

主要结论

国内经济形势：当前经济面临一定的下行压力，前三季度固定资产投资、消费和进出口数据均在较低的区间波动，虽然下方的空间较小，但缺乏一定的上升动力。主要面临的问题是在房住不炒的前提下，虽然央行不断释放流动性，但是由于房地产市场增速的下行，传统信用扩张周期难以持续，宽货币至宽信用的传导路径出现了一定的堵塞，实体经济企稳的速度有所放缓。在这种前提下，预计四季度逆周期调节的力度会增加，利率调节工具的使用频率可能会加快，政策方面，由于产业升级和贸易谈判需要时间来推进，进出口和消费短期内难以出现较强的反弹，预计四季度政策的主要发力点依然是基建。

中美贸易方面：中美近期释放出对话的善意。但国际政治经济形势常有反复，未来有两个时间点值得关注，分别是2020年2月份美国总统初选及2020年11月美国总统大选。届时贸易谈判可能会再起波澜，提醒投资者注意可能发生的风险。

外汇方面：美元方面，美联储近期开启扩表周期，也标志着宽松周期的正式开启。同时根据1989-2019年美联储6次降息的规律来看，预计四季度还有一次降息的空间，近期美元上行的可能性较小。英镑之前的走势已经提前price in了无协议脱欧的风险，但是两个利好还没有在走势中完全兑现，分别是英国央行未来可能的宽松政策和2020年1月份的确定的有协议的脱欧，预计四季度英镑还是震荡上行为主。

分析师：顾琛

从业资格号：F3038154

电话：021-55007766

邮箱：15228@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

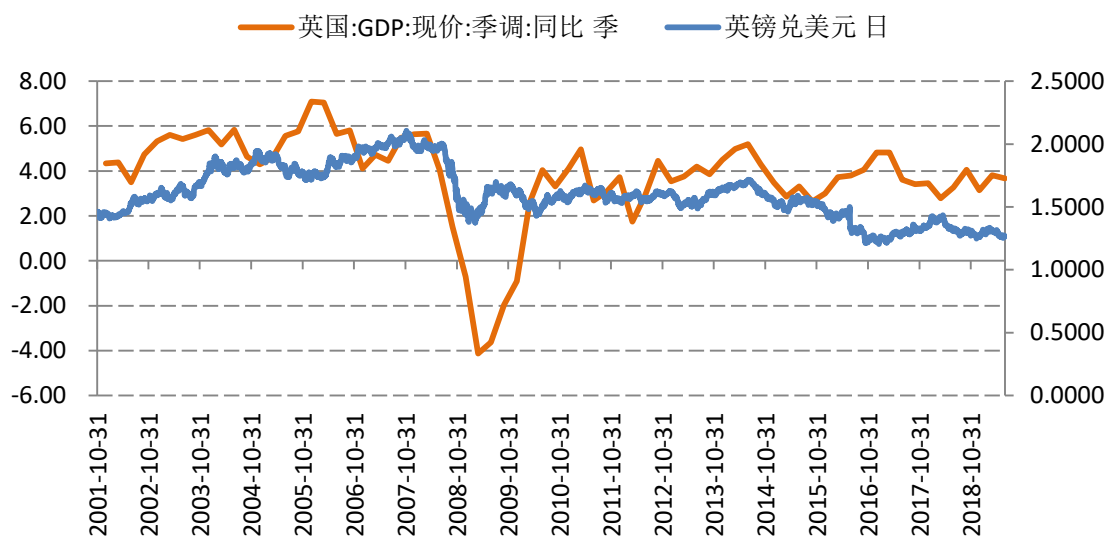
一、国内经济概述

1、热点事件追踪

1.1 英国脱欧事件

北京时间 10 月 23 日凌晨，英国议会以 329 对 299 票的简单多数，“原则性”通过首相 Johnson 此前与欧盟达成的脱欧协议。脱欧谈判取得了阶段性的成果，未来有两点影响因素值得关注：1、脱欧时间点的改变：当前脱欧协议被议会通过，主要得益于爱尔兰问题的解决。当前英国有协议脱欧大概率成为定局，由于英国议会已经向欧盟提交了延期申请，脱欧时间可能将会推迟到 2020 年 1 月 31 日，以给予英国议会足够时间修订立法修正案。2、英镑走势：当前无协议脱欧的可能性较小，英镑之前的走势已经提前 price in 了无协议脱欧的风险，但是英国央行可能的未来宽松政策的和有协议的脱欧两个利好还没有在英镑的走势中完全兑现，预计未来英镑走势还是震荡上行为主。

图：英镑及 GDP 走势

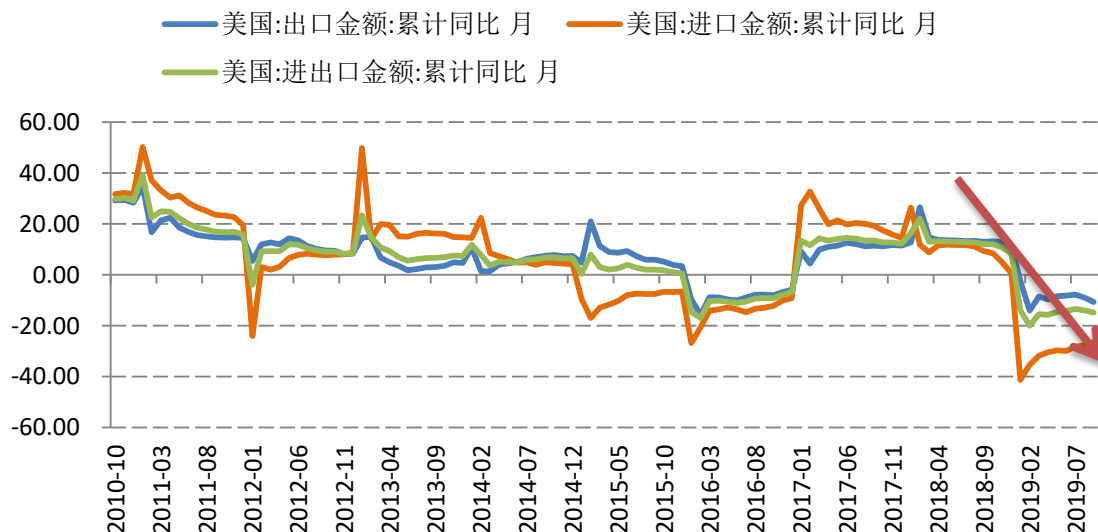


数据来源：wind 国信期货

1.2 中美贸易谈判

当前中美贸易进入了短暂的利空真空期，双方都释放出了对话的善意，当前已进入文本落实阶段。未来有两个时间点值得关注，分别是2020年2月份美国总统初选及2020年11月美国总统大选。由于特朗普的主要目标是连任，所以这两个时间点极有可能是特朗普对于中国再次施压的两个时间，预计贸易谈判可能会再起波澜，提醒投资者注意风险。

图：中美贸易额



数据来源: wind 国信期货

1.3 美联储四季度降息可能性

美联储10月11日公告称, 将于10月15日重新开始购债, 最少持续至2020年第二季度; 继续开展隔夜回购和定期回购直至2020年1月。纽约联储公告称初始购债规模为每月600亿美元, 旨在保持准备金规模在9月初规模以上。在两年的缩表之后, 美联储重启扩表之路, 以应对突发性的流动性需求。也标志了美联储正式进入了宽松周期。

美联储今年下半年共降了两次息, 美联储的降息分为两种, 预防性的降息和危机性的降息。预防性的降息指的是在经济没有特别差的情况下, 为了应对未来可能会发生的风险, 提前将未来的降息进行提前到现在进行的操作, 危机性降息是指经济出现了明显的衰退, 例如消费数据下行, 就业人数创新低等指标出现了恶化, 为了拯救经济而进行的降息行为。

当前美国经济方面, 虽然GDP、PMI及新屋建造指标出现了见顶的现象。但是就业和消费指标没有出现明显下行的状况, 所以我们认为7月份和9月份两次降息属于预防性降息。我们整理了从1989-2019年以来的6轮降息, 发现其中有两次预防性降息, 时间在半年左右, 降息均为0.75bp。根据历史经验, 预计四季度还有一次降息的可能。

图: 美联储 1989-2019 年 6 轮降息

1989-2019美国6轮降息周期						
时间	1989.06-1992.12	1995.7-1996.1	1998.9-1998.11	2001.1-2003.6	2007.9-2008.12	2019.7-
联邦目标利率	6.81 (就业严峻)	0.75 (预防式降息)	0.75 (预防式降息)	5.5 (失业率攀升)	4.5 (次贷危机爆发)	预防式降息?
时间	年	1年	1年	2年	1年左右	

数据来源: wind 国信期货

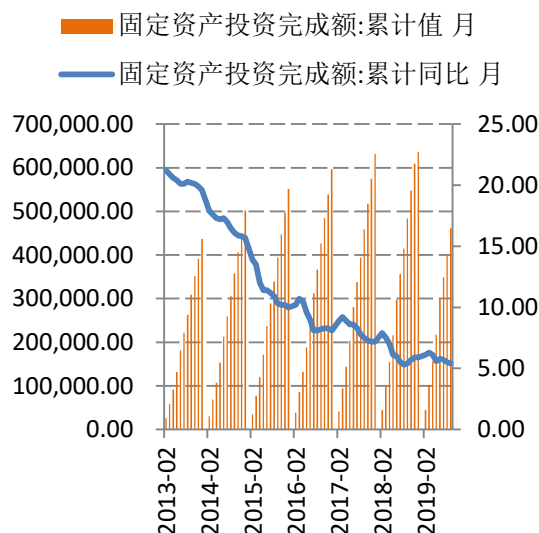
2、固定投资及房地产数据

2019年1—9月份，全国固定资产投资（不含农户）461204亿元，同比增长5.4%，增速比1—8月份回落0.1个百分点。从环比速度看，9月份固定资产投资（不含农户）增长0.41%。其中，民间固定资产投资264805亿元，同比增长4.7%，增速比1—8月份回落0.2个百分点。2019年1—9月份，全国房地产开发投资98008亿元，同比增长10.5%，增速与1—8月份持平。其中，住宅投资72146亿元，增长14.9%，增速持平。

1-9月固定资产小幅下滑，房地产数据持平。本月数据有两点值得关注：1、房地产数据方面韧性犹存，虽然总体销售面积有所回落，但从细分项来看，金九银十效应应该存在，住宅销售额依然保持了两位数的增长。地产从拿地到正式投资的周期约9-11个月左右，根据周期推算，地产增速四季度仍有韧性，但是融资端和信用端的方面持续缩紧，其底部可能最快会在明年1季度出现。2、固定投资方面，2019年地产专项债已经全部发放完成，所以9月的基建数据有所上升，但是反弹力度并不强，宽货币到宽信用的传导路径有一定的阻塞，固定资产方面仍存一定的下行压力。

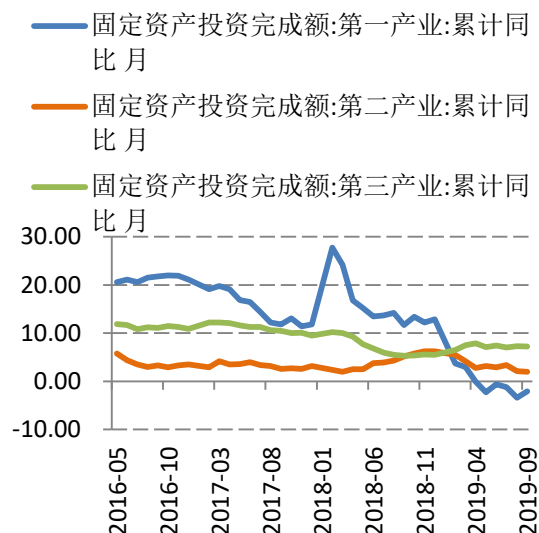
当前经济面临一定下行压力，四季度逆周期调节预计还将加强，当前企业融资成本依然高涨，预计会加快利率调节工具的运用。

图 6：固定资产投资数据



数据来源：wind 国信期货

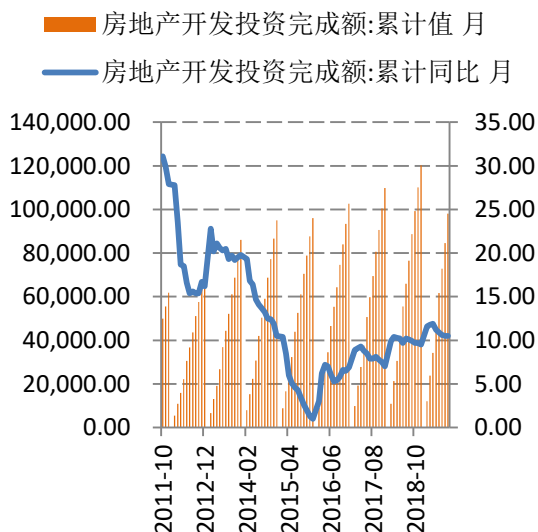
图 7：固定资产投资细分项



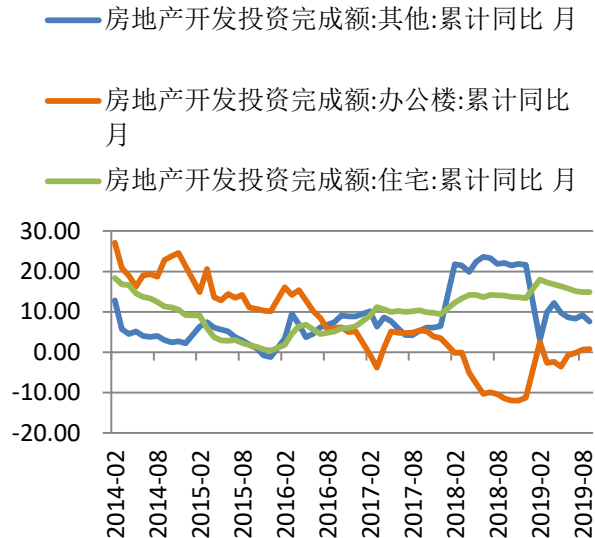
数据来源：wind 国信期货

图 6：房地产数据

图 7：房地产投资数据细分项



数据来源: wind 国信期货



数据来源: wind 国信期货

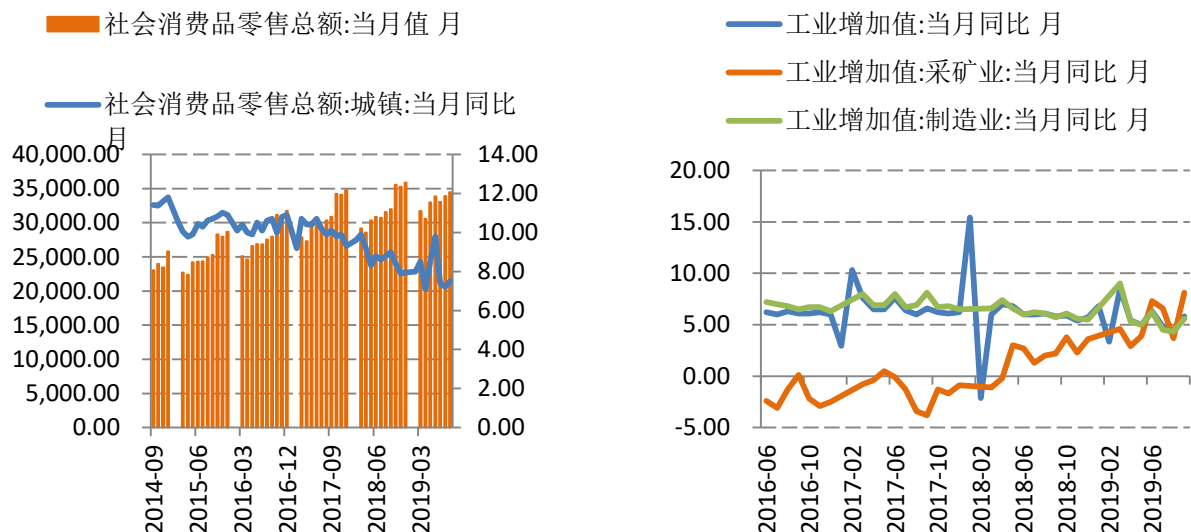
3、社会消费及工业增加值数据

2019年前三季度,社会消费品零售总额296674亿元,同比名义增长8.2%(扣除价格因素实际增长6.4%,以下除特殊说明外均为名义增长)。其中,除汽车以外的消费品零售额268146亿元,增长9.1%。9月份,社会消费品零售总额34495亿元,同比增长7.8%。其中,除汽车以外的消费品零售额31097亿元,增长9.0%。2019年9月份,规模以上工业增加值同比实际增长5.8%(以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率),比8月份加快1.4个百分点。从环比看,9月份,规模以上工业增加值比上月增长0.72%。1—9月份,规模以上工业增加值同比增长5.6%。

前三季度社消总额和工业增加值均在合理区间运行。从细分项来看,有两点值得关注:1、消费数据方面,环比上升了0.3%,从细分来看,主要是由于电商购物节带来的网络零售额的上升,但是总量相比上一年度还是有所回落,内需依然较为薄弱。2、工业增加值方面:从经济类型来看,国有企业及私营企业均有所增长,其中私营企业增长速度快于国营企业增长速度,说明国家对民营企业扶持力度在加强,并取得了一定的成效。其次分产业来看,汽车制造业止跌企稳,电气机械及计算机等高端制造业均取得了两位数的增长,也是带动本月工业增加值上升的主要原因,但同比还是有一定的下行,显示当前我国产业升级虽然取得了一定的效果,但还是需要时间等待更多的政策落地。

图: 消费数据

图: 工业增加值数据



数据来源: wind 国信期货

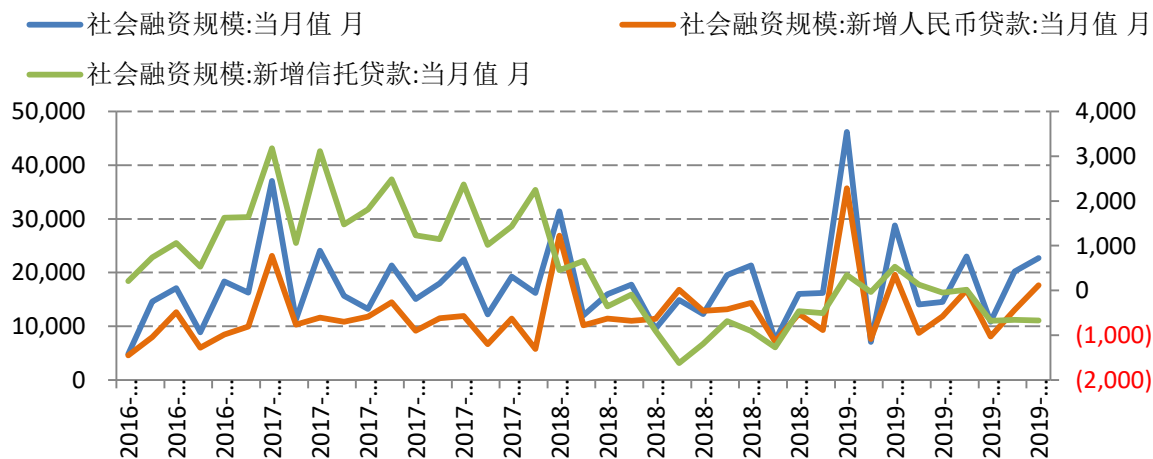
数据来源: wind 国信期货

4、社融数据

9月新增人民币贷款1.69万亿元,高于此前1.4万亿元的路透调查中值;当月末广义货币供应量(M2)同比增长8.4%,路透调查中值为8.2%。9月末人民币贷款余额149.92亿元,同比增长12.5%;路透调查中值为12.3%。9月社会融资规模增量为2.27万亿元人民币。此外前三季度社会融资规模增量累计为18.74万亿元,比上年同期多3.28万亿元;1-9月对实体经济发放的人民币贷款增加13.9万亿元,同比多增1.1万亿元。9月末社会融资规模存量为219.04万亿元,同比增长10.8%。

本月社融数据大幅上升,主要由于本月人民币贷款,企业债券和股票融资大幅增加,带动了社融总量的上升。同时定向降准和专项债发行的效果有所显现居民和企业中长贷增长超过1万亿,说明国家对于企业扶持出现了一定的效果。值得注意的是,原本每个季度召开一次的政治局会议,现在改成了每月召开,当前主要目标还是保增长为主,为了完成年底GDP6%-6.5%的目标,预计四季度逆周期调节力度还将增加,社融有继续回暖的可能。

图: 社会融资规模



数据来源: wind 国信期货

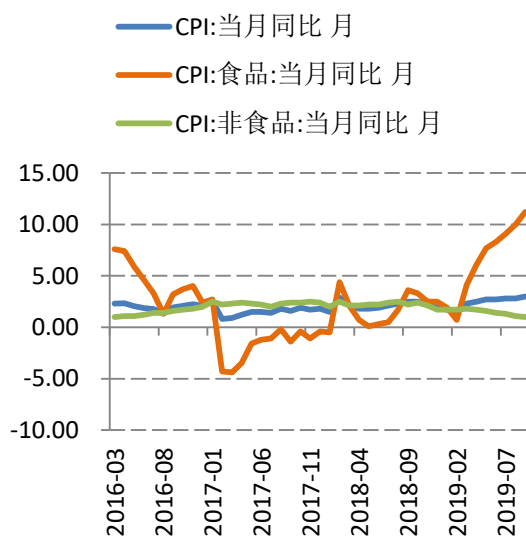
5、通胀数据: CPI持续上行 PPI依然有回落的空间

1-9月, CPI同比上涨2.5%, 近几个月涨幅有所扩大。9月份, CPI环比上涨0.9%, 同比上涨3%, 涨幅均比上月扩大0.2个百分点。1-9月, PPI与去年同期持平, 近几个月同比跌幅有所扩大。9月份, PPI环比上涨0.1%, 同比下跌1.2%, 跌幅比上月扩大0.4个百分点。

CPI和PPI数据持续出现分化, 数据有两点值得关注, 首先CPI的持续上行主要是由于猪价和油价的共振上行, 猪价和原油价格由于存栏和地缘政治问题, 预计在四季度的时候价格还将持续上行。或将持续对CPI进行拉动。另一方面, 由于内需较弱, 生产资料价格同比下行2%, 例如石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业、黑色金属冶炼和压延加工业价格同比下跌5.5%-13.4%, 拖累了本月PPI的下行。

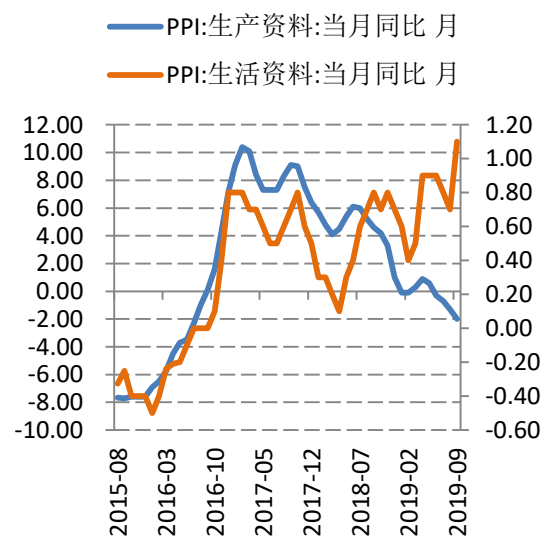
值得注意的是, CPI数据和剔除猪油价格的核心CPI数据出现了分化, 我们认为虽然食品价格上涨, 但是食品价格不应当成为阻碍未来利率工具使用的理由, 预计随着内需的持续下行, 四季度货币政策依然有一定的空间。

图: CPI 数据



数据来源: wind 国信期货

图: PPI 数据



数据来源: wind 国信期货

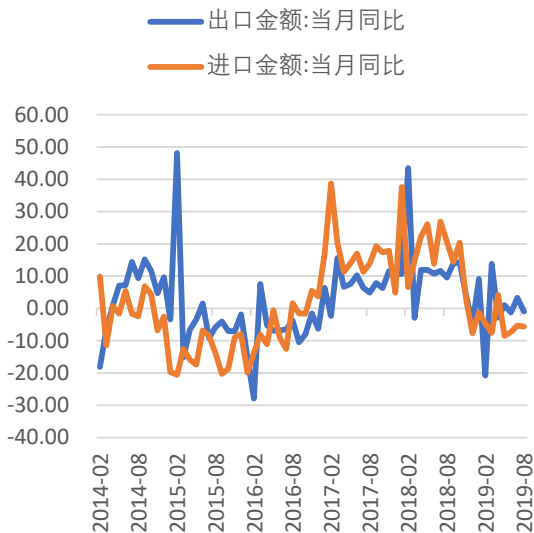
6、进出口数据: 国际贸易形势或有反复 进出口有进一步回落的可能

美元计价, 中国1-9月对美国出口同比下降10.7%, 自美国进口同比下降26.4%。9月当月的进出口总值则为2.78万亿元, 下降3.3%。其中, 出口1.53万亿元, 下降0.7%; 进口1.25万亿元, 下降6.2%。

9月进出口数据整体平稳。本月对美贸易总额大幅下降, 虽然对一带一路沿线国家合计进出口增长10%, 但由于一带一路国家占外贸总值比例较小, 所以并不能起到支撑作用。同时美国和欧洲9月份的PMI数据均创了2009和2012年以来的新低, 从全球外需来看较为疲软。内外需共振下行是本月进出口数据回落的主要原因。

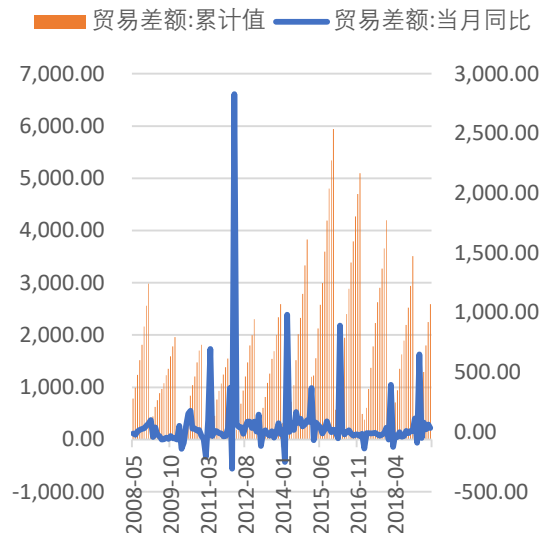
第 13 次中美经贸高级磋商取得了一些阶段性的成果，但是国际政治经济形势多有变化，企业信心修复仍需要时间，预计短期对于外贸改善的影响有限，在具体文件落地以前，四季度贸易数据可能还将承压。

图：进出口数据



数据来源: wind 国信期货

图：贸易顺差



数据来源: wind 国信期货

7、外汇储备数据：受汇率因素影响 连续6个月小幅攀升

截至2019年9月末，中国外汇储备规模为30924亿美元，较年初上升197亿美元，升幅0.6%。

9月外汇储备规模小幅回升，本月数据有两点值得关注：1、9月人民币大幅贬值，但是外汇储备依然回升，但是9月全球各大央行都逐渐进入宽松的货币政策时期，欧元小幅贬值，各大货币的汇率折算推动本月外汇估值为正。2、中美贸易进入密集谈判期，虽然9月双方都将进行新一轮关税加征，但是11月APEC会议后可能会达成文本协议，在一定程度上缓解了贸易谈判的紧张情绪，或为9月份人民币的汇率提供一定的支撑。

总体来看，当前全球经济的挑战增强，风险变大，但是我国经济长期向好的趋势并没有改变，同时各国央行宽松货币政策的延续，和风险偏好的降低，都会使得各国债券价格上涨，有利于外汇估值的结算，这些因素将为四季度外汇储备的规模奠定坚实基础。

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_9391

