



# 2018 经济平稳收官，PPI 通缩阴影浮现

## —2019 年 1 月宏观策略月报

■ 在全球经济前景转淡，IMF 下修全球经济增长预期的背景下，四季度中国经济增长乏力，继续走弱。2018 年全年国内生产总值 90 万亿元，同比增长 6.6%，前值 6.8%，市场预期 6.6%。第 4 季度 GDP 累计同比增长 6.4%，较前值下降 0.1pct，较去年同期下降 0.4pct。从生产端看，2018 年全年规模以上工业增加值同比增长 6.2%，12 月规模以上工业增加值当月同比增长 5.7%，较上月提高 0.3pct，在采矿业带动下有所回升。从需求看，投资与消费低位企稳。固定资产投资完成额累计同比增速 5.9%，与前值持平。社会消费品零售总额全年同比增长 9.0%，12 月当月同比增速为 8.2%，略有上行。出口贸易增速在手机产品拖累下出现负增长。后期面临全球经济预期增速下滑、贸易摩擦影响持续等不确定因素，我国经济增长仍面临较大压力。

■ CPI 有所回落，PPI 通缩风险增加。2018 年 12 月 CPI 同比增长 1.9%，较上月下滑 0.3pct，环比持平。PPI 当月同比增长 0.9%，增速大幅下滑，主要由石油价格下跌导致。2019 年 PPI 下行压力依旧较大，工业品通缩压力迫在眉睫。

■ 2018 年社融新增 19.26 万亿，比上年少 3.14 万亿元，12 月末，社融存量同比增长 9.8%，较上月末回落 0.1 个百分点，环比降幅有所缓解。在表外融资收缩等因素的影响下，2018 年商业银行信贷投放加码，但企业中长期贷款增长仍然相对乏力。表外融资出现一定的分化迹象，未贴现银行承兑汇票受票据融资放量等影响，开始放量增加，而委托、信托贷款依然延续收缩态势。展望 2019 年，在政策部门的合力推动之下，信用收缩压力有望缓解，社融和 M2 增速有望边际回升。

■ 财政收入增速小幅反弹，财政支出增速有所加快。12 月，一般公共预算收入同比增长 1.9%，虽然较上月（-5.4%）有所反弹，但从 2018 年全年增速来看，总体仍呈下降趋势，预计今年全国一般公共预算收入增速会进一步放缓。12 月，一般公共预算支出增速同比大幅提升至 23%，这主要是因为地方政府财政支出的加快（25.4%），而这或与中央转移支付资金提前下达有关。全年一般公共预算支出同比增长 8.7%，较 2017 年提高 1 个百分点。总体来看，当前支出增速已明显体现了财政的“积极”姿态，相信 2019 年随着基建投资的进一步加快，一般公共预算支出增速预计将进一步提高。

谭卓，经济研究所所长

☎：0755-83167787

✉：zhuotan@cmbchina.com

步泽晨，宏观研究员

☎：0755-83077970

✉：buzechen@cmbchina.com

陈得文，宏观研究员

☎：0755-83077970

✉：chendewen@cmbchina.com

王炳，宏观研究员

☎：0755-83078057

✉：wbing@cmbchina.com

吴华强，博士后研究员

☎：0755-25310439

✉：sysuwu@cmbchina.com

感谢成亚曼博士对此文的贡献。



## 目录

<b>1. 海外宏观：贸易增速持续下滑，欧洲经济全面放缓</b>	<b>4</b>
<b>2. 实体经济：2018 年经济平稳收官</b>	<b>7</b>
1. 经济增长：GDP 增速稳中趋降，PMI 跌破荣枯线	7
2. 生产：采矿业带动生产增速回升	8
3. 投资：基建“补短板”效果逐渐显现	9
4. 消费：收入增长乏力制约消费	11
5. 贸易：“苹果”滞销拖累出口	12
6. 物价：工业品通缩阴影浮现	13
<b>3. 货币金融：信用收缩边际缓解</b>	<b>15</b>
1. 贷款增长较快，票据融资继续放量	15
2. 表外融资出现分化，债券融资边际改善	16
3. M2、M1 增速低位徘徊	18
4. 央行公开市场操作加码	19
<b>4. 财政收支：减税降费主线不变，财政支出有待发力</b>	<b>22</b>
1. 财政收入：减税效果显现，国企上缴利润或致非税收入大增	23
2. 财政支出：积极迹象显现，债务付息增速领跑各项支出	24



## 图目录

图 1: 需求转弱, 工业生产和出口订单增速下滑.....	4
图 2: 全球贸易增速放缓.....	4
图 3: 美国 ISM 指数 (制造业和非制造业) 与非农就业数据.....	5
图 4: 美国职位空缺数已超失业人数.....	5
图 5: 欧元区经济增长全面放缓.....	6
图 6: 德国经济景气指数大幅下降.....	6
图 7: 2018 年 12 月中国主要经济指标一览.....	7
图 8: 经济增速稳中趋降.....	8
图 9: 最终消费支出对 GDP 同比增速的拉动减弱.....	8
图 10: 工业生产同比出现反弹.....	9
图 11: 采矿业拉动工业增加值增速提升.....	9
图 12: 民间投资支撑固定资产投资增速.....	10
图 13: 基建反弹和制造业支撑投资增速企稳.....	10
图 14: 房地产销售与房地产投资增速继续下滑.....	10
图 15: 新开工与竣工的背离趋于收敛.....	10
图 16: 社消零售总额当月同比增速有所反弹.....	11
图 17: 收入增速下滑制约社消零售总额增速.....	11
图 18: 出口增速与进口增速均显著下滑.....	12
图 19: 手机出口下降拖累出口增速下滑.....	12
图 20: 非食品价格拖累 CPI 同比增速下滑.....	14
图 21: PPI 同比增速显著下滑.....	14
图 22: 2018 年 12 月中国主要金融指标一览.....	15
图 23: 12 月各项贷款余额增速持续走高.....	16
图 24: 12 月份新增人民币贷款:非金融企业.....	16
图 25: 12 月份新增人民币贷款:居民户.....	16
图 26: 12 月各口径社融继续回落.....	17
图 27: 社融余额增速继续回落.....	18
图 28: M2 增速继续低位徘徊.....	19
图 29: 居民、企业存款同比多增.....	19
图 30: 央行多种操作优化流动性结构.....	20
图 31: 同业拆借、质押式回购利率小幅下降.....	20
图 32: R007、DR007 波动有所扩大.....	20
图 33: 国债、地方政府债收益率震荡下行.....	21

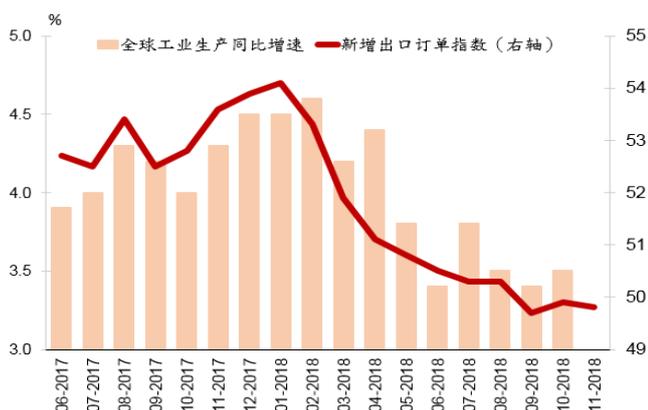


图 34: 信用债利差小幅震荡.....	21
图 35: 9 月中国主要财政指标一览.....	22
图 36: 一般公共预算收入增速总体放缓.....	23
图 37: 非税收入增速有所回升.....	23
图 38: 主要税种累计增速有所下降.....	24
图 39: 国有土地出让收入依旧高位增长.....	24
图 40: 一般公共预算支出更为积极.....	25
图 41: 债务付息增速领跑各项支出.....	25

## 1. 海外宏观：贸易增速持续下滑，欧洲经济全面放缓

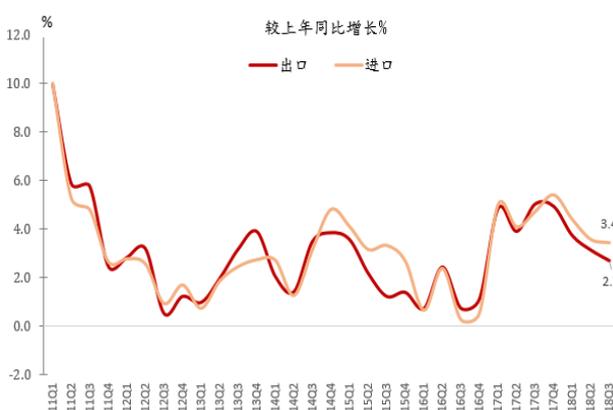
全球贸易和投资增速下降，世界银行和 IMF 下调经济预测。贸易摩擦和周期下行对全球贸易增速的负面影响逐渐显现，新增出口订单明显减少。除贸易外，投资和工业生产也出现全面放缓。在此背景下，世界银行在一月初发布的《全球经济展望》半年报中，预计全球经济增速将从 2018 年的 3% 放缓至 2019 年的 2.9%，预计美国、欧元区和中国在 2019 年的实际 GDP 增长率分别为 2.5%、1.6% 和 6.2%。由于新兴市场国家将面临贸易需求降温和流动性收紧等复杂外部环境的持续考验，世行将新兴市场和发展中经济体的 2019 年实际 GDP 增速预测值由之前的 4.7% 下调至 4.2%。国际货币基金组织（IMF）继去年 10 月因贸易紧张局势加剧等因素下调了 2019 年和 2020 年全球经济增长预期至 3.7% 之后，于 1 月 21 日再次下调今明两年全球经济增长预期，分别下调 0.2 和 0.1 个百分点至 3.5% 和 3.6%。此次下调的主要原因是欧元区经济下行和贸易纠纷持续。

图 1：需求转弱，工业生产和出口订单增速下滑



资料来源：世界银行、招银国际研究、招商银行研究院

图 2：全球贸易增速放缓

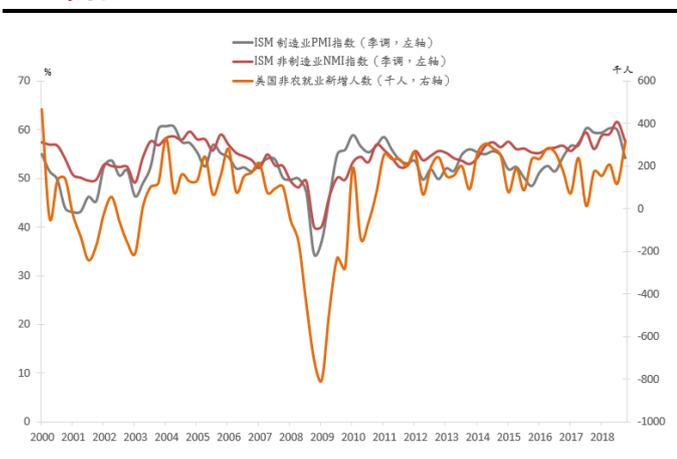


资料来源：联合国贸发会议、招银国际研究、招商银行研究院

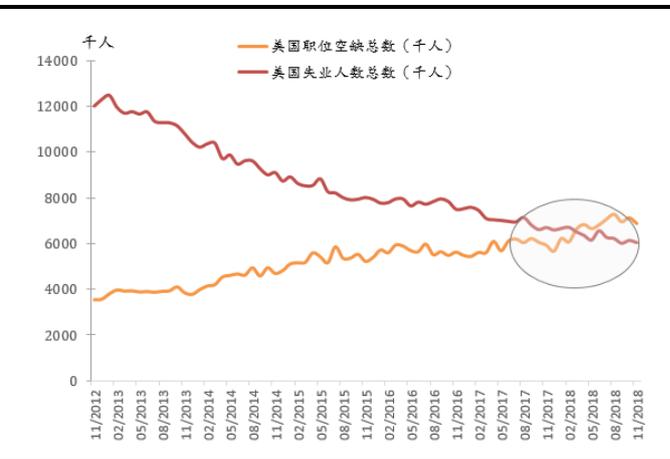
联邦政府陷预算僵局，美国经济扩张持续。由于白宫和国会美墨边境墙拨款事宜上分歧严重，联邦政府部分执行部门从去年 12 月 22 日开始暂停运转。美国政府测算，预算僵局每拖延一周就会降低 0.13 个百分点的季度 GDP 增速。而且，此次创纪录的超长停摆也已影响到零售等经济数据的正常发布。从本月已发布的数据来看，就业和薪资录得强劲增长，上年 12 月非农就业人数新增 31.2 万，远超预期。随着更多劳动力重返就业市场，失业率小幅上升 0.2 个百分点至 3.9%。平均时薪按年提高 3.2%，2018 年度薪资增幅创下 2008 年以来的最高水平。1 月美联储褐皮书显示美国经济扩展持续，前景总体乐观，但部分地区和行业已出现放缓趋势，证明美国经济正从峰值回落。上年 12 月的制造业 PMI 指数为 54.1，大幅低于前值 59.3。由于对经济放缓和关税影响的担忧加剧，新订单指数从 11 月的 62.1 骤降至 12 月的 51.1。已有行业报告了关税增加对其业

务前景和利润的负面影响，包括计算机和电子产品、运输设备、食品饮料、机械等。

图 3：美国 ISM 指数（制造业和非制造业）与非农就业数据  
图 4：美国职位空缺数已超失业人数



资料来源：彭博、招银国际研究、招商银行研究院



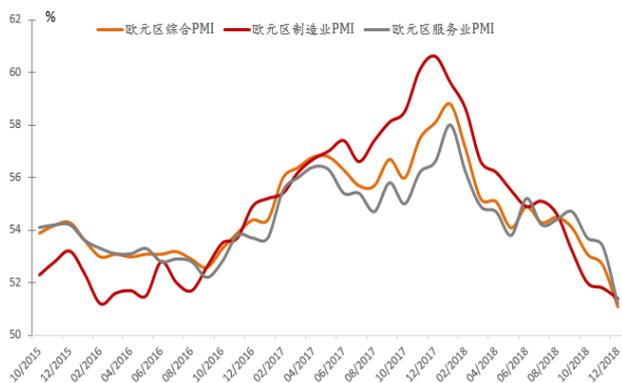
资料来源：彭博、招银国际研究、招商银行研究院

**美联储“鸽”声不断，经济数据主导决策。**在美国经济增速回落、政府停摆等风险下，美联储主席鲍威尔和历来倾向加息的多位美联储官员近日都呼吁以更多的“耐心”来对待加息。1月9日公布的联邦公开委员会会议纪要显示，近期金融市场的动荡和全球经济的疲弱使许多委员会成员对美国经济前景和加息步伐愈发谨慎。尽管美联储官员言论偏鸽，但货币政策行动还将取决于数据。核心通胀 PCE 大致保持在 2% 的合意水平附近，平均时薪在上年 12 月录得 3.2% 的同比增长，涨幅仍旧较为温和。需要看到当前美国就业市场依旧强劲，仍将支撑薪资和通胀温和上升，意味着美联储需要面对的通胀压力依然存在，加息不会戛然而止。当前美联储多数官员预计今年加息两次。若美国联邦政府的停摆持续，美联储将无法及时获得对其货币政策决定至关重要的经济数据，将大大增加经济风险。

**“领头羊”失速，欧元区疲弱勢头呈跨国家趋势。**欧元区五大经济体的增长势头在 2018 年都有所减弱。经济信心低迷，景气指数跌至两年来的最低水平。制造业 PMI 指数从 11 月的 51.8 进一步下降至 51.4，连续五个月录得下降。服务业 PMI 从 12 月的 53.4 下滑至 51.2，将综合 PMI 从 52.7 拖累至 51.1。欧元区经济的疲弱勢头呈现跨行业、跨国家趋势，反映出对于贸易放缓和德国经济衰退风险的普遍担忧。

作为欧元区的最大经济体及增长引擎的德国，许多关键经济指标大幅下挫，11 月工业产出环比萎缩 1.9%，同比下降达 4.7%。2018 年末季调 GDP 同比 1.5%，全年增速创 5 年新低，远低于 2016 年和 2017 年 2.2% 的增速。尽管私人消费拉动 GDP 增长 1 个百分点，仍有望抵消部分经济下行压力，但无法扭转总体放缓趋势。德国政府也认同经济增长已失去动力。

图 5：欧元区经济增长全面放缓



资料来源：彭博、招银国际研究、招商银行研究院

图 6：德国经济景气指数大幅下降



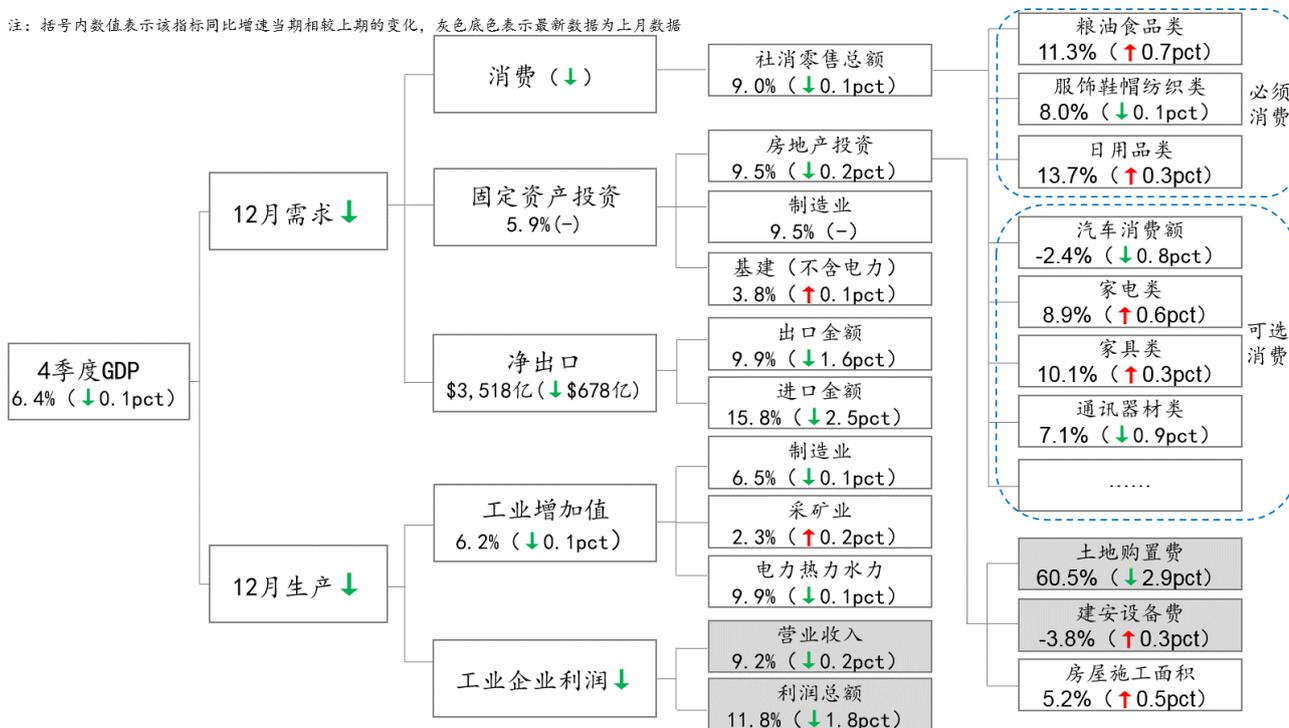
资料来源：彭博、招银国际研究、招商银行研究院

**英国脱欧方案未定，持续困扰贸易投资。**英国议会下院于 1 月 15 日投票否决了英国政府此前与欧盟达成的“脱欧”协议，是英国政府遭遇的最大失败。英国首相特雷莎·梅随后挺过了反对党对政府的不信任动议。在 21 日向英国议会下院提交的新“脱欧”方案中，首相特蕾莎重申不会进行第二次全民公投，并承诺将与企业、公民社会和工会进行更全面的接触。更新后的协议将于 1 月 29 日进行投票。当前，脱欧的路径依旧不清晰，但尽量避免无协议脱欧应是英国和欧盟共同的目标，因为如果在 3 月 29 日出现“硬脱欧”，投资将急剧下降，英国经济将陷入衰退，英国向德国，法国，爱尔兰和比利时等主要欧洲贸易伙伴的商品出口将遭受重大打击，而汽车和电子设备将是受影响最大的产品门类。截至目前，脱欧的不确定性已经严重影响投资计划和商业信心。企业正在加大库存为脱欧做准备，制造业 PMI 从 11 月的 53.6 升至 12 月的 54.2，超出预期并达半年高位，但主要是由于制造商大量储备原料和成品以备英国脱欧，并非反映经济前景的变化。

## 2. 实体经济：2018 年经济平稳收官

图 7：2018 年 12 月中国主要经济指标一览

注：括号内数值表示该指标同比增速当期相较上期的变化，灰色底色表示最新数据为上月数据



资料来源：招商银行研究院、招银国际研究

### 1. 经济增长：GDP 增速稳中趋降，PMI 跌破荣枯线

2018 年全年经济增速平稳，符合市场预期。2018 年全年，国内生产总值（名义）突破 90 万亿元，实际 GDP 较上年增长 6.6%（预期 6.6%），实现了 6.5% 的增长目标。

2018 年 4 季度平稳收官，经济增长压力仍存。4 季度 GDP 同比增长 6.4%，增速较 3 季度下滑 0.1pct，显示在全球经济增速放缓和内外需动力不足下，国内

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_14246](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14246)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn