

秋风乍起

——2019年9月宏观经济月报

■ 8月全球经济活动进一步走弱，前景趋暗。欧央行美联储相继降息，全球央行宽松潮继续。但地缘政治风险仍然盘踞。

■ 8月中国经济数据延续了供需双弱的格局，经济增速下行压力进一步加大。工业增加值连续两个月超季节性回落。投资方面，房地产投资增速小幅回落0.1个百分点；基建投资（不含电力）增速反弹0.4个百分点；制造业投资则大幅下滑0.4个百分点。汽车销售低迷继续拖累消费增速下滑0.1个百分点。贸易摩擦下，进口增速回落速度超过出口。前瞻地看，受基数影响，消费或将有所反弹但幅度有限；房地产投资和制造业投资的增长不容乐观；受政策推动，基建投资增速或将持续回升；衰退式的贸易顺差或将持续。

■ 8月CPI通胀在猪肉价支撑下保持了2.8%的高位，8月PPI同比为-0.8%，在基数作用下较前值下行0.5个百分点。前瞻地看，9-10月CPI增速或将小幅回落，11-12月CPI增速将会有所上行，年底CPI大概率将位于3%附近；PPI大概率则经过磨底后于年底开始缓慢上行。

■ 8月信贷增速大幅反弹，或是逆周期调节在融资上的反映，这无疑是可喜的信号，将有助于改善市场主体的预期与风险偏好，但并不代表信贷需求的实质性改善。8月社融的超季节性反弹源于非标改善，但考虑到非标监管未有放松，其可持续性仍然有待观察。

■ 以中等口径（一般公共预算+政府性基金预算）计，1-8月的财政收入增速环比较1-7月上升0.2个百分点，财政收支压力边际缓解。进入四季度，在全球货币宽松潮的大背景下，货币政策在我国“稳增长”宏观政策中的相对地位将有上升，这也将一定程度上缓解财政政策的压力。前瞻地看，近期在国务院和金稳委会议“加大逆周期调节力度”的政策定调下，基建投资增速有望持续回升，进一步托底经济。

■ 8月31日到9月5日，国务院和金融稳定发展委员会接连召开三次会议，提出“加大逆周期调节力度”，“确保经济运行在合理区间”，并精准部署施策，指明稳增长的六大重点领域。标志着继7月政治局会议后，宏观政策天平进一步向“稳增长”倾斜。

谭卓

经济研究所主管

0755-83167787

zhuotan@cmbchina.com

步泽晨

宏观研究员

0755-83077970

buzechen@cmbchina.com

王炳

宏观研究员

0755-83078057

wbing@cmbchina.com

韩剑

博士后研究员

0755-83283648

hanjian_work@cmbchina.com

目录

一、海外宏观：经济持续放缓，欧美引领央行宽松潮.....	1
（一）全球经济：贸易壁垒激增，增长前景趋暗	1
（二）美国经济：消费韧性支撑经济，衰退忧虑稍有缓解.....	2
（三）欧央行美联储相继降息，全球央行宽松潮继续	3
（四）原油供给受扰动，地缘政治风险盘踞	4
二、实体经济：秋风乍起.....	5
（一）工业生产：超预期下滑	5
（二）消费：汽车销售继续回落	6
（三）投资：房地产下滑、基建反弹、制造业回落	6
（四）贸易：贸易摩擦持续拖累出口	8
（五）物价：CPI 与 PPI 分化加剧	10
三、货币金融：逆周期的回响	13
（一）信贷：政策推动下结构持续改善	13
（二）社融：信贷非标改善，直融有所收缩	14
（三）货币：M1、M2 增速均反弹	14
（四）结论：政策依然有效.....	15
（五）央行降准：原因、效果及前瞻	16
四、财政：收支压力边际缓解	18
（一）财政收入：累计增速有所企稳	18
（二）财政支出：积极态势有所减弱	19
五、政策跟踪：“稳增长”再升级	22
（一）政策基调：加大逆周期调节力度，“六稳”升级.....	22
（二）政策思路：定向稳增长	22

图目录

图 1: 全球制造业持续探底, 服务业波动向下.....	1
图 2: 全球制造业新订单和就业进入收缩区间.....	1
图 3: 全球主要经济体综合 PMI 指数.....	1
图 4: 贸易摩擦和外需疲软持续拖累中日韩出口.....	2
图 5: G20 受贸易限制性政策影响的贸易额陡增.....	2
图 6: 美国企业总销售额同比增速已显著放缓.....	3
图 7: 8 月美国零售销量环比略升预期.....	3
图 8: 美欧日央行政策利率变化.....	4
图 9: 全球央行资产占 GDP 比重于 2018 年出现拐点.....	4
图 10: 工业生产同比增速显著下滑.....	5
图 11: 采矿业拖累工业生产增速.....	5
图 12: 社会消费品零售总额增速小幅下滑.....	6
图 13: 汽车类消费跌幅扩大拖累社零增速.....	6
图 14: 固定资产投资增速小幅下行.....	8
图 15: 房地产新开工面积增速有所回落.....	8
图 16: 交运仓储业投资增速反弹显著.....	8
图 17: 纺织、农副食品等行业拖累制造业投资增速.....	8
图 18: 8 月进出口增速均有下滑.....	9
图 19: 全球制造业 PMI 仍处于荣枯线下.....	9
图 20: 8 月人民币汇率有所贬值.....	10
图 21: 8 月中采制造业 PMI 有所回落.....	10
图 22: CPI 同比保持高位.....	11
图 23: PPI 同比下行.....	11
图 24: CPI 食品项涨幅扩大, 非食品项增速下行.....	11
图 25: PPI 生产资料和生活资料同比增速下行.....	11
图 26: 生猪存栏数量继续下滑.....	12
图 27: 8 月石油价格环比小幅下行.....	12
图 28: 8 月信贷季节性反弹.....	13
图 29: 新增人民币贷款及构成.....	13
图 30: 新增非金融企业贷款构成占比.....	14
图 31: 新增居民贷款构成占比.....	14
图 32: 8 月新增社融超季节性反弹.....	14
图 33: 新增社融及构成.....	14
图 34: 8 月 M2-M1 剪刀差收敛.....	15
图 35: 社融存量与 M2 存量同比增速.....	15



图 36: 公共财政收入增速有所企稳	18
图 37: 非税收入增速继续大幅提升	18
图 38: 增值税累计同比增速继续下滑	19
图 39: 国有土地出让收入增速继续反弹	19
图 40: 公共财政支出增速进一步放缓	19
图 41: 交通运输支出继续领跑各项财政支出增速	19



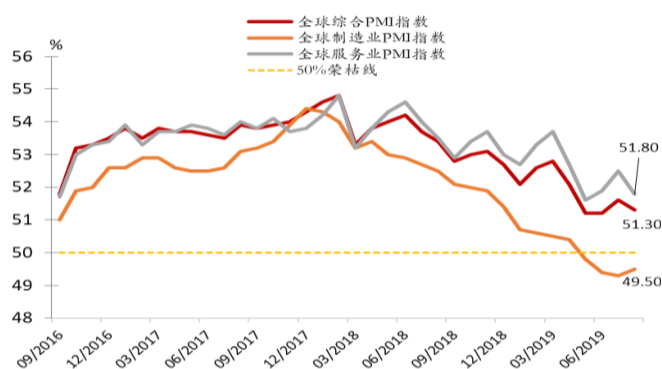
一、海外宏观：经济持续放缓，欧美引领央行宽松潮

（一）全球经济：贸易壁垒激增，增长前景趋暗

8月全球经济活动进一步走弱，前景趋暗。全球综合 PMI 指数由 7 月的 51.6 降至 8 月的 51.3，已接近 2016 年初的低位，主要因为此前增长较稳健的服务业在本月亦显著转差：全球服务业 PMI 由 7 月的 52.5 降至 8 月的 51.8，美国、英国、印度和巴西等国服务业均呈现放缓态势，澳大利亚进入服务业萎缩阶段，拖累全球服务业整体表现，相较而言欧元区、中国和日本的服务业仍在温和增长。全球制造业已连续四个月陷入萎缩，8 月制造业 PMI 为 49.5，其中新订单的缩减幅度达到七年之最，在此背景下，欧元区和中国的制造业就业下滑压力较大。由于对未来 12 个月全球经济的乐观预期持续下降，预计全球制造业和服务业表现将从分化逐渐收敛、共同向下，中短期内难以出现显著反弹。

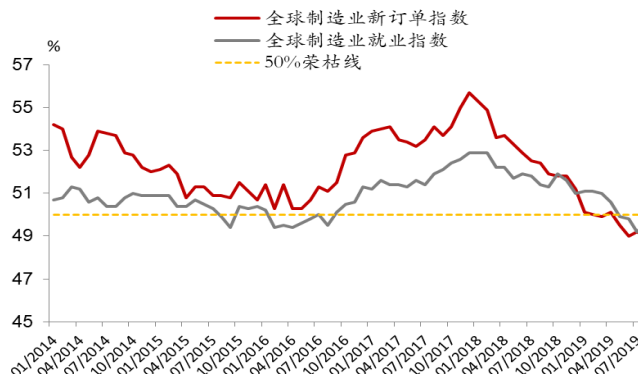
细分行业而言，汽车及汽车配件、金属和采矿业、工业产品等仍处于快速下滑通道，银行、保险等金融行业自 8 月开始承压，而食品饮料、通信服务和生物医药等在 8 月有较为亮眼的表现，技术设备的产量已走出负区间，有望进一步反弹。

图 1：全球制造业持续探底，服务业波动向下



资料来源：CEIC、招银国际研究、招商银行研究院

图 2：全球制造业新订单和就业进入收缩区间



资料来源：CEIC、招银国际研究、招商银行研究院

图 3：全球主要经济体综合 PMI 指数

	2018年8月	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
美国	54.7	53.9	54.9	54.7	54.4	54.4	55.5	54.6	53	50.9	51.5	52.6	50.7
欧元区	54.5	54.1	53.1	52.7	51.1	51	51.9	51.6	51.5	51.8	52.2	51.5	51.9
英国	54.2	54.1	52.1	50.8	51.4	50.3	51.5	50	50.9	50.9	49.7	50.7	50.2
日本	52	50.7	52.5	52.4	52	50.9	50.7	50.4	50.8	50.7	50.8	50.6	51.9
中国	52	52.1	50.5	51.9	52.2	50.9	50.7	52.9	52.7	51.5	50.6	50.9	51.6

资料来源：彭博、招银国际研究、招商银行研究院

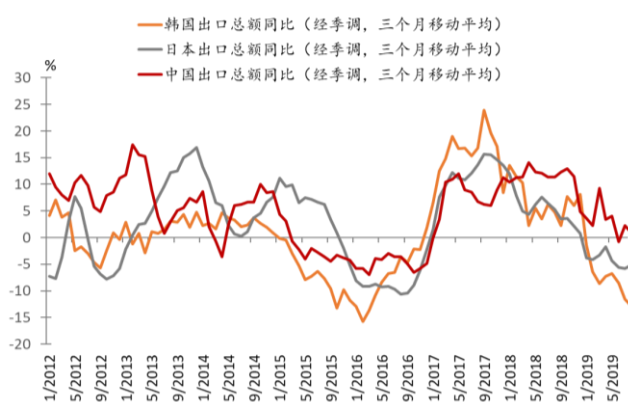
贸易摩擦影响进一步扩大，OECD 再次下调全球增长预期。全球贸易受到需求疲弱和政策不确定性的拖累而持续承压，二十国集团（G20）的贸易限制



政策大幅增加，自 2018 年下半年起已覆盖超过 8000 亿美元的贸易额。中美两国近期互相释放善意为 10 月的谈判营造良好氛围，但高企的关税已经并将持续冲击中美及全球的制造业、投资增速和企业信心。日韩贸易关系全面恶化，日本正式将韩国移出其贸易“白名单”，而韩国也在广泛抵制包括汽车、化妆品和啤酒在内的日本商品，将使得已处于增速负区间的两国贸易雪上加霜，且将进一步冲击东北亚贸易合作关系以及半导体等产业链。

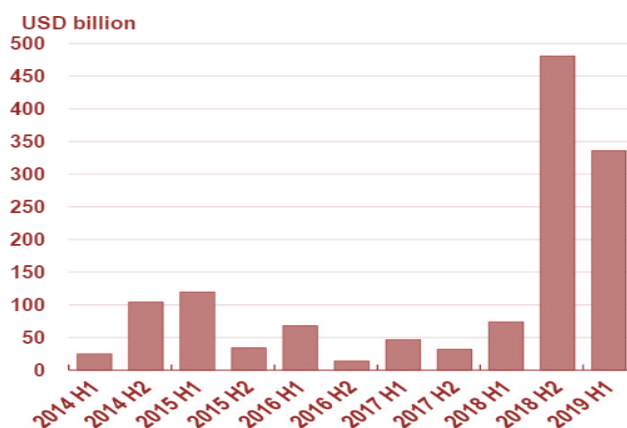
OECD 继 5 月之后再次下调全球经济增速预期，将 2019 年全球经济增速由 3.2% 调低至 2.9%，将 2020 年增速预测由 3.4% 降至 3.0%，主要原因在于“原本看似是暂时性的贸易紧张局势，正转变为持久的新型贸易关系状态”。

图 4：贸易摩擦和外需疲软持续拖累中日韩出口



资料来源：CEIC、招银国际研究、招商银行研究院

图 5：G20 受贸易限制性政策影响的贸易额陡增



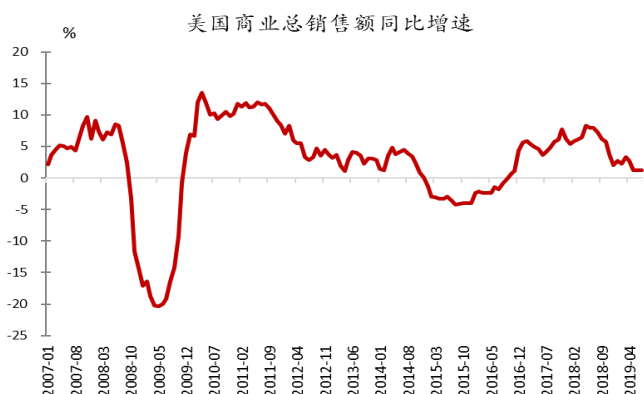
资料来源：OECD、招银国际研究、招商银行研究院

（二）美国经济：消费韧性支撑经济，衰退忧虑稍有缓解

经济数据忧中带喜，衰退忧虑稍有缓解。受全球增速放缓、贸易纠纷持续等下行风险的影响，美国经济延续放缓趋势，制造业已开始萎缩，8 月制造业 PMI 降至 49.9。商业总销售量增速自去年中开始持续下滑，企业盈利承压。另一方面，近期部分经济数据未如预期般悲观，使得一度高涨的经济衰退忧虑稍有缓解：受汽车和医疗保健等支出提振，8 月美国零售销售环比增长 0.4%，超出预期，显示美国私人消费总体稳健，将继续支撑经济温和增长。但值得注意的是，除去汽车和汽油销量后的美国 8 月核心销售环比增速仅为 0.1%，未及总额数据显示般乐观。由于部分美国经济数据好于预期，美国国债自 9 月来持续下跌，10 年期国债收益率于 9 月初一度升至 1.9%，之后又回落至 1.7% 附近。

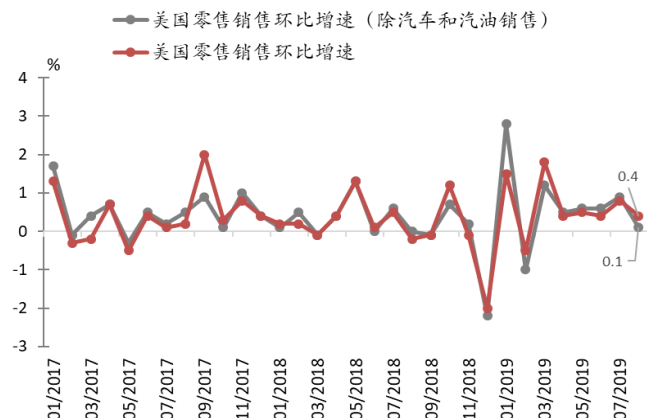


图 6：美国企业总销售额同比增速已显著放缓



资料来源：FRED、招银国际研究、招商银行研究院

图 7：8 月美国零售销量环比略升预期



资料来源：彭博、招银国际研究、招商银行研究院

前瞻地看，私人消费等国内需求将在中短期内继续支撑美国经济温和增长，但随着大规模减税和政府支出刺激效果的进一步减退，关税政策的国内影响将进一步加大，预计进出口贸易、商业投资、企业盈利将持续下滑，经济前景还需观望贸易谈判进展、关税的影响以及财政和货币政策的调整幅度，但总体上未来 12 个月出现经济衰退的可能性未有明显抬升。预计 2019 年美国实际 GDP 增速将放缓至 2.2% 左右。

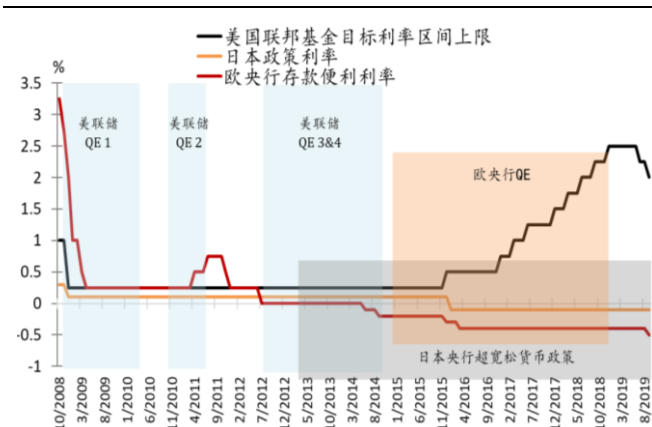
（三）欧央行美联储相继降息，全球央行宽松潮继续

欧央行降息并重启 QE。9 月 12 日，欧洲央行召开利率决策会议，祭出新一轮超宽松货币政策，意在提振内外交困的欧洲经济。欧洲央行调整前瞻指引并对经济增长和通胀前景发出悲观信号，将存款利率下调 10 个基点，推行“两级利率体系”和新一轮长期再融资操作（TLTRO-III）。更重要的是，在上一轮量化宽松结束后仅仅九个月，欧洲央行即决定重启 QE。然而，此次“放水”对于提振欧洲经济来说杯水车薪，欧元区负利率时代将持续，货币政策正加速“日本化”。当然，欧洲央行此次加码刺激计划无疑将给美联储和其他央行带来跟随压力。

美联储如期降息，未来政策将“一会一议”。美国联储局 9 月 18 日决定降息 0.25 厘，符合市场预期，是继 7 月后再次降息。本次降息在本质上依然是维持扩张、预防风险的“保险式”降息。此次会议上美联储委员的观点分歧加剧，17 位官员中，有 7 位认为在今年年底前还需再降息一次，有 5 位认为应维持当前利率，另有 5 位认为应加息回到 7 月的利率水平。但这 17 位官员当中，仅有 10 人在今年有利率决议投票权，因此并不能排除更多票委倾向于进一步降息的可能性，我们预测本轮预防式降息难言终结，有可能于今年四季度或明年一季度再降息一次 0.25 厘。另外，联储主席鲍威尔表示将会研究何时应重启资产负债表有机增长的问题。我们认为，联储局倾向先以减息作为刺激经济的手段，鲍威尔重提“扩表”很可能是为了因应本周美国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。

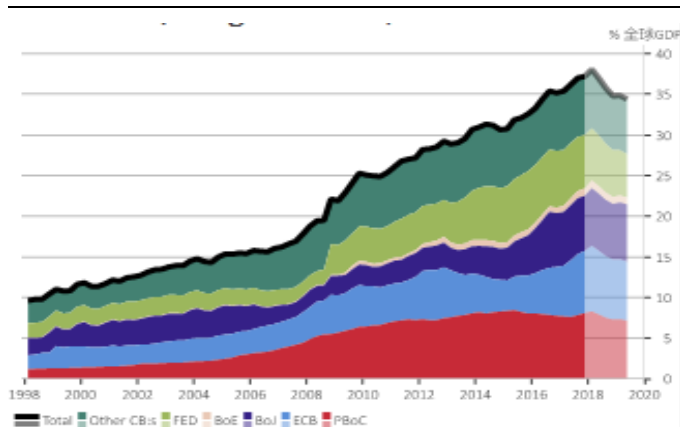


图 8：美欧日央行政策利率变化



资料来源：彭博、招银国际研究、招商银行研究院

图 9：全球央行资产占 GDP 比重于 2018 年现拐点



资料来源：Macrobond、招银国际研究、招商银行研究院

紧随美联储和欧央行，巴西、沙特、约旦、阿联酋和中国香港地区等也加入降息阵营，接连开启宽松模式。日本央行在 9 月会议上决定维持政策利率水平不变，维持当前超低水平的长短利率，将在 10 月会议上审视物价和经济状况，给出关于未来政策方向更明确的指引。全球降息潮对中国而言意味着货币宽松的空间加大，而国内货币政策仍将“以我为主”，顺应国内经济形势和市场环境的需要。

（四）原油供给受扰动，地缘政治风险盘踞

地缘政治风险因素增多，原油供给受冲击。9 月 14 号，针对沙特阿美两个主要油田设施的无人机袭击扰动全球原油供需的短期平衡，短暂导致沙特阿美每天 570 万桶的产出中断，对应沙特产出及全球原油需求比例分别约为 58%及 5.7%。国际油价一度飞涨。

沙特阿美预计将在 9 月底前将石油生产恢复正常水平，实际恢复进度仍待观察。地缘政治风险短期内推升油价风险溢价，长期油价依然呈压，因为全球原油需求预期依然疲弱，且非 OPEC 国家的产量维持增长，尤其是美国页岩及致密油气产能维持较快增速。

“强预期”难以维持，国际油价仍将承压。美国原油产量增长超预期，国际油价仍将承压。

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_9945

