

首席经济学家：任泽平

研究员：罗志恒

✉ luozhiheng@evergrande.com

研究员：孙婉莹

✉ sunwanying@evergrande.com

研究员：华炎雪

✉ huayanxue@evergrande.com

事件：

三季度 GDP 同比增长 6%，预期 6.1%，前值 6.2%；前三季度 GDP 同比增长 6.2%，预期 6.3%，上半年增速为 6.3%。

9 月规模以上工业增加值同比 5.8%，预期 5.2%，前值 4.4%。

1-9 月城镇固定资产投资同比 5.4%，预期 5.5%，1-8 月增速为 5.5%；1-9 月房地产开发投资同比 10.5%，1-8 月增速为 10.5%。

9 月社会消费品零售总额同比 7.8%，预期 7.8%，前值 7.5%。

9 月社会融资规模 22725 亿元，前值 20175 亿元；9 月货币供应量 M2 同比 8.4%，前值 8.2%。

目录

一、	核心观点：经济下行，物价通缩，迈向“5”时代，加大逆周期调节和改革开放力度	4
二、	三季度 GDP 同比 6.0%，创 1992 年 GDP 季度核算以来新低	10
三、	社融、M2 短期回升，但流动性分层严重，民营、中小企业仍融资难贵	11
四、	生产短暂反弹，但仍处近年低位，反映内外需求依旧疲软	13
五、	固定资产投资继续回落，房地产投资总体放缓，基建和制造业投资低迷	14
六、	房地产融资全面收紧，国内贷款下滑，销售总体降温，房地产投资后续将持续回落	15
七、	制造业投资回落，高技术投资相对较快	16
八、	财政发力拉动基建略升，但后续乏力，主要受土地财政下行、严控地方隐性债务的制约	17
九、	消费延续低迷，未来受居民杠杆率高、收入下行、股市房市财富效应弱的抑制	19
十、	出口连续两个月负增长，未来受全球经济下行影响继续承压	21
十一、	CPI 触及警戒线，PPI 持续大幅通缩，CPI、PPI 出现罕见分化走势	23
十二、	PMI 连续 5 个月低于荣枯线，“抢出口”“抢生产”短期反弹	24

图表目录

图表 1: 2019 年 3 季度 GDP 实际增速 6.0%	10
图表 2: 前三季度消费累计拉动 GDP 3.8 个百分点	11
图表 3: 2019 年 9 月新增社融结构	12
图表 4: 2019 年 9 月金融机构新增信贷	12
图表 5: M2-GDP 增速处于历史低点, 货币环境稳健偏紧	12
图表 6: 贷款加权利率-PPI 的差持续升高	12
图表 7: 9 月工业增加值季节性回升	13
图表 8: 9 月制造业投资下滑, 基建投资略回升但仍低迷	14
图表 9: 房地产投资总体下行, 销售整体延续降温	16
图表 10: 土地购置面积仍为负增长	16
图表 11: 制造业投资持续低迷	17
图表 12: 高技术制造业保持高增长	17
图表 13: 9 月基建投资增速回升, 但增速仍低	18
图表 14: 1-8 月 11 个省市财政收入累计增速转负	18
图表 15: 9 月社会消费品零售总额同比延续低迷	20
图表 16: 我国居民杠杆率持续攀升, 挤压消费	20
图表 17: 9 月进口、出口增速进一步下滑	22
图表 18: 中美贸易摩擦关税事件梳理	22
图表 19: 9 月美、欧、日等经济体 PMI 均创近年来新低	22
图表 20: 超级猪周期持续发力带动 CPI 升至 3% 警戒水平	24
图表 21: PPI 下滑拖累工业企业利润	24
图表 22: 9 月 PMI 指数分项一览	25
图表 23: 9 月制造业 PMI 连续 5 个月低于荣枯线	26

一、核心观点：经济下行，物价通缩，迈向“5”时代，加大逆周期调节和改革开放力度

（一）GDP 创新低，内外需疲软，经济下行压力加大

作者在 2010 年参与研究“增速换挡”，2014 年下海提出“新 5% 比旧 8% 好”，2015 年提出“经济 L 型”，当时这些观点因为太前瞻，引发了很大的争论。

2019 年第 1、2、3 季度 GDP 增速分别为 6.4%、6.2%、6%，随着经济下行压力加大，预示着中国经济“5”时代的来临，能否触底企稳、开启新周期，有待于新一轮改革开放红利的释放。

近期我们对经济形势和宏观政策的预判一一得到验证。

6 月份数据出来以后，市场一片“经济企稳”“企稳回升”“超预期”的声音，我们发布震撼全市场的报告《充分估计当前经济金融形势的严峻性——全面解读 6 月经济金融数据》（7 月 21 日）：近期的先行指标纷纷下滑，比如房地产销售、土地购置和资金来源回落，PMI 订单和 PMI 出口订单下滑，一系列房地产融资收紧政策密集出台，而且经济金融结构正在趋于恶化。随后 7 月份经济金融数据全面回落。

7 月份数据公布以后，市场仍然沉浸在“降息降准就是大水漫灌”的错误认识中（混淆了货币政策正常逆周期调节和货币超发的关系）。我们再度前瞻性提出《该降息了！——全面解读 7 月经济金融数据》（8 月 15 日）：当前经济下行压力加大，全球降息潮，汇率破“7”，核心 CPI 保持稳定，PPI 负增长通缩企业实际利率上升，表明货币宽松的空间已经打开。在《金融形势严峻，何时降息降准？——点评 7 月金融数据》（8 月 13 日）中我们认为：7 月社融、信贷、M2 数据全面回落，宽货币到宽信用政策效果较差，原因无非是企业实际利率并未下降、流动性投放渠道收窄、资产价格低迷难以起到抵押放大器效应，社融领先实体经济和投资，意味着下半年到明年上半年经济下行压力较大。随后 8 月 17 日央行通过 LPR 改革市场化降息，9 月 6 日宣布全面降准+定向降准，国务院强调加大逆周期调节力度（参考：8 月 18 日《“降息”来了！——解读央行改革完善 LPR 形成机制》、9 月 7 日《全面解读降准对经济、股市、债市、房市影响及展望》）。

年初经济暂时企稳，主要受去年底-今年初货币放松、财政资金提前拨付、5 月贸易摩擦再度升级影响尚未显现、房地产“小阳春”、库存复苏周期等支撑。

但是，随着欧美主要经济体增长放缓、5-8 月中美贸易摩擦升级、6-9 月房地产融资密集收紧、房地产销售土地购置下滑、库存复苏周期已过、地方财政收入大幅下滑等影响，经济下行压力加大：

GDP 增速创 1992 年 GDP 季度核算以来新低，迈向“5”时代；

三驾马车均疲软，出口连续两个月负增长，消费低迷，固定资产投资持续放缓；

9月工业增加值短暂反弹，与国庆前“抢生产”、8月中美贸易摩擦升级“抢出口”有关，增速处于近年低位；

财政税收收入大幅下滑，税收连续5个月负增长，11省市财政负增长，制约基建稳增长能力；

猪周期推动CPI触及3%警戒线，但PPI连续3个月负增长，降幅扩大，拿掉猪以后都是通缩；

企业盈利负增长；

居民收入实际增速连续两个季度下行；

PMI连续5个月处于荣枯线以下，PMI就业指数为十年低点；

社融信贷暂时企稳，但流动性分层验证，国企、地方债融资改善，民营、中小企业仍融资难贵。

我们维持2019年下半年-2020年上半年经济将再下台阶的判断（参考《生于忧患——2019年中期宏观展望》，2019年6月），2019年下半年经济下行斜率较缓，但2020年上半年经济下行斜率较大。未来两年GDP增速将下降0.5个百分点左右（参见报告《经济再下台阶——全面解读8月经济金融数据》）。

（二）具体看，当前宏观经济呈九大特点和趋势：

1、固定资产投资增速连续3个月回落，其中制造业继续下滑，房地产投资增速与上月持平，基建增速略反弹但仍低迷。考虑到土地财政下降、房地产融资收紧、出口负增长、企业利润下行等影响，预计未来固定资产投资难起。1-9月固定资产投资同比增长5.4%，较1-8月回落0.1个百分点；9月当月同比4.7%，较8月回升0.6个百分点。其中，1-9月房地产投资同比10.5%，较1-8月持平，此前连续4个月回落，仍是投资最主要的支撑力量。基建（含水电燃气）投资同比3.4%，较1-8月回升0.2个百分点。制造业投资同比2.5%，较1-8月回落0.1个百分点，延续低迷。民间投资持续回落，1-9月民间固定资产投资同比4.7%，较1-8月回落0.2个百分点。

2、房地产销售增速低迷，其中一线销售降温较快，而这是建立在房企降价促销回笼资金的背景下，若无促销将更差。未来政策仍偏紧，房地产销售仍将继续低迷。419和730两次政治局会议强调“房住不炒”，730政治局会议提出“不将房地产作为短期刺激经济的工具”，近期银行贷款、信托、海外债等地产融资渠道全面收紧。5月以来房地产销售快速降温9月房地产当月销售同比为2.9%，较上月下滑1.7个百分点，剔除基数效应后，9月当月销售面积同比为-2.6%。9月一线城市销售同比为-21.7%，较上月下滑13.0个百分点。

房企到位资金略有回升，但国内贷款增速下降，支撑力量是促销回笼资金的居民定金及预收款。1-9月房地产到位资金累计同比7.1%，较1-8月回升0.5个百分点，此前连续4个月回落。其中，国内贷款累计同比9.1%，较上月下滑0.7个百分点；当月同比为4.8%，较上月下滑7.1个百分点，反映近期房地产融资全面收紧。定金及预收款累计同比9.0%，较上月上升0.7个百分点；当月同比14.3%，较上月回升15.1个百分点，反映房企加速促销推盘。定金及预收款占房地产到位资金的比例仍偏高，9月占比为33.6%，较上月提高6.5个百分点。

房地产投资的韧性与加快竣工有关，加快竣工与房企加快回款有关，房企融资全面收紧、销售总体降温、土地购置负增长，房地产投资后续将继续回落。1-9月房地产投资累计同比10.5%，较1-8月持平；9月当月同比10.5%，与上月持平。竣工加速与房企加快回款有关，1-9月竣工面积累计同比-8.6%，较1-8月提高1.4个百分点；9月当月增速4.8%，较上月提高2.0个百分点。土地购置面积负增长，降幅缩窄；300城的土地成交同比上升、溢价率下降反映地方政府加快土地供给，但土地市场整体景气度不高。1-9月土地购置面积累计同比-20.2%，较上月回升5.4个百分点，仍大幅负增长；当月同比10.4%，较上月提高16.4个百分点；但9月300城土地溢价率为8.0%，较上月下滑2.6个百分点，连续5个月下滑。

3、基建投资略回升但整体低迷，增速回升主因季末财政支出发力，但前三季度财政赤字规模达历年同期之最，后期乏力，受地方公共财政吃紧、土地财政大幅减少、严控地方隐性债务制约，未来反弹幅度有限。1-9月基建投资（含水电燃气）累计增速为3.4%，较1-8月回升0.2个百分点；9月当月同比4.9%，与上月持平。1-9月全国公共财政支出累计同比9.4%，较1-8月提高0.6个百分点；9月当月同比12.9%，较上月大幅提高13.1个百分点。分行业看，1-9月铁路运输和道路运输业投资同比分别是9.8%和7.9%，较1-8月分别变化-1.2和0.2个百分点。积极财政政策支持基建反弹，但未来反弹幅度有限。一是大规模的减税降费落地后，地方财政收入同比迅速下行，1-8月有11个省市财政收入负增长，如北京-1.4%、海南-4.6%、重庆-7.0%，吉林-10.3%，且当前PPI持续下滑、企业盈利承压将进一步导致税收收入下行。二是地方政府债务偿债压力较大，隐性债务严控。三是1-9月土地成交面积同比-20.2%，专项债难以弥补土地财政收入下滑缺口。四是提前下达明年专项债额度在年内难以形成实际投资额。1-9月财政赤字为2.79万亿，为历年同期之最。

4、制造业投资延续低迷，高技术投资依然高增长。1-9月制造业投资累计同比2.5%，较1-8月下滑0.1个百分点，整体低迷。9月当月同比1.9%，较8月回升3.5个百分点。分行业看，受贸易摩擦影响的纺织和农副食品加工制造业投资放缓，1-9月累计同比分别为-8.2%和-10.8%，较1-8月下滑3.2和1.4个百分点。专用设备、铁路制造业投资上升，1-9月累计同比分别为8.7%和-8.3%，较1-8月分别回升2.1和2.4个百分点。高技术产业投资增长较快，1-9月高技术制造业投资同比增长12.6%，快于全部投资7.2个百分点。全球经济下行和贸易摩擦升级导致出口受冲击，PPI转负通缩、企业利润承压，企业中长期贷款占比有所上升但仍偏低，制造业投资将处于低位。

5、9月社会消费品零售总额同比小幅回升，剔除低基数和汽车影响，消费仍然低迷。未来消费受居民杠杆率高、收入下行、就业低迷、股市房市财富效应弱的抑制。1-9月社零累计同比8.2%，较2018年下滑0.8个百分点；9月社零名义和实际增速分别为7.8%和5.8%，分别较上月回升0.3和0.2个百分点。汽车消费同比-2.2%，较上月降幅缩窄5.9个百分点。剔除汽车后的消费同比增长9%，较上月下滑0.3个百分点。1)受油价上调影响，石油及制品消费同比-0.4%，较上月回升0.8个百分点。2)受商品房促销影响，音像器材和家具类消费同比分别为5.4%和6.3%，分别较上月上升1.2和0.6个百分点。3)必需品消费略有下滑但维持高增长，粮油食品、日用品和饮料类增速分别为10.4%、12%和8.9%，分别较上月下滑2.1、1和1.5个百分点。

未来消费难起：1)经济下行、民营企业经营困难叠加贸易摩擦对中国出口部门冲击，就业形势严峻。9月PMI从业人员指数47%，位于十年来的较低水平；城镇调查失业率5.2%；2)经济低迷、居民可支配收入增速逐季下行，前三季度全国居民人均可支配收入实际增速6.1%，较上



半年下滑 0.4 个百分点，较一季度下滑 0.7 个百分点；3) 中国居民部门杠杆率持续上升，2019 年二季度已达 55.3%；4) 股市房市财富效应减弱，抑制消费。

6、全球经济放缓、外需疲软，新一轮加征关税影响显现。9 月当月出口增速进一步下滑，前三季度累计出口负增长；对美出口增速创 1996 年以来新低。9 月中国出口增速-3.2%，较 8 月下滑 2.2 个百分点；1-9 月出口累计同比-0.1%，较 2018 年全年下滑 10 个百分点。分国家和地区看，因 9 月 1 日美对华 3000 亿美元中的部分商品加征 15% 的关税生效，9 月中国对美出口增速-21.9%，较上月下滑 5.9 个百分点，创 1996 年 1 月以来新低；对中国台湾、东盟和巴西出口增速虽较上月下滑但仍保持较高增速，与中国转移出口市场有关。**进口增速明显下滑，内需疲弱。**9 月中国进口增速-8.5%，较 8 月下滑 2.9 个百分点；1-9 月进口累计同比-5%，较 2018 年全年下滑 20.8 个百分点。

未来，全球经济增速持续下行，中美贸易摩擦虽暂缓但仍有较大不确定性，且关税未全部取消，出口仍将继续下滑，全年负增长。1) 全球经济持续下行，全球制造业 PMI 连续 5 个月处于枯荣线下，美国制造业 PMI 创 2009 年 7 月以来新低，欧元区制造业 PMI 创 2012 年 11 月以来新低。2) 中美贸易摩擦暂缓，但仍有较大不确定性。中美第十三轮高级别经贸磋商初步达成“第一阶段”贸易协议，特朗普暂停对中国 2500 亿美元产品提高关税，但 12 月 15 日对 3000 亿美元中的部分商品加征 15% 的关税仍需谈判，且此前已生效的商品关税未取消，出口仍将继续承压。

7、制造业 PMI 略有回升，但仍连续 5 个月低于荣枯线，经济下行压力较大。9 月制造业 PMI 指数 49.8%，较上月回升 0.3 个百分点，符合季节性特征，主要由生产、新订单和价格指数分项带动。大中小型企业 PMI 均回升，但小企业经营预期下滑。

8、金融数据短期回升，国企、地方债融资改善，但民营企业、中小企业融资形势仍然严峻，流动性分层严重。9 月新增社融规模 2.27 万亿元，新口径下同比多增 1383 亿元；1-9 月新增社融 18.7 万亿，同比多增 3.28 万亿元；存量社融增速 10.8%，新口径下与 8 月持平；新增人民币贷款 1.69 万亿元，同比多增 3100 亿元。但 2019 年前三季度，主要是央企、地方专项债融资改善，民营企业、中小企业融资形势仍然严峻。M1、M2 同比增速 3.4% 和 8.4%，较上月持平和提升 0.2 个百分点。从社融结构看，表内贷款、表外非标、企业债券是社融增速主要支撑，因今年专项债发行节奏提前导致 9 月专项债同比少增，拖累社融。从信贷结构看，贷款结构仍然不佳，企业中长期贷款占比仍有待提高，短期贷款和票据融资占比上升，企业投资意愿仍然不强。当前货币金融环境稳健偏紧，数量指标 M2-GDP 增速处于低位、名义货币缺口略有回升但仍处于低位，价格指标加权贷款利率-PPI 持续升高。

9、当前物价形势不是通胀，而是通缩，拿掉猪以后都是通缩。9 月食品价格和非食品价格分化继续扩大，猪肉价格上涨带动 CPI 升至 3% 警戒线，非食品 CPI 继续下行，PPI 连续三个月通缩，实际利率上升。9 月 CPI 同比 3.0%，较上月提高 0.2 个百分点，自 2014 年以来首次升至警戒水平，创下近 6 年新高。猪肉价格仍是 CPI 上涨的核心动力，9 月猪肉价格环比 19.7%，同比高达 69.3%，创 2007 年 9 月以来新高，同时带动牛肉和羊肉分别上涨 6.8% 和 4.2%。非食品方面，9 月核心 CPI 同比为 1.5%，较上月持平；非食品价格同比上涨 1.0%，较上月回落 0.1 个百分点，连续 6 个月回落。9 月 PPI 同比-1.2%，跌幅较上月扩大 0.4 个百分点，创近 3 年新低，企业实际利率上升，压制企业利润和制造业投资。

当前 CPI 上行，PPI 通缩，二者出现罕见的分化走势。造成 CPI 上行的主要原因是猪肉供应偏紧导致价格上涨，是供给侧的问题，因此治

理 CPI 应当通过增加供给，扩大进口，发放补贴，适当放松环保禁养等方式来解决。PPI 下行的主要原因是总需求不足，因此要通过逆周期调节扩大有效需求，包括货币政策降息降准，财政政策减税降负，适当增加赤字率等方式来解决。当前货币政策关注的重点应该是防止总需求过快下滑影响宏观经济稳定，不能因为一头猪制约财政货币政策稳增长，不能因为一头猪牺牲整个国民经济。

（三）政策思考：度！

近几年供给侧结构性改革取得了明显成效：落后产能明显去化，产能利用率大幅提高，宏观杠杆率趋于稳定，房地产库存逐步消化，补短板投资保持较高增速，财政金融房地产风险缓释，贫困发生率下降，环境污染得到治理。

但是，也导致了一系列新问题，比如，部分地方去产能采取行政命令手段、去杠杆误伤民企和中小企业、环保扩大化导致生猪供应严重不足价格大涨、去库存引发有些地区房价上涨，政策执行一刀切与中美贸易摩擦等因素叠加引发企业家预期不稳。

改革的初衷是好的，大方向是对的，成绩是主要的，但改革的方式需完善，执行层面需要实事求是、因地制宜、又红又专。需要客观辩证地看待新问题，这些都是发展中的问题，不能因为新问题否定改革成绩，但也不能因为成绩忽视新出现的问题。

当前最重要的是部分政策执行的“度”上出了问题，“用力过猛”和“用力不足”均不同程度地存在。在去产能、去杠杆、环保督查、房地产融资收紧等方面部分地方用力过猛，误伤民营和中小企业。在民营经济重大理论创新、减税降费、企业家和地方政府积极性调动、汽车金融互联网开放等方面用力不够，中国经济的巨大潜力有待释放。“度”是一种智慧，要鼓励各地区各部门又红又专地执行中央政策。“水至清则无鱼，人至察则无徒”。

我们深信，只要能够推动新一轮改革开放，最好的机会就在中国！

1、730 二季度政治局会议对当前形势的基本判断是“当前我国经济发展面临新的风险挑战，国内经济下行压力加大，必须增强忧患意识”。时隔半年重提“六稳”；不再提“去杠杆”；强调“财政政策要加力提效，继续落实落细减税降费政策。货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕。”表明货币政策从观察期重回宽松，但这次是不一样的宽松，以温和的结构性宽松为主：资金的流向是“引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资”；“重点是支持制造和新基建”；明确“不将房地产化

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_9488

