

维稳经济意在托底 改革求进志在长远

——2019 年四季度宏观经济报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2019 年 9 月 30 日

证券分析师

周喜

022-28451972

相关研究报告

- 9 月份，欧元区在经济不佳的背景下进一步加大宽松力度，日本化趋势持续深化，美联储则在分歧中再度选择降息，防御性心理、市场和政治的倒逼相较于经济本身似乎发挥了更大的作用。
- 8 月份众多经济数据仍在下行之中，需求不足境况有所加剧。需求方面，消费增速继续小幅回落，投资因房地产和制造业的拖累而继续放缓，基建投资的对冲力度尚不充足；生产方面，需求不足的事实进一步压制生产，工业增加值同比增速仍在寻底之中。价格方面，供给冲击令 CPI 同比增速维持高位，但超预期回落的 PPI 同比增速则凸显着需求的不足。
- 无论是外部经济萎缩对出口增长的压制，还是内部自主性需求的疲弱，都令经济增长面临较大压力，这恰恰是 8 月底以来稳增长政策陆续出台的核心背景。然而，一方面考虑到管理层对“稳中求进”总基调的坚持，另一方面考虑到财政刺激所面临的诸多局限，对于 GDP 增长改善的程度不应过分乐观。我们坚持对于“稳”和“进”相互关系的既有判断，“稳”不是目的，只是手段，是为了“进”构建更为有利的前提环境，因此既要稳住经济，不能出现断崖式下行，同时也要降低“进”的阻碍与成本。
- 就四季度而言，考虑到“房住不炒”原则的坚持以及新开工面积增速的下行，房地产投资增速将进一步回落，制造业投资也将维持低位水平，基建投资将伴随维稳措施的落地而逐级抬升，但对冲并不充分，由此固定资产投资累计同比将回落至 5.2%；消费方面，尽管收入预期不佳及杠杆高企将继续压制消费需求，但是汽车消费将有望受益低基数而减轻拖累，加之 CPI 高企的影响，其增速水平的回落幅度将较为微弱，全年消费累计同比仍将位于 8% 以上；出口方面，在外部需求走弱影响渐趋强化的情况下，出口累计增速将进一步回落至 0 值附近，叠加国内稳增长措施对进口的推动，衰退式顺差有望萎缩；虽然需求的不振将继续抑制生产的增长，但是 2018 年同期基数的快速降低有望令工业增加值累计同比增速企稳并小幅反弹。价格方面，新涨因素将继续支撑 CPI，令其累计同比达到 2.6%，而且不排除单月同比增速超过 3% 的可能；PPI 则受制于需求不足而维持低迷，全年累计同比增速将进一步回落至 -0.4%。

风险提示：欧美经济下行超预期

目 录

1. 美国或再度降息 欧洲宽松料将加力.....	5
1.1 外部风险不断抬升 美联储被逼或再降息.....	5
1.2 德法负利率一路向南 英国脱欧扑朔迷离.....	6
2. 内需不振仍待解 供给冲击撑物价.....	9
2.1 经济景气度偏弱 生产回落压力增大.....	9
2.2 衰退式顺差仍在 但强度或将减弱.....	10
2.3 消费投资均回落 基建补位待观察.....	11
2.4 食品继续力挺 CPI 翘尾依旧压制 PPI.....	12
3. 稳增长诉求抬升 改革推进未停歇.....	16
3.1 就业压力呈现 稳就业诉求抬升.....	16
3.2 房住不炒需坚持 财政加力正当时.....	17

图 目 录

图 1: 美国制造业 PMI 指数回落趋势未改.....	5
图 2: 美国消费者信心指数略有反弹.....	5
图 3: 美国私人非农企业员工工资涨势良好.....	5
图 4: 美国失业率继续维持低位.....	5
图 5: 美国核心通胀水平略有抬升.....	6
图 6: 美联储利率点阵图.....	6
图 5: 美联储经济前瞻变化对比.....	6
图 6: 美联储降息预期概览.....	6
图 7: 欧元区制造业 PMI 指数持续回落.....	7
图 8: 欧元区信心指数低位徘徊.....	7
图 9: 法德十年期国债收益率为负.....	7
图 10: 德国与意大利十年期国债利差演变.....	7
图 11: 欧元区通胀水平维持平稳.....	7
图 12: 欧元相对于美元持续走弱.....	7
图 13: 制造业 PMI 指数变动趋势.....	9
图 14: 不同规模企业制造业 PMI 指数变动趋势.....	9
图 15: 制造业 PMI 指数历史趋势对比.....	9
图 16: 制造业 PMI 就业指数变动趋势.....	9
图 17: 制造业 PMI 生产及订单指数变动趋势.....	10
图 18: 制造业 PMI 库存指数变动趋势.....	10
图 19: 工业增加值同环比增速.....	10
图 20: 工业增加值当月同比（分类别）.....	10
图 21: 高新技术产业工业增加值当月同比.....	10
图 22: 重点行业工业增加值当月同比.....	10
图 23: 进出口累计同比增速.....	11
图 24: 当月贸易顺差.....	11
图 25: 进出口当月季调同比增速.....	11
图 26: 进出口季调环比增速.....	11
图 27: 消费当月及累计同比.....	12
图 28: 城乡消费累计同比.....	12
图 29: 餐饮及零售累计同比.....	12
图 30: 实物商品网上零售同比.....	12
图 31: 固定资产投资同环比增速.....	13
图 32: 房地产投资累计同比.....	13
图 33: 基建投资累计同比.....	13
图 34: 重点行业固定资产投资累计同比.....	13
图 35: CPI 同比数据.....	14
图 36: CPI 环比历史对比.....	14
图 37: PPI 同环比数据.....	14
图 38: PPI 环比历史对比.....	14

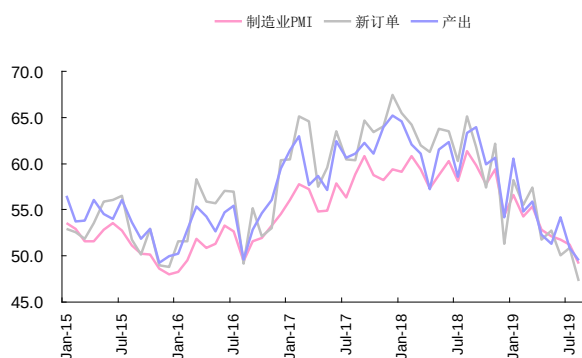
图 39: CPI 翘尾演变	14
图 40: PPI 翘尾演变	14
图 35: 财政收入当月同比增速对比	16
图 36: 财政收支当月值对比	16
图 37: 中央财政收入当月同比增速对比	16
图 38: 地方财政收入当月同比增速对比	16
图 39: 非税收入增长明显	17
图 40: 主要税种收入增速明显回落	17
图 41: 不同等级 5 年期企业债利差变动	17
图 42: 不同等级 5 年期城投债利差变动	17

9 月份，欧元区在经济不佳的背景下进一步加大宽松力度，日本化趋势持续深化，美联储则在分歧中再度选择降息，防御性心理、市场和政治的倒逼相较于经济本身似乎发挥了更大的作用。对于国内，稳增长措施自 8 月底以来频频出台，稳增长重要性的强化毋庸置疑，但是在财政积极发力的同时，管理层对于货币呵护力度的把控依旧相当审慎，管理层维稳经济但不走老路、不搞强刺激的态度依然如故。

1. 美国在分歧中降息 欧洲宽松不遗余力

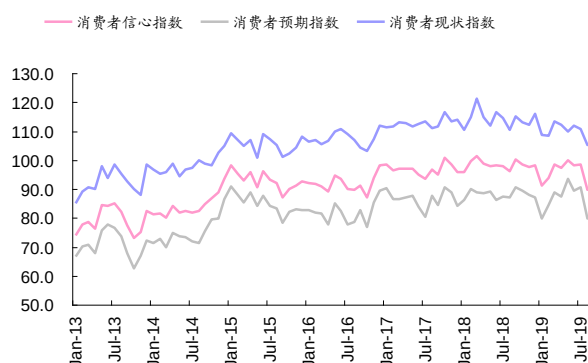
1.1 美国如期降息 委员分歧加大

图 1: 美国制造业 PMI 指数回落趋势未改



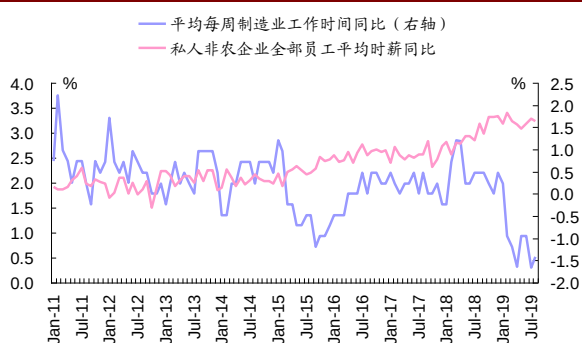
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 2: 美国消费者信心指数略有反弹



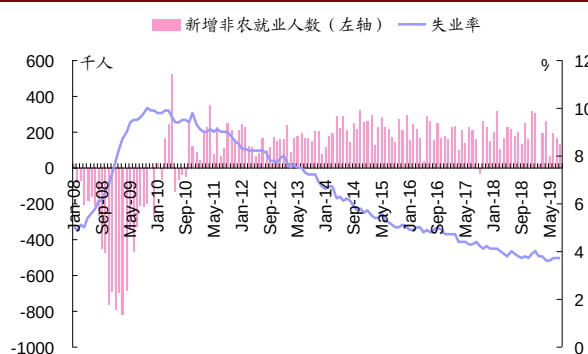
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 3: 美国私人非农企业员工工资涨势良好



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 4: 美国失业率继续维持低位

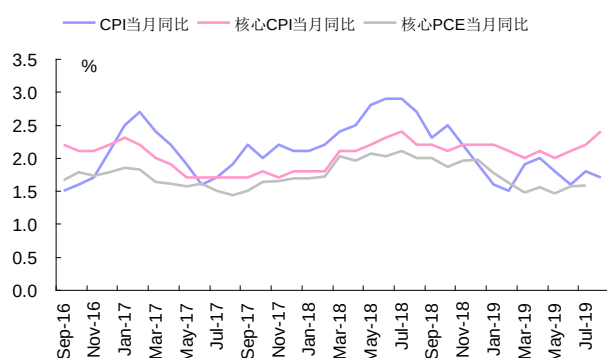


资料来源: Wind, 渤海证券研究所

9 月份发布的美国制造业信心指数超预期回落，PMI 指数跌入收缩区间，新订单和生产指数也均低于荣枯分界线，与此同时，此前走弱的消费者信心指数则全面反弹，工资的良好增长态势和位于低位的失业率同样表明美国经济良好的现状，由此看来稳健现状和不佳前瞻的分歧依旧存在。美联储在 9 月份议息会议中对经

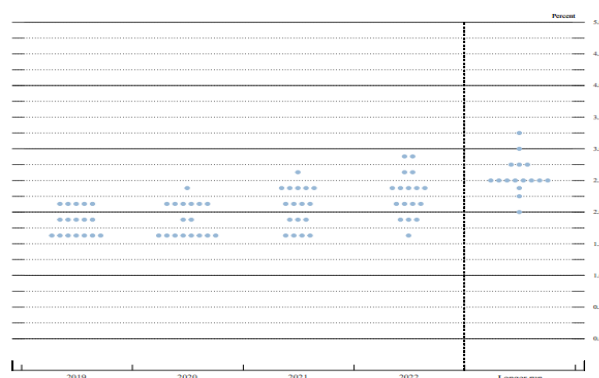
济的表述与此前变化不大，认为经济态势依旧良好，且对消费前景表示乐观，然而面对经济前瞻走弱、政治和市场的倒逼，最终如市场预期般再度降息。与此同时，值得关注的是，委员们对降息的分歧明显加大，预期引导因此杂乱失序，为金融波动的加剧提供了温床。

图 5：美国核心通胀水平略有抬升



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 6：美联储利率点阵图



资料来源：美联储，渤海证券研究所

图 7：美联储经济前瞻变化对比

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2019	2020	2021	2022	Longer run	2019	2020	2021	2022	Longer run	2019	2020	2021	2022	Longer run
Change in real GDP	2.2	2.0	1.9	1.8	1.9	2.1-2.3	1.8-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.8-2.0	2.1-2.4	1.7-2.3	1.7-2.1	1.6-2.1	1.7-2.1
June projection	2.1	2.0	1.8		1.9	2.0-2.2	1.8-2.2	1.8-2.0		1.8-2.0	2.0-2.4	1.5-2.3	1.5-2.1		1.7-2.1
Unemployment rate	3.7	3.7	3.8	3.9	4.2	3.6-3.7	3.6-3.8	3.6-3.9	3.7-4.0	4.0-4.3	3.5-3.8	3.3-4.0	3.3-4.1	3.3-4.2	3.6-4.5
June projection	3.6	3.7	3.8		4.2	3.6-3.7	3.5-3.9	3.6-4.0		4.0-4.4	3.5-3.8	3.3-4.0	3.3-4.2		3.6-4.5
PCE inflation	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0	1.5-1.6	1.8-2.0	2.0	2.0-2.2	2.0	1.4-1.7	1.7-2.1	1.8-2.3	1.8-2.2	2.0
June projection	1.5	1.9	2.0		2.0	1.5-1.6	1.9-2.0	2.0-2.1		2.0	1.4-1.7	1.8-2.1	1.9-2.2		2.0
Core PCE inflation ⁴	1.8	1.9	2.0	2.0		1.7-1.8	1.9-2.0	2.0	2.0-2.2		1.6-1.8	1.7-2.1	1.8-2.3	1.8-2.2	
June projection	1.8	1.9	2.0			1.7-1.8	1.9-2.0	2.0-2.1			1.4-1.8	1.8-2.1	1.8-2.2		
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	1.9	1.9	2.1	2.4	2.5	1.6-2.1	1.6-2.1	1.6-2.4	1.9-2.6	2.5-2.8	1.6-2.1	1.6-2.4	1.6-2.6	1.6-2.9	2.0-3.3
June projection	2.4	2.1	2.4		2.5	1.9-2.4	1.9-2.4	1.9-2.6		2.5-3.0	1.9-2.6	1.9-3.1	1.9-3.1		2.4-3.3

资料来源：美联储，渤海证券研究所

图 8：美联储降息预期概览

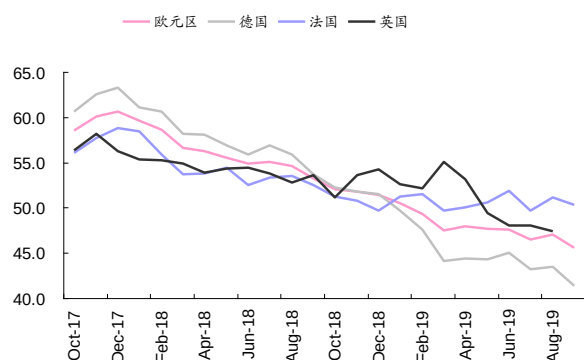
MEETING DATE	50-75	75-100	100-125	125-150	150-175	175-200
2019/10/30				0.0%	49.2%	50.8%
2019/12/11		0.0%	0.0%	17.4%	49.8%	32.8%
2020/1/29	0.0%	0.0%	5.0%	26.7%	44.9%	23.4%
2020/3/18	0.0%	1.1%	9.8%	30.7%	40.1%	18.2%
2020/4/29	0.2%	2.8%	13.9%	32.6%	35.9%	14.7%

资料来源：美联储，渤海证券研究所

1.2 下修经济通胀前瞻 欧元区日本化不可扭转

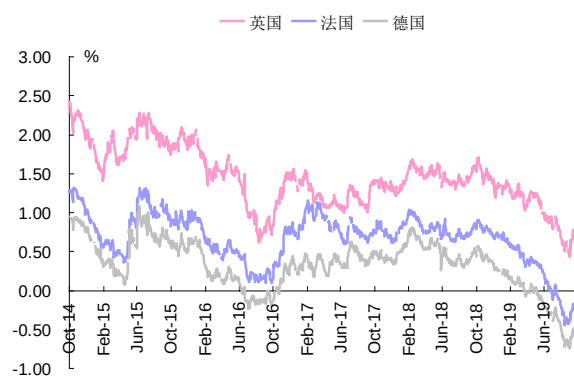
欧元区经济扩张动能的不堪有增无减，制造业 PMI 指数进一步走弱，9 月份德法两国制造业 PMI 指数分别回落 2.1 和 0.8 个百分点，至 41.4%和 50.3%，同期欧元区制造业 PMI 指数也环比下降 1.4 个百分点至 45.6%，创出年内新低。与此同时，欧元区的投资和消费信心均疲弱，始终维持在较低水平难以回升。

图 9: 欧元区制造业 PMI 指数持续回落



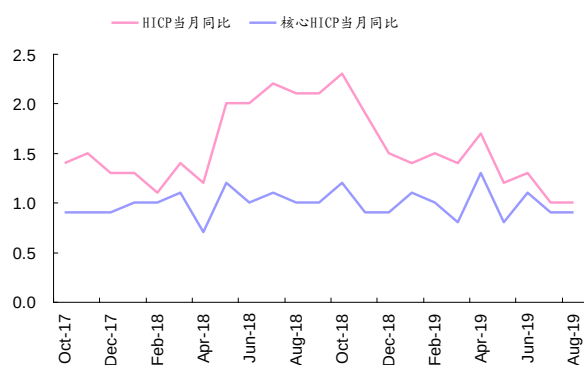
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 11: 法德十年期国债收益率为负



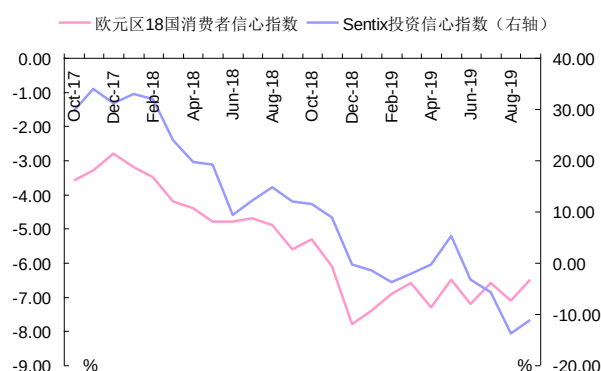
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 13: 欧元区通胀水平维持平稳



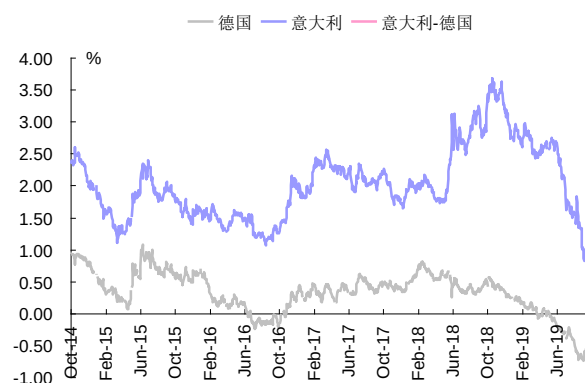
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 10: 欧元区信心指数低位徘徊



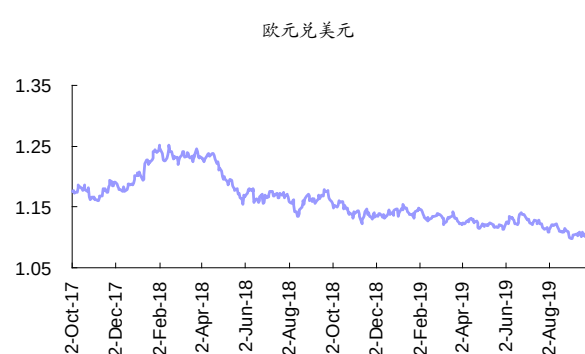
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 12: 德国与意大利十年期国债利差演变



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 14: 欧元相对于美元持续走弱



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

正因如此,相较于美国经济和货币调控的分歧,欧元区的一致性则十分明显,经济前瞻的黯淡令欧央行在货币宽松上越走越远,其日本化趋势也愈加明显,不仅十年期国债收益率低于零值,甚至部分贷款利率也已为负。即将卸任的德拉吉在9月结束的欧央行议息会议上再度大放鸽声,在本次会议上,欧央行将2019~2020

年的增长展望由此前的 1.2%和 1.4%下修至 1.1%和 1.2%，维持 2021 年 1.4%的增长展望不变，同时将 2019-2021 年的通胀预期由此前的 1.3%、1.4%和 1.6%下修至 1.2%、1.0%和 1.5%。正是对经济前景的悲观预期，叠加英国脱欧的潜在风险，欧央行重启 QE 并下调存款便利利率，宽松力度进一步提升。

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_9830

