刀差收窄。及至 2018 年初，M1-M2 剪刀差转负，期间 M2 持续处于低位，但 M1 下滑的速度更快，企业资金较紧张。

融资需求方面，社融增速持续下降，但降幅放缓。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。

2018 年社会融资规模存量为 200.75 万亿元，同比增长 9.8%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 134.69 万亿元，同比增长 13.2%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 2.21 万亿元，同比下降 10.7%；委托贷款余额为 12.36 万亿元，同比下降 11.5%；信托贷款余额为 7.85 万亿元，同比下降 8%；未贴现的银行承兑汇票余额为 3.81 万亿元，同比下降 14.3%；企业债券余额为 20.13 万亿元，同比增长 9.2%；地方政府专项债券余额 7.27 万亿元，同比增长 32.6%；非金融企业境内股票余额为 7.01 万亿元，同比增长 5.4%。**贷款增速尚可，除贷款以外的其它融资增速都偏弱。非标融资收缩。**

从结构来看，仅人民币贷款余额、地方政府专项债券存量占比高于去年，其余科目均有一定程度的下降。增量上新增贷款占八成。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 9.7%左右。

**图 27：M2、社会融资剪刀差**

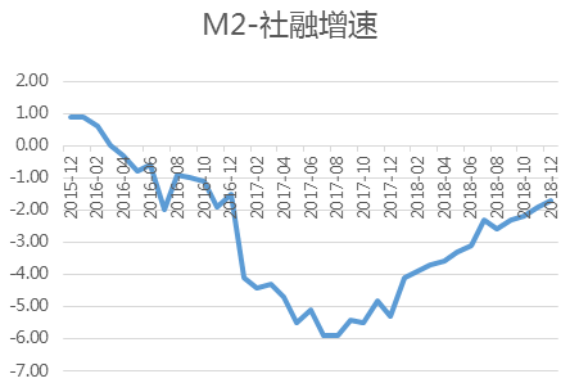
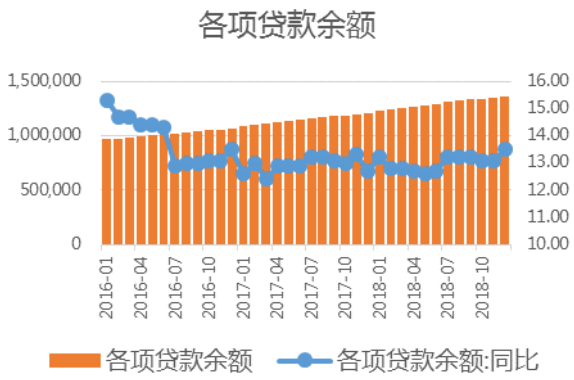



**图 28：贷款余额同比增速**



数据来源：Wind、国元期货　　数据来源：Wind、国元期货

2018 年 12 月末人民币贷款余额 136.3 万亿元，同比增长 13.5%，增速分别比上月末和上年同期高 0.4 个和 0.8 个百分点。从新增贷款结构来看，银行现阶段仍选择风险较低的票据冲量，风险偏好较低。2018 年企业经营状况较 2017 年下滑，融资需求下降，居民贷款需求较高，每月 4000 左右亿新增规模显著贡献了整体信贷增长水平。12 月末人民币存款余额 177.52 万亿元，同比增长 8.2%，增速比上月末高 0.6 个百分点，比上年同期低 0.8 个百分点。存款增速显著低于贷款增速。

整体上看，2018 年金融数据不及市场预期，小幅度恶化。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。因此在 2019 年经济下行压力较大、实体企业融资困难的情况下货币政策较 2018 年边际放松的概率大。

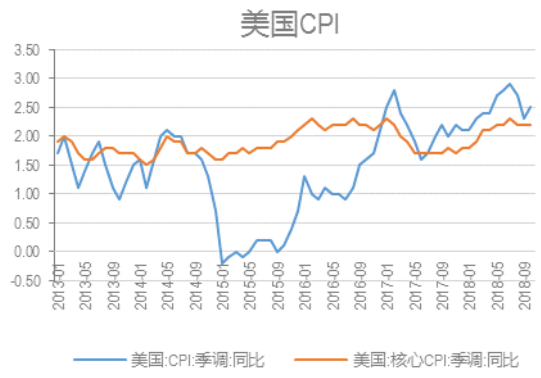
## 五、欧美经济稳中回落

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，但部分经济指标有所放缓。不同经济体之间差异扩大，全球经济增长的同步性降低，全球经济金融脆弱性有所上升。

**美国经济整体向好但有所回落，美元指数高位震荡回落，美国股市调整后反弹。**美国 12 月 Markit 制造业 PMI 终值 53.8，创 2017 年 9 月份以来新低，预期 53.9，初值 53.9。美国 12 月 Markit 服务业 PMI 初值 53.4，创 2018 年 1 月以来

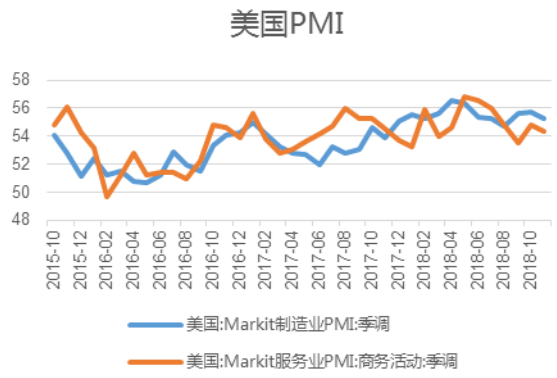
新低，预期 54.6，前值 54.7。美国 12 月 Markit 综合 PMI 初值 53.6，预期 54.7，前值 54.7。

**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 12 月 CPI 符合预期。美国 12 月 CPI 同比 1.9%，与预期持平，但不及前值 2.2%。美国 12 月核心 CPI 同比 2.2%，预期 2.2%，前值 2.2%。美国 12 月 CPI 年率九个月来首次下滑，因汽油价格大跌，但潜在通胀压力依然强劲，因租房和医疗成本稳步上升。

劳动力市场较为强劲**接近充分就业状态**。美国 12 月非农就业人口大增 31.2 万人，创 10 个月最大增幅，远高于预期的增加 18.4 万人。美国 12 月份失业率为 3.9%，预期为 3.7%。

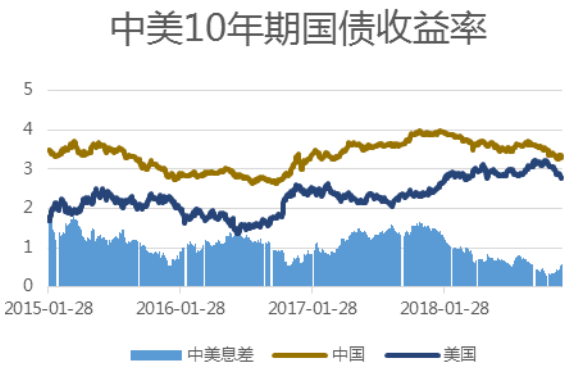
美联储面临“尽可能实现可持续性就业”与“稳定物价”的目标，通胀数据距离其目标已经比较接近，**市场预期美联储今年将继续加息 2-3 次，3 月加息概率较高。**

图 31：美元指数




数据来源：Wind、国元期货

图 32：中美息差



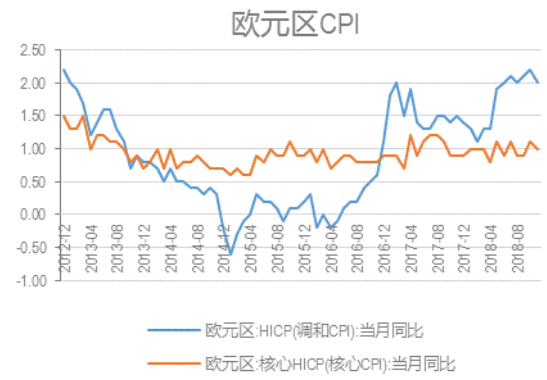

数据来源：Wind、国元期货

**欧元区经济数据回落表现稍显疲弱**。欧元区 12 月制造业 PMI 初值 51.4，不及预期，创 2016 年 5 月以来新低，预期 51.8，前值 51.8；服务业 PMI 初值 51.4，预期 53.4，前值 53.4；综合 PMI 初值 51.3，预期 52.8，前值 52.7。德国 12 月制造业 PMI 初值 51.5，不及预期。法国 12 月制造业 PMI 初值 49.7，创 27 个月低点。

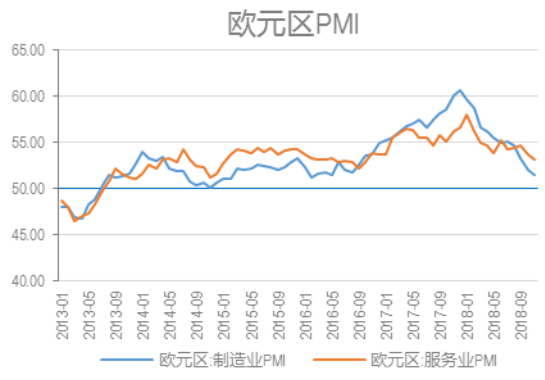
欧元区通胀回落。欧元区 12 月调和 CPI 同比终值升 1.6%，预期升 1.6%，初值升 1.9%；12 月核心调和 CPI 同比终值升 1%，预期升 1%，初值升 1%。德国 2018 年 12 月 CPI 同比终值升 1.7%，符合预期。法国 2018 年 12 月 CPI 同比终值升 1.6%，符合预期。

图 33：欧洲 CPI

图 34：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。

## 六、后期宏观趋势研判

2019 经济面临较大的下行压力，目前部分关键领域数据回落，投资、消费；部分领域持续增长有压力，净出口、生产。现阶段宏观经济增长有一定的压力，部分压力来自于经济增长动力下降，部分来自于上一轮加杠杆的高基数，2019 年的基数要略低于 2018 年。市场预期 2019 年中国经济增速预计为 6.2%，但大幅下行概率不高，不必过于悲观。

2018 年末规模以上工业增加值增速跌破的 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。市场预测，由于供给侧改革政策下部分落后产能已经被淘汰，加之加工贸易贡献下降，2019 年规模以上工业增加值增速略放缓至 5.8%左右。

2019 年基建、地产投资增长放缓，或拖累投资领域。但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，对投资增速有一定的带动作用，另一方面政府扩张性的财政政策会托底基础设施投资，使 19 年固定投资增速稳定在 5%之上。

2019 年需求大体延续 2018 年稳健态势，下游消费、需求不会太弱，预计明年消费市场将保持平稳较快发展态势，不过考虑到我国居民的消费习惯大幅增长的概率也不太高。消费领域不会成为 2019 年经济增长的拖累但也不是能替代房地产的新增长点。随着我国中等收入群体不断壮大，城镇化率稳步提升，消费仍然具有良好的增长空间。

2019 年进出口增速回落的概率大。由于 2018 年“抢出口”的因素存在，并且国际经济贸易领域仍然存在一些不确定、不稳定因素，市场分析认为 2019 年进出口能够企稳实现 5-8%的增长，且进口强于出贸，内需略强于外需。

2019 年 CPI 延续温和通胀的趋势，2019 年初价格指标回落的概率不高，2019 年全年或超过 2.2 的历史均值。2019 年 PPI 增速大概率回落，在需求下滑的背景下，工业原材料价格维持在高位比较困难，市场预计回落至 0 值之下。

因此在 2019 年经济下行压力较大、实体企业融资困难的情况下货币政策较 2018 年边际放松的概率大。政策层面稳增长、稳就业的压力增大，虽然大幅刺激

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。政府政策或可对冲部分压力，不过目前政府稳增长的压力不急迫，尚专注于调结构。

18 年初市场重点关注的中国经济本身的问题，年末逐步向外部风险因素聚焦，2019 年最终还要回归到自身，通过解决自身问题摆脱经济下行压力。

## 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

**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

**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