

## 2018 经济平稳收官，PPI 通缩阴影浮现

### ——1 月宏观经济月报

#### 实体经济：2018 年经济平稳收官

- ❖ **GDP 增速稳中趋降，PMI 跌破荣枯线。**在全球贸易增速持续下降、欧洲经济全面放缓、世界银行和 IMF 下调经济预测的背景下，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。
- ❖ **生产：采矿业带动生产增速回升。**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。
- ❖ **投资和消费：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。房地产投资增速预期内下滑，背离的指标有所收敛。基建投资增速反弹，基建“补短板”效果逐渐显现。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。
- ❖ **贸易：“苹果”滞销拖累出口。**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。
- ❖ **物价：工业品通缩阴影浮现。**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。

#### 货币金融：信用收缩边际缓解

- ❖ **贷款增长较快，票据融资继续放量。**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。
- ❖ **表外融资出现分化，债券融资边际改善。**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。

#### 财政收支：减税降费主线不变，财政支出有待发力

- ❖ **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，博士

电话：(86) 755 8316 7787

邮件：[zhuotan@cmbchina.com](mailto:zhuotan@cmbchina.com)

#### 丁文捷，博士

电话：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

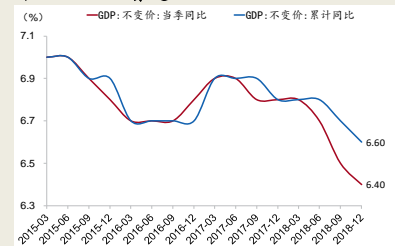
邮件：[dingwenjie@cmbi.com.hk](mailto:dingwenjie@cmbi.com.hk)

#### 成亚曼，博士

电话：(852) 3900 0868

邮件：[angelacheng@cmbi.com.hk](mailto:angelacheng@cmbi.com.hk)

#### 中国 GDP 增速



#### 近期宏观报告

[2019 年 1 月 22 日](#)
[第四季度 GDP 增速放缓如预期；重点关注减税措施](#)
[2019 年 1 月 15 日](#)
[预期既弱，实际尤逊——12 月中国贸易数据评论](#)
[2019 年 1 月 14 日](#)
[追问房地产市场的“三重背离”](#)
[2019 年 1 月 10 日](#)
[1 月海外宏观月报](#)
[2019 年 1 月 7 日](#)
[全面降准如期而至，2019 以宽松开局](#)
[2019 年 1 月 4 日](#)
[全球贸易观察——领先指标转弱，“金丝雀”预警](#)

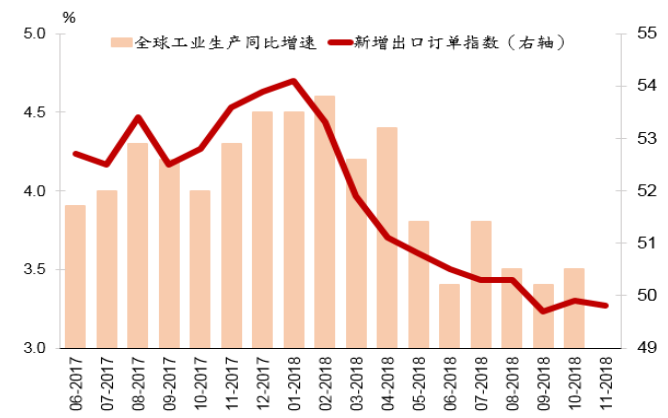
## 目录

I. 海外宏观：贸易增速持续下滑，欧洲经济全面放缓 .....	3
II. 实体经济：2018 年经济平稳收官 .....	5
1. 经济增长：GDP 增速稳中趋降，PMI 跌破荣枯线 .....	5
2. 生产：采矿业带动生产增速回升 .....	6
3. 投资：基建“补短板”效果逐渐显现 .....	7
4. 消费：收入增长乏力制约消费 .....	8
5. 贸易：“苹果”滞销拖累出口 .....	9
6. 物价：工业品通缩阴影浮现 .....	10
III. 货币金融：信用收缩边际缓解 .....	11
1. 贷款增长较快，票据融资继续放量 .....	11
2. 表外融资出现分化，债券融资边际改善 .....	12
3. M2、M1 增速低位徘徊 .....	14
4. 央行公开市场操作加码 .....	14
IV. 财政收支：减税降费主线不变，财政支出有待发力 .....	17
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 .....	18
2. 财政支出：积极迹象显现，债务付息增速领跑各项支出 .....	19

## I. 海外宏观：贸易增速持续下滑，欧洲经济全面放缓

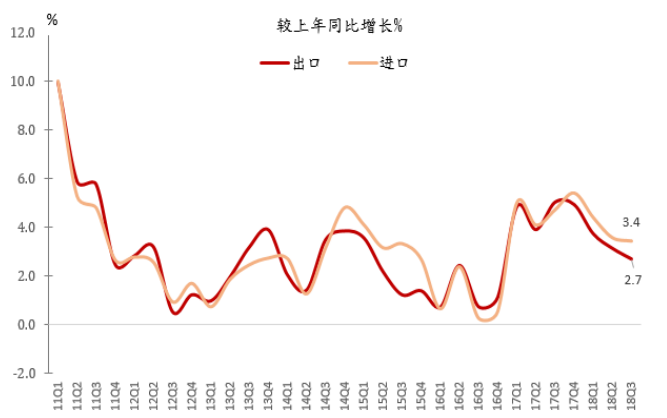
**全球贸易和投资增速下降，世界银行和 IMF 下调经济预测。**贸易摩擦和周期下行对全球贸易增速的负面影响逐渐显现，新增出口订单明显减少。除贸易外，投资和工业生产也出现全面放缓。在此背景下，世界银行在一月初发布的《全球经济展望》半年报中，预计全球经济增长将从2018年的3%放缓至2019年的2.9%，预计美国、欧元区和中国在2019年的实际GDP增长率分别为2.5%，1.6%和6.2%。由于新兴市场国家将面临贸易需求降温和流动性收紧等复杂外部环境的持续考验，世行将新兴市场和发展中经济体的2019年实际GDP增速预测值由之前的4.7%下调至4.2%。国际货币基金组织（IMF）继去年10月因贸易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日再次调低今年和明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、招商银行研究院、招银国际研究

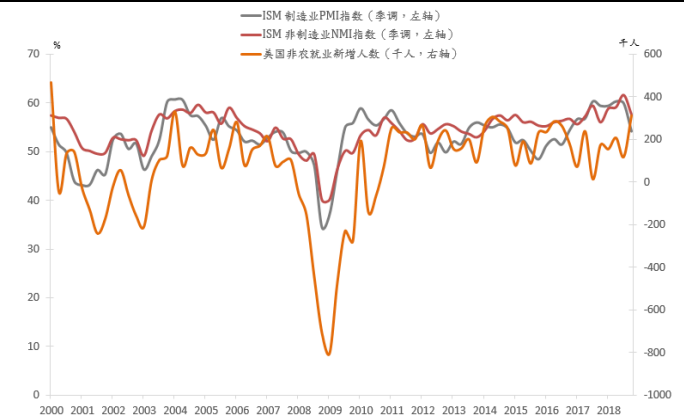
图 2: 全球贸易增速放缓



资料来源：联合国贸发会议、招商银行研究院、招银国际研究

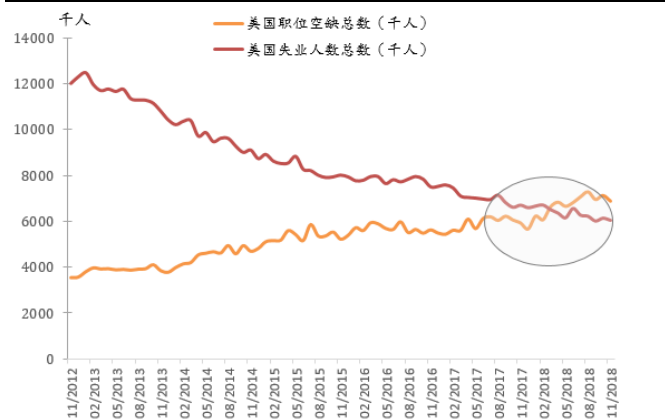
**联邦政府陷预算僵局，美国经济扩张持续。**由于白宫和国会的美墨边境墙拨款事宜上分歧严重，联邦政府部分执行部门从去年12月22日开始暂停运转。美国政府测算，预算僵局每拖延一周就会降低0.13个百分点的季度GDP增速。而且，此次创纪录的超长停摆也已影响到零售等经济数据的正常发布。从本月已发布的数据来看，就业和薪资录得强劲增长，上年12月非农就业人数新增31.2万，远超预期。随着更多劳动力重返就业市场，失业率小幅上升0.2个百分点至3.9%。平均时薪按年提高3.2%，2018年度薪资增幅创下2008年以来的最高水平。1月美联储褐皮书显示美国经济扩展持续，前景总体乐观，但部分地区和行业已出现放缓趋势，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



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图 4: 美国职位空缺数已超失业人数



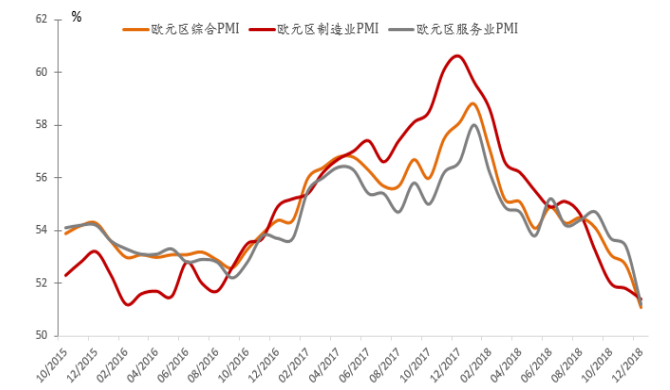
资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

**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。

**“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。

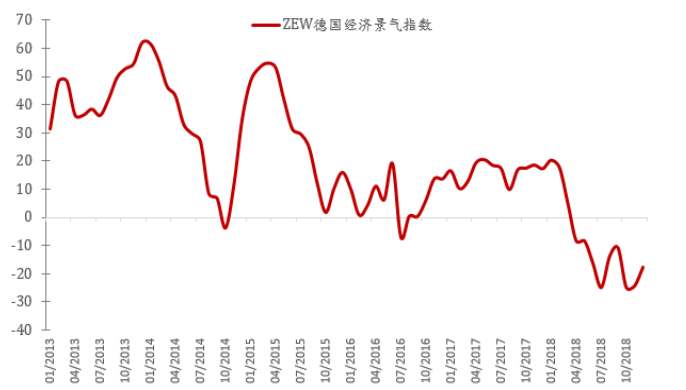
作为欧元区的最大经济体及增长引擎的德国，许多关键经济指标大幅下挫，11 月工业产出环比萎缩 1.9%，同比下降达 4.7%。2018 年末季调 GDP 同比 1.5%，全年增速创 5 年新低，远低于 2016 年和 2017 年 2.2% 的增速。尽管私人消费拉动 GDP 增长 1 个百分点，仍有望抵消部分经济下行压力，但无法扭转总体放缓趋势。德国政府也认同经济增长已失去动力。

图 5: 欧元区经济增长全面放缓



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图 6: 德国经济景气指数大幅下降



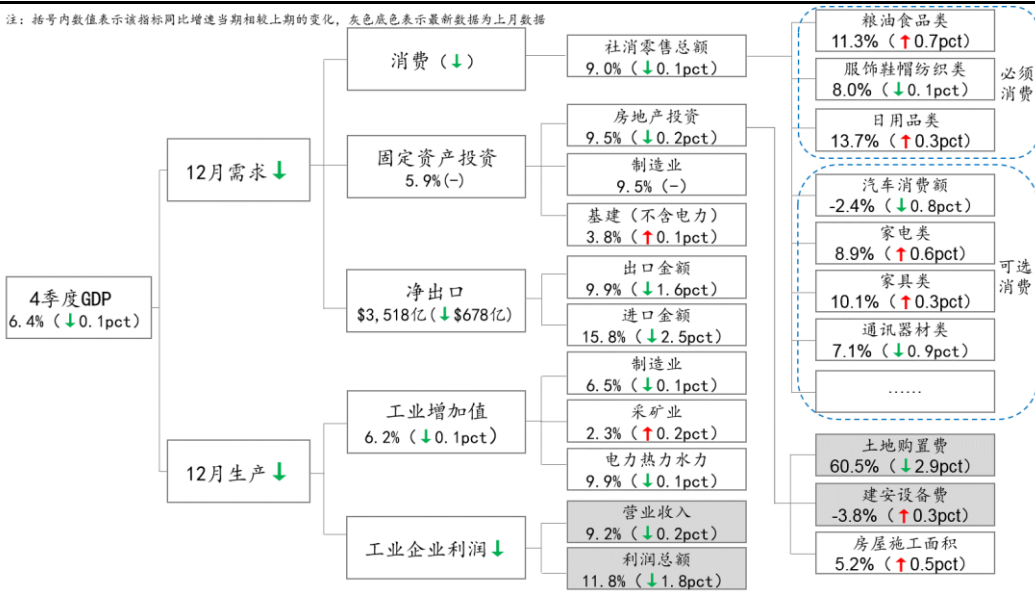
资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

**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。

## II. 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于上期的变化，灰色底色表示最新数据为上月数据



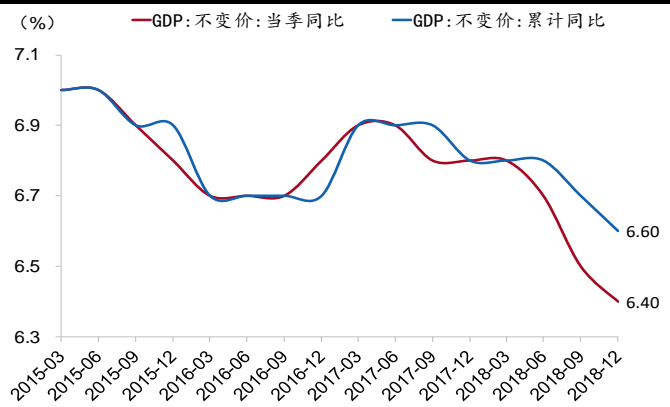
资料来源：招商银行研究院、招银国际研究

### 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。

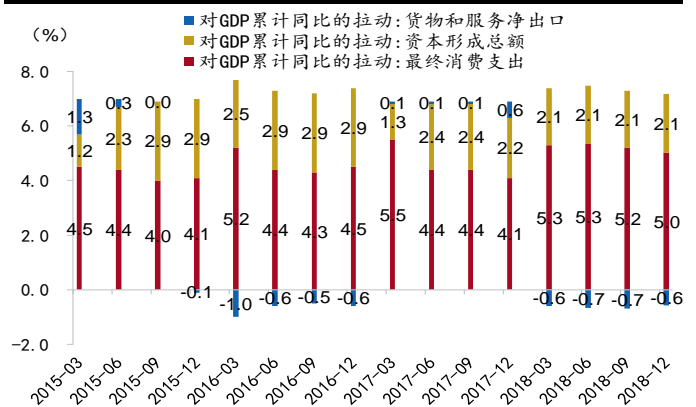
**2018 年 4 季度平稳收官，经济增长压力仍存。**4 季度 GDP 同比增长 6.4%，增速较 3 季度下滑 0.1pct，显示在全球经济增速放缓和内外需动力不足下，国内经济增长承压。这主要体现在两方面：（1）分季度看，1 至 4 季度 GDP 当季同比增速分别为 6.8%、6.7%、6.5%、6.4%，全年增速呈下滑趋势；（2）截至 4 季度，消费对 GDP 累计同比的拉动为 5.0%，较 3 季度的 5.2% 下滑 0.2 个百分点。

图 8: 经济增速稳中趋降



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 9: 最终消费支出对 GDP 同比增速的拉动减弱



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

**经济景气度有所下行，工业品价格指数压力尤甚。**2018 年 12 月官方制造业 PMI 指数 49.4，较前值下滑 0.6，跌破荣枯线，创下 2016 年 3 月以来最低值，指向经济已步入收缩区间。其中需求、供给、库存、价格、就业等分项指数均有不同程度下滑，而工业产品价格的下滑尤为显著。

表 1：2018 年 12 月官方制造业 PMI 跌至荣枯线以下

PMI		2018-12	比上月	比荣枯线
制造业 PMI		49.4	-0.6	-0.6
需求	新订单	49.7	-0.7	-0.3
	新出口订单	46.6	-0.4	-3.4
	在手订单	44.1	-0.2	-5.9
	进口	45.9	-1.2	-4.1
供给	生产	50.8	-1.1	0.8
	采购量	49.8	-1.0	-0.2
	生产经营活动预期	52.7	-1.5	2.7
	供货商配送时间	50.4	0.1	0.4
库存	产成品库存	48.2	-0.4	-1.8
	原材料库存	47.1	-0.3	-2.9
价格	出厂价格	43.3	-3.1	-6.7
	主要原材料购进价格	44.8	-5.5	-5.2
就业	从业人员	48.0	-0.3	-2.0

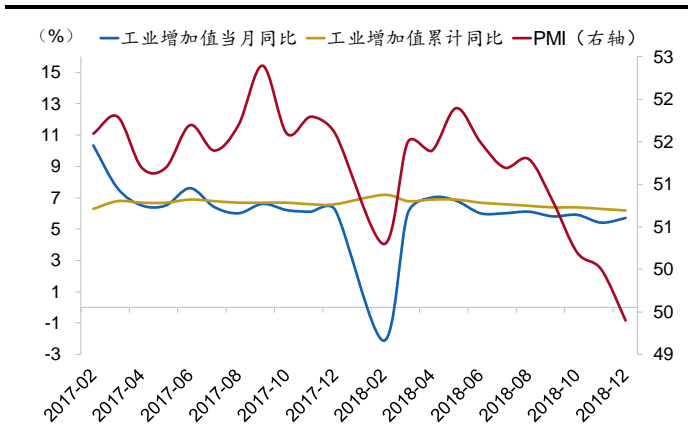
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

## 2. 生产：采矿业带动生产增速回升

2018 年全年，规模以上工业增加值比上年实际增长 6.2%，增速稳中趋降。分三大门类看，采矿业同比增长 2.3%，制造业增长 6.5%，电热燃气水增长 9.9%。

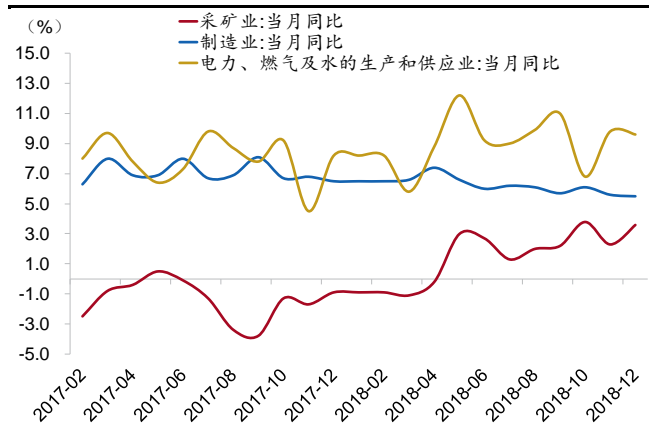
**2018 年 12 月，规模以上工业增加值同比增长 5.7%，增速较前值提高 0.3pct。**其中采矿业同比增长 3.6%，较前值提高 1.3pct，制造业增长 5.5%，较前值下降 0.1pct，电热燃气水增长 9.6%，较前值下降 0.2pct。采矿业拉动工业企业增加值增速回升，可能与环保限产的松动有关。目前已有的数据中分行业看，农副食品加工、橡胶、医药、非金属矿物制品、交通运输和电气机械行业增加值同比增速有所提升，计算机通讯、纺织、黑色金属冶炼加工、汽车制造行业增加值增速有所回落。

图 10: 工业生产同比出现反弹



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 11: 采矿业拉动工业增加值增速提升



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

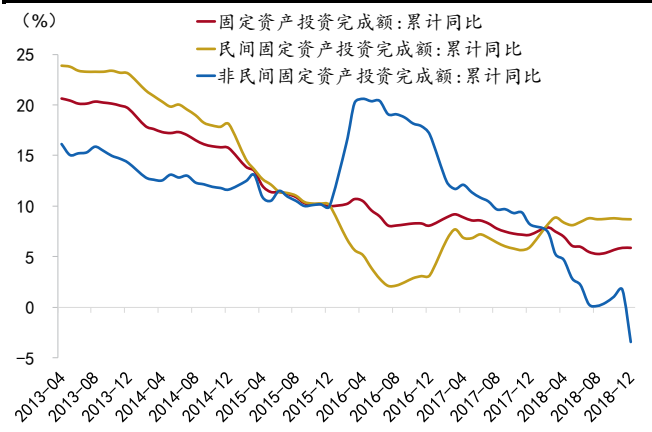
**工业生产受到多因素制约，增速反弹大概率难以持续。**（1）消费、投资、贸易需求仍然疲弱，对生产形成拖累；（2）PPI 增速趋势性回落将对工业企业的生产和投资不利；（3）从长周期看，工业增加值增速与制造业相关性最高，与采矿业相关性较低，采矿业对工业生产的拉动难以持续；（4）2018 年下半年以来，工业企业利润增速呈快速下滑态势，11 月规模以上工业企业利润总额当月同比下降 1.8%。

### 3. 投资：基建“补短板”效果逐渐显现

2018 年 12 月，全年固定资产投资 63.6 万亿，较上年增长 5.9%，全年增速有所下行，年底小幅回升，12 月固定资产投资累计同比增速与 11 月持平。其中民间投资同比增长 8.7%，与上月持平，非民间投资同比下降-3.4%，较上月下滑 5.1pct，民间资本是固定资产投资的主要驱动力量。

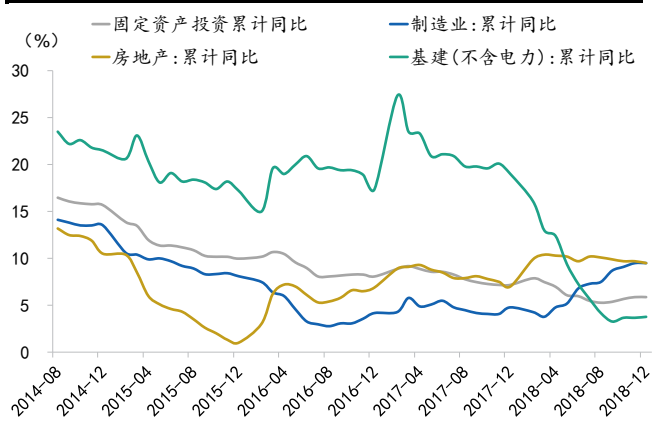
以统计局公布的固定资产投资额累计值计算，2018 年 12 月全国固定资产投资完成额 2.64 万亿元，这是 2010 年以来 12 月当月固定资产投资完成额的最低值。考虑到价格因素，2018 年 12 月当月固定资产投资额较 2010 年 12 月出现了较大差距。另一方面，通过 2018 年固定资产投资额累计值计算的固定资产投资额累计同比为 0.6%，与统计局公布的 5.9% 累计同比有较大差距。这指向了统计局在 2018 年 12 月进行了统计口径调整，而目前并未依照最新口径对前期固定资产投资累计值数据进行回溯，以至于 12 月公布的固定资产投资完成额累计值是最新口径，而 11 月公布的固定资产投资完成额累计值是旧口径，因此造成了 12 月当月固定资产投资额相对较小。

图 12: 民间投资支撑固定资产投资增速



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

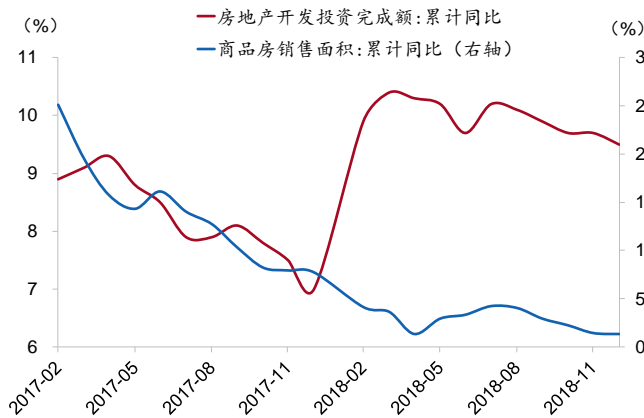
图 13: 基建反弹和制造业支撑投资增速企稳



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

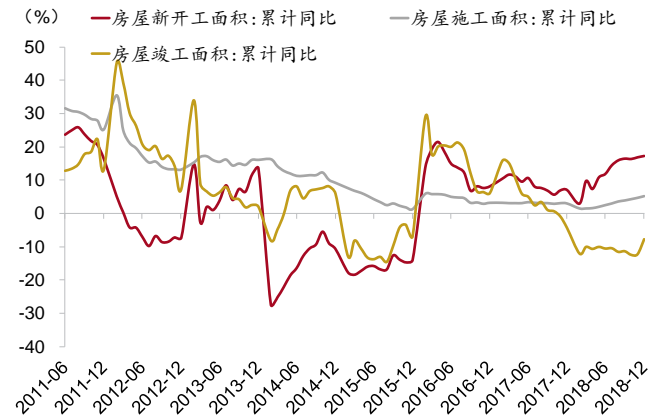
**制造业投资亮点颇多，但可持续性承压。**2018 年 12 月制造业投资累计同比增长 9.5%，增速与 11 月持平。分行业看，医药、有色金属冶炼压延、交运设备、电器机械行业投资增速较 11 月有所提升。计算机、专用设备、通用设备行业投资增速较 11 月有所下滑。2018 年制造业投资是固定资产投资中的最大亮点，但工业企业利润增速自下半年开始回落，将制约制造业投资的增长。

图 14: 房地产销售与房地产投资增速继续下滑



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 15: 新开工与竣工的背离趋于收敛



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

**房地产投资增速预期内下滑, 背离的指标有所收敛。**2018年12月房地产投资累计同比增长9.5%, 增速较11月下降0.2pct。12月, 商品房销售面积累计同比增长1.3%, 较11月下降0.1pct, 依然延续“长尾回落”的趋势。资金来源累计同比增长6.4%, 较11月下降1.2pct, 资金压力尚未完全缓解。新开工面积累计同比增长17.2%, 表明房企继续以高开工的高周转获取现金流, “抢种抢收”的行为尚未结束。由于2017年销售的期房交房期临近, 施工、竣工面积同比增速出现回升, 施工面积累计同比5.2%, 较11月提高0.5pct, 竣工面积累计同比-7.8%, 较11月提高4.5pct, 新开工与竣工的背离正趋于收敛。受施工面积增速回升的提振, 预计后续公布的建安设备费增速将会有所回升。

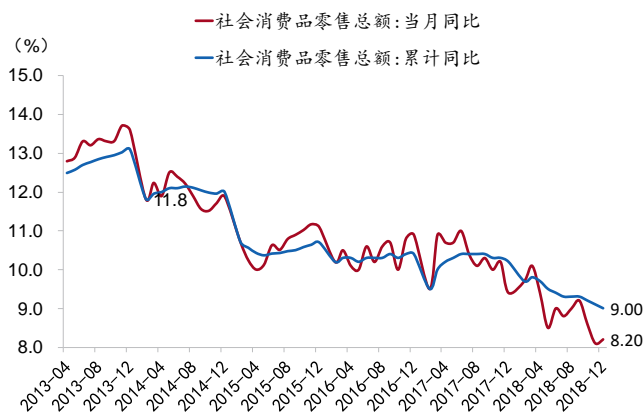
**基建投资增速反弹, 政策效果逐渐显现。**2018年12月基建(不含电力)投资累计同比增长3.8%, 增速较11月提高0.1pct。基建(含电力)投资累计同比增长1.8%, 增速较11月提高0.6pct。基建投资增速回升与12月建筑业PMI大幅回升相印证。基建投资增速企稳回升在预期之内, 当前制约基建投资增速的仍然是地方政府清理隐性债务、财政预算资金有限、地方政府资金来源不足等因素, 因此基建增速难以大幅反弹。

#### 4. 消费: 收入增长乏力制约消费

2018年社会消费品零售总额同比增速呈下滑态势, 全年同比增长9.0%, 增速较2017年下降1.2pct。社会消费品零售总额增速的下滑与居民人均可支配收入增速下滑息息相关, 2018年城镇居民人均可支配收入同比增长7.8%, 较上年下降0.5pct。社会消费品零售总额增速下滑不代表消费降级, 实物消费仅为消费支出的一部分, 随着消费升级, 服务消费在最终消费支出的占比和贡献度越来越高。

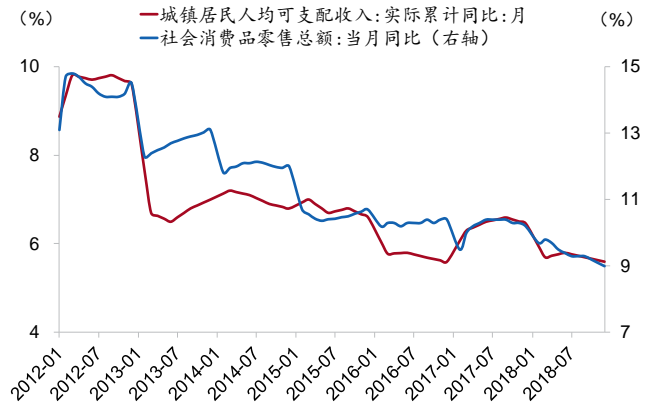


图 16: 社消零售总额当月同比增速有所反弹



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 17: 收入增速下滑制约社消零售总额增速



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

2018年12月,社会消费品零售总额当月同比增长8.2%,较11月提高0.1pct。从限额以上各类别商品消费增速来看,通讯器材、家具、家电、服装、汽车、饮料、日用品、食品当月同比增速有所提升。文化用品、化妆品、珠宝、装潢类消费当月同比增速有所下滑。

2018年汽车消费对社会消费品零售总额造成显著拖累,今年1月,发改委表示将会制定出台稳定汽车、家电等产品消费的措施,后续将对社消形成支撑。

## 5. 贸易：“苹果”滞销拖累出口

**2018年我国外贸整体实现了稳定增长。**全年出口金额2.49万亿美元,同比增长9.9%;进口金额2.14万亿美元,同比增长15.8%;全年贸易顺差3,518亿美元,同比-16.2%。

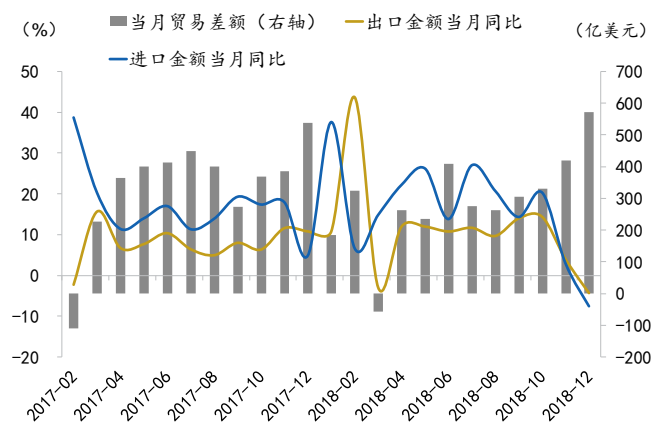
以美元计,2018年12月出口金额2,213亿美元,当月同比-4.4%,预期2%;进口金额1,642亿美元,当月同比-7.6%,预期4.5%,进出口同比增速双双大幅低于预期。

出口金额增速大幅下滑的主要原因有三:(1)手机出口量大幅下降。12月我国手机出口同比减少76.1亿美元,占当月出口金额收缩幅度的74%。这很可能与苹果公司手机销量大幅低于预期,削减其在我国的生产订单相关。今年1月2日,苹果公司近20年来首度下调业绩预期。(2)外需明显走弱。12月主要经济体PMI均有所回落,美国PMI大幅下滑4.8至54.1;欧元区PMI下滑0.4至51.4。(3)人民币汇率企稳。12月人民币CFETS指数环比升值0.9%,人民币兑美元环比升值0.7%。

进口金额增速大幅下滑的主要原因有二:(1)全球需求疲弱,大宗产品价格下滑。以原油为例,12月原油进口量同比增长29.9%,较前值提高14.2个百分点,但由于原油价格大幅回落,进口金额当月同比增速反而较前值下降14.9个百分点至42.7%。(2)“苹果效应”亦对进口形成拖累。12月集成电路(手机的主要零部件)进口同比-16.9%,较11月大幅下降18.7个百分点。

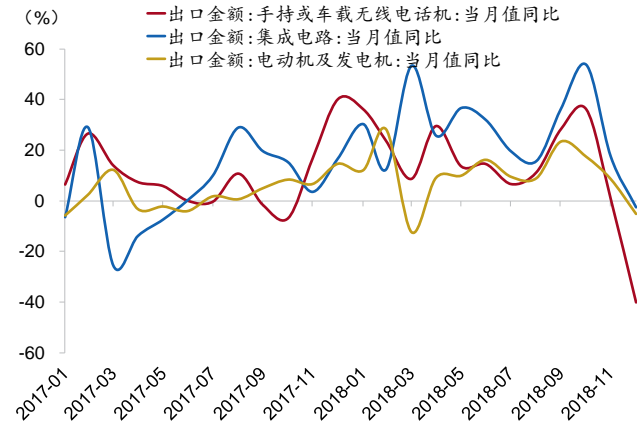
由于进口下滑幅度大于出口,贸易顺差同比扩大。以美元计,2018年12月贸易顺差571亿美元,同比增长6.0%。

图 18: 出口增速与进口增速均显著下滑



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 19: 手机出口下降拖累出口增速下滑



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

**展望 2019 年，尽管贸易摩擦可能边际降温，但在全球经济增长放缓的大背景下，我国的贸易形势仍然不容乐观。**2018 年下半年以来 PMI 新出口订单指数的下滑，在后期出口数据中或逐步显现；内需疲弱将使得进口增长承压。若我国加大对美国货物进口，贸易顺差将进一步缩小。从基数效应考量，去年 1-2 月手机出口增速仍居于高位（36.1%、23.5%），今年 1-2 月我国的出口增速仍可能因此受到拖累，直至 3 月才有所改观（去年 3 月手机出口同比 8.6%）。

## 6. 物价：工业品通缩阴影浮现

**2018 年通胀整体温和。**2018 年全年 CPI 同比 2.1%，较 2017 年有所抬升，主要受食品价格带动。全年 PPI 全年同比 3.5%，较 2017 年大幅回落 2.8pct，主要受全球经济增长放缓、国际原油价格波动和供给改善的影响。2018 年 12 月 CPI 同比 1.9%（预期 2.1%），PPI 同比 0.9%（预期 1.6%），创下 2016 年 10 月以来的最低值。

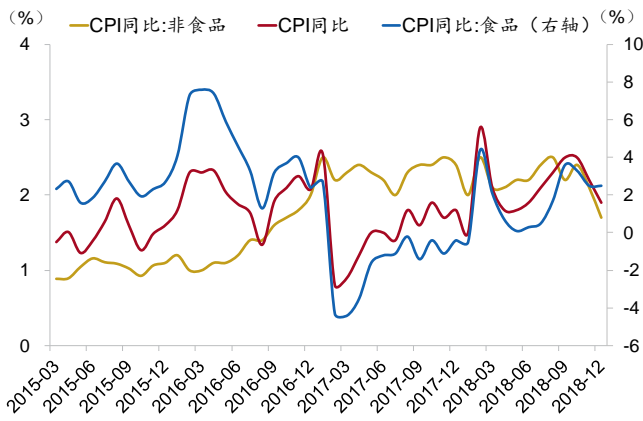
2018 年 12 月 CPI 环比持平，弱于季节性规律，CPI 同比 1.9%，较前值下滑 0.3pct。非食品项是主要拖累因素：受国际原油价格回落影响，非食品项中成品油价格大幅下降，使得交通通讯和居住环比负增长。食品项中蔬菜、水果、猪肉和水产品价格上涨，推动食品项环比由负转正，同比持平，对 CPI 形成一定支撑。

**展望 2019 年，CPI 将大概率延续温和增长。**一方面，需求疲弱叠加国际油价上行动力不足将制约 CPI 上行动力。另一方面，本轮猪周期于 2018 年 5 月启动，叠加猪瘟疫情影响，将对 CPI 增速形成支撑。但若中国加大对美国农产品的进口力度（美国猪肉价格仅为中国的 1/3），很可能会平抑猪肉价格的涨幅。

2018 年 12 月 PPI 同比回落至 0.9%，较前值大幅下滑 1.8pct，PPI 环比下滑至 -1%，较前值下滑 0.8pct，大幅低于市场预期。国际石油价格走低（布伦特原油价格同比 -10%）和环保限产松动是 PPI 环比跌幅扩大的主要原因。分行业看，石油开采、石油燃料加工和黑色金属冶炼及受石油行业影响的化学纤维、化学原料等行业产品价格均有显著下滑。

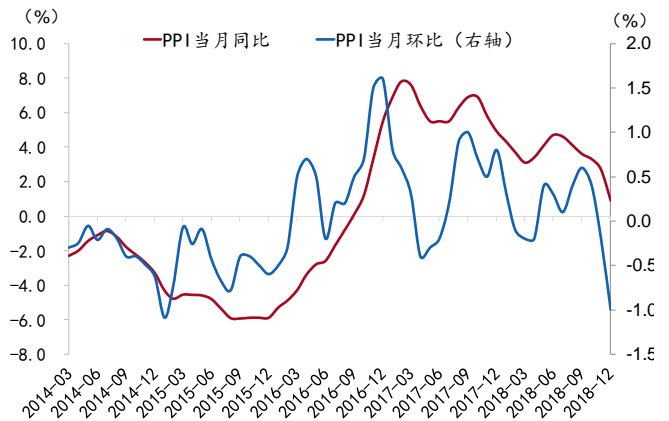
**展望 2019 年，PPI 同比增速大概率趋势性下滑。**在全球经济增长继续放缓、环保限产松动以及高基数的共同作用下，2019 年 PPI 下行压力依旧较大。从高频数据来看，2018 年 1 至 10 月是大宗商品的价格高位，2019 年 1 月布伦特原油、动力煤、螺纹钢产品均价较 2018 年前 10 月均价分别下跌 21%、10%、10%。随着环保限产逐渐放开，大宗商品价格将会失去支撑难以走高，后续工业品价格跌幅可能会进一步扩大。而目前 PPI 已接近零增长，因此工业品通缩压力迫在眉睫。从历史上看，PPI 同比增速与企业利润同比增速高度相关，2019 年企业利润增速或将明显放缓。

图 20: 非食品价格拖累 CPI 同比增速下滑



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

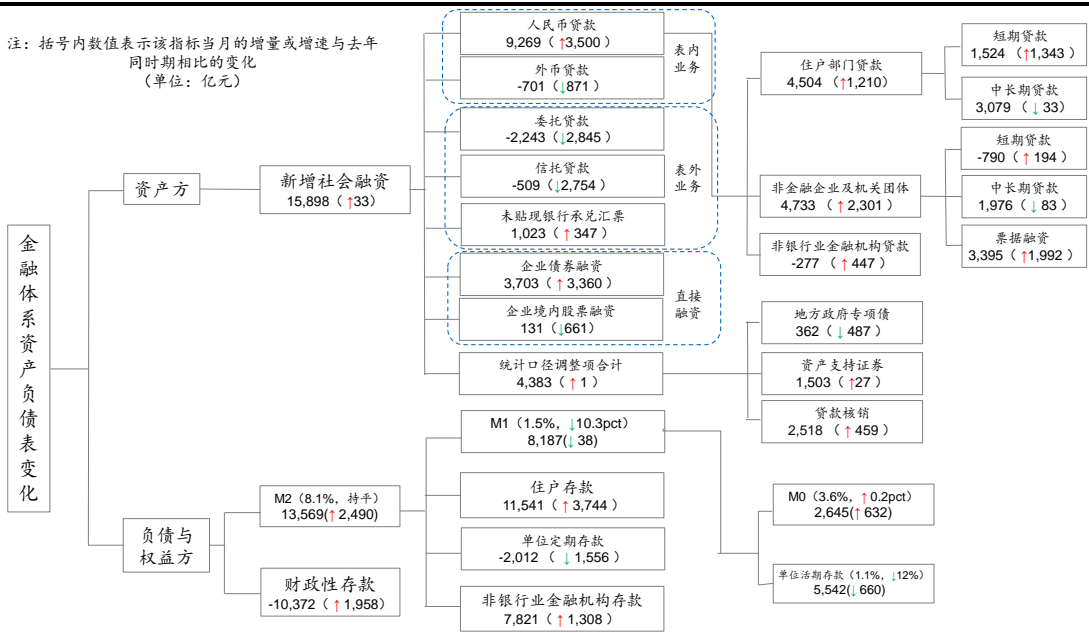
图 21: PPI 同比增速显著下滑



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

### III. 货币金融：信用收缩边际缓解

图 22: 2018 年 12 月中国主要金融指标一览



资料来源: 招商银行研究院、招银国际研究

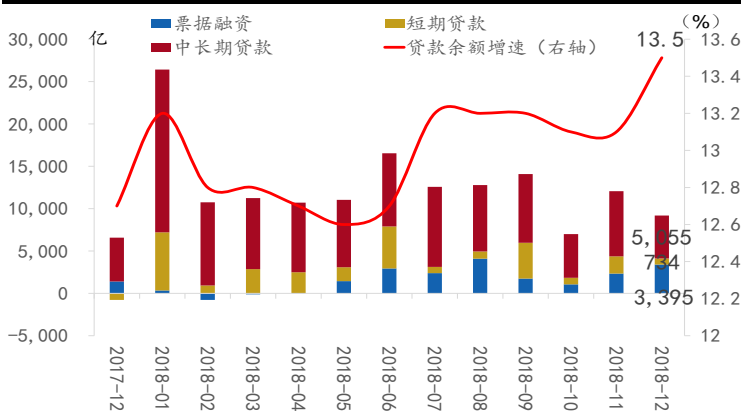
#### 1. 贷款增长较快，票据融资继续放量

2018 年，在表外融资收缩等影响下，商业银行信贷投放有所加快。12 月末，人民币贷款余额同比增长 13.5%，较上年末高 0.8 个百分点。12 月新增人民币贷款 1.08 万亿元，同比多增 4,995 亿元；全年新增人民币贷款 16.17 万亿元，同比多增 2.64 万亿元，再创历史新高。

分期限看，短期贷款新增 734 亿元，同比多增 1,501 亿元；受票据融资利率持续下行等影响，票据融资增加较快，12 月新增 3,395 亿元，同比多增 1,992 亿元；中长期贷款新增 5055 亿元，同比减少 116 亿元。全年短期贷款、票据融资和中长期贷款分别增加 4.8 万亿元、1.89 万亿元和 10.55 万亿元，较 2017 年分别多增 2.92 万亿元、0.31 万亿元和 -1.13 万亿元。

分部门看，住户贷款新增 4,505 亿元，同比多增 1,210 亿元（短期贷款同比多增 1,343 亿元）；非金融性公司贷款新增 4,733 亿元，同比多增 2,301 亿元，其中企业中长期贷款增加 1,976 亿元，同比下降 83 亿元。2018 年，住户贷款和非金融公司贷款分别增加 7.36 万亿元和 8.31 万亿元，较 2017 年分别多增 0.23 万亿元和 1.6 万亿元。

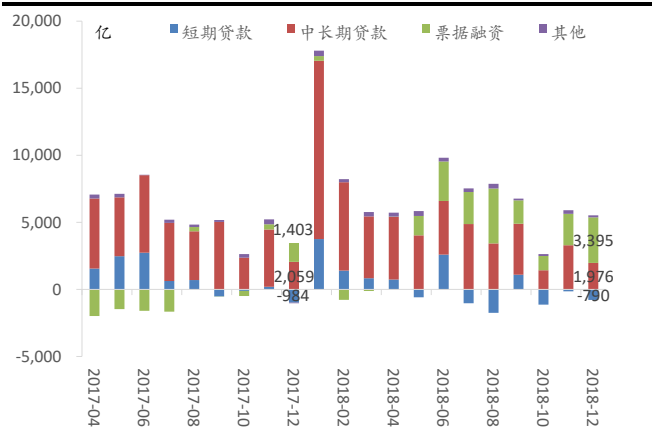
图 23: 12 月各项贷款余额增速持续走高



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

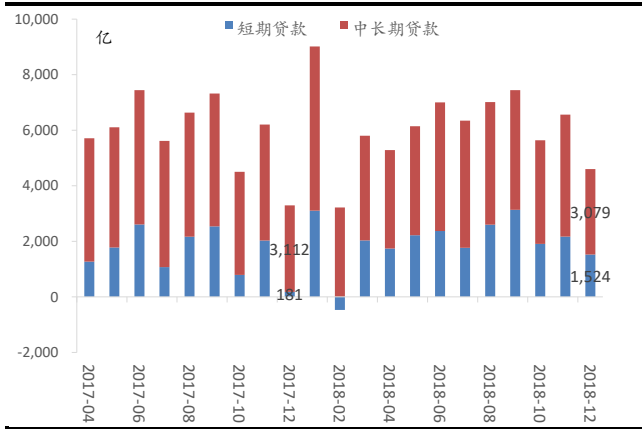
2018 年企业中长期贷款增长乏力，一方面是因为票据融资成本较低，企业更偏好于低成本融资；另一方面也反映出企业整体投资意愿依然不强，对中长期信贷需求较弱。

图 24: 12 月份新增人民币贷款:非金融企业



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 25: 12 月份新增人民币贷款:居民户

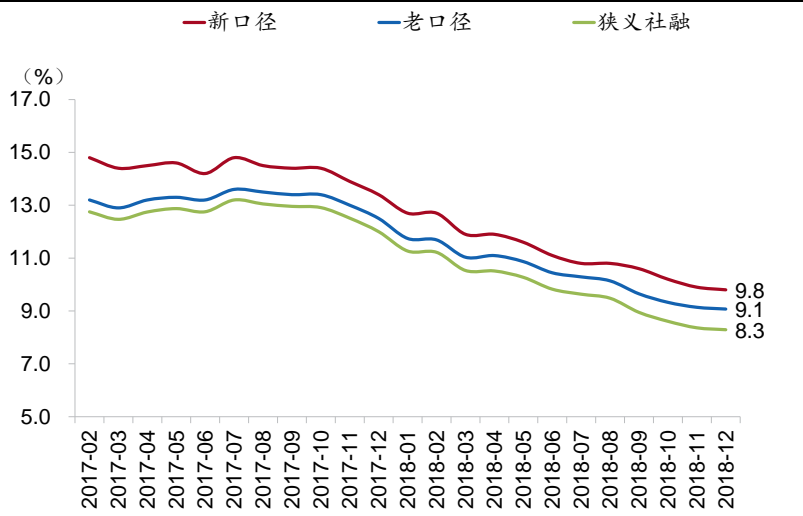


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

## 2. 表外融资出现分化，债券融资边际改善

2018 年 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。旧口径社融同比增长 9.1%，狭义社融增长 8.3%。12 月份社融增量为 1.59 万亿元，较上年同期多增 33 亿元；全年社融新增 19.26 万亿，比上年少 3.14 万亿元。展望 2019 年，在政策部门的合力推动之下，信用收缩压力有望继续缓解，社融增速有望保持在 10.4% 左右。

图 26: 12 月各口径社融继续回落



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

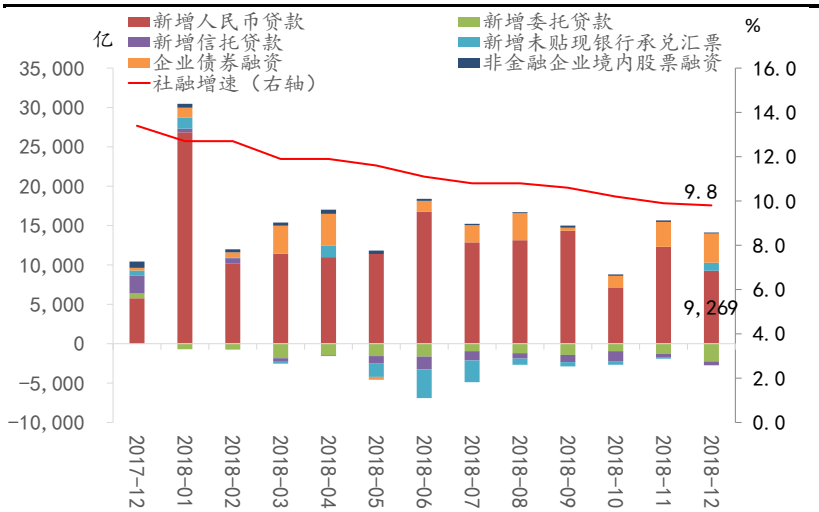
**12 月社融增速呈现出三个较明显的特征：**

一是贷款增加持续加快。12 月份，对实体经济发放贷款增加 9269 亿元，同比多增 3500 亿元。贷款核销、存款类金融机构资产支持证券增长稳定，当月分别增加 2518 亿元和 1503 亿元，同比分别多增 459 亿元和 27 亿元。全年人民币贷款、贷款核销、资产支持证券分别增加 15.67 万亿元，1.01 万亿元和 5940 亿元，较 2017 年分别多增 1.83 万亿元、2561 亿元和 3963 亿元。

二是表外融资出现一定的分化。12 月份，委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票分别减少 2243 亿元、509 亿元和增加 1023 亿元，合计净减少 1729 亿元。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。全年委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票分别减少 1.61 万亿元、6901 亿元和 6343 亿元，较 2017 年分别少 2.38 万亿、2.95 万亿和 1.17 万亿。

三是企业债券净融资继续转好。12 月份，企业债券净融资达 3703 亿元，较上年同期多增 3360 亿元，城投债和产业债净融资额均有明显提升，反映出在政策持续呵护下，债市悲观情绪边际修复，投资热情有所回暖。全年企业债券净融资 2.48 万亿元，较 2017 年多增 2.03 万亿元。

图 27: 社融余额增速继续回落



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

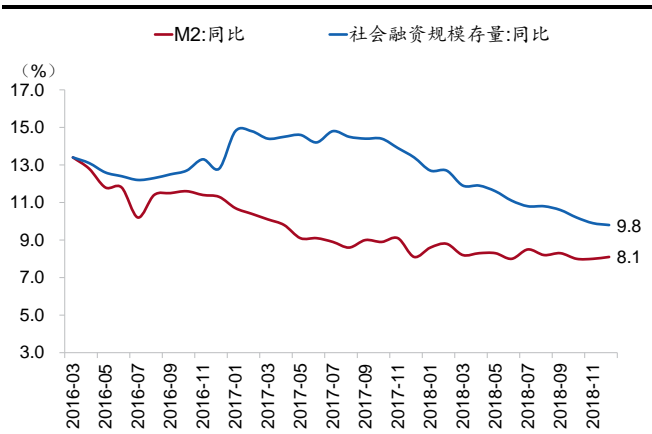
### 3. M2、M1 增速低位徘徊

2018年，M2增速基本在8%以上低位徘徊，M1增速出现了较大幅度回落。12月末，M2同比增长8.1%，较上月回升0.1pct；M1同比增长1.5%，增速与上月持平，较上年末回落10.3个百分点，资金活化程度依旧较低。展望2019年，M2和M1都有可能出现小幅回升，M2增速有望达到8.5%，M1增速有望达到5%左右。

从M2组成结构看，12月份，人民币存款增加916亿元，同比多增8,845亿元。其中，住户、非金融性公司、财政存款、非银行业金融机构存款分别新增1,1541亿元、1,4244亿元、-1,0372亿元、-7,821亿元。全年新增人民币存款13.4万亿，同比少增1,071亿元。

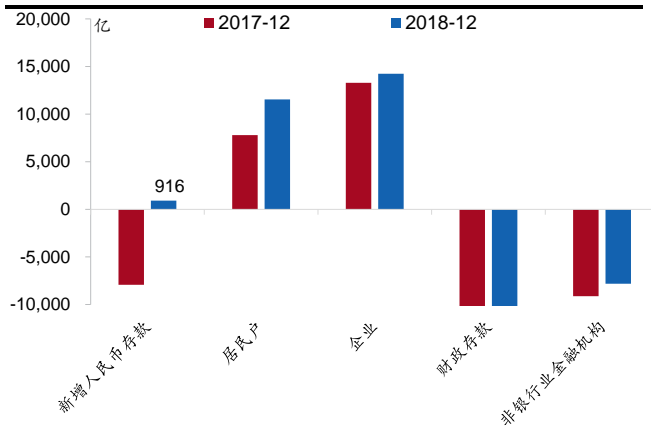
本轮M1增速下行主要是政策部门主动推进实体去杠杆和强化金融监管的结果。在政策持续收紧之下，房地产市场、基建投资以及影子银行之间的信用扩张机制正在收缩，企业被动还款压力加剧，从而导致单位活期存款和M1增速持续下行。此外，信用收缩压力和中美贸易摩擦加剧等因素也进一步冲击了市场信心，降低市场风险偏好，导致货币活化水平的持续恶化。当前M1增速低位运行并不意味着货币紧缩，但也要注意防范部分领域的流动性风险和信用收缩风险，进一步拓宽融资渠道，主动修复市场风险偏好，稳定市场预期，激活投资积极性。展望2019年，随着中央一系列稳增长政策的相继推出，M1增速有望小幅回升，此后可能在5%左右小幅波动，货币活化水平较2018年有所好转，这有助于修复市场风险偏好，但提振效果可能较为有限。

图 28: M2 增速继续低位徘徊



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 29: 居民、企业存款同比增多



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

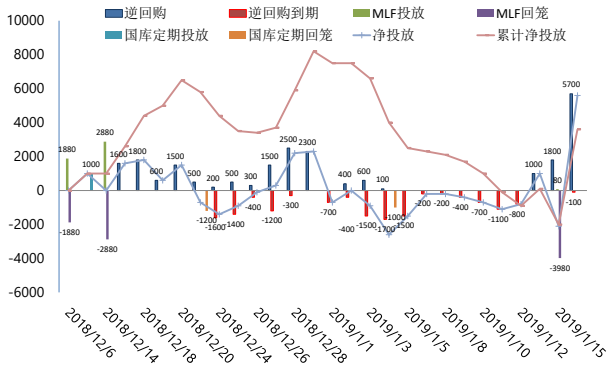
### 4. 央行公开市场操作加码

年末流动性整体相对稳定。随着年末监管考核和跨年资金需求上升，市场流动性缺口有所增大，央行在连续30个工作日暂停公开市场操作后，再次重启相关操作，加大跨年资金投放力度。12月通过逆回购操作净释放资金8400亿元。全年央行通过四次降准、增量开展MLF、PSL等操作累计释放中长期流动性4.8万亿元，市场流动性在6月份以后由合理适度转向合理充裕。

货币市场利率小幅上升。12月份，受跨年资金需求上升等影响，货币市场利率小幅上升。当月同业拆借加权平均利率为2.57%，比上月高0.08个百分点；质押式回购加权平均利率为2.68%，比上月高0.22个百分点。12月份，上、中旬，R007、DR007分别围绕2.7%、2.6%小幅波动；下旬开始，随着跨年资金需求增加，资金利率出现一定的分化，隔夜利率大幅下行，跨年资金利率大幅上涨，R007一度跳升至5.9%。全年货币市场利率持续下行，年末DR007和R007分别为2.65%和3.14%，较2017年末分别回落22BP和55BP。

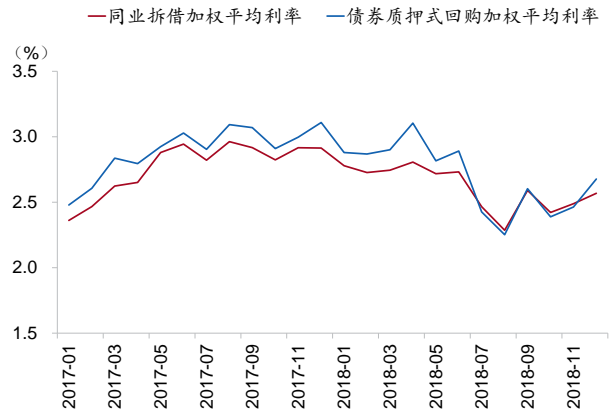
图 30: 央行多种操作优化流动性结构

12.01-1.15 公开市场操作



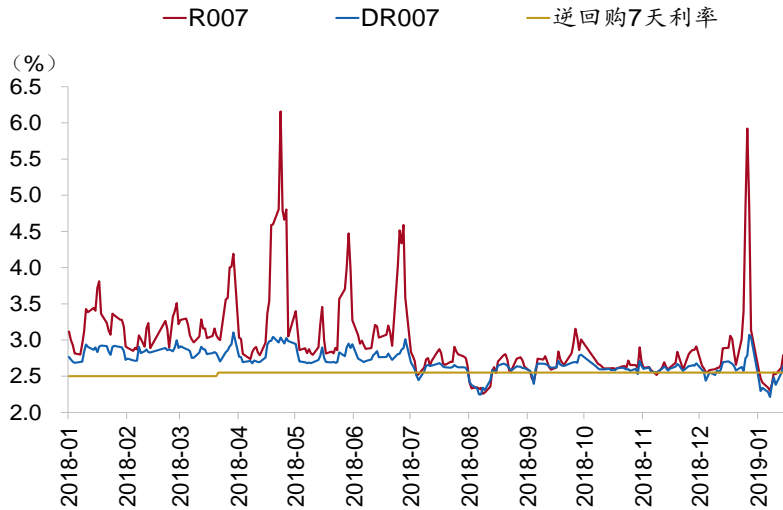
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 31: 同业拆借、质押式回购利率小幅下降



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 32: R007、DR007 波动有所扩大

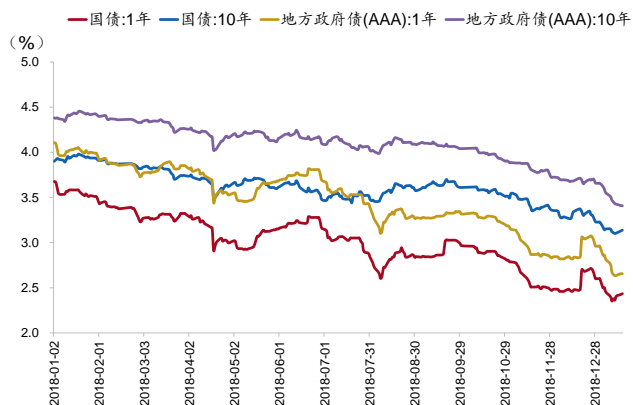


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

利率债收益率短期小幅上行，长期震荡下行。12 月末，1 年期、10 年期国债收益率分别为 2.60%、3.23%，较上月末分别提高 12BP 和下降 14BP。地方债收益率走势与国债收益率基本一致，1 年期、10 年期地方债分别从月初的 2.83%、3.72%，上升至月中的 3.065%、3.69%，然后下降至月末的 2.96%、3.66%。全年利率债收益率明显回落，1 年期、10 年期国债收益率较年初分别回落 119BP 和 65BP。

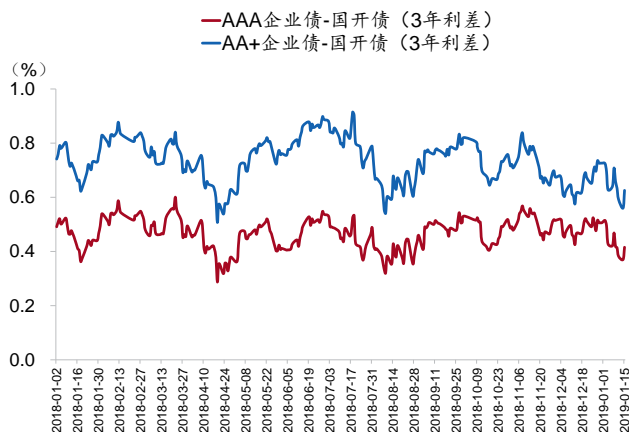
信用利差小幅震荡。12 月初 3 年期 AAA、AA+企业债与国开债平均利差分别为 52BP 和 68BP，月中小幅回落至 43BP 和 58BP，月末随着资金面趋紧又进一步回升至 51BP 和 73BP。全年受信用风险事件频发等影响，信用利差呈现高位震荡。

图 33: 国债、地方政府债收益率震荡下行



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 34: 信用债利差小幅震荡

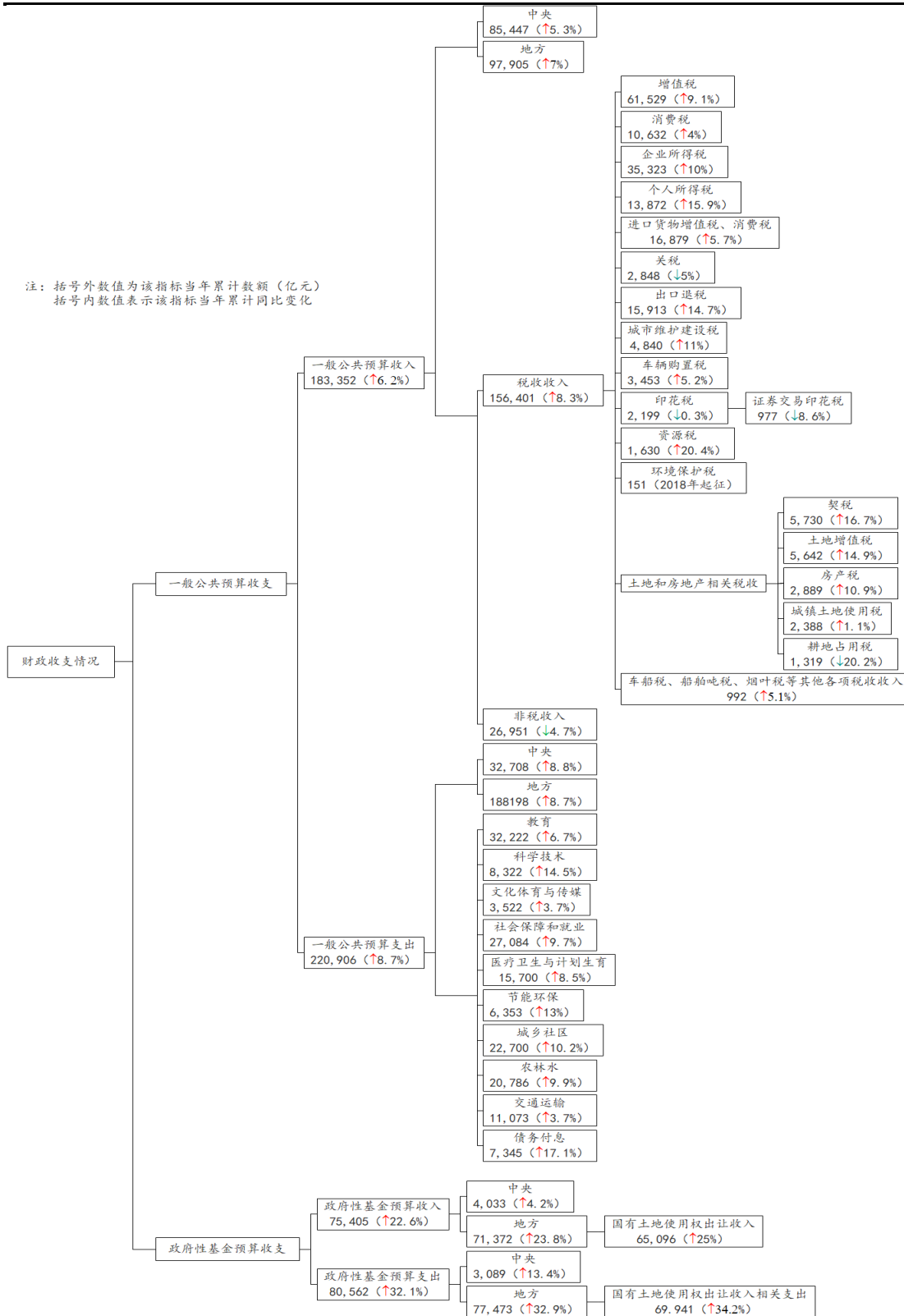


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究



## IV. 财政收支：减税降费主线不变，财政支出有待发力

图 35: 9月中国主要财政指标一览



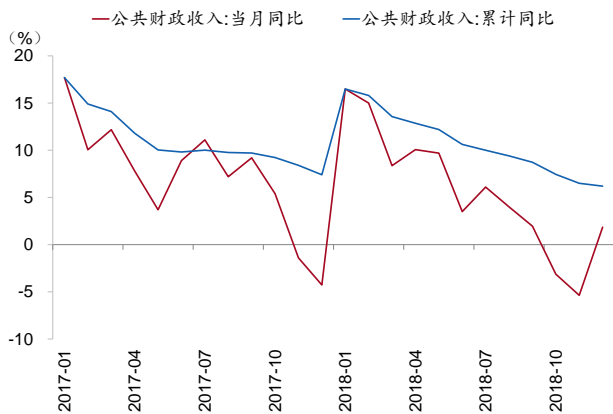
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

## 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

**财政收入增速小幅反弹，但总体增速放缓。**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，仍较2017年的7.4%下降至6.2%，应该说在2018年减税降费措施不断出台的背景下，全年减税效果有所体现。随着2019年更大力度减税政策的出台，预计今年全国一般公共预算收入增速会进一步放缓。

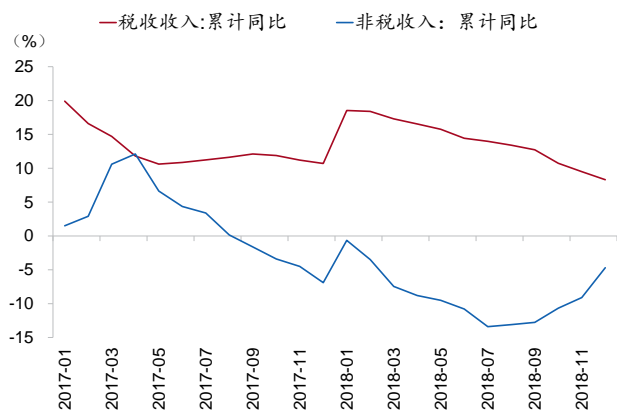
**非税收入增速反弹明显，国企上缴利润或为主因。**12月，全国一般公共预算收入中非税收入同比大幅增长43%，较上月上涨38个百分点，而且，这已是非税收入连续第三个月保持正增长，增速创38个月以来的新高，其中，国企年末上缴利润增加或为助推非税收入大幅增长的主要原因。

图 36: 一般公共预算收入增速总体放缓



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 37: 非税收入增速有所回升

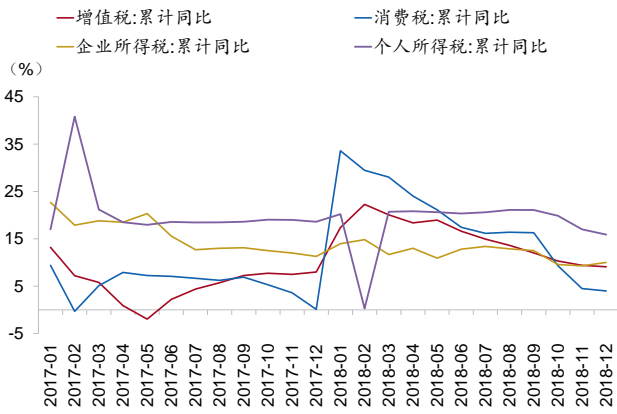


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

**主要税种增速环比有所回升。**从12月当月主要税种收入同比增速看，增值税、消费税、企业所得税和个人所得税同比增速分别为5.9%、-14.1%、152.9%和1.7%，环比分别增长7、57、162、19个百分点（企业所得税主要受到2017年基数较低影响）。但从全年累计同比增速来看，增值税和消费税分别较2017年仅增长1.1、3.9个百分点；企业所得税较2017年下降1.3个百分点；而由于在2018年出台了力度较大的改革措施，因此个人所得税增速较2017年下降了2.7个百分点，减税效果最为明显。总体来看，主要税种累计同比增速全年呈现了前高后低的走势，减税效果已有所显现。

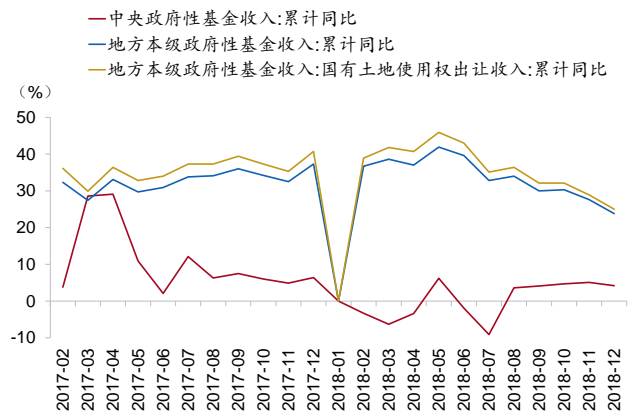
**国有土地使用权出让收入增速环比略有下降，但依旧处于高位。**2018年全国政府性基金预算收入同比增长22.6%（中央和地方同比分别增长4.2%和23.8%），地方国有土地使用权出让收入同比增速达到25%，虽然环比下降3.9个百分点，但仍然延续了2015年中期以来的持续增长态势。在以减税降费为主线的积极财政政策背景下，国有土地出让收入的快速增长无疑能够在一定程度上对冲一般公共预算收入增速的下降，缓解政府的财政压力。

图 38: 主要税种累计增速有所下降



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 39: 国有土地出让收入依旧高位增长



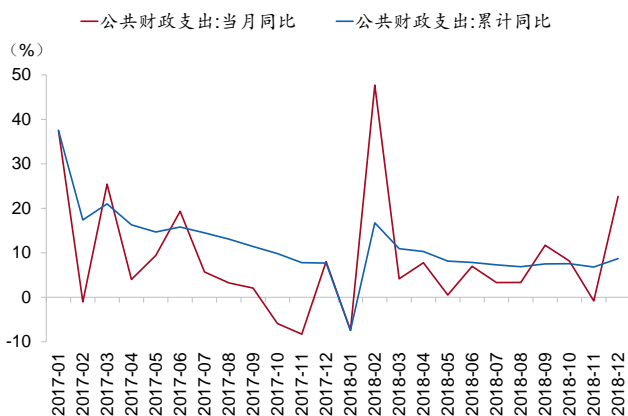
资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

## 2. 财政支出：积极迹象显现，债务付息增速领跑各项支出

**财政积极迹象显现。**2018 年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。12 月一般公共预算支出同比增速大幅提高至 23%，其中中央支出增速小幅回落至 9.9%，地方增速由负转正，大幅上行至 25.4%。财政支出增速大幅上升主要是因为地方政府财政支出加快，这或与中央转移支付资金提前下达有关。总体来看，虽然 2018 年全年一般公共预算支出增速仍低于近年财政支出增速的平均水平，但考虑到减税降费与政府债务风险等因素，当前的支出增速已明显体现了财政积极的姿态，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。

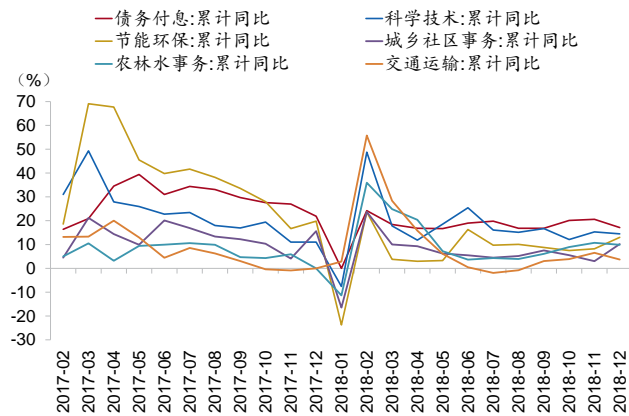
**债务付息支出增速领跑各项一般公共预算支出。**在一般公共预算各支出项目中，债务付息、科学技术以及节能环保支出的增速分别排在前三位，累计同比增速分别为 17.1%、14.5% 和 13%，均大幅高于一般公共预算支出增速，这不仅体现了当前政府债务偿付的巨大压力，也体现了政府对于科技与环保领域的重视。预计 2019 年政府除了将继续加强债务付息、科技与环保领域的财政支出力度外，还将在涉及基建领域的城乡社区建设事务、农林水事务以及交通运输方面的财政支出力度。

图 40: 一般公共预算支出更为积极



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 41: 债务付息增速领跑各项支出



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级管理人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦45及46楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。