

稳增长基调不变，逆周期有望加力

— 2019年10月宏观经济月报

- **海外宏观：寒冬临近。**9月全球经济活动持续放缓，就业增速和商业信心承压，IMF再度下调全球增长预测。美国经济数据偏负面，消费韧性尚待考验。全球央行宽松潮继续，美联储十月降息几率升高。中美贸易关系、英国脱欧等重大事件的积极进展与不确定性并存。
- **实体经济：秋风乍起。**第三季度同比增长6.0%，经济下行压力仍较大。9月工业生产反弹，但难改三季度生产整体低迷的态势。投资方面，房地产投资在销售景气支撑下，9月增速较前值持平；基建投资增速较前值提升0.3pct；制造业投资增长较前值下滑0.1pct。消费增速受汽车销售回暖影响较前值提升0.3个百分点。贸易摩擦下，进口增速回落速度超过出口，衰退式顺差格局已持续9个月。前瞻地看，四季度受基数影响和汽车消费支撑，消费增速或进一步反弹；房地产和制造业投资仍将承压；基建投资增速仍有上行动力；由于中美贸易摩擦阶段性缓和，衰退式顺差或将逐步收窄。
- **物价：CPI将破3%。**9月CPI通胀受“猪通胀”驱动继续上行，同比增速3%；PPI同比-1.2%，受到生产资料拖累，较前值下行0.4个百分点。前瞻地看，后续猪肉价格大概率将进一步上涨，CPI同比增速年内大概率将突破3.0%，明年上半年或将突破3.5%。PPI由于基数效应减弱，后续下滑幅度有限，年底将大概率触底小幅回升。
- **货币金融：货币政策或进入观察期。**9月信贷、社融超季节性反弹，指向逆周期调节政策成效渐显。但近期金融数据的改善很大程度上受到供给因素的推动，在当前严峻的内外部形势下，信贷需求的实质性改善仍需时日。考虑到过往社融对经济表现的领先性，随着信贷和社融的放量，货币政策或进入观察期，短期内进一步放松的概率下降。
- **财政：收支压力边际缓解。**前三季度财政收入受减税降费政策与经济基本面趋弱影响较大，财政支出增速从二季度开始也出现了较为明显的下降。但以中等口径（一般公共预算+政府性基金预算）计，财政收入累计增速已连续两个月反弹，财政收入压力继续缓解。前瞻地看，提前下达2020年专项债额度，可在四季度进一步缓解财政支出增速下滑的压力，对基建投资增速形成支撑，进一步托底经济。
- **中美贸易：10月达成临时性“停火”协议。**10月中美贸易摩擦阶段性缓和，有助于修复金融市场情绪和风险偏好。但美方仅仅是对加征关税按下了“暂停键”，并未撤销任何已经加征的关税，中美双方在贸易上仍处于“边打边谈”的局面。中美贸易摩擦仍将具有长期性。

谭卓，博士

电话：(86) 755 8316 7787

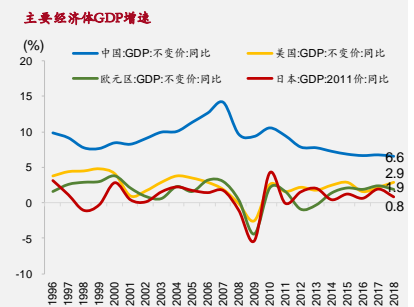
邮件：zhuotan@cmbchina.com

成亚曼，博士

电话：(852) 3900 0868

邮件：angelacheng@cmbi.com.hk

全球主要经济体 GDP 增速



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际证券

相关报告

1. 逆周期加码，稳增长升级—2019年9月宏观经济月报（9月25日）
2. 于未知水域中航行—2019年8月宏观经济月报（8月26日）
3. 反弹非反转——7月宏观经济月报（7月23日）
4. 静水流深，峰回路转：2019年中期宏观经济与资本市场展望（7月4日）
5. 乍暖还寒——2019年5月中国宏观经济月报

目录

一、 海外宏观：寒冬临近.....	3
(一) 全球经济：下行压力加大，放缓仍将持续	3
(二) 美国经济：数据偏负面，韧性待考验.....	4
(三) 货币政策：宽松持续，美欧央行内部分歧加剧.....	6
(四) 风险因素：进展与不确定性并存	7
二、 实体经济：秋风乍起.....	8
(一) PMI：供需反弹，动能仍弱.....	8
(二) 工业生产：季末反弹	11
(三) 消费：汽车消费提振	12
(四) 投资：制造业拖累增速下滑	12
(五) 贸易：进口增速或面临反弹.....	14
(六) 物价：CPI 将破 3%.....	16
三、 货币金融：货币政策或进入观察期.....	19
(一) 信贷：总量大幅改善，信用初步企稳.....	19
(二) 社融：信贷非标边际改善，直融继续收缩	20
(三) 货币：M2-M1 剪刀差走阔	21
(四) 结论：逆周期调节效果渐显，货币政策或进入观察期	22
四、 财政：收支压力边际缓解.....	23
(一) 财政收入：累计增速继续企稳	23
(二) 财政支出：以积极姿态继续托底经济.....	24
(三) 结论：财政收支边际压力缓解	25
五、 中美贸易：10月达成临时性“停火”协议.....	26
(一) “实质性”内容：中方购买农产品，美方暂停加征关税	26
(二) 贸易摩擦与经济表现互为因果.....	26
(三) 中美贸易摩擦仍具长期性.....	26

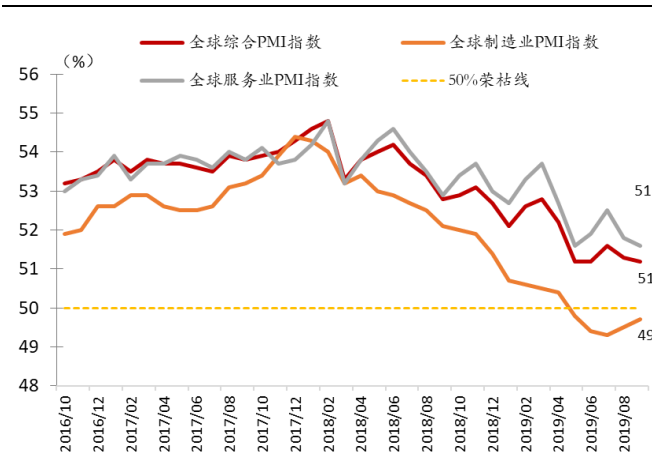
一、海外宏观：寒冬临近

(一) 全球经济：下行压力加大，放缓仍将持续

9月全球经济活动持续放缓，就业增速和商业信心承压。全球综合 PMI 指数由 7 月的 51.6 和 8 月的 51.3 进一步降至 9 月的 51.2，意味着萎缩的全球贸易不仅引发了制造业连续五个月的萎缩，并且正在蔓延至其他经济领域，产生越发广泛的负面影响。全球服务业近两年来的表现一直强于制造业，是经济增长的主要支撑，但近半年来动力显著减弱，全球服务业 PMI 由 7 月的 52.5 和 8 月的 51.8 降至 9 月的 51.6。在此背景下，全球劳动力市场和商业信心正受到冲击，特别是制造业就业压力较大。由于新订单增速下滑、对于未来 12 个月全球经济的乐观情绪显著降温，前瞻指标显示全球经济反弹乏力，下行压力仍将持续。

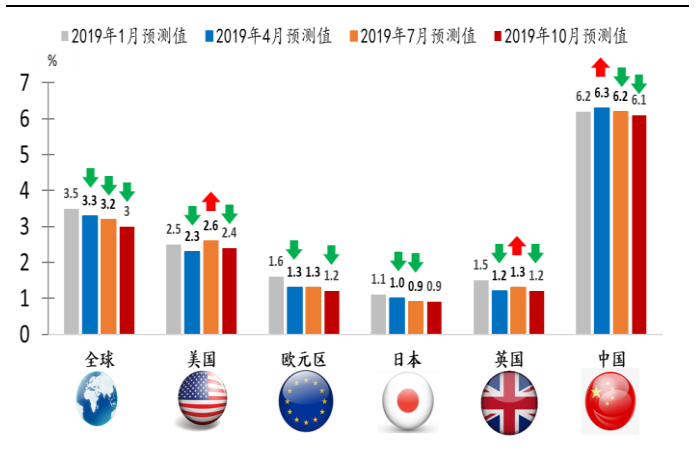
IMF 再度下调全球增长预测。由于贸易壁垒不断上升、贸易和地缘政治不确定性增加、部分新兴市场和发展中经济体宏观经济压力等因素，国际货币基金组织(IMF)于 10 月 15 日再次下调对 2019 年全球经济增长的预测至 3%，较 7 月的预测值低 0.2ppt，较今年初的预测值则下降 0.5ppt，对 2020 年经济增速预测亦降低 0.1ppt 至 3.4%。IMF 此次还将 2019 年美国、欧元区、英国和中国的经济增速分别下调至 2.4%、1.2%、1.2%和 6.1%。尽管 IMF 不断调低预测值，实际增速仍可能不及其预期。

图 1：全球制造业持续萎缩，服务业景气度进一步下滑



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际证券

图 2：全球货币基金组织于 10 月再度下调对主要经济体和全球 GDP 增速的预测



资料来源：IMF、招商银行研究院、招银国际证券

分国家看，韩国、日本和印度尼西亚等亚洲国家制造业下滑显著，美国、中国和德国受全球需求下降的负面影响在 9 月较明显，其中德国受出口和工业双重拖累，GDP 自今年第二季度下降 0.1%以来，于第三季度出现技术性衰退的几率已经很高，正拖累整个欧元区经济进入困难时期。

细分行业而言，汽车及汽车配件、金属和采矿、工业产品、房地产仍处于快速下滑通道，而银行金融、食品饮料、生物医药、保险、交通运输等在 9 月有较为亮眼的表现。

图3：全球主要经济体综合 PMI 指数

	2018年9月	10月	11月	12月	2019年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
美国	53.9	54.9	54.7	54.4	54.4	55.5	54.6	53	50.9	51.5	52.6	50.7	51
欧元区	54.1	53.1	52.7	51.1	51	51.9	51.6	51.5	51.8	52.2	51.5	51.9	50.1
英国	54.1	52.1	50.8	51.4	50.3	51.5	50	50.9	50.9	49.7	50.7	50.2	49.3
日本	50.7	52.5	52.4	52	50.9	50.7	50.4	50.8	50.7	50.8	50.6	51.9	51.5
中国	52.1	50.5	51.9	52.2	50.9	50.7	52.9	52.7	51.5	50.6	50.9	51.6	51.9

资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际证券

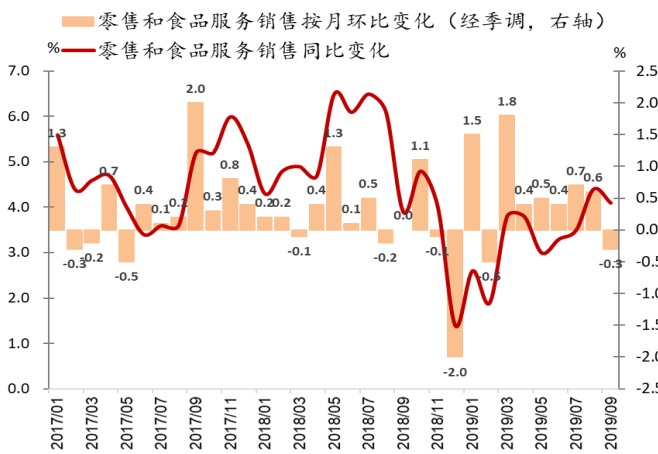
（二）美国经济：数据偏负面，韧性待考验

9月新增就业和私人消费增长不及预期。全球市场近期密切关注美国经济走势，正是因为美国经济状况对于全球经济前景、美联储和其他央行的货币政策路径、以及美中、美欧贸易谈判都至关重要。当前，美国经济总体上仍保持温和扩张但动力减弱，核心支撑在于良好的就业状况和私人消费的稳定增长。但9月的就业和消费数据均未达预期：新增非农就业人数由8月的16.8万人降至13.6万人；零售销量环比增速由8月的增长0.6%转为9月下跌0.3%，增添了对美国消费韧性的忧虑，主要因为私人消费占到美国经济近七成份额，一旦失去动力意味着美国经济增长下滑将加速。

制造业、服务业等多个经济领域延续下行趋势。相比于零售消费，其他经济领域受到贸易不确定性以及全球经济放缓的影响更为明显。9月制造业 PMI 跌至 47.8，美国制造业已正式陷入衰退。虽然制造业仅占美国经济的 11%和总就业的 8%。但其政治意义重大，特朗普总统一直声称要提振制造业并创造数百万个新就业岗位，而制造业就业占比最高的几个州恰是特朗普必须争取的重要摇摆州，制造业的萎缩对于特朗普竞选连任是重大不利因素。服务业 PMI 指数在 9 月跌至 50.9，创下三年来新低。第三季美国商业乐观情绪亦跌至三年来最低，美国经济褐皮书显示许多企业下调了未来 6-12 个月的增长预期。

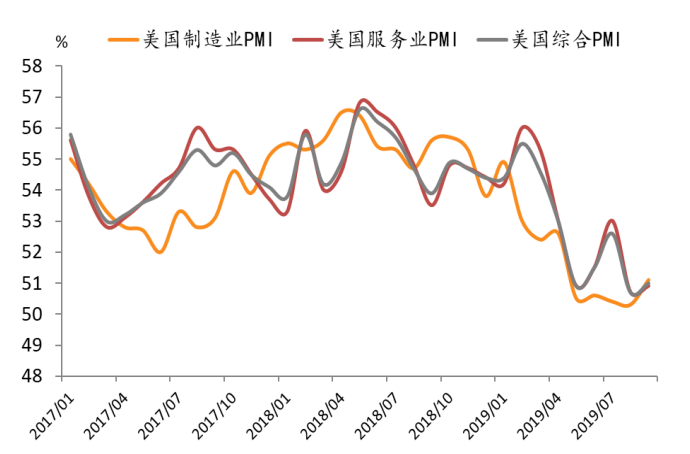
贸易方面，贸易摩擦对美国进出口贸易构成明显压力，从进口来源国来看，美国从中国的进口减少，而从其他亚洲贸易伙伴（韩国，越南，马来西亚等）的进口增加，中国已从美国的最大贸易伙伴跌至第三位，被墨西哥和加拿大超越。

图 4：9 月美国零售销量环比下跌 0.3%，为 7 个月来首次环比下跌



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际证券

图 5：美国制造业和服务业动力双双减弱

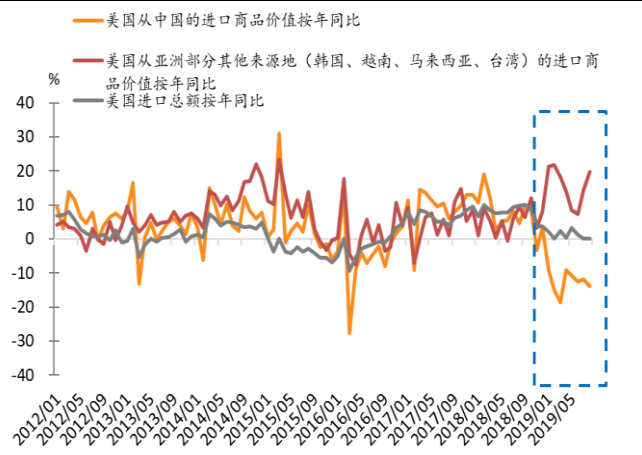


资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际证券

联邦预算赤字激增，财政政策空间受限。根据美国国会预算办公室的最新估计，2019 财年美国联邦预算赤字从上一年度的 7,790 亿美元大幅增加至 9,840 亿美元，达到 2012 财年以来的最高水平。庞大的政府债务使得美国采取更多财政刺激措施来应对经济下滑的政策空间所剩无几。

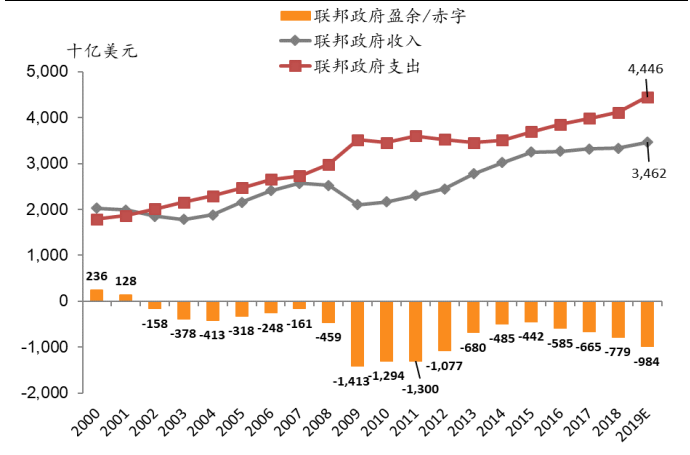
前瞻地看，美国经济究竟将会逐渐“软着陆”还是急剧转差，在很大程度上取决于贸易拖累下的美国制造业衰退是否会蔓延至整个经济，以及私人消费的相对强势能否延续。我们预计美国经济无法对贸易不确定性和全球放缓免疫，下滑将在未来几个月持续，至明年底出现短暂衰退的可能性仍存在，但经济系统性风险可控，爆发大规模经济危机的几率仍然较低。我们预计美国经济在 19 年第三季度增长 1.7%，2019 年全年增长 2.2%。

图 6：美国从中国的进口减少，从其他亚洲贸易伙伴的进口增加



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际证券

图 7：美国联邦政府财政赤字进一步增加



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际证券

(三) 货币政策：宽松持续，美欧央行内部分歧加剧

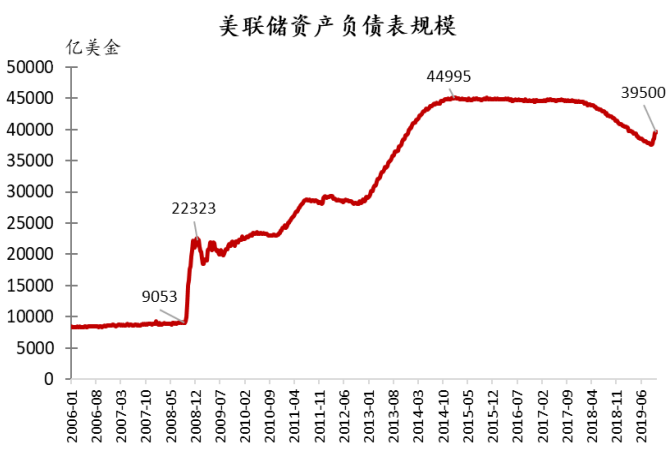
美联储继续降息概率升高。美国联储局于9月降息0.25厘之后，内部对货币政策前景仍有较大分歧，10名投票委员当中除了有2位继续明确反对降息（波士顿的罗森格伦和堪萨斯城的乔治）之外，整体上对未来进一步降息持开放态度，而评估的关键就是美国经济的推动力家庭支出的表现。美国9月零售销售出现七个月来首次环比下滑，使得本月再降息一次的概率大大提升。若半年内连续降息三次，其后美联储很可能维持利率水平不变至2020年下半年，等待更多信息再采取下一步行动。影响决策的变量主要在于中美贸易关系走势、经济和市场表现以及美联储受到的政治压力。

美联储重启扩表意在应对货币市场波动。美联储近日宣布，从10月15日开始至明年二季度将每月购买600亿美元短期美国国债，但强调扩表不等同于重启量化宽松。我们重申此前观点，认为美联储重启扩表是为了应对货币市场短期资金面趋紧、短期借贷利率出现异常飙升的状况，“校准”商业银行的储备金规模，修复商业银行体系的流动性，而非刺激经济。

欧元区负利率环境下重启QE争议大。9月12日欧洲央行召开祭出新一轮超宽松货币政策，将存款利率下调10个基点，并决定重启QE。近期公布的会议纪要显示，重启QE的决定遭到多为决策者反对，反对者认为只有到最后关头才能诉诸该手段，或认为它不再是有效工具。10月24日将是现任行长德拉吉的最后一次货币政策会议，而欧央行内部的严重分歧以及负利率的影响将是新任行长拉加德在11月1日上任后亟需解决的问题。

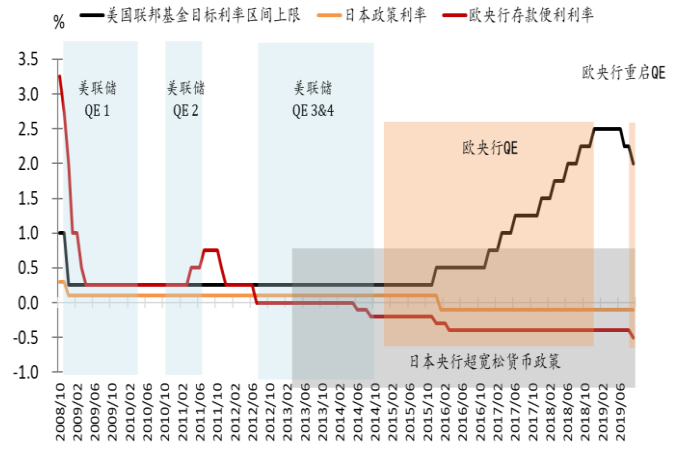
在全球经济放缓和贸易形势不明朗的共同压力下，更多央行采取宽松刺激政策来对冲下行风险。澳洲联储于10月1日宣布降息25个基点至0.75%的历史最低水平，为年内第三次降息，并暗示可能实施进一步宽松政策。印度央行于10月4日宣布了今年第5次降息，合共下调135个基点。10月14日，增长乏力的新加坡也加入了全球宽松的浪潮。10月16日韩央行将7天期回购利率下调25个基点至纪录低位1.25%，为今年7月之后年内第二次降息。

图8：美联储时隔七年再启扩表



资料来源：美联储、招商银行研究院、招银国际证券

图9：欧美日央行政策利率变化



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际证券

（四）风险因素：进展与不确定性并存

近期中美贸易谈判取得可贵进展，达成阶段性贸易协议，就知识产权保护、金融服务、农产品采购等方面的内容达成了共识，意味着贸易摩擦这一重大风险因素出现了阶段性缓和。同时也须意识到，中美贸易摩擦的不确定性依然很高，分歧领域较多，已加关税仍未撤回，“边打边谈”的过程中贸易政策的不确定性仍将持续拖累包括中美两国在内的全球经济增长。

英国脱欧进入冲刺阶段，方案表决一波三折。10月17日，欧盟委员会与英国政府就脱欧达成新协议。除英国外的欧盟27个成员国领导人一致通过决议，支持该协议。但协议在英国议会下院受挫，迫使英国首相约翰逊致信欧盟申请延迟“脱欧”。英国政府19日向欧盟申请将脱欧的最后期限延长至2020年1月31日。同时，约翰逊将尽快再次提交脱欧协议草案至议会下院，如能够在下院通过，则英国还有可能按原计划退出欧盟，意味着将解除一项重大风险；若欧盟再度押后脱欧限期，则脱欧变数将持续。

二、实体经济：秋风乍起

2019年第三季度，中国GDP（不变价）为22.58万亿元，同比增长6.0%；前三季度GDP为63.8万亿元，累计同比增长6.2%。

2019年9月，规模以上工业增加值同比增长5.8%（前值4.4%）；社会消费品零售总额同比增长7.8%（前值7.5%）；固定资产投资累计同比增长5.4%（前值5.5%），其中基建投资3.4%（前值3.2%），房地产投资10.5%（前值10.5%），制造业投资2.5%（前值2.6%）。城镇调查失业率5.2%，持平上月。

（一）PMI：供需反弹，动能仍弱

9月中国制造业采购经理指数（PMI）为49.8，比上月回升0.3；非制造业商务活动指数为53.7，比上月小幅回落0.1。

图10：9月采购经理人（PMI）指数

	PMI	生产	需求		库存		价格		从业人员	生产经营/业务活动预期	
			新订单	新出口订单	原材料	产成品	投入	出厂/销售			
制造业	2019-06	49.4	51.3	49.6	46.3	48.2	48.1	49.0	45.4	46.9	53.4
	2019-07	49.7	52.1	49.8	46.9	48.0	47.0	50.7	46.9	47.1	53.6
	2019-08	49.5	51.9	49.7	47.2	47.5	47.8	48.6	46.7	46.9	53.3
	2019-09	49.8	52.3	50.5	48.2	47.6	47.1	52.2	49.9	47.0	54.4
	较前值	0.3	0.4	0.8	1.0	0.1	-0.7	3.6	3.2	0.1	1.1
非制造业	2019-06	54.2	-	51.5	48.5	-	46.0	51.5	49.7	48.2	60.6
	2019-07	53.7	-	50.4	48.4	-	45.5	52.9	50.6	48.7	59.8
	2019-08	53.8	-	50.1	50.3	-	47.0	50.8	49.1	48.9	60.4
	2019-09	53.7	-	50.5	47.3	-	46.4	52.8	50.0	48.2	59.7
	较前值	-0.1	-	0.4	-3.0	-	-0.6	2.0	0.9	-0.7	-0.7

资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

● 制造业：供需双双反弹、就业继续承压

9月份制造业PMI指数季节性反弹，但仍连续第五个月位于荣枯线以下。除产成品库存外，其余分项指标均较前值有所提升。

- (1) **生产延续扩张，中型企业边际改善。**受季节性及天气因素影响（今年8月台风、暴雨等不利天气较多），生产指数较前值提升0.4至52.3。其中，大型企业生产指

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_9438

