

No. 1816

研究报告



IMI 宏观经济月度分析报告（第十八期）

IMI



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆

國際货币网

<http://www.imi.org.cn/>

目 录

一、国内外经济金融形势研判	- 1 -
(一) 海外宏观.....	- 1 -
1. 美国 PMI 有所回落 通胀不及预期	- 1 -
2. 央行维稳汇率意愿较强, 拐点期内美元难再美.....	- 2 -
(二) 国内宏观.....	- 4 -
1. 经济: GDP 超预期下滑, 稳增长诉求提升.....	- 4 -
2. 通胀: 年内通胀可控, PPI 回落趋势未改.....	- 8 -
3. 金融: 社融仍处低位, 信贷结构未改善.....	- 10 -
(三) 商业银行.....	- 11 -
1. 银行理财子公司管理办法公开征求意见.....	- 11 -
2. 2018 年 9 月货币金融数据分析.....	- 14 -
(四) 资本市场.....	- 15 -
1. 股市: 流动性是影响股市收入的重要因素.....	- 15 -
2. 债市: 大多数债券收益率均有下行.....	- 17 -
二、宏观经济专题: 进一步培育适合民营经济的“土壤”	- 19 -
(一) “国进民退”的说法站不住脚.....	- 19 -
(二) 着力缓解融资困境盘活民营经济.....	- 21 -
三、主要经济数据	- 24 -

图表目录

图 1 : GDP 超预期下滑引发担忧	- 5 -
图 2 : 9 月份出口平稳, 进口下行	- 7 -
图 3 : 食品价格是 9 月 CPI 上涨主要因素	- 9 -
图 4 : M2 小幅回升, M1 仍处低位	- 11 -

表格目录

表 1 : 9 月 M2 增量的结构	- 15 -
表 2 : 经济数据一览	- 24 -

一、国内外经济金融形势研判

（一）海外宏观¹

IMF 在 10 月份的最新全球经济展望中时隔两年首次下调全球经济增长，预计 2018 年-2019 年全球经济增长为 3.7%，比 4 月份预计值低了 0.2 个百分点。其中 IMF 预测未来两年（2018 和 2019 年）美国的经济增速分别为 2.9%和 2.5%（下调 0.2 个百分点）；欧元区的经济增长为 2.0%（下调 0.2 个百分点）和 1.9%；日本经济增长为 1.1%（上调 0.1 个百分点）和 0.9%，中国经济增速为 6.6%和 6.2%（下调 0.2 个百分点）。

（1）美国 PMI 有所回落 通胀不及预期

美国经济二季度强劲增长，但近期 PMI 有所回落：2018 年第二季度美国 GDP 增长速率为 4.2%，相较于 2018 年第一季度 2.2%的增长率有明显的上升。二季度美国经济高增速得益于特朗普的减税政策和贸易战带来消费和出口的激增。从生产端看，美国 9 月制造业 PMI 有所回落，显示美国经济活动有走弱趋势。

通胀不及预期：9 月 CPI、核心 CPI 不足预期（9 月 CPI 同比 2.3%，预测同比 2.4%；核心 CPI 9 月同比 2.2%，预测同比 2.3%）。失业率居于低位，非农人口变动高于预期：9 月失业率为 3.7%，处于历史低位。9 月非农业就业人口变动达到 23 万，远高于市场预期的 18.4 万。美联储 9 月利率决议宣布加息 25 个基点，点阵图显示年内美国还将

¹ 撰写人：IMI 研究员张瑜

加息 1 次。美联储对美国经济预期乐观，认为劳动力市场走强，经济活动强劲，通胀符合预期。美联储重申进一步渐进加息符合经济扩张态势，经济前景的风险似乎“大致平衡”。

(2) 欧元区经济增速小幅上涨，通胀有所回升

欧元区经济增速小幅增长：二季度 GDP 增速环比折年率修正为 1.8%，略高于第一季度经济增速。全球贸易疲软以及贸易战或为欧洲经济放缓的主要原因。从生产端看，欧元区制造业 PMI 指数持续走低，10 月制造业 PMI 下跌至 52.10，服务业 PMI 下跌 1.4 个百分点至 53.30，经济活动有所走弱。

通胀回升：9 月 HICP 为 2.1%，较上月上升 0.1%。核心 HICP 为 0.9%，与上月保持一致。**失业率下滑至新低：**8 月失业率下滑至新低为 8.1%。

(3) 日本经济增速超预期，失业率仍处于历史低位

日本经济增速大幅回升：2018 年第二季度日本 GDP 增速环比折年率修正为 3%，较一季度大幅上涨了 233%。从生产端来看，10 月日本制造业有所回升，上涨了 1.14%至 53.10。**通胀回落：**9 月 CPI 同比回落，下跌 0.1%至 1.2%，核心 CPI 回升至 1.0%。失业率处于历史低位：8 月失业率维持在 2.5%，仍处于历史低位。

2. 央行维稳汇率意愿较强，拐点期内美元难再美

(1) 人民币年底贬值压力加大，但破 7 概率较低

年末人民币有季节性贬值压力，但破 7 概率较低：受年底套保合

同到期+企业利润换成美金汇出给境外股东这两个因素影响，年末会有偏强的美元买盘，人民币天然就有一个季节性的偏弱。再加明年新的换汇额度的释放，几个因素共振，人民币年底的贬值压力很强。但是考虑到 1.人民币贬值预期并没有走强（即期贬值但远期贴水，掉期点明显为负）；2.汇率市场基本面并未看到恶化迹象（结售汇逆差未明显走阔，出口结汇率与进口售汇率并未大幅走阔）；3.目前金融市场对于美股和美国经济的悲观预期已经逐步提升；4.国内经济下行兑现期。因此人民币短期之压确定存在，但破 7 概率较低。尤其是在政策纠偏转向+经济下行压力显现的特殊时点，在经济向下寻底的过程中，为避免风险资产波动共振，向美传递不主动激怒的友好谈判姿态，央行维稳意愿将逐渐增强。

（2）拐点压制期内 美元难再美

美国期限溢价已经缩窄至 30bp 左右，表明金融市场对于美股和美国经济的悲观预期已经逐步提升，本轮美国复苏拐点只会迟到不会缺席。目前拐点担忧是国际市场的主要预期反向，利率曲线倒挂是预期发酵的关键时点。短期来看，逐渐扁平化的利率曲线将抑制美联储加息节奏，加息后半程对美元无法形成强支撑。由于美国经济（本轮经济复苏拐点渐近）、货币（加息进入下半程）、通胀（年内通胀温和）三轮动能不足，本轮美元短期反弹并非反转。在拐点压制期里，如果没有特别好的消息很难对美元提升形成很强的提振，美元较难突破 95-97 区间。

（二）国内宏观²

三季度实际 GDP 同比增速从二季度的 6.7% 明显减速至 6.5%，受汽车制造业拖累 9 月工业增速继续回落，经济下行压力明显；9 月基建投资依然较弱，成为固定资产投资增速的主要拖累；消费方面大部分商品零售增速仍有回升，汽车消费下降明显。总体来看在国内经济下行压力下，内需疲软，地方债的发力对基建投资提振有限，四季度经济承压。个税改革落地预计将促进社消增速回升，10 月下旬政策层面在支持中小企业和民营企业方面发力较大，四季度财政政策将更加积极，宽信用政策的落地有望改善民企融资环境，边际上稳定经济。

1. 经济：GDP 超预期下滑，稳增长诉求提升

（1）GDP 超预期下滑引发担忧

三季度实际 GDP 同比增速从二季度的 6.7% 降至 6.5%，低于市场预期的 6.6%。分产业来看，三季度第三产业实际 GDP 同比增速从二季度的 7.8% 微升至 7.9%，但第二产业实际 GDP 同比增速进一步回落；另一方面，受农产品价格同比上升的影响，第一产业名义 GDP 同比增速上升至 4.4%，但第二产业和第三产业的名义 GDP 同比增速均有所下降。考虑四季度中美贸易摩擦以及房地产限购的影响，中国经济存在下行压力，四季度名义 GDP 增长或将有更明显的减速。

²撰写人：IMI 研究员孙超

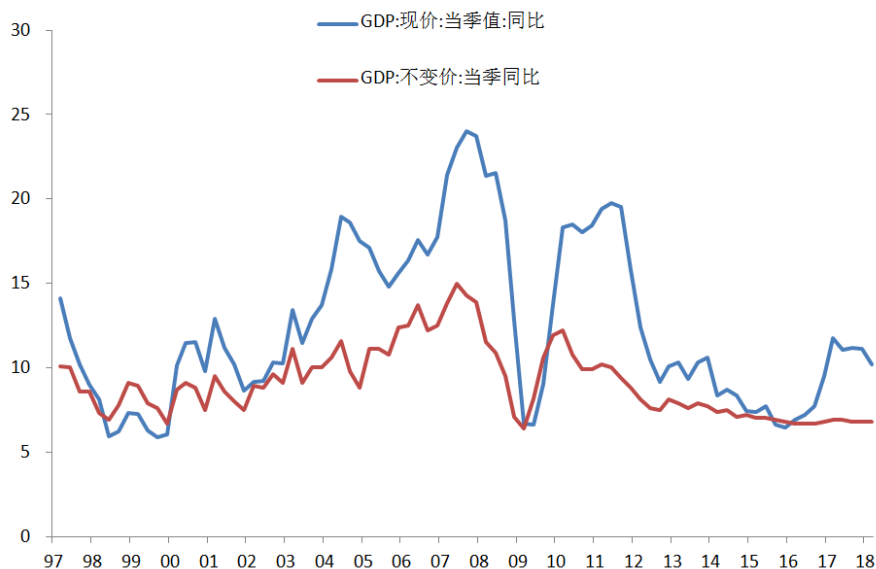


图 1：GDP 超预期下滑引发担忧

数据来源：wind，IMI

(2) 工业生产回落，汽车继续成为拖累

9 月规上工业增加值同比增速 5.8%，较 8 月份下降 0.3 个百分点，低于市场预期的 6.0%，主要受去年同期高基数、中美贸易摩擦导致外商投资增加值增速下滑以及宽信用传导受阻导致企业融资环境恶化的影响。结构上，9 月份制造业增长 5.7%，较 8 月份回落 0.4 个百分点，其中汽车和电气机械增速下滑较为明显，汽车业工业增加值增速仅 0.7%，是过去三年最低，成为拖累工业增加值的重要因素；采矿业增加值同比增长 2.2%，增速较 8 月份加快 0.2 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 11.0%，加快 1.1 个百分点。此外，1-9 月高技术产业、装备制造业、战略性新兴产业增加值的增长速度分别达到 11.8%、8.6%和 8.8%，在工业增加值中的占比增强。

(3) 房地产强于预期，基建未能反弹

1-9 月固定资产投资增速 5.4%，小幅反弹 0.1 个百分点，其中基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 3.3%，增速比 1-8 月回落 0.9%，是固定资产投资增速低迷的主要原因；房地产新开工和投资比预期要强，但销量已经开始快速往下，1-9 月房地产投资同比小幅降至 9.9%，累计同比连续第 7 个月回落，处于年内最低点；而制造业投资同比进一步升至 8.7%，创下三年来最高，主要是装备制造业、技改投资和信用环境的边际放松；民间投资同比与上月持平于 8.7%，比上年同期加快 2.7 个百分点。10 月下旬政策层面在支持中小企业和民营企业方面发力较大，有望进一步促进制造业和民间投资增速增加。

(4) 汽车消费持续低迷

9 月社会消费品零售总额名义同比增速从 8 月的 9% 小幅上升至 9.2%，小幅回升 0.2 个百分点，可能与 CPI 暂时走高有关，1-9 月，社会消费品零售总额累计同比增速 9.3%，与 1-8 月持平。9 月，占社会消费品零售总额约 10% 的汽车消费骤降 7.1%，继续拖累社零增长，同时高频汽车销售数据和库存周期表明其增速存在进一步下跌的可能。通讯器材类增速从 9.6% 上升到 16.9%，家具类从 9.5 上升到 9.9%，9 月油价同比增长较 8 月下滑，石油制品从增速为 19.2%，虽较 8 月略有回落 0.4 个百分点，但依然在高位。往后看，受益于个税改革落地，预计四季度社消增速将出现小幅回升。

(5) 出口平稳，进口下行

9月，我国进出口总值4069.5亿美元，同比增长14.4%。其中出口2266.9亿美元，同比增长14.5%；进口1950亿美元，同比增长14.3%，录得贸易差额316.9亿美元。9月对美、欧、日出口增速分别为14.0%、17.4%、14.3%，对美增速相对平稳，对欧日出口大幅改善，改善可能是受9月份出口政策利好及人民币贬值的影响，贸易摩擦对出口数据的负面影响仍然存在。进口方面，进口增速回落主要受国内需求疲软影响，9月我国对主要贸易伙伴美欧日的进口增速分别回落3.4、1.2、7.31个百分点，原油、铁矿砂、钢材、铜进口量同比增速分别为0.5%、0.8%、-2.9%、21.2%，受高油价影响，原油进口量同比、环比均有所回落。四季度中美贸易摩擦影响或将显现，但受益于十月底日本首相访华我国与日本贸易关系或将有所改善，同时11月将举办首届进口博览会，预计将对进口带来积极信号，四季度进出口的改善有待观察。

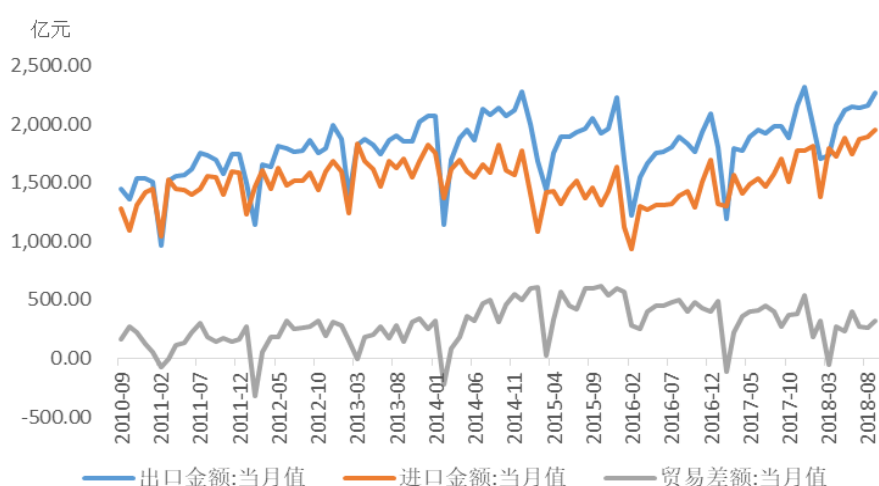


图 2：9 月份出口平稳，进口下行

数据来源：wind、IMI

2. 通胀：年内通胀可控，PPI 回落趋势未改

9 月份 CPI 环比上涨 0.7%，同比上涨 2.5%，前值 2.3%，创三月以来新高；9 月食品价格同比上涨 3.6%，环比上涨 2.4% 与上月持平，是 CPI 上涨主因。食品项环比来看，前期台风、洪水等极端天气影响仍存，蔬菜（9.8%）和水果（6.4%）上涨依旧明显。中秋、国庆在一定程度上提振了肉制品需求，同时受猪疾病影响，牛、羊肉等替代肉类需求增加，价格同比上涨明显。非食品项 CPI 同比上涨 2.2%，较上月回落 0.3%，交通通信和居住项受油价上涨影响环比小幅上升，教育服务环比涨幅达 1.9%，可能与开学季有关；旅游项环比由正转负为-3.5%，下降较为明显。因此综合来看食品项上涨仍为推动 CPI 上涨主因。10 月份高频数据显示蔬菜价格已经出现较大幅度回落，此前天气因素对蔬菜价格的影响正在减弱，预计 10 月份蔬菜价格将会回落，CPI 可能小幅回落 9 月份 CPI 环比上涨 0.7%，同比上涨 2.5%，前值 2.3%，创三月以来新高；9 月食品价格同比上涨 3.6%，环比上涨 2.4% 与上月持平，是 CPI 上涨主因。食品项环比来看，前期台风、洪水等极端天气影响仍存，蔬菜（9.8%）和水果（6.4%）上涨依旧明显。中秋、国庆在一定程度上提振了肉制品需求，同时受猪疾病影响，牛、羊肉等替代肉类需求增加，价格同比上涨明显。非食品项 CPI 同比上涨 2.2%，较上月回落 0.3%，交通通信和居住项受油价上涨影响环比小幅上升，教育服务环比涨幅达 1.9%，可能与开学季有关；旅游项环比由正转负为-3.5%，下降较为明显。因此综合来看食品项上涨

仍为推动 CPI 上涨主因。10 月份高频数据显示蔬菜价格已经出现较大幅度回落，此前天气因素对蔬菜价格的影响正在减弱，预计 10 月份蔬菜价格将会回落，CPI 可能小幅回落。

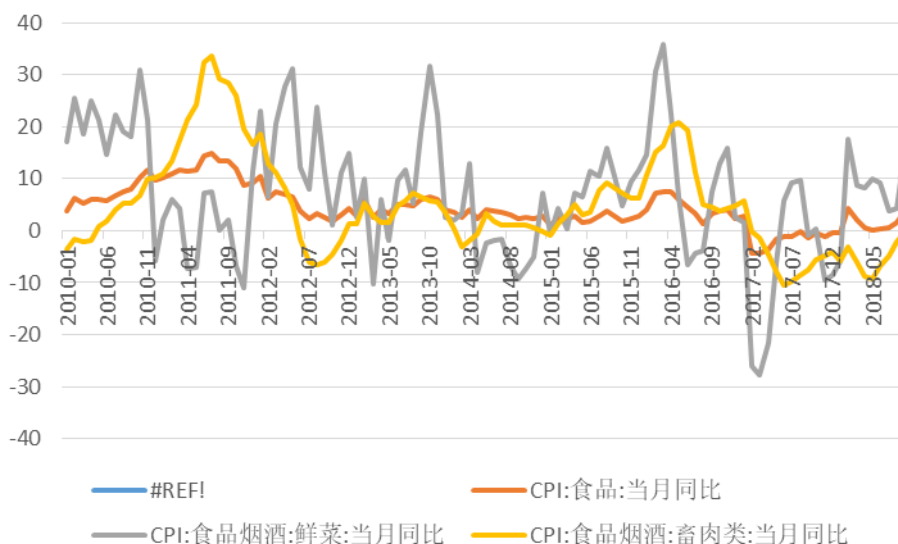


图 3：食品价格是 9 月 CPI 上涨主要因素

数据来源：wind，IMI

(2) PPI 小幅下行，回落趋势未改

受高基数影响，9 月份 PPI 较前值回落 0.5 个百分点至 3.6%，国际油价、环保限产是影响当前 PPI 的两大因素。生产资料上游采掘工业与中游原材料工业价格环比分别抬升至 1.6%、1.4%，下游加工工业价格环比持平 0.4%。受原油价格上涨影响，原油相关行业价格上涨明显，其中石油、煤炭及其他燃料加工业（4.0%）与石油和天然气开采业（3.8%）涨幅靠前，化学纤维制造业（3.9%）环比上涨明显。同比来看，由于去年同期基数较高，扣除去年价格变动的翘尾影响约为 1.9 个百分点，实际上涨约为 1.7%。10 月以来国际油价有所回落，国内需求放缓，同时高基数效应持续，预计 PPI 同比回落之势不改。

3. 金融：社融仍处低位，信贷结构未改善

(1) 短贷上升明显，信贷结构仍未改善

前三季度累计新增人民币贷款 13.14 万亿元，同比多增 1.98 万亿元。9 月份新增人民币贷款 1.38 万亿元，其中短期贷款与票据融资净增 5976 亿元，票据融资明显下降，短期贷款明显上升；企业中长期贷款增量 3815 亿元，同比减少 1214 亿元，银行放贷意愿依然较弱，信贷结构仍有待改善。受居民购房需求走弱，居民中长期贷款继续走弱，9 月净增 4309 亿元，同比环比缩量。未来房地产下行会带动融资需求继续下滑，居民中长期贷款需求还将下滑。

(2) 企业债券融资恶化，地方债支撑社融

考虑到地方专项债对银行贷款和企业债券融资的替代效应，9 月起，央行将“地方政府专项债券”纳入社融规模统计，新口径下，9 月社融规模增量为 2.21 万亿元，同比减少 397 亿元，其中地方政府专项债净融资 7389 亿，剔除该影响后新增社融规模为 1.47 万亿，同比环比均下降，社融明显偏弱。从结构来看，新增人民币贷款 1.38 万亿元，为社融主力。9 月票据利率下行，银行增加短期贷款投放置换票据进行冲量，票据融资明显下降，短期贷款明显上升。受信用债违约及地方债发行放量挤压的影响，9 月份企业债券融资从 8 月的 3376 亿元降为 142 亿元，民营企业融资进一步恶化。总体来说，央行虽然调整了社融统计口径，但并未改变社融增速进一步下滑的趋势，宽货币向宽信用传导的效果仍未明显改善。

（3）M2 小幅回升，M1 仍处低位

9 月末，M2 余额 180.17 万亿元，同比增长 8.3%；M1 余额 53.86 万亿元，同比增长 4%。9 月新增人民币存款 8902 亿元，居民存款同比和环比均大幅增长，财政支出节奏加快导致财政存款环比大幅下降，企业存款、非银金融机构存款同比和环比均大幅下降。M2 同比增速虽然小幅回升，但 M1 同比增速仍然保持低位，反映企业现金流仍然紧张，企业部门投资意愿不强。

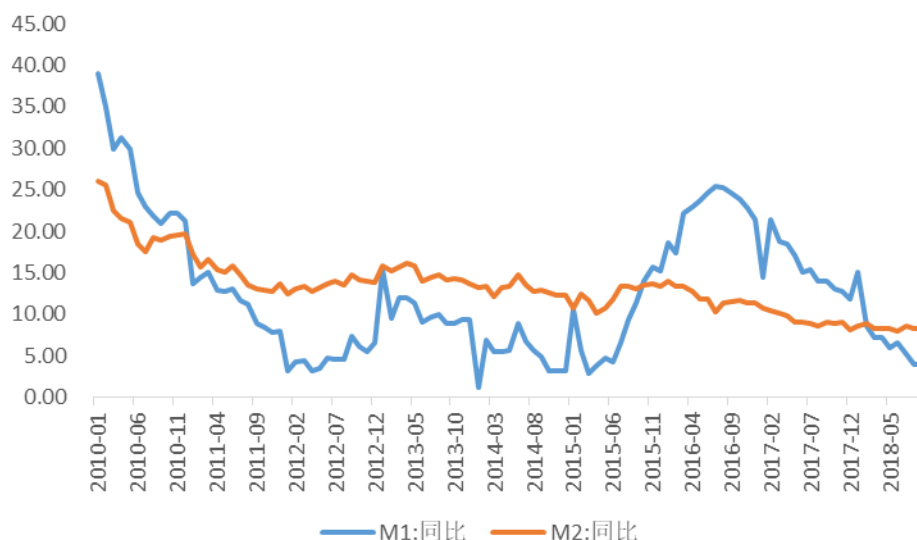


图 4：M2 小幅回升，M1 仍处低位

数据来源：wind，IMI

（三）商业银行³

1. 银行理财子公司管理办法公开征求意见

作为今年以来金融监管方面的重点工作，推动资管业务继续向本

³撰写人：IMI 研究员王剑

源回归，银保监会于10月19日就《商业银行理财子公司管理办法》面向社会公开征求意见。这是前期“资管新规”“理财新规”及相关文件发布之后，又一个银行理财业务方面的重点监管文件。

1. 理财子公司的意义

金融机构开设附属子公司来从事资产管理业务，是全球通行的做法，我国券商、保险等金融机构也已陆续完成资管子公司的开设，而我国银行业理财长期仍由部门经营。银行理财子公司的设立，有多方面意义，很重要的一点，是让资管业务与自营业务进一步分离，从组织机构上增加理财的独立性，从而助力于理财业务打破刚兑、回归本源的目标。

而且，对于从业人员本身而言，如果是真正有能力、有意愿从事资管、理财业务的，那么应该是欢迎分设独立子公司的。因为，在此前，由内设部门操作时，理财业务对于总行而言，并不完全是一门独立的业务，并不完全是以经营价值最大化为导向，很多时候是沦为总行操作、粉饰业务与监管指标的工具。比如，通过理财业务实现某些资产的出表，藏匿不良资产或投向不合要求的资产，从而美化了资本充足率、不良率、存贷比等多项指标。因此，理财已不完全是一项价值最大化导向的业务，而是一种行内的调表工具。其实，出表并无问题，银行调节资产负债结构是正常需求。但是，佯装出了表，其实仍由银行承担这些资产的风险，给理财客户实施刚性兑付，这才是问题所在。

因此，理财改由独立子公司运作后，能够很大程度上破解上述问

题（能不能 100%破解倒也未必），使理财经营团队获取一定的独立性，更大程度上转向价值最大化目标，从而有助于理财业务真正回归代客资管的本源。

2. 文件主要内容

根据此次征求意见稿内容，理财子公司的业务规则较银行内设部门开办的理财业务有明显宽松。其中，有些内容在“理财新规”的答记者问中，银保监会已提前有所透露。市场比较关注的几点是：

（1）理财资金买股票

理财子公司发的公募理财可以直接入市投资股票，不用嵌套通道。但有集中度要求，全部公募理财产品持有一个股票不得超可流通股票的 15%。而此前中证登已发通知解决了理财产品的开户问题，扫清了此前规定中的一些障碍。

（2）委外机构准入门槛

“理财新规”不允许银行内设部门发的理财产品去买私募基金，也不允许做委外时找私募管理人合作（银行旗下的从事债转股的金融资产投资公司下设的私募基金除外）。而理财子公司允许私募产品委外给私募基金管理人，但对私募基金管理人给出了详细的条件，包括登记满一年、无不良纪录、有三年以上连续的历史业绩等。

（3）其他细节

销售端，理财子公司的理财产品可由银保监会认可的其他机构代销（银行理财只能银行业机构代销），并且不设销售起点（银行理财为 1 万元）。投资端，则与银行理财相比，理财子公司的理财产品投

资等操作上更加灵活，可设分级产品；非标占比要求为 35%，再无占全行总资产 4% 的规定（因为已独立于母行）。

2. 2018 年 9 月货币金融数据分析

（1）基础货币

2018 年 9 月金融数据较受关注，因为政策有所转向之后，市场关注数据上是否会体现政策效果。2018 年 9 月末，基础货币余额为 31.79 万亿元，全月增加 6771 亿元。从投放来源来看，货币政策工具投（逆回购、MLF、国库现金等）放了约 4988 亿元，财政净支出投放了约 4048 亿元。同时，外汇占款流出导致基础货币回笼约 1100 多亿元，另有其他渠道也有 1100 多亿元回笼，因此全月基础货币增加 6771 亿元。但银行间利率却有所走高，显示出流动性并不过度宽松。而随着 10 月降准等因素，流动性后续将有所宽松。

（2）广义货币

9 月末的 M2 余额为 180.17 万亿元，突破 180 万亿元大关。剔除货币基金的旧口径 M2 为 177.26 万亿元，当月新增 1.22 万亿元。从来源结构上看，贷款是派生 M2 的主力，金额约为 1.4 万亿元。9 月为季节性财政支出大月，投放 M2 约 9653 亿元。而同时，银行投放非银、非标等仍在大幅下降，当月回笼 M2 约 1.1 万亿元，显示出去杠杆工作仍有一定延续。虽然大的政策方向已有转向，但原先一些不符合监管新规的业务仍在压降过程中，因此这类资产仍在收缩，相应回笼 M2。此外，外汇占款小额回笼 M2。

表 1：9 月 M2 增量的结构

余额增量结构（亿元）		来源结构	
M0	1,479	外占	-1,141
单位活期	-1,229	债券	429
单位定期	7,993	贷款	14,341
个人	13,408	财政	9,653
非银	-9,427	其他（非银、非标等）	-11,058
全月	12,224	全月	12,224

资料来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所

信贷投放量为 1.38 万亿元，总量基本正常，结构上较前两个月有所变化。个人贷款 7544 亿元，其中长期贷款约 4309 亿元，大部分为按揭。对公贷款 6772 亿元，短期贷款、票据融资、长期贷款各 1098 亿元、1744 亿元、3800 亿元，一改前两个月短期贷款下降、票据融资较多的局面。

（四）资本市场

1. 股市：流动性是影响股市收入的重要因素⁴

流动性是影响 A 股的重要因素。股权风险溢价波动是主导 A 股 2018 年 1-9 月运行的核心因素，金融去杠杆与中美贸易摩擦虽未结束，但对 A 股的负面影响已经开始边际钝化。展望四季度，流动性是影响 A 股的重要因素：全球流动性拐点进一步确认带来的跨国资金流动的压力。本轮 A 股的估值底确立取决于：1）中国信用扩张是否

⁴撰写人：IMI 副研究员孙超

在四季度见效；2）美国中期选举是否加快美联储缩表进程；3）中国降低税费的举措是否能有效降低 A 股股权风险溢价—X 因素。

下半年 A 股盈利增速继续回落，无风险利率下行受限。受上半年紧信用的滞后影响，我们预计 18Q4A 股非金融企业的盈利下滑更为明显，全年录得 14% 的盈利增速。美国经济增长持续强劲，美缩表与欧日退出量宽进程使得全球流动性拐点进一步确认，新兴市场资金流出增大，11 月初的美国中期选举结果将决定外部压力是否进一步放大。中国货币政策 8 月份以来受到稳汇率的制约，当前历史较低的国债期限利差以及中美利差都将制约中国十年期国债利率进一步下行。

股权风险溢价能否回落是影响 A 股的“X 因素”。A 股熊市见底规律沿“政策底→股市底→经济底”顺序传导，我们提出的从政策底到市场底的时机之一“强势行业补跌”从时间和空间看基本结束。等待时机之二“政策底见实效”，若信用扩张见效或降税费等改革举措超预期则有利于改善 A 股企业盈利前景并降低股权风险溢价。11 月初美国即将中期选举，海外不确定性因素也是影响 A 股的变量。如果美国减税与基建计划受挫，美国经济增长过热风险降低，美债利率与美元指数上行风险降低，中美贸易摩擦加剧风险降低。反之则反。

A 股历史上季线最长记录是“五连阴”（两次），本轮上证综指已经历“季线四连阴”，最近一个月 A 股市场的运行特征接近历史底部区域但未达极值。水穷处，次贷危机后的 3 次全球流动性类拐点下，消费股获得超额收益相对最高，宜先配置必需消费品（医药生物、食

品饮料、零售），从政策底到市场底的历史复盘，金融股取得超额收益的概率很高（银行、保险、房地产）。

2. 债市：大多数债券收益率均有下行⁵

2018 年三季度，GDP 同比增长 6.5%，增速较上季度下滑。从其分项数据来看，前三季度固定资产投资同比增速 5.4%，较上半年累计增速下滑，制造业投资同比增长继续加快，而基建和地产投资增长并不理想；9 月工业增加值增速回落，制造业领域同比增速下滑所致；9 月社零消费小幅上升，汽车消费依旧低迷，仍为主要拖累因素。通胀方面，9 月 CPI 同比继续小幅走高，升至 2.5%，食品价格快速上涨带动；9 月 PPI 同比 3.6%，油价上涨支撑 PPI 环比上升，但是高基数影响下同比增速回落。三季度债券收益率先下后上，7-8 月中旬受货币政策持续边际放松等宽信用政策组合带动，债券收益率明显下滑，随后因通胀、汇率及经济预期造成收益率反弹。整体而言，除中长端国债收益率反弹外，其他债券品种收益率均继续下行，短端或中高等级的收益率下滑幅度放大。其中，3 年以上国债收益率反弹，1 年和 3 年国债收益率下滑幅度较上季度继续收窄。国开债收益率普遍下行，1 年期国开债收益率下行幅度放大，而其它期限收益率下行幅度则较上季度收窄；信用债方面，中短端信用债收益率下滑幅度较上季度放大。综上，三季度债券收益率继续下行，短端、中高等级品种收益率下行幅度较大。

⁵撰写人：IMI 研究员芦哲

从三季度内的各大类资产的持有期回报看：风险资产价格持续下挫，下跌幅度略有收敛；债券方面，除 7 年和 10 年期国债外，其它品种的持有期回报率均值继续为正。但是债券整体持有期回报继续下滑，较二季度降至 1.7%。其中，除 5 年以上国债和 5 年期 AA-信用债的净价亏损外，其他债券的净价均盈利。中短端信用债的净价表现对持有期回报贡献较多。总体来看，三季度债券收益率继续下行，仍是中短端或中高等级债券收益率下滑幅度较大，债券持有期回报持续为正。

展望 2018 年四季度：三季度经济金融数据弱于预期，但与此同时，宽信用政策也在密集出台和落地之中，预计四季度基建、制造业和社融将边际性改善，后期债市调整压力仍在，维持全年债券收益率 U 型走势判断。

二、宏观经济专题：进一步培育适合民营经济的 “土壤”⁶

（一）“国进民退”的说法站不住脚

如果能站在党和国家事业全局的战略高度，如果能准确领会一系列政策精神，不难判断时下出现的“国进民退”之声明明显站不住脚、实为“伪命题”。事实上，在中国特色社会主义进入新时代之际，在中国力争实现十九大制定的各个阶段性目标之际，蓬勃发展的非公有制经济必不可少，富有活力和创造力的非公企业必不可少。

改革开放以来，党对非公有制经济的认识在实践中不断深化与发展，并相继制定多项支持政策，非公有制经济的地位逐步强化。具体来看，十二大提出劳动者个体经济是“公有制经济的必要的、有益的补充”；十三大提出私营经济“也是公有制经济必要和有益的补充”；十四大提出“以公有制包括全民所有制和集体所有制经济为主体，个体经济、私营经济、外资经济为补充，多种经济成分长期共同发展”；十五大提出“坚持和完善社会主义公有制为主体、多种所有制经济共同发展的基本经济制度”；十六大首次提出“必须毫不动摇地巩固和发展公有制经济，必须毫不动摇地鼓励、支持和引导非公有制经济发展”；之后的三次党代会均重申了“两个毫不动摇”，而且更加凸显了非公有制经济的重要性。

其中，十八大指出要“保证各种所有制经济依法平等使用生产要素、公平参与市场竞争、同等受到法律保护”，十八届三中全会上升

⁶撰写人：IMI 研究员熊园，刊于新华社《经济参考报》头版。

到“公有制经济和非公有制经济都是社会主义市场经济的重要组成部分，都是我国经济社会发展的重要基础”，十九大提出“构建亲清新型政商关系，促进非公有制经济健康发展和非公有制经济人士健康成长”。

值得注意的是，2016年3月，习大大在重申“两个毫不动摇”的基础上，进一步提出了针对非公有制经济的“三个没有变”，即“非公有制经济在我国经济社会发展中的地位和作用没有变，我们鼓励、支持、引导非公有制经济发展的方针政策没有变，我们致力于为非公有制经济发展营造良好环境和提供更多机会的方针政策没有变”。

通过上述政策的演变可知，中国共产党一直在为促进非公有制经济更好发展创造有利条件。既然道理如此易懂，为什么近期还有观点混淆是非、认为“国进民退”呢？

归纳来看，所谓的“论据”主要有两条，一条是认为“深化国企改革、做强做优做大国有资本”，会让民营企业彻底丧失市场话语权；另一条是认为本轮供给侧结构性改革和环保督查，主要受益的是国有企业。乍一看，这两条“论据”似乎有理，但细究起来明显经不住推敲。

其一，“国进民退”本身就是很不靠谱的说法，它错误地把国企与民企置于对立面，错误地认为国企与民企是此消彼长的关系。简单回顾过去几十年我国经济发展历程可知，国企民企共进局面屡见不鲜，而且一些垄断性国有行业中民企的身影越来越多，民企唯一尚未进入的就剩下部分涉及国计民生、国家安全和国家战略的领域了。

其二，十九大在提出“深化国有企业改革，发展混合所有制经济，培育具有全球竞争力的世界一流企业”，以及中央经济工作会议在提出“推动国有资本做强做优做大”的同时，均明确强调了“支持民营企业发展”“激发各类市场主体活力”。其实，深化国企改革，本质上是要促进我国结构转型、提升增长效能，重要手段就是逐步削弱国企垄断程度，并引入民间资本和民营企业参与混改。

其三，供给侧结构性改革的主要任务是“三去一降一补”，环保督查的主要目标是实现“绿水青山就是金山银山”，最后淘汰的是过剩产能，挤压的是高耗能、高污染企业。短期来看，由于原材价格上涨，国企利润改善幅度的确好于民企；但从中长期看，最终能存活发展下来的肯定是有竞争力、有责任感的企业，这点无关国企还是民企。

时不我待。站在新时代的潮头，民营企业和民营企业应放下包袱、轻装上阵，强化使命担当，苦练内功，充分发挥自身的灵活性、主动性和积极性，实现与国有企业“你中有我、我中有你”的有机融合。

（二）着力缓解融资困境盘活民营经济

基于日前一系列会议和政策的精神，未来我国会更加注重疏通货币政策传导机制，尤其是要着力缓解民营企业融资困境，表明政府积极盘活民营经济的决心。

一直以来，民营经济是国民经济和社会发展的生力军，已是多年来形成的共识。十九大报告也明确提出要支持民营企业发展、激发各类市场主体活力；日前国务院促进中小企业发展工作领导小组第一次

会议更是首次提出中小企业具有“五六七八九”的特征，即：中小企业贡献了 50%以上的税收，60%以上的 GDP，70%以上的技术创新，80%以上的城镇劳动就业，90%以上的企业数量。

需要清醒地认识到，我国民营经济在长足发展之后仍面临诸多问题，在新形势下生存环境亟待优化，民企活力也亟待激发。比如民企融资环境有待进一步提升。数据还显示，我国民营企业货币贷款总额占比不足 3%，贷款利率也往往较高。此外，现阶段的“违约潮”中受到冲击最大的也是民企，表现为民企信用利差的走阔幅度远高于地方国企和央企。

事实上，小微企业融资难融资贵其实是世界性难题，并非我国独有。但具体到我国，应与我国货币政策传导机制不尽通畅有很大关联，加之去杠杆也的确在一定程度上加大了民企融资的难度。毕竟，在防风险、去杠杆的监管主基调下，紧信用实属必然，银行的信贷意愿也就随之下降。

值得庆幸的是，近来我国相继出台了诸多利好民企的政策，包括央行扩容中期借贷便利担保品范围，央行二季度货币政策执行报告和国务院金融稳定发展委员会第二次会议均提出要“进一步疏通货币政策传导机制”，银保监会要求“大力发展普惠金融，强化小微企业、民营企业等领域金融服务”，国务院促进中小企业发展工作领导小组第一次会议提出对大中小企业的贷款要一视同仁，最新的国务院常务会议部署要求进一步推进缓解小微企业融资难融资贵政策落地见效。

盘活民营经济不会一蹴而就，还是要发挥好“几家抬”合力，以

时间换空间，以更大的决心和定力，千方百计拓宽资金来源，着力推动各项政策的实施和落地，并给小微企业实打实、看得见的支持，尤其要想方设法为民营企业创造适宜的土壤、给民营企业创造轻松的创业氛围。

此外，要深刻认识到，民营经济是激活创新发展的加速器。在我国步入高质量发展的新阶段，健康、稳定发展的民营经济至关重要。为此，我们要切实把握融合之道，坚定不移推进产业革新，同时，更要坚定信心、迎难而上，提升金融服务实体经济的能力，以增强中国经济活力，促进经济平稳健康发展。

三、主要经济数据⁷

表 2：经济数据一览

指标名称	类别	18-Mar	18-Apr	18-May	18-Jun	18-Jul	18-Aug	18-Spt
CPI	同比	2.1	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5
PPI	同比	3.1	3.4	4.1	4.7	4.6	4.1	3.6
制造业 PMI	同比	51.5	51.4	51.9	51.5	51.2	51.3	50.8
工业增加值	累计增长	6.8	6.9	6.9	6.7	6.6	6.5	6.4
规模以上工业企业利润总额	累计同比	11.6	15	16.5	17.2	17.1	17.2	14.7
固定资产投资完成额	累计同比	7.5	7.0	6.1	6.0	5.5	5.3	5.4
社会消费品零售总额	同比	9.8	9.7	9.5	9.4	9.3	9.3	9.2
进出口总值	当期值 同比	5.3	16.6	18.5	12.5	18.8	14.3	14.4
M2	同比	8.2	8.3	8.3	8.0	8.5	8.2	8.3
社会融资规模	当月值 (亿元)	17993	18141	18214	18327	18745	18880	19730
金融机构新增人民币贷款	当月值 (亿元)	8393	11000	11500	12915	14500	13038	13662

⁷撰写人：IMI 助理研究员孟源祯

免责声明

本文件由中国人民大学国际货币研究所(以下简称“IMI”)制作, 仅供派发予特定收件人, 不得作为业务招揽或相关商业活动之用。本文件的版权为IMI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 IMI 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。对依据或者使用本文件所造成的一切后果, IMI 及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

《IMI 宏观经济月度分析报告》简介

《IMI 宏观研究月报》是中国人民大学国际货币研究所(IMI)推出的系列性月度分析报告。与现有宏观研究报告不同, 本报告更加侧重宏观分析的学术性。报告包括宏观分析、专题分析和数据汇览三大板块。其中, 宏观分析板块包括海外宏观经济金融形势研判、国内宏观经济金融形势分析、商业银行经营情况和金融市场分析等四个部分。专题分析是本报告的特色, 主要针对一些具有重大现实意义的经济金融问题进行深入的理论分析, 提高了本报告的学术内涵。本报告由 IMI 研究员倾力打造, 由各位资深学术委员倾情指导, 是 IMI 的主要学术产品之一。

编 号	名 称	作 者
IMI Report No.1816	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 18 期)	IMI
IMI Report No.1815	2018 年第三季度宏观经 济运行预测	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1814	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 16 期)	IMI
IMI Report No.1813	人民币国际化战略与未来展望	IMI
IMI Report No.1812	经济增长持续放缓, 宏观政策有所调整	王彬
IMI Report No.1811	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 15 期)	IMI
IMI Report No.1810	2018 人民币国际化报告 (中文发布稿)	IMI
IMI Report No.1809	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 14 期)	IMI
IMI Report No.1808	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 13 期)	IMI
IMI Report No.1807	2018 年第二季度宏观经济运行预测	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1806	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 12 期)	IMI
IMI Report No.1805	2018 年第一季度宏观经济运行预测	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1804	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 11 期)	IMI
IMI Report No.1803	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 10 期)	IMI
IMI Report No.1802	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 9 期)	IMI
IMI Report No.1801	金融大监管强化银行特许价值	王剑
IMI Report No.1719	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 8 期)	IMI
IMI Report No.1718	扼守闸门: 货币史诗 2007-2017	王剑
IMI Report No.1717	货币沉浮: 2018 年银行业资产负债配置展望	王剑
IMI Report No.1716	《中国财富管理发展指数》报告	IMI
IMI Report No.1715	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 7 期)	IMI
IMI Report No.1714	天府金融指数报告 (发布稿)	IMI
IMI Report No.1713	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 6 期)	IMI
IMI Report No.1712	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 5 期)	IMI
IMI Report No.1711	百舸争流——驰骋国际市场的中外资银行	《银行国际化系列报告》课题组
IMI Report No.1710	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 4 期)	IMI
IMI Report No.1709	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 3 期)	IMI
IMI Report No.1708	《人民币国际化报告 2017》发布稿	IMI
IMI Report No.1707		



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn