

# 逆周期加码，稳增长升级

## — 2019年9月宏观经济月报

- **海外宏观：8月全球经济活动进一步走弱，前景趋暗。**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。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。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。
- **实体经济：秋风乍起。**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，“开工走低、施工走平、竣工走高”仍然是当前房企建安施工的主要特征；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。
- **物价：CPI与PPI分化加剧。**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%，在高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。
- **货币金融：政策依然有效。**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。未来的社融增速将很大程度上取决于逆周期调节政策的力度和效果，包括LPR改革、降准等货币政策，专项债新规、专项债发行额度提前等财政政策，以及房地产调控和金融监管政策。“相机抉择”的政策之下，社融增速有望保持稳定。
- **央行降准：解析与前瞻。**央行9月6日宣布降准，是对9月4日国常会精神的迅速贯彻和响应。从过往经验看，国常会提及降准后，央行均会于2周内择机进行降准操作，此次的响应尤为迅速。9月初国务院和金稳委连续召开3次重要会议，认为“当前外部环境更趋复杂严峻”，因此需要相应“加大逆周期调节力度”。前瞻地看，未来我国降准仍有空间，但总体已较为有限，未来央行一方面仍有可能下调MLF的利率，另一方面新LPR框架下1年期利率的金融机构加点可能进一步下行，以疏通货币政策传导机制，推动实体经济融资成本进一步下行。
- **财政：收支压力边际缓解。**以中等口径（一般公共预算+政府性基金预算）计，1-8月的财政收入环比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。
- **政策跟踪：“稳增长”再升级。**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，预示未来投资将具备显著的行业和区域特征，“稳增长”政策虽然逐步升级，但始终未提及房地产领域，可见政策的决心和定力。

### 谭卓，博士

电话：(86) 755 8316 7787

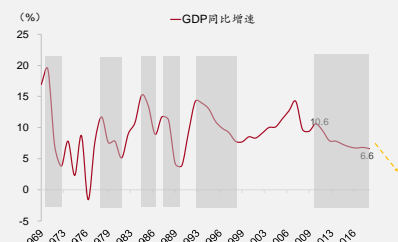
邮件：zhuotan@cmbchina.com

### 成亚曼，博士

电话：(852) 3900 0868

邮件：angelacheng@cmbi.com.hk

### 中国实际GDP同比增速及预测



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

### 相关报告

1. 于未知水域中航行—2019年8月宏观经济月报（8月26日）
2. 反弹非反转——7月宏观经济月报（7月23日）
3. 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）
4. 乍暖还寒——2019年5月中国宏观经济月报

## 目录

<b>一、海外宏观：经济持续放缓，欧美引领央行宽松潮</b>	<b>3</b>
(一) 全球经济：贸易壁垒激增，增长前景趋暗	3
(二) 美国经济：消费韧性支撑经济，衰退忧虑稍有缓解	4
(三) 货币政策：欧央行美联储相继降息，全球央行宽松潮继续	5
(四) 风险因素：原油供给受扰动，地缘政治风险盘踞	6
<b>二、实体经济：秋风乍起</b>	<b>7</b>
(一) 工业生产：超预期下滑	7
(二) 消费：汽车销售继续回落	8
(三) 投资：房地产下滑、基建反弹、制造业回落	9
(四) 贸易：贸易摩擦持续拖累出口	11
(五) 物价：CPI与PPI分化加剧	13
<b>三、货币金融：逆周期的回响</b>	<b>16</b>
(一) 信贷：政策推动下结构持续改善	16
(二) 社融：信贷非标改善，直融有所收缩	17
(三) 货币：M1、M2增速均反弹	18
(四) 结论：政策依然有效	18
(五) 央行降准：原因、效果及前瞻	19
<b>四、财政：收支压力边际缓解</b>	<b>21</b>
(一) 财政收入：累计增速有所企稳	21
(二) 财政支出：积极态势有所减弱	22
(三) 2020年新增地方债限额提前下达有利明年基建投资	23
<b>五、政策跟踪：“稳增长”再升级</b>	<b>25</b>
(一) 政策基调：加大逆周期调节力度，“六稳”升级	25
(二) 政策思路：定向稳增长	26

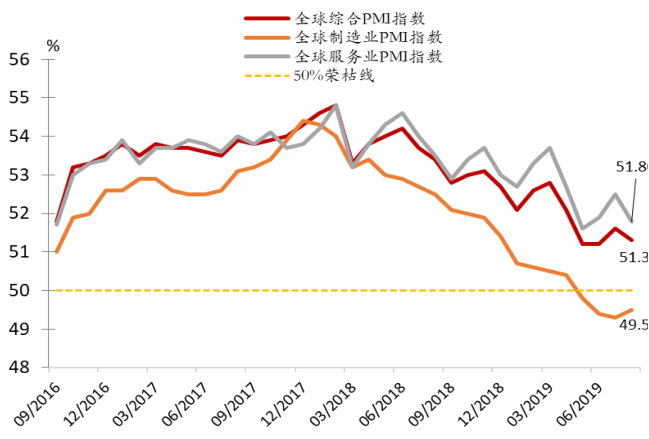
## 一、海外宏观：经济持续放缓，欧美引领央行宽松潮

### (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。

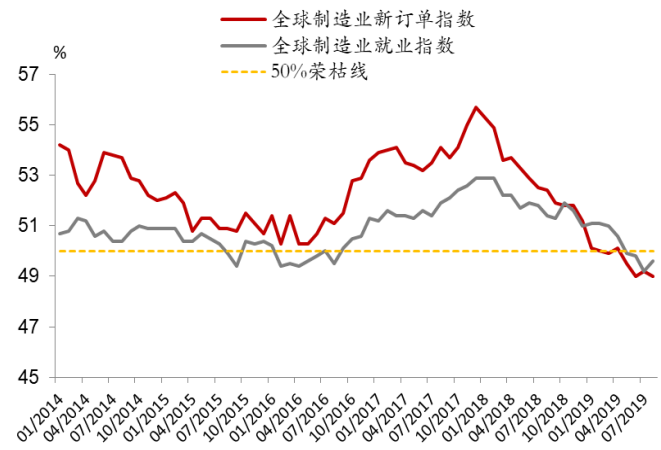
细分行业而言，汽车及汽车配件、金属和采矿业、工业产品等仍处于快速下滑通道，银行、保险等金融行业自 8 月开始承压，而食品饮料、通信服务和生物医药等在 8 月有较为亮眼的表现，技术设备的产量已走出负区间，有望进一步反弹。

图 1：全球制造业持续探底，服务业波动向下



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图 2：全球制造业新订单和就业进入收缩区间



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图 3：全球主要经济体综合 PMI 指数

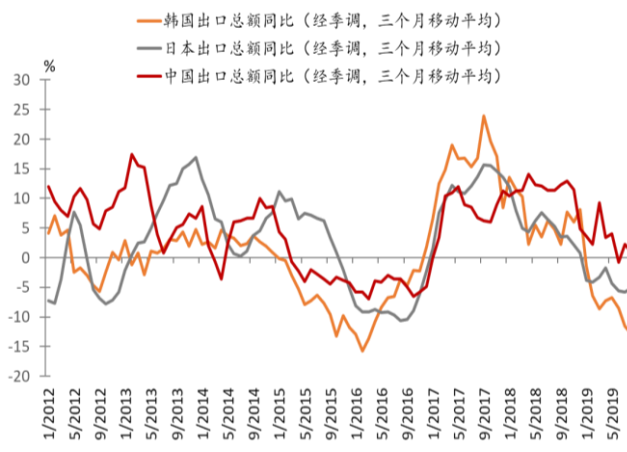
	2018年8月	9月	10月	11月	12月	2019年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
美国	54.7	53.9	54.9	54.7	54.4	54.4	55.5	54.6	53	50.9	51.5	52.6	50.7
欧元区	54.5	54.1	53.1	52.7	51.1	51	51.9	51.6	51.5	51.8	52.2	51.5	51.9
英国	54.2	54.1	52.1	50.8	51.4	50.3	51.5	50	50.9	50.9	49.7	50.7	50.2
日本	52	50.7	52.5	52.4	52	50.9	50.7	50.4	50.8	50.7	50.8	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、招商银行研究院、招银国际研究

**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。

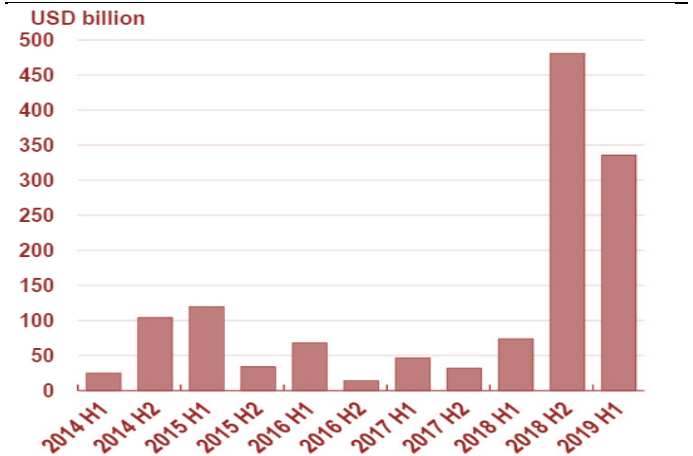
OECD 继5月之后再次下调全球经济增速预期，将2019年全球经济增速由3.2%调低至2.9%，将2020年增速预测由3.4%降至3.0%，主要原因在于“原本看似是暂时性的贸易紧张局势，正转变为持久的新型贸易关系状态”。

**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、招商银行研究院、招银国际研究

**图5：G20 受贸易限制性政策影响的贸易额陡增**



资料来源：OECD、招商银行研究院、招银国际研究

## （二）美国经济：消费韧性支撑经济，衰退忧虑稍有缓解

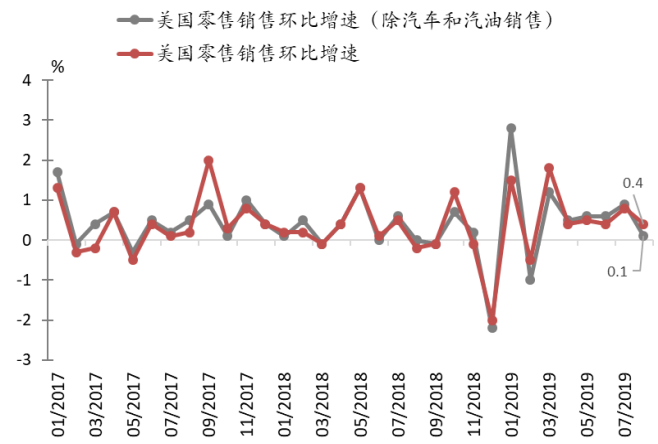
经济数据忧中带喜，衰退忧虑稍有缓解。受全球增速放缓、贸易纠纷持续等下行风险的影响，美国经济延续放缓趋势，制造业已开始萎缩，8月制造业PMI降至49.9。商业总销售量增速自去年中开始持续下滑，企业盈利承压。另一方面，近期部分经济数据未如预期般悲观，使得一度高涨的经济衰退忧虑稍有缓解：受汽车和医疗保健等支出提振，8月美国零售销售环比增长0.4%，超出预期，显示美国私人消费总体稳健，将继续支撑经济温和增长。但值得注意的是，除去汽车和汽油销量后的美国8月核心销售环比仅为0.1%，未及总额数据显示般乐观。由于部分美国经济数据好于预期，美国国债自9月以来持续下跌，10年期国债收益率于9月初一度升至1.9%，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

图7：8月美国零售销量环比略升预期



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

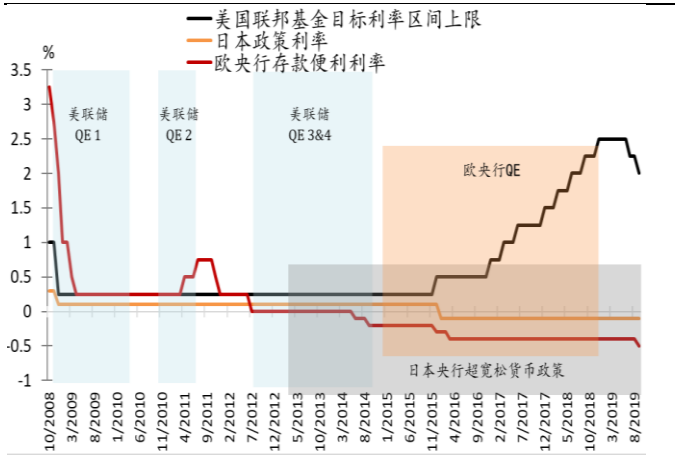
前瞻地看，私人消费等国内需求将在中短期内继续支撑美国经济温和增长，但随着大规模减税和政府支出刺激效果的进一步减退，关税政策的国内影响将进一步加大，预计进出口贸易、商业投资、企业盈利将持续下滑，经济前景还需观望贸易谈判进展、关税的影响以及财政和货币政策的调整幅度，但总体上未来12个月出现经济衰退的可能性未有明显抬升。预计2019年全年美国实际GDP增速将放缓至2.2%左右。

### （三）货币政策：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。

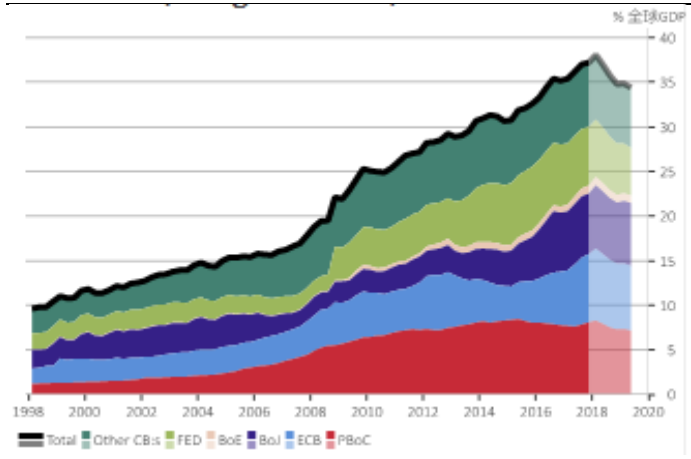
**美联储如期降息，未来政策将“一会一议”。**美国联储局9月18日决定降息0.25厘，符合市场预期，是继7月后再次降息。本次降息在本质上依然是维持扩张、预防风险的“保险式”降息。此次会议上美联储委员的观点分歧加剧，17位官员中，有7位认为在今年年底前还需再降息一次，有5位认为应维持当前利率，另有5位认为应加息回到7月的利率水平。但这17位官员当中，仅有10人在今年有利率决议投票权，因此并不能排除更多票委倾向于进一步降息的可能性，我们预测本轮预防式降息难言终结，有可能于今年四季度或明年一季度再降息一次0.25厘。另外，联储主席鲍威尔表示将会研究何时应重启资产负债表有机增长的问题。我们认为，联储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

图 9：全球央行资产占 GDP 比重于 2018 年出现拐点



资料来源：Macrobond、招商银行研究院、招银国际研究

紧随美联储和欧央行，巴西、沙特、约旦、阿联酋和中国香港等也加入降息阵营，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）风险因素：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。

**“硬脱欧”等地缘政治风险持续。**英国仍未就脱欧问题与欧盟达成共识，若无协议脱欧将会重创英国和欧元区经济。此外，新兴市场国家选举变数、民粹主义蔓延等地缘政治风险也需持续关注。

## 二、实体经济：秋风乍起

2019年8月，规模以上工业增加值同比增长4.4%（前值4.8%）；社会消费品零售总额同比增长7.5%（前值7.6%）；城镇固定资产投资累计同比增长5.5%（前值5.7%），其中基建（不含电力）投资增长4.2%（前值3.8%），房地产投资增长10.5%（前值10.6%），制造业投资增长2.6%（前值3.3%）。8月城镇调查失业率为5.2%（前值5.3%）。

### （一）工业生产：超预期下滑

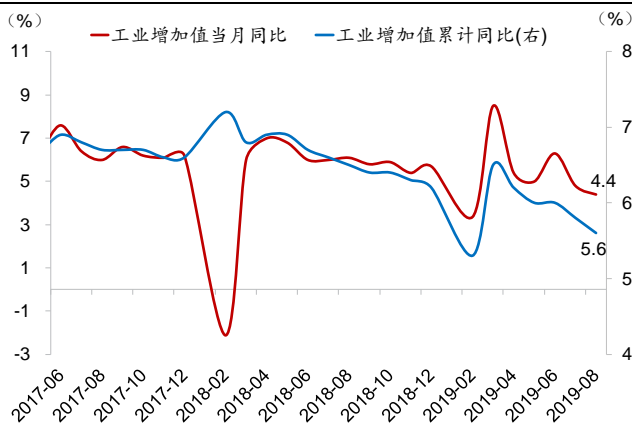
8月工业增加值同比增长4.4%，增速较前值下滑0.4pct。受内外需疲弱拖累，工业增加值增速连续2个月超预期下滑。

**内需方面**，8月官方制造业PMI为49.5，较前值下滑0.2，连续四个月位于荣枯线以下。考虑到官方制造业PMI在2018年底就进入荣枯线以下，仅在今年3、4月短暂反弹至荣枯线上，之后持续位于通缩区间，指向宏观经济景气程度堪忧。

**外需方面**，8月全球制造业PMI为49.5，仍处于收缩区间。其中美国ISM制造业PMI录得49.1，时隔3年重回荣枯线以下；欧元区制造业PMI为47.0、日本制造业PMI为49.3、韩国制造业PMI为49.0，均在荣枯线以下，指向外部需求依旧较为疲弱。而8月中美贸易摩擦亦升温态势，拖累我国8月出口金额增速较前值下滑4.3pct。

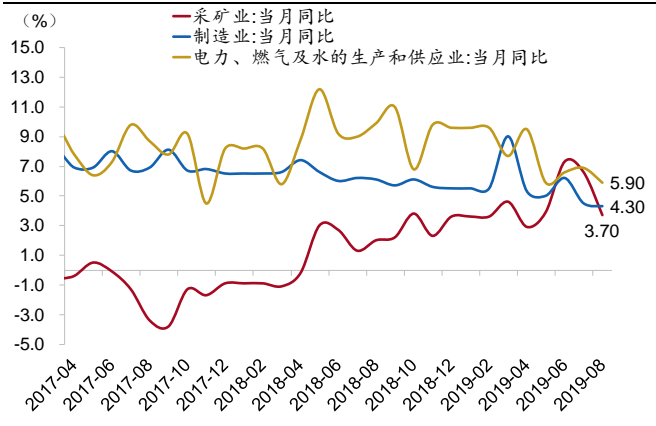
此外，**企业去库存和工业品通缩也对生产造成拖累**。7月工业企业产成品存货累计同比增长2.3%，增速较前值下滑1.2pct，8月PMI产成品库存指数为47.8，依旧位于荣枯线以下，指向企业依旧在去库存。8月PPI同比为-0.8%，较7月下月下滑0.5pct，也在一定程度上打压了企业生产的积极性。

图 10：工业生产同比增速显著下滑



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 11：采矿业拖累工业生产增速



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

分三大门类看，采矿业是主要拖累，增加值同比增速下滑幅度达2.9pct。制造业、公用事业增加值同比增速分别下滑0.2pct、1.0pct。分行业来看，目前公布的数据中交通运输设备、金属制品、化学原料、食品制造、有色金属等行业增加值增速回落超过1.5pct。

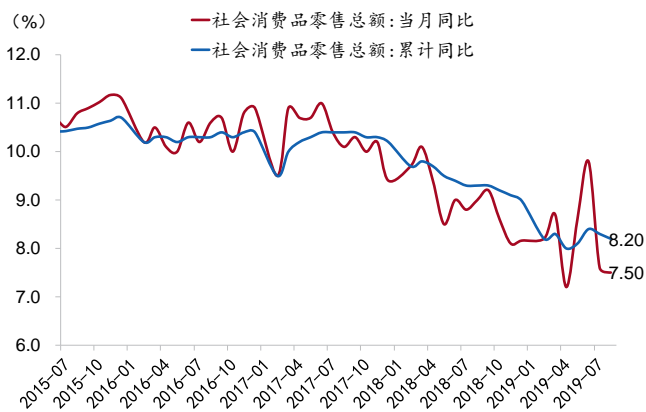
前瞻地看，工业生产短期内仍将承压。内外需疲弱拖累企业去库存进度、PPI 处于通缩状态都将对工业生产形成拖累。而且，从产业链角度看，8月采矿业生产放缓或将逐步传导至中下游行业。

## （二）消费：汽车销售继续回落

8月社会消费品零售总额同比增长7.6%，较前值下滑0.1pct，当月实际同比增长5.6%，较前值下滑0.1pct，限额以上社零当月同比增长2.0%，较前值下滑0.9pct。汽车销售疲弱仍是社零增速下滑的主要拖累：8月中汽协口径汽车销售同比下降6.9%，跌幅较7月扩大2.6pct，确认6月销售的反弹只是排放标准切换之下的浮光一现。从限额以上企业商品销售来看，汽车类消费额当月同比下降8.1%，跌幅较前值扩大5.5pct。分品类看，限额以上企业商品零售额中汽车、金银珠宝、中西药、家具等消费增速下滑显著；建筑装潢、文化办公用品、化妆品、粮油食品等消费增速有所提升。

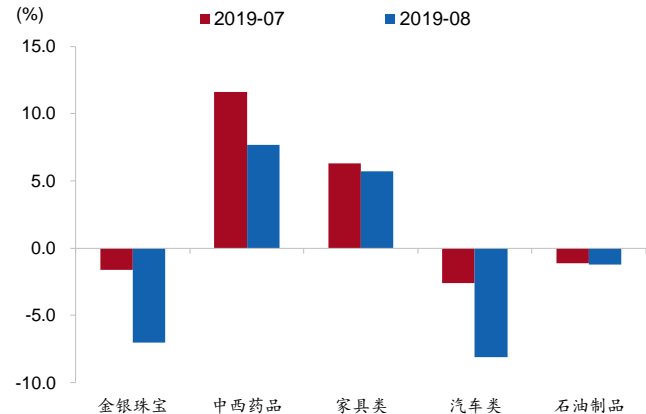
前瞻地看，受基数影响，9月汽车销售将增速将大概率有所反弹，并带动社零消费增速回暖。但在居民收入增速放缓及房地产销售疲弱的背景下，社零反弹的幅度或将有限。

图 12：社会消费品零售总额增速小幅下滑



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 13：汽车类消费跌幅扩大拖累社零增速



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

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\\_9946](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9946)

