



兴泰智库研究报告

XINGTAI THINK-TANK RESEARCH REPORT

2018 年第 35 期 总第 55 期 · 宏观报告

2018 年 11 月宏观经济运行报告

合肥兴泰金融控股集团

金融研究所

徐 蕾 李 庆

咨询电话：0551-63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：<http://www.xtkg.com/>

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路 1688 号兴泰金融广场 2206 室

2018 年 12 月 27 日

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



内容摘要：

- ◆ 11 月以来我国经济下行压力明显加大。一是 11 月工业增速超预期下降至 5.4%，为 1992 年来最低，汽车、医药等行业大幅下跌创历史新低；二是消费增速再创新低，11 月名义增长 8.1%，实际增长 5.8%；四是通胀回落，11 月 CPI 同比上涨 2.2% 低于预期，PPI 继续回落，下月或跌至 CPI 以下。五是货币与社融增速同时下滑至历史低位，M2 同比滑落至 8%，社融存量同比增长 9.9%，首次跌破两位数；六是财政收支降幅继续扩大；整体看除投资增速反弹外，主要宏观数据均出现转弱。
- ◆ 当前经济面临的困难与矛盾主要集中在：一是中美贸易摩擦叠加全球需求放缓造成的外部压力；二是政府债务的不可持续导致基建投资下跌至低位；三是“房住不炒”的楼市严监管以及居民杠杆率上升空间大幅缩小造成地产繁荣不可持续；四是强监管、去杠杆与市场风险偏好降低导致金融周期下行；五是债务压力与资产缩水引发“消费降级”。

2018年11月宏观经济运行报告

一、宏观经济运行

1. 增速显著下滑，年末仍将承压

工业生产显著下滑。11月当月工业增加值同比增长5.4%，低于市场预期的5.9%，较上月显著下滑0.5个百分点，较去年同期下降0.7个百分点，连续三个月低于6%，为1992年以来（不含春节期间）最低。环比增长0.36%，较上月下滑0.11个百分点，为2015年8月以来最低。

三大门类表现为两降一升。11月采矿业增加值同比增长2.3%，增速较上月显著回落1.5个百分点；制造业增长5.6%，回落0.5个百分点，为有记录以来（不含春节期间）最低；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长9.8%，大幅加快3.0个百分点。1-11月份全国规模以上工业增加值同比实际增长6.3%，增速较1-10月份回落0.1个百分点，较去年同期和全年回落0.3个百分点。

分行业增加值增速涨多跌少，新产业仍保持快速增长。11月份，41个大类行业中有38个行业增加值保持同比增长，较上月增加1个。17个主要行业中，9个行业增加值同比增速较上月上升，8个下降。分上中下游来看：下游消费品类行业显著走弱，增加值同比增速跌多涨少，汽车、医药、农副食品同比增速均大幅下滑并创历史新低，食品、纺织业略有回升；中游加工组装类行业涨多跌少，专用设备、铁路船舶、电气机械、金属制品上升，其中铁路船舶较上月大幅回升7.7个百分点至12.7%，在各主要行业中升幅最大，创2015年4月以来新高，通用设备、电子下滑；中游原材料类行业涨跌互现；上游采矿业增速显著回落。1-11月份，新产业增加值仍保持高速增长，高技术制造业、装备制造业增加值累计同比增速分别为11.8%和8.3%，均显著高于1-11月制造业累计同比增速6.6%。

工业生产显著下滑主要受三方面因素影响。一是生产方面，11月发电量同比增速由上月的4.8%回落至3.6%，六大发电集团日均耗煤同比仍大幅下降，汽车钢胎、半钢胎平均开工率同比增速较上月小幅下滑。同时，采矿业增加值同比增速显著回落，制造业增加值创历史新低，工业生产总体疲软。二是需求方面，11月全球贸易景气回落叠加圣诞出口旺季进入尾声，带动以美元计价的出口增速显著下滑，出口交货值同比增长7.6%，较上月大幅回落7.1个百分点，为下半年最低水平。外需低迷加之内需疲

软，拖累企业生产。**三是企业盈利方面**，受工业品出厂价格涨幅回落影响，工业企业利润当月同比增速自2018年二季度以来持续下滑，由超过20%的高增速大幅跌至10月份的3.6%，为2017年以来次低水平，对企业生产意愿和扩大生产投入能力产生负面影响。

景气指数略有回落。制造业PMI为50.0%，前值50.2%；非制造业商业活动指数为53.4%，前值53.9%；综合PMI产出指数为52.8%，低于上月0.3个百分点。

价格回落拖累利润增长。2018年1-10月份，规模以上工业企业利润同比增长13.6%，增速比1-9月份减缓1.1个百分点。其中，10月份利润增长3.6%，增速比9月份减缓0.5个百分点。本月企业盈利进一步下降，但降幅有所收窄。1-10月份主营业务收入同比增长9.3%，下降0.1个百分点。企业成本进一步下降，降成本方面成效继续扩大。因此利润的下降主要由于收入增长的放缓。本月由于工业品出产价格涨幅的回落，也使得价格的拉动效应继续减弱。从具体行业来看，新增利润主要来源于上游行业。综合来看，1-10月利润增速放缓主要由于收入增长的放缓，其中价格回落，拉动效应进一步减弱。但其他指标仍在优化，供给侧改革成效凸显。成本费用继续下降；杠杆率持续降低，盈利能力明显增强。

展望：总体来看，受到内外部因素双重影响，年末宏观经济下行压力进一步显现。不过，随着实体经济“宽信用”推进力度加大，基建补短板提速，经济内生增长活力有望释放，四季度GDP增长并无失速之虞。

2. 复苏态势进一步稳固，基建投资回升暂缓投资增速回升符合预期

投资复苏态势进一步稳固。1-11月份，全国固定资产投资（不含农户）609267亿元，同比增长5.9%，增速比1-10月份回升0.2个百分点，比去年同期仍低1.3个百分点，连续3个月企稳回升。11月当月投资完成61700亿元，同比增长8.1%，增速比10月小幅回落0.3个百分点；经季节调整后，11月环比增长0.46%，相当于折年后增长5.66%，高于10月的5.54%。11月投资增长继续向好，在基建投资和房地产开发投资增速持稳的情况下主要受益于制造业投资继续高位回升的带动。

第一产业投资增速高位回落，第二、三产业投资增速继续改善。1-11月份，第一产业投资同比增长12.2%，增速比1-10月份回落1.2个百分点，仍处于高位。第二产业投资同比增长6.2%，增速比1-10月份提高0.4个百分点，今年来在制造业投资向

好的支撑下持续回暖，已连续两个月在投资总体增速之上。第三产业投资同比增长5.6%，增速比1-10月份回升0.2个百分点，已连续两个月回升。

三大类投资增速稳固。基建投资增速走稳，制造业投资仍然亮眼，地产投资韧性犹存。具体来看，基建投资低位企稳。1-11月份第三产业中的基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）累计增速持稳于3.7%；当月保持正增长，增速较10月下行3个百分点。经测算，以全口径计的基建投资同比增长3.5%，连续两个月恢复正增长，但增速较10月下行2.4个百分点。10月31日国办《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》发布后，稳投资政策陆续落地，基建补短板力度进一步加大，支撑基建投资逐步走稳，11月上行暂缓或与资金到位时滞有关。随着发改委密集审批的项目逐步开工，后续重回上行可期。制造业投资高位回升。1-11月份制造业投资同比增速较1-10月份再度回升0.4个百分点至9.5%，是2015年7月来的最高水平；当月投资增速较10月回升0.9个百分点至13.1%，表现仍然强劲。从11月投资构成看，设备工器具购置同比增速显著反弹，这意味着制造业投资继续加快与设备更新换代投资加快有关。从行业结构上看，制造业投资高增主要由通用和专用设备制造业、电气机械和器材制造业以及计算机、通信和其他电子设备制造业等高新技术和装备制造业投资的高速增长支撑。从政策层面看，11月1日民营企业座谈会召开以来各类民企融资支持政策密集出台，对以民企为主导的制造业投资形成有效提振。地产投资回落暂缓。1-11月份房地产开发投资同比增速持平于9.7%，当月增速则回升1.6个百分点至9.3%，韧性仍然很强。

民间投资维持高增。民间投资1-11月份同比增长8.7%，增速比1-10月份略降0.1个百分点，高于总体投资增速2.8个百分点，增速差有所收窄。1-11月份民间固定资产投资占全国固定资产投资（不含农户）的比重为62.11%，比1-10月份略低0.23个百分点，连续7个月位于62%-63%区间，基本保持稳定。简政放权、减税降费、改善融资等一系列措施有效增强了民营企业的投资动力。从行业结构上看，民间投资的稳中向好态势主要受到三大类行业提振，一是铁路运输、道路运输、建筑业等基建类民间投资增速保持高位，显著高于总体投资中对应行业增速；二是受供给侧结构性改革影响较大、利润修复较好的采矿业、金属冶炼加工等行业民间投资增速仍然较高；三是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、专用设备制造业等装备制造业和高新技术制造业民间投资释放出巨大动能。

展望：预计12月投资增速将继续小幅提升。其中，基建投资将在补短板投入加大下继续改善，制造业投资在振兴实体经济、发展先进制造业政策下保持稳健，房地产开发投资仍有下行压力。

3. 房地产投资增速回落暂缓，销售与新开工背离

房地产开发投资增速高位企稳。1-11月份，全国房地产开发投资110083亿元，同比名义增长9.7%，增速与1-10月份持平，比去年同期高2.2个百分点；11月当月房地产开发投资10758亿元，同比增长9.3%，增速较10月回升1.7个百分点，是连续回落3个月后首次回升，主要受到新开工和施工增速的提振。

地产销售继续降温。1-11月份商品房销售面积同比增长1.4%，增速比1-10月份回落0.8个百分点，比去年同期低6.5个百分点，已连续4个月回落；商品房销售额增长12.1%，增速比1-10月份回落0.4个百分点。11月当月，商品房销售面积同比下降5.1%，已连续3个月负增长；商品房销售额同比增长8.8%，增速较10月回升2.5个百分点，主要受价格抬升带动。随着一二线城市在调控下需求持续回落和三四线城市棚改货币化安置退潮，商品房销售已经连续降温，库存去化放缓。

土地成交与施工指标走势背离。1-11月份，土地购置面积与新开工、施工面积增速走势出现背离。具体来看，建设指标增速较高，1-11月份房屋新开工面积累计增速由1-10月份的16.3%反弹至16.8%；11月当月同比增长21.7%，增速较10月大幅提升7个百分点，呈高位反弹走势。1-11月份施工面积累计增速则由1-10月份的4.3%继续回升至4.7%；11月当月同比增长27%，较10月大幅提高6.4个百分点，连续两个月超过新开工增速。同时，1-11月份竣工面积同比下降12.3%，已连续下降13个月。融资压力和前期的拿地热潮促使房企加快开工，而在取得预售回款后出于成本考虑放慢施工进度，因此导致新开工与竣工增速分化不断加剧。土地成交连续放缓，1-11月份土地购置面积累计增速由1-10月份的15.3%继续降至14.3%，连续两个月下行；11月当月同比增长8.1%，较10月回落4.1个百分点，7个月来首次回落至个位数增长区间。1-11月份土地成交价款累计同比增速较1-10月份回落0.4个百分点至20.2%。土地成交虽有所降温，但仍有支撑。与此同时，资金来源稳定增长，1-11月份房地产开发资金来源较1-10月份小幅回落0.1个百分点至7.6%；11月当月则同比增长6.6%，较10月小幅回落0.5个百分点。从资金来源结构上看，销售放缓致使自筹资金和定金

及预收款增速高位略有回落，而国内贷款降幅有所收窄形成对冲，综合作用下资金来源渐进式小幅回落。

展望：后续房地产投资或稳中略降。首先，销售连续负增长态势将持续，通过销售回款放缓制约房企资金改善，影响后续投资信心和土地购置开工；其次，土地购置费虽然仍处于高位，但已开始连续放缓，其先行指标土地成交价款增速已经开始下行，后续土地成交支撑将进一步减弱；此外，剔除土地购置费后的建安投资负增长态势未现好转，地产投资将继续承压。

4. 增速再创新低，汽车消费大降

社会消费品零售总额增速再创新低。11月份，社会消费品零售总额同比名义增长8.1%，增速较上月回落0.5个百分点，创2004年以来单月增速新低，这主要是受汽车类商品降幅扩大和石油类商品增速高位回落的影响。11月份，限额以上单位汽车类商品消费增速同比下降10%，降幅比上月扩大3.6个百分点；油价下调导致石油类商品消费增速较上月回落8.6个百分点。据测算，这两类商品拉低社会消费品零售总额增速超过0.7个百分点。此外，CPI同比增速下滑也对消费造成拖累，若扣除价格因素，社会消费品零售总额同比实际增长5.8%，较上月加快0.2个百分点。

基本生活品、网络消费、农村消费与餐饮消费显示出较强韧性。其一，基本生活类商品增长较快，部分升级类商品增速明显提高。11月份，限额以上单位粮油食品类、服装类、日用品类商品增速分别比上月加快2.9、0.7和5.8个百分点，限额以上单位家用电器和音像器材类、金银珠宝类、体育娱乐用品类、书报杂志类、文化办公用品类商品增速分别比上月加快7.7、0.9、5.3、14.2和2.9个百分点；其二，网络消费增速始终高于整体消费增速，且占比不断提高。1-11月份，全国网上零售额同比增长24.1%，继续保持较快发展。其中，实物商品网上零售额同比增长25.4%，占社会消费品零售总额的比重为18.2%，较去年同期提高3.4个百分点；其三，乡村消费增长更快。1-11月份，乡村消费品零售额同比增长10.2%，增速较城镇高1.3个百分点，占社会消费品零售总额的比重为14.4%，与去年同期持平；其四，餐饮收入增长好于商品零售。1-11月份，餐饮收入同比增长9.5%，比商品零售高0.5个百分点。

汽车类消费需求持续低迷。11月份，汽车类零售总额3459亿元，同比下降10%，已连续7个月负增长。汽车需求根本上还是取决于经济基本面的改善。当前的数据显示，经济下行压力并未减弱，叠加居民加杠杆买房透支购买力，对汽车消费产生的挤

出效应短期不会改变，预计12月汽车市场增速会持续负增长。但考虑到前期政策影响将在2019年逐步消退，加之基数效应减弱，2019年汽车消费应该会有所起色。

展望：下一阶段，制约消费的因素仍多：一是汽车消费短期内难以改善；二是由于石油减产等均需要一定的时间调整，故而短期内油价反弹的几率不大，会拖累石油类商品消费增长；三是受地产调控政策的影响，房地产相关消费会有一定下行压力；四是城乡居民人均可支配收入增长放缓，进而削弱居民收入预期和消费意愿；五是在三大攻坚战任务完成之前，地方政府与国有企业面临杠杆率的约束、金融机构面临监管的压力、两高一剩企业面临环保的约束，因此政府机构、事业单位和企业的消费需求将继续承受较大压力。不过，考虑到明年1月1日起个税新规全面实施会改善居民收入预期，加之“双十二”有利于扩大消费，预计12月社会消费品零售增速或将小幅收窄，继续保持平稳较快增长。

5. 内外需放缓显现，衰退式贸易顺差再现

11月份进出口总额为4100.8亿美元，同比增长4.3%，较上月回落13.6个百分点。其中出口2274.2亿美元，同比增长5.4%，较上月回落10.1个百分点；进口1826.7亿美元，同比增长3.0%，较上月回落17.8个百分点；贸易顺差447.4亿美元，环比扩大16.4%，呈现衰退式贸易顺差。

出口超预期回落。11月出口终于从两位数的高位回落，超出市场预期，应主要受三方面因素影响：一是外需放缓。11月主要经济体的PMI大多出现回落，全球制造业PMI结束了连续6个月的回落，持平于52.0%的近两年最低水平，外需持续放缓对出口的影响终于显现。二是抢出口因素消退。11月对美出口同比增长9.8%，较上月的13.2%明显走弱。三是去年11月的基数较高。去年11月出口增速由6.3%跃升至11.5%，明显抬高了基数。值得关注的是，PMI中的新出口订单指数自6月开始即已掉至荣枯线以下，但直到11月出口增速才出现回落，这与2008年下半年的情况类似，说明外部环境的变化对出口的影响可能存在时滞，且时点更可能出现在年底。值得注意的是，尽管11月我国新的出口退税政策已经落地，且人民币汇率仍然疲弱，但未能对冲外部环境的不确定性。

进口同样超预期放缓。11月进口同比增速回落至个位数，大超市场预期。主要原因来自两个方面：一是内需疲软。11月PMI进口指数回落至47.1%，这是2016年2月以来的最低水平，反映出内需在进一步放缓。相应的，主要大宗商品的进口普遍走低；

二是抢进口效应减弱。11月高技术产品和机电产品进口分别降至-3.7%和3.5%，显著低于3%的总进口增速，从美国进口由上月的-1.8%大幅放缓至-25.0%，从侧面反映抢进口效应衰退。

贸易差额呈现衰退式顺差特点。11月我国贸易顺差由上月的347.6亿美元扩大至447.5亿美元，达到今年以来的最高水平，具有明显的衰退式顺差特点。11月对美贸易顺差达到355.5亿美元，再度刷新历史新高。12月初中美会晤后，中国表示愿意根据国内市场和人民的需要扩大进口，包括从美国购买适销对路的商品，逐步缓解贸易不平衡的问题，这意味着后续从美国的进口将会明显扩大，可能会导致顺差规模收窄。

展望：后续进出口增速都将以回落为主。出口方面来看，中美贸易摩擦有缓和迹象，但此前中国对美国的出口已经透支。从第124届广交会来看，整体成交金额同比下跌不到1%，但对美出口下跌近三成，将成为最大的拖累因素。随着全球经济进入下行拐点，以及人民币汇率走稳，预计下一阶段出口增速仍将以回落为主。进口方面，以进博会召开为标志，贸易政策将从促进出口向扩大进口倾斜，而中美贸易谈判也将加大从美国进口力度，这意味着后续进口仍有支撑。但考虑到中国经济仍在惯性下滑，居民收入增速已经持续低于GDP增速，以及基数偏高等因素，预计下一阶段进口增速同样会持续回落。

6. CPI 低于市场预期，PPI 将继续回落

CPI 同比上涨 2.2%，低于市场 2.4% 的预期。主要原因是鲜菜类推动食品超预期下跌和交通类价格的显著下降。食品方面，受暖冬影响鲜菜市场供应充足，鲜菜价格环比超预期下跌 12.3%，此外受非洲猪瘟导致生猪出栏加速影响，猪肉价格环比下降 0.6%，拖累了肉类的整体回升。非食品方面，尽管衣着、医疗保健与其他价格均环比上涨，但汽柴油价格与机票大幅下跌导致交通价格环比超预期下跌达 1%，教育文化娱乐在前期较大的涨幅下也环比下跌 0.6%。

PPI 同比上涨 2.7%，环比下跌 0.2%，与预期基本持平。11月份国际大宗商品价格整体回落，国内工业品价格受国际传导及国内需求不足影响继续环比下跌，11月份 PMI 出厂价格指数为 46.4%，较上月大降 5.6 个百分点，也预先反映了本月 PPI 环比下跌的压力。

展望：整体看，2018 年通胀呈现下游食品结构性回升，非食品增速略降，上游 PPI 前高后低的特征。食品与能源贡献了较大的上涨推动力，剔除食品能源后，前 11 月核

心CPI同比上涨1.9%，低于上年同期0.3个百分点，反映社会总需求并不旺盛。预计全年CPI同比上涨2.1%，较2017年加快0.5个百分点，PPI同比上涨3.6%，较2017年放缓2.7个百分点。

7. 收支下降幅度继续扩大

财政收入继续下降。11月份，全国一般公共预算收入同比下降5.4%，较上月回落2.3个百分点，连续两个月负增长，且下降幅度继续扩大。其中，税收收入同比下降8.3%，较上月回落3.2个百分点；非税收入同比增长4.5%，较上月回落6.3个百分点。经济下行叠加减税效应，导致主要税种收入恶化是造成11月份财政收入增速下滑的主要原因：受减税效应影响，国内增值税、进口环节增值税和消费税、个人所得税11月增速分别较上月下滑1.6、24.2和24.3个百分点，外贸企业出口退税增速较上月上升1.9个百分点；而国内消费税11月增速较上月下降9.7个百分点，则体现了目前经济下行带来的压力。

财政支出增速回落。11月份，全国一般公共预算支出同比下降0.8%，较上月大幅下滑9个百分点。其中，中央一般公共预算本级支出同比增长12.7%，增速较上月加快0.4个百分点；地方一般公共预算支出同比下降3.2%，增速较上月大幅回落10.4个百分点。今年地方财政支出增速持续低于中央。从主要支出项目来看，民生支出增速放缓，基建相关支出增速加快。其中，教育、文化体育与传媒、社会保障和就业、医疗卫生与计划生育支出增速分别较上月大幅下降16.3、6.5、31.0和20.0个百分点；交通运输支出同比增长46.1%，较上月大幅提高31.4个百分点，自8月以来持续保持高增长。

政府性基金收支放缓。1-11月累计，全国政府性基金预算收入同比增长26.1%，增速较上月回落2.3个百分点。其中土地出让收入同比增长28.9%，较上月回落3.2个百分点。随着土地市场继续降温，政府性基金收入面临进一步回落的压力；全国政府性基金预算支出同比增长38.2%，增速较上月回落1个百分点。

展望：根据逆周期调节的要求，2019年财政政策将更加积极。1-11月，实现公共财政赤字1.94万亿元，较去年同期扩大0.16万亿元，财政政策较为积极。2019年，在货币政策传导不畅的背景下，财政政策可能需要承担更重要角色：一是进一步减税降费，这是积极财政政策的主要着力点；二是上调赤字规模和赤字率。预计2019年赤字率目标为3%，较2018年上升0.4个百分点；三是继续扩大专项债额度。为进一步弱化城投平台融资功能，降低地方政府隐性债务风险，稳定基建投资，预计地方政府

发债额度将会继续上升，特别是新增专项债有望超过2万亿元，高于2018年1.35万亿。

8. 社融增速跌破两位数，M1与M2剪刀差继续扩大

新增信贷基本符合预期，结构并未改善。11月末，本外币贷款余额140.8万亿元，同比增长12.6%。月末人民币贷款余额135.21万亿元，同比增长13.1%，增速与上月末持平，比上年同期低0.2个百分点。11月份人民币贷款增加1.25万亿元，同比多增1267亿元。新增信贷超略预期，主要表现为季节效应，结构并未改善。居民部门新增6560亿元，环比多增924亿，同比多增355亿元，其中短期和中长期贷款分别同比多增141亿元和213亿元，显示居民消费需求和购房需求仍在高位。企业部门新增贷款5764亿元，环比多增4261亿元，同比多增538亿元，其中短期贷款同比减少140亿元，多减337亿，中长期贷款3295亿元，同比减少980亿，显示企业对未来预期仍不乐观，中长期贷款需求并未提升。在此情况下，票据融资新增2341亿元，环比多增1277亿，同比多增1956亿元，成为新增贷款超预期的主因。

新增社会融资规模超预期，但增速放缓势头未改。11月份社会融资规模增量为1.52万亿元，比上年同期少3948亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加1.23万亿元，同比多增874亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少787亿元，同比多减985亿元；委托贷款减少1310亿元，同比多减1590亿元；信托贷款减少467亿元，同比多减1901亿元；未贴现的银行承兑汇票减少127亿元，同比多减142亿元；企业债券净融资3163亿元，同比多2310亿元；地方政府专项债券净融资-332亿元，同比少2614亿元；非金融企业境内股票融资200亿元，同比少1124亿元。整体看，新增社融略超预期，但增速放缓势头未改。非标融资减少1904亿元，同比多减3633亿元，尽管理财新规、理财子公司对非标融资有所松动，但非标继续大幅下降，主要受去年同期基数较大拖累，同时也反映出平台和房地产的表外需求仍然受到抑制。企业债券融资增加，源于在一系列纾困政策支持下，债市融资功能有所恢复。从存量来看，11月社融同比增速降至9.9%，首次跌破两位数，处在历史低位，在表外融资放缓的背景下，社融增速向M2增速趋近是大势所趋。

M1与M2之间剪刀差继续扩大。11月末，广义货币(M2)余额181.32万亿元，同比增长8%，增速与上月末持平，比上年同期低1.1个百分点；狭义货币(M1)余额54.35万亿元，同比增长1.5%，增速分别比上月末和上年同期低1.2个和11.2个百分点；流通中货币(M0)余额7.06万亿元，同比增长2.8%。11月M2同比增长8.0%，持平

于上月，均为历史最低水平；M1同比增长仅1.5%，较上月回落1.2%，接近历史最低水平。M1与M2的剪刀差继续扩大。M1下行主要受房地产销售走弱等因素拖累，同时也反映出企业对未来信心不足。M2增速平稳主要受财政存款大幅下降推动，而财政存款下降则是财政支出加快和个税减少所致。两者差距拉大，反映出存款定期化趋势上升，企业活力下降。

展望：社会融资环境仍需进一步改善。尽管10月以来，决策层出台了一系列宽货币、宽信用政策，但由于缺乏微观响应，货币政策的传导仍不顺畅。目前来看，银行面临资本充足率、风险偏好偏低、行业政策限制等约束，信用投放能力受到极大抑制，新增信贷主要流向相对安全的居民部门，对企业部门则主要以票据融资来冲规模。与此同时，随着经济下行程度的加深，企业对未来的预期开始走弱，融资需求相应较前期开始回落。因此，继续修复融资环境、疏通融资梗阻仍是当务之急。

11月金融数据								
指标名称	2017-11	2017-12	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10	2018-11	同比多增
金融机构:各项贷款余额:同比	13.3	12.7	13.2	13.2	13.2	13.1	13.1	
金融机构:新增人民币贷款:当月值	11200.0	5844.0	14500.0	12800.0	13800.0	6970.0	12500.0	1300.0
票据融资:当月值	385.0	1403.1	2388.0	4099.0	1742.8	1064.0	2341.0	1956.0
居民户:当月值	6205.0	3294.0	6344.0	7012.0	7544.0	5636.0	6560.0	355.0
短期:当月值	2028.0	181.0	1768.0	2598.0	3134.0	1907.0	2169.0	141.0
中长期:当月值	4178.0	3112.0	4576.0	4415.0	4309.0	3730.0	4391.0	213.0
非金融公司及其他:当月值	5226.0	2432.0	6501.0	6127.0	6772.0	1503.0	5764.0	538.0
非金融公司:短期:当月	197.0	(984.0)	(1035.0)	(1748.0)	1098.0	(1134.0)	(140.0)	(337.0)
非金融公司:中长期:当月	4275.0	2059.0	4875.0	3425.0	3800.0	1429.0	3295.0	(980.0)
非银行业金融机构	(169.0)	(47.0)	1582.0	(439.0)	(603.0)	(268.0)	277.0	446.0
社会融资规模:当月值	19139.0	15865.0	12243.6	19412.3	21701.0	7429.7	15191.1	(3947.9)
新增人民币贷款:当月值	11428.5	5769.5	12861.2	13140.0	14341.0	7141.3	12302.3	873.9
新增外币贷款:当月值	197.7	169.1	(773.2)	(344.4)	(670.0)	(799.8)	(786.8)	(984.5)
新增委托贷款:当月值	280.4	601.5	(950.5)	(1206.6)	(1432.3)	(948.6)	(1310.3)	(1590.7)
新增信托贷款:当月值	1433.9	2245.2	(1191.9)	(688.5)	(908.6)	(1272.9)	(467.2)	(1901.1)
新增未贴现银行承兑票:当月	15.0	676.5	(2743.8)	(778.7)	(547.6)	(453.3)	(126.9)	(141.9)
企业债券融资:当月值	920.4	343.1	2184.7	3423.3	392.5	1486.0	3162.7	2242.3
非金融企业境内股票融资:当	1323.5	792.0	175.3	140.6	272.0	175.7	200.0	(1123.5)
M0:同比	5.7	3.4	3.6	3.3	2.2	2.8	2.8	
M1:同比	12.7	11.8	5.1	3.9	4.0	2.7	1.5	
M2:同比	9.1	8.1	8.5	8.2	8.3	8.0	8.0	
金融机构:各项存款余额:同比	9.6	9.0	8.5	8.3	8.5	8.1	7.6	
金融机构:新增人民币存款:当月值	15700.0	(7929.0)	10300.0	10900.0	8902.0	3535.0	9507.0	(6193.0)
居民户:当月值	1455.0	7797.0	(2932.0)	3463.0	13269.0	(3347.0)	7406.0	5951.0
非金融公司:企业:当月值	7181.0	13293.0	(6188.0)	6139.0	3104.0	(6004.0)	7335.0	154.0
财政存款:当月值	(378.0)	(12330.0)	9345.0	850.0	(3473.0)	5819.0	(6643.0)	(6265.0)
非银行业金融机构	4372.0	(9129.0)	8609.0	(2211.0)	(9498.0)	5296.0	3125.0	(1247.0)

9. 人民币贬值压力减轻，外储止跌回升

人民币兑美元汇率震荡走升。11月末，人民币兑美元中间价为6.9357，较上月末上调289bp，在岸即期汇率升值298bp至6.9436，离岸即期汇率升值229bp至6.9513，人民币兑美元汇率实现8个月以来首次月度升值。此轮人民币汇率反弹很大程度上源自外部环境边际改善。一是美元涨势放缓，11月美元指数仅上涨0.06%，涨幅为近3个月最低，12月以来美元指数也有所下跌；二是近期美联储对未来加息路径的预期管理出现微妙变化，美联储主席鲍威尔称利率接近中性水准，暗示未来加息次数可能较少，随着美国经济增长周期拐点渐行渐近，美联储提前结束本轮加息的可能性日渐上升；三是中美贸易摩擦暂时停火，使市场参与者重新审视对贸易形势的看法。此外，中美货币政策分化减轻也有利于中美利差修复，中美利差在触及阶段低位后出现企稳势头。10月底以来，我国央行基本暂停短期流动性投放，市场利率没有进一步回落，而受美联储释放鸽派信号影响，美国国债收益率则出现一定幅度下行，10年期美国国债收益率已重回3%以下，利差企稳将有利于吸引海外资金加仓人民币债券以套取无风险利差收益，确保我国资本项下金融账户继续保持顺差，进而延续跨境资本流动平稳均衡态势，为人民币汇率企稳反弹营造了良好环境。

外汇储备小幅回升。11月末，我国外汇储备规模为30617亿美元，较10月末增加86亿美元，升幅为0.3%，结束了此前的连续三个月下降。汇率因素方面，11月美元指数微幅上涨0.1%，主要非美元货币汇率有涨有跌，对汇储备影响较小。利率因素方面，受美国货币政策预期变化、国际油价波动等因素影响，主要国家债券收益率下跌、价格上升，使得外汇储备账面价值上升。结售汇方面，由于央行加强了稳定汇率价格预期管理，10月银行结售汇逆差大幅收窄、远期结售汇再现顺差，表明跨境资金流动有所改善，资金流出压力已经明显缓解，加之11月人民币兑美元自6月以来首次微幅升值0.4%，11月银行结售汇逆差或继续改善。

展望：汇率方面，当前市场对全球经济增长放缓、货币政策差异化收敛的预期不断增强，短期内美元指数上行难度加大，同时中美贸易摩擦预期前景改善，人民币对美元贬值的压力减轻，未来人民币汇率有望继续维持在合理均衡区间波动。**外汇储备方面**，短期内，受中美两国就暂停加征新关税达成协议的影响，人民币汇率和跨境资金流动形势将保持稳定或小幅改善。从长期看，尽管国际环境错综复杂，全球经济和

金融市场不稳定不确定因素明显增多会加大跨境资金波动，但我国经济运行总体平稳、对外开放深入推进、人民币汇率双向浮动弹性增强等因素有利于维护国际收支自主平衡格局，外汇储备规模会有双向变化，但总体将保持稳定。

二、政策回顾与展望

1. 主要宏观政策回顾

防范系统性金融风险。三部门印发《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》。《意见》根据“服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革”的总体要求，“统筹监管系统重要性金融机构”的战略部署，充分借鉴国际经验，立足我国金融行业发展和监管实践，坚持宏观审慎管理与微观审慎监管相结合的监管理念，明确系统重要性金融机构监管的政策导向，弥补金融监管短板，引导大型金融机构稳健经营，防范系统性金融风险。《意见》内容涉及三个环节：一是科学评估，合理认定对金融体系具有系统性影响的金融机构；二是加强监管，降低系统重要性金融机构发生重大风险的可能性；三是建立特别处置机制，确保系统重要性金融机构发生重大风险时，能够得到安全、快速、有效处置，保障其关键业务和服务不中断，实现了从评估识别、日常监管到特别处置的全流程覆盖。

此外，近期出台的重要政策和意见还包括国家科技领导小组召开第一次会议，要求更好发挥科技创新对发展的支撑引领作用；国务院发布《关于建立更加有效的区域协调发展新机制的意见》，坚决破除地区之间利益藩篱和政策壁垒，促进区域协调发展等。

2. 政策展望与建议

从当前的经济形势来看，未来货币政策将更侧重国内经济平衡，致力于稳增长目标，“去杠杆”逐步转向“稳杠杆”，加快疏通货币信贷传导梗阻，促进银行体系信用扩张，金融供给偏紧局面将得到改善。一是保持流动性将合理充裕，货币市场利率或将进一步走低。央行将延续“收短放长”的流动性调节思路，通过定向降准、MLF、PSL等货币政策工具加大中长期流动性投放，改善银行体系流动性结构，缓解期限错配风险，为银行信用创造修复、“宽货币”向“宽信用”传导创造条件。由于我国存款准备金率仍处于高位，降准空间仍大。此外，监管压力持续、存款占比下降、表外回归表内等原因导致当前银行自身负债成本高企，有碍于企业融资成本下降和融资条

件改善，也制约了“宽信用”效果，实体经济流动性状况不容乐观，因此央行可能在2019年择机开展1~2次降息，以改善利率传导阻滞，增强利率调控能力，促进M2与社融增速反弹。

具体方式上，或以数量型货币政策工具为主，同时辅以价格型工具，但调整存贷款基准利率的概率较小，较大概率对公开市场逆回购和MLF等政策利率进行调整，逐步引导中长期资金利率下行，降低实体经济融资成本。二是货币政策将进一步引导金融机构加大对民营企业和小微企业的金融资源倾斜力度，民营和小微企业融资环境有望改善。一方面，完善对金融机构小微、民企业务的考核激励机制，将对小微、民营企业的信贷投放和债券投资情况等纳入考核体系，细化具体考核要求，并督促和指导银行改进内部激励约束机制和风险管控机制；另一方面，综合运用再贷款、再贴现、MLF担保品扩容、设立纾困基金等手段精准对接金融机构的小微、民企信贷投放，民企债券融资支持工具也有望加速扩围，上述举措将有效促进民企直接和间接融资。同时，结构性减税或增加支出等积极财政政策的配合亦将发力。随着一系列支持民企融资的政策密集落地，流动性向实体的传导效率有望得到实质性改善。

主要宏观经济数据及展望

指标		2017-11	2018-10	2018-11	展望
工业生产	工业增加值:当月同比	6.10	5.90	5.40	↘
	工业增加值:累计同比	6.60	6.40	6.30	↘
	工业企业:利润总额:累计同比	21.90	13.60	11.80	
景气指数	PMI	51.80	50.20	50.00	↘
	非制造业 PMI:商务活动	54.80	53.90	53.40	↘
投资	固定资产投资完成额:累计同比	7.20	5.70	5.90	↘
	民间固定资产投资完成额:累计同比	5.65	8.80	8.72	↘
	制造业定资产投资完成额:累计同比	4.10	9.10	9.50	↘
	基础设施建设投资(不含电力):累计同比	20.10	3.70	3.70	↗
房地产	房地产开发投资完成额:累计同比	7.50	9.70	9.70	↘
	房屋施工面积:累计同比	3.10	4.30	4.70	
	房屋新开工面积:累计同比	6.90	16.30	16.80	
	房屋竣工面积:累计同比	-1.00	-12.50	-12.30	
	本年购置土地面积:累计同比	16.30	15.30	14.30	
	商品房销售面积:累计同比	7.90	2.20	1.40	
	商品房销售额:累计同比	12.70	12.50	12.10	
	商品房待售面积:同比	-13.70	-12.40	-11.70	
	房地产开发资金来源:合计:累计同比	7.70	7.70	7.60	
	土地成交价款:累计同比	47.00	20.60	20.20	
	70个大中城市新建商品住宅价格指数:当月同比	5.50	9.70	10.30	
	70个大中城市二手住宅价格指数:当月同比	5.10	7.30	7.60	
消费	社会消费品零售总额:当月同比	10.20	8.60	8.10	↗
	社会消费品零售总额:累计同比	10.30	9.20	9.10	
	城镇社会消费品零售总额:累计同比	10.00	9.00	8.90	
	乡村社会消费品零售总额:累计同比	11.90	10.30	10.20	
	实物商品网上零售额:累计同比	27.60	26.70	25.40	
	零售额:汽车类:当月同比	4.20	-6.40	-10.00	
进出口	进口金额:当月同比	17.90	20.80	3.00	↘
	出口金额:当月同比	11.51	15.60	5.40	↘
	进出口金额:当月同比	14.30	17.90	4.30	
	进口金额:累计同比	17.46	20.20	18.40	
	出口金额:累计同比	7.59	12.60	11.80	
	进出口金额:累计同比	11.82	16.00	14.80	
物价	CPI:当月同比	1.70	2.50	2.20	↗
	CPI:环比	0.01	0.20	-0.30	
	PPI:全部工业品:当月同比	5.80	3.30	2.70	↘
	PPI:全部工业品:环比	0.50	0.40	-0.20	
财政	公共财政收入:当月同比	-1.40	-3.12	-5.36	↘
	公共财政收入:累计同比	8.40	7.45	6.50	
	公共财政支出:当月同比	-8.29	8.17	-0.82	↘
	公共财政支出:累计同比	7.80	7.56	6.80	
	财政收支差额:当月值	-5,180.29	3,695.81	-5,655.82	
外汇	平均汇率:美元兑人民币	6.6186	6.9264	6.9351	↘
	官方储备资产:外汇储备	31,192.77	30,530.98	30,616.97	↗

免责声明

兴泰智库成立于 2016 年 8 月，是由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）发起，并联合有关政府部门、高等院校、研究机构、金融机构和专家学者组成的，以“汇聚高端智慧，服务地方金融”为宗旨的非营利性、非法人学术团体。

《兴泰智库研究报告》是兴泰智库自主研究成果的输出平台，内容以宏观报告、政策解读、行业分析、专题研究为主，对内交流学习，对外寻求发声，致力于为合肥区域金融中心建设提供最贴近市场前沿的前瞻性、储备性、战略性智力支持。

本报告基于兴泰智库研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见仅代表研究人员观点，不构成对任何人的投资建议，公司不对本报告任何运用产生的结果负责。

本报告版权归公司所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、转载、刊发，需注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。